



行业信用风险趋势观察：

## 2023 年行业信用风险表现新变化

联合资信 研究中心



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

## 摘要：

本文以《联合资信行业风险评价方法》为基础框架，从行业增长性、盈利水平、杠杆水平、偿债水平等维度，通过行业间的横向对比分析以及行业本身的纵向变化分析，观察各行业信用风险的变化情况。通过对各行业发债企业 2023 年整体信用状况的回顾以及 2023 年上半年行业信用风险表现的分析，我们发现各行业整体的变化趋势如下：

从各行业企业的“3C”评级结果来看，2023 年煤炭、石油化工行业内四分之一左右的企业评级结果调高，行业整体信用质量提升；火电行业信用状况得到一定修复；建材、房地产、农林牧渔、零售行业评级结果均值连续两年下降且降幅扩大，行业信用状况持续恶化；医疗保健、航空运输行业评级结果均值由 2022 年的小幅提升转为 2023 年的明显下降，且级别调降比例超过三成，行业整体信用风险值得关注；水务、钢铁以及机场行业评级结果不变的企业占比超过 90%，整体信用质量相对稳定；软件和信息技术服务行业内级别调高与调低的企业均较多，行业内主体信用质量呈分化态势。

从各行业信用风险表现来看，2023 年上半年同比出现较大变化的行业有：受大宗商品价格跌多涨少以及需求不足的影响，煤炭、石油化工、化工行业财务表现同比明显变弱，其中煤炭和石油化工行业景气度虽然出现下降拐点，但整体仍处近五年同期高位；因出行限制取消及消费逐步恢复，航空运输、机场以及旅游等服务类行业同比快速修复，但部分指标仍处负值区间，盈利和杠杆水平的回归仍需时日。

具体来看，上游能源、材料行业受价格以及需求不足的影响，行业增长性和盈利能力同比有所下降，煤炭、石油化工、有色金属等行业利润降幅在 10%以上；受房地产市场下行拖累，建材、钢铁、建筑与工程以及房地产开发经营行业盈利能力、偿债能力表现较差，建材、钢铁收入及利润降幅分别在 8%和 50%以上；随着消费需求回暖，航空运输、机场和旅游行业收入端已恢复至三年前水平，但利润总额、营业利润率等指标仍处负值区间，且杠杆水平升至近五年同期高位，行业信用风险表现全面修复仍待时日；在出口承压的背景下，贸易行业经营压力较大，盈利能力、长期偿债能力指标转弱；电力、水务行业投资需求较大，债务增速相对较高，导致杠杆水平升高；城投行业债务增长放缓，但为满足项目投资及债务滚续需求，城投企业仍保持较大的融资力度，债务同比增速仍超过 10%，债务负担较重。

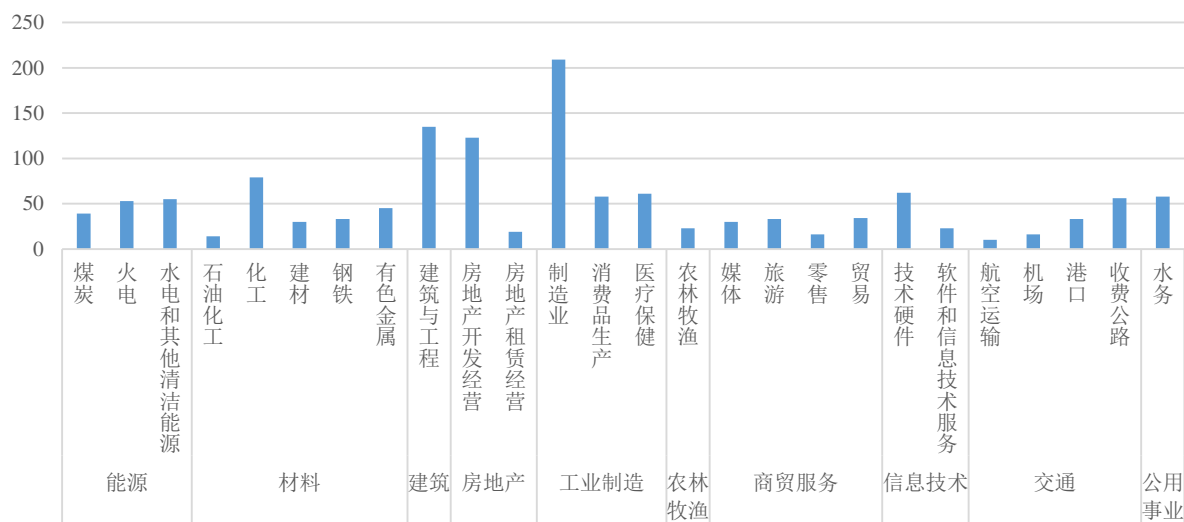
## 一、研究方法 with 样本

根据《联合资信行业风险评价方法》，行业信用风险主要通过两个维度来考量，一是行业特征因素，主要分析在相当长一段时期内不易改变的行业本质，如行业经济周期特征、行业竞争格局等；二是行业信用风险表现因素，是衡量行业在中短期内的风险水平。本文重点关注行业的波动性，即信用风险表现因素，从行业增长性、盈利水平、杠杆水平、偿债水平等维度来观察分析 2023 年各行业信用风险变化情况。

本文以披露了近三年上半年度财务数据的 3230 家非金融发债可比主体为样本，选取了各行业普适性相对较高的财务指标对各行业的信用状况进行分析。本文仅涉及联合资信行业风险评价模型中部分指标的分析，因此本文结论不能作为最终评级观点。

行业分类方面，本文按照联合资信行业分类（2022 版），选取样本数量大于 10 且披露数据质量较好的 27 个行业，其中城市基础设施投资（以下简称“城投”）行业样本数量最多（1871 家），其次为制造业（209 家），建筑与工程和房地产开发经营行业样本数量在 100~200 家之间，多数行业企业样本数量不到 100 家，航空运输行业样本数量最少，仅为 10 家。

图1. 各行业样本数量情况（家）



注：城投行业样本数量为 1871 家，与其他行业差异较大，未在图中显示

数据来源：联合资信整理

## 二、2023 年各行业信用状况变化回顾

2023 年，煤炭、石油化工行业评级结果<sup>1</sup>均值显著提高，行业内四分之一左右的企业评级结果调高，行业整体信用质量提升；火电行业评级结果均值由 2022 年的明显下降转为小幅回升，信用状况得到修复；建材、房地产、农林牧渔、零售行业评级结果均值连续两年下降且 2023 年降幅扩大，行业信用状况持续恶化；医疗保健、航空运输行业评级结果均值由 2022 年的小幅提升转为 2023 年的明显下降，且级别调降比例超过三成，行业整体的信用风险有所提升；水务、钢铁以及机场行业评级不变的企业占比超过 90%，评级结果均值变化不大，行业整体信用质量相对稳定；软件和信息技术服务行业评级结果均值小幅提高，但行业内级别调高与调低占比均较高，行业内主体信用质量呈分化态势。

本部分先从各行业企业的“3C”评级结果的均值变化、行业内级别调整的企业占比两个角度，来回顾观察 2023 年各行业整体信用状况的变化情况。

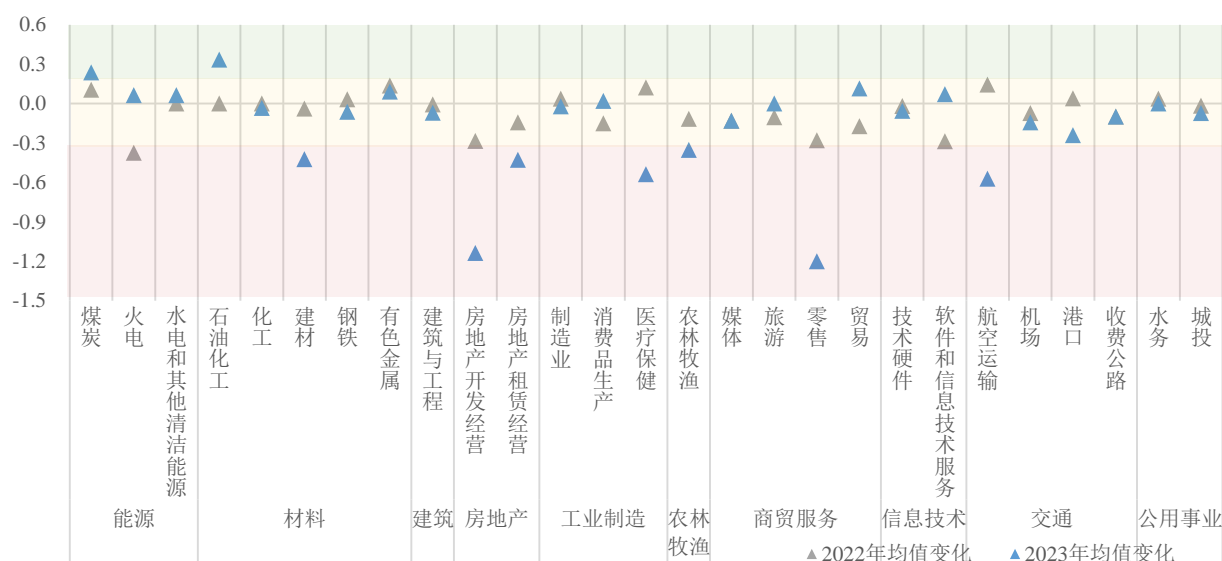
2023 年，多数行业评级结果均值出现下降，特别是房地产开发经营、零售行业均值下降幅度较大。具体来看，27 个行业中有 8 个行业评级结果均值升高，2023 年煤炭、石油化工行业评级结果平均数较 2022 年明显升高（图 2 中绿色区域），反映出行业整体信用状况有所改善；建材、房地产、医疗保健、农林牧渔、零售、航空运输以及港口行业评级结果平均数较 2022 年明显下降（图 2 中红色区域），行业整体信用风险有所提升；化工、钢铁、有色金属、建筑与工程、制造业、消费品生产、旅游、贸易、信息技术、机场、港口、收费公路以及公用事业等行业评级结果平均数变化较小，2023 年行业整体信用质量相对稳定。

2023 年各行业评级结果均值变化幅度明显大于 2022 年，整体信用状况波动增大。2022 年评级结果均值下降幅度较大的火电行业，2023 年评级结果均值小幅回升，信用状况得到修复；而医疗保健、航空运输行业评级结果均值由 2022 年的小幅提升转为 2023 年的明显下降，行业整体信用风险有所提升；建材、房地产、农林牧渔、零售行业评级结果均值连续两年下降且 2022 年降幅扩大，行业信用状况持续恶化。

---

<sup>1</sup> “3C”评级结果为 120 分（超过 3/4 的企业分数在 1117 分），评级结果均值为各行业内的企业评级得分均值。

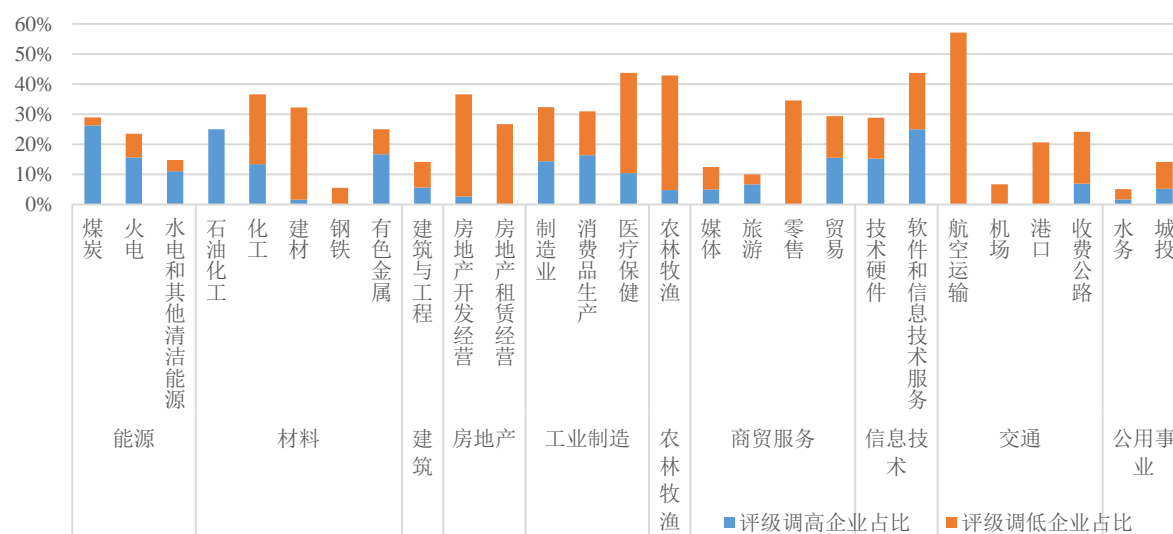


**图2. 各行业评级结果均值变化情况**


注：“3C”评级结果为1-20分，行业评级结果均值为各行业内企业的评级结果均值

数据来源：联合资信整理

评级结果调整方面，2023年煤炭、石油化工以及软件和信息技术服务行业内评级调高的企业最多，行业内四分之一左右的企业信用质量有所改善；电力、化工、有色金属、工业制造、贸易和技术硬件行业内评级调高的企业也较多，占比超过10%；航空运输行业级别调低的发行人占比最高，超过一半的企业级别出现下降；建材、房地产开发经营、医疗保健、农林牧渔以及零售行业内评级调低的企业也较多，占比在三成左右；软件和信息技术服务行业评级调高与调低的企业占比均较高，行业内主体信用质量呈分化态势。

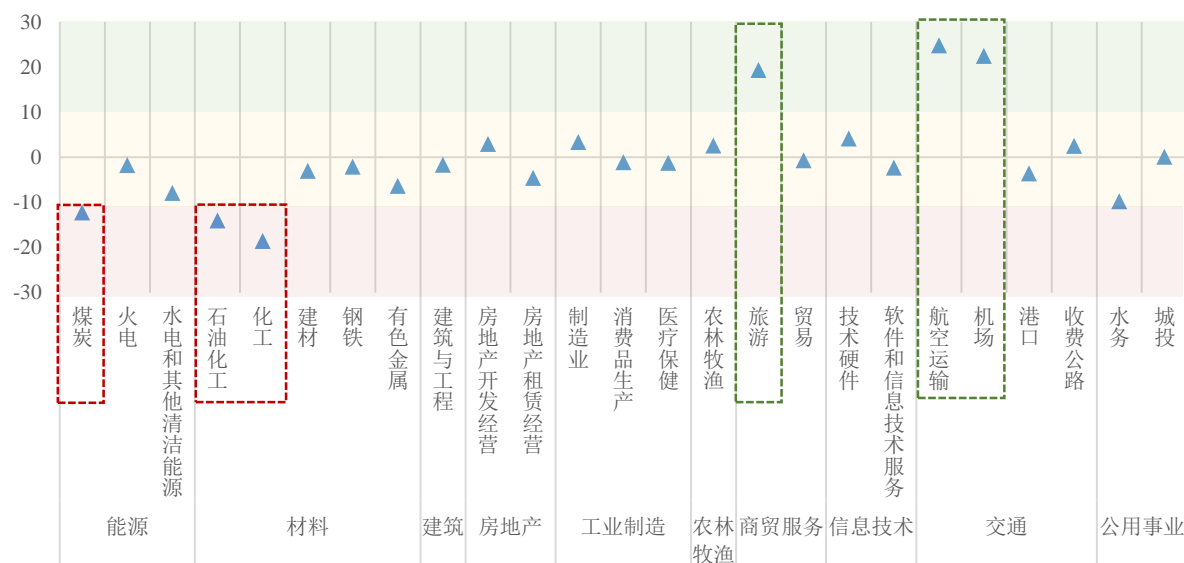
**图3. 各行业2023年评级调整情况**


数据来源：联合资信整理

### 三、2023 年上半年信用风险表现变化情况

从各行业的信用风险表现评价结果<sup>2</sup>的同比变化来看，2023 年上半年同比出现较大变化的行业有：受大宗商品价格跌多涨少以及需求不足的影响，煤炭、石油化工、化工行业同比下行幅度较大；因消费及出行限制取消，航空运输、机场以及旅游等消费服务类行业同比快速修复。

图4. 各行业 2023 年上半年行业信用风险表现评价结果同比变化情况



注：信用风险表现评价结果同比变化为百分制分数变化值，分数越高改善幅度越大

数据来源：联合资信整理

#### （一）行业增长性

2023 年上半年，行业增长性可关注三大方向：一是主要大宗商品价格明显下行，煤炭、石油化工、有色金属等行业主要产品价格下跌，叠加能耗调控因素，行业收入增速大幅回落，利润降幅在 10% 以上；二是建材、钢铁等行业受地产拖累，需求疲弱导致增长承压，收入及利润降幅分别在 8% 和 50% 以上。三是，相反地，在国内消费复苏和相关政策支持下，居民出行需求大幅回升，旅游、航空运输、机场以及收费公路行业收入基本恢复至三年前水平，但航空运输及机场盈利修复仍需时日，上半年利润总额仍处负值区间。

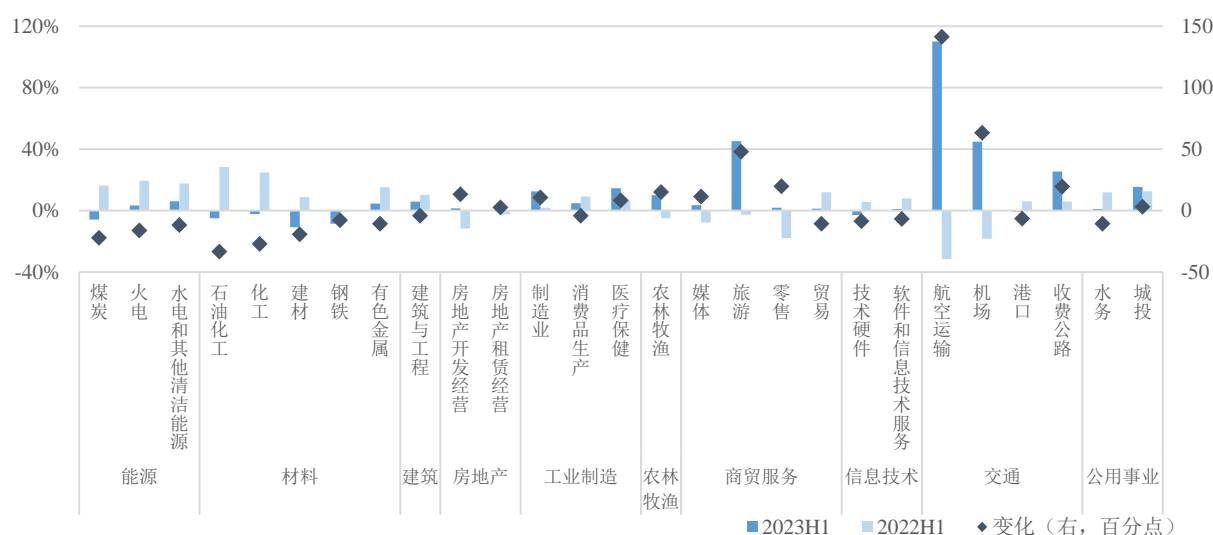
从行业营业收入增速和利润总额增速可较直观地观测行业增长性。增长性高的行业，收入和利润处于高速增长期，需求和价格维持较高的水平，预期增长率较快；增长性较

<sup>2</sup> 依据《联合资信行业风险评价方法》将各指标百分制标准化后加权得到行业信用风险表现评价结果。

低的行业，企业的营业收入和营业利润增速较低，甚至出现大规模亏损，表明行业需求增长缓慢或萎缩，企业经营困难。

营业收入增速方面，2023 年上半年，27 个行业中有 8 个行业营业收入同比增速为负值，有 15 个行业营收增速较上年同期有不同程度的下降，PPI 和 CPI 同比处于较低区间以及需求不足是收入的主要拖累，能源、材料以及信息技术类行业收入增速普遍回落。其中，建材、钢铁、煤炭以及石油化工行业营业收入同比降幅较大。另一方面，随着居民出行需求的回暖，航空运输、旅游、机场、收费公路行业营业收入同比增长较快，增速较上年同期也有较大提升，收入规模基本恢复至三年前水平。

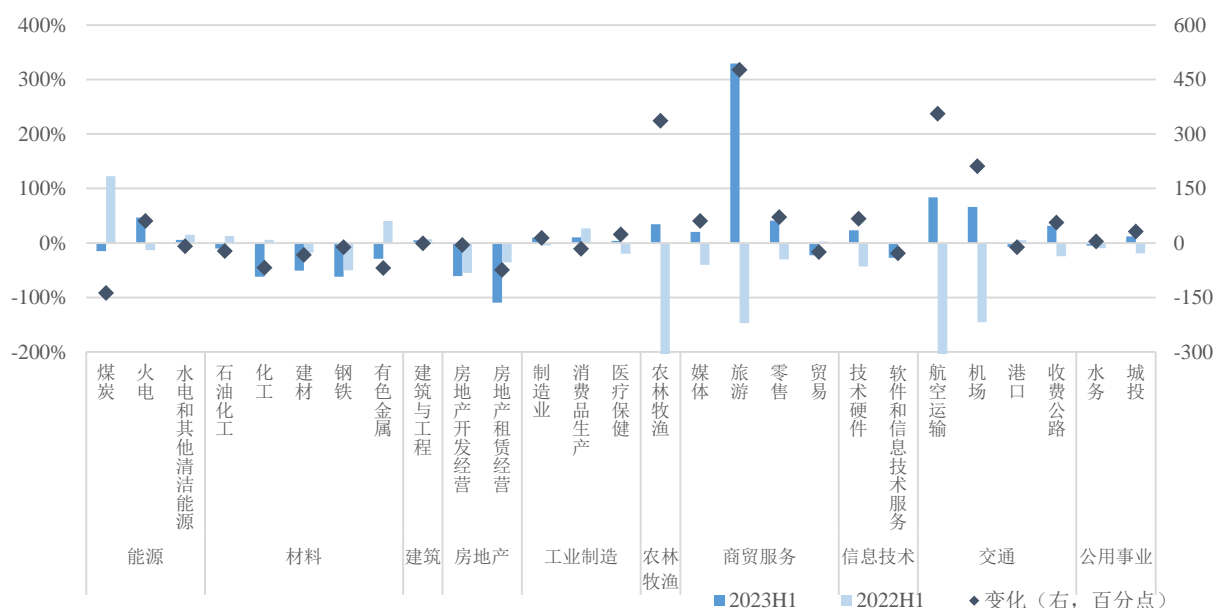
图5. 各行业发行人营业收入同比增速情况



数据来源：Wind，联合资信整理

利润增速方面，2023 年上半年，27 个行业中有 12 个行业利润总额同比增速为负值，其中，房地产租赁和开发、钢铁、化工、建材等行业利润总额同比降幅超过 50%；旅游、航空运输以及机场行业利润同比增速较高，但利润总额仍处负值区间。增速变化方面，14 个行业利润总额增速较上年同期有不同程度的下滑，其中煤炭行业利润总额增速下滑幅度最大，由上年同期的大幅增长转为小幅下降；农林牧渔、媒体、旅游、航空运输以及机场行业利润同比增速由负转正且改善幅度较大。

图6. 各行业发行人利润总额同比增速情况



注：农林牧渔、航空运输行业 2022 年上半年利润总额同比增速低于-200%，未在图中显示

数据来源：Wind，联合资信整理

## （二）行业盈利能力

2023 年上半年，煤炭、有色金属等行业盈利能力出现下降拐点，但仍处过去 5 年的 75%分位左右，位于历史相对高位；受产品价格跌多涨少以及需求不振影响，化工行业营业利润率及资产报酬率均降至 1%且处历史 5 年低位，行业自身造血能力减弱；房地产条线的相关行业经营较为惨淡，房地产开发与经营、建材、钢铁等行业，盈利能力已降至历史低位，行业内企业经营状况相对困难，建筑与工程行业，盈利能力虽降幅不大，但现金收入比持续低位运行，行业收入实现难度较大。旅游、航空运输、机场行业盈利修复很快但仍处负值区间。

除关注上述三大方向外，还需关注农林牧渔行业处于周期底部，行业营业利润率及资产报酬率持续为负，盈利能力继续承压。

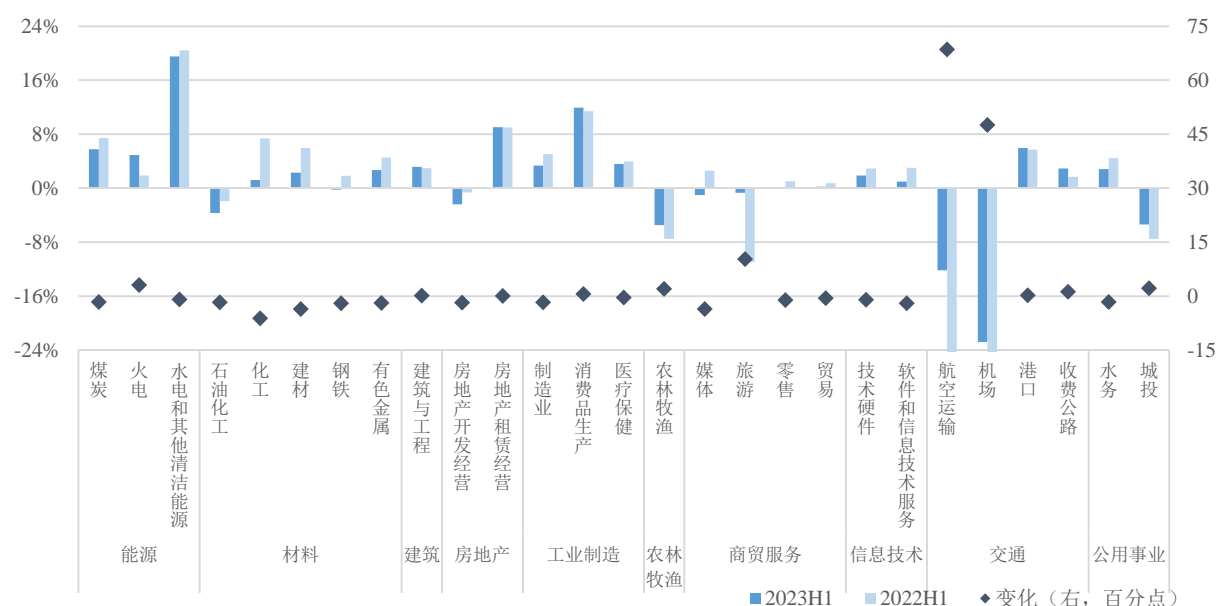
盈利是企业生存发展及偿还债务的根本，盈利状况直接决定行业的自身造血能力，因此，行业整体的盈利情况是评价行业表现的重要因素。由于在增长性中考察了利润的增长率，本部分盈利水平主要考察营业利润率、资产报酬率以及现金收入比三个指标。其中，营业利润率和资产报酬率主要反映行业以单位资源获取利润的能力；现金收入比是从现金流入的角度反映企业收入实现质量。

营业利润率方面，2023 年上半年 27 个行业中有 10 个行业营业利润率为负值，其中机场和航空运输行业营业利润率低于-10%；水电和其他清洁能源、消费品生产行业营业



利润率较高。同比变化方面，材料、信息技术类行业营业利润率同比均出现下滑，钢铁、媒体、零售行业营业利润率由上年同期的正值转为负值；石油化工、房地产开发经营行业的营业利润率进一步下滑。

图7. 各行业发行人营业利润率情况

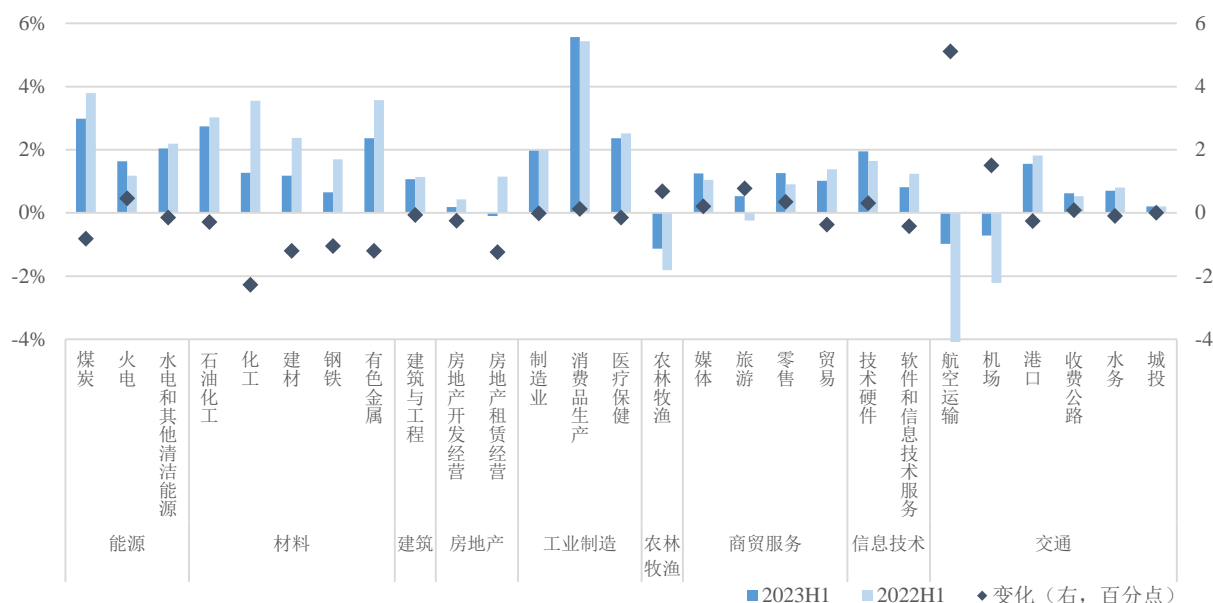


注：航空运输、机场行业 2022 年上半年营业利润率低于-30%，未在图中显示

数据来源：Wind，联合资信整理

资产报酬率方面，2023 年上半年，房地产租赁、农林牧渔、航空运输和机场四个行业资产报酬率为负值。资产报酬率同比下滑的行业集中在材料、建筑以及房地产等行业，其中化工行业资产报酬率下滑幅度最大，房地产租赁行业资产报酬率由上年同期的正值转为负值；农林牧渔、航空运输和机场行业资产报酬率较上年同期有所改善，但仍未转正；旅游行业资产报酬率明显回升转为正值；得益于燃料价格回落，火电行业资产报酬率得到修复。

图8. 各行业发行人资产报酬率情况

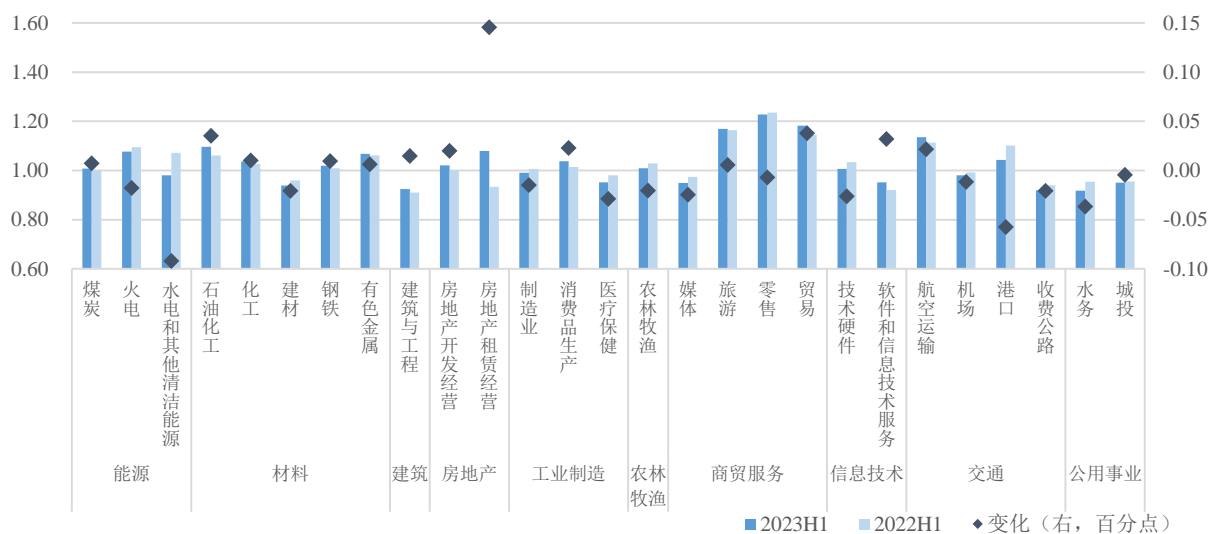


注：航空运输 2022 年上半年资产报酬率低于-6%，未在图中显示

数据来源：Wind，联合资信整理

现金收入比方面，2023 年上半年，27 个行业中有 16 个行业现金收入比大于 1，其中房地产租赁行业现金收入比同比明显上升，回款效率显著提升；港口行业现金收入比同比虽然出现明显下降，但收现比仍处于较高水平，盈利质量尚可；建筑与工程行业现金收入比低位运行，行业收入实现难度较大。现金收入比小于 1 的行业中，水电和其他清洁能源行业收现比同比下降幅度较大，经营获现能力值得关注。

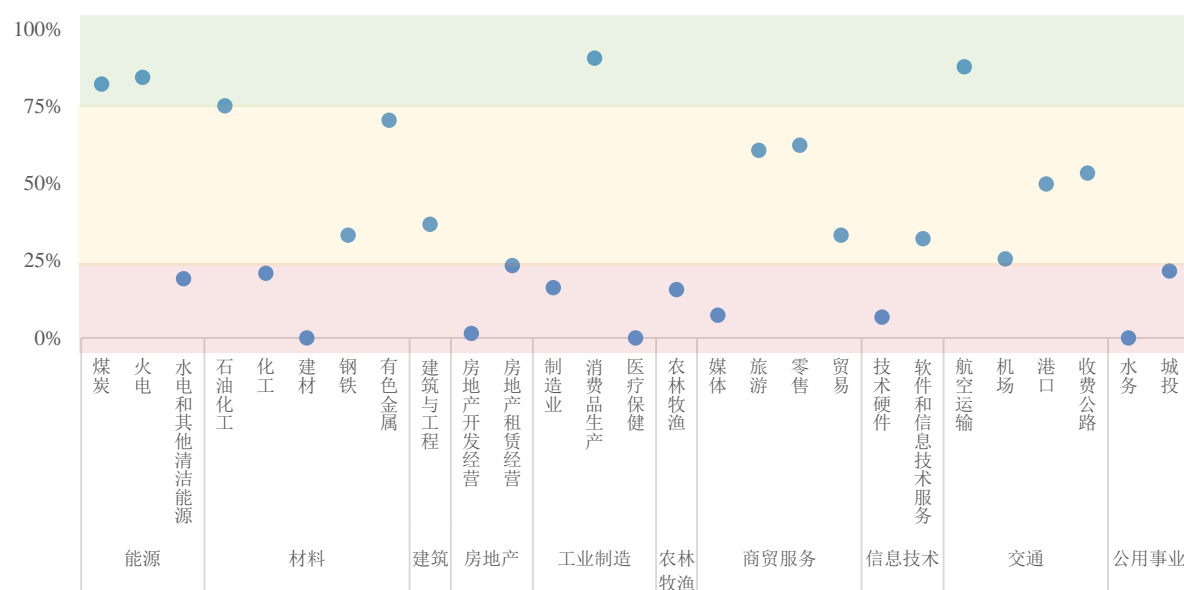
图9. 各行业发行人现金收入比情况



数据来源：Wind，联合资信整理

近五年同期比较来看，2023 年上半年火电、石油化工、消费品生产、机场以及收费公路盈利能力达到近五年同期较好的水平；而建材、房地产开发、医疗保健、媒体以及水务行业盈利能力处于近五年同期低位。

图10. 各行业发行人 2023 年上半年盈利能力所处近五年同期百分位<sup>3</sup>



注：纵轴为营业利润率、资产报酬率以及现金收入比三个指标近五年同期百分位的平均值

数据来源：Wind，联合资信整理

### （三）行业杠杆水平

2023 年上半年，水电和其他清洁能源、水务等行业由于投资需求较大，债务增速较高，导致杠杆水平升高；航空运输和机场行业受前期消费服务类行业需求疲弱影响，经营业务收入承压，通过增加负债来维持日常的资金运转，导致近几年杠杆水平持续攀升；城投行业由于其特殊属性，行业负债一直处于较高水平，近年来在对地方政府隐性债务的严监管背景下，上半年全部债务增速有所放缓，但为满足项目投资及债务滚续需求，城投企业仍保持较大的融资力度，债务同比增速仍超过 10%，债务负担较重。

行业杠杆水平指行业债务资本和权益资本的关系，杠杆水平在一定程度上决定了行业偿债压力、再融资能力、以及资金来源的持续性和稳定性，能够比较直观地反映行业信用风险。如果行业债务资本比例过高，行业债务还本付息压力较大，叠加行业经营环境恶化状况下息税前整体利润下降的影响，行业债务偿付压力将快速上升，行业信用风

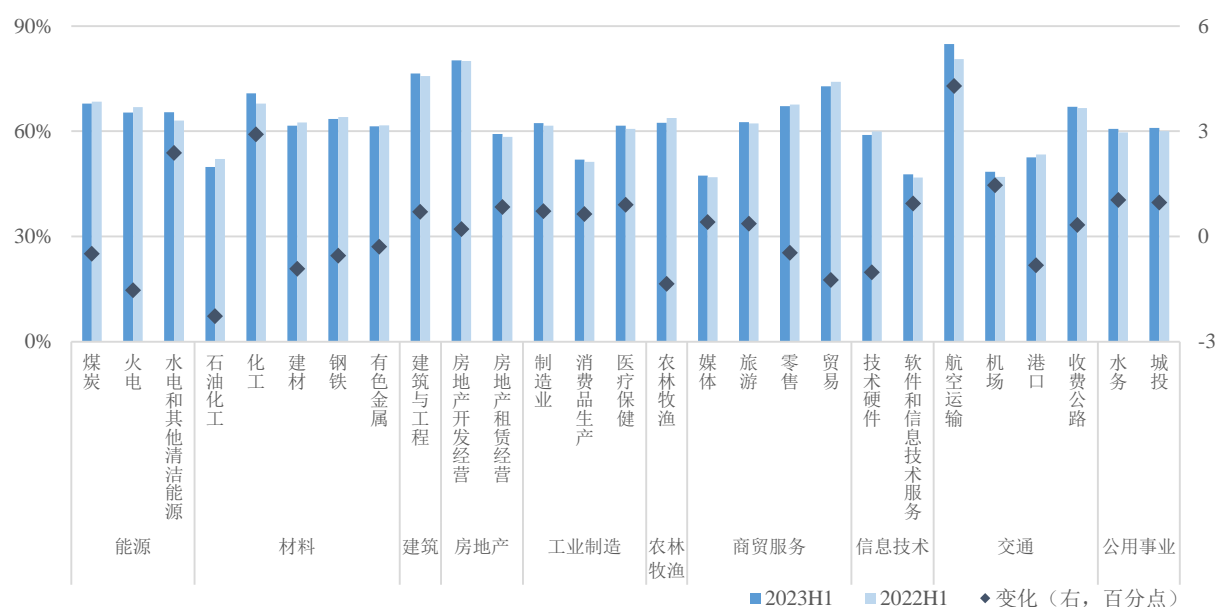
<sup>3</sup> 由于近五年各行业营业收入以及利润总额增速波动较大，导致近五年历史同期位置不能较好的反映出 2023 年上半年行业增长性的真实水平，因此仅对行业盈利能力、杠杆水平以及偿债能力进行近五年历史同期位置的分析。

险较高。

在指标方面，我们选择用资产负债率和全部债务资本化比率这两个指标来反映行业杠杆水平。资产负债率是传统的杠杆率，指标普适性较强；全部债务资本化比率剔除了商业信用等无息负债，反映了行业的刚性债务水平，更加准确地衡量了行业的债务偿付压力和信用风险水平。

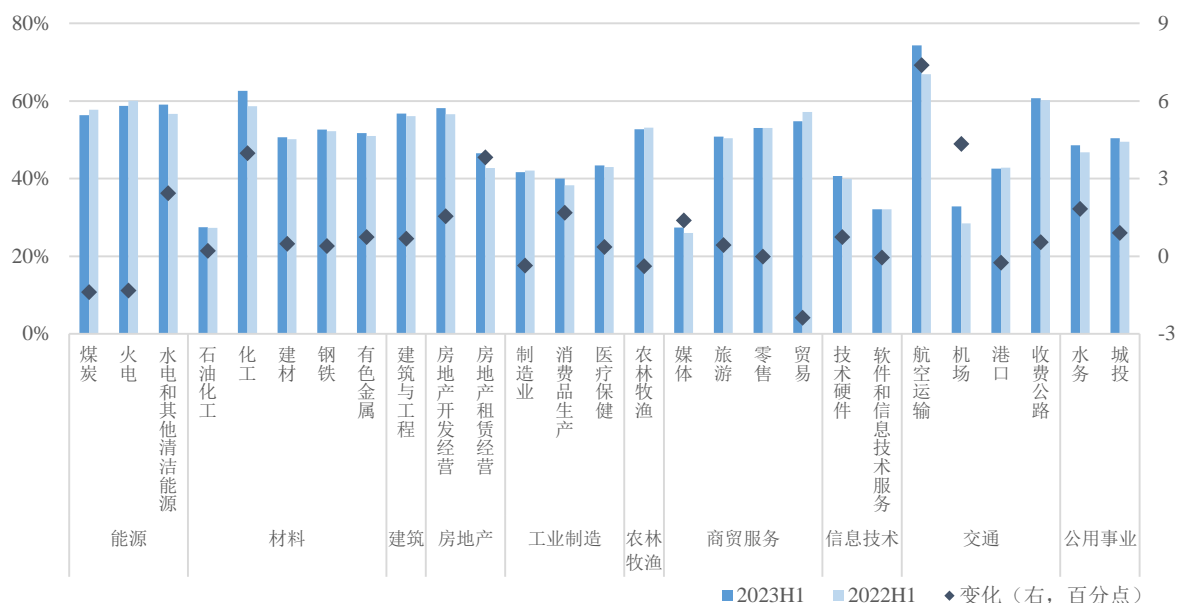
资产负债率方面，2023 年上半年，27 个行业中有 16 个行业资产负债率同比有所上升，其中航空运输、化工、水电和其他清洁能源行业抬升幅度较大；11 个资产负债率同比下降的行业中，石油化工、火电行业资产负债率压降幅度较大。

**图11. 各行业发行人资产负债率情况**



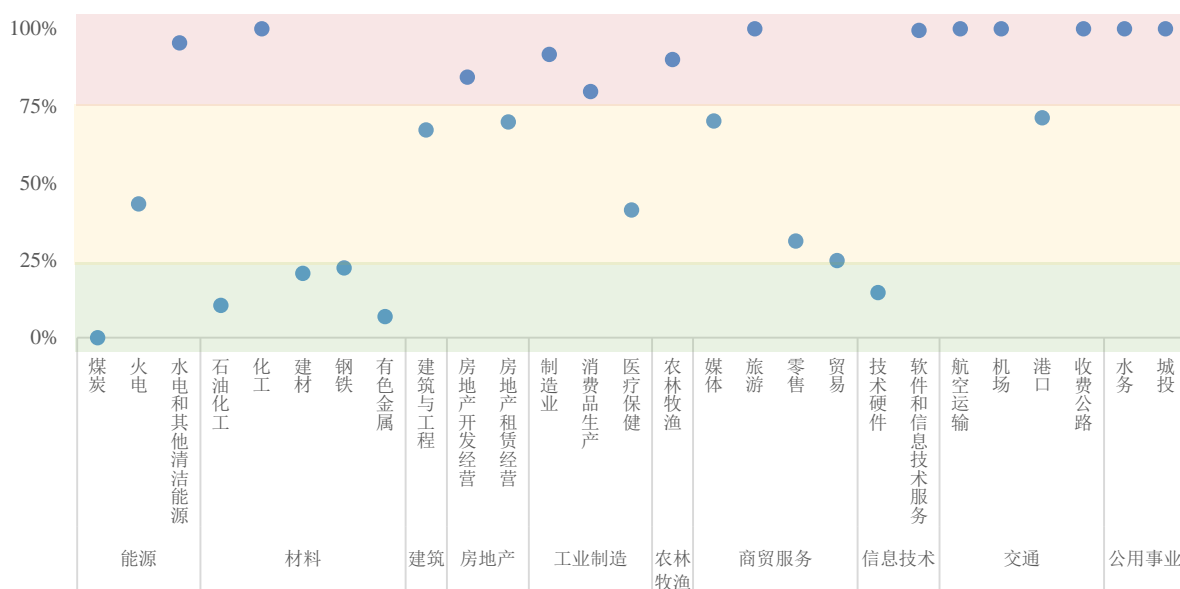
数据来源：Wind，联合资信整理

剔除商业信用等无息负债后，从全部债务资本化比率来看，2023 年上半年，27 个行业中有 19 个行业全部债务资本化比率同比均有所上升，其中航空运输、机场、化工、房地产租赁经营行业全部债务资本化比率同比上升幅度较大；8 个全部债务资本化比率同比下降的行业中，贸易、煤炭、火电行业同比下降幅度较大。

**图12. 各行业发行人全部债务资本化比率情况**


数据来源：Wind，联合资信整理

近五年同期比较来看，2023 年上半年煤炭、石油化工、有色金属、技术硬件行业杠杆水平处于近五年同期低位；水电和其他清洁能源、化工、旅游、软件和信息技术服务、航空运输、机场、收费公路、水务以及城投行业杠杆水平达到近五年同期较高的水平。

**图13. 各行业发行人 2023 年上半年杠杆水平所处近五年同期百分位**


注：纵轴为资产负债率和全部债务资本化比率两个指标近五年同期百分位的平均值

数据来源：Wind，联合资信整理



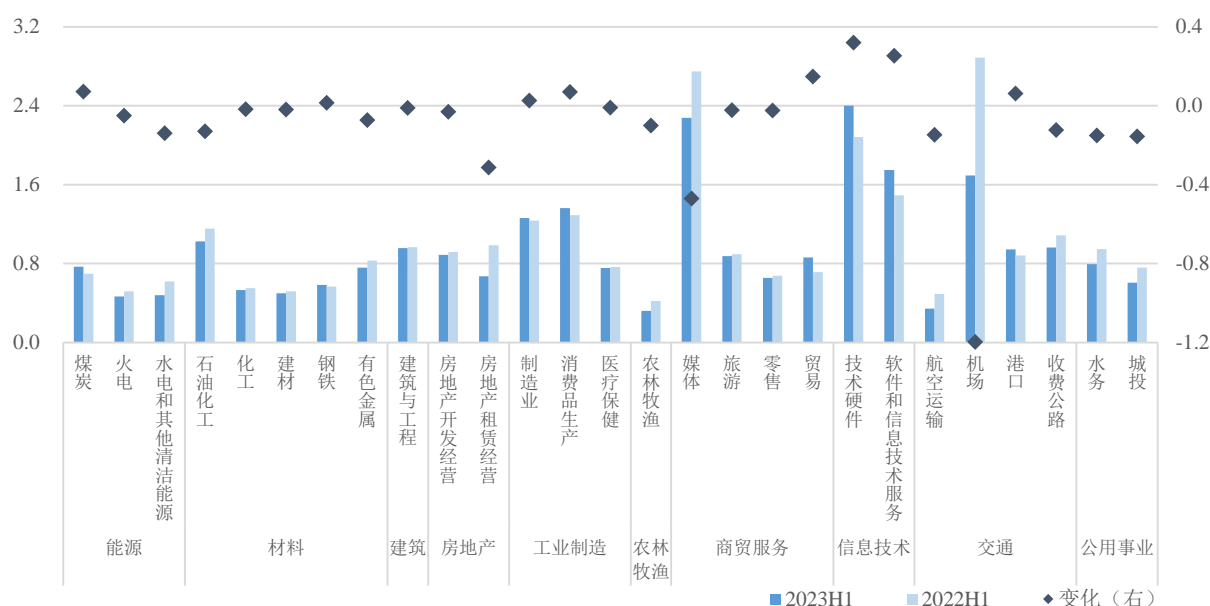
#### （四）行业偿债能力

2023 年上半年，除机场行业现金短债比同比降幅（-1.2 倍）较大外，其余行业同比变化不大，变动普遍位于 $\pm 0.3$  倍以内，各行业短期偿债能力保持基本稳定。长期偿债能力方面，媒体、化工、建材、钢铁、软件和贸易行业全部债务/EBITDA 同比上升幅度较大，其中媒体行业主要是全部债务增长较快，而化工、建材、钢铁、软件和贸易行业则主要受盈利端的拖累。

偿债能力包括偿还短期债务和长期债务的能力。短期债务主要由充足的可变现资产来保障，现金类资产/短期债务是分析短期偿债能力的重要指标。长期偿债能力是指偿还长期债务的能力，长期债务主要有长期借款、应付债券，可通过全部债务/EBITDA 来衡量长期偿债能力。

短期偿债能力指标方面，2023 年上半年，27 个行业中有 7 个行业现金类资产能够覆盖短期债务，其中制造业、消费品生产以及两个信息技术行业现金短债比同比进一步上升，短期偿债压力较小；机场、媒体行业短期债务占比明显上升，现金短债比同比虽然出现明显下降，但现金短债比仍处于较高水平，短期偿债能力相对较强。现金类资产无法覆盖短期债务的行业中，农林牧渔、航空运输行业现金短债比在本就较低的水平上进一步下降，短期偿债压力较大；火电、水电和其他清洁能源行业现金短债比下降至低于 0.50 倍的水平，短期偿债压力提升。

图14. 各行业发行人现金短债比情况（倍）



数据来源：Wind，联合资信整理

长期偿债能力指标<sup>4</sup>方面，2023 年上半年，煤炭、火电、石油化工、制造业、消费品生产、医疗保健、零售等多数行业全部债务/EBITDA 指标同比变化较小，整体长期偿债能力较为稳定；媒体、化工、建材、钢铁、软件和贸易行业全部债务/EBITDA 指标同比上升幅度较大，其中媒体行业主要是全部债务增长较快，而化工、建材、钢铁、软件和贸易行业则主要受盈利端的拖累。

图15. 各行业发行人全部债务/EBITDA 情况（倍）

注：由于城投行业经营特征，该行业全部债务/EBITDA 指标参考意义不大。

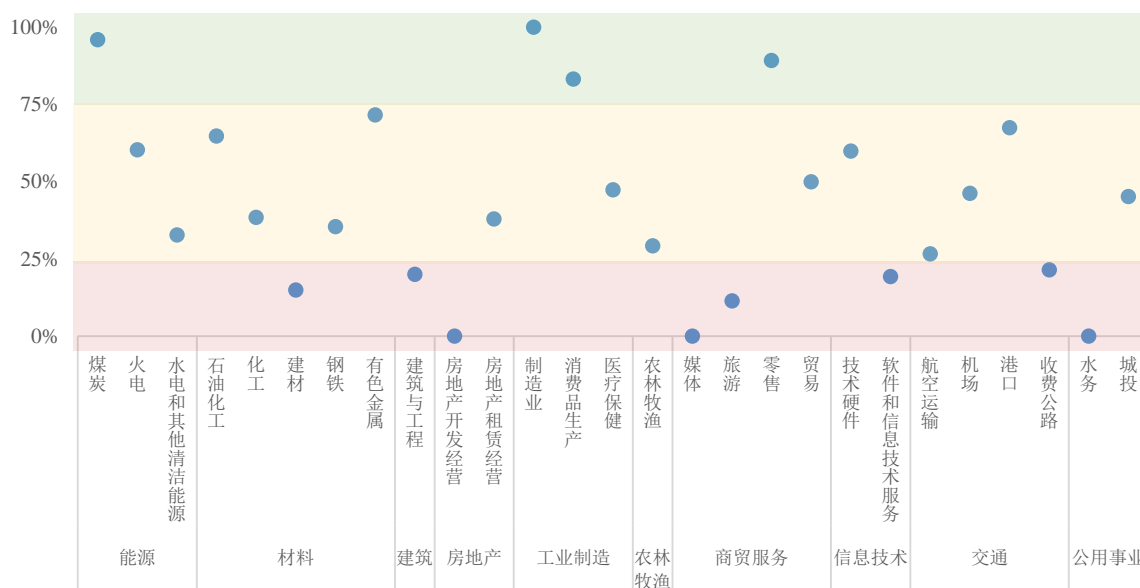
数据来源：Wind，联合资信整理

近五年同期比较来看，2023 年上半年煤炭、制造业、消费品生产、零售行业偿债能力达到近五年同期较高水平；房地产开发、媒体、旅游、水务行业偿债能力处于近五年同期较低水平。

---

<sup>4</sup> 由于半年度可获取的 EBITDA 数据有限，部分行业数据对全行业的代表性较差，因此本部分仅对部分行业长期偿债能力指标进行分析

图16. 各行业发行人 2023 年上半年偿债能力所处近五年同期百分位



注：纵轴为现金短债比和全部债务/EBITDA 两个指标近五年同期百分位的平均值

数据来源：Wind，联合资信整理

## 四、综合分析展望

2023 年上半年，受大宗商品价格跌多涨少，房地产投资、出口等终端需求不足，以及地方政府债务化解压力影响，部分行业信用风险表现不佳，但因消费及出行限制取消，消费服务类行业信用风险表现快速修复。下半年宏观经济及政策等外部条件维持稳定，各行业信用风险表现预期延续上半年变化趋势。

### （一）大宗商品价格下跌以及需求不足导致的风险变化

2023 年上半年，在海外货币政策紧缩以及需求不足等因素的影响，大宗商品价格呈跌多涨少态势。

煤炭行业盈利能力出现下降拐点，杠杆水平持续压降，偿债能力保持稳定，行业整体信用环境将持续改善，但仍需关注个别债务负担沉重的煤炭企业在煤炭价格波动情形下风险暴露的可能性。

2023 年上半年，随着增产保供的新增产能逐步释放，社会主要环节存煤处于高位，全国煤炭产量保持增长，但同比增速较上年同期有所放缓。需求方面，电力行业发电量有所增加，钢铁及建材产品产量均较 2022 年中的低位同比小幅增长，但整体对煤炭需求支撑不足。价格方面，整体市场供需格局的调整使得国内煤炭价格高位震荡回落，但 6 月底仍处于历史较高水平。

受煤炭价格同比下跌影响，2023 年上半年煤炭行业收入和利润同比降幅分别在 5% 和 15% 以上，营业利润率、资产报酬率较上年同期回落，行业增长性和盈利水平同比有所下降，但仍处过去 5 年的 75% 分位左右，位于历史相对高位。但受益于前期企业效益明显改善，融资需求减少，行业杠杆水平持续压降，偿债能力保持稳定。

目前，由于煤炭行业政策仍以保障能源供应稳定以及价格合理可控为基调，季节性波动、极端天气、突发事件等因素将进一步凸显煤炭的托底保障作用。预计 2023 年国内煤炭产量仍将有所增长，在需求逐步恢复的环境下，煤炭供需将维持供略大于求的状态，煤炭价格预计企稳。2023 年下半年煤炭行业到期债券金额较小，且非 AAA 级别企业到期债券规模占比很低，预计行业整体信用环境将持续改善，但仍需关注个别债务负担沉重的煤炭企业在煤炭价格波动情形下风险暴露的可能性。

**有色金属盈利高位回落，杠杆、债务结构相对稳定，需要重点关注资源禀赋差、成本控制能力弱、盈利能力弱以及债务负担重的有色金属企业。**

2023 年上半年，2023 年 1—6 月，有色金属景气指数呈窄幅下降态势，除黄金价格受益于央行储备及避险需求有所提振外，铜、铝、铅锌价格受国际经济及需求影响均呈下行，行业利润同比降幅近 30%，营业利润率、资产报酬率较上年同期回落，但盈利能力仍位于历史相对高位。行业现金收入比相对稳定，杠杆水平、债务结构变化不大，偿债能力指标受盈利下滑影响表现偏弱。

目前，有色金属行业发债主体信用级别普遍高，在债券市场融资环境相对宽松的情况下，有色金属行业整体信用风险可控。在海外需求下行压力仍然较大的背景下，有色金属企业的资源禀赋优势及成本控制能力对企业的盈利将产生重要影响，需要重点关注资源禀赋差、成本控制能力弱、盈利能力弱以及债务负担重的有色金属企业。

**化工行业自身造血能力弱化，整体债务负担有所加重，需关注资本开支较大的企业盈利与现金流修复情况。**

2023 年上半年，全球化工产品市场持续低迷，国内化工市场大部分产品价格下行，化工行业整体收入和利润均同比下降，营业利润率及资产报酬率均降至 1% 且处历史 5 年低位，行业自身造血能力减弱。随着双碳、ESG 政策的不断出台和化工行业供给侧改革的持续推进，化工行业内小产能企业不断退出，龙头企业开始布局多元化产品，对固定资产的投资进一步加大，行业投资活动现金净流出规模同比增长，杠杆水平升至近五年同期高位，整体债务负担有所加重。但得益于短债占比下降，债务结构有所优化，行业现金短债比同比变化不大，短期偿债能力整体稳定；而在长期债务增长加快、盈利能力偏弱的影响下，行业整体长期偿债指标有所弱化。

短期内，化工企业成本有望下降、需求或将逐步恢复，但供需依然宽松。长期来看，近两年“稳增长”是化工行业主要发展基调。2023 年下半年，化工企业债券到期规模同比下降，到期债券的主体评级以高等级为主，整体看，化工行业整体信用风险可控，资本开支较大的企业盈利与现金流修复情况需关注。

## （二）房地产链条相关行业风险变化

**房地产行业盈利能力持续下降，资金压力仍然较大，企业重心仍在“保交付”，行业出清仍在继续，债务偿还的核心仍在于销售回款或资产处置后的资金回笼，仍需关注存在债务集中到期或回售的房企。**

2023 年上半年，房地产市场在前期积压性需求集中释放后再度下滑，继续陷入低迷，行业流动性紧张的局面未得到有效改观，行业形势依然严峻。房地产开发投资同比下降 7.9%，一季度在宽松购房政策下，前期积压的购房需求集中释放，房地产市场企稳复苏态势初显；二季度地产销售压力再次上升，房地产投资、新开工面积降幅扩大；而竣工面积整体维持较高增速，反映出房地产投资的重点仍在保交付，扩大投资的意愿和信心不足。

2023 年上半年，房地产行业营业收入同比实现正增长，但利润总额同比降幅超过 60%，营业利润率、资产报酬率下行至历史同期低位，现金短债比、全部债务/EBITDA 等指标进一步弱化，行业盈利能力持续下降，流动性压力仍然较大。

展望 2023 年下半年，需求端一系列利好政策的出台，短期内有利于释放购房需求，提振市场信心，但实际效果仍有待观察。流动性紧张的房企，在全力“保交付”的基础上，很难对土储进行开发销售，多数房企只能通过资产打折出售等方式回笼现金，叠加债务到期及回售带来的兑付压力，房企信用风险加剧，预计二次出险等情况或将持续。同时，在房地产企业竞争格局加速分化的背景下，央企、国企及部分优质民企韧性较强、中小房企竞争力不足，在产品力、服务力、营运能力和融资能力方面具备优势的房企将更具竞争力。整体来看行业出清仍在继续，债务偿还的核心仍在于销售回款或资产处置后的资金回笼，仍需关注存在债务集中到期或回售的房企。

**建材行业盈利降至历史地位，拖累长期偿债能力指标弱化，应关注下游需求疲弱、成本端压力、大额投资支出以及债务集中到期等负面因素对建材企业偿债的影响。**

2023 年上半年，基建投资为拉动建材需求提供了重要支撑，但房地产主要经济指标均较上年同期出现大幅下降，受房地产市场下行的拖累，建材市场需求不振，整体呈现低迷态势。同时，水泥、玻璃纤维等主要建材产品库存处于高位，产能过剩矛盾依然严



重，行业竞争加剧，建材产品价格持续低位运行。尽管煤炭价格持续下降，成本压力有所减轻，但未能抵销水泥价格下降幅度，行业盈利空间受到挤压。

2023 年上半年建材行业收入和利润同比降幅分别在 10%和 50%以上，盈利能力已降至历史低位。受盈利下降影响，建材行业整体长期偿债指标有所弱化，但全部债务特别是短期债务增速明显放缓，同时，行业整体对固定资产的投资同比大幅减少，一定程度上减轻了流动性压力，行业短期偿债能力指标相对稳定。

展望下半年，房地产开发投资继续下降，预计下半年房地产行业仍将处于底部运行状态；政府将进一步发挥投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用，作为经济“稳增长”的重要抓手，基建投资有望延续增长态势，持续为拉动水泥等建材需求提供重要支撑。目前建材行业融资主体以高信用等级央企和国企为主，整体偿债风险可控，但应关注下游需求疲弱、成本端压力、大额投资支出以及债务集中到期等负面因素对建材企业偿债的影响。

**钢铁行业亏损面扩大，在行业景气度下行阶段，企业信用分化或将加剧，需重点关注盈利能力持续恶化、债务负担重且债务结构不合理、短期流动性压力大的钢铁企业。**

2023 年上半年，国内钢材需求低迷，房地产、汽车、工程机械、集装箱等下游行业需求恢复低于预期，但供给端小幅增长，供大于求导致上半年钢材价格整体震荡下行：钢价在一季度上涨后快速下跌，5 月底跌至上半年低点，6 月小幅回升，钢材价格整体低位震荡，钢铁企业营业收入同比下降。成本端，上游原料、燃料价格虽有下降但降幅不及钢价，利润同比降幅超过 60%，行业呈现盈利大幅下滑、亏损面扩大的态势。受盈利下滑影响，2023 年上半年钢铁行业现金流同比大幅减少，但得益于债务结构有所优化，行业短期偿债能力整体稳定，整体长期偿债指标有所弱化。

展望下半年，钢材的需求修复或将延续疲软态势，叠加能耗、环保管控政策实施，钢材产量或将有所回落，下半年钢铁供需整体有望保持弱平衡状态，钢材价格预计仍然偏弱，钢铁行业效益仍将处于较低水平。目前钢铁行业存续债券规模不大，且发债主体以高信用等级的央企和地方国企为主，融资渠道较为畅通，行业整体信用风险较小。但在行业景气度下行阶段，企业信用分化或将加剧，需重点关注盈利能力持续恶化、债务负担重且债务结构不合理、短期流动性压力大的钢铁企业。

**建筑与工程行业债务负担有所加重，未来行业集中度将持续提升，短期偿债指标明显弱化及资金链压力较为突出的企业值得关注。**

2023 年上半年，受下游房地产市场需求疲软等因素影响，全国建筑业总产值增速和新签合同额增速同比均有所回落，总体维持中低速增长，建筑行业收入、利润同比增速

放缓，营业利润率、资产报酬率等指标虽降幅不大，但现金收入比处在低位，行业收入实现难度较大。受垫资施工和投融资模式承揽项目规模扩大影响，建筑与工程行业杠杆水平有所上升，债务负担有所加重；偿债压力方面，建筑施工企业整体短期偿债压力有所上升，民营企业融资情况未见好转，短期偿债指标下降明显。

未来建筑施工行业总体仍将维持中低速增长，下游需求中基建投资或将成为行业增长主要驱动力，行业集中度将持续提升，短期偿债指标明显弱化及资金链压力较为突出的企业值得关注。

### （三）出行需求回暖导致的行业风险表现新趋势

2023 年上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，消费服务相关行业加快恢复。居民出行意愿增强，外出购物、就餐、住宿增加，五一、端午假期全国国内旅游出游分别为 2.74 亿和 1.06 亿人次，按可比口径已恢复至 2019 年同期的 119.1%和 112.8%。

**航空运输行业盈利快速增长但仍处负值区间，债务负担较重，盈利和杠杆的修复仍需时日，成本控制能力弱、盈利能力弱以及债务负担重的航空运输企业需重点关注。**

2023 年上半年，随着全球大部分国家逐步取消旅行限制措施，全球航空客运需求呈现出强劲恢复态势，但同时面临着国际油价波动、部分国家航空市场劳动力短缺等压力。我国航空客运需求大幅回升，整体呈现出稳健的恢复态势。上半年，中国民航完成运输总周转量 531.3 亿吨公里、旅客运输量 2.84 亿人、货邮运输量 327.6 万吨，分别恢复至 2019 年同期的 84.6%、88.2%、93.1%。

随着市场环境的改善，航空运输行业的业务量恢复强劲，收入、利润同比实现大幅增长，亏损规模持续收缩；虽然航油价格下降，但用油量大幅上升，使得航空油料成本同步增长，营业利润率同比大幅提升，但尚未转正。航空运输行业杠杆水平攀升至近五年同期高位，截至上半年底，行业全部债务资本化比率同比上升至 70%以上；资产负债率也进一步上升，行业整体债务负担较重。同时，上半年行业固定资产投资现金流出也大幅增加，现金短债比在本就较低的水平上进一步下降，短期偿债压力较大。

整体来看，航空运输行业有望延续恢复改善的态势，但同时面临着国际航线恢复滞后、人民币兑美元汇率贬值等压力。我国航空运输行业基本处于以三大国有航空集团占主导地位、其他航空公司各自拥有优势细分市场的竞争态势，航空公司之间的运价处于公开、透明、有序的竞争状态。因此，航空公司的成本控制能力是对其盈利能力和市场竞争力具有重要作用的影响因素，成本控制能力弱、盈利能力弱以及债务负担重的航空运输企业需重点关注。

**机场行业杠杆持续上升但仍处较低水平，偿债能力相对较强。**

2023 年上半年，中国民航机场完成飞机起降 558.3 万架次，旅客吞吐量 1.08 亿人次，货邮吞吐量 757 万吨。与航空运输行业相似，在需求回暖的带动下，机场行业收入、利润同比实现大幅增长，亏损规模减小，但营业利润率等指标仍未转正。机场行业杠杆呈现持续上升趋势，但杠杆水平仍然处于较低水平；现金短债比虽明显下降，但短期偿债能力仍然较强。机场行业作为关乎国计民生的基础性行业，外部支持力度较大，且发债主体整体资质较好，行业信用风险较低。

**旅游行业需求快速释放，行业亏损面明显缩小，需警惕扩张速度过快、杠杆较高、运营现金流不及预期的情况。**

在国内消费复苏和国家政策大力支持下，旅游消费成为热点，旅游人次和收入呈现“双增长”，行业信心显著提振，旅游市场稳步进入“供需两旺，加速回暖”的复苏向上通道。国家文化和旅游部公布的数据显示，2023 年上半年，国内旅游总人次 23.84 亿，比上年同期增加 9.29 亿，同比增长 63.9%，恢复至 2019 年同期的 77%。国内旅游收入（旅游总花费）2.30 万亿元，比上年增加 1.12 万亿元，增长 95.9%，恢复至 2019 年同期的 82%。在商务差旅以及休闲旅游消费需求快速释放、市场全面复苏的背景下，旅游行业收入、利润同比大幅增长，行业亏损面明显缩小，盈利能力得到修复；行业杠杆小幅攀升，短期债务比重上升，但现金流入也大幅提升，短期偿债能力保持相对稳定。行业整体发展向好，但需警惕扩张速度过快、杠杆较高、运营现金流不及预期的情况。

#### （四）出口承压对行业信用风险表现的影响

2023 年上半年，世界经济复苏乏力，主要经济体为抑制高通胀，收紧货币政策，加剧了全球需求的收缩，叠加地缘政治冲突持续、贸易保护主义抬头等因素的影响，我国进出口增速放缓。

**在外贸增速或将持续放缓的背景下，贸易企业面临的经营压力或将持续，需关注中小型企业价格风险控制能力。**

2023 年上半年，在商品需求疲软、价格大幅波动的环境下，外需放缓，全球贸易低迷，行业竞争加剧，出口企业面临的经营压力增加。同时，美元加息持续，人民币汇率波动，给中国外贸企业带来一定财务风险和订单转移风险；大宗商品价格延续波动态势，增加中小型贸易企业在风险控制等方面的压力。

在此背景下，2023 年上半年，贸易行业整体营业收入增长明显放缓，利润总额同比下降，营业利润率、资产报酬率等指标出现下滑。行业杠杆水平有所下降，现金收入比



和现金短债比均有所改善，但受盈利下降的影响，长期偿债压力有所加大。

海外国家收紧货币政策将持续加剧市场对 2023 年下半年可能出现全球经济衰退的预期，并持续干扰全球经济复苏，中国外贸增速或将持续放缓，外贸企业面临的经营压力或将持续。大宗商品价格持续波动，中小型贸易企业仍持续面临风险控制等方面的压力，需关注中小型贸易企业价格风险控制等方面的压力。

#### （五）投资需求较大对行业信用风险的影响

**火电行业经营压力有所缓解，盈利能力得到修复；水电和其他清洁能源行业资本开支压力较大，杠杆有所提高。**

2023 年上半年，国民经济恢复向好拉动电力消费增速同比提高，电力行业全力以赴保安全、保民生、保重点供电，电力系统安全稳定运行，全国全社会用电量 4.31 万亿千瓦时，同比增长 5.0%。受来水偏枯、电煤供应紧张等因素叠加影响，西南地区少数省级电网在部分时段电力供需形势较为紧张。煤电仍是当前我国电力供应的最主要电源，煤电发电量占全口径总发电量比重为 58.5%，有效弥补了水电出力的大幅下降，充分发挥了兜底保供作用。

受益于煤炭价格回落以及上网电价维持较高水平，火电行业利润总额同比大幅增长，大部分火电企业实现扭亏，营业利润率同比明显回升，盈利能力得到修复，杠杆水平同比有所下降，偿债能力指标相对稳定。

受水力发电量同比下降影响，水电和其他清洁能源行业营业收入、利润总额增长放缓，但营业利润率保持在较高水平，行业盈利能力良好。由于水电和其他清洁能源行业投资需求较大，行业债务负担有所加重，杠杆率有所提高，偿债能力指标有所弱化。随着电源结构逐步向绿色低碳转型，清洁能源发电领域的大规模投资或将持续。

下半年，我国全年经济增长目标将拉动用电需求增长，考虑到去年基数及天气情况，预计下半年用电增速或好于上半年，迎峰度夏等部份时段、局部地区供应紧平衡。电力发债企业主要为中央国有企业和地方国有企业，企业整体资质好，融资渠道通畅且融资能力强，可获得的外部支持力度也较大，虽然下半年电力行业债券到期兑付压力较大，但行业偿债风险可控。

**水务行业投资需求推升整体债务水平，未来预计大额投资需求仍将持续，现金回款质量情况需关注。**

2023 年上半年，水务行业需求保持稳定增长，受益于水务工程施工、水环境综合治理市场领域的发展、污水处理业务的增加，水务企业营业收入实现增长，但增速较上年

同期有所放缓。近年来受股权投资收益变动、相关成本以及融资财务费用增加等影响，营业利润率、资产报酬率、现金收入比等指标持续下滑。城市污水处置、供水服务提质增效，国家水网建设等政策的推进，为供水行业提标改造和城镇污水处理扩产提供空间，水务行业投资活动整体表现为大额的现金流出，推升行业整体债务水平，偿债压力有所加大。在水务市场较大的增量潜力之下，固定资产投资和并购仍是行业发展的重点，未来随着污水处理及水环境治理领域的需求增长，预计大额投资需求仍将持续，水务企业现金回款质量情况需关注。

#### （六）地方政府债务化解压力与城投行业风险表现

在对地方政府隐性债务的严监管背景下，城投债务增速有所放缓但仍超 10%，债务负担较重，“一揽子化债政策”有利于缓解城投企业的偿债风险，仍需关注弱资质区域城投企业的流动性风险。

2023 年，防范化解地方政府债务风险的监管要求持续连贯，“遏增化存”的主基调保持不变，年初政府工作报告中提出优化债务期限结构、降低利息负担等要求，部分资质偏弱地区仍面临较大的隐性债务化解压力。

在地方政府持续注入资金、资产、股权等支持下，2023 年上半年城投行业营业收入增速较快，但经营回款效率下滑，行业整体盈利水平较弱；全部债务同比增速虽然有所放缓，但为满足项目投资及债务滚续需求，城投企业仍保持较大的融资力度，债务同比增速仍超过 10%，债务负担较重，杠杆小幅攀升，偿债压力较大。

2023 年以来，部分区域城投企业票据逾期、非标及银行借款逾期等情况时有发生，流动性压力较大。7 月中央政治局会议延续化债基调，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。“一揽子化债政策”所包含的化债政策工具或包括特殊再融资债、SPV 和降息展期等方式，将一定程度上缓解城投企业的偿债风险，但考虑到防风险和严防新增隐性债务的因素，预计城投企业加杠杆空间有限，仍需关注弱资质区域城投企业的流动性风险。



## 联系人

投资人服务    010-8567 9696-8624    [chenjialin@lhratings.com](mailto:chenjialin@lhratings.com)

## 相关研究

[新冠疫情对于我国各行业信用风险的影响研究](#)

## 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资信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。联合资信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。