标普信评

S&P Global
China Ratings

寻找最稳健的民营企业

2020年3月16日

要点

- 我们经过案头分析发现，300家样本民营企业的潜在主体信用质量中位数处于[BB_{spc}+]*的水平。
- 我们认为，民营企业通常机制灵活、经营效率较高，因此在消费相关、房地产开发、制造业和科技软硬件及媒体行业具有较强的竞争优势。
- 科技软硬件及媒体、消费相关、制造业等行业中的民营企业，财务情况较为健康。
- 潜在信用质量较高的民营企业主要分布于消费相关、科技软硬件及媒体、房地产开发等行业。
- 本文最后对部分行业代表性民营企业的潜在主体信用质量进行了排序展示。

标普信评曾于2019年11月发布报告《迎风而立：谁是中国信用市场的中坚力量》，分析了700余家代表性产业类企业的潜在主体信用质量。为了进一步认识中国民营企业的信用特征，了解其中高信用质量企业的行业分布，我们对这700余家产业类企业中的300家民营企业进行了单独分析。

我们发现，民营企业在消费相关行业、科技软硬件及媒体、房地产开发和制造业中拥有较好的行业地位、市场份额和竞争优势，具备较强的竞争力；同时消费相关行业和科技软硬件和媒体等行业中的民营企业财务杠杆较低，财务风险可控。。

潜在主体信用质量在[BBB_{spc}−]*及以上的民营企业主要集中在房地产开发、科技软硬件及媒体、消费相关、制造业和上游及大宗商品等行业。服务业、消费相关、上游及大宗产品、医药医疗、制造业、科技软硬件及媒体等行业的民营企业里面，潜在主体信用质量在[BBB_{spc}−]*及以上的企业比例相对较高。

本文的最后，我们对民营企业比较集中的几个主要行业中代表性民营企业的潜在主体信用质量进行了排序展示。

主分析师

刘晓亮
北京
+86 10 6516 6040
xiaoliang.liu
@spgchinaratings.cn

其他分析师

李丹
北京
+86 10 6516 6042
dan.li
@spgchinaratings.cn

王雷
北京
+86 10 6516 6038
lei.wang
@spgchinaratings.cn

张任远
北京
+86 10 6516 6028
renyuan.zhang
@spgchinaratings.cn

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取300家民营企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据和表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

样本行业分布

我们选取的样本包含300家民营企业分布在标普信评行业分类中的多个行业中。样本既包含在境内资本市场有存续债券的民营企业，也包含各行业的上市民营企业龙头。

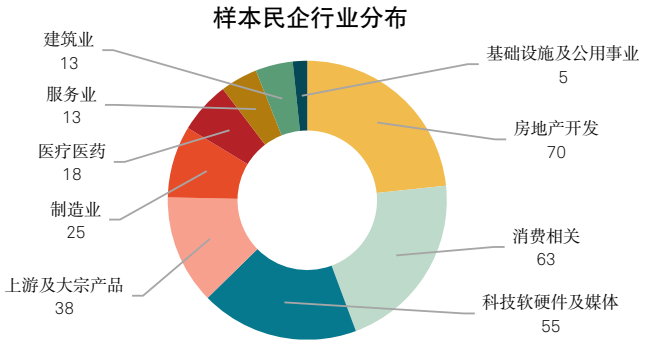
为了方便统计分析，同时更好地反映民营企业经营情况和财务风险状况，我们将这些民企所在行业按照业务属性和产业链的相关性进行了归并，形成9个大类行业。具体大类行业的划分如下表所示。本文均以下表中的大类行业口径进行讨论。

表1

本报告行业分类	涵盖的细分领域
房地产开发	房地产开发
科技软硬件及媒体	科技软件及服务、技术硬件及半导体、媒体娱乐
消费相关	大宗农产品、零售餐饮、日常消费品、耐用消费品、休闲体育
制造业	资本品（如工程机械、工业零部件制造等）、整车制造、汽车零配件、林业及造纸、光伏制造、包装业
上游及大宗产品	采掘业、金属冶炼、石油天然气炼化及销售、油气钻探及油田服务、油气开采、特种化工、基础化工、
医疗医药	制药、医疗器械、医疗服务
建筑业	建筑工程施工、建筑材料
服务业	商业服务、周期性运输（如航空公司、航运企业等）、房地产信托投资基金、铁路货运包裹物流（如铁路货运、物流服务等）
基础设施及公用事业	电信、交通基础设施（如机场，高速，港口，地铁等）、市场化发电及天然气、受监管的公用事业（如供水，供热，供气等）、油气管输储运、环境服务

300家民营企业中，房地产开发、科技软硬件及媒体、消费相关和制造业企业数量较多。从各个大类行业中国有企业和民营企业的占比来看，民营经济在医疗医药、房地产开发、科技软硬件及媒体、消费相关等行业中数量占优。我们认为，这些行业或者技术更迭很快，或者市场细分、竞争激烈，又或者需要面对客户不断变化的需求，而民营企业通常经营机制灵活，能够快速发现市场机会、调整经营策略，在这些行业中具有先天的优势。

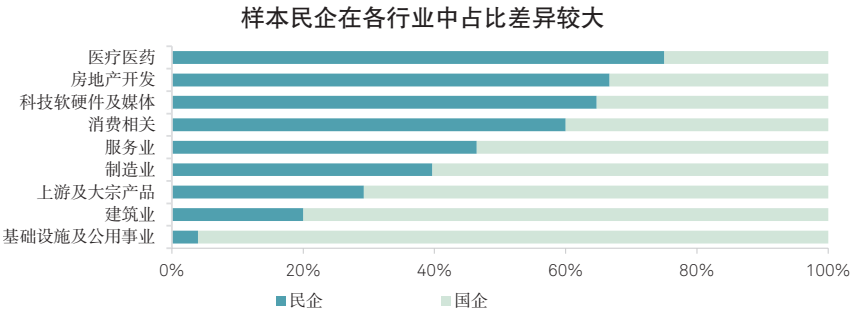
图1



资料来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2

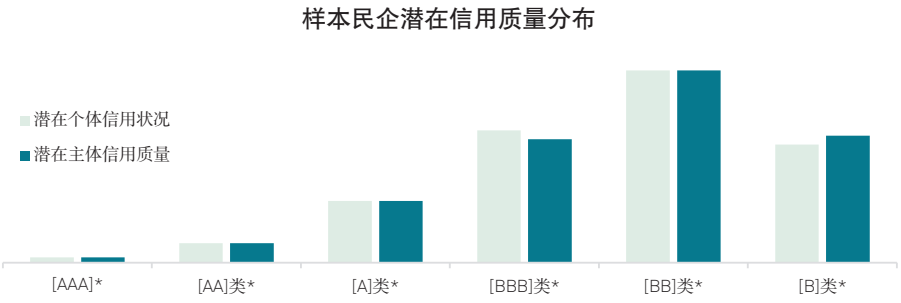


资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

民营企业潜在主体信用质量的分布

样本民营企业的潜在个体信用状况和潜在主体信用质量的分布很相近，前者中位在[bb_{spc}+]，后者的中位在[BB_{spc}+]*。这主要是由于样本中的民营企业均为各行业领先的集团企业或者集团中的核心成员企业，对更上层集团的信用支持依赖程度低。在我们的样本中，甚至有母公司或集团的信用质量较低，进而限制了样本中的公司潜在主体信用质量的情况出现。我们还观察到，样本民营企业的潜在主体信用质量整体偏向较低级别，但其中具有较高信用质量（[BBB_{spc}]类*及以上）的企业仍然占据40%的比例。潜在主体信用质量很高的民营企业（[AA_{spc}]类*及以上）占样本总数的不到10%。

图3



注：潜在主体信用质量考虑了潜在的外部支持，潜在个体信用状况则未予考虑。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。
资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们再来看样本民营企业业务状况和财务风险的差异。

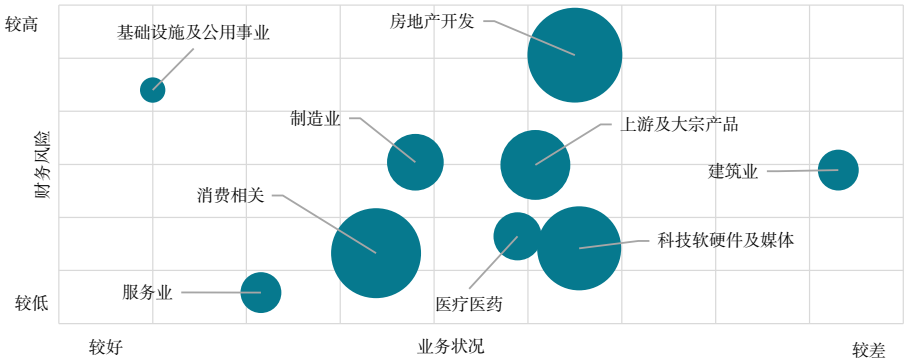
整体而言，消费相关行业和服务业中的民营企业不仅经营状况较好，而且财务风险较低，因此其潜在个体信用状况可能较好。房地产开发行业民营企业的风险主要体现在财务方面，而建筑业中的民营企业主要在业务状况方面较弱，进而影响其潜在个体信用状况。其他大类行业，如制造业、上游及大宗产品、医疗医药等行业的民营企业在业务和财务方面的风险水平一般居于中游。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

房地产开发、消费相关、科技软硬件及媒体等行业中，民营企业占据主要地位，样本中民营企业的业务状况和财务风险预计与各自行业的整体水平相若。建筑业中，大型国有企业占据主导地位，民营企业竞争力相对不足，因此业务状况相对较弱。

图4

各行业民企业务状况及财务风险差异较大



资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

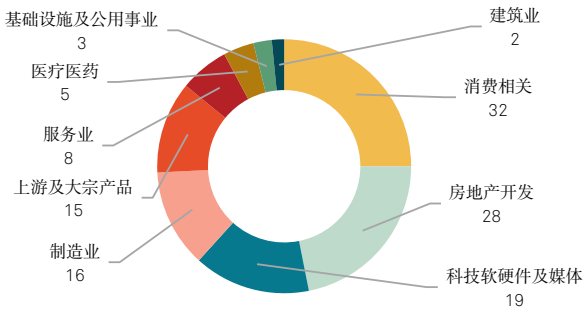
高信用质量民营企业的行业分布

接下来我们再看，竞争力突出、财务稳健，以及潜在主体信用质量较高的民营企业一般都分布在哪些行业。

在我们的研究中，竞争地位较高（竞争地位打分处于1到6档中的前3档）的民营企业一共128家，占民营企业样本总数的43%，行业分布如下图所示。其中消费相关、房地产开发、制造业、科技软硬件及媒体等行业中的民企数量较多，反映民营企业在这些领域中具有较强的竞争能力。

图5

竞争地位较强民企的行业分布

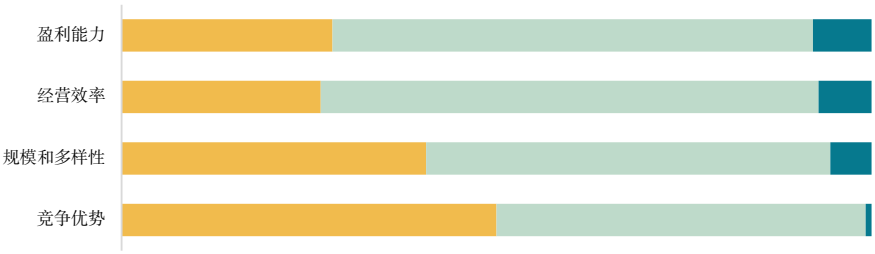


资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现和样本中其他民营企业相比，上述竞争地位较高的民营企业往往拥有较为突出的竞争优势，其业务的规模和多样性也领先同业。

图6

优质民企具有较强竞争优势和规模优势

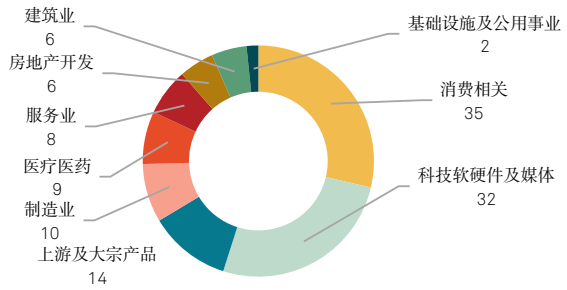


资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财务风险较低（财务风险打分处于1到6档中的前3档）的民营企业一共122家，占样本总数的41%，行业分布如下图所示。其中，科技软硬件及媒体、消费相关、制造业等行业中的企业数量较多。我们认为这与部分行业轻资产的商业模式有关，也与一些行业中民企经营较为稳健、财务杠杆相对较低有关。

图7

财务风险较低民企的行业分布

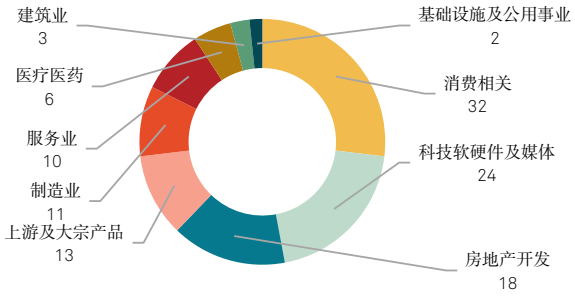


资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

综合上面的观察，样本中潜在主体信用质量较好（[BBB$_{spc}$]类*及以上）的民营企业共119家，大多数分布在消费相关、科技软硬件及媒体、制造业、房地产开发等行业，如下图所示。可以说，这些行业是高信用质量民营企业的重要聚集地。根据前文的分析，造成这种集中的原因多种多样，或者是这个行业本身适合民营企业生存和发展，或者是民营企业在这个行业中具有较强的竞争力，又或者是这些行业中的民营企业普遍经营稳健、财务健康，亦或者是上述这些原因综合。

图8

潜在主体信用质量[BBB$_{spc}$]类*及以上民企的行业分布

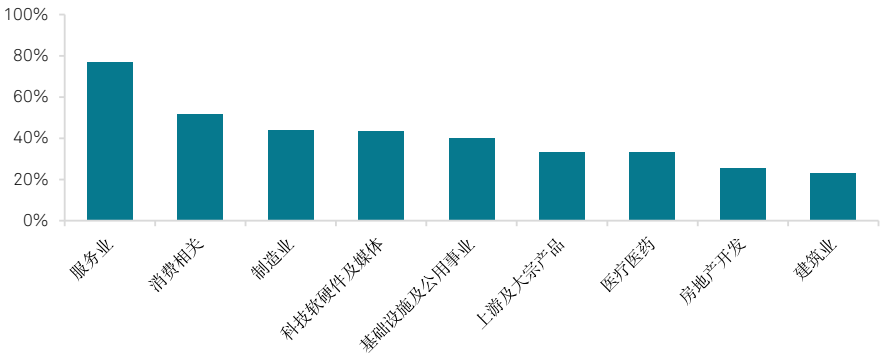


资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

服务业、消费相关行业的民营企业里面，潜在主体信用质量较高（[BBB$_{spc}$]类*及以上）的企业占比相对较高，如下图所示。

图9

潜在主体信用质量[BBB$_{spc}$]类*及以上民企在各行业民企中的占比



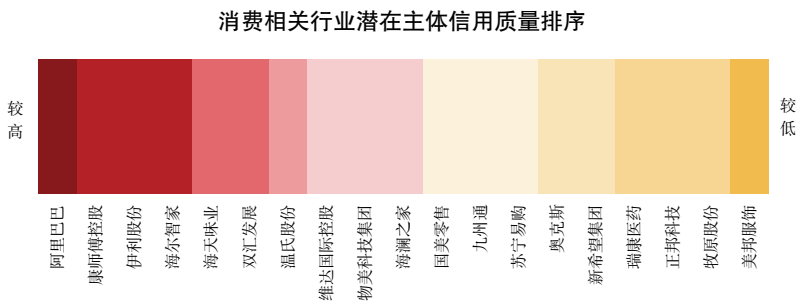
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

部分样本企业潜在主体信用质量排序

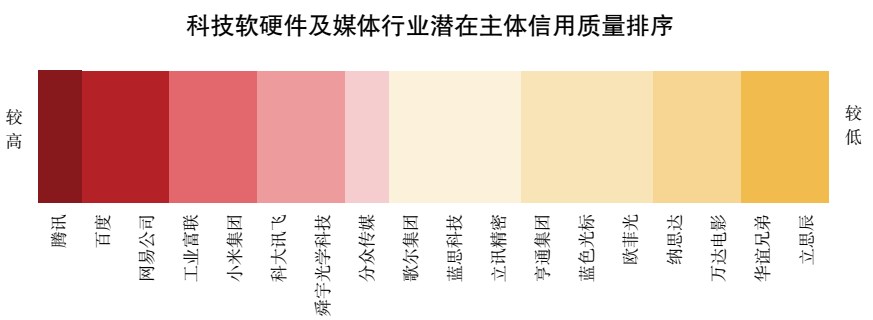
下面的几张图列举了消费相关、科技软硬件及媒体、房地产开发、制造业、上游及大宗产品和服务业中的部分样本企业，按其潜在主体信用质量的相对高低排列。

图10



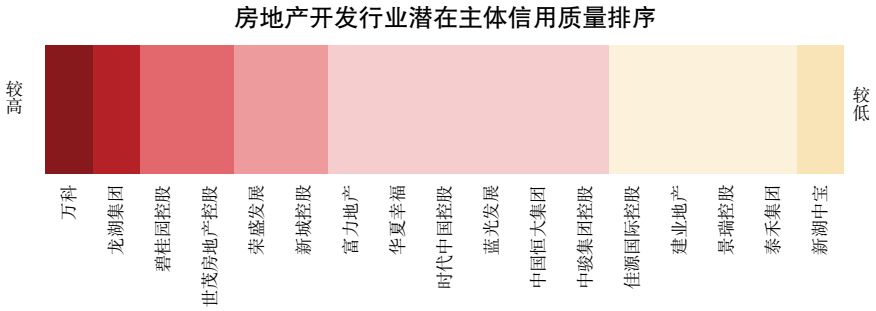
注：图中仅展示潜在主体信用质量的相对顺序，不代表全部信用级别序列，也不与级别符号对应。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图11



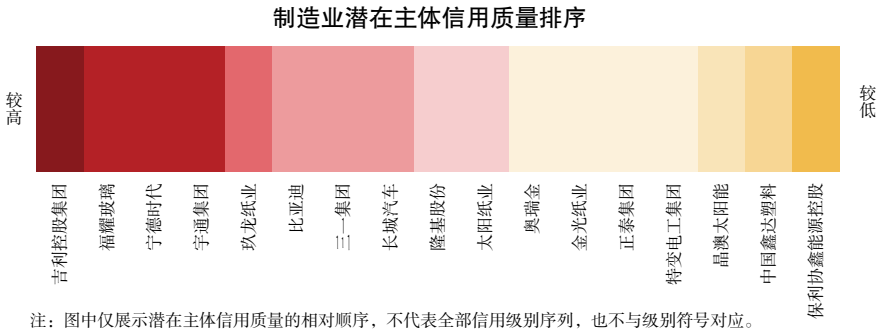
注：图中仅展示潜在主体信用质量的相对顺序，不代表全部信用级别序列，也不与级别符号对应。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图12



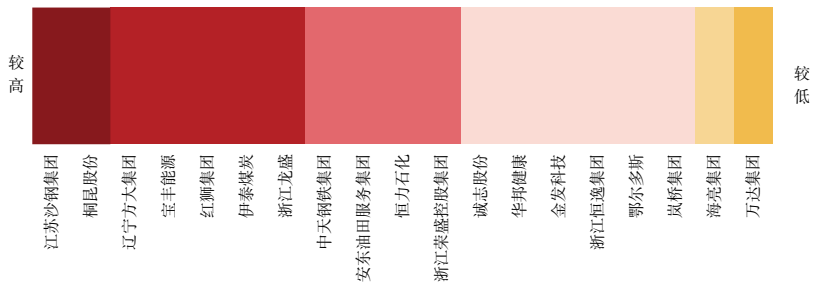
注：图中仅展示潜在主体信用质量的相对顺序，不代表全部信用级别序列，也不与级别符号对应。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图13



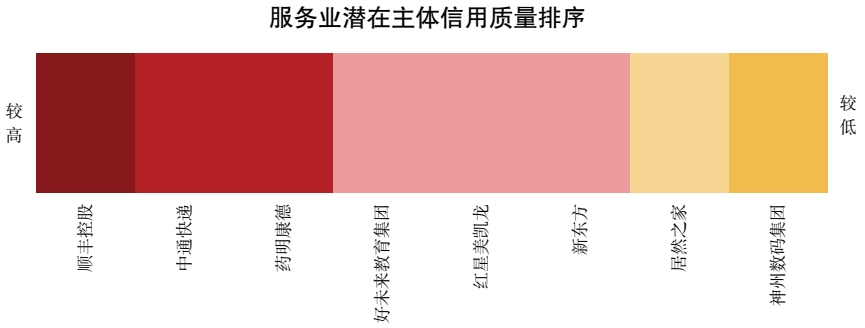
注：图中仅展示潜在主体信用质量的相对顺序，不代表全部信用级别序列，也不与级别符号对应。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图14



注：图中仅展示潜在主体信用质量的相对顺序，不代表全部信用级别序列，也不与级别符号对应。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图15



注：图中仅展示潜在主体信用质量的相对顺序，不代表全部信用级别序列，也不与级别符号对应。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

分析师列表

钟晓玲
北京
may.zhong@spgchinaratings.cn

陈歆倩
北京
xiqian.chen@spgchinaratings.cn

高语泽
北京
yuze.gao@spgchinaratings.cn

黄臻
北京
zhen.huang@spgchinaratings.cn

贾蕴鑫
北京
yunxin.jia@spgchinaratings.cn

王可欣
北京
kexin.wang@spgchinaratings.cn

吴量涵
北京
lianghan.wu@spgchinaratings.cn

张娟子
北京
juanzi.zhang@spgchinaratings.cn

张晓
北京
xiao.zhang@spgchinaratings.cn

葛昱
北京
yu.ge@spgchinaratings.cn

焦迪
北京
di.jiao@spgchinaratings.cn

刘晔
北京
ye.liu@spgchinaratings.cn

任映雪
北京
yingxue.ren@spgchinaratings.cn

王璜
北京
huang.wang@spgchinaratings.cn

王瑾
北京
jin.wang@spgchinaratings.cn

李丹
北京
dan.li@spgchinaratings.cn

刘晓亮
北京
xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

戎芳春
北京
fangchung.rong@spgchinaratings.cn

张任远
北京
renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

©版权所有2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。