

## 新世纪评级工商企业类 26 个行业 2018 年信用展望报告

### 导读

过去的一年，注定是中国发展史上波澜壮阔的一年，党的十九大为中国中长期发展进一步指明了方向。中国经济也正由过去增速优先转向质量优先，经济发展的新旧动能切换将持续加速。在这一变革时期，市场层面的产业转型升级将加速，政府层面的全方位监管将得到强化，过往累积的一些信用风险预计将（被）进一步有序释放。

展望 2018 年，我们认为债券市场信用风险暴露的程度，仍取决于（1）新旧动能转换过程中旧动能风险释放的内在需求：如过剩产能行业中的高财务杠杆企业、实际上已丧失债务偿付能力的僵尸企业等；以及（2）管理当局对去杠杆的政策力度的掌控：底线思维模式下不至于出现持续的大规模信用风险暴露——即便是化解风险的政策诱发的风险，仍可较轻易的通过政策调整来加以化解。

展望 2018 年，我们认为债券市场信用风险将主要来自以下领域：（1）**高杠杆且低质量运营**的行业或企业，这类企业财务杠杆水平高企，债务负担沉重，自身缺乏偿债资金的创造能力，长期以债养债，经营环节产生的净现金流持续不能满足偿付债务利息的需求；（2）处于严监管情形下的领域和企业，包括**治理缺陷**等，如那些关联方关系复杂且资金往来与担保链隐蔽的民营企业，这类企业极易因治理缺陷而受到监管处置，加之舆情因素，极易诱发融资链断裂；（3）近年来依靠债务杠杆**转型但不成功**的企业，这类企业往往通过各种方式筹集资金，并主要投向矿业、房地产、金融或类金融等领域；（4）**杠杆/跨业并购及资产估值**风险暴露，这类企业的基本特征是高估值并购并产生低质量的快速成长（营收、业绩及应收账款与存货快速增长，缺乏现金回笼能力），其主要股东的所持股权也几乎用于质押融资，实际上这也是谋求转型但不成功的情况；（5）核心业务现金流高度依赖于**政府基建及房地产开发商**的领域或企业，如建筑施工，建筑钢材，水泥等；（6）中小型开发商及过往几年大规模杠杆拿地的经营风格激进的大型开发商，他们面临着严监管下融资渠道不畅以及销售资金回笼不畅的风险，即便是境外高成本融资可以缓解暂时的压力，但失去高毛利的支撑，这种行为无异于饮鸩止渴；（7）部分缺乏核心业务与现金流且政府无救助义务的企业（市场往往认为地方政府应承担偿付责任），在以债养债，以增量负债偿付利息难度加大的背景下，一些财力基础薄弱的地方或将无力对这类企业提供支持。

新世纪评级工商企业评级部门的分析师，通过对（1）行业基本面以及（2）行业样本数据的阐述与分析，力求向债券市场参与各方全面展示其对行业信用风险变化趋势的判断和观点。受限于数据采集及自身能力，我们的工商企业类 2018 年度行业信用展望报告整体上仍存在较大的提升空间。未来

我们将继续努力扩充样本量基础和数据挖掘的深度，以期形成更高质量的各类研究报告。

需要声明的是：（1）这 26 篇行业信用展望报告所阐述的观点有些是既有内容的归纳整理，有些也仅仅是分析师独立看法；（2）各行业信用展望报告的附录二，由于篇幅较长，后续将在印刷版中展现。不当之处，请予指正。

值此新年之际，我们以此系列信用展望报告相赠，顺祝国荣家兴人康健！

| 序号 | 报告名称               |
|----|--------------------|
| 1  | 收费公路行业 2018 年度信用展望 |
| 2  | 煤炭开采行业 2018 年度信用展望 |
| 3  | 食品行业 2018 年度信用展望   |
| 4  | 基础化工行业 2018 年度信用展望 |
| 5  | 航空运输行业 2018 年度信用展望 |
| 6  | 家电行业 2018 年度信用展望   |
| 7  | 钢铁行业 2018 年度信用展望   |
| 8  | 有色金属行业 2018 年度信用展望 |
| 9  | 饮料行业 2018 年度信用展望   |
| 10 | 民航机场行业 2018 年度信用展望 |
| 11 | 化肥行业 2018 年度信用展望   |
| 12 | 医药制造行业 2018 年度信用展望 |
| 13 | 造纸行业 2018 年度信用展望   |
| 14 | 水务行业 2018 年度信用展望   |
| 15 | 信息技术行业 2018 年度信用展望 |
| 16 | 建筑行业 2018 年度信用展望   |
| 17 | 零售行业 2018 年度信用展望   |
| 18 | 房地产行业 2018 年度信用展望  |
| 19 | 旅游行业 2018 年度信用展望   |
| 20 | 汽车制造行业 2018 年度信用展望 |
| 21 | 出版发行业 2018 年度信用展望  |
| 22 | 水泥行业 2018 年度信用展望   |
| 23 | 纺织服装行业 2018 年度信用展望 |
| 24 | 电气设备行业 2018 年度信用展望 |
| 25 | 电力行业 2018 年度信用展望   |
| 26 | 港口行业 2018 年度信用展望   |