

联合

Lianhe Credit Research

信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2024 OCTOBER

2024年上半年中国债券市场 违约回顾与展望

从风险预警角度看西安建工违约

2024年工程机械行业半年度信用风险展望



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载

联合资信出席亚洲信用评级协会北京峰会

9月12日,由亚洲信用评级协会(ACRAA)主办的“科技创新与全球变革重塑信用评级”主题峰会在北京成功举办。来自亚洲和欧洲多家金融机构代表和嘉宾,就可持续发展、地缘政治风险、人工智能、虚拟资产等话题展开深入讨论,对当前复杂世界经济环境下的信用评级前景进行展望。联合资信主权业务负责人李为峰参加“信用评级,尤其是主权评级,应如何应对政治不确定性的变化”主题圆桌讨论并发表观点。

李为峰首先介绍了联合资信主权评级业务开展情况,以及联合资信主权评级方法如何及时反映地缘政治风险对主权信用状况的影响;随后探讨了当前国际主权评级中国家治理评价可能存在的问题,包括存在的主观性、缺乏可比性等。最后,李为峰分享了在应对这些问题时联合资信的实践经验,并提出了一些解决

方案,例如可以降低国家治理相关因素的权重、采用定性调整方法等。

近年来,联合资信积极开展主权评级实践。自2016年起开始开展主权评级业务,截至目前已对全球77个国家和地区开展主权评级,其中包括62个“一带一路”共建国家和地区。另一方面,自2017年以来,联合资信累计为4个主权政府(包括次主权政府)在中国境内发行的8期熊猫债提供评级服务,在所有评级机构中排名第一,其中包括国内首单绿色主权熊猫债(21匈牙利债01BC)和首单欧元区主权熊猫债(19葡萄牙人民币债01BC)。未来,联合资信将秉承开放互惠的合作精神,持续加强与国际协会、监管机构、同业机构及媒体的合作,持续为打造具有国际话语权的本土评级机构做出积极贡献。



联合信用研究

Lianhe Credit Research

主办单位 Sponsors

联合信用管理有限公司
Lianhe Credit Information Service Co.,Ltd.

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平 于良 万华伟 马新疆 王安娜 王妍 王丽娟 王治 王宝卉 王娟 王越 王蛟龙 申中一 田小卫
冯锐 成斐 任贵永 庄园 刘克东 刘洪涛 刘振 刘晓佳 刘晓濛 刘强 刘颖 刘睿 闫昱州 孙汝汀
杜洲 李小建 李天娇 李云 李少龙 李为峰 李珍 李振宇 李晶 杨世龙 杨爽 时南 张永杰 张兆新
张丽 张连娜 张祎 张莉 张雪 陈诣辉 陈茵 陈勇军 陈剑锋 邵天 林青 罗伟成 罗娟 周晓辉
周捷 周旭 官雪 孟悦 钟用 赵东方 赵晓丽 袁芳 贾二柳 徐阳 徐博闻 高宇欣 高景楠 高鹏
高鑫磊 唐玉丽 鹿永东 韩夷 雷君 谭心远

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

薛逸竹 Xue Yizhu

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing

电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228

网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

市场部门联系人

Marketing Department Contact

工商业务

马新疆 Ma Xinjiang

13301118401 | maxj@lhratings.com

刘强 Liu Qiang

13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuangyuan

18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务热线

Investor Service Hotline

陈家林 Chen Jialin

电话 (Tel): (8610) 8567 9696-8624 | 13611310882 邮箱 (Email) chenjialin@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

Contents

2024 OCTOBER

目录

特别策划 Feature

2024年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望 P01

联合资信 研究发展部

从风险预警角度看西安建工违约 P09

联合资信 胡乾慧

2024年工程机械行业半年度信用风险展望 P12

联合资信 杨 恒 王煜彤

宏观研究 Macroeconomic Research

经济稳、增长优，扩内需、要加力

——宏观经济信用观察半年报 P19

联合资信 张 振

行业研究 Industry Research

政策引导下全国水利建设投资明显增长，
水务行业投资或将继续增长，产能进一步得到释放
——2024年水务行业展望报告 P28

联合资信 迟腾飞 杜 晗 冯熙智 张 宇

2024年融资租赁公司分类别专题研究 P38

联合资信 刘 鹏 刘 嘉余晓艳

2024年汽车金融行业分析 P43

联合资信 马鸣娇

债券市场 Bond Market

2024年融资租赁ABS存续期跟踪表现 P46

联合资信 刘斯怡 杨知知 陈惠琚

中方鼓励非洲主体来华发行熊猫债，
熊猫债发行主体有望进一步多元化 P52

联合资信 主权部

万象更新：中资离岸债券发行明显转暖，
高收益美元债回报率领跑市场 P53

联合资信 张 敏

信用评级 Credit Rating

每日收入分成凭证（DRO）现金流预测及评级方法研究 P59

联合资信 邵 天 官 雪 孙歌珊 吴鑫磊 游诗棋 李 明

专项研究 Monograph

资本新规下不良资产支持证券风险资本计提标准的
适用性研究 P68

联合资信 罗伟成 赵晓丽 聂中一 华 蕊

城投公司股权投资现状分析——南京篇 P72

联合资信 姚 玥 李 颖 郑 重 符 蓉

评级小贴士 Credit Rating Tips

关于“两新”债务融资工具的一些基础知识 P37



信用风险 Credit Risk

信用风险事件统计 P81

违约案例 湖南景峰医药股份有限公司 P82

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P85

市场动向 P87

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P88

宏观经济及债券市场数据 P90



2024年上半年中国债券市场 违约回顾与下半年展望

文 | 联合资信 研究发展部

一、2024年上半年我国债券市场违约情况回顾

出险主体数量显著下降，信用风险持续收敛

2024年上半年，我国经济总体回升向好，但经济平稳运行仍面临一定挑战。从外部看，国际环境的复杂性、严峻性和不确定性显著上升，全球货币政策分化加大、地缘政治依然趋紧、贸易保护主义持续抬头；从国内看，国内仍面临多重挑战因素，价格低位运行压力犹存，重点领域风险隐患较多，房地产市场需求端依旧低迷，地方政府债务风险分化加剧。在此背景下，我国宏观政策效应持续释放，通过降准降息、优化结构性政策工具等支持实体经济发展，各地加快布局新质生产力，助力经济稳中向好发展。2024年上半年，国内生产总值61.68万亿元，不变价同比增长5.0%，其中一季度GDP同比增长5.3%，超全年预期目标（5.0%），二季度GDP增速放缓，同比增长4.7%；全国规模以上工业增加值同比增长6.0%，1—6月，全国规模以上工业企业实现利润总额35110.3亿元，同比增长3.5%，社会消费品零售总额同比增长3.7%。房地产方面，在多

重政策刺激下，2024年上半年房地产市场销售出现结构性改善的积极信号，但市场整体仍处于深度调整阶段。整体来看，上半年宏观政策协同发力、外需回暖、新质生产力加速发展等因素对经济形成了新的支撑，但也表现出外需强于内需、供给强于需求、新质生产力相关行业与传统行业增长呈现显著差异的特征，结构性分化明显。

2021年以来，随着高风险主体逐步出清，债券市场信用风险呈现持续收敛态势。从首次出险主体¹数量和规模来看，2024年上半年，我国债券市场新增违约和展期主体共8家，涉及债券期数和规模分别为11期和71.89亿元，信用风险暴露处于低位，为2021年同期以来最低水平（见图1和图2）。从实质违约情况看，2024年上半年，我国债券市场新增5家违约发行人²，共涉及到期违约债券7期，到期违约金额合计约49.15亿元，新增违约发行人人数较2023年上半年（4家）有所增加，与2023年下半年（5家）持平；涉及到期违约债券期数同比（7期）持平，环比（18期）有所减少，到期违约金额同比（33.78亿元）有所增加，环比

¹ 包括新增违约主体和新增展期主体。

² 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视为债券/主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在1~2个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

(147.53亿元)有所减少。2024年上半年,我国债券市场重复违约³发行人9家,涉及到期违约债券15期,到期违约规模合计约86.62亿元,重复违约发行人家数同比(9家)持平,环比(6家)有所增加,涉及到期违约债券期数同比(20期)有所减少,环比(10期)有所增加,到期违约规模同比(57.79亿元)和环比(59.82亿元)均有所增加。截至2024年上半年末,我国债券市场累计有288家发行人发生违约,到期违约债券937期,到期违约金额合计约7798.04亿元。

从展期情况来看,2024年上半年新增展期发行人3家,涉及展期债券4期,展期规模22.74亿元,展期家数、期数及规模同比(7家、9期和62.73亿元)和环比(9家,15期,108.32亿元)均显著减少。新增展期发行人中,房地产相关企业为2家,延续上年展期态势;另有1家通信设备制造企业富通集团有限公司,因面临较大的经营风险和盈利压力,采取展期的方式缓释风险,但仍需关注后续再次展期或发生实质性违约的风险。

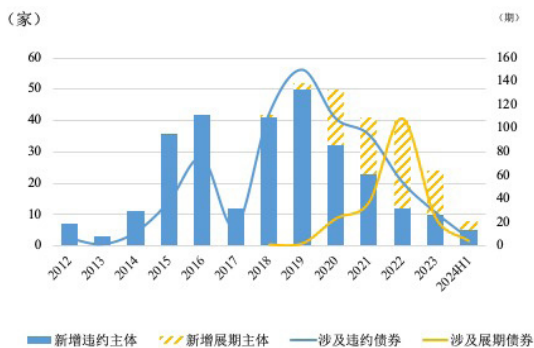
可转债首次发生违约,信用负面事件频发

可转债的信用风险主要包括本息无法兑付带来的偿债风险、正股退市风险以及重整风险。由于历史上大部分可转债会以转股形式退出,本息无法偿付的情况较少,因此可转债的信用风险更多体现为退市风险。

“新国九条”出台以来,监管环境与退市要求趋严,退市新规严格了财务指标类、交易指标类、规范运作类、重大违法类强制退市标准,对正股业绩较差、信用资质较弱的转债主体影响较大。同时严厉打击财务造假、新增规范类退市情形,可转债面临的强制退市风险加剧,信用风险随之提升。

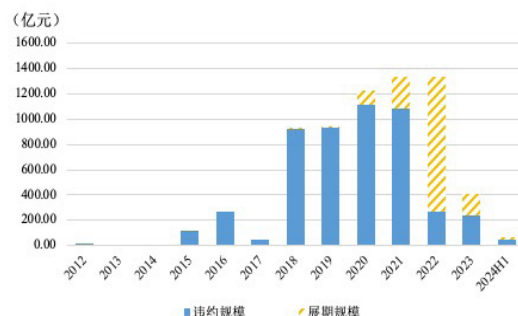
2024年上半年,转债的信用风险由预期转为现实,可转债首次发生实质性违约。违约前主体及相关债项级别已被多次下调,市场对其信用风险已有一定预期,违约事件对市场情绪影响可控。2家违约主体分别为搜于特集团股份有限公司(以下简称“搜于特”)和鸿达兴业股份有限公司(以下简称“鸿达兴业”),涉及违约债券2期,涉及违约规模6.91亿元。违约原因均为企业

图1 2012—2024年上半年新增违约和展期情况(主体和债券数量)



注:展期主体不包含已发生实质性违约的企业
资料来源:联合资信

图2 2012—2024年上半年新增违约和展期情况(规模)



资料来源:联合资信

³ 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约,在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

或关联主体因自身因素导致的经营不善,引起财务恶化、各项经营指标转差,进而导致公司偿债能力下滑,最终引发正股、转债退市。搜于特为深交所上市民营企业,主营品牌服饰运营和纺织原料供应链管理业务。搜于特前期发展激进,快速扩张服装店面并大量开展供应链管理业务,资产和负债规模快速攀升。2019年以来,受国际贸易环境复杂多变、行业景气度下行等因素影响,搜于特连续多年亏损,股价连续下跌,最终跌破1元,股票及可转债被强制退市,“搜特转债”面临的信用风险进一步加剧,最终未能按期付息构成实质性违约。鸿达兴业受控股股东鸿达兴业集团有限公司信用违约影响,融资渠道受限、资金链断裂,股票连续跌停退市,无法兑付“鸿达退债”回售本息引发违约。

近年来,转债主体收到财报问询函、主体评级下调、大股东高质押、正股风险警示等负面事件明显增加,引发市场对转债信用风险的担忧情绪。2024年上半年,共有21家可转债发行主体收到交易所年报问询函,其中5家发行人财报被会计师出具非标准审计意见且正股均被实施风险警示,蕴含很高的信用风险。此外,较高信用风险的标的往往伴随着较高的大股东质押比例,截至2024年上半年末,存续转债主体中第一大股东质押比例超过50%的有64家,占存续转债主体家数的比例为11.94%。

评级负面调整大幅增加,主要集中在可转债发行人

2024年上半年,我国公募债券市场共有73家发行主体信用等级发生调整,调整率1.31%,较上年同期(1.32%)基本持平。2024年上半年,等级调升率和调降率分别为0.36%和0.95%,同比由调升趋势转为调降趋势。此外,2024年上半年发行人主体信用评级展望仍呈调降趋势,评级机构通过展望调降揭示信用风险的频次有所增加(见表1)。

等级调升方面,2024年上半年我国公募债券市场等级调升数量20家,同比大幅减少。调升发行人均为

地方国企,其中6家发行人为城投企业,主要是江苏、浙江等地级市、区县级平台,上调原因为区域经济财政实力增长,公司地位突出,地方政府支持力度加大(财政注资、资产注入、股权划转深化整合转型)等;综合类、建筑与工程行业发行人等级上调较多,上调原因主要是股东背景强、增资扩股及盈利水平提升等,其余行业等级调升发行人较少,分布在多元金融服务、商业服务与用品、海运等行业。

等级调降方面,2024年上半年我国公募债券市场等级和展望调降数量56家,同比大幅增加。调降发行人仍主要分布于建筑与工程行业(9家),建筑与工程行业受房地产行业景气度影响,应收类账款对资金形成占用、盈利能力下滑;企业性质方面,民营企业发行人调降40家,占比达到71.43%;地区方面,发行人主要分布在广东、江苏和上海等地。

2024年上半年,可转债评级下调数量明显增多,44家可转债发行人级别或展望发生下调,占评级下调主体的比例为78.57%,远超2023年全年(25家,39.68%)。整体来看,可转债信用风险值得关注。

境内央企房企首次出现违约,房企信用风险有序暴露

从违约主体企业性质看,2024年上半年违约主体2家为民营企业,2家为外资企业,1家为中央国企远洋控股集团(中国)有限公司(以下简称“远洋控股”),为首家发生实质违约的中央国有房企(见图3)。远洋控股在此前已出现境外债违约等信用风险事件,于2023年下半年启动了境外债务重组程序,且境内债券已发生多次展期,演变为实质违约后对市场冲击有限。

从违约企业行业分布看,2024年上半年,信用债风险暴露仍集中于房地产企业,但随着行业风险逐渐出清,出险企业数量同比出现明显下降。具体来看,新增违约发行人分布于3个行业,其中房地产行业有3家,占违约主体数量的60%(见图4),分别是上海宝龙实业发展(集团)有限公司、重庆市迪马实业股份有限公

司(以下简称“迪马实业”)和远洋控股,搜于特为纺织品、服装与奢侈品行业,鸿达兴业为化工行业。违约房企中,除迪马实业因控股股东债务危机、房地产行业下行导致违约外,其他违约主体均为前期出险企业,在行业不断探底的过程中,面临销售弱化和现金流短缺的双重压力,叠加市场对出险企业的认可度下降,再融资渠道不畅通,展期难度加大,部分主体债券展期后流动性未能得到实质性的改善,最终引发违约。

房企展期方面,2024年上半年,新增2家展期房企,分别为广州市天建房地产开发有限公司和绿地控股集团有限公司,2家企业关联主体境外债均已发生违约。新增展期房企债券期数和规模(3期,19.74亿元)较上年同期(7家,18期,197.32亿元)大幅减少。截至2024年6月末,有25家房企处于展期状态,涉及债券63期,展期规模583.83亿元⁴。

2024年以来,房地产政策整体延续宽松基调,在政策效应尚未释放的背景下,房地产市场仍处于调整转型过程中,上半年房地产行业基本面尚待修复。具体

来看,政策方面,年初《政府工作报告》首次提出要标本兼治化解房地产风险。1月各地推进城市房地产融资协调机制、加快项目“白名单”落实、实施“三大工程”等。4月中央政治局会议首次提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。5月,房地产政策组合拳“517新政”落地,包括降低首付比例、取消房贷

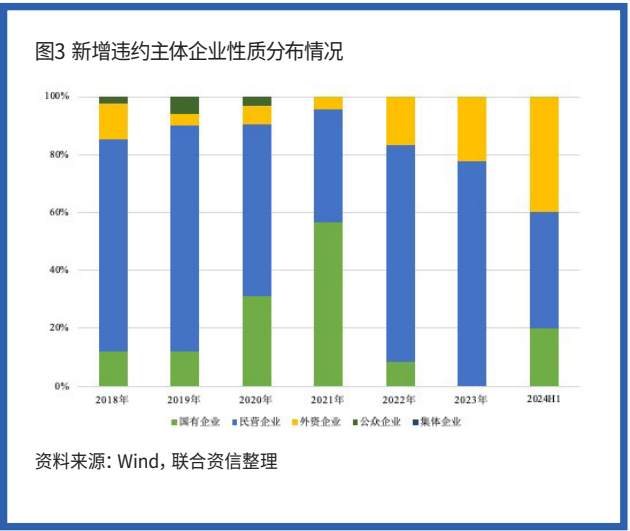


表1 2024年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级		评级展望		合计	
	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1
样本数量 (家)	5604	5588	5604	5588	5604	5588
调升数量 (家)	38	20	7	0	45	20
调降数量 (家)	36	53	18	3	54	56
调升率 (%)	0.68	0.36	0.12	0.00	0.80	0.36
调降率 (%)	0.64	0.95	0.32	0.05	0.96	1.00

注: 1. 等级调整样本包含统计期内存续、到期和新发债券的发行人, 涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券 (不包含私募债)、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行债券的发行主体; 2. 发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限; 3. 发行人具有双评级或多评级, 则按不同主体信用等级分别纳入统计, 即同一主体可被计数多次; 4. 评级展望调升、调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计; 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升, 反之视为调降; 5. 调升率或调降率=年内发生信用等级 (或评级展望) 调升或调降的数量与统计样本数量的比; 6. 若发行人被评级机构终止主体信用等级 (期末级别失效), 则按照终止评级前的最新级别进行等级调整统计
资料来源: Wind, 联合资信整理

⁴ 部分债券展期金额信息无法获悉, 未计入总展期规模。

利率下限、下调公积金贷款利率、支持地方政府和地方国企收购存量商品房用作保障性住房等，从供给端、需求端共同发力，助力房地产市场修复和楼市去库存。房企销售方面，2024年上半年，房地产行业销售仍低迷，商品房累计销售面积47916万平方米，同比下降19.0%，降幅环比小幅收窄。房企融资方面，2024年上半年，房企融资分化依然严重，资金更多地向优质房企归集，上半年境内发债房企以央企国企为主，民营房企发债规模仅占6.11%，且民营房企发债规模难以覆盖到期偿还规模，仍延续净流出状态。整体来看，2024年以来房地产供需两端政策持续发力，但政策显效尚不明显，企业销售去化仍然承压。

城投融资延续收紧趋势，非标、商票风险事件持续发生

2024年上半年，“一揽子化债方案”有序推进，特殊再融资债券延续发行，金融机构参与化债继续有序实施，同时，重点省份城投企业公司债“统借统还”和“央行SPV”等化债新手段陆续落地，监管部门对化债政策进一步补充和细化，城投企业融资政策延续收紧趋势。在此背景下，2024年上半年，城投债发行及净融资规模大幅下降，发行规模2.15万亿元，同比下降15.29%，净融资额由正转负，上半年净偿还1726.96亿元（见图5）。评级和行政层级方面，AAA级和AA+级平台贡献了净融资的主要增量，AA级及以下评级的弱

资质平台城投债融资规模继续压降且持续呈现净偿还；各级平台发行和净融资同比、环比均明显下降（见图6）。区域方面，区域之间的城投分化趋势持续，经济相对发达、财政实力较强的区域城投债发行规模和净融资规模明显领先于其他地区，排名前三的江苏、浙江、天津净融资额均在300亿元以上，部分西部及东北部地区净融资表现持续欠佳。

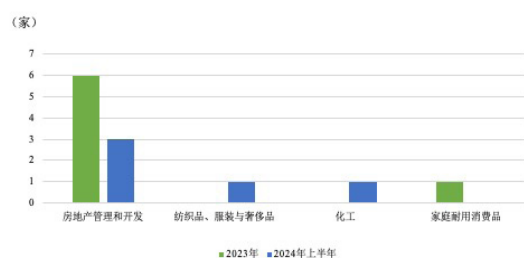
2024年上半年，在基本面持续偏弱、地方政府偿债压力较大的背景下，部分经济财政较弱、债务负担较高的区域城投企业现金流吃紧，商票逾期、非标违约

图5 城投债发行及净融资情况



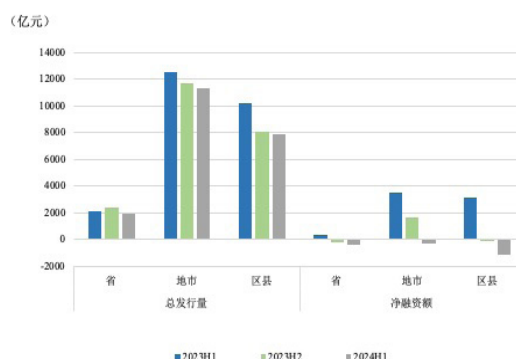
资料来源: Wind, 联合资信整理

图4 新增违约主体行业分布情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图6 各行政级别城投债融资情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

等风险事件持续发生。根据公开资料整理，发生风险事件的城投主体多分布在山东、贵州、云南的区县级平台，以AA级及以下的弱资质平台为主（见图7和图8）。具体来看，非标违约方面，根据公开资料显示，2024年上半年，城投企业的非标违约共47只，涉及21家平台，其中贵州、山东、河南违约主体分别有9家、7家和2家，位居前三位；从行政层级来看，以区县级平台为主，占比超过六成；从主体级别来看，以AA级及以下平台为主，占比超过85%。商票逾期方面，根据上海票据交易所披露的票据逾期名单⁵，2024年上半年发生商票逾期的城投企业共37家，其中山东、云南、贵州分别由15家、6家和5家，位居前三位，其中山东商票逾期较上年同期（6家）大幅增加，偿债压力加剧；从行政层级来看，以区县级平台为主，占比超过六成；从主体级别来看，商票逾期以AA级及以下弱资质平台为主，占比约70.00%。此外，2024年上半年共有6家城投企业评级或展望被下调，其中贵州省有5家，且多分布在贵阳、六

盘水、毕节等区县级平台，云南省有1家。整体来看，城投企业虽然没有在公开债券市场出现实质性违约，但部分区县级、弱资质平台未来经营和资金压力情况仍值得关注。

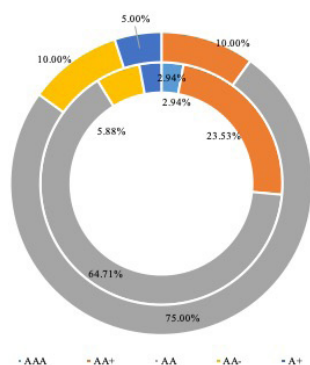
二、2024年下半年我国债券市场信用风险展望

全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看，2024年下半年我国债券市场主要信用债⁶到期规模⁷约为6.85万亿元，2024年下半年主要信用债到期规模可能达到7.68万亿元⁸，较2023年下半年（8.02万亿元）有所下降，较2024年上半年（7.47万亿元）有所上升。

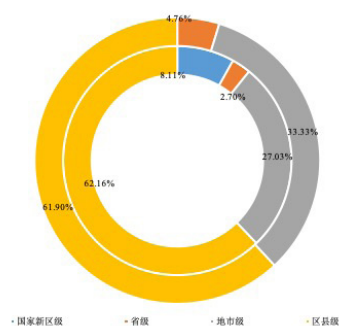
此外，2024年下半年将有约1.49万亿元信用债进入回售期，按30%的实际回售率估算，2024年下半年回售债券中约有4460亿元被行权。合计来看，2024年下半年主要信用债偿债规模可能在8.12万亿元左右（见图9）。

图7 2024年上半年商票、非标违约城投企业信用资质情况



注：内圈为商票逾期情况，外圈为非标违约情况
资料来源：上海票据交易所等

图8 2024年上半年商票、非标违约城投企业行政级别情况



注：内圈为商票逾期情况，外圈为非标违约情况
资料来源：上海票据交易所等

⁵ 2024年1月1日至6月30日，发生3次以上票据逾期，且月末有逾期余额或当月有票据逾期行为发生的承兑人数量。

⁶ 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、资产支持证券、可转债和可交换债。

⁷ 包含到期、本金提前兑付及赎回量。

⁸ 到期规模含将于2024年下半年发行且于年内到期超短融的短期债券，假定2024年下半年超短融发行与到期与2023年下半年情况大致相当。

从偿债节奏看,7月、8月、9月单月的偿债量在1.2万亿元以上,偿债压力相对较大,后续可能随超短融的发行发生改变。

全市场信用债发行人信用状况

根据联合资信“3C”评级结果统计,截至2024年上半年末全市场信用债发行人信用资质与2023年整体持平,CR4-以上级别占比85.60%,与2023年占比(85.91%)基本不变,全市场信用债发行人整体的经营能力、财务能力和可持续发展能力均保持稳定(见图10)。

信用风险展望

1.债券市场信用风险仍将持续暴露,但整体可控

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是,2024年下半年,我国债券市场主要信用债总偿还量或超过8万亿元,整体偿债压力仍然较大。二是,上半年我国经济恢复不及预期,有效需求不足,PMI指数连续两月位于荣枯线下方,经济内生修复动能仍需加强。三是,517新政落地以来,房地产总需求阶段性企稳,但楼市回暖持续动力仍有待观察,叠加一、二手房结构表现分化,投资端指标偏弱,未出险民企和部分杠杆率偏高的国央企房企的信用风险仍值得警惕。

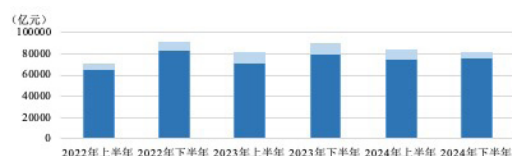
另一方面,债券市场信用风险整体可控。一是,国内稳经济、促恢复、扩内需等政策持续加力,大规模设

备更新和消费品以旧换新带动需求扩张,下半年经济将继续复苏。二是,在当前稳增长诉求下,货币政策逆周期调节力度有望进一步加大,下半年整体流动性或将继续保持宽松。三是,党的二十届三中全会强调坚定不移实现全年经济社会发展目标,上半年GDP同比增长5.0%,未能给实现年度目标提供余裕,下半年宏观政策有望继续发力,存量配套政策将加快落实。四是,上半年地方债发行进度相对偏慢,尤其是新增专项债发行速度明显不及预期,下半年财政政策大概率发力,叠加特别国债逐步落地,预计政府债供给将显著增加,有助于城投企业资金面的改善。总体来看,下半年,我国债券市场信用风险仍将持续暴露,但信用风险整体可控。

2.短期内城投企业信用风险较小,关注弱资质城投企业信用风险

化债背景下城投企业信用风险整体较小。一是,自去年一揽子化债政策推出以来,化债方案有序推进,除特殊再融资债置换、金融机构协助债务化解、化债基金等方式之外,化债工具箱不断丰富,“统借统还”“央行SPV”等新化债方式相继落地,有效防范化解地方政府债务风险。二是,下半年财政大概率发力,有助于为城投企业提供良好的经营环境,缓解城投企业的资金压力。三是,多项中央政策鼓励政策性金融机构和国有银行帮助城投企业应对再融资风险,金融资源较为丰富的地区,可以为地方城投企业化险提供一定的支

图9 2022—2024年我国信用债市场主要信用债偿债情况



注: 2022—2024年上半年为实际偿债规模, 2024年下半年为预估偿债规模
数据来源: Wind, 联合资信整理

图10 2023—2024年上半年全市场信用债3C级别分布情况 (单位: 家)



数据来源: 3C评级, 联合资信整理

持。四是，党的二十届三中全会指出要统筹推进财税体制改革，增加地方自主财力，拓展地方税源，合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当加强中央事权、提高中央财政支出比例。随着财税体制改革的有序推进，地方财政紧平衡和债务风险问题有望得到缓解。

城投企业信用水平分化加剧，关注弱资质城投企业信用风险。一是，一揽子化债方案有效缓释了短期债务风险，但对城投企业债务管控要求也更加严格，城投各融资渠道基本呈现收缩状态。城投债方面，现阶段城投企业仍主要实行名单制管理，新增融资审批趋严，募集资金用途受限，城投债发行缩量。非标方面，严监管政策频出，信托、金租等渠道均有趋严的态势，下半年城投企业非标融资或面临流动性缺口，需关注非标舆情与滚续情况对区域标债的影响。二是，“严控增量”约束下城投企业发行净融资总量压降，低层级、弱资质城投企业融资端进一步收紧，信用风险分化加剧，需关注弱资质城投企业的流动性情况及再融资情况。三是，2024年上半年，土地市场依旧低迷，土地出让金进一步下滑，地方财政整体偏紧，地方政府对城投企业的回款和支持愈发有限，城投企业整体流动性压力仍较大。四是，城投企业非标违约、商票逾期等负面事件明显增加，地方政府债务腾挪空间大幅压降，需警惕上述信用风险事件向债券市场传导风险。整体来看，化债背景下城投公募债券风险整体较低，城投债或将延续缩量的趋势，财政收入不佳、短期集中偿债压力大、非标融资违约高发、再融资压力大的弱区域和自身经营资质较差企业的债务风险仍值得关注。

3. 地产政策持续优化，新房市场延续筑底行情

地产调控政策持续优化。一是在融资端，央行及金融监管总局发布《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确经营性物业贷可用于偿还集团存量房地产领域相关贷款和公开市场债券；住建部、金融监管总局建立城市房地产融资协调机制，对符合条件的房地产项目通过“白名单”机制予以精准支持，更好

满足房企合理融资需求。二是在需求端，上半年，各地因城施策出台各类刺激政策，放松限购限贷、降低首付比例、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率等“一揽子”政策相继出台。7月18日，党的二十届三中全会后发布的《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》提出，充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，同时允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。预计下半年因城施策将进一步推出，地方楼市调控政策将更加灵活高效，促进购房需求释放。三是在供给端，5月17日，自然资源部明确准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施，未来相关配套政策有望逐渐细化落地。党的二十届三中全会提出加快建立租购并举的住房制度，加大保障性住房建设和供给，支持多样化改善性住房需求。预计“市场+保障”的双轨制住房供应体系将加速构建，保障房建设和供给或明显放量。

新房市场延续筑底行情，房企流动性压力依然较大。一是，经济增速及城镇化进程的放缓、青年失业率高企、收入预期偏弱等因素拖累居民购房意愿，制约房地产市场修复节奏。二是，2024年上半年，在以价换量以及政策优化带动下，二手房市场活跃度有所好转，但新房市场整体尚未明显改善，房企销售及回款压力仍大，对房企现金流形成较大制约。三是，2024年上半年债市违约仍主要集中于房地产行业，房企展期转实质违约的风险仍高，叠加退市房企数量持续增加，市场对行业及风险企业信心不断消磨，弱化了居民恢复购房的信心，进一步加剧了房企流动性风险。整体来看，2024年下半年房地产市场宽松政策有望继续优化落实，但新房市场改善空间有限，房企流动性压力依然较大，弱资质民营房企及前期已展期或境外债违约的房企信用风险仍值得关注。

4. 监管趋严背景下，可转债信用风险加大

监管环境与退市要求趋严，转债市场信用风险有

所加大。一是，新“国九条”进一步严格强制退市标准、强化退市监管，存在经营风险、合规风险的上市公司或逐步出清，正股的退市风险使转债兑付压力和违约风险大幅提升，在此背景下，弱资质可转债或逐渐被市场抛弃，可转债市场信用分化加剧，需持续关注已达到实施退市风险警示要求的转债发行人经营状况、财务指标、评级调整 and 价格异动。二是，在交易所密集下发问

询函及转债评级下调冲击下，转债市场担忧情绪加剧，跌破面值的可转债数量大幅攀升。据统计，6月30日，我国在市可转债（仅包括公募）共535只，可转债价格不足100元的有88只，占有可转债的16.45%。三是，小微盘股走势持续低迷，部分已进入回售期的可转债或触发回售条件，若回售金额过大或是资金筹措出现时滞，发行人将面临一定的回售违约风险。■

从风险预警角度看西安建工违约

文 | 联合资信 胡乾慧

2024年8月19日，西安建工集团有限公司（以下简称“西安建工”或“公司”）公告未能按期足额兑付“21西安建工MTN001”本息2.63亿元，正式宣告违约。

本报告从风险预警角度透视西安建工走向违约的过程，解读该企业违约前的各项风险信号，最后向投资者提示建筑施工行业风险情况。

ic.lhratings.cn/login) 显示，西安建工风险程度¹自2023-05-01起由绿色预警上升为黄色预警，自2023-06-12起上升为红色预警，黄色预警和红色预警分别提前476天和434天（见图1）。

违约前公司触发信用事件、舆情、财务风险、财务弹性、价格波动、信用等级多个预警板块（见图2）。

一、风险评分走势变动

根据联合债市信用风险投研平台 (<https://>



二、风险预警信号解读

舆情信号

2023年以来，根据公开信息显示，西安建工发生多次负面舆情，如被纳入被执行人名单、未缴纳农民工工资保证金、用违约金冲抵物业费、非法转包工程被罚款等，侧面暴露出企业资金链紧张、公司治理混乱等问题。

¹ 根据量化风险预警模型得分，企业风险程度从低到高依次为绿色预警、黄色预警和红色预警，违约为黑色预警。

信用事件信号

公司在债券违约前已发生多项信用事件。根据公开信息显示,早在2023年6月7日,公司已出现大规模票据逾期;2023年10月17日,公司因未按时支付信托贷款利息,被陕西省国际信托股份有限公司起诉。

公司的控股股东信用事件也是公司风险预警信号之一。公司为绿地控股集团成员企业,控股股东为绿地大基建集团有限公司,最终控制方为绿地控股集团有限公司。2022年5月,绿地发布寻求美元债展期公告,其后陆续发生多起债务违约陷入流动性危机。一方面,股东自身实力难以对公司提供股东支持,另一方面股东信用风险也对公司的再融资能力产生一定的负面影响,2022年10月,公开舆情报道西安建工遭受恒丰、邮储等个别银行“断贷”,或受控股股东之前资金链承压的影响。

财务风险信号

受宏观环境、行业下行及地产调控等因素影响,建工行业面临市场需求减少,项目进度放缓等问题,导致企业收入和现金流受到影响。2023年,西安建工由盈转亏,叠加企业到期债务压力,最终发生违约。从违约前偿债指标来看,现金类资产余额较低,对短

期债务的覆盖程度不足,现金类资产/短期债务比例自2023年下半年以来不断下滑(见图3)。

财务弹性信号

公司再融资空间在违约前已发生大幅下滑,且严重不足。2023年一季报披露的未使用授信额度/授信额度较上年同期迅速下滑,仅为20.86%,违约前的2024年半年报更是低至3.99%(见图4),显示企业缺乏财务弹性,难以通过再融资获取偿债资金支持。

市场价格信号

1. 中债估值收益率

2020至2024年期间,西安建工共存续2只债券,其中“20西建01”(起息日期2020-09-29,发行利率

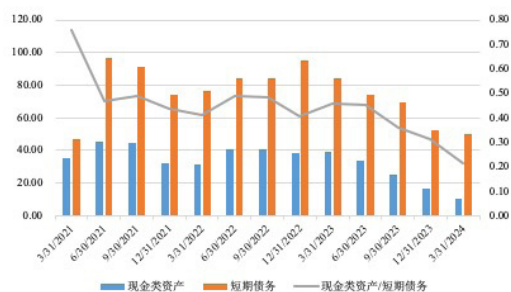
图2 西安建工违约前触发的预警板块情况

板块得分

板块	板块得分
信用事件	22
舆情	5
信用等级	28
财务弹性	2
价格波动	0
财务风险	1
总分	58

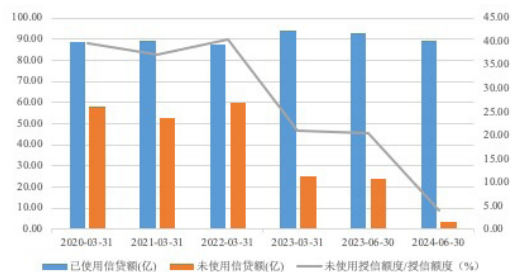
数据来源: 联合债市信用风险投研平台

图3 西安建工短期偿债指标走势图(单位: 亿元、倍数)



数据来源: Wind

图4 西安建工财务弹性指标



数据来源: Wind

5.40%；到期日期2023-09-29，实际兑付日：2023-10-09）其估值自2022年下半年起不断上升，2022年12月初突破10%（见图5）。

“21西安建工MTN001”（起息日期2021-08-18，发行利率5.50%；到期日期2024-08-18，实际兑付日2024-08-19）其估值自2022年下半年起期不断上升，2023年1月初突破10%，2024年1月初突破20%（见图6）。

2. 市场交易评级

根据联合资信测算的市场交易评级²，捕捉到西安建工于2023-03-27市场交易评级首次高达MR6，偏离度³为-4，之后一直保持高市场交易评级及高偏离度。

信用等级信号

2024年以来至违约前，西安建工连续8次被下调信用等级，表明企业信用质量严重下滑。

图5 “20西建01”中债估值走势



数据来源：Wind

图6 “21西安建工MTN001”中债估值走势



数据来源：Wind

三、建工行业风险关注

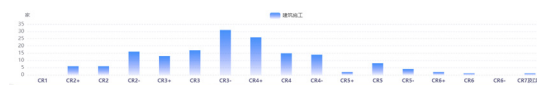
3C信用等级分布

根据联合3C信用评级体系结果统计，建筑施工行业企业目前3C信用等级中枢为CR3-（见图7）。建筑施工全行业样本可以在平台中（<https://ic.lhratings.cn/login>）进行查看。

风险预警情况

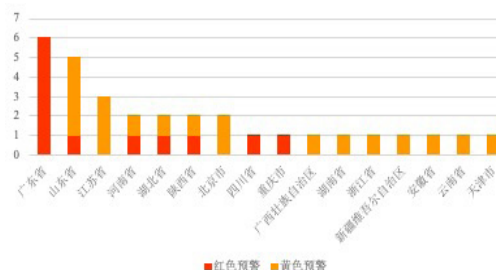
根据联合债市信用风险投研平台（<https://ic.lhratings.cn/login>）显示，建筑施工行业存续发债企业中目前有12家红色预警企业和19家黄色预警企业（见图8），主要分布于广东、山东、江苏等省，建议重点关注财务风险、财务弹性、舆情等。

图7 建筑施工行业3C信用等级分布



数据来源：联合债市信用风险投研平台

图8 建筑施工行业存续发债企业风险预警数量（单位：家）



数据来源：联合债市信用风险投研平台

² 市场交易评级是一种基于债券市场价格的评级，通过公开市场上的债券交易价格来反映交易双方对该债券风险的判断，并据此推论出该债券的信用等级。

³ 偏离度指市场交易评级与传统评级的差异。

2024年工程机械行业半年度信用风险展望

文 | 联合资信 杨恒 王煜彤

一、行业现状

在2023年中国工程机械行业延续下行态势的背景下,2024年1—6月,工程机械行业仍处于筑底调整期,但下降幅度明显收窄,且行业集中度进一步提升。供给端方面,2024年以来中国钢材价格整体呈现“震荡下跌”的发展态势。随着国家大规模设备更新、超长期特别国债等举措加快落地,重大工程项目建设全力推进,工程机械行业有望进入复苏阶段。销售端方面,各类挖掘机产品销量仍呈下降趋势,装载机产品销量实现同比增长;工程机械产品出口金额保持增长但增速放缓,其中“一带一路”沿线国家出口金额增长趋势明显。未来,海外市场将持续成为国内工程机械企业的重要推动力。

根据中国工程机械工业协会行业统计数据,2024年1—6月,挖掘机主要制造企业共计销售各类挖掘机产品103213台,同比下降5.15%。其中,国内市场销量53407台,同比增长4.66%;出口销量49806台,同比下降13.8%。2024年1—6月,装载机主要制造企业共计销售各类装载机57018台,同比增长0.74%。其中,国内市场销量28913台,同比下降3.34%;出口销量28105台,同比增长5.32%。

从供应链端看,工程机械行业上游主要是钢、铁、液压件以及发动机等原材料与核心零部件。钢、铁价格的涨跌直接影响到工程机械制造企业的生产成本,进而影响工程机械制造企业的盈利能力。根据中商产业研究院数据,钢材约占工程机械成本的30%。2024年1—6月,中国粗钢产量53057万吨,同比下降

1.1%;钢材产量70102万吨,同比增长2.8%。受下游房地产、建筑行业等需求疲软影响,中国钢材价格整体呈现“震荡下跌”的发展态势。根据海关总署数据,2024年1—6月,中国累计出口钢材5340.0万吨,同比增长24.0%;出口额累计2954.7亿元,同比下降6.4%。据此测算,1—6月中国钢材出口均价为5533.15元/吨,同比下降25.2%。

中国主要钢材价格方面,2017—2024年6月底,以每年年底为时间节点,中国螺纹钢(型号:HRB400 20mm)、镀锌板卷(型号:1.0mm镀锌)、热轧板卷(型号:Q235,2.75mm)和中板(型号:普20mm)的市场价格变动趋势同钢材综合价格指数走势趋同,整体呈波动增长态势;2024年1—6月呈“震荡下跌”态势。截至2024年6月底,中国螺纹钢(型号:HRB400 20mm)、镀锌板卷(型号:1.0mm镀锌)、热轧板卷(型号:Q235,2.75 mm)和中板(型号:普20mm)的市场价格分别为3626元/吨、4822元/吨、3827元/吨和3768元/吨,较2023年6月底分别下降5.94%、1.59%、4.40%和8.77%。

从需求端看,房地产开发和基础设施建设为工程机械行业下游应用的主要领域。2024年上半年国民经济运行总体平稳,稳中有进,根据国家统计局统计数据,2024年上半年中国国内生产总值616836亿元,按不变价格计算,同比增长5.0%。其中,房地产业实现生产总值35514亿元,同比下降5.0%;全国固定资产投资(不含农户)245391亿元,同比增长3.9%。

具体来看,房地产开发投资完成情况方面,2024年1—6月,全国房地产开发投资52529亿元,同比下降

10.1%，其中，住宅投资39883亿元，同比下降10.4%。房地产开发企业房屋施工面积696818万平方米，同比下降12.0%。其中，住宅施工面积487437万平方米，同比下降12.5%。房屋新开工面积38023万平方米，同比下降23.7%。其中，住宅新开工面积27748万平方米，同比下降23.6%。房屋竣工面积26519万平方米，同比下降21.8%。其中，住宅竣工面积19259万平方米，同比下降21.7%。2024年1—6月，新建商品房销售面积47916万平方米，同比下降19.0%；其中，住宅销售面积同比下降21.9%。新建商品房销售额47133亿元，同比下降25.0%；其中，住宅销售额同比下降26.9%。

全国固定资产投资（不含农户）方面，2024年1—6月，分领域看，基础设施投资同比增长5.4%，制造业投资同比增长9.5%，房地产开发投资同比下降10.1%。分产业看，第一产业投资4540亿元，同比增长3.1%；第二产业投资82297亿元，同比增长12.6%；第三产业投资158554亿元，同比下降0.2%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.4%。其中，水利管理业投资同比增长27.4%，航空运输业投资同比增长23.7%，铁路运输业投资同比增长18.5%。分登记注册类型看，内资企业投资同比增长3.8%，港澳台企业投资同比增长5.1%，外商企业投资同比下降15.8%。此外，高技术产业投资同比增长10.6%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.1%和11.7%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资分别增长38.3%和12.1%；高技术服务业中，电子商务服务业、科技成果转化服务业投资分别增长24.1%和17.4%。

二、行业政策

2024年以来，随着国家大规模设备更新、超长期特别国债等举措加快落地，重大工程项目建设全力推进，将对工程机械市场需求形成稳定支撑，带动行业复

苏。同时，随着制造业绿色化发展的持续推动，绿色发展将成为新型工业化的普遍形态。

在宏观政策方面，根据财政部所发布的数据，2024年1—6月，全国发行新增地方政府专项债券14935亿元，支持项目1.6万个，其中用作项目资本金1648亿元；新增地方政府专项债务限额39000亿元，较上年增加1000亿元，支持地方加大重点领域补短板力度；累计发行超长期特别国债2500亿元，有力保障“两重”项目落地实施。2024年3月，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，7月国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，明确由国家发展改革委牵头统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，加大设备更新支持力度包括优化设备更新项目支持方式、支持老旧营运船舶和货车报废更新、提高农业机械报废更新补贴标准、提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准、提高设备更新贷款财政贴息比例等。到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上，重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到A级水平的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%和75%。随着国家大规模设备更新、超长期特别国债等举措加快落地，重大工程项目建设全力推进，将对工程机械市场需求形成稳定支撑，带动行业复苏。

环保政策方面，2020年12月28日，生态环境部正式批准发布《非道路柴油移动机械污染物排放控制技术要求（发布稿）》，自2022年12月1日起，所有生产、进口和销售的560kW以下（含560kW）非道路移动机械及其装用的柴油机应符合“国四”标准要求。本标准工程机械适用范围包括挖掘机械、铲土运输机械、起重机械、叉车、压实机械、路面施工与养护机械、混凝



土机械、掘进机械、桩工机械、高空作业机械、凿岩机械等)。同时,生态环境部发布的《重型柴油车污染物排放限值及测量方法》指出,自2021年7月1日起所有生产、进口、销售和注册登记的重型柴油车(包括混凝土泵车、混凝土搅拌车)应符合“国六”标准要求。2023年4月24日,国家标准化委员会、国家发展和改革委员会、工业和信息化部等十一部门联合印发的《碳达峰碳中和标准体系建设指南》围绕基础通用标准,以及碳减排、碳清除、碳市场等发展需求,基本建成碳达峰碳中和标准体系。到2025年,制修订不少于1000项国家标准和行业标准(包括外文版本),与国际标准一致性程度显著提高,主要行业碳核算核查实现标准全覆盖,重点行业和产品能耗能效标准指标稳步提升。实质性参与绿色低碳相关国际标准不少于30项,绿色低碳国际标准化水平明显提升。2024年3月,工信部等七部门联合印发《关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》,提出到2030年,我国制造业绿色低碳转型成效显著,传统产业绿色发展层级整体跃升,绿色低碳能源利用比例显著提高;到2035年,制造业绿色发展内生动力显著增强,碳排放达峰后稳中有降,碳中和能力稳步提升,在全球产业链供应链绿色低碳竞

争优势凸显,绿色发展成为新型工业化的普遍形态。

产业政策方面,近年来,我国颁布了一系列政策为工程机械行业发展提供了有利支持,具体政策见表1。

三、主要企业运行情况

2024年1—6月,工程机械行业部分样本企业营业收入同比有所下降,但多数样本企业利润总额同比有所增长,盈利水平有所提升;受销售回款增加、采购支付现金减少等因素影响,经营活动现金流情况有所强化;资产负债率处于正常水平。

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对中国工程机械上市公司的产品类型、技术实力、服务能力、生产规模等方面进行了筛选,选择了三一重工股份有限公司(以下简称“三一重工”)、徐工集团工程机械股份有限公司(以下简称“徐工机械”)、中联重科股份有限公司(以下简称“中联重科”)、广西柳工机械股份有限公司(以下简称“柳工”)、山河智能装备股份有限公司(以下简称“山河智能”)、山推工程机械股份有限公司(以下简称“山推股份”)和厦门厦工机械股份有限公司(以下简称“厦工股份”)等7家工

表1 中国工程机械行业相关政策

发布时间	政策名称	主要内容
2019年12月	《长三角区域一体化发展规划纲要》	推动中心区重化工业和工程机械、轻工食品等。传统产业向具备承接能力的中心区以外城市和部分沿海地区升级转移，建立与产业转移承接地间利益分享机制，加大对产业转移重大项目的土地、融资等政策支持力度
2020年11月	《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》	在通信、电力、工程机械、轨道交通等领域，以市场为导向，培育一批具有较强创新能力和国际竞争力的龙头企业。积极推动电力、轨道交通、通信设备、船舶及海洋工程、工程机械、航空航天等装备类大型成套设备开拓国际市场
2021年10月	《关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知》	促进汽车零部件、工程机械、文班设备等再制造产业高质量发展。加强资源再生产品和再制造产品推广应用
2021年10月	《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》	推动机械装备产业高质量发展、石化产业安全绿色高效发展，推进老旧农业机械、工程机械及老旧船舶更新改造
2021年12月	《“十四五”智能制造发展规划》	推进智能制造，要立足制造本质，紧扣智能特征，以工艺、装备为核心，以数据为基础，依托制造单元、车间、工厂、供应链等载体，构建虚实融合、知识驱动、动态优化、安全高效、绿色低碳的智能制造系统，推动制造业实现数字化转型、网络化协同、智能化变革
2022年1月	《国务院关于印发“十四五”节能减排综合工作方案的通知》	重点行业绿色升级工程。以钢铁、有色金属、建材、石化化工等行业为重点，推进节能改造和污染物深度治理
2022年12月	《“十四五”扩大内需战略实施方案》	推动船舶与海洋工程装备、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、医药及医疗设备等产业创新发展
2023年8月	《制造业技术创新体系建设和应用实施意见》	围绕制造业典型产品的关键技术、物料清单、重点生产企业等技术供给线，以及研发设计工具、生产制造装备、标准、质量、管理服务、关键软件等技术支撑线，构建系统化、标准化的技术体系，支撑产业基础能力建设，打造体系化竞争新优势，实现高水平产业科技自立自强，加快新型工业化进程
2023年8月	《机械行业稳增长工作方案（2023—2024年）》	2023—2024年，机械行业运行保持平稳向好态势，重点产业链供应链韧性和安全水平持续提升，产业发展质量效益不断增强。力争营业收入平均增速达到3%以上，到2024年达到8.1万亿元；重点行业呈现规模稳中有升，新增长点不断涌现，企业竞争力进一步增强，供给能力显著提升；产业集群建设不断推进，培育一批具有竞争力的中小企业特色集群和10个左右千亿级具有国际竞争力的产业集群
2024年1月	《关于质量基础设施助力产业链供应链质量联动提升的指导意见》	要求聚焦新能源汽车、集成电路、人工智能、量子信息等战略性新兴产业及未来产业，统筹纺织服装、家用电器、工程机械等传统优势产业，提出到2025年底先期布局建设一批质量基础设施项目
2024年3月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，畅通资源循环利用链条，大幅提高国民经济循环质量和水平

数据来源：联合资信根据公开资料整理

程机械整车生产上市公司作为样本，以此分析工程机械行业企业财务数据情况。

从盈利能力来看，2024年1—6月，部分样本企业营业总收入同比有所下降，但多数样本企业利润总额同比有所增长。2024年1—6月，样本企业实现营业总收入合计1398.37亿元，较上年同期增长0.41%；利润总额合计128.44亿元，较上年同期增长11.17%。以三一重工为例，2024年1—6月，该公司实现营业总收入390.60亿元，较上年同期下降2.14%；利润总额41.20亿元，较上年同期增长3.28%。徐工机械2024年上半年营业总收入较上年同期下降3.21%，利润总额

较上年同期增长3.17%；山河智能营业总收入较上年同期下降2.90%，利润总额较上年同期增长42.52%；中联重科、柳工、山推股份和厦工股份均实现营业总收入和利润总额双增长。盈利能力指标方面，2024年1—6月，样本企业平均净资产收益率为4.26%，同比提高0.73个百分点；平均总资产报酬率为2.36%，同比提高0.64个百分点；平均销售毛利率为24.38%，同比提高1.96个百分点（见表2）。

从资产结构来看，截至2024年6月底，工程机械行业的资金回流速度略有下降，样本企业现金类资产占资产总额比重均值为19.00%，较上年同期下降0.69个

百分点。其中，山推股份现金类资产占资产总额比重较上年同期提高2.28个百分点，三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山河智能和厦工股份较上年同期分别减少0.13个、2.51个、1.14个、0.73个、1.48个和1.16个百分点。应收款项方面，厦工股份应收款项占资产总额的比重较上年同期下降2.00个百分点，三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山河智能和山推股份较上年同期分别提升0.28个、1.77个、0.41个、3.17个、3.68个和3.35个百分点。其中，厦工股份应收款项占资产总额的比重最低（14.38%），山河智能应收款项占资产总额的比重最高（34.71%）。存货方面，三一重工、徐工机械、柳工、山推股份和厦工股份存货占资产总额的比重较上年同期分别下降0.67个、2.18个、0.96个、0.69个和8.67个百分点，中联重科和山河智能较上年同期分别提升2.39个和0.25个百分点。固定资产方面，除中联重科、山河智能和山推股份固定资产占总资产的比重较上年同期有所下降外，其他上市公司均有所上升（见图1）。

从经营性现金流来看，主要受销售回款增加、采购支付现金减少等因素影响，2024年1—6月多数样本企业经营活动现金回流情况较上年同期相比有所强化（见图2）。

从资本结构和短期偿债能力来看，样本企业资产负债率整体处于正常水平，截至2024年6月底，三一重

工、徐工机械、中联重科、柳工和厦工股份资产负债率较上年同期有所下降，山河智能和山推股份资产负债率较上年同期有所增长（见图3）；除厦工股份外，样本企业流动比率较2023年6月底在合理区间内波动，整体变动不大（厦工股份流动比率较上年同期大幅增长，主要系合同负债减少所致）（见图4）。

四、债券市场跟踪

2024年1—6月，工程机械行业样本企业发行信用

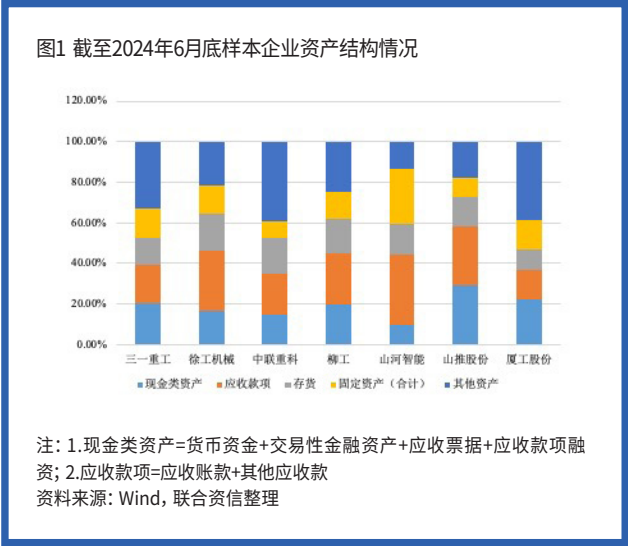


表2 工程机械样本企业盈利能力情况 (单位：%)

公司简称	净资产收益率			总资产报酬率			销售毛利率		
	2023年1—6月	2023年	2024年1—6月	2023年1—6月	2023年	2024年1—6月	2023年1—6月	2023年	2024年1—6月
三一重工	5.12	6.85	5.19	2.54	3.45	2.64	28.21	27.71	28.24
徐工机械	6.70	9.86	6.40	2.63	3.97	2.79	22.86	22.38	22.89
中联重科	3.73	6.41	3.98	1.91	3.15	2.16	27.90	27.54	28.31
柳工	3.83	5.40	5.87	1.96	2.94	2.67	20.14	20.82	23.40
山河智能	0.79	0.78	0.74	0.81	1.65	0.81	26.23	28.06	26.57
山推股份	5.99	14.67	7.23	2.66	6.31	3.53	17.60	18.44	16.84
厦工股份	-1.45	-14.50	0.40	-0.47	-7.59	1.91	13.97	15.27	24.39

资料来源：Wind，联合资信整理

债券规模较上年同期有所下降；样本企业整体运行情况良好，未发生违约、级别下调等情况；存续债券存在一定集中偿付情况。

工程机械样本企业2024年1—6月债券发行及6月底存续债券情况

2024年1—6月，从发债情况上看，样本企业中共有2家发行11支信用债券，发行规模合计66.63亿元。

（2023年1—6月，共有4家工程机械企业发行12支信用债券，发行规模合计113.62亿元）。其中，8支信用债券为ABS/ABN结构化产品，3支信用债券为超短期融资券。

截至2024年6月底，样本企业存续的信用债券共38支，债券余额合计219.84亿元。其中，于2024年到期的信用债券共11支（共75.64亿元），2025年到期的信用债券共10支（共52.60亿元），其余17支信用债券（共91.60亿元）到期日分布于2026年3月至2029年5月之间，存在一定集中偿付情况。

工程机械企业信用评级变动

2024年1—6月，工程机械行业内样本企业未发生违约、级别及展望下调的情况。

截至2024年6月底，具备有效主体信用等级的工

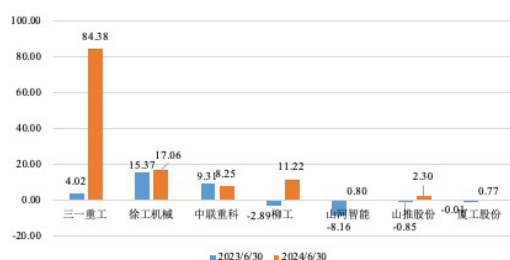
程机械样本企业共5家，从主体信用等级分布看，信用等级为AA+的企业1家，其余4家企业主体信用等级均为AAA。

五、行业风险关注及信用展望

行业风险关注

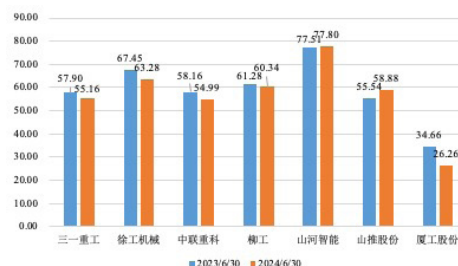
工程机械行业具有较强的周期性，与中国宏观经济、固定资产投资的波动密切相关；尤其与冶金、风电和石化等投资相关的各类工程机械产品受宏观经济波动的影响较大。以挖掘机为代表的工程机械的需求主要取决于下游施工需求，而施工需求主要来源于基础设施建设、房地产投资、矿山开采等。2016年开始，在基础建设投资加速、存量设备更新以及机器取代人工趋势加快等多方因素影响下，中国工程机械行业景气度开始回升。2017—2020年，中国工程机械行业周期性持续高速发展，每年都以同比超过10%高速增长。2021年下半年开始，在中国房地产投资、基础建设投资增速放缓，叠加地方政府专项债投放不及时等多因素影响下，工程机械行业下游需求下降，已进入下行周期，截至2024年6月底，工程机械行业仍处于筑底调整期。根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2023年挖掘机产品销量195018台，同比

图2 2024年1—6月工程机械样本企业经营性现金流净额情况
(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图3 截至2024年6月底工程机械样本企业资产负债率情况
(单位: %)



资料来源: Wind, 联合资信整理

下降25.4%，持续处于下行周期阶段（2022年同比下降23.8%）。2024年1—6月，挖掘机产品销量103213台，同比下降5.15%。其中，国内市场销量53407台，同比增长4.66%；出口销量49806台，同比下降13.8%（见图5）。

中国工程机械行业仍处于筑底调整期，但下降幅度明显收窄。2021年下半年开始，中国工程机械行业已步入下行周期，2023年全年挖掘机产品销量持续下降；2024年1—6月，挖掘机产品销量同比下降5.15%（2023年1—6月同比下降24.0%），其中国内市场销量同比增长4.66%（2023年1—6月同比下降44.0%）。中国工程机械行业仍处于筑底调整期，但下降幅度明显收窄。

中国工程机械产品出口金额保持增长但增速放缓，其中“一带一路”沿线国家出口金额增长趋势明显。未来，海外市场将持续成为国内工程机械企业的重要推动力。

根据海关统计数据，2024年1—6月，中国工程机械进出口贸易额为271.34亿美元，同比增长3.13%。其中，进口总额12.97亿美元，同比下降1.65%；出口总额258.37亿美元，同比增长3.38%（2023年1—6月同比增长25.8%）。中国工程机械产品出口金额保持增长但增速放缓。其中，“一带一路”国家出口景气度维持较高水平，根据中国工程机械工业协会行业统计数据，

2023年，中国工程机械对“一带一路”沿线国家出口210.55亿美元，同比增长24.1%，占总出口额的47.2%，增长趋势明显。随着中国工程机械产品在全球市场综合竞争力的提升，未来海外市场将持续成为国内工程机械企业的重要推动力。

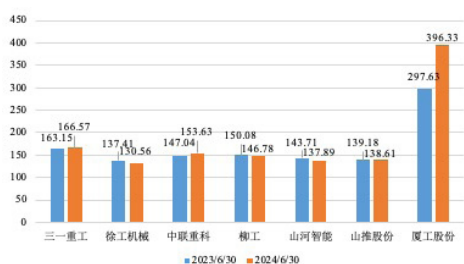
原材料价格、汇率波动等因素或对工程机械行业利润水平产生一定影响。钢、铁等原材料价格的涨跌直接影响到工程机械制造企业的生产成本；另，国际形势的不确定性导致的汇率波动，亦将影响其利润水平。2024年1—6月，中国工程机械行业多数上市公司实现利润增长。

行业信用展望

2024年以来，工程机械行业向数字化、智能化、绿色化加速转型，行业集中度进一步提升。随着国家大规模设备更新、超长期特别国债等举措加快落地，重大工程项目建设全力推进，工程机械行业有望进入复苏阶段，加之市场上存量机械自然更新淘汰、环保政策趋严和机械取代人工趋势加深等众多因素的影响，中国工程机械刚性需求将持续释放。

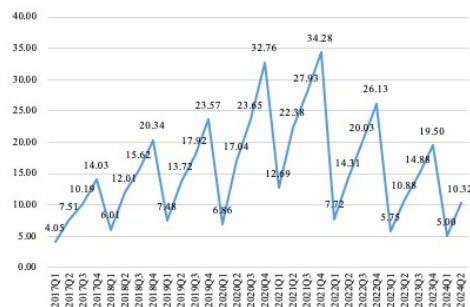
总体看，工程机械行业在2024年下半年及全年预计整体维持稳定发展态势。■

图4 截至2024年6月底工程机械样本企业流动比率情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

图5 2017—2024年6月底中国挖掘机当年累计销量（单位：万台）



资料来源：Wind，联合资信整理

经济稳、增长优，扩内需、要加力

——宏观经济信用观察半年报

文 | 联合资信 张 振

一、宏观经济与行业运行情况

2024年上半年，中国经济面临着诸多新挑战，包括外部环境的复杂性、严峻性和不确定性的显著增加，以及国内结构调整的持续深入。尽管如此，得益于宏观政策的持续发力、外部需求的温和回升，以及新质生产力的快速成长，中国经济获得了新的增长支撑。国民经济保持了复苏和改善的趋势，整体运行保持稳定，并在稳定中实现了进步。上半年，国内生产总值达到了61.7万亿元，实现了5.0%的同比增长（见图1）。聚焦二季度，国内生产总值同比增长4.7%，相较一季度略有下降。这种短期的经济增速减缓，部分可以归因于极端气候和频发的洪涝灾害等临时性因素，同时也映射出当前经济运作中所遭遇的困难和挑战正在增加。特别是国内的有效需求不足问题尤为明显，国内经济循环的流畅性有待提升。然而，经济稳定增长和长期向好的基本面依旧稳固，追求高质量发展的整体趋势并未发生改变，中国经济仍然具备持续健康发展的坚实基础和广阔前景。

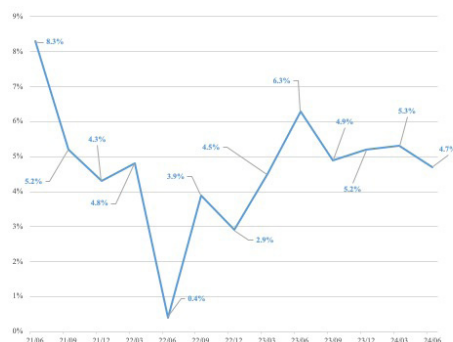
展望下半年，外部环境的不稳定性与不确定性将继续存在，国内同样面临着一系列挑战。面对这些挑战，应落实好7月中央政治局会议精神，适时适度加强宏观调控力度，提振内需，保持金融稳定，以推动高质量发展。从整体情况来看，中国经济发展的有利条件仍然占据主导地位，这将支撑经济保持稳中有进、长期向好的积极态势。在第二季度，中国经济总量已突破32万亿元大关，工业增加值和货物进出口总额双双跨越10万亿元

的重要关口。第二季度城镇调查失业率较去年同期和第一季度均有所下降，均减少了0.2个百分点。中国正稳步推进制造业高端化、智能化、绿色化转型。大规模的设备更新和消费品以旧换新政策正逐步发挥效应。党的二十届三中全会对全面深化改革、推进中国特色社会主义现代化建设作出了新的部署，这将进一步凝聚社会共识，激发社会生产力，激活社会活力，增强社会的整体创新力和竞争力。通过不断优化政策环境，激发市场活力，加强创新驱动，有条件推动经济实现高质量发展。

生产端：工业生产延续增长，服务业新模式、新业态加速发展

工业生产延续增长态势，出口拉动明显。自2024年初至今，全国范围内的各级政府和相关部门齐心协力，大力推进新型工业化进程，取得了显著成效。规模

图1 GDP当季同比增速情况（不变价）



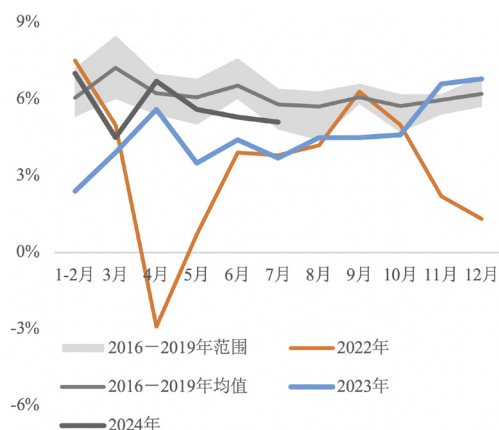
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

以上工业生产活动自2023年底以来呈现出快速增长的趋势,这一态势在2024年得以持续。工业产品的出口速度逐月提升,制造业向高端化、智能化、绿色化方向的转型也在不断加速,整体工业经济运行呈现出稳定向好的发展态势。2024年上半年全国规模以上工业增加值实现了6.0%的同比增长率(见图2),这一增长率分别在第一季度和第二季度表现为6.1%和5.9%,保持了自去年四季度以来的快速增长。在工业的三大类别中,制造业的表现尤为突出,其增加值增长达到6.5%,高出整体工业增长速度0.5个百分点。电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长6.0%,与整体工业增长速度一致;而采矿业的生长则为2.4%。上半年规模以上工业企业的出口交货值同比增长了3.3%,增速比1至5月份加快了0.3个百分点,呈现出逐月提升的趋势。按季度分析,第二季度的出口交货值同比增长了5.2%,比第一季度加快了4.4个百分点,自2023年第二季度以来已连续五个季度保持回升的态势。在主要的装备制造行业中,电子和汽车行业表现出色,增速分别达到13.3%和9.8%,对上半年整体规模以上工业增长的贡献接近三成,成为推动工业增长的重要引擎。展望未来,需不断扩大对制造业的有效投资,加速培育和发展新质生产力,巩固和加强

工业经济的回升和向好趋势。

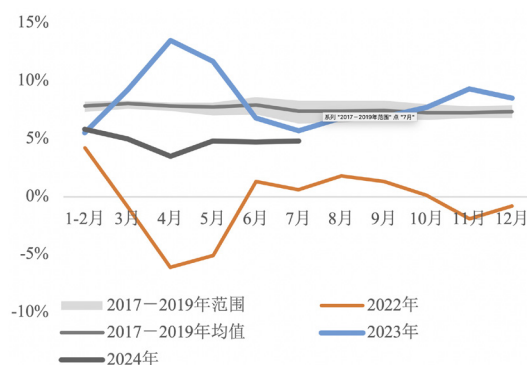
服务业保持复苏态势,为信息产业发展提供了充足的市场需求。2024年上半年,服务业展现出了持续的复苏势头,其内在发展动力得到了进一步的加强,新兴的增长点和竞争优势也日益显现和壮大。服务业在上半年的增加值达到了349646亿元,实现了4.6%的同比增长率(见图3)。服务业对于整个国民经济增长的贡献十分显著,其贡献率达到了52.6%,为国内生产总值的增长贡献了2.6个百分点。在经济结构中,服务业增加值占国内生产总值的比重提升到了56.7%,比去年同期增加了0.2个百分点。特别是在现代服务业领域,增长速度尤为迅猛。信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务业的增加值同比分别实现了11.9%和9.8%的增长率,两者合计对服务业增加值增长的贡献达到了1.7个百分点。上述快速增长的行业不仅推动了产业结构向价值链高端的延伸,而且为加快形成新质生产力和竞争优势提供了坚实的支撑。此外,人工智能等信息技术的应用场景也在服务业中加速落地,为行业的创新和发展注入了新的活力。在上半年,服务业商务活动指数始终保持在扩张区间,平均值达到了50.8%,显示出服务业整体保持了稳健的增长态势。展望未来,宏观

图2 工业增加值当月同比增速情况



数据来源:国家统计局、Wind, 联合资信整理

图3 服务业生产指数当月同比增速情况



数据来源:国家统计局、Wind, 联合资信整理

调控应在政策支持、技术创新、市场开拓等方面持续发力,以确保服务业能够持续作为国民经济的重要支柱,为经济的全面、协调发展做出更大的贡献。

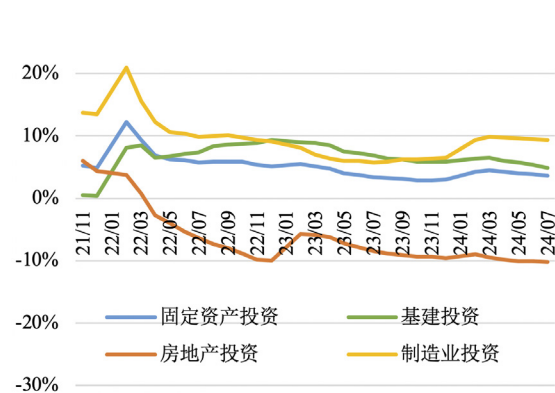
需求端：房地产市场活跃度有所上升，投资强劲增长，消费展现韧性，出口持续扩张

投资强劲增长，大规模设备更新政策拉动效果显著。2024年上半年，积极扩大有效投资，持续推进大规模设备更新，并加大项目建设力度，有效激发了投资活力，促进了投资的平稳增长。全国固定资产投资（不含农户）达到了245391亿元，与去年同期相比增长了3.9%；如果剔除价格因素的影响，实际增长率达到了5.6%（见图4）。随着大规模设备更新政策的稳步推进，设备工器具购置投资实现了显著增长。上半年，设备工器具购置投资同比增长了17.3%，这一增速比全部投资的增速高出13.4个百分点；对全部投资增长的贡献率达到了54.8%，比上一季度提升了5.8个百分点。下一阶段，需要继续扩大有效投资，确保投资的质量和效益。优化投资结构，引导资金更多地流向关键领域和薄弱环节，提高投资效率。创新投融资方式，探索多元化的投融资渠道，降低融资成本，提高资金使用效率。加强财政、货

币、产业等政策的协调配合，形成政策合力，为投资增长创造良好的环境。

房地产市场的活跃度呈现出上升趋势。面对房地产市场供求关系出现的重大变化，各地区各部门采取灵活的策略，因城施策。通过积极调整和优化政策，确保了住房交付的稳定，并支持了刚性及改善性住房需求，政策的正面效应正在逐步显现，进一步促进了市场活跃。2024年上半年，尽管全国新建商品房销售面积与销售额同比分别下降了19.0%和25.0%，但与1-5月份相比，降幅分别收窄了1.3个百分点和2.9个百分点（见图5）。此外，房屋新开工面积和房地产开发企业到位资金的降幅也显示出收窄的趋势。特别是近几个月，二手房市场的网签面积同比出现了增长，一线城市在6月份的成交面积更是实现了环比的快速增长。保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造等“三大工程”正在积极推进。这不仅有利于构建房地产市场发展的新模式，而且为投资的扩张提供了新的动力。据统计，上半年房地产领域的“三大工程”对房地产开发投资增长的贡献达到了0.9个百分点。但当前房地产相关指标仍处于下降态势，市场仍在经历调整和转型的过程。房地产市场的稳定和发展仍需各方面的共同努力

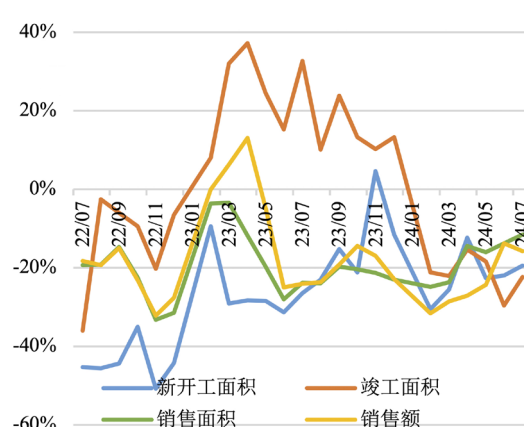
图4 固定资产投资累计同比增速情况



注：基建投资不含电力

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图5 房地产主要指标当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

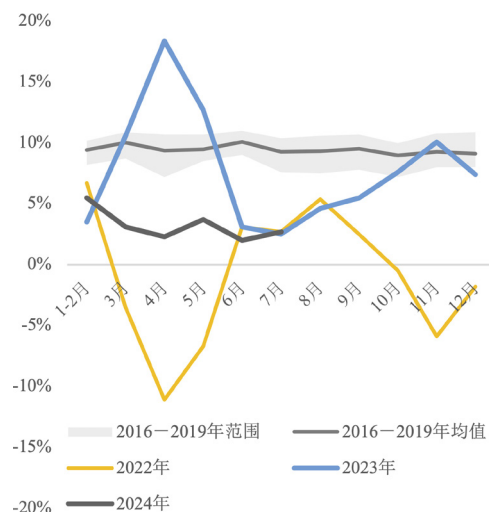
和支持, 以实现平稳健康的发展目标。

基础设施投资领域呈现出稳健增长的态势。2024年上半年, 各地区积极响应, 推动增发国债所支持的项目开工建设, 并加速灾后恢复重建项目的实施。在此背景下, 基础设施投资实现了同比5.4%的增长率, 这一增速较全部投资增速高出1.5个百分点, 对整体投资增长的贡献达到1.2个百分点。水利管理业表现尤为突出, 投资增幅达到27.4%, 显示出对水资源管理和防洪减灾能力的高度重视; 航空运输业投资增长23.7%, 反映出航空基础设施建设和服务能力提升的迫切需求; 铁路运输业投资实现了18.5%的增长率, 铁路网络扩展和现代化进程持续推进。下阶段, 加大财政投入, 用好增发国债资金, 为基础设施项目提供稳定的资金来源。创新融资模式, 加快REITs相关融资工具发行, 盘活存量资产, 吸引更多社会资本参与基础设施建设。

制造业领域正成为投资增长的重要引擎, 其带动作用日益凸显。随着对传统产业的持续改造与升级, 以及先进制造业的快速发展, 制造业投资实现了显著增长。2024年上半年, 制造业投资同比激增9.5%, 这一增速远超全部投资增速的平均水平, 高出5.6个百分点。制造业对整体投资增长的贡献率显著提升, 达到57.5%, 相较于一季度增长了5.2个百分点。具体来看, 消费品制造业的投资增长尤为迅猛, 达到了15.8%, 显示出市场对日常消费品的强烈需求和行业升级的迫切性; 装备制造业投资增长了11.3%, 对高端装备和机械的需求不断扩张; 原材料制造业投资增长了8.0%, 基础工业领域稳步发展; 制造业技术改造投资增长了10.0%, 这一增速比整体制造业投资增速高出0.5个百分点。下阶段, 要完成全年增长目标, 应维持制造业投资的强劲增长势头。加强政策支持, 通过财政补贴、税收优惠等措施, 鼓励对制造业的投资, 尤其是对技术改造和创新的投入。拓展市场空间, 通过开拓国内外市场, 增加订单和需求, 为制造业投资提供更大的市场空间。

随着扩大内需和促进消费政策的深入实施, 消费市场规模实现了持续增长。基本生活类商品和部分升级类商品销售表现良好, 其中, 新型消费模式不断发展, 线上消费的比重稳步提升, 实体新业态展现出强劲的增长势头, 服务消费同样保持了快速增长的态势。2024年上半年社会消费品零售总额达到了235969亿元, 同比增长3.7%, 二季度同比增速较一季度有所减缓(见图6); 而剔除价格因素后, 实际增长率为3.9%。商品零售额为209726亿元, 小幅增长3.2%; 餐饮收入达到26243亿元, 增长更为显著, 达到了7.9%。运动健身产品、绿色智能家电、新能源汽车等升级类商品成为新的消费增长点, 限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类零售额同比分别实现了11.2%和11.3%的增长; 高效等级家电和智能家电销售也实现了快速增长。根据汽车流通协会的统计, 新能源汽车零售量在上半年达到了411万辆, 同比增长33.1%, 市场渗透率达到41.8%。在服务消费领域, 随着假日出游需求的增长, 居民的出行体验得到了显著提升, 餐饮、交通、文化旅游等相关服务消费呈现出良好的增长势

图6 社零当月同比增速情况



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

头。文化和旅游部的数据显示,在春节长假出行消费大幅增长之后,“五一”和端午假期国内旅游出游人次同比分别增长了7.6%和6.3%,出游总花费分别增长了12.7%和8.1%。下半年,应继续扎实推进消费品以旧换新政策,释放消费潜能,着力增强居民消费能力,并不断培育和壮大消费新增长点。进一步发挥消费在经济发展中的基础性作用,为经济的持续健康发展提供坚实的支撑。

出口延续恢复态势,高水平开放继续深化,国际循环的质量进一步提升。在世界经济增长动能偏弱、外部不确定不稳定因素增多的背景下,中国外贸进口规模稳步扩大,出口质升量稳,对经济增长作出了积极贡献。从国际收支看,2024年上半年货物进出口总额达21.2万亿元,规模创历史同期新高,重点产品出口优势巩固,外汇储备稳定在3.2万亿美元以上。上半年,汽车、船舶、集成电路等产品出口额同比分别增长22.2%、91.1%、25.6%;民营企业进出口额增长11.2%,占进出口总额比重提升至55%,外贸主力军继续发展壮大。上半年,货物和服务净出口对经济增长的贡献率为13.9%。中国积极拓展世界经贸合作“朋友圈”,上半年对共建“一带一路”国家合计进出口额同比增长7.2%;中欧班列累计开行量比上年提前19天突破万列,累计发送货物量增长11%,为维护国际产业链、供应链稳定畅通发挥了积极作用。下半年,世界经济保持温和复苏,部分主要经济体补库存周期持续发展,消费电子等行业上行周期有望延续,有利于中国外需改善。美国大选在11月才出结果,关税争论对于国际进出口商带来了一定不确定性,但总体存在抢出口的倾向,下半年的贸易环境较为宽松。联合国贸发会议预测2024年全球贸易额可能达到32万亿美元的较高水平;世界银行将2024年全球经济增长预期由之前的2.4%上调至2.6%。总量和结构都是有利因素,进出口增速将保持稳健。另外,需要关注人民币下半年升值可能对于中国出口的冲击。

价格:国内价格平稳运行、缓慢回升,人民币汇率有所波动

消费领域价格运行总体平稳。2024年上半年,CPI比上年同期上涨0.1%,一季度为持平,运行总体平稳(见图7)。分月看,1月份,受上年同期对比基数较高影响,CPI同比下降0.8%;2月份,受春节因素影响CPI同比上涨0.7%;3-6月份,消费市场总体供应充足,CPI同比涨幅在0.1%~0.3%之间,运行平稳。上半年,扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.7%,涨幅与一季度及上年同期相同,保持温和上涨。上半年,工业消费品价格同比上涨0.5%,涨幅比一季度扩大0.4个百分点。受国际油价上行影响,国内能源价格涨幅由一季度的0.6%扩大至2.0%,影响CPI上涨约0.15个百分点,其中汽油价格上涨3.6%。上半年,食品价格同比下降2.7%,降幅比一季度收窄0.5个百分点。生猪产能去化效果逐步显现,猪肉价格同比从4月份开始连续上涨且涨幅逐步扩大,上半年平均同比持平,对CPI的下拉影响比一季度减少约0.09个百分点。上半年,服务价格同比上涨0.9%,涨幅比一季度回落0.2个百分点。旅游和宾馆住宿价格上半年同比分别上涨7.0%和0.8%,涨幅比一季度分别回落3.1和2.7个百分点。

生产领域价格低位回升。2024年上半年,PPI比上年同期下降2.1%,降幅比一季度收窄0.6个百分点。分月看,PPI环比小幅波动,同比降幅先扩大后收窄。前3个月,受国内工业生产淡季等因素影响,PPI环比连续3个月下降,同比降幅由1月份的2.5%逐月扩大至3月份的2.8%;4至6月份,国际大宗商品价格波动,国内工业生产持续恢复,加之上年同期基数走低,同比降幅由4月份的2.5%收窄至6月份的0.8%。今年以来,国际原油、有色金属价格整体呈上涨态势,带动国内相关行业价格上涨。其中,石油和天然气开采业价格月度同比涨幅在3.4%至9.4%之间,上半年平均上涨6.7%,涨幅比一季度扩大2.1个百分点;精炼石油产品制造价格同比自4月份起转涨,上半年平均上涨1.2%。大规模设备更新、消

费品以旧换新等政策逐步落地生效,钢材市场预期有所改善,黑色金属冶炼和压延加工业价格上半年同比下降4.9%,降幅比一季度收窄0.1个百分点。

受亚洲整体外汇市场波动的影响,人民币汇率有所起伏,但短期内汇率市场超调在央行的合理引导下逐步稳定,并保持了人民币的相对强势。2024年以来,跨境资本流动平稳有序,外汇市场供求基本平衡,人民币汇率预期总体稳定。主要经济体货币政策分化,国际地缘政治不确定性增加,美元指数高位运行,非美货币普遍承压,人民币汇率在全球主要货币中表现相对稳健,总体在合理均衡水平上保持基本稳定。上半年,人民币汇率以市场供求为基础,对一篮子货币汇率有所升值。6月末,中国外汇交易中心(CFETS)人民币汇率指数报100.04,较上年末升值2.7%;人民币对美元汇率中间价为7.1268元,较上年末贬值0.6%(见图8)。

就业：整体形势稳中向好

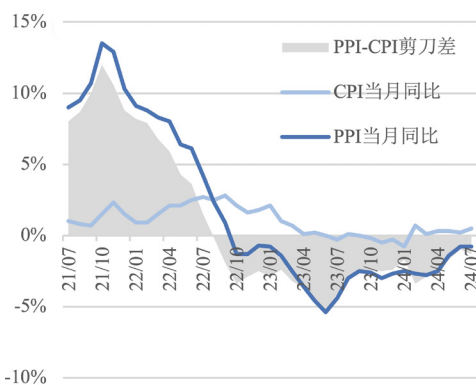
就业形势稳中向好,就业优先政策持续发力。2024年以来,稳就业、促就业一揽子政策持续发挥效应,城镇调查失业率保持平稳,二季度失业率较一季

度和上年同期均有所回落,各月就业保持稳定。上半年,全国城镇调查失业率均值为5.1%,较上年同期下降0.2个百分点。其中,一季度失业率均值为5.2%,同比下降0.3个百分点;二季度失业率均值为5.0%,环比、同比均下降0.2个百分点。4月,随着生产经营旺季的到来,就业人员增加,失业率回落至5.0%,环比下降0.2个百分点;5月和6月,就业总体平稳,失业率保持在5.0%的水平。从同比变动看,服务业就业明显增长,特别是住宿和餐饮业、批发和零售业、文化体育和娱乐业、租赁和商务服务业等行业就业同比增幅较大。下一步,要继续强化就业优先政策,健全高校毕业生、农民工等重点群体就业促进机制,积极培育新的就业增长点。

财政：积极财政靠前发力、提质增效

上半年,一般公共预算收入有所下降,支出保持平稳。2024年上半年,全国一般公共预算收入11.6万亿元,同比下降2.8%,财政收入略有下滑。其中,中央财政收入同比下降7.2%、地方本级财政收入同比增长0.9%。全国税收收入9.4万亿元,同比下降5.6%。其中,国内增值税、企业所得税、个人所得税同比分别下降5.6%、5.5%、5.7%。非税收入2.2万亿元,同比增长11.7%。财政支出稳定增长。上半年,全国一般公共预算支出13.7万亿元,同比增长2.0%。其中,中央一般公共预算本级

图7 PPI-CPI剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图8 人民币汇率和美元指数走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

支出和地方一般公共预算支出同比分别增长9.6%和0.9%。从支出结构看,城乡社区支出、农林水支出、社会保障和就业支出同比分别增长8.0%、6.8%和4.2%。

受房地产仍处于深度调整状态影响,政府性基金收支增速相对较慢。在土地市场低迷背景下,政府性基金收入同比延续负增;受去年同期低基数以及专项债发行小幅提速拉动,政府性基金支出同比降幅继续收窄。6月政府性基金收入累计同比下降15.3%,在去年全年累计下降9.2%的背景下继续深度下跌,其中地方政府土地出让金收入累计同比下降18.3%,降幅较去年全年进一步扩大。6月政府性基金支出累计同比下降17.6%,降幅超过政府性基金收入降幅。一方面源于土地出让金收入下滑,土地出让金安排的支出同比下降9.2%;另一方面,今年上半年地方政府专项债发行进度整体较慢,上半年新增专项债发行量1.49万亿元,比去年同期减少8074亿元。

二、宏观信用环境

2024年以来,稳健的货币政策灵活适度、精准有效,强化逆周期调节,货币信贷和社会融资规模合理增长,综合融资成本稳中有降,信贷结构不断优化,人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

图9 社融存量增速和增量结构(单位:亿元)



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

社融规模增长更趋均衡, 融资结构不断优化

社会融资规模保持合理增长。初步统计, 2024年6月末社会融资规模存量为395.1万亿元, 同比增长8.1% (见图9)。上半年金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加12.5万亿元, 占同期社会融资规模增量的68.8%。政府债券融资保持合理规模, 上半年政府债券净融资为3.3万亿元, 比上年同期少393亿元; 企业直接融资同比少增, 上半年企业债券净融资比上年同期多2370亿元, 非金融企业境内股票融资比上年同期少3382亿元。上半年信托贷款比上年同期多增2870亿元, 委托贷款、未贴现的银行承兑汇票分别比上年同期多减1660亿元、3219亿元。

信贷投放节奏平稳, 人民币贷款保持合理增长。2024年上半年, 人民银行引导金融机构加强信贷均衡投放, 治理和防范资金空转, 虽然短期内对金融总量数据产生挤水分效应, 但长远来看, 信贷增长的质效和稳定性增强, 有利于提升货币政策传导效率, 缓解资源配置扭曲。6月末, 金融机构本外币贷款余额为255.3万亿元, 同比增长8.3%, 比年初增加13.1万亿元。人民币贷款余额为250.9万亿元, 同比增长8.8%, 比年初增加13.3万亿元。信贷结构持续优化。6月末, 企(事)业单位中长期贷款比年初增加8.1万亿元, 在全部企业贷款中占比为73.5%。制造业中长期贷款余额同比增长18.1%, 比全部贷款增速高9.3个百分点。普惠小微贷款余额同比增长16.5%, 比全部贷款增速高7.7个百分点。

市场流动性合理充裕, 实体经济融资成本稳中有降

流动性合理充裕。2024年上半年, 人民银行综合运用降准、公开市场操作、中期借贷便利(MLF)和再贷款再贴现等多种方式投放流动性。其中, 2月降准0.5个百分点, 释放中长期流动性超1万亿元。灵活把握公开市场操作力度和节奏, 引导货币市场利率围绕央行公开市场逆回购操作利率平稳运行。上半年, 银行间市场存款类机构7天期回购加权平均利率(DR007)均值为

1.87%，与同期公开市场7天期逆回购操作利率相差仅7个基点，波动区间明显收窄。6月末，金融机构超额准备金率为1.5%，银行体系流动性合理充裕。

实体经济融资成本稳中有降。贷款加权平均利率持续处于历史低位。人民银行不断深化利率市场化改革，发挥贷款市场报价利率（LPR）改革和存款利率市场化调整机制效能，推动贷款利率稳中有降。2024年6月，1年期和5年期以上LPR分别为3.45%和3.95%，分别较上年12月持平和下降0.25个百分点。6月，新发放贷款加权平均利率为3.68%，同比下降0.51个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为4.13%，同比下降0.35个百分点；企业贷款加权平均利率为3.63%，同比下降0.32个百分点，金融对实体经济的支持力度持续提升。

展望下半年，货币政策将加快建设金融强国，推动金融高质量发展，深化金融体制改革，加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型。保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱，丰富和完善基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，逐步理顺由短及长的传导关系。加快推进金融市场制度建设和高水平对外开放，完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

三、宏观政策环境

2024年上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月政治局会议精神，聚焦积极财政和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，落实增发国债投资项目尽快尽早开工，调整房地产政策适应新供求环境，推动经济延续向好。展望下半年，宏观政策按照三中全会和7月政治局会议安排，持续用力、更加给力，加强逆周期调节，及时推出新的政策措施，以提振消费为重点扩大国内需求。

“517”新政优化房地产政策

2024年5月17日，央行、金融监管总局接连发布3条关于房地产住房贷款方面的通知，从贷款利率、首付比例和公积金贷款利率三方面进行调整。此外，全国切实做好保交房工作视频会议同日在京召开，继续坚持因城施策，做好商品住房烂尾风险处置、推进保交房、消化存量商品房等重点工作。四箭齐发，是央行对4月30日中央政治局会议中房地产相关指导意见的具体落实。降低首付比例、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率，从需求端出发降低购房门槛及购房成本。从需求端出发的新政，将居民购房门槛和房贷利息成本降至历史最低，房贷利率也由原来的LPR上浮到取消下限。从历史经验来看，降低房贷利率和首付比例后，房地产销售面积增速会出现回升，但2021年以后政策效果弱化明显。短期来看，本次新政预计能刺激部分刚需及首次改善客群入市，提振市场的活跃度，促进房地产市场加速改善。中期来看，在房价下跌与居民收入预期弱的背景下，降低房贷利率等可减轻购房压力，但可能不足以对冲房价下跌对购房者的影响，中期还得依靠经济就业环境的改善。

做好降成本重点工作

国家发改委等四部门发布《关于做好2024年降成本重点工作的通知》。2024年5月23日，国家发改委发布《关于做好2024年降成本重点工作的通知》，提出优化税费优惠政策。落实好研发费用税前加计扣除、科技成果转化税收减免等结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展，强化企业科技创新主体地位。适当降低先进技术装备和资源品进口关税；营造良好的货币金融环境。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。保持人民币汇率在合理

均衡水平上的基本稳定；推动贷款利率稳中有降。持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，在保持商业银行净息差基本稳定的基础上，促进社会综合融资成本稳中有降；制定关于完善市场准入制度的意见，修订新版市场准入负面清单，推动市场准入效能评估全覆盖。持续深入开展民生领域反垄断执法专项行动，加强重点领域反垄断监管执法。

因城施策、优化房地产调控持续推进

一线城市房地产政策密集出台，进一步优化调整政策措施。2024年5月27日，上海市住建委等四部门联合印发《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，出台九条新措施以更好满足居民多元化居住需求，包括进一步优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策等。继上海之后，广州于5月28日发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出优化土地和住房供应、调整优化住房限购政策、优化住房信贷政策、公积金提取、优化限售政策、支持以旧换新六条政策措施。同日，深圳也宣布了优化政策，自5月29日起，深圳市下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。此举既打开了全国主要城市进一步优化房地产政策的空间，也体现了政府稳定房地产需求的决心。

三中全会召开

中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议于2024年7月15日至18日在北京举行。全会听取和讨论了习近平受中央政治局委托所作的工作报告，审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（以下简称《决定》）。《决定》共15个部分60条，分三大板块。《决定》文件内容丰富、全面，通过将许多相关问题综合考量统一决策，制定突破性的改革措施，系统性地推进中国式现代化建设。

《决定》中经济体制改革是总引领，财税改革是大命题，人口趋势是主背景。一是分类推进国有企业改革。《决定》提出国有企业进一步遵循分类原则进行改革，提高效率，加强考核。推动国有企业修炼内功，专注主业，加强基础研究，减少对快钱、短利的过分追求，减轻规模情结，提高全要素生产率。《决定》提出，要推进国有经济布局优化和结构调整，进一步明晰不同类型国有企业功能定位，完善主责主业管理。国有企业有进有退，将在公平的市场竞争环境中，与民营企业共同释放生产力，相互促进。二是增设地方附加税。《决定》提出：研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率，这一举措将在2024年-2029年的文件落实期内对地方财政起到重要的支撑作用。相较于费，税的积极性在于可以享受税基扩大带来的收益，税率的灵活性使得财政收支平衡可以在更大的时间跨度内实现调节，具有正向激励效果。由于税基是增值税和消费税，这在一定程度上向地方让渡了地方经济发展的收益权，并且税率由地方财政的收支平衡决定，在长远上形成正向激励措施，特别是消费税作为基本税基，可以与消费税下移政策一起对地方的经济发展行为带来影响。三是教育与人口协同发展。《决定》提出“优化区域教育资源配置，建立同人口变化相协调的基本公共教育服务供给机制。完善义务教育优质均衡推进机制，探索逐步扩大免费教育范围”“把握人口流动客观规律，推动相关公共服务随人走，促进城乡、区域人口合理集聚、有序流动”。教育与人口协调既要体现教育资源的供求关系，也要起到对人口的战略引领，真正做到“就近入学”的巨大蓝图，为人口的高质量发展提供教育资源。在当前的社会背景下，教育资源的公平分配和优化配置不仅是教育领域内部的问题，更是影响整个社会结构和人口发展的宏观议题。教育资源的优化配置可以引导人口合理流动，避免因教育资源集中而导致的人口过度集中现象，促进人口在城乡、区域间的均衡分布。■



政策引导下全国水利建设投资明显增长， 水务行业投资或将继续增长，产能进一步得到释放 ——2024年水务行业展望报告

文|联合资信 迟腾飞 杜晗 冯熙智 张宇

一、行业概况

水务行业产业链主要涉及从自然水源中取水、水加工处理、自来水供应和污水处理等环节。产业链最上游是水源的获取，水资源丰富程度和水质优劣程度分别影响水务行业原水获取的难易程度和自来水生产的成本。产业链下游主要是城镇居民生活和生产用水需求，经济增速、城镇人口增长率以及节水环保政策等因素均对水务行业下游需求端产生重要影响。

从最上游水源的获取来看，我国水资源总量丰富，但区域分布不均衡。根据《2023年中国水资源公报》，2023年，我国水资源总量25782.5亿立方米，比多年平均值偏少6.6%，比2022年减少4.8%。2021—2023年，我国供水总量占当年水资源总量比重维持在20%左右。区域分布上，我国水资源主要分布在南方区域，北方水资源仅占水资源总量的20%左右，但我国北方人口约占全国人口的40%，经济总量约占全国经济总量的35%。我国水资源分布与人口和区域经济分布不匹配，广大北方地区和部分沿海地区水资源严重不足。其中，河北和山东等省份人均水资源量不足500立方米，人均水资源量匮乏成为制约区域水务企业发展的重要因素。现阶段，我国主要通过南水北调和沿海地区海水淡化等方式解决区域水资源缺乏和分布不均衡问题。其中通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮

河、黄河和海河相互联接，改善了河南、河北、北京和天津等地区用水问题。

从水质来看，我国地表水水质有所改善，南方区域水质明显优于北方区域。我国地表水水质分为Ⅰ~Ⅴ类，其中Ⅰ~Ⅲ类水质通过加工处理可作为饮用水源。根据《中国生态环境状况公报》，2023年，我国地表水中Ⅰ~Ⅲ类水质占89.4%，较2022年上升1.5个百分点；Ⅴ类占0.7%，较2022年持平。分区域来看，长江流域、黄河流域、珠江流域、浙闽片河流、西北诸河和西南诸河水质为优，淮河流域、海河流域和辽河流域水质良好，松花江流域为轻度污染。我国地下水水质总体较差，Ⅰ~Ⅳ类水质占77.8%，Ⅴ类占22.2%，主要超标指标为铁、硫酸盐和氯化物。

从用水需求来看，水务行业产业链下游主要涉及农业用水、城镇居民生活和生产用水，2023年用水总量有所下降。根据《2023年中国水资源公报》，2023年，我国用水总量5906.5亿立方米，较2022年下降91.7亿立方米。其中，工业用水占16.43%，生活用水占15.40%，农业用水占62.18%，人工生态环境补水占6.00%。从变化趋势来看，受工业节能减排提质增效影响，工业用水占比有所下降；受城镇化进程带来的城镇人口逐年增长，城镇生活用水占比持续上升；受当年降水和实际灌溉面积的影响，农业用水占比有所下降；受生态环保治理等因素影响，人工生态环境用水占比

逐年上升。

从污水处理需求来看,我国城市和县城污水排放量增长较快,城市生活污水处理是污水处理行业需求端的主要来源。污水排放量是衡量污水处理需求的重要指标。根据《2022年城乡建设统计年鉴》,2022年,我国城市和县城污水排放量753.90亿立方米,较2021年增长2.66%,其中城市污水排放量638.97亿立方米,占比为84.76%;生活污水占全国污水排放量的60%以上。

供水和污水处理需求的增加推动我国水务行业整体产能的提升。2022年,我国城镇供水能力达4.96亿立方米/日¹,较2021年增长0.81%。同期,全国城镇污水处理能力2.89亿立方米/日,较2021年增长4.33%。

二、行业发展环境

宏观环境及对水务行业影响

2023年以来,我国经济运行整体回升向好;一般公共预算收支基本保持增长,民生等重点领域支出得到有力保障。2023年,国家增发1万亿元国债资金支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力,其中安排水利领域资金超过国债资金总规模的一半。2024年上半年,全国完成水利建设投资为历史同期最高。展望未来,随着基建投资继续在经济稳增长中发挥重要作用,水务行业投资或将继续增长。

2023年,党中央、国务院坚持稳中求进总基调,着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险,经济回升向好,供给需求稳步改善;2024年上半年,随着宏观政策效应持续释放、外需有所回暖以及新质生产力加速发展,就业、物价总体稳定,经济延续恢复向好态势。经初步核算,2023年及2024年上半年国内生产总值分别同比增长5.2%和5.0%,其中基础设施投资

分别同比增长5.9%和5.4%。财政方面,2023年及2024年上半年全国一般公共预算收入分别为21.67万亿元和11.59万亿元,分别同比增长6.4%和同比下降2.8%(扣除上年同期中小微企业缓税入库抬高基数、上年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后,可比增长1.5%左右);同期,全国一般公共预算支出分别为27.46万亿元和13.66万亿元,分别同比增长5.4%和2.0%,基本民生、乡村振兴、区域重大战略、教育、科技攻关等重点支出得到了有力保障。

2023年,全国落实水利建设投资12238亿元,其中地方政府专项债券、金融信贷和社会资本5451亿元,占全国落实投资规模的44.5%,成为水利建设资金的重要来源。2024年上半年,全国完成水利建设投资5690亿元,同比增长9.9%,为历史同期最高,2023年国家增发1万亿元国债资金支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力,其中安排水利领域资金超过国债资金总规模的一半。截至2024年6月底,增发国债安排水利项目7800多项,均已开工实施,水务行业投资或将持续增长。

行业政策及对水务行业影响

近年来,水务行业政策重点体现在:实施严格节水制度;提升生活污水收集处理及资源化利用设施建设水平,推进水费改革;通过中央、地方政府拨款和外部融资等方式保证项目建设资金。预计我国水务行业在提质增效和扩大污水产能方面将得到突破。

近年来,国家发改委、水利部等多部委新出台水务行业相关文件,主要通过以下三个方面促进水务行业健康、可持续发展:一是实施严格的节水制度政策,控制用水总量,并提高水资源节约集约利用能力。二是加快城镇污水设施建设,加强污水排放监测,提升生

¹ 根据城乡建设统计年鉴,该数据包含城市、县城和建制镇供水能力,同下文城镇污水处理能力口径。

活污水收集处理及资源化利用设施建设水平,进行污水处理收费标准改革。三是中央预算、地方财政、金融机构和社会资本方等多方参与,解决污水处理、水利设施和生态治理等项目资金需求。以上政策将对水务行业在提质增效、扩大产能、提升盈利空间等方面产生重要影响。

三、行业周期性及目前所处阶段

水务行业仍属于弱周期行业,目前我国供水普及率高,供水行业整体处于成熟期;地级市和县城污水处理基本处于成熟期,但乡镇污水处理缺口较大。

水务行业周期性

水务行业属于弱周期行业,其中,生活用水除个别年份外,整体发展稳定;生产用水受经济和政策影响近十年增速保持窄幅震荡。

供水和污水处理量是衡量水务行业发展的重要指标,联合资信通过水务行业处理量指标简析水务行

业周期性特点,1978年以来水务行业处理量平均增长率为4.1%²(见图1),增长波动率为2.4%。整体看,水务行业整体周期性不明显,属于弱周期行业。

具体来看,除2006年城市居民生活用水有所波动外³(见图2),其他年份城市居民生活用水总量增速保持稳定,生产用水在2012年之前波动较大,之后年度增速变动与生活用水趋同。

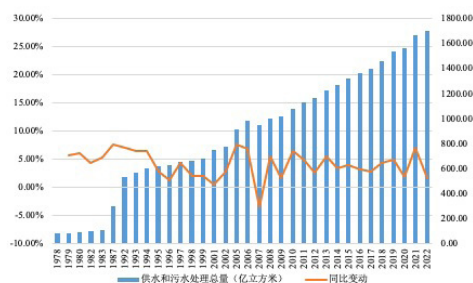
水务行业目前所处阶段

我国供水行业整体处于成熟期;污水处理行业快速发展,地级市和县城污水处理基本处于成熟期,但乡镇污水处理缺口较大。

供水方面,从用水普及率来看,近年来,我国城市、县城、建制镇和乡用水普及率小幅增长,基本保持稳定,2016年以来地级市和县城用水普及率均在90%以上(见图3),乡镇用水普及率相对较低,未来尚有一定空间,整体来看,我国供水行业处于成熟期。

污水处理方面,从污水处理率来看,近年来,我国地级市和县城污水处理率快速提升,2017年以来污水

图1 1978年以来我国城乡供水和污水处理总量及变动情况



注: 1.污水处理总量中不包含乡和建制镇数据; 2.受城乡建设局部分年度统计口径有所变动,剔除因口径变动导致增速大幅波动年份
资料来源: 城乡建设统计年鉴, 联合资信整理

图2 近年来我国城市生活和生产用水总量同比变动情况



资料来源: 城乡建设统计年鉴, 联合资信整理

² 剔除1986年水务行业处理量增长率极端值影响。

³ 2006年城市居民用水总量同比有所波动可能与自2006年起按城区人口和城区暂住人合计口径统计原因所致。

处理率均在90%以上(见图4),基本处于成熟期,随着城镇化进程的推进,地级市和县城污水处理仍有进一步增长空间。

从固定资产投资规模来看,近年来,我国城市及县城供、排水固定资产投资规模均整体保持增长态势(见图5),2003—2022年年均复合增长率分别为8.3%和10.2%,供水固定资产投资规模和增速均小于排水固定资产投资。2022年,我国城市及县城供、排水固定资产投资仍保持较大规模,但增速明显放缓,同比分别下降2.3%和1.4%。根据2022年2月发布的《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》,2025年城镇环境基础设施建设主要目标:新增污水处理能力2000万立方米/日,新增和改造污水收集管网8万公里,新建、改建和扩建再生水生产能力不少于1500万立方米/日,县城污水处理率达到95%以上,地级及以上缺水城市污水资源化利用率超过25%,城市污泥无害化处置率达到90%。随着排水固定资产的持续投入,我国污水处理能力将进一步释放,我国污水处理行业进入快速发展时期。

四、行业竞争态势分析

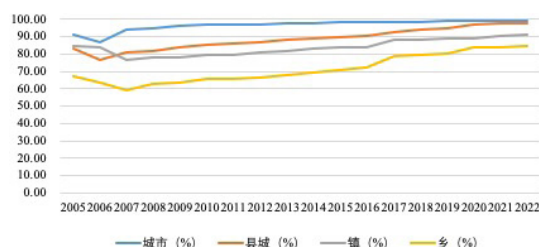
水务行业涉及国计民生,行业进入壁垒较高,联合

资信认为水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断和行业龙头并存态势。

水务行业准入壁垒较高。水务行业涉及国计民生,行政管制方面,行业准入须满足相应资质,后期运营模式、收费标准及环保标准等方面均须接受政府相关部门的批准和监督,市场化程度较低。在水务行业供产销的链条中,重要的环节是通过供水管网将水源输入至下游需求端,同时将污水通过排水管网输送至污水处理厂进行加工处理。水务行业特殊的运营方式决定了其前期具有较高的管网等基础设施建设以及设备采购成本,从资金需求层面上来看,属于资金密集型企业。此外,水务行业易受区域管网等物理因素限制,且大部分城市供水业务已经进入成熟发展期,区域内供水设施及管网建设已趋近饱和。此外,水务运营一般签订固定期限服务合同,协议期限内较难介入,同时,较高的污水处理技术水平和管理经验要求对新参与者设置较高门槛。整体看,水务行业进入壁垒较高。

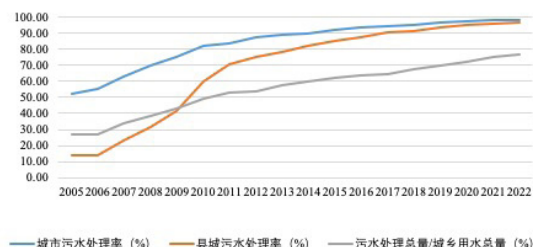
水务企业区域垄断性突出,龙头企业参与竞争。我国行业内分布的水务企业按照业务区域范围大致可分为跨区域运营水务企业和区域专营水务企业(见表1)。其中,区域专营的国有地方水务企业最为普遍,区域垄断性突出,是水务行业的主力军。部分实力较强区

图3 城乡用水普及率变化情况



注: 1. 用水普及率=非农业用水人口数/非农业人口数 $\times 100\%$; 2. 2006年用水普及率出现波动系自2006年起,用水普及率指标按城区人口和城区暂住人口合计为分母计算口径变动原因所致
资料来源: 城乡建设统计年鉴, 联合资信整理

图4 县城污水处理率变化情况



注: 由于乡镇污水处理量尚未获取,联合资信通过污水处理总量与供水总量的比率估算目前我国整体污水处理率
资料来源: 城乡建设统计年鉴, 联合资信整理

域（北京、深圳、成都、重庆等地）的地方国有水务企业和央属水务企业，通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等方式在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过拓展水务衍生业务成为跨区域投资型综合水务企业。考虑到水务行业涉及国计民生，竞争格局基本稳定，随着在建项目的逐渐完工投产，预期水务行业未来产能将进一步释放，水务行业仍将保持区域垄断和行业龙头并存的竞争格局。

五、行业增长与盈利能力

行业增长趋势

我国城市用水普及率较高，供水能力逐步趋于稳

定，乡镇供水尚有一定开发空间。

城市供水方面，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加，2022年城市用水人口增至5.61亿人，较2021年增加0.05亿人。同期，我国城市供水能力达3.15亿立方米/日，较2021年下降0.72%。2022年，我国城市供水总量674.41亿立方米，较2021年增长0.16%。2022年，我国城市供水管道长度110.30万公里，较2021年增长4.06%；城市用水普及率进一步上升至99.39%。2022年，城市供水行业固定资产投资713.34亿元，较2021年下降7.43%（见图6）。

根据规划，“十四五”期间，我国污水基础设施建设主要是补短板，预计未来污水处理能力仍将保持增长，但增速将有所放缓。

表1 我国主要的水务企业及运营情况（单位：万吨/日）

企业性质	代表企业	供水和污水产能	企业类型	主要覆盖区域
地方国企	北控水务集团有限公司	4396.31	跨区域	覆盖广东、湖南、云南等地，并涉及葡萄牙等地
地方国企	北京首创生态环保集团股份有限公司	2694.66	跨区域	覆盖安徽、山东、湖南、江苏、四川等地
地方国企	北控水务(中国)投资有限公司	2158.00	跨区域	广东、福建、山东、江苏、四川等地
地方国企	上海城投水务(集团)有限公司	1490.46	区域专营	上海市范围内
地方国企	深圳市水务(集团)有限公司	1409.48	跨区域	以深圳市范围内为主，同时涉及浙江、安徽等地
地方国企	广州市水务投资集团有限公司	1074.23	区域专营	广州市范围内
央企	中国水务投资集团有限公司	893.00	跨区域	山东、浙江、江苏和黑龙江等地
地方国企	重庆水务环境控股集团有限公司	870.37	跨区域	以重庆市范围内为主，同时涉及成都市、安陆市等地
地方国企	成都市兴蓉环境股份有限公司	797.16	跨区域	以成都市范围内为主，并涉及甘肃、宁夏、陕西等地
地方国企	北京城市排水集团有限责任公司	596.53	跨区域	以北京市范围内为主，并涉及江苏、河北、广东等地

注：企业性质根据企业实际控制人类型划分；除中国水务投资集团有限公司未披露2023年底数据，仍使用2022年底数据，其他代表企业供水和污水产能均为截至2023年底数据
资料来源：联合资信整理

2022年,全国城市污水排放量638.97亿立方米,较2021年增长2.22%(见图7)。同期,全国城市污水处理能力2.16亿立方米/日,较2021年增长4.04%。2022年,全国城市污水处理率增至98.11%,同比增长0.22个百分点,城市污水处理率进一步上升。我国城市污水处理率很高,乡镇污水处理率整体处于较低水平,以建制镇为例,2022年全国建制镇污水处理率为64.86%,其中污水处理厂集中处理率为55.54%,明显低于全国城市污水处理率,也低于同期建制镇供水普及率90.76%的水平。

根据《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》,“十四五”期间主要规划在补齐城镇污水管网短板,而随着污水处理及再生利用设施的投资并投入运营,城镇污水处理能力预期将进一步提升,行业仍处于发展期。对于一些财政实力偏弱区域,应关注污水处理费回收情况。部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过PPP模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资,该类项目前期投入规模大,回款期长,对地方政府财政实力依赖程度较高,需对企业资本支出和现金回流保持关注。

水价变动趋势

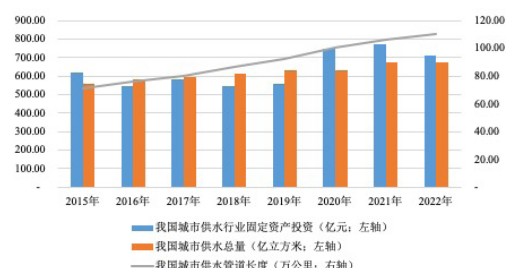
2022年以来,我国重点城市居民生活用水价格保持稳定;水资源匮乏城市水价较高;伴随着水价改革的

推进及节水政策指导下水价调控作用的发挥,预期城市供水价格将温和上涨。

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看,目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水(工业用水、行政事业用水、经营服务用水)和特种行业用水三类。其中,居民生活用水水价整体最低,生产经营用水水价次之,特种行业用水水价最高。受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响,水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。

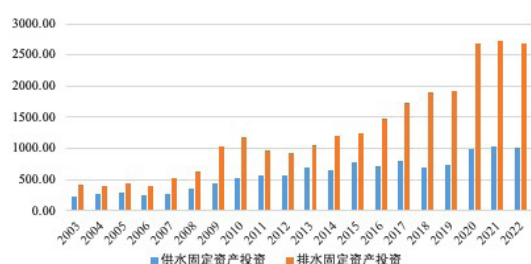
2022年以来,我国36个重点城市居民生活用水价格基本保持稳定。从自来水价格排名来看,京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

图6 我国城市供水能力和固定资产投资情况



资料来源: 城市建设统计年鉴, 联合资信整理

图5 近年来城市及县城供、排水固定资产投资情况 (单位: 亿元)



资料来源: 城乡建设统计年鉴, 联合资信整理

图7 近年来我国城市污水处理变动情况

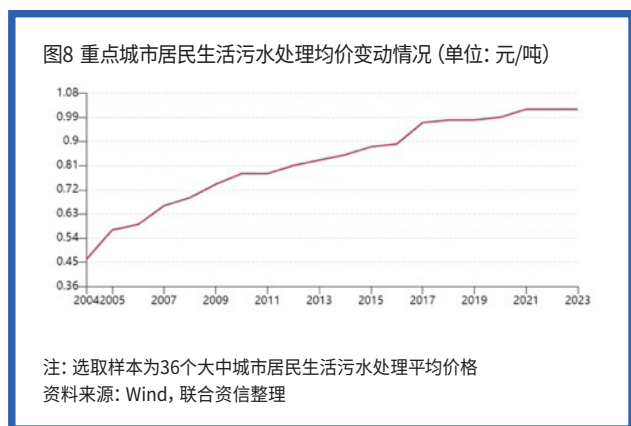


资料来源: 城市建设统计年鉴, 联合资信整理

近年来,国务院等有关单位发布多项文件,要求提高节水意识,充分发挥市场机制进行水价改革;加快建立健全以“准许成本加合理收益”为基础的供水定价机制,未来水价调整节奏有望加快,需关注未来水价调整情况。

近年来,我国各地污水处理价格呈上升趋势,但大部分城市收费标准仅基本满足国家规定收费标准下限,未来仍有一定上调空间。

污水处理价格方面,根据发改价格〔2015〕119号《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》,2016年底前,城市污水处理收费每吨调整至居民不低于0.95元,非居民不低于1.4元;县城、重点建制镇每吨调整至居民不低于0.85元,非居民不低于1.2元;相关收费已达最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的,应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准。近年来,我国重点城市居民生活污水处理平均价格虽呈上升趋势,截至2023年底,全国36个重点城市平均污水处理费为1.02元/立方米(见图8),但该价格仅基本满足国家规定收费标准下限(0.95元/吨)。



水务企业收入增长与盈利能力

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,水务企业营业总收入持续增长;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,总资本收益率持续下降,利润实现政府对补助的依赖程度较高。

水务企业营业总收入主要来自供水和污水处理的运营,部分企业产业延伸至水环境治理、管道安装等工程建造服务和设备制造销售等业务,总体盈利模式相对稳定。2021—2023年,根据联合资信的水务企业样本口径⁴,水务样本企业营业总收入年均复合增长15.52%,主要系水务工程施工、水环境综合治理市场领域的发展、污水处理业务增加⁵等因素综合影响所致;水务企业利润总额年均复合下降13.61%,系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;水务企业整体盈利能力有所下降,2021—2023年,样本水务企业平均总资本收益率⁶持续下降。2023年,水务企业其他收益对利润总额的贡献由2022年的22.51%上升至29.83%,水务企业利润实现政府对补助的依赖程度较高。未来随着在建水务项目逐渐完工运营,产能得以释放,水价逐步调整,预计行业整体盈利能力有望提升。2024年一季度,水务企业实现营业总收入合计833.53亿元,同比增长4.07%;水务企业实现利润总额合计69.90亿元,同比增长8.85%。

六、行业杠杆与偿债能力

水务企业现金流情况

水务企业经营活动现金流状况较好,整体收现

⁴有存续债且可获取其三年完整财务数据的水务企业,并剔除母公司,共51家。

⁵受城市化进程加快和国家环保政策大力推动的影响叠加,城镇污水处理设施建设力度加大,城市生活污水处理需求大幅增加。

⁶计算方法为样本企业总资本收益率的简单算数平均数,下同。

能力较强,但2021—2023年水务企业收现质量持续下滑,其中污水处理业务占比较高及PPP项目投入较大的水务企业回款情况相对较弱。未来随着污水处理及水环境治理领域投资需求增长,预计大规模投资需求仍将持续。

2021—2023年,样本水务企业合计经营活动现金流入量和净现金流量不断增长。受益于供水、污水处理业务较稳定的结算周期,样本企业的整体资金回笼较及时,但回款效率逐年下降。在51个样本水务企业中,2023年现金收入比低于80%的9家水务企业中1家单一开展污水处理业务,6家均涉及供水及污水处理业务,2家在开展污水处理业务同时分别涉及了供水安装工程和固废处理业务;上述企业中有2家企业开展了PPP项目。考虑到污水处理业务及PPP项目回款对政府财政回款安排依赖较大,需关注污水处理业务占比较高以及PPP项目投入较大的水务企业现金回款情况。

2024年一季度,水务企业经营活动现金流入量合计974.43亿元,同比增长5.57%;水务企业经营活动净现金流量合计25.25亿元,同比大幅增长145.48%。

随着水利基础设施建设的投入以及PPP模式项目的推进,水务企业投资活动整体表现为大额的现金流出。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。

水务企业有息债务情况

受在建项目持续投入等因素影响,水务企业债务规模持续增长,以长期债务为主,债务结构以银行借款为主,债务负担小幅上升但整体可控。



2021—2023年,水务企业有息债务⁷逐年增长,年均复合增长12.05%。短期债务占比较为稳定,2021—2023年,占比分别为25.48%、25.68%和27.08%。2023年底与2024年3月底,水务企业应付债券占全部有息债务的比重分别为12.27%和13.19%,水务企业融资仍以银行借款为主。

2021—2023年,水务企业整体资产负债率和全部债务资本化比率均逐年小幅上升,样本中有39.22%的企业资产负债率超过65%。

水务企业偿债能力

水务企业的整体偿债能力指标尚可,预计未来行业偿债能力将继续保持稳定,因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。

短期偿债能力指标方面,2021—2023年,水务企

⁷短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据, 长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债。

业经营性现金流入/短期债务分别为2.26倍、2.11倍和1.79倍，同期，水务企业现金短期债务比分别为0.98倍、1.00倍和0.87倍，水务企业整体短期偿债能力指标尚可。

长期偿债能力指标方面，2021—2023年，水务企业⁸全部债务/EBITDA分别为7.82倍、8.18倍和8.69倍，整体长期偿债能力指标较为稳定且整体偿债能力指标尚可，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定。因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。

七、企业信用表现及发债情况

水务企业信用级别分布和调整情况

水务企业数量众多，主要分布在各地级市或区县，企业单体规模较小，由于债券发行门槛较高，水务行业发债企业数量较少。截至2024年7月30日，样本水务企业的主体信用级别主要分布在AA、AA+和AAA，占比分别为19.35%、40.32%和35.48%，其中AA+和AAA级别的水务企业存续债券余额分别为481.87亿元和1463.23亿元，分别占样本企业全部存续债券余额的22.17%和67.33%。

级别调整方面，2023年以来，62家存续发债水务样本企业中有3家主体信用级别发生了变化，其中2家为级别下调，2家为级别上调。

水务企业债券发行情况

2023年，中债中长期国债收益率整体震荡下行，处于近年来较低位置，企业融资环境相对良好。2023年，共有41家水务企业发债，较2022年减少2家，共

计发行债券135只，发行规模合计999.15亿元，发行期数较2022年相对稳定，发行规模较2022年增长14.63%，发行时间全年相对分散。2024年1—6月，共有34家水务企业发债，共计发行债券76只，发行规模620.67亿元，相当于2023年全年发行规模的62.12%，发行规模较2023年同期增长50.57%。

八、行业风险及展望

水务行业属于弱周期行业，整体发展稳定。我国水务行业呈现区域垄断和行业龙头并存的竞争格局。我国水务行业城乡发展仍存在不平衡。供水方面，城市供水进入平稳发展阶段，乡镇供水尚有一定开发空间。污水处理方面，地级市和县城污水处理基本处于成熟期，随着城镇化进程的推进，地级市和县城污水处理仍有进一步增长空间。盈利方面，水价改革或可使水务行业整体盈利预期有所提升，但水务行业涉及民生，公益性较强，短期内盈利增幅仍有限，对政府补贴依赖较强。投资方面，专项债投资领域的确定预计会带动水务领域投资的持续增长。需关注污水处理业务占比较高及PPP项目涉入较深的水务企业现金回款情况。

从周期性与竞争风险来看，水务行业周期性较弱，行业准入壁垒较高，可替代性很弱，属于环保及政府鼓励类行业，目前呈现区域垄断和行业龙头并存的竞争格局，同区域内水务企业数量有限。行业增长性与风险表现来看，水务行业增长趋于稳定，整体资金回笼较及时，但近年来回款效率有所下降，债务负担整体可控，偿债能力指标尚可。整体看，水务行业信用风险很低，整体信用展望为稳定。■

⁸剔除11家部分年份未获取EBITDA数据的企业。

评级小贴士

关于“两新”债务融资工具的一些基础知识

“两新”债务融资工具产品如何定位？

募集资金用于“两新”领域的债务融资工具，统称“两新”债务融资工具，依托交易商协会现有产品，募集资金精准聚焦具体领域，用途针对性强，切实提升金融支持大规模设备更新和消费品以旧换新的能力和质效。涉及国务院发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（国发〔2024〕7号）（以下简称《行动方案》）中节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级等重要领域的，鼓励与绿色债务融资工具、科创票据等创新产品进行结合。

对“两新”债务融资工具募集资金投向有何要求？

“两新”债务融资工具募集资金应投向设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用等《行动方案》涉及领域，金额占比不低于注册或当期发行额的30%。①设备更新主要围绕重点行业设备更新改造、建筑和基础设施领域、交通运输和老旧农业机械、教育文旅医疗设备更新等；②消费品以旧换新围绕汽车、家电、家居等耐用消费品；③回收循环利用围绕废旧产品设备回收网络及分拣处理中心建设、废旧生产设备再制造和再生资源加工利用集群建设等。此外，募集资金投向应同时符合相关部委、地方政府及行业标准，如工信部牵头制定的工业领域设备更新文件（《推动工业领域设备更新实施方案》工信部联规〔2024〕53号）等文件。

哪些发行人可以发行“两新”债务融资工具？

支持与《行动方案》及相关部委政策、地方政府文件所涉及领域具有较高关联度的，依法经营、诚实守信、公平交易、运营规范的各类发行主体，发行“两新”债务融资工具。通过资金专项支持，引导发行人促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，提高国民经济循环质量和水平。

资料来源：《交易商协会推出“两新”债务融资工具》



2024年融资租赁公司分类别专题研究

文|联合资信 刘 鹏 刘 嘉余晓艳

根据租赁资产投向不同,本文将债券市场有存续债券的融资租赁公司分为产业类租赁公司(以下简称“产业类租赁公司”)、平台类租赁公司(以下简称“平台类租赁公司”)和综合类租赁公司(以下简称“综合类租赁公司”):产业类租赁公司主要围绕股东集团内部兄弟单位或股东产业上下游开展租赁业务;平台类租赁公司股东背景多为地方国资委,融资租赁业务主要围绕一定区域内的公共事业和基础设施建设等行业;综合类租赁公司主要是业务布局多元化发展,行业分部较广,且成立时间较长的融资租赁企业。

以下样本选取公开发行过债券及经联合资信评估股份有限公司评估过有效信用级别的融资租赁公司,样本个数64家,相较《融资租赁公司2023年分类别专题研究》增加样本数量增加17家,其中产业类租赁公司增加4家,均为AAA企业和AA+级企业,综合类租赁公司增加12家,其中AA级别综合类样本增加6家,平台类租赁公司增加1家。每组选取样本绝对值差距较大,可能会有存在规模因素影响,根据投放租赁资产的行业分布将64家样本企业分为产业类租赁公司、平台类租赁公司和综合类租赁公司。

产业类租赁公司租赁资产主要投向电力、新能源、航空设备、绿色民生等,主要样本个数29家,主要有中飞租融资租赁有限公司、华能天成融资租赁公司、大唐融资租赁有限公司和中核融资租赁有限公司等,产业类租赁公司规模较大,集团内投放占比较高,资产投向与股东所处行业的上下游正相关。平台类租赁公司租赁资产主要投向公用事业,样本个数9家,如:广州

越秀融资租赁有限公司、青岛城乡建设融资租赁和杭州金投融资租赁有限公司等,平台类租赁公司规模相对较小,资产投向以当地平台类企业为主或公共事业企业。综合类租赁公司的投向较为均衡,样本个数26家,如:远东国际融资租赁有限公司、海通恒信国际融资租赁有限公司和诚泰融资租赁(上海)有限公司等,综合类租赁公司整体规模较大,资产投向多为三个以上行业。

从选取的样本企业中,截至2023年末,产业类租赁公司AAA级别客户仍占比最高,该类型客户多为央企和国企,股东实力强,相比上年末租赁企业客户资质上移;综合类租赁公司AAA级别占比次之,客户信用资质保持平稳;平台类租赁公司整体级别分布较为均衡;整体看,产业类租赁公司信用级别高于其他两类租赁公司(见表1)。

三类租赁公司在租赁资产增速放缓的前提下,压降相关城投平台类资产的投放规模,投放产业相关租赁资产。对于综合类租赁公司和产业类租赁公司转型压力较小,平台类租赁公司对于投放产业相关租赁资产的相关经验、风险管理能力有待提升。

租赁公司融资因其灵活性等特点,成为城投平台非标融资的重要渠道。众多涉及租赁公司城投业务的监管文件并非禁止租赁公司开展城投业务,而是意在监管城投平台违规融资所引起的隐性债务。

对于平台类企业债务化解方面,2023年7月,中央政治局会议提出,要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案。在强化金融机构监管约束,遏

制新增地方政府隐性债务方面,《国务院关于金融工作情况的报告》提到,对地方融资平台债务风险,要“压实地方政府主体责任,推动建立化债工作机制”。租赁公司仍可以在合规的框架下开展城投业务。2023年10月,国家金融监督管理总局发布《国家金融监督管理总局关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》,文件提到金融租赁公司要提升服务实体经济专业能力,要回归以融资和融物相结合的经营模式,聚焦主业,减少类信贷投放,并对合规租赁物作出严格限制,力争在2026年实现年度新增直租业务占比不低于50%的目标,预计未来对融资租赁公司的监管也将与金融租赁公司趋同。另外,据悉相关监管文件提到,重点省份的非持牌金融机构债务(主要是融资租赁)以及非重点省份的非持牌金融机构债务可以纳入债务置换和重组范畴。短期内租赁资产偿付风险大幅下降,但是长期来看,融资租赁业务延续性面临挑战。

对于监管从严,部分租赁公司寻求转型迫在眉睫。从样本公司的实际租赁资产投放来看,三类租赁公司的城投平台类租赁资产下降明显。综合类租赁公司甲,“城市公用类”租赁资产余额占比由2022年末的55.72%下降至2023年末43.31%;产业类租赁公司乙,“公用事业类”租赁资产余额占比由2022年末的21.36%下降至2024年3月末的14.22%。平台类租赁公司丙,“基础设施类”租赁资产新增投放占比由2022年末的20.85%下降至2023年末的3.32%,可以看出部

分租赁公司对相关城投平台类资产压降明显,在保持资产增速放缓的前提下,调整租赁资产结构。与之相反的,2023年,租赁公司对产业类租赁资产投放有所增加,综合类租赁公司甲,“工程建设”“交通物流”“电子信息”等行业租赁余额占比均有所增长;产业类租赁公司乙,2023年末“设备资产”余额较年初增长13.34%,主要系光伏、电站等新能源业务增长所致;平台类租赁公司丙的新能源租赁资产新增投放占比由2022年的8.68%增长至2023年的10.57%。

2021—2023年末,三类租赁公司平均资产总额保持增长,2023年末,随着平台类企业推进化债、融资收紧,平台类、综合类租赁公司增速明显放缓,产业类租赁公司增速仍保持相对较快。

从资产增速来看,2021—2023年末,三类租赁公司平均资产总额均持续增长(见图1)。分别来看,2023

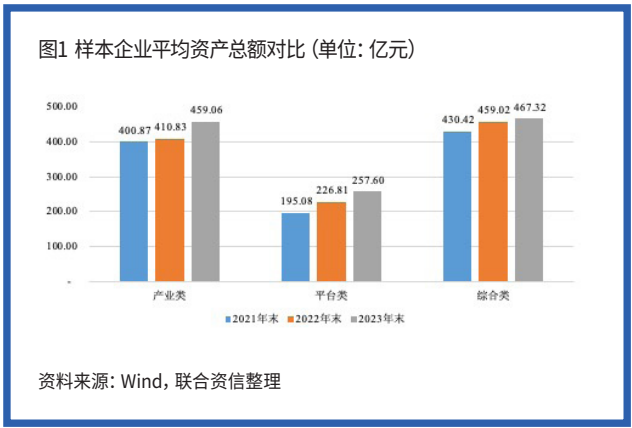


表1 截至2023年末样本企业主体级别分布情况(单位:个)

级别	产业类租赁公司	平台类租赁公司	综合类租赁公司
AAA	19	3	11
AA+	9	4	8
AA	1	2	6
无级别	0	0	1
合计	29	9	26

资料来源: Wind, 联合资信整理

年,平台类、综合类租赁公司资产投放增速回落明显。2023年,产业类租赁公司受益于对应的行业需求增加及政策逐步引导“回归租赁本源”,产业类租赁公司资产总额增速大幅增长,绝对额数值增幅最大,平台类企业增速小幅增加,但综合类租赁公司增速大幅放缓,主要系部分租赁公司对城投相关企业投放依赖过大的租赁企业压降相关行业规模,寻求增加其他行业投放。

2023年末,产业类租赁公司所有者权益增速扩大,主要是资产端的资产增速对资本需求加大;随着业务增速下降,平台类、综合类租赁公司的增资需求随之下降,所有者权益增速回落。

2021—2023年末,三类租赁公司平均所有者权益均实现了持续增长,综合类融资公司整体资本实力最强,平台类租赁公司实力相对较弱(见图2)。截至2023年末,综合类租赁公司受资产端增速下降影响,所有者权益增速显著放缓;产业类和平台类租赁公司增速均较快,其中,产业类A公司2023年实收资本增加8.86亿元,永续债新增发行30.00亿元;受益于业务规模快速发展,平台类B公司2023年引入新股东并增加注册资本12.56亿元,使其业务逐步多元化发展。

截至2023年末,产业类客户集中度较上年有下降,但仍存在一定的转型压力,综合类和平台类单一客户集中度处于较低水平。

单一客户集中度方面,产业类租赁公司单一客户

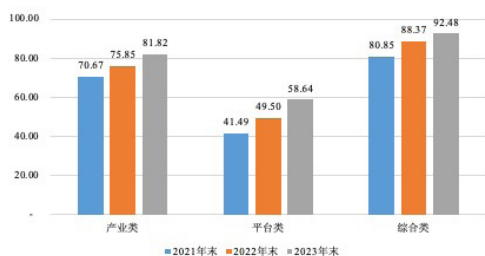
集中度显著高于其他类租赁公司,主要系产业类租赁公司主要服务于集团内成员单位,对产业投资单笔金额较大,产业类租赁公司对单一客户的集中度限制相对弱化,截至2023年末,产业类租赁公司单一客户集中度相较于上年末小幅下降,但整体略高于监管指标(对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的30%,超过监管指标的主要为航空、电力等大型央企下属租赁公司),未来仍有转型压力,但未来随着《地方金融监督管理条例》出台,对大型租赁公司集中度管控可能会进一步明确。综合类租赁公司和平台类租赁公司单一客户集中度较为接近,且近年来对单一客户集中度有所压降,处于较低水平(见图3)。

截至2023年末,平台类租赁公司的杠杆水平明显下降,且与其他两类租赁公司差异扩大。

三类租赁公司杠杆倍数、资产负债率区分度较为明显,平台类、综合类租赁公司杠杆水平、资产负债率均持续下降,保持最低水平,截至2023年末杠杆进一步下降,未来随着平台类企业资产投放减少,转型压力加大。截至2023年末,产业类租赁公司杠杆倍数、资产负债率处于较高水平,较2022年末有所上升;综合类租赁公司杠杆水平、资产负债率居中,较上年末小幅下降(见图4和图5)。

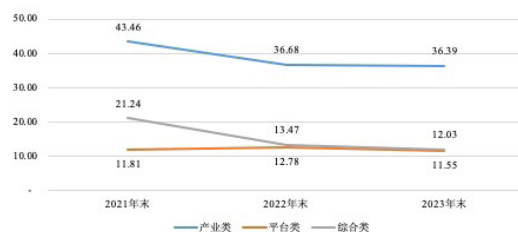
三类租赁公司债务期限结构较为接近,以短期债务为主;产业类租赁公司流动性优于其他两类租赁公司。

图2 样本企业平均所有者权益对比(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图3 样本企业平均单一客户集中度对比(单位: %)



资料来源: Wind, 联合资信整理

2021—2023年末，产业类租赁公司短期债务占比逐步提升，短期债务处于三者中最高水平，综合类租赁公司除2022年出现下滑外，2023年提升至与2021年基本一致水平；平台类租赁公司短期债务与长期债务保持相对平稳，整体看租赁公司债务资金均偏短期（见图6）。

从流动性指标来看，2021—2023年末，产业类租赁公司流动比率持续增长，整体资产端投放偏长期，流动性指标表现由于其他两类租赁公司；综合类租赁公司流动比率整体较为稳定，资产端与负债端较为匹配；平台类租赁公司流动比率有所波动，存在一定的错配（见图7）。

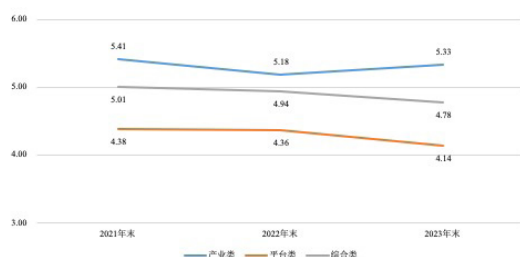
截至2023年末，综合类租赁公司资产质量较上年末进一步好转，但不良率仍明显高于其他两类租赁公

司；产业类和平台类租赁公司资产质量整体较为稳定；产业类、平台类租赁公司资产质量进一步夯实。

从不良率指标来看，截至2023年末，产业类租赁公司不良率较上年末小幅下降，资产质量保持稳定；综合类租赁公司不良率有所下降，资产质量相较于2021年明显好转，整体增加核销所致；平台类租赁公司不良率有所下降，但随着融资租赁与平台企业诉讼纠纷多发，地方财政承压、平台类企业融资趋紧，未来，预计投放给弱资质平台类企业的租赁公司资产质量将进一步承压（见图8）。

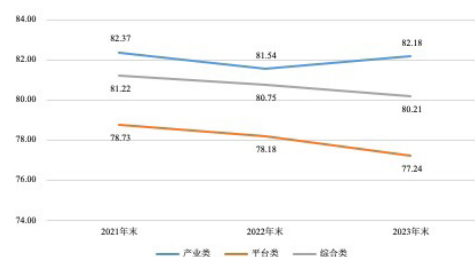
截至2023年末，产业类、平台类租赁公司拨备覆盖率均较上年末呈上升趋势，综合类租赁公司计提的拨备覆盖率较上年末小幅下降；产业类租赁公司、平台类租赁公司拨备覆盖率为接近，计提比例高于综

图4 样本企业平均杠杆倍数对比（单位：倍）



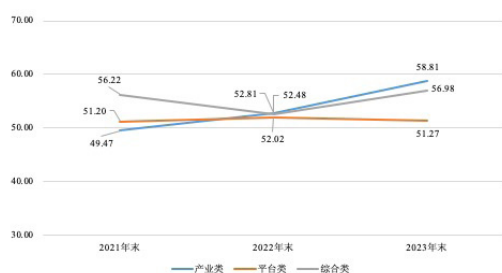
资料来源：Wind，联合资信整理

图5 样本企业资产负债率（单位：%）



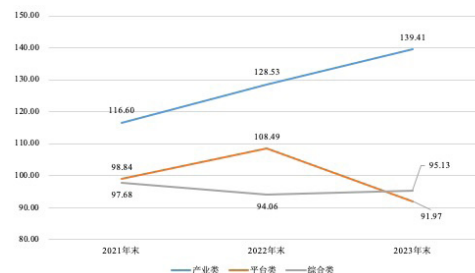
资料来源：Wind，联合资信整理

图6 样本企业短期债务占比对比（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

图7 样本企业平均流动比率对比（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

合类租赁公司，整体看，三类租赁公司的租赁资产质量进一步夯实（见图9）。

随着综合类租赁公司加大减值计提比例，盈利水平三年复合增速最低，2023年，三类租赁公司盈利水平均实现增长，受平台类企业推进化债、融资收紧和行业息差整体收窄影响，平台类租赁公司净利润增速大幅回落。产业类租赁公司受限于集团内部业务非完全市场化定价等因素，盈利水平相对较低。

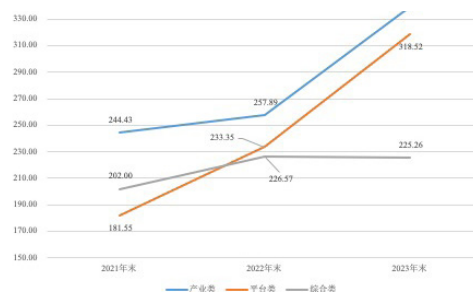
2021—2023年，产业类、平台类和综合类租赁公司净利润年均复合增长率分别为6.86%、15.73%和0.97%，综合类租赁公司净利润年均复合增长率最低，主要系随着综合类租赁公司的不良租赁资产逐渐暴露，减值准备对利润侵蚀较大。2023年，受平台类企业推进化债、融资收紧和行业息差收窄影响，平台类租赁公司净利润增速大幅回落。

从盈利指标来看，2021—2023年，平台类、综合类租赁公司净资产收益率整体高于产业类租赁公司，主要系产业类租赁公司部分租赁业务围绕股东集团内部兄弟单位开展，投放利率非完全市场化定价导致，净资产收益率相对较低。综合类租赁公司净资产

收益率持续下降，平台类租赁公司净资产收益率波动下降，受整体行业息差收窄以及资产增速放缓的综合影响，三类租赁公司2023年净资产收益率均处于最低水平。

从融资成本来看，2021—2023年，产业类、平台类租赁公司整体较为稳定，分别为4.19%~3.99%、4.49%~3.98%；随着综合类租赁公司业务投放放缓，融资成本持续下降，分别为5.47%、5.24%和4.61%。

图9 样本企业拨备覆盖率对比（单位：%）



注：已经剔除部分异常的样本企业拨备覆盖率
资料来源：Wind，联合资信整理



2024年汽车金融行业分析

文|联合资信 马鸣娇

一、行业概况及竞争格局

目前监管部门共批准设立了25家汽车金融公司（其中华泰汽车金融有限公司已被批复进入破产程序），主要为厂商系汽车金融公司，由各汽车厂商发起设立，主要为本品牌的经销商及零售客户提供金融服务。汽车金融公司提供的主要金融产品为零售汽车贷款和经销商汽车贷款，前者是为个人消费者购买新车或二手车提供的贷款服务，后者是为汽车经销商、4S店、代理商等汽车销售者采购汽车和营运设备提供的贷款。目前，市场上从事汽车金融业务的机构主要包括商业银行、汽车金融公司、融资租赁公司和互联网金融平台等。商业银行依托于其较低的资金成本以及广泛的渠道网点布局，是汽车金融公司最大的竞争对手。汽车金融公司能够得到集团在客源、贴息、资金和风控系统等方面的支持，与商业银行相比具有较强的专业性、高效的审批流程和灵活的产品类型。各个汽车金融公司之间通常不存在直接竞争关系，但经营发展受各自厂商品牌的销量影响较大，业务开展存在一定局限性。随着汽车金融的市场饱和度增加，来自商业银行等其他行业参与者的竞争压力加大，行业内市场竞争或将加剧，尤其对于销量不佳的厂商品牌汽车金融公司来说，发展面临较大挑战。

汽车金融公司业务发展与汽车行业息息相关，行业资产规模呈现一定程度下行。经过之前年度的高速发展，我国汽车市场格局已由增量市场逐步转为存量市场；另一方面，随着国家促消费、稳增长政策的持续

推进，促进新能源汽车产业高质量发展系列政策实施，我国汽车市场需求有所回暖，同时汽车产业转型升级进一步深化，燃油车和新能源汽车竞争格局发生结构性变化。2022年，我国汽车行业仍受到芯片结构性短缺、动力电池原材料价格高位运行、局部地缘政治冲突等诸多不利因素冲击，然而在一系列稳增长、促消费政策的拉动下，我国汽车产销均实现正增长，2022年汽车产销量分别完成2702.1万辆和2686.4万辆，同比分别增长3.4%和2.1%；2023年，随着汽车市场需求逐步回暖，我国汽车产销量分别达3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12.0%。在汽车行业景气度变动、来自商业银行等其他行业参与者的竞争压力加大、燃油车和新能源汽车竞争格局发生变化等因素的综合影响下，汽车金融公司总体资产规模呈现下行，2021—2023年末全国25家汽车金融公司资产规模分别为10068.94亿元、9891.95亿元和9648.18亿元。

随着国家对于新能源汽车出台各项支持性和引导性政策，新能源汽车贷款业务或将成为汽车金融公司新的转型和发展机会。2020年10月，国务院通过的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》提出，到2035年公共领域用车全面电动化，并要求自2021年起，国家生态文明试验区和大气污染防治重点区域的公共领域更新车辆，新能源汽车比例不低于80%；2022年8月，原银保监会发布《关于鼓励非银机构支持新能源汽车发展的通知》，引导汽车金融公司等非银机构积极落实国家新能源汽车发展决策部署，助力新能源汽车推广应用，满足居民新能源汽车金融服务需求；2023

年6月,财政部、税务总局、工信部联合发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》,新能源汽车车辆购置税减免政策延长至2027年底。在碳达峰、碳中和背景下,新能源汽车迎来发展机遇,消费者对于新能源汽车的接受度逐步提高。2023年,全国25家汽车金融公司全年累计发放新能源新车贷款车辆为165.63万辆,同比增长42.93%;2023年末全国25家汽车金融公司资产新能源汽车贷款余额1653.34亿元,同比增长61.25%。在汽车产业转型升级深化、燃油车和新能源汽车竞争格局发生变化的背景下,在新能源汽车市场发展较好的汽车金融公司或将更具竞争优势。

二、经营状况

汽车金融公司资产质量整体良好,拨备水平充足,对信用风险的抵御能力较强,但行业内部各公司间不良贷款水平存在差异。汽车金融公司发放的贷款通常以融资车辆作为抵押,同时对于经销商贷款还采取保证金制度,风险缓释措施较为完善,有助于信用风险的控制;同时,汽车消费贷款有小额分散的特点,能够有效降低信用风险集中暴露的可能;此外,汽车金融公司对逾期贷款的催收及诉讼时效性较高,且贷款核销政策相对灵活,整体资产质量保持在良好水平。具体来看,国外品牌厂商背景的汽车金融公司不良贷款率较低,相比国内品牌厂商背景的汽车金融公司不良贷款率稍高,不良贷款水平差异与各家汽车金融公司的核销政策、风险偏好、风险管理水平、购车客群资质等因素均有一定关系。近年来,汽车金融公司平均不良贷款率低于1%,2023年末行业平均不良贷款率为0.58%,较2022年末下降0.13个百分点,明显低于银行业金融机构平均水平,拨备覆盖率普遍处于较高水平,面临的信用风险可控。

汽车金融公司不断拓展资产支持证券和金融债券等长期负债渠道,但期限错配所带来的流动性管理压力仍然存在,融资结构有待持续完善。目前,我国汽车

金融公司的杠杆水平普遍较高。从融资渠道来看,汽车金融公司融资渠道主要包括银行借款、股东存款、发行资产支持证券和金融债券等。2023年,共有15家汽车金融公司发行了38单资产支持证券,发行规模合计1799.77亿元;共有5家汽车金融公司发行了8单金融债券,发行债券本金合计133亿元,均为2年期或3年期,以3年期为主,2024年以来亦有2家汽车金融公司首次发行金融债券。银行借款是汽车金融公司最主要的融资渠道,但由于借款期限主要集中在1年以内,与资产端贷款普遍2~3年的期限相比,存在明显的期限错配情况,流动性管理压力较大。一方面,汽车金融公司需进一步加大资产支持证券、金融债券的发行力度以拉长负债久期;另一方面,汽车金融公司需通过不断获取银行授信、合理做好债务到期安排等方式保证短期债务的可持续性,同时借助同业拆借市场补充短期流动性。

汽车金融公司资本整体处于充足水平。一方面,汽车金融公司股东增资及持续的利润留存使其资本逐步积累;另一方面,部分汽车金融公司业务增速有所放缓甚至出现负增长,贷款投放对于资本的消耗作用明显减缓,亦推高资本充足率。2023年,共有3家汽车金融公司完成增资。截至2023年末,汽车金融行业平均资本充足率为24.57%,较2022年末上升1.26个百分点。

汽车金融公司在强监管的环境下整体经营稳健,但需关注控股股东的信用状况对汽车金融公司可能带来的影响。汽车金融公司不良贷款率、拨备覆盖率、资本充足率等关键性指标均保持在良好水平,自身经营及财务风险可控。但近年来,我国车企违约事件增多,行业风险有所上升,若汽车厂商信用水平恶化,将一定程度上对旗下汽车金融公司形成拖累,导致流动性风险和偿付风险的发生。

三、监管与支持

汽车金融公司作为持牌金融机构接受行业监管,



行业监管加强使得汽车金融公司的经营更加标准化和规范化,多项政策的出台也旨在促进汽车行业的快速恢复,支持汽车金融公司的健康发展。

2022年7月,商务部等17部门印发《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》,支持新能源汽车购买使用,加快活跃二手车市场,促进汽车更新消费,丰富汽车金融服务,鼓励金融机构在依法合规、风险可控的前提下加大汽车消费信贷支持;国家发展改革委于2023年7月31日发布的《关于恢复和扩大消费的措施》中亦提出“优化汽车购买使用管理”“扩大新能源汽车消费”。

为加强汽车金融公司监管,推动行业高质量发展,进一步提升服务实体经济质效,国家金融监督管理总局修订发布了《汽车金融公司管理办法》(以下简称“《办法》”),并已于2023年8月11日起施行。《办法》主要修订内容体现在风险管理、业务范围、公司治

理及内部控制、境外业务等方面,例如增加风险管理要求,增设流动性风险监管指标;取消股权投资业务,引导汽车金融公司聚焦主业;将汽车附加品融资列入业务范围,允许售后回租模式的融资租赁业务,明确汽车金融公司可以在全国范围内开展业务,以适应汽车行业高质量发展的市场需求;对出资人准入门槛提出更高要求,强化股东对汽车金融公司的支持力度,要求汽车金融公司应当在公司章程中载明“主要股东必要时向公司补充资本,在公司出现支付困难时给予流动性支持”,适当扩大股东存款范围,同时取消定期存款期限的规定;加强汽车金融公司股东对外转让、质押股权的相关管理要求,要求股东承诺不将所持有的汽车金融公司股权进行质押或设立信托,同时新增股东权益性投资占比的要求;新增公司治理与内部控制要求,重点规定了股权管理、“三会一层”、关联交易、信息披露等方面的监管要求;允许设立境外子公司,支持我国汽车产业“走出去”。《办法》的贯彻落实将有利于汽车金融公司提高风险防控意识,提升公司治理及和内部控制规范性及信息披露透明度,推动汽车金融公司发挥自身专营汽车消费信贷的专业优势,做精专业、强化服务,提高服务实体经济的效率和水平。

2024年2月,国家金融监督管理总局发布《汽车金融公司监管评级办法》(金规〔2024〕1号),汽车金融公司的监管评级要素包公司治理、资本管理、风险管理、专业服务能力、消费者权益保护、信息科技管理等六个部分,监管评级指标由定量和定性两类评级指标组成;监管评级结果从优到劣分为1—5级和S级,其中1—3级进一步细分为A、B两个档次;监管评级结果将作为监管机构制定及调整监管规划、配置监管资源、采取监管措施和行动的主要依据以及业务分级分类监管的审慎性条件,整体来看监管评级越高,可以开展的业务范围越广。《汽车金融公司监管评级办法》的出台将使得汽车金融公司的经营管理更加标准化和规范化。■

2024年融资租赁ABS存续期跟踪表现

文 | 联合资信 刘斯怡 杨知知 陈蕙琨

一、融资租赁ABS相关政策情况

2024年上半年，市场延续了2023年的政策基调，持续完善资产证券化的业务规范，继续鼓励租赁公司业务结构向绿色低碳方向转型。

资产证券化资产相关业务规范

2024年1—7月，上海证券交易所和深圳证券交易所相继发布了多项业务指引，涉及资产形成、风险识别和信息披露等方面，持续完善资产支持证券的发行及存续期管理方面的规范。融资租赁ABS作为资产证券化市场中重要的资产类型，相关业务指引的规范亦适用于融资租赁ABS产品。

2024版《资产证券化业务基础资产负面清单指引》（以下简称“《负面清单》”），响应化解地方政府债务的方针，明确将不符合地方政府性债务管理有关

规定或者新增地方政府性债务的基础资产纳入《负面清单》。这一规定限制了融资租赁公司平台类资产的准入标准。存续期信息披露相关业务指引将有助于提高融资租赁资产证券化运行的规范性和透明度，使投资者能够全面、持续地评估产品风险，进一步维护投资者的合法权益（见表1）。

鼓励绿色转型发展方向

2024年7月31日，国务院发布了《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》（以下简称“《意见》”），其中提到丰富绿色转型金融工具。《意见》指出，鼓励地方政府通过多种方式降低绿色债券融资成本，积极发展绿色股权融资、绿色融资租赁、绿色信托等金融工具，有序推进碳金融产品和衍生工具创新。在融资租赁公司转型需求背景下，《意见》的发布进一步为租赁公司及结构化金融产品向绿色金融领域发展提

表1 2024年1—7月资产支持证券发行相关政策

日期	发布主体	文件名称	主要内容
2024年1月	深圳证券交易所	《深圳证券交易所债券发行业务指南第1号——公司债券（含企业债券）和资产支持证券发行上市挂牌业务指南（2024年修订）》	明确资产支持证券发行上市挂牌工作要求，规范申请材料编制及相关业务办理流程
2024年3月	上海证券交易所	《上海证券交易所资产支持证券业务规则》《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第5号——资产支持证券持续信息披露》	明确挂牌条件、信息披露、持有人权益保护、自律监管等要求，规定年度资产管理报告、年度托管报告和明确资信评级报告等的披露要求
	深圳证券交易所	《深圳证券交易所资产支持证券业务规则》《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第1号——定期报告》《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第2号——临时报告》《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第3号——信用风险管理》	全面系统地规定了资产支持证券从发行、挂牌转让到存续期管理的全周期业务要求，明确了信息披露义务人的职责，详细规定了信息披露的一般要求、重大事项的具体披露标准，进一步规范资产支持证券存续期信用风险管理业务
	中国证券投资基金业协会	《资产证券化业务基础资产负面清单指引》	明确资产证券化业务不允许不符合地方政府性债务管理有关规定或者新增地方政府性债务的基础资产

资料来源：联合资信整理

供了政策引导。

二、融资租赁ABS¹市场发行情况

2024年1—7月，融资租赁ABS整体发行节奏略有放缓，发行机构的头部效应明显，租赁物中机械设备占比提高，发行利率整体呈明显下行趋势。

市场发行情况

2024年1—7月，融资租赁ABS市场呈现稳中有降的态势。在企业融资节奏放缓及融资租赁业务结构性调整的背景下，市场整体规模略有收缩，资产结构持续优化。

2024年1—7月，融资租赁ABS共发行135单，融资租赁ABS发行总规模达1252.27亿元；受平台类资产入池受限、部分头部融资租赁公司信用债发行规模提升挤占了ABS发行量等因素的影响，融资租赁ABS发行单数和发行规模分别较去年同期下降11.18%和下降17.04%（见图1）。2024年1—7月，全市场资产支持证券（含交易所和银行间市场）发行规模为

9631.34亿元，较2023年同期小幅下降1.71%；融资租赁ABS的发行规模占资产证券化市场总规模的比例由15.40%降至13.00%，融资租赁ABS发行市场整体呈现出萎缩趋势。

发行场所方面，交易所市场仍然是融资租赁ABS发行的主要场所，银行间市场呈现快速增长态势（见图2）。2024年1—7月，交易所市场发行106单融资租赁ABS，发行规模1044.37亿元，占融资租赁ABS发行总规模的83.40%，发行规模同比下降16.81%。银行间市场发行29单融资租赁ABS，发行规模207.90亿元，占融资租赁ABS发行总规模的16.60%，发行规模同比下降11.92%。银行间市场发行的融资租赁ABS产品中，ABCP占比达55.74%，ABCP作为一种短期融资工具，其发行的增加表明市场对流动性管理需求增加，反映出投资人当下倾向于灵活、短期的证券化产品。

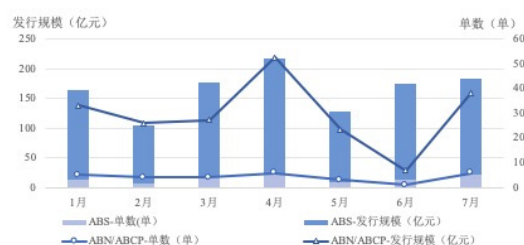
资产细分类型上，对公租赁类ABS仍占主导地位，小微租赁类ABS占比有所增加，融资租赁ABS发行资产的结构变化初步显现。2024年1—7月，对公租赁类ABS和小微租赁类ABS分别发行103单和32单，发行规模分别为889.81亿元和362.45亿元，发行规模占比

图1 2023年1—7月及2024年1—7月融资租赁ABS发行单数及发行规模情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2024年1—7月融资租赁ABS分市场发行规模及单数情况



数据来源：Wind，联合资信整理

¹融资租赁 ABS：包含交易所及银行间融资租赁资产证券化产品，市场发行统计中未将租赁公司的汽车金融资产纳入统计范围。

分别为71.06%和28.94%。伴随普惠金融政策的持续推进，租赁公司对小微租赁的业务投放力度的加大，2024年1—7月，小微租赁类ABS发行规模波动增加，发行规模占比有所提升（见图3）。

绿色资产支持证券发行方面，2024年1—7月，融资租赁ABS发行绿色资产支持证券产品22单，发行规模157.56亿元，发行规模占比12.58%。产品创新方面，融资租赁ABS主要围绕基础资产进行产品创新，入池资产为绿色低碳能源环保行业的融资租赁、科技创新企业生产设备融资租赁、中小企业设备升级融资租赁。融资租赁ABS的产品创新，体现出市场对绿色、科技创新和中小企业等融资租赁业务的认可，租赁业务逐步回归融物及绿色融资租赁业务的发展方向。

发起机构/原始权益人情况

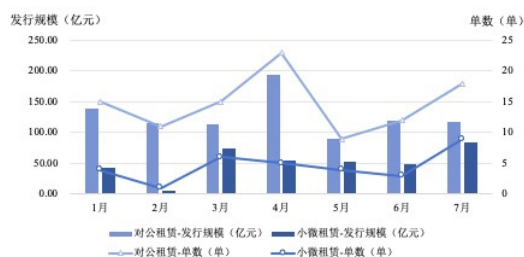
2024年1—7月，融资租赁ABS市场的原始权益人/发起机构仍呈现出多元化的趋势，原始权益人/发起机构的户数较2023年同期基本持平。前十大原始权益人/发起机构较2023年同期变化较大（见图4），除远东租赁、徐工租赁的发行规模同比增长外，前十大原始权益人/发起机构整体发行规模较2023年同期下降15.14%。

2024年1—7月，融资租赁ABS前十大原始权益人



/发起机构的发行规模合计占比51.09%，头部机构优势地位仍然明显。分市场看，交易所市场的前十大原始权益人的发行规模占比为55.02%，交易所市场参与主体及行业更加多元化，领先者优势明显；银行间市场的前十大发起机构的发行规模占比为79.28%，呈现出较强的头部效应。其中，远东租赁、越秀租赁、中航租赁均发行了较大规模的企业ABS和ABN/ABCP产品，在交易所市场及银行间市场均具备丰富

图3 2024年1—7月融资租赁ABS分类型发行规模及单数情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图4 前十大原始权益人/发起机构情况



注：未将租赁公司的汽车金融资产纳入统计范围
数据来源：Wind，联合资信整理

的产品发行经验及较强的融资能力。

租赁物情况

2024年1—7月，融资租赁ABS入池资产涉及的租赁物结构有所调整，机械设备的租赁投放有所提高，融资租赁公司逐步回归“融物”本源。

受地方政府债务相关政策影响，2024年1—7月，入池租赁物为公共服务类设备的资产证券化产品发行规模整体呈波动下降趋势。受益于租赁公司回归服务实体经济的相关政策引导，机械设备类²作为租赁物的租赁投放规模有所提高，与2023年同期相比，2024年1—7月租赁物为机械设备类的发行规模占比由45.09%提高至50.08%，公共服务类设备的发行规模占比由51.26%下降至41.63%（见图5）。

发行利率

中国经济继续保持稳定复苏态势，叠加市场流动性相对充裕带来的债券市场利率下行，2024年1—7月，融资租赁ABS的AAAsf、AA+sf、AAsf级别优先级证券平均发行利率分别为2.75%、4.06%、4.95%，

分别较去年同期下降92bps、111bps、15bps，融资租赁ABS的发行利率呈现明显下行趋势（见图6）。

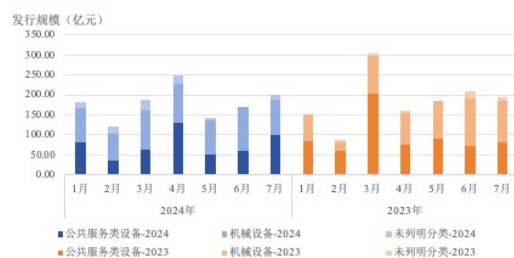
2024年1—7月已发行的融资租赁ABS证券级别集中分布于AAAsf和AA+sf，预期期限集中分布于2年期及以下。对于AAAsf级别证券，各期限AAAsf级别优先级证券发行利率处于1.87%~4.50%之间，平均利差（以中债中短期票据收益率为基准，下同）51bps，其中，1年期及以下产品平均发行利率为2.52%，较去年平均水平下降79bps；1~3年期产品平均发行利率为2.90%，较去年平均水平下降95bps。对于AA+sf级别证券，各期限AA+sf级别优先级证券发行利率处于2.64%~6.00%之间，平均利差为179bps，其中，1~3年期产品平均发行利率为4.10%，较去年平均水平下降106bps。

增信方式

从增信方式看，母公司/股东增信（统称为关联方增信）仍占主导，大部分产品的外部增信仍依赖母公司或股东方提供的信用支持。

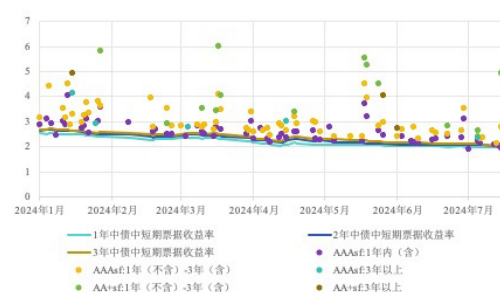
2024年1—7月，引入外部增信方式的融资租赁

图5 不同类别租赁物的融资租赁ABS发行规模情况（单位：亿元）



注：此处统计综合考虑Wind及CNABS统计的资产类型等公开资料和内部资料；无法从公开资料判断的资产类型归入“未列明分类”
数据来源：Wind，联合资信整理

图6 2024年1—7月融资租赁ABS各期限AAAsf级别优先级证券发行利率与AAA中债中短期票据收益率对比情况（单位：%）



数据来源：Wind，联合资信整理

² 机械设备类主要包括工程机械、医疗设备、农业设备、电力设备和环保专用设备，具备一定的处置回收价值。

ABS发行规模占比为97.32%。其中，关联方增信占比50.67%，原始权益人自身增信占比43.87%，第三方专业机构担保占比2.78%。从增信主体信用等级来看，综合企业融资需求的成本考量以及准入门槛，增信主体信用等级仍以高级别为主，增信方信用等级为AAA和AA+占比分别为86.23%和10.14%（见图7）。

首次评级情况

从优先级证券首次评级级别来看，一方面多重增信措施显著提升了证券评级，另一方面大多数投资人严格的准入门槛要求使得低级别优先级证券难以发行，融资租赁ABS仍以高信用等级为主。2024年1—7月，AAAsf级和AA+sf级的优先级证券规模合计占比93.98%，其中，AAAsf级证券占比同比上升，主要与发行主体信用质量提升、增信措施加强等因素有关（见图8）。

三、存续期资产表现情况

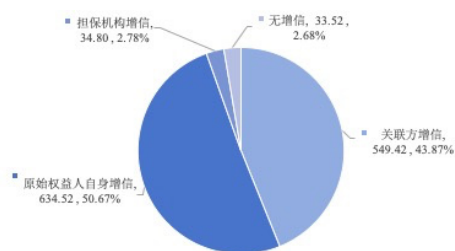
资产质量表现

由于小微租赁ABS和对公租赁ABS的基础资产特征存在较大差别，这两类ABS在存续期间的资产表现仍有一定差异。

小微租赁ABS的资产池通常由数百至数千笔小额租赁资产组成，单笔资产入池金额相对较小，因此，资产池具备较高的分散度，回款现金流也较为均匀。存续期间，一方面，资产池规模随着单笔资产逐期还款而减小，小微租赁ABS的资产池集中度在存续期间变化不大；另一方面，小微租赁ABS虽然承租人信用水平相对较低，但资产池较为分散，使得存续期内单户承租人的逾期对资产池整体表现影响较小。因此，存续期间，小微租赁ABS的资产整体信用质量相对稳定。随着剩余期限的缩短，资产池风险敞口逐渐降低，小微租赁ABS的资产质量通常能有一定的提升。

对公租赁ABS通常由100笔以内的大额租赁资产构成，资产池中单笔资产占比可能在10%以上，因此，对公租赁ABS的资产池分散度较低且可能受到单笔资产表现的显著影响。存续期间，部分租赁资产到期可能导致对公租赁类ABS资产池集中度显著上升；或高/低信用质量的资产到期，导致存续资产池的资产信用质量有所下降/提高，使得对公租赁ABS的资产质量并不完全随着产品剩余期限的缩短而提升。由于单笔或几笔资产的存续与否直接影响资产池的整体表现，存续期内对公租赁类ABS的资产质量变化存在分化。

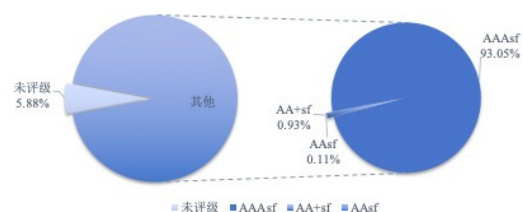
图7 2024年1—7月融资租赁ABS增信方式分布



注：针对多种增信方式的同一产品，以增信主体级别最高的增信方式作为统计口径

数据来源：Wind，联合资信整理

图8 2024年1—7月融资租赁ABS证券发行级别分布



数据来源：Wind，联合资信整理

级别迁徙情况

根据2024年1—7月交易所和银行间融资租赁ABS样本中获取的跟踪评级数据，全部528只优先级和中间级证券兑付情况良好，跟踪级别未出现下调情况（见表2）。截至本年7月末，在首次评级AA+sf（含）及以下的66只证券中，共34只证券（占比为51.52%）的跟踪级别涉及“调高”，级别调高的原因主要包括：剩余资产整体资信水平有所提升；超额利差累积形成了较高的超额抵押，使剩余优先级证券获得的信用支持提升；资产池剩余期限缩短，使得资产池现金流不确定性降低；增信机构资信水平提升等。

四、总结与展望

2024年融资租赁ABS市场主要特点总结

2024年1—7月，融资租赁ABS市场呈现出多方面的积极变化，原始权益人/发起机构数量保持稳定，市场活跃度保持；小微租赁资产、机械设备类租赁物占比上升，反映了融资租赁业务对实体经济的支持和产业升级响应。受益于宏观经济稳定和充裕的流动性，融资租赁ABS的发行利率整体下行，特别是高级别优先级证券融资成本显著降低。2024年1—7月，51.52%的AA+sf（含）及以下证券涉及级别上调，无证券级别下调情况，融资租赁ABS产品表现稳中向好。

市场发展趋势与展望

在对城投平台融资监管趋严背景下，融资租赁公司业务规模持续收缩，且面临较大的业务转型压力。平台类、弱处置性租赁物的租赁资产作为入池资产发行ABS的难度加大，融资租赁ABS的基础资产供给量或有所不足，预计短期内将限制融资租赁ABS发行规模的增长。头部综合类融资租赁公司因其业务多元化将延续ABS发行的优势地位，在平台类资产发行受限的情况下，可以将产业类、小微类资产用于ABS产品的发行，融资租赁ABS市场的产品结构或将持续调整，小微租赁ABS的占比或将持续提升，而以平台类资产为主的对公租赁ABS的占比预计进一步下降。同时，发行人结构也将发生变化，平台类业务为主的租赁公司发行量或将继续下降，综合类租赁公司发行量或将保持相对稳定。

考虑到对公租赁ABS中平台类业务已具备一定规模，需警惕尾部区域平台类资产信用风险的释放对对公租赁ABS资产表现的影响。小微租赁ABS因资产分散性高、资产表现稳定的特点有望吸引投资人的青睐。

政策鼓励下，绿色低碳、科技创新及普惠金融类租赁业务将成为重要发展方向，创新型产品将继续涌现。此外，融资租赁ABS信息披露逐渐规范化、透明化将有利于投资者价值判断，保护投资者权益，促进融资租赁ABS产品的良性发展。///

表2 交易所和银行间融资租赁ABS产品证券跟踪级别变化情况（单位：只）

日期	AAAsf	AA+sf	AAsf	AA-sf	A+sf	Asf	总计
AAAsf	462	-	-	-	-	-	462
AA+sf	27	31	-	-	-	-	58
AAsf	-	4	1	-	-	-	5
AA-sf	-	2	-	-	-	-	2
A+sf	-	-	-	-	-	-	-
Asf	-	-	-	1	-	-	1
总计	489	37	1	1	-	-	528

数据来源：Wind，联合资信整理

中方鼓励非洲主体来华发行熊猫债， 熊猫债发行主体有望进一步多元化

文 | 联合资信 主权部

9月5日，中非合作论坛北京峰会开幕，中国国家主席习近平发表主旨讲话，提议将中国同所有非洲建交国的双边关系提升到战略关系层面，将中非关系整体定位提升至新时代全天候中非命运共同体。未来三年，中国政府愿向非方提供3600亿元人民币额度的资金支持，包括提供2100亿元人民币信贷资金额度、800亿元人民币各类援助、推动中国企业对非投资不少于700亿元人民币。此外，中方还将鼓励和支持非方在华发行熊猫债。

近年来熊猫债市场发展较快，但截至目前非洲只有埃及政府发行过熊猫债

得益于中国境内相对较低的融资成本优势持续凸显、熊猫债相关制度优化政策持续出台、人民币国际化进程不断加快等因素，近年来熊猫债市场持续火热，2023年熊猫债发行量创历史新高，全年发行量首次突破1500亿元大关。2024年1—8月，熊猫债发行市场持续火热，发行总额超1400亿元，创下历史同期的最高记录，已经超过2023年全年熊猫债发行总额的90%。2024年以来，熊猫债市场发行呈现出以下特点：一是平均发行利率进一步下行，由2023年的2.88%下降至2.41%，仅比10年期国债收益率平均值高7BP左右，熊猫债的融资成本优势进一步凸显；二是外资机构发行熊猫债的规模占比明显提升，由2023年的11%提升至22%左右，熊猫债市场活跃度得到进一步提升；三是平均发行期限（剔除短融和超短融）明显拉长，从

2023年的3.41年提高至4.31年左右，其中10年期熊猫债发行只数从2023年的1只大幅增长至8只。展望未来，在美联储降息预期放缓及国内货币政策环境有望持续保持宽松的背景下，熊猫债有望凭借其融资成本优势维持较高的吸引力，2024年全年发行量有望首次突破2000亿元人民币。

从熊猫债发行人的全球分布来看，亚洲和欧洲地区占据绝对主流，相比而言来自非洲地区的熊猫债发行人相对较少，截至目前只有埃及政府发行过熊猫债。2023年10月，埃及政府在中国银行间市场成功发行首笔可持续发展熊猫债，金额35亿元人民币，期限3年，由亚洲基础设施投资银行（“亚投行”）与非洲开发银行（“非开行”）共同担保。本次发行所募集的资金将用于支持埃及实现其《可持续主权融资框架》所确定的包容性增长和绿色发展目标。

非洲主体来华发行熊猫债有望增多，当地多边开发银行有望发挥更大作用

在中国境内融资成本有望维持相对低位及中国政府相关政策的支持下，预计未来一段时期内非洲主体来华发行熊猫债有望增多，熊猫债发行主体有望进一步多元化。但从信用评级的角度来看，非洲主体的信用评级资质普遍较弱，只有博茨瓦纳、毛里求斯等少数非洲国家拥有投资级的国际评级。信用评级偏低或将给非洲主体来华发行熊猫债造成不利影响，此外境内投资者对于非洲相关主体不太熟悉也会带来一定阻碍。

在此背景下,我们认为当地的多边开发银行有望在非洲主体来华发行熊猫债的过程中发挥更大作用。相比于主权政府,非洲当地的多边开发银行信用资质相对较好,例如国际三大评级机构对非开行的评级均为AAA级,非洲进出口银行、西非开发银行、东南非贸易与开发银行等也都获得了投资级的国际评级。因此,这些多边开发银行可以凭借其相对较高的信用资质及知名度来华直接发行熊猫债,然后再将募集资金以贷款的形式提供给有人民币融资需求但信用资质相对较差的非洲政府或企业。对于这些多边开发银行自

身而言,发行熊猫债可以丰富其资金来源,在美元融资成本高企的背景下增加人民币融资也有助于降低其综合融资成本。

另一方面,非洲当地的多边开发银行也可以借鉴埃及政府成功发行熊猫债的经验,为当地信用资质相对较弱的主体发行熊猫债提供担保,这可以为相关债券提供额外的可信度和吸引力,有助于提高其发行的成功率。此外,非洲当地的多边银行也可以选择与亚投行、新开发银行、亚洲开发银行等信用资质更好的多边开发银行进行合作担保,以降低相关担保风险。///

万象更新: 中资离岸债券发行明显转暖, 高收益美元债回报率领跑市场

文|联合资信 张 敏

一、中资离岸债券市场发行环境

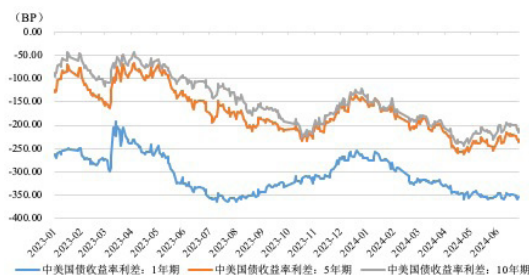
中美货币政策持续分化导致中美国债收益率利差继续波动走扩;中国政府加大对城投债务的管控力度导致城投企业境内融资渠道持续收紧,大量再融资需求旺盛的城投企业转战点心债市场

融资环境方面,2024年上半年,美国通胀数据出现反复、美联储暗示将维持更长时间的紧缩货币政策导致市场降息预期摇摆不定,各期限美债收益率先涨后跌。另一方面,中国人民银行自年初以来接连降准、降息继续放松货币政策使得各期限中国国债收益率走低,中美国债收益率利差较2023年末进一步走扩(见图1)。

政策环境方面,3月发布的政府工作报告提出,统

筹好地方债务风险化解和稳定发展,进一步落实一揽子化债方案,妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制,完善全口径地方债务监测监管体系,分类推进地

图1 2023—2024年6月中美国债收益率利差



数据来源: 联合资信整理

方融资平台转型。进一步明晰中央政府对地方城投企业债务处置的监管态度以及城投企业未来的发展方向。4月召开的中共中央政治局会议指出,要深入实施地方政府债务风险化解方案,确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。进一步压实地方政府债务化解责任。境内融资渠道层层收紧导致城投企业、特别是离岸债券到期压力较大的部分城投企业转战点心债券市场进行离岸人民币债券融资以实现债务滚续。

二、中资离岸债券一级发行情况¹回顾

受益于融资环境放松、存续主体再融资需求强劲以及部分违约主体成功进行债券重组,2024年上半年离岸债券市场发行规模明显转暖;中资美元债新发规模明显上涨,离岸人民币债券发行量小幅下跌

2024年上半年,中资离岸债券市场共新发债券571只,发行规模达573.53亿美元,同比上涨28.37%,创2022年下半年以来新高。

具体来看,2024年上半年,中资离岸美元债券发

行规模较2023年同期(254.75亿美元)大幅上涨至385.02亿美元,同比增长51.13%。由于美国通胀比市场预期更具黏性、且美联储表态频频打击市场降息预期,美债利率在2024年初呈上升趋势。随着通胀重回下降区间、劳动力市场出现放缓,市场降息预期有所升温,美债利率也随之下行,中资离岸美元债券发行环境得到一定改善。大量离岸城投美元债券在上半年到期,债务集中到期催生的借新还旧需求刺激大批企业发行离岸债券进行再融资,推动了离岸债券发行规模增长。除此之外,房地产发行人的大规模违约债券重组计划也促进了离岸美元债券的发行增长。

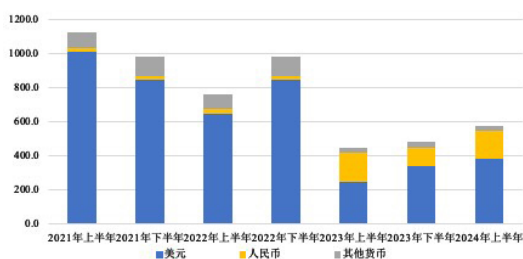
另一方面,由于监管部门在2023年年中出台了监管政策,收紧对自贸区债券的发行管理要求,自贸区债券自2023年下半年以来再无新发,2024年上半年发行的中资离岸人民币债券均为点心债券。2024年上半年,由于中国政府及监管部门对城投企业的融资活动提出了更多限制措施,中资离岸人民币债券发行规模同比小幅下降0.06%至167.32亿美元(见图2)。

金融机构发行表现较上年变化不大;强劲的再融资需求推动离岸城投债券实现明显增长;中资房地产开发商信用风险事件不断导致房地产债券发行继续受抑

从发行主体行业分布看,金融板块仍是中资离岸债券一级市场规模最大的主要发行板块。2024年上半年,中资离岸金融债券发行规模较2023年同期上涨5.4%至216.39亿美元,但发行规模占中资离岸债券发行总额的比重同比下降了8.24个百分点至37.73%(见图3)。

2024年前几个月,城投企业以发行点心债券为主。由于部分城投企业、特别是信用资质较弱的发行主

图2 中资离岸债券发行情况(单位: 亿)



数据来源: 联合资信整理

¹ 所有数据统计以发行日期为准。

体无法承担巨额本金偿付, 尽管融资成本较高, 多数城投企业仍急于筹资以进行债务滚续。为提高发债效率, 许多城投企业不再发行1年期以上的债券, 转而发行364天离岸票据, 但该类票据的发行在2024年3月监管意见出台后迅速中断。尽管中央政府仍对城投企业的离岸债券发行施以严格监管、且离岸美元债券的发行成本远高于离岸人民币债券, 但大量离岸债务在2024年二季度集中到期促使城投企业加快离岸美元债券发行节奏。总体来看, 2024年上半年, 中资离岸城投债券发行规模由2023年同期的114.75亿美元激增至207.97亿美元, 同比增速高达81.23%; 离岸城投债券发行规模占离岸债券发行总额的比重同比大幅上涨逾10个百分点至36.26%。

房地产板块是唯一发行规模同比下降的主要板块。2024年上半年, 中资房地产离岸债券新发只数由2023年同期的22只下降至仅14只, 债券发行规模几近腰斩, 发行总额仅为39.70亿美元, 其中94.4%的新发债券来自违约债券重组计划, 新发债券规模占离岸债券发行总额的比重与2023年上半年(14.35%)相比下滑至7%以下。具体来看, 4月和5月没有新发房地产离岸债券; 1月、2月和6月的单月新发行规模均在10亿美元以下。

金融板块是发行成本最低的主要板块; 房地产板块虽然发行成本大幅下滑, 但仍是平均发行票息

最高的主要板块, 城投是发行票息唯一上涨的主要发行板块

2024年上半年, 美联储加息预期摇摆不定导致美债利率波动下行, 叠加大批信用资质较弱的发行主体退出中资美元债市场, 中资离岸债券市场发行成本大幅下跌, 2024年上半年平均发行票息为5.24%, 同比大幅下跌675.15个BP (见图4)。

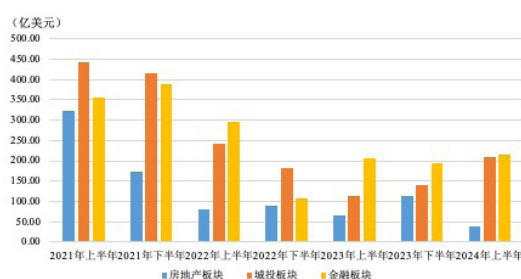
受益于发行主体信用资质普遍较好、以及此前发行高息小额美元金融票据的主体转向发行票息较低的人民币金融票据, 金融板块平均发行票息较上年同期下降至4.75%, 同比大跌逾800个BP, 是唯一发行成本下降至5%以下、且票息跌幅最大的主要发行板块。

城投企业发债需求激增导致发行成本小幅上涨, 2024年上半年平均发行票息较上年同期上涨了13.19个BP至5.73%, 是主要板块中唯一成本同比上涨的发行板块。

由于房地产板块绝大部分新发债券为违约企业债券重组计划下的新发债券和涉险企业交换要约项下发行的美元债券, 债券发行票息主要由重组计划和交换要约条款决定, 平均发行票息受外界因素的影响较小。2024年上半年, 房地产板块平均发行票息较上年同期下跌了81.48个百分点至5.90%, 是发行成本最高的主要发行板块。

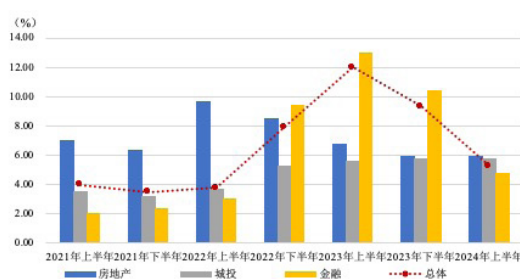
发行架构方面, 采用直接发行架构的债券比重明

图3 近年各板块离岸债券发行趋势



数据来源: 联合资信整理

图4 中资离岸债券主要板块平均票息对比



数据来源: 联合资信整理

显增加，以备用信用证架构进行增信的中资离岸债券发行规模出现下滑

从发行架构²来看，2024年上半年，采用直接架构发行的中资离岸债券规模较2023年同期大幅上涨了67.92%至345.30亿美元，其占离岸债券发行总额的比重也同比上涨了逾14个百分点至60.21%，成为2024年上半年最受欢迎的发行架构。以担保架构发行的中资离岸债券新发规模达184.57亿美元，同比增长了5.15个百分点，但其占离岸债券发行总额的比重却同比下滑了7.11个百分点至32.18%。使用备用信用证进行增信的债券规模较上年同期明显下降，新发债券规模仅为39.19亿美元，其发行规模占离岸债券发行总额的比重也较上年同期下降至7%以下（见图5）。

中资离岸债券的评级意愿有所反弹，附评级发行离岸债券规模持续增长，但高收益债券已经绝迹，无评级债券发行规模占比有所下滑

从债券评级表现来看，近几年中资房地产企业在离岸债券市场不断出险、国际评级机构调整对中国主权评级展望以及诸多大型中资资管公司和房地产企业的评级结果导致投资者对离岸债券信用风险偏好有

所下滑，选择附评级发行的债券规模持续增加。2024年上半年，附评级发行的中资离岸债券规模达264.16亿美元，同比大幅增长了74.54个百分点，且全部为投资级债券。由于离岸债券市场主体持续进行“动态清洗”，信用资质较弱的发行主体已基本退出中资离岸债券市场，自2023年下半年以来，新发行的高收益债券已经绝迹。

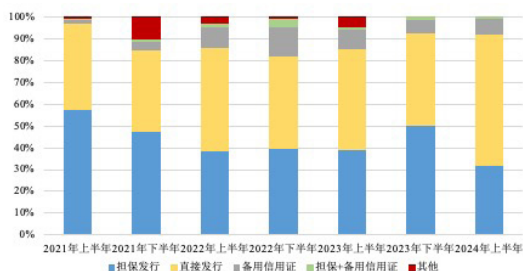
2024年上半年，无评级³中资离岸债券的发行规模虽同比增长了8.38个百分点至309.37亿美元，但其占中资离岸债券发行总额的比重同比大跌近10个百分点至53.94%（见图6）。

三、中资离岸债券二级市场表现

尽管中资房地产企业在离岸债券市场仍有出险，但受益于中国监管部门和金融机构不断出台政策刺激房地产行业积极发展，中资美元债回报率在上半年波动上行，高收益美元债回报率领跑市场表现

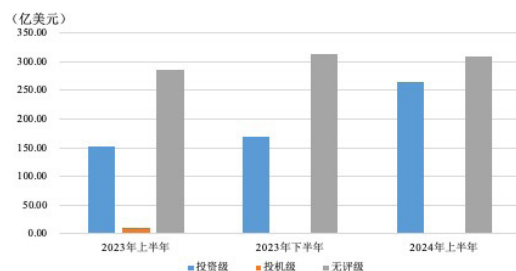
截至2024年6月30日，Markit iBoxx中资美元债指数总回报率收于3.49%。投资级美元债回报率略低

图5 中资离岸债券发行架构分布（发行规模占比）



数据来源：联合资信整理

图6 中资离岸债券评级表现



数据来源：联合资信整理

² 根据数据及实际发行情况，我们将中资离岸债券发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保+维好协议双重架构、维好协议发行、备用信用证发行和担保+备用信用证发行等。

³ “无评级债券”指国际三大评级机构均未给予级别的债券，以下同。

于中资美元债整体表现,上半年回报率收于2.30%。高收益美元债是同期回报率最高的主要板块,上半年回报率收于11.76%,领跑市场表现(见图7)。

具体来看,2023年末一线城市放松房屋限购要求使市场情绪有所缓和,随后中国人民银行先后宣布降准、降息使高收益美元债回报率受鼓舞有所上行;4月末以来,中共中央政治局会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施,中国人民银行接连发布通知放松购房贷款条件、下调个人住房公积金贷款利率,各项支持政策带动中资美元债市场情绪全线转暖,其中以房地产美元债为主的高收益美元债回报率受鼓舞大幅上行,远超市场整体表现;投资级美元债回报率虽也受到一定提振波动上涨,但涨幅相对较小。

2024年上半年中资离岸债券违约规模有所回落,违约主体仍集中在房地产企业

2024年上半年,中资离岸债券违约规模较去年有所回落,违约未偿额为96.93亿美元,其中离岸美元违约债券规模高达88.34亿美元,占违约债券未偿总额的比重逾90%(见图8)。

2024年上半年出现违约的中资离岸债券仍集中在房地产行业。市场关于美联储的加息预期反复导致美债收益率波动上行,美元融资成本仍处于相对高位,部分未偿美元债务规模较大的房地产企业难以承担较高

的再融资成本。另一方面,尽管监管部门及金融机构积极出台刺激政策以期提振房地产市场表现,但市场反应相对平淡,房屋销售表现疲软、房屋销售价格也有所下滑,房地产企业回款进度相对较慢,较难实现通过营业收入履行债务偿付义务的目的。

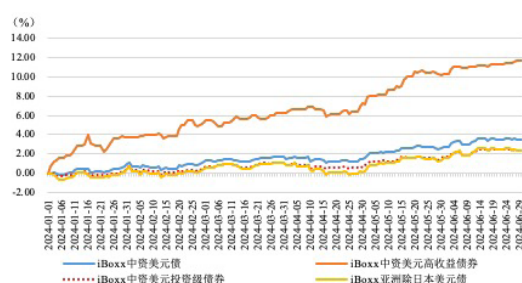
四、2024年下半年中资离岸债券市场展望

美联储主席鲍威尔公开讲话暗示降息在即,美国货币政策转向近在眼前;中国人民银行7月再度降息保持流动性合理充裕,中美货币政策预计将由分化转为趋同,中美国债收益率利差有望收窄,中资美元债融资环境将继续修复

2024年8月,美联储主席在备受瞩目的杰克逊霍尔全球央行会议上首度对改变货币政策给予正面表态,随后多位美联储重要官员发声支持降息。美联储在9月降息几乎是“板上钉钉”。另一方面,中国人民银行于7月再度降息,保持流动性合理充裕。美联储即将启动政策转向意味着中美货币政策方向将由此前的分化转为趋同,美债利率下行速度或将加快,中美国债收益率利差预计将由走扩转为收窄,离岸美元债券的发行环境有望持续修复。

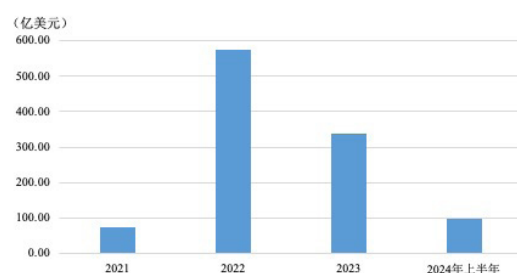
监管部门发文鼓励发行长期境外债券有望促进离岸债券市场的长远发展;134号文的出台为城投企业提

图7 2024年以来中资美元债回报率走势(%)



数据来源: 联合资信整理

图8 2021—2024年上半年中资离岸债券违约统计(以未偿额计)



数据来源: 联合资信整理

供了新的债务滚续思路，部分城投企业或回流境内债券市场

2024年7月，国家发展和改革委员会（“发改委”）发布了《支持优质企业借用中长期外债 促进实体经济高质量发展的通知》（“《通知》”），《通知》简化了优质企业发行外债的审核要求与流程，并严格界定了优质企业的标准。发改委此次发文为近两年持续低迷的离岸债券市场注入了一定信心，此前中资美元债券市场密集发生信用风险事件促使监管部门大幅收紧离岸债券发行要求，导致中资离岸债券，特别是中资美元债发行规模出现较大下滑。此次《通知》对鼓励发债的主体资质进行了更加明确的界定，同时对债券的发行期限也做出了相应的规定，对于信用资质较好的主体而言境外融资功能预计将得到明显恢复。长期来看，此次发文预计将推动中资离岸债券市场的发行主体信用资质进行更深层次的“动态清洗”，利好中资离岸债券的健康、长久发展。除此之外，鼓励发行长期境外债券还将推动改善境外债券期限结构，延长债务偿付期限、减轻短期偿付压力。

除了《通知》之外，近期监管部门下发的134号文为正在集中精力化解债务的城投企业提供了新的债务滚续思路。134号文的要点包括将35号文延期至2027年6月、允许双非债务纳入债务置换和重组范畴、不许新增1年以内的境外债，境外债可以用境内债来做借新还旧、以及城投企业退平台之后，地方政府对该主体要做至少1年的风险监测。在134号文发布之前，多数前期在离岸债券市场积累了大量未偿债务的城投企业一直苦于越来越高的境外债券发行成本以及持续收紧的境内外融资渠道。此次发文使市场对城投企业的“刚兑信仰”重拾一定信心，同时允许城投企业通过发行境内债用于境外债的“借新还旧”将利好主要在离岸债券市场进行人民币债券融资的城投发行人，且部分城投企业或因境内相对更低的发行成本、更加简便的审核要求以及更加高效的发债流程回

流至境内债券市场。对于未偿债券以美元债券为主的城投发行人而言，考虑到美元债券融资成本即将迎来较大下行空间、大额资金的汇兑风险等因素，美元债券融资需求较大的发行人预计将继续留在离岸债券市场进行外币债券融资。

未来五年，中资美元债偿付压力主要集中在2025年和2026年，且待偿债券以中资美元债为主

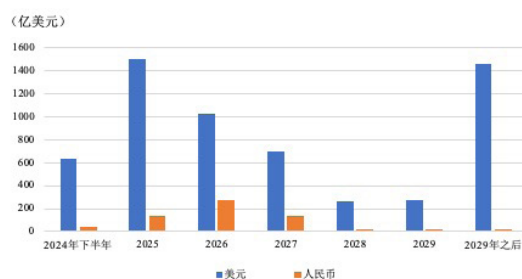
截至2024年6月末，中资离岸债券未偿总额达6784.77亿美元，其中56.6%（约3841.09亿美元）将在2024年下半年至2026年到期（见图9）。

具体来看，2024年下半年有703.62亿美元中资离岸债券到期，相当于上半年新发债券总额的182.7%，偿债高峰主要集中在2024年四季度。另一方面，2025年和2026年分别有约1768.51亿美元和1368.96亿美元的中资离岸债券到期。

从币种结构来看，未偿债券仍以美元债为主，未偿美元债券规模占中资离岸债券未偿总额的比重高达85.53%，未偿人民币债券占未偿债券总额的比重为8.46%。

总的来看，考虑到监管部门对于境外债券发行的态度有所放松、下半年债务到期规模较大、以及城投企业再融资需求依旧旺盛，预计下半年中资离岸债券将延续此前的增长态势，全年发行规模有望突破1000亿美元。■

图9 2024年下半年及之后中资离岸债券到期统计（以未偿额计）



数据来源：联合资信整理

每日收入分成凭证 (DRO) 现金流预测及评级方法研究

文 | 联合资信 邵天 官雪 孙歌珊 吴鑫磊 游诗棋 李明

一、收入分成融资简介与发展现状

收入分成融资 (Revenue Based Financing, 即 RBF) 是一种新型的企业融资方式, 企业无需提供抵押或担保, 也不需要出让企业股权, 而是通过与投资者共享企业未来一定期限内的收入增长的方式来获得资金支持。RBF理论上不改变企业的股权结构, 也不构成债权债务关系, 它被广泛认为是一种另类融资方式。在国际上, RBF融资模式已经过一段时间的发展, 特别是在美国、英国等国家。一些专业的RBF投资机构, 如Lighter Capital、Wayflyer和Uncapped等, 已经成功地为数千家企业提供了资金支持。在中国, RBF融资模式还处于起步阶段, 该模式的代表性机构为专注于大消费领域投资的滴灌通集团 (以下简称“滴灌通”)。

二、DRO资产的特点与分析

DRO的形成

每日收入分成凭证 (Daily Revenue Obligation,

即DRO) 是一种用于投资小微企业的新型工具, 该工具可使投资人在约定时间内获取被投资企业每日收入的特定比例作为投资回报。DRO的现金流来源于投资方通过资产服务机构与小微企业签署的每日收入分成合约 (Daily Revenue Contract, 即DRC) 中约定的门店收入分成。DRO与DRC是一一对映的镜像关系, 而一份DRO可以拆分为多个对应的DRO Units。

DRC的产品设计逻辑为, 投资人用现在的一笔资金以联营方式换取小微门店未来合约期内一定比例的收入, 直至合约结束。DRO的产品设计旨在使得联营门店的收入按日通过滴灌通的归集与清分, 以投资回报的方式流入投资人账户, 最终形成资金流的闭环。

从融资端看, 小微门店端作为融资人, 该融资模式没有还本付息义务, 有效降低了其刚性负债的压力。从投资端看, 银行等投资机构, 可以通过DRO产品参与到更广泛的线下消费行业投资中, 这种投资方式产生回报的时间更短, 且拥有更具潜力的未来收益水平 (见表1)。

表1 DRO资产特点

名称	DRO 投资	传统股权投资	传统债权投资
收益	按照事先约定好的分成比例, 每天从被投资企业营业收入中分账	分享股息及通过出售股权套现取得资本增值回报	定期收回本金及事先约定好的利息
风险	对投资本金和收益无索偿权	自行承担投资失败的亏损	对债务人有索偿权, 还本付息属强制性要求
投资期	等同于剩余的联合合同期限	永久, 直至出售股权	等同于债权项目的剩余存续期

资料来源: 联合资信整理

DRO资产池与常见资产池类型的比较

可以通过组合将多笔DRO形成资产池,再对其进行资产证券化。每日收入分成组合 (Daily Revenue Portfolio, 即DRP) 即是将不同门店的DRO资产集合所形成的一种投资品,可认为是一种特殊的资产证券化产品。但DRP产品与目前常见的资产证券化产品的资产类型有很大差异,常规的资产证券化评级方法无法直接应用于该类产品,但其与小微债权类资产证券化产品和收益权类资产证券化产品仍具有一定的可比性,我们在这两类项目上的经验与方法可以为DRO资产证券化的评级思路提供一定的参考。

表2展示了滴灌通提供的DRO资产和某小微债权类项目的资产池对比,二者的现金流提供方分散度较高。在行业及地区相关性方面,两个资产池的行业与区域集中度均较高,即相同行业/地区内的债务人承担相同的风险因子,而不同行业/地区的债务人所承受的风险因子差异很大。

因此,在DRO资产的评级测算时需将相同行业/地区内的关联性及不同行业/地区间的异质性同时纳入考量,但相同行业和地区的门店需要更突出其同

质性特征。

与收益权类资产类似, DRO资产的回款依赖于其对应门店的持续运营,资产的回款不具有明确的回款计划表。因此,我们对资产池未来现金流回款进行预测时,通过结合资产的历史现金流记录、门店的经营特征以及所属行业特点,综合分析影响未来债权现金流入的各种定性及定量因素,进而构建出DRO资产池的现金流预测方法。

三、DRO资产的现金流预测

如前文所述, DRO资产相较于常规债权类资产的重要区别之一在于其回款不具有明确的时间计划,因此其回款的时间分布需要 we 进行预测。在预测方式上,首先,我们根据每笔DRO的历史回款数据,并结合该笔DRO所约定的分成模式等信息,推算出该笔DRO对应门店的收入信息。其次,我们通过各项定性指标,找到最具有区分度的数据维度对门店进行分组。再次,我们将分组后的门店历史收入信息进行统计分析,找出其典型的统计特征。最后,我们依据统计特征形

表2 DRO模拟资产池和某小微债权类项目资产池的对比

项目	DRO 模拟池	某小微债权类项目
未来预计回款/未偿本金(万元)	27676.21	123012.13
合同笔数(笔)	1165	1176
门店数/债务人(户)	1165	1048
品牌数/债务人(户)	158	
单一门店DRO预计最高回款/单一债务人最高未偿本金(万元)	222.63	1444.60
单一品牌DRO预计最高回款/单一债务人最高未偿本金(万元)	2015.83	
单一门店对应DRO/债务人最高占比(%)	0.80	1.17
单一品牌对应DRO/债务人最高占比(%)	7.28	
最大行业占比(%)	23.51	21.22
最大地区占比(%)	10.59	14.26
加权平均剩余期限(年)	2.43	2.03

资料来源: 联合资信整理

成适宜的预测方法，对资产池中DRO对应的门店未来可分成收入进行预测。对于预测的效果，我们将通过资产池实际表现与预测表现的对比，对预测方法的有效性做出评价。

历史数据特征与分析

截至2024年2月末，滴灌通提供了超过1万张DRO的历史数据，且滴灌通对每张DRO对应的门店均进行了多维度的细致分类，整体上数据可分为定性数据与定量数据，丰富的数据为后续的分析提供了基础。

滴灌通的历史数据中记录了每张DRO的日回款数据，虽然数据样本量很大，但是按日取样的回款数据容易受到如节假日等外部因素的影响，从而造成波动性大、规律性弱的问题，因此很难准确地通过时间序列分析的方法对DRO的日频回款现金流进行预测。相较而言，按月统计下现金流波动曲线较为平滑，规律性比较明显。此外，考虑到证券端兑付方式为按月付息并过手摊还本金，DRO对应门店的月度回款数据对于证券的兑付比日度回款数据更有意义。因此，我们将以月为时间维度对DRO对应门店回款的历史现金流数据进行统计分析。

我们通过控制变量的方法，对行业、城市、滴灌坪三个主要定性指标进行了分析，以观察月现金流在不同定性指标分类下的表现差异。在控制其他两个变量的情况下，不同行业的现金流波动形态差异很大，不同城市等级和不同滴灌坪的现金流波动差异相对较小。

此外，从品牌运营的商业逻辑来看，由于门店的盈利模型和风险因子与品牌高度相关，而同行业内的品牌都具有相似的盈利模式与风险特征，同品牌的门店在不同城市或滴灌坪的运营逻辑则差异不大，因此，行业因子是影响门店收入的最重要因素。

综上所述，我们将以行业维度做为核心指标对门店进行分组，并对不同组别下的门店未来收入现金流进行预测。

行业光谱

由于行业为我们分组的核心指标，因此我们对线下消费行业的商业模式与典型特征进行整理与分析，以期能通过若干核心维度将线下消费行业进行尽可能精确的划分。我们从业务模式、经营风险等角度对滴灌通给出的三级行业类目进行了重新归类，构建了一套创新性的行业分类体系，并通过不同颜色区分各行业的风险差别，从而形成我们的可视化行业划分系统——行业光谱。

在行业光谱的构建上，我们的主要原则是将替代性较强的品类在光谱内归为同一行业，替代性弱或无替代性的划分为不同行业，使得同一行业的消费场景、业务模式面临的风险是类似的，而不同行业间是有较大差别的。为了建立行业光谱，我们对每个品类的行业性质、经营模式、潜在风险三大方面进行考量，并设置了六项参数来对上述方面进行精细划分，以此将各品类进行分组。表3展示了建立行业光谱分组所考量的因子，及影响该因子的定性/定量分析指标。

DRO的潜在风险主要为无法从联营门店获取现金分成的风险，该风险包含两种情形，即联营门店受到外部冲击导致无法正常运营（外部风险因子）及联营门店正常运营但由于付费模式原因无法获取现金（消费模式风险因子）两种情况。外部风险因子体现了门店在一定时期内受外部负面因素冲击的可能性：由于线下消费品牌易受舆情、政策变动等负面冲击影响，我们结合了外部信息，分析不同品牌可能遇到的外部风险，依据其外部风险评估对不同门店所属品牌进行风险分类。对于消费模式风险因子而言，由于DRO的分成收入是从联营门店每日经营所产生的现金流中扣除的根据门店当日收入所对应的分成金额，如果某类门店的绝大部分客户采用预付款模式，将会出现根据预付卡核销金额确认的收入大于当日门店收到的现金，导致出现门店正常经营而DRO无法以与现金收入模式相同的方式及时取得分成的情况。因此，我们认为采用预

付型消费占比越高的品牌，其消费模式风险越高。

综上，我们综合考虑行业性质、运营模式以及潜在风险因子，对滴灌通的细分行业类目进行了重新划分，并形成了包含27个类别在内的行业光谱体系，图1展示了部分行业光谱。

行业光谱具有三方面优势，首先，行业光谱维度扩大了可使用的有效样本量，按行业光谱取样，平均每个行业光谱分组有3208.33个按月取样的数据样本点，样本规模较其他取样方式大幅提高，其体现出的统计特征足以支撑后续的分析及测算。

其次，行业光谱将提高根据历史数据进行预测的精确性。在压力测试阶段，由于光谱中同一行业类别中的品牌具有高度相似的风险因子，而不同行业类别风险因子差异较大，因此可以精确地对不同行业的品牌进行不同的风险考量。

最后，行业光谱有助于对历史数据不足的新店的DRO进行现金流预测。未来有新品牌被投放时，该品牌没有充足的历史数据进行分析，我们可以根据行业光谱分析，将其放入相应的光谱位置，使用该光谱中行业的历史数据进行预测，并根据该光谱指示的风险因子

表3 行业光谱构造因子及参数

名称	行业光谱参数	参数指标
行业性质	产品/服务属性	餐饮、服饰、住宿、出行、医疗、教育、娱乐
	客户类型	通过滴灌坪反映
经营模式	收入端	客流量、客单价、门店面积
	成本端	租金成本、人工成本
潜在风险	外部风险	行业整体风险或特定品牌风险
	消费模式风险	是否以储值卡/预付款模式为主

资料来源：联合资信整理

图1 部分行业光谱示例

LH二级行业		三级行业				
类1	物流配送					
类2	餐车	包子面点	粉面类	汉堡类	米饭简餐	
类3	中医门诊	医美	齿科门诊	综合医院	生殖两性	
类4	冷卤零售	预制菜	综合生鲜	面包烘焙	甜品	
类5	宠物医疗	宠物店				
类6	电竞酒店	民宿	商旅酒店			
类7	加油加气	汽车充电	电单车充电			
类8	综合服饰	男装	运动鞋服	女装	内衣	
类9	茶馆茶室	酒馆酒吧	手工坊			
类10	东南亚菜	西式正餐	江浙菜	京鲁菜	粤菜	
类11	展览馆	KTV	电玩城	儿童乐园	电影院	
类12	数码家电	超市	大卖场			
类13	美发	美甲美睫	养发护发	生活美容	按摩SPA	
类14	STEM培训	体育培训	文艺培训	早教托育		

进行压力测试。更进一步,未来有新的行业被投放,其也可以在行业光谱中找到相应的位置,我们可以依据其同类行业或相似行业的历史数据进行分析预测,而排除掉差异大的行业的历史数据对预测造成的干扰。

行业历史回款数据的分布特征

通过观察依据行业光谱进行分组的各行业历史回款现金流数据,我们在各行业的数据分布中均发现幂律分布特征。

从幂律分布的产生环境看,由于在行业光谱中各行业类别内部,门店间充分竞争并争夺相同的消费者需求,上述需求在一段时间内将在不同门店间呈现此消彼长的特征,并且这些门店基本处于完全竞争的市场环境,因此光谱中相同行业内的门店收入分布模式从理论上符合产生幂律分布的常见环境。

从幂律分布的数学特征上看,幂律分布意味着少量的极值样本点和大量的尾部样本点(也被称为“二八定律”)。此外,幂律分布还具有无标度性,即从幂律分布中任意截取一段分布后,被截取部分也呈现幂律分布。

图2和图3展示了从滴灌通全部资产中选取的两种行业历史回款样本分布特征(按由高到低的顺序排

列),以及其和幂律分布的关系。

基准现金流预测方法

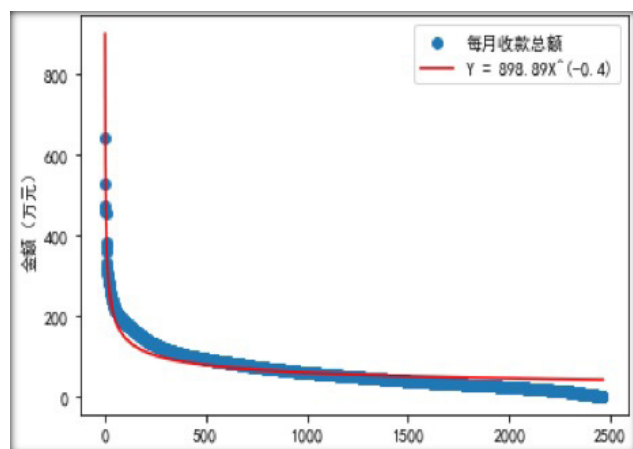
基于上述分析,我们认为常规的统计指标如平均值、方差等对于预测门店收入的有效性大幅降低,因为少量的极值样本点会扭曲上述统计指标的效果。因此,我们采取贝叶斯推断的方法来进行门店的未来现金流预测。贝叶斯分析的理念即可以根据新的信息对原有的先验指标进行调整。在该方法下,我们设有三个主要的变量矩阵:(1)矩阵A为初始收入预测矩阵;

(2)矩阵B为调整矩阵;(3)矩阵C为最终预测矩阵, $C=A \times B$ 。

具体来说,矩阵A为每个门店在未来每个月的预测收入值,采用滴灌通的预测数据,由于其数据具有较好的回溯检验性,因此我们将其预测作为我们的初始收入预测矩阵参数的来源。矩阵B是我们在综合考虑光谱行业整体分布形态、门店特征、周期指标等因素后,为矩阵A中每个元素所匹配的调整参数矩阵,以使该光谱行业的整体分布符合幂律分布的要求。矩阵C为最终联合资信对于特定光谱行业中每个门店在未来收入的预测。

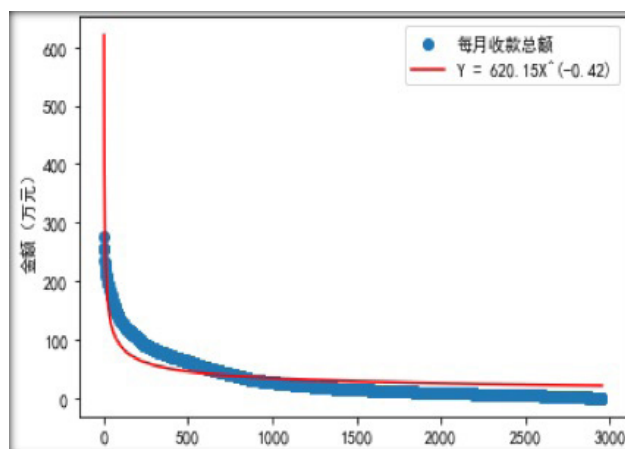
图4展示了以两类光谱行业为例,我们的预测分布

图2 行业光谱中平价正餐类的历史月现金流比较



数据来源:联合资信整理

图3 行业光谱中日用品消费类的历史月现金流比较



数据来源:联合资信整理

与初始预测分布之间的对比。可以看出，我们的调整矩阵会根据滴灌通所做预测分布与幂律分布的拟合程度的不同而变化，当滴灌通的预测分布于幂律分布更为接近时，我们的调整幅度更小；当二者偏差较大时，我们的调整幅度大。

基准现金流预测结果

考虑到线下门店的消费数据所具有的高波动性以及随机性，完全的精准预测门店未来收入不应被视为合理的评价现金流预测效果的评价标准。因此对于预测的效果我们提出如下的验证原则：（1）合理性原则，预测表现与实际表现差异尽量小；（2）谨慎性原则，当有差异时，预测表现与实际表现呈负向偏差相较于正向偏差是更谨慎的结果；（3）稳定性原则，如前文所述，门店的收入数据随着时频的拉长而越发稳定，因此我们的预测数据随着观察期的拉长应该呈现预测效果越来越好的趋势，且偏差的波动性呈

现减小的趋势。

为验证上述现金流预测方法的预测效果，我们使用表2中的模拟DRO资产池进行预测。我们在基准日2023年10月31日对该资产池的未来回款做出预测，观察该资产池在未来每个月的实际回款与我们预测的偏差情况。截至2024年2月29日，该模拟池已有4个月的真实回收款数据。图5展示了该资产池在观测期间（2023年10月31日—2024年2月29日）的真实回款与我们预测回款之间的差异，可以看出从门店维度来看，大部分门店的收入预测偏差度较小。

表4展示了我们的预测值和实际表现的一些数值

图5 对比预测现金流与实际现金流的差异

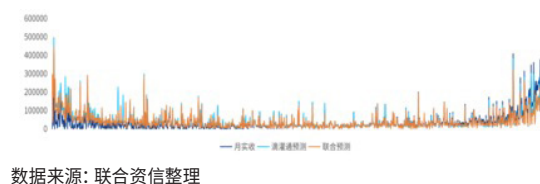
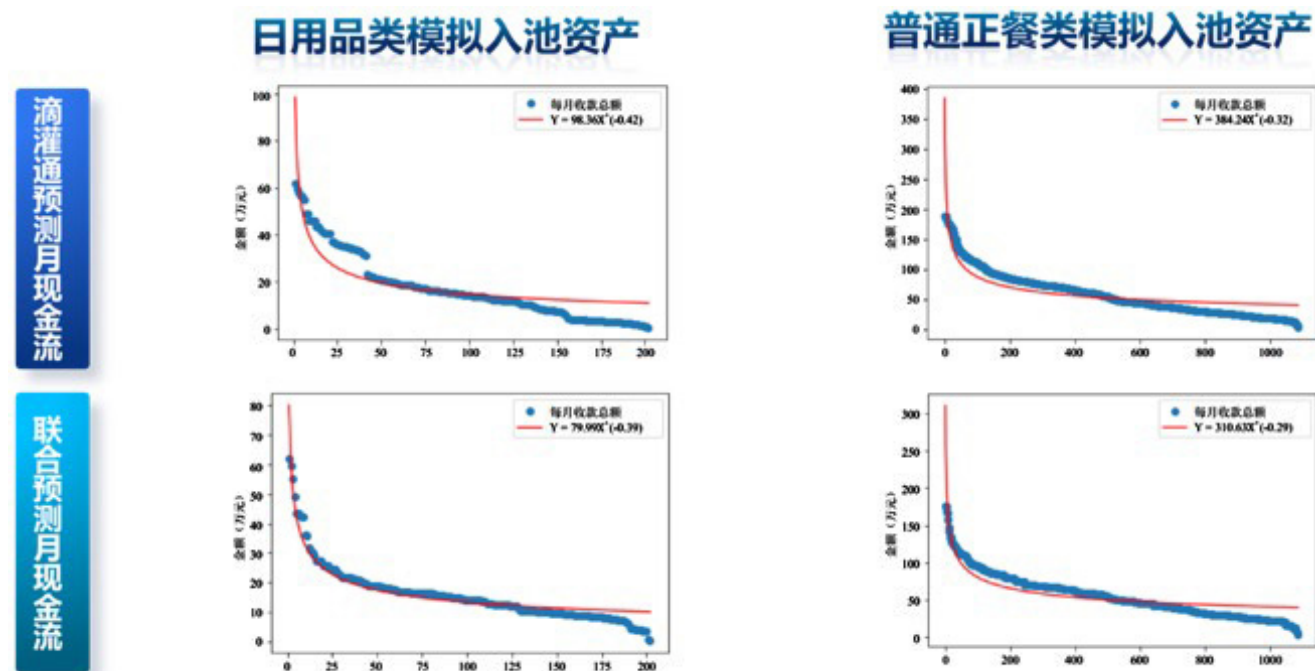


图4 调整前后预测现金流分布对比



数据来源：联合资信整理

差异。结合前文提到的对于预测效果的评估原则，从合理性原则看，我们的偏差值占未来预计回款的比重均在1.00%以内；从谨慎性原则看，我们的预测回款均不超过实际回款；从稳定性原则看，我们预测的偏差度随着时间的推移，呈现稳中有降的趋势。综上所述，我们的基准现金流预测实现了较好的预测效果。

四、DRO资产支持证券评级思路

评级思路综述

DRO资产支持证券的评级框架和常规ABS产品评级框架一致，是以基础资产的基准现金流回款为基础，在特定交易结构下，测算不同压力情景下资产池现金流入对证券本金及利息的覆盖情况。

现金流流入方面，我们针对DRO资产的特点，采用了适用该资产的现金流预测方法。首先，我们将按前文所属逻辑将DRO资产按“行业光谱”进行分组并统计出该行业的回款分布特征，对分组后的各行业现金流分别进行预测，再加总不同行业的现金流预测，形成对资产池整体现金流预测。

现金流流出方面，主要依据交易文件中的现金流支付机制、流动性支持、信用触发机制等条款，构建现金流分配模型，模拟现金流在各方之间的分配。

压力测试方面，我们会通过一系列不同情景的压力测试，来确定受评证券的量化模型指示信用等级。针对DRO证券化产品，我们设定了与常规产品不同的

压力参数和加压标准，测试在不同信用等级必备的压力情景下受评证券的受偿结果。上述过程可以得出受评证券的量化模型指示信用等级。

除了可以量化测算的评级要素，资产证券化交易中还有部分定性评级要素会影响资产支持证券的现金流。由于这些评级要素对现金流的影响程度无法完全使用量化模型测算，因此，联合资信设置了量化模型外的调整因素，主要包括交易结构风险、参与机构的服务能力、主权风险以及外部增信（如有）。在量化模型结果的基础上，结合上述量化外的调整因素后，确定受评证券的最终信用等级（见图6）。

流入端压力因子

基础资产现金流预测模型和现金流分配模型可以清晰地预测、模拟基础资产和资产支持证券的未来表现。在此基础上，联合资信会通过一系列不同情景的压力测试，来确定受评证券的量化模型指示信用等级。现金流压力测试基于基准压力参数，按照目标等级的压力标准进行加压，并严格按照交易结构的设定，测试资产池现金流入在各支付时点对证券本息支出的覆盖程度。

1. 品牌风险

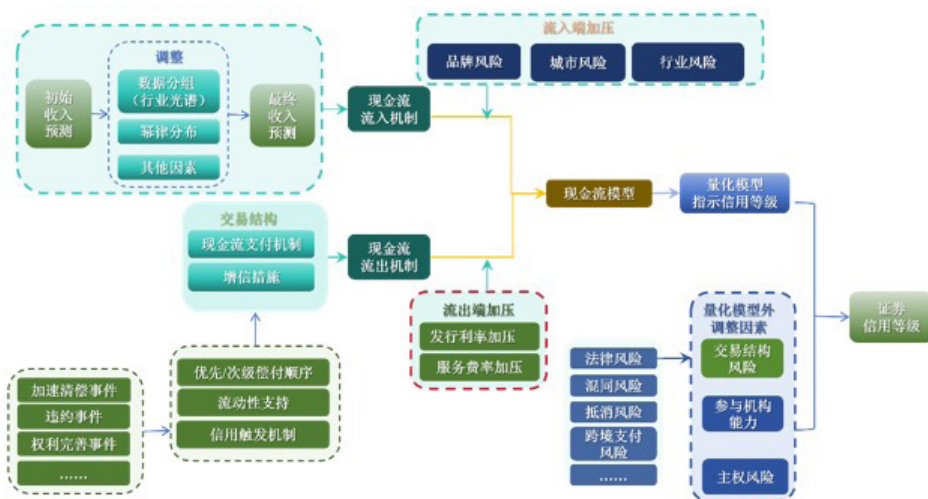
由于滴灌通所投放的门店均为品牌连锁店，大部分为品牌直营店。因此，若一个品牌出现倒闭或负面舆情等情况，其下所有门店收入将同时受到冲击。品牌风险压力测试主要用于测试资产池受到某一品牌出现集

表4 不同存续期回款预测的偏差情况

模拟池现金流入	2023.11-2023.12	2023.11-2024.01	2023.11-2024.02
实际回款总额	2788.47	4126.90	5240.25
联合预测回款总额	2593.94	3928.95	5160.84
联合预测偏差度	-6.98%	-4.80%	-1.52%
偏差值占模拟池未来现金流总额比重	0.70%	0.72%	0.29%

数据来源：联合资信整理

图6 评级思路图



数据来源：联合资信整理

中闭店情形的冲击程度。受评证券要达到目标等级，其所获得分层支持必须能够覆盖资产池中低于该目标等级的特定品牌组合集中闭店带来的损失。

品牌风险压力测试计算公式：

$$P_B CF_i = \sum_{t=0}^T BNCF_i^t \times [\text{MAX} \left(0, 1 - \frac{t}{M} \right)]$$

$P_B CF_i$: Cash Flow under Brand relevant pressure, 单个门店在品牌压力下的现金流

$BNCF_i$: Base Net Cash Flow, 单个资产在 t 时的基准净现金流

M : Cash Flow Decrease to Zero after Month M , 单个门店现金流会在 M 个月后将降到 0

参考行业光谱及相关风险指标，我们将品牌按照其所属行业风险特征划分为高、较高、中、较低、低五类不同风险行业。在品牌风险压力测试中，品牌所属行业风险越高，压力情景要求越严格，受评证券必需信用支持需要覆盖的出现风险的品牌数量越多。在同一目标等级下，需要在不同风险行业内，选取不同数量的品牌进行压力测试，如果受评证券分层支持能够覆盖目标等级下所有特定品牌组合集中闭店所带来的损失中的最大值，则受评证券可以获得目标等级，反之则达不到目标等级。

2. 区域风险

我们考虑到DRO资产中的门店均为线下消费型，特定城市的居民消费能力的变化将对该城市区域内的门店收入造成同向变动，因此同一城市的门店间有很强烈的区域关联性。若特定城市的消费能力下降，将可能引起该区域门店收入的下降。

联合资信采用对基准情景下的门店收入施加折损率的方法来进行压力测试，目标信用等级越高，施加的折损率越大，表示要达到较高的目标信用等级，受评证券在资产池门店收入较低的情况下仍然不发生违约。考虑到不同城市居民消费能力不同，我们对相同信用等级下不同城市的折损率进行了区分。

区域风险压力因子计算公式：

$$P_A CF_i = \sum_{t=0}^T BNCF_i^t \times (1 - P_i^{C_n})^d$$

$P_A CF_i$: Cash Flow under Area relevant pressure, 门店在区域压力下的现金流

$P_i^{C_n}$: Loss Rate of City n , 城市 n 的折损率

3. 行业风险

特定行业发展恶化，将会对该行业下的门店收入产生负面影响。不同行业抗风险能力不同，例如必选消费行业抗风险能力好于可选消费行业。当受到宏观经济冲击时，必选消费行业内门店收入的负面波动程度更小。

类似区域风险，联合资信采用对基准情景下的门店收入施加折损率的方法来进行压力测试。考虑到不同行业的抗风险性，我们对相同信用等级下不同行业的折损率进行了区分。

行业压力测试计算公式：

$$P_iCF_i = \sum_{t=0}^{I_n=I_1 \sim I_N} BNCF_i^t \times (1 - P_i^{I_n})$$

P_iCF : Cash Flow under Industry relevant pressure, 门店在行业压力下的现金流

P^{I_n} : Loss Rate of Industry n, 行业 n 的折损率

我们以行业光谱为标准，在每个行业中选取代表性的上市公司（含A股、港股、美股）公布的2018—2023年年报中的收入数据，特别是其中线下门店的收入数据来衡量行业风险水平。

4. 组合情景

最终，在给定目标信用等级时，我们取上述三个压力情景下现金流入最少的情景作为最大压力情景，以此该情景下的现金流入结合后续现金流出测试在该目标信用等级下现金流入是否可以覆盖优先级证券的现金流出，以最终确定优先级证券能否通过该目标信用等级的压力测试。

最大压力情景下的现金流入：

$$PCF_i = \min(P_BCF_i, P_ACF_i, P_iCF_i)$$

PCF : Cash Flow under maximum pressure, 单一门店在最大压力情景下的现金流

流出端压力因子

在现金流压力测试中，我们主要会对两方面的不确定参数施加适当的压力，一般包括证券的发行利率

和资产服务机构的服务费率。该部分风险与常规资产证券化项目差异不大。

最终，我们综合最大压力情景下的现金流入和最大压力情景下的现金流出，得到优先级证券的量化测算评级结果。除了定量分析以外，联合资信还会结合项目中无法量化测算的评级要素对量化模型决定的评级结果定性调整，最终确定受评证券的信用等级。

五、量化模型外的调整因素

除了可以量化分析的评级要素，资产证券化交易中还有部分定性评级要素会影响资产支持证券的现金流。由于这些评级要素对现金流的影响程度无法完全使用量化模型测算，因此，联合资信设置了量化模型外的调整因素，主要包括交易结构风险、参与机构履职能力和主权风险。

六、总结

本研究以滴灌通运营的DRO资产为案例，探讨了面向线下消费行业的RBF资产证券化产品的现金流预测方法和评级思路。本研究重点解决了RBF资产池（具有小而分散的类收益权资产池特征）进行证券化时，在基础资产回款预测方法和压力测试设定方面所面临的困难。收入预测方面，我们并未局限于所获得的历史数据进行分析，而是结合了线下消费行业的商业逻辑进行精细化的分组分析，得出更具有预测有效性的方法，并且该方法可以随着我们可获得的数据量增加而得到进一步优化。压力测试设定方面，由于依赖资产服务机构的历史数据变化所反映的压力会导致滞后性，我们考虑了更广泛的外部数据来源，以使压力测试的结果能够更及时乃至前瞻性地反映外部环境变化对资产池造成的影响。本研究方法可以为未来其他RBF类资产证券化评级提供一定的参考。///

资本新规下不良资产支持证券风险资本计提标准的适用性研究

文 | 联合资信 罗伟成 赵晓丽 聂中一 华蕊

2024年1月1日,《商业银行资本管理办法》(以下简称“资本新规”)正式实施。资本新规中关于资产支持证券的风险计量主要参照了巴塞尔协议III原则和标准,对比原办法,大多数采用外部评级法(国内金融机构一般采用外部评级法)的资产支持证券风险资本计提标准有明显下降,如AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}等级证券的计提要求分别从20%、20%、50%、100%最低下调至10%、15%、30%、55%。但不同的是,资本新规对不良资产支持证券单独提出了更高的风险计量要求,例如AAA_{sf}等级不良资产支持证券的计提标准从原来的20%提升至“不低于100%”。即使按照下限100%进行计提,这也意味着投资AAA_{sf}等级不良资产支持证券占用的风险资本上升了4倍,这将极大影响投资人持有此证券的成本。本文将从资产支持证券风险资本计提的依据、不良资产支持证券与一般资产支持证券的风险差异等方面探讨资本新规对不良资产支持证券提升资本计提标准的适用性。

一、计提风险资本的依据是什么?

资本新规的风险资本计提基本遵循了巴塞尔协议III的规定,体现了巴塞尔协议III对于银行资本要求的核心原则,即资本的充足性应与银行资产的风险水平相匹配。资本新规通过为不同风险类型的资产设定差异化的风险资本计提标准和资本充足率来控制银行经营的杠杆,以确保银行持有足够的资本抵御潜在风险。

从表1可以看出,风险极低的资产,如现金及现金等价物和国债投资等计提标准为0%,而一般企业贷款等风险较高资产的计提标准则提升至100%,甚至有些高风险或风险未知的资产的计提标准高达1250%。不同风险资本计提标准反映了监管机构对于资产风险敏感性的评估和认识,因此,风险资本计提的主要依据是资产的风险水平,“低风险低计提,高风险高计提”。

资本新规对一般的资产支持证券的风险计量也同样遵循了上述原则,即风险极低的AAA_{sf}等级证券的风险计提标准最低可至10%,风险中等的BBB_{sf}等级证券的风险计提标准最低为55%,而风险相对高的次级档证券风险计提标准为1250%。但资本新规对不良资产支持证券的风险计提并未参照表2的标准,而是特别规定,即使是优先档次AAA_{sf}等级的证券风险计提也“不低于100%”,相当于一般资产支持证券BBB_{sf}等级证券的计提标准。国内外评级机构对AAA_{sf}等级符号的定义一般都表述为“违约概率极低”,所以,从评级结果看,资产新规对不良资产支持证券风险资本计提标准未遵循“低风险低计提,高风险高计提”的原则,使得不良资产支持证券的风险占用成本比原来至少提升了4倍。

二、不良资产支持证券的实际风险如何?

首先,我们需要明确不良资产支持证券的基础资产是否也是“不良”资产。所谓不良资产是指处于呆滞状态、缺乏流动性、使用效能差,虽以资产形式存

表1 资本新规对部分资产的风险资本计提标准

资产类型	项目	计提标准
现金	现金及现金等价物	0%
债券	国债、评级AA- (含) 以上的国家或地区的中央政府和中央银行的债券	0%
	对我国公共部门实体一般/专项债券	10%/20%
	对评级AA-以下, A- (含) 以上的国家或地区的中央政府和中央银行的债券	20%
	对评级A-以下, BBB- (含) 以上的国家或地区的中央政府和中央银行的债券	50%
	对企业债券	75%-100%
	对次级债权 (未扣除部分)	100%-150%
贷款	对合格交易者个人贷款	45%
	对还款实质依赖于房地产所产生的现金流的住房抵押贷款	30%-150%
	对其他个人贷款	100%
	对专业贷款	100%-130%
股权	对金融机构的股权投资 (未扣除部分)	250%
	被动持有的对工商企业股权投资在法律规定处分期限内的	250%
	对因市场化债转股持有的工商企业股权投资	250%
	对获得国家重大补贴并受到政府监督的股权投资	250%
	对工商企业的其他股权投资	1250%

数据来源：资本新规，联合资信整理

表2 资本新规对资产支持证券的风险资本计提标准

信用等级	优先档次 (%)				非优先档次 (%)			
	STC		非STC		STC		非STC	
	1年期	5年期	1年期	5年期	1年期	5年期	1年期	5年期
AAA	10	10	15	20	15	40	15	70
AA+	10	15	15	30	15	55	15	90
AA	15	20	25	40	15	70	30	120
AA-	15	25	30	45	25	80	40	140
A+	20	30	40	50	35	95	60	160
A	30	40	50	65	60	135	80	180
A-	35	40	60	70	95	170	120	210
BBB+	45	55	75	90	150	225	170	260
BBB	55	65	90	105	180	255	220	310
BBB-	70	85	120	140	270	345	330	420
BB+	120	135	140	160	405	500	470	580
BB	135	155	160	180	535	655	620	760
BB-	170	195	200	225	645	740	750	860
B+	225	250	250	280	810	855	900	950
B	280	305	310	340	945	945	1050	1050
B-	340	380	380	420	1015	1015	1130	1130
CCC+/CCC/CCC-	415	455	460	505	1250	1250	1250	1250
CCC-以下	1250	1250	1250	1250	1250	1250	1250	1250

数据来源：资本新规，联合资信整理

在但不能带来预期收益的经济资源。银行表内被分类为次级、可疑、损失的贷款统称为不良贷款，这些贷款的本息大概率无法在合理的期限内全部收回，确实属于“不能带来预期收益的经济资源”。但是，一方面，这里“预期收益”是相对于银行投放的贷款金额来说的，另一方面，一般不良贷款最终还是有一定比例的本息回款的。而不良资产证券化交易过程中，SPV（代表投资人）受让基础资产支付的对价（证券发行规模）是专业机构根据预期回收现金流重新评估后的金额，一般远小于底层不良贷款的名义本息余额。所以，SPV在资产支持证券存续期内按预期收回所支付的对价及相应的利息的概率较高。甚至有些基础资产由于转让定价偏保守，预期收益还相对丰厚。这从以往投资者对部分不良资产支持证券的认购倍数和溢价水平就可见一斑。因此，只要受让价格足够低，不良资产也可以是优质投资标的（见表3）。

其次，内部增信是资产支持证券实现信用增级的主要手段。不良资产支持证券也同样可以通过优先/劣后的结构化分层进一步降低优先档证券的风险。表4所列是联合资信参与评级的2023年发行的42单不良资产支持证券的相关数据，优先级证券金额占比明显

小于基础资产的名义金额，部分项目甚至低至5%以内，从而保障了优先级证券本息到期正常收回的概率极高。从评级机构普遍的评级标准来看，优先档不良资产支持证券的风险不会明显高于相同信用等级的一般资产支持证券。

最后，从表4的42单不良资产支持证券发行后的的实际表现看，截至2024年1月底，除3单项目尚未开始兑付外，其余39单项目已经历至少1个月回收期，实际累计回收率在1.17%~37.49%，大部分项目实际回收优于初始预测回收（见图1）。同时以2023年新发行的不良资产支持证券中截至2024年1月底优先档证券已兑付完毕的28单项目为例，除1单项目优先档证券的实际到期日与预期到期日相同以外，其余27单项目优先档证券的实际到期日均早于预期到期日，未出现兑付超过预期到期日的情况。不良资产支持证券的日常表现良好，与一般资产支持证券并无明显差异（见图2）。

三、结论与建议

综上所述，尽管不良资产支持证券的底层资产名义本息回收存在较大的不确定性，但通过折价受让和

表3 部分次级档不良资产支持证券发行、交易情况

项目	不良资产类型	优先档发行认购倍数	次级档发行认购倍数	次级档交易净价 ¹ （元）
项目1	对公贷款	1.4	3.2	111.34
项目2	按揭贷款	2.6	18.3	116
项目3	小微贷款	3.2	12	132.84
项目4	信用卡	2.4	--	106
项目5	按揭贷款	2.2	--	103
项目6	对公贷款	--	--	114
项目7	小微贷款	3	--	102
项目8	信用卡	--	--	110

数据来源：Wind，联合资信整理

¹ 交易净价为可查询到的发行时交易净价或二级市场交易净价。

表4 2023年银行间市场联合资信参与的NPL产品基础概况 (单位: 月、%)

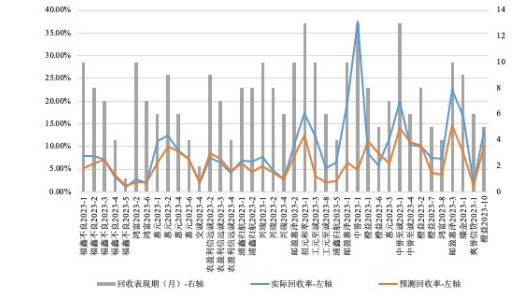
项目简称	不良资产类型	不良龄	抵押	预计回收率	优先级占比	项目简称	不良资产类型	不良龄	抵押	预计回收率	优先级占比
鸿富23-2	信用卡	4.54	无	4.35	1.49	橙益23-2	小微贷款	1.59	有	16.66	7.97
鸿富23-6	信用卡	3.88	无	4.93	2.00	惠元23-2	信用卡	2.13	无	17.59	8.34
兴瑞23-4	信用卡	3.18	无	6.80	3.95	招元和萃23-1	信用卡	0.65	无	18.01	12.89
福鑫23-5	信用卡	4.40	无	7.80	3.17	橙益23-6	消费贷款	1.21	有	19.03	8.67
兴瑞23-2	信用卡	1.95	无	8.47	4.96	中誉至诚23-1	消费贷款	7.57	无	19.06	11.88
福鑫23-1	信用卡	5.92	无	8.94	4.62	橙益23-1	消费贷款	1.51	有	19.76	9.75
浦鑫归航23-2	信用卡	1.82	无	10.01	4.66	惠元23-4	信用卡	1.35	无	19.93	10.18
兴瑞23-1	信用卡	1.08	无	10.41	5.90	惠元23-6	信用卡	1.17	无	20.68	9.88
福鑫23-4	信用卡	2.46	无	10.60	5.17	中誉至诚23-4	消费贷款	3.69	无	22.93	14.26
爽誉23-1	对公贷款	8.40	有	11.12	4.66	橙益23-10	汽车贷款	1.58	有	23.45	9.06
交诚23-4	信用卡	2.33	无	11.18	6.66	鸿富23-8	小微贷款	4.63	有	47.31	27.62
福鑫23-2	信用卡	2.50	无	11.96	6.12	工元至诚23-8	按揭贷款	4.60	有	52.33	30.69
浦鑫归航23-1	信用卡	1.20	无	12.07	4.13	工元至诚23-3	按揭贷款	4.37	有	57.12	33.91
惠元23-1	信用卡	2.44	无	14.60	6.87	臻金23-2	对公贷款	5.13	有	58.55	25.11
农盈利信远诚23-4	信用卡	5.81	无	14.69	7.09	浦鑫归航23-5	按揭贷款	18.02	有	59.53	35.06
福鑫23-3	信用卡	0.88	无	14.71	7.44	臻金23-4	对公贷款	4.73	有	61.15	23.24
农盈利信远诚23-2	信用卡	9.75	无	14.77	7.14	邮盈惠泽23-1	按揭贷款	9.84	有	62.68	36.02
农盈利信远诚23-3	信用卡	4.01	无	15.39	7.44	臻金23-3	小微贷款	1.44	有	63.13	39.95
邮盈惠泽23-2	信用卡	4.00	无	15.64	9.24	臻金23-1	小微贷款	2.87	有	64.01	39.57
惠元23-3	消费贷款	2.95	无	16.06	8.36	邮盈惠泽23-3	小微贷款	9.32	有	65.76	37.94
橙益23-7	小微贷款	1.11	有	16.10	7.12	中誉23-1	按揭贷款	25.34	有	68.15	39.37

注: 1. 优先级占比=优先级证券发行金额/入池未偿本息费余额; 2. 预计回收率=联合资信预计回收金额/入池未偿本息费余额; 3. 上表仅列示银行间市场2023年发行且由联合资信参与评级的不良资产支持证券; 4. 不良龄=Wind查询加权平均逾期期限-3
资料来源: Wind, 联合资信整理

内部增信机制, 优先档不良资产支持证券的信用风险与相同信用等级的一般资产支持证券并无显著差异, 均为低风险投资标的。而风险资本计提的主要依据是资产的风险水平, “低风险低计提, 高风险高计提”, 因

此, 我们建议商业银行投资不良资产支持证券的风险资本计提标准与一般资产支持证券一致, 即依据证券的外部信用评级结果计提相应风险资本。■

图1 2023年联合资信承做的NPL项目实际回收与预测回收对比 (截至2024年1月底)



数据来源: 受托机构报告, 联合资信整理

图2 2023年银行间市场发行NPL项目优先档证券实际兑付和预期兑付差异



数据来源: Wind, 联合资信整理

城投公司股权投资现状分析——南京篇

文|联合资信 姚 玥 李 颖 郑 重 符 蓉

一、引言

近年来,城投公司作为地方政府的重要融资平台,在政策和市场环境的双重影响下,经历着转型的挑战和机遇。随着国务院发布43号文(《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》)等文件,城投公司开始逐步拓展市场化业务。2023下半年,中央层面提出“制定实施一揽子化债方案”,随后《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》(以下简称“35号文”)、《重点省份分类加强政府投资项目管理办法(试行)》(以下简称“47号文”)和《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》(以下简称“14号文”)发布,要求地方政府按照严格控制增量、妥善化解存量的原则控制债务总体规模,对城投公司当前的投融资和未来发展产生了重大影响。“35号文”要求将传统城投公司进行分类,包括地方政府融资平台、按照地方政府平台管理的国有企业和普通国有企业,并要求针对不同类型企业实施差异化的融资政策;“47号文”作为“35号文”的配套文件,严控城投公司新建政府投资项目,严格清理规范在建政府投资项目。明确12个重点省份(即债务高风险地区)除供水、供暖、供电等基本民生工程外,2024年不得出现政府投资新开工项目,推迟或停止目前使用投资不到一半的项目建设,这导致重点省份城投公司的基建项目受到严格控制,迫使其寻求新的业务模式和收入来源,以适应政策变化;14号文作为“35号文”的补充,核心内容是“35号文”之外的19省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高

的地区(以地级市为主),获批后参照12个重点省份的相关政策化债,使得更多的城投公司需要寻找转型方式,以适应新的监管环境和化解债务风险的要求。

上述文件的相继出台,共同推动了城投公司向更加市场化、产业化的方向发展,不仅对城投公司的融资活动进行了规范,而且为其未来的发展提供了明晰的转型路径,激励其成为具有自主经营能力和盈利能力的市场主体。传统城投公司经过数十年的发展,已积累了庞大的资产规模,但其资产多数由应收类款项、存货或在建工程构成,变现能力相对较差,能够带来收益的优质资产相对不足。在新政的指导下,城投公司正迎来新的转型机遇,从重资产向轻资产运营、从依托政府代建项目向自主开发经营管理、从持有不能形成收入的无效资产向拥有稳定收益的有效资产的路径转型发展。

综上,对于城投公司而言,业务向市场化产业转型已经成为未来发展的必然趋势。城投公司转型的核心在于“明确业务定位、打造核心竞争力、建立激励约束机制”,转型后的城投公司将继续作为地方国有企业,服务当地经济发展,通过市场化方式经营、盘活区域有效资产、拓展业务领域,创造真实、稳定且持续的现金流来源,确保企业具备独立的经营能力和造血能力。此外,城投公司的转型还能助力当地政府招商引资、引入社会资本,以此推动地方产业经济转型升级。基于此,城投公司转型的方向主要涵盖城市运营商、国有资本投资运营公司和区域产业整合主体,承担区域国有资产运营职能,推动实体化发展。作为城投公司转型的关键策

略,近年来,以股权投资为代表,城投公司的市场化转型步伐显著加快。通过参与股权投资、收购股权、设立基金和股权划转等多种方式,城投公司正不断扩大其股权投资规模,以实现更加多元化和市场化的发展。

南京市作为江苏省省会,区位优势突出,经济发展水平高,为区域内的城投公司转型发展提供了良好的外部环境和坚实的基础。近年来,南京市产业布局全面升级,重点发展“高精尖”和新动能等产业,新兴行业全面发展,产业结构持续优化。上述因素也为南京市内城投公司参与股权投资创造了有利条件。鉴于此,本文聚焦南京市股权投资发展现状,重点分析南京市产业发展态势、产业发展状况及政策支持、南京市内城投公司参与股权投资现状、标的、趋势表现,对相关区域内城投公司参与股权投资存在的优势及相应的风险进行总结。

二、南京市经济概况与产业发展态势分析

南京市区域特征及经济发展状况

南京市地理位置优越,区位优势明显,交通体系完善,为市内经济发展提供了有力支撑。南京市位于江苏省西南部,是江苏省省会、副省级城市。2019年12月,国务院印发的《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》中,长江三角洲区域范围包括上海市、江苏省、浙江省、安徽省全域。南京市位于整个长江三角洲区域的地理中心,具有通江达海、承东启西、联南接北的区位优势,是国家重要的综合性交通枢纽和通信枢纽城市、长江航运物流中心和重要门户城市,建立了全方位、立体化、大运量的交通运输网络,铁路、公路、水运、空运、管道五种运输方式齐全,交通便利,区位优势明显。南京市下辖11个区,总面积6587.04平方公里。

人口保持净流入,城镇化水平较高,位列省内第一。截至2023年底,南京市常住人口954.7万人,比上

年末增加5.59万人;同期末,南京市常住人口城镇化率达87.2%,较上年末提高1.19个百分点,在江苏省内排名第一。

经济持续发展,经济总量稳居全省第二位,产业结构完备。从经济运行方面看,2021—2023年,南京市地区生产总值(GDP)持续增长,分别为1.64万亿、1.69万亿和1.74万亿,均稳居全省第二位;同期,南京市人均GDP持续增长,分别为17.45万元、17.88万元和18.30万元,处于全省第二位。经济结构方面,2023年,南京市三次产业结构为1.8:34.0:64.2,全年高技术产业投资比上年增长7.7%。产业发展方面,南京市以产业基地和产业园区为发展载体,大力发展计算机、通信和其他电子设备制造业、化学原料和化学制品制造业、汽车制造业、石油加工、炼焦和核燃料加工业,同时重点建设长江国际航运物流中心、长三角先进制造业中心、江苏省现代服务业中心、全国重要的科教中心和东部城市绿化中心,发展具有核心竞争力的产业集群。

金融业稳健运行,上市公司数量众多。2023年,南京市金融业增加值按不变价格计算同比增长10.0%,拉动服务业增加值增长2.0个百分点;2023年末全市各项存款余额为54279.92亿元,同比增长9.6%,较年初增加4756.43亿元。其中住户存款余额15453.12亿元、占28.5%,余额比年初增加2163.67亿元;非金融企业存款余额16931.91亿元、占31.2%,余额比年初增加883.94亿元。年末金融机构本外币各项贷款余额54337.89亿元,比年初增加5537.68亿元,增长11.4%。其中,制造业贷款余额4117.51亿元,比年初增长16.7%。同时,得益于南京市政府实施的包括提供资金奖励、优化行政审批流程、建立上市服务专员工作制度等多项政策和措施,2023年南京市在推动企业上市方面取得了显著的成效,全年新增7家境内外上市公司,年底南京市上市公司总数达到161家,这一增长趋势反映了南京市经济活力和发展潜力。南京市上市公司涵

盖行业广泛,包括金融、高新技术产业和传统制造业。其中一些大型上市公司在各自行业中占据重要地位,例如在金融领域,“江苏银行”“南京银行”和“华泰证券”作为重要的金融机构,为地区提供了有力的金融服务与支持。

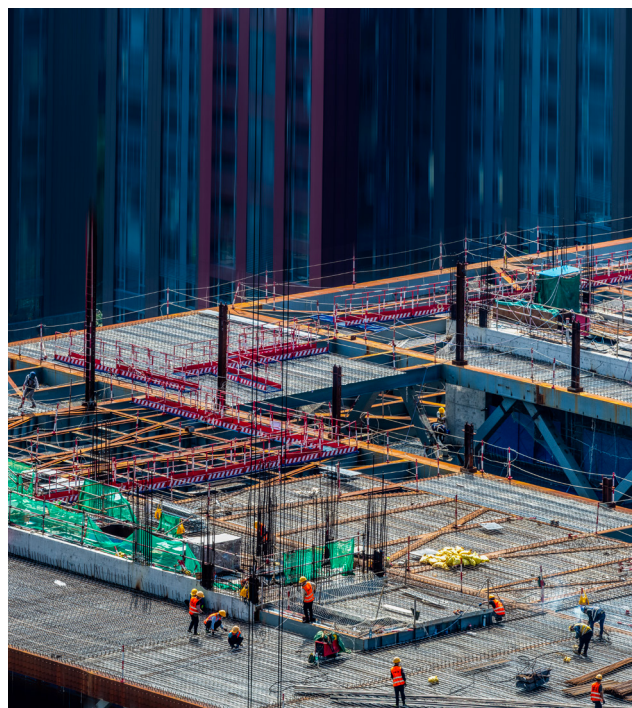
南京市产业发展状况及产业政策支持

南京市积极转变经济增长方式,产业结构持续优化。近十年第三产业呈现不断上涨的趋势,成为推动南京市经济发展的主动力。

根据南京市政府公布的数据,2001—2007年,全市三次产业结构为“二三一”的格局,2008年,全市第三产业增加值比重首次超过第二产业,实现了产业结构“三二一”的标志性转变(见图1)。此后,南京市第三产业比重持续处于主导地位,且近十年呈现不断上涨的趋势,成为推动南京市经济发展的主动力。

南京市政府积极发挥引导作用,支持股权投资发展,以基金带动资金,以投资带动产业,出台一系列产业政策,旨在吸引和鼓励更多的股权投资活动,促进产业升级和经济发展,上述政策措施亦为省内城投公司参与股权投资创造了良好的先决条件。

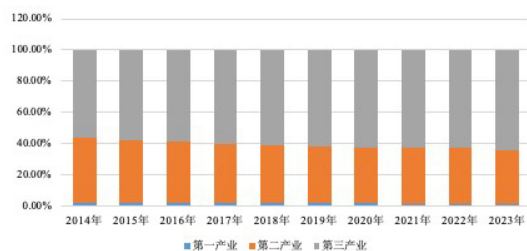
为吸引和鼓励更多的股权投资落地,促进产业升级和创新发展,南京市政府出台了一系列产业政策,如《加快科技金融体系建设促进科技创新的若干意见》



和《南京市关于扶持股权投资机构发展促进科技创新创业的实施细则(试行)》,完善了金融服务,给予了股权投资机构多项优惠政策,鼓励金融市场更好服务于科创企业;此外,南京市制定了“创业南京”英才计划并设立南京人才基金,吸引科技、创新型人才,打造良好的创新创业生态圈;同时,为进一步推动产业升级,优化及金融业支持制造业的力度,南京市发布了《关于促进南京市私募股权投资行业发展的实施细则》,建立了股权投资奖励和风险补偿机制,推动各类股权投资机构更好服务南京市科技创新企业发展,增加融资供给,提高股权融资比例,增强经济发展新动能;为推动产业强市建设,南京市发布“产业强市行动2024工作要点”,为投资者提供政策支持和方向指引(见表1)。

整体看,南京市地理位置优越,区位优势明显,经济持续良好发展,第三产业作为南京市经济增长的主动力,近年来呈现不断上涨的趋势,产业结构不断升级与完善。受益于上述区域资源禀赋优势以及以股权投资撬动产业发展的政策,市内国有企业股权投资发展环境得以优化提升,亦为区域内城投公司股权投资规

图1 南京市产业结构情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

表1 南京市股权投资政策梳理

时间	文件名称	部分政策内容
2017年8月	《加快科技金融体系建设促进科技创新的若干意见》	南京市政府安排产业发展基金100亿元，撬动社会资本投资400亿元，通过参股引导、直接股权投资等市场化基金化方式支持战略性新兴产业发展。新设创投基金，最高可给予1500万元的开办费用补贴。入选“创业南京”企业股权投资，给予融资金额2%的奖励。
2018年3月	《关于扶持股权投资机构发展促进科技创新的实施细则》	突出引导增加投资主体数量，增强落户吸引力，大幅提高新落户股权投资机构的开办奖励，各档次的奖励标准也相应提高，最高奖励1500万元。同时，大幅提高投资初创期科技创新项目的奖励幅度，从过去的1%提高至5%，单个股权投资企业年度可获得最高500万元的奖励。
2020年7月	《关于原则同意北京、上海、江苏、浙江、深圳等5家区域性股权市场开展区块链建设工作的函》	原则同意了北京、上海、浙江、江苏、深圳等区域性股权市场参与区块链建设试点工作。在南京数字金融产业研究院的技术支持下，江苏区域股权市场在全国5家试点单位中率先实现了与证监会中央监管链的连通。
2021年2月	《关于促进南京市私募股权投资行业发展的实施细则》	鼓励投资科技创新企业。对投资于注册纳税在本市的新型研发机构和种子期、初创期科技型企业，持有股权超过24个月，且投资资金全部到位的基金，按投资额5%给予基金管理机构奖励，投资单个企业累计奖励最高500万元。
2023年2月	《南京市江宁区关于促进股权投资高质量发展的若干意见（试行）》	根据合伙企业实际募集到位资金规模、公司制企业实缴到位注册资本规模给予股权投资机构开办奖励；股权投资企业投资江宁区注册企业满足一定要求的，给予投资专项奖励；鼓励股权投资机构集聚发展。
2024年3月	《推动科创金融高质量发展若干政策措施》	引导股权投资“投早”“投小”“投科技”，提升股权投资基金流动性，鼓励金融科技产业发展等。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

模的领先提供了良好的基础。

三、南京市城投公司股权投资现状

南京市作为省会城市，具有较强的经济实力和资本集聚能力，同时叠加产业基础、政策激励和市场机制的综合影响，南京市城投公司股权投资规模相对较大，参与股权投资亦较为活跃。

南京市城投公司股权投资现状

总量及增速方面，南京市城投公司股权投资规模¹及占总资产的比重持续增长，但股权投资增速先升后降。2019年以来，南京市城投公司股权投资规模持续增长（见图2），年均复合增长10.63%，占总资产比重逐年上升（见图3），截至2024年6月底，南京市城

投公司股权投资总规模达3818.77亿元。2019—2023年，南京市城投公司股权投资规模增速先升后降（见图3），2021年以前，南京市城投公司发挥国有资产运营平台的产业引导作用，进行区域内的招商引资和产业培育，南京市城投公司股权投资规模随之快速增长，2020年增速高达23.51%。2021年起，部分区域对于城投公司开展股权投资监管趋严，2021年5月，江苏省发布《关于规范融资平台公司投融资行为的指导意见》，提到“不得将招商引资项目变相为融资平台公司投资项目”“对外投资应当符合产业发展规划，投资规模与投资实力、融资能力、财务承受能力相适应，严控高风险业务投资，按规定开展尽职调查和审计评估，并履行决策程序后按规定实施，防止脱实向虚，防止重大投资损失”，各城投公司投资步伐放缓，投资规模增速回落，2022年降至15.00%。2022年以来，中央及监管

¹ 本文城投公司样本为有存量城投债的平台 70 余家；按照一般企业对外投资分类标准，股权投资规模主要包括长期股权投资、其他权益工具投资、交易性金融资产和其他非流动金融资产；未去除因母子公司导致的重复值；未考虑直接形成控股子公司并纳入合并范围内的投资。

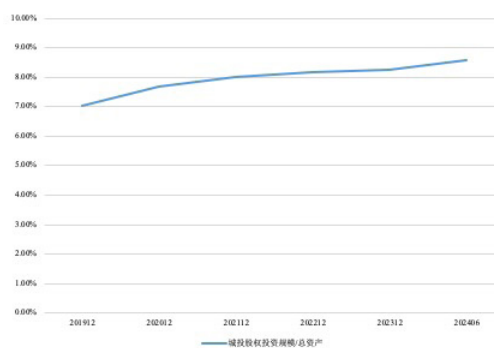
部门多次提及要“防范化解地方政府债务风险”，在化债大背景下，城投公司逐年减缓投融资节奏，股权投资增速进一步下降，2023年降至6.48%。2023年下半年以来，面对政策导向和市场环境的变化，结合“335”指标要求，城投公司从资产重整和业务领域拓展等方面考虑，以股权投资带动业务转型，截至2024年6月底，南京市城投公司股权投资规模较上年底增长6.38%，增速基本与2023年全年持平，增速效果暂不明显，或由于“35号文”等文件发布，相关政策的实施效果需要一定释放时间所致；同期末，南京市城投公司股权投资规模占总资产的比重提升至8.59%。

投资收益方面，南京市城投公司股权投资收益规模及占利润总额比重先升后降，投资年收益率²呈下降趋势。2019年以来，南京市城投公司投资收益及其占利润总额的比重先升后降（见图4），2023年底分别为126.66亿元和50.20%，对城投公司盈利水平形成一定补充；投资效率方面，南京市城投公司股权投资收益率自2020年起逐年下降，2023年降至3.76%

（见图5），收益水平整体偏低，但高于全省平均水平（2023年全省股权投资收益率约为3.23%）及一年期LPR水平（3.35%）。主要由于近年来南京市股权投资规模持续增长，部分投资标的成立时间较短，项目孵化及成长尚需时间，导致投资收益的产生滞后于投资规模的增长。

投资标的类型分布方面，南京市城投公司股权投资以类金融企业和传统行业为主，且对于类金融企业

图3 南京市城投股权投资规模占总资产比重



资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

图2 南京市城投股权投资规模及增速

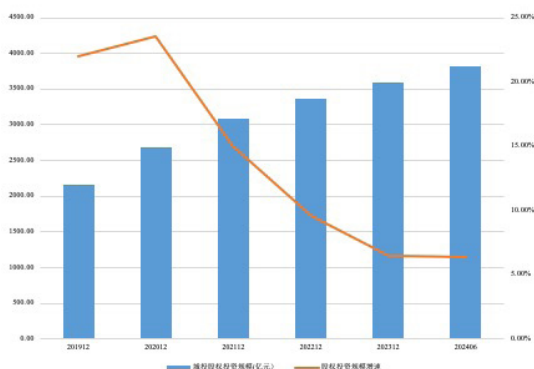
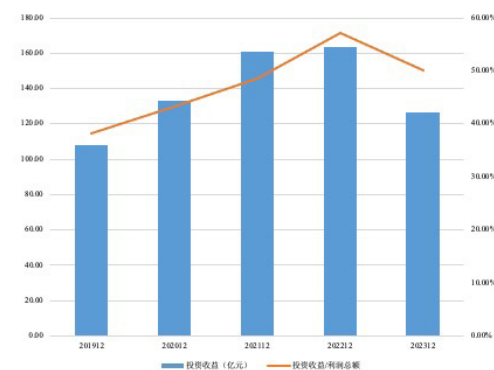


图4 南京市城投公司股权投资收益及其占利润总额比重



² 本文股权投资收益选取利润中投资收益，投资收益率为投资收益 / 前一年股权投资规模。

的投资通常收益水平较高;对于区域平台类和公用事业类的投资比例相对较低。投资标的类型增速方面,股权投资中基金及对外投资类占比提升最快。

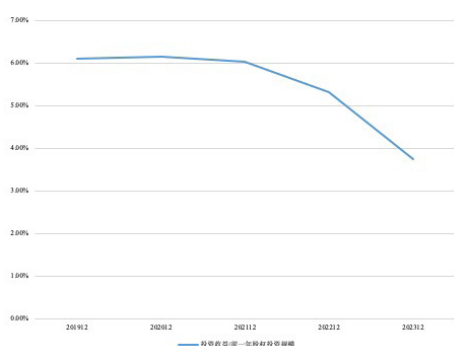
样本选取方面,本文选取了南京市市级发债城投公司作为股权投资标的类型分析样本,共获取有效样本5家³。类型划分方面,通过综合考虑投资收益性、政府引导力度、参与难易程度及产业先进性等因素,本节将城投公司股权投资标的类型共分为6类:1.基金及对外投资类,被投资企业为有限合伙企业、创业投资基金、企业孵化投资公司等;2.类金融及金融衍生业,被投资企业为银行、融资租赁、担保公司、信托公司、证券公司、咨询公司等;3.公用事业类,包括但不限于机场运营公司、高速运营公司、燃气公司、天然气公司、水务公司、幼儿园、加油站运营公司、养老产业公司及电力公司等;4.高新技术产业,被投资企业为重点行业孵化企业或已经投产的科技类企业,包括但不限于制药公司、汽车制造公司、医疗器械研发

和制造公司、电子信息产业、半导体研制及制造产业类企业等;5.传统行业类,包括但不限于文化旅游公司、房地产开发及配套服务公司、传统能源类企业、传统工业制造类企业、建筑施工企业等;6.区域平台类,被投资企业包括区域内或跨区域城投类企业、市政建设项目公司、大交通类投资运营企业等。

依据上述分类标准,本文统计了2022—2023年样本企业股权投资标的类型,其中类金融及金融衍生业和传统行业占比最高,2023年底分别为33.71%和27.90%;基金及对外投资类占比排名第三,2023年底为25.58%;高新技术产业类和区域平台类分别为7.37%和5.16%;公用事业类占比最小,仅为0.28%。依托于突出的金融资源优势,南京市市级城投公司对于类金融企业的投资比例较高,且通常收益水平较高,例如2023年初南京市国有资产投资管理控股(集团)有限责任公司对南京银行股份有限公司长期股权投资余额304.10亿元,2023年实现投资收益42.74亿元,占当期投资收益的79.16%;对于传统行业的投资以房地产企业和传统工业制造类企业为主;对于区域平台类和公用事业类的投资比例相对较低,与南京市相对完善的基础设施建设相适应。

从投资标的类型的占比变化看,传统行业类占比提升仍最高,2023年末较上年末提升约1.20个百分点,类金融及金融衍生业占比提升约0.50个百分点,表明传统行业及类金融行业作为南京市的优势行业,仍具备较强的投资吸引力(见图6)。基金及对外投资类占比小幅下降,但比重仍高,由于南京市城投公司对于基金类投资已具有一定规模优势,由于其可促进区域经济发展、利用杠杆效应以及实现产融结

图5南京市城投公司股权投资收益占前一年股权投资比重



³考虑到数据的可获取性,股权投资规模包括长期股权投资和其他权益工具投资;已去除因母子公司导致的重叠值;5家样本企业分别为南京扬子国资投资集团有限责任公司、南京东南国资投资集团有限责任公司、南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司、南京市国有资产投资管理控股(集团)有限责任公司和南京市城市建设投资控股(集团)有限责任公司。

合等优点，未来有望成为南京市城投公司股权投资中新的增长机会。

南京市城投公司投资基金现状

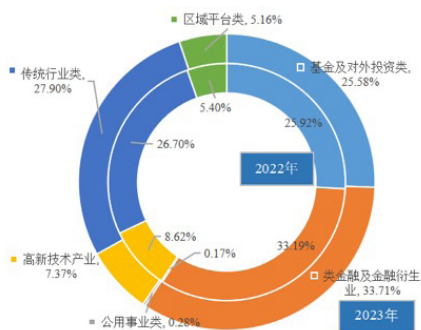
投资基金方面，南京市基金管理人数量和基金管理规模均处于江苏省前列，在基金投资领域具有较为显著的地位，叠加南京市政府在基金政策支持方面的积极作为，预计南京市基金行业的景气度将继续提升，区域内城投公司在基金投资方面将继续保持积极的姿态推进。

投资基金方面，经济发展水平较高且区域优势更突出的苏南地区基金规模及规模增速在江苏省内更为突出⁴（见图7和图8），一方面或主要由于苏南地区产业发展具有深厚基础，更易吸引大量优质企业进驻，并进一步形成集聚效应，促进金融资源的汇聚。另一方面或由于地方政府投资通过发挥激励引导作用，以国有资本撬动社会资本比例更大。在省会城市区域优势、促投资、政府产业发展基金政策及地区产业发展优势等综合影响下，南京市相比较苏南地区其他地市，基金管理

人数量和基金管理规模均处于前列，在基金投资领域具有较为显著的地位。2021年以来，南京市基金管理人数量及基金管理规模整体呈稳步增长趋势。具体来看，南京市的基金管理人数量从2021年末的约230家增加到2024年6月末的260家，管理基金规模从约2800亿元增加到近3100亿元，反映出南京市基金行业的资产规模呈整体扩张趋势，活跃度较高。整体看，作为江苏省内基金管理人数量和基金管理规模的领先城市，南京市能够在一定程度上持续吸引投资机构和资本流入，为股权投资市场提供更多的资金来源，亦为区域内城投公司提供了更多投资机会。

政府政策支持方面，南京市政府在基金政策支持方面还出台了各类促进投资政策。在政府投资基金上，为规范基金运作管理，提高基金配置效率，市政府制定了《南京市政府投资基金管理办法》，下设产

图6 2023年南京市城投公司股权投资标的的类型分布



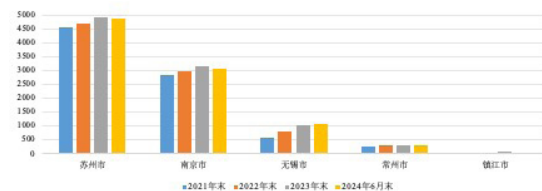
资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

图7 苏南地区私募股权、创业投资基金管理人按注册地分布情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图8 苏南地区私募股权、创业投资基金管理人管理基金规模分布情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

⁴关于江苏省内各地级市投资基金具体内容参见联合资信于2023年9月20日发布的《城投公司股权投资现状分析——江苏篇》。

业发展基金和城市建设发展基金，支持城市基础设施建设和产业项目。在创业投资引导基金上，南京市政府设立创业投资引导基金，通过扶持创业投资企业的设立与发展，引导社会资金投资于符合南京市经济社会发展规划以及产业政策的成长型企业。基金主要采用参股和跟进投资两种方式出资，以培育和壮大全市创业投资市场。此外，根据《市政府关于打造南京市“4+N”产业基金集群聚力推动产业强市发展的实施意见》，提出打造“4+N”产业基金集群，以聚力推动产业强市发展。这一策略旨在通过整合资源，形成300亿资产规模，围绕重大项目落地、重点产业发展、强链补链延链、科创人才培育四大方向，撬动社会资本设立多支基金，形成总规模超2000亿元的产业基金集群。根据公开信息，截至2023年底，南京市政府投资基金总规模达150亿元，由新兴产业发展基金和市级科技创新基金组成，并由南京市创新投资集团有限责任公司（以下简称“创投集团”）受托管理。截至2023年底，南京市政府投资基金累计与百余家头部GP合作设立子基金，子基金总规模超1700亿元，直接与间接参与投资的项目超千个，其中投资南京当地项目及引入南京落地的项目合计近700个。

上述政策和措施体现了南京市政府为进一步引导完善营商环境，加快构建政府投资基金等方面持续发力，并进一步撬动各类资本加大力度布局投资，推动当地产业投资，促进产业升级、创新和城市发展。因此，在此影响下，除直接投资外，南京市国有企业在基金领域的参与情况表现活跃，通过多种方式和策略推动了地方经济的发展和产业的转型升级，区域内城投公司参与投资基金上亦保持了较大的规模。如根据公开信息，截至2024年3月底，创投集团受托管理的南京市政府专项基金约117.56亿元，包括产业发展基金、科创基金、工业和信息产业发展基金、科技创业发展基金、天使基金、引导基金、直投基金等；受托管理基金实际出资114支子基金，实缴出资116.75亿元。项目投资方面，

截至2024年3月底，创投集团受托管理的南京市政府专项基金已投资2302个项目，投资领域包括新兴产业、互联网科技、文化产业等，主要投资领域相对围绕于区域内主要产业。退出项目1427个，实现转让收益1.65亿元。创投集团本部运用自有资金参股设立15支子基金，基金总规模111.30亿元，创投集团认缴25.97亿元，实缴14.42亿元。此外，截至2023年底，南京东南国资投资集团有限责任公司（以下简称“东南国资”）主要管理的存量基金共10支，总规模88.18亿元。其中：基础设施建设类基金5支（1支基础设施建设基金52.01亿元、2支青年汇基金16.62亿元、1支邻里中心基金4.89亿元），总规模73.52亿元；产业股权投资类基金5支（巨石基金0.25亿元、汇景基金5.10亿元、文投基金0.27亿元、建邺高新基金6.04亿元、人工智能基金3.00亿元），总规模14.66亿元。2023年，东南国资其他非流动金融资产在持有期间的投资收益3.77亿元。

四、总结与展望

综上，南京市作为江苏省的省会城市，区位优势显著，经济总量及产业发展水平在省内占据领先地位。长期以来，南京市产业结构的调整取得了显著成效，在此背景下城投公司进行市场化转型条件更充分。在加快产业结构升级和促投资等激励政策助推下，区域内城投公司的股权投资体量持续维持在较高水平；南京市金融资源丰富，相较于省内其余地市，更易获得较低的资金成本，为城投公司在股权投资方面的效益创造提供了有利条件。城投公司的股权投资行为与区域环境因素紧密相关，在金融资源的利用上，南京市市级城投公司在类金融企业的投资比例较高，且通常能够获得较高的收益；与此同时，对于传统行业的投资则以房地产企业和传统工业制造类企业为主；而对于区域平台类和公用事业类的投资比例则相对较低，这与南京市相对完善的基础设施建设相适

应。从投资标的类型的占比变化看，传统行业类占比仍最高，类金融及金融衍生业占比次之，显示出传统行业及类金融行业作为南京市相对优势行业，仍具备较强的投资吸引力；基金及对外投资类占比虽小幅有所下降，但比重仍高，有望为南京市城投公司股权投资领域的新增长点。南京市在基金管理人数量和基金管理规模方面均位于江苏省前列，显示出在基金投资领域具有较为显著的地位，叠加南京市政府在基金政策支持方面的积极作为，区域内城投公司在基金投资方面将继续保持积极的姿态推进。

随着“35号文”等文件陆续发布以及相关政策效果的释放，预期南京市城投公司将加快市场化转型的步伐，以适应新的政策环境。在此背景下，通过参与股权投资进行市场化转型的趋势将更为明显，股权投资规模也有望进一步扩大。在符合地方产业发展特点的前提下，南京市城投公司需围绕自身资源优势，进一步优化业务发展布局，增加产业化业务的种类及规模；并加强产业链上下游的整合与协同。随着后续相关产业的进一步转型升级，区域内城投公司参与股

权投资的效益或将进一步提升，在资金和资源的引导集聚下，区域经济状况也将随之进一步提振，形成良性循环。

在南京市城投公司参与股权投资对产业运营和经济发展带来积极作用的同时，也需警惕其带来的自身投资风险。首先，南京市城投公司参与股权投资规模大，范围较广泛，需关注区域内城投公司在股权投资过程中政府支持程度的变化情况以及管理风险。其次，尽管目前南京市城投公司收益水平高于全省平均水平，但股权投资收益与资金成本之间的差距仍然存在，需关注资金成本倒挂及举债投资现象。此外，由于股权投资回收周期通常较长，在参与产业投资时，城投公司需要考虑资金来源的稳定性和长期性，避免由于投融资期限结构错配而导致的流动性风险。最后，在转型加快的背景下，城投公司需在明确自身定位及转型方向的基础上，进行投资分类，避免出于单纯扩张报表等目的而进行的无效投资。若涉及投资于同自身经营业务相关度较低的行业，也需重点加强风险甄别，警惕可能面临的投资风险。///



债市信用风险事件统计

一、违约情况

2024年8—9月, 债券市场¹新增违约²主体4家, 涉及到期违约债券4期, 到期违约债券规模9.85亿元。另有重复违约³主体5家, 共涉及到期违约债券10期, 到期违约规模合计约46.15亿元。

截至9月30日, 2024年我国债券市场新增违约主体10家, 较上年同期(4家)有所增加, 涉及到期违约债券12期, 到期违约债券规模61.95亿元, 均较上年同期(15期、183.19亿元)有所减少。重复违约主体11家, 涉及到期违约债券27期, 到期违约规模约171.16亿元, 均较上年同期(10家、19期和50.18亿元)有所增加(见表1)。

二、信用等级调整⁴情况

2024年8—9月, 债券市场有3家发行人主体级别发生上调, 5家发行人主体级别发生下调。1家发行人主体展望发生下调, 无发行人主体展望发生上调。

截至9月30日, 2024年我国债券市场有40家发行人主体级别发生上调, 较上年同期(64家)有所减少, 有58家发行人主体级别发生下调, 较上年同期(37家)有所增加。有2家发行人主体展望发生上调, 较上年同期(7家)有所减少, 10家发行人主体展望发生下调, 较上年同期(25家)有所减少(见表2)。

表1 2021年—2024年9月我国债券市场违约情况(单位: 家、期、亿元)

	2021年			2022年			2023年			2024年1—9月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	23	102	1176.15	11	60	306.76	10	34	268.66	10	12	61.95
重复违约	34	102	909.91	10	25	176.46	10	22	54.99	11	27	171.16

注: 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金
数据来源: 联合资信整理

表2 2021年—2024年9月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2021年	2022年	2023年	2024年1—9月	2021年	2022年	2023年	2024年1—9月
调升数量(家)	17	25	86	40	3	6	7	2
调降数量(家)	138	86	37	58	50	25	26	10

注1.评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形; 2.由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时, 则按不同评级机构分别纳入统计, 即同一主体可被多次计数
数据来源: 联合资信整理

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。
² 违约定义详见联合资信《评级结果质量检验制度》(<http://www.lhratings.com/file/de5728ad-3077-4383-9743-cf4e3ec4df97.pdf>)。
³ 重复违约是指发行人在 2023 年(含)之前已发生实质性违约, 在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。
⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

湖南景峰医药股份有限公司

一、主体概况

湖南景峰医药股份有限公司（以下简称“景峰医药”或“公司”）前身为1993年成立的上海景峰制药股份有限公司。2014年12月，上海景峰医药有限公司通过借壳重组湖南天一科技股份有限公司（以下简称“天一科技”）成功上市，叶湘武成为公司控股股东和实际控制人。2015年，公司名称变更为湖南景峰医药股份有限公

司。公司原主营泵类业务和电器产品业务，经过资产重组后转向医药产品的研发、制造与销售，其产品主要适用于心脑血管及骨科领域。截至2023年12月31日，叶湘武持有公司13.74%的股份，为公司第一大股东。

2024年7月1日，受医药行业改革、公司商誉减值、资产出售等因素影响，公司盈利能力持续下降，加之公司治理存在较大瑕疵，再融资能力受到冲击，公司未能按时兑付“16景峰01”本息，构成实质性违约。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
16景峰01	20161026	20211227	20240701	2.95	--	AA/AA/稳定	中期票据	中诚信国际	本息违约

注：1. 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元；2. 债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别
资料来源：联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2018-07-11	叶湘武及其一致行动人累计质押股份数占其持股总数的比例为66.47%
2020-01-22	中诚信证评认为，公司主要产品销售金额出现较大幅度下滑，加上销售费用持续增长及商誉减值的影响，其盈利能力弱化较为明显，决定将公司主体和债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单
2020-04-30	公司披露2019年财报，总资产43.20亿元，总负债24.08亿元，营业总收入13.44亿元，同比减少48.02%，净利润由正转负，为-9.29亿元，同比减少613.08%
2020-06-29	受医药行业政策和营销体系改革影响，公司盈利和获现能力弱化，造成当期出现大额亏损；同时财务杠杆率上升较快，偿债指标显著弱化，且由于债务结构偏短期化，面临较大短期偿债压力。中诚信国际将公司的主体和“16景峰01”的信用等级由AA调降至AA-，并将主体和债项继续列入可能降级的观察名单
2021-06-25	受医药行业政策和营销体系改革影响，公司主要产品量价呈下滑趋势，2020年营业总收入大幅下滑，当期出现大额亏损；同时财务杠杆率上升较快，偿债指标显著弱化，面临很大短期偿债压力。中诚信国际将公司的主体和“16景峰01”的信用等级由AA-调降至A，并将主体和债项继续列入可能降级的观察名单
2021-08-07	叶湘武持有的景峰医药18326000股（占其所持股份比例为14.09%）被法院司法冻结
2021-08-12	叶湘武及其一致行动人累计质押股份数占其所持股份比例为67.59%

2021-08-17	由于叶湘武所持部分股份已被司法冻结，且其与一致行动人所持公司股份质押比例较高，对公司后续备用流动性的支持减弱。同时公司账面货币资金较少，资金较为紧张，面临很大的短期偿债压力，中诚信国际将公司的主体和“16景峰01”的信用等级由A调降至BBB，并将主体和债项继续列入可能降级的观察名单
2021-09-09	公司发布公告称拟以2.03亿元转让子公司资产以偿还即将到期的“16景峰01”本息
2021-09-23	公司控股子公司的2.2亿元银行借款已展期，且公司本部对子公司担保1.79亿元已逾期，涉及诉讼的担保金额1.34亿元
2021-09-29	因“16景峰01”临近到期日，公司子公司借款以及本部对子公司担保已逾期，资产处置进展较慢且转让款到位时间具有较大不确定性，短期偿债压力很大。中诚信国际将公司的主体和“16景峰01”的信用等级由BBB调降至BB，并将主体和债项继续列入可能降级的观察名单
2021-10-12	叶湘武及其一致行动人与北京洲裕能源科技有限责任公司（以下简称“洲裕能源”）签署《股份转让协议》《投票权委托协议》
2021-10-13	公司发布《湖南景峰医药股份有限公司关于向关联方借款暨关联交易的公告》，拟向洲裕能源借款人民币4亿元，年利率为12%，期限为一年
2021-10-25	公司披露“16景峰01”兑付安排公告，与债券持有人达成展期协议
2021-10-26	“16景峰01”展期表明公司目前资金紧张，向关联方借款事项尚未落实，短期偿债压力很大，中诚信国际决定将公司的主体和债项的信用等级由BB调降至B
2022-03-05	公司发布公告称，叶湘武及其一致行动人协议转让给洲裕能源的股票已完成过户登记手续，公司实际控制人由叶湘武变更为徐欢霞
2022-06-10	因洲裕能源违反股权转让及表决权委托等相关协议，公司原实控人叶湘武恢复行使公司120847486股股份（占公司总股本的13.74%）的表决权，公司控股股东、实际控制人恢复为叶湘武
2022-06-28	2021年公司收入规模进一步下滑，经营亏损导致所有者权益大幅下降，财务杠杆率大幅攀升，自身造血和外部筹资能力不足，“16景峰01”不断展期，已有部分贷款逾期，面临极大偿债压力，股权结构稳定性弱、实际控制人反复变更或对公司日常管理及生产经营造成负面影响。中诚信国际将公司的主体和债项信用等级由B调降至CCC
2022-10-22	公司因违反信息披露管理办法收到湖南证监局警示函
2023-06-28	基于公司经营持续亏损、财务杠杆率攀升至很高水平、自身造血和外部筹资能力未得到明显改善，“16景峰01”不断展期，仍有部分贷款逾期，面临极大偿债压力，中诚信国际将公司主体和债项信用等级由CCC调降至CC，评级展望为负面
2023-11-28	公司债权人向法院申请对公司进行预重整
2024-06-25	中诚信国际终止对公司主体信用评级及“16景峰01”的债项信用评级
2024-07-01	“16景峰01”展期方案未获债券持有人同意，构成实质性违约

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况；2020年2月，原中诚信证评业务由中诚信国际承继，景峰医药主体和债项评级机构变更为中诚信国际
资料来源：联合资信COS系统

三、违约原因分析

受行业政策和自身营销体系改革影响，公司盈利能力明显弱化

公司受医保控费、重点监控、辅助用药等行业政策影响较大，且公司自身营销体系改革加剧了产品销售的波动性，对公司的经营表现持续产生负面影响。2019年，公司主要产品参茸葡萄糖注射液未能进入2019年版国家医保目录，随后陆续退出各省医保支付目录，该产品销量持续下滑。受此影响，2019—2023年，公司营业收入持续走低，从2019年的13.44亿元下降至2023年的6.57亿元。同期，公司连年亏损，5年间合计亏损超过

20亿元。此外，公司自2019年开始实行营销体系改革，但转型过渡期销售队伍的不稳定性以及销售活动的不连续性对产品销售造成较大影响，公司市场推广服务费维持较大规模，2019—2021年，期间费用率均超过100%，对利润造成严重侵蚀。

公司财务杠杆水平持续飙升，自身造血能力不足

2014年公司完成借壳上市后，通过并购大举外延式扩张。2015—2018年，公司相继收购德泽药业、海方楠、宁波爱诺、医易康云、联顿医药、景诚制药、锦瑞制药等多家部分或全部股权，并产生高额商誉，随后被收购公司业绩下滑引发了商誉大幅减值。受销售业

绩持续恶化、商誉减值、资产出售等多方面因素叠加影响，景峰医药杠杆水平自2018年起持续上升，截至2023年末，公司已资不抵债。从自身造血能力来看，2021—2023年，公司经营性现金流净额均不足以覆盖短期债务，公司靠内生性现金流覆盖短期债务的能力很差，主要通过出售资产维持资金平衡。

公司负面舆情频出，融资渠道受阻

公司治理存在较大瑕疵，对公司外部融资渠道产生负面影响。近年来，公司股权管理结构缺乏稳定性，实际控制人反复变更。2021年10月，公司与洲裕能源签订股份转让协议，转让完成过户后，洲裕能源在公司拥有表决权的股份数量合计占公司总股本的18.74%，成为公司控股股东，公司实际控制人将由叶湘武变更为徐欢霞。2022年6月，由于洲裕能源未履行协议约定及时支付相关款项，且违规减持，公司控制权再次发生变

更，控股股东、实际控制人恢复为叶湘武。此外，公司因虚签合同虚增资产、利润等违规行为，被湖南省证监局出具警示函行政监管措施。在此背景下，公司再融资能力受到冲击，自2019年开始，景峰医药融入资金状况持续恶化，筹资性现金流净额均为净流出状态。2023年11月，景峰医药被债权人申请进行预重整，并于2024年7月正式进入预重整流程，进一步重挫市场对公司信心。■



表3 主要财务指标

财务指标	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年6月
资产总额 (亿元)	43.20	26.61	17.74	14.55	10.60	10.18
所有者权益 (亿元)	19.12	6.09	3.09	2.01	-1.54	-1.74
长期债务 (亿元)	3.89	0.00	0.01	0.73	0.72	0.00
全部债务 (亿元)	16.95	14.23	8.66	5.89	5.71	5.65
营业收入 (亿元)	13.44	8.78	8.11	8.41	6.57	2.03
利润总额 (亿元)	-9.27	-10.44	-1.44	-0.86	-1.74	-0.20
EBITDA (亿元)	-7.23	-8.24	0.55	0.23	-0.90	--
经营性净现金流 (亿元)	0.36	-2.72	1.24	1.23	0.35	0.16
营业利润率 (%)	58.61	61.92	58.71	74.82	70.11	61.68
净资产收益率 (%)	-48.58	-171.90	-61.62	-47.63	134.37	--
资产负债率 (%)	55.74	77.11	82.56	86.15	114.49	117.12
全部债务资本化比率 (%)	47.00	70.02	73.67	74.51	136.81	144.64
流动比率 (%)	106.91	54.98	49.78	52.73	20.52	17.04
全部债务/EBITDA (倍)	-2.34	-1.73	15.66	25.14	-6.33	--
EBITDA利息倍数 (倍)	-6.89	-7.77	0.64	0.45	-2.15	--
经营现金流动负债比 (%)	2.17	-14.62	9.10	11.38	3.37	--

资料来源：联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

中共中央、国务院加快经济社会发展全面绿色转型顶层设计文件落地

2024年8月11日,中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》,指出鼓励地方政府通过多种方式降低绿色债券融资成本,积极发展绿色股权融资、绿色融资租赁、绿色信托等金融工具,有序推进碳金融产品和衍生工具创新。该意见是加快经济社会发展全面绿色转型的顶层设计文件,对于推动发展方式绿色转型、建设人与自然和谐共生现代化、全面推进美丽中国建设、实现高质量发展具有重要意义。(摘自新华社, 2024年8月11日)

国务院印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》

2024年9月11日,国务院发布《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》,围绕严把保险市场准入关、有力有序有效防范化解保险业风险、提升

保险业服务民生保障水平、提升保险业服务实体经济质效、深化保险业改革开放等环节,通过十条举措进一步明确保险业高质量发展的路径和方向。(摘自新华社, 2024年9月11日)

央行等五部门联合发布通知——金融加力支持乡村全面振兴

2024年8月5日,中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、财政部、农业农村部联合发布《关于开展学习运用“千万工程”经验加强金融支持乡村全面振兴专项行动的通知》,强调发挥支农支小再贷款、再贴现、科技创新和技术改造再贷款等货币政策工具激励作用,鼓励金融机构发行专项金融债券,支持涉农企业发行融资工具,持续加大对乡村振兴重点领域资金投入。该通知的发布对于推动金融资源向乡村振兴重点领域和薄弱环节倾斜,加快农业农村现代化,实现乡村振兴具有重要意义。(摘自新华社, 2024年8月3日)

金融监督管理总局发布《关于加强和改进互联网财产保险业务监管有关事项的通知》

2024年8月9日,为进一步规范互联网财产保险业务,有效防范行业风险,切实保护金融消费者合法权益,推动财险业向数字化、智能化转型,实现互联网财产保险高质量发展,国家金融监督管理总局印发《关于加强和改进互联网财产保险业务监管有关事项的通知》,指出互联网保险公司之外的财产保险公司开展互联网财产保险业务,应符合以下条件:第一、最近连续四个季度综合偿付能力充足率不低于120%,核心偿付能力充足率不低于75%;第二、最近连续四个季度风险综合评级为B类及以上;第三、金融监管总局规定的其他条件。(摘自金融监管总局网站, 2024年8月9日)

金融监管总局修订发布《金融租赁公司管理办法》

2024年9月20日,为了加强与现行监管法规衔接,金融监管总局



结合金融租赁行业实际情况,进一步补充完善相关内容,修订发布了《金融租赁公司管理办法》,针对金融租赁公司的主要出资人制度、业务范围、公司治理、风险管理及涉外业务等方面进行了全面优化。将金融租赁公司主要出资人持股比例要求由不低于30%提高至不低于51%,监管指标中新增杠杆率及财务杠杆倍数指标等。《办法》修订有利于进一步加强金融租赁公司监管,防范金融风险,完善机构定位,优化金融服务,大力支持企业设备更新改造,促进行业高质量发展。(摘自金融监管总局网站, 2024年9月20日)

国家金融监督管理总局发布《关于做好续贷工作 提高小微企业金融服务水平的通知》

2024年9月24日,为进一步做好续贷工作,切实提升小微企业

金融服务质量,国家金融监督管理总局发布《关于做好续贷工作,提高小微企业金融服务水平的通知》。提出优化贷款服务模式、加大续贷支持力度、合理确定续期贷款风险分类、加强续期贷款风险管理、完善尽职免责机制、提升融资服务水平、阶段性拓展适用对象等七项举措。(摘自金融监管总局网站, 2024年9月24日)

证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》

2024年9月20日,为进一步完善证券公司风险控制指标体系,推动证券公司落实全面风险管理要求,提升服务实体经济质效,促进证券公司高质量发展,证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》,对证券公司投资股票、做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化,适当调整连续三

年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数,同时明确证券公司参与公募REITs等新业务的风险控制指标计算标准。(摘自上海证券报, 2024年9月21日)

证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》

2024年9月24日,为进一步激发并购重组市场活力,证监会研究制订《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》,坚持市场化方向,更好发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用。意见明确指出支持跨行业并购、允许收购未盈利资产。鼓励上市公司加强产业整合,进一步提高监管包容度,提升重组市场交易效率,提升中介机构服务水平等。(摘自证监会官网, 2024年9月24日)

市场动向 Market Trends

全国首只未来产业债发行

2024年8月20日, 芜湖远大创业投资有限公司面向专业投资者公开发行科技创新公司债券, 系全国首单用于未来产业的科技创新公司债券。本期债券发行规模8.9亿元, 期限3年, 主体评级为AA+, 票面利率为2.18%, 全场认购倍数2.33倍。本项目以“未来产业”为切入点, 募集资金将重点投向未来显示、新型储能、人工智能三大未来产业, 将助力发行人实现“科技-产业-金融”

良性循环, 依托现有产业基础, 进一步推动更具影响力的未来产业快速发展。(摘自中证网, 2024年8月29日)

全国首单资产担保债券信用增级产品发行

2024年8月29日, 乐山高新投资发展(集团)有限公司2024年度第一期定向资产担保债务融资工具发行。该项目是全国首单发行人

通过自有资产设立资产池, 实现债项信用增级的资产担保债产品。通过CB产品设立资产池的结构化安排, 充分发挥资产和主体“双重增信”机制, 以抵质押模式降低企业融资成本和盘活存量资产, 成功帮助债券在无任何外部担保的情况下, 取得高于企业自身评级的AA+债项评级, 发行利率创西南地区同主体评级同期限定向工具历史新低, 有效地降低了企业融资成本。

(摘自新浪财经, 2024年9月12日)





1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和 3年期公司债券发行利率走势

2024年8月至2024年9月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，实施逆回购共计89296.30亿元，逆回购到期85971.90亿元，实现净投放3324.40亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作6000.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）9920.00亿元，实现净回笼3920.00亿元。在此背景下，2024年9月，1年期短融、3年期公司债、5年期企业债的平均发行利率（2.43%、2.25%和2.60%）均较2024年8月（2.23%、2.20%和2.50%）有所上升。

表1 2024年8月—2024年9月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2024年8月	2024年9月	2024年8月	2024年9月	2024年8月	2024年9月	2024年8月	2024年9月
AAA	2.17	2.38	2.16	2.22	2.35	2.38	2.39	2.55
AA ⁺	2.28	2.49	2.36	2.49	2.55	2.85	2.25	--
AA	2.24	2.27	2.13	--	2.82	3.08	--	--
平均发行利率	2.23	2.43	2.20	2.25	2.50	2.60	2.32	2.55

注：1年期短融及其他券种无债项评级债券信用等级为主体级别，其余券种信用等级为债项级别

2024年8月至2024年9月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈波动下降态势。2024年9月, AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(2.38%、2.49%和2.27%)均较2024年8月(2.17%、2.28%和2.24%)有所上升。

2024年8月至2024年9月, 交易所国债3年期到期收益率呈波动下降态势。2024年9月, 3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率(2.22%和2.49%)均较2024年8月(2.16%和2.36%)有所上升。

2024年8月至2024年9月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈先降后升态势。2024年9月, 5年期AAA级、AA+级和AA级中期票据的平均发行利率(2.38%、2.85%和3.08%)均较2024年8月(2.35%、2.55%和2.82%)有所上升。

当前, 外部环境更趋复杂严峻, 全球经济复苏乏力, 贸易壁垒高企, 对我国外需构成一定压力。国内经济面临多重挑战, 经济增速放缓, 需求不足, 尤其是内需表现疲弱。在此背景下, 宏观政策坚持稳字当头、稳中求进, 货币政策的总基调依然保持稳健, 但更加注重支持性和逆周期调节。下一阶段, 央行将加大货币政策调控力度, 提高调控的精准性, 确保流动性合理充裕, 引导信贷合理增长和均衡投放, 保持社会融资规模和货币供应量与经济增长和价格水平预期目标相匹配。■

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

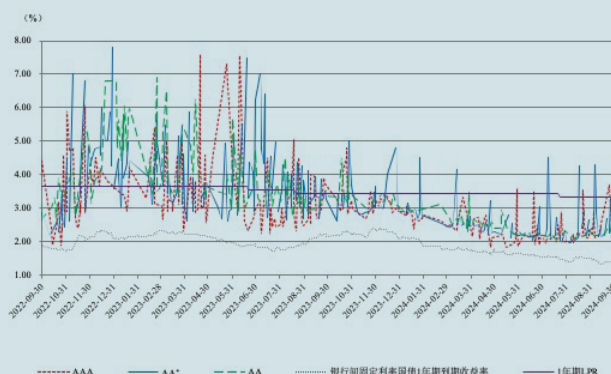


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

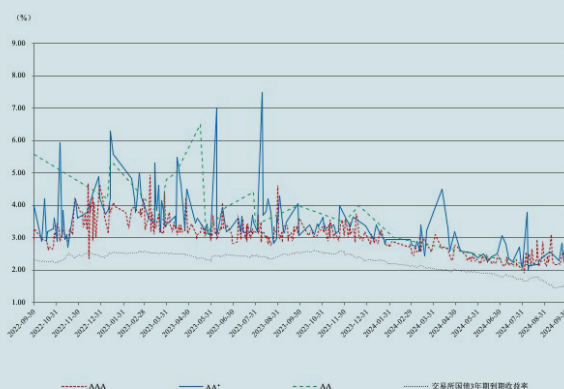
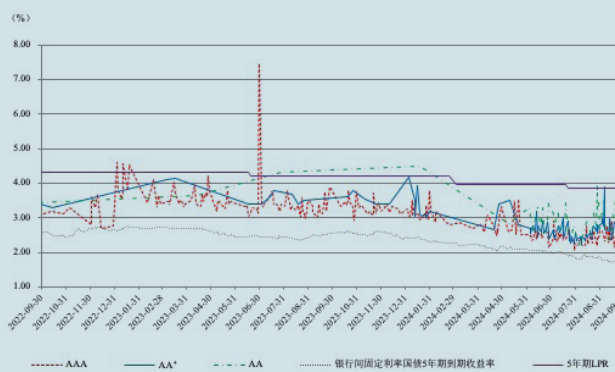


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2021年—2024年9月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2021年	2022年	2023年	2024年1—9月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	8.4	3.0	5.2	95.0	4.8
规模以上工业增加值	9.6	3.6	4.6	--	5.8
固定资产投资总额 (不含农户)	4.9	5.1	3.0	37.9	3.4
社会消费品零售总额	12.5	-0.2	7.2	35.4	3.3
出口总额	21.0	9.0	0.6	18.6	6.2
进口总额	21.5	3.9	-0.3	13.7	4.1
CPI	0.9	2.0	0.2	--	0.3
PPI	8.1	4.1	-3.0	--	-2.0
社会融资规模存量	10.3	9.6	9.5	402.2	8.0
M2余额	9.0	11.8	9.7	309.5	6.8
人民币贷款余额	11.6	11.1	10.6	253.6	8.1

注: 1.GDP和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率, 固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率; 2.出口总额、进口总额计价货币为人民币
资料来源: Wind, 联合资信整理

2021年—2024年9月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2021年	2022年	2023年	2024年1—9月	2024年1—9月 同比 (%)	2021年	2022年	2023年	2024年1—9月	2024年1—9月同 比 (%)
政府债	2148	2330	2365	1709	-10.57	136632.90	172648.49	205364.08	163583.66	11.44
国债	159	183	191	148	6.47	61816.6	99082.70	112110.40	97918.20	27.54
地方政府债	1989	2147	2174	1561	-11.91	74816.3	73565.79	93253.68	65665.46	-6.21
央行票据	12	12	12	9	0.00	600	600.00	600.00	447.50	-0.56
同业存单	29909	25805	26903	20050	1.52	217761.6	204969.90	257134.40	237774.80	25.42
金融债	1950	1767	1968	1308	-17.22	91892.66	95714.86	95842.38	75556.57	-4.16
政策银行债	905	871	823	581	-23.05	53439.5	59709.60	54741.20	42829.30	-13.59
商业银行债	103	159	183	114	-21.92	7710.55	12062.17	13195.00	7908.00	-27.40
商业银行次级债券	145	139	124	117	48.10	12025.73	11941.55	11157.90	15477.00	125.19
保险公司债	19	11	23	11	-15.38	539	224.50	1121.70	798.00	40.25
证券公司债	449	347	501	249	-31.40	10962.38	7109.74	10466.63	4623.07	-37.47
证券公司短期融资券	269	223	285	154	-25.60	5937	3988.30	4529.70	2303.20	-28.58
其它金融机构债	60	17	29	82	382.35	1278.5	679.00	630.25	1618.00	405.23
企业债	489	487	269	66	-73.49	4379.8	3703.30	2007.80	486.17	-73.70
公司债	4047	3659	4863	3462	-8.92	34444.23	31061.21	38537.59	29045.05	-2.95
一般公司债	1424	1401	1347	1175	14.30	16402.13	14843.09	14491.36	12821.73	16.68
私募债	2623	2258	3516	2287	-17.53	18042.1	16218.12	24046.23	16223.32	-14.34
中期票据	2555	2659	3189	3777	54.29	25389.65	28059.30	29643.97	37767.57	69.00
短期融资券	5147	4995	5224	3378	-19.26	51940.71	49824.48	48473.96	32716.24	-15.20
一般短期融资券	582	558	704	508	-10.09	5234.78	5150.30	5300.71	4838.40	12.64
超短期融资债券	4565	4437	4520	2870	-20.70	46705.93	44674.18	43173.25	27877.84	-18.69
定向工具	1399	1102	1225	950	-6.40	8605.83	6784.22	7522.02	5261.48	-15.22
国际机构债	9	5	9	10	100.00	175	165.00	210.00	385.00	165.52
政府支持机构债	20	25	21	0	-100.00	1900	2760.00	1930.00	0.00	-100.00
资产支持证券	5875	4480	4785	3949	12.57	31437.9	20043.91	18773.77	14014.05	5.02
交易商协会ABN	1401	821	629	1044	133.04	6455.86	4624.27	3220.08	3531.70	60.21
银保监会主管ABS	586	379	489	292	-19.34	8827.98	3556.84	3495.69	1910.19	-21.64
证监会主管ABS	3888	3280	3667	2613	-3.15	16154.06	11862.80	12058.00	8572.16	-1.48
可转债	119	149	142	29	-74.34	2828.47	2200.93	1423.60	236.34	-80.84
可交换债	34	36	29	11	-42.11	436.6	422.94	334.06	274.90	6.58
项目收益票据	8	--	--	--	--	49.3	--	--	--	--
标准化票据	1	--	--	--	--	0.5	--	--	--	--
合计	53722	47511	51004	38708	0.25	608475.15	618958.55	707797.63	597549.32	12.47

注: 本表统计口径为Wind中截至2024年11月1日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2023年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind

联合资信“风险资产新机遇 ——2024年秋季债市沙龙”圆满举办



2024年9月20日, 由联合资信评估股份有限公司与华创证券、联合咨询共同举办的“风险资产新机遇——2024年秋季债市沙龙”在北京金融街威斯汀大酒店圆满落幕。本次活动吸引了来自银行、基金、保险、证券、信托等金融机构的50余位投资者, 与行业专家及学者共同探讨债券市场的未来发展趋势和投资机会。

此次活动邀请了华创证券研究所固收首席分析师周冠南、六虹研究首席经济学家潘玮杰、根本投资创始合伙人管委会主席李根、联合资信工商企业评级二

部资深分析师郭察理、联合资信结构评级四部副总经理宋旭、联合咨询信用管理部信用分析师吕琳等专家做专题演讲。随后, 由华创证券周冠南总主持, 六虹研究潘玮杰总、根本投资李根总以及联合资信ESG业务部副总经理王妍总就《全球化格局重构下的固收资产配置》这一话题进行了圆桌交流。

日后, 联合资信将持续关注投资人的需求与关切, 通过一系列内容丰富、形式多样的活动, 致力于为投资人提供关于行业热点及发展趋势等方面高质量信息。





专业 · 尽责 · 真诚 · 服务



联合信用管理有限公司
China Lianhe Credit Information Service Co., Ltd.



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

编辑部: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编: 100022 电话: (010) 85679696 传真: (010) 85679228 Email: lianhe@lhratings.com