

LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION  
IMPACT  
DIAN

# 民营企业的信用环境变化、经营能力及竞争力表现

联合资信 研究中心 | 邓博文 | 胡乾慧 | 李天娇



联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



**引言：**2018 年，在打好防范化解重大金融风险攻坚战的思想指引下，我国开启了一场系统性“去杠杆”进程。随着“去杠杆”进程的持续推进，国有企业的资产负债率出现下降，但民营企业的杠杆率却不降反升，还出现了由于外部融资环境收紧导致的流动性危机，进而引发了 2018 年我国债券市场的一波违约高潮。随后监管部门积极出台相关政策为民营企业纾困，民营企业的流动性危机有所缓和，但新冠疫情的爆发对民营企业的生产经营又带来重大冲击，进一步加剧了部分民营企业的生存危机。在《民企信用能力演化及困境探索》<sup>1</sup>一文中，我们回顾了民营企业近四十余年的发展历程，总结了民营企业具有更高的经营脆弱性和财务脆弱性的特点。2018 年迄今，我国民营企业的信用环境和信用能力发生了怎样的变化？民营企业的信用环境和信用能力变化又如何进一步传导至其经营层面，导致其经营能力出现了怎样的变化？这些变化是否影响了其市场竞争力，导致民营企业的市场地位出现了怎样的变动？本文通过梳理 2018 年以来我国民营企业在信用能力、经营能力和市场竞争力方面变化的线索，旨在理清外部融资环境变化对实体企业冲击的传导机制，并据此提出相关政策建议，冀希对我国民营经济的健康和高质量发展有所裨益。

## 一、近年来民营企业的信用环境变化

自 2018 年起，我国民营企业面临的信用环境整体较为严峻，不过不同时期，原因不一，可以以 2020 年为分界点，从疫情前和疫情后来观察。疫情前，民企所面临的信用环境较为恶劣主要是受宏观“去杠杆”以及违约高发所致。具体来看，2018 年，在经济去杠杆、金融强监管、美联储缩表和加息、中美贸易战等宏观不确定性因素较大的背景下，企业融资渠道收紧，再融资压力增大，我国债券市场违约事件频发，特别是民营企业违约大幅增加。2019 年，虽然市场资金面相对宽松，但监管政策的延续导致市场风险偏好下降，企业再融资受限，债券市场信用风险继续暴露，民营企业依然是我国债券市场的违约“高发地”，因此市场整体对民企投资较为谨慎。

疫情发生后，民企所面临的信用环境较为恶劣主要是疫情导致的封控管控以及经济整体承压，投资消费低迷等带来的外部环境不友好，加之民企自身抗风险能力较弱所致。具体来看，2020 年，新冠肺炎疫情给国内实体经济特别是中小民营企业造成较大冲击，民企盈利能力下降，流动性压力加大，信用风险显著上升，所面临的信用环境仍较为严峻。2021—2022 年，我国经济进入快速复苏后的降速期，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，同时疫情反复、严峻复杂的国际环境等外生因素也给国内经济发展带来了诸多挑战。在此背景下，民企自身抗风险能力较弱，

---

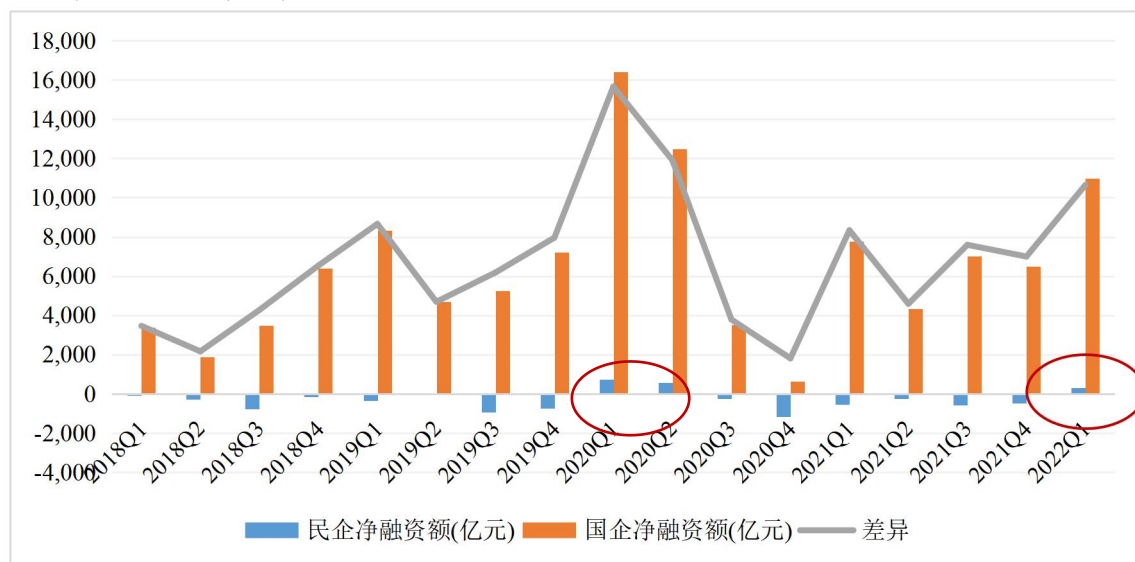
<sup>1</sup> 文末附该文链接，可点击阅读。

外部信用环境较为严峻，受到的冲击依然较大。

## （一）外部融资环境的负面冲击

### 1. 净融资额

自 2018 年以来，民营企业债券净融资额的变化以及其与国企业的差异反映出其整体在外部融资环境的负面冲击下，所面临的融资难困境。2018 年—2022 年 1 季度，民企债券净融资额除 2020 年上半年和 2022 年一季度短暂为正外，其余季度均为负值，特别是各年的下半年，民企净融资额负值均较大；而同期国企净融资额均为正值，特别是民企为正值时，国企净融资更高，两者分化进一步加剧。这说明市场整体环境较差、外部融资环境负面冲击较大时，民企融资非常困难；市场环境放松时，民企融资虽然好转，但从获利力度上不如国企。

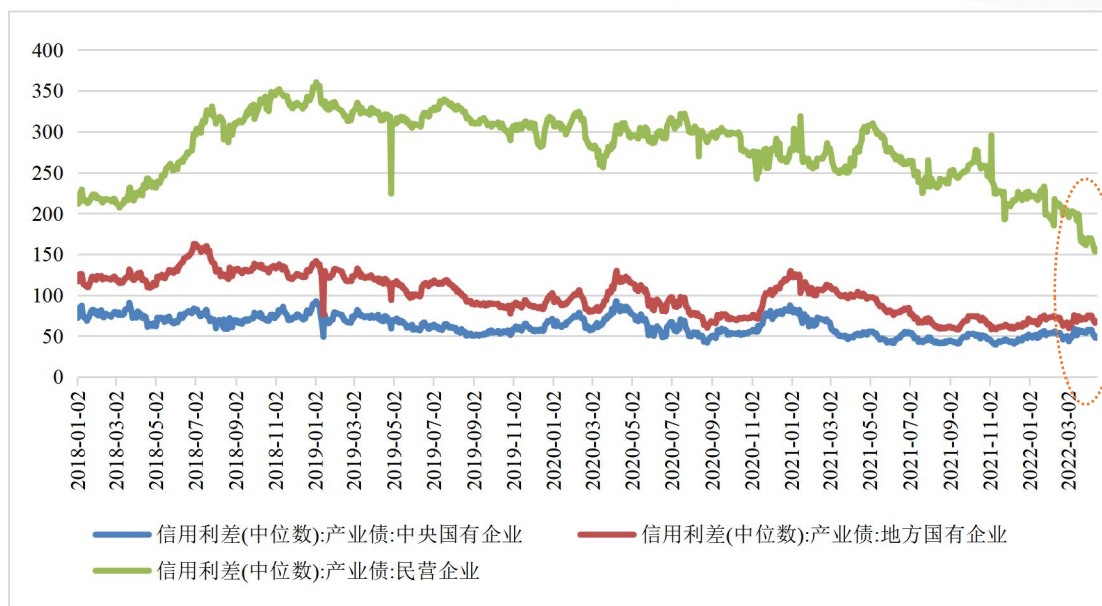


数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 民企、国企 2018 年—2022 年 Q1 债券净融资额分布

### 2. 发债利差

自 2018 年以来，民营企业信用利差的变化以及其与国企信用利差的差值反映出其在外部融资环境收紧的情况下，所面临的融资贵困境。自 2018 年宏观“去杠杆”以来，叠加疫情爆发经济下行等因素，民企的信用利差，以及其与国企的信用利差差值一直处于高位。这说明外部融资环境收紧会导致民企融资成本上升，使民企融资贵的问题更为凸显。2022 年初，民企与国企的利差差值有所收窄，这或与今年出台的一系列支持民企融资的政策有关。

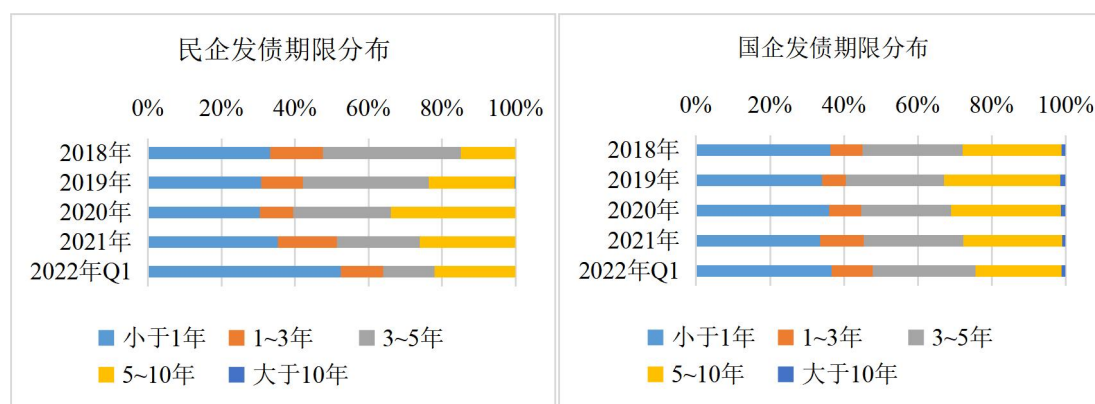


数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 民营、央企和地方国企 2018 年—2022 年 Q1 信用利差变化

### 3. 发行期限

自 2018 年以来，民营企业发债期限越来越短，2022 年新发债券中 1 年期以下占比已超过一半，反映出民企在外部信用环境变差的情况下，所面临的流动性紧张困境。从发行期限的分布来看，民营企业自 2018 年起新发债券中，中短期占比越来越高，1 年以内的新发债券占比已经从 2018 年的 33% 增长至 2022 年 1 季度的 52%。与民营企业相比，同期国有企业各年新发债券期限分布则较为均衡。民企发债期限越来越短，一方面表明民企流动性较为紧张，需频繁地借新还旧。另一方面也凸显市场对投资民企信心不足，更趋谨慎。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.3 2018 年—2022 年 Q1 民企、国企发债期限占比情况



## （二）新冠疫情对民企经营的重大影响

距新冠疫情爆发已有 2 年多时间，这期间疫情形势复杂严峻，出现反复多点爆发情形，各地为了有效遏制疫情蔓延，纷纷出台各项管控措施。受此影响，各地停工停产时有发生，居民消费预期和工厂开工率下降，企业收入规模下降。加之大宗商品价格大幅上涨带动成本上升，而民企集中于产业链中下游，受到的冲击尤其明显，经营出现较大困难。

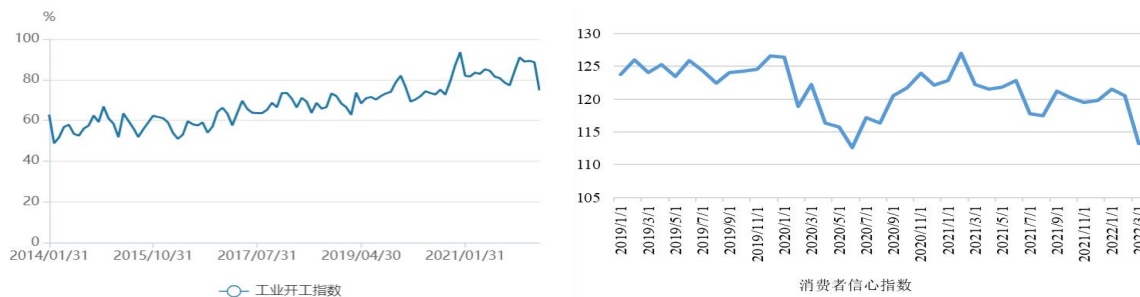
下图展示了全国（不含港澳台）新型冠状病毒肺炎疫情现状。分时间看，2020 年初和 2022 年 3 月中旬以后当日新增确诊病例数量居高，同时，2020 年 7 月、2020 年年底、2021 年 7 月、2021 年底当日新增也较多，反映出疫情多点散发、出现反复的情况。



数据来源：Wind，截至 2022 年 5 月 11 日

图 1.4 全国疫情数据-确诊病例：当日新增

为了快速遏制疫情发展，各地政府纷纷采取放假、停工、停学等措施，但这也会经济生产和消费者信心造成影响。从下图可以看到，在疫情发展较为严峻的 2020 年初和 2022 年 3 月中旬后，工业开工指数和消费者信心指数也明显下滑。其中，民企由于大多处于整个国民经济产业链中的中下游及竞争性行业，自身抗风险能力不强，叠加停工停产等抗疫政策，其开工率大幅下滑，客户需求减少，收入规模下降，而刚性支出仍然存在，在应对疫情的停工停产措施中受到的冲击尤其大。



数据来源：Wind（左图），截至 2022 年 5 月 11 日；证券之星（右图）

图 1.5 招银理财望眼科技夜光指数：工业开工指数（左图）和消费者信心指数（右图）

### （三）流动性问题导致债券违约显著增加，进一步恶化了民企的信用环境

2018 年外部融资环境收紧导致部分企业出现流动性危机，进而引发了一波债券违约潮，当年违约企业高达 43 家，同比增长 258.33%；违约债券达到 143 只，同比增长 191.84%；违约债券金额升至 1055.32 亿元，同比增长 294.93%。民营企业由于受到的流动性冲击最大，因此债券违约增长高于整个市场，且占据违约债券的大部分，在违约企业中占比约 70%，违约债券只数和金额占比均超过 70%，详见下表。

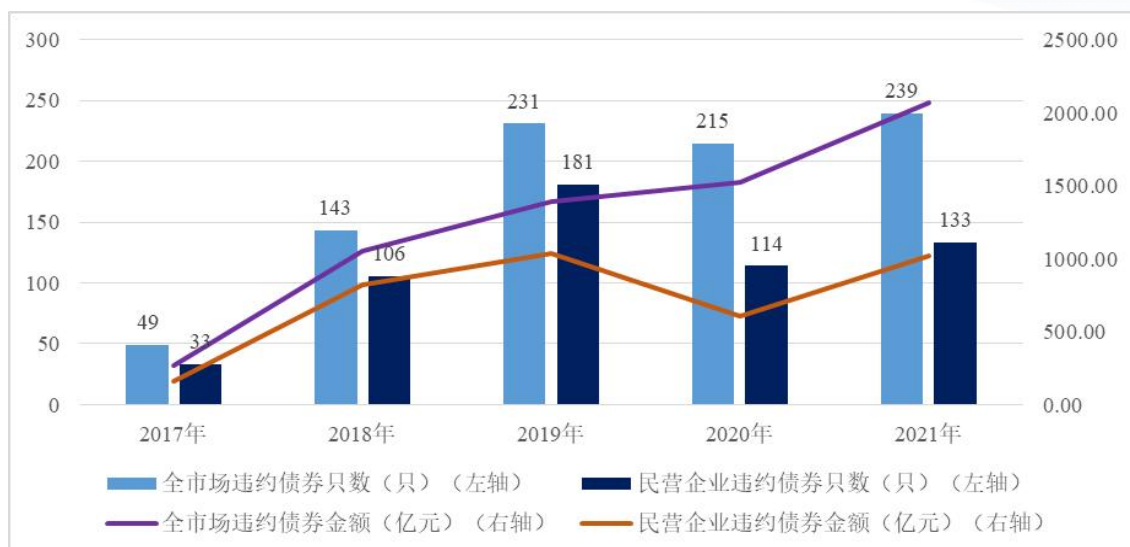
**表 1.1 2017—2018 年我国债券市场违约及民营企业债券违约统计表**

项目	2017 年	2018 年	同比增长 (%)
全市场违约企业家数 (家)	12	43	258.33
民营企业违约企业家数 (家)	7	30	328.57
民营企业所占比例 (%)	58.33	69.77	11.43
全市场违约债券只数 (只)	49	143	191.84
民营企业违约债券只数 (只)	33	106	221.21
民营企业所占比例 (%)	67.35	74.13	6.78
全市场违约债券金额 (亿元)	267.22	1055.32	294.93
民营企业违约债券金额 (亿元)	164.07	819.18	399.29
民营企业所占比例 (%)	61.40	77.62	16.23

注：同比增长计算公式除“民营企业所占比例”为“2018 年数据减去 2017 年数据”外，其余均为“(2018 年数据/2017 年数据-1)\*100”

数据来源：联合资信 COS 系统

尽管政府后续采取了一系列措施以缓解民营企业的流动性困境，但民营企业的信用状况未得到明显改善，加之始自 2019 年底的新冠疫情对企业的正常经营形成重大冲击，使得 2019—2021 年民营企业的债券违约保持高位运行，且占据违约债券的大部分，详见下图。



数据来源：联合资信 COS 系统

图 1.6 2017—2021 年我国债券市场及民营企业违约债券只数、金额趋势图

从违约率看，民营企业的违约率大幅高于整个债券市场的违约率，市场形成了对民营企业高信用风险特征的认识，使得民营企业融资更为困难，面临严峻的信用环境。2017—2021 年间，民营企业年度违约率最高达到 7.00%，平均年度违约率为 4.35%，而整个债券市场的年度违约率最高为 1.29%，平均年度违约率为 0.91%，两者相差很大，使得民营企业发行债券较难，且发行成本较高。自 2018 年起，民营企业的年度债券净融资额均为负，其中 2018 年为-1289.48 亿元，2019 年达到-2020.38 亿元，2020 年收窄为-109.73 亿元，2021 年又攀升至-1897.14 亿元。



数据来源：联合资信 COS 系统

图 1.7 2017—2021 年我国债券市场及民营企业违约企业数量、违约率趋势图

总的来看，自 2018 年外部融资环境收紧后，民营企业面临更大的流动性压力，部分民营企业出现流动性危机甚至发生债券违约，债券违约的频频发生又加剧了投资者对民营企业信用能力的担忧，从而进一步恶化了民营企业的融资环境和信用环境。

#### （四）信用评级变化反映了民企的信用能力整体弱化

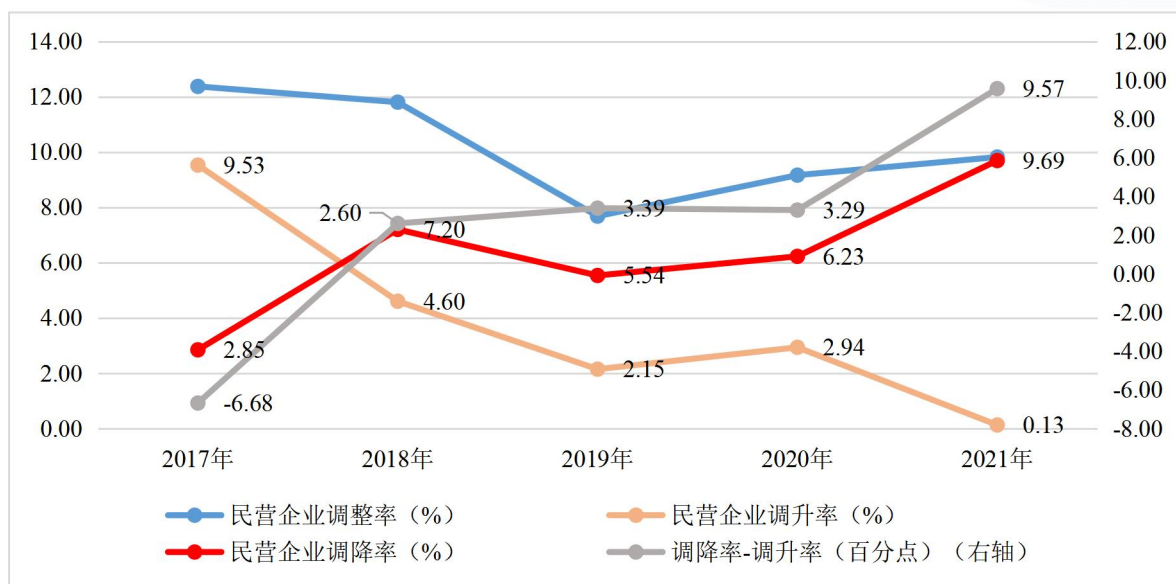
自 2018 年以来，民营企业的信用评级变化反映出其整体信用能力不断弱化，信用评级机构通过评级调整对民营企业的违约风险进行了提示和预警。从评级调整看，2017—2021 年间，民营企业的评级调整率先降后升，评级调升率整体呈下行趋势，而评级调降率则整体呈上升趋势。与整个债券市场相比，民营企业的评级调整率明显高于债券市场总体，评级调升率整体低于债券市场总体，评级调降率则显著高于债券市场总体。2017 年，民营企业的评级调升率尚高于评级调降率 6.68 个百分点，但自 2018 年发生逆转，其评级调降率显著高于评级调升率，直至 2021 年评级调降率高于评级调升率 9.57 个百分点，见图 1.8。

表 1.2 2017—2021 年我国债券市场和民营企业评级调整统计表

年份	全市场调整率 (%)	民企调整率 (%)	全市场调升率 (%)	民企调升率 (%)	全市场调降率 (%)	民企调降率 (%)
2017 年	8.43	12.38	7.19	9.53	1.24	2.85
2018 年	6.35	11.81	4.58	4.60	1.76	7.20
2019 年	5.20	7.68	3.76	2.15	1.44	5.54
2020 年	5.70	9.17	4.07	2.94	1.63	6.23
2021 年	2.57	9.82	0.28	0.13	2.29	9.69

数据来源：联合资信 COS 系统

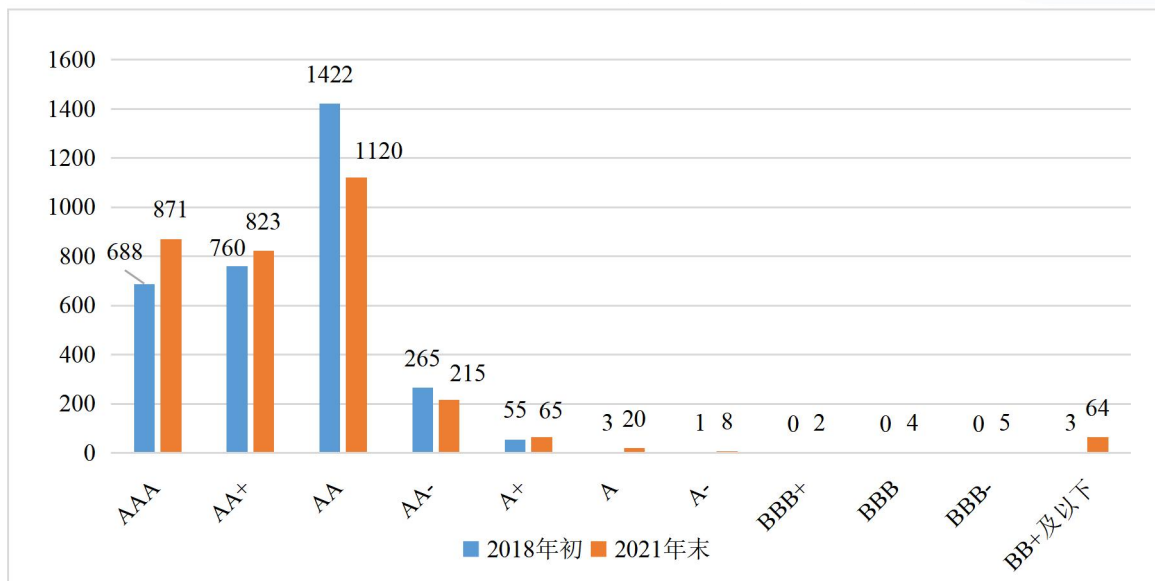




数据来源：联合资信 COS 系统

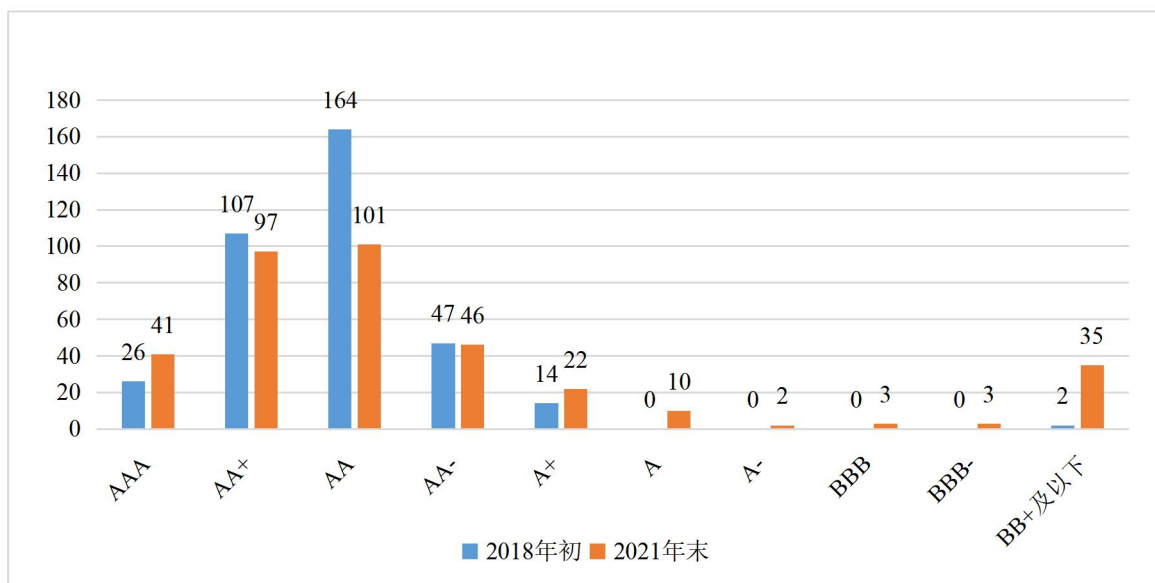
图 1.8 2017—2021 年我国民营企业评级调整率、调升率和调降率趋势图

从评级分布看，2021 年末与 2018 年初相比，民营企业的评级分布整体向右偏移，高信用级别企业占比下降，而低信用级别企业占比显著上升，具体为：AAA 级占比提升 4.17 个百分点，源于期间部分优质头部民企评级提升所致；AA+级占比下降 2.78 个百分点，源于向上或向下迁移所致；AA 级占比大幅下降 17.50 个百分点，该等级民营企业受到的流动性冲击较大，导致信用恶化后评级下调数量较多；BB+级及以下占比大幅上升 9.17 个百分点，部分民营企业由于流动性冲击信用能力恶化，被降至投资级以下甚至出现债务违约。而同期整个债券市场的评级分布则变化不大，仍整体呈左偏分布，AAA 级和 AA+级占比均有所上升，AA 级和 AA-级占比有所下降，BB+级及以下占比上升约 2 个百分点，总体分布略向右有所偏移。因此，评级分布反映出整个债券市场受评主体的信用能力略有弱化，但民营企业的信用能力则出现显著弱化。



数据来源：联合资信 COS 系统

图 1.9 2018 年初和 2021 年末我国债券市场的受评主体的评级分布图



数据来源：联合资信 COS 系统

图 1.10 2018 年初和 2021 年末我国发债民营企业的评级分布图

### （五）复杂严峻的外部环境将持续对民企的信用能力构成挑战

2022 年以来，我国经济发展环境的复杂性、严峻性和不确定性上升，将对民营企业的信用能力构成持续的挑战。由于新冠疫情的散发和多发，我国局部区域采取了

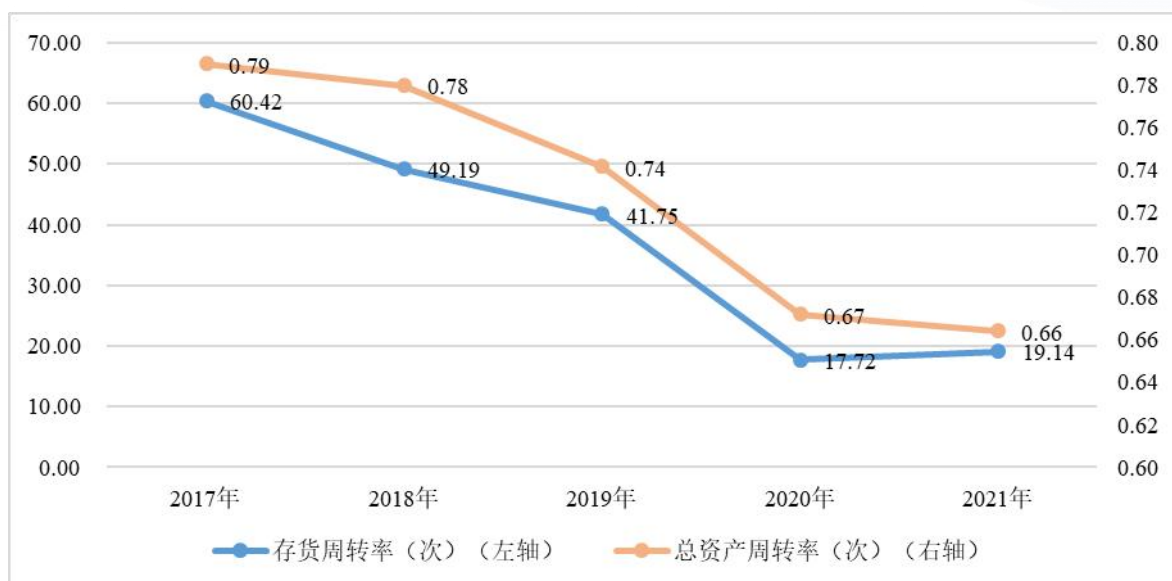
更为严格的管控措施，停工停产企业增多，从而导致供应链受到较大冲击，部分企业缺工缺料而无法正常生产和经营，例如因上海疫情导致芯片短缺，直接波及下游众多汽车制造商。乌克兰危机的爆发，引发了国际大宗能源和商品的价格大幅上涨，甚至出现供应短缺，而我国民企集中于产业链的中下游，上游成本的上涨显著压缩了民企的盈利空间，对部分民企可以说是雪上加霜。国际局势也日趋动荡，中资企业的海外拓展遭遇了前所未有的困难，一是从海外获取技术和核心部件受到越来越多的限制，美国把更多中资企业列入实体企业清单，对包括华为在内的高科技企业实行核心部件出口限制；二是中资企业的海外市场被压缩，部分国家加大对中资企业的反倾销反补贴调查，甚至直接以所谓的国家安全为由把中资企业的产品排除在外；三是中资企业的海外融资受到更多限制，美国将更多中概股列入退市名单，中资美元债的发行规模也大幅缩减，发行成本显著上升。总的来看，在复杂严峻的外部环境下，民营企业由于自身抗风险能力相对更弱，其信用能力前景整体难以乐观。

## 二、民企的信用能力变化对经营能力的影响

由于信用环境的恶化和信用能力的弱化，民营企业的正常经营受到较大的冲击，反映在其自 2018 年以来，经营效率和盈利能力整体呈下降趋势，且对未来预期减弱，在长期资产投资和研发支出方面出现较大的波动。鉴于数据的可得性，本报告选取我国沪深交易所上市民企以及发债民企作为样本，并剔除了 2017—2021 年间数据不全的样本，共获得 2740 个有效民企样本，本节均基于该样本群进行分析。

### （一）民营企业的经营效率显著下降

2018 年以来，民营企业的经营效率整体呈下行走势。从样本企业的存货周转率均值来看，2018—2020 年同比分别下降 11.23 次、7.44 次和 24.03 次，反映出民营企业销售不畅，存货积压较为严重。2021 年我国经济从疫情中快速复苏，民营企业的存货周转率有所反弹，同比上升 1.42 次，但相比 2017 年仍处于底部区域。从样本企业的总资产周转率均值看，2018—2021 年间呈持续下行趋势，其中 2019 年和 2020 年降幅较为明显，分别下降 0.04 次和 0.07 次。总体来看，自 2018 年以来，在信用环境、新冠疫情、供应链不畅和全球经济复苏乏力等因素冲击下，我国民营企业的经营效率下降较为显著，目前仍在底部区域徘徊。今年由于新冠疫情的散发和多发，我国各地加强了封控和管控措施，部分民营企业被迫停工停产，经营效率可能进一步下行。



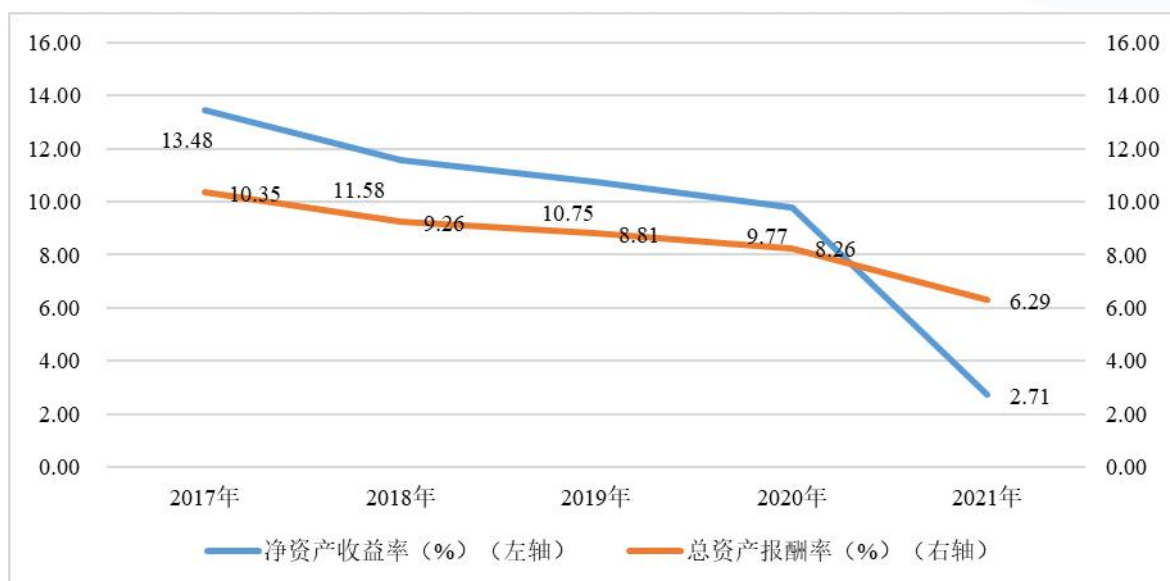
数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 民营企业 2017—2021 年存货周转率和总资产周转率趋势图

## （二）民营企业的盈利能力持续降低

随着经营效率的下降，民营企业的盈利能力也持续走低。2018—2021 年间，民营企业的净资产收益率均值分别下降 1.90、0.83、0.98 和 7.06 个百分点。2021 年由于大宗原材料价格的大幅上涨，民营企业大多处于产业链的中下游，且成本转嫁能力较弱，因此盈利水平下降幅度较大。民营企业的总资产报酬率均值在 2018—2021 年间持续下降，各年分别下降 1.09、0.45、0.55 和 1.97 个百分点，说明民营企业的盈利空间在不断收窄。由于疫情防控带来的需求端和供给端冲击，民营企业的盈利能力在 2022 年或将进一步恶化，甚至出现较大面积的亏损企业。



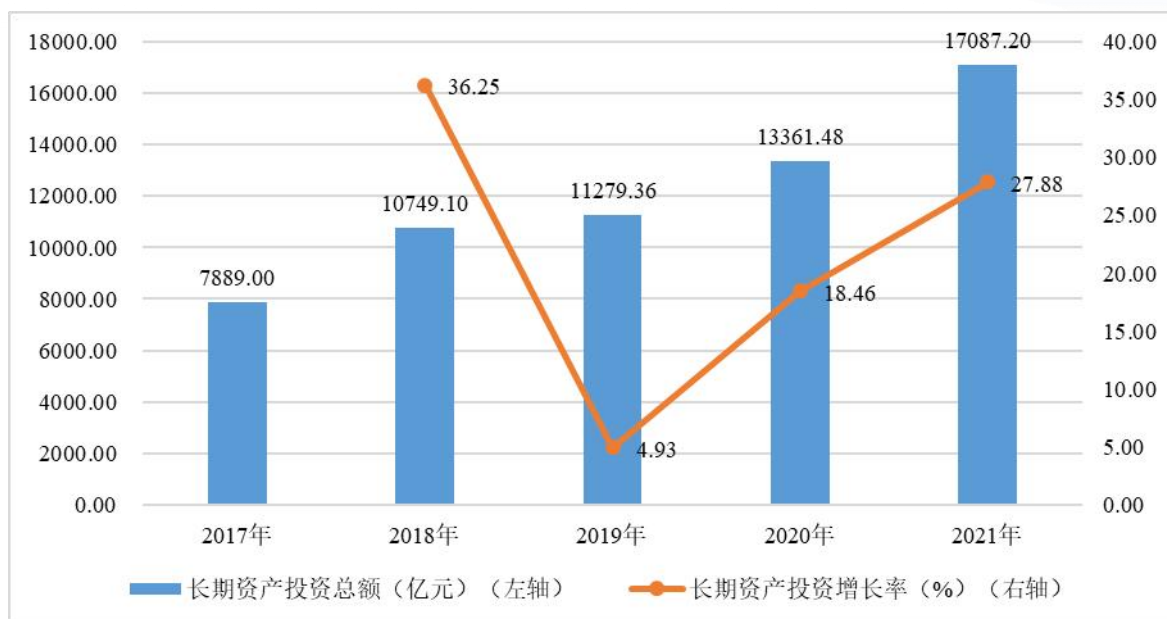


数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 民营企业 2017—2021 年净资产收益率和总资产报酬率趋势图

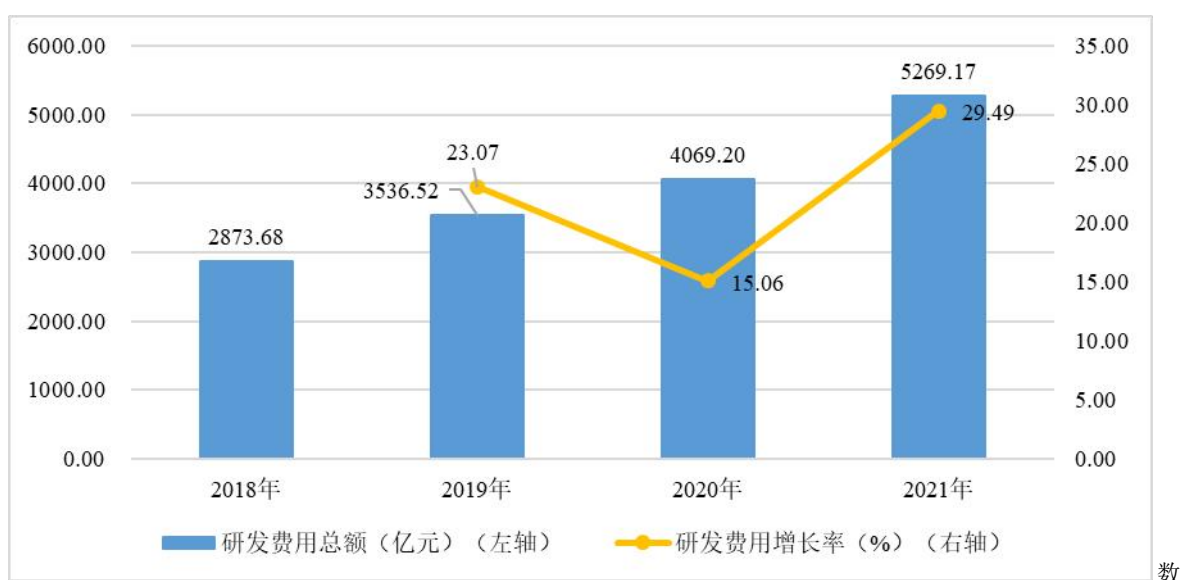
### （三）民营企业的长期资产投资和研发投入增长出现较大波动

由于盈利能力下降，现金流收紧，民营企业对未来的预期趋于谨慎，在长期资产和研发方面的投入增速出现较大波动。为保证数据的可靠性，本报告采用现金流量表中的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目作为长期资产投资的统计数据。2017—2021 年间，民营企业的长期资产投资规模整体呈增长趋势，但增速出现较大波动，2019 年长期资产投资增长率仅 4.93%，比上年大幅下降 31.32 个百分点，2020 年随着鼓励民企投资政策的出台，长期资产投资增速出现反弹，2021 年我国经济从疫情中显著复苏，带动民企长期资产投资增速进一步走高。由于“研发费用”在利润表中单独列示自财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》财会〔2018〕15 号后开始，因此对“研发费用”的统计期间为 2018—2021 年，该期间研发费用规模呈增长态势，但增速也出现波动，2020 年同比增长率为 15.06%，比上年下降 8.01 个百分点，2021 年由于加大研发费用在所得税中加计扣除的税收优惠政策推出和经济的快速复苏，民营企业的研发费用增速出现反弹。由于新冠疫情防控的收紧，国际局势动荡和经济增速减弱，2022 年民营企业的长期资产投资和研发投入的增速可能再次走低。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 民营企业 2017—2021 年长期资产投资规模及增长率趋势图



数据来源：Wind，联合资信整理

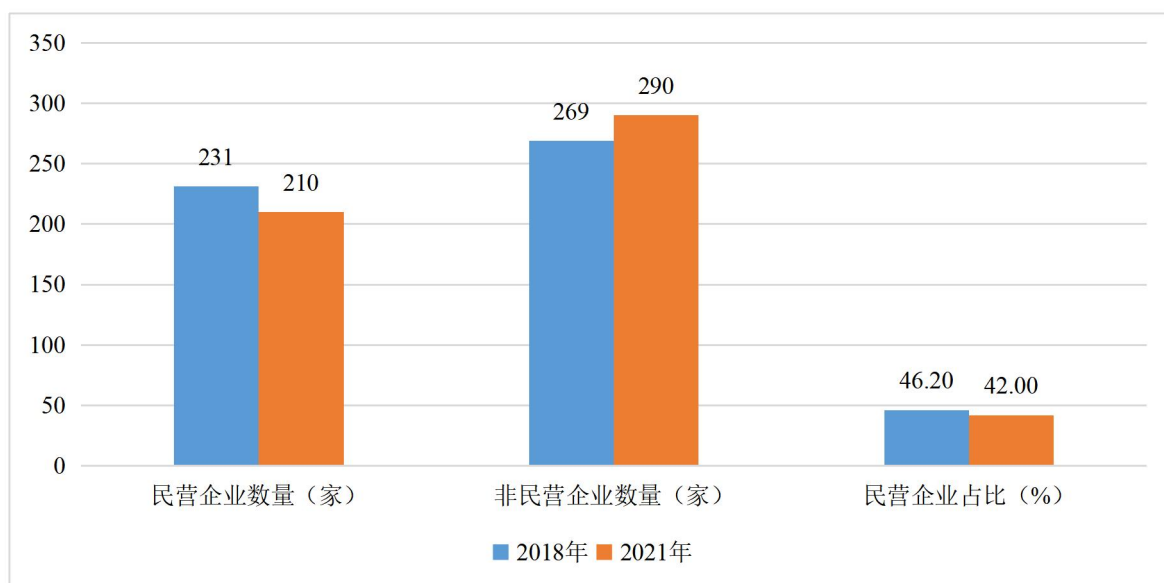
图 2.4 民营企业 2018—2021 年研发费用规模及增长率趋势图

### 三、经营能力的下降削弱了民企的整体市场竞争力

自 2018 年以来，由于流动性的冲击，导致民营企业债务违约上升，进而恶化了民营企业的信用环境，削弱了其信用能力，继而降低了民营企业的经营能力，最终对民营企业的市场竞争力带来重大影响。以下从我国民营企业在国内五百强和世界五百强的排名变化来分析其市场竞争力的变化，并通过典型民企的案例分析予以展示。

#### （一）民企在国内和世界五百强企业排名中的变化分析

我们采用中国企业联合会和中国企业家协会联合发布的中国企业五百强名单，通过对比分析民营企业 2021 年和 2018 年在五百强名单中的数量占比和排名变化来分析其整体市场竞争力的变化。2018 年，中国企业五百强名单中有 231 家民营企业，所占比例为 46.20%；2021 年，中国企业五百强名单中民营企业为 210 家，减少 21 家，所占比例为 42.00%，下降 4.20 个百分点，由此可见民营企业的整体市场竞争地位有所下降。从排名看，与 2018 年相比较，2021 年有 87 家民营企业的排名上升，但有 144 家民营企业排名下降，其中 63 家民营企业退出了五百强名单，民营企业的市场地位总体上出现明显下降。在 2018 年中国企业五百强中，有 36 家企业发生债务违约，其中民营企业 28 家，占比超过四分之三；发生债务违约的 28 家民营企业，有 18 家退出五百强名单，7 家排名下降，仅 3 家排名上升，可见债务危机是导致民营企业市场地位下降的重要原因之一。



数据来源：中国企业联合会和中国企业家协会，经整理所得

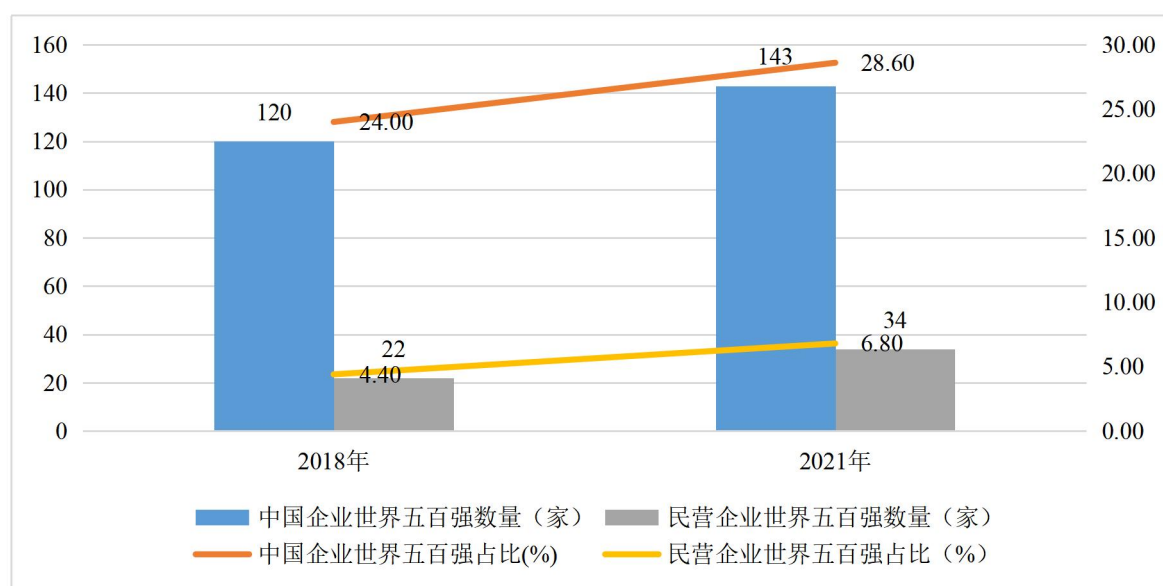
图 3.1 2018 年和 2021 年中国企业五百强中民营企业数量及占比对比图

根据《财富》杂志的世界五百强排名，2021 年有 143 家中国企业入围，比 2018 年增加 23 家，所占比例为 28.60%，比 2018 年提高 4.60 个百分点，其中民营企业为 34 家，比 2018 年增加 12 家，所占比例为 6.80%，比 2018 年提高 2.40 个百分点。由此可见，中国企业在全球经济中的竞争地位显著提升，民营企业在全球经济中的竞争地位也有所上升。

从排名变化看，在 2021 年世界五百强排名中，有 105 家中国企业的排名发生变化，其中 94 家排名上升，11 家排名下降，其中民营企业有 22 家排名发生变化，20 家上升，2 家下降，可见尽管 2018 年以来全球经济出现一定的动荡，但中国企业和民营企业在世界经济中的竞争地位整体处于上升趋势。

为什么民营企业在国内的竞争地位整体明显下降，但在世界五百强中的排名反而上升呢？原因在于进入世界五百强的中国民营企业大多为头部企业，在国内五百强中的排名均在 150 名以内，且在所属行业的排名基本位于前十以内，甚至为行业领头羊企业，如华为投资控股有限公司、腾讯控股有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、恒力集团有限公司、碧桂园控股有限公司等，在“马太效应”下这些企业的市场竞争力进一步增强，而中部和尾部的五百强民企的市场竞争力则出现一定下降。

综合来看，自 2018 年以来，民营企业的信用环境有所恶化，其整体信用能力出现弱化，进而导致经营能力和市场竞争力整体被削弱，但在“马太效应”作用下，行业头部民企的市场竞争力反而进一步增强，而中部和尾部民企由于抵抗重大冲击的能力偏弱从而市场竞争力出现下降。



数据来源：《财富》杂志，经整理所得

图 3.2 2018 年和 2021 年世界企业五百强中中国企业和民营企业数量及占比对比图



## （二）典型民企竞争力变化的案例分析

### 1. 庞大汽贸集团股份有限公司

庞大汽贸集团股份有限公司（以下简称“庞大汽贸”）是我国一家以汽车销售服务为主业的大型汽车营销企业，2017 年营业收入为 704.85 亿元，在中国企业五百强中排名第 225 位。2018 年以来，由于外部融资环境的收紧，庞大汽贸的流动性问题进一步加剧：一方面，由于汽车经销行业具有重资产、低毛利的特点，汽车经销商的大量资金沉淀在固定资产和存货上，一旦销售周转不畅，资金链就会收紧，2018 年我国汽车销量出现负增长使公司经营承受较大压力；另一方面，庞大汽贸及其实控人庞庆华于 2017 年 5 月收到证监会的监管处罚，使投资者和金融机构对其丧失信任，加剧了其融资困境，数家银行从其抽贷逾 200 亿元，使其陷入严重的流动性危机。从债券市场融资看，庞大汽贸 2016 年及以前的债券净融资额总体为正，其中 2016 年债券净融资额为 28 亿元，但 2017 年的债券净融资额为-31 亿元，出现大额净流出。庞大汽贸的融资活动净现金流在 2017 年为-9.48 亿元，2018 年更是出现巨额净流出，为-40.95 亿元，反映出公司的外部融资环境出现严重恶化。

融资环境收紧使庞大汽贸资金异常紧张，缺乏足够的资金采购汽车，销售出现大幅下滑，2018 年营业收入比 2017 年减少 284.52 亿元，降幅达到 40.37%，2019 年营业收入进一步减少 199.50 亿元，跌至 220.83 亿元，相比 2017 年缩水超过三分之二。庞大汽贸的汽车采购量和销量大幅下滑，使其未达成厂家年度任务目标，因此无法足额取得厂家优惠政策和返利支持，而汽车生产商提供的返利是汽车经销商经营业绩的重要组成部分，进而导致其营业成本大幅增加，盈利水平急剧下降。庞大汽贸 2017 年利润总额为 6.13 亿元，2018 年则出现巨额亏损，为-60.85 亿元，经营亏损进一步恶化了其现金流，使其信用能力严重受损，评级机构将其信用评级由 AA 降至 AA-，2019 年在其出现债券延期兑付后继续下调至 CC。

在营业收入大幅缩水，盈利能力急剧恶化，现金流出现枯竭后，庞大汽贸的市场竞争力显著被削弱，市场地位也快速跌落。2018 年，庞大汽贸在中国企业五百强中排名第 240 位，比上年下降 15 位；2019 年，庞大汽贸由于营业收入进一步大幅收缩，退出中国五百强企业名单。

### 2. 重庆力帆控股有限公司

重庆力帆控股有限公司（以下简称“力帆控股”）是一家以乘用车及配件、摩托车整车及配件、内燃机及配件等业务为主业的大型民营企业，2017 年在中国五百强企业中排名第 376 位。由于外部融资环境的收紧，2017—2019 年间，力帆控股的融

资现金流出现大额净流出，分别为-12.79 亿元、-54.34 亿元和-3.51 亿元，债券发行加权利率也从 2016 年的 6.22% 升至 2017—2018 年的 7.50%。融资活动的大额现金净流出加剧了力帆控股的流动性危机，其现金类资产/短期债务 2017—2019 年间分别为 0.34、0.18 和 0.08，出现持续下降，且受限资产规模逾百亿元，所占比例较高，再融资能力逐步丧失。

流动性问题严重影响了力帆控股的正常经营，公司 2019 年的整车销量为 25627 辆，其中：传统燃油车销量为 22536 辆，同比下滑 75.52%；新能源汽车销量为 3091 辆，同比下滑 69.49%。而我国 2019 年汽车产销量分别为 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，仅分别同比下降 7.5% 和 8.2%，力帆控股的销量下滑幅度明显高于行业平均水平。在经营效率方面，力帆控股的总资产周转率总体呈下降趋势，2017—2020 年间分别为 0.31、0.28、0.23 和 0.25。在盈利能力方面，力帆控股则急剧恶化，2017 年和 2018 年的利润总额分别为 3.56 亿元和 2.48 亿元，2019 年发生 90.20 亿元的巨额亏损。在投资方面，力帆控股出现了明显收缩，2017—2020 年间的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 7.28 亿元、6.95 亿元、3.12 亿元和 0.91 亿元，呈连续大幅下降趋势。

伴随着经营能力的显著下降，力帆控股的市场竞争力被严重削弱，其乘用车市场占有率由 2017 年的 0.54% 降至 2019 年的 0.10%，2020 年市场占有率几乎可以忽略。在中国五百强企业排名中，力帆控股 2018 年为 366 名，2019 年大幅降至 421 名。2020 年，由于债务危机爆发，力帆控股经营几近陷入瘫痪，营业收入大幅减少，最终退出中国五百强企业名单。

### 3. 东旭集团有限公司

东旭集团有限公司（以下简称“东旭集团”）是一家集半导体光电显示材料、高端装备制造、环保新能源、新能源汽车、前沿新材料等产业为一体的综合型民营企业集团，2018 年在中国企业五百强中排名第 419 位。2018 年以来，在去杠杆政策的影响下，民营企业融资难和融资贵的问题变得更为突出，东旭集团遭遇了银行的抽贷行为，一家银行在公司归还 20 亿元信用贷款后没有续贷，直接引发了公司的流动性危机。从东旭集团的融资活动净现金流看，2017 年为大额净流入 327.47 亿元，但此后各年均为净流出，2018—2021 年间分别为-18.37 亿元、-156.74 亿元、-37.63 亿元和-6.02 亿元。东旭集团的流动性问题在短期偿债能力指标上也得到反映，其现金类资产/短期债务 2017—2021 年间出现持续下降，分别为 2.86、1.85、0.12、0.05 和 0.04。此外，东旭集团的受限资产占比较高，尽管其账面现金余额较高，但大多属于专项款、信用证、保证金等受限资金，据其控股子公司东旭光电对交易所问询函的回复，截至 2019

年 11 月 15 日，账面 139.1 亿元货币资金中受限和专项资金合计为 136.6 亿元，实际可自由动用部分仅 2.5 亿元。

受流动资金持续紧张影响，东旭集团的高端装备和建筑安装工程业务订单均大幅减少，营业收入连续下降，2018—2021 年间的营业收入分别为 509.50 亿元、340.03 亿元、168.05 亿元和 135.05 亿元。东旭集团的经营效率也持续下降，2017—2021 年间，应收账款周转率分别为 3.98、3.06、1.93、1.12 和 1.01，总资产周转率分别为 0.23、0.26、0.17、0.09 和 0.08。在盈利能力方面，东旭集团则由盈转亏，出现巨额亏损，2017—2021 年间的利润总额分别为 41.74 亿元、37.60 亿元、-324.26 亿元、-78.31 亿元和 -81.53 亿元。由于资金紧张，东旭集团的投资出现大幅下降，2017—2021 年间的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 65.89 亿元、105.54 亿元、52.84 亿元、6.28 亿元和 6.19 亿元。在研发方面，东旭集团的研发费用投入则大幅减少，2019 年的研发费用为 12.09 亿元，2020 年降至 3.42 亿元，2021 年进一步收缩至 2.44 亿元。整体来看，受资金周转问题困扰，东旭集团的经营能力被严重削弱。

随着经营能力的严重削弱，东旭集团的市场竞争力显著下降，2019 年，东旭集团在中国企业五百强中排名第 338 位；2020 年，由于债务危机爆发，东旭集团的营业收入大幅收缩，退出了中国企业五百强名单。

## 四、总结及建议

我们梳理了民营企业自 2018 年以来在信用能力、经营能力和市场竞争力方面变化的线索，有以下发现：

（一）自 2018 年民营企业发生债券违约潮以来，尽管监管部门采取了一系列政策和措施对其纾困，但民营企业的信用和融资环境并未明显改善，其信用能力也整体呈下降趋势。

（二）民营企业的信用能力弱化对其正常经营造成显著不良影响，自 2018 年以来，民营企业的经营效率和盈利能力整体呈下降趋势，在长期资产和研发方面的投资出现较大波动，整体经营能力被削弱。

（三）受信用能力和经营能力削弱的影响，民营企业的市场竞争力也整体下降，反映在其市场地位降低，更多民营企业在中国企业五百强中排名下降或退出中国企业五百强名单。

（四）基于“信用环境——信用能力——经营能力——市场竞争力”的传导机制，在民营企业的信用能力受损后，通过经营层面最终导致其市场竞争力下降，可见金融信用环境对实体经济具有重要影响，保持稳定可预期的金融信用环境对实体经济的平稳运行至关重要。

在当前需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，促进民营经济的稳定发展对稳住经济大盘，解决就业具有重大的贡献和作用，结合上述分析，我们提出以下建议，以供决策参考：

（一）在实施宏观财政和货币政策时，既要防止“大水漫灌”，更要防止“一刀切”做法，需要进一步提高政策实施的精准性。总量化的财政货币工具难以解决结构性问题，还可能加剧结构性矛盾，如在“去杠杆”进程中，总体的融资政策收紧并没有充分考虑到民企的流动性更为脆弱，以致引发了民企的一波债券违约潮。

（二）由于民营企业通常缺乏有效的外部信用支持，在经营和财务上具有更高的脆弱性，而民营企业又拥有更高的经济活力和技术创新能力，在实施具体政策时，要充分考虑到民营企业的特点，需要深入调查和研究，摸清不同行业、不同区域的民营企业的现实情况和问题，提高政策的针对性和适用性。

（三）当前新冠疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，更要充分认识到民营企业在促进经济稳定增长、解决就业和产业转型升级方面的重要作用，适宜出台更多鼓励和支持民营经济发展的政策和措施，而不宜发布紧缩政策。

（四）在解决民营企业“融资难、融资贵”问题上，需要充分发挥多层次资本市场的作用，一是大力发展新三板市场，推动更多中小企业登陆北京证券交易所，提高民营企业的股权融资可及性，以有效降低民营企业的杠杆率；二是要积极推动高收益债券市场和可转债、结构化债券（如知识产权证券化）的发展，做好民营企业债券融资支持机制建设，借助担保公司、信用增进公司、信用风险缓释工具等为民营企业发行债券增信，提高民营企业债券融资的可及性，并适度分散民营企业的信用风险。

## 参考文献



- [1]艾仁智、陈茵等. 违约企业评级调整研究——国内外实践对比[J]. 债券, 2019 年, 第 7 期: 51~56 页.
- [2]刘燕. 国有企业与民营企业的融资问题探讨[J]. 统计理论与实践, 2019 年, 第 7 期: 31~32 页.
- [3]安铁通. 对我国民营企业的融资问题分析[J]. 经济师, 2005 年, 第 11 期: 186, 188 页.
- [4]欧阳菊妮. 再论民营企业的融资问题[J]. 时代经贸, 2018 年, 第 13 期: 9~11 页.
- [5]李春阳. 商业银行支持民营企业发展的融资策略问题研究[J]. 金融会计, 2012 年, 第 10 期: 53~57 页.

## 联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

## 相关研究

[【专项研究】民企信用能力演化及困境探索](#)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。