



联络人

作者:

中诚信国际 研究院

姚姝冰 010-66428877-253

shbyao@ccxi.com.cn

翟 帅 010-66428877-280

shzhai@ccxi.com.cn

谭 畅 010-66428877-264

chtan@ccxi.com.cn

联系人:

中诚信国际研究院 副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

盈利能力修复放缓，短期偿债能力未明显改善——2021 年三季度产业类发行人财务表现分析，2021-12-23

行业盈利普遍改善、偿债能力延续分化，关注房地产、煤炭及航空运输行业偿债指标弱化——产业类发行人 2021 年半年度财务表现分析（行业篇），2021-10-11

利润缓增、短债承压，关注尾部高杠杆发行人偿债风险——产业类发行人 2021 年半年度财务表现分析（全市场篇），2021-09-26

现金流支撑由外源回归内生，短期偿债指标明显改善——2020 年度及 2021 年一季度产业类发行人财务表现分析，2021-05-25

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731;

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

盈利修复放缓、现金流难抵短债， 多数发行人短期偿债指标弱化

——2021 年及 2022 年一季度产业类发行人财务表现分析



本期要点

■ 产业类债券发行人整体财务表现

- **盈利能力：**盈利能力修复放缓，分化态势进一步凸显
- **资本债务结构：**杠杆水平小幅升高，短期债务压力增加
- **流动性水平：**经营现金流修复放缓、筹资现金流持续改善，货币资金保持适度增长
- **短期偿债能力：**短期偿债能力未有显著修复，多数发行人货币资金对债务覆盖指标下降

■ 主要行业债券发行人财务表现

- **钢铁行业：**盈利增长有所放缓，经营获现能力明显下降。筹资能力修复带动货币资金仍实现正增长，但增速大幅下降。在短期债务规模扩张和缩减的发行人各占半数的情况下，钢铁企业短期偿债能力表现分化，尾部发行人偿债能力弱化。
- **煤炭行业：**盈利水平提升推动经营获现能力改善，尽管筹资活动现金流表现依旧欠佳，在内生资金能力提升的推动下，货币资金总规模仍保持稳步增长。同时，短期债务规模整体呈现下降趋势，有近八成的煤炭企业货币资金对短期债务的保障能力明显修复。
- **房地产行业：**一季度房地产行业净利润仍呈现负增长状态，盈利能力尚未实质修复。获现能力整体未有明显改善，货币资金整体仍呈现持续收缩状态。尽管债务压力整体平稳，但获现能力下降导致多数房企短期偿债指标随之下滑。
- **建筑行业：**盈利能力整体维持稳定。受下游房企负面事件影响，经营活动现金流恶化；但融资能力提升推动获现能力总体改善。由于货币资金增速不抵债务增速，多数建筑企业短期偿债能力走弱。
- **汽车行业：**盈利能力整体弱化，现金流活动表现恢复但仍有改善空间，筹资活动现金流表现有所改善，推动货币资金总额维持增长态势。尽管短期债务压力进一步上升，但现金流改善支撑多数发行人短期偿债能力提升。
- **电子行业：**盈利能力转弱、经营活动获现能力持续下滑，同时短期债务压力增加，综合影响下短期偿债能力整体有所弱化。
- **化工行业：**盈利能力大幅改善，经营活动获现表现向好，筹资活动现金流表现先弱化后修复。短期债务有所增长，由于发行人良好的盈利和经营活动现金流表现，短期偿债能力未发生较大变化。
- **休闲旅游服务行业：**2021 年盈利能力明显改善，但 2022 年一季度盈利情况大幅恶化，经营、筹资活动表现整体不佳。叠加多数发行人债务压力持续增加，短期偿债能力持续下降。
- **交通运输行业：**盈利能力及经营现金流先改善后恶化；筹资现金流持续改善。行业内发行人短期债务压力持续上升，综合来看短期偿债能力尚未实质修复。

产业类发行人财务表现分析系列报告以全市场存量的产业债发行人为样本，通过跟踪样本内发行人最新周期的财务数据，分别从全市场、重点行业的角度进行财务表现分析，全面跟踪产业类发行人的信用风险走势。本文以 2700 余家产业类债券发行人为样本数据，通过跟踪样本内发行人 2021 年度及 2022 年一季度财务表现，从盈利能力、债务资本结构、流动性水平、短期偿债能力四个方面，对产业债发行人整体财务表现、信用基本面的变化趋势进行分析。并全面跟踪主要行业的信用风险走势，分别对钢铁、煤炭、房地产、建筑、交通运输、休闲旅游服务、化工、电子和汽车等行业发行人的财务表现以及信用风险走势进行分析。

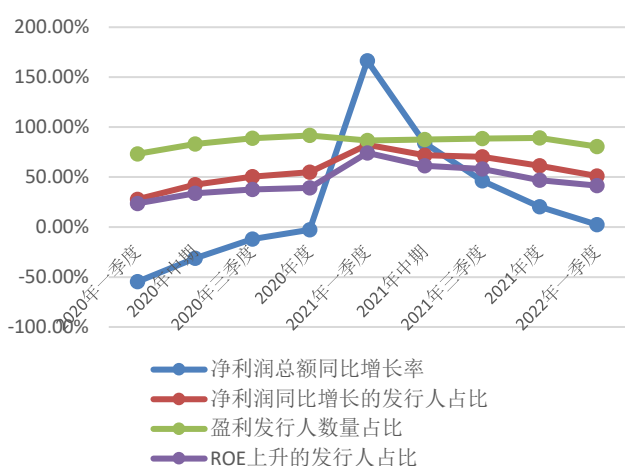
一、产业类债券发行人整体财务表现

1. 盈利能力：盈利能力修复放缓，分化态势进一步凸显

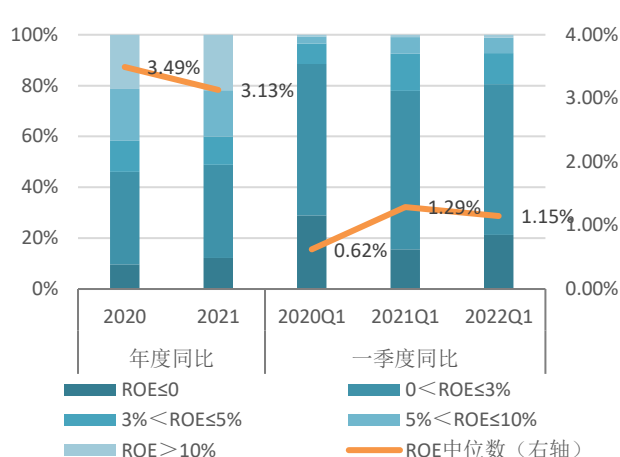
2021 年中国经济继续延续 2020 年下半年的修复态势，但受疫情反复、政策性因素对经济支持边际弱化、中长期结构性调整对短期经济冲击等因素影响，经济修复程度逐季弱化。2022 年以来疫情扰动因素持续存在、国内外形势复杂多变、宏观经济面临的“三重压力”进一步加大，二季度经济增速再次探底。在此背景下，发行人盈利能力修复也有所放缓，净利润总额增速自 2021 年以来逐季递减，整体呈现先高后低的特点。从全部发行人盈利变化情况来看，虽然 2022 年一季度依旧有八成的发行人实现盈利，并且有超过半数的发行人净利润同比增长。但两个占比数值同比、环比均有所减少，发行人盈利能力修复有所弱化。净资产收益率中枢也有所下移，2021 年净资产收益率中位数降至 3.13%，较 2020 年下降 0.36 个百分点；今年一季度净资产收益率中枢为 1.15%，明显高于疫情影响较为严重的 2020 年同期，但与 2021 年同期相比有所回落。净资产收益率分布分化趋势进一步凸显，净资产收益率水平在头部（净资产收益率 $\geq 10\%$ ）和尾部（净资产收益率 $\leq 0\%$ ）的发行人占比均有所增加，尾部发行人增幅更为明显，盈利仍然承压。

图 1：盈利能力修复放缓

图 2：盈利能力分化态势凸显



数据来源：Wind，中诚信国际整理

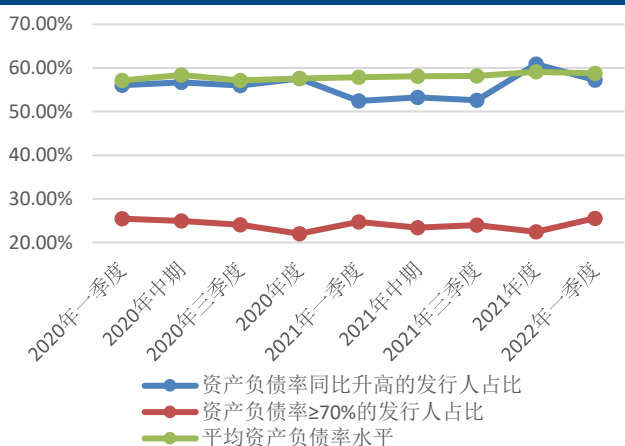


数据来源：Wind，中诚信国际整理

2、资本债务结构：杠杆水平小幅升高，短期债务压力增加

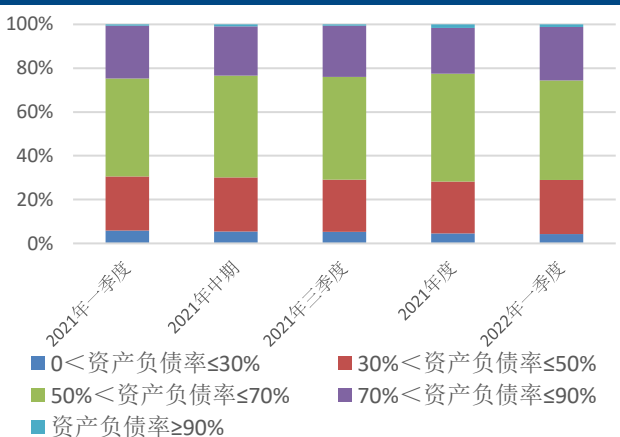
产业类发行人资产负债率小幅上升。2021 年以来平均资产负债率整体呈现逐季小幅递增态势，尽管 2022 年一季度出现小幅回落，但整体处于 60% 左右，杠杆水平维持高位。从全部发行人杠杆水平变动趋势来看，2021 年四季度以来加杠杆的发行人占比波动上升，2022 年一季度有 57.24% 的发行人资产负债率同比增加。高杠杆（资产负债率 ≥ 70%）发行人数量占比同比、环比亦小幅增长至 25.57%。

图 3：杠杆率水平小幅升高



数据来源：Wind，中诚信国际整理

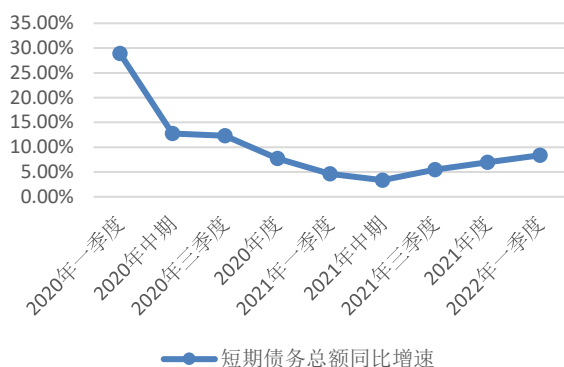
图 4：高杠杆发行人数量占比增加



数据来源：Wind，中诚信国际整理

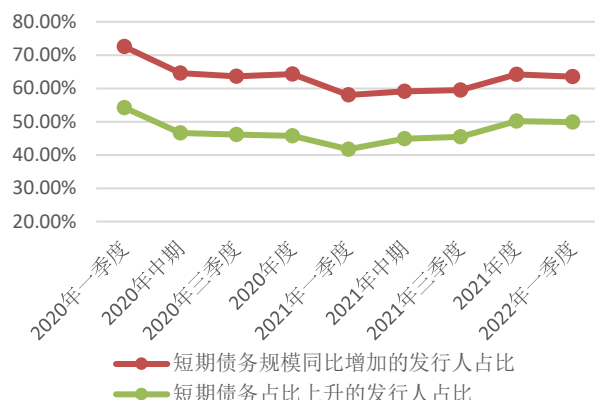
短期债务规模增速持续上升，债务期限结构延续短期化趋势。自 2021 年下半年以来，产业类发行人短期债务增速有所加快。截至 2022 年一季度末，短期债务总额同比增加 8.36%，增速较去年同期上升 3.71 个百分点。从全部发行人短期债务水平变化情况来看，超过六成的发行人短期债务压力同比上升。从债务期限结构来看，短期债务占总债务比重上升的发行人占比增加至半数左右，更多发行人对短期债务的依赖程度有所提升。

图 5：短期债务同比增速持续上升



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 6：短债压力上升的发行人增加



数据来源：Wind，中诚信国际整理

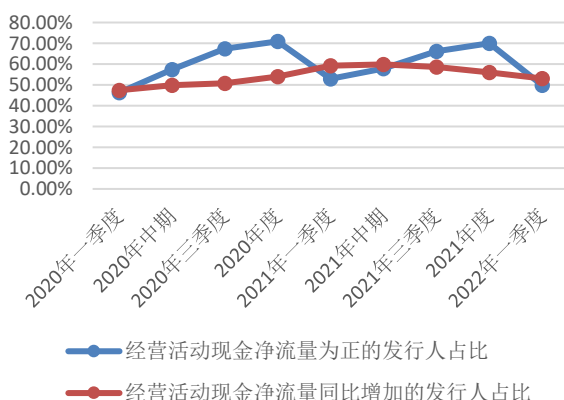
3、流动性水平：经营现金流修复放缓、筹资现金流逐步改善，货币资金保持适度增长

受盈利能力修复放缓影响，经营获现能力修复也有所放缓。经营活动现金流同比增加的发行人占比自去年下半年以来逐季递减，今年一季度该占比降至半数左右；与此同时，经营活动现金流实现净流入的发行人数量也降至不足半数。

随着一系列融资支持政策的效用逐渐显现，筹资活动现金流逐步改善。去年四季度以来，筹资活动现金流呈持续修复态势，一季度筹资活动现金流为正的发行人占比增长至 65.62%，同比增加 1.64 个百分点；同时筹资活动现金净流同比增长的发行人同比、环比均有所增多，并超过半数。

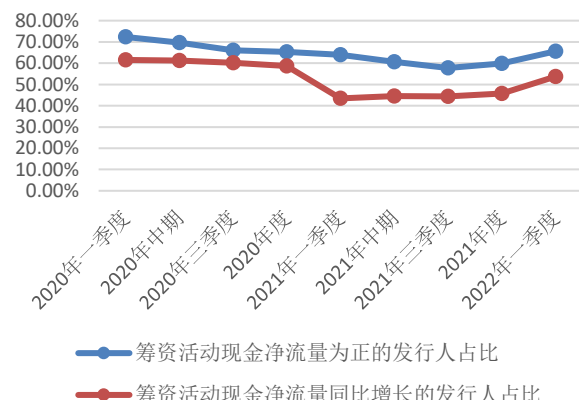
发行人货币资金规模仍保持适度增长，2021 年以来发行人货币资金维持正增长，增速在 7%-11% 间波动。今年一季度末货币资金增速为 9.61%，保持适度增长，且有近六成的发行人货币资金规模同比增加。

图 7：经营获现能力修复放缓



数据来源：Wind，中诚信国际整理

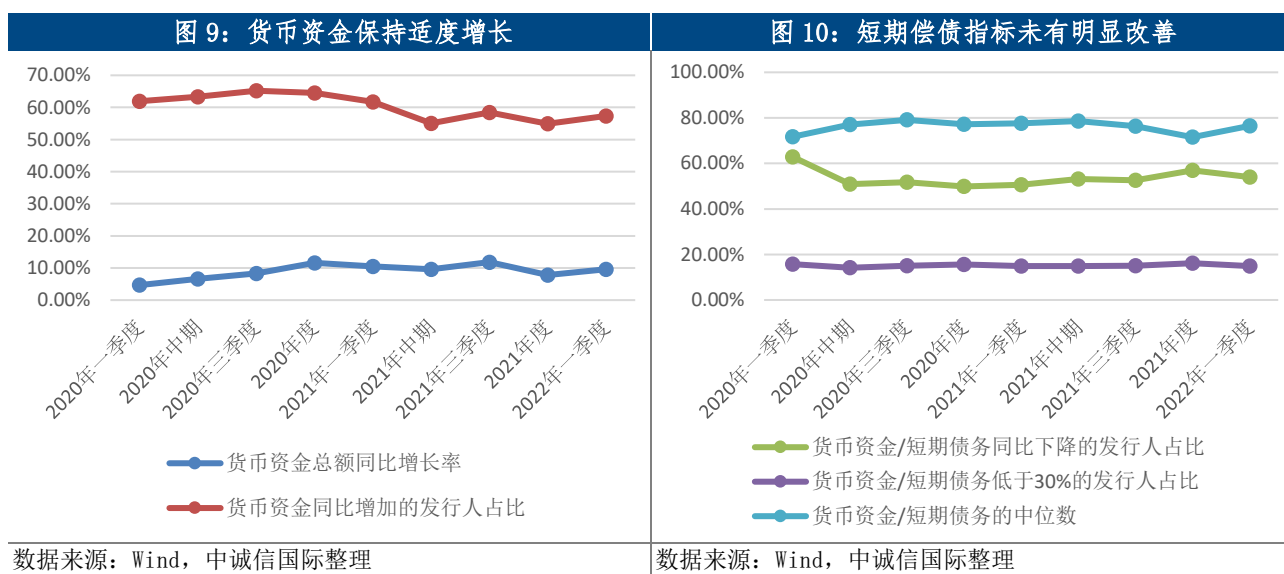
图 8：筹资活动现金流逐步改善



数据来源：Wind，中诚信国际整理

4、短期偿债能力：短期偿债能力未有显著修复，多数发行人货币资金对债务覆盖指标下降

受获现能力修复不及短债增速影响，多数发行人短期偿债能力尚未得到显著修复。从货币资金对短期债务的平均覆盖程度来看，2022 年一季度货币资金/短期债务的中位数为 76.52%，同比下降 1.15 个百分点。并且一季度仍有超过半数的发行人货币资金对短期债务的覆盖能力下降。货币资金/短期债务的覆盖率低（小于 30%）的发行人仍维持在 15%左右。总体来看，发行人的短期偿债指标未有明显改善。



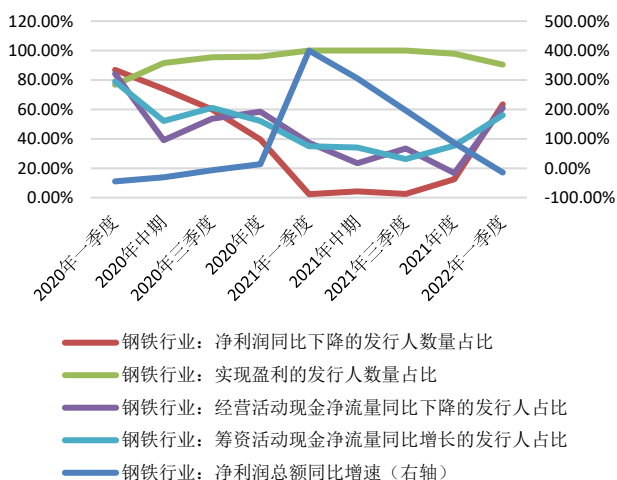
二、主要行业债券发行人财务表现

（一）钢铁行业：盈利增长放缓，短期偿债指标表现分化

2021 年钢铁行业在下游需求推动及价格维持高位的作用下，行业利润保持较高水平，近八成发行人净利润同比增长。但一季度受季节性需求淡季、冬季限产、疫情等因素影响，盈利能力明显放缓，盈利能力下滑的发行人占比大幅增加至 63.41%，实现盈利的发行人数量占比环比回落 7 个百分点。受盈利增速放缓影响，钢铁企业经营获现能力下滑，一季度经营活动现金净流量同比下降的发行人占比超过六成，同比、环比均明显增加。不过随着融资环境的改善，钢铁企业筹资活动净现金流呈现逐步修复态势。在筹资活动现金流的支撑下，钢铁企业一季度货币资金仍实现小幅增长，总额同比增速为 2.02%。债务压力方面，2021 年以来钢铁企业杠杆率水平整体稳定，短期债务规模扩张和缩减的发行人各占半数。钢铁企业货币资金对短期债务的覆盖能力改善与恶化的发行人也各占一半，短期偿债能力表现分化。值得注意的是，货币资金/

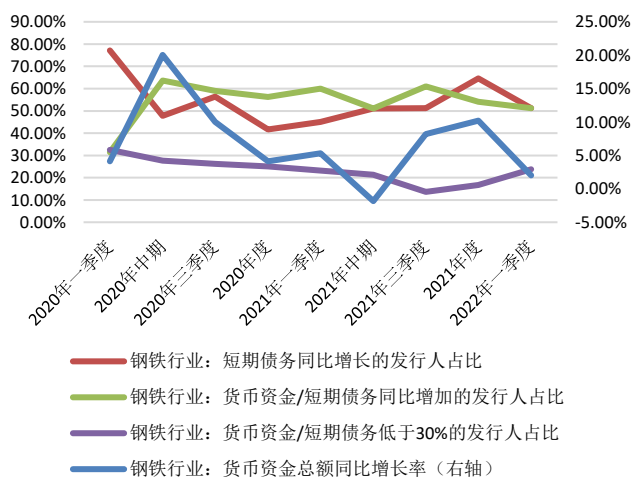
短期债务低于 30% 的发行人占比有所上升，尾部发行人偿债能力弱化。

图 11：盈利增长放缓，经营获现能力下滑，筹资活动逐步修复



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 12：短期偿债能力表现分化



数据来源：Wind，中诚信国际整理

2022 年以来，钢材价格走势整体较为平稳，但由于疫情反复、房地产市场低迷，叠加进口铁矿石价格走高，钢铁行业的盈利空间被挤压，成本控制压力增加。考虑到在环保升级和行业龙头企业兼并重组的背景下，龙头企业的发展优势更为显著，而环保竞争力较差的钢铁企业需投入更多资金进行技术改造，面临的流动性压力加大，部分弱资质钢铁企业或将继续出清，行业集中度有望上升。在钢铁限产、环保、双碳等政策的影响下，行业供给收缩，需求保有韧性，钢价高位震荡，钢铁行业仍有一定利润空间，整体信用状况有望逐步趋于稳定。但仍需关注短期偿债压力较大、环保投入需求较大且短期偿债指标弱化的尾部钢铁企业后续财务表现修复及债务兑付情况。

图 13：钢材与铁矿石价格走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 14：钢材与铁矿石价格之比

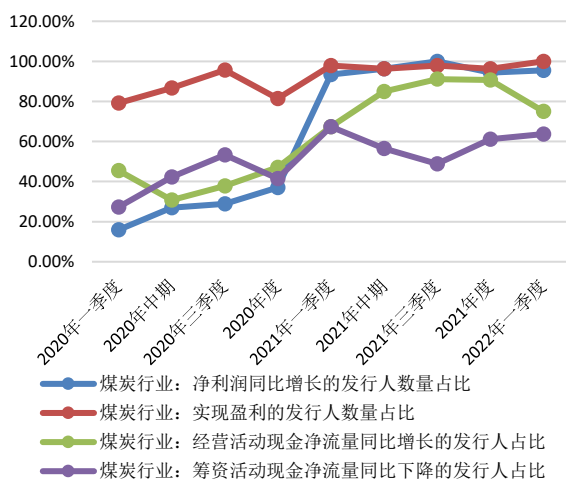


数据来源：Wind，中诚信国际整理

（二）煤炭行业：盈利水平提升推动获现能力改善，短期偿付能力提升

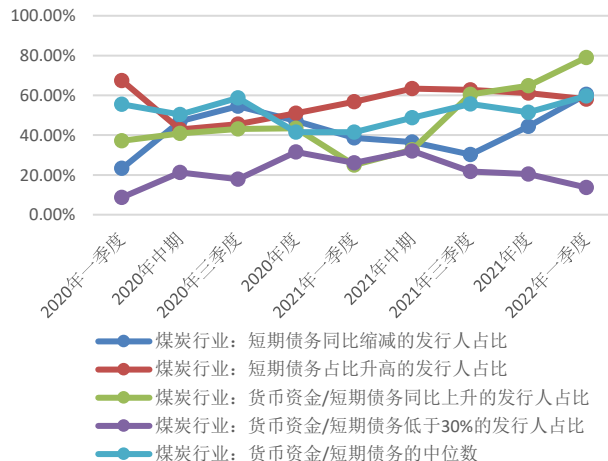
在煤炭价格持续上涨的情况下，煤炭行业盈利能力有所提升，行业净利润总额同比增速达 83.91%，行业内全部发行人实现盈利，经营获现能力也随之有所改善。从现金流看，2021 年度和 2022 年一季度，分别有超过九成、七成的发行人经营活动净现金流同比增长；但筹资活动现金流表现欠佳，超过六成的发行人筹资净现金流同比下降。在内生资金能力提升的推动下，货币资金总规模仍保持稳步增长。从债务压力及短期偿债方面来看，煤炭企业短期债务规模整体呈现下降趋势，六成的发行人短期债务同比缩减，行业短期债务压力亦有所缓解。短期偿债能力方面，近八成的煤炭企业货币资金对短期债务的保障能力改善，货币资金/短期债务的中位数逐季升高，短期偿债能力提升。

图 15：盈利能力提升，经营活动现金流表现尚可



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 16：货币资金增加，短期偿债能力提升



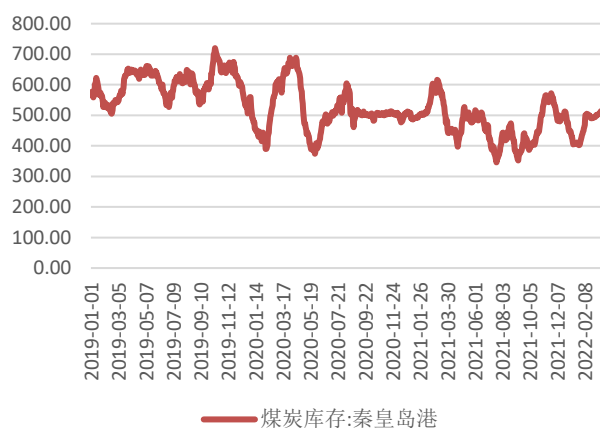
数据来源：Wind，中诚信国际整理

2021 年以来受全球能源紧缺、国内煤炭供给偏紧等因素影响，煤炭价格呈波动上升态势。今年 3 月以来发改委连续召开会议，明确保供稳价的政策方向，国内煤炭价格表现平稳。随着国家煤炭价格调控政策加大、煤炭供需格局逐步平衡、达标煤矿逐步恢复产能以及清洁能源的增加，未来煤炭供应及价格水平有望回归合理水平。从到期压力来看，年内煤炭企业约有 2500 亿元信用债回售或到期，短期债务压力整体处于中等水平。但在碳转型升级压力下，部分弱资质煤炭企业或将面临债务进一步攀升的压力。后续需关注煤炭价格波动及调控政策变化对煤炭企业财务表现的影响，以及部分债务规模持续增长的尾部煤炭企业经营及整体信用水平的变动情况。

图 17：动力煤价格指数



图 18：煤炭库存量



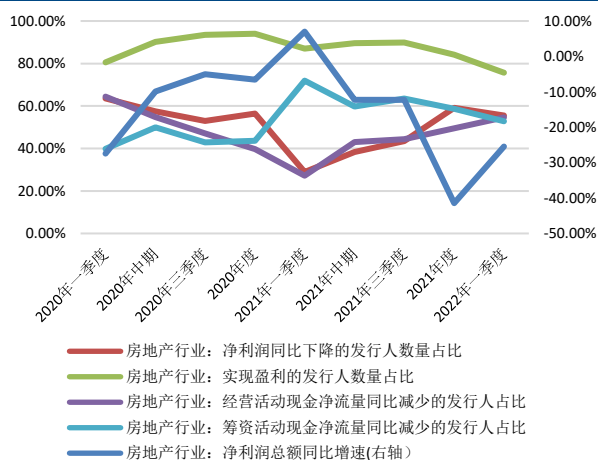
数据来源：Wind，中诚信国际整理

数据来源：Wind，中诚信国际整理

（三）房地产行业：盈利总额维持负增长，获现能力下降，多数房企短期偿债指标下降

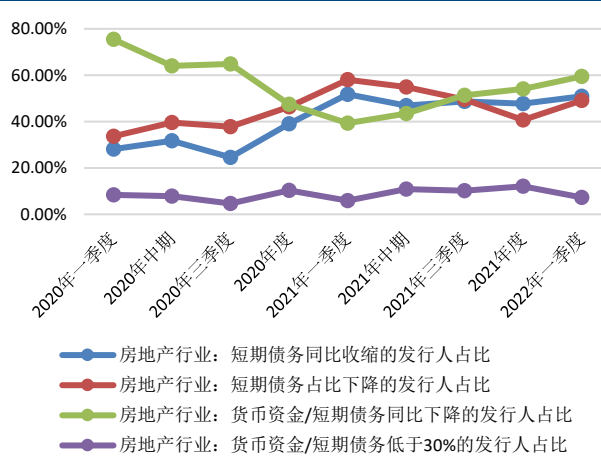
2021 年随着房地产行业严监管系列政策的陆续出台，叠加前期地产行业风险的逐步释放导致市场信心不足的影响，房地产市场在供需两弱的格局下进入下行通道。去年下半年房地产行业净利润同比增速由正转负，净利润和净资产收益率同比增长的发行人占比亦呈现逐季下降态势。自 2021 年四季度以来房地产行业调控适度纠偏，并在今年以来进一步放松，但政策效果的充分显现仍需时日，地产行业盈利能力尚未实质修复。2022 年一季度房地产行业净利润总额仍呈现负增长状态、超过半数的房企盈利能力下降，实现盈利的发行人数量占 75%，延续去年下半年以来的下降趋势。受此影响，一季度经营活动现金流表现不佳。尽管房地产行业融资政策有所放松，但行业融资环境尚未迎来实质改善，仍超过半数发行人筹资活动现金呈现净流出状态，且筹资现金流同比下降的发行人亦超过半数。受此影响，房企发行人货币资金整体仍呈现持续收缩状态。债务压力方面，一季度短期债务规模压力上升、下降的房企发行人占比各半，债务结构改善及恶化的房企发行人数量也不相上下，债务压力总体平稳。但受获现能力下降的影响，近六成房企短期偿债指标下滑，且仍有 7% 的房企货币资金/短期债务的覆盖率低于 30%，行业尾部风险仍存。

图 19：盈利下滑，现金流整体表现较弱



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 20：多数房企短期偿债指标有所下降

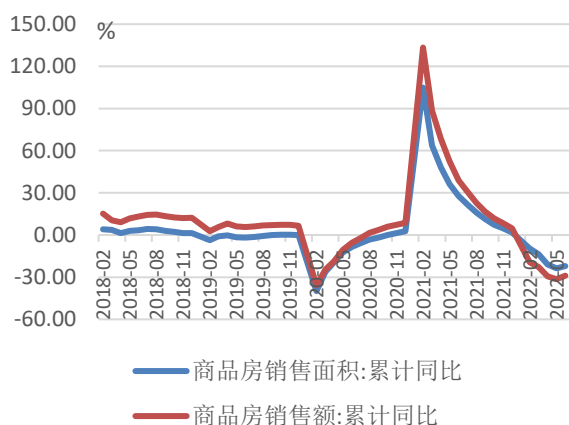


数据来源：Wind，中诚信国际整理

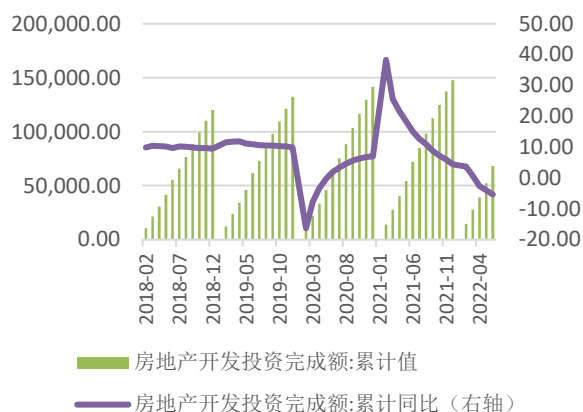
从行业高频数据来看，商品房销售额累计增速自2021年2月份以来呈现大幅下降趋势，并在今年2月份由正转负，尽管在二季度末出现边际回升趋势，但整体仍处于较低水平；房地产投资则持续延续低迷态势，实质修复尚需等待。2021年四季度以来，房地产调控政策在“房住不炒”的基调下边际放松，有利于改善释放刚需及改善性住房需求，推动房地产市场回暖。但目前仍处于政策传导阶段，考虑到疫情不确定性犹存、近期“停贷风波”持续发酵、市场对地产行业信心有待进一步修复，地产行业销售及回款情况实质性改善仍需等待，短期内地产行业内部信用分化现象或进一步凸显。从债券融资及到期压力来看，今年上半年不同性质房企融资表现分化进一步加剧，国有企业净融资流入规模高达近850亿元，而民营及外资房企净流出规模逾600亿元。考虑到下半年房地产行业将有3543亿元债券到期或面临回售，其中民企债券规模超过1200亿元，短期内民营房企信用风险释放压力仍存。此外，近年来房地产行业境内外市场违约事件多发、展期规模较大，后续仍需警惕房企债券展期及交叉违约事件持续发生。总体来看，目前房地产行业信用风险水平仍然较高，尾部风险或继续出清。

图 21：商品房销售面积及销售额增速下降

图 22：2021 年以来房地产投资增速持续下降



数据来源：Wind，中诚信国际整理



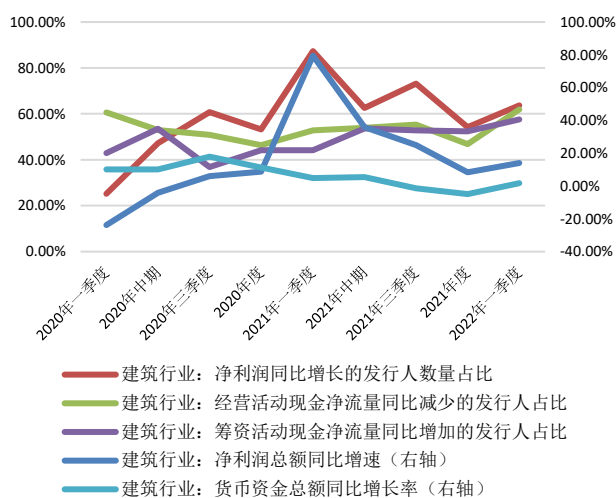
数据来源：Wind，中诚信国际整理

（四）建筑行业：获现能力改善幅度不抵债务增速，多数建筑企业短期偿债能力走弱

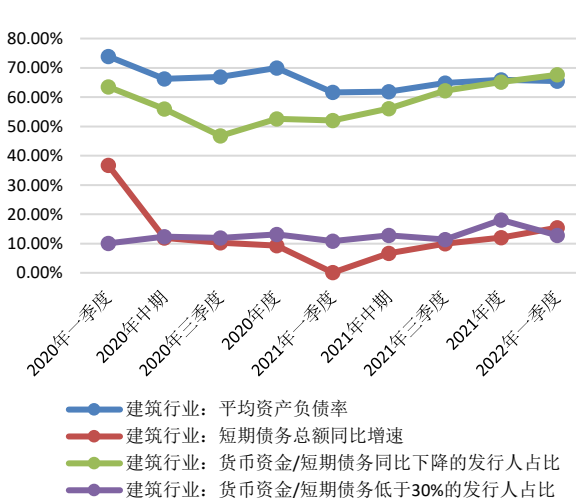
由于建筑企业受下游需求影响较大，2021 年在下游房地产市场环境变化等因素影响下，建筑行业净利润增速有所放缓。不过在 2022 年一季度随着各项监管政策的边际宽松，建筑行业净利润增速小幅回升至 14.12%，且多数发行人仍保持净利润增长，盈利能力整体维持稳定。但受部分房企爆发负面事件，导致建筑企业经营回款不及时的影响，一季度超过六成的建筑企业经营活动现金流恶化。在市场资金环境适度宽松的背景下，建筑企业融资能力进一步提升，进而推动货币资金总额增速由负转正，获现能力有所修复。债务压力方面，2021 年以来随着融资环境改善，建筑行业杠杆率水平也有所提升，短期债务持续扩张，债务压力明显抬升。由于获现能力的改善幅度不抵短期债务增速，近七成的建筑企业短期偿债指标下降，并且依旧有 12.8% 的发行人货币资金/短期债务比值低于 30%。

图 23：盈利能力稳定，经营现金流恶化，筹资现金流改善

图 24：杠杆水平上升，近七成发行人短期偿债指标下滑



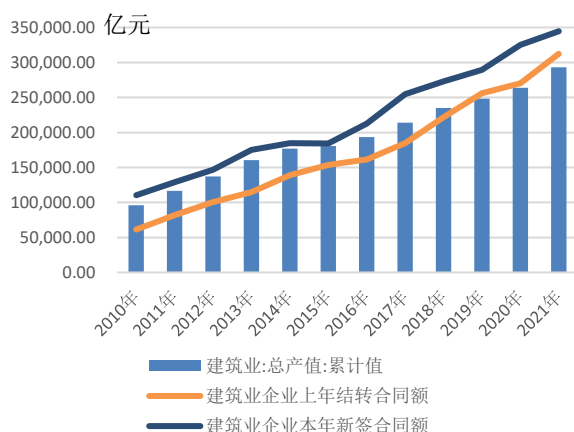
数据来源：Wind，中诚信国际整理



数据来源：Wind，中诚信国际整理

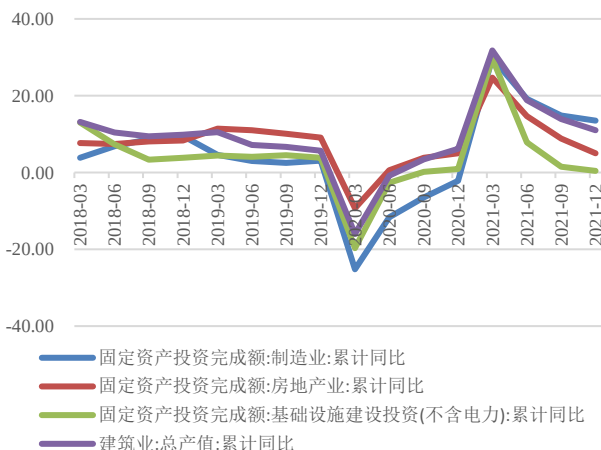
从行业数据来看，受益于我国城镇化建设的不断推进和政府在基础设施建设等领域的持续投入，我国建筑行业整体保持良好的发展态势。2021 年受疫后经济修复及低基数因素影响，建筑行业总产值增速呈现先增后降的趋势，整体绝对数值上总产值和订单储备仍实现了一定幅度的增长。目前建筑行业的订单保障能力仍处于较好的水平，项目端储备丰富，为后续业务发展提供一定的支持。但在双碳约束下，行业内部在新能源工程建设领域有优势的企业有望占据有力发展地位，大型建筑企业加速扩张，而弱资质企业加速出清，信用水平分化加剧。从到期压力来看，建筑行业年内到期规模仍然较大，位居产业类排名第四位。关注房企风险暴露等负面因素影响下建筑企业回款风险的抬升，特别是业务类型单一、外部支持有限、抗风险能力弱、债务压力大的尾部建筑企业信用实力的变化及债务偿付情况。

图 25：我国建筑行业整体发展状况



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 26：主要固定资产投资完成额和建筑业总产值增速情况

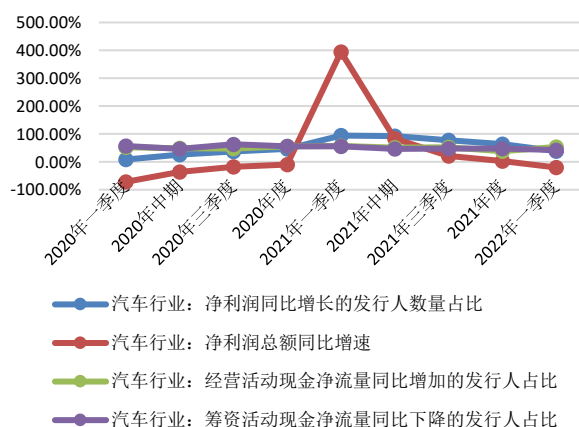


数据来源：Wind，中诚信国际整理

（五）汽车行业：盈利能力、经营获现能力走弱，筹资现金流支撑短期偿债能力维持改善态势

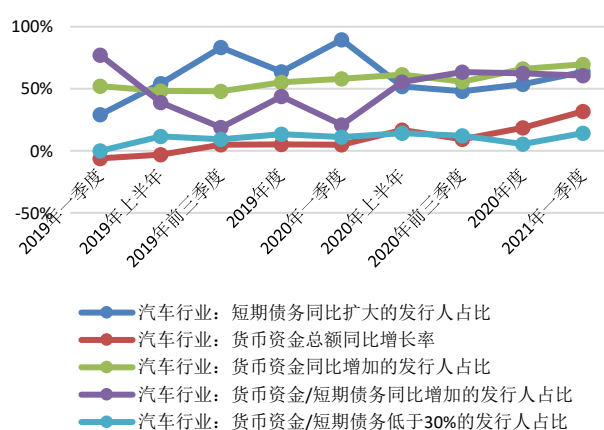
盈利能力方面，汽车行业发行人 2021 年净利润同比增速在 2.86%，较 2020 年小幅增长，但 2022 年一季度净利润总额同比大幅下降 20.23%；净利润同比增长的发行人占比 2021 年超过六成，2022 年一季度也降低至四成以下。经营活动现金流表现也仍有改善空间，2021 年经营活动净现金净流同比增加的发行人占比低于四成，同比降低 18 个百分点，一季度增加至超过五成，但仍低于 2021 年同期水平；筹资活动表现有所改善，2021 年超过半数发行人筹资活动净现金流同比增加，一季度占比增至 57.58%，同比均有超过 4 个百分点的增幅。在筹资活动改善的支撑下，货币资金总额维持增长态势。与此同时，发行人短期债务压力也持续上升，2021 年短期债务规模同比上升的发行人占比接近七成，一季度进一步增加至 73.53%。从短期偿债能力来看，2021 年超过半数发行人的货币资金对短期债务的覆盖能力增强，短期偿债能力有所改善，但 2022 年一季度由于盈利情况弱化，货币资金/短期债务同比增加的发行人占比出现同比下降，但绝对水平仍超过 6 成，整体保持了改善趋势。

图 27：盈利能力、经营获现能力弱化，但筹资活动表现持续修复



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 28：短期债务压力持续上升，短期偿债能力仍保持改善趋势

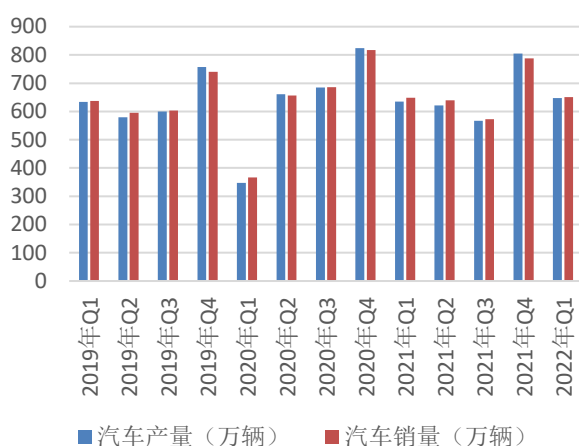


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

我国汽车市场增速近年来逐步放缓，2020 年初受新冠肺炎疫情疫情影响，汽车产销量收缩进一步加剧，但 2020 年下半年随着疫情防控形势向好产销量有所恢复。2021 年随着汽车促销费政策的出台和出口市场向好，我国汽车需求释放，全年产销量实现同比增长。同时，受益于补贴期限的延长、促进消费政策及消费理念变化等因素影响，我国新能源汽车产、销量 2021 年均实现较大幅度增长，长远看我国新能源汽车市场将

保持较大发展空间。随着国内经济环境逐步向好及促进消费政策的延续，市场需求预计将进一步释放，我国汽车行业景气度有望继续回升，但芯片供应、局部疫情等因素仍可能对市场恢复形成制约，影响发行人盈利及偿债能力。

图 29：2021 年产销量均实现同比增长



数据来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

图 30：2021 年新能源汽车产销量明显增长

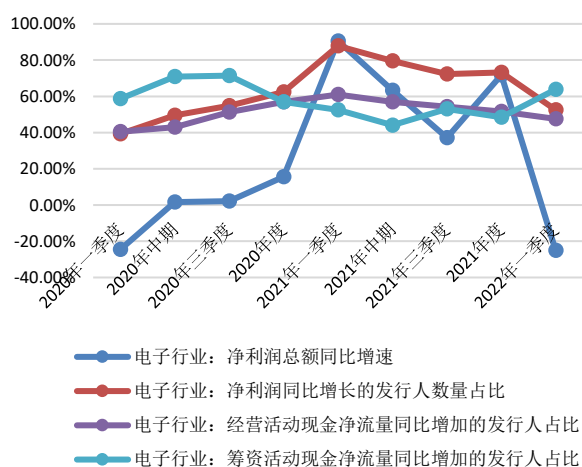


数据来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

（六） 电子行业：经营现金流表现持续下滑、短期债务压力增加，短期偿债能力持续弱化

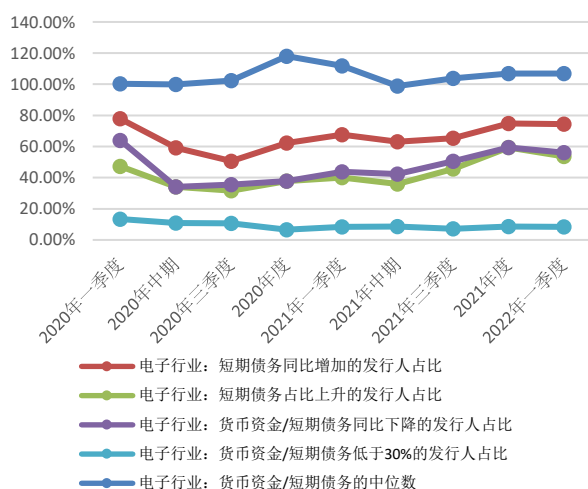
2021 年电子行业发行人盈利情况整体有所改善，净利润同比增速达 71.70%，净利润同比增长的发行人占比也超过七成；但 2022 年一季度盈利情况总体有所恶化，净利润总额同比降低 25.05%，但净利润同比增长的发行人占比仍有五成以上，盈利能力出现一定分化。现金流方面，发行人经营活动获现能力持续下滑，2021 年经营活动现金净流量同比增加的发行人占比 51.61%，同比下滑超过 5 个百分点，2022 年一季度进一步下滑至 47.56%；筹资活动现金流表现方面，2021 年筹资活动现金流同比增加的发行人占比跌破半数，一季度回升至 63.75%。发行人债务压力 2021 年以来持续增加，短期债务同比增加的发行人占比在 2021 年度及 2022 年一季度均在 7 成以上；发行人对短期债务的依赖程度也有所上升，短期债务同比增加的发行人占比在 2021 年和一季度均在五成以上，同比增幅均超过 10 个百分点。从短期偿债能力来看，由于经营活动现金流表现弱化、短期债务压力增加，2021 年接近 6 成发行人货币资金/短期债务的比例同比下降，该比例同比大幅上行 21 个百分点，一季度该比例为 56.10%，显示发行人短期偿债能力仍在弱化。

图 31：经营获现能力持续下滑，筹资活动表现先弱化后回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

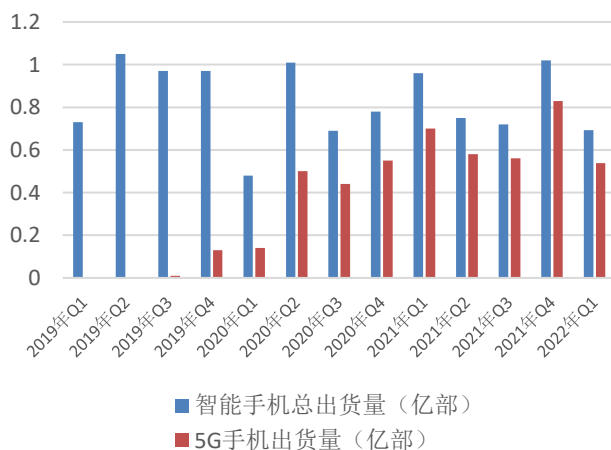
图 32：债务压力增加，短期偿债能力持续弱化



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

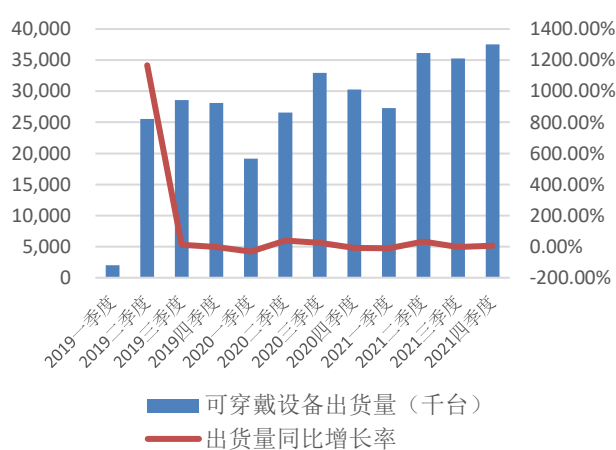
电子行业景气度方面，从电子行业主要下游产业智能手机行业来看，虽然受到国际贸易摩擦等因素扰动，2021 年全年智能手机出货量保持增长，其中 5G 手机仍为智能手机销量的主要支柱，占手机销量比例在 2021 年四季度超过 80%。从近年来增长较快的下游智能可穿戴装备行业来看，该行业出货量近年来波动增长，2021 年总体保持增长趋势，2021 年四季度出货量创 2019 年以来单季度新高，相关行业需求的放量亦有望带动电子元器件行业需求保持增长。总体来看，2021 年电子行业下游需求增长仍对行业基本面形成一定支撑。但 2022 年中美关系未发生明显改善的背景下，国内电子制造业行业企业或将面临更加严峻的外部竞争环境，叠加全球半导体供应紧缺将延缓需求释放的因素，短期内电子行业发行人经营情况或受到一定负面影响。

图 33：5G 手机的推出支撑智能手机出货量



数据来源：IDC 网站, 中诚信国际整理

图 34：可穿戴设备出货量波动提升

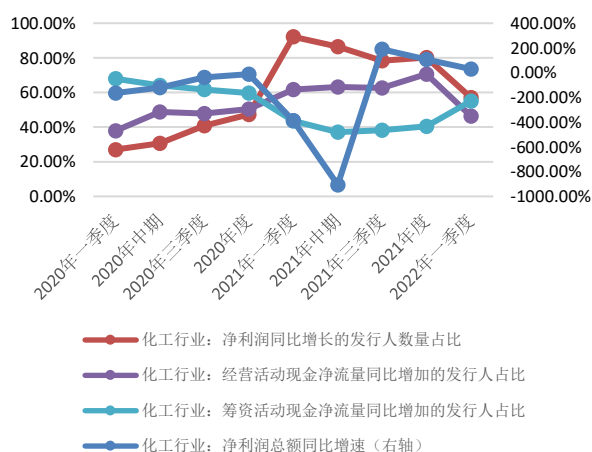


数据来源：IDC 网站, 中诚信国际整理

（七）化工行业：盈利及经营获现能力增长、短期债务压力增加，短期偿债能力未发生较大变化

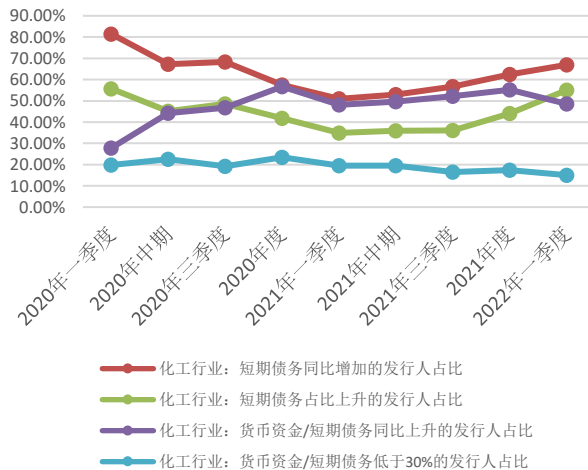
化工行业发行人盈利情况大幅改善，2021 年度净利润同比增速达 107.88%，净利润同比增长的发行人占比超过八成；2022 年一季度净利润总额增速回落至 28.39%，但增速较去年同期明显上升。现金流方面，发行人经营活动获现能力向好，2021 年经营活动现金净流量同比增加的发行人占比 70.63%，同比增长超过 20 个百分点，2022 年一季度该比例仍在五成左右，经营现金流仍有支撑；筹资活动现金流表现方面，2021 年筹资活动现金流同比增加的发行人占比降至 40.48%，但一季度回升至 55.14%，筹资能力呈改善迹象。发行人债务压力 2021 年以来呈现持续增长态势，短期债务同比增加的发行人占比、短期债务同比增加的发行人占比同比均有增长，其中一季度两指标同比增幅均超过 15 个百分点。但由于发行人良好的盈利和经营活动现金流表现，2021 年及 2022 年一季度发行人货币资金/短期债务的比例同比基本持平，发行人短期偿债能力未发生较大变化。

图 35：盈利能力大幅改善，经营获现能力向好



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

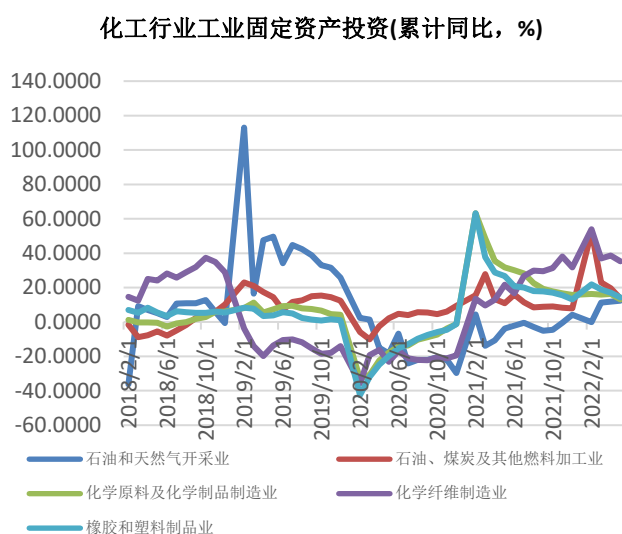
图 36：短期偿债压力增加，短期偿债指标变化不大



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

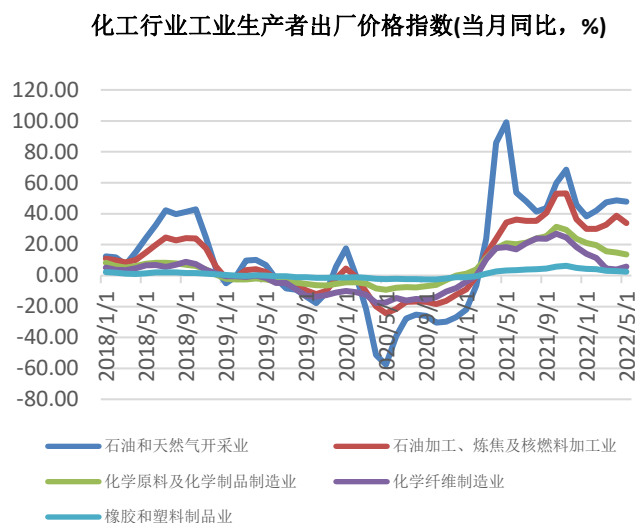
从供给端来看，2021 年以来化工行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张；从产品端来看，2021 年随着新冠疫情得到有效控制，国内化工行业市场需求大幅提升。在这样的背景下，2021 年化工行业发行人盈利情况明显好转。但 2021 年下半年以来，化工行业需求增速呈现逐步减缓趋势，出口需求在海外疫情及地缘政治、经济摩擦下仍存一定不确定性，或对发行人信用实力产生一定负面影响。

图 37：2021 年化工行业固定资产投资回升



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

图 38：2021 年化工产品出厂价格指数下半年起有所降低

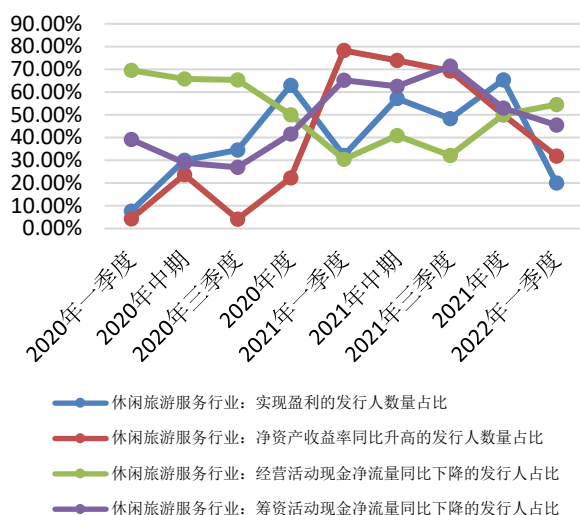


数据来源: Choice, 中诚信国际整理、

(八) 休闲旅游服务行业：盈利先升后降、短期偿债压力增加，短期偿债能力弱化

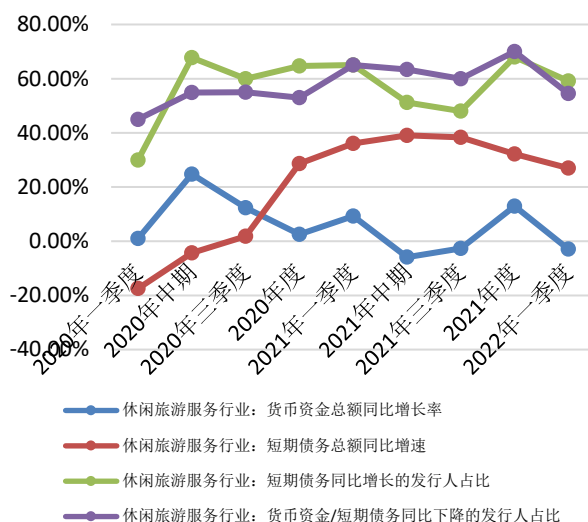
休闲旅游服务行业发行人 2021 年盈利情况有较大改善，实现盈利的发行人占比及净资产收益率同比升高的发行人占比分别达到 65.38% 和 50.00%，占比同比分别增加 2 个和 28 个百分点；但 2022 年一季度盈利情况大幅恶化，实现盈利的发行人占比及净资产收益率同比升高的发行人占比同比、环比均大幅下滑。现金流方面，2021 年经营活动现金净流量同比下降的发行人占半数，一季度进一步上行至半数以上，经营活动表现整体不佳；筹资活动现金流有所波动，2021 年超过半数的发行人筹资活动现金流同比下降，但一季度回落至 45.45%，筹资环境有一定改善。发行人债务压力持续增加，短期债务总额 2021 年起始终同比增长，发行人对短期债务依赖度也持续较高，短期债务同比增加的发行人 2021 年接近七成，2022 年一季度也在六成左右。而在经营现金流持续表现不佳的背景下，发行人货币资金同比增长率 2022 年一季度出现负增长，最终引致发行人短期偿债能力持续下降，2021 年货币资金/短期债务同比下降的发行人占比高达 7 成，2022 年一季度仍超过半数。

图 39：盈利情况先升后降，经营活动现金流表现不佳，筹资活动现金流表现先弱化后修复



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

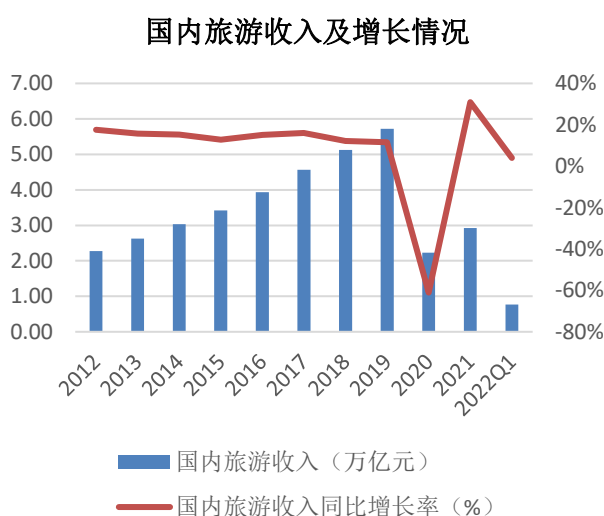
图 40：短期偿债压力增加，短期偿债指标弱化



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

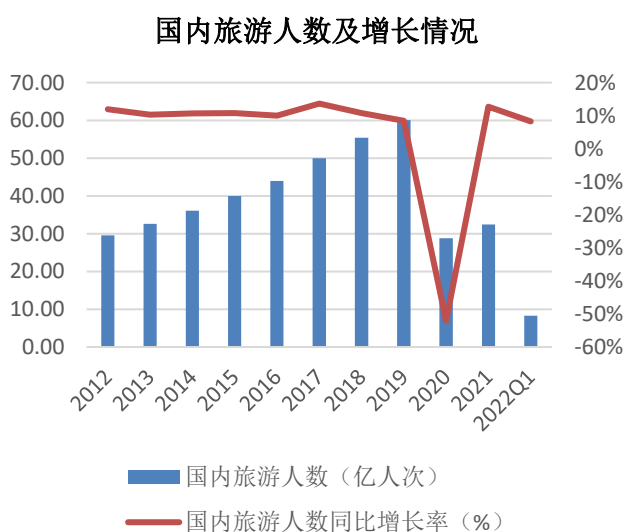
从行业基本面情况来看，2021 年随着国内疫情防控常态化，以及平抑疫情影响的政策效果不断释放，上半年旅游市场明显回温，但下半年市场波动导致全年复苏进程不及预期。2021 年国内旅游收入及人次较 2020 年均有所恢复，但与疫情前水平仍存在较大差距。预计 2022 年国内旅游业有望持续恢复，但行业基本面修复至疫情前水平仍需较长时间，同时恢复进度或受国内外疫情扰动的影响。

图 41：2021 年旅游收入较 2020 年同比增长但仍大幅低于 2019 年水平



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 42：2021 年旅游人次较 2020 年同比增长但仍大幅低于 2019 年水平

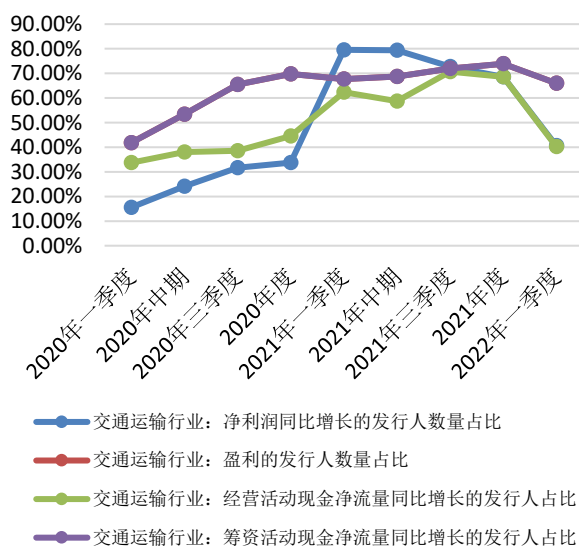


数据来源：Wind, 中诚信国际整理、

（九）交通运输行业：短期偿债能力尚未实质修复，子行业短期偿债能力走势分化

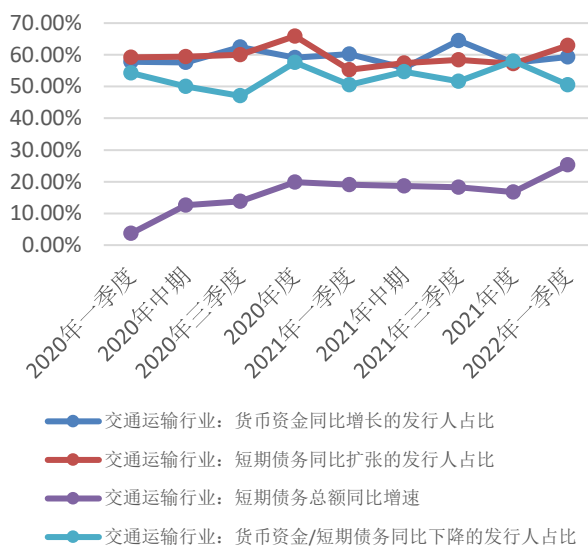
交通运输行业发行人 2021 年盈利情况有所改善，实现盈利的发行人占比及净利润同比增长的发行人数量占比分别达到 73.88% 和 68.66%，占比同比分别增加 4 个和 35 个百分点；但 2022 年一季度盈利情况有所恶化，净利润同比增长的发行人数量占比同比下滑近四成至 40.66%。经营现金流亦呈现相似走势，2021 年发行人经营活动现金流好转，近七成发行人现金流同比增长，但一季度六成发行人经营现金流走弱；筹资现金流支撑力度较大，去年及今年一季度筹资现金流同比增长的发行人占比持续超过 2/3。短期债务压力延续上升趋势，2021 年和 2022 年一季度短期债务同比扩张的发行人维持在六成左右；短期债务增速波动上升，今年一季度增速为 25.27%。从短期偿债能力来看，2021 年六成发行人货币资金/短期债务同比下降，2022 年仍有约半数发行人维持这一趋势，短期偿债能力尚未实质修复。

图 43：盈利能力、经营现金流先升后降，筹资现金流延续改善



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 44：短期债务压力持续上升，短期偿债能力尚未实质修复



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

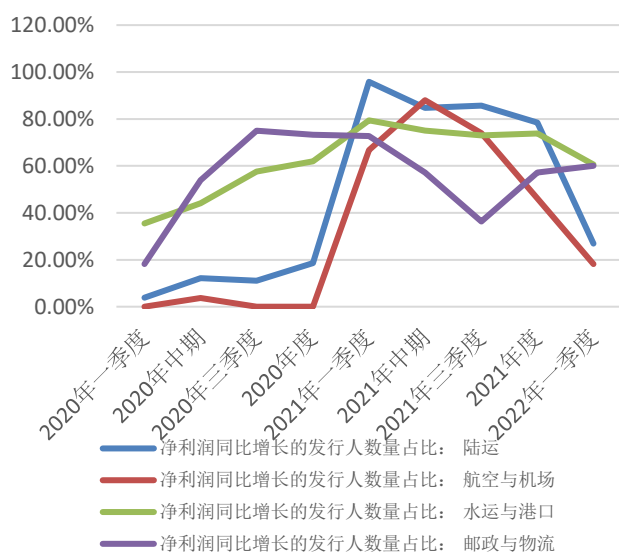
从细分行业¹情况来看，盈利能力变化方面，2021 年多数交通运输子行业发行人盈利能力均呈现向好趋势，净利润同比增长的发行人占比同比均有提升，但邮政与物流行业发行人盈利能力同比降低；从净利润总额同比增速来看，2021 年水运与港口、邮

¹ 此处根据中诚信行业分类，将交通运输的 8 个二级子行业分成四类，陆运（包括铁路运输、轨道运输、道路运输）、航空与机场（航空运输、机场）、水运与港口（水上运输、港口）、邮政与物流（邮政与物流）。

政与物流行业净利润总额均同比增长，陆运和航空与机场净利润同比降低；2022 年一季度，除邮政与物流行业外，其他子行业净利润总额均保持同比增长。各子行业现金流表现与行业整体表现趋势类似，2021 年各子行业经营活动现金净流量同比增长的发行人占比普遍同比增长，但今年一季度除邮政与物流行业外，其他子行业均同比回落；筹资活动方面，虽然整体 2022 年一季度筹资活动现金流整体有所恢复，但邮政与物流行业筹资活动现金净流量同比增长的发行人占比仅为四成，其他子行业该比例均在五成以上。偿债压力方面，航空与机场行业和邮政与物流行业债务压力持续降低：两个子行业短期债务同比扩张的发行人占比在 2021 年和 2022 年一季度均呈现同比下降的趋势；短期债务总额方面，航空与机场行业短期债务总额两年均呈现负增长，显示行业内短期债务分化趋势明显；而邮政与物流行业 2021 年为负增长，2022 年一季度增长幅度也仅为 1%。由于债务压力明显下降，邮政与物流行业发行人货币资金/短期债务同比增长的发行人占比连续同比提升，2022 年一季度占比接近六成，为所有子行业最高，短期偿债能力明显增强；航空与机场行业虽然货币资金/短期债务同比增长的发行人占比也呈现同比增长趋势，但 2022 年一季度绝对水平仅为 45%，为所有子行业最低，短期偿债能力仍待改善；陆运和水运与港口行业发行人该比例呈现连续同比下降的态势，其中水运与港口 2022 年一季度该比例已降低至五成以下，短期偿债能力整体有所减弱。

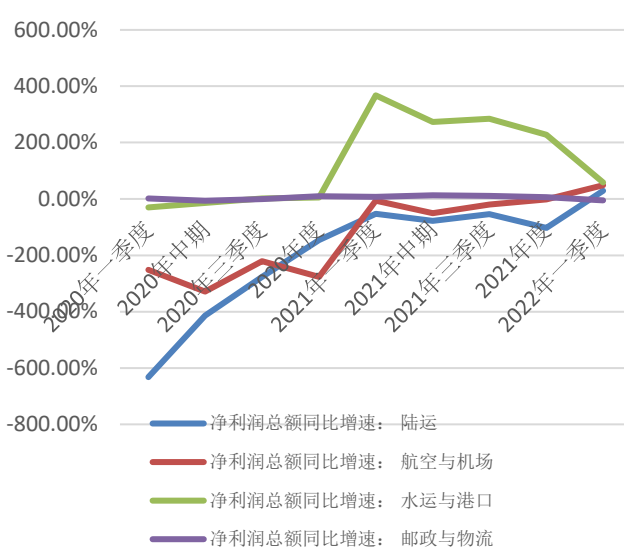
总体来看，疫情影响下，邮政与物流行业发行人盈利能力持续降低，但由于其短期债务扩张速度放缓，使得短期偿债能力有所增长；航空与机场行业虽然受疫情影响盈利能力和现金流表现均一般，得益于多数发行人短期债务压力缓解，短期偿债能力指标呈现增长趋势，但绝对水平仍待改善；陆运和水运与港口行业发行人则因为债务压力增加，短期偿债能力均有减弱。

图 45：邮政与物流行业净利润同比增长发行人占比连续同比下降



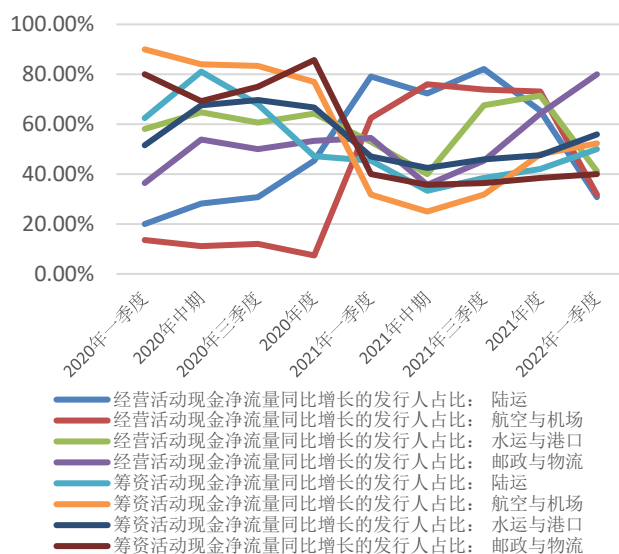
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 46：水运与港口行业及邮政与物流行业净利润总额均出现同比降低



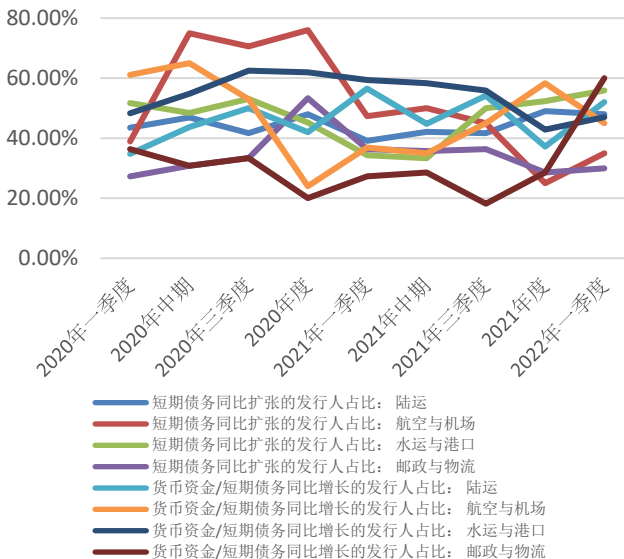
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 47：航空与机场行业和邮政与物流行业债务压力持续降低



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 48：航空与机场行业和邮政与物流行业短期偿债能力有所增强



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、主要分析结论

（一）盈利能力修复放缓，获现能力未有明显改善，多数发行人短期偿债能力弱化

从产业债发行人整体的财务表现来看，发行人盈利能力的修复有所放缓，且分化态势进一步显现，尾部发行人盈利继续承压。净利润总额增速自 2021 年以来逐季递减，整体呈现先高后低的特点。多数发行人仍可以实现盈利，但一季度占比绝对值同、环比明显减少。净资产收益率中枢也有所下移，且分布分化趋势进一步凸显。从资本债务结构来看，发行人财务杠杆水平小幅升高，2021 年以来平均资产负债率整体呈现逐季小幅递增态势，2022 年一季度整体依旧维持 60% 左右，高杠杆（资产负债率 $\geq 70\%$ ）发行人数量有所增加；短期债务压力增加，短期债务总规模增速有所加快，仍有超过六成的发行人短期债务压力同比上升，债务期限结构短期化现象显著。现金流方面，受盈利能力修复弱化影响，发行人经营现金流修复有所放缓，超过半数的发行人经营活动现金净流出；筹资活动现金流逐步改善，2021 年一季度筹资活动现金流同比增加的发行人数占比同环比明显增加，但不及 2020 年。在二者相互作用下，货币资金仍保持适度增长，有近六成的发行人货币资金规模同比增加。但由于获现能力不及债务增速，多数发行人偿债能力尚未得到显著修复，一季度有超过半数的发行人货币资金对短期债务的覆盖能力下降。

（二）主要行业

钢铁行业：钢铁行业发行人盈利增长有所放缓，经营获现能力明显下降。随着融资环境的改善，钢铁企业筹资活动呈现逐步修复态势，货币资金仍实现正增长，但增速大幅下降。短期偿债能力方面，在短期债务规模扩张和缩减的发行人各占半数的情况下，钢铁企业短期偿债能力表现分化，尾部发行人偿债能力弱化。后续钢铁行业仍有一定利润空间，整体信用状况有望趋于稳定。关注短期偿债压力较大、环保投入需求较大且短期偿债指标弱化的尾部钢铁企业后续财务表现修复及债务兑付情况。

煤炭行业：在煤炭价格持续上涨的情况下，煤炭行业盈利能力有所提升，经营获现能力也随之有所改善。尽管筹资活动现金流表现依旧欠佳，但在内生资金能力提升的推动下，货币资金总规模仍保持稳步增长。叠加短期债务规模整体呈现下降趋势，多数煤炭企业货币资金对短期债务的保障能力明显修复。在碳转型升级压力下，部分弱资质煤炭企业或将面临债务进一步攀升的压力，需关注煤炭价格波动及调控政策变

化对煤炭企业财务表现的影响，以及部分债务规模持续增长的尾部煤炭企业经营及整体信用水平的变动情况。

房地产行业：受行业监管政策趋严、地产行业风险释放导致市场信心不足的影响，房企盈利能力尚未实质修复。经营及筹资活动现金流表现欠佳，房企发行人货币资金整体仍呈现持续收缩状态。在债务压力整体平稳，获现能力下降的趋势下，多数房企短期偿债指标有所下降，行业尾部风险仍存。在国内房地产市场需求端政策松绑的推动下，房地产市场有望逐渐回暖。但目前仍处于政策传导阶段，考虑到疫情不确定性犹存、近期“停贷风波”持续发酵、市场对地产行业信心有待进一步修复，地产行业销售及回款情况实质性改善仍需等待，短期内地产行业内部信用分化现象或进一步凸显。目前不同企业性质房企债券市场融资表现分化加剧，短期内民营房企信用风险释放压力仍存。近年来房地产行业境内外市场违约事件多发、展期规模较大，后续仍需警惕房企债券展期及交叉违约事件持续发生。总体来看，目前房地产行业信用风险水平仍然较高，尾部风险或继续出清。

建筑行业：一季度建筑行业盈利能力整体维持稳定状态，但受下游客户回款影响，经营活动现金流有所恶化。在融资改善的推动下，货币资金总额增速由负转正，获现能力有所修复。但由于获现能力改善幅度不抵债务增速，多数建筑企业短期偿债指标下降。目前建筑行业订单保障能力较好、项目端储备丰富，为后续业务发展提供一定的支持。但在双碳约束下，行业信用水平分化加剧。同时考虑到房企风险暴露等负面因素影响下建筑企业回款风险或有所抬升，关注尾部建筑企业信用实力的变化及债务偿付情况。

汽车行业：汽车行业发行人盈利能力整体有所弱化，现金流活动表现有所恢复但仍有改善空间，筹资活动现金流表现有所改善。短期偿债能力方面，2021 年发行人短期偿债能力有所增强，2022 年一季度短期偿债能力提升的发行人仍超过 6 成，整体保持了改善趋势。随着国内经济环境逐步向好及促进消费政策的延续，市场需求预计将进一步释放，我国汽车行业景气度有望继续回升，但芯片供应、局部疫情等因素仍可能对市场恢复形成制约，影响发行人盈利及偿债能力。

电子行业：电子行业发行人盈利能力 2021 年整体改善，但 2022 年一季度有所恶化。发行人经营活动获现表现持续下滑，筹资活动现金流 2021 年表现欠佳但 2022 年一季度有所改善，短期偿债能力持续弱化。中美关系未发生明显改善的背景下，电子行业内企业或将面临更加严峻的外部竞争环境，叠加全球半导体供应紧缺将延缓需求

释放的因素，短期内其经营情况或受到一定负面影响。

化工行业：化工行业发行人盈利能力大幅改善，经营活动获现表现向好，筹资活动现金流表现先弱化后修复。短期债务有所增长，由于发行人良好的盈利和经营活动现金流表现，短期偿债能力未发生较大变化。2021 年下半年以来，化工行业需求增速呈现逐步减缓趋势，出口需求在海外疫情及地缘政治、经济摩擦下仍存一定不确定性，或对发行人信用实力产生一定负面影响。

休闲旅游服务行业：2021 年盈利情况有较大改善，但 2022 年一季度盈利情况大幅恶化，经营、筹资活动表现整体不佳。在发行人债务压力持续增加，经营、筹资活动现金流表现不佳的背景下，短期偿债能力持续下降。2021 年国内旅游收入及人次较 2020 年均有所恢复，但与疫情前水平有较大差距。预计 2022 年国内旅游业将持续恢复，但行业基本面修复至疫情前水平仍需更长时间。

交通运输行业：交通运输行业发行人 2021 年盈利情况有所改善，但 2022 年一季度有所恶化。现金流方面，2021 年发行人经营活动现金流好转，近七成发行人现金流同比增长，但一季度六成发行人经营现金流走弱；筹资现金流支撑力度较大，去年及今年一季度筹资现金流同比增长的发行人占比持续超过 2/3。综合来看发行人短期偿债能力尚未实质性修复。从细分子行业情况来看，疫情影响下，邮政与物流行业发行人短期偿债能力有所增长；航空与机场行业短期偿债能力也呈现增长趋势，但绝对水平仍有待改善；陆运和水运与港口行业发行人短期偿债能力均有减弱。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>