

标普信评

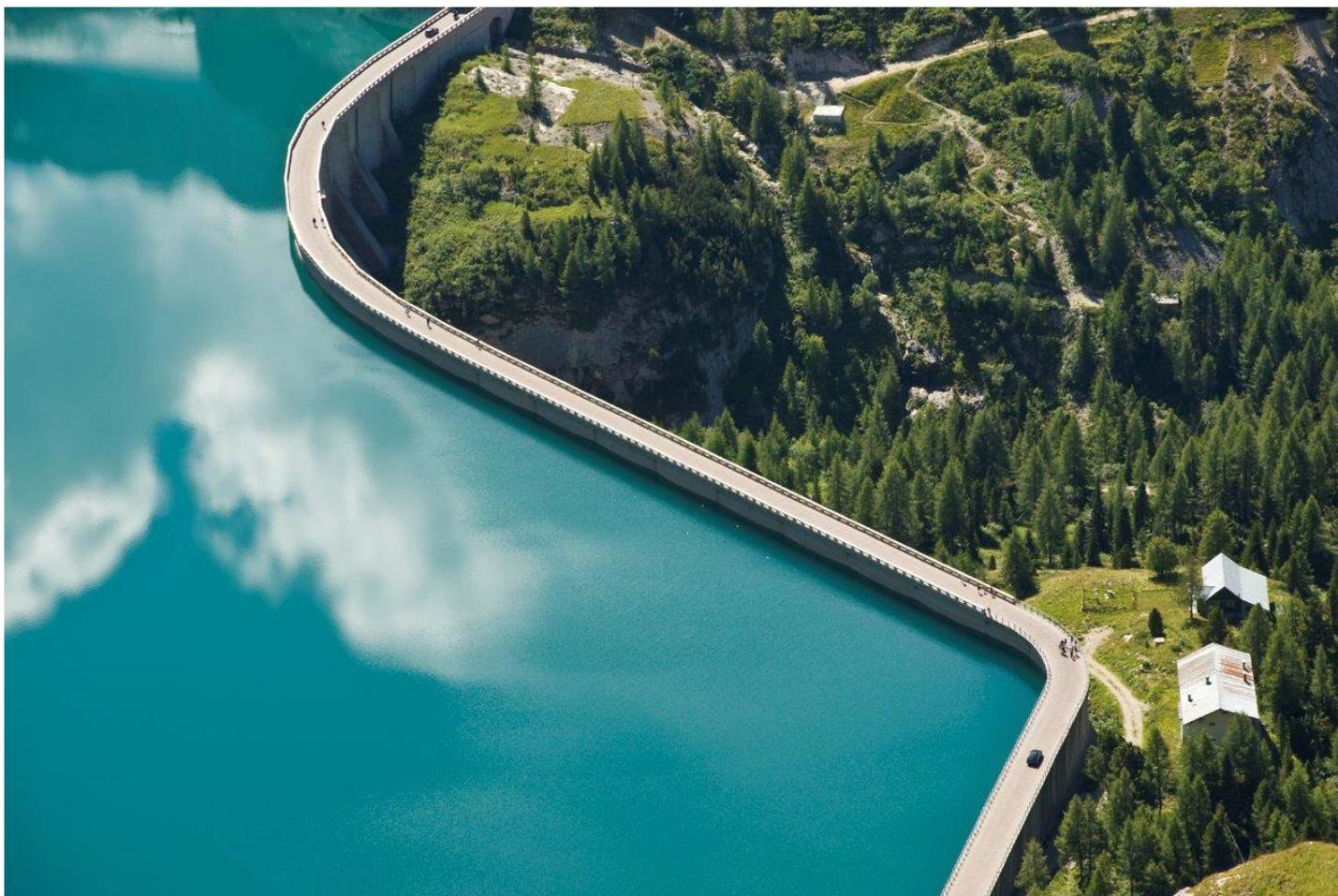
S&P Global

China Ratings

政策利好与市场共振

标普信评 2025 年行业信用发展趋势

2024 年 11 月 29 日



目录

卷首语.....	3
行业信用趋势概览	6
城投	9
房地产开发.....	11
交通基础设施	13
钢铁	14
化工	16
煤炭	17
有色金属	18
火电	19
清洁能源发电	20
建筑工程施工	21
风电设备	23
整车制造	25
光伏制造	27
日常消费品.....	29
耐用消费品.....	30
商业物业持有运营	32
商业银行	34
证券公司	36
RMBS	38
车贷 ABS.....	39
消费贷 ABS	40
不良资产证券化.....	41
阅读须知	42
工商企业评级方法论框架.....	43
金融机构评级方法论框架.....	44
结构融资评级方法论框架.....	45
商务团队列表	46

卷首语

要点

- 房地产行业销售改善冷热不均，受益于货币化棚改等多项利好政策的推出，高线城市商品房交易额的止跌将托底全国楼市，但三线及以下城市供需失衡及信心不足仍然是房地产市场全面企稳的重要掣肘。
- 城投企业的信用质量将进一步分化，大规模债务置换使得城投企业流动性压力有所缓解，但经营性债务的化解压力犹存。
- 与房地产行业紧密相关联的钢铁和建筑工程施工行业同样面临压力，行业内企业的利润率将保持在低位，杠杆率进一步上升。
- 火电、风电设备和光伏制造行业的企业利润率有望较 2024 年有所提升，煤炭、清洁能源发电、整车制造以及商业物业持有及运营行业的企业利润率或将较 2024 年下降。
- 商业银行净息差继续收窄，信用成本依然承压，行业盈利性将弱化，需关注中小银行的资本补充压力。

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将达到 4.1%。我们认为，政府近期出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口方面，出口总额将受到美国提高关税的打击，增幅或将大幅下降，进而影响到投资、消费等方面。

房地产方面，我们预计近期密集利好政策的持续推出将助推高线城市托底全国楼市，2025 年全国商品房销售额将同比下降 5%-10% 至 9 万亿元左右，建安投资和土地投资方面仍面临压力。受货币化棚改等政策托举，一二线城市房地产市场的信心正在修复，2025 年高线城市商品房交易额或将止跌。但销售面积乃至销售额在短期内的企稳并不意味着市场供需平衡的达成和价格的稳定，二手房价格能否企稳仍是判断未来市场能否企稳的关键指标。我们估计一二线城市商品房价格企稳或将在 2026 年上半年达成，企稳前价格仍有下跌的空间。同时，低线城市楼市供需失衡仍是房地产市场全面企稳的重要掣肘。从当前各地的实施细则来看，近期收储商品房大规模落地的可能性不高。三线及以下城市存在人口外流、出生率下降、库存高企和供过于求的问题，而当前政策的刺激很难真正扭转这些地区的供求失衡。新开工面积方面，保交楼仍将为建安投资的主要支撑力，我们预计 2025 年房地产行业建安投资将在 2024 年的基础上下降 5%-10%，降幅边际收窄。房企土地投资信心仍呈疲软态势，土地投资仍将处于下行通道。房地产企业信用风险方面，流动性仍是关注重点，特别是非国有企业融资环境的改善情况以及其房地产资产的充足程度。

与房地产行业紧密相关联的钢铁和建筑工程施工行业同样面临压力。2025 年，建筑工程施工企业的资金回笼周期将继续延长，行业新增订单规模将持续萎缩；钢铁行业建筑用钢需求的疲软将拖累行业整体需求，产能过剩问题愈发突出。受此影响，这两个行业的企业利润率将保持在低位且杠杆率进一步上升。而对于耐用消费品行业，虽然房地产市场低迷影响国内新增需求，但得益于出口的持续增长和内销的“以旧换新”政策的推动，企业的利润率和杠杆水平仍将保持稳定。

城投企业方面，我们认为大规模债务置换有助于改善城投企业的债务结构和融资成本，企业流动性压力将有所缓解；城投融资政策仍将延续偏紧态势，城投企业新增融资难度较大，同时企业在转型背景下存在债务压力大、缺乏产业资源等困难。2023 年 7 月一揽子化债政策实施以来至 2024 年“10 万亿”增量化债等一系列财政政策的发力，置换了大量高成本、短期限的隐性债务，尾部城投风险得以缓解，特别是近期出台的政策直接改善涉及隐债城投主体的债务结构和债务成本，其短期偿债付息压力将得到一定缓解。对于非涉隐债主体，地方政府在债务置换后将腾挪出一定空间，加快对这些企业的回款，从而间接改善其流动性压力。但同时，我们认为城投债务“控增化存”的政策大方向不会改

分析师

钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

刘晓亮

北京

Xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

李迎

北京

Ying.li@spgchinaratings.cn

周侃

北京

Kan.zhou@spgchinaratings.cn

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

变，城投融资政策仍将延续偏紧态势，新增融资的限制不会放松。“城投转型”是中央提倡了多年的政策，但缺乏产业资源非一朝一夕可以解决，部分城投企业转型的可行性偏低，特别是部分欠发达地区或层级较低的城投企业转型受到客观条件的限制。

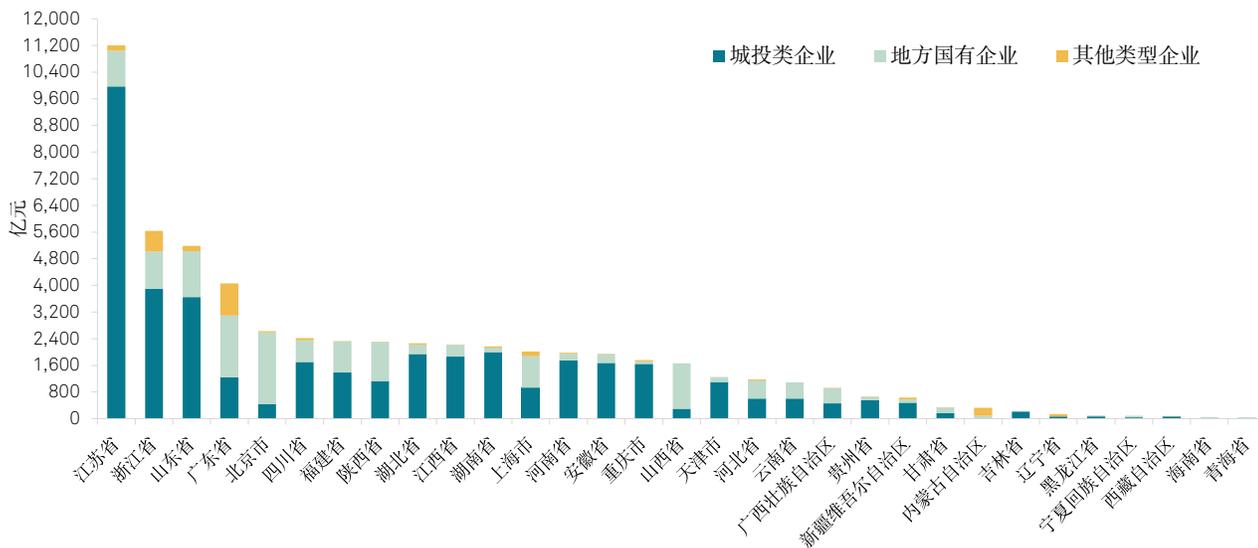
从其他工商企业行业来看，由于供需格局、竞争环境的不同，未来行业的盈利前景也不同。火电、风电设备和光伏制造行业的企业利润率有望较 2024 年有所提升，特别是风电设备和光伏制造行业，由于需求的增长以及落后产能的出清，其盈利能力或将触底反弹。煤炭、清洁能源发电、整车制造以及商业物业持有及运营行业的企业利润率或将较 2024 年有所下降，其中煤炭和清洁能源发电行业主要受供需趋于平衡和平价上网等因素影响，导致产品价格持续回落，而整车制造和商业物业持有及运营行业则主要是由于行业竞争加剧、需求增长有限所致。化工行业受需求不足影响，行业景气度仍处于低位。有色金属、交通基础设施和日常消费品行业整体需求平稳，行业内企业的盈利能力和财务风险保持稳定。

金融机构方面，商业银行的盈利能力将延续 2024 年的减弱趋势，证券公司主营业务营收表现将有所回暖。我们预计 2025 年国内商业银行业净息差较上年会下降 5-10 个基点，并且信用成本的继续承压会影响其盈利能力。另外，为防范区域性金融风险、整合金融资源，2024 年以来村镇银行改革重组工作在多地加速推进，预计 2025 年村镇银行数量仍将延续下行趋势，地方金融体系将保持稳定。证券公司方面，2024 年 9 月以来受利好政策推出的影响，权益市场表现良好，对证券公司的投资收益、经纪业务、信用类业务有正面作用，但 IPO 审核节奏恢复仍不明朗，2025 年投行业务收入可能继续承压。

结构融资产品的信用表现仍将保持稳定，但不同产品面临的压力不同。RMBS 基础资产早偿率整体处在上升通道，加速了优先级证券的偿还，需关注早偿对基础资产表现以及对存续证券兑付的持续影响；受新能源汽车替代影响，需关注车贷 ABS 基础资产中新能源汽车入池占比的变化影响；消费贷 ABS 产品的贷款需求及信用表现逐渐承压，需关注各类发起机构不同产品的信用表现。

从未来再融资压力来看，不同区域债券到期偿付压力将有所不同。到期债券规模较大的地区中，重庆、湖南、江苏、河南和天津等地城投债券在未来一年到期债券总额中的占比较高（90%左右），需关注这些区域债务化解的落地情况；山西和陕西的地方国有企业债券在未来一年到期债券总额中的占比较高。中资美元债方面，浙江、山东和江苏仍然是到期规模前三名地区，且城投类企业到期债券规模占比均超过一半，而四川地区的中资美元债虽然总量规模不大，但城投类企业到期债券规模占比约 80%，需关注这些地区境外债发行政策的变化对到期偿付/再融资的影响。

工商企业类发行人不同区域未来一年债券到期情况分布

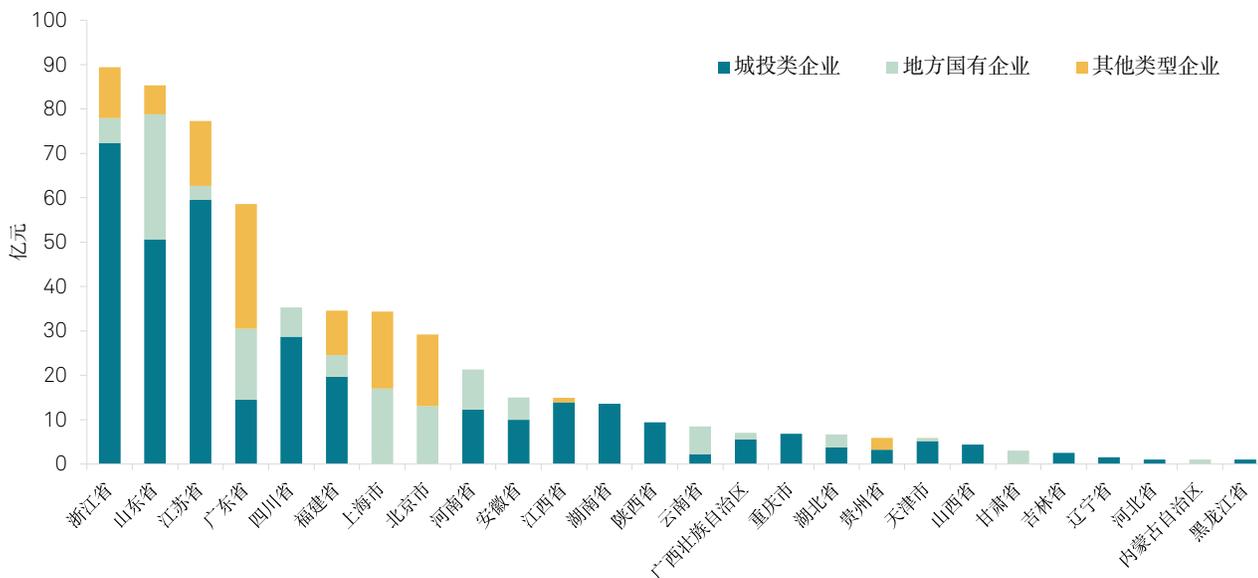


注：行业划分依据标普信评分类标准，部分公开信息不全的企业行业分类来源于Choice，剔除中央国有企业和外商独资企业。统计范围以截至2024年11月15日为基准，企业债、公司债、中期票据、短期融资券、项目收益票据、定向工具、可转债、可交换债的工商企业类发行人。剔除截至统计日有公开债券违约的企业。对于存在选择权的债项，按照选择权之前的期限统计。

资料来源：Choice，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

工商企业类发行人不同区域未来一年中资美元债券到期情况分布



注：行业划分依据标普信评分类标准，剔除中央国有企业。统计范围以截至2024年11月15日为基准，企业债、公司债、中期票据、短期融资券、项目收益票据、定向工具、可转债、可交换债的工商企业类发行人。剔除截至统计日已经有公开债券违约的主体发行的未到期债券。

资料来源：DM，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

行业信用趋势概览

工商企业

行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
城投	→	→	我们预计，“10 万亿”债务置换将大幅减轻地方化债压力，城投债务结构和融资成本有望得到改善，2025 年城投流动性压力将有所缓解，城投债短期安全性进一步提升。但持续承压的地方财力以及严格的融资政策仍是城投基本面改善的掣肘，同时越来越多的城投面临转型的压力。
房地产开发	↘	↗	我们预计，2025 年全国商品房销售额将下降 5%-10% 至 9 万亿元左右。受益于货币化棚改政策的推进，2025 年高线城市商品房交易额将止跌，但低线城市销售额的下跌仍然是房地产市场全面企稳的重要掣肘。2025 年新开工面积仍将低迷，但保交楼仍将为建安投资的主要支撑力，投资降幅将有所收窄。2025 年行业整体仍会面临较为严峻的流动性考验，需重点关注非国有企业融资环境的改善情况以及其可用于质押资产的充足程度。
交通基础设施	→	→	2025 年，受到国际形势不确定性的挑战，叠加国内贸易需求偏弱，预计我国交通运输总量将低速增长。2024 年下半年推出的一系列经济刺激措施，包括超长期特别国债的持续发行，将为交通基础设施投资提供充分的金融支持和稳健的资金，预计行业仍将保持较大规模的资本开支；地方政府对交通基础设施企业仍将维持较高的支持力度，行业内企业整体盈利能力和信用质量将维持稳定。
钢铁	→	↗	我们预计，2025 年钢铁行业仍将面临压力，行业利润继续在低位徘徊，财务杠杆高位承压。由于需求的持续下滑，钢铁行业的本轮周期低谷可能持续更长的时间，产能过剩问题愈发突显。发债钢铁企业整体韧性强于供给侧改革前，但部分钢铁企业盈利能力不佳，债务负担较重，财务压力明显上升，信用质量承受压力。
化工	→	→	我们预计，2025 年化工行业成本端不确定性增加，或延续小幅回落趋势，供给端仍将有新增产能投放，下游需求或持续承压，行业景气度仍将处于低位。
煤炭	↘	↗	我们预计，2025 年煤炭供需保持相对平衡，煤价中枢继续下行，行业利润回落，财务杠杆水平将回升，部分高负债企业杠杆或较明显抬升，行业信用质量维持稳定。
有色金属	→	→	2025 年，随着稳增长政策的持续落地和发力，有色金属行业的下游需求将持续回暖，产品价格将保持较高位置，行业内企业维持一定的利润空间，整体信用质量将保持稳定。
火电	↗	↘	我们预计，2025 年火电继续发挥压舱石作用，装机容量及发电量将保持小幅增长，但火电在我国发电量中的占比将继续下降。随着年内燃料价格下行，火电企业盈利能力将有所提升，杠杆水平进一步下降。业内企业以央企及地方国企为主，整体信用质量保持稳定。
清洁能源发电	↘	↗	我们预计，2025 年电力企业将继续保持在清洁能源发电领域的大额资本开支；风光上网电价将继续下行，业内企业的盈利能力有所下降；在资本开支及上网电价的影响下，清洁能源发电企业的杠杆水平将进一步增长，但业内企业以央企及地方国企为主，信用质量整体仍能保持平稳。
建筑工程施工	→	↗	我们预计，2025 年建筑工程施工行业整体将延续 2024 年的收缩趋势，行业内企业仍将面临工程资金回笼压力，整体利润率维持低位，进而推动融资规模和杠杆率持续上升，企业间信用质量将延续分化趋势。我们预计，2025 年建筑工程施工行业的新签订单仍将下滑，企业向境外展业需求迫切。
风电设备	↗	↘	我们预计，2025 年中国风电设备行业的需求面仍较好，一方面是海内外需求强劲，另一方面是国内风电经济性提升、退役更新需求增加等因素将持续助推行业

			业需求增长。与此同时我们认为中国企业将迎来更为广阔、前景良好的出海机遇。我们预计，2025 年中国风电设备行业投标价格继续下探空间有限，企业盈利能力将触底并温和反弹，但高企的融资需求及其形成的债务仍将使得行业中大部分企业杠杆处在相对高的水平。
整车制造	↘	↗	我们认为，2025 年整车制造行业激烈的竞争仍将延续，行业内企业信用质量呈分化趋势。我们预计，2025 年全国汽车销量将以个位数低速增长，新能源渗透率将进一步提高，燃油车销量继续承压。汽车出口将为整体销量带来增量，但出海环境愈发复杂将导致出口增速显著放缓。车企利润率受价格战及关税影响将承压，它们将继续保持研发和出海的投入，杠杆率水平或将上升。
光伏制造	↗	↗	我们预计，光伏制造行业内企业的信用质量将持续偏弱。在价格低迷和政策的推动下，我们预计落后产能有望加速出清，产品价格有望企稳，企业盈利能力有望得到改善，但具有不确定性。我们认为，光伏制造行业技术迭代速度快，企业需要进行持续的研发投入，且产能更新和扩张也将带来资金开支需求，企业的财务风险承压。
日常消费品	→	→	我们预计，虽然消费者的消费意愿将持续偏弱，但由于刚需属性，日常消费品的需求韧性较强，相关行业零售额将保持个位数增长，且增速将高于社会消费品零售总额增速。然而，紧缩的消费预算和不断增长的储蓄将使得消费者更加追求性价比和差异化产品，部分细分行业竞争将加剧。稳固的需求和较低的原材料价格将帮助行业内企业维持稳定的盈利能力和信用质量。
耐用消费品	→	→	我们预计，得益于出口的持续增长和内销的“以旧换新”政策的推动，2025 年中国家电行业的销售额仍会保持低速增长。头部家电企业凭借优秀的品牌和产品竞争力、较强的议价能力、规模效应及成本优势，市场地位将更加稳固，行业集中度将呈稳中有升态势，企业间的分化趋势仍将延续。家电企业的财务风险将继续稳定在较低水平，整体企业信用质量将维持稳定。
商业物业持有及运营	↘	↗	我们预计，2025 年商业物业持有运营行业将继续承受一定的租金下行压力，租赁市场竞争持续激烈，但部分优质项目的租金降幅有望收窄。商业物业市场的租赁需求在短期内仍然承压，随着供应的放量，全国平均空置率将继续上升。2025 年大部分商业物业持有运营企业或将通过“以价换租”来维持收入规模的稳定，行业内企业的利润率将小幅承压，杠杆率将有所上升，但多数企业的财务策略相对保守，预计行业整体财务风险可控，信用质量将保持稳定。

金融机构

行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
商业银行	↘	→	我们预计 2025 年银行业净息差下降约 5-10 个基点，由于信用成本依然承压，行业总体盈利性较 2024 年会有小幅下降。银行业资本仍然充足，存款业务很稳定，融资与流动性情况良好。对于高风险银行，由于政府支持以及银行自身稳定的融资，未来 12 个月违约风险不高。
证券公司	→	→	我们预计国内资本市场行情在 2025 年会出现一定的波动，证券公司部分业务有望回暖，整体营收基本平稳。我们预计 2025 年行业净资产收益率在 5% 左右。证券公司杠杆低，信用风险敞口可控，虽然盈利性承压，但未来 12 个月信用质量仍然能保持稳定，违约风险不高。

结构融资

行业	基础资产信用质量 (正面、稳定、负面)	存量证券信用表现 (正面、稳定、负面)	信用要点
RMBS	→	→	2024 年下半年早偿率开始有所降低，今年公布的第二次房贷利率批量下调政策可能会进一步对存续 RMBS 项目的资产池早偿率、存量规模及证券期限造成影响。
车贷 ABS	→	→	随着汽车金融公司的融资渠道更加多元化，车贷 ABS 的发行量进一步下滑，但绿色车贷 ABS 的比重有所提升。创新型产品的推出对基础资产信用质量的影响仍有待观察。2025 年存续车贷 ABS 项目的资产信用质量和产品表现都将继续保持稳定，但不同类型发起机构的资产表现或将进一步分化。
消费贷 ABS	→	→	受消费需求不足以及其他融资渠道挤压的影响，消费贷 ABS 的发行规模显著下降。2025 年存续消费贷 ABS 产品的整体信用表现将继续保持稳定，但不同类型发起机构和产品的资产信用表现或将进一步分化。
不良资产证券化	→	→	得益于较短的存续周期和充足的信用增级，不良证券化产品的发行节奏平稳，其优先级证券的信用质量将保持稳定，但仍需关注机构和产品间的分化以及附有住房等抵押物的不良贷款的回收情况。

城投

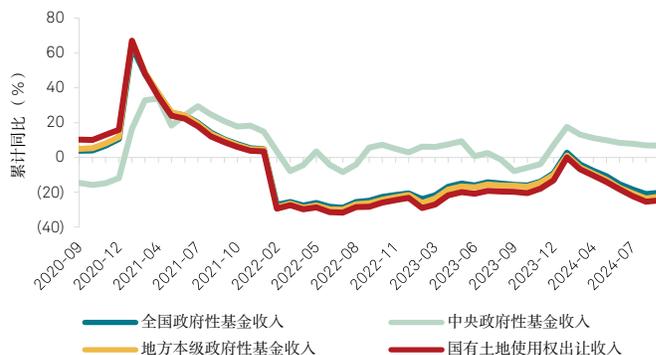
工商企业

大规模债务置换缓解城投企业流动性压力

全国城投债净融资额同比大幅下降



政府性基金收入下行压力明显



资料来源：DM，财政部官网，标普信评。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，“10 万亿”债务置换将大幅减轻地方化债压力，城投债务结构和融资成本有望得到改善，2025 年城投流动性压力将有所缓解，城投债短期安全性进一步提升。但持续承压的地方财力以及严格的融资政策仍是城投基本面改善的掣肘，同时越来越多的城投面临转型的选择。

我们认为，大规模债务置换有助于改善城投债务结构和融资成本，城投企业流动性压力将有所缓解。2023 年 7 月一揽子化债政策实施以来，财政化债成为地方化债的主力，特殊再融资债、特殊新增专项债的发行置换了大量高成本、短期限的隐性债务，尾部城投风险得以缓解。近期财政再次加码，11 月全国人大常委会宣布“10 万亿”增量化债资源，即增加 6 万亿元地方政府债务限额（分三年实施）和 4 万亿元新增地方政府专项债（分五年实施）用于置换存量隐性债务。2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额将从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，同时地方利息支出五年累计可节约数千亿元。我们认为，此次置换政策将大幅减轻地方政府的化债压力，直接改善涉隐城投主体的债务结构和债务成本，其短期偿债付息压力将得到一定缓解。对于非涉隐主体，我们也认为地方政府在债务置换后将腾挪出一定空间，加快对这些企业的回款，从而间接改善其流动性压力。

我们认为，财政政策发力的同时，城投融资政策仍将延续偏紧态势，城投新增融资难度较大。“35 号文”以来，为防范隐性债务“一边化解、一边新增”，城投企业新增发债被严格限制，同时融资租赁、信托等非标渠道也持续收紧。根据 DM 数据，2024 年 1-10 月，全国城投企业净融资为-56 亿元，相较于上年同期的 14,570 亿元大幅下降。我们认为，城投债务“控增化存”的政策大方向不会改变，城投融资政策仍将延续偏紧态势，新增融资的限制不会放松，预计 2025 年城投债融资仍将延续 2024 年的状态，公益性项目资金增量将主要来自于专项债和特别国债等显性债务。

我们预计，2025 年土地市场难以大幅回温，地方财政形势仍较为严峻。2024 年 1-9 月，地方一般公共预算收入同比增长 0.6%，税收增长乏力；地方政府性基金预算收入同比下降 22.5%，其中国有土地使用权出让收入同比下降 24.6%，土地出让情况仍不容乐观。我们预计，大规模的房地产刺激政策或将减缓土地市场下行速度，但短期来看房地产和土地市场仍难有明显的好转，尤其是人口吸引力较弱的三四线城市，地方财政仍将持续承压，这将一定程度上制约地方政府对城投企业的支持能力。

我们预计，越来越多的城投企业将面临转型，然而转型的确存在困难。2024 年 9 月下旬，多家媒体报道提到了为加速城投企业退出融资平台名单的“150 号文”，此后多家城投就退出平台名单公开征

分析师

王雷
 北京
 lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺
 北京
 yi.gong@spgchinaratings.cn

求债权人意见。“退平台”浪潮在多年前就已经出现过，“城投转型”也是中央提倡了多年的政策，但在当下，中央政府推出了力度空前的债务置换方案，大力支持地方化债，地方政府则应比以前更加重视城投转型，地方国资委、财政局也的确在积极推动城投转型。城投转型面临债务压力大、缺乏产业资源等困难。债务压力随着化债政策的逐步落地将有一定缓解，但缺乏产业资源非一朝一夕可以解决，部分城投企业转型的可行性偏低，特别是部分欠发达地区或层级较低的城投企业转型受到客观条件的限制。

关注

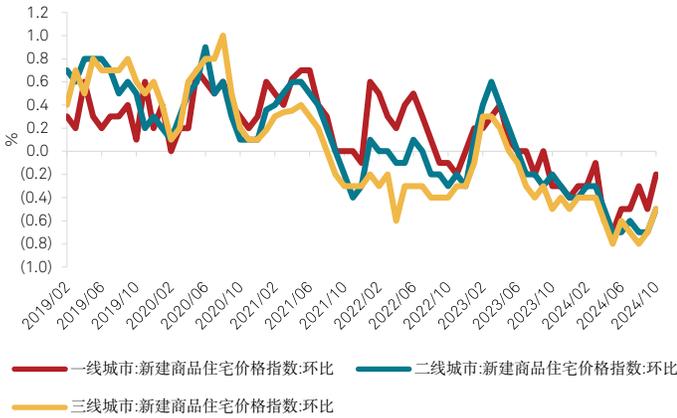
- 地方财力承压叠加自身造血能力较弱，城投经营性债务的化解压力仍大。
- 关注中央对地方和城投债务化解的新增政策。

房地产开发

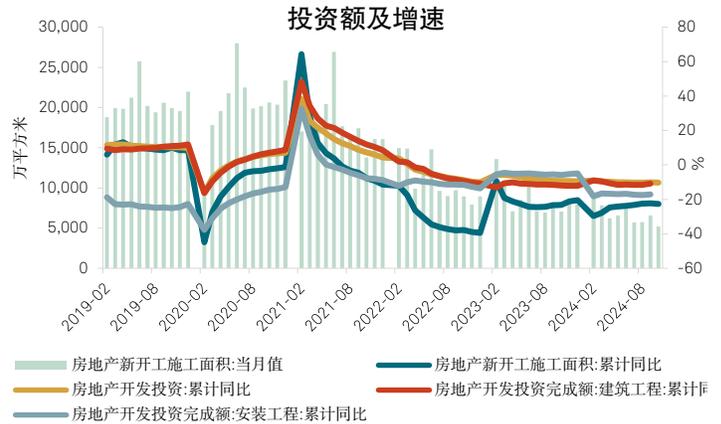
工商企业

政策助推高线城市托底全国楼市，商品房销售额降幅边际收窄

70个大中城市:新建商品住宅价格指数:环比



2019-2024年10月房地产新开工面积、房地产开发投资额及增速



资料来源：国家统计局，各地房管局，iFinD，标普信评。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年全国商品房销售额将下降 5%-10%，密集利好政策将助推高线城市托底全国楼市，全年商品房销售额将在 8.7-9.2 万亿元。在货币化棚改等政策的托举下，2025 年高线城市商品房交易额或将止跌，但低线城市供需失衡及信心不足仍然是房地产市场全面企稳的重要掣肘。2025 年新开工面积将维持低迷态势，房地产开发行业建安投资支出将继续下滑，但保交楼仍将为建安投资的主要支撑力，房地产建安投资降幅将有所收窄。与此同时，行业的流动性压力仍然是关注重点。我们认为，在盈利下滑、销量承压的预期下，2025 年行业整体仍会面临较为严峻的流动性考验，需重点关注非国有企业融资环境的改善情况以及其房地产资产的充足程度。

我们预计，2025 年一二线城市商品房交易额或将止跌，政策托底销售面积是主要原因。密集的利好政策正在修复一二线城市房地产市场的信心，100 万套货币化安置政策的逐步落地、商品房收储等政策助力将扭转一二线城市交易面积跌势。我们预计，100 万套货币化安置政策开始实施后，其安置需求将在 1-2 年内逐步转化成商品房签约，2025-2026 年将会平均释放 4000-5000 万平方米的置换安置需求。上述货币化安置将主要在一二线城市展开，释放的交易面积将占到 2024 年一二线城市销售面积的 10%-15%，会对市场销售形成较为显著的提振作用。但我们认为，销售面积乃至销售额在短期内的企稳并不意味着市场供需平衡的达成和价格的稳定。销售面积的增长预期来源于货币化安置等政策的托举，市场自我平衡持续企稳仍需时日，二手房价格能否企稳仍是判断未来市场能否企稳的关键指标。我们估计，一二线城市商品房价格企稳或将在 2026 年上半年达成，企稳前价格仍有下跌的空间。

我们认为，低线城市楼市供需失衡仍是房地产市场全面企稳的重要掣肘，收储商品房大规模落地的可能性不高。三线及以下城市存在人口外流、出生率下降、库存高企和供过于求的问题，当前政策的刺激很难真正扭转其供需失衡态势。虽然货币化安置政策将拓展到全国 300 个城市，但能满足“地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目”条件的项目更多集中在高能级城市，低能级城市可能覆盖的项目相对有限。我们认为，解决低能级城市库存去化压力的重要政策工具是收储未售商品房用于保障房，但通过梳理已发布细则的地区政策，我们发现不仅收购标准过高，而且收购价格锚定在保障房重置成本，较商品房当前价格打折力度接近 5 折，这大幅提高了房企参与的难度，显著限制了此政策推动低能级城市库存显著去化的效果。

分析师

张任远
 北京
 Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王璜
 北京
 Huang.wang@spgchinaratings.cn

我们预计，新开工面积将维持低迷态势，房地产开发行业建安投资支出将继续下滑，但保交楼仍将为建安投资的主要支撑力，房地产开发行业建安投资将在 2024 年的基础上下降 5%至 10%，降幅边际收窄。我们认为，2025 年在销售、拿地等先行指标并未改善的背景下，新开工面积难有起色，较大的库存压力、销售的持续下行压力仍将抑制新开工面积增速，令其维持两位数跌幅。但在白名单扩容等融资政策的支撑下，保交楼将继续发力，对满足建安工程的施工强度构成一定正面支撑，得益于此，我们预计 2025 年房地产开发行业的建安投资支出降幅将边际收窄。

我们预计，2025 年房企土地投资仍将保持 2024 年的疲软态势。受销售复苏动能偏弱、房地产开发到位资金紧缩、房企投资信心不足的影响，土地投资仍将处于下行通道。房企的信心和市场预期并未迎来显著扭转，另一方面政府正在推动供给侧收缩并加大回储力度，以推动市场供需平衡。

最后，我们认为行业的流动性压力仍然是关注重点。我们预计，2025 年行业销售额、盈利能力仍将面临一定的下行压力，企业仍会面临较为严峻的流动性考验，企业利润规模由于签约销售额的下滑和价格的下跌将进一步受到挤压。随着销售额和利润率持续下滑，我们认为房地产开发企业的杠杆水平在 2025 年将继续走高，流动性紧张程度也将进一步上升。为进一步支持开发商进行融资，政府宣布将加快对符合白名单计划的房地产开发项目的审批。这可能在一定程度上改善企业的融资环境，但受限于疲软的市场行情和预期，金融机构在以市场化为原则进行决策审批时也很难全面满足各类地产开发企业，而销售持续承压现金流造血能力下降，也会给房企本部债券的偿付增加压力。在当前融资环境下，非国有开发商面临更严峻的流动性考验，需要关注其是否有足够的相关资产用于质押以获取融资。

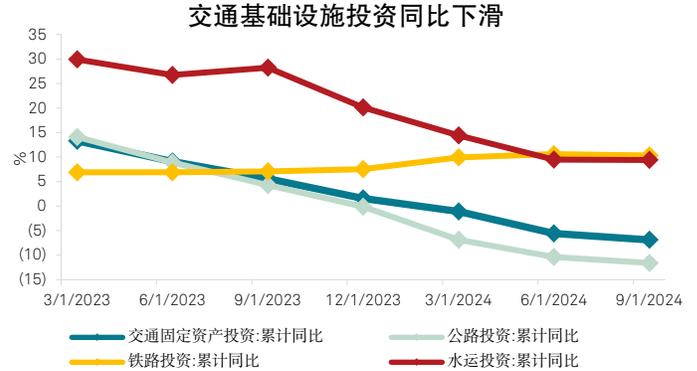
关注

- 房地产刺激政策的落地规模及执行方式，重点关注货币化安置、商品房收储、白名单、土地回储等政策的落地进展。
- 房企流动性压力，行业整体将面临严峻的流动性考验，关注地产企业融资环境变化。

交通基础设施

工商企业

交通运输量低速增长，地方政府支持仍较强



注：营业性客运量为公路、铁路、水路、民航客运量之和；2024 年 1 月营业性客运量数据未披露。
资料来源：iFinD，标普信评。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年我国交通运输量将低速增长，行业需求将受到国际形势不确定性以及国内贸易整体偏弱的影响，客运增速将有所回落。交通基础设施投资将继续成为国内投资增长的主要动力之一。2024 年下半年国家持续推出刺激经济的政策措施，包括超长期特别国债的持续发行，这将为交通基础设施投资提供充分的金融支持和稳健的资金，预计行业仍将保持较大规模的资本开支。地方政府对交通基础设施企业仍将维持较高的支持力度，行业内企业整体信用质量将维持稳定。

2024 年以来，我国客货运量保持较快增长，但增速呈逐月下降趋势，其中民航国内航线客运量已恢复并超过 2019 年水平，国际航线客运量保持快速复苏。我们预计，交通运输行业 2023-2024 年的高速增长态势难以持续，2025 年行业将低速增长。2024 年，除铁路投资正增长外，其他交通基础设施投资增速为负，考虑到交通基础设施投资政策导向未发生变化，预计 2025 年行业投资规模保持较高水平。

高速公路行业：我们预计，拟修订的收费公路管理条例将鼓励高速公路改扩建并延长收费权回报周期，这对高速公路行业形成利好。在物流快递行业发展和区域交通一体化深入等综合因素影响下，高速公路车流量将保持平稳或小幅增长，高速公路企业营收具备一定韧性。随着高速路网建设逐渐完善，预计高速公路企业的资本支出和债务增长速度将得到控制，同时通行费现金流和地方政府支持保持平稳，行业企业信用质量将维持稳定。

机场行业：民航国内航线已实现完全复苏，增速有所回落，随着民航国际航线供需继续恢复，我们预计，2025 年民航客运需求将保持稳中向好态势。民航业良好增长态势为机场航空性业务盈利恢复提供支撑，但非航空性业务受消费需求影响较大，各机场盈利状态将有所分化，提高运营效率、成本控制能力是机场实现扭亏为盈的重要因素。

港口行业：我们预计，2025 年全球商品贸易仍将呈现复杂多变的态势，关税政策不确定性影响外贸需求，消费信心疲软则导致内贸增势温和回落，这将对我国港口行业经营业绩增长形成制约。随着运河建设、内河港口和智慧码头等新一轮基建的推进，我们认为港口行业投资仍将有所增长，港口企业债务规模和杠杆水平难以显著下降，但稳定的经营性现金流依然能够对利息保持较好的覆盖。

关注

- 美国关税政策变化对贸易量和外贸运输需求的影响；
- 国际贸易环境不确定性的挑战。

分析师

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

邓灵

北京

ling.deng@spgchinaratings.cn

钢铁

工商企业

利润低位徘徊，杠杆高位承压

供需双弱格局延续



行业利润修复面临挑战



资料来源: Choice, 标普信评。
 版权©2024 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年钢铁行业仍将面临压力，行业利润继续在低位徘徊，财务杠杆高位承压。由于需求持续下滑，钢铁行业的本轮周期低谷可能持续更长的时间，产能过剩问题愈发突显，我们认为约束供给一定程度上能够有利于利润的修复，但行业景气仍需较长时日才能反转，而盈利的显著收缩使得行业面临部分的产能淘汰。发债钢铁企业整体韧性强于供给侧改革前，但部分钢铁企业盈利能力不佳，债务负担较重，财务压力明显上升，信用质量承受压力。

我们预计，2025 年建筑用钢疲软仍然拖累行业需求，钢铁需求在房地产行业调整过程中也在寻求新的平衡点。2024 年 1-10 月，钢铁行业的主要下游表现中，房地产仍然构成主要拖累因素，新开工面积和房地产开发投资额分别同比下降 22.6% 和 10.3%；另一方面，基建固定资产投资、制造业固定资产投资、汽车、挖掘机产量等实现良好增长，同比增速分别为 9.4%、9.3%、3.0 和 21.9%（挖机增速为 1-9 月）。钢铁行业出口延续较高水平，1-10 月钢材出口量同比增长 23.3%，对钢铁整体需求构成重要补充。我们认为，房地产刺激政策的持续释放对稳定钢材需求具有积极意义，但政策从销售端传导至建设端的链条和周期较长，而房地产行业复苏前景仍不明朗，这或使得用量仍呈下滑趋势。

我们预计，在需求不足、产能过剩的背景下，国家将继续常态化对行业产能产量实施控制。近年来，国家在行政层面持续对钢铁行业产能和产量实施管控，新增产能受到严格限制。2024 年以来，国家对于钢铁产量的调控方向不单纯聚焦于产量压减，而是更重视结构性的优化调整。受到行业利润深度下行因素影响，2024 年行业自发性控产力度明显加大，1-10 月全国粗钢产量同比下降 3.0%。我们预计，在行政和自发等产量调节因素的作用之下，2025 年粗钢产量仍将呈现收缩态势。但相较乐观的因素是，我们预计 2025 年上游铁矿石的供给趋向宽松，煤价亦逐步回落，钢铁行业成本端的压力或能有所缓解。然而，在供需双弱的局面下，钢铁企业利润修复仍然面临挑战，行业财务杠杆料将继续高位承压。

我们认为，在下游需求不足、结构调整步伐加快的背景下，未来钢铁企业竞争的着眼点将更多地向技术创新、产品性能等方面转移，能够不断提升产品力的钢铁企业将在行业发展中展现更强的韧性。在本轮下行周期中，缺乏成本和产品优势、设备规模小、环保不达标的中小型钢铁企业将面临被加速淘汰的风险，行业产能进一步出清。更具规模和资金优势的头部企业会开展更多兼并重组动作，行业集中度仍会继续上升，这将有利于提高头部企业的竞争力以及行业整体的议价能力。

分析师

王雷
 北京
 Lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪
 北京
 Di.jiao@spgchinaratings.cn

关注

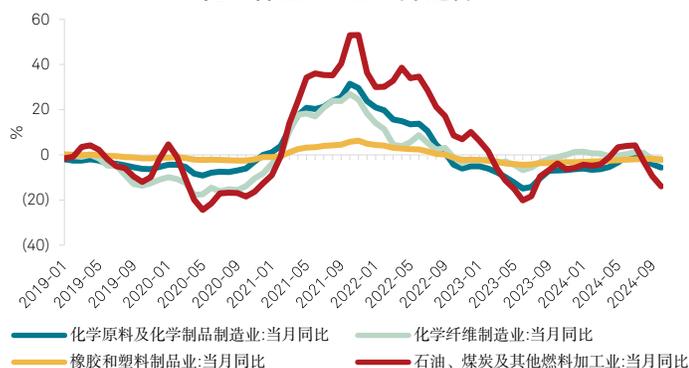
- 若需求超预期下滑，钢价深度下跌，企业利润和现金流将进一步承压。
- 资本开支、收并购支出大幅增加可能抬升企业杠杆水平，增大财务风险。
- 地缘政治风险加剧对全球大宗商品价格波动的影响。

化工

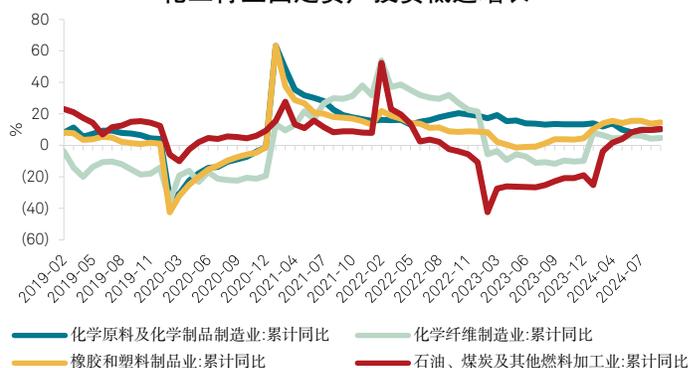
工商企业

行业景气度将持续低迷

化工行业PPI呈下降趋势



化工行业固定资产投资低速增长



资料来源: Choice, 国家统计局。
 版权©2024 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

展望

我们预计, 2025 年化工行业成本端不确定性增加, 或延续小幅回落趋势, 供给端仍将有新增产能投放, 下游需求或持续承压, 行业景气度仍将处于低位。

在成本端, 我们预计 2025 年原油、煤炭、天然气等原料价格将持续小幅下降, 但总体价格中枢仍会维持在较高水平, 能够为化工品价格提供一定支撑。但需要关注美国下一届政府的能源政策、外交政策对全球油气市场的影响, 能源价格继续回落一定程度上有利于化工企业的利润修复。

在需求端, 我们预计 2025 年行业需求将持续疲弱, 这是周期低位运行的核心驱动因素。国内房地产、基建和汽车等主要下游市场的增长预期仍不乐观, 同时美国下一届政府的关税政策或将对海外出口造成负面影响, 这些是行业需求不振的主要原因。

在供给端, 我们预计 2025 年细分行业龙头仍将有一定规模的新增产能投放, 这虽然有利于提升它们的市场份额, 但将令供需格局进一步承压; 同时, 在行业低迷时仍进行大规模资本开支的企业将面临较大的财务杠杆压力。中长期看, 安全环保政策是行业产能扩张的硬约束, 这有利于资本实力较强的龙头企业维持其市场地位。此外, 我们关注到化工企业正逐步加大在新能源、新材料等精细化工赛道的投资, 从中长期来看, 高端化工新材料将成为主流发展方向。

关注

- 下游需求的总体变动, 包括内需的修复情况、美国加征关税对海外需求的影响。
- 美国能源政策、外交政策对全球油气价格及化工企业利润空间的影响。

分析师

王雷
 北京
 Lei.wang@spgchinaratings.cn

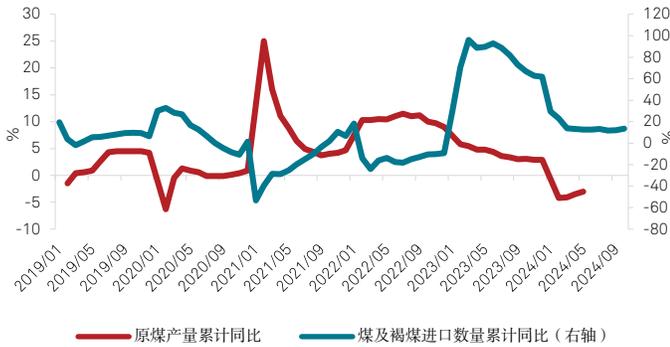
张晓
 北京
 Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

煤炭

工商企业

盈利继续回落，杠杆回升

行业供需格局相对平衡



煤价中枢继续下行，行业利润回落



资料来源: Choice, 标普信评。
 版权©2024 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年煤炭供需保持相对平衡，煤价中枢继续下行；行业利润回落，财务杠杆水平回升，部分高负债企业的杠杆或明显抬升，行业信用质量维持稳定。

我们预计，2025 年煤炭需求相对温和，供给能够与之匹配，全年行业供需格局将较为平稳。需求方面，我们预计 2025 年全社会用电量将保持健康增长态势，虽然新能源发电对火电替代效应逐渐增强，但清洁能源发电的不稳定性使得煤电在保障电力安全供应方面仍然发挥关键作用。今年国家发布了煤炭产能储备制度的实施意见，我们预计火电对动力煤需求仍有一定的支撑，而焦煤需求则受钢铁行业疲弱影响可能有所下降。2024 年 1-10 月，火电发电量同比增长 1.9%，粗钢产量同比下降 3.0%。供给方面，煤炭行业前期固定资产投资强度尚可，安监措施料将持续对供给形成一定制约，2025 年原煤产量较上年或小幅增长。2024 年 1-10 月，全国原煤产量累计同比增长 1.2%，山西、陕西、内蒙古、新疆四大煤炭产区前 9 个月原煤产量同比增速分别为-8.2%、2.2%、4.6%和 17.4%，其中山西在“三超”治理下减量明显，而疆煤在政策和煤价等支持因素的带动下增产迅速。我们预计，海外煤炭将继续作为供给的重要补充，进口规模或保持高位。

我们预计，2025 年煤价中枢将继续下降，长协煤价格或温和回落至 660-690 元/吨的水平，煤炭企业仍有盈利空间，行业财务杠杆回升。虽然煤炭企业在近三年积累了一定量的资金，但 2024 年伴随行业利润的回落，煤炭企业整体债务规模有所抬升，我们注意到山西、河南、山东等部分煤企在行业景气过程中保持债务扩张。若煤炭价格大幅回落，融资环境收紧，部分企业的信用质量可能将重新变得脆弱。高负债煤企的财务杠杆对周期变化更加敏感，而主动削减债务的企业在应对周期波动时能够表现出更强的韧性。

关注

- 需求不足，煤价过快下跌，挤压企业盈利空间。
- 煤矿安全生产事故频发，影响企业生产效率。

分析师

王雷
 北京
 lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪
 北京
 di.jiao@spgchinaratings.cn

有色金属

工商企业

企业将维持一定的利润空间，信用质量保持稳定



展望

我们预计，2025 年，随着稳增长政策的持续发力，有色金属行业的下游需求将持续回暖，产品价格将保持较高位置，行业内企业将维持一定的利润空间，整体信用质量将保持稳定。

2024 年，有色金属行业的下游需求持续复苏，部分金属价格表现出不同程度的上涨，行业整体景气度呈上升趋势。

我们预计，2025 年，随着稳增长政策的持续落地和发力，有色金属行业产品价格将在下游需求持续回暖的带动下保持较高位置。铝方面，基建等支持政策将对铝需求形成有力支撑，新能源汽车、绿色能源等产业需求的持续扩张将带动铝下游需求整体保持稳定的增长。同时，在工信部对总产能的限制，以及《2024-2025 节能降碳行动方案》等政策的约束下，叠加云南枯水期限产常态化，铝供应增速仍将十分有限。供需缺口扩大有利于铝价保持较高位置。铜方面，我们预计随着电网建设、居民消费等传统领域需求的恢复，以及风电、光伏等新能源领域需求的稳步增长，2025 年精铜需求将有所增长。同时，成熟矿山持续减产，新建矿山进度减缓，铜矿资本开支不足导致供应增幅有限，叠加矿山品位下滑及部分矿山停产，铜冶炼企业的冶炼加工费将维持较低水平。

我们认为，受下游需求回暖导致产品价格保持较高位置的影响，2025 年有色金属企业将维持一定的利润空间，企业信用质量将保持稳定。其中，受益于铝价保持高位以及供需缺口的扩大，铝生产企业将维持一定的利润空间，部分企业有一定盈余资金用于削减债务，信用质量将稳中向好。铜开采企业在阴极铜价格保持高位的情况下，盈利能力也将保持较好水平，有利于企业信用质量的稳定。

关注

- 若下游需求恢复弱于预期，企业利润空间将收窄。
- 部分地区受枯水期、电力供应紧张等因素影响限电频发，电解铝复产不及预期。
- 部分企业的并购支出、资本开支规模增加较为明显，将增加企业的财务风险和流动性压力。

分析师

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

庄秀权

北京

xiquan.zhuang@spgchinaratings.cn

火电

工商企业

盈利能力提升，财务杠杆下降，信用质量保持稳定



资料来源：国家能源局，Choice。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年，我国全社会用电量将保持可观增长，火电继续发挥压舱石作用，装机容量及发电量将保持小幅度增长，但火电在我国发电量中的占比将继续下降，随着年内燃料价格下行，火电企业盈利能力将有所提升，杠杆水平进一步下降。

需求方面，2023 年及 2024 年前三季度，我国全社会用电量分别同比增长 6.7% 和 7.9%。我们预计，2025 年全社会用电量将保持可观增长，增速约 5%-8%。供给方面，2024 年前三季度，全国发电装机容量同比增长 14.1%，其中火电增速为 3.4%；同期，全国规模上工业发电量同比增长 6.6%，其中火电增速为 1.9%。我们预计，2025 年火电的装机容量及发电量仍将保持小幅增长，但由于其装机增速远远落后于风光发电，火电在我国发电量中的占比将进一步下降。根据国务院印发的《2024-2025 年节能降碳行动方案》，到 2025 年底，全国非化石能源发电量占比将达到 39% 左右，这意味着火电的发电量占比将降至 61% 左右。

我们预计，2025 年，煤炭价格中枢将继续下行，叠加容量电价对火电的盈利托底作用，火电的盈利能力将有所提升。

我们预计，2025 年，火电企业仍有一定的资本开支需求，但资本开支出现激增的可能性较小；随着燃料价格的下行，行业内企业的盈利能力将提升，杠杆水平将进一步下降。同时，行业内企业以央企和地方性国企为主，能够获得有力的外部支持，融资渠道较为畅通，信用质量保持稳定。

关注

- 清洁能源消纳对火电机组利用小时数的影响。
- 燃料价格变化对火电企业盈利情况的影响。

分析师

王雷
 北京
 lei.wang@spgchinaratings.cn

曹艺馨
 北京
 yixin.cao@spgchinaratings.cn

清洁能源发电

工商企业

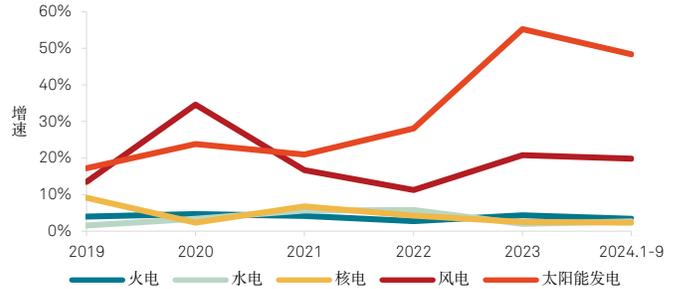
盈利能力下行，资本开支较大，杠杆有所上升，但外部支持有力，信用质量保持平稳

电力装机总容量：清洁能源占比逐年提升



资料来源：国家能源局，Choice。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各类型电源装机增速



展望

我们预计，2025 年，电力企业将继续保持在清洁能源发电领域的大额资本开支。同时，随着平价及竞价上网项目的增多和市场化交易的深入，风光上网电价将继续下行，导致业内企业的盈利能力有所下降。受大额资本开支及上网电价下降的影响，清洁能源发电企业的杠杆水平将进一步上升，但由于业内企业以央企及地方国企为主，信用质量整体仍能保持平稳。

2020 年以来，清洁能源在我国电源工程建设投资完成额中的占比一直保持在 9 成左右，风光发电装机容量快速增长。2024 年前三季度，我国太阳能发电装机同比增长 48.3%，风电装机同比增长 19.8%。我们认为，在能源转型的大背景下，未来一年，我国电力企业将继续保持在清洁能源电源建设方面的高额资本开支，风光发电的装机容量将保持高速增长。

我们注意到，绝大多数风光发电企业在过去三年都经历了电价下跌，主要原因为平价和竞价上网项目增多、市场化交易规模扩大。我们预计，这一趋势在未来一年内仍将持续，业内企业面临的竞争压力将会增大，整体盈利能力有所下行。

我们认为，受益于政策支持和电网配套完善，清洁能源的消纳情况将持续改善。政策方面，2025 年起实施的《中华人民共和国能源法》明确提及，国家支持优先开发利用可再生能源，完善可再生能源电力消纳保障机制。2024 年各省份可再生能源消纳责任权重较往年有明显上升，预计 2025 年该趋势将会持续。同时，国家发改委在《电解铝行业节能降碳专项行动计划》中，对于电解铝这类高耗能产业首次设置了强制性绿电消费目标。我们还注意到，过去一年来，电网投资加速，配套持续改善。2024 年 1-9 月，我国电网工程投资完成额同比增长 21.1%。

我们预计，在上网电价下降和高额资本开支的双重压力下，业内企业的杠杆水平将进一步上升。但受益于清洁能源发电较低的现金成本，这些企业的付息能力仍然较强。加之业内企业以央企和地方国企为主，能够获得有力的外部支持，因而我们认为，未来一年，行业整体信用质量将保持相对稳定。

关注

- 高额资本开支推升企业财务杠杆。
- 新能源补贴的发放情况。
- 行业竞争加剧，关注风光发电上网电价的变化情况。

分析师

王雷
 北京
 lei.wang@spgchinaratings.cn

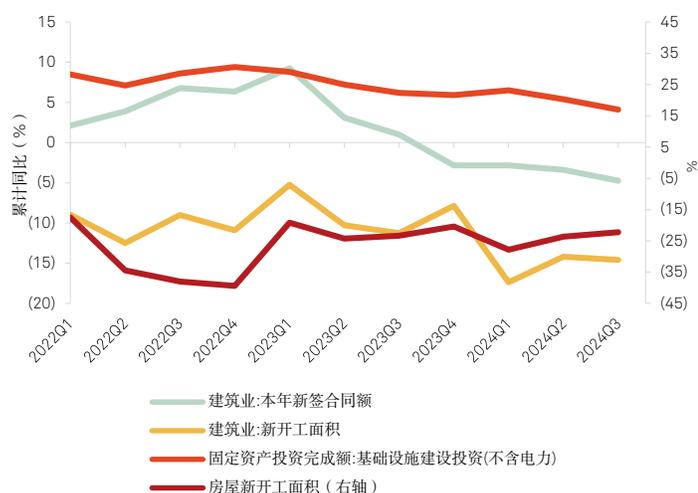
曹艺馨
 北京
 yixin.cao@spgchinaratings.cn

建筑工程施工

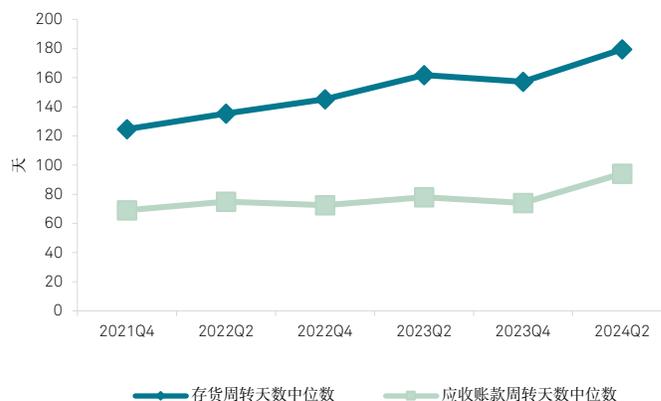
工商企业

行业面临收缩，头部企业难以独善其身，下游资金链仍紧张，杠杆水平持续上升

建筑业衰退风险进一步加剧



样本企业营运效率指标弱化



注：存货周转天数计算包括合同资产，应收账款周转天数计算包括应收票据。
资料来源：iFinD，国家统计局，标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年建筑工程施工行业将延续 2024 年的收缩趋势，行业内企业整体仍将面临工程资金回笼压力，整体利润率仍将在低位保持稳定，建筑业企业间信用质量将延续分化趋势。

我们预计，2025 年建筑工程施工行业的新签订单将继续下滑，行业面临总量萎缩的风险，企业向境外展业需求迫切。2024 年前三季度，建筑业新签合同额同比增速均为负值且逐季恶化，截至三季度末已降至-4.7%。作为建筑业未来 1-3 年收入的领先指标，新签合同规模萎缩预示着未来行业整体收入将面临收缩。我们认为，这种收缩主要由于下游房地产建安投资在 2025 年仍然疲软所致。虽然基础设施建设市场仍能提供一定的增量需求，但是中央政府对于地方政府及下属融资平台债务的强管控将导致增速面临一定的压力。我们预计，2025 年建筑工程施工行业新签订单虽或在 2024 年基础上小幅减少，但降幅将有所收窄。我们认为，面对国内下游需求的弱化，建筑业企业的展业重心将被迫逐步向境外倾斜，尤其是“一带一路”共建国家。近年来，我国境外工程新签合同金额不足 2 万亿人民币，占建筑业整体新签合同的比重约为 5%，尚有较大的提升空间。

我们预计，尽管企业间在业务规模、资金周转效率等方面仍有所分化，但领先企业亦难以独善其身。基础设施建设占比相对较高的大型建筑央企仍将受益于资金优势和基础设施投资额的增长，新签订单占比进一步提升，并仍可以凭借较强的话语权拥有相对良好的资金周转效率。不过，大型建筑央企先前凭借上述优势实现新签订单高速增长的态势已改变。2024 年前三季度，八大建筑央企新签订单合计同比降幅已达 4%，部分建筑央企降幅甚至达到两位数。地方国有企业的基础设施建设业务占比虽然也比较高，但业务区域相对集中于所在省域乃至市域，市场空间差异性较大。民营企业受制于基建类业务资质弱，业务规模将面临进一步的萎缩，同时受地产商资金持续紧张的影响，工程款回收风险仍很大，自身资金周转效率进一步下降，甚至面临流动性风险。

分析师

张任远
北京
Renyan.zhang@spgchinaratings.cn

王宇飞
北京
Fred.wang@spgchinaratings.cn

我们预计，2025 年地方政府财政承压和房企资金偏紧的状况仍将普遍延续，这将导致建筑工程施工企业的“两金”回收周期整体进一步延长。受此影响，建筑工程施工行业整体的营运资金缺口可能增加，进而推动融资规模和杠杆率持续上升。不过，我们认为，随着《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》的落地，PPP项目开工建设进度放缓，这或为借由该模式承揽施工业务的建筑业企业提供一个控制资金整体需求的良好契机。

我们预计，2025 年建筑工程施工行业的整体利润率仍将在低位保持稳定，但不同企业间的分化程度将加大。预计建筑工程施工行业的整体 EBITDA 利润率仍将维持在 4.5%左右，但是房建业务量萎缩将显著增加以此类业务为主的建筑业企业分摊经营成本的难度，亏损企业占比或有所增加。

关注

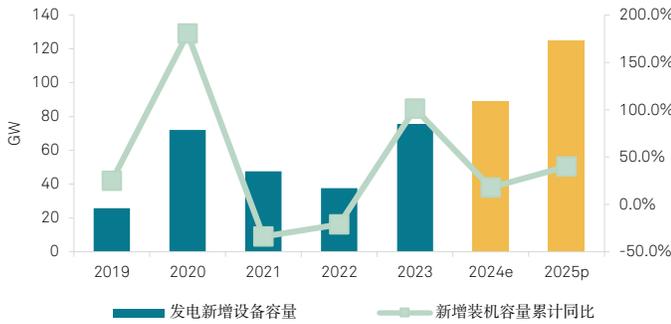
- 行业整体均面临较大的资金周转压力。
- 以房建为主要业务的建筑工程施工企业的业务转型和拓展情况。
- PPP项目运营和回款情况。建筑工程施工企业需提高运营管理能力，确保已投资项目完成项目绩效考核并取得项目回款，尤其是回款政府方信用资质较为下沉的项目。

风电设备

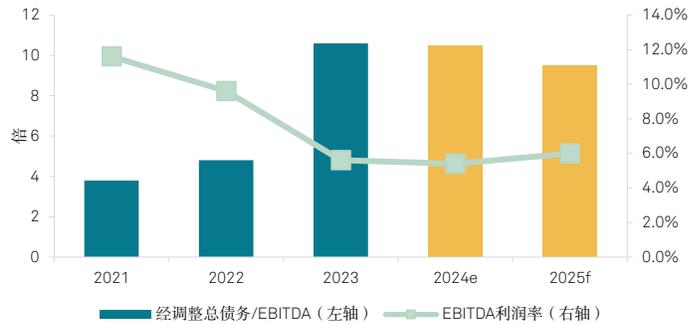
工商企业

价格竞争已近尾声，海内外强劲需求助推信用质量企稳

2019-2025年中国风机新增装机容量及预测



2021-2025年中国风机企业杠杆和盈利能力



资料来源：iFinD，公开资料，标普信评整理。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年中国风电设备行业仍将面临较强劲的海内外需求。中国积极的政策预期、成本探底带来的风电经济性提升、退役更新需求增加等因素，都将持续助推行业需求增长。与此同时，全球主要经济体都制定了长期且有效的措施来推动可再生能源发展，并做出了相应承诺。在此背景下，考虑到高增长下全球风电供应链可能面临的短缺风险，我们认为中国企业将面对更为广阔、前景良好的出海机遇，这有助于行业企业获得持续发展机会。我们认为，中国风电设备行业的投标价格已经没有继续下探的空间，2025 年中国风电企业盈利能力将触底，并迎来温和反弹。不过，高企的融资需求及其形成的债务仍将使得行业中大部分企业杠杆处在相对高的水平。

我们认为，2025 年中国风电设备行业的吊装规模将有较快增长。受政策驱动、技术进步及市场需求增加等多重因素的综合激励，未来几年中国风电投资仍将处在快速增长通道。我们认为，中国将继续为风电投资企业提供融资、电力消纳等方面的政策支持。同时，随着度电成本下降，陆上风电企业成功向平价上网过渡，风电投资企业也将保持投资动力。此外，退役更新需求也是助推行业需求增长的重要原因。2023 年 6 月，国家能源局发布了《风电场改造升级和退役管理办法》，鼓励对并网运行超过 15 年或单机容量低于 1.5 兆瓦的风电场进行改造升级。随着 21 世纪初运行的风力涡轮机达到使用寿命末期，第一波风电项目将在未来几年加速退役。甘肃、宁夏、福建、河北和浙江等省份正在接受项目升级改造或退役的申请，风电场改造需求仍将是 2025 年风电销售的重要驱动因素之一。

我们认为，2025 年中国风电企业将面临良好的出海前景，这有助于行业内企业获得持续发展动力。全球主要经济体都制定了长期且有效的措施来推动可再生能源发展，并做出了相应承诺。在《联合国气候变化框架公约》第二十八次缔约方大会上，110 多个国家承诺到 2030 年将可再生能源产能增加 2 倍。这个历史性公约的达成将使得风电行业在短期和长期保持乐观增长预期。我们认为，国内风电整机单机容量和叶轮直径的迭代速度较快，已处于世界领先水平。中国风电企业也能够为海外客户提供极具性价比的产品，价格优势明显。然而，高增长下全球风电供应链可能面临供应短缺风险。据全球风能理事会统计，若新投资不及时跟进，2026 年起，除中国外，全球多数区域将面临风电供应链及海上配套设施短缺风险，这将为风电企业出海创造机遇。

我们预计，2025 年中国风电企业的盈利能力将迎来温和反弹，杠杆水平将有一定改善，但高企的债务规模和融资需求仍将使得行业中大部分企业的财务风险处在相对高的水平。价格战使得很多风电企业的风电制造板块遭受亏损，这在很大程度上限制了进一步展开价格竞争的空间。部分头部整机商指出，公司的中标量以及在手订单都较为充足，对于那些非理性且风险较高的报价，他们会持更加谨慎

分析师

张任远
 北京
 Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王璜
 北京
 Huang.wang@spgchinaratings.cn

的态度。本轮价格战与机组大型化的快速迭代相伴而生，然而在当前的技术环境下，机组继续实现革命性跃升的空间十分有限，难以支撑价格的持续下降。随着行业盈利空间挤压殆尽，企业开始自发形成联盟并签署自律公约，约束恶性低价竞争。我们预计，2025 年行业价格内卷困局或有望缓解，企业盈利能力将有所修复。但风电行业同质化竞争激烈，我们预计未来价格评分仍将在招标过程中占据重要比重。未来一年行业虽然价格将回温，但大部分企业仍将处在微利状态，这样微薄的盈利不足以完全覆盖大规模的资本开支需求，因此行业企业未来一年的融资需求仍将高企，企业杠杆仍将处在相对高的水平。

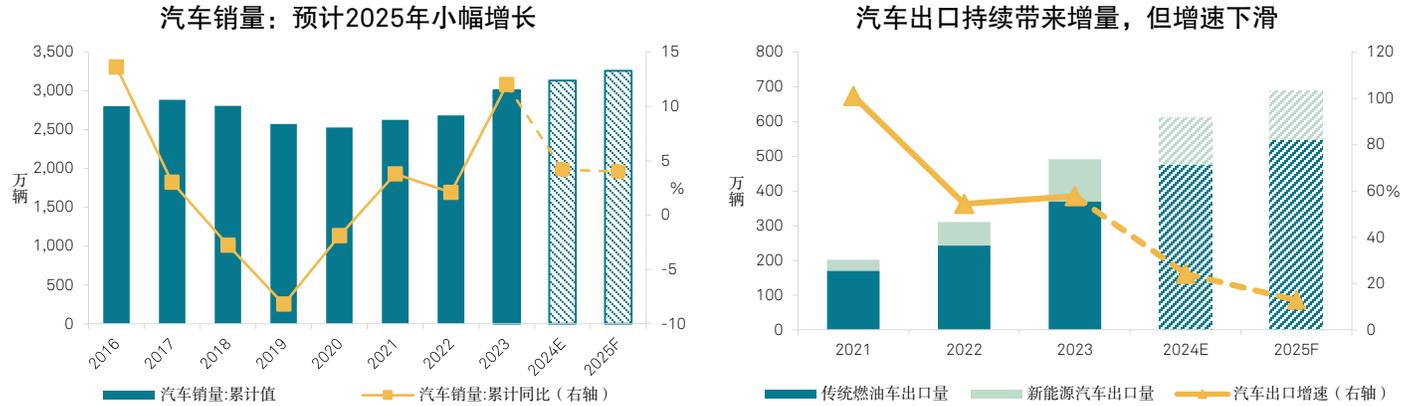
关注

- 过去几年风电机组的迭代速度极快，随着时间推移，这批风电的质量将会面临严峻的考验，赔付事件很可能会显著增多。
- 行业仍将处在微利状态，高企的资本开支仍将使得大部分企业面临相对高的财务风险。

整车制造

工商企业

国内竞争加剧，出口增速承压，车企利润率承压



注：汽车包含乘用车和商用车。E 为估计值，F 为预测值。
资料来源：中国汽车工业协会，标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年整车制造行业激烈的竞争仍将延续，行业内企业信用质量呈分化趋势。2025 年全国汽车销量将呈个位数低速增长，新能源渗透率将进一步提高，燃油车销量继续承压。汽车出口将为整体销量带来增量，但出海环境愈发复杂将导致出口增速显著放缓。受到价格战及关税影响，车企利润率将承压，但它们将继续保持研发和出海的投入，杠杆率水平或将上升。

我们预计，2024 年全国汽车销量将呈低速增长，2025 年增速与 2024 年持平。从国内销售来看，我们预计，在促进消费、节能减碳的背景下，国家及各地方层面的“以旧换新”等政策均有望在 2025 年延续甚至加码，带动国内销量小幅增长。新能源汽车的渗透率将在 2025 年超过 45%，插电式混合动力汽车的增长将成为带动新能源汽车市占率进一步提升的主要动力。2024 年 1-9 月，插电式混合动力乘用车的零售份额已经达到 19.3%，较 2023 年份额上升 7.4 个百分点。而燃油车市场份额将继续下滑。同时，行业竞争将延续激烈的态势，价格战逐步向高端市场蔓延。2024 年，德系品牌市占率快速下滑，2024 年 9 月德系乘用车单月零售销量市占率为 16.6%，较 2023 年下降 3.8 个百分点。

我们预计，受到欧美电动化趋势放缓、加征关税和地缘政治等因素的负面影响，叠加较高的基数，2025 年我国汽车出口增速预计将由 2024 年的 20-25% 显著放缓至约 10-15%。受到补贴退坡、基础设施建设滞后和电动车盈利能力较弱等因素影响，欧美电动化趋势放缓。同时，欧美贸易保护主义兴起短期内也对我国汽车出口产生负面影响。2024 年 9 月，美国政府决定将中国制造的电动汽车关税税率上调至 100%；10 月末，欧盟结束反补贴调查，决定对从中国进口的电动汽车征收为期五年的最终反补贴税。而车企在欧美建厂均需要时间，因此短期内新能源汽车出口增速将下滑。此外，国际局势和地缘政治的动荡也让出口的不确定性大幅上升。

我们预计，整车制造企业的利润率将承压。原材料价格的下滑难以弥补价格战带来的利润率承压，2024 年前三季度汽车行业利润率仅为 4.6%，创 10 年新低。我们预计，行业激烈竞争下，价格战仍将延续，主机厂或采取增加返利等方式维护经销网络，导致单车利润继续下滑。欧盟加征关税也将影响车企在海外的盈利情况，使得车企整体盈利能力承压。此外，为保持竞争力和提升销量，车企仍将保持较高的研发投入，出海计划也将持续推进，资本开支将呈温和上升趋势，这可能带动车企的杠杆率上升。

分析师

张任远
北京
Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣
北京
Kexin.wang@spgchinaratings.cn

我们认为，整车制造企业的信用质量呈分化趋势。国有车企由于对所在地区经济、就业、国企利润等方面的贡献度较高，更容易获得资金、政策等方面的支持，它们通常对所在地区政府具有较高的重要性，这有助于其维持稳定的主体信用质量。但部分国有车企对合资品牌依赖度较高，合资品牌销量的大幅下滑将影响其业务和财务表现，或导致个体信用状况的弱化。部分民营企业也能够凭借自身较强的竞争优势和现金流产生能力而拥有较强的抗压能力。而财务韧性相对较弱的民营企业在面临行业激烈的竞争、承压的利润率和持续较大的资本开支等压力时，主体信用质量或将弱化。造车新势力企业的财务状况依然脆弱，偿债能力普遍较弱，需要依赖外部输血，行业将迎来洗牌。

关注

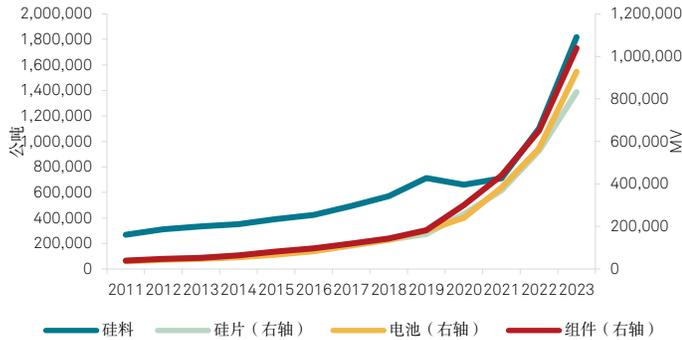
- 宏观经济承压影响消费者的消费意愿，特别是对大宗消费品的需求降低。
- 整车制造企业在激烈的市场竞争中竞争地位和盈利能力的变化。
- 欧美对我国新能源汽车加征关税对车企出口量和出海战略的影响。

光伏制造

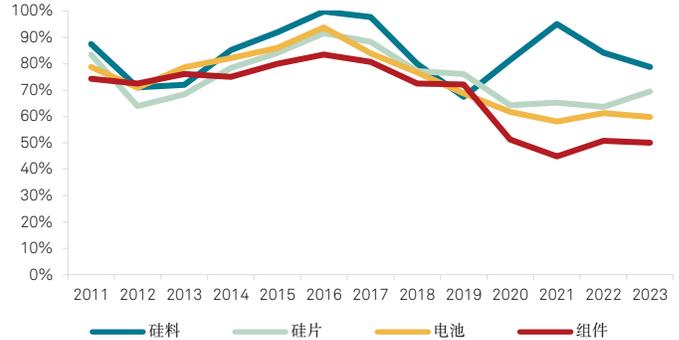
工商企业

行业内竞争激烈，产能利用率低位徘徊

光伏产业链上各环节产能攀升



产能扩张下的产能利用率



注：全球产能利用率=当年产量/当年产能。
资料来源：S&P Global Commodity Insights、标普信评。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年光伏制造行业内企业的信用质量将持续偏弱。虽然光伏装机量的不断提升稳定了光伏制造行业需求，但硅片、电池、组件产能均已过剩，且企业仍有较大规模建厂计划，产能利用率在短期内将在低位徘徊。我们预计，在价格低迷和政策的推动下，落后产能可能加速出清，产品价格有望企稳，企业盈利能力或将得到改善，但具有不确定性。我们认为，光伏制造行业技术迭代速度快，企业需要进行持续的研发投入，且产能更新和扩张也将带来资金开支需求，这将使企业的财务风险承压。

我们预计，光伏新增装机容量的持续提升将带动光伏制造产业链各环节出货量上涨，虽然增速将有所放缓，但行业激烈的竞争局面难以得到缓解，行业内产能过剩仍需时间解决。光伏制造行业进入门槛较低，过去几年行业供给快速增加，硅片、电池和组件已经出现产能过剩，且越往产业链下游延伸，行业参与者越多，产能过剩问题越严重。虽然价格的下跌和政策推动有助于产能出清和升级，但各企业均有较大规模的扩产计划，产能利用率短期内仍将偏低。

我们预计，2025 年产品价格有望企稳，企业盈利能力或将改善，但仍具有不确定性。2023 年下半年以来，随着产能过剩和新增装机增速的预期降低，价格快速下滑。2024 年前三季度，绝大部分硅片、电池及组件厂商毛利率较 2023 年大幅收缩，大量企业净利润亏损。2024 年 10 月，中国光伏协会表示，招投标市场不断出现超低价中标案例，并召开了防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会，呼吁停止低价内卷。利润率大幅下滑和行业呼吁为价格企稳带来积极影响，但仍需要观察企业能否团结执行。此外，光伏产品大量出口，301 关税、东南亚四国光伏电池双反调查等贸易保护措施使得海外环境愈发复杂，增加了价格和盈利水平甚至出货量的不确定性。

我们预计，行业内企业财务风险将承压。2024 年价格下跌导致盈利水平显著下滑，2025 年盈利能力或将改善，但面临较大的不确定性，且难以恢复至高位。同时，光伏制造行业技术更新迭代速度快，企业需要持续进行大额研发以保持竞争力。产能更新迭代和扩产也将带来资本支出压力，东南亚四国双反调查或导致企业逐步退出四国，并将产能转移至其他东南亚国家或美国本土，或将带动债务水平的上升。截至 2023 年末，已有部分企业在美国、加拿大和墨西哥建厂。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣
北京
Kexin.wang@spgchinaratings.cn

我们预计，光伏制造行业内企业的信用质量将持续偏弱。整体而言，光伏制造企业中民营企业较多，受到的外部支持较少。在行业竞争加剧、产能过剩且财务风险承压的情况下，光伏制造企业的经营和财务状况均具有较大的波动性和不确定性。

关注

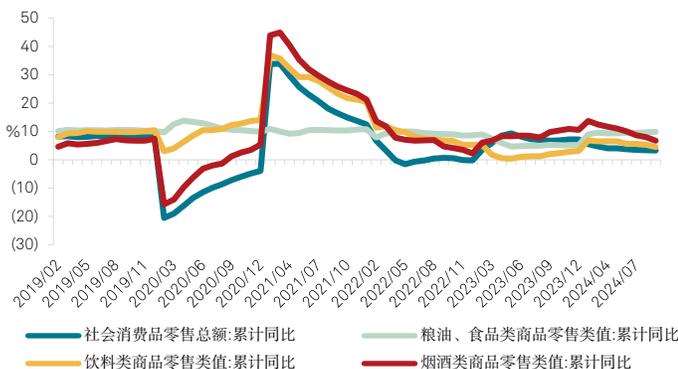
- 产能利用率情况，产品价格和企业盈利能力的变化。
- 海外环境愈发复杂，贸易保护主义的兴起对企业出货量、价格、利润水平和资本开支的影响。
- 行业技术更新迭代迅速，企业能否持续研发出具有竞争力的产品。

日常消费品

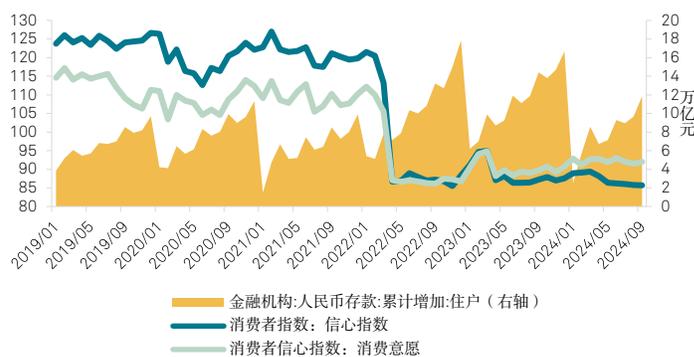
工商企业

需求韧性支撑行业增长，企业信用质量保持稳定

需求韧性带动细分行业零售额保持上涨



消费者信心指数持续较低，居民存款不断上升



资料来源: iFinD, 国家统计局, 中国人民银行, 标普信评。
 版权©2024 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

展望

我们预计，虽然消费者的消费意愿将持续较弱，但受益于刚需属性，日常消费品的需求韧性较强，相关行业的零售额将保持个位数增长，且增速将高于社会消费品零售总额增速。稳固的需求和较低的原材料价格将帮助企业维持稳定的盈利能力和信用质量。然而，紧缩的消费预算和不断增长的储蓄将使得消费者更加追求性价比和差异化产品，中端产品的销量可能承压。

我们预计，酒类企业将继续面临存量竞争局面。白酒产量仍将延续下滑趋势，消费者对性价比的追求或导致白酒平均单价进一步回落。高端白酒需求稳固，300-500 元次高端白酒、中端白酒和大众白酒都销量都具备上涨潜力，而 600-800 元次高端白酒市场将承压，因而次高端白酒的竞争将愈发激烈。啤酒方面，高端化是啤酒企业在销量见顶后寻求利润增长点的重要方式之一，然而随着高端化的不断深入，吨价提升或将放缓，企业之间的竞争也将愈发激烈。

我们预计，餐饮和食品及饮料行业整体需求将保持低速增长，但细分行业将出现分化。需求下滑仍是乳制品行业必须面对的局面，原料奶供需失衡的问题也亟待解决，2025 年乳制品市场仍具有较大的不确定性。软饮行业健康化的趋势仍将继续，低糖饮品增速仍将可观。包装食品将保持个位数增长，其中低价方便面需求或将增加，而高端产品需求或受到挤压。

我们预计，行业内企业的盈利能力和信用质量均将维持稳定。虽然消费信心未见修复，且居民储蓄不断增长，但日常消费品细分行业零售额在过去的几年中一直稳定增长，体现了行业较强的需求韧性和抵御经济周期波动的能力。然而，消费预算的减少将一方面使得消费者更追求性价比和差异化产品，部分行业竞争将加剧；另一方面，消费者对价格的敏感度提升，这意味着企业通过涨价提高盈利水平的可能性很低。我们认为，稳固的需求和较低的原材料价格将帮助企业维持稳定的盈利能力和信用质量。拥有高附加值、差异化产品的企业更能在激烈的竞争中保持良好的竞争地位和盈利水平。

关注

- 消费意愿的下降使得消费者更关注性价比，中端产品的销量可能承压。
- 竞争加剧下，企业能否保持竞争力和盈利水平。

分析师

张任远
 北京
 Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣
 北京
 Kexin.wang@spgchinaratings.cn

耐用消费品

工商企业

外销增速高于内销，行业存在分化

房地产销售面积及家电社零同比变动情况



资料来源：Choice，标普信评。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

近年来我国家电出口规模及增速



展望

我们预计，虽然房地产市场低迷影响国内新增需求，但 2025 年中国家电行业的销售额仍会保持低速增长，主要得益于出口的持续增长和内销“以旧换新”政策的推动。我们预计，头部家电企业凭借其优秀的品牌和产品竞争力、较强的议价能力、规模效应及成本优势，市场地位将更加稳固，行业集中度将呈稳中有升，企业间的分化趋势将延续。

我们预计，2025 年国内家电的主要需求仍是置换需求，但增速将较 2024 年 9 月以来小幅收窄，主要是由于 2024 年部分置换需求被提前透支所致。从社零中家用电器与房地产销售面积这两个指标的走势来看，国内家用电器的销售情况持续稳定，显示出当前市场需求以更新置换为主。我们预计，2025 年家电“以旧换新”政策仍将延续，但考虑到 2024 年 9 月以来家电销售的明显改善提前释放了 2025 年的部分需求，2025 年国内家电销售增速将较 2024 年 9 月以来小幅收窄。2024 年第二季度以来，国家陆续出台消费品“以旧换新”等刺激措施，扩大了补贴范围，对单件家电的补贴幅度达到 15% 以上。在此背景下，2024 年 9 月单月国内家电社零规模同比大幅提升，政策拉动效果明显。

我们预计，2025 年中国家电出口将保持较高增速，关税政策对家电出口的影响较为可控。具体而言，以中东、东南亚及非洲等地为主的新兴市场国家，存在较大需求空间，家电渗透率将持续提升。2025 年，中国头部家电企业依托供应链优势及持续提升的品牌影响力，将进一步抢占全球份额，带动家电出口仍有望保持较高增速。我们预计，2025 年关税政策的调整对中国家电出口的影响较为可控。根据奥维云网数据，近年来中国三大白电出口美国的占比在下滑，而出口新兴市场的快速增长对整体出口形成有力支撑。同时，关税政策也将加速中国家电企业在美国的供应链布局，尽快实现本地生产供应，从而在一定程度上降低关税成本。

我们预计，2025 年中国家电行业整体信用质量将维持稳定。家电消费者对于价格较为敏感，在行业竞争日趋激烈和适度价格战的背景下，我们预计，虽然 2025 年铜等原材料价格将维持高位，但成本压力并不会充分传导至下游消费者，行业内企业大概率会通过全流程渠道及成本管控、产品结构升级、衍生品对冲等方式实现自身盈利的相对稳定。同时，得益于中国家电企业较为良好的获现能力，以及资本开支规模不大等优势，其财务风险仍将稳定在较低水平，整体企业信用质量将维持稳定。

分析师

张任远
 北京
 Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

刘彦良
 北京
 Alan.liu@spgchinaratings.cn

关注

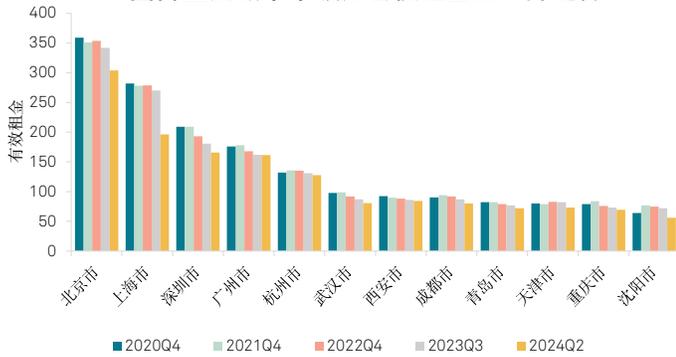
- 2025 年，铜等原材料价格将维持高位，加之同业竞争加剧导致的价格战，将给家电行业尤其中小企业的盈利水平带来压力。
- 存量市场环境下，头部企业将会逐步侵蚀中小企业的市场份额，导致行业分化加剧。
- 海外关税及监管政策变动或将给出口占比较高的家电企业的供应链稳定性带来一定挑战。

商业物业持有运营

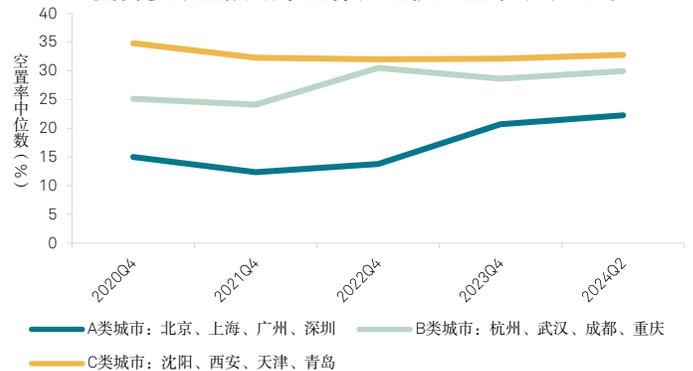
工商企业

行业景气度承压，企业利润率将小幅承压

国内主要城市甲级办公楼租金呈下降趋势



国内多数重点城市整体办公楼空置率波动上升



注：有效租金为全市甲级办公楼每平方米每月租金，基于建筑面积。
资料来源：公司年报，仲量联行，经标普信评调整及整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年商业物业持有运营行业将继续面临一定的租金下行压力，租赁市场竞争依然激烈，但部分优质项目的租金降幅有望收窄。商业物业市场租赁需求在短期内仍然承压，随着供应放量，将继续推升全国平均空置率。我们预计，2025 年大部分商业物业持有运营企业或将通过“以价换租”来维持收入规模稳定，行业内企业的利润率将小幅承压，并可能推动行业内企业杠杆率有所上升。但行业内多数企业财务策略相对保守，预计行业整体财务风险可控，信用质量将保持稳定。

我们预计，2025 年全国大部分城市的商业物业租金仍将延续下行趋势，租赁市场竞争保持激烈态势。办公楼市场方面，预计 2025 年就业率承压，企业面对宏观经济的不确定性以及出于降本增效等经营方面的考虑，对新租办公楼的需求较少，办公楼业主或将继续提供租金优惠以维持经营稳定。不过，重点城市核心地段的办公楼在租赁市场中仍将具备较强的竞争力，有望通过小幅降价吸引租户续租，租金降幅或有所收窄。零售物业市场方面，我们预计 2025 年国内经济增速及社零总额增速将放缓，消费者消费意愿上升幅度较小，这或将使零售地产市场继续面临挑战，租金仍将存在一定的下行压力。

我们预计，商业物业市场租赁需求在短期内承压，随着供应放量，将继续推升全国平均空置率。我们注意到，近两年国内办公楼市场活跃度主要由企业搬迁需求所驱动，新租需求明显不足，空置压力较大。而零售物业受消费复苏影响，空置压力略有改善。我们亦注意到，国内办公楼市场及零售物业市场仍有较大规模的新增供应，对存量市场造成一定冲击。我们预计，2025 年商业物业市场需求复苏趋缓，而市场供应仍将继续放量，届时或将继续推高空置率。

我们预计，2025 年大部分商业物业持有运营企业的利润率将小幅承压。一方面，行业内较大的新增供应和有限的新增需求使行业整体租金处于下行区间，预计企业将提供更低的租金以吸引、保留客户，维持其经营收入的稳定性。另一方面，行业内企业的管销费用及物业维护等成本较为刚性，难以显著压降。我们预计，随着行业利润率小幅承压，行业内企业杠杆率或将有所上升。但由于国内商业物业持有运营行业融资监管较为严格，融资渠道相对有限，因此行业内企业的财务策略相对保守，预计企业整体财务风险可控，信用质量将保持稳定。

分析师

张任远
北京
Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

李璟
北京
Jing.li@spgchinaratings.cn

关注

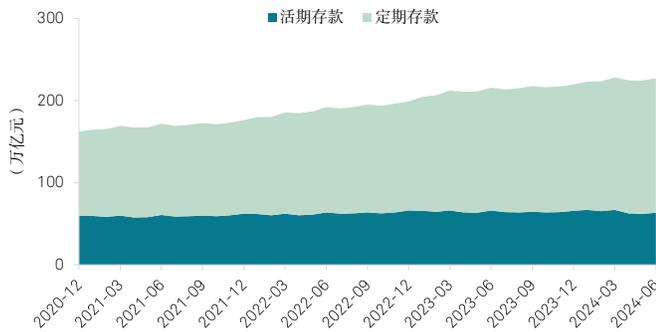
- 宏观经济发展增速、人口增加及就业率改善情况对商业物业市场需求的提振作用。
- 需求复苏缓慢的局面之下，行业供应仍在增加，导致部分城市的商业物业市场出现短周期的供需失衡。

商业银行

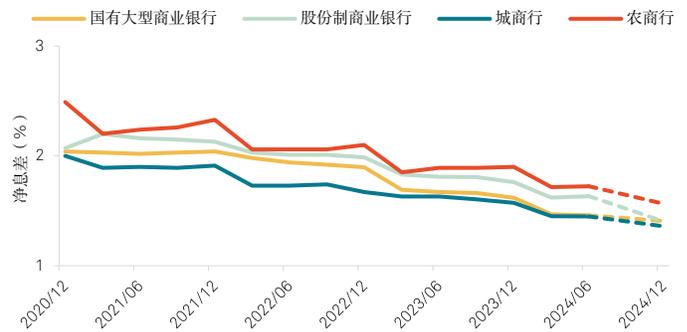
金融机构

息差继续走弱，但区域金融稳定性提升，融资稳定和政府支持态度保证了高风险银行的正常经营

境内住户存款及非金融企业存款中的定期存款和活期存款规模



银行业净息差下降趋势



注：2024 年下半年净息差为标普信评预测值。
资料来源：中国人民银行，国家金融监督管理总局，标普信评。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

商业银行净息差收窄压力继续。从 2021 年到 2023 年的三年间，国内商业银行的净息差共下降了 39 个基点，从 2021 年的 2.08% 下降到 2023 年的 1.69%，其中 2023 年较上年下降 22 个基点，2024 年二季度进一步下降至 1.54%。我们认为 2025 年净息差可能继续下降，但下降幅度会小于过去两年。我们预计，2025 年商业银行净息差将下降 5-10 个基点。

近年来商业银行业净息差显著下降的主要原因包括：1) 资产和负债端市场利率的变化，尤其是 LPR 和存款利率之间利差的变化；2) 银行负债端结构的变化，主要是存款定期化趋势明显；3) 银行资产端结构的变化，高收益的零售贷款占比下降；4) 2023 年 9 月和 2024 年 10 月两次下调存量房贷利率，2024 年 5 月起取消按揭贷款利率下限；5) 城投化债方案的执行，导致城投贷款利率下降；6) 问题资产的付息能力下降。

受净息差收窄影响，2023 年银行业收入下降，2024 年收入下滑趋势仍在继续。2023 年上市银行营业收入同比下降 3.58%，2024 年前三季度有数据披露的上市银行营业收入同比下降 1.02%。我们预计，2025 年银行业营业收入仍将承压。

虽然房地产风险还在持续，但由于银行业房地产贷款敞口不大，即使是在很悲观的压力情景下，我们认为房地产开发风险也不会构成银行业系统性风险。根据央行的统计报告，截至 2024 年 9 月末，金融机构人民币房地产开发贷款余额 13.79 万亿元，占人民币各项贷款余额的比重约为 5%。对于大部分主流银行而言，房地产风险仅构成短期盈利性压力，并不影响资本充足性。由于房地产敞口大而导致资本韧性显著下降的银行主要是部分中小股份制银行和城商行。

随着化债方案的实施，商业银行城投敞口的信用风险可控。我们预计短期内不会发生严重的城投贷款拨备压力，但是化债措施带来城投贷款利率显著下降，加剧了银行的息差压力。

银行净息差收窄、信用成本压力持续，导致银行业盈利性弱化。但对于大部分资产质量良好、资本充足的银行，盈利性弱化并不会对其资本充足性造成显著负面影响，信用质量仍然能够保持稳定。

分析师

陈奇伟

北京

qiwei.chen@spgchinaratings.cn

栾小琛

北京

collins.luan@spgchinaratings.cn

公众认为银行存款的安全性很高，虽然部分中小银行资本和资产质量恶化，但其存款稳定性并未受到明显影响。在房地产投资、股票投资、信托产品投资风险加大，收益率不及预期的背景下，更多的资金转化为存款，尤其是定期存款。

我们认为政府对银行业的支持态度将保持不变。由于净息差下降严重，高风险银行通过自身盈利化解风险的可能性下降，政府救助是化解风险的主要途径。中央政府非常重视防范化解金融风险，并强调压实地方政府责任。所以我们预计未来会有更多的地方政府救助当地高风险银行。

我国村镇银行风险化解改革进度加速，地方金融体系保持稳定。为防范区域性金融风险、整合金融资源，2024 年以来村镇银行改革重组工作在地加速推进，已有大约 100 家村镇银行进行了合并重组。截至 2023 年末，我国村镇银行数量为 1,636 家，较 2019 年末仅减少 6 家。预计 2025 年村镇银行数量仍将延续下行趋势。

友好的流动性环境、稳定的存款基础和政府的支持态度，为高风险中小银行化解风险争取到了更多的时间。未来 12 个月高风险银行违约风险可控。但是，高风险银行彻底化解资本困境的方式和时间表仍不清晰。根据 2023 年二季度央行金融机构评级结果，共有 337 家银行被列为高风险银行，涉及资产规模 6.63 万亿元。高风险银行化解问题所需的资金量仍然巨大。

关注

- 在政府化解银行风险的过程中，机构投资人是否需要承担一部分损失。
- 盈利走弱使得资本内生能力下降，需关注中小银行资本补充压力。
- 吸收合并村镇银行对母行资产质量及资本充足性的负面影响。

证券公司

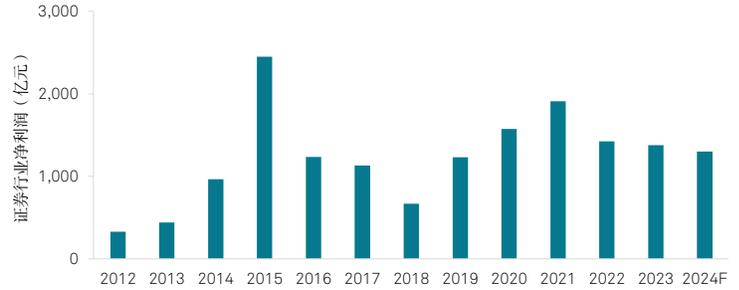
金融机构

盈利低位徘徊，但低杠杆经营保证了证券行业信用质量稳定

国内股市交易量以及上市证券公司平均净资产回报率



证券行业净利润变化



注：2012-2021 年证券公司净资产收益率为中国证券业协会数据；2022 年、2023 年、2024 年 1-9 月为上市证券公司加权平均年化净资产收益率；2024 年 1-9 月沪深 300 成交量采用 1-9 月数据年化处理。

资料来源：中国证券业协会，Choice，各公司公开信息，经标普信评收集和整理。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计 2025 年证券行业营业收入基本平稳，行业信用质量保持稳定。2023 年证券营业收入 4,059 亿元，同比回升 2.8%，但较 2021 年 5,024 亿元高点仍有明显差距。2024 年前三季度，主要 42 家上市证券公司营业收入合计 3,540 亿元，同比下降 3%，但下降幅度较 2024 年上半年收窄。

多项利好政策的加持下，我们预计 2025 年证券行业部分业务板块的营收表现将有所回暖。2024 年前三季度，证券公司自营投资表现转好，但其他业务板块营收仍然疲软。具体表现为，主要 42 家上市证券公司投资收益及公允价值变动损益合计同比增加 25%，但利息净收入、经纪业务手续费净收入、投资银行业务手续费净收入、资产管理业务手续费净收入同比均有不同程度下降，分别同比下降 28%、13%、38%和 2%。2024 年 9 月下旬起，随着利好政策的陆续出台，权益市场大幅上涨，股市交易量提升明显，融资融券规模也有所增加，这些都对证券公司投资收益、经纪业务、信用类业务有正面作用。然而，IPO 审核节奏的恢复情况仍不明朗，证券公司 2025 年投行业务收入可能继续承压。

在收入增速乏力的背景下，证券公司正在通过管控运营成本来缓解盈利压力。我们预计 2025 年全年行业业务及管理费支出仍会保持下降趋势。2024 年前三季度，主要 42 家上市证券公司的业务及管理费合计 1,651 亿元，同比下降 5%；业务及管理费占营业收入的比例为 46.7%，同比下降 0.7 个百分点。

2024 年以来，证券公司盈利表现一般，我们预计 2025 年行业盈利变化不大。2023 年，主要 42 家上市证券公司营业收入合计同比微增 1.2%，净利润同比持平；2023 年加权平均净资产收益率为 5.41%，较 2022 年 5.83%的水平有所下降。2024 年前三季度，42 家上市证券公司净利润合计 1,029 亿元，同比下降 6%；年化加权平均净资产收益率 5.65%。

低杠杆依然是证券行业在市场波动中保持良好信用质量的核心因素。我们预计 2025 年多数证券公司仍将保持低杠杆经营。2024 年前三季度，主要上市证券公司的债务规模有所收缩，杠杆水平略有降低。截至 2024 年 9 月末，主要上市证券公司经调整杠杆倍数约为 2.9 倍，而上年末这一数值约为 3 倍。

我们预计 2025 年证券公司的风险状况仍将总体保持稳定。证券公司股票质押式回购业务规模普遍较小，信用类业务表现平稳。部分证券公司踩雷地产债券，因而盈利性遭受严重负面影响，但这对资本

分析师

王燕愚

北京

stephanie.wang@spgchinaratings.cn

栾小琛

北京

collins.luan@spgchinaratings.cn

伤害有限。合规风险成为近年来券商面临的主要风险之一。在强监管环境下，合规事件仍可能继续出现，对券商展业可能造成负面影响，但不会直接导致券商违约。

我们认为，各级政府对地方性证券公司的支持态度无重大变化。由于绝大部分证券公司经营状况稳定，近年来少有政府支持危机中证券公司的重大案例，但政府继续保持了对该行业的支持态度。

虽然未来 12 个月的收入和盈利可能仍处低位，但由于杠杆低且资本韧性好，证券公司未来 12 个月的主体信用质量将保持稳定。

关注

- 保持低杠杆是证券行业保持信用质量稳定的关键因素；如果杠杆大幅上升，会导致证券公司的信用质量显著下滑。
- 出现重大合规风险的券商业务竞争力是否会受到严重损害。
- 高风险中小证券公司的亏损程度是否可控、是否会侵蚀资本。

RMBS

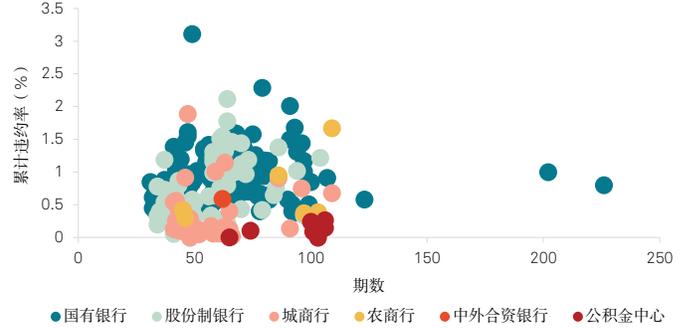
结构融资

早偿有所回落，超额利差将收窄

2017年至2024年10月末RMBS发行情况



各类型发起机构RMBS累计违约率



注：上图数据截至 2024 年 10 月末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

自 2022 年二季度以来，市场仍未有新的 RMBS 项目发行，我们预计这一趋势短期内并不会改变。在宏观经济承压和银行贷款利率下调政策的共同作用下，自 2023 年以来，房贷早偿率出现了三次大幅上升。今年公布的第二次房贷利率批量下调政策可能会进一步影响存续 RMBS 项目的资产池早偿率、存量规模及证券期限。但我们认为，考虑到资产池内已累积了丰厚的超额抵押，存续 RMBS 项目的整体资产池信用质量和产品信用表现将会保持稳定。

受利率下行和 2023 年存量房贷利率下调的影响，去年以来的高早偿事件加快了 RMBS 交易中优先级证券的兑付速度，导致 RMBS 项目的存量规模迅速缩减。2024 年二季度早偿率大幅上升，进入下半年后开始有所降低。随后在 2024 年 9 月，央行第二次对存量房贷利率进行下调，多家银行已于 10 月对符合条件的存量房贷利率进行批量下调至 LPR-30bp，部分银行也于 11 月开始实施新的定价机制，允许借款人动态申请调整加点值和重定价周期。我们认为，对于基础资产按照直接下调合同利率的方式进行调整的 RMBS 项目，利率的下降将导致借款人早偿意愿减弱。同时，新的定价机制下借款人可以更加灵活的调整房贷利率，有利于 RMBS 项目早偿率的逐步企稳，但未来早偿率的具体走势还要看基础资产利率的下调方式及新定价机制的执行情况。

2024 年 9 月出台的关于房贷利率批量下调的政策会对资产池加权平均利率产生一定影响，从而导致资产池与券端的超额利差下降，但考虑到 RMBS 项目整体较低的违约率和充足的信用增级，我们认为剩余的底层资产对于当前仍存续的优先级证券亦有充足的支撑。

项目量方面，在发行停滞和加速兑付的共同作用下，今年 RMBS 项目整体存量大幅缩减。RMBS 市场的未来发行将很大程度上取决于监管政策性的指引及房地产行业的恢复进程。

关注

- 持续关注房贷利率批量下调对基础资产的违约、回收及早偿情况的影响，以及对 RMBS 证券的影响。
- 针对房地产市场的各项支持举措能否有效传导至个人住房抵押贷款市场，进而影响 RMBS 证券的发行情况。

分析师

张恩杰

北京

Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

周侃

北京

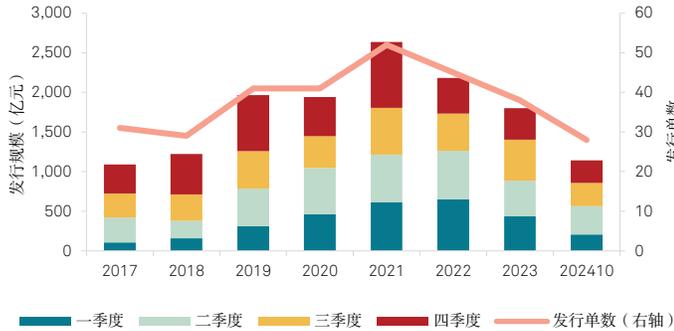
Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

车贷 ABS

结构融资

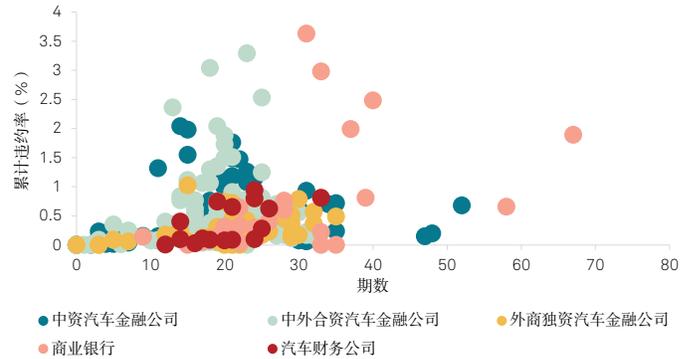
发行量持续下滑，“绿色”比重提升

2017年至2024年10月末车贷ABS发行情况



注：上图数据截至 2024 年 10 月末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各类型发起机构车贷ABS累计违约率



展望

自 2022 年以来，在宏观经济承压和资本市场利率下行的背景下，更多机构拓展了金融债等融资渠道，导致车贷 ABS 整体发行规模连续收缩。我们预计，2025 年存续车贷 ABS 项目的资产和产品信用质量表现都将保持稳定，但在不同的发起机构、不同类型的入池资产之间将持续分化。

受行业竞争激烈以及国内汽车消费需求相对疲软的影响，汽车金融市场增长乏力，以个人汽车贷款为基础资产的车贷 ABS 发行节奏逐年减缓。随着汽车金融公司的融资渠道更加多元化，2024 年车贷 ABS 整体发行情况进一步减少，绿色车贷 ABS 的快速增长势头也开始放缓，但其下降速度远低于传统车贷 ABS。2024 年 1-10 月，绿色车贷 ABS 的发行量为 341 亿元，相比去年同期下降约 14%，但其在存量车贷 ABS 中占比 30%，高于去年同期水平。我们认为，车贷 ABS 发行节奏放缓的态势将在未来一段时间内延续，新能源汽车相关的汽车金融产品将日渐成为车贷 ABS 市场的主力军。发起机构方面，今年三一汽车金融和东风汽车金融首次发行了车贷 ABS 产品，东风汽车金融和奔驰汽车金融首次发行了绿色车贷 ABS 产品。虽然目前绿色车贷 ABS 的证券特征和资产表现尚未明显分化，但我们认为新能源汽车与传统燃油车所体现出的不同特点仍值得关注。

2024 年以来，车贷 ABS 产品的信用表现稳定。截至 2024 年 10 月末，大部分已发行的车贷 ABS 项目的基础资产累计违约率保持在 2% 以内，体现了车贷 ABS 产品的抗风险性。但在愈演愈烈的行业竞争下，各机构或将业务拓展至更加下沉的市场，同时市场上或将推出更多创新型产品以满足消费者需求。其中，在 2024 年 3 月发布汽车贷款新规后，一些汽车金融公司为应对来自银行等方面的竞争，推出了零首付、长期限及含有独立附加贷的金融产品。我们认为，未来车贷 ABS 项目的基础资产特征或将更加丰富，但仍需关注以上变化对新发行车贷 ABS 项目的基础资产信用质量的影响。

关注

- 新能源汽车对传统能源汽车金融产品的挤兑，以及新能源汽车贷款入池占比增加对资产池特征和表现的影响。
- 首付和期限等方面的产品创新和分化给车贷 ABS 基础资产带来的信用影响。
- 激烈的行业竞争促使发起机构向低线城市及农村地区拓展业务，市场客户的下沉可能会影响车贷 ABS 基础资产的信用表现。

分析师

施蓓蓓

北京
Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

周侃

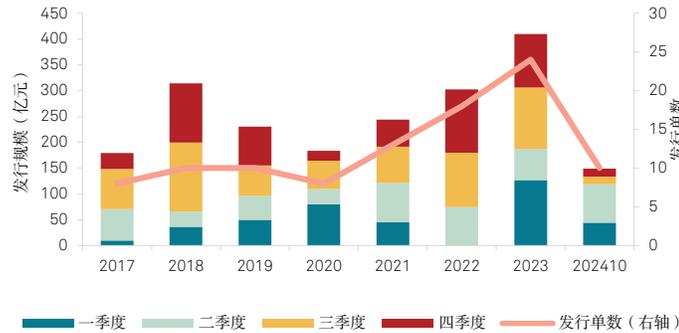
北京
Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

消费贷 ABS¹

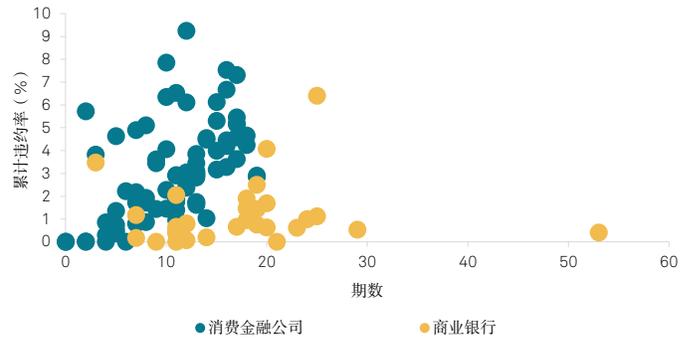
结构融资

发行规模下降显著，信用质量分化明显

2017年至2024年10月末消费贷ABS发行情况



各类型发起机构消费贷ABS累计违约率



注：上图数据截至 2024 年 10 月末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

2024 年，经济处于温和复苏过程中，日常消费品行业仍受到消费需求不足的影响，加之消费金融公司在发行金融债方面发力，导致消费贷 ABS 产品的发行规模较去年同期显著下降。我们预计，以上因素将继续影响银行间消费贷 ABS 产品的发行情况。2024 年下半年出台的一系列鼓励消费信贷的措施，比如以旧换新、消费补贴，以及上海市商务委制定的《本市关于更好发挥消费信贷促进消费提质升级作用的实施意见》等，或对提振消费信心有一定积极作用。

目前消费贷 ABS 项目的发起机构类型仍以消费金融公司和商业银行为主。同时，中信消费金融也于今年获批开展信贷资产证券化业务，成为了时隔两年又一家获此资格的消费金融公司。至此，行业内共有 19 家消费金融公司具备发行 ABS 的资格，其中已有 13 家完成发行。我们预计，未来将有更多持牌消费金融公司将消费贷 ABS 产品纳入多元化的融资渠道中。由于消费金融产品的多样化，不同类型的发起机构之间信用表现分化明显，消费贷 ABS 的资产池累计违约率分布较广，这与不同发起机构的风险偏好、客群定位及融资成本等均有一定关系。其中，商业银行发行的消费贷 ABS 资产池累计违约率明显低于消费金融公司发行的消费贷 ABS。

我们预计，2025 年消费贷 ABS 产品的整体信用表现将继续保持稳定，但不同类型发起机构和产品的资产信用表现或将进一步分化，不同产品之间的可比性也较弱。此外，2024 年修订发布的《消费金融公司管理办法》及《关于加强商业银行互联网助贷业务管理的通知》等政策文件对行业参与者在自主展业、风险控制及贷后管理等方面提供了明确指导，新规的实施可能会对消费贷 ABS 的基础资产信用质量以及逾期资产管理产生一定影响。

关注

- 在经济承压的环境中，各类发起机构不同产品的信用表现的差异性及其波动性。

分析师

施蓓蓓
北京
Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

周侃
北京
Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

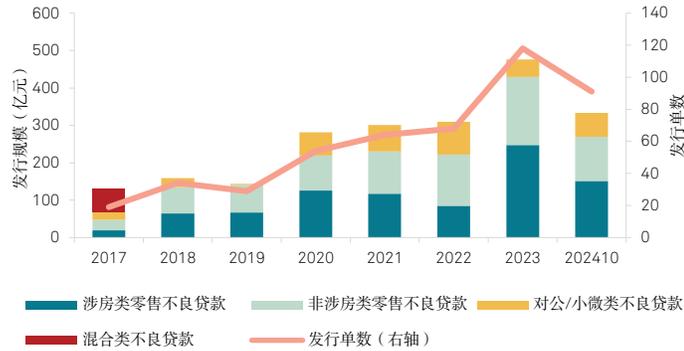
¹ 本文中的消费贷 ABS 系指在银行间市场发行的个人消费贷款资产支持证券，不包括信用卡分期 ABS。

不良资产证券化

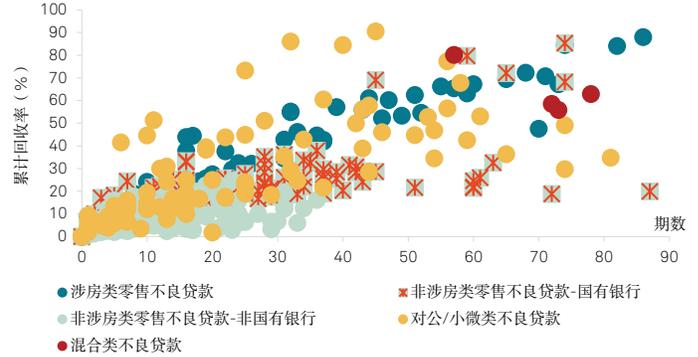
结构融资

发行平稳，分化趋势显著

2017年至2024年10月末不良ABS发行情况



各类型基础资产NPL累计回收率



注：上图数据截至 2024 年 10 月末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

2024 年不良资产证券化市场整体发行量保持稳定，尽管第三季度市场热度有所下降，但整体来看，不良资产证券化仍为银行压降不良、处置不良资产的重要渠道之一。尤其是在当前宏观经济承压的大环境下，不良资产证券化的关键地位愈发突出。

虽然 2024 年 1-10 月不良资产证券化产品整体发行规模较去年同期相当，但不同资产类型的产品之间存在差异。其中，在国家政策的扶持下，小微贷款市场蓬勃发展，但与此同时，问题贷款也逐渐累积，对公/小微类不良证券化产品的发行量和发行单数较去年同期分别上升 62%和 36%，而非涉房类零售不良证券化产品热度则有所减弱。涉房类零售不良证券化产品虽然发行单数及处置不良贷款金额未减，但考虑受宏观经济及房地产市场波动的影响，此类不良贷款附带的抵押类房产的处置难度增大，本年度内发行项目的预期回收率与去年同期所发行项目相比整体有所下降，其整体发行量亦较去年同期下降 10%。交易结构方面，涉房类零售不良证券化产品优先级的超额抵押仍然远低于非涉房类零售不良证券化产品，但有逐年上升趋势，我们认为这一趋势与其回收率下降有关。我们预计，不同机构、不同产品的回收率分化趋势或将更为显著，虽然涉房类零售不良证券化产品的整体回收率有所下滑，但其依旧会在不良资产证券化产品中保持着相对较好的回收表现。

相比于正常资产的证券化，不良资产证券化通常有着较多的增信，以吸收原本已被纳入不良的基础资产损失的现金流。截至 2024 年 10 月末，超过 70%的已发行不良资产证券化项目的优先级证券已经偿付完毕，而除去新发行项目外，其余项目的优先级证券的兑付比例也相对较高。随着证券本金的兑付，优先级证券的信用增级及证券的超额抵押比例逐渐提高。得益于较短的存续周期和充足的信用增级，我们认为，不良资产证券化产品将继续维持良好的信用表现。

关注

- 需持续关注附有住房等抵押品类的不良资产的回收情况。
- 当前的宏观经济及催收环境对信用类不良资产回收的影响，以及是否与历史回收情况存在差异。

分析师

张恩杰
北京
Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

周侃
北京
Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干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。

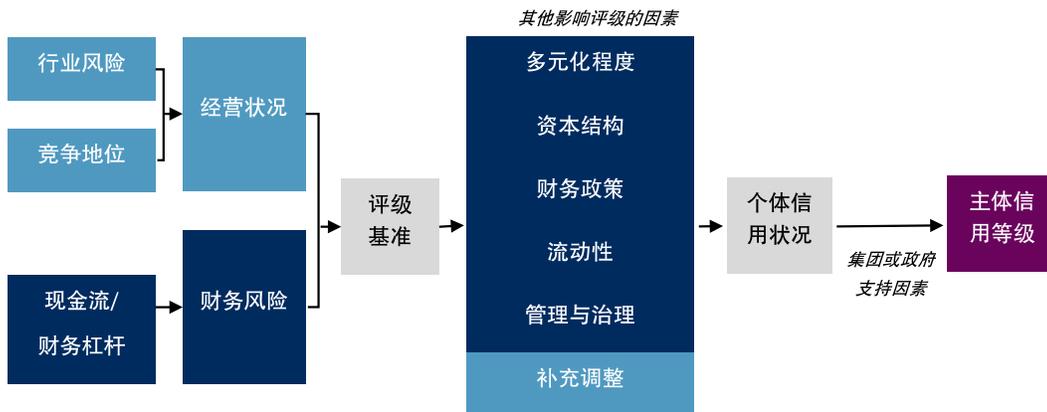
本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

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 and 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。

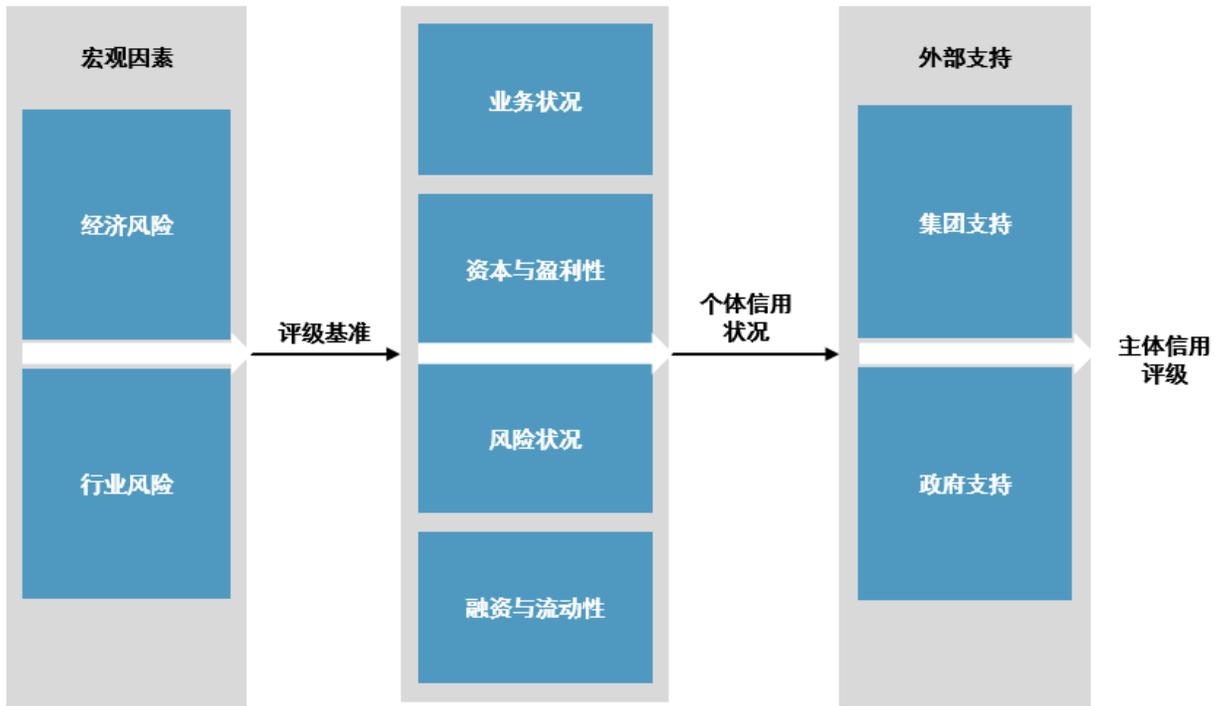
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

工商企业评级方法论框架

根据标普信评工商企业评级方法论框架，在分析非金融企业信用质量的时候，我们通常会对企业的行业风险和竞争地位进行分析得到企业的经营状况，进而分析企业的财务风险和其他影响因素，以得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

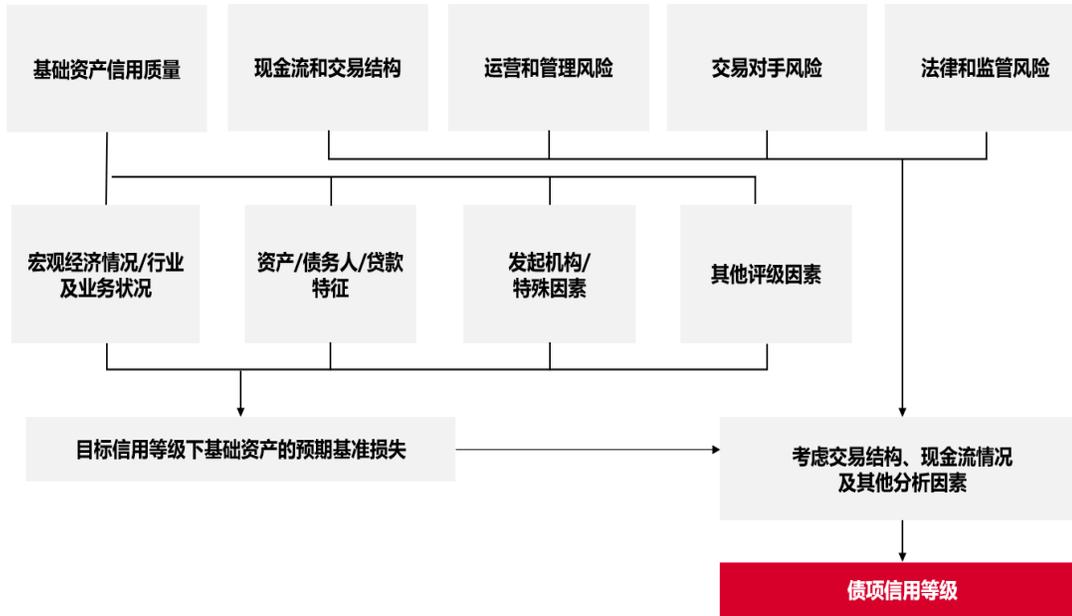


金融机构评级方法论框架



注：在分析受评主体的个体特征后，我们还会将其信用质量做一个整体的评估，并与同业进行对比分析，以此判断是否需要调整级别，从而得出最终的个体信用状况。

结构融资评级方法论框架



商务团队列表

销售 - 发行人端

宋汝君

Icing Song

评级业务部负责人

icing.song@spgchinaratings.cn

刘军

Leo Liu

评级业务市场总监

jun.liu @spgchinaratings.cn

杨怀飞

Huaifei Yang

评级业务市场副总监

huaifei.yang @spgchinaratings.cn

聂安庭

Anting Nie

评级业务市场高级经理

anting.nie@spgchinaratings.cn

销售 - 投资人端

王一钢

Yigang Wang

投资机构业务部负责人

yigang.wang@spgchinaratings.cn

张一

Michael Zhang

投资机构业务副总监

michael.zhang@spgchinaratings.cn

市场推广及投资人服务

王雨潇

Rachel Wang

市场推广部/投资者服务部负责人

rachel.wang@spgchinaratings.cn

马思洋

Sylvia Ma

市场推广专员

sylvia.ma@spgchinaratings.cn

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务, 包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息, 请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://PrivateCreditAnalysis(spgchinaratings.cn)), 并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号:



©版权所有 2024 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, 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, 包括但不限于适用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、特殊或后续的损失、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) 的附属企业。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。