



中国东方
CHINA ORIENT



东方金诚
GOLDEN CREDIT RATING

中国东方资产管理股份有限公司
旗下信用服务机构



2024 东方信用研究

系列 2 产业债篇

东方金诚信用风险展望系列报告

GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL CO., LTD

守正立信 持诚致远



关于我们

东方金诚国际信用评估有限公司（简称“东方金诚”）是中国主要的信用评级机构之一。公司成立于2005年，注册资本为1.25亿元人民币，控股股东为中国东方资产管理股份有限公司。总部位于北京，在全国主要城市建立了完善的信用服务网络，并组建了面向境外发行人与投资人的专业化国际服务团队。

公司业务资质完备，已完成向中国人民银行和中国证券监督管理委员会的备案，获得了国家发展和改革委员会、中国银行保险监督管理委员会及中国银行间市场交易商协会等债券市场全部监管部门和自律机构的认可。评级服务涵盖了地方政府、金融机构、非金融机构、结构融资等业务类型，可为境内外发行人在中国债券市场发行的所有债券品类开展评级、为境内外投资人参与中国债券市场提供服务。作为评级行业国有力量代表，东方金诚恪守公正之评级初心，以专业信用服务发挥信用价值；坚持担当之国企使命，以实际行动助力实体经济发展；秉持至诚之服务理念，与债券市场各方一同行稳致远。

编委会

编委会主任：崔磊

撰稿：王青 冯琳 瞿瑞 白雪 于丽峰 姚宇彤 徐嘉琦 唐晓琳
翟恬甜 卢宏亮 郑慧 贾圆圆 段莎 乔艳阳 葛新景 朱文雅
任志娟 王璐璐 刘鸣 蒋林益 汪欢 宋馨 薛梅 谷建伟
郭哲彪 侯艳华 何阳 李倩 王宏伟 张琳琳 李柯莹 杨雯
朱萍萍 魏洋 潘维妙 张文玲 贺佳 侯珏 周丽君 唐骊
刘梦楠 马芮 马霁竹 朱宁迪 朱超然 李慧 刘红娟 刘云甲
杨丹 高美琪 赵安然 戴修远 时恒艳 张若茜 高敬一 王静怡
刘亚宁 张伊君 王惠婷 卢宝泽 王佳琪 吴芳 纪炜 王子一
张绮微 江彤瑶 王超毅 白晨 张晨曦 庞文静 赵迪 王傲雪
张伟 侯颖 (以上排名不分先后 按撰写报告顺序排序)

审校：李晓峰 王嘉禹

编辑：何星 王蓓雪 牛晓峰

美编：何星

印制：闫骏 何星

编者按

东方金诚国际信用评估有限公司作为国有评级力量代表，坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想及党的二十大精神为指引，坚决贯彻落实中央经济工作会议和中央金融工作会议精神，锚定集团智库“定位”，充分发挥“三个服务”功能，努力践行“宏观意识、市场感觉、专业判断”研究标准，以国有评级机构之使命担当，不断深耕各相关领域研究，发挥并扩大宏观研究优势，强化深度研究输出，以专业信用服务发挥信用价值，为服务实体经济高质量发展建言献策。

近年来，东方金诚在中央电视台、新华社、四大证券报等各大主流媒体高频率输出专业研究成果，媒体关注度及报道频次均在业内遥遥领先。公司多篇专题研究报告获专业期刊刊载及权威媒体全文发表，市场认可度不断上升。除传统宏观研究外，东方金诚亦紧跟市场需求，在研究领域的深度和广度方面进一步发力，在科创债、科创票据、城投债、地方政府化债等热点领域的研究均有所突破。同时，公司还持续响应监管号召，积极承接多项大型监管课题研究。

该汇编精选了公司 2024 年宏观、行业和产品等展望研究共 56 篇，以供读者参考。唯望读者能够以此为桥梁，与我们共享并交流专业观点，并对我们的研究工作提出宝贵意见。

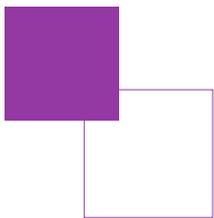


“

2024

东方金诚信用风险展望系列报告

产业债篇



目录 Contents



系列 2：产业债篇

1	2024 年产业债信用风险展望	006
2	2024 年制造业信用风险展望	020
3	2024 年光伏行业信用风险展望	032
4	2024 年钢铁行业信用风险展望	040
5	2024 年建筑行业信用风险展望	048
6	2024 年半导体设备行业信用风险展望	059
7	2024 年半导体行业信用风险展望	066
8	2024 年高速公路行业信用风险展望	077
9	2024 年化工行业信用风险展望	085
10	2024 年机场行业信用风险展望	099
11	2024 年汽车制造行业信用风险展望	113
12	2024 年有色金属行业信用风险展望	125
13	2024 年工程机械行业信用风险展望	140
14	2024 年煤炭行业信用风险展望	146



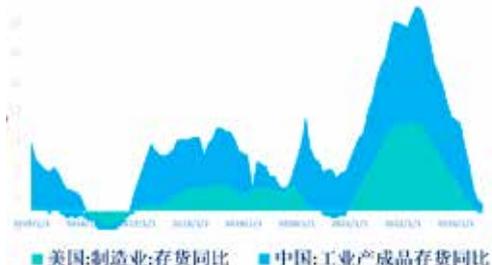
/ 守 / 正 / 立 / 信 / / 持 / 诚 / 致 / 远 /
Golden Credit Rating International Co., Ltd

2024 年产业债信用风险展望

卢宏亮 郑慧

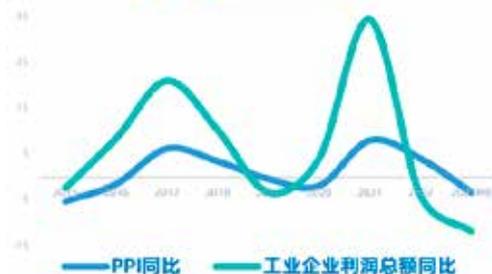
中美库存周期

中美库存周期



工业品价格与盈利

价格与工业企业盈利



产业债信用利差

产业债信用利差与企业盈利



- **需求：**国内再复苏叠加海外软着陆，库存周期共振迟到但不缺席；地产竣工增速周期下行，新能源需求加持主导上游品种需求分化；新能源一马当先半导体突出重围，高端制造突破危中有机；国际业务复苏驱动增强，客货运背离收敛已近
- **供给：**稳增长向左双碳向右，产能周期底部资本开支动力换挡；双碳大势遇盈利逆风渐息，上游原料低碳转型节奏加速；需求曲线弹性不足，智能化绿色化引领中游高端制造破局；交通运输综合网络布局欠均衡，交通要素供给与区域经济一体融合
- **现金流与偿债：**需求复苏力度不确定与海外通胀黏性叠加，价格修复路径仍有波动；利润分配更为均衡，高端制造需求与成本共振增速领先；营运资金驱动增强，自由现金流表现锚定资本开支强度；存量货币资金筑底，增量资金回升助力偿债能力修复；
- **债券：**政策助力与制造业转型升级共振，高端制造民企债券融资发力；民营地产信用风险逐步出清，新增违约延续下行；信用风险溢价定价权重仍低，专精特新民企值得博弈

第一部分 再复苏与软着陆

一、周期：周期波动和结构力量重塑未来，需求总量回升下结构行情延续

景气及价格触底回升，领先指标修复稳增长力度大，宏观预期向好，货币政策支持力度强，国内再复苏值得期待

根据中国国家统计局公布数据显示，2024年1月份，受国际大宗商品价格波动、国内部分行业进入传统生产淡季等因素影响，中国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 环比、同比下降，但降幅均收窄。

从环比来看，1月份PPI下降0.2%，降幅比上月收窄0.1个百分点。其中，生产资料价格下降0.2%，降幅收窄0.1个百分点；生活资料价格下降0.2%，降幅扩大0.1个百分点。受国际市场原油、有色金属等大宗商品价格波动影响，当月中国国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比降幅均有收窄；有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨。钢材节前补库需求增加，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨。

从同比来看，1月份PPI下降2.5%，降幅比上月收窄0.2个百分点。其中，生产资料价格下降3.0%，降幅收窄0.3个百分点；生活资料价格下降1.1%，降幅收窄0.1个百分点。

展望2024年全年，在大宗商品价格波动上行、稳增长政策带动投资企稳、消费逐步恢复等因素支撑下，中国PPI有望缓步回正。此外，从基数效应看，2023年中国PPI呈先降后升走势，全年均处于负增长区间，低基数也会对2024年PPI产生正向支撑。

另一方面，2024年1月份，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为49.2%、50.7%和50.9%，比上月上升0.2、0.3和0.6个百分点，我国经济景气水平有所回升。同时，央行发布的《2023年金融机构贷款投向统计报告》数据显示，2023年末，金融机构人民币各项贷款余额237.59万亿元，同比增长10.6%；全年人民币贷款增加22.75万亿元，同比多增1.31万亿元。2024年1月末人民币贷款增加4.92万亿元，同比多增162亿元。广义货币(M2)余额297.63万亿元，同比增长8.7%。狭义货币(M1)余额69.42万亿元，同比增长5.9%。流通中货币(M0)余额12.14万亿元，同比增长5.9%，当月净投放现金7954亿元。货币信贷保持平稳较快增长。

预计2024年景气及价格触底回升，领先指标修复稳增长力度大，宏观预期向好，货币政策支持力度强，国内再复苏值得期待。

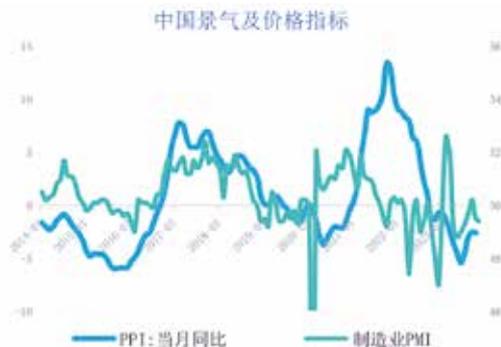
国内就业和收入预期偏弱，居民资产负债表修复，地方化债加杠杆动力不足

2023年国内生产总值1260582亿元，按不变价格计算，比上年增长5.2%。全国居民人均可支配收入39218元，比上年名义增长6.3%，扣除价格因素实际增长6.1%。2023年全年全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比上年下降0.4个百分点。

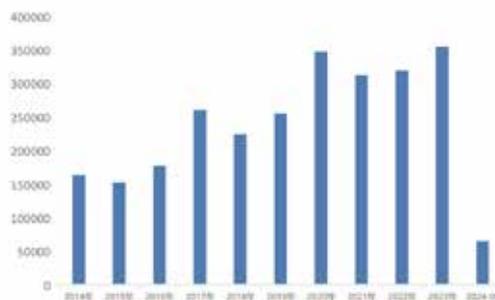
从静态来讲，我国居民资产负债表持续修复。目前企业部门、居民部门和政府部门的杠杆率水平仍在抬升，根据中国社科院金融研究所统计，2023上半年我国实体部门杠杆率上升10.8个百分点，其中非金融企业部门上升6.9个百分点，政府部门上升2.3个百分点，居民部门上升1.6个百分点。因此，总体而言我国资产负债表仍处于稳定扩张状态。

中央政府发行1万亿元特别国债加杠杆，而地方政府需要通过化债来降杠杆。地方政府杠杆率持续攀升的原因主要在于土地出让收入大幅下降、地方政府债务高企，根据10月28日的《2023年9月地方政府债券发行和债务余额情况》显示，截至2023年9月末，全国地方政府债务余额38.9万亿元，虽然控制在全国人大批准的限额之内，但是环比上升了0.39%、同比上升了3.33%。再考虑到各种隐性债务，地方政府杠杆率基本上都到了警戒线水平，地方政府目前面临着较为严峻的化债压力。

图表 1：中国景气及价格指数



图表 2：社会融资规模增量（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究院，东方金诚整理

美失业率低位，薪资温和放缓，居民负债表健康，超储回归常态，服务与商品消费更平衡，海外消费与制造均衡修复

从海外情况来看，美国经济前景持续改善。截至 2023Q4，美国实际商品消费同比增长 3.5%，连续四个季度回升，超过 2018-19 年均值 3.0%；实际服务消费同比 2.2%，连续六个季度保持在 2-3% 区间。

就业方面，2024 年 2 月 2 日，美国劳工统计局公布 2024 年 1 月的非农就业数据：2024 年 1 月美国新增非农就业 35.3 万人，预期增加 18.5 万人，前值 33.3 万人；季调失业率为 3.7%，好于预期的 3.8%。分行业来看，美国服务业景气仍高，就业人数进一步增长。美国教育保健业新增 11.2 万人，为本月新增非农的最大拉动，尤其是其中的医疗保健行业就业人数持续增加，指向美国医疗相关需求仍强，同时零售业较上月增长 4.5 万人，整体服务业新增就业 28.9 万人。此外，政府部门新增就业人数 3.6 万人，较上月少增。从薪资来看，1 月非农私人部门时薪环比涨幅扩大至 0.6%，高于预期的 0.3%。分类型来看，生产相关行业薪资涨幅较上月回落 0.3pct 至 0.2%，但采矿业、建筑业时薪环比涨幅分别升至 0.8%、0.6% 的高位。

最新公布的消费相关指标均乐观：1) 美国 12 月零售销售季调环比超预期走高，季调同比回升至 5.6%，创近 11 个月以来新高。2) 美国 1 月非农时薪同比 4.5%，回升至近 4 个月新高。值得注意的是，非农非管理人员时薪同比更高达 4.8%，创近 5 个月新高。非农非管理人员工资增速在 2021 年以来持续高于非农平均时薪增速，收入分配改善也是消费的一大支撑。3) 美国 12 月居民储蓄率（占可支配收入比例）下降至 3.7%，创近一年新低，且明显低于 2015-19 年均值的 6.2%。综合来看，美失业率低位，薪资温和放缓，居民负债表健康，超储回归常态，服务与商品消费更平衡，海外消费与制造均衡修复。

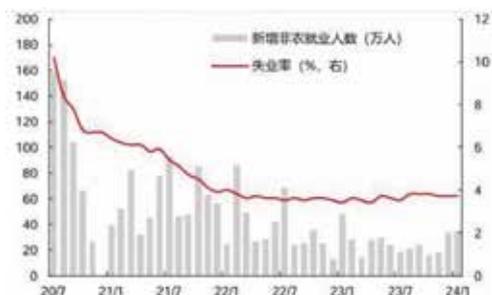
全球价值链重塑加速新动力商品价格触底，制造业库存常态化回归，新兴经济体内需韧性，出口回暖

国家统计局数据显示，2024 年 1 月 CPI 同比中，食品价格下降 5.9%，降幅比上月扩大 2.2 个百分点，其中，猪肉价格下降 17.3%，降幅比上月收窄 8.8 个百分点；鲜菜价格同比下降 12.7%，上月为上涨 0.5%。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，其中，交通工具用燃料价格同比下降 0.1%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点，服务价格上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点。CPI 同比已连续四个月负增长。往后看，在房地产行业低迷对居民消费信心影响趋于减弱、“猪周期”转入价格上升阶段以及国际原油价格企稳、发达经济体通胀水平下行幅度放缓等因素综合作用下，CPI 同比有望保持小幅正增长状态。

近期外贸发展积极因素不断累积，回稳态势持续巩固：一是贸易活跃度继续上升。中国出口贸易量自 8 月起同比由降转增，且增幅持续扩大，11 月当月出口量增长 12%，达到二季度以来峰值。与此同时，进口贸易量连续 10 个月保持正增长；二是外部需求呈现回暖迹象。11 月当月，中国对美出口结束 14 个月的下降，转为增长 9.6%，对日、韩等进出口降幅收窄。手机、家电等消费电子产品回升势头明显，11 月集成电路进口金额增速

年内首次转正，进口量连续3个月增长，显示出终端电子产品的出口需求有所改观；三是企业预期持续改善。商务部跟踪调查显示，外贸企业出口订单情况连续6个月好转。

图表 3：美国新增非农就业（万人）及失业率（%）



图表 4：中美制造业库存周期



资料来源：Wind，长江证券研究院，东方金诚整理

整体来看，中美库存周期触底修复，海外利率见顶，金融约束易下难上。伴随中加杠杆力度不确定，全球补库力度不确定，同时通胀放缓美高利率拉长，潜在需求冲击。

二、上游需求：地产竣工周期回落拖累，新能源需求加持主导品种分化

2023 年地产竣工景气高，对上游需求拉动较强。国家统计局发布数据显示，在商品房销售方面，2023 年，商品房销售面积 111735 万平方米，销售额 116622 亿元，与上年相比分别下降 8.5% 和 6.5%，降幅分别比上年收窄 15.8 个百分点和 20.2 个百分点。同时房地产竣工面积增加较快。“保交楼”工作稳步推进，效果持续显现。2023 年房屋竣工面积 99831 万平方米，比上年增长 17.0%。

保交楼余温褪去，2024 年竣工或将承压。2023 年，全国房地产开发投资 110913 亿元，比上年下降 9.6%，降幅比上年收窄 0.4 个百分点。房地产开发企业到位资金 127459 亿元，比上年下降 13.6%，降幅比上年收窄 12.3 个百分点。未来房企资金面实质改善尚需时日，2023 年土地成交再降 20% 且较 2020 年锐减 6 成，“无钱无地”的局面使 2024 年新开工增速预计仍将维持在 -15% 左右，短期新开工意愿大幅提升难度较大，资金压力仍是悬顶之剑，多数房企销售回款重心在“保交楼”，同时土地、新开工等先行指标底部震荡影响开发投资继续小幅下滑。

新能源增量补位情况成为上游需求分化锚点。据中国汽车工业协会数据，在政策和市场的双重作用下，2023 年新能源汽车持续快速增长，新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，市场占有率达到 31.6%，高于上年同期 5.9 个百分点，新能源汽车成为大宗消费新主力。

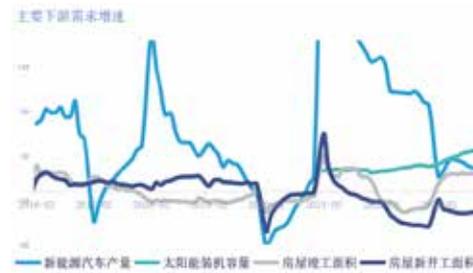
2024 年增长内生动力增强，低碳转型重要性提升。中央经济工作会议提出，积极稳妥推进碳达峰碳中和，加快建设新型能源体系，加强资源节约集约循环高效利用，提高能源资源安全保障能力。从长远看，加速低碳转型不仅不会影响经济增速，还能促进经济高质量增长。加速低碳转型可以促进储能、能源互联网、电动汽车、新能源组件制造等新技术快速发展和大规模利用，也有助于生物、信息、新材料、新能源汽车、高端装备制造等产业更快发展。根据经济模型测算，在加速低碳转型情景下，到 2035 年和 2050 年，我国 GDP 总量将比常规情景提升约 0.3% 和 0.7%¹，为经济持续增长提供新动能。

¹ 引用自新京报 -- 巢清尘：低碳发展将培育经济新增长点，提高国家创新能力和竞争力 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1740105959802309417&wfr=spider&for=pc>

图表 5：上游行业新能源需求占比

行业	占比	用途
钢铁	2.4%	新能源汽车板、新能源发动机电工钢、风电塔筒
化工	7%	天然气、氢能、光伏、风电、改性材料、电池材料
铝	11%	光伏边框支架、新能源车体及轻量化、特高压
铜	15%	电网、光伏、风电、新能源汽车

图表 6：主要下游需求增速



资料来源：公开资料，东方金诚整理

细分行业来看，**煤炭：悲欣交集，面临稳增长与低碳转型的博弈。**中国长期以来以煤炭为主要产业，煤炭占全国能源生产和消费总量的 70% 以上，但随着全球环境变化、生态保护、新能源发展等因素的影响，我国的煤炭资源开发利用面临巨大挑战。2024 年经济动能修复、能源兜底、化工用煤增加带来煤炭需求，然后碳排放双控问题制约煤炭产业发展。

钢铁：地产 C 位到新能源配角。作为钢材消费最大的行业，房地产与钢铁行业不仅呈现出休戚与共的趋势性变化，而且房地产行业的关键性信号更是能直接左右黑色商品的市场信心和未来预期，甚至在极端行情下，房地产行业的预期，能够超越黑色商品的供需基本面，对黑色系商品价格走势起到决定性作用。然而房地产行业目前面临地下滑、新开工下降的局面，但基建的兜底作用以及制造业逐步修复为钢铁需求提供一定补充。

有色：能源转型的明星，铜 > 锡 > 铝 > 锌。有色金属是国民经济发展的基础材料，航空、航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电等绝大部分行业都以有色金属材料为生产基础。我国是世界最大有色金属的生产国和消费国，有色金属行业在实现双碳目标中，占有重要的地位，也是我国“两高”产业的重点减排领域。例如铜在新能源汽车、充电桩、光伏、大数据中心等涉及电力的新兴领域应用前景广阔。

化工：东边日出西边雨，新材料与传统大宗分化。在政策引领及产业资本投入增长等驱动下，国内以电子材料、新能源材料、催化剂材料、军用材料等为代表的化工新材料将加速进口替代，市场空间广阔。

三、高端制造：新能源一马当先半导体突出重围，高端制造突破危中有机

我国新能源替代曲线放缓，同时遭遇欧盟反补贴调查，如何应对

2023 年新能源车国补全面退坡，叠加渗透率处于相对高位，新能源车销量增速有所放缓，2023 年 1-3Q 国内新能源乘用车销量（批发）同增 36%。新能源替代曲线放缓。另一方面，2023 年 9 月 13 日，欧盟领导人宣布即将对我国电动汽车发起反补贴调查，对于接下来的情况，预计欧盟可能会采取一系列措施，比如增加进口关税、实施非关税壁垒等，以限制中国汽车出口到欧盟市场，我国要如何应对？核心路径是“技术突破 + 矩阵丰富”。

技术方面，智能驾驶技术、高压快充、动力电池技术、超充体系等新技术将迎来规模化应用；谱系方面，新能源汽车产品类型、品牌向上及下沉、设立子品牌、动力类型逐步丰富，谱系结构竞争力提升；部分新能源车企伴随产品力提升、产业链完善，开始在海外投资建厂，出口市场多元化。

图表 7：新能源销量及渗透率



资料来源：公开资料，东方金诚整理

图表 8：新能源整车出口目的地



我国半导体面临美国制裁加码及周期触底，如何破局

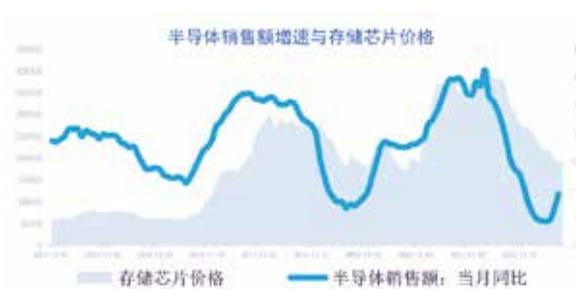
2023 年以来，我国半导体行业国产替代有进一步动作。华为 Mate60pro 发布、元器件国产化率超过 90%、设备国产化率 10%，高端芯片替代照进现实；AI 模型应用算力需求爆发，百度、腾讯、华为、阿里等互联网巨头均发布了 AI 大模型产品，我国 AI 大模型产业化发展加速。目前，中国和美国研发的大模型数量占全球总数的 80% 以上。其中，中国 10 亿参数规模以上的大模型已发布 79 个。AI 大模型应用逐步落地、AI 服务器占比逐步提升、跨国家多部门成为大趋势；对华 AI 芯片封锁是美核心，切断国内 GPU 海外流片先进制程，制裁逐步升级。而我国中央及地方相继出台了一系列对半导体行业的扶持及鼓励政策，且频频加码，带动国产化替代进程加快；2023 年底半导体去库周期结束，AI 带动周期向上修复。

图表 9：半导体产业不同环节增加值中国全球产比

环节	产比
设计	2%
材料	16%
晶圆制造	16%
封测	38%

资料来源：公开资料，东方金诚整理

图表 10：半导体销售额增速与存储芯片价格



四、交运需求：国际业务复苏驱动增强，客货运背离收敛已近

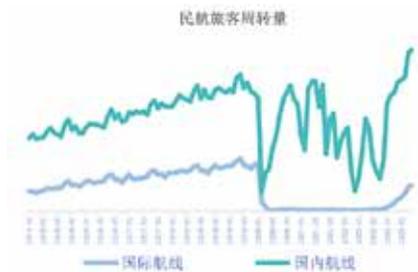
机场：国际业务与非航空业务，修复谁更堪期待？ 2023 年以来，国际客运航班持续恢复，自 8 月下旬以来已稳定在疫情前的 50% 以上，中秋国庆假期期间单周航班量增至疫情前的 56%。但国际航班仍未“满血”，冬航季国际客运计划较 2019 年下降 26%，国际出港通航点较 2019 年减少 52 个，国际客运修复仍有波折。免税业务方面，机场免税折扣力度小于离岛免税店，对其分流有限，同时市内免税店存在客户重合高，免税牌照有限制等问题，因此 2024 年确定的免税修复对应不确定的竞争格局，非航空业务发展尚不明朗。

港口：集运与散货分化修复，运价与量背离。 2023 年末受地缘冲突影响，多家航运巨头宣布暂停经过苏伊士运河的红海航线，改由好望角绕行，干散货运输距离提升。大宗、民生商品进口有序扩大，2023 年我国能源、金属矿砂、粮食等大宗商品进口量增加 15.3%，煤炭原油农产品进口稳步提升，铁矿石等受地产影响基本持平，

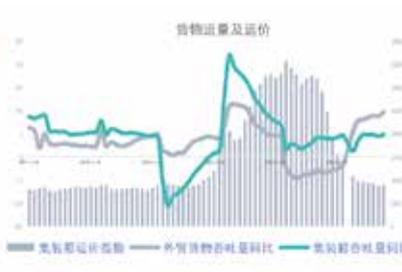
干散货需求初现分化；外贸方面，2023 年中国出口贸易量自 8 月起同比由降转增，且增幅持续扩大，11 月当月出口量增长 12%，达到二季度以来峰值。外贸复苏带动集运增速回升，且不同区域港口增速分化收敛，集装箱运输量价有所背离。

高速：客运是基础，弹性看货运。 客运方面，2023 年国内出行修复完毕，预计 2024 年高基数下居民出行增速回落；货运方面，工业修复对货运量形成支撑，弱补库力度下弹性不高。目前东部工业发达修复力度可观，铁路替代短期无忧。

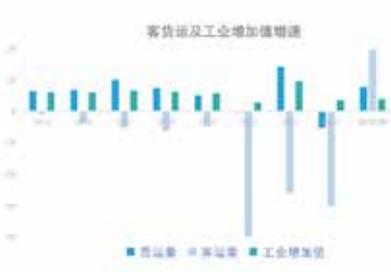
图表 11: 民航旅客周转量



图表 12: 货物运量及运价



图表 13: 客货运及工业增加值增速



资料来源：公开资料，东方金诚整理

第二部分 通胀的下半场

一、价格：海外通胀走弱但降息节点及幅度存疑，价格修复路径有波动

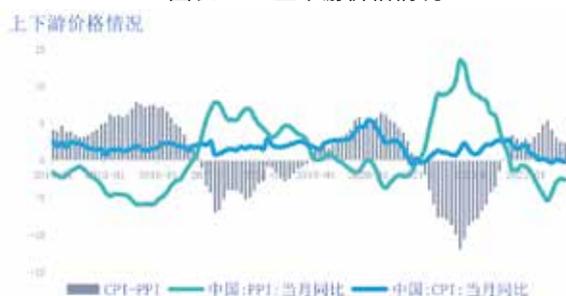
2023 年 10 月，美国 CPI、核心 CPI 同比涨幅双双回落，CPI 结束了此前 3 个月的反弹，美国通胀压力继续缓解。但 2024 年 1 月，美国 CPI 同比增 3.1%，高于预期的增 2.9%；环比增 0.3%，高于预期的增 0.2%，重燃通胀担忧。美通胀见顶但仍有黏性。为抑制通胀，自 2022 年 3 月以来，美联储已将政策利率提高 525 个基点，至目前的 5.25%-5.50% 范围。当下，市场预计美联储将在 2024 年开始稳步降息，但到明年年底，政策可能仍将具有限制性。随着利率居高不下，出现一些疲软迹象。2023 年大部分时间，美劳动力市场一直在稳步走弱。美国劳工部数据显示，截至 12 月 23 日当周，初请失业金人数 21.8 万人，预期 21 万人，前值 20.5 万人。同时，高利率影响需求压制商品价格，探讨美国降息路径还需锚定劳动力市场表现。

美联储降息路径取决于通胀率下降速度和失业率回升速度。目前政策路径与市场路径存在分歧。一方面，劳动市场降温，同时美联储政策立场向鸽派转变，明显弱化了后续再度加息的措辞，并开始将降息问题纳入讨论。另一方面美债利率快速回落。

从工业品来看，目前库存周期见底，补库供需边际有所好转。伴随美元回落，未来降息周期中如铜类工业品种商品属性与金融属性共振可期，且周期品价格走势优于通胀品。机械 PPI 韧性较强，细分行业来看，有色 > 钢铁 > 化工 > 煤炭。

从消费品来看，目前消费修复带动商品和服务消费逐步改善，同时原油价格反弹及服务需求释放，服务类价格平稳增长。消费回暖，成本上行。

图表 12: 上下游价格情况



图表 13: 大宗商品价格指数与 PPI



资料来源：公开资料，东方金诚整理

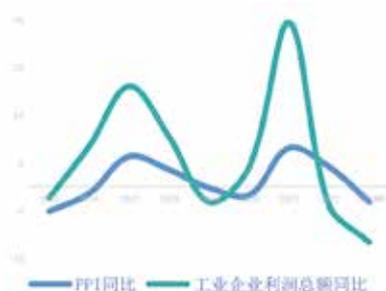
综合来看，中美库存周期见底，美利率见顶，金融条件约束见顶，大宗商品资本开支疲弱及低库存刺激价格上行。然而高利率对资产价格压制，居民和地方加杠杆力度有限，同时海外通胀黏性，地缘政治扰动对价格影响仍有不确定性，2024 年价格修复有波动。

二、盈利：利润分配更为均衡，高端制造需求与成本共振增速领先

2023 年盈利向历史常态回归，2024 年迎接绿色新世界到来

从价格情况来看，2023 年中国 PPI（工业生产者出厂价格指数）走势呈现“V”型。上半年 PPI 下行，盈利总体放缓。下半年盈利伴随价格触底。预计 2024 年价格温和上行对盈利支撑，产业债总体利润有望改善；从利润占比来看，原材料工业利润占比延续回落，需求改善带动制造业占比提升，而服务业修复完毕触顶回落，利润分配向制造业转移。

图表 14: 价格与工业企业盈利



图表 15: 利润行业分布



资料来源：公开资料，东方金诚整理

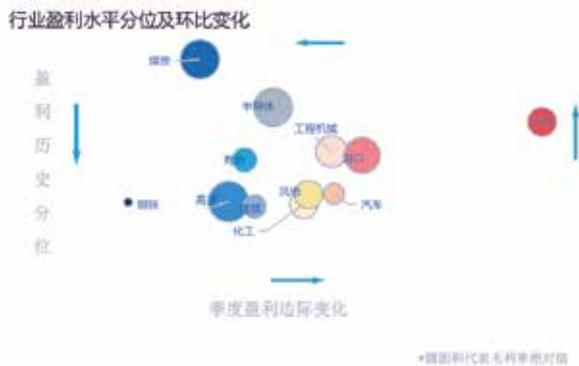
细分来看，上游新能源属性决定分化；制造业绿色及高端助推盈利回升；交运方面货运修复盈利弹性大；地产景气修复力度有限。

图表 16：行业 2024 年预测

上游	金属	钢铁低位，有色修复
	化工	供需失衡，利润低位
	煤炭	高处不胜寒
制造业	汽车	产品组合优化，量升价稳
	半导体	淡化总量、结构优先
	工程机械	出口提升，高端助推
交运	港口	集运修复盈利回升
	机场	客运复苏对盈利改善有限
	高速	货运修复，更进一步
地产建筑	房地产	景气及盈利仍处低位
	基建	基建弥补地产动力，盈利仍有支撑

资料来源：公开资料，东方金诚整理

图表 17：行业盈利水平分位及环比变化



第三部分 转型有何新姿势

一、驱动：高质量与双碳共振稳增长加持，产能周期底部资本开支动力换挡

稳增长发力助推产能周期上行。工信部预计，2023 年全年工业增加值同比增长 4.3% 以上，制造业增加值占 GDP 比重基本稳定，总体规模连续 14 年保持全球第一。未来工业稳增长仍是首要任务。目前我国处本轮产能周期后半段，工业经济处于疫后固本培元期，工业稳增长发力推动产能周期加速见底。

绿色转型和高新技术动力增强。我国能源转型要求高，绿色投资有较大发展空间。能源方面，我国提出 2020 年、2030 年能源消费总量分别控制在 50 亿、60 亿吨标准煤以内，2050 年实现能源消费总量基本稳定。《中共中央国务院关于全面推进美丽中国建设的意见》中提到到 2027 年，新增汽车中新能源汽车占比力争达到 45%。我国从能源转型，电动车未来发展等方面都制定了比较高的目标。另外我国光伏、风电、电动车出口同样强劲，这些方面都是未来行业扩张的潜力，未来绿色转型和高新技术投资成为重要动力。

盈利修复增强支出动力。预计资本增速与偿债支出背离延续，盈利修复下资金用途仍偏向资本开支。

新旧动能转换重塑竞争格局。高质量发展阶段需要行业竞争格局调整，龙头企业多方优势加持，支出保持高增速。

综合来看，国内经济高质量发展的核心驱动因素来自于绿色低碳转型。目前国内产能周期进入触底修复期，且绿色低碳转型意愿及力度更强大，盈利修复下支出动力更充足。从政策层面来看，工业稳增长仍是 2024 年阶段性任务。行业集中度将进一步提升，行业龙头仍是支出核心主体。

图表 18：分行业情况综述

上游：绿色引领	能源转型和未来产业引领 有色并购大，化工产能扩张 钢铁煤炭开支意愿低
制造业：高端突破	半导体周期向上，政策加持 汽车电动化，产业链及芯片投资 工程机械智能化、电动化
交运：稳增长主力	基建补短板，交运支出稳健 港口机场领先 高速稳健
房建：总体低位	地产拿地积极性偏低 建筑高负债压制开支

资料来源：公开资料，东方金诚整理

图表 19：行业资本开支情况



二、上游原料：双碳大势遇盈利逆风渐息，低碳转型节奏加速

绿色转型以政策为驱动，重点布局在高耗能领域，其中焦化钢铁及电解铝转型压力大。目前政策由能耗双控升级至碳排放双控，且政策控制力度较大，限期分批实施改造，不达标淘汰。

重点方向落实在高端材料、低碳改造及技术提升两大板块。其中高端材料包括新能源、信息技术、医疗健康、航空航天等重点领域，正极材料、半导体材料、工业母机关键材料等特种有色金属，特种聚酯、膜材料、化工新材料、集成电路材料等化工新材料；低碳改造及技术提升包括有色行业中铜铝铅锌镁工业硅节能降碳改造、智能化改造等，化工行业中节能减污降碳改造、煤炭清洁高效利用、煤制化学品等，钢铁行业中超低排放超低能效，建材行业中水泥深度脱硫脱硝、化学团聚强化除尘等方面。

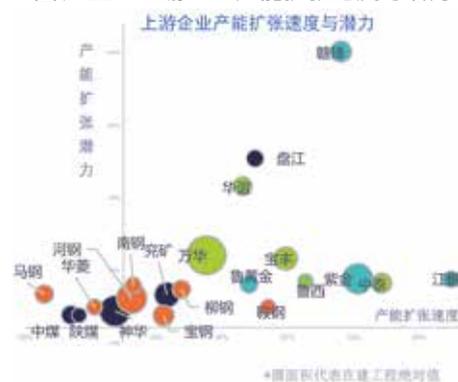
伴随绿色转型要求，我国**钢铁建材扩张放缓，有色化工结构化扩张**。受房地产需求回落影响，钢铁产能扩张放缓，2023年9月下旬重点钢企生铁日均旬环比下降3.31%，同比下降3.26%。粗钢日均产量旬环比下降3.15%，同比下降3.05%；水泥企业产业链延伸，同时加快国际产能合作，目前海螺水泥海外产能布局已超千万吨；玻纤向风电、光伏、新能源等领域渗透，产品向高端化发展。受新能源需求带动，有色行业加大海内外资源获取，化工行业在新材料等新兴赛道扩张提速，而煤炭行业产能在主产区集中。

综合来看，上游面临绿色转型与产业升级的再平衡。一方面绿色转型是全球趋势，我国以政策为驱动，进行产业布局优化和结构调整。企业在市场竞争加剧下亟待提升竞争力，同时面临全新项目建设与升级改造的取舍问题。未来绿色转型资本开支谨慎，新项目开发复杂性提升，维持性资本支出占据主流。

图表 20：2025 年行业能耗目标增幅



图表 21：上游企业产能扩张速度与潜力



资料来源：公开资料，东方金诚整理

三、中游制造：需求曲线弹性不足，绿色化智能化引领高端制造破局

从需求侧来看，汽车新能源渗透率放缓，价格战与盈利难是行业内企业的普遍难题。未来行业竞争加剧定价压力，同时原材料侵蚀压力仍在；半导体行业目前周期修复力度不确定，海外高端芯片制裁加码；工程机械行业销量下滑，同时遭遇地产景气疲弱，更新需求触底。

从供给侧来看，产业向高端化、绿色化、智能化制造发展，坚持核心技术自主可控。车企加速强技术迭代创新，加快 800V 高压快充、动力电池及超充体系研发建设，布局智能驾驶技术，同时车厂和芯片加速融合，布局电池产业，甚至原材料；工程机械行业在高端液压零部件突破，布局智能化应用场景，开展多模式预设技术等；半导体行业先进产能加速追赶，且半导体设备空间较大。

四、交运：国际地缘冲突扰动货运，国内交通要素供给与区域经济一体融合

交通设施布局与经济活跃度天然绑定，目前我国仍存在交通网络布局不够均衡、结构不尽合理、衔接不够

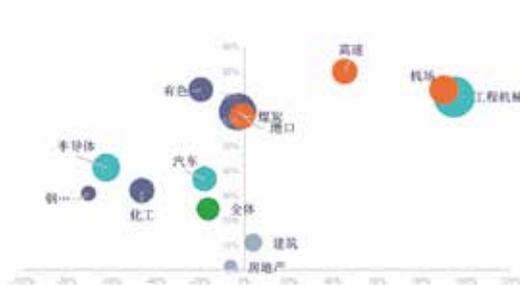
导体、机场、工程机械、建筑行业有所下降。同期，全行业 EBITDA 增速为 -8.6%，全部债务 /EBITDA 分位数为 65%。其中半导体、煤炭、汽车 EBITDA 覆盖能力处行业前列，钢铁建筑及地产保障偏低。地产化工龙头如万科、保利、万华、江铜偿债能力偏弱，煤炭港口芯片龙头如上港、中煤、山焦、盐湖偿债能力领先。预计 2024 年债务增长及盈利弱修复背景下，EBITDA 对债务保障难大幅提升。

整体来看，2023 年在宽松货币环境下，存量货币资金处于高位。但由于盈利疲弱，自由现金流增量放缓。预计 2024 年存量货币资金筑底，增量资金回升助力偿债修复。

图表 28：主要行业货币资金 / 短期债务



图表 29：主要行业 EBITDA 利息覆盖



资料来源：公开资料，东方金诚整理

第五部分 民企债还值得细品吗

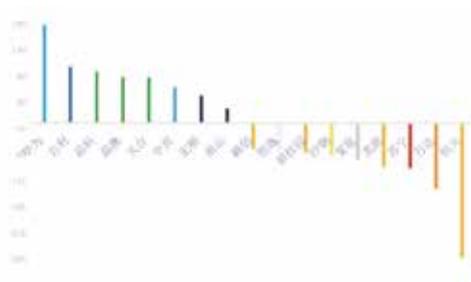
一、发行：政策助力与制造业转型升级共振，高端制造民企债券融资发力

2023 年 7 月发布的《意见》提出一系列措施为民营企业纾困；11 月，中国人民银行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》，对“完善融资支持政策制度”提出具体的办法和措施，多项政策助力高端制造民企债券融资，民企净融资调整与经济结构优化同频。从数据来看，2023 年前三季度，信息技术、新能源民企债券发行居于前列，地产品企债券融资大幅净流出。

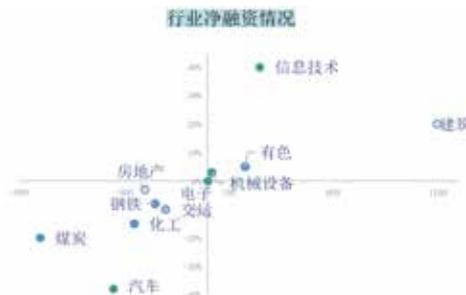
从企业性质来看，国资委强化负债率刚性约束，央企考核转向盈利和获现能力，中石油、中粮、宝武债权融资大幅流出。国企在地方经济转型升级背景下，净融资保持流入。民企负债率上升但债券净融资下降，中兴、华为最大。

从行业分布来看，债券净融资向先进制造业倾斜，债权融资净流入行业包括建筑施工、信息技术、有色、机械，其中建筑央企贡献最大，江铜宏桥流入较大。净流出行业包括汽车、化工、交运、地产、钢铁，净流出达 100 亿元以上。

图表 30：23Q1-3 民企债券融资净流入和流出企业



图表 31：行业净融资情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

二、违约：民营地产信用风险逐步出清，新增违约延续下行

2018 全年合计 51 家发行人、113 只债券发生违约，其中新增违约主体 47 家。根据新增 47 家违约主体的企业属性，民营企业 38 家、国有企业 7 家、其他合计 6 家，分别占比 80.85%、14.89%、12.77%，2018 年后民企违约规模和违约率大幅领先国企；2023 年首次违约全为房企，首次违约数量延续走低，预计风险缓释后 2024 年存续主体信用资质提升，新增违约下行。

具体来看，2019 年后展期规模增长，2022 年展期占比例超过 50%，2023 年前三季度风险事件 38 起，展期数量 26 支，信用风险暴露仍以地产为主，工业违约行业分散。

2023 年前三季度级别下调企业数量较去年同期继续下行，下调企业中 1 家国企为郑煤炭，其余均为民企。级别下调延续 2022 年趋势，以建筑施工和地产领域领先。预计 2024 年经济修复动力增强，级别下调有望减少。

图表 32：首次违约企业数量及行业分布



图表 33：23Q3 展期及实质违约行业分布



图表 34：23Q1-3 信用级别下调企业行业分布



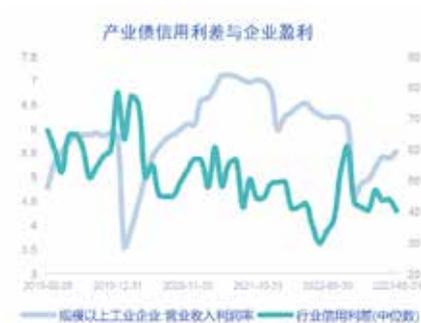
资料来源：公开资料，东方金诚整理

三、利差：信用风险溢价定价权重仍低，专精特新民企值得博弈

2023 年信用风险溢价核心驱动在于流动性溢价，受益于流动性环境及信用债供需不平衡债利差收窄，同时理财需求放缓及赎回压力，二三季度低位震荡。预计 2024 年信用风险溢价核心驱动转变，需求修复与宽松融资条件共振，违约率仍处低位。

利差分布与行业企业属性相关性密切，如交运、建筑、煤炭等央国企占比高的行业利差低分位，其中信息技术、钢铁、煤炭利差分别下行 65%、48%、46%。而机械、化工、有色民企主体较多，总体利差下行不大。地产民企利差总体上行，信用风险溢价偏高。制造业民企利差下行，钢铁、汽车、化工领先。民企中，AAA 级、AA+ 级、AA 级利差中位数分别为 4%、42%、26%，AA+ 民企利差中位数偏高，高端制造龙头值得博弈。

图表 35：产业债信用利差与企业盈利



图表 36：行业利差变化及分位数



图表 37：不同行业民企信用利差走势



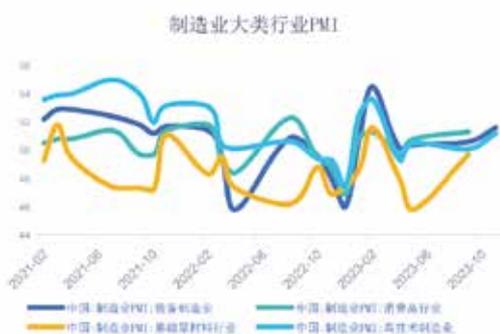
资料来源：公开资料，东方金诚整理

总体来看，宏观环境方面预计 2024 年国内再复苏叠加海外软着陆，库存周期共振修复，需求温和回升。盈利方面预计行业补库周期 PPI 上行，通胀回落成本压力缓解，高端制造价格领先修复领先，盈利回暖。竞争格局方面绿色 + 高端转型更快，龙头资本支出跨周期发力，竞争格局有望优化。现金流方面盈利修复为其提供基础动力，营运资金周转加快，但资本支出侵蚀仍存在隐忧。偿债能力方面，宽松政策下再融资压力不大，盈利修复提供边际增量偿债资金来源。民企债券中高端制造民企债券融资发力，专精特新民企值得博弈。

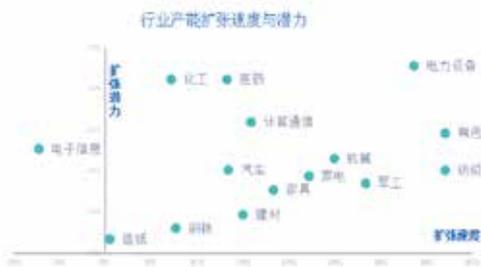
2024 年制造业信用风险展望

卢宏亮 贾圆圆

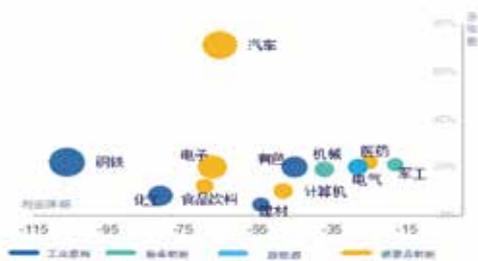
制造业大类行业 PMI



制造业产能扩张速度与扩张潜力



行业信用利差情况



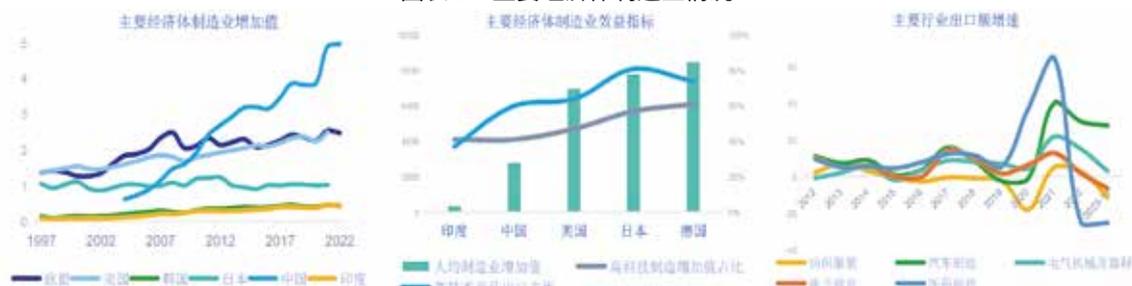
- 大国竞争加剧，制造业终为破局利器；产业链跃升恰逢宏观周期修复，从相对竞争优势到产业链高端跃升，中国制造业驱动向结构与效益换挡，现有产业与未来产业链接真空创造跨越机遇；宏观周期向上中观需求分化，2024 年需求总量回升下结构行情延续
- 全球化被动解构与主动重构，安全与效率交锋浮现；产能周期筑底；全球低增速、高排放下目标与现实拉扯加剧，绿色转型路径仍待优化；人工智能直击制造业痛点，信息技术与制造深度融合；安全可控是底线，产业链韧性提升与区域协调发展融合
- 竞争力跃升路径重构，创新引领产业体系跃升；原材料工业供需动能调整，绿色转型与产业升级寻求再平衡；装备制造基础战略产业补链强链，智能化高端化升级路径逐渐明朗；新能源行业高成长向企业高质量过渡，产业链局部失衡倒逼技术升华；内生增长助推堵点突破，高端制造曙光乍现
- 现金流周期错位修复，高端制造债券曙光乍现；补库周期 PPI 震荡上行，通胀回落成本压力缓解，总体价格修复，盈利回暖，高端制造修复领先；营运资金周转加快，资本开支谨慎，现金流共振修复；债务周期扩张动力走弱，现金流修复助力偿债能力回升；城投债供给下降地产尾部出清，制造业债券博弈价值提升

一、大国博弈与高端破局

从相对竞争优势到产业链高端跃升，中国制造业驱动向结构与效益换挡

近年我国制造业总体呈增长趋势，但总量高增长时代落幕，2023年制造业增加值占GDP的比重微降，目前我国人均制造业增加值仍低于美国、日本和德国。我国制造业体系完备但高端薄弱。我国是全球唯一拥有全部工业门类的国家，近年高技术制造业增势较好，2023年高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长18.4%、14.5%、11.1%，但目前传统产业占工业比重超80%，仍存在高端薄弱的问题。与其他国家相比，美国制造业综合优势突出，德国及日本技术和产品质量突出，但我国制造业盈利总体低于发达国家，未来产业升级驱动研发投入为大势所趋。

图表 1：主要经济体制造业情况



资料来源：Wind，国家统计局，根据公开资料整理

未来已来但分布不均，现有产业与未来产业链链接真空创造跨越机遇

目前我国优势产业包括家具、纺织服装、电气机械和器材等，此外新能源产业链优势不断提升，预计2024年我国制造业持续回升发展向好，新能源汽车、风电、船舶等细分领域延续高景气。美国研发推动型产业优势显著，包括机器人、电子器件、互联网、智能制造、医药等，预计2024年复苏势头稳定，制造业进口依赖度降低，外商投资超过疫情前水平。欧盟汽车、医药、化工等产业领先，预计2024年供应链瓶颈仍未消除，需求仍疲软。日本汽车及仪表等优势显著，供应链改善为关键。

图表 2：主要经济体贸易竞争指数及产品价格指数



资料来源：根据公开资料整理

制造业竞争基石是企业盈利比拼，颠覆性技术放大差距

中美制造业相似度相对较高，核心竞争领域包括信息技术、化学和非金属、纺织服装等。目前中国制造业整体净利润率总体低于美国制造业，我国净利率相对高的行业为家电、电子、机械、化工、医药等，美国为电子、

医药、化工、纺织等。中欧制造业竞争有所差异，核心竞争领域包括化工、机械制造业等。未来我国成本优势减弱倒逼企业升级，AI、芯片等颠覆性技术出现放大全球制造业差距。

图表 3：中美制造业整体净利润率及头部企业利润总额对比

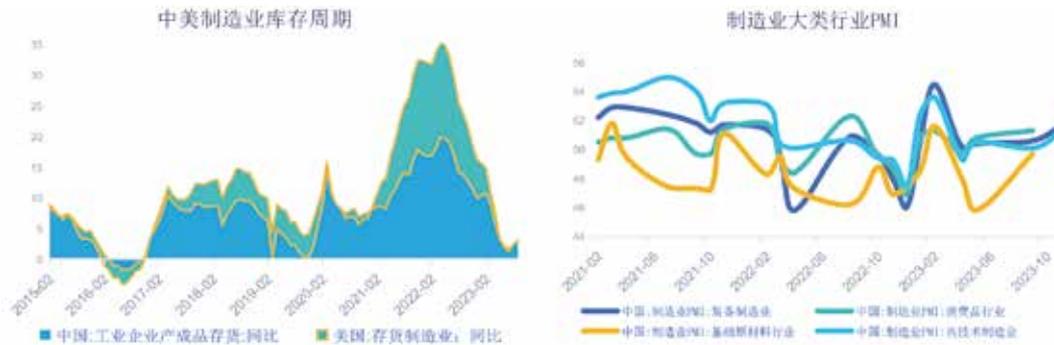


资料来源：根据公开资料整理

周期波动和结构性力量重塑未来，制造业需求总量回升下结构行情延续

预计 2024 年绿色转型共振增强，国内与国际需求分化，新旧动能分化。预计 2024 年国内经济修复强于海外，出口链修复力度偏弱，内需为主使制造业更受益。以旧换新补贴推动家电、家具等行业发展，医保支付改善、反腐风头已过等事件推动医药行业平稳提升，品牌去库结束提振纺织服装需求，AI 新需求扩容带动半导体行业发展。传统基建延续低位，长材等原材料产业需求偏弱，但新能源需求刺激新能源汽车、新材料化工等行业需求。

图表 4：中美制造业库存周期及中国制造业 PMI



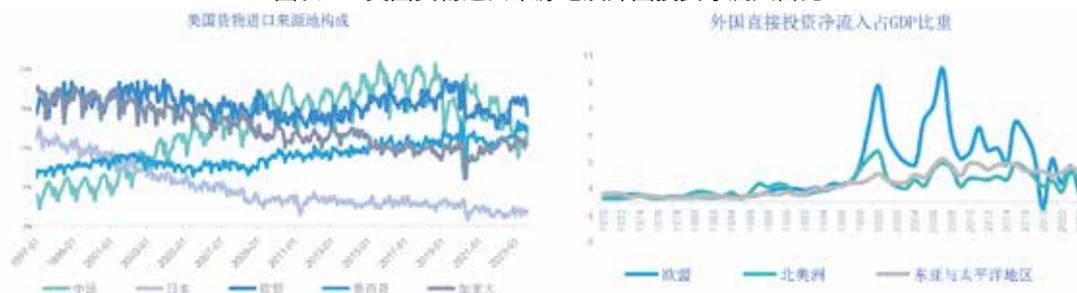
资料来源：Wind，根据公开资料整理

二、高质量与低碳下的供给优化

全球大选年全球化重构扰动加剧，供应链安全与效率交锋

2024 年为全球大选年，全球化重构扰动加剧，全球对外投资承压，结构化趋势凸显。美欧对投资及产业实施限制，欧盟及北美外国直接投资净流入占 GDP 比重有所下滑。另一方面，新一代信息通信、生物、新材料、新能源等实现技术突破，阿根廷、秘鲁等关键矿产易受供应冲击影响，结构化趋势明显。

图表 5：美国货物进口来源地及外国投资净流入占比

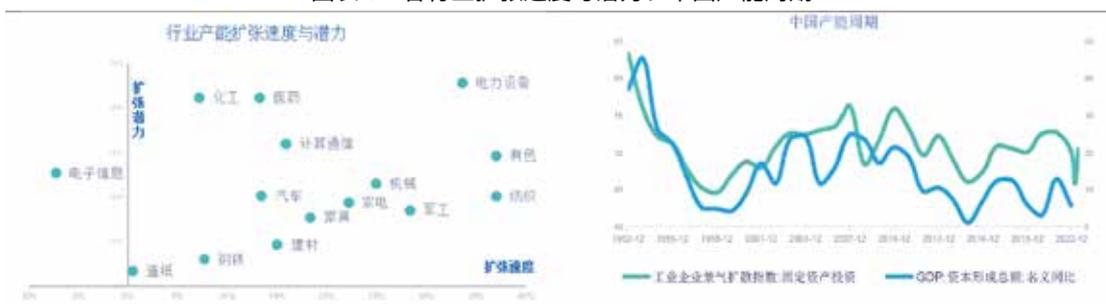


资料来源：根据公开资料整理

产能周期筑底，新动能扩张与旧动能转型节奏决定周期回升时间与力度

海外制造业补库，库存周期上行，国内原材料等传统领域需绿色转型和升级改造投资，能源转型支撑装备制造等行业高速增长，高技术制造业投资比制造业增加值增长更快，未来产能周期需要盈利提升为基础，盈利弱修复下产能周期延长。近年制造业总体产能利用率为 76.22%，建材、化工、医药行业处于低位弱修复阶段，纺织、汽车和电子行业高位震荡，有色金属、电气制造和通用设备中位值回归。

图表 6：各行业扩张速度与潜力、中国产能周期

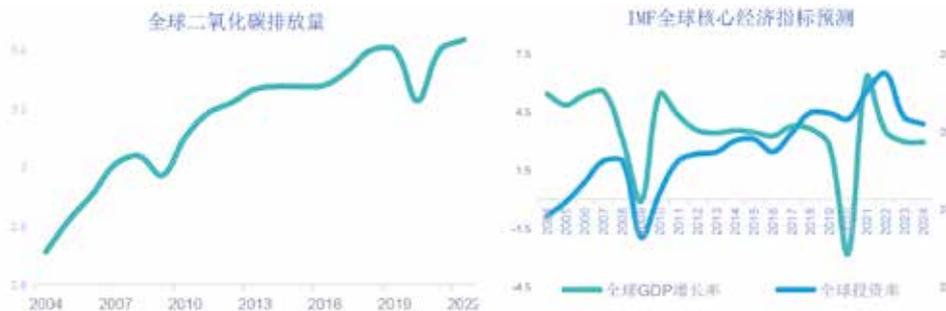


资料来源：根据公开资料整理

全球低增速、高排放下目标与现实拉扯加剧，转型路径仍待优化

近年二氧化碳排放量持续增长，全球高碳排放使完成巴黎协议难度提升，转型与经济效益的平衡拉扯加剧，政策、技术、消费者及投资者偏好均影响转型速度。能源价格低位、技术成本上升及材料恢复通缩使减排成本曲线抬升。目前海外高利率下经济增长动力不足，存在资金成本等问题，传统能源融资限制未出现，高排放仍为现实。转型路径可通过煤改气、可再生能源、储能、电动汽车等推动新能源增速，此外，AI 技术应用、可再生能源优化、电力使用优化等助力技术路径的优化与改进。

图表 7：全球二氧化碳排放量、IMF 全球核心经济指标预测



资料来源：根据公开资料整理

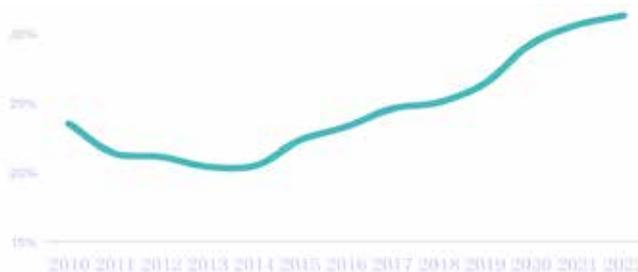
人工智能物理应用场景逐步成熟，为制造提供变革性驱动力

关键核心技术的突破为智能制造及先进制造提供驱动力。近年人工智能在国内企业应用规模持续提升，目前人工智能应用领域主要为智能生产、产品服务场景、运营管理及供应链，占比分别为 51%、25%、8%、8%。装备制造、电子信息、原材料等行业需通过智能化改造升级，但不同产业供给能力提升重点不同，原材料工业方面，有色金属行业以战略资源储备及取得关键材料为重点，钢铁行业以装备高端、绿色改造及数字化升级为重点，化工行业以高端绿色智能及技术改造为重点，新能源材料行业重点在于提升材料设备等。装备与信息行业方面，机械行业重点为智能转型，汽车行业为车用芯片、固态电池、操作系统等，电子信息行业重点为高端供给、材料设备及配套。

安全可控是底线，产业链韧性提升与区域协调发展逐步融合

制造业的发展安全可控为底线，有色金属行业需把控稀土等紧缺战略性矿产，钢铁行业保障铁资源供应，金属材料做高品质半导体材料，装备制造、医药制造、汽车及电子信息行业保障高端产品。优化内外格局，对外实现海外资源开发、标准国际合作等，对内促进区域协调发展，东部地区通过关键核心技术创新等方式打造世界先进制造业集群，中部地区布局新型产业及高新技术产业，西部地区承接东部产业转移，东北地区传统产业升级及拓展承接产业转移。

图表 9：制造业企业海外业务占比



资料来源：根据公开资料整理

三、竞争力跃升路径的重构

竞争力跃升路径重构，创新引领产业体系跃升

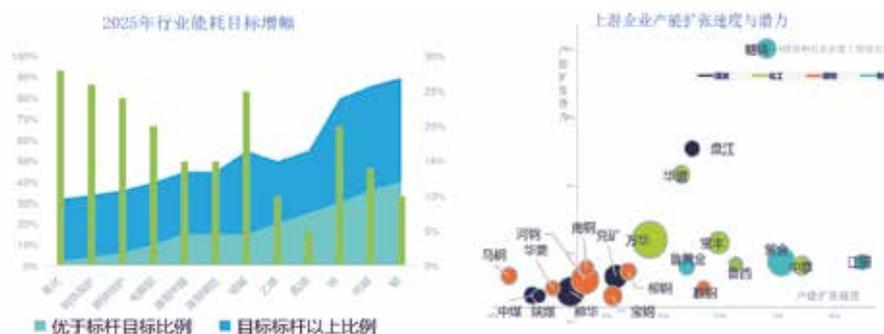
内部环境为高质量发展阶段、稳增长目标、资源条件等，大国竞争格局、供应链重构及地缘冲突加剧等为

外部因素，内外部因素共同驱动制造业科技变革、能源转型和需求升级，瞄准高端、智能和绿色等方向，“及时将科技创新成果应用到具体产业和产业链上，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业，布局建设未来产业，完善现代化产业体系”¹。

1、原材料工业：供需动能调整，绿色转型与产业升级寻求再平衡

原材料工业需在绿色转型和产业升级中寻求再平衡。绿色转型方面，针对电解铝、焦化钢铁等高耗能行业，通过政策驱动，实现由能耗双控到碳排放双控，限时分批改造，逐步淘汰无法达标企业。低碳改造及技术提升方面，有色金属行业通过节能降碳改造、绿色开采等实现，钢铁行业通过超低排放、超低能效等方式实现低碳改造。产业升级方面，在房地产需求回落背景下，钢铁、建材扩张放缓，有色、玻纤在新能源需求带动下逐步结构化扩张。

图表 10：2025 年行业能耗目标增幅、企业产能扩张速度及潜力

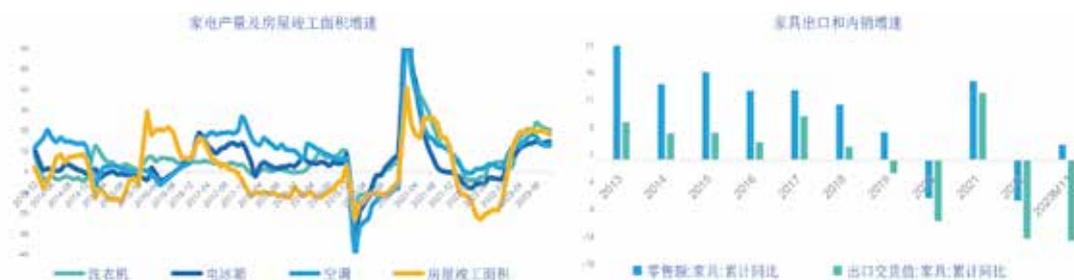


资料来源：根据公开资料整理

2、轻工制造：数字化与整家时代，家具用品的升级与跨界

轻工制造通过数字化供给引领新需求，生产、研发全价值链平台化运作。数字化方面，以物联网、AI 技术发展为基础，做智能家电升级，通过“健康 + 家电”实现品类升级。代表性企业包括家电家居融合的美的，差异方案及全屋感知的海尔、生产数字化的格力及研发一体化的苏泊尔等。全价值链方面，实现从产品到解决方案的转变，从单品到整家定制。代表性企业包括顾家家居：启动“一体两翼，双核发展”的新战略，两翼指“一体化整家业务突破 + 软体品类运营创新”；索菲亚：坚持“多品牌、全渠道、全品类”的战略布局，通过整家定制促进全品类业绩增长；欧派家居：加速推进大家居战略，持续推进研发生产改革，加强数字化、智能化、流程化管理。

图表 11：家电产量及房屋竣工面积增速、家具出口和内销增速



资料来源：Wind，根据公开资料整理

¹ 习近平总书记在中共中央政治局第十一次集体学习时强调内容。

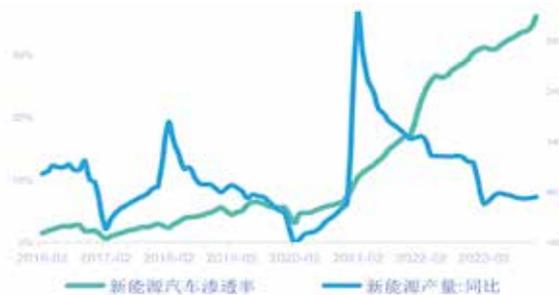
3、装备制造：基础战略产业补链强链，智能化高端化升级路径逐渐明朗

装备制造以智能制造及数字化转型为方向，核心领域包括新能源汽车、航空航天、基础零部件等行业，重点突破新型传感器、智能测量仪表、工业控制系统等高端装备。工程机械产业补链强链，交运装备、农机装备固链强链，工业母机延链建链。

4、新能源：高供给与政策高推动延续，局部失衡及盈利低位倒逼技术升华

近年新能源汽车产销量及渗透率持续提升，但增速放缓，处于高增速向平稳增长的转换阶段。锂电供给扩张超过需求存在局部过剩，风电整机大型化发展且竞争激烈，光伏存在硅料过剩，技术为王。局部失衡及盈利低位倒逼技术升华，汽车行业渗透率将与智能网联汽车普及率融合提升，光伏行业聚焦现金和成本，风电行业通过大兆瓦机型及海上海外风电的拓展实现多维度降本增效，储能方面加快发展低成本高安全长寿命的新型储能。

图表 12：新能源汽车渗透率及产量增速（右轴）

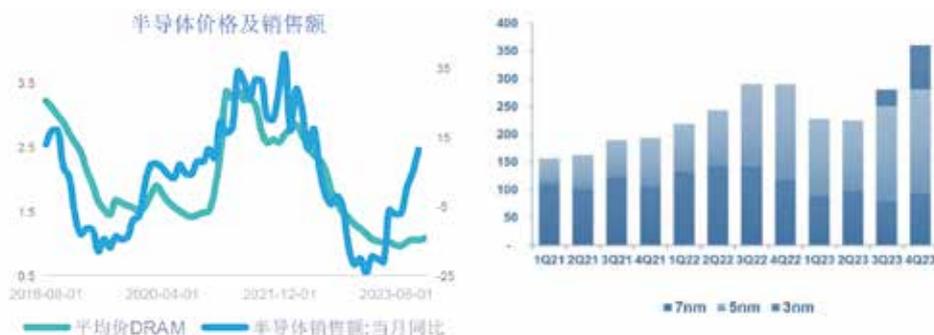


资料来源：Wind，根据公开资料整理

5、高端制造：内生增长助推堵点突破，高端制造曙光乍现

国产替代、政策加码及新兴需求共同推动半导体等高端制造发展。华为 Mate60pro 发布使高端芯片替代照进现实，目前元器件国产化率超过 90%，设备国产化率 10%，逐步实现国产替代；AI 大规模应用逐步落地，AI 模型应用算力需求爆发。医药制造方面，老龄化加速、全球新一轮创新周期崛起推动创新药与疫苗等研发需求，加之医疗反腐推动销售规范化、创新药企政策风险降低为医药制造提供良好外部环境，但集采等仍对行业存在冲击。

图表 13：半导体价格及销售额、TSMC 先进工艺节点收入、中国创新药 IND 和 NDA 数量





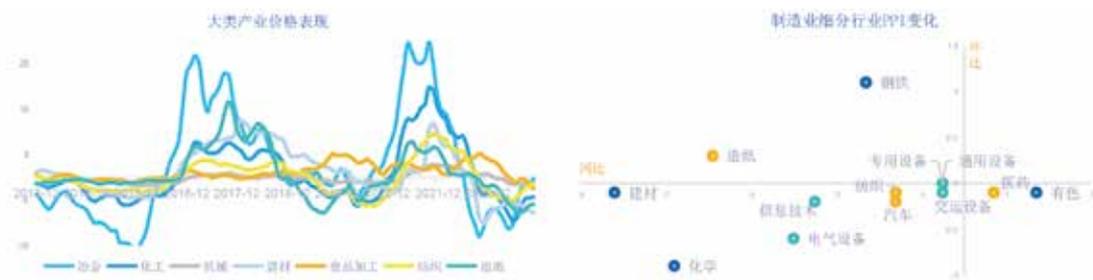
资料来源：根据公开资料整理

四、现金流周期错位的修复

流动性约束减弱，海外降息幅度及补库不确定下价格修复仍有波动

美元利率见顶，但降息路径存在分歧，流动性约束减弱，但海外降息幅度及补库的不确定使制造业价格修复仍有波动。制造业四大门类价格表现不同，工业原料价格分化，通胀品总体价格偏弱，工业品价格小幅修复；机械工业韧性较强，交运通用专用价格表现优异，电气产能过剩抑制价格；信息技术价格触底，DRAM 价格回暖，AI 算力芯片价格走强；消费品价格稳健，降费减弱修复医药制造价格，汽车价格战仍在延续。

图表 14：制造业价格表现及 PPI 变化



资料来源：Wind，根据公开资料整理

横向利润结构长期调整，纵向总量温和回升内部结构优化

横向利润结构相比，美国利润前三大行业为信息技术、医药和机械，占比分别为 44%、16% 和 13%，中国利润前三大行业为信息技术、电气和汽车，占比分别为 12%、11% 和 8.7%。不同行业的纵向利润空间中，工业原料的新能源属性决定利润分化，钢铁利润处于低位，有色金属对行业利润进行修复；装备制造出海延续，利润修复，汽车制造在利润与销量之前寻求平衡，工程机械出口对利润提升延续；高端制造周期触底回升，半导体在 AI 增量中利润回升，医药制造在集采趋于温和及创新延续中利润回升；轻工制造利润有所分化，家具行业利润受房地产拖累，纺织服装行业受出口提振，盈利修复。

图表 15：制造业利润情况



资料来源：根据公开资料整理

库存周期回升及再复苏下的营运资本周转修复

存货周转率与周期存在弱相关性，细分行业存货周期中，造纸、汽车、家具、纺服、信息技术和建材处于深度去库周期，有色金属、化工、电气、通用设备为库存底部，专用设备、医药和纺织处于补库存阶段。应收账款周转率与周期存在强相关性，对周期更加敏感，预计 2024 年再复苏环境下制造业应收账款周转率呈上行趋势，具体来看，工业原料地位强势、电池与光伏受益于行业高景气，以上产业应收账款周转率相对较高，装备制造应收周转率总体偏低。

图表 16：制造业营运效率



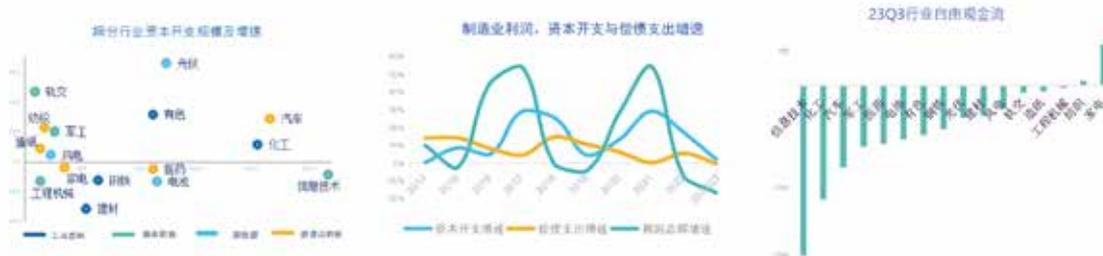
资料来源：根据公开资料整理

乍暖还寒资本开支仍偏谨慎，自由现金流修复动力增强

新能源新材料引领资本开支增速，但总体制造业资本开支仍偏谨慎，在资本开支意愿偏弱及盈利触底修复背景下，制造业自由现金流修复动力增强。工业原料中，化工自由现金流处于低位，有色金属整体资本开支规模较大，自由现金流修复，钢铁盈利及开支对现金流形成挤压；装备制造中，机械行业延续回升，信息技术开

支增速较高；新能源中，光伏高开支延续，风电及电源小幅修复；消费品受出口带动盈利回升，纺织服装及家电行业现金流受益。

图表 17：制造业资本支出规模及现金流



资料来源：Wind，东方金诚整理

债务周期扩张动力减弱，现金流修复助力偿债能力回升

债务周期上行动力放缓，预计债务上升行业为造纸、光伏、化工等，有色金属、钢铁、风电、轨道交通、家电等债务呈下降趋势，偿债资金来源方面，在货币政策宽松及融资资金到位情况良好的背景下，货币资金良好，资本支出地位及盈利修复带动自由现金流回暖，共同助力制造业偿债能力回升。

图表 18：制造业债务负担及偿债能力



资料来源：根据公开资料整理

五、制造业民企债的朝晖

行业从分散到聚焦，制造业转型升级下先进制造民企融资发力

政策助力高端制造民企债券融资，高端制造延续融资景气度，传统制造与高端制造背离。2023 年制造业民

营企业²共发行债券 2049.97 亿元，同比增长 15.01% 发行主体数量合计 208 家，同比增长 123.66%。民企净融资领先，央企强化负债管理净融资大幅净流出。2023 年国资委强化负债约束，中化集团、中国一汽、宝武钢铁等中央企业净融资流出 1361 亿元，地方经济转型升级，地方国企净融资保持流入，但规模相对不大，合计 65 亿元，先进制造引领民营企业融资发力，合计净融资 420 亿元。

图表 19：制造业民营企业发行及融资情况



资料来源：根据公开资料整理

制造业级别下调及新增违约下行，存量民企内生竞争力仍需提升

2018 年后民企违约规模及违约率大幅领先国企，2020 年来制造业企业债券受此违约数量持续下降，2023 年制造业无新增违约。级别调整方面，2023 年级别上调主要集中在新能源和高端制造领域，级别上调家数 11 家，级别下调均为民企，以轻工和原材料行业居多，级别下调家数 18 家。2024 年经济修复动力增强，预计级别下调减少。2021 年以来弱资质民企在债券市场持续出清，但民企信用质量仍待修复，提质增效、高质量发展仍在路上。

图表 20：制造业企业债券违约情况



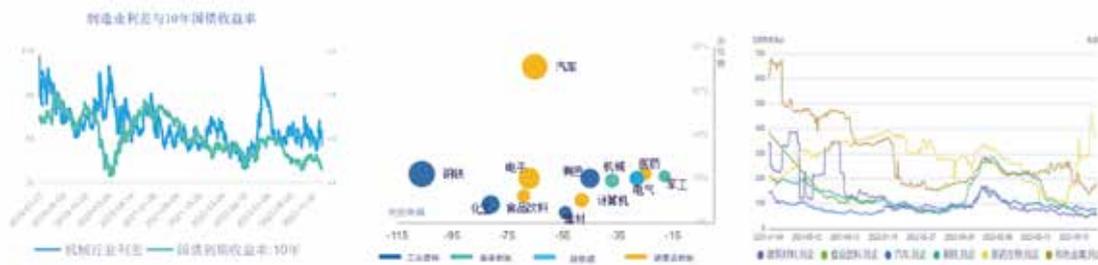
资料来源：Wind，根据公开资料整理

2 数据来自 wind 行业分类 - 工业

城投债供给下降地产尾部出清，配置轮动下制造业博弈价值提升

基本面为受地产拖累，新动能尚未成熟，政策面为政府加杠杆及货币政策配合，预计 2024 年基本面及政策面支持利率中枢震荡偏低，城投债性价比回落，房地产尾部出清，制造业债券配置价值提升。行业景气度与信用利差的性价比中，高性价比行业为医药、信息技术等，低性价比行业为建材、钢铁、化工等。近年制造业民企利差呈下行趋势，部分制造业民企利差略低，流动性好，部分化工、有色金属民企利差位于高位，部分机械、钢铁、水泥龙头利差位于低位。

图表 21：制造业利差情况



资料来源：Wind，根据公开资料整理

六、结论

需求方面，宏观周期向上，中观需求分化，制造业需求总体回升下结构行情延续；盈利方面，总体价格修复，盈利回暖，补库周期 PPI 震荡上行，通胀回落成本压力缓解，高端制造修复领先；竞争格局方面，科技突破及绿色转型赋能，国际化布局加速，制造业竞争格局重塑与分化并行；现金流方面，盈利修复及营运资金周转加快，资本开支谨慎，现金流共振修复；偿债能力方面，债务周期扩张动力走弱，现金流修复助力偿债能力回升；债券方面，基本面修复，城投债供给下降地产尾部出清，制造业博弈价值提升。

2024 年光伏行业信用风险展望

段莎

行业信用质量：稳定

光伏样本企业主要数据指标



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

- 政策轮番驱动，行业迈入高质量发展时代，2024 年国家继续推进能源革命，政策利好暖风频吹，但国际市场对我国光伏产品的贸易限制政策具有不可预测性；
- 2023 年全球光伏新增装机快速增长，国内市场爆发式增长，在“双碳”目标驱动下，预计我国光伏新增装机需求仍将保持旺盛但增速将有所放缓；
- 我国光伏行业产能存在一定阶段性和结构性过剩风险，未来国家将引导产业合理规划布局，稳步推进产业技术迭代和转型升级；
- 2023 年光伏产业局势扭转，各环节产品价格持续走跌，预计 2024 年光伏产业链全线产品价格仍将低位磨底；
- 光伏行业迈入“洗牌”阶段，未来拥有垂直一体化和规模优势的企业竞争优势将更加明显；
- 2023 年光伏企业股权融资收紧，信用债发行只数和规模同比均保持增长，考虑到存续债券以可转债为主，未来转股可能性较高，整体偿债压力可控。

一、行业基本面

2023 年政策轮番驱动，光伏行业迈入高质量发展时代，2024 年国家继续推进能源革命，政策利好暖风频吹，为行业健康发展打下良好的政策基调，但国际市场对我国光伏产品的贸易限制政策具有不可预测性

2023 年 1 月，工业和信息化部等六部门联合发布《关于推动能源电子产业发展的指导意见》，系统化、精准化地引导企业针对能源智能化开展业务，为能源产业的智能化发展提供技术创新的产品资源，有利于促进我国光伏产业链高质量发展。

2023 年 3 月，自然资源部、国家林业和草原局办公室、国家能源局综合司印发《关于支持光伏发电产业发展规范用地管理有关工作的通知》，严格规定了新建光伏的用地要求，进一步优化了大型光伏基地和光伏发电项目空间的布局为后续光伏产业的良性发展奠定了基础。

2023 年 8 月，国家发展改革委会同有关部门联合印发《关于促进退役风电、光伏设备循环利用的指导意见》，旨在减少光伏设备生产运维过程中的原生材料消耗，降低新能源产业自身的碳排放，为退役风电、光伏设备高效循环利用奠定坚实基础。

2023 年 10 月，国家能源局发布《关于组织开展可再生能源发展试点示范的通知》，通过组织开展可再生能源试点示范，着力推动可再生能源技术进步、成本下降、效率提升、机制完善，加快规划建设新型能源体系，为如期实现“双碳”目标提供有力支持。

2023 年 11 月，工业和信息化部办公厅、国家能源局综合司等五部门发布《关于开展第四批智能光伏试点示范活动的通知》，要求支持培育一批智能光伏示范企业，建设一批智能光伏示范项目，融合运用 5G 通信、大数据、互联网、人工智能等新一代信息技术，为用户提供智能光伏服务。

2023 年 11 月 13 日，工业和信息化部召开了制造业企业座谈会，详细了解了光伏行业的发展情况，指出要聚焦光伏行业的高质量发展，加强顶层设计和政策供给，明确优化供给方向。

总体来看，光伏行业发展高度依赖政策支持，2023 年行业政策轮番驱动，迈入高质量发展时代。

图表 1 2023 年我国光伏行业政策

部门	文件名称	主要内容
工业和信息化部等六部门	关于推动能源电子产业发展的指导意见	鼓励开发先进适用的智能光伏组件，发展智能逆变器控制器等关键部位。加大对关键技术装备、原辅料研发应用的支持力度。加快构架光伏供应链溯源体系，推动光伏组件回收利用技术研发及产业化应用。
自然资源部、国家林业和草原局、国家能源局综合司	关于支持光伏发电产业发展规范用地管理有关工作的通知	鼓励利用未利用地和存量建设用地发展光伏产业，在严格保护生态前提下鼓励在沙、戈壁、荒等区域选址建设大型光伏基地；对于油田、气田以及难以复垦或修复的采煤沉陷区，推进其中非耕地区域规划建设光伏基地。光伏发电项目用地实行分类管理，光伏方阵用地不得占用耕地，光伏方阵用地涉及使用林地的，须采用林光互补模式。
国家发展改革委会	关于促进退役风电、光伏设备循环利用的指导意见	支持光伏设备制造企业通过自主回收、联合回收或委托回收等模式，建立分布式光伏回收体系。鼓励风电、光伏设备制造企业主动提供回收服务；支持第三方专业回收企业开展退役风电、光伏设备回收业务等。
国家能源局	关于组织开展可再生能源发展试点示范的通知	光伏发电是试点示范的五大主要方向之一。国家将积极支持光伏的技术创新和开发建设，包括户外实验、新型高效光伏电池技术示范、光伏治沙示范、光伏廊道示范以及海上光伏试点。
工业和信息化部办公厅、住房和城乡建设部办公厅、交通运输部办公厅、农业农村部办公厅、国家能源局综合司	关于开展第四批智能光伏试点示范活动的通知	支持培育一批智能光伏示范企业，包括能够提供先进、成熟的智能光伏产品、服务、系统平台或整体解决方案的企业。支持建设一批智能光伏示范项目，包括应用智能光伏产品，融合运用 5G 通信、大数据、互联网、人工智能等新一代信息技术，为用户提供智能光伏服务的项目。优先考虑方向：光储融合、建筑光伏、交通运输应用、农业农村应用、光伏绿色化、关键信息技术、先进光伏产品、新型设施和实证检测。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2024 年全国两会政府工作报告提出，积极稳妥推进碳达峰碳中和；扎实开展“碳达峰十大行动”；深入推进能源革命，控制化石能源消费，加快建设新型能源体系；加强大型风电光伏基地和外送通道建设，推动分布式能源开发利用，发展新型储能。

从国务院部署 2024 年工作任务时提出“加强大型风电光伏基地建设、推动分布式能源开发利用”，到中共中央办公厅、国务院办公厅文件称“实施好沙漠、戈壁、荒漠地区大型风电和光伏基地建设”，光伏行业可谓是政策利好暖风频吹，为 2024 年光伏产业健康发展打下了良好的政策基调。

图表 2 顶层设计：政府工作报告中的“光伏”



资料来源：公开资料，东方金诚整理

光伏是全球化布局的产业，易受政策影响和全球政经形势的冲击。我国光伏行业在强势发展的情况下仍要警惕外部环境不确定性带来的挑战。2023 年以来，部分欧洲议会议员以及产业组织将欧盟光伏产业面临的问题归咎于中国光伏产品的大量进入，并支持对中国光伏产品采取贸易手段，欧盟正酝酿对中国光伏企业发起反倾销调查。美国将清洁能源技术视为影响国家安全的技术，限制中国获取和使用，加速与中国“脱钩断链”，对光伏产业采取包括出口限制、反倾销、反补贴等措施；对于从柬埔寨、马来西亚、泰国和越南转口的光伏产品实施规避调查等。综上，国际市场对我国光伏产品的贸易限制政策具有不可预测性。

2023 年全球光伏新增装机容量快速增长，其国内市场呈现爆发式增长，在“双碳”目标驱动下，预计我国国内光伏新增装机需求仍将保持旺盛但增速将有所放缓

2022 年以来，传统能源价格的持续上升进一步加速光伏产业的发展，光伏产业高景气度延续。2022 年，全球光伏新增装机 230GW，同比增长 35.30%；其中，我国光伏新增装机 87.41GW，同比增长 59.30%。2023 年，全球光伏产业继续保持良好的发展势头，根据 IRENA 最新报告¹显示，全球新增装机容量 345.5GW，成为最大的新增电力来源；其中，我国光伏新增装机 216.88GW，同比增长 148%，创历史新高。2023 年，光伏超越水电，成为我国的第二大电源。

根据美国联邦能源监管委员会（FERC）发布的《能源基础设施更新》报告，截至 2023 年 10 月，美国安装的光伏装机容量为 10937MW，占其各种能源总装机容量的 42.1%；目前累计安装的光伏装机容量占其各种能源总装机容量的 7.3%，正在接近水电；预计 2023 年全年光伏新增装机 33GW。拜登政府公布到 2035 年实现 100% 的清洁电网，预计未来光伏新增装机将继续提速。

2023 年 11 月，中美两国发布了“阳光之乡声明”，宣布到 2030 年将全球可再生能源装机容量增至三倍，并计划从 2020 年水平出发，在未来十年内加速两国的可再生能源部署。根据三倍目标的设定，预计在 2021 年~2030 年，每年平均将新增装机达到 560GW 左右。目前 2021 年~2022 年的年均新增装机为 287GW，因此在 2023 年~2030 年，预计年均新增装机将达到约 630GW。

¹ 《2024 年可再生能源容量统计报告（Renewable Capacity Statistics 2024）》。

我国按照“双碳”目标加速调整能源结构，预计 2024 年我国光伏装机需求仍将保持旺盛但增速将有所放缓。根据国家发改委能源研究所预测，预计 2025 年我国光伏总装机将达到 730GW。

图表 3 全球光伏新增装机情况



资料来源：同花顺 iFinD、公开资料，东方金诚整理

我国光伏行业产能存在一定阶段性和结构性过剩风险，未来国家将引导产业合理规划布局，稳步推进产业技术迭代和转型升级

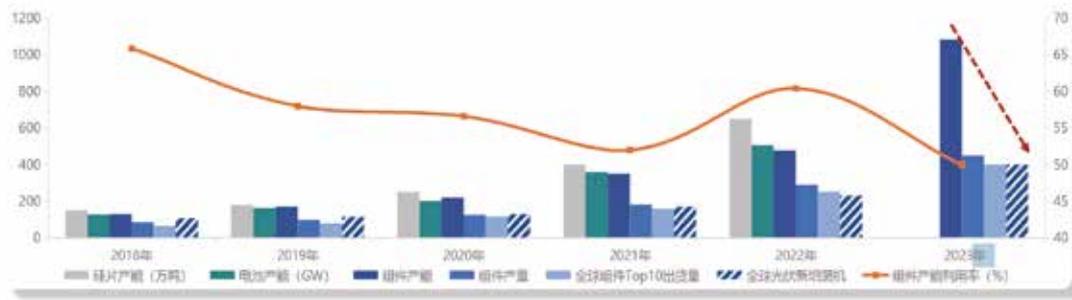
经过多年发展，我国光伏产业工艺技术水平不断升级，产业制造和装机应用规模持续扩大，光伏发电成本不断降低，产业生态及供应链建设逐渐完善，产业综合实力达到国际先进水平。

2022 年，我国光伏硅料、硅片、电池和组件产量分别达 85.7 万吨、371.3GW、330.6GW 和 294.7GW。2023 年以来，我国光伏产业继续保持良好发展态势，产业规模持续扩大，多晶硅、硅片、电池和组件等主要制造环节产量同比增长均超过 64%，行业总产值超过 1.75 万亿元。

目前，全球光伏产业进入景气发展周期，同时也出现周期性震荡、供应链阶段性供需错配等情况。我国光伏行业确实存在一定阶段性和结构性过剩风险，但总体属于行业发展正常范围，原因在于：一是绿色低碳大趋势促使光伏行业大发展，适当的供大于求才能引导企业合理竞争；二是光伏行业总体属于泛半导体领域，具有周期性发展特征，阶段性的震荡是正常属性；三是光伏产业链条长、技术迭代快，且各环节建设周期不尽相同，在一定阶段可能出现结构性过剩现象。

我国光伏行业经历过“三落四起”，与此前下行周期需求低迷不同，在全球能源转型大趋势下，当前光伏行业的成长性具有确定性。未来，国家将加强光伏行业规范管理，引导产业合理规划布局，稳步推进产业技术迭代和转型升级。

图表 4 光伏产能、出货量、新增装机的内在逻辑变化



资料来源：公开资料，东方金诚整理

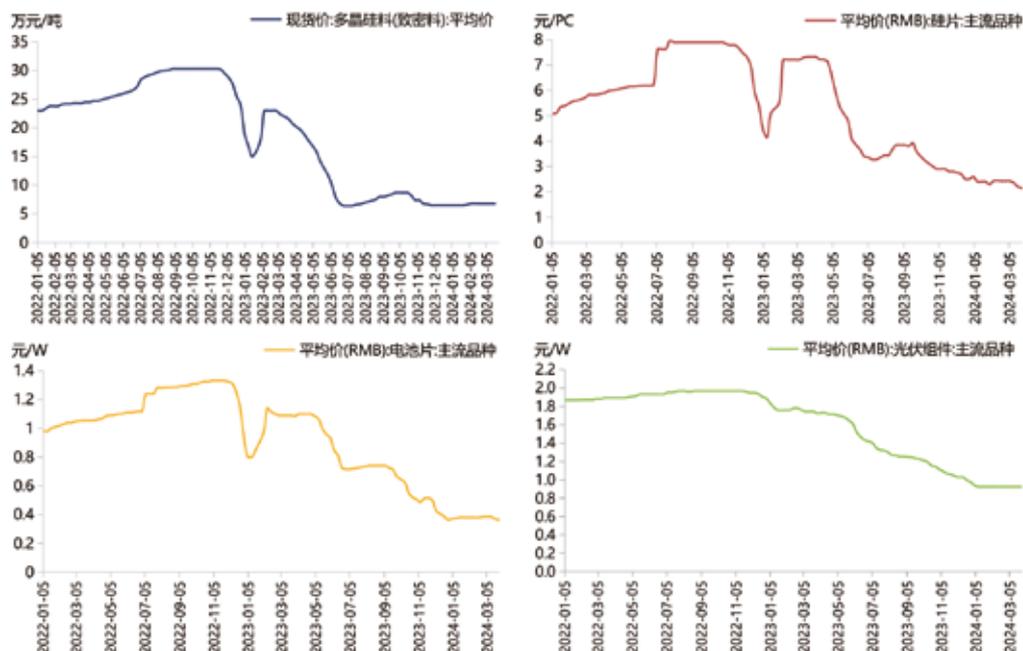
2023 年光伏产业局势扭转，各环节产品价格持续走跌，对不具备规模优势和垂直一体化优势的企业造成巨大的经营压力，预计 2024 年光伏产业链全线产品价格仍将低位磨底

2023 年光伏产业局势扭转，各环节产品价格持续走跌，虽在一定程度上明显降低了发电端成本，但低廉的产品价格对不具备规模优势和垂直一体化优势的企业造成巨大的经营压力。

从多晶硅料来看，2023 年初，多晶硅料（致密料）价格止跌并快速上升，2023 年 2 月 8 日上涨至最高峰 23 万元 / 吨；随后，受前期产能快速释放等影响，多晶硅料价格急速下降至 6.4 万元 / 吨；7 月之后，多晶硅料价格进入震荡摸底阶段，反弹重回 8 万元 / 吨；9 月现货叠加枯水期成本抬升，多晶硅投产放量带动部分补库需求，硅料价格缓慢上行。受制于下游价格接受能力大幅下滑，硅料在产业链中价格跌幅最大，预计未来硅料价格将继续下探，产业链利润重新分配。

硅片作为多晶硅料的直接下游产业，其价格变动主要受上游成本传导影响。2022 年以来，硅片价格趋势与多晶硅基本保持一致；2023 年，硅片价格持续走低。考虑到硅片环节供大于求及多晶硅价格低位态势短期内难以扭转的局面，预计 2024 年硅片价格仍将保持低位运行。

图表 5 光伏产业链全线价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

电池片方面，P型电池价格从2023年初的0.8元/W跌至年末0.4元/W，全年价格呈“先扬后抑”趋势。2023年是电池片技术由P型向N型加速过渡的一年，自5月份开始，N型TOPCon电池开始集中报价，并与P型电池维持一定价差。受N型电池产能快速放量的影响，虽然N/P型电池存在价差，但N型电池的价格半年内跌幅接近60%，这为2024年电池环节N、P型产能加速转换提供更大的驱动力。

2023年以来，组件价格呈快速下降趋势；10月中标合同报价首次跌破1元/W，低价中标带来价格内卷。2024年一季度，组件价格仍未出现止跌迹象。垂直一体化企业凭借自身成本优势和较强的抗风险能力获取微利；但考虑到非一体化企业制造成本更高，低廉的价格已对中小企业及非一体化企业形成巨大经营压力，光伏行业迈入“洗牌”阶段。

光伏行业迈入“洗牌”阶段，多数企业将遭淘汰，未来拥有垂直一体化和规模优势的企业竞争优势将更加明显

国内光伏市场主要竞争者包括国内龙头企业、地方光伏企业以及外资企业。国内龙头企业占据了主要市场份额，但地方光伏企业和外资企业也在不断加强研发和生产，提高产品竞争力。根据InfoLink数据，2023年光伏龙头企业组件出货量大幅提升；其中第一梯队成员未发生变化，晶科能源、天合光能、隆基绿能和晶澳科技占据前四位，晶科能源组件出货量重回全球第一。光伏行业竞争格局不断变化，一些光伏企业因技术落后、成本过高等问题逐渐被淘汰，而一些具有创新能力和成本优势的企业逐渐崭露头角，总体来看，未来拥有垂直一体化和规模优势的企业竞争优势将更加明显。

图表6 光伏头部企业产能规划及竞争格局



资料来源：公开资料，东方金诚整理

二、光伏企业信用表现

光伏企业利润总额和自由现金流同比提升，硅料硅片和垂直一体化企业货币资金相对充裕，整体偿债能力较强，但行业债务率不断走高，需关注后期资本支出压力

从财务指标来看，受经营规模扩大因素带动，2023年前三季度光伏企业营业收入和利润总额同比有所增长，但由于上游原材料价格上涨，营业利润率同比有所下降；经营性净现金流和自由现金流同比提升，现金收入比有所提升但处于水平不高；受在建项目资本支出不断增加，债务率水平不断走高，但整体债务负担尚可。从产业链各环节来看，硅料硅片和一体化企业的货币资金相对充裕，高于行业平均水平；各环节企业短期偿债能力虽分化明显，但整体维持较强水平。

图表 6 样本光伏企业偿债能力表现



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚根据样本企业整理

三、融资表现

2023 年上半年光伏企业掀起股权融资潮，8 月再融资新政导致融资端收紧，信用债发行只数和规模同比均保持增长，考虑到存续债券以可转债为主，未来转股可能性较高，整体偿债压力可控

2023 年光伏行业估值大跌，与企业亮眼的业绩反道而行，说明投资者对行业未来盈利预期有所下降。光伏企业融资中，股权融资占比较高。2023 年上半年光伏企业掀起股权融资潮，IPO、定增以及可转债均表现较好；8 月份证监会发布的再融资新政导致融资端收紧，光伏企业下半年融资骤降，四季度影响尤为明显，全年股权融资同比下降。退一步讲，在行业产能阶段性和结构性过剩背景下，再融资新政使得多数光伏企业 IPO 暂缓、增发态度急转，融资趋紧导致募投项目推进缓慢，亦有望带动供需格局优化。

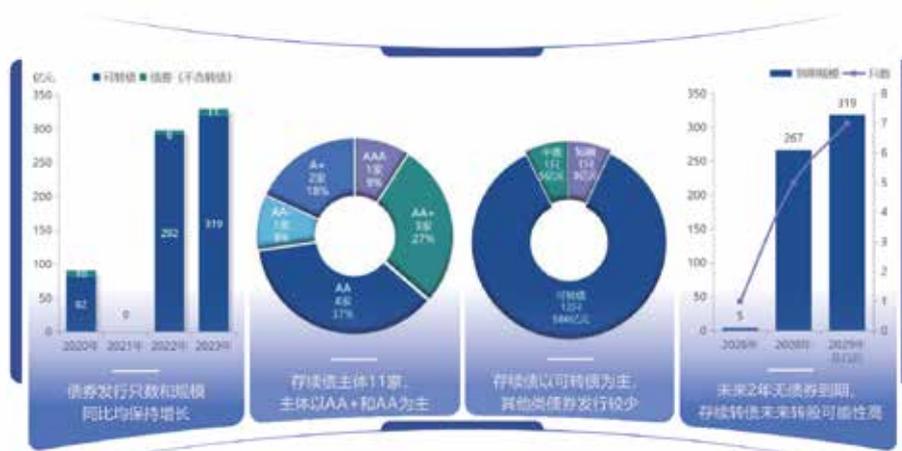
图表 7 2023 年光伏行业股权融资表现



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚根据样本企业整理

债券市场方面，2023 年光伏企业信用债（含可转债）发行只数和规模同比均保持增长。截至 2023 年末，光伏企业存续债主体 11 家，主体以 AA+ 和 AA 为主；存续债以可转债为主，其他类债券发行较少。从债券到期分布来看，近 2 年集中偿付风险较小。考虑到光伏企业存续债券以可转债为主，未来转股可能性较高，整体偿债压力可控。

图表 8 2023 年光伏行业债券市场表现



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚根据样本企业整理

四、结论

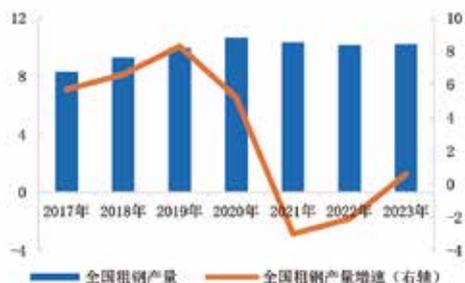
东方金诚预计，2024 年光伏行业信用风险将维持稳定。光伏行业需进一步关注以下因素：

- (1) 竞争愈发激烈，产品价格不断探底，企业的垂直一体化布局及成本控制能力尤为重要；
- (2) 技术迭代不断推出，技术路线和技术储备将有利于形成竞争对手难以赶超的壁垒；
- (3) 行业面临前所未有的发展环境，企业优秀管理能力和决策能力不可缺失；
- (4) 多数光伏企业均有扩产计划，行业未来面临大规模资本支出压力；
- (5) 行业洗牌节奏将加快，充沛的现金流和货币资金仍为生存的安全保障。

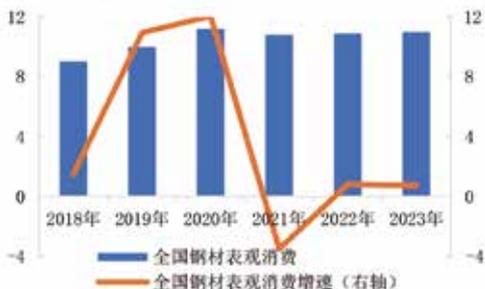
2024 年钢铁行业信用风险展望

乔艳阳

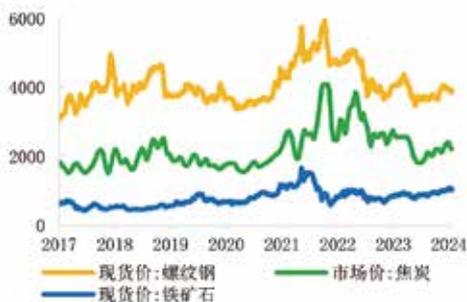
行业供给 (亿吨、%)



行业需求 (亿吨)



行业需求 (亿吨)



- 2023 年行业表现“三高三低”，房地产需求低迷拖累粗钢消费，叠加高成本侵蚀，产能潜在过剩，钢铁价格和利润继续下行；
- 预计 2024 年房地产回暖缓慢，基建支撑仍在，制造业拉动效果逐步显现，出口有望维持增长，钢材需求进入平台期；
- 供给调控逐步由粗钢平控转向自主调节，预计短期供需维持动态平衡，预计 2024 年粗钢产量同比持平，生产端持续推进产能和产品升级；
- 铁矿石、焦煤供应刚性，叠加粗钢稳产提供需求支撑，预计 2024 年主要原材料价格持续坚挺，利润向上游集中；
- 预计 2024 年钢铁行业盈利修复偏弱，但具体钢材品种存在盈利分化，高端板材、特钢等产品迎来发展良机；
- “双碳”背景下钢企资本开支规模仍保持高位，预计 2024 年盈利修复向化债传导受阻，有息债务压降空间有限，偿债能力小幅提升
- 2023 年钢铁行业债券净融资规模仍为负数，行业利差位于中上游产业前列，预计 2024 年钢铁行业利差压缩空间有限，银行融资对发债替代效应仍在。

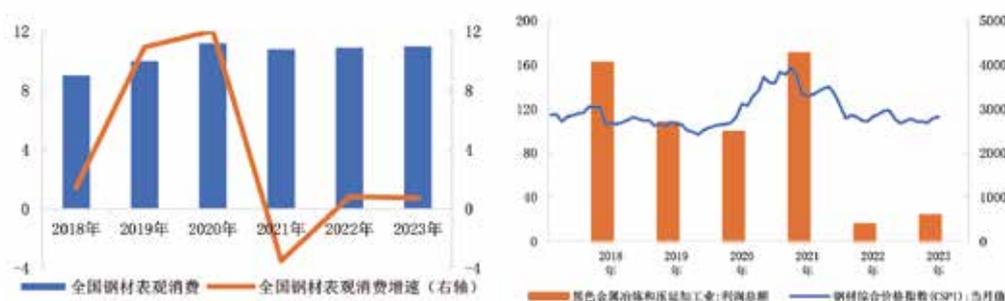
一、行业回顾

2023 年行业表现“三高三低”，房地产需求低迷拖累粗钢消费，叠加高成本侵蚀，产能潜在过剩，钢铁价格和利润继续下行，行业处于周期筑底、艰中转型阶段

目前钢铁行业进入周期探底阶段，需求及盈利下滑；同时钢铁行业在盈利欠佳的情况下，仍需持续推进产能置换和产业升级，因此现在钢铁行业处于周期筑底、艰中转型阶段。

2023 年钢铁行业整体表现“三高三低”，即高产量、高成本、高出口，低需求、低价格、低效益。需求方面，房地产需求低迷拖累了粗钢消费，虽然出口表现亮眼，但总需求下滑；钢铁行业供给端似乎陷入了“囚徒困境”，需求不振情况下粗钢产量仍同比持平，因此出现产能潜在过剩；在供大于求的情况下，钢价中枢下移。反观原材料端，充足的粗钢产量为铁矿石价格提供了支撑，且另一主要原材料焦炭借着能源紧缺的东风，均价同比下滑但仍然处于高位，由此钢厂受到低价格和高成本的双重挤压，出现了低效益，部分钢企出现亏损。

图表 1：近年钢铁行业需求及盈利情况（亿吨、%、亿元、点）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

二、行业展望

1. 需求：需求结构转变，出口表现亮眼

预计 2024 年房地产回暖缓慢，基建支撑仍在，制造业拉动效果逐步显现，钢材需求进入平台期

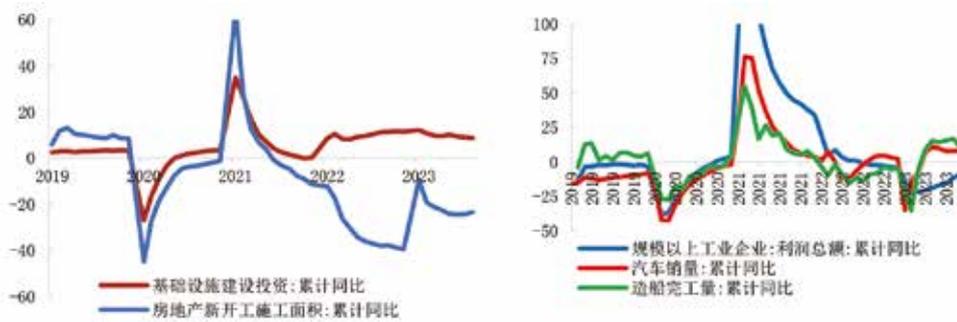
目前房地产的景气度仍然是影响钢铁需求的关键因素，2023 年房地产新开工面积同比下降 20.40%，房地产施工面积同比下降 7.20%，虽然降幅有所收窄，但地产用钢需求仍继续下滑，直接拖累粗钢需求表观消费同比下降 2.8%。虽然各层面都在积极救市，出台多项政策刺激购房需求，但政策存在一定延时、消费者也在观望、不同地区的房地产市场恢复情况存在差异，因此预计 2024 年房地产市场仍然延续弱复苏，回暖相对缓慢。在经济承压、地产疲弱背景下，基建稳增长力度加大，近两年基建一直起到托底的作用，2023 年基建投资依然保持 8.24% 的增速，并且预计新发行的一万亿国债将部分投入到基建中，预计 2024 年基建对钢铁需求的支撑仍在。

在长材需求下滑的阶段，钢材市场出现一定结构调整，板材发挥替代效应，补充了部分钢材需求。2023 年以来规上企业利润降幅收窄，工业企业产能利用率得到修复，尤其新能源行业景气度较高，预计 2024 年能源用钢需求仍然保持上行。汽车作为引领消费增长的主要动力，随着国内经济持续复苏和出口高速支撑，2023 年我国汽车产销量保持稳定增长，汽车产销量分别同比增长 9.3% 和 12.02%；预计在促销费政策发力、新能源市场上行和商用车温和反弹的趋势下，2024 年汽车行业仍将领跑行业增长。2023 年造船完工量、主要家电产量保持两位数增长，造船、家电仍然保持高景气度；预计随着新承接订单的落地、促销费政策推进，2024 年造船和家

电仍支撑钢材需求。

整体来看，预计 2024 年占据需求半壁江山的房地产回暖仍然缓慢，制造业、造船、汽车、基建和出口形成一定补充。世界钢铁协会预计 2024 年全球钢铁需求增速约 1.9%，预计 2024 年钢铁需求仍然处于平台期，仍处于底部小幅修复状态。

图表 2：近年钢铁下游需求情况（%）

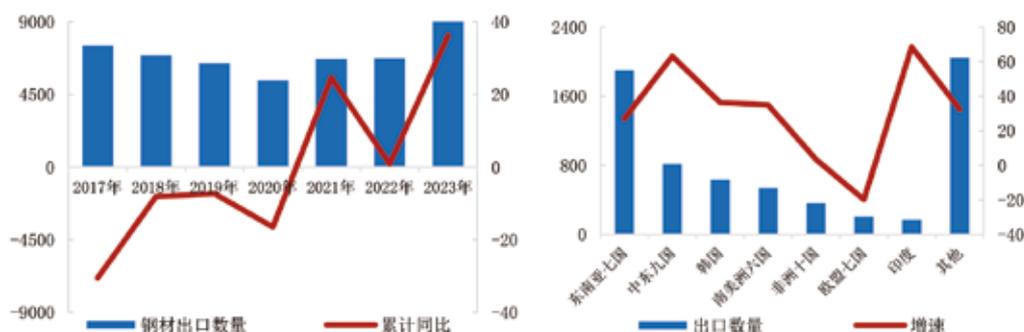


资料来源：iFinD，东方金诚整理

钢材国际市场需求喜人，板材占比逐步上升，东南亚及中东等主要出口国需求较有保障，预计 2024 年钢材出口有望维持增长

2023 年钢材出口较为亮眼。全年钢材出口同比增长 36.20%，从产品结构来看，钢材出口也呈现板材占比上升的趋势；2017 年出口的钢材中板材占比 67%，2023 年板材占比已增长到 76%，而且热轧卷板和中厚板的增长较为明显。从出口的国家来看，目前东南亚区域占比较高，其次为中东九国和韩国；根据世界钢铁协会短期预测，由于东盟地区内需和基建投资的延续，预计 2024 年钢铁需求可以保持 5.2% 的增速；中东和北非 2024 年大型项目和被压抑的住房需求将有所增加，预计增速可以达到 3.5%；韩国增速相对较低，但仍预计保持 1.1% 的增长；近年印度用钢需求兴起，预计 2024 年钢材需求增速可达 7.7%。整体来看，预计在我国规模优势明显和主要出口国需求向好的情况下，2024 年钢材出口仍有望维持增长。

图表 3：近年我国钢材出口情况（万吨、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

近年钢铁行业以稳增长为主线，目前处在转型升级阶段，未来高端化、绿色化、智能化水平将不持续提升

近年钢铁行业发展的主要目标是实现稳增长，具体要求不仅体现在需求、价格及盈利等绩效指标，还要不断提升技术和绿色环保水平，持续推进钢铁行业向高端化、绿色化和智能化的转型。从美国、日本、韩国等发

达国家钢铁业发展经验来看，进入工业化后期的国家将从追求钢铁量的高速增长，转向重视高端钢材质的比拼，我国钢铁需求结构也将逐步转变。预计未来高端钢材需求占比逐步提升，船舶、汽车、家电等制造业和风电、光伏等新兴产业用钢品种数量保持增长；超低排放改造、产能置换等绿色发展目标将持续推进；目前 500 万吨以上企业基本建立管控衔接系统，钢铁行业的智能化水平将不断提升。

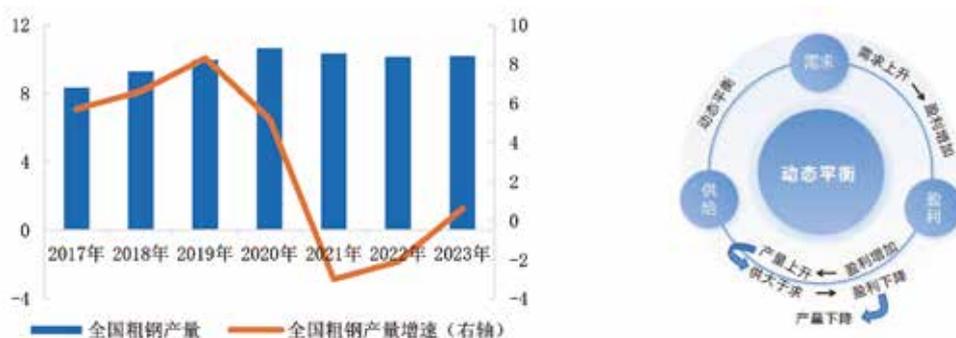
2. 供给：供给潜在过剩，产能与产品结构持续转型

供给调控逐步由粗钢平控转向自主调节，预计短期供需维持动态平衡，2024 年粗钢产量同比持平

由于行业利润下行，钢企根据需求主动调整产量，2023 全年粗钢产量同比持平，未出现政策压控前的逐年增长。但即使在产量同比持平的情况下，钢材供给仍表现为潜在过剩，因为需求同比下滑，这就体现出钢企的“囚徒困境”：即在目前需求筑底的情况下，钢企联合减产是最优解，因为整体降低钢材产量，不仅可以减少对铁矿石价格的支撑、压降矿价，还可供小于求保证钢价正常水平，最终钢企盈利增厚；但由于钢铁行业是固定成本较高的上游制造业，减产带来的单位成本增加非常可观，因此钢企担忧减产后其他企业不减，最后自身出现亏损但其他钢企继续高产而分得更多的盈利；因此在这种担忧下，钢企并不会轻易主动大规模减产，最终导致最终钢材供给没有明显下降，回到供大于求的困境。

上述所谓的囚徒困境主要源于需求不足。2015 年供给侧改革到 2021 年以前，钢材需求稳定增长，钢厂利润空间较有保障，产量持续增长；2021 年为响应“双碳”号召，我国首次从政策层面提出粗钢产量同比不增；现在经济处于周期底部，主要目标是粗钢平控，即不增不减，后续产量管控的逻辑预计将进一步发生变化，即钢厂进入自主调节状态，而调节的驱动是盈利。在短期内需求没有大幅提升的情况下，预计钢铁行业供需将进入一种动态平衡状态，即需求一旦回暖，将带动盈利上升，钢厂生产积极性上涨，产量增加，但短期内需求预计不会出现大规模提升，所以产量的小幅增加将导致供大于求，又会引起盈利下降，从而钢厂主动减产，所以是一种动态平衡。但如果长期来看，如果盈利再次回到 2021 年的高景气度，动态平衡可能会被打破，不排除国家再次介入粗钢产量调控。

图表 4：近年我国钢铁供给情况（亿吨、%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

近年生产端持续推进产能和产品升级，产能置换与超低排放共进，产品结构随需求调整

近年粗钢产量基本稳定的情况下，钢铁行业的生产端并没有停滞不前。虽然钢铁行业盈利承压，但仍持续推进供给端转型，现在我国钢铁行业已经在从量的追求转向质的提升。首先，高耗能、低环保的产能置换仍在持续；2023 年前三季度，共有 15 省 25 家钢厂发布产能置换方案，共淘汰 4616 万吨炼铁产能、置换出 3473 吨，共淘汰 4075 万吨炼钢产能，置换出 3461 吨。其次，钢铁行业的兼并重组也在持续提升，通过产业集中度的提

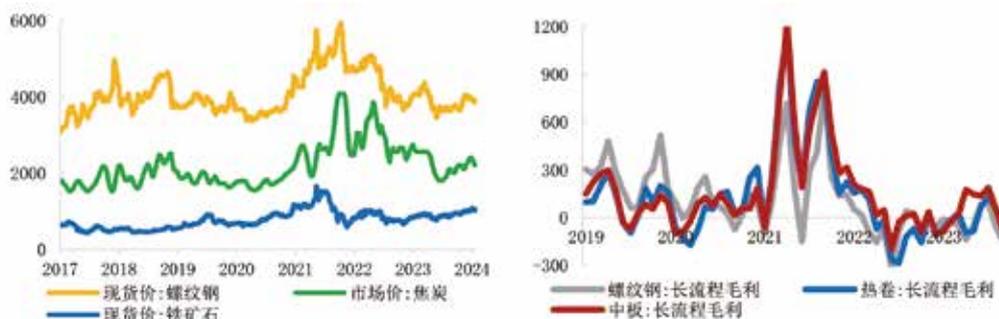
升，不断增强铁矿石议价能力和产品竞争力。第三，低碳背景下，超低排放改造持续且有所加；目前首钢集团、河钢集团及苏沙钢本部等头部企业已完成全流程的超低排放改造，部分企业完成单环节的超低排放改造，整体呈现北快南慢的特点。第四，钢材产品结构持续优化，钢企根据下游需求主动调整产品结构，在推进长材转板材的同时，不断提升高端品种钢占比，以匹配下游盈利向好的造船、汽车、能源等钢材品种需求。

3. 盈利：修复偏弱，下游分化，利润向上游集中

铁矿石、焦煤供应刚性，叠加粗钢稳产提供需求支撑，预计 2024 年主要原材料价格持续坚挺，利润向上游集中

从原材料端看，由于 2024 年钢铁需求预计不会出现明显下降，钢材产量相对稳定，从而为铁矿石需求提供支撑，叠加四大矿山资本开支自 2015 年以来维持较低水平，近年铁矿石产量几乎无增量，因此预计 2024 年铁矿石供给不会有显著提升，需求不减、供给未增的情况下，预计 2024 年铁矿石价格仍有支撑。炼焦煤方面，虽然 2023 年炼焦煤均价同比下降 23.58%，但仍然处于相对高位，预计 2024 年煤炭价格有所回落，但炼焦煤受到钢材需求的支撑、以及全球新增产能不足的影响，价格降幅有限。因此整体来看，2024 年原材料端供应仍保持刚性，价格有支撑，行业利润向上游集中。

图表 5：主要原材料价格及钢材毛利情况（元 / 吨）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

2024 年钢铁行业盈利修复偏弱，但具体钢材品种存在盈利分化，高端板材、特钢等产品迎来发展良机

期间费用方面，由于近两年钢铁行业盈利明显下行，各大钢铁集团持续推进降本增效、费用压降，目前期间费用率基本降至历史最低区间，进一步压降空间较小。因此在原材料端价格坚挺导致钢铁盈利承压、管理费用压降空间有限、需求有所恢复的情况下，预计 2024 年钢铁行业盈利修复偏弱。

在具体钢材品种上，盈利存在分化。2017 年~ 2020 年中旬，房地产高景气助力长材引领毛利；2021 年行业短期积累丰厚利润；2022 年后，房地产快速回落并出现需求低迷不振，持续压制长材盈利，细分板材盈利尚可。近期大型钢铁集团新品研发的关键字涉及超厚镀层板、中厚船板、超强汽车板、光伏支架耐候钢、船用止裂钢、能无缝套管，因此目前钢铁行业核心比拼在于产品高端性、技术先进性和绿色环保水平，因此高端板材、特钢等产品迎来发展良机。

4. 偿债：现金流小幅修复，偿债能力有所提升

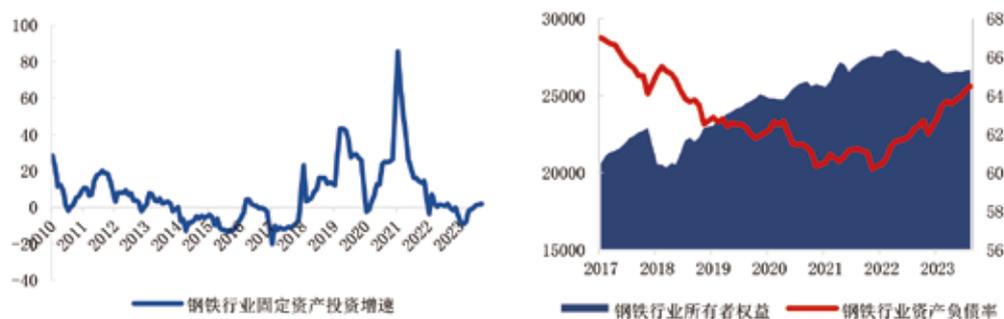
“双碳”背景下钢企资本开支规模仍保持高位，预计环保改造支出冲击仍在，盈利修复向化债传导受阻，有息债务压降空间有限

双碳背景下，钢铁行业持续推进能源转型和产能升级，资本开支规模较大。能源效率方面，近年钢铁行业

在环保提升方面取得了一定成果，2022年吨钢综合能耗较2015年已下降近4%，但目前高炉和转炉标杆水平占比仅分别为3.35%、12.93%，距离2025年达到标杆水平的产能比例超过30%的目标还有距离。能源结构上，目前钢铁冶炼仍然以化石能源为主，占比约85%，氢能冶炼受限于技术水平和成本问题，尚未得到广泛推广，能源结构调整仍然任重道远。工艺流程上，电炉短流程吨钢碳排放比长流程低60%~70%，我国2022年电炉钢产量不到10%，远落后于全球28%的平均水平；近年煤价上行，电炉企业亏损严重，产能利用率较低，未来冶炼流程结构需仍需改变。因此，钢铁行业在能源效率提升、能源结构转型及工艺转型升级等绿色、效率提升的投入仍将持续。

预计2024年钢企环保改造支出冲击仍在，盈利向化债端传导受阻。以超低排放改造为例，据钢协统计，吨钢改造成本在450元，即千万吨级的大型钢企平均每家需要投入45亿元；截止到2023年12月中下旬，粗钢超低排放改造和评估监测完成约5.70亿吨，距离2025年前完成80%超低排放的目标还有约2.5亿吨，粗略计算，近两年超低排放改造还需投入约1000亿元，因此钢企的资本支出压力仍较大，盈利修复向化债传导受阻，有息债务压降空间有限。

图表 6：近年钢铁行业投资及负债情况（%、亿元）



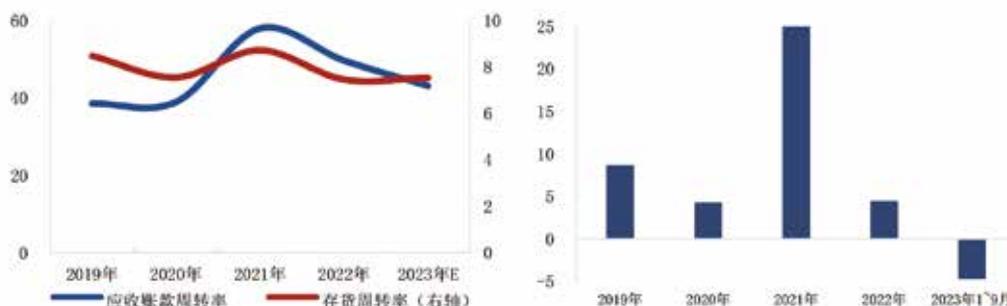
资料来源：iFinD，东方金诚整理

2023年钢铁行业盈利下行，部分钢企出现亏损，侵蚀所有者权益，2023年9月末所有者权益较2022年末小幅下降，行业资产负债率继续上升。在低利润及环保产线升级支出刚性背景下，预计2024年钢铁行业资产负债率降幅有限。

2024年盈利修复偏弱，存货周转率较难提升，应收账款周转率有一定提升空间，预计钢铁行业现金流同比小幅修复，偿债能力小幅提升

近两年钢铁行业景气度下行，钢企注重库存管理，以销定产，存货周转率小幅上升，但库存管理压降基本已到极致，预计2024年存货周转提升空间不大。目前应收账款周转率处于相对低位，若2024年收入提升，应收账款周转率存在一定上升空间。预计2024年在需求端若复苏背景下，钢企应收周转率存在一定上升空间，现金流同比小幅修复。由于钢铁行业仍保持刚性资本支出，有息债务压降空间较小，现金流及盈利对有息债务保障仅小幅提升。

图表 7：钢铁企业经营效率及自由现金流情况（%、亿元）



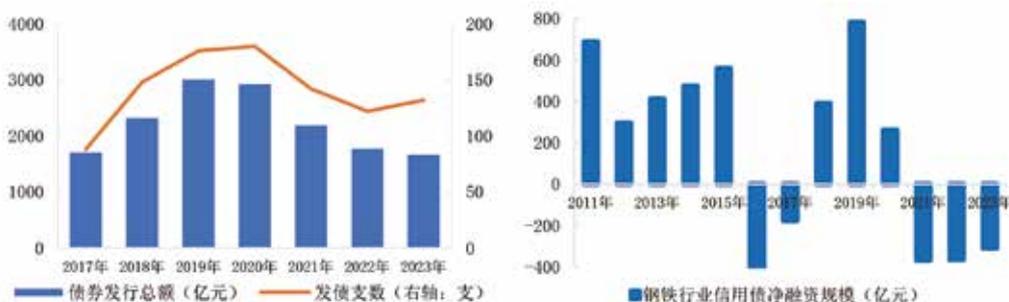
资料来源：iFinD，东方金诚整理

三、钢铁企业债券市场表现

2023 年钢铁行业债券净融资规模仍为负数，行业利差位于中上游产业前列，预计 2024 年钢铁行业利差压缩空间有限，银行融资对发债替代效应仍在

2023 年钢铁行业新发行债券 1667.10 亿元，共 19 家发债主体，主要集中于华北和华南区域；从企业性质看，主要为地方国有企业和央企，其中首钢集团、山钢集团和河钢集团发债规模保持前列。从净融资规模来看，2023 年受到多轮降息影响，钢企银行的融资成本不断降低，叠加钢企盈利不佳，钢铁行业信用债继续保持净流出；近三年钢铁行业净融资均为负数，呈缩减趋势。截至 2023 年末，钢铁行业共有 33 家发债企业，223 支债券余额 2954.57 亿元。预计主流钢企仍将延续压降负债的趋势，但随着“双碳”背景下环保标准提升，钢企产线升级仍将带来新增融资需求，新发行债务主要用于债务置换及资本支出。

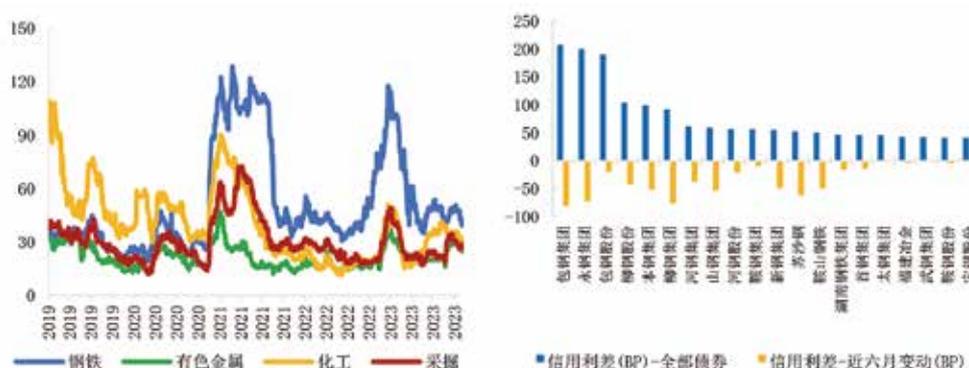
图表 8：钢铁行业债券发行及融资情况



资料来源：iFinD，东方金诚整理

在宽流动性及信用债资产荒的情况下，2023 年主要上游行业利差持续收窄，但钢铁行业相对处于中上游产业如化工、有色的前列。2023 年钢铁行业未发生债券违约事件；从具体企业来看，盈利偏弱的钢企利差较高，包钢集团、永钢集团、包钢股份及柳钢集团等地方国企利差较高。2024 年，预计钢铁行业新发债券仍将以高等级发行人为主，钢企资本开支重点向超低排放和能耗提升转移。

图表 9：钢铁行业利差情况（BP）



资料来源：iFinD、DM，东方金诚整理

四、结论

2023 年行业表现“三高三低”，房地产需求低迷拖累粗钢消费，叠加高成本侵蚀，产能潜在过剩，钢铁价格和利润继续下行，钢铁行业处于周期筑底，艰中转型阶段。

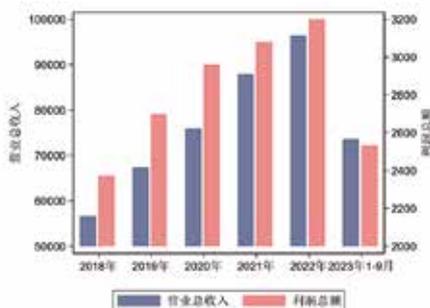
预计 2024 年房地产回暖缓慢，基建支撑仍在，制造业拉动效果逐步显现，钢材需求进入平台期；2023 年钢材国际市场需求喜人，板材占比逐步上升，东南亚及中东等主要出口国需求较有保障，预计 2024 年钢材出口有望维持增长；近年钢铁行业以稳增长为主线，目前处在转型升级阶段，未来高端化、绿色化、智能化水平将不持续提升。供给调控逐步由粗钢平控转向自主调节，预计短期供需维持动态平衡，2024 年粗钢产量同比持平；近年生产端持续推进产能和产品升级，产能置换与超低排放共进，产品结构随需求调整。铁矿石、焦煤供应刚性，叠加粗钢稳产提供需求支撑，预计 2024 年主要原材料价格持续坚挺，利润向上游集中；2024 年钢铁行业盈利修复偏弱，但具体钢材品种存在盈利分化，高端板材、特钢等产品迎来发展良机。

“双碳”背景下钢企资本开支规模仍保持高位，预计环保改造支出冲击仍在，盈利修复向化债传导受阻，有息债务压降空间有限；2024 年盈利修复偏弱，存货周转率较难提升，应收账款周转率有一定提升空间，预计钢铁行业现金流同比小幅修复，偿债能力小幅提升。2023 年钢铁行业债券净融资规模仍为负数，行业利差位于中上游产业前列，预计 2024 年钢铁行业利差压缩空间有限，银行融资对发债替代效应仍在。

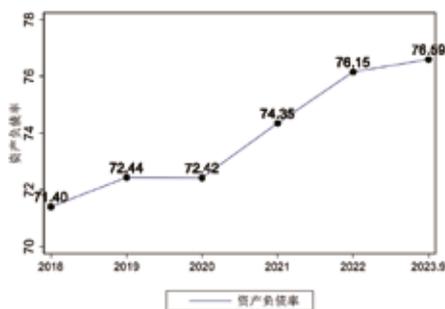
2024 年建筑行业信用风险展望

葛新景 朱文雅

建筑行业样本企业收入和利润数据（亿元）



建筑行业样本企业资产负债率指标（%）



数据来源：同花顺，东方金诚整理（营业总收入、利润总额为样本合计数，资产负债率为中位值）

- 受地产拖累，2023 年我国建筑业新签合同额同比下降 2.85%，预计 2024 年房地产建筑领域需求仍面临弱化风险，基建投资增速保持较高水平，其中新型城镇化和“三大工程”等建设将为建筑行业需求提供较强支撑；
- 2023 年我国建筑业总产值累计同比增长 1.26%，建筑企业在手订单仍较充足，预计 2024 年全年建筑业总产值仍将实现增长，但增速可能继续放缓；
- 2023 年 11 月 PPP 新规出台短期将使央国企新签订单、营收及利润增长有所承压，但长期来看有望降低投资支出规模，改善企业的自由现金流；
- 2023 年海外经营环境改善，对外承包工程业务新签订单边际向好，完成额稳步增长，“一带一路”战略背景下，预计 2024 年海外工程承包业务将继续实现恢复增长；
- 2023 年建筑央企及地方国企凭借在资质、品牌、资金等方面的竞争优势市场份额继续增加，行业集中度进一步提升，建筑企业间的竞争进一步加剧；
- 2023 年建筑行业新增违约主体 1 家，预计 2024 年建筑企业整体信用质量基本稳定，央企和地方国有建筑企业信用质量较好，民营企业信用风险仍较高。

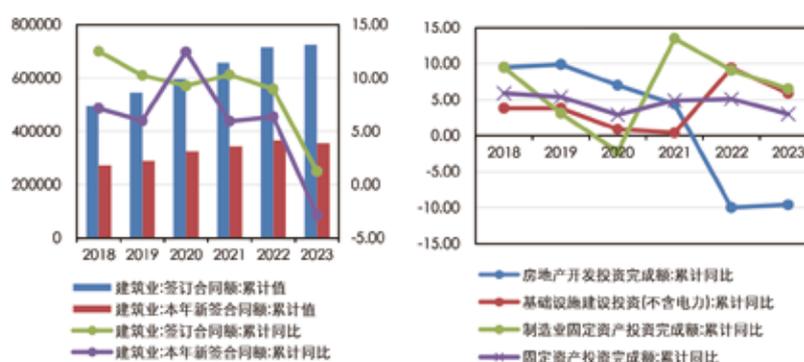
一、行业基本面

受地产拖累，2023 年我国建筑业新签合同额同比下降 2.85%，预计 2024 年房地产建筑领域需求仍面临弱化风险，基建投资增速保持较高水平，其中新型基础设施、新型城镇化和“三大工程”建设将为建筑行业需求提供较强支撑

2023 年我国建筑业累计签订合同额和新签合同额分别为 72.47 万亿元和 35.60 万亿元，累计同比分别增长 1.27% 和 -2.85%，其中新签合同额受地产拖累增速同比下降了 9.21 个百分点。

建筑行业是投资、需求驱动型行业，下游需求主要受房地产、基建等固定资产投资影响。2023 年以来，在房地产投资下行背景下，国家稳增长政策持续发力，固定资产投资规模保持增加，全年累计同比增长 3.0%，扣除价格因素影响同比增长 6.4%；其中基建投资（不含电力）累计同比增长 5.9%，制造业投资累计同比增长 6.5%，房地产投资受行业景气度持续下行影响同比下降 9.6%。

图表 1：我国建筑业合同额、房地产开发及基建投资情况（单位：亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

2024 年国务院《政府工作报告》指出，要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破；强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合，2024 年经济增长预期目标为 5% 左右。房地产投资方面，随着房地产支持政策持续加码，预计 2024 年房地产开发投资完成额或继续下滑，但降幅有望明显收窄，房地产建筑领域需求仍面临弱化风险。基础设施投资方面，在国家稳增长政策下，预计基建投资增速仍将保持较高水平。同时，《政府工作报告》提出要积极扩大有效投资，预计 2024 年新型基础设施、新型城镇化建设、保障性住房、“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造等国家重大工程项目和补短板项目将是国家支持的建设重点，从而为建筑行业需求提供了较强支撑。但仍需要关注的是，在当前地方政府资金仍处于紧平衡状态下，“严禁新增地方政府隐性债务，逐步化解存量隐性债务”的原则下，地方平台公司融资严监管，叠加土地市场景气度弱化导致部分区域财政平衡压力加大，预计部分地区基础设施类项目新增需求放缓。

长期来看，我国已进入高质量发展阶段，投资对经济增长的拉动作用减弱。当前，我国基础设施已相对完善，叠加地方政府财力承压，预计未来基础设施建设需求增速将放缓并处于相对稳定水平。另一方面，截至 2023 年末，全国城镇化率已达到 66.16%，预计到 2030 年中国城镇化率达到 70%，城镇化减速使得房建需求下降。整体来看，我国建筑市场将逐步进入存量时代。

2023 年我国建筑业总产值累计同比增长 1.26%，建筑企业在手订单仍较充足，预计 2024 年全年建筑业总产值仍将实现增长，但增速可能继续放缓

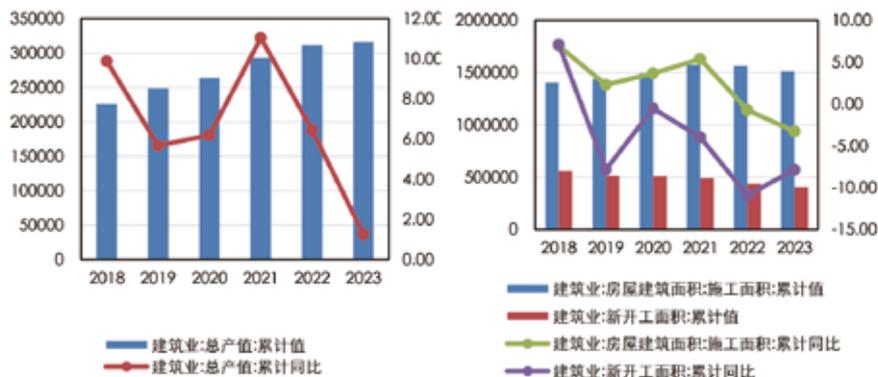
2023 年我国建筑业实现总产值 31.59 万亿元，累计同比增长 1.26%，增速同比下滑 5.19 个百分点，增速不

及预期。

从建筑业施工和新开工面积情况来看，2023 年，建筑业房屋建筑施工面积累计同比下降 3.27%，新开工面积累计同比下降 7.85%，下降幅度仍较大，其中房地产行业房屋新开工面积同比大幅下滑 20.4% 是建筑业新开工面积增速持续下滑的主要原因。

2023 年我国建筑业新签合同额受地产拖累增速虽有所下滑，但建筑企业在手订单仍较充足，同时“三大工程”建设将为建筑行业需求提供较强支撑。在国家稳增长政策背景下，预计 2024 全年建筑业总产值仍将实现增长，但增速可能继续放缓。

图表 2：我国建筑业总产值、新开工及施工面积情况（单位：亿元、万平方米、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

PPP 新规出台短期将使央国企新签订单、营收及利润增长有所承压，但长期来看有望降低投资支出规模，改善企业的自由现金流

2023 年 11 月，国家发展改革委与财政部联合发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（以下简称“PPP 新规”）的通知，PPP 新规在严控地方政府隐性债务的背景下出台，明确了 PPP 发展新机制，旨在优化回报机制，减轻政府财政压力，同时促进基础设施投融资体制的进一步改革，2023 年 2 月因清理核查而停滞推进的 PPP 项目得以重启。但新规收窄了 PPP 项目适用范围，要求聚焦使用者付费项目且全部采取特许经营模式，短期内可能意味着符合新要求的 PPP 项目在数量和规模上都将显著减少；同时 PPP 新规亦提出优先选择民企参与并制定相关项目清单。

PPP 项目近年来一直是各大央国企增量项目中的重要构成部分，PPP 新规出台在“收窄适用范围”“优先选择民企参与 PPP 项目”的政策方向下，央国企对 PPP 项目的拿单量或有显著下滑，对新签订单、营收及利润增长造成一定压力。但长期来看，央国企收缩 PPP 项目，有望降低投资支出规模，改善企业的自由现金流。

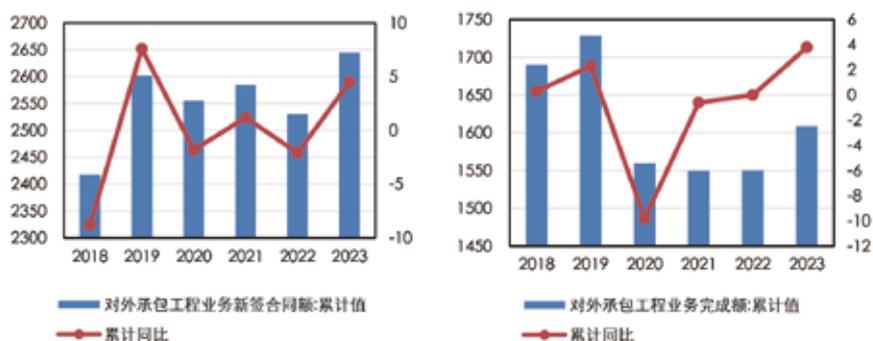
2023 年海外经营环境改善，对外承包工程业务新签订单边际向好，完成额稳步增长，“一带一路”战略背景下，预计 2024 年海外工程承包业务将继续实现恢复增长

国际工程方面，2023 年海外经营环境改善，新签订单边际向好，完成额稳步增长。2023 年中国对外承包新签合同额为 2645 亿美元，累计同比增长 4.5%，增速同比提升 6.6 个百分点，其中 12 月单月新签对外承包合同 868 亿美元，同比增长 51%；2023 年对外承包工程完成额为 1609 亿美元，累计同比增长 3.8%，完成额自 2020 年以来首次实现正增长。

从八大建筑央企 2023 年新签合同订单来看，除中国铁建外，海外新签订单均有所增长，其中中国化学、中国交建、中国中冶、中国能建、中国建筑同比增速较高分别为 165.48%、47.5%、43.2%、17.07%、15.4%。总体来看，基建企业出海逐渐成为基建央企新的增长路径。

2024 年政府工作报告提出要推动高质量共建“一带一路”走深走实，抓好支持高质量共建“一带一路”八项行动的落实落地，预计 2024 年海外工程承包将继续实现恢复增长。长期来看，随着国内建筑市场进入存量时代，中国建筑企业将进一步加快海外市场布局。

图表 3：我国对外承包工程业务新签合同额及完成额情况（单位：亿美元、%）



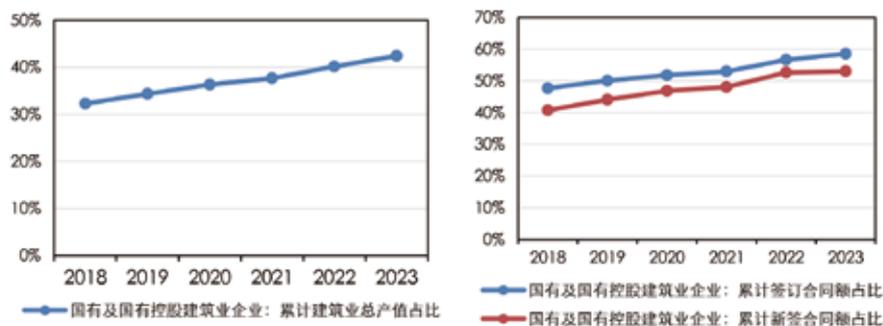
数据来源：同花顺，东方金诚整理

2023 年建筑央企及地方国企凭借在资质、品牌、资金等方面的竞争优势市场份额继续增加，行业集中度进一步提升，建筑企业间的竞争进一步加剧

我国建筑业市场化程度较高，建筑企业数量众多。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，随着建筑市场逐步进入存量时代，建筑行业需求增速放缓，建筑企业间的竞争将进一步加剧。

近年来我国建筑行业集中度逐步提高，受益于供给侧改革的持续深入及建筑行业 EPC 商业模式的推广，优质大型企业资金、技术优势更加凸显，建筑央企及地方国企凭借资金、资源、资质、技术及先进的项目管理经验等在市场竞中中具有明显优势。2023 年我国国有及国有控股建筑企业建筑业总产值、累计签订合同额及新签合同额占比分别为 42.44%、58.55% 和 53.06%，占比分别较 2022 年提升 2.25、1.86 和 0.38 个百分点，预计未来国有及国有控股建筑企业市场占有率将继续提升。

图表 4：我国国有及国有控股建筑企业建筑总产值及合同额占比情况（单位：%）



数据来源：同花顺，东方金诚整理

二、建筑企业信用质量表现

本文以 2018 年~2022 年及 2023 年 9 月末 94 家¹主要发债建筑企业作为样本，并从企业规模与市场竞争力、盈利能力和运营效率、债务保障程度等维度，选取具体指标包括营业总收入、新签合同额、利润总额、毛利率、

¹ 剔除样本子公司的发债企业

应收账款周转率、资产负债率、经营现金流流动负债比率等对样本企业的信用表现进行分析。

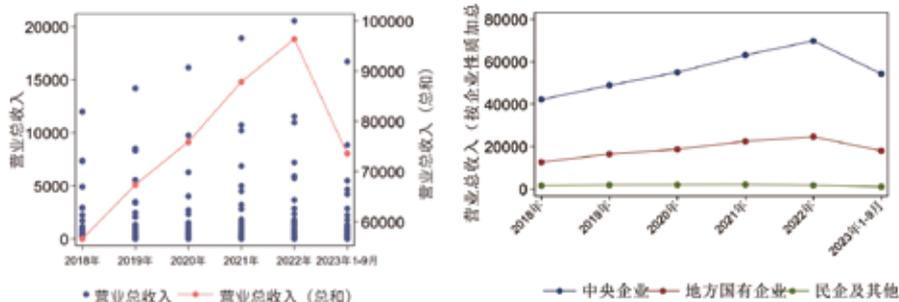
从建筑企业所有制构成来看，94 家样本发债建筑企业中包括中央国有建筑企业 18 家，地方国有建筑企业 43 家和民营及其他²建筑企业 33 家。

1. 企业规模与市场竞争力

在国家稳增长政策下，预计 2024 年央企和地方国有建筑企业作为行业或区域龙头，企业规模与市场竞争力进一步提升，但民营建筑企业，尤其受地产拖累的民营企业，未来增长将继续承压

2022 年样本建筑企业总收入同比增长 9.67%，增速较 2021 年有所下降，主要受地产拖累影响；其中，样本中央企业同比增长 10.60%，地方国企同比增长 9.55%，民营及其他同比下降 16.02%。凭借其综合实力，建筑央企营业总收入增速高于地方国企和民营及其他。民营企业以房建、园林装饰等工程建设为主，受行业竞争影响，新增订单减少，营业收入有所下滑。2023 年 1~9 月，样本建筑企业营业总收入同比增长 7.10%，较 2022 年收入增速放缓，其中样本建筑央企同比增长 7.19%，地方国企同比增长 8.35%，民营及其他同比下降 12.22%。预计 2024 年“三大工程”建设稳步推进，稳增长政策持续发力，建筑企业营业总收入规模继续增长，但增速或将继续放缓。

图表 5：样本建筑企业营业总收入（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

样本建筑企业 2022 年新签合同额同比增长 30.74%，其中中央企业同比增长 34.18%，地方国企同比增长 21.46%，民营及其他同比下降 8.40%。建筑央企由于综合实力强，新签合同额高于地方国企和民营及其他建筑企业。从八大建筑央企新签合同额来看，2023 年八大建筑央企合计新签合同额 16.65 万亿元，较 2022 年保持增长，中国建筑新签合同额规模最大，中国能建增速最高，中国铁建增速最低。海外新签合同额方面，“一带一路”背景下，2023 年八大建筑央企除中国铁建、中国能建和中国电建外，境外新签合同额增速均高于境内增速，海外市场有望成为新的发力点，预计 2024 年建筑央企新签合同额有望继续增长。

在国家稳增长政策下，预计基建投资增速仍将保持较高水平，同时在“三大工程”建设以及“一带一路”战略背景下，央企和地方国有建筑企业作为行业或区域龙头，行业集中度进一步提升，企业收入规模及新签合同额或将进一步增加，对发债企业信用形成很强的支撑。民营建筑企业，尤其受地产拖累大的民营企业，在行业需求整体增速放缓的背景下，未来增长将继续承压。

² 民营及其他包括私营企业、中外合资、无实际控制人企业等。

图 表 6：样本建筑企业新签合同额（单位：亿元）

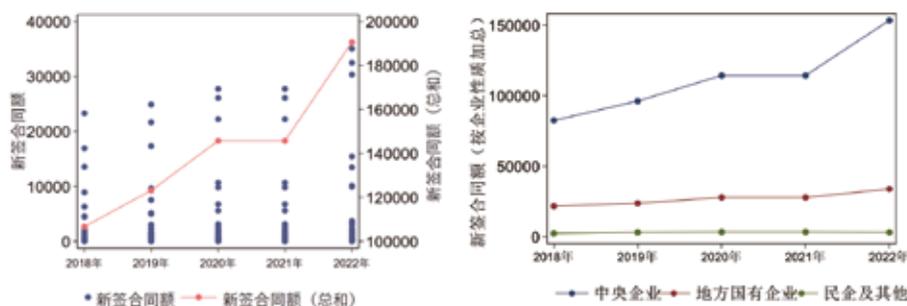
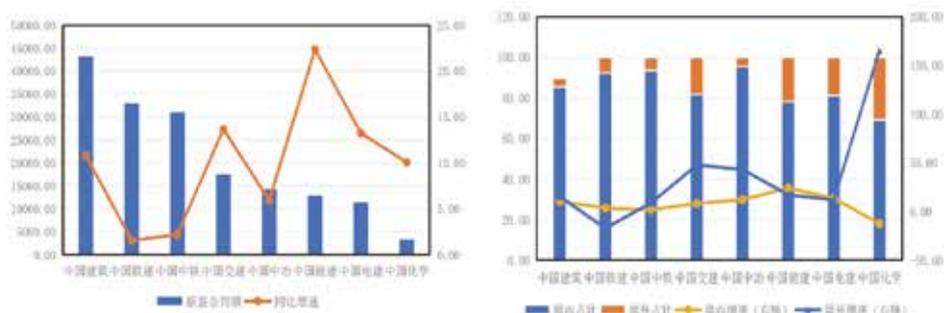


图 表 7：2023 年八大央企建筑企业新签合同额（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

图 表 8：建筑企业 top10 新签合同额和收入情况（单位：亿元）

企业名称	企业性质	新签合同额		营业总收入	
		2022 年	2023 年	2022 年	2023 年 1~9 月
中国建筑	央企	39031.00	43241.00	20550.52	16712.42
中国中铁	央企	30323.90	31006.00	11543.59	8845.20
中国铁建	央企	32450.01	32938.70	10963.13	8064.63
中国交建	央企	15422.56	17532.15	7202.75	5477.02
中国中冶	央企	12600.60	14247.80	5926.69	4673.25
中国电建	央企	10091.86	11428.44	5726.13	4214.01
中国能建	央企	10490.90	12837.31	3663.93	2853.13
上海建工	地方国企	4516.87	4313.58	2860.37	2230.41
陕西建工控股	地方国企	4590.04	2442.17 ³	2336.56	1793.31
中国化学	央企	2969.23	3267.51	1584.37	1316.63

图 表 9：民营及其他建筑企业 top5 新签合同额和收入情况（单位：亿元）

企业名称	细分行业	新签合同额		营业总收入	
		2022 年	2023 年	2022 年	2023 年 1~9 月
鸿路钢构	专业工程	251.26	297.12	198.48	169.68
江河集团	建筑装饰	235.54	258.40	180.56	141.15
西安建工	房建	1086.03	148.90 ⁴	351.12	138.12
精工钢构	专业工程	187.60	202.70	156.18	115.54
东南网架	专业工程	146.16	102.76	120.64	98.23

数据来源：同花顺，东方金诚整理（注：按 2023 年 9 月末营业总收入进行排序，以下同）

³ 陕西建工控股尚未披露 2023 年新签合同额，2442.17 亿元为 2023 年上半年新签合同额。

⁴ 西安建工未披露 2023 年新签合同额，148.90 亿元为 2023 年一季度新签合同额。

2. 盈利能力和运营效率

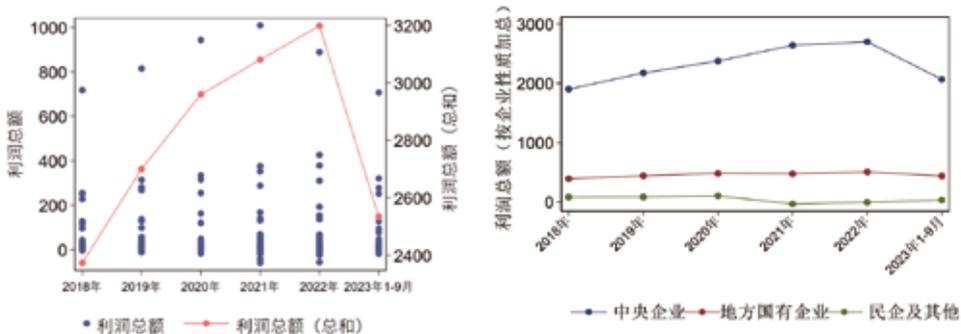
2023 年前三季度样本建筑企业毛利率小幅下降，利润总额小幅增长但增速放缓，预计 2024 年建筑央企整体盈利能力或将改善，但运营效率依然较低

毛利率方面，样本建筑企业 2022 年毛利率中位数较 2021 年有所下降，其中样本国有企业毛利率整体低于民营企业。2023 年 1~9 月，样本建筑企业毛利率较 2022 年前三季度有所下降。利润总额方面，样本建筑企业 2022 年利润总额同比增长 3.83%，其中建筑央企同比增长 2.24%，地方国企同比增长 6.37%，民营及其他同比下降 81.55%。2023 年 1~9 月，样本建筑企业利润总额同比增长 2.12%。

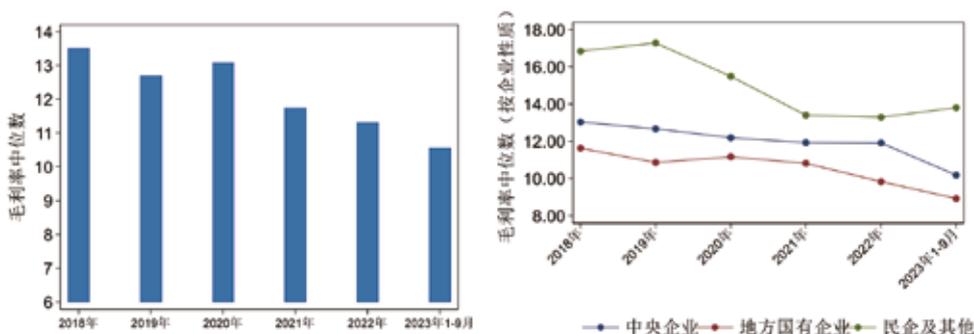
从运营效率看，样本建筑企业 2022 年应收账款周转率中位数有所下降，其中建筑央企、地方国企和民营及其他应收账款周转率中位数均较 2021 年有所下降，国有企业应收账款周转率高于民营及其他，建筑央企应收账款周转率最高。考虑到建筑行业对上下游的议价能力较弱，建造投入、工程结算和业主方付款之间不同步，建筑行业垫资经营，预计 2024 年建筑行业应收账款规模仍然较大，应收账款周转率仍较低。

2023 年 12 月，国务院国资委召开中央企业负责人会议，会议指出 2024 年国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”，即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。2024 年央企考核目标由 2023 年的“一增一稳四提升”变为“一利稳定增长，五率持续优化”，建筑央企盈利指标或将改善。

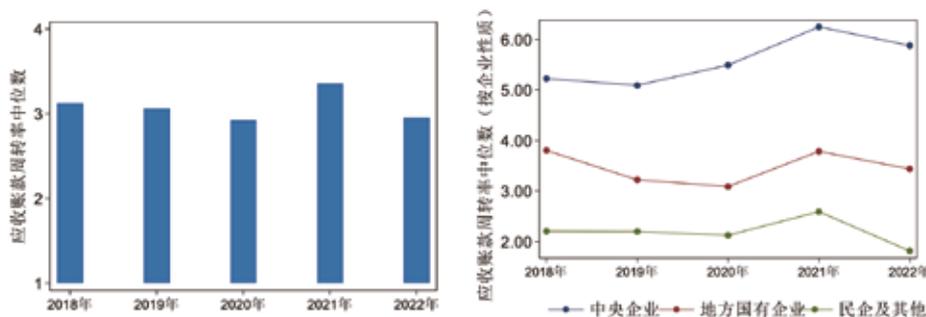
图表 10：样本建筑企业利润总额（单位：亿元）



图表 11：样本建筑企业毛利率（单位：%）



图表 12：样本建筑企业应收账款周转率（单位：次）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

图表 13：建筑企业 top10 及民营建筑企业 top5 毛利率情况（单位：%）

建筑企业 top10 毛利率				民营建筑企业 top5 毛利率			
企业名称	企业性质	2022 年	2023 年 1~9 月	企业名称	细分行业	2022 年	2023 年 1~9 月
中国建筑	央企	10.46	8.93	鸿路钢构	专业工程	11.98	11.23
中国中铁	央企	9.81	9.09				
中国铁建	央企	10.09	9.17	江河集团	建筑装饰	16.69	15.18
中国交建	央企	11.65	11.26				
中国中冶	央企	9.64	9.22	西安建工	房建	6.82	6.09
中国电建	央企	12.21	12.30				
中国能建	央企	12.42	10.95	精工钢构	专业工程	14.13	13.80
上海建工	地方国企	9.04	8.17				
陕西建工控股	地方国企	8.33	7.54	东南网架	专业工程	11.96	11.06
中国化学	央企	9.34	8.22				
中国建筑	央企	10.46	8.93				

数据来源：同花顺，东方金诚整理

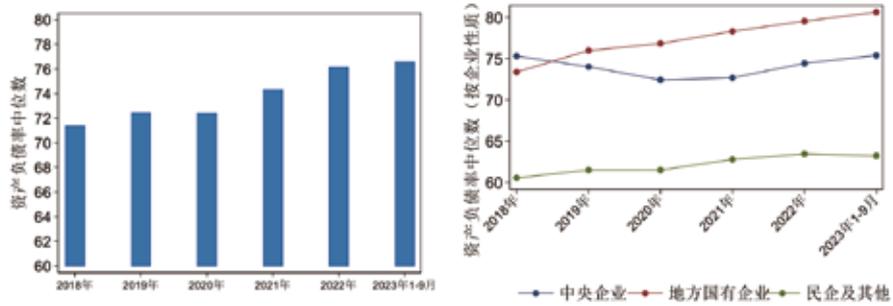
3. 债务保障程度

2023 年 9 月末样本建筑企业资产负债率有所上升，预计 2024 年建筑企业整体资产负债率基本保持稳定，债务负担仍较重，民营企业信用风险仍较高

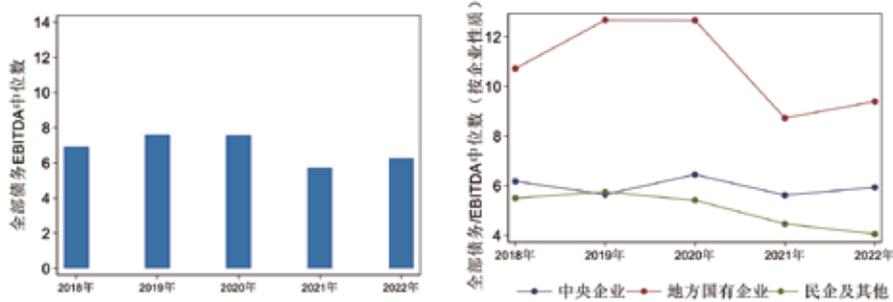
资产负债率方面，样本建筑企业 2022 年末资产负债率中位数有所上升，其中建筑央企、地方国企和民营及其他资产负债率中位数均较 2021 年末有所上升。2023 年 9 月末，样本建筑企业资产负债率较 2022 年同期有所上升，伴随利率下调，央国企举债有所增加，但资产负债率上升幅度不是特别明显。从全部债务/EBITDA 指标看，2022 年样本建筑企业全部债务/EBITDA 有所上升，有息债务规模的进一步增加使得建筑企业的偿债压力仍较大。从经营现金流负债比看，2022 年受建筑央国企加强应收账款管理，样本建筑企业经营现金流负债比率中位数有所上升；受季节性影响，2023 年前三季度经营性现金流多数企业为净流出，经营现金流负债比为负值。

在 2024 年央企考核目标下，预计 2024 年央国企资产负债率保持稳定，但企业有息债务规模仍然较大。民营建筑企业规模较小，融资压力较大，房地产下游不景气使得民营企业信用风险仍较大，需关注弱资质民营企业的流动性风险。

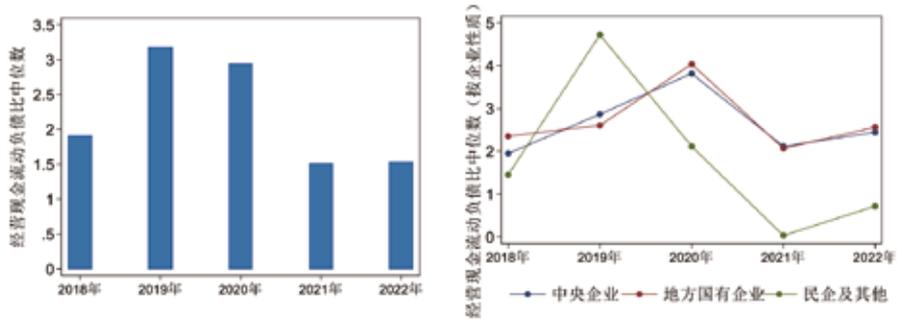
图表 14：样本建筑企业资产负债率（单位：%）



图表 15：样本建筑企业全部债务/EBITDA（单位：倍）



图表 16：样本建筑企业经营性现金流流动负债比（单位：%）



数据来源：同花顺，东方金诚整理

图表 17：建筑企业 top10 及民营建筑企业 top5 资产负债率情况（单位：%）

建筑企业 top10 资产负债率				民营建筑企业 top5 资产负债率			
企业名称	企业性质	2022 年末	2023 年 9 月末	企业名称	企业性质	2022 年末	2023 年 9 月末
中国建筑	央企	74.35	74.78	鸿路钢构	专业工程	59.88	60.82
中国中铁	央企	73.77	74.20				
中国铁建	央企	74.67	75.59	江河集团	建筑装饰	71.75	70.51
中国交建	央企	71.80	75.18				
中国中冶	央企	72.34	74.52	西安建工	房建	82.77	82.12
中国电建	央企	76.89	77.89				
中国能建	央企	74.79	76.69	精工钢构	专业工程	63.45	60.53
上海建工	地方国企	86.07	85.42				
陕西建工控股	地方国企	88.76	89.60	东南网架	专业工程	64.42	65.68
中国化学	央企	70.02	70.99				

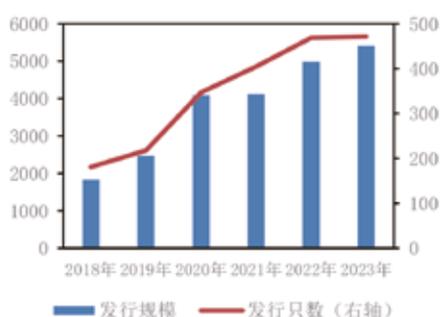
数据来源：同花顺，东方金诚整理

三、建筑企业债市表现

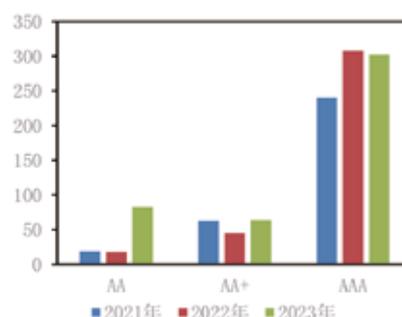
2023 年建筑行业债券发行仍以高等级的央企和地方国有企业为主，债券发行规模同比增加，利差整体下行，新增违约主体 1 家，预计 2024 年建筑企业整体信用质量保持基本稳定，仍需关注个别民营建筑企业可能面临的信用质量下滑风险

近年来，建筑企业信用债发行规模有所提高，总体发债规模较大。2023 年，建筑行业发债 472 只，同比略有增加；债券发行规模为 5411.27 亿元，同比增长 8.56%。2023 年信用债债券发行仍以高等级的央企和地方国有企业为主。随着建筑企业在建项目的施工及新签项目开工，建筑企业资金需求规模仍较大，预计 2024 年建筑企业债券发行规模仍较大，债券发行仍高度集中于高等级的央企和地方国有企业，弱资质民企仍面临较大的发行困难。

图表 18：建筑企业发债情况（单位：亿元、只）



图表 19：建筑发债企业级别分布情况⁵（单位：家）



数据来源：同花顺，东方金诚整理

2023 年建筑行业信用利差高于产业债整体利差，但利差整体下行，不同级别企业信用利差之间的差距较 2022 年整体有所收窄，央企和国企信用利差差距也有所收窄。随着各项政策措施出台促进信用债市场情绪回暖、配置需求增加，等级间利差小幅收窄，但市场风险偏好并未明显改善，AAA 级债券利差与 AA+ 及 AA 级债券的等级利差进一步走阔。预计 2024 年央企、地方国企利差将较 2023 年有所下降，建筑行业利差对产业债的超额利差保持稳定。

根据 DM 数据显示，2023 年建筑行业新增违约主体 1 家，为腾越建筑科技集团有限公司，根据该公司官网，腾越建筑科技集团有限公司是碧桂园集团旗下的二级法人公司。民营建筑企业规模较小，融资压力较大，房地产下游不景气使得民营企业信用风险进一步上升，未来仍需关注个别民营建筑企业可能面临的信用质量下滑风险。

图表 20：样本建筑企业与产业债利差对比（单位：BP）



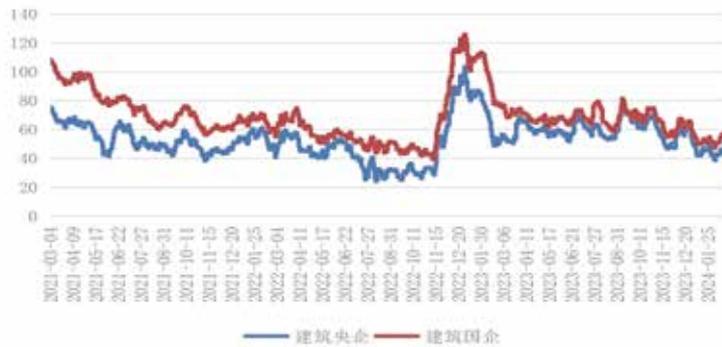
图表 21：样本建筑企业各等级利差对比（单位：BP）



数据来源：同花顺，东方金诚整理

5 图表示级为发债时主体级别，部分企业发债时无主体级别，AA- 级别较少，该图表未包含 AA- 级别情况。

图表 22：样本建筑企业按性质利差对比（单位：BP）



数据来源：同花顺，东方金诚整理

四、结论

随着国家稳增长政策的持续发力，预计 2024 年建筑企业整体信用质量基本稳定，央企和地方国有建筑企业信用质量较好，但民营企业信用风险仍需关注

受地产拖累，2023 年我国建筑业新签合同额同比下降 2.85%，建筑业总产值累计同比增长 1.26%，增速下滑。预计 2024 年建筑行业需求增长仍旧承压，建筑企业在手订单仍较充足，2024 年建筑业总产值将保持增长，但增速可能继续放缓。建筑企业间的竞争进一步加剧，建筑央企和地方国企凭借其较强的综合实力，规模及市场地位继续提升，对发债建筑企业信用形成很强的支撑；央企建筑企业整体盈利能力或将小幅改善，但仍维持低位，经营效率和资产负债率基本稳定，债务负担仍较重。总体来看，预计 2024 年建筑行业信用质量基本稳定。

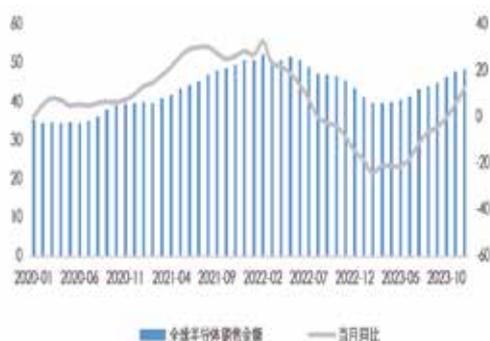
从细分行业来看，预计 2024 年房地产建筑领域需求仍面临弱化风险，“三大工程”建设将为建筑行业需求提供较强支撑；稳增长政策下，基建投资增速仍保持较高水平，但在地方政府化债背景下，基建投资增速同比可能会有所下滑。同时，在“一带一路”战略背景下，预计 2024 年海外工程承包业务将继续恢复增长。

分企业性质来看，央企建筑企业作为行业龙头，信用风险保持很低水平；地方国有建筑企业作为区域性企业，受所在区域经济发展状况及固定资产投资规模影响较大，在地方政府化债背景下，高债务风险省份的固定资产投资规模下降对当地国有建筑企业的新签合同额和项目施工进度产生一定影响，但整体信用风险可控；近年来民营发债企业规模及占比很小，仍需关注个别民营建筑企业可能面临的信用质量下滑风险。整体来看，央企和地方国有建筑企业信用质量较好，民营企业信用风险仍需关注。

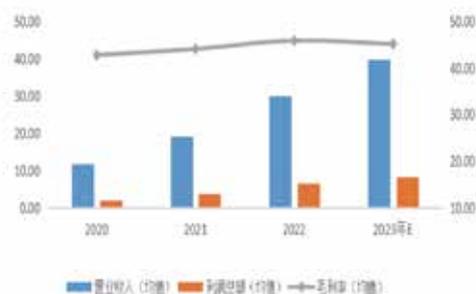
2024 年半导体设备行业信用风险展望

任志娟

全球半导体销售额（十亿美元、%）



半导体设备样本企业主要数据和指标（亿元、%）



- ① 2023 年，受行业周期影响半导体设备企业营收增速及利润增速均有所放缓，晶圆厂商逆势扩产及产品工艺覆盖提升导致前道设备厂商营业收入增速高于行业平均水平，封测厂稼动率承压、资本开支下修造成后道设备厂商利润下滑；
- ② 2024 年，半导体行业呈现复苏，高性能 AI 芯片催化 HBM 需求，晶圆厂维持扩产、先进封装资本支出确定性增强，带动国内半导体设备需求增长；
- ③ 半导体设备国产替代将加速验证，设备厂商将持续突破核心技术、搭建多产品平台、加强海外业务拓展，不断优化产品布局、提升研发测试能力、提高工艺覆盖度；
- ④ 2024 年，随着存储市场改善及晶圆厂持续扩产，平台化半导体设备厂商将持续完善产品体系、提高工艺覆盖度，预计收入增速约 30%~40%；国产替代率较低的薄膜沉积设备龙头企业不断提升产品性能、推进应用于晶圆级三维集成领域的混合键合设备研发及产业化，预计营业收入增幅约 50%；封测厂商资本支出修复将带动后道设备厂商收入增速回正。同时，需要关注泛半导体设备需求波动对设备厂商经营造成的冲击及出口管制政策加剧下设备厂商供应链稳定性。

一、半导体设备行业信用基本面

2024 年，半导体行业呈现复苏，高性能 AI 芯片催化 HBM 需求，晶圆厂持续扩产、先进封装资本支出确定性增强，带动国内半导体设备需求增长

受益于政策支持下进口替代，我国半导体设备需求与半导体行业整体周期相关性较弱，半导体设备市场规模 2005 年至 2022 年年均复合增速 19.70%，远高于全球 7.22% 的复合增速。2023 年，全球半导体行业处于底部复苏，半导体设备销售额预计 1009 亿美元，同比下降 6%；我国半导体设备销售额预计 300 亿美元，同比增长 6.12%。

图 1：全球半导体设备市场规模及增速

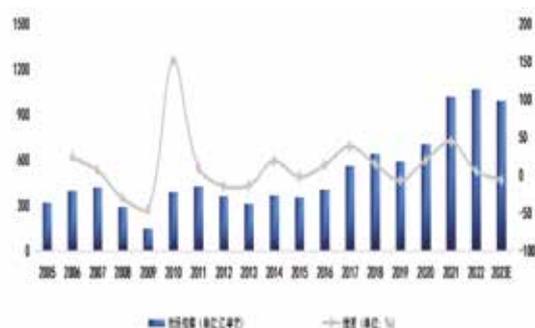
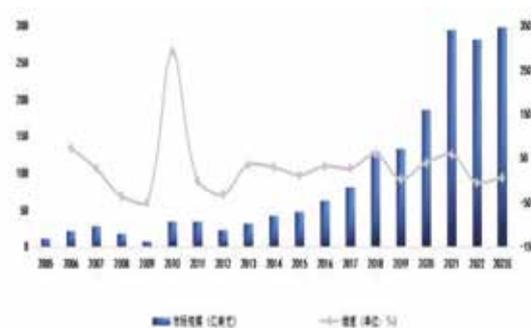


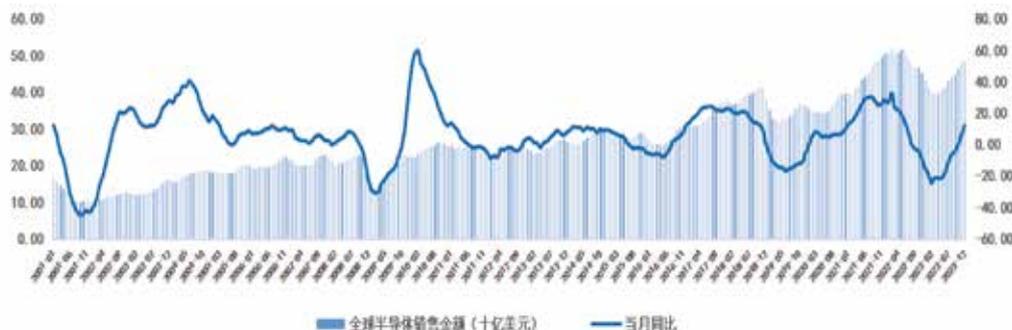
图 2：中国半导体设备市场规模及增速



数据来源：SEMI，东方金诚整理

2023 年下半年，手机出货量有所恢复，消费电子出现企稳迹象，叠加 AI 服务器、汽车电动化、智能化等高性能计算领域中长期拉动效用强，半导体行业需求新周期逐步开启。2024 年，WSTS 预计全球半导体市场同比增长 13.1% 达 5880 亿美元，智能手机、PC 以及 AI 浪潮催化 HBM 需求推升存储市场改善明显，预计存储市场将增长 44.8%¹、推动半导体市场增长。

图 3：全球半导体销售额



数据来源：SIA，东方金诚整理

高性能 AI 芯片催化 HBM² 需求，根据 TrendForce 数据，全球 HBM 市场规模有望从 2023 年的 15 亿美元增至 2030 年的 576 亿美元，年复合增长率达 68.3%。由于其独特的 3D 堆叠结构，HBM 芯片多了凸点制造、

1 存储、逻辑、微型器件、模拟芯片、分立器件、传感器、光电器件在 2024 年将同比增长 44.8%、9.6%、7.0%、3.7%、4.2%、3.7%、1.7%。

2 HBM (High Bandwidth Memory, 高带宽存储器) 是一种基于 3D 堆叠工艺的内存芯片。通过引入 TSV (Through Silicon Via, 硅通孔) 和 3D 芯片堆叠等先进封装技术，多层 DRAM 芯片得以相互之间形成连接并垂直堆叠在逻辑芯片上方，再在封装环节通过 2.5D 封装工艺 (CoWoS-S 工艺) 将 HBM 与 GPU 直接通过硅中介层 (Si Interposer) 连接，以此突破单个 DRAM 芯片的带宽瓶颈，从而可以实现大容量、高位宽、低能耗的 DDR 组合阵列。因此，HBM 可以说是目前最符合 AI 芯片需求的存储方案，在提高传输速度的同时显著降低了运行时产生的功耗成本。

RDL、TSV 等工艺，且 TSV 中最具挑战的工艺是高效完成高深宽比的深硅刻蚀加工³，给刻蚀等前道检测设备带来增量。HBM 堆叠结构增多，要求晶圆厚度不断降低，提升减薄设备需求，HBM 多层堆叠结构依靠超薄晶圆和铜铜混合键合工艺增加了临时键合 / 解键合等设备的需求。各层 DRAM Die 的保护材料也非常关键，对注塑或压塑设备提出了较高要求。

下游晶圆厂资本支出方面，2023 年国内主要晶圆厂逆周期扩产、仍保持较大规模资本支出。其中，中芯国际为了应对贸易摩擦可能带来的设备进口限制，2023 年放松设备进货、允许设备厂商提前交货进场，造成全年资本支出规模大幅增长。中芯国际为确保满足中芯京城、中芯临港、中芯西青和中芯深圳 4 座晶圆厂产能扩张的需要，将积极推进成熟制程扩产，预计 2024 年资本支出较 2023 年持平。华虹 2023 年上市募集 212 亿元人民币，总投资 67 亿美元的无锡月产能 8.3 万片的 12 英寸特色工艺生产线项目支撑公司未来三年年约 20 亿美元左右的资本支出。预计 2024 年，国内晶圆厂商持续扩产对设备厂商国产替代形成支撑。

图 4：国内主要晶圆厂商资本支出规模及变化

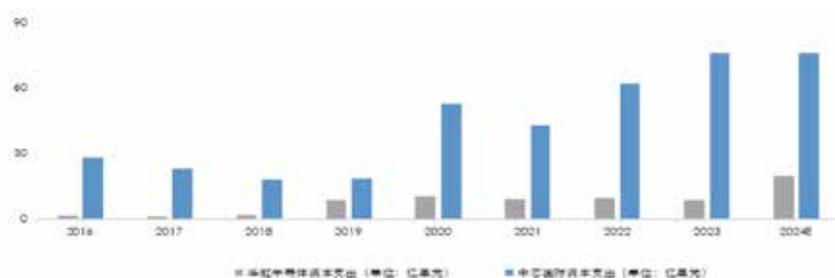
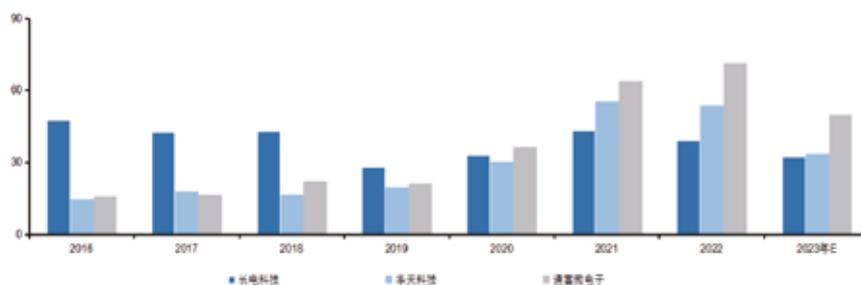


图 5：国内主要封测厂商资本支出规模及变化



数据来源：iFinD，东方金诚整理

下游封装厂商资本支出方面，受行业周期影响，2023 年封测厂资本支出有所下滑。随着电子产品进一步朝向小型化与多功能的发展，芯片尺寸越来越小，芯片种类越来越多，其中输入输出脚数大幅增加，使得 3D 封装、扇形封装 (FOWLP/PLP)、微间距焊线技术，以及系统封装 (SiP) 等技术的发展成为延续摩尔定律的最佳选择之一，封测厂商加速先进封装布局⁴。此外，封测厂商加速向汽车电子、工业及医疗电子、运算电子等高性能封装转移，其中，长电科技拟对子公司长电科技管理有限公司增资人民币 45 亿元⁵，推进临港汽车工厂项目。预计上述因素支撑 2024 年先进封测设备回暖。

半导体设备国产替代将加速验证，设备厂商将持续突破核心技术、搭建多产品平台、加强海外业务拓展，不断优化产品布局、提高工艺覆盖度并提升多元化供应链保障能力

³ TSV 工艺在一般指标基础上要求刻蚀孔径 $\leq 20\mu\text{m}$ ，精度优于 $\pm 5\%$ ，刻蚀深度 $\geq 200\mu\text{m}$ 。要完成如此高深宽比的要求，同向化学刻蚀不可行、激光加工的会造成热损伤，需要用到高非等向性的交替往复等离子体干法刻蚀。先用各向同性的腐蚀气体（通常为 SF_6 ）在硅片上刻蚀下一薄层，然后在刻蚀出来的坑的表面沉积保护层（常用的钝化特气包括 CHF_3 、 Ar 、 NF_3 和 CF_4 ），再用等离子打掉坑底的保护层，再用各向同性的腐蚀气体刻蚀一薄层，通过这样多次微小的各向异性腐蚀循环就可以在硅片上实现批量的高深宽比的微孔刻蚀。

⁴ 预计 2021-2026 年全球先进封装市场规模将从 350 亿美元增长至 482 亿美元，市场份额也将于 2025 年达到 50.37%。

⁵ 根据 2024.3.18 日长电科技发布的《江苏长电科技股份有限公司关于对全资子公司长电科技管理有限公司增资的公告》，公司拟以募集资金人民币 21 亿元和自筹资金人民币 24 亿元向其增资人民币 45 亿元，主要用于对长电科技汽车电子（上海）有限公司增资及收购晟碟半导体（上海）有限公司 80% 股权。

2023 年以来，美日荷等国家半导体出口管制政策继续收紧，半导体设备厂商通过突破核心技术、搭建多产品平台化以及国际化拓展等方式加速替代验证。具体来看：1) 核心技术持续突破是行业发展主旋律。2023 年，北方华创 12 英寸等离子体刻蚀机实现了晶边干法刻蚀设备的国产化突破；拓荆科技 HDPCVD 设备、应用于晶圆级三维集成领域的混合键合设备顺利通过客户端产业化验证，实现了首台的产业化应用；华海清科 14nm 制程的关键工艺 CMP 设备在客户端开展验证工作。2) 多产品平台化趋势明显。中微公司全面覆盖刻蚀设备，覆盖部分薄膜设备，投资布局光学检测设备，拓展 MOCVD 等泛半导体设备。2022 年，中微公司研发投入占比 19.59%。2023 年，中微公司刻蚀设备市占率提升、新开发的 LPCVD 设备和 ALD 设备部分获得重复订单带动其营业收入增长。盛美上海除清洗设备外，在先进封装领域拥有从电镀设备到涂胶、显影、湿法刻蚀、湿法去胶、金属剥离、无应力抛光先进封装平坦化较为完整的产品线。3) 实施国际化拓展。2023 年 2 月，盛美上海首次获得欧洲全球性半导体制造商的 12 腔单片 SAPS 兆声波清洗设备采购订单。2024 年，半导体设备厂商将持续突破核心技术、优化产品布局、提高工艺覆盖度、提升研发测试能力、提高工艺精度并加强多元化供应链保障能力，带动国产设备加速替代。

图 6：2023 年半导体主要出口管制政策

时间	国家	政策	主要内容及影响
2023 年 11 月	美国	宣布国家先进封装制造计划	预计投入约 30 亿美元资金，专门用于资助美国芯片封装行业，计划一定程度加速国内封测厂商先进封装布局。
2023 年 10 月	美国	公布了一系列先进芯片、半导体制造设备的出口管制规则（1017 规则）	加强对用于 AI 模型训练的先进芯片以及包括光刻、薄膜沉积、刻蚀、检测等先进芯片制造关键设备的管控，限制这些物项流向中国等国家和地区。
2023 年 6 月	荷兰	新出口管制措施，该措施于 9 月 1 日生效	措施涵盖了一小部分用于芯片制造工艺的极其先进的设备，包括 DUV 光刻（典型公司 ASML）和原子层沉积设备（典型公司 ASM）。ASML 表示，其最先进的 DUV 设备属于新规定的范围，但其主流 DUV 设备不属于新规定的范围。
2023 年 5 月	日本	外汇法法令修正案，该法案 7 月 23 日实施	将先进芯片制造所需的 23 个品类的半导体设备列入出口管理的管制对象，被新增列入出口管制设备品类包括：3 项清洗设备、11 项薄膜沉积设备、1 项热处理设备、4 项光刻设备、3 项蚀刻设备、1 项测试设备。管制主要聚焦于先进工艺（14nm 以下）的前道设备。
2023 年 3 月	荷兰	-	表示将在夏季前推出出口限制措施，未来高规格的光刻机等设备出口可能会受到限制
2023 年 2 月	美国	美国开放《芯片和科学法案》补贴申请并公布 10 大优先事项	补贴包括 390 亿美元制造业补贴和 110 亿美元研究和劳动力发展投资

二、半导体设备企业信用表现

2023 年，受行业周期影响半导体设备企业营收增速及利润增速均有所放缓，晶圆厂商逆势扩产及产品工艺覆盖提升导致前道设备厂商营业收入增速高于行业平均水平，封测厂稼动率承压、资本开支下修造成后道设备厂商利润下滑

2023 年 1~9 月，国内半导体设备样本企业⁶ 营业收入同比增加 32.03%、较上年同期 62.63% 的增速有所放缓；利润总额同比增加 28.95%、较上年同期 93.23% 下滑明显；毛利率均值 45.15%、较上年同期 45.47% 变化不大。

2023 年 1~9 月，晶圆厂商扩产及产品优化、工艺覆盖提升等因素影响，前道设备厂商营业收入和利润总额增速分别为 40.25% 和 45.90%，均高于行业平均增速；封测厂稼动率承压、资本开支下修造成后道设备厂商营业收入及利润下滑，营业收入总额及利润总额分别下降 32.12% 和 68.70%。

⁶ 东方金诚选取 12 家半导体设备企业作为样本企业。

图 7：2023 年 1-9 月半导体设备、前道、后道样本企业营收及同比变化（单位：亿元、%）

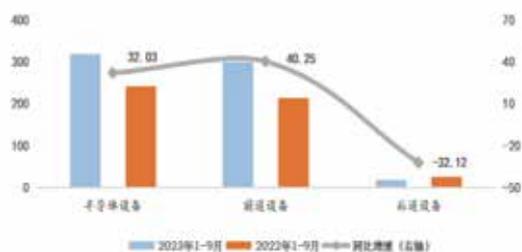
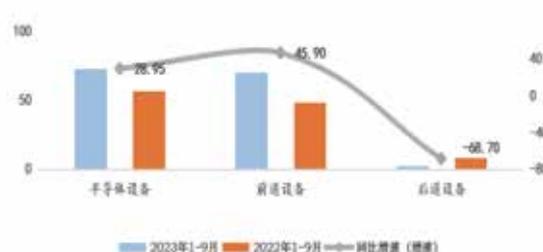


图 8：2023 年 1-9 月半导体设备、前道、后道样本企业利润总额及同比变化（单位：亿元、%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

2024 年，随着存储市场改善及晶圆厂商维持扩张，平台化半导体设备厂商将完善产品体系、持续产品升级迭代、提高工艺覆盖度，预计营业收入增速约 25%~40%

北方华创积极推进 28-14 纳米最核心关键设备和 7 纳米工艺设备的国产化，并储备 5/3 纳米关键设备的核心技术。2023 年，北方华创发布 12 英寸等离子体刻蚀机实现了晶边干法刻蚀设备的国产化突破，有利于提高国产先进制程芯片良率；公司用于先进封装领域的 12 英寸深硅刻蚀机销量提升。预计 2024 年，受益于多种产品技术持续突破和量产应用，公司新签订单将保持较高增速，公司营业收入增速约 35%。

2023 年，中微公司推出了适用于更高深宽比结构刻蚀的 NanovaVEHP 和兼顾深宽比和均匀性的 NanovaLUX 两种 ICP 设备，扩展了 ICP 刻蚀设备的验证工艺范围；NanovaVEHP 在 DRAM 中的高深款比的多晶硅掩膜应用在客户的产线上认证成功，已获得批量重复订单；NanovaLUX 也已付运至多个客户的产线上开始认证。2024 年，公司将加快刻蚀设备产品升级快速迭代，扩大薄膜沉积设备产品覆盖度，推进集成电路设备、泛半导体设备、非半导体设备领域布局，预计公司营业收入增速约 25%。

盛美上海的单片清洗和槽式清洗设备订单增量明显且清洗设备海外拓展顺利，2023 公司首次获得欧洲全球性半导体制造商的 12 腔单片 SAPS 兆声波清洗设备采购订单；公司先进封装设备产品线覆盖全面，先进封装及后道设备增速较快。2024 年，预计公司将优化精进清洗设备、进一步提高清洗设备市占率，加快 Track 及 PECVD 设备的验证及新客户开拓，TSV 电镀设备订单需求增长，公司营业收入增速约 40%。

图 9：2023 年平台化半导体设备厂商收入及利润变化

企业名称	主要产品	核心技术	2023 年营业收入增长	2023 年利润增长
北方华创	刻蚀、薄膜沉积、立式炉、外延、清洗设备等	2022 年发布 CCP 介质刻蚀机，实现刻蚀工艺全覆盖；国产 PVD 薄膜工艺最高水平，多项产品进入国际供应链体系；立式氧化炉打破国外垄断，单片退火设备居行业领先地位	预计增速为 42.77%~57.27%	预计增速为 53.44%~76.39%
中微公司	CCP、ICP 等刻蚀设备，MOCVD 设备及净化设备等	公司开发的 CCP 电容性刻蚀机、ICP 电感性刻蚀机、深硅刻蚀机、MOCVD 四类设备均达到国际先进水平	32.15%	59.74%
盛美上海	清洗设备、半导体电镀设备、立式炉管系列设备、后道先进封装工艺设备以及硅材料衬底制造工艺设备等	SAPS 兆声波清洗技术、TEBO 兆声清洗技术及单晶圆槽式组合 Tahoe 高温硫酸清洗技术处于国际领先水平；先进封装设备产品线覆盖全面；多阳极电镀技术及无应力抛光技术等具有国际先进水平的研究推进商业化应用中	35.34%	34.48%

资料来源：iFinD，东方金诚整理

国产替代率低的薄膜沉积设备⁷龙头企业不断提升产品性能、推进应用于晶圆级三维集成领域的混合键合设备研发及产业化，预计营业收入增幅约 50%

拓荆科技薄膜设备产品以离子体增强化学气相沉积（PECVD）、原子层沉积、次常压化学气相沉积及高密度等离子体增强化学气相沉积为主，其中 PECVD 等产品应用于国内晶圆厂 14nm 及以上制程集成电路制造产线。2023 年，公司 PECVD 设备、ALD 设备、SACVD 设备持续拓展工艺、量产规模扩大，销售收入提升较快；新产品 HDPCVD 设备、混合键合设备通过客户端产业化验证。截至 2023 年末，公司在客户端累计生产的流片量超过 1.5 亿片，2023 年度平均机台稳定运行时间超过 90%。受益于国内晶圆厂持续扩产带来的需求增加及公司新产品及新工艺经下游用户陆续验证导入等，2023 年公司营业收入预计增长 52.44%-64.17%，利润增长 62.81%-95.38%。2024 年，预计拓荆科技不断提升 CVD 产品性能，推进混合键合设备的研发和产业化，预计营业收入增幅约 50%。

图 10：拓荆科技营业收入及增速（单位：亿元、%）

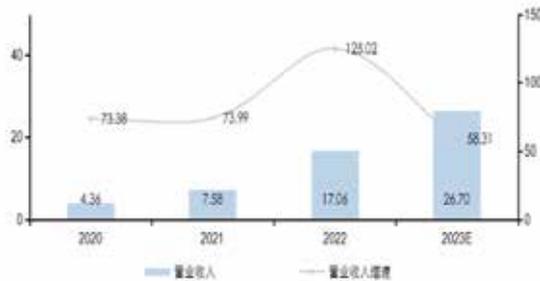


图 11：拓荆科技利润总额（单位：亿元）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

下游需求回暖带动国内封测企业稼动率回升，封测企业资本支出修复将带动后道设备厂商营收增速回正

封测厂商在经历了两年的资本开支明显收缩后，2024 年需求有望迎来修复，预计带动后道设备厂商营收及利润增长。智能手机等消费电子需求回暖将带动华峰测控 STS8300 订单提升，新能源汽车渗透率增长对其功率领域订单支撑较强。华峰测控持续完善测控产品线，拓宽产品可测试范围，预计 2024 年收入增长约 20%。长川科技的 SLT 分选机部分核心技术指标达到国际先进水平，D9000 数字测试机可以提供包括晶圆测试和用于微控制器、无线设备和蜂窝通信芯片等终测方案，在测试质量、测试效率和测试成本管控等方面均达到国内领先水平，2024 年汽车和高端消费电子领域需求支撑较强，长川科技加强产品研发迭代，预计营业收入增长超过 10%。

图 12：2023 年半导体后道设备厂商收入及利润变化

企业名称	主要产品	核心技术	2023 年营业收入变化	2023 年利润总额变化
华峰测控	主要向芯片设计公司、晶圆厂、IDM 和封测厂商供应半导体测试设备，其中晶圆检测环节需要使用测试机和探针台，成品测试环节需要使用测试机和分选机。	在 V/I 源、精密电压电流测量、宽禁带半导体测试和智能功率模块测试核心技术国内领先	下降 35.47%	下降 56.10%
长川科技	为集成电路封装测试企业、晶圆制造企业、芯片设计企业等提供测试设备，主要产品为测试机（大功率测试机、模拟测试机、数字测试机等）、分选机（重力式分选机、平移式分选机、测编一体机）、自动化设备及 AOI 光学检测设备等	自主研发测试机及分选机、收购进入光学检测设备，重力式测编一体技术等分选机技术、高精度电压电流源控制测量技术处于国内领先水平	-	下降 91.98% 至 88.07%

资料来源：iFinD，东方金诚整理

⁷ SEMI 数据统计，2022 年国内晶圆厂商半导体设备国产化率提升至 35%，集微咨询统计，刻蚀、清洗设备国产化率高于 50%，薄膜沉积国产化率约 35%、偏低水平，涂胶显影约 25% 较低，光刻设备不足 5%。

预计 2024 年受订单增长原材料采购垫付资金影响，半导体设备厂商经营性净现金流对债务保障将下降，行业盈利增长且股权融资顺畅、行业杠杆率仍处于较低水平

随着国产替代进程推进，半导体设备企业盈利增长且股权融资顺畅，整体资产负债率处于较低水平、偿债指标表现良好。2024 年，受订单增长原材料采购垫付资金影响，预计设备厂商经营性净现金流规模下降，经营现金流流动负债比下降；受订单增长营运资金需求增加影响，行业杠杆略有提升，全部债务/EBITDA 保持较好水平。

图 14：半导体设备样本企业现金流变化（%）

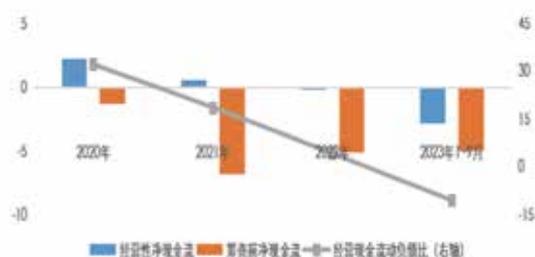


图 15：半导体设备样本企业偿债指标（%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

三、结论

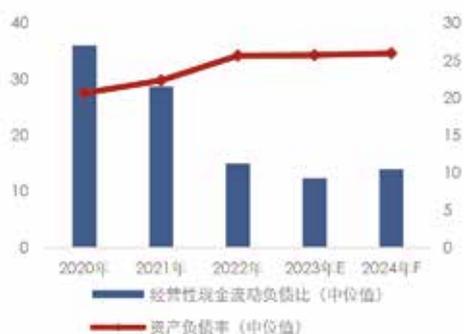
展望 2024 年，半导体行业需求逐步回暖、存储市场改善明显，带动半导体设备制造商收入及盈利增加、行业整体信用质量维持稳定。其中，平台化半导体设备厂商、国产替代率低的薄膜沉积设备龙头企业营业收入增幅较快，后道设备厂商收入增速回正。同时，需要关注泛半导体设备需求波动对设备厂商经营造成的冲击及出口管制政策加剧下设备厂商供应链稳定性

中国大陆晶圆制造自给率仍较低，未来 1~2 年仍将继续扩充成熟制程产能并积极推进先进产能，美日荷等国出口管制加码推动国产设备全产业链替代加速。2024 年，半导体行业需求逐步回暖，智能手机、PC 以及 AI 浪潮催化 HBM 需求推升存储市场改善明显。平台化半导体设备厂商将完善产品体系、持续产品升级迭代、提高工艺覆盖度，国产替代率低的薄膜沉积设备龙头企业不断提升产品性能及推进新产品开发，预计营业收入增幅较快。封测企业资本支出修复将带动后道设备厂商营收增速回正。同时，半导体设备厂商往往拓展用于 LED 显示、太阳能电池、电子元器件等泛半导体设备开发，需要关注泛半导体设备需求波动对半导体设备厂商经营造成的冲击；需关注海外出口管制加剧情况下核心零部件供应商更换、中止或延迟交货等风险。

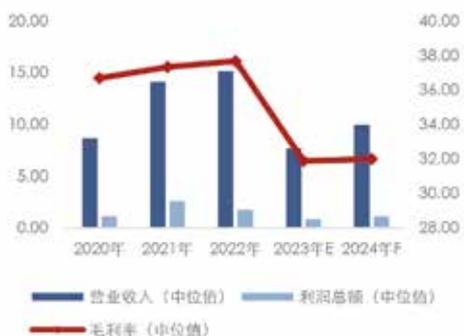
2024 年半导体行业信用风险展望

王璐璐 刘鸣 蒋林益

半导体样本企业偿债能力主要指标 (%)



半导体样本企业盈利能力主要数据和指标 (亿元、%)



资料来源: iFinD 同花顺, 东方金诚整理

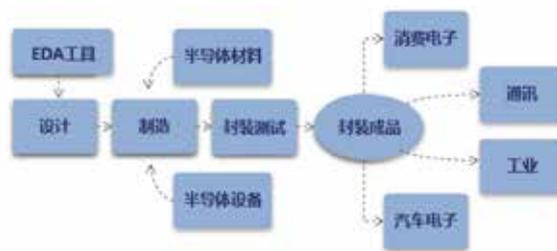
- 2023 年全球半导体销售额 5268 亿美元, 同比增速 -8.2%, 降幅收窄, 需求边际改善, 行业库存周期触底, 2024 年开启回暖周期;
- 半导体企业盈利能力下滑, 2023 年 1~9 月国内半导体样本企业整体营收同比下降 4.45%, 利润总额同比下降 50.87%, 亏损面达 32.63%, 预计随着库存见底、消费电子需求回暖, AI 等新兴需求拉动, 叠加国产替代支撑, 2024 年国内半导体企业营收将有所回升, 但竞争烈度不减, 盈利将继续分化;
- 2023 年 1~9 月, 半导体企业整体运营效率小幅下降, 经营性净现金流走弱, 债务负担小幅提升, 现金流对债务的保障程度下降, 预计 2024 年随着下游需求的逐步回暖, 半导体企业经营获现能力同比提升, 对债务的保障程度将有所修复;
- 预计 2024 年, 半导体企业信用质量整体将略有回升, 集成电路制造企业信用质量好于其他子类, 半导体设备和材料企业受益于国产替代信用支撑仍强, 数字芯片、模拟芯片设计企业竞争加剧、抗风险能力相对较弱, 重点关注产品竞争力弱的半导体设计企业经营和融资能力恶化, 外部限制增加, 以及技术工艺升级、产品良率不及预期的风险。

一、行业基本面

美国等西方国家出口管制措施持续升级，中国出台半导体产业扶持政策，通过创设芯片扶持基金等途径，助力国产芯片自主可控发展

半导体是全球最复杂的产业链之一，其上下游主要涵盖芯片设计、材料及设备、晶圆制造和封装测试等细分领域，囊括了众多顶尖硬核科技公司。国内半导体产业经过多年发展，目前产业链安全可控水平最低的是基础软件环节，如 EDA 软件、核 IP 模块尚存较多未国产化空白领域；安全可控水平中等的是基础硬件和制造环节，如设备和晶圆代工工艺虽国产化但尚未实现先进制程，部分材料领域如光刻胶、电子特气仍面临制约瓶颈；安全可控水平较高的是 IC 设计，但 IC 设计向高端市场发展受前端基础软件、材料和设备“卡脖子”的制约；安全可控水平最高的是封测，不仅国产化突破、技术先进，且已量产被市场广泛认可。总体来看，中国半导体产业的主要发展瓶颈在于设备、材料、EDA、核 IP 等软硬件前端基础较为薄弱，提升中国半导体产业链自主可控水平，关键在于重塑产业基础。

图 1：半导体产业链主要分为设计、制造、材料、设备、封测等细分领域



数据来源：公开资料，东方金诚整理

近年来美国从产品、技术、人才等方面对华实施严格封锁，意图促成 CHIP4 联盟¹，重振美国本土芯片制造领先地位，将中国大陆的半导体产业困在微利化的价值链低端。2023 年，美国加速对中国半导体出口管制政策的升级，并拉拢其盟友以“去风险”之名，推行“去中国化”的政策。2023 年 10 月 17 日，美国 BIS 发布的出口管制新规更新了半导体设备和技术的管辖限制，并在“实体制裁清单”中新增多家中国半导体企业，定向打压中国半导体产业发展；2024 年 3 月 29 日，美国 BIS 发布实施额外出口管制的规定，该规定针对半导体项目出口，旨在使中国更难获取美国人工智能芯片和芯片制造工具。此外，美国、日本、荷兰对就对华先进半导体生产设备的出口达成协议，其中日本限制 23 种高性能半导体制造设备出口，荷兰加大光刻机等半导体设备和技术的出口管制，美日荷统一战线，遏制中国发展半导体先进技术。

与此同时，我国相继出台扶持政策，国产半导体行业围绕“强化自身供应链”和“加强研发力度”两条主线，取得明显进步。2014 年中国集成电路产业投资基金（以下简称“大基金”）一期成立，注册资本为 1378.2 亿元，投资布局以集成电路制造领域为主，兼顾设计端和封测端。大基金二期成立于 2019 年，注册资本为 2041.5 亿元，主要投资国内短板明显的半导体设备、材料领域，集中于完善半导体行业的重点产业链。2024 年 3 月，据彭博社报道，大基金三期预计将推出，拟募集资金 3000 亿元人民币，投资周期为 5 年，在大基金一期和二期的基础上，大基金三期将更加注重与市场深度融合，加大对民间投资的支持力度，聚焦算力芯片和存储芯片领域，并在半导体设备方面持续投入，把握数字经济和人工智能方向，助力国内芯片自主可控发展。

全球宏观经济及政策、半导体产品库存周期、产品 / 技术突破共同影响半导体景气度

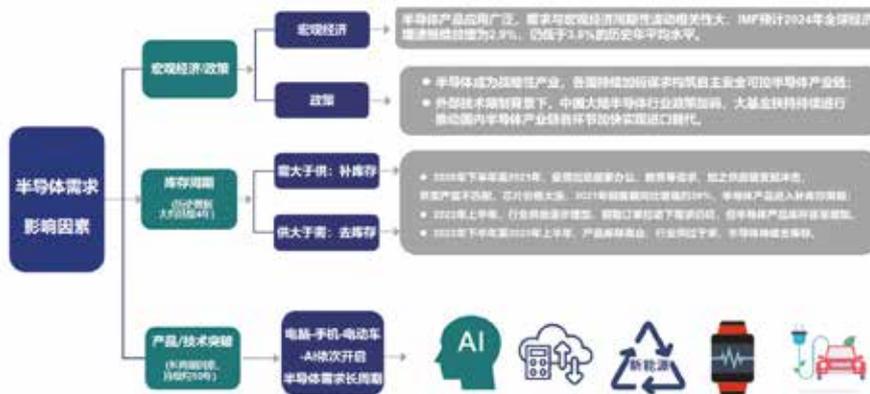
半导体产品下游涵括计算机、通信、消费电子、汽车和工业等行业，应用领域广泛，其终端需求主要影响

¹ 即拉拢日本、韩国和中国台湾形成一个对外封闭、对内协作的小圈子，促成全球主要芯片制造在美建厂。

因素包括全球宏观经济及政策、半导体产品库存周期、产品 / 技术突破等。

从宏观层面看，半导体产业已从高效分工协作的全球化发展阶段进入到以构筑本土自主可控的半导体全产业链为特征的“逆全球化”阶段；全球经济方面，IMF 预计 2024 年全球经济增速继续放缓为 2.9%，仍低于 3.8% 的历史（2000 年至 2019 年）年平均水平，当前全球经济增长风险仍偏向下行，表现在通胀可能长期持续、金融市场可能重新定价、新兴市场和发展中经济体债务困境可能加剧以及地缘经济割裂可能加深等。

图 2：半导体产业链主要分为设计、制造、材料、设备、封测等细分领域



数据来源：公开资料，东方金诚整理

从政策层面看，半导体为各国战略性产业，在维护国家信息安全、占据信息市场主导权、促进国家安全和经济增长方面至关重要，是全球主要经济体竞争的核心目标之一，各国持续加码谋求构筑自主安全可控的半导体产业链。当前，我国将数字经济作为核心发展战略之一，半导体作为新一代信息技术的核心，是数字经济时代的基石。在外部技术限制背景下，中国大陆半导体行业政策加码，大基金扶持持续进行，推动国内半导体产业链各环节加快实现进口替代。

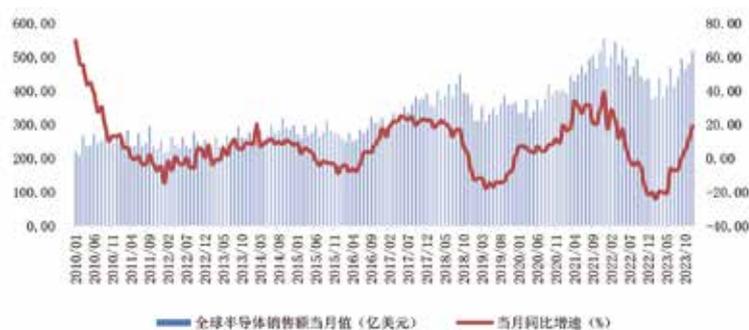
从库存周期看，2022 年上半年，行业供给逐步增加，前期订单拉动下需求仍旺，但半导体产品库存逐渐增加。自 2022 年下半年以来，全球半导体出现供过于求，且在下游消费电子需求减弱影响下，供过于求的程度愈发严重，半导体进入主动去库存阶段。2023 年半导体行业库存持续去化见底，全球销售额增速降幅收窄，预计 2024 年将开启回暖周期。

从产品 / 技术的更新迭代看，半导体行业的长期前景仍然十分广阔，技术创新周期通常持续 8-10 年左右，主要受到半导体产品自身以及下游应用的创新驱动。目前人工智能、新能源、高端工业以及部分特种芯片等新兴应用领域的发展，以及 AIGC 对算力需求的大幅提升，将带动新兴芯片需求的爆发，可为半导体需求带来积极影响，带动行业进入上行周期。

2023 年全球半导体销售额 5268 亿美元，同比增速 -8.2%，降幅收窄，需求边际改善，行业库存周期触底，预计 2024 年开启回暖周期

根据半导体产业协会（SIA）数据，2023 年全球半导体行业销售额总计为 5268 亿美元，受消费电子需求下行及行业去库存周期等共同影响，同比下降 8.2%。分季度来看，2023 年前三季度半导体销售额较 2022 年同期分别下降 21.25%、15.82% 和 4.51%，降幅有所收窄，第四季度销售额为 1460 亿美元，较 2022 年同期增长 11.6%，较 2023 年第三季度增长 8.4%，在 AI、新能源汽车等新动能拉动下，行业触底回温。分月份来看，2023 年 1~8 月，全球半导体销售额为 3311 亿美元，同比下降 17%；自 2023 年 9 月起连续 4 个月实现同比增长，其中 2023 年 12 月份销售额约为 486 亿美元，同比增长 11.6%，环比增长 1.4%。

图 3：全球半导体销售额自 2023 年四季度起触底回暖



分地区来看，2023 年欧洲区域市场实现半导体销售额同比增长，增幅约 4%，而其他主要区域市场均呈现销售额下降的趋势，包括日本 (-3.1%)、美洲 (-5.2%)、亚太 / 其他市场 (-10.1%) 和中国 (-14.0%)；2023 年 12 月份，中国 (19.4%)、亚太 / 其他地区 (11.3%)、欧洲 (2.1%) 和美洲 (12.5%) 的销售额同比增长，但日本 (-4.6%) 有所下降。

分产品来看，2023 年逻辑电路销售额达到 1785 亿美元，成为半导体细分领域中销售额占比最大的产品类别；存储产品以 896 亿美元位居第二。汽车 IC 销售额为 422 亿美元，同比增长约 23.7%，未来新能源电动车将作为核心动能，推动半导体行业需求边际改善。从产品价格来看，存储芯片价格从 2022 年年初起持续下降，于 2023 年 8 月份触底逐步反弹；受美国出口管制政策、芯片供给端受限等影响，下游芯片厂商需求旺盛，AI 芯片价格（以英特尔 H 为例）从 2021 年起稳步上升，于 2023 年达到峰值 4 万美元，折合人民币 27 万元，预计 2024 年价格仍将稳步上涨。

图 4：2023 年全球半导体细分产品销售额（单位：亿美元）

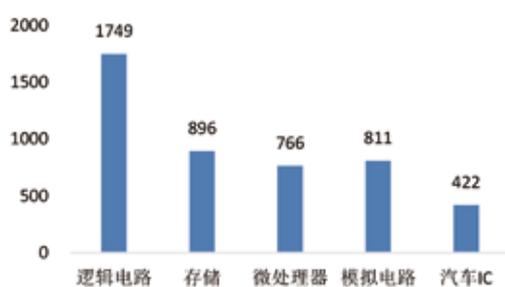
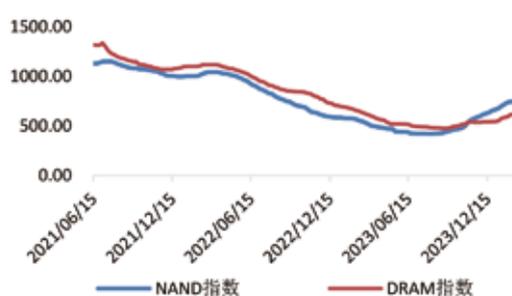


图 5：存储芯片价格变动情况



整体来看，2023 年上半年全球半导体销售仍旧低迷，但下半年随着库存逐渐消化，消费电子进入传统销售旺季以及人工智能、5G、新能源、高端工业等新兴领域的需求逐渐增长，行业需求筑底回暖。随着库存见底、消费电子需求回暖，AI 等新兴需求拉动，叠加国产替代支撑，预计 2024 年开启回暖周期。

二、国内半导体企业信用表现

2023 年 1~9 月，中国半导体企业专利增量提高，研发投入持续增加，中国半导体基础领域多项设备技术已具备 28nm 节点量产能力，但光刻机等核心领域的技术攻关仍任重道远

2023 年 1~9 月，半导体样本企业整体研发投入保持稳定增长态势，但同期研发投入比为 11.52%，仍有

增长空间。在专利方面，中国半导体企业专利数量稳步增长且增速较快，截至 2023 年 9 月末，95 家半导体样本企业共计获得专利 38551 件，其中 300 ~ 1000 件占比约 23.16%，100 ~ 300 件占比约 27.37%，50 ~ 100 件占比约 24.21%。在代表性企业方面，北方华创已累计申请专利 7200 余件，累计获得授权专利 4100 余件；南大光电公司累计获得专利 281 件（包含自主开发和购买），其中发明专利 148 件，实用新型专利 133 件，专利数量的增长意味着国内半导体技术领域的持续突破。

图 6: 2023 年 1~9 月半导体行业企业研发投入情况 (单位: 亿元)

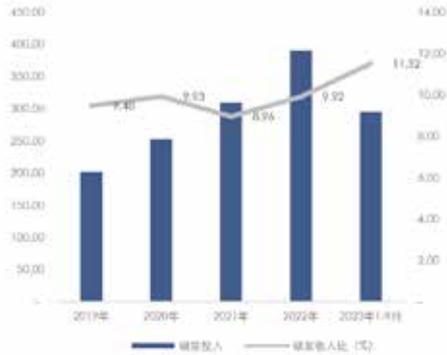


图 7: 截至 2023 年 9 月末半导体样本企业专利数量分布情况 (单位: 件)

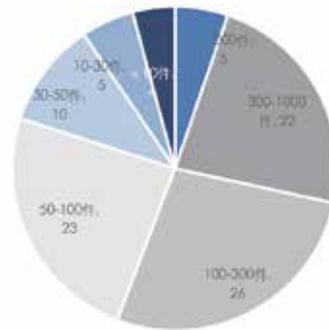


图 8: 重点半导体细分企业 2022 年、2023 年 1 ~ 9 月研发费用及最新一期同比情况 (单位: 亿元、%)

半导体材料重点企业	2022	2023.1~9	同比	半导体设备重点企业	2022	2023.1~9	同比
沪硅产业	2.11	1.75	-0.20	北方华创	18.45	13.89	-1.66
有研新材	1.91	1.29	-0.06	中微公司	6.05	5.02	-0.50
南大光电	1.76	1.19	-0.10	盛美上海	3.80	3.97	1.43
集成电路封测重点企业	2022	2023.1~9	同比	集成电路制造重点企业	2022	2023.1~9	同比
长电科技	13.13	10.82	-1.02	中芯国际	49.53	36.41	-0.96
通富微电	13.23	8.62	-1.15	华润微电子	9.21	8.69	-2.49
太极实业	10.98	6.51	-0.35	晶合集成	8.57	7.03	-1.10
模拟芯片设计重点企业	2022	2023.1~9	同比	数字芯片设计重点企业	2022	2023.1~9	同比
翱捷科技	10.06	8.51	-1.09	兆易创新	9.36	7.57	-0.29
汇顶科技	15.37	7.86	-0.94	韦尔股份	24.96	15.62	-2.06
卓胜微	4.49	4.10	-1.31	紫光国微	12.11	10.45	-0.88
艾为电子	5.96	4.60	-0.20	高澜微	3.01	2.46	-0.11
上海贝岭	2.58	2.57	-0.82	安路科技	3.32	3.12	-0.77

在技术突破方面，国内多家头部半导体企业已取得了长足进步，如中微公司深度布局薄膜沉积，已实现多种 LPCVD 设备的研发交付以及 ALD 设备的重大突破，其自主设计开发的双台机 CVD 钨设备，能够满足先进逻辑器件接触孔填充应用、DRAM 器件接触孔应用，以及 3D NAND 器件中的多个关键应用需求，同时 UD-RIE 和 SD-RIE 取得突破性进展，覆盖更多关键刻蚀应用。北方华创加强平台化布局，深耕半导体工艺装备、真空及锂电装备、精密电子元器件领域，深度发展 ICP 刻蚀设备，并研发针对先进封装领域的金属薄膜制备设备整体解决方案，来帮助封装企业突破翘曲芯片传输和承载等技术瓶颈。南大光电自主研发的 Af 光刻胶已经开始大规模投产，可用于 14nm 及以上制程芯片制造，在氢类特气板块，其研发的新一代安全源产品始终保持对竞争对手的技术先发优势；在氟类特气板块，南大光电通过工艺革新实现物料循环利用，绿色制造技术不断提升。围绕三氟化氮延链、强链、补链，南大光电积极布局新产品，为实现氟类电子特气登峰奠定基础。2023 年 9 月华为 mate 60/X5 系列携麒麟 9000s 处理器回归，解决了国内 5G 智能手机先进芯片问题，工艺制程接近 7nm, 代表着国内手机产业链自主化程度的提升和突破。

虽然国内半导体企业在部分细分领域已取得了长足的技术进步，但在光刻机等核心领域的技术仍被西方掣肘，受制于光刻机短板明显，刻蚀设备等其他细分半导体国产设备难以导入先进产线批量使用，国产替代的技术攻克仍然任重道远。

2023年1~9月，受半导体周期下行导致的消费电子需求疲软、库存高企等影响，国内半导体样本企业整体营收规模降低，利润总额和净利润同比大幅下滑，样本企业盈利能力同比走弱

2023年1~9月，半导体行业仍处于下行周期中，受消费电子需求疲软、半导体库存高企、美国对中国在先进制程等方面的半导体封锁、以及国内半导体市场竞争加剧、研发投入持续增加等多重因素影响，半导体企业整体的营收规模和盈利能力均有不同程度的下滑。2023年1~9月，国内95家半导体上市及发债样本企业营业收入合计为2789.92亿元，同比小幅下降4.45%；利润总额和净利润分别为214.28亿元和196.66亿元，分别同比大幅下降50.87%和51.47%；行业毛利率同比下降4.85个百分点，样本企业整体盈利能力较2022年同期走弱，且80%以上的样本企业利润总额和净利润同比均有不同程度的下滑，亏损企业占比较高。

图9: 2023年1-9月半导体细分子行业营收及同比变化(单位: 亿元)

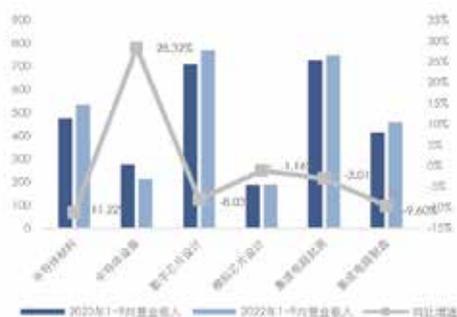
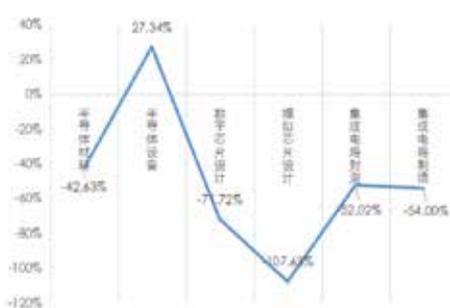


图10: 2023年1-9月半导体样本企业利润总额同比变化



资料来源: Wind, 东方金诚整理

从细分子行业来看，2023年1~9月，半导体设备企业营收和利润表现最好，实现了25%以上的利润总额及净利润增幅，其中代表性企业北方华创、中微公司的收入和利润引领行业增长，一方面受益于半导体设备国产化替代进程加速下前期订单较多，另一方面是由于半导体设备的收入确认周期相对较长，下游需求不景气对设备企业的影响滞后所致。

半导体材料、集成电路封测、集成电路制造的净利润和利润总额均有不同程度的下滑，但情况均优于芯片设计行业。由于国内数字芯片设计和模拟芯片设计企业大多集中于中低端市场，受半导体下行周期导致的业内需求不振及同业竞争激烈等因素共同影响，国内芯片设计企业2023年前三季度盈利能力有较大幅度下滑，模拟芯片设计领域及数字芯片设计领域内样本企业利润总额同比分别大幅下滑107.63%和71.72%，毛利率分别下滑9.13和4.01个百分点。

集成电路制造领域虽受消费电子疲软等因素影响导致盈利能力有所下滑，但领域内企业依据技术水平高低、产品先进程度、市场占有大小等因素有较大的内部分化，头部企业盈利潜能和抗风险能力仍然较强，如中芯国际极高的技术壁垒使得其行业龙头地位依然稳固。集成电路封测领域则与集成电路制造领域不同，行业整体技术壁垒不高，头部企业较难形成有效的业务护城河，业内竞争较为激烈，在本轮半导体下行周期中头部企业的盈利能力下滑幅度高于行业整体下滑幅度，部分规模较低的企业则凭借低基数效应逆势增长，但头部企业基于其业务规模优势，抗风险能力依旧显著强于规模较小的封测企业。

图 11: 重点半导体细分企业 2022 年、2023 年 1~9 月营业收入及最新一期同比情况 (亿元、%)

半导体材料重点企业				半导体设备重点企业			
2022	2023.1~9	同比	2022	2023.1~9	同比		
沪硅产业	36.00	23.90	-7.94	北方华创	146.88	145.88	-4.70
有研新材	152.54	83.20	-49.10	中微公司	47.40	40.41	-32.80
南大光电	15.81	12.81	-11.70	盛美上海	28.73	27.50	-38.01
集成电路封测重点企业				集成电路制造重点企业			
2022	2023.1~9	同比	2022	2023.1~9	同比		
长电科技	337.62	204.30	-7.55	中芯国际	495.16	330.98	-11.35
通富微电	214.29	159.07	-9.84	华润微电子	100.60	75.30	-1.33
太极实业	351.95	264.06	-11.83	晶合集成	100.51	50.17	-41.93
模拟芯片设计重点企业				数字芯片设计重点企业			
2022	2023.1~9	同比	2022	2023.1~9	同比		
翱捷科技	21.40	18.44	-16.49	兆易创新	81.30	43.94	-35.08
汇顶科技	33.84	31.96	-26.80	韦尔股份	200.78	150.81	-1.96
卓胜微	36.77	30.74	-11.90	紫光国微	71.20	56.42	-14.31
艾为电子	20.90	17.83	-16.76	富瀚微	21.11	13.49	-11.63
上海贝岭	20.44	14.30	-10.22	安路科技	10.42	5.93	-26.65

资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

图 12: 重点半导体细分企业 2022 年、2023 年 1~9 月利润总额及最新一期同比情况 (单位: 亿元、%)

半导体材料重点企业				半导体设备重点企业			
2022	2023.1~9	同比	2022	2023.1~9	同比		
沪硅产业	4.03	2.11	-17.89	北方华创	28.54	33.73	96.00
有研新材	3.28	1.71	-47.72	中微公司	12.59	13.04	53.54
南大光电	2.78	2.97	-31.38	盛美上海	7.17	7.39	-61.87
集成电路封测重点企业				集成电路制造重点企业			
2022	2023.1~9	同比	2022	2023.1~9	同比		
长电科技	32.91	10.96	-68.03	中芯国际	147.60	51.70	-56.10
通富微电	4.69	-1.43	-135.47	华润微电子	26.53	12.25	-42.63
太极实业	-6.14	7.37	-356.03	晶合集成	31.56	-0.66	-101.84
模拟芯片设计重点企业				数字芯片设计重点企业			
2022	2023.1~9	同比	2022	2023.1~9	同比		
翱捷科技	-2.48	-4.10	-114.40	兆易创新	22.62	4.19	-81.59
汇顶科技	-9.99	-0.86	59.19	韦尔股份	13.01	4.78	-79.78
卓胜微	10.89	8.39	-19.00	紫光国微	28.81	21.82	-1.75
艾为电子	-0.82	-1.56	-520.38	富瀚微	4.05	1.79	-47.91
上海贝岭	4.28	-1.67	-141.56	安路科技	0.60	-1.38	-93.73

资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

图 13: 重点半导体细分企业 2022 年、2023 年 1~9 月毛利率及最新一期同比情况 (%)

半导体材料重点企业				半导体设备重点企业			
2022	2023.1~9	同比	2022	2023.1~9	同比		
沪硅产业	22.72	18.82	-3.53	北方华创	43.83	39.83	-4.14
有研新材	5.06	6.25	0.85	中微公司	45.74	45.83	0.32
南大光电	45.34	43.20	-3.80	盛美上海	48.90	53.16	6.18
集成电路封测重点企业				集成电路制造重点企业			
2022	2023.1~9	同比	2022	2023.1~9	同比		
长电科技	17.04	13.87	-4.13	中芯国际	38.30	23.01	-16.20
通富微电	13.90	11.28	-4.28	华润微电子	36.71	33.42	-3.84
太极实业	7.06	7.74	0.82	晶合集成	46.16	18.62	-33.26
模拟芯片设计重点企业				数字芯片设计重点企业			
2022	2023.1~9	同比	2022	2023.1~9	同比		
翱捷科技	37.13	24.66	-12.40	兆易创新	47.66	34.38	-14.00
汇顶科技	46.20	40.95	-4.84	韦尔股份	30.75	21.28	-11.30
卓胜微	52.91	47.92	-5.00	紫光国微	63.80	63.82	-1.91
艾为电子	38.08	25.06	-15.26	富瀚微	38.09	39.33	1.16
上海贝岭	34.09	30.35	-5.68	安路科技	39.81	36.29	-2.54

资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

预计 2024 年, 为提升市场竞争力, 国内半导体企业仍将保持较高研发支出水平, 不断提高自身技术实力、产品良率, 全球半导体企业有望在 2024 年逐步走出下行周期泥潭, 随着库存见底、消费电子需求回暖, 叠加国产替代需求的不断支撑, 预计 2024 年国内半导体企业营收将有所回升, 但竞争烈度不减, 盈利将继续分化。

2023 年 1~9 月, 投资人趋于谨慎, 半导体企业融资难度增加, 筹资性净现金流整体大幅下滑, 叠加半导体下行周期影响, 样本企业整体运营效率有所下降, 业务疲软带动经营性净现金流走弱, 预计 2024 年随下游需求的逐步回暖, 半导体企业现金流将有所改善

2023 年 1~9 月, 受半导体行业景气度下行影响, 投资人趋于谨慎, 半导体企业整体融资难度增加, 同期筹资性净现金流同比下降 43.59%, 95 家样本企业筹资性净现金流均值仅为 3.04 亿元。同期在半导体周期下行影响下, 半导体企业总资产周转率整体下滑, 运营效率有所降低, 经营态势走弱导致半导体企业经营获现能力出现下滑, 2023 年 1~9 月样本企业经营性净现金流同比降低 16.41%。受项目投资等高资本支出影响, 2023

年前三季度样本企业投资性现金流整体仍呈净流出状态，半导体企业非筹资性净现金流降幅明显，叠加融资难度增加导致的筹资性净现金流减少，半导体企业的现金流状况趋弱，对债务保障程度有所下降。

图 14：半导体样本企业现金流变化情况（单位：亿元）



图 15：半导体样本企业非筹资性净现金流同比变化情况（单位：%）

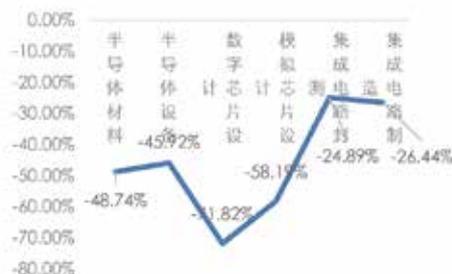


图 16：半导体样本营运效率变化情况（单位：次）

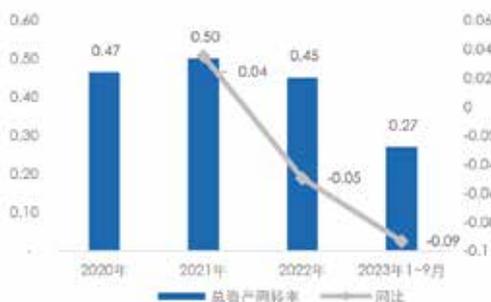
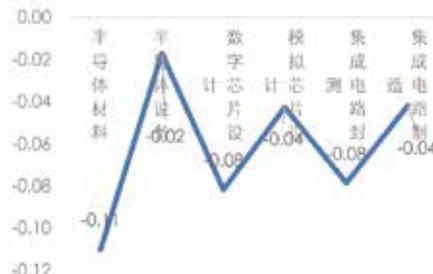


图 17：2023年1~9月半导体样本企业总资产周转率同比变化情况（单位：次）



从细分子行业来看，2023年1~9月，受益于半导体设备国产化替代进程加速下的订单积累，下游需求不振对半导体设备企业的影响不及其他细分子行业突出，半导体设备企业整体经营性净现金流同比不降反升，其余细分子行业经营性净现金流受下行周期影响均有不同程度下滑，其中数字芯片设计及模拟芯片设计受影响最为显著，经营性净现金流同比分别下降331.53%和586.60%。虽然半导体设备企业经营性净现金流同比有所增长，但受新建产能等大额资本性支出增长影响，半导体设备企业投资性现金流净流出规模位于所有细分子行业之首，除芯片设计领域投资性项目较少外，其余各细分子行业投资性现金净流出规模均有不同程度扩大。整体来看，半导体各细分子行业的非筹资性净现金流和自由现金流均为负，现金流压力依旧较大。

图 18：2023年1~9月半导体样本企业非筹资性净现金流情况（单位：亿元）

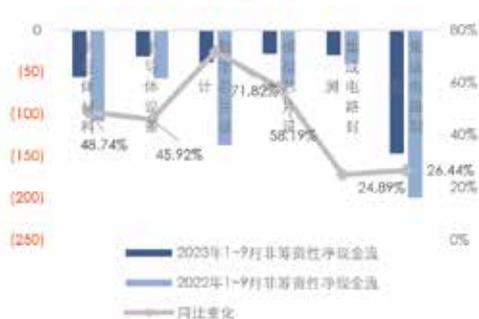
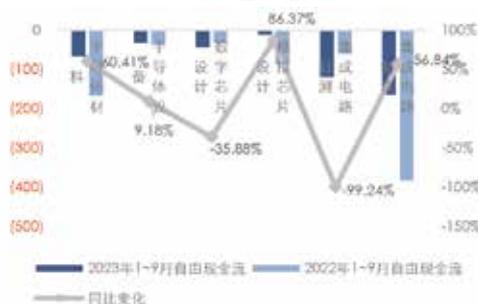


图 19：2023年1~9月半导体样本企业自由现金流情况（单位：亿元）



预计 2024 年，随着库存见底、消费电子需求回暖，国内半导体企业在经营端边际改善，现金流状况将有所好转。

2023 年 1~9 月，半导体企业债务负担有所加重，经营性净现金流对债务的保障程度有所降低，预计 2024 年受益于行业周期性回暖，现金流对债务的保障能力将有所回升，同时国家所鼓励的 IPO、VC、PE 等股权融资方式亦能为半导体企业改善融资情况起到积极作用

截至 2023 年 9 月末，半导体样本企业资产负债率为 36.31%，较上年同期增加 2.05 个百分点，行业整体债务负担不高，但位于加重趋势之中，各细分子行业负债水平均有不同程度的加重，具备重资产特征的半导体设备和材料领域债务负担加重较明显。

图 20: 半导体样本企业资产负债率同比变化情况 (单位: %)

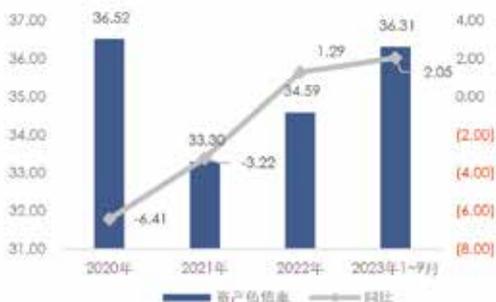
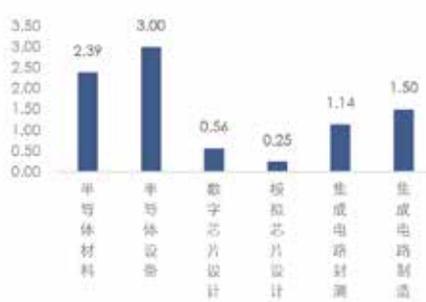


图 21: 2023 年 1~9 月半导体细分子行业资产负债率同比变化情况 (单位: %)



2023 年 1~9 月，随着现金流情况的走弱，半导体企业整体的经营性净现金流对债务的保障程度有所降低。从细分子行业来看，除轻资产属性的芯片设计领域外，其余细分子行业经营现金流动负债比均有不同程度的下滑，其中集成电路制造业下滑程度最大，受周期下行影响较为剧烈，预计 2024 年随着半导体企业逐步走出周期下行阴影，景气度提升将带动现金流状况好转，以集成电路制造、半导体设备等领域为代表的、周期属性较强的细分子行业偿债能力情况将有所修复。

图 22: 半导体样本企业经营现金流动负债比变动情况 (单位: 亿元、%)

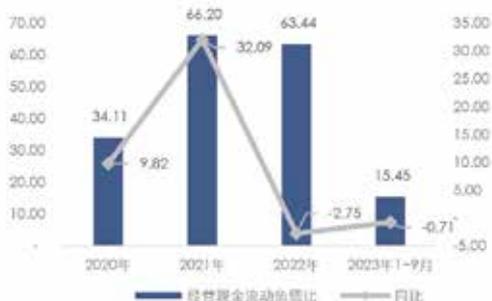
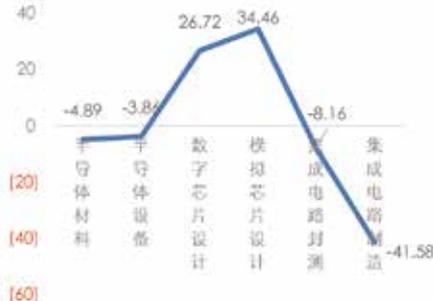


图 23: 2023 年 1~9 月半导体样本企业各细分子行业经营现金流动负债比 (单位: %)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

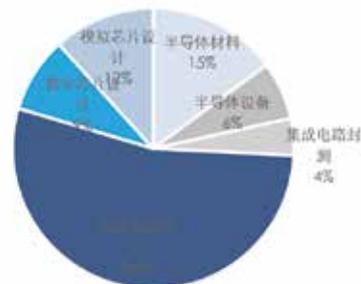
融资能力方面，近年来，国家持续鼓励以半导体为代表的“硬科技”领域进行股权融资，IPO、VC、PE 等股权融资渠道为半导体等高科技企业补充长期资本、增强资本实力发挥了关键作用。2023 年全年半导体行业实现 A 股 IPO 数量 28 个，实际融资规模达 784.45 亿元，实际融资规模同比增长 5.07%。从细分子行业看，2023

年集成电路制造领域实际融资金额占当年实际总融资额的 54%，一改往年数字芯片及模拟芯片设计领域融资额占绝对比重的局面，预计在大规模股权资金支持下，2024 年集成电路制造企业的资本实力将持续改善。

图 24：半导体行业 IPO 个数及融资情况



图 25：2023 年半导体细分行业实际融资金额占比



资料来源：Wind，东方金诚整理

总体来看，受库存高企及消费电子需求不振影响，2023 年 1~9 月半导体企业经营承压，债务负担小幅加重，经营性净现金流对负债的保障程度有所减弱。受益于国家政策支持，IPO、VC、PE 等股权融资渠道能为半导体企业提供较强支持，预计 2024 年随着行业景气度回升，半导体企业的整体偿债能力将有所改善，以集成电路制造为代表的半导体企业基本面对大额股权融资的支持下将不断修复，为后续再融资能力的提升奠定基础。

图 26：重点半导体细分企业 2022 年末、2023 年 9 月末资产负债率及最新一期同比情况 (%)

半导体材料重点企业	2022	2023.9	同比	半导体设备重点企业	2022	2023.9	同比
沪硅产业	23.24	24.11	-0.50	北方华创	53.04	56.29	2.97
有研新材	29.03	33.63	2.97	中微公司	22.72	17.48	-3.91
南大光电	50.42	53.25	10.96	盛美上海	32.43	32.31	2.29
集成电路封测重点企业	2022	2023.9	同比	集成电路制造重点企业	2022	2023.9	同比
长电科技	37.47	39.84	-2.38	中芯国际	33.89	34.59	1.42
通富微电	59.13	59.19	-3.35	华润微电子	21.78	22.43	2.79
太极实业	72.77	72.29	3.60	晶合集成	53.44	39.51	-39.51
模拟芯片设计重点企业	2022	2023.9	同比	数字芯片设计重点企业	2022	2023.9	同比
翱捷科技	10.22	12.94	2.80	兆易创新	8.77	8.46	-0.06
汇顶科技	17.49	15.30	-2.90	韦尔股份	48.56	49.48	2.57
卓胜微	8.61	9.04	1.40	紫光国微	36.23	35.14	-0.64
艾为电子	25.24	25.46	0.29	富瀚微	27.23	24.67	-4.61
上海贝岭	15.05	15.53	0.29	安路科技	14.43	16.18	3.41

资料来源：公开资料，东方金诚整理

图 27：重点半导体细分企业 2022 年、2023 年 1~9 月经营现金流流动负债比及最新一期同比情况 (%)

半导体材料重点企业	2022	2023.9	同比	半导体设备重点企业	2022	2023.9	同比
沪硅产业	0.24	-0.08	-0.45	北方华创	-0.05	0.06	0.07
有研新材	0.15	-0.31	-0.25	中微公司	0.16	-0.39	-0.41
南大光电	0.29	0.24	-0.04	盛美上海	-0.11	-0.10	0.03
集成电路封测重点企业	2022	2023.9	同比	集成电路制造重点企业	2022	2023.9	同比
长电科技	0.54	0.25	-0.68	中芯国际	0.76	0.28	-0.42
通富微电	0.23	0.20	-0.67	华润微电子	0.68	0.24	-0.40
太极实业	0.09	-0.04	-0.03	晶合集成	0.68	-0.03	-0.03
模拟芯片设计重点企业	2022	2023.9	同比	数字芯片设计重点企业	2022	2023.9	同比
翱捷科技	-0.52	-0.77	-0.49	兆易创新	0.79	0.86	0.46
汇顶科技	-0.67	1.35	1.84	韦尔股份	-0.19	0.53	0.78
卓胜微	1.31	1.84	0.74	紫光国微	0.50	0.28	-0.10
艾为电子	-0.37	0.21	0.37	富瀚微	1.67	0.86	0.32
上海贝岭	-0.35	0.20	0.54	安路科技	-1.18	-1.20	-0.31

资料来源：公开资料，东方金诚整理

三、展望

预计 2024 年，半导体企业整体信用质量将略有回升，集成电路制造企业信用质量好于其他子类，半导体设备和材料企业受益于国产替代信用支撑仍强，数字芯片、模拟芯片设计企业竞争加剧、抗风险能力相对较弱，重点关注产品竞争力弱的半导体设计企业经营和融资能力恶化，外部限制增加，以及技术工艺升级、产品良率不及预期的风险。

东方金诚认为，2024 年半导体行业面临的外部封锁压力仍在，叠加全球经济放缓、供应链冲击等多重因素影响，中国大陆在全球半导体市场销售额中的占比在收窄，国内半导体企业的竞争日趋激烈。同时，人工智能、新能源、AI 等新兴应用将贡献增量需求，预计 2024 年半导体下游需求总体回暖，企业盈利能力同比提升，但受竞争日益激烈影响，企业盈利分化将加剧，但半导体企业整体信用质量将略有回升。其中集成电路制造企业信用质量好于其他子类，半导体设备和材料企业受益于国产替代信用支撑仍强，数字芯片、模拟芯片设计企业竞争加剧、抗风险能力相对较弱，重点关注产品竞争力弱的半导体设计企业经营和融资能力恶化，外部限制增加，以及技术工艺升级、产品良率不及预期的风险。不同细分行业具体来看：

1. 半导体设备方面，中国大陆晶圆制造自给率仍较低，未来 1~2 年仍将继续扩充成熟制程产能（28nm 以下），设备企业在手订单仍然充足，同时美国管制加码推动国产设备全产业链替代加速，2024 年半导体设备企业盈利有保障，整体信用质量将保持稳定。

2. 半导体材料方面，国产材料同样将受益于进口替代，但相较于国产设备，其质量、技术水平、良率等仍需提升，2024 年盈利预计稳定，但仍明显弱于半导体设备企业，整体信用质量保持稳定。

3. 集成电路制造方面，消费电子需求有所改善，但新增产能投产前期带来的折旧摊销仍对企业形成负面影响，本土芯片设计企业寻求国产化代工及汽车、工业芯片需求旺盛仍将带来积极影响，预计 2024 年企业盈利边际改善，整体信用质量仍高于其他子类，表现出较强韧性。

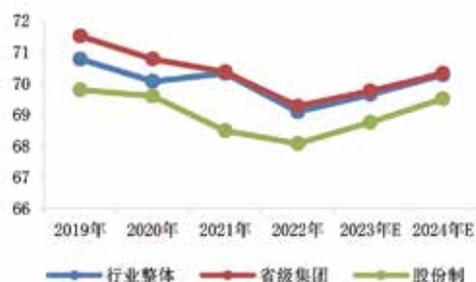
4. 数字、模拟芯片设计方面，受国内竞争加剧影响，预计 2024 年企业盈利仍将承压，同时设计企业主要为无晶圆厂模式公司（Fabless），企业专注于芯片设计，将晶圆制造、封装和测试环节委托给专业厂商完成，属于轻资产运营模式，在外部封锁影响下，该模式会使得需要先进制程工艺晶圆厂代工的设计企业供应链面临不稳定风险，整体信用质量依旧承压。

5. 集成电路封测方面，技术壁垒最低，易受市场波动影响，2024 年随着需求缓慢回暖，盈利将略有改善，整体信用质量保持稳定。

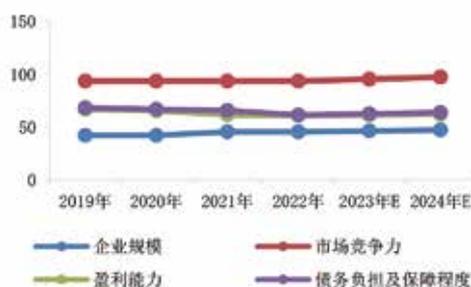
2024 年高速公路行业信用风险展望

汪欢

行业信用质量：2024 年信用质量将继续回升



高速公路样本企业主要信用表现得分变化



资料来源：iFinD，东方金诚整理

- 2023 年高速公路行业政策集中在推进十四五系列交通规划实施、加快建设交通强国重点工作，同时通过加大金融支持力度降低高速公路企业融资压力，助力防范化解企业存量债务风险；
- 我国居民的出行能力充足且持续提升，随着经济社会全面恢复常态化运行，居民出行需求持续提升，经济企稳对公路货运量形成有力支撑，高速公路车流量恢复具备持续性；
- 2023 年高速公路行业企业整体信用质量有所回升，在通行费收入恢复增长叠加 2022 年的低基数效应下，盈利能力实现触底回升，整体偿债能力有所改善；
- 展望 2024 年，高速公路行业企业整体信用质量将继续回升，客货运需求回升对车流量形成支撑，有利于高速公路行业企业通行费收入及盈利的持续修复，在政策支持及建设项目的推进下，行业投资将保持一定规模。

一、行业基本面

2023 年高速公路行业政策集中在推进《交通强国建设纲要》和《国家综合立体交通网规划纲要》等十四五系列交通规划实施、加快建设交通强国重点工作，同时通过加大金融支持力度降低高速公路企业融资压力，助力防范化解企业存量债务风险

2023 年 2 月 13 日，中国人民银行、交通运输部、中国银行保险监督管理委员会联合印发《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》，提出金融部门要切实加大金融支持力度，促进交通物流与经济社会协调可持续发展。金融机构要加大交通物流行业首贷、信用贷款支持力度，创新丰富符合行业特点的信贷产品；优化交通物流专项再贷款政策安排，用好结构性货币政策工具，更好发挥引导撬动作用；积极支持完善综合交通网络布局，重点支持出疆入藏、中西部地区、沿江沿边沿海战略骨干通道及西部陆海新通道、城市群城际通道、交通一体化、革命老区公路等建设；优化交通物流领域债券融资安排，提升发债融资便利度。

2023 年 3 月 29 日，交通运输部、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局、中国国家铁路集团有限公司联合印发《加快建设交通强国五年行动计划（2023-2027 年）》，在“现代化综合交通基础设施建设行动”中提出，要以“联网、补网、强链”为重点，优化完善综合立体交通网布局，加快建设国家综合立体交通网主骨架，加快建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈等国际性综合交通枢纽集群，建设一批综合客运枢纽，支持一批城市加强综合货运枢纽及集疏运体系项目建设，推进一批交通基础设施重大工程建设，努力构建现代化综合交通基础设施体系。

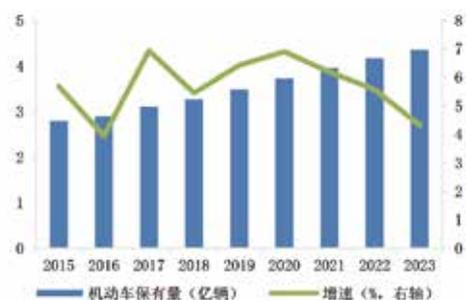
2023 年 5 月 31 日，交通运输部办公厅印发《关于进一步明确公路公共基础设施养护支出管理有关事项的通知》，明确公路公共基础设施养护范围及分类、养护支出划分、养护支出记账方法等，对各地公路公共基础设施养护支出会计核算工作进行了规范和指导，是确保政府会计准则制度在公路交通领域全面有效落实的重要举措，为合理安排资金预算提供依据，对于切实有效推进公路公共基础设施养护和国有资产管理、促进公路高质量发展具有重要意义。

2023 年 9 月 20 日，交通运输部发布《关于推进公路数字化转型加快智慧公路建设发展的意见》，提出到 2027 年公路数字化取得明显进展，构建公路全生命周期“一套模型、一套数据”，到 2035 年全面实现公路数字化转型，建成实体公路和数字孪生公路两个体系，助力公路交通与经济运行及产业链供应链深度融合，公路数字经济及产业生态充分发展，为构建现代化公路基础设施体系、加快建设交通强国提供支撑。

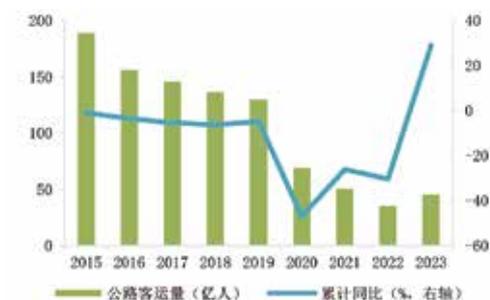
我国居民的出行能力充足且持续提升，2023 年随着经济社会全面恢复常态化运行，居民出行需求及出行意愿增加，展望 2024 年，我国经济有望延续温和回升态势，高速公路客运需求恢复具备持续性

高速公路客车通行结构以私家车为主，通行主要受出行能力以及出行意愿两方面因素影响。出行能力方面，主要通过考核小型载客汽车保有量及驾驶人数量来近似衡量。近年来我国汽车保有量持续增加，2023 年末全国民用汽车保有量 33618 万辆，同比增加 1715 万辆，其中私人汽车保有量 29427 万辆，同比增加 1554 万辆。2023 年末民用轿车保有量 18668 万辆，增加 928 万辆，其中私人轿车保有量 17541 万辆，增加 856 万辆。同时，我国汽车驾驶人数量逐年增长，2023 年末达到 5.23 亿人，同比增长 4.18%，居民的出行能力充足且持续提升。

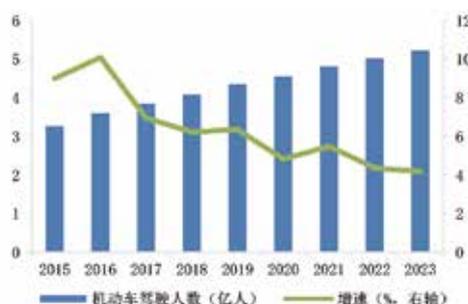
图表 1：近年来我国机动车保有量情况



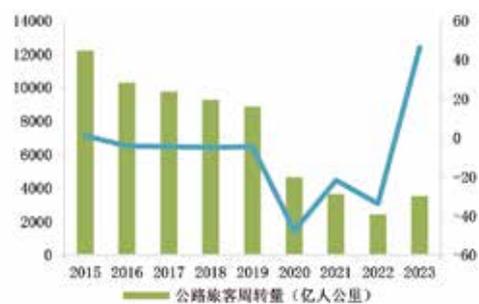
图表 2：近年来我国公路客运量情况



图表 3：近年来我国机动车驾驶人数量情况



图表 4：近年来我国公路旅客周转量情况



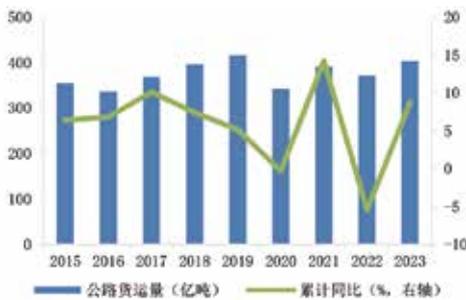
数据来源：iFinD，东方金诚整理

出行意愿方面，随着旅客出行方式逐年多样化，2014年以来受民航、高铁等分流影响，公路客运量及公路旅客周转量总体呈下降的趋势，其中2020年~2022年受外部环境冲击及出行政策等因素影响，公路客运量及公路旅客周转量大幅下滑。随着经济社会全面恢复常态化运行，商务出差和旅游度假等出行需求逐步释放，居民出行需求及出行意愿持续增加。2023年，我国公路客运量及公路旅客周转量分别为45.73亿人和3517.58亿人公里，同比分别增长28.94%和46.11%。展望2024年，我国经济有望延续温和回升态势，居民小型客车出行能力充足且持续提升，高速公路客运需求恢复具备持续性。

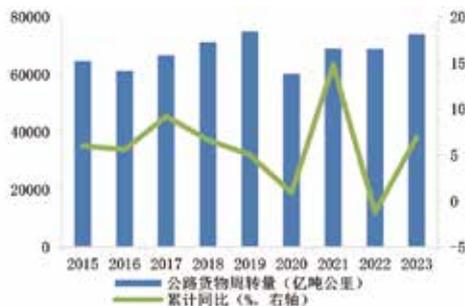
2023年全国规模以上工业增加值累计增速总体保持稳定，公路货运需求有所回升，展望2024年，稳增长政策支持下，制造业PMI走势有望企稳抬升，国内工业生产增速将延续修复态势，对公路货运量增速形成有力支撑

货运方面，高速公路通行的货物种类分散，与各工业制造领域均有密切联系，公路货运需求的变化与整体工业发展状况紧密相关，在此表现为货运量累计增速与工业增加值累计增速的高度正相关。近年来公路货物运输量保持较大规模，其中受“公转铁”政策和航运等其他运输方式造成的分流影响，2018~2019年增速有所放缓。货运运输由于具有保供运输等刚性需求，受外部环境冲击相对较小，而与经济活跃度相关性更高，2020年公路货运指标及全国规模以上工业增加值累计增速均呈前低后高的“V”型走势；2021年经济复苏带动货运需求总量大幅回升，表现出较强的发展韧性，在低基数影响下，公路货运指标及全国规模以上工业增加值累计增速保持较高水平；2022年，国内复杂经济环境对出行及运输造成一定程度影响，随经济增速放缓，市场交易活跃度下降，公路货运指标及全国规模以上工业增加值的累计增速均有所下降。随着国家加强宏观政策跨周期调节，加大实体经济支持力度，国民经济持续复苏，全国规模以上工业增加值累计增速总体保持稳定，公路货运指标有所回升。2023年，我国公路货运量和公路货物周转量分别为403.37亿吨和73950.21亿吨公里，同比分别增加8.75%和6.92%，全国规模以上工业增加值累计同比增长4.60%。

图表 5：近年来我国公路货运量情况



图表 6：近年来我国公路货物周转量情况



图表 7：近年来我国公路货运量、货物周转量与规模以上工业增加值增速对比情况 (%)



图表 8：近年来我国制造业 PMI 变化情况 (%)



数据来源：iFinD，东方金诚整理

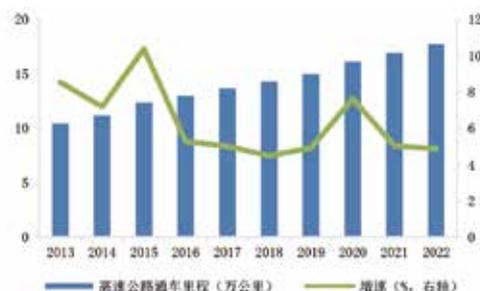
从 PMI 指数来看，2023 年随着经济社会全面恢复常态化运行，市场需求明显改善。1 月制造业 PMI 数据大幅回升并重返荣枯平衡线上方；但实体经济增长内生动力并不强，经济全面系统恢复的基础还不牢固，市场需求较为疲弱，同时受海外需求继续收缩、地缘政治影响持续显现以及出口价格回落等因素影响，4 月制造业 PMI 回落至荣枯平衡线下方；7 月 24 日召开的中央政治局会议明确提出“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需，精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，稳增长政策带动叠加大宗回升引发的补库存效应，三季度经济逐月好转；四季度新一轮化债约束，叠加地产销售投资低位，经济再度逐月放缓。

近期稳增长政策密集出台，《2024 年政府工作报告》提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用”，2024 年 3 月制造业 PMI 指数较上月提升 1.7 个点至 50.8，连续 5 个月运行在 50 以下后重返景气区间。展望 2024 年，稳增长政策支持下，制造业 PMI 走势有望企稳抬升，国内工业生产增速将延续修复态势，对公路货运量增速形成有力支撑。

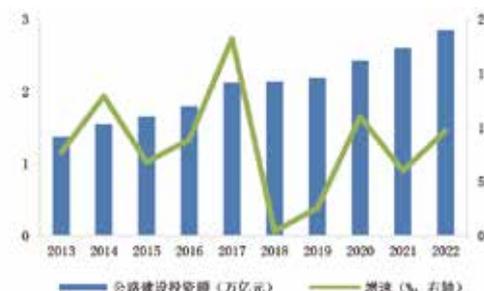
近年来我国高速公路行业保持良好的发展态势，高速公路通车里程稳居世界首位，预计 2024 年高速公路通车里程将保持低速增长，交通运输十四五规划等政策的加快实施对公路建设固定资产投资形成有力支撑

近年来我国高速公路行业保持良好的发展态势，高速公路通车总里程及投资额等主要指标持续增长，但近年来建设速度有所放缓。截至 2022 年末，我国高速公路通车总里程达 17.73 万公里，同比增长 4.85%，高速公路通车里程仍稳居世界首位。2023 年 1~6 月，全国新开工高速公路和普通国省干线公路项目 170 个、建设里程达 5750 公里，项目总投资 3626 亿元。展望 2024 年，预计高速公路通车里程将保持低速增长，交通运输部将继续以联网补网强链为重点，持续推进交通重大项目建设，确保“十四五”102 项重大工程涉交通运输项目和交通运输“十四五”规划重大项目按期完成。

图表 9：近年来我国高速公路通车里程以及增速情况



图表 10：近年来我国公路固定资产投资及增速情况



数据来源：交通运输部，东方金诚整理

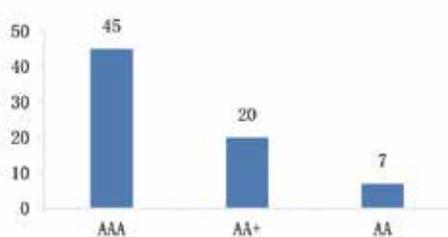
投资方面，2022 年我国公路完成固定资产投资 2.85 万亿元，同比增长 9.70%，保持较大规模及增速；其中高速公路完成固定资产投资 1.63 万亿元，同比增长 7.33%，在全国公路完成固定资产投资额中占比最高，为 57.01%。2023 年以来交通基础设施建设投资规模仍高位运行，2023 年 1~11 月，我国公路建设固定资产投资达 2.65 万亿元，同比增长 1.2%，增速较去年同期有所放缓；其中高速公路完成固定资产投资 1.48 万亿元。展望 2024 年，随着国民经济有序恢复，稳经济一揽子政策措施加快落地生效，同时交通强国战略的明确及交通运输十四五规划等政策的加快实施，对公路建设固定资产投资形成有力支撑。

二、高速公路企业信用表现

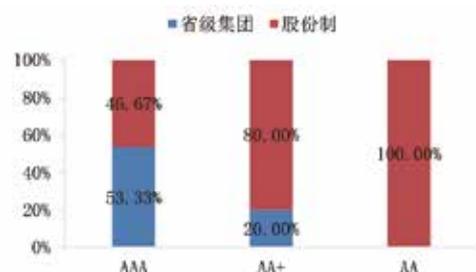
本文选取 72 家发债高速公路企业¹作为样本，其中 AAA 企业 45 家，AA+ 企业 20 家，AA 企业 7 家。截至 2023 年 9 月末，样本企业中剔除母子关系后的高速公路企业收费总里程约占同期末全国高速公路总收费里程的 50% 以上。本文将从企业规模、市场竞争力、盈利能力、债务负担及保障程度等几个方面，对样本企业主要指标进行信用排序，具体包括收费高速公路里程、通行费收入、EBITDA 利润率、净资产收益率、资产负债率及经营现金流流动负债比等指标。

高速公路企业分为两类，一类是由省级交通主管部门或省级国资委直接控股的，集中了全省较多路产的省级集团企业，在样本中数量占比 38.89%；另一类是单独拥有少量路段的股份制企业²，在样本中数量占比 61.11%。省级集团企业作为全省高速公路投融资、建设和运营主体，具有运营里程数高，资产规模大、业务经营趋于多元化等特点，一般来说信用等级较高。而股份制企业则具有运营里程数较短，盈利能力强，债务负担轻等特点，信用等级分布较平均。下文将分别讨论行业整体、省级集团及股份制企业各自的指标表现情况。

图表 11：样本企业信用等级分布情况



图表 12：样本企业分类情况



数据来源：iFinD，东方金诚整理

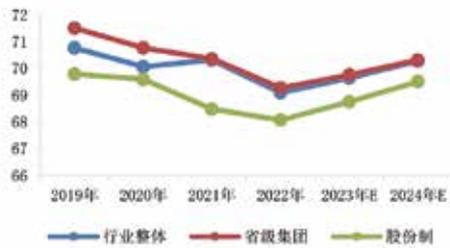
1 为了检验同比变化情况，此处样本选取标准除满足行业定义外还需要有 2022 年及 2023 年 9 月末财务数据。

2 此处用“股份制企业”这一惯用称谓来指代非省级集团高速公路企业，并非指公司满足股份制企业的条件。

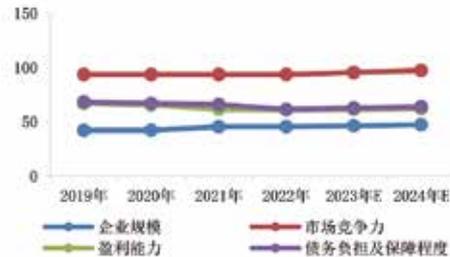
2023 年，随着经济社会全面恢复常态化运行，高速公路行业企业整体信用质量有所回升，展望 2024 年，行业投资将保持一定规模，稳增长政策支持下客货运需求增加带动企业业绩增长，高速公路行业企业信用质量将持续回升

高速公路作为重要的交通基础设施，且运营企业绝大部分为国有企业，行业整体信用质量较高。2023 年，随着经济社会全面恢复常态化运行，客货运需求持续增加，高速公路行业整体信用质量有所回升。

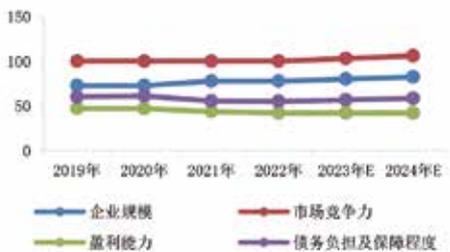
图表 13：样本企业信用质量中位数变化情况



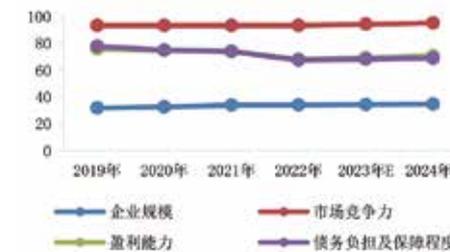
图表 14：样本企业总体各一级信用质量指标中位数变化情况



图表 15：省级集团企业各一级指标信用质量中位数变化情况



图表 16：股份制企业各一级指标信用质量中位数变化情况



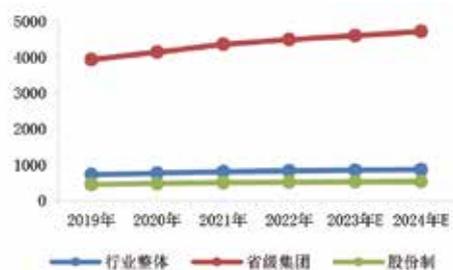
数据来源：iFinD，东方金诚整理

展望 2024 年，随着高速公路建设项目的持续推进及政策支持，行业投资将保持一定规模。同时，在国家持续加大宏观政策调控力度、加强逆周期调节和政策储备等稳增长政策支持下，客货运需求将保持较快增长，对车流量的增长及通行费收入形成保障，高速公路行业企业业绩将持续修复。

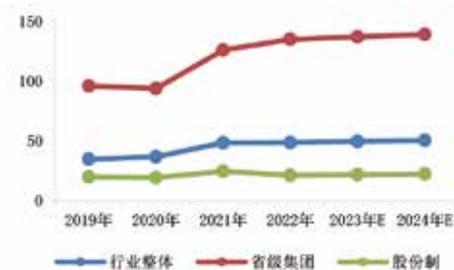
2023 年高速公路行业企业通行费收入规模同比有所增加，展望 2024 年，客货运需求修复带动车流量增长，对高速公路运营企业通行费收入形成有力支撑

近年来随着高速公路路网的不断完善，同时国家出台的新基建建设工程对社会经济的复苏增长起到良好的助推作用，高速公路行业企业的收费高速公路里程总体保持增长，其中省级集团作为全省高速公路投融资、建设和运营主体，收费高速公路里程增速明显高于股份制企业。随着 2023 年初经济社会全面恢复常态化运行，2023 年高速公路行业企业通行费收入规模同比有所增加，其中省级集团通行费收入增速高于股份制企业。

图表 17: 样本企业收费高速公路里程中位数变化情况 (公里)



图表 18: 样本企业通行费收入中位数变化情况 (亿元)



数据来源: iFinD, 东方金诚整理

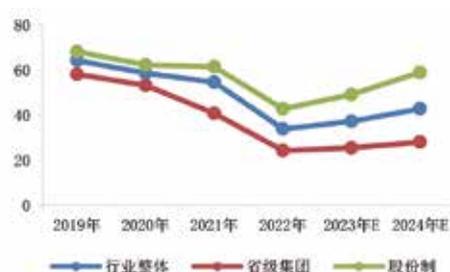
展望 2024 年, 随着加快建设交通强国五年行动计划的持续推进, 高速公路行业企业建设项目将保持一定的投资规模, 高速公路行业企业的规模类指标将保持增长, 其中省级集团作为全省高速公路项目建设运营主体, 承担着一定的社会责任与义务, 会修建一些盈利能力较差但是具有民生意义的路段, 故规模类指标增速仍将高于股份制类企业。同时, 客货运需求的修复将持续带动车流量增长, 对高速公路运营企业通行费收入形成有力支撑。

2023 年高速公路行业企业盈利能力实现触底回升, 展望 2024 年, 客货运需求的修复将持续带动车流量增长, 对高速公路运营企业盈利增长形成支撑, 但盈利能力在修复后上行空间有限

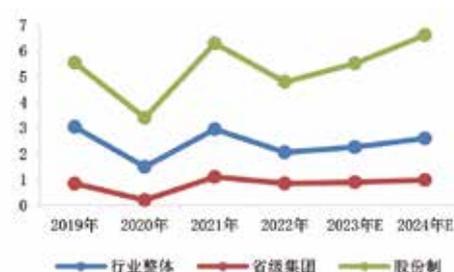
近年来受外部环境影响高速公路企业通行费收入下降, 而同期成本较为刚性, 高速公路企业 EBITDA 利润率和净资产收益率大幅下滑。其中业务相对集中于路桥收费类业务的股份制企业盈利能力下滑程度高于省级集团, 但股份制企业资产较为优良, 整体盈利能力仍高于省级集团。2023 年, 在通行费收入恢复增长叠加 2022 年的低基数效应下, 高速公路行业企业盈利能力实现触底回升。

展望 2024 年, 客货运需求的修复将持续带动车流量增长, 对高速公路运营企业盈利能力增长形成支撑, 但受多元化业务持续开展及收费标准修订等因素影响, 以及预计新通车路段下沉, 仍需一定时间培育, 将在一定程度上拖累企业单公里收费水平, 企业盈利能力在修复后上行空间有限。

图表 19: 样本企业 EBITDA 利润率中位数变化情况 (%)



图表 20: 样本企业净资产收益率中位数变化情况 (%)



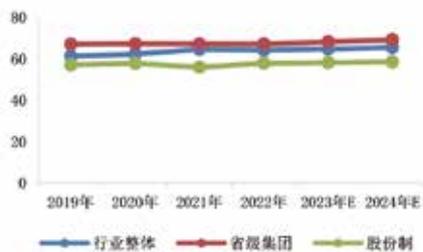
数据来源: iFinD, 东方金诚整理

2023 年高速公路行业企业债务规模保持增长且债务负担仍较重, 展望 2024 年, 高速公路行业企业债务规模仍将保持增长, 随着加大金融支持力度降低企业融资压力等政策的落地, 整体偿债能力有望得到改善

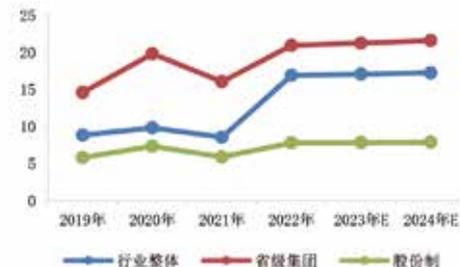
2023 年, 随着经济社会全面恢复常态化运行后, 高速公路行业企业经营性净现金流同比有所增长, 同时由于“基建稳增长”等经济刺激政策的施行, 保持了一定规模的投资资金, 2023 年高速公路企业债务负担有所增长且债务负担仍较重。分类来看, 大部分股份制企业为省级集团的核心子公司, 同时其业务较为纯粹, 经营性

净现金流较稳定，在外部环境变化影响下，股份制企业债务负担规模增速及债务保障程度的下降幅度高于省级集团。

图表 21：样本企业资产负债率中位数变化情况（%）



图表 22：样本企业经营现金流动负债中位数变化情况（%）



数据来源：iFinD，东方金诚整理

展望 2024 年，随着高速公路项目建设投资的推进，高速公路行业企业债务规模将保持增长。从债务保障程度上来看，政府还贷高速公路能获得当地交通主管部门或政府部门拨付的资本金支持，高速公路路网的逐步成熟将为高速公路企业提供稳定的现金流入，同时随着政府加大金融支持力度降低企业融资压力等政策的落地，预计高速公路企业的整体偿债能力有望得到改善。

三、展望

展望 2024 年，高速公路行业企业整体信用质量将有所回升，客货运需求回升对车流量形成支撑，有利于高速公路企业通行费收入及盈利的持续修复，偿债能力得到改善，在政策支持及建设项目的推进下，行业投资将保持一定规模

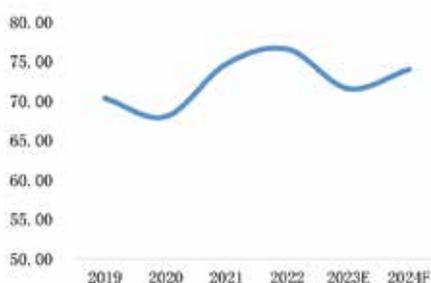
2023 年，随着经济社会全面恢复常态化运行，客货运需求持续增加，高速公路行业企业整体信用质量有所回升，在通行费收入恢复增长叠加 2022 年低基数效应下，高速公路行业企业盈利能力实现触底回升，整体偿债能力有所改善，但在基建稳增长等经济刺激政策下，高速公路行业企业债务规模保持增长。

展望 2024 年，我国经济有望延续温和回升态势，高速公路车流量恢复具备持续性，对高速公路企业通行费收入形成有力支撑，高速公路行业企业盈利能力将持续修复；随着加大金融支持力度降低企业融资压力等政策的落地，高速公路行业企业整体偿债能力将得到改善；随着加快建设交通强国五年行动计划对交通运输提出的更高要求，高速公路行业企业建设项目将保持一定投资规模，债务规模将保持增长。整体来看，高速公路行业企业信用质量将持续回升。

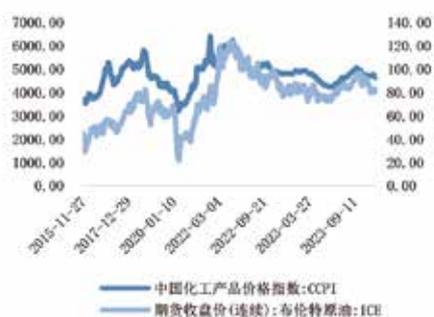
2024 年化工行业信用风险展望

宋馨

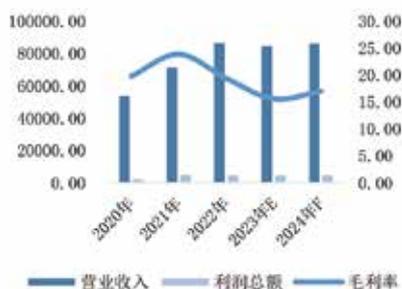
行业信用质量：企稳修复



布伦特原油及化工品价格（美元 / 桶、点）



样本企业主要数据和指标（亿元、%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

- 2023 年，美欧持续加息及银行危机冲击经济预期，宏观逆风阶段性冲击加剧，化工品需求复苏不及预期，化工品价格下行，利润率低位震荡，自由现金流回落
- 2024 年，政策发力、库存底部，内需慢修复；美国经济延续韧性，持续去库或有助出口提升，高端材料国产替代延续。节能降碳政策短期束缚有限，产能投放周期脉冲延续；化工品价格核心驱动由成本向基本面转移，价格修复但高供给弹性压制利润回升空间
- 2024 年，应收账款、存货周转向好，有助于经营性资金占用下降，资本支出侵蚀延续，自由现金流仍处近年低位，2024 年利润修复、融资环境宽松，总体风险可控，行业信用质量将逐步企稳修复

一、行业基本面

（一）需求

1. 国内困境与转机同在：地产等拖累，宏观波动，政策发力、库存底部，内需慢修复

受居民购房意愿、购房能力影响，房地产投资降幅扩大，同时居民商品消费偏弱，2023 年四季度国内经济下行压力再现，国内化工品有效需求不足

化工品约有 35% 应用于房地产等建筑行业，其次是电子电器，家用、农业、汽车等。2023 年 8 月以来地产政策密集出台，但受居民整体购房意愿、购房能力等因素影响地产投资增速、商品房销售面积等数据改善却不明显。

从宏观经济指标来看，2023 年四季度国内 GDP 同比增长 5.2%，主要受上年同期基数下沉影响，增速高于第三季度的 4.9%；环比增长 1.0%，增速较上季度放缓 0.3 个百分点，放缓幅度大于季节性，显示经济增长动能稳中略缓。2023 年 9～12 月，我国 PMI 分别为 50.2、49.50、49.40 和 49.0，四季度持续运行在收缩区间。生产者物价指数（PPI）方面，2023 年 9 月同比下降 2.5%，降幅较上月收窄 0.5 个百分点，10 月起降幅同比再次拉大；环比方面，2023 年 8 月、9 月 PPI 环比增长，10 月环比持平，11 月环比下降。2023 年四季度楼市持续处于调整状态，房地产投资降幅扩大，同时居民商品消费偏弱，抵消了当季旅游、出行等服务消费较快增长、外需有所回暖的影响，经济下行压力再现。国内有效需求不足，是我国包括化工企业在内的制造业企业需求面临的首要困难。

图 1：制造业采购经理指数

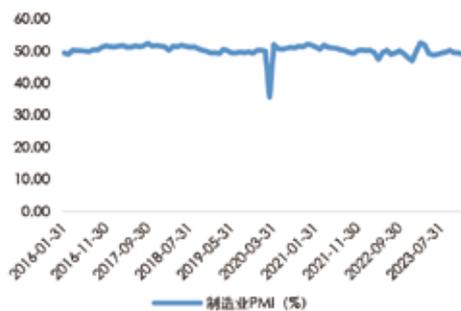
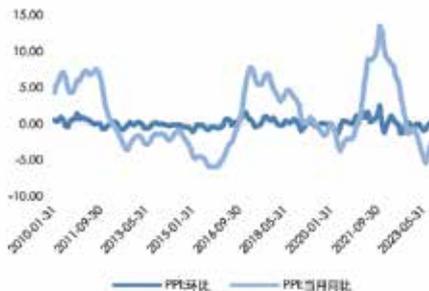


图 2：生产者物价指数



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

资料来源：国家统计局，东方金诚整理

预计 2024 年，积极的财政政策、稳定的经济增长预期、加快保障性住房等三大工程建设、制造业补库、国内化工品库存持续去化将有助于化工品需求修复

2023 年 10 月，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人大常委会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，决议表明中央财政将在 2023 年四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，作为特别国债管理；同时全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右，调增预算赤字并增发国债或意味着财政思路在转变。此外，地方政府土地收入大幅下降，地方财政缺口较大，跟发达国家同样经济发展水平时的赤字率相比，我国的赤字率仍处于较低水平，我国中央赤字和政府负债率提升空间充足。经济增长方面，2024 年经济增长的主要拉动力居民消费还有较大修复空间，房地产对宏观经济的拖累效应有望减弱，同时政策面会保持一定稳增长力度。

2023 年 10 月底中央金融工作会议指出加快保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设三

大工程建设，构建了房地产发展新模式，11月2日央行和外管局扩大会议延续了该会议精神。预计2024年城中村改造、保障房、平急两用基础设施将承担重要的稳增长作用有利于缓解地产投资端的下行态势。

2020年以来，技改、扩大设备更新改造等政策支持先后出台，制造业尤其是高新技术产业增速稳定，在“加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系”导向下，2024年制造业投资有望实现增长，有助于化工品需求增长。此外，随着国内宏观经济陆续慢复苏，相关工业产品的终端需求将得到恢复，而由于此前工业企业低生产负荷影响，相关产品或行业将由“主动去库存”转向“被动去库存”阶段，高位库存的去化，对于相关化工产品的需求将产生相对积极的影响。

图 3：工业企业库存情况（亿元、%）



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

图 4：化工品库存情况（亿元、%）

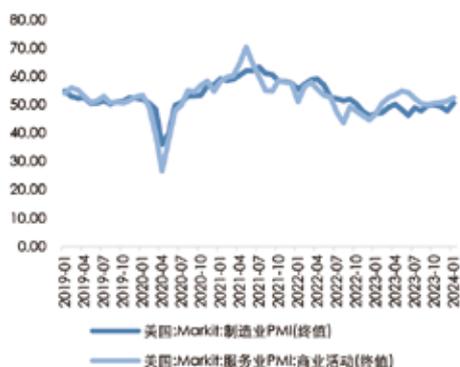


资料来源：国家统计局，东方金诚整理

2. 国外：美国经济延续韧性，持续去库或有助出口提升

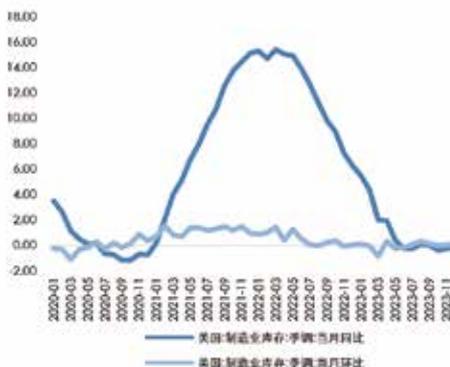
2023年全年美国居民名义可支配收入同比增长8.1%，实际可支配收入同比增长4.0%，同时商品消费环比动能居高，美国2023年消费保持强劲。2023年4季度，美国商品和服务支出持续攀升，经济的最主要增长引擎——个人消费支出季度环比增长2.8%，交通、食品服务和娱乐方面综合支出创2022年第二季度以来最大增幅。此外，美国住宅投资自2021年初以来首次连续两个季度增长，商业投资和住宅市场复苏也推动了高于预期的经济增长。根据美国政府公布的GDP初步统计数据，美国第四季度GDP年化季率为3.3%，超出经济学家普遍预期的2%，2023年全年，美国经济增长2.5%，超出2022年实现的1.9%，美国经济延续韧性。美国当前或仍在持续去库存过程中，需求回升或将推动我国出口企稳回升。

图 5：美国主要经济指标情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

图 6：美国制造业库存情况（%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

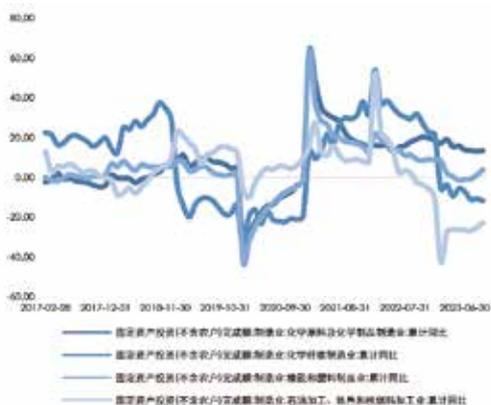
(二) 供给

新一轮产能投放周期已经开始，结构性产能过剩问题或进一步凸显

2019 ~ 2023 年，炼化一体化的快速推进、行业龙头企业的扩产增产、原料多元化的推动、终端产业发展对于原料端产品驱动的背景下，我国化工行业产能持续扩张，其中 2020 ~ 2023 年产能增速提升较快。2023 年国内化工行业维持产能扩张态势，具体到细分产品，2023 年 PX、聚丙烯产能增长速度较快，增幅均超过了 20%，聚丙烯在原料多元化驱动之下增幅呈现了扩大趋势，甲醇、聚乙烯、PVC、PTA 等增幅较 2022 年相比也有不同程度的扩大。在产能持续增长及海内外经济增速放缓等因素影响下，化工行业景气度有所降低，各细分行业普遍通过开工负荷率的调节来适配需求降温预期。

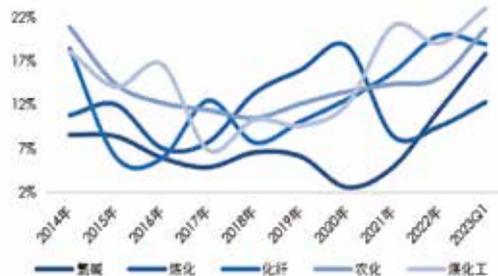
未来主要化工品的产能增幅将逐步放缓，但 2024 年化工行业仍有部分产品维持高增长率，比如乙烯、丙烯及主要下游聚乙烯、聚丙烯等供给压力仍相对较大。尽管国家推出了区分原料用能和燃料动力用能推进行业高质量转型发展、节能降碳新政策有望缓解远期新产能投放预期，同时受到供需格局、盈利预期、现金流压力等因素影响存在推迟投产的可能，但供大于求的格局短期内较难有所改变。

图 7：近年化工行业固定资产投资情况 (%)



资料来源：iFind，东方金诚整理

图 8：近年化工子行业潜在产能增速 (%)



资料来源：iFind，东方金诚整理

(三) 价格及盈利

化工品价格核心驱动因素由成本向基本面转移，需求慢修复带动价格回暖，供给冲击价格回升空间

化工品的价格走势跟供给、需求以及成本支撑有关。从原料成本端来看，OPEC+ 减产持续、巴以冲突扰动，供需紧平衡态势下，原油价格中枢高位，对化工品价格形成较强的成本支撑，核心驱动由成本向基本面转移。从需求端来看，宏观波动、政策发力、库存底部，内需慢修复，美国经济韧性仍较强，但高利率环境形成一定掣肘。供给端来看，短期产能投放压力较大。整体综合来看，价格修复空间受压制，对利润形成压制。

成本端原油供需延续紧平衡态势，价格中枢偏高侵蚀化工企业利润

化工品最初的主要原料之一是原油，原油价格对化工企业利润具有较大影响。基于供需分布失衡、自然地理条件和运输成本等因素，以苏伊士运河为界，全球原油贸易大致可划分为两个区域，苏伊士运河以西区域形成大西洋贸易平衡，苏伊士运河以东区域形成东西流向贸易平衡。大西洋贸易平衡中，一是大西洋西岸的北美和中、南美洲的生产和消费的自我均衡，二是大西洋东岸的欧洲消费以及独联体、美洲、西北非和中东生产的均衡。东西向贸易平衡，大致是以亚太地区为目的地，主要来自中东地区，辅以美洲、独联体、西北非地区。

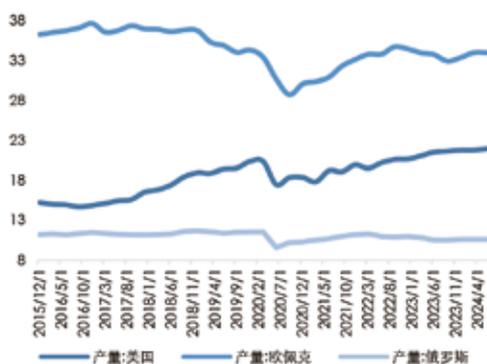
2023 年上半年和下半年，全球原油价格走势呈现分化。上半年在宏观弱需求背景下，原油价格震荡下行，此后引发 OPEC+ 主动减产调控；2023 年下半年，在 OPEC+ 一系列减产发力下，市场逐渐回暖，叠加对原油低库存的担忧，油价回归趋势上涨行情；10 月，随着“巴以冲突”爆发，原油价格走势向上。

从供给端来看，2023 年全球原油新增供应量约 180 万桶/日；其中，OPEC+ 成员国增加 20 万桶/日，非 OPEC+ 国家增加了 160 万桶/日。OPEC+ 国家中，主要供应增量来自伊朗、委内瑞拉、俄罗斯以及尼日利亚等。非 OPEC 国家中，美国页岩油贡献 100 万桶/日的增量。展望 2024 年，美国产量先行指标活跃钻机数年内已经持续下滑，同时近年主要页岩油公司资本开支趋势下滑，不支持产量继续大幅爬坡。OPEC+ 成员国产量主要取决于中东国家和俄罗斯的政治诉求。2023 年 11 月，OPEC+ 达成了 2024 年继续减产 220 万桶/日的协议，俄罗斯总统普京访问沙特阿拉伯时表明了成员间在加大合作与沟通，可能采取进一步减产措施以维持高油价。整体来看，2024 年全球原油减产可能性较大。

从需求端来看，根据 OPEC 组织数据，预计 2023 年全球石油需求将增加 246 万桶/日，同比增长 2.47%。从结构上看，得益于航空燃料需求的恢复和汽油需求的改善，OECD（经合组织）发达国家总体需求小幅正增长；欧洲地区经济受到高通胀、地缘政治等影响，经济复苏缓慢，需求同比下滑；非 OECD 国家中，随着工业和运输业持续恢复，中国和印度贡献了较大的增量。2024 年原油需求增速主要取决于宏观复苏，美联储的加息进程也在进入尾声，尽管部分地区经济复苏的节奏仍然不及预期，整体来看，目前全球经济进入见底回暖阶段。

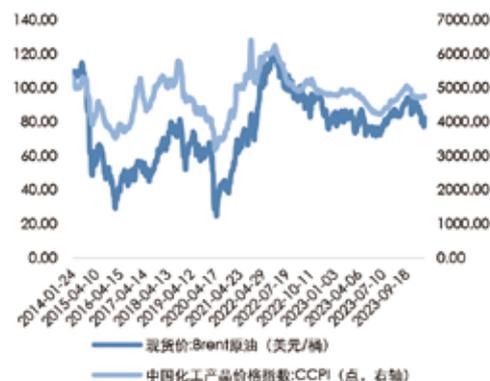
综上，预计 2024 年原油整体供给、需求将延续双边偏紧的趋势，考虑原油生产边际成本以及中东国家对油价下跌的容忍度，原油价格进一步下探空间不大，整体中枢仍将维持中高位，对化工品的成本造成一定侵蚀。

图 9：主要产油国产量（千桶/天）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

图 10：原油价格情况



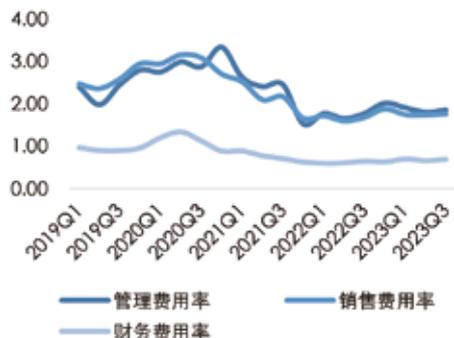
资料来源：iFind，东方金诚整理

期间费用率仍有控制空间，精细化管理是关键，毛利率修复及期间费用管理提升背景下，净利润率有望触底回升

从化工企业的期间费用构成来看，管理费用和销售费用占比相对较高，近年来整体延续下行的态势，2020 年起运输费用计入成本之后，费用率降速加快。同时，在行业负债率提升背景下，化工企业财务费用率以有所上行，未来在盈利空间承压的背景下，费用的精细化管理或将成为主要关键。

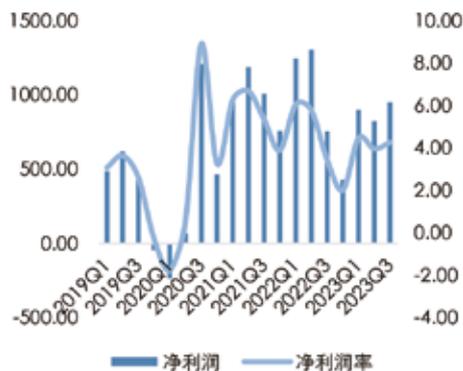
2023 年 3 季度以来，受益于毛利率环比修复及期间费用管理效率提升，化工企业净利润率触底回升，但是受需求复苏力度偏弱及供给宽松拖累，净利润率水平仍偏低，预计 2024 年盈利慢修复、成本及效率提升背景下，净利率水平将逐渐回暖。

图 11: 化工化工企业期间费用率情况 (%)



资料来源: iFind, 东方金诚整理

图 12: 化工化工企业盈利情况 (%)



资料来源: iFind, 东方金诚整理

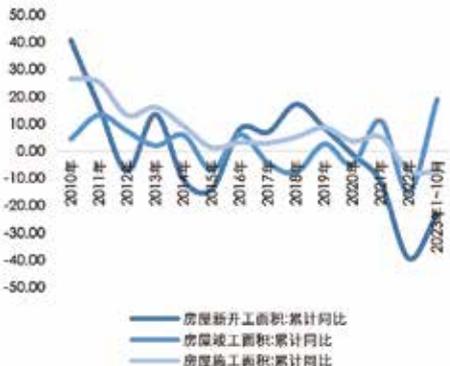
1. 炼化行业: 需求向好带动芳烃、长丝景气回升, 烯烃供需两弱盈利承压

《2030 年前碳达峰行动方案》要求到 2025 年, 国内原油一次加工能力小于 10 亿吨, 截至 2022 年末, 现有产能 9.24 亿吨 / 年, 在建产能 1.65 亿吨 / 年, 合计 10.7 亿吨 / 年, 因此双碳背景下远期产能投放有限。但从近两年产能投放数据来看, 乙烯、丙烯、聚丙烯等在 2024、2025 年都有较大的产能投放, 面临较大的产能供给压力, 炼化产能供给呈现“远虑”可控, “近忧”较大的态势。

炼化主要的两条产业链是烯烃和芳烃。烯烃方面, 供给端, 国内大乙烯项目在建产能 3255 万吨, 2024 年在建产能或投放过快。需求端, 主要的下游产品以聚乙烯塑料等与地产联系较为紧密的产品为主, 2023 年以来, 国内房屋新开工面积、施工面积同比增速悲观, 建材、家电等地产相关行业景气度受损, 影响塑料、橡胶、树脂等上游原材料的需求量和价格。烯烃产业链整体呈现供需两弱的态势, 烯烃类产品利润将承压。

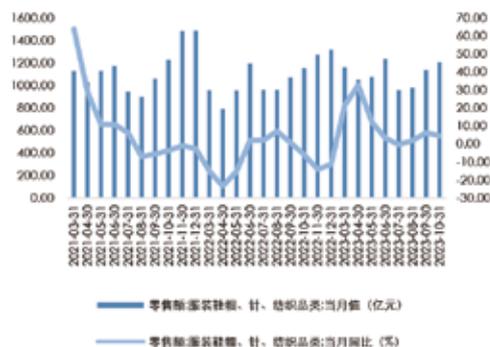
芳烃方面, 行业内企业沿着“从一滴油到一根丝到世间万物”进行产业布局。从供给端来看, 目前国内 PX 产能已达约 4194.5 万吨 / 年, PX 的主流工业化生产装置是炼厂的芳烃装置, 目前国内 PX 在建产能合计约 500 万吨 / 年, 未来整体国内 PX 新增产能有限。需求端来看, 下游 PTA 新装置的投产、终端纺服及涤纶长丝行业回暖提振 PX 需求。利润方面, 2023 年一、二、三季度我国 PX- 石脑油的季度均价价差约为 310 美元 / 吨、405 美元 / 吨、400 美元 / 吨, 价差整体有所提升。

图 13: 近年地产开工数据 (%)



资料来源: iFind, 东方金诚整理

图 14: 国内纺服销售情况



资料来源: iFind, 东方金诚整理

2. 化纤：国内外需求的持续恢复，长丝基本面或进一步改善，未来上行弹性充足

需求端，虽然受海外宏观环境、当前终端库存仍未明显去化、贸易壁垒、全球纺服产业中心转移趋势等因素影响，2023 年我国纺织服装累计出口金额约为 2.07 万亿元，同比下降约 2.9%。但 2023 年 1~8 月，国内涤纶长丝出口量 229.64 万吨，同比增长 31.89%。受益于内需复苏、直接出口增加，国内涤纶长丝市场表现为“淡季不淡，旺季恒旺”。2023 年 5 月、6 月，国内涤纶长丝表观消费量分别为 246.48 万吨、254.80 万吨，分别同比增加 13.39%、25.59%，表现为“淡季不淡”；2023 年 7 月、8 月，国内涤纶长丝表观消费量分别为 272.28 万吨、268.91 万吨，分别同比增加 29.25%、25.02%，表现为“旺季恒旺”。受益于“淡季不淡，旺季恒旺”，自 2023 年 5 月以来，涤纶长丝库存加速去化，同时，涤纶长丝及下游织机开工率持续攀升。未来随着国内外需求的持续恢复，涤纶长丝行业需求将进一步改善。

从供给端来看，2023 上半年国内新投产涤纶长丝产能 385 万吨/年，下半年预计整体新增产能 150 万吨以上，全年中小厂商会有约 40 万吨/年产能关停，预计 2023 年中国涤纶长丝行业的产能净增量约为 500 万吨。进入 2024 年之后，国内涤纶长丝产能增速或将显著放缓，预计 2024 年国内将新投产 140 万吨，产能同比增加约 3%，整体产能投产高峰已过，且新增产能主要来自于头部企业，行业供给格局持续集中。未来随着国内外需求的稳步复苏，国内涤纶长丝头部企业有望充分受益于行业供需格局改善。

3. 煤化工：煤价中枢下行助力行业利润修复，子领域需求差异导致价差分化

我国能源结构仍然是“富煤、贫油、少气”，油气对外依存度高。以乙烯和丙烯为主的低碳烯烃是重要的基本有机化工原料，传统的低碳烯烃生产技术以石脑油蒸汽裂解为主，强烈依赖石油资源。一般来说，一个百万吨级的烯烃工厂需要有千万吨级的炼油厂配套提供石脑油原料。发展煤化工替代石油资源，充分发挥国内煤炭资源优势，有利于保障国家能源战略安全。

2023 年 3 季度，受到夏季用煤高峰和煤炭主产地加强安监工作的影响，煤价出现反弹行情。2023 年 12 月 6 日，国家发改委发布关于《关于建立煤矿产能储备制度的实施意见（征求意见稿）》公开征求意见的通知，提出建立健全煤矿产能储备制度，保障煤炭稳定供应，夯实能源安全保障基础，计划到 2030 年，产能储备制度更加健全，产能管理体系更加完善，力争形成 3 亿吨/年的可调度产能储备，全国煤炭供应保障能力显著增强，供给弹性和韧性持续提升。在保供政策持续发力的背景下，煤炭供给仍将在高位运行，煤价短期上行空间有限，中长期煤价中枢仍将下行，成本端有望对煤化工利润持续支撑。

煤化工的子领域分为甲醇、尿素、乙二醇等。甲醇方面，国内甲醇最大下游需求为甲醇制烯烃（MTO），基于产能过剩的烯烃行业背景，以及乙烷裂解等烯烃生产工艺对甲醇制烯烃线条的挤压，竞争优势不足的 MTO 行业生产利润或难见起色。供给方面，MTO 行业盈利不佳或带来落后产能的淘汰，同时受国内能耗双控政策影响，煤化工装置投产逐渐趋严，2024 年暂无新增 MTO 产能投产计划，2024 年甲醇下游 MTO 需求仍将承压，或对煤制甲醇链条利润产生影响。

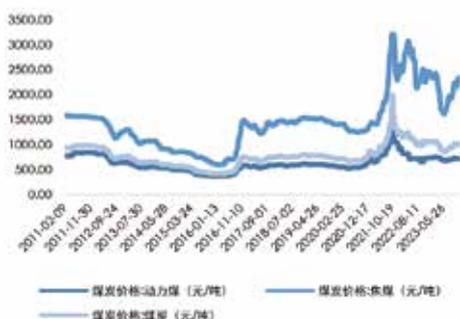
煤制尿素方面，供给端，2021 年起国内尿素行业进入了新一轮产能集中释放周期，2024 年总体投产近 842 万吨/年，国内尿素供应强度继续增加。由于环境和质量问题，中方决定限制尿素的出口，在出口政策没有发生改变的情况下，对于尿素上涨的空间将有所限制。

乙二醇主要用于聚酯等产品生产，2023 年 1~10 月，聚酯行业产量累计同比增长超 13%，2023 年聚酯行业新产能计划量预计在 700 万吨附近，年内产能增速将维持在 8% 附近的高位，预计 2024 年将保持稳定增长。同时供给端经过持续的高投产之后，2024 年国内乙二醇新产能增速将明显放缓，海外供应增长空间有限，预计 2024 年可能会出现库存去化、开工率提升的局面。

从长期来看，高油价背景下，煤化工路线具备成本优势，“富煤贫油少气”的能源资源结构特点决定长期

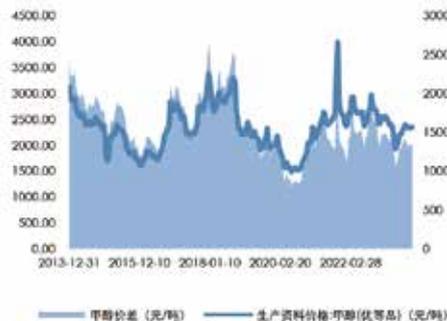
坚持走煤炭清洁高效利用发展道路是必然趋势。

图 13：近年煤炭价格情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

图 14：煤制甲醇价格、价差



资料来源：iFind，东方金诚整理

4. 氯碱：产能持续新增，需求总体弱勢，行业利润仍承压，光伏、锂电贡献增量需求，纯碱景气度相对较好
主要氯碱产品有纯碱、烧碱和聚氯乙烯。

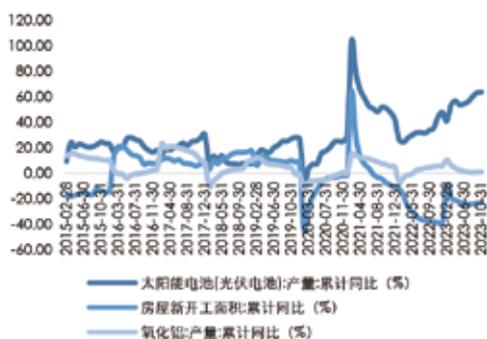
纯碱是重要的有机化工原料，有“化工之母”的美誉。其工业产品主要有两种：轻质纯碱和重质纯碱。轻碱下游应用较为分散，包括日用玻璃、无机盐、洗涤剂，轻质纯碱下游需求年变化量小，较为稳定。重碱主要用于平板玻璃、光伏玻璃的生产，平板玻璃终端是房地产领域，需求受国内房地产景气度影响，但近年来光伏玻璃、碳酸锂需求提升为纯碱行业贡献增量。

供给端方面，2023 年下半年随着远兴能源一期项目 500 万吨产能投产后，行业供给产能有望逐步提升，新增产能或有一定爬坡周期。整体来看，随着光伏等领域贡献增量，房地产三大工程的投建，纯碱利润有望逐步回暖。

烧碱，即氢氧化钠，是一种具有较强腐蚀性的强碱，下游应用领域极为广泛，包括用于造纸、肥皂、染料、人造丝、制铝、石油、食品加工、木材加工及机械工业等多个领域。从需求来看，氧化铝、印染企业生产积极性不高，烧碱需求有限；纸浆、新能源等行业有新增产能待投，但对烧碱需求贡献增量有限。供给端方面，国内烧碱仍处于产能扩张期，2024 年国内烧碱产能预计将增加 250 万吨，产能增速约 5%，新增产能冲击较大。整体来看，需求相对弱勢、供给冲击，盈利总体偏弱。

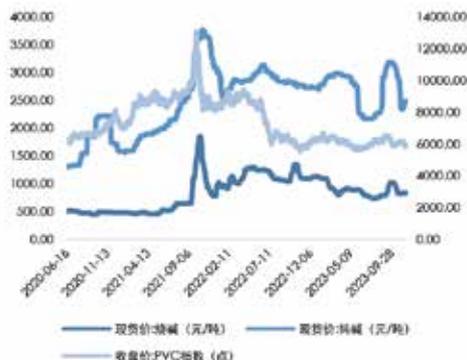
聚氯乙烯方面，需求端方面，前三季度 PVC 消费恢复有限，出口下滑明显、地产政策放松到现实传递仍需时间；供给端方面，新增产能不多，但主要厂商在低利润格局下仍然保持平稳开工，行业未有效去库，社会库存仍处高位。整体行业仍面临较大过剩压力，盈利偏弱。

图 15：氯碱下游需求情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

图 16：氯碱价格情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

5. 农药：种植刚性、库存去化、寡头竞争，农药价格下行有限，行业盈利趋稳

农药的直接应用领域是种植行业。2020年公共卫生事件发生后，粮食价格开始上涨；2022年，俄乌战争导致乌克兰玉米、大豆、小麦等农产品的出口受到较大影响，全球粮食危机加剧，进一步推动粮食价格上涨；2022年下半年以来，随着俄乌两国粮食重返国际市场、各国食品贸易管制政策陆续松绑、全球加息周期下能源价格中枢下移，国际粮价有所下降。

2021年，农作物价格大幅上涨带动农民播种意愿提升，推动种植面积增加，带动农药、化肥等农资产品需求同步增长。2022年大豆种植面积基本稳定，玉米种植面积有所下降。近年来，在复杂多变的国际社会和气候环境背景下，各经济体将粮食安全战略提升至前所未有的高度。同时，世界人口的稳步增长和人均耕地面积的下降，也对粮食的生产效率和稳定性提出了更高的要求。农药防治病虫害、提升单位面积的粮食产量，是满足粮食需求的重要解决途径之一，因此农药使用需求具有刚性。

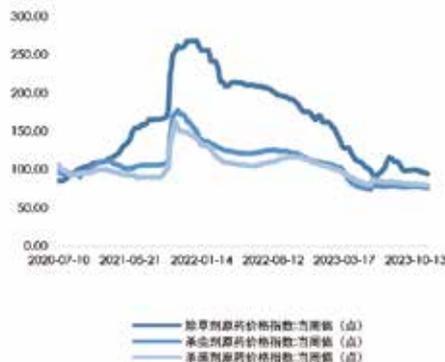
从供给来看，上半年高库存、低利润下企业降负荷生产，国内农药产量持续下滑。部分产品比如除草剂草甘膦近年来由于环保政策趋严导致新增产能受限，呈现寡头垄断竞争格局，整体竞争格局较好，后续随着海外高库存的陆续去化，需求好转将有利于行业盈利提升。同时，未来随着农药使用及管理政策严格，高效低毒的环保新型农药受到青睐，新型产品推出、新技术应用、符合环保要求的产品对旧产品替代，环保新型农药需求增长更快。

图 17：农药海外库存情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

图 18：农药价格情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

6. 化肥：磷、钾肥供需平稳景气可持续，复合肥供给过剩压制利润空间

2023年厄尔尼诺发生早，强度持续加强，对于粮食作物的生长季影响时间拉长；黑海协议中断，俄空袭乌港口，印度限制大米出口，印度、孟加拉国等化肥进口需求增长；法检对于氮肥和磷肥影响有所减弱，化肥价格与农产品价格背离修复。

磷肥方面，磷肥下游关系粮食安全，需求较为刚性。供给端，磷肥的主要原料是磷矿石，虽然下游需求较弱，但自2016年以来，三磷整治的开展、环保以及能耗政策的趋严，行业开工率在45%左右，供应偏紧，2023年磷矿石价格继续维持高位，磷矿下游约70%去向磷复肥，主要原料供应偏紧支撑磷酸一铵和磷酸二铵价格。随着行业落后产能去化，磷肥价格中枢有望维持较高水平。

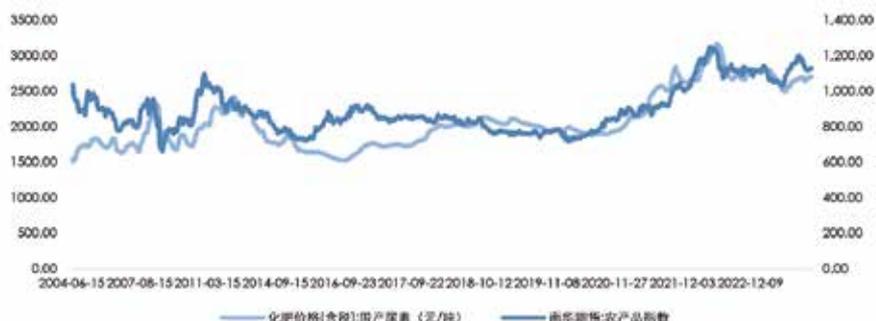
钾肥方面，中国钾肥产量增长缓慢，供给长期存较大缺口，对进口依赖度较大。在2023年上半年，国内氯化钾市场呈现了高位一路走跌的状态，2023年6月，中国签订了2023年度的钾肥海运大合同，大合同谈判价格为CFR¹307美元/吨，后续货源相对集中的情况下，市场价格出现了反转。亚钾国际、东方铁塔、藏格矿业

1 指成本加运费。

等钾肥企业也纷纷在老挝地区加速了原有钾盐项目的建设进度或进行了新增布局，扩产较快，有望进一步反哺国内。整体来看，全球新建产能增长有限。需求端，耕地单位面积产量要求带动化肥需求，未来全球钾肥需求仍将保持稳定增长，供求趋紧的情况下有望支撑钾肥价格。

尿素方面，2023 年国内尿素市场价格先跌后涨，国内秋肥销售结束后尿素需求进入淡季，叠加海外印度尿素招标量不及预期，检修复产，累库有限，新增产能投产、基本面偏弱。复合肥方面，国内总产能超过 1.3 亿吨/年，全年总产量不超过 5000 万吨，平均产能利用率低于 40%，产能过剩较为严重，压制利润。

图 19：尿素价格情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

（四）化工新材料：产业升级、技术进步带动新材料需求增长，“卡脖子”材料国产替代长坡厚雪，久久为功

化工新材料是指发展的和正在发展之中具有传统化工材料不具备的优异性能或某种特殊功能的新型化工材料。与传统化工材料相比，化工新材料具有质量轻、性能优异、功能性强、技术含量高、附加价值高等特点。根据《“十四五”原材料工业发展规划》表述，新材料航空航天、半导体、5G、生物技术、新能源等的发展，包括高温合金、航空轻合金材料、超高纯稀土金属及化合物、光刻胶、可降解生物材料、特种分离膜、高性能特种钢等。

从行业内主要化工企业新材料产业布局来看，以新能源相关产品为主。炼化龙头恒力集团下属子公司康辉新材重点打造全球领先的高端化、差异化、绿色环保型的功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料。东方盛虹自主研发的光伏级 EVA 率先突破国外垄断，为全球最大的光伏 EVA 胶膜原料供应商，800 吨/年 POE 中试装置已经于 2022 年 9 月顺利投产；锂电领域已经深入布局多种锂电原材料，涉及正极材料、锂电隔膜、电解液等多个细分领域，已建成 2 万吨/年超高分子量聚乙烯项目，在建 10 万吨/年碳酸乙烯酯及碳酸二甲酯（EC/DMC）装置，拟建磷酸铁锂正极材料全产业链。煤化工龙头宝丰能源布局高端乙烯类产品，具备生产高端聚乙烯双峰产品、茂金属聚乙烯产品的能力，三期项目具备生产高端产品 25 万吨/年 EVA 的能力。涉“磷”企业依托资源优势构建新能源材料产业链，兴发集团公告布局锂电新材料行业，计划建设磷酸铁、磷酸铁锂产能；云天化致力于打造磷矿—湿法磷酸—磷酸精制—磷酸盐产业链，与合作方以交叉持股的方式实现磷酸铁和磷酸铁锂上下游一体化运营，构建新能源材料产业链。聚氨酯龙头万华化学 2024 年起，预计 POE、柠檬醛、聚乳酸等项目陆续投产，精细化学品和新材料业务将再上台阶。

二、化工企业信用表现

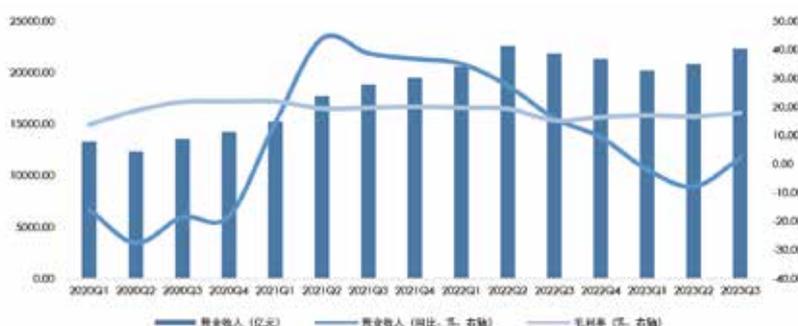
(一) 盈利能力及营运效率

1. 盈利能力

政策发力、库存底部，内需慢复苏，原油供需紧平衡态势下价格中枢高位，对化工品价格形成较强的成本支撑，化工品价格有所修复，样本企业营业收入同比增长，毛利率有所修复

2023年上半年，下游出口放缓和内需表现偏弱，但供给端投产大影响，部分企业被迫停工。偏上游化工品开工负荷跌幅略大，偏下游化工品受影响相对较弱，企业生产开工情况相对平稳，整体变化不大。受价格下降、需求疲弱影响，上半年化工行业毛利率 12.7%，同比下降 2.2 个百分点，利润总额下降 54%。2023 年 3 季度，政策发力、库存底部，内需慢复苏，OPEC+ 减产持续、巴以冲突扰动，供需紧平衡态势下，原油价格中枢高位，对化工品价格形成较强的成本支撑，化工品价格有所修复，样本企业营业收入同比增长，毛利率有所修复。

图 20：化工企业收入、毛利率情况（亿元、%）

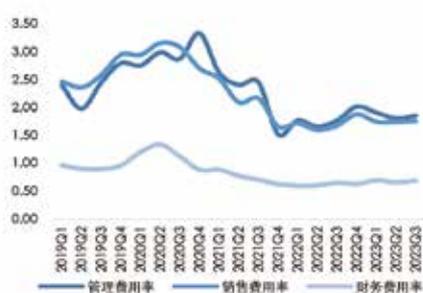


资料来源：iFind，东方金诚整理

毛利率修复及期间费用管理提升背景下，预计 2024 年化工行业企业净利润率有望触底回升

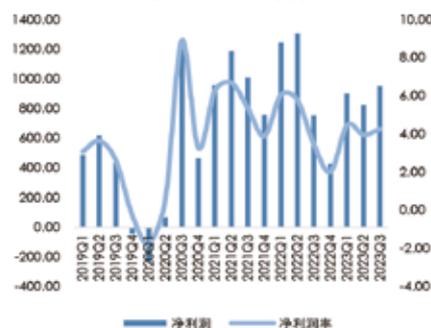
化工企业期间费用中，管理费用占比最高，且近年费用率总体处于很高水平，内部挖潜仍有空间；销售费用控制良好；财务费用在杠杆率提升背景下仍有所上行。预计 2024 年化工企业费用率整体延续下行趋势，在负债率提升背景下，化工企业财务费用率以有所上行，未来提升精细化管理水平是控制费用的关键。2024 年毛利率修复及期间费用管理提升背景下，预计化工行业企业净利润率将触底回升，但受需求复苏力度偏弱及供给宽松拖累，全年净利润率水平仍处于近年较低水平。

图 21：化工企业期间费用率情况 (%)



资料来源：iFind，东方金诚整理

图 22：化工企业盈利情况 (%)



资料来源：iFind，东方金诚整理

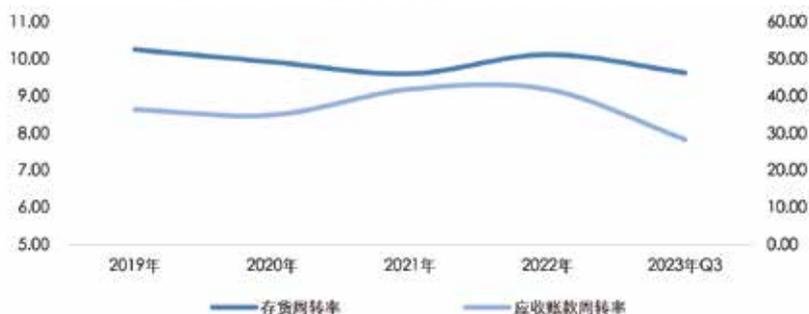
2. 营运效率

预计 2024 年，随着下游需求缓慢修复，存货及应收账款周转情况将有所好转，能源价格总体坚挺，化工企业被上游能源企业资金占用规模仍较大

从应收账款周转率和存货周转率来看，2023 年前三季度应收账款周转率和存货周转率较以往年度有所下降，存货及应收账款对企业资金的占用压力仍较大。预计 2024 年，随着下游需求缓慢修复，存货及应收账款周转情况将有所好转。

化工企业应付周转率与能源价格相关性很强，2023 年下半年来，能源价格总体坚挺，化工企业被上游能源企业资金占用规模仍较大。

图 23：化工企业存货与应收账款周转情况（%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

（二）资本支出及自由现金流

2024 年，盈利修复是经营性现金流改善的主要动力，资本支出偏高部分侵蚀经营现金流，自由现金流修复仍滞后

2024 年盈利修复是经营性现金流改善主要动力，受益于盈利修复及存货周转向好，样本企业总体现金流净流入将有所回升。近年化工企业资本本开支保持一定规模增速，目前驱动因素仍较强，开支强度仍在。国家严控电石烧碱投资，预计氯碱行业资本支出延续低位，农化企业资本开支可控；炼油产能收紧，新材料成为炼化企业投资重点；煤化工高端低碳发展将保持较大规模。预计 2024 年自由现金流将小幅回升，整体仍处近年低位。

图 24：近年化工企业资本支出情况（亿元）

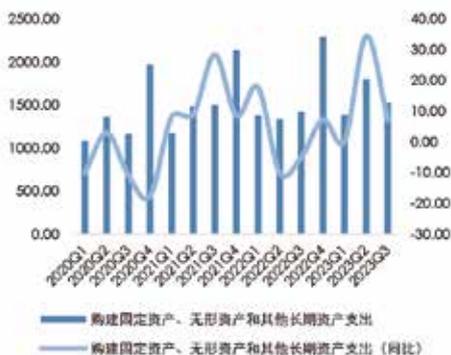
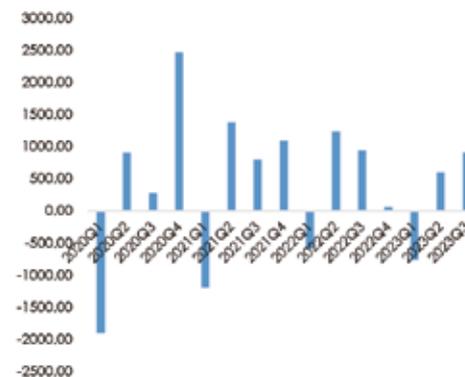


图 25：近年化工企业自有现金流情况（亿元）



资料来源：iFind，东方金诚整理

（三）债务负担和保障程度

2023 年前三季度资本开支延续扩张背景下，化工行业企业负债率增长较快，预计 2024 年，资本开支推动长期债务回升，资产负债率延续上行态势，自由现金流对债务保护总体偏低

2023 年前三季度资本开支延续扩张背景下，化工行业企业负债率增长较快，行业龙头延续长期扩张趋势，细分子行业头部企业凭借技术及成本优势逆势增长，产业链广度和深度深化。

2024 年化工企业仍将保持温和资本开支，长期债务占比提升；行业盈利修复空间有限，经营性现金流对资本开支覆盖保障总体偏弱；化工企业资本支出仍将维持较大规模，负债率延续提升。经营性现金流对短期债务覆盖仍偏低，盈利好转将助力偿债能力提升。

图 26：近年化工企业债务负担情况（亿元、%）

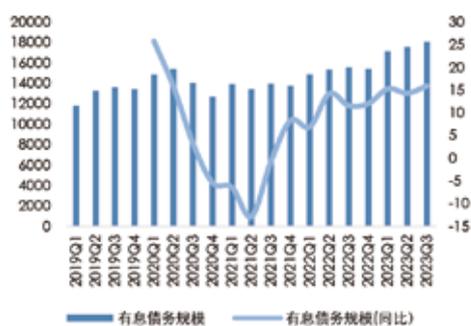
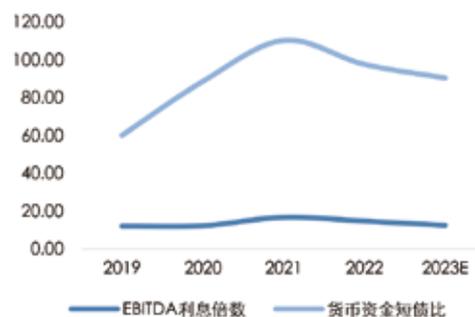


图 27：近年化工企业偿债能力（倍）



资料来源：iFind，东方金诚整理

三、化工行业债市表现

化工行业利差处于上游行业偏高位置，细分行业景气度对个体利差影响增大，2024 年利润修复、融资环境宽松，总体风险可控

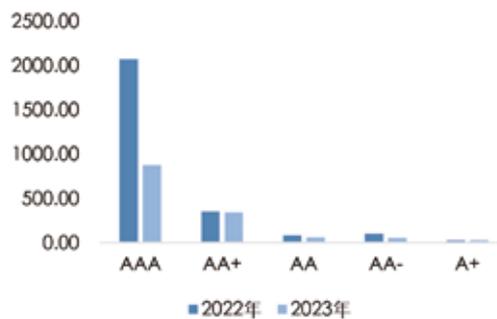
2023 年，化工样本企业信用债发行规模、发行数量均较上年同期有所下降，新发行债券主要为短期融资券、中期票据，且以 AAA 和 AA+ 高信用等级发行人为主，低等级主体发行债券难度仍较大；从发行利差来看，一季度债市资产荒带动产业债利差大幅下行，化工行业利差跟随收窄，以理财为代表的需求增幅放缓及降息后赎回压力，二季度以来产业债利差走扩。受盈利下行偏大影响，化工行业利差走扩幅度在上游产业中领先。2024 年化工行业债券到期规模较 2023 年同期有所减少，主体信用等级普遍较高，在当前融资整体较为宽松的环境下，化工行业系统性风险可控。

2024 年龙头国企凭借不断强化的市场地位和完善的产业链条优势，预计利差仍将很低；同时，细分行业景气度对个体利差影响加大，部分炼化、弱资质氯碱民企及地方国企信用利差仍处高位。

图 28：化工行业利差（BP）



图 29：化工行业债券发行情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

四、结论

2024 年，化工行业产能投放周期脉冲延续，宏观预期向好背景下，化工品价格核心驱动由成本向基本面转移，但高供给弹性压制利润回升空间，资本支出偏高导致自由现金流修复滞后，行业整体信用质量将逐步企稳修复

2023 年，美欧持续加息及银行危机冲击经济预期，宏观逆风阶段性冲击加剧，化工品需求复苏不及预期，化工品价格下行，利润率低位震荡，自由现金流回落。

2024 年，政策发力、库存底部，内需慢修复；美国经济延续韧性，持续去库或有助出口提升，高端材料国产替代延续。节能降碳政策短期束缚有限，产能投放周期脉冲延续；化工品价格核心驱动由成本向基本面转移，价格修复但高供给弹性压制利润回升空间。

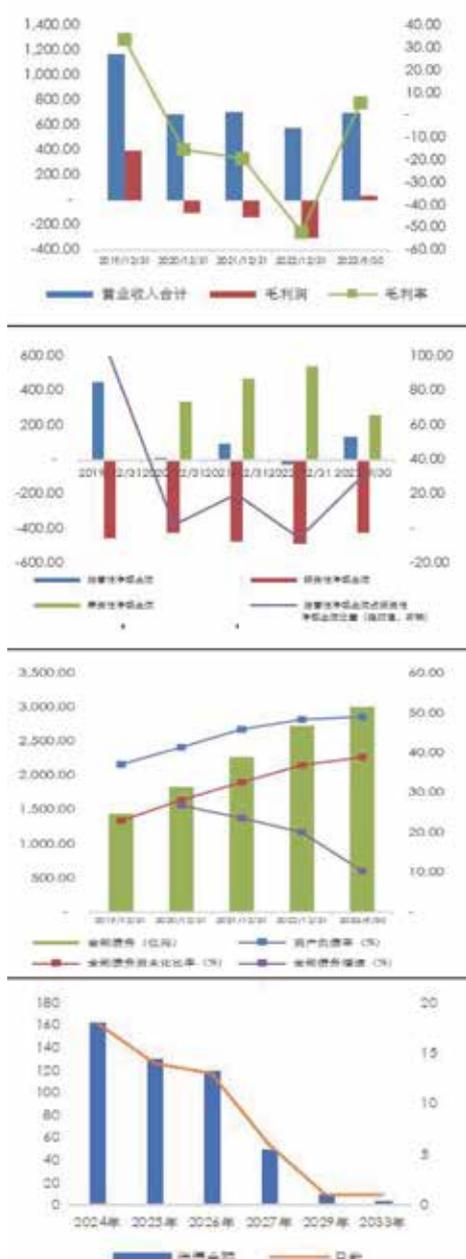
2024 年，应收账款、存货周转利好，有助于经营性资金占用下降，资本支出侵蚀延续，自由现金流仍处近年低位，2024 年利润修复、融资环境宽松，总体风险可控，行业信用质量将逐步企稳修复。

2024 年机场行业信用风险展望

薛梅

行业信用质量：稳定

机场样本企业主要数据和指标（单位：亿元 /%/ 只）



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

- ① 智能化机场以更可靠的网络、更智慧便捷的应用和更优质的服务为旅客打造无缝出行体验，现代物流对机场的信息化处理能力也提出了更高要求。预计短期内政策仍将聚焦绿色节能、智慧数据和安全出行方面，引导机场向绿色、安全、智慧、高效发展；
- ① 2024 年民航将加快推动国家“十四五”规划 102 项重大工程民航领域建设，行业固定资产投资保持千亿水平，中西部机场建设的投入占民航建设总额比重增长；
- ① 随着国内居民消费扩大、新型城镇化和乡村振兴的推进以及国际市场的恢复，民航业迎来稳定增长期，2024 年 3 月中国 PMI 指数 50.8，经济复苏节奏加快，预计全年客货邮机场吞吐量均超过 2019 年水平；
- ① 机场吞吐量全面提升，集中度有所下滑，京津冀、粤港澳、长三角和成渝地区占比较高，1000 人次以上的大型机场规模效应逐渐凸显；
- ① 商业零售、餐饮服务、广告等非航空业务对利润总额的支撑性增强，机场企业亏损幅度好转，预计 2024 年逾 70% 以上样本机场企业将实现扭亏，利润弹性可观；
- ① 行业经营回暖，投资支出对外部融资依赖度下滑，但融资性借款仍将呈现较大规模，约 90% 以上样本机场 2024 年经营性净现金流将回正；
- ① 在建项目规模大，机场企业债务规模维持上升态势，但增速继续下滑，资产负债率水平提升，长期债务资本化比率增长，债务负担加重。

一、行业基本面

智能化机场以更可靠的网络、更智慧便捷的应用和更优质的服务为旅客打造无缝出行体验，此外现代物流对机场的信息化处理能力也提出了更高要求，预计短期内政策仍将聚焦绿色节能、智慧数据和安全出行方面，引导机场向绿色、安全、智慧、高效发展

民航业是我国经济社会发展重要的战略产业，机场作为民航业务发展的重要载体，带来的产业集群可有效促进经济的繁荣和发展，对地方经济具有重要的支撑和带动作用，得到国家政策的大力支持，具有明显的政策性特征。

图表 1 机场行业相关政策（2023 年 6 月至今）

时间	部门	文件名称	关键内容
2023 年 6 月	中国民用航空局	智慧民航建设数据管理政策标准体系	到 2025 年，建立健全智慧民航建设数据管理政策标准工作组织和工作机制，基本建立智慧民航建设数据管理政策标准体系
2023 年 6 月	中国民用航空局	智慧民航建设评价指标体系（试行）的通知	围绕路线图总体架构和场景视点，构建形成由 9 个一级指标、24 个评价要素、38 个评价指标组成的指标体系
2023 年 7 月	中国民用航空局	关于落实数字中国建设总体部署加快推动智慧民航建设发展的指导意见	2027 年智慧民航建设数字化转型取得重要进展，数字基础设施高效联通，数字安全保障能力全面提升，数字政府建设成效显著，数字化发展环境更加完善，数字技术应用创新活跃，数据资源融合共享，数据要素价值有效释放，全面推动民航创新能力、安全水平、运行效率、服务质量和治理效能大幅提升。
2023 年 8 月	文化和旅游部办公厅	关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第三批）出境团队旅游业务的通知	2023 年 8 月 10 日起，恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务。
2024 年 2 月	中国民用航空局	A 类通用机场使用许可及运行安全管理办法	规范 A 类通用机场使用许可及运行安全管理工作

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2023 年中国社会生产生活全面恢复正常，上半年机场行业相关政策主要集中在补贴管理、出行开放等方面，下半年政策聚焦智慧发展。智能化机场以更加可靠的网络、更加智慧便捷的应用和更加优质的服务为旅客打造无缝出行体验，此外现代物流对机场信息化的处理能力也提出了更高要求，预计短期内政策仍将聚焦绿色节能、智慧数据和安全出行，引导机场向绿色、安全、智慧、高效发展。

2024 年民航将加快推动国家“十四五”规划 102 项重大工程民航领域建设，行业固定资产投资保持千亿水平，中西部机场建设的投入占民航建设总额比重增长

根据《国家发展改革委、民航局关于印发全国民用运输机场布局规划的通知》（发改基础〔2017〕290 号），完善华北、东北、华东、中南、西南、西北六大机场群，到 2025 年，展望 2030 年，在现有（含在建）机场基础上，新增布局机场 136 个，全国民用运输机场规划布局 370 个（规划建成约 320 个）。根据《“十四五”民用航空发展规划》，2023～2025 年是国内民航业发展的增长期和释放期，重点扩大国内市场、恢复国际市场，释放改革成效，提高对外开放水平，加强数字化、智能化建设为主的智慧航空升级改造，国内民用航空运输机场将达到 270 个。

图表 2 定期航班运输机场和通航城市（单位：个）

	2023	2022	2021	2020	2019
境内运输机场	259	254	248	241	238
定期通航机场	259	253	248	240	237
定期通航城市	255	249	244	237	234

新增机场	湖南湘西边城机场、河南安阳红旗渠机场、四川阆中古城机场、山西朔州滋润机场、西藏阿里普兰机场等。	新疆昭苏天马机场、阿拉尔塔里木机场、塔什库尔干红其拉甫机场，湖北鄂州花湖机场，西藏山南隆子机场、日喀则定日机场	湖北荆州沙市机场、江西九江庐山机场、山东菏泽牡丹机场、安徽芜湖宣州机场、四川成都天府机场、湖南郴州北湖机场、广东韶关丹霞机场	广西玉林福绵机场、新疆于田万方机场、重庆仙女山机场	北京大兴国际机场、巴中恩阳机场、重庆巫山机场、甘孜格萨尔机场
新增城市	湖南湘西、河南安阳、四川阆中、山西朔州、西藏普兰。	新疆昭苏、阿拉尔、塔什库尔干，湖北鄂州，西藏山南、日喀则。	湖北荆州、江西九江、山东菏泽、安徽芜湖、湖南郴州、广东韶关。	广西玉林、新疆于田、重庆武隆	四川巴中

资料来源：同花顺 iFinD，《2023 年全国民用运输机场生产统计公报》，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，国内共计拥有通航机场 260 个，从区域分布来看，新疆的机场数量最多，为 25 个。中西部地区平均每 1 个机场的覆盖面积较广。

图表 3 截至 2024 年 3 月末国内机场分布情况¹（单位：个，万平方公里，万人）

省份	机场数量	面积	平均每 1 个机场覆盖面积	常住人口
新疆	25.0	166.0	6.6	2598
内蒙古	19.0	118.3	6.2	2396
四川	17.0	48.6	2.9	8368
云南	15.0	39.0	2.6	4693
黑龙江	13.0	47.3	3.6	3185
贵州	11.0	17.6	1.6	3865
湖南	10.0	21.2	2.1	6568
山东	10.0	15.8	1.6	10123
甘肃	9.0	45.4	5.0	2465
广东	9.0	18.0	2.0	12657
江苏	9.0	10.7	1.2	8526
广西	8.0	23.7	3.0	5027
湖北	8.0	18.6	2.3	5838
辽宁	8.0	14.8	1.9	4182
山西	8.0	15.7	2.0	3466
西藏	8.0	122.8	15.4	364
河北	7.0	18.9	2.7	7393
江西	7.0	16.7	2.4	4515
青海	7.0	72.1	10.3	594
浙江	7.0	10.6	1.5	6627
安徽	6.0	14.0	2.3	6121
福建	6.0	12.4	2.1	4183
吉林	6.0	18.7	3.1	2339
河南	5.0	16.7	3.3	11526
陕西	5.0	20.6	4.1	3952
重庆	5.0	8.2	1.6	3191
海南	4.0	3.5	0.9	1043
宁夏	3.0	6.6	2.2	728
北京	2.0	1.6	0.8	2186
上海	2.0	0.63	0.32	2487
天津	1.0	1.2	1.2	1364

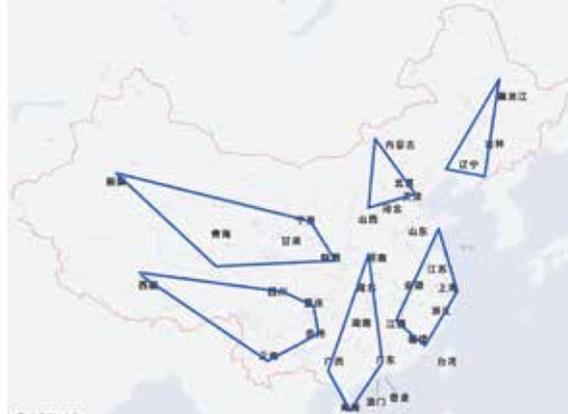
资料来源：同花顺 iFinD，《2023 年全国民用运输机场生产统计公报》，东方金诚整理

中西部机场建设有助于完善区域交通网络，强化东西部产业互动，更好服务“一带一路”和“乡村振兴”等国家战略，有效促进国民经济协调发展和国家安全体系建设。2024 年政府工作报告对完善区域协调发展体制

¹ 除港澳台外。

机制，促进区域发展协调性、平衡性不断增强提出新的要求，并明确提出发行特别国债以支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。近年来民航将加快推动国家“十四五”规划 102 项重大工程民航领域建设，加快广州、重庆、西安、乌鲁木齐等重点枢纽机场和瑞金、奇台、巴里坤等支线机场建设，新增运输机场 5 个以上，中西部机场建设的投入占民航建设总额比重将继续增长。

图表 4 我国机场布局和建设计划

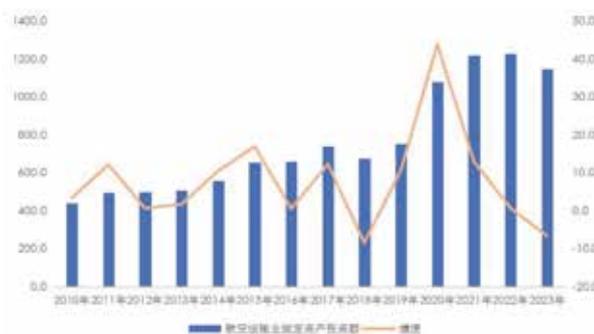


机场群	构成	建设规划
华北机场群	华北机场群由北京、天津、河北、山西、内蒙古 5 个省（自治区、直辖市）内的机场构成	布局规划新增沧州、介休、正蓝旗等 16 个机场，总数达 48 个。增强北京机场国际枢纽竞争力，与天津、石家庄共同打造京津冀世界级机场群；培育太原、呼和浩特等机场的区域枢纽功能，增强对周边的辐射能力；提升唐山、运城、包头等其他既有机场发展水平，稳步推进霍林郭勒等机场建设。
东北机场群	东北机场群由辽宁、吉林、黑龙江 3 个省内的机场构成	布局规划新增铁岭、四平、绥化等 23 个机场，总数达 50 个。逐步提升哈尔滨机场国际枢纽的功能；培育大连、沈阳、长春等机场的区域枢纽功能，拓展机场服务范围；提升锦州、长白山、大庆等其他既有机场发展水平，稳步推进松原、五大连池等机场建设。
华东机场群	华东机场群由上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东 7 个省（直辖市）内的机场构成	布局规划新增嘉兴、蚌埠、瑞金、宁德、菏泽等 16 个机场，总数达 61 个。增强上海机场国际枢纽的竞争力，与杭州、南京、合肥、宁波等机场共同打造长三角地区世界级机场群，并与其他交通运输方式优势互补、深度融合、互联互通；培育厦门、青岛、福州、济南、南昌、温州等机场的区域枢纽功能；提升无锡、舟山、黄山、赣州、烟台等其他既有机场发展水平，稳步推进上饶等机场建设。
中南机场群	中南机场群由河南、湖北、湖南、广东、广西、海南 6 个省（自治区）内的机场构成	布局规划新增周口、荆州、湘西、韶关、贺州、儋州等 24 个机场，总数达 60 个。推进广州、深圳等地机场资源共享、合作共赢、协同发展，提升国际枢纽竞争力，共同打造珠三角地区世界级机场群；增强武汉、长沙、郑州机场枢纽作用，培育海口、三亚、南宁、桂林等机场的区域枢纽功能；提升揭阳、柳州、洛阳、宜昌、张家界等其他既有机场发展水平，稳步推进信阳、岳阳等机场建设。
西南机场群	西南机场群由重庆、四川、贵州、云南、西藏 5 个省（自治区、直辖市）内的机场构成	布局规划新增武隆、甘孜、威宁、楚雄等 29 个机场，总数达 78 个。逐步提升昆明、成都和重庆机场国际枢纽的竞争力；培育贵阳、拉萨等机场的区域枢纽功能；大幅增加区域机场密度，优化布局结构，提升万州、九寨、黄平、丽江、林芝等其他既有机场发展水平，稳步推进巫山、巴中、仁怀、澜沧等机场建设。
西北机场群	西北机场群由陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆 5 个省（自治区）内的机场构成	布局规划新增宝鸡、平凉、共和、石嘴山、塔什库尔干、且末（兵团）等 28 个机场，总数达 73 个。逐步提升西安、乌鲁木齐机场国际枢纽的竞争力；培育兰州、银川、西宁等机场的区域枢纽功能；增加机场密度，提升延安、敦煌、格尔木、中卫、喀什等其他既有机场发展水平，稳步推进陇南、祁连、莎车、图木舒克等机场建设。

资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

投资支出方面，2020 年~2022 年，我国机场建设高速发展，机场密度和设施不断完善，2023 年，民航业累计完成固定资产投资 1150 亿元，同比下滑 6.6%。预计 2024 年民航行业固定资产投资将保持千亿水平。

图表 5 民航固定资产投资：规模和增速（单位：亿元、%）

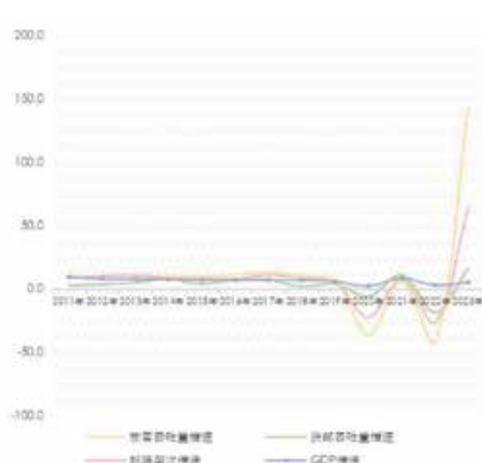


资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

随着国内居民消费扩大、新型城镇化和乡村振兴的推进以及国际市场的恢复，民航业迎来稳定增长期，2024 年 3 月中国 PMI 指数 50.8，经济复苏节奏加快，预计全年客货邮机场吞吐量均超过 2019 年水平

机场是重要的交通基础设施，其经营发展与宏观经济、常住人口数和第三产业发展程度等高度正相关，且反应更为敏感和迅速，按照近十三年数据，通常 2% 以上的 GDP 增速变化对机场机场旅客吞吐量、机场货邮吞吐量和起降架次有明显影响。

图表 6 我国 GDP、机场旅客吞吐量、机场货邮吞吐量和起降架次同比增速（单位：%）



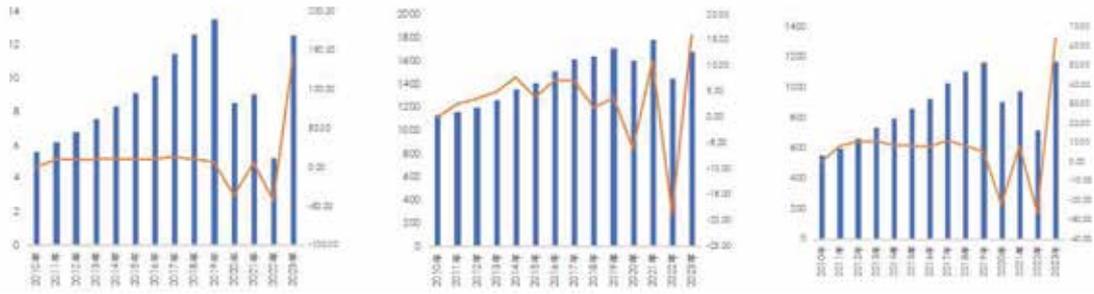
-	GDP 增速	旅客吞吐量增速	货邮吞吐量增速	起降架次增速
2011 年	9.6	10.1	2.6	8.1
2012 年	7.9	9.5	3.6	10.4
2013 年	7.8	10.9	4.9	10.8
2014 年	7.4	10.3	7.8	8.4
2015 年	7.0	10.0	3.9	8.0
2016 年	6.9	11.0	7.2	7.8
2017 年	7.0	13.0	7.1	10.9
2018 年	6.8	10.2	1.8	8.2
2019 年	6.0	6.9	3.8	5.2
2020 年	2.2	-36.6	-6.0	-22.4
2021 年	8.4	5.8	10.9	8.0
2022 年	3.0	-42.7	-18.5	-26.8
2023 年	5.2	142.3	15.8	63.7

资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

2022 年我国实现 GDP 总值 121.02 万亿元，按不变价格计算，同比增长 3%，增速放缓；机场旅客吞吐量 5.20 亿人次，同比增速下降 -42.70%，机场货邮吞吐量 1453.05 万吨，增速同比下降至 -18.50%。2023 年我国实现 GDP 总值 126.06 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%，增速提升，机场旅客吞吐量 12.60 亿人次，同比增长 142.31%，机场货邮吞吐量 1683.31 万吨，同比增长 15.85%。

按照政府工作报告，2024 年发展主要预期目标是国内生产总值增长 5% 左右。2024 年 1、2 月份和 3 月份，中国 PMI 指数分别为 46.7、46.4 和 50.8，高于 2023 年 12 月份的 46.4，PMI 超预期发展，经济复苏节奏加快。随着国内居民消费的持续扩大，新型城镇化和乡村振兴的统筹推进，民航局拟增加中美直航等航班，推动国际市场加快恢复，民航业迎来稳定增长。2024 年预计国内客货邮机场吞吐量均超过 2019 年水平。

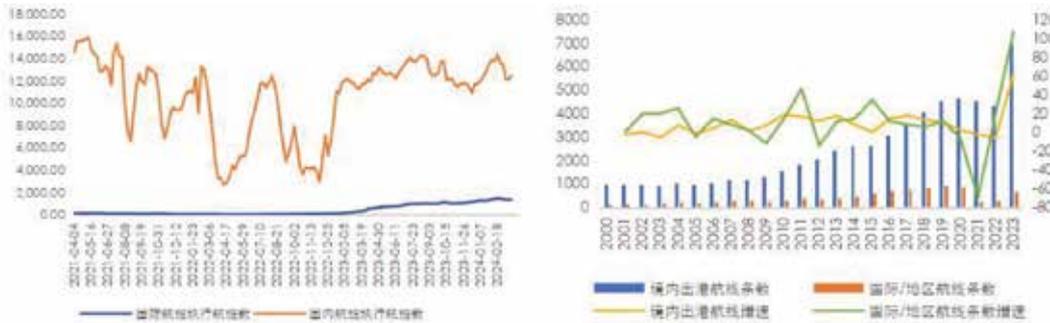
图表 7 我国机场旅客吞吐量、机场货邮吞吐量、起降架次及其增速（单位：亿人次、万吨、万架次、%）



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

分航线来看，2023 年国际机场航线 696 条，同比增长 107.14%，航线数量仍较少，国内机场航线 7077 条，同比增长 61.08%。国内和国际航班数量均快速增加，2023 年境内出港航线增速扭转延续了两年的负增长趋势。

图表 8 近年来国际航班和国内航班条数和增速变化（单位：条、%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

2024 年 1~2 月，国内旅客运输量和货邮运输量增长，国际和港澳台强劲复苏，境内外货邮运输量增速显著增加，航班效率提升，国内机场客运经营情况整体向好。预计全年国内航线旅客运输量将达到 6.3 亿人次，超过 2019 年 7.7 个百分点，货运量小幅提升。

图表 9 中国民航主要生产指标统计

指标	2023 年	同比增长	2024 年 1~2 月	同比增长
运输完成情况				
旅客运输量 (万人)	61957.4	146.1	11979.8	44.4
国内航线 (万人)	59051.6	136.3	11053.4	35.1
其中：港澳台航线 (万人)	668.4	1324.7	154.9	233.1
国际航线 (万人)	2905.8	1461.6	926.4	706.8
货邮运输量 (万吨)	735.4	21.0	129.9	38.0
国内航线 (万吨)	456.4	32.8	81.1	36.7
其中：港澳台航线 (万吨)	15.1	2.5	2.2	25.9
国际航线 (万吨)	279.0	5.8	48.8	40.2
航班效率				
指标	2023 年	同比	2024 年 1~2 月	同比
飞机日利用率 (小时/日)	8.1	3.8	9.1	1.9
正班客座率 (%)	77.9	11.3	82.3	6.8
正班载运率 (%)	67.7	2.7	68.6	3.0

资料来源：公开资料，东方金诚整理

围绕“空中丝绸之路”，国内不断增强支持力度，引导航空物流企业与国内重要枢纽机场、物流园区、自贸区、保税区等物流聚集区的合作，优化用地政策，加速构建航空物流服务网络布局。2024年政府工作报告提出，“要实施降低物流成本行动，加快国际物流体系建设，加强冷链物流、寄递配送设施建设”。近年来机场物流建设在专业性货运枢纽机场的建设和国家物流枢纽的规划等方面取得了显著进展，其中鄂州花湖机场是国内首个专业性货运枢纽机场，于2022年7月17日正式通航，2023年1月，花湖机场航空口岸获批临时开放，11月3日正式开启国际快件业务，2024年3月19日，国务院批复同意鄂州花湖机场对外开放，进一步推动湖北乃至中部地区的经济发展和对外开放。2023年，上海空港国家物流枢纽获批，纳入国家发改委2023年重点建设名单，该枢纽依托上海浦东和虹桥机场，旨在加强与上海自贸区、洋山特殊综保区等地的联动，聚焦服务长三角及全国的产业集群和航空物流需求，通过建设国际航空货运枢纽、空陆海一体的国际多式联运组织中心以及服务世界级产业集群的全球高端产业供应链组织中心。

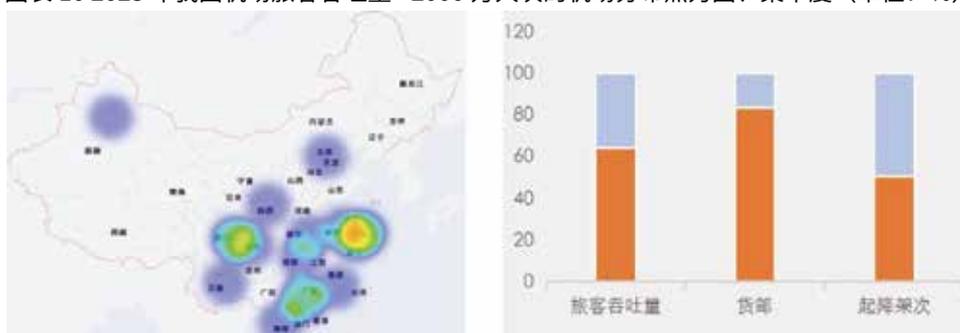
境外贸易方面，2024年全球经济存在企稳迹象，与2023年12月相比，2024年1月、2月，全球主要经济体制造业PMI均有不同程度上涨，推动我国国际货邮业务发展。

机场吞吐量全面复苏，集中度有所下滑，京津冀、粤港澳、长三角和成渝地区占比较高，随着业绩回升单位成本摊薄，1000人次以上的大型机场规模效应逐渐凸显，非航业务收入占比提升

机场发展水平并不只是与经济因素相关，还与该地区的航空发展定位有关，即是否为大型航空公司的基地或是国家级航空枢纽，或是在国际航空运输中有着优越的地理位置等因素。

从业务的集中度来看，2023年国内通航机场259个，客运机场旅客吞吐量12.60亿人次，机场吞吐量全面复苏，其中机场旅客吞吐量在2000万人次以上机场由5个增长至23个，合计旅客吞吐量占国内总额比重64.55%，机场旅客吞吐量集中度小幅下滑，货邮吞吐量占同期全国比重83.67%，同比变化不大。随着业绩回升，单位成本摊薄，1000人次以上的大型机场规模效应逐渐凸显，非航业务收入占比提升。

图表 10 2023 年我国机场旅客吞吐量 >2000 万人次的机场分布热力图、集中度（单位：%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

国内机场业务主要集中在经济较为活跃的京津冀、粤港澳、长三角和成渝地区，具体来看，白云机场作为粤港澳大湾区的核心枢纽机场，在大湾区机场基础建设逐步落地、经济总量与人口总量持续提升的背景下，2023年旅客吞吐量仍位居全国第一。货邮吞吐量头部效应仍较为明显，以浦东机场为主的上海市货运航班的国际通达度领先全国。

图表 11 2023 年 2000 万人次以上旅客吞吐量机场情况（单位：万人次、万吨、万次）

机场	旅客吞吐量			货邮吞吐量			起降架次		
	2023 年	2022 年	同比增速	2023 年	2022 年	同比增速	2023 年	2022 年	同比增速
广州/白云	6316.78	2610.50	142.00	203.05	188.41	7.80	45.61	26.66	71.10
上海/浦东	5447.64	1417.84	284.20	344.01	311.72	10.40	43.39	20.44	112.30
北京/首都	5287.92	1270.33	316.30	111.59	98.87	12.90	37.97	15.76	140.90
深圳/宝安	5273.49	2156.34	144.60	160.03	150.70	6.20	39.31	23.57	66.80
成都/天府	4478.61	1327.59	237.30	24.59	8.17	201.10	32.96	12.03	174.00
重庆/江北	4465.72	2167.35	106.00	38.79	41.48	-6.50	31.47	18.86	66.90
上海/虹桥	4249.27	1471.16	188.80	36.32	18.45	96.80	26.68	12.27	117.50
昆明/长水	4203.35	2123.75	97.90	35.05	31.01	13.00	31.86	19.38	64.40
西安/咸阳	4137.12	1355.84	205.10	26.58	20.63	28.80	31.05	12.59	146.70
杭州/萧山	4117.05	2003.81	105.50	80.97	82.98	-2.40	30.04	19.04	57.80
北京/大兴	3941.08	1027.76	283.50	24.41	12.75	91.40	29.31	10.59	176.80
成都/双流	3013.81	1781.74	69.10	52.65	52.99	-0.60	20.87	15.98	30.60
南京/禄口	2734.05	1214.05	125.20	38.35	37.79	1.50	22.25	12.59	76.70
长沙/黄花	2724.83	1250.88	117.80	17.68	15.58	13.50	20.19	11.41	76.90
武汉/天河	2586.18	1160.64	122.80	20.64	29.87	-30.90	20.64	11.51	79.40
郑州/新郑	2535.75	922.17	175.00	60.78	62.47	-2.70	20.09	9.44	112.80
乌鲁木齐/地窝堡	2508.90	1003.54	150.00	15.51	9.37	65.60	17.68	8.97	97.20
海口/美兰	2434.04	1116.22	118.10	17.49	12.44	40.60	17.25	10.57	63.20
厦门/高崎	2410.41	1012.56	138.10	31.44	26.21	20.00	17.95	9.98	79.80
三亚/凤凰	2177.58	951.43	128.90	9.47	6.33	49.70	13.64	7.65	78.20
青岛/胶东	2142.07	972.01	120.40	26.08	22.00	18.50	17.08	9.59	78.10
哈尔滨/太平	2080.52	949.65	119.10	13.12	9.68	35.60	14.79	8.22	79.90
沈阳/桃仙	2056.44	938.73	119.10	19.85	13.25	49.70	15.25	8.33	83.20
合计	81322.59	32205.90	152.51	1408.47	1263.13	11.51	597.33	315.42	89.38
全行业总计	125976.57	52003.29	142.20	1683.31	1453.05	15.80	1170.82	715.19	63.70
比重	64.55	61.93	-	83.67	86.93	-	51.02	44.10	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

《国家综合立体交通网》提出，要通过建设包括京津冀城市群，粤港澳大湾区，长三角一体化区域，成渝城市群和长江经济带在内的交通网络的优化和整合，实现城市群内部的高效连接，中长期来看上述区域机场将维持较高的行业集中度。

二、机场企业信用表现

截至 2024 年 2 月末，机场企业存续上市及发债主体共 15 家，含未发债上市公司 3 家，本次选取样本企业为上述 18 家企业，基本覆盖国内重点机场。

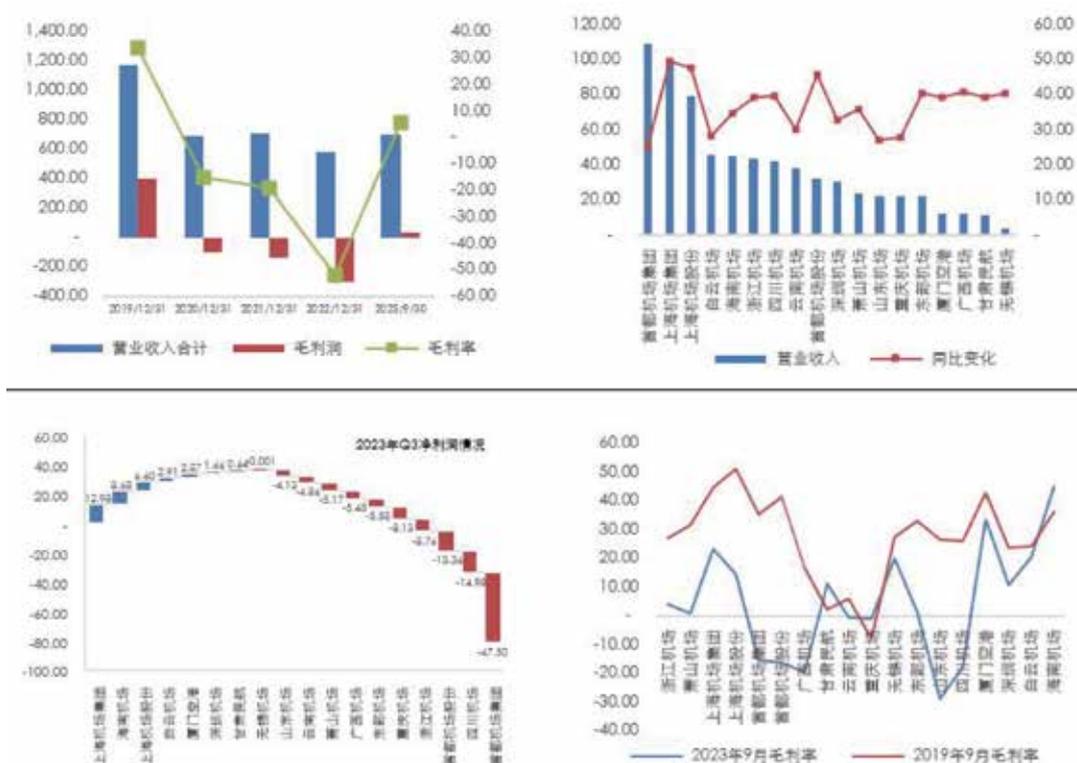
1. 盈利能力

机场企业营业收入增加，商业零售、餐饮服务、广告等非航空业务对利润总额的支撑性增强，行业亏损幅度收窄，预计 2024 年逾 70% 以上样本机场企业将实现扭亏，利润弹性可观

2023 年国内经济稳步恢复，居民出行需求增加，尤其是国内旅游和商务出行市场复苏，国际航线逐步回暖，机场客流量上升，主要业务量快速修复，机场行业呈现积极的发展态势，当期营业收入整体上涨，毛利润由亏损转为盈利，毛利率显著提升，盈利能力增强。2024 年 1~2 月国内国际旅客流量继续保持扩大，进一步提振

机场企业的航空和非航空性业务收入，预计 2024 年全年机场企业的盈利水平将继续增强。

图表 12 样本机场企业盈利情况（单位：亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

2023 年 9 月末，样本机场企业总体实现营业收入 697.26 亿元，同比增长 37.31%，按照年化数据测算，收入水平恢复至 2019 年约 80%。根据深圳机场、厦门机场、白云机场、上海机场股份和首都机场股份五家上市机场企业发布的经营数据，2024 年 1~2 月，深圳机场旅客吞吐量、货邮吞吐量和起降架次分别同比增长 42.21%、23.10% 和 25.40%，厦门机场上述数据分别为 36.96%、23.24% 和 19.84%，白云机场分别同比增长 51.28%、35.56% 和 31.37%，上海机场股份分别同比增长 67.98%、19.91% 和 36.84%，首都机场股份旅客吞吐量、起降架次分别同比增长 70.15% 和 40.76%，上市机场企业主要经营数据均同比显著增长。

净利润方面，2019 年~2022 年和 2023 年和 2023 年 9 月末，样本企业净利润共计分别为 212.95 亿元、-285.71 亿元、-202.74 亿元、-383.73 亿元和 -81.55 亿元，自 2020 年开始持续亏损，但亏损幅度显著收窄。截至 2023 年 9 月末，亏损企业从期初的 16 家减少为 11 家。7 家盈利主体中，4 家为上市主体，11 家亏损企业中首都机场集团和首都机场股份受国际客运量恢复较慢、高铁等交通路网分流、环京区域机场航线织网密集加大等多重因素影响亏损规模较大，四川机场因双流机场维修，天府机场投入运营时间较短，折旧和财务费用较高影响，当期亏损 14.98 亿元。按照 2023 年三季度净利润修复进度来看，预计 2024 年逾 70% 以上机场企业将实现扭亏。

毛利率方面，2023 年 9 月末样本机场企业毛利率在 -28.88% ~ 44.92% 之间，毛利率为正的企业同比由 2 家增加至 11 家，综合毛利率 5.39%，同比增长 50.54 个百分点。预计 2024 年，云南机场将实现扭亏，首都机场集团、首都机场股份和重庆机场等毛利率逐渐回归。

2024 年稳增长、促消费等政策力度有望加码，客货运吞吐量进一步提升，机场企业营业收入增加，商业零售、餐饮服务、广告等非航空业务对利润总额的支撑性增强，行业利润弹性可观。

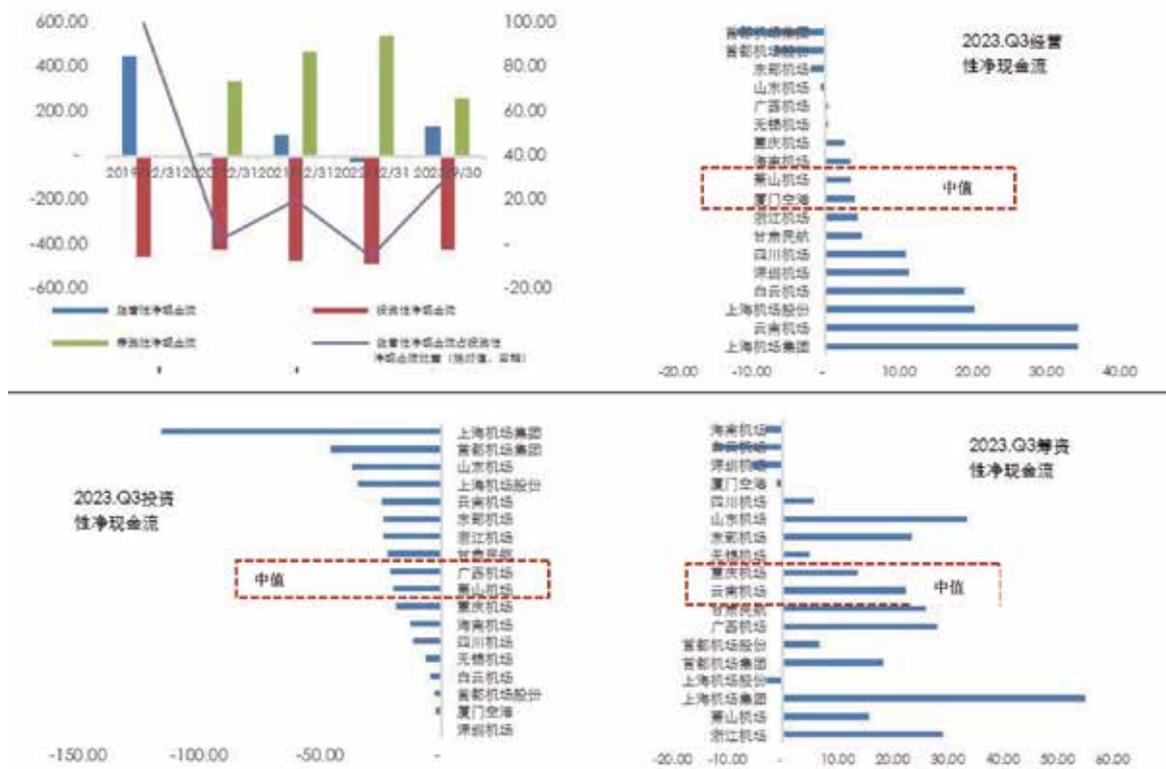
2. 现金流

行业经营回暖，预计 90% 以上样本机场 2024 年经营性净现金流均将回正，投资支出对外部融资依赖度下滑，但融资性借款仍将呈现较大规模

机场企业通常经营性净现金流呈净流入，项目投资建设资金来源主要通过自有资金和外部融资，筹资性净现金流规模约等于经营性净现金流与投资性净现金流之和的绝对值，2020 年~2022 年和 2023 年 1~9 月，样本机场企业投资性净现金流均在 -450 亿元左右。

2019 年经营性净现金流 454.04 亿元，当期投资性净现金流 -453.29 亿元，筹资性净现金流为 -4.60 亿元，项目建设对外部融资的依赖性低。2020~2022 年，经营性净现金流较 2019 年大幅减少，筹资性净现金流显著提升。2023 年 1~9 月，随着行业整体复苏，经营性净现金流占投资性净现金流（绝对值）比重提升 25.44 个百分点为 31.19%。预计 2024 年全年，样本企业经营性净现金流占投资性净现金流（绝对值）比重将提升至 40% 以上，对外部融资依赖度下滑，但融资性借款仍将呈现较大规模。

图表 13 样本机场企业现金流情况（单位：亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

2023 年 1~9 月，样本机场企业经营性净现金同比增长 420.37% 为 132.86 亿元，经营性净现金流规模增长，仅首都机场集团、首都机场股份、东部机场和山东机场仍为净流出，2024 年预计 90% 以上样本机场经营性净现金流均将回正。机场企业为航空公司提供着陆费、停机费、客运服务费、货运服务费、安检服务费等航空服务，航空公司通常会在服务提供后的一段时间内支付相关款项，此外非航空业务中的租赁和零售等业务，也会产生一定的账期，且账期相对航空业务较长。2020 年~2022 年和 2023 年 1~9 月，样本企业的综合现金收入分别为

104.78%、110.03%、106.90% 和 96.53%，2024 年非航业务收入规模增长，但增速预计低于航空主业，现金收入比将有所增加。

投资性净现金流方面，近年来国内机场改造集中在配套设施改建、扩建和智慧机场建设等方面，样本企业资本支出规模合计在 450 亿元左右。具体来看，上海机场集团在建项目尚需投入约 130 亿元，主要为浦东机场南区地下交通枢纽及配套工程（扣除申铁）等其他市政配套工程，2024 年计划投资约 45 亿元。首都机场集团在建项目尚需投入约 100 亿元，在建项目主要是哈尔滨机场二期扩建工程等，2029 年前首都机场集团拟建项目总额预计 900 亿元，规模较大。山东机场投资建设的烟台机场二期改扩建工程等项目均将于 2023 年完工，2024 年投资支出较少。上海机场股份主要在建项目为旅客过夜用房及配套工程，拟建项目为上海浦东国际机场四期扩建工程旅客捷运系统车辆基地项目等，总体投资规模不大。云南机场在建项目较多，集中于 2023 年~2027 年完工，尚需投入规模在 800 亿元以上。东部机场 2025 年将开工建设禄口机场三期工程，预计 2029 年完工，尚需投入规模约 490 亿元。浙江机场下属的温州机场三期扩建工程 2023 年开工，总投资 131.77 亿元。甘肃民航主要在建项目为中川机场三期扩建项目，预计 2024 年完工投运，后续资本支出压力一般。广西机场投资支出主要来自南宁机场改扩建工程（含二跑道），此外 2023 年南宁机场 T3 航站区及配套设施建设工程计划开工，项目总投资 192.32 亿元。萧山机场主要在建项目为杭州萧山国际机场三期项目新建航站楼及陆侧交通中心工程（机场三期工程）。重庆机场主要的在建项目为江北机场 T3B 航站楼及第四跑道工程，尚有逾 130 亿元待投资，该项目计划 2024 年年末竣备。四川机场项目建设主要是成都双流国际机场提质改造工程，待投入预计在 30.00 亿元。综合来看，上海机场集团、首都机场、云南机场、浙江机场、广西机场、重庆机场等升级改造支出规模较大，2024 年投资性现金流净流出仍将维持较高水平。

机场企业建设项目资本金通常由民航发展基金、地方政府安排财政性资金、机场自有资金共同解决，资本金比例视项目性质而定，其余资金主要为机场企业自筹，以银行贷款为主。2023 年 9 月，样本机场企业筹资性净现金流同比有所减少，随着经营回暖，机场企业对外部融资的依赖程度将有所降低，但融资性借款仍将呈现较大规模。

3. 债务负担

2024 年机场企业债务规模将维持上升态势，但增速下滑。行业整体在建项目规模大，资产负债率水平提升，长期债务资本化比率增长，债务负担加重

机场作为重资产行业，建设规模大、周期长，近年来随着机场设施的持续完善和营运资金的增加，债务规模持续增长，2019 年~2022 年末和 2023 年 9 月末，机场样本企业合计有息债务规模约 1452.50 亿元、1844.10 亿元，2280.02 亿元，2736.67 亿元和 3020.34 亿元，有息债务增速分别为 26.96%、23.64%、20.03%、10.37%，增速不断下滑，2023 年 9 月末，经营环境好转，样本企业债务规模增速明显下滑。

从债务期限结构来看，机场企业债务结构以长期债务为主，2019 年~2022 年和 2023 年 9 月末，样本企业长期有息债务占比分别为 68.79%、64.19%、77.72%、69.69% 和 72.26%。长远看债务结构仍将维持现有格局。

图表 14 样本机场企业债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

机场企业资产负债率和全部债务资本化比率近年来持续增长，截至 2023 年 9 月末样本企业上述综合指标分别为 49.30% 和 38.96%。资产负债率超过 60% 的企业共 4 家，分别为浙江机场、重庆机场、甘肃民航、萧山机场。

2024 年机场建设、智能升级、绿色改造等投资需求仍较大，债务规模或将维持小幅上升态势，增速继续下滑。受机场在建项目规模大，经济效益实现周期长影响，机场企业资产负债率水平提升，行业整体债务负担加重。

4. 偿债能力

企业盈利能力增强，对短期债务的偿还提供支持，长期债务偿还压力较大

2023 年 3 季度，样本机场企业盈利能力增强，EBITDA 整体增长，EBITDA 由负转正企业数量增加，当期利润增速整体高于债务增速，预计全年全部债务 / EBITDA 整体有所减少，EBITDA 对利息的保障倍数增强，经营性现金流流动负债比提升，货币资金较为充足，为短期债务按期偿付提供较好保障。2019 年~2022 年和 2023 年 9 月，长期债务资本化比率分别为 17.02%、20.25%、27.42%、29.09%、31.57%，长期偿债压力大。

图表 15 样本机场企业偿债能力情况（单位：%）

序号	样本企业	经营性现金流流动负债比		长期债务资本化比率	
		2022	2023Q3	2022	2023Q3
1	浙江机场	-1.03	3.56	53.92	58.24
2	萧山机场	4.32	3.91	50.70	52.94
3	上海机场集团	-0.30	14.90	24.90	27.14
4	上海机场股份	-1.32	20.89	12.20	11.54
5	首都机场集团	-6.18	-1.78	24.62	26.91
6	首都机场股份	-10.16	-5.21	1.18	18.63
7	广西机场	9.72	1.28	25.05	27.30
8	甘肃民航	40.88	8.98	74.72	75.91

序号	样本企业	经营性现金流负债比		长期债务资本化比率	
		2022	2023Q3	2022	2023Q3
9	云南机场	4.28	40.23	30.53	33.73
10	重庆机场	2.83	5.26	48.19	49.59
11	无锡机场	-11.97	6.83	16.02	15.71
12	东部机场	-0.34	-1.73	14.21	29.35
13	山东机场	-2.72	-1.69	20.86	20.13
14	四川机场	17.31	7.87	29.75	29.60
15	厦门空港	21.97	50.14	-	-
16	深圳机场	8.00	30.54	28.55	26.94
17	白云机场	12.56	30.45	-	-
18	海南机场	-28.49	3.38	44.16	42.66

资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

机场行业迎来复苏与机遇，行业整体业绩上升，航空类业务收入稳定增长，受益于政策推动，国际旅客流复苏趋势确定，机场免税销售规模恢复，非航收入规模提升。固定资产投资集中在机场改建和扩建方向，债务压力提升，但增幅预计有所放缓，短期内偿债压力减轻，长期债务偿还压力仍较大。

三、机场行业债券市场表现

机场企业整体信用质量延续改善趋势，2023 年债券发行只数和规模提升，发债主体级别均为 AAA，截至 2024 年 3 月末，机场行业债券存续余额 478 亿元，年内兑付规模 163 亿元，偿付压力不大

2023 年机场企业发行数量及规模均显著增加，发债主体的主体级别均为 AAA 公募债，信用利差收窄，机场企业整体信用质量延续改善趋势。

机场企业受益于其很强的公益属性政府支持力度大，预计 2024 年债券发行规模将继续提升。

图表 16 截至 2024 年 3 月末机场企业债券存续余额（单位：亿元）

发行人	超短期融资券 (SCP)	中期票据	总计
北京首都国际机场股份有限公司	-	15	15
东部机场集团有限公司	-	15	15
甘肃省民航机场集团有限公司	5	5	10
广西机场管理集团有限责任公司	-	7	7
杭州萧山国际机场有限公司	5	32	37
山东省机场管理集团有限公司	-	10	10
上海国际机场股份有限公司	40	-	40
上海机场(集团)有限公司	50	-	50
首都机场集团有限公司	-	120	120
四川省机场集团有限公司	-	45	45
无锡苏南国际机场集团有限公司	-	5	5
云南机场集团有限责任公司	3	15	18
浙江省机场集团有限公司	15	67	82
重庆机场集团有限公司	-	24	24
合计	118	360	478

资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，机场发债企业存续债券 53 只，存续余额合计 478 亿元。北京机场集团债券存续余额最高，金额为 120.00 亿元，浙江机场次之，金额为 82.00 亿元，剩余债券城市存续余额均低于 50.00 亿元。

图表 17 2024 年 3 月末机场行业存续债券到期分布（单位：亿元，只）



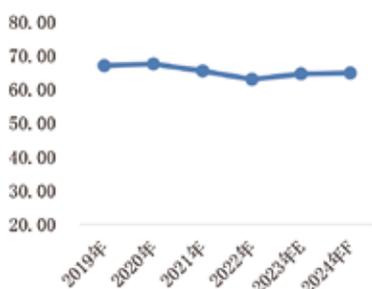
资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

从存续债券期限来看，2024 年机场企业债券到期规模约 163.00 亿元，2025 年 130.5 亿元，2026 年 120.5 亿元，2027 年 50 亿元，2029 年和 2033 年分别为 10.00 和 4.00 亿元。

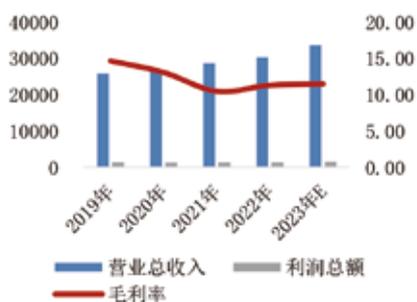
2024 年汽车制造行业信用风险展望

谷建伟

行业信用质量：2024 年信用质量总体稳定



汽车制造行业样本企业数据和指标（亿元、%）



数据来源：同花顺，东方金诚整理（营业收入和利润总额为样本企业的合计值；毛利率为中位数）

- 行业总体情况：2023 年，国内汽车行业表现出强大的发展潜力，全年整车销量首次突破 3000 万辆；预计 2024 年，汽车行业仍将是支撑国内经济稳增长的重要方面，市场需求较有保障，整车销量仍将保持增长，产业发展质量效益将进一步提升。
- 新能源汽车：2023 年国内新能源汽车保持较快增长，全年销量 949.5 万辆，同比增长 37.9%，渗透率继续提升；预计 2024 年新能源汽车仍将面临较好的内外部发展环境，销量及渗透率将保持增长态势，产品技术水平将不断增强。
- 政策：预计 2024 年，我国汽车制造行业将持续受到政策的有力支持，尤其表现在新能源汽车领域，助力行业健康发展。
- 竞争格局：车企销量呈现高集中度，新能源汽车成为车企竞争的关键领域，行业竞争不断加剧，车企进入淘汰赛阶段，竞争格局存在很大变数。
- 企业信用风险：预计 2024 年，下游需求将对企业收入总体形成支撑；企业研发投入力度将不断加大，车企研发实力进一步提升；主要原材料价格上涨动力不足，但竞争加剧将对企业盈利形成负面影响，车企盈利分化加剧；销售收入将对车企经营获现能力提供保障，同时较强的融资能力有助于债务偿付，预计车企整体偿债能力维持稳定。

一、行业基本面

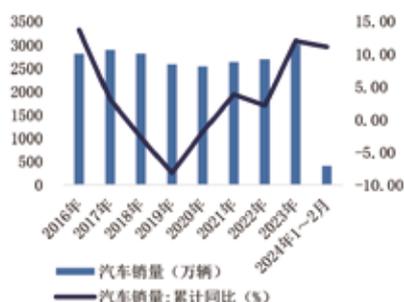
2023 年，汽车行业表现出强大的发展潜力，全年整车销量首次突破 3000 万辆；预计 2024 年，汽车行业仍将是国内经济增长的重要动力，市场需求较有保障，整车销量仍将保持增长

2023 年，我国经济处于“稳增长、促消费”的重要阶段，汽车行业作为支撑国内经济增长的重要途径之一，表现出了强大的发展韧性和潜力。根据工业和信息化部等七部门联合发布的《汽车行业稳增长工作方案 2023～2024》，2023 年汽车行业运行保持稳中向好的发展态势；2024 年，汽车行业运行仍将保持在合理区间，产业发展质量效益进一步提升。具体到发展举措而言，主要包括扩大新能源汽车消费、稳定燃油车消费、推动汽车出口提质增效、提升产品供给质量水平、保障产业链供应链稳定畅通以及完善基础设施建设与运营等主要方面。

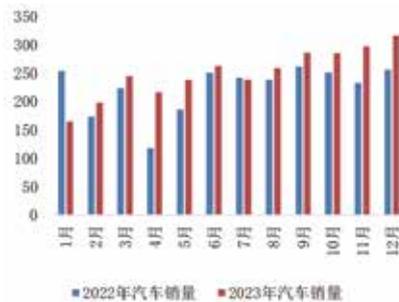
在一系列相关举措相继落实后，我国汽车行业的发展呈现良好态势，主要体现的两个层面，一方面是整车销量的增长，2023 年国内整车销量首次突破 3000 万辆，达到 3009.4 万辆，同比增长 12.0%，增速较上年同期提升 9.9 个百分点；另一方面体现在产品力的提升，尤其是在智能驾驶、智能座舱等领域，我国的汽车产品竞争力不断提升，在国际汽车产业中已经具备了较强的竞争优势。

从 2023 年每月的销量表现来看，1～2 月受购置税优惠政策以及新能源补贴政策退出形成提前消费的影响，叠加春节因素，国内汽车销量出现回落，累计销量同比下降 15%；随着行业的持续修复，2023 年 3 月以来，国内汽车销量总体呈增长态势。

图表 1：我国汽车销量及增速变化情况



图表 2：2023 年国内各月汽车销量情况 (万辆)



资料来源：中国汽车工业协会，东方金诚整理

新能源汽车是国内汽车行业发展的重要因素，2023 年新能源汽车销量继续保持较快增长，渗透率不断提升，预计 2024 年新能源汽车仍将面临较好的内外部发展环境，汽车销量及渗透率仍将保持增长态势

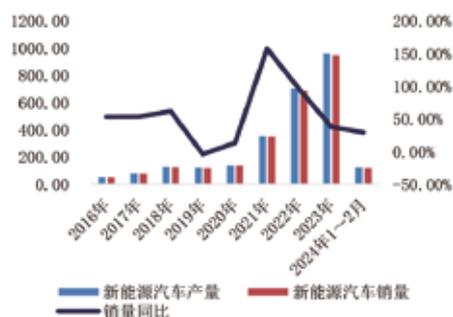
国内新能源汽车的快速发展是我国汽车整车制造行业发展质量提升的关键一环，2023 年，国内新能源汽车销量 949.5 万辆，同比增长 37.9%；渗透率达 31.6%，较 2022 年提升 5.9 个百分点，成为带动整车销量增长的主要动力。

新能源汽车的快速增长主要源于以下几个方面，首先是政策层面的支持，新能源汽车行业作为稳工业经济重要力量，2023 年以来持续获得较好的政策支持；其次是国内新能源汽车强大的产业链支撑，目前国内已形成六大产业链供应集群，为行业发展提供重要载体；第三，国内新能源汽车产品竞争力的提升是重要因素，尤其是在智能座舱和智能驾驶领域的持续发力，取得了非常显著的效果；最后是国内新能源汽车方面配套设施的逐步完善，如充电桩、换电站等，以及汽车金融、动力电池回收等领域的持续完善，助推新能源汽车的快速发展。

预计 2024 年，作为稳工业经济的重要力量，国内汽车行业仍将面临较好的政策环境，随着汽车产业链布局的不断优化、产品竞争力的增长，汽车下游需求较有保障，尤其是新能源汽车仍将作为推动国内汽车增长的重

要因素，预计全年汽车销量将实现稳定增长。

图表3 近年国内新能源汽车产销量（万辆）



图表4 新能源汽车占比情况



数据来源：中国汽车工业协会、乘联会，东方金诚整理

在国家政策的大力支持以及国内市场需求的持续增长下，新能源汽车销量同比快速增加，预计2024年汽车政策仍将保持较强的支持力度，带动汽车销量的提升

2023年，我国汽车制造行业持续受到从中央到地方政府的政策支持，其中新能源汽车作为国家实现“双碳”战略的重要举措，仍然获得了国家政策的大力支持，在此背景下，国内新能源汽车产品陆续推出，实现了较快的更新迭代，新能源汽车销量实现较快增长，行业发展质量稳步提升。

2023年以来，新能源汽车“国补”政策正式退出历史舞台，但该政策影响较为有限，汽车行业仍面临很强的政策支持力度。一方面是各项促销费政策的陆续实施，包括新能源汽车下乡活动的延续、关于促进汽车消费的若干通知等。

其次，2023年6月份发布的《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，2024~2025年继续免征，后两年减半征收，对新能源汽车的销售可以提供较好的支撑。

除此之外，还有一些相关的配套措施，包括智能网联方面、汽车后服务方面，以支持新能源汽车行业的快速发展，相关政策的陆续出台进一步完善了国内汽车产业发展的政策环境，为行业高质量发展提供重要支撑。

图表5 近期汽车行业相关政策梳理

	文件名称	政策主要内容
2023年8月	《汽车行业稳增长工作方案（2023-2024年）》	2023年，汽车行业运行保持稳中向好发展态势；2024年，汽车行业运行保持在合理区间，产业发展质量效益进一步提升。工作举措：支持扩大新能源汽车消费；稳定燃油汽车消费；推动汽车出口提质增效；促进老旧汽车报废、更新和二手车消费；提升产品供给质量水平；保障产业链供应链稳定畅通。保障措施：加强统筹协调、强化运行调控、加大政策支持。
2023年7月	《关于促进汽车消费的若干通知》	优化汽车限购管理等政策、支持老旧汽车更新消费、加快培育二手车市场、加强新能源汽车配套设施建设、着力提升农村电网承载能力、降低新能源汽车购置使用成本、推动公共领域增加新能源汽车采购数量、加强汽车消费金融服务、鼓励汽车企业开发经济实用车型、持续缓解停车难停车乱问题。
2023年7月	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023版）》	根据智能网联汽车技术现状、产业需要及未来发展趋势，分阶段建立适应我国国情并与国际接轨的智能网联汽车标准体系。
2023年6月	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	对购置日期在2024年1月1日至2025年12月31日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过3万元；对购置日期在2026年1月1日至2027年12月31日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过1.5万元。

	文件名称	政策主要内容
2023年6月	《关于开展2023新能源汽车下乡活动的通知》	活动时间为2023年6月至12月。中国汽车工业协会组织实施，各地工业和信息化、发展改革、农业农村、商务、能源主管部门做好协同支持；各新能源汽车生产企业、销售企业积极参与，推荐适宜农村市场的先进车型，制定促销政策，建立完善售后服务体系；各充电设施建设运营企业配合完善充电设施布局，推出充电优惠政策；各参与活动的电商、互联网平台，积极配合现场活动，开展网络促销，与车企合作举办直播售车或云上展销活动。
2023年4月	-	中共中央政治局分析研究当前经济形势和经济工作时指出，要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。
2022年9月	《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》	为支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费，对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间内的新能源汽车，免征车辆购置税。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

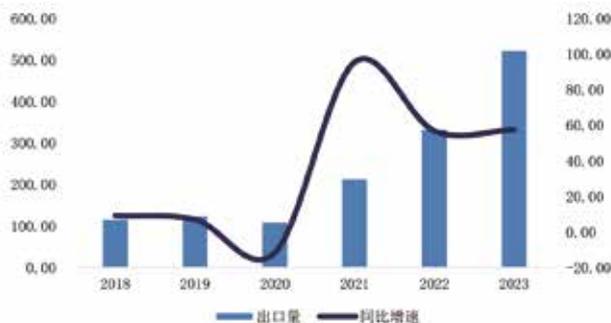
2023年，国内汽车出口量保持较快增长，我国已成为全球第一大汽车出口国，展望2024年，凭借国内完备的汽车产业链、整车产品力的提升以及成本和产能优势，汽车出口规模仍将保持较快增长，但出口压力进一步加剧

2023年，我国汽车出口领域取得了显著成效，全年汽车出口量为522.1万辆，同比增长57.4%；其中新能源乘用车出口177.3万辆，同比增长67.1%。燃油车仍是汽车出口的主力军，但新能源汽车已经成为拉动出口高质量增长的核心引擎。我国汽车出口量超过日本，跃居全球第一，体现了我国汽车产业、尤其是新能源汽车在国际市场上强劲的竞争力。

预计未来我国出口量仍然保持较高水平，主要得益于三个方面，一是国内汽车产品力的提升以及产业链的完善；二是成本优势以及产能、产量规模较大；三是部分国家对新能源汽车的需求仍较为旺盛，间接地促进了我国汽车出口规模。

但也应关注到，2024年汽车出口存在着较大压力，一方面，当前很多国外传统品牌都在加速新能源汽车的布局，凭借其很强的技术积累和资金实力，必将和国内出口的汽车形成较强竞争压力；另一方面，我国汽车出口还会可能会面临其他国家的地缘政治因素、政策变化的影响以及运输成本的波动等。

图表6 近年来我国汽车出口情况（单位：万辆、%）



数据来源：乘联会，东方金诚整理

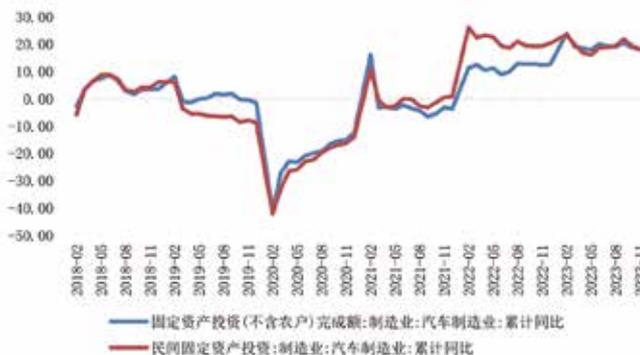
预计2024年在下游需求的提升、芯片等汽车零部件供给增加背景下，行业投资增速将总体平稳

随着下游需求的增长、芯片等汽车零部件供应能力提升，车企生产规模有所增加，带动行业固定资产投资额的持续增长。2023年，汽车制造业固定资产投资（不含农户）累计同比增长19.4%，增速同比上升6.8个百分点。

2024年，预计在行业下游需求的增长下，整车生产企业的产销量将维持增长态势，成为支撑行业投资增速

增长的重要抓手。另一方面，当前国内汽车产业电动化转型进程继续加快，为应对日益激烈的市场竞争环境，车企将加大研发投入，同时海外整车企业及零部件制造企业在国内的投资布局也将不断加大，车企对动力电池产业链及车规级芯片的投资需求将继续增加，将有效推动我国配套产业链的完善提升，促进技术进步，拉动固定资产投资规模。

图表 7 汽车行业固定资产投资完成额同比情况（单位：%）



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

二、行业竞争格局

在产品竞争力不断提升的背景下，我国自主品牌快速崛起，受到市场青睐，2023 年自主品牌汽车市场占有率持续提升，首次超过 50%，预计 2024 年随着各自主品牌新车型的陆续推出以及产品竞争力的不断增强，其市占率有望进一步增长

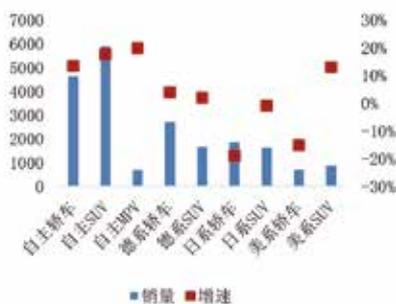
我国的汽车产业从引进、模仿、学习到超越，从自主品牌的销售情况可见一斑。近年来，国内自主品牌的销量及占比均不断提升，2023 年，自主品牌的销量占比达到 51.8%，而这一比重在 2020 年只有 35%，自主品牌挤压的市场主要是主流合资品牌的市场，包括日系车和美系车，其中对日系车的替代更为明显。从不同车型来看，自主品牌的 MPV、轿车、SUV 都实现了较快增长，而日系轿车、美系轿车都有一定幅度的下滑。

自主品牌的快速崛起体现了国产品牌竞争实力的提升以及我国汽车行业的飞速发展；自主品牌增长的原因主要包括两个方面，一方面得益于新能源行业的快速发展，自主品牌提前布局新能源汽车领域，新能源汽车技术水平全球处于领先地位，带动自主品牌的增长；另一方面，经过不断学习和创新，自主品牌产品竞争力不断提升，技术水平快速进步，消费者对自主品牌的认可度不断提升。

图表 8 近年各类型汽车国内销量占比情况



图表 9 2023 年各国别不同类型汽车国内销量占比情况（千辆）

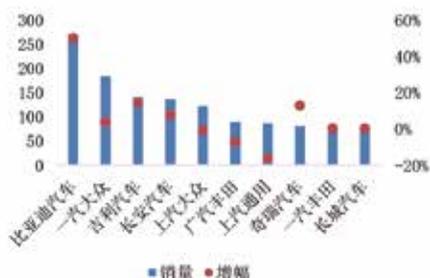


数据来源：乘联会，东方金诚整理

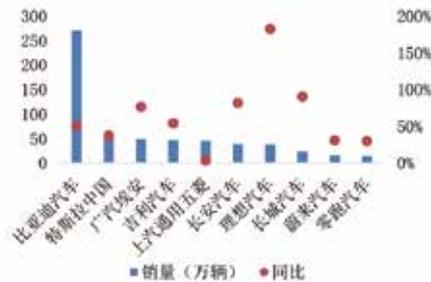
国内车企销量仍呈现比较高的集中度，其中比亚迪汽车销量增幅较高，2023 年实现快速增长；新能源汽车领域，传统车企成为支撑销量增长的主要来源，市场竞争格局非常不稳定，未来新能源排行榜仍然存在较大变数

从企业销量排名来看（零售量），国内车企呈现出比较高的市场集中度，2023 年前十位车企中，比亚迪股份销量增速明显，吉利汽车和奇瑞汽车的销量也呈两位数增长，上汽通用、广汽丰田和上汽大众销量均有所下降。

图表 10 2023 年汽车厂商零售销量排行榜



图表 11 新能源乘用车 2023 年销量排名（零售量）



数据来源：乘联会，东方金诚整理

新能源乘用车方面，造车新势力车企在新能源汽车领域具有一定先发优势，但是传统车企凭借其强大的资金和技术储备，大有后来居上的架势。2023 年，新能源汽车竞争格局发生了一系列变化，前三名分别是比亚迪中国、特斯拉中国、广汽埃安，其中比亚迪一枝独秀。

传统车企总体销量增长较快，其中吉利、长安、长城等车企增幅相对较高，其积极布局新能源领域取得了一定成效；新势力方面，理想汽车销量增幅很高，销售成绩较为亮眼，而部分新势力销量表现较为一般，随着市场竞争的不断加剧，其销量增幅出现了较大压力。总体来看，市场竞争格局非常不稳定，未来新能源排行仍然存在较大变数。

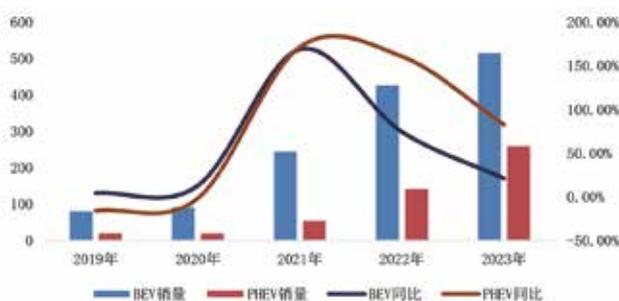
新能源汽车呈现出百花齐放的发展格局，各种技术路线均快速发展，其中纯电及混动车型是新能源汽车主要发展方向，2023 年以来混动车型增速明显高于纯电车型

目前，新能源汽车行业呈现出百花齐放、各种技术路线并行的发展格局，未来哪种技术更受青睐，需要看其低碳效益、成本情况、便携性以及安全性，综合考虑。

2022 年之前，纯电车型和混动车型的销量增速差距不大，但是 2022 年以来混动车型的增速是明显高于纯电车型，市场份额有所上涨，一方面纯电车型之前的补贴到期，车企对插混的生产意愿增加，另一方面，混动车型电池容量比较小，更接近于“油电同价”，增加了消费者购买意愿。

插电式混合动力汽车是介于纯电动汽车与燃油汽车两者之间的一种新能源汽车，其综合了纯电动汽车和混合动力汽车的优点，既可实现纯电动、零排放行驶，也能通过混动模式增加车辆的续驶里程。纯电车型在消费者中目前仍然存在较为明显的里程焦虑，插混车型具有长续航和一定的成本优势，因此短期及中期仍然具有较强的市场规模。而从中长期来看，纯电汽车因其具有更好的绿色减碳效果，随着动力电池等技术的不断完善，预计市场认可度将进一步提升。

图表 12 我国新能源汽车不同类型销量情况（单位：万辆）



资料来源：乘联会，东方金诚整理

此外，氢能是汽车使用环节实现零排放的最佳技术路线之一，氢能源汽车作为一种清洁能源汽车，具有绿色环保、高能量密度和快速加注等优势，氢能源的规模化生产和供应链建设将是未来的重点。但在氢能源汽车的燃料电池技术方面，目前还存在使用成本高、储氢技术不成熟等问题；目前部分商用车已应用，但未来的充电设施的完善、成本的把控、技术的提升仍然需要较长时间来完善。

三、企业信用风险

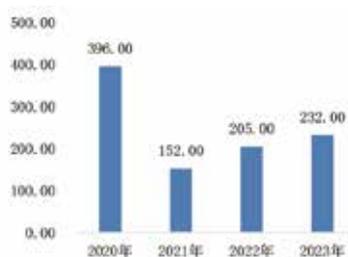
（一）债市表现

2023 年整车制造企业债务融资工具发行金额持续增长，发债车企以高信用等级为主，企业集中偿付压力不大

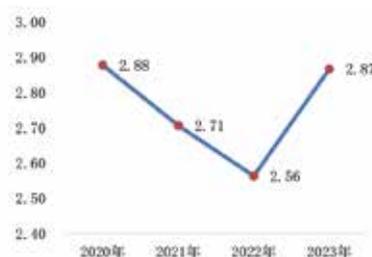
在车企产能及产量不断增长、研发投入逐步提升的背景下，2023 年整车制造企业的债券发行规模继续保持增长，全年债券发行金额（未包含资产支持证券）为 232 亿元，同比增长 13.17%；发行人主要包括浙江吉利控股集团有限公司、北京汽车集团有限公司、保定市长城控股集团有限公司、理想汽车等，债券发行主体以高信用等级为主，包括 3 家 AAA、1 家 AA+，发行的融资工具类型包括超短期融资券、一般公司债、中期票据。

发行成本方面，汽车行业集中度较高，债券发行以高信用等级的车企为主，债券发行利率总体处于较低水平，2023 年债券发行成本约为 2.87%，同比小幅上升。

图表 13 整车制造企业债券发行金额（亿元）



图表 14 债券发行成本（%）



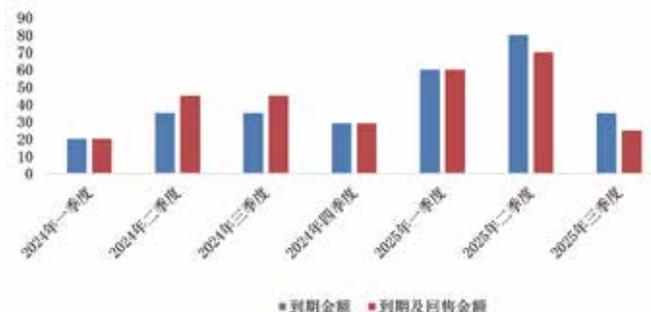
资料来源：同花顺，东方金诚整理

从存续债券情况看，截至 2023 年末，有存续债券的整车制造企业债券余额合计 458.95 亿元，车企包括浙江吉利控股集团有限公司、北京汽车集团有限公司、保定市长城控股集团有限公司、北京汽车股份有限公司、长城汽车股份有限公司、东风汽车集团股份有限公司、重庆长安汽车股份有限公司、理想汽车等。

从债券到期及回售情况看，2024 年各季度债券到期及回售规模较为平均，不存在单一季度集中偿付的情况，

其中 2024 年二季度~2024 年四季度到期金额分别为 35 亿元、35 亿元和 29 亿元；若考虑回售因素，则三个季度需要偿付的债券金额分别为 45 亿元、45 亿元和 29 亿元，样本企业短期偿债压力不大。

图表 15 整车制造企业债券到期情况（亿元）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

（二）信用质量表现

东方金诚将 27 家国内整车制造企业作为样本，对行业整体信用表现进行分析。样本企业包括主要发债车企、上市公司，其中发债企业 12 家、上市公司 21 家（含 6 家上市及发债企业）。从企业性质来看，中央国有企业 4 家、地方国有企业 14 家、民企及其他类型企业 9 家。信用等级方面，样本企业最新主体信用等级（包含已到期级别）为 AAA、AA+、AA 和 AA- 的样本企业分别为 11 家、5 家、1 家和 1 家。本文从营业收入及销量、盈利能力、债务负担及保障程度几个方面，对样本企业主要指标进行相对排序，以观察行业信用风险的变化趋势。

预计 2024 年车企规模指标将小幅增长，盈利能力、债务负担总体稳定，车企信用质量将保持稳定态势，但企业间的信用质量或将进一步分化

近年来，汽车制造企业信用质量小幅波动，2023 年以来，汽车销量的增长对企业规模形成支撑，原材料价格的下降有助于盈利的稳定，总体看企业信用质量稳重有升。

预计 2024 年，汽车整车制造企业信用质量总体稳定，规模层面，在产品力持续提升、国内政策大力支持的背景下，国内新能源汽车的需求仍将保持较快增长，车企销量及营业总收入将小幅提升；车企总体研发规模将不断增加，研发费用率进一步上升，产品技术水平将继续提升，同时产品谱系不断丰富；盈利层面，主要原材料价格上涨动力不足，有助于车企盈利能力的稳定，但以研发费用为主的期间费用将对利润形成侵蚀，且降价压力对主业获利能力产生负面影响，盈利能力总体稳定；最后，销量增长及消费结构升级助推车企经营获现能力的提升，同时总体较为畅通的融资环境支撑其较好的财务弹性，车企债务负担将保持稳定。

另一方面，当前国内汽车制造企业众多，尤其体现在新能源汽车方面，但市场容量相对有限，这意味着车企之间的竞争将日益激烈，部分车企面临信用风险暴露，甚至被市场淘汰的风险。产品销量稳定增长、产品技术优势显著、产业链相对完善、成本控制能力较优的企业拥有更好的发展前景，信用质量较有保障；而产品销量下滑、技术特色不显著、盈利能力弱、债务负担重的车企将面临更为严峻的生存环境，信用质量将有所下降。

图 16 样本企业信用质量变化情况（中位值）

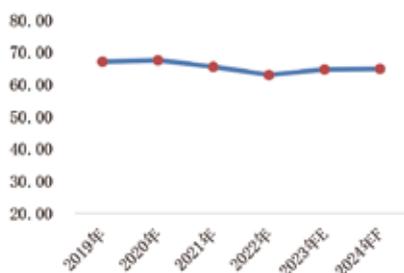
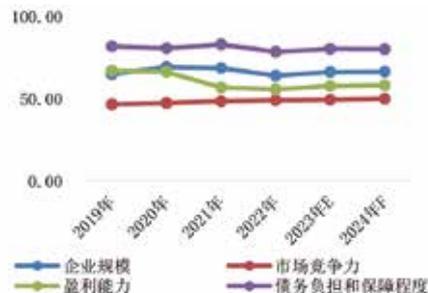


图 17 样本企业一级信用指标变化情况（中位值）



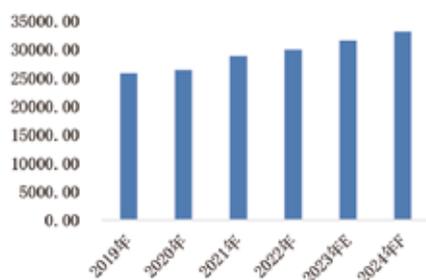
资料来源：同花顺，东方金诚整理

1、企业规模和市场竞争力

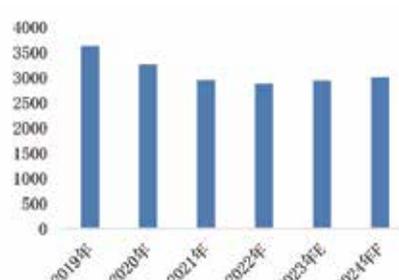
预计 2024 年在产品销量的增长以及消费升级的背景下，车企营业总收入将保持增长

近年来，随着汽车销量的稳中有增，以及汽车产品的升级换代，样本车企营业总收入呈增长趋势，2022 年样本车企实现营业总收入 30333.24 亿元，同比增长 5.82%；2023 年 1～9 月，样本车企实现营业总收入 25215.25 亿元，同比小幅增长。考虑到 2023 年汽车销量的增长，预计全年营业总收入将保持小幅提升。

图表 18 样本企业营业总收入合计数（亿元）



图表 19 样本企业汽车销量合计数（万辆）



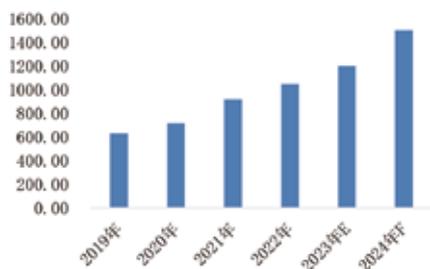
资料来源：同花顺，东方金诚整理

展望 2024 年，在国内新能源汽车消费需求的较快增长下，新能源汽车销量将持续增加，带动整车销量的小幅增长，对企业规模提升带来正效应；但也应关注到，车企竞争愈发激烈，车企定价策略发生调整，车企价格战将不可避免，一定程度上对车企收入的增幅产生不利影响。

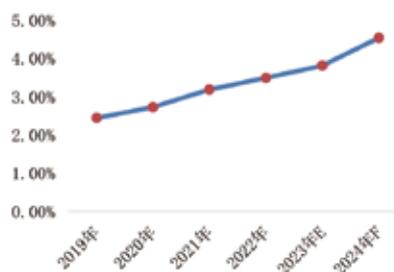
研发实力成为车企竞争力的核心因素，预计在 2024 年，以“智能化”、“网联化”为核心的研发支出仍将持续提升，新能源汽车的研发将继续加大，同时整车厂将加大和上游相关产业的融合，提升竞争实力

在“智能化”、“网联化”、“共享化”、“电动化”的背景下，车企逐步意识到研发实力的重要性，逐步加大研发投入力度，一方面，生产技术水平提升可以提升整车生产效率、控制生产成本，有助于车企盈利水平的保障；另一方面，在智能网联化的时代，研发实力也有助于车企产品更加具有竞争力，以提升自身发展能力。2020 年～2022 年，样本车企的研发费用合计值分别为 718.95 亿元、917.54 亿元和 1046.61 亿元，实现快速增长。2023 年 1～9 月研发费用合计值为 902.02 亿元，仍维持较高的增幅。

图表 20 样本企业研发费用规模合计数（亿元）



图表 21 样本企业研发费用占营业总收入比重（%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2024 年，车企将加速新车型的研发力度。随着国内汽车制造行业的竞争不断加剧，车企不断推出新的车型以丰富自身产品谱系，包括多车型的推出，如轿车、SUV、MPV 多种车型加大研发，以适应更多的用户需求；同时推出多种能源类型车型，尤其是新能源汽车的产品周期进一步加速，纯电动汽车、插电混动汽车加速推出；此外，车企各类车型的定位不断完善，部分车企进行市场下沉，而部分车企推出更多高端产品谱系，努力进行品牌向上升级。

同时，车企将加大对技术的研发，尤其体现在智能座舱、智能驾驶方面。预计随着自动驾驶测评体系的不断完善，各个城市的自动驾驶试点也将更有效果，助力国内自动驾驶技术的快速发展。

随着市场竞争环境的变化，拥有较强研发实力的车企将更有可能性获得更强的市场竞争优势，预计 2024 年车企研发投入将继续加大，研发成果也将逐步体现。在“软件定义汽车”的背景下，部分新技术将加速研发及应用，尤其是在智能辅助驾驶、智能车载操作系统、城市领航辅助驾驶的应用、AI 大模型在智能座舱的应用等方面。

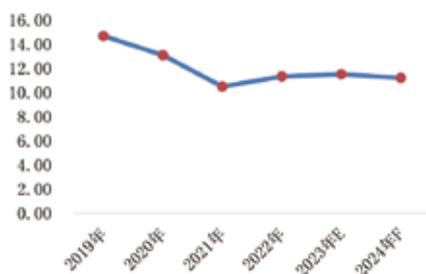
2、盈利能力

2023 年前三季度，随着车企规模优势的显现、钢材及动力电池等原材料价格下降，车企盈利水平略有回升

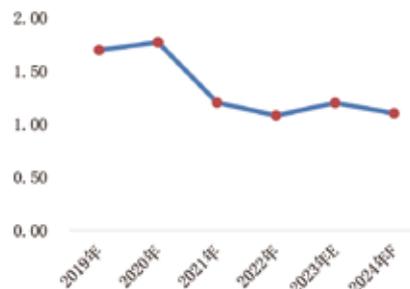
汽车行业涉及上游多个行业，传统汽车的上游涉及钢铁、机械制造、电子元器件等产业，而新能源汽车除上述行业外，动力电池是其重要的成本构成。因此，分析相关上游材料价格的变化对企业盈利将产生重要影响。

2021 年以来，样本企业毛利率中位数逐年小幅增长，其中 2023 年 1~9 月，样本企业毛利率中位数为 11.44%，较 2022 年略有回升。盈利能力的总体稳定主要源于：首先，主要原材料的价格趋弱，尤其是动力电池价格持续下滑，对企业盈利提供了重要的保障；其次，部分车企规模效应的形成、技术水平的提升对其控制成本提供有益条件。但也应注意到，车企竞争的激烈也带来了企业定价策略的调整，降价压力不断加大，对企业盈利形成较大侵蚀。

图表 22 样本企业毛利率中位数（%）



图表 23 样本企业总资产收益率中位数（%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

预计 2024 年，车企盈利能力总体稳定，车身、动力电池、芯片等主要原材料价格上涨动力不足，支撑企业盈利实现，但竞争加剧带来的销量增长压力、价格调整压力、研发投入都将影响短期盈利能力；同时企业间盈利分化将进一步加剧，销量持续下滑、自身产业链薄弱、产品竞争力一般的企业盈利能力或将继续恶化

展望 2024 年，车企盈利水平总体将保持稳定。主要原材料价格上涨动力不足是支撑车企盈利提升的最重要因素，预计钢材、铝材、动力电池、芯片等供应充足，价格不会有显著上涨，同时，部分车企也加大了产业链的延伸，通过合作、自研等方式积极布局零部件行业，也有助于其降低单一供应商的依赖程度，提升自身盈利水平。

但车企盈利的提升同时也面临着很大的阻力，这主要产生于定价策略以及产品投入力度。从定价角度看，2024 年预计价格战仍将延续，尤其是新能源汽车之间、新能源汽车和燃油车之间都将产生激烈的角逐，部分车企将不得不“以价格换销量”以谋求长远发展，对其主业获利水平将产生较大冲击；从投入角度看，2024 年车企为提升自身竞争实力，将加快自身研发进度，包括对新车型、新技术、新平台的研发，而汽车制造行业作为重资产行业，前期投资规模较大，而盈利释放尚需时间，对企业短期盈利产生一定拖累。

同时也应关注到，大部分车企都在积极布局新能源汽车领域，加快新能源汽车对燃油车的替代步伐，但新能源汽车的部分技术仍有待进一步提升，规模效应未完全显现，新能源汽车的盈利水平普遍低于其燃油车盈利水平，对企业业绩形成一定影响。

分车型来看，预计在 2024 年商用车市场需求回暖的背景下，商用车制造企业生产规模及盈利能力都将有一定程度回升；而乘用车制造企业毛利率总体稳定，但分化将进一步加剧，产品竞争力强、销量上升、拥有一定规模效应的企业，其盈利能力有望保持提升；而销量持续下滑、被动降价、自身产业链薄弱、产品竞争力一般的企业盈利能力或将继续恶化。

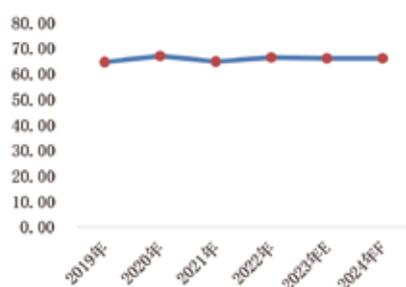
3、债务负担和保障程度

展望 2024 年，销量增长及产品竞争力的提升助推经营获现能力的提升，同时较为畅通的融资环境支撑其较好的财务弹性，总体看车企债务负担将保持稳定

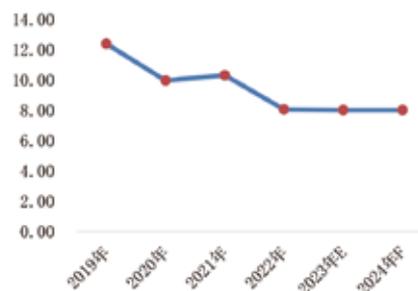
2023 年以来，随着车企产销量的增加、研发投入的增长，对外部融资需求有所提升，有息债务规模有所增长。截至 2023 年 9 月末，样本车企全部有息债务合计 9880.89 亿元，较 2022 年末增长 4.24%，债务结构以短期有息债务为主。预计随着车企技术水平不断升级、上下游产业链的延伸，资本支出仍将保持增长，有息债务规模将继续增长。

资产负债率方面，样本企业整体资产负债率始终保持在较高水平，小幅波动。截至 2023 年 9 月末，样本车企资产负债率中位数为 65.69%，较 2022 年末下降 0.67 个百分点。分车型来看，商用车生产企业和乘用车生产企业资产负债率总体相当，但商用车企业中部分资产负债率仍较高。

图表 24 样本企业资产负债率中位数 (%)



图表 25 样本企业经营现金流流动负债比中位数 (%)



资料来源：同花顺，东方金诚整理

现金流方面，2020 年～2022 年，样本车企经营现金流动负债比中位数分别为 9.95%、10.30% 和 8.04%，总体保持稳定，预计 2024 年，国内汽车销量的增长及消费升级的效应显现，助推经营性现金流入的增长以及收入获现能力的提升，预计经营性净现金流同比将小幅增长，经营现金流动负债比率将有所上升。

财务弹性可对企业债务偿付提供补充，由于样本企业多为发债企业及上市公司，行业集中度较高，同时信用等级集中在 AAA 及 AA+ 等高信用等级，金融机构及投资人对其市场认可度较高，因此其总体具有较好的财务弹性。这体现在企业银行授信较为充足，有助于对到期债务的借新偿旧；其次，样本企业融资成本相对较低，可通过多种渠道进行融资；最后，样本企业中包含多家上市公司，进一步拓宽了其融资渠道，对到期债务可形成一定保障。

五、结论

2023 年，我国汽车行业表现出强大的发展潜力，全年整车销量首次突破 3000 万辆，达到 3009.4 万辆，同比增长 12.0%；预计 2024 年，汽车行业仍将是国内经济增长的重要动力，市场需求较有保障，整车销量仍将保持增长，同时汽车行业仍将受到政策的大力支持，行业发展质量效益将进一步提升。

新能源汽车已经成为国内汽车销量增长的重要动力源，预计 2024 年新能源汽车在国内的渗透率将进一步增长，产品技术水平将持续提升，助力汽车产业的健康发展。

企业竞争格局方面，我国自主品牌车企快速崛起，其销量的市场占有率持续提升，市场竞争进入淘汰赛阶段。预计 2024 年行业竞争将进一步加剧，汽车销量存在较大变数。

企业信用表现方面，预计 2024 年在产品销量的增长以及消费升级的背景下，车企营业总收入将保持增长，以“智能化”、“网联化”为核心的研发支出仍将持续提升，新能源汽车的研发支出将继续加大，同时整车厂将加强和上游相关产业的融合，提升竞争实力。车企盈利能力总体稳定，车身、动力电池、芯片等主要原材料价格上涨动力不足，支撑企业盈利，但竞争加剧带来的销量增长压力、价格调整压力、研发投入都将短期影响车企盈利能力；同时企业间盈利分化将进一步加剧，销量持续下滑、自身产业链薄弱、产品竞争力一般的企业盈利能力或将继续恶化。销量增长及产品竞争力的提升对经营获现能力提供保障，同时较为畅通的融资环境支撑其较好的财务弹性，总体看 2024 年车企偿债能力仍将保持稳定。

综上，东方金诚对汽车制造行业 2024 年信用风险展望为稳定。

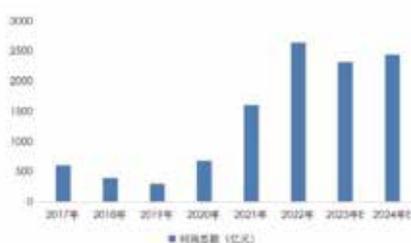
2024 年有色金属行业信用风险展望

郭哲彪 乔艳阳

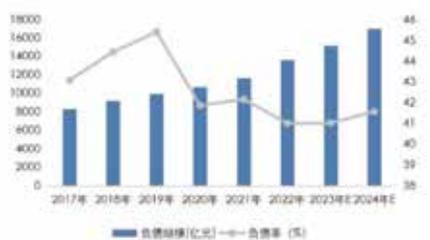
主要有色金属价格



有色金属行业盈利情况



有色金属行业债务负担情况



- ① 2023 年有色金属海外需求较弱，叠加发达经济体加息等因素对有色金属价格形成压制，国内有色金属需求相对较好，对需求具有一定支撑，价格重心高位震荡下行，利润规模有所下降；
- ① 预计 2024 年全球制造业边际改善，铜需求将保持增长，供需维持平衡，铜价中枢小幅上涨，加工费将有所下降；
- ① 预计 2024 年基础设施、电力投资及新能源等领域为铝下游需求形成支撑，海外需求边际改善，电解铝需求将有所改善，价格中枢将有所提高；
- ① 预计 2024 年铅锌供需均保持增长，行业供需格局相对宽松，铅锌价格将有所下降；
- ① 预计 2024 年新能源汽车及储能方面的锂需求仍将报增长，同期锂新增供给规模较大，供需格局仍处于宽松态势，锂价重心仍将有所下降；
- ① 预计 2024 年美元预期回调，国际地缘风险仍存，黄金投资及央行购金需求仍将支持黄金价格保持在较高水平；
- ① 2024 年主要有色金属价格重心将有所提高，行业整体盈利有所提高，整体债务负担水平将维持稳定，行业信用风险保持平稳，原材料自给率较低冶炼企业及产业链单一的加工企业风险水平或将有所提高，高成本锂企面临较大风险。

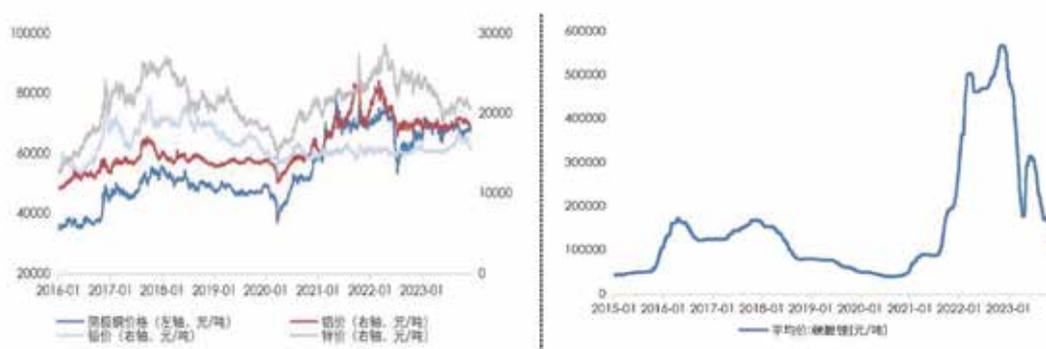
一、有色金属行业信用基本面

2023 年有色金属海外需求较弱，叠加发达经济体加息等因素对有色金属价格形成压制，国内有色金属需求相对较好，对需求具有一定支撑，价格重心高位震荡下行，利润规模有所下降，2024 年国内有色金属需求较好，海外需求边际改善，主要产品价格及行业盈利水平将有所提高

2018 年以来中美贸易摩擦以及美元指数走强，对工业金属价格形成了压制，导致有色金属价格回落。2019 年受全球贸易环境恶化、经济增速继续放缓及下游需求疲软影响，有色金属价格普遍下行。2020 年一季度受公共卫生事件影响有色金属价格快速下降，二季度以来国内复工复产，有色金属下游需求密集释放，但海外精矿供给结构性不足，叠加全球流动性宽松，有色金属价格快速反弹。受益于各国财政及货币政策推动，疫苗接种率的提高，2021 年全球经济波动复苏，带动有色金属需求保持增长，有色金属价格延续上涨态势。2022 年受国内有色金属下游需求相对较弱，同时受美联储货币政策转向影响，有色金属价格整体有所下降。

2023 年有色金属海外需求较弱，叠加发达经济体加息等因素对有色金属价格形成压制，国内有色金属需求相对较好，对有色金属需求形成支撑，2023 年有色金属价格重心高位震荡。其中，贵金属、铜、铅等金属价格小幅增长；铝、锌、锡以及稀土等金属受供给增加等因素影响，价格有所下降；锂金属及锂盐受供给大幅增加影响，产品价格重心大幅下降。

图表 1 近年来主要有色金属价格变化（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2023 年受能源价格及利率水平较高，美国及欧洲主要国家制造业 PMI 指数均持续处于收缩区，制造业及地产行业景气度处于较低水平。2023 年四季度以来，美欧等主要经济体均已出现经济转弱信号，通胀也在持续去化，进一步加息对于经济增长抑制较大，预计 2024 年欧美货币政策转向。2023 年美国工业生产量及库存水平处于较低水平，随着货币政策转向，制造业景气度改善，预计美国制造业对有色金属需求将边际改善；2023 年四季度以来美国新建住宅规模保持增长，同时随着货币政策转向，房地产市场景气度提升，对有色金属需求将有所增加。2023 年欧洲失业率及能源价格逐步改善，预计受益于持续稳定的劳动力市场及能源价格下降，2024 年欧洲制造业景气度将边际改善。整体来看，受益于发达国家制造业景气度边际改善，预计 2024 年有色金属海外需求将有所提高。

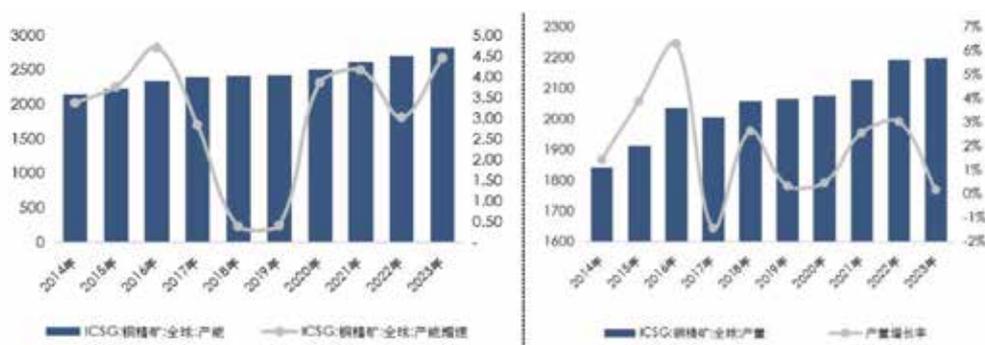
国内方面，2024 年是实现“十四五”规划目标的关键之年，稳增长压力依然存在，宏观政策托底经济作用进一步凸显，预计稳增长政策效果将继续显现，国内有色需求有望持续提高，其中基建和制造业投资有望较快增长，房地产投资降幅或小幅收窄。供给方面，2024 年主要有色金属供给仍将保持增长，但受益于需求增长，有色金属价格或将整体有所提高。

二、铜行业

2023 年全球铜供需均保持增长，铜价中枢小幅上涨，加工费小幅增长，预计 2024 年全球制造业边际改善，铜需求将保持增长，供需维持平衡，铜价中枢小幅上涨，加工费将有所下降

近年来铜价较高，海外矿山建设加快，同时也促使部分矿山复产，2023 年全球铜精矿产能及产量继续保持增长。其中，铜精矿产能增长相对较快，但受部分矿山品位下降，部分矿山操作事故，南美主要铜矿产区缺水及社区问题，2023 年铜精矿产量增长幅度小于预期。2023 年，全球铜精矿产能同比增长 4.5%，产量同比仅增长 0.1%。受益于铜价水平较高，2020 年至 2023 年，铜价处于持续上涨过程中，大量的新建和扩建铜矿项目逐步投产，同时 2021 年以来受益于较高的铜价，也推动矿山建设及产能释放，预计 2024 年全球铜矿产量仍将保持增长，预计铜矿产量增速在 2% ~ 3.5% 左右。

图表 2 近年全球矿山铜产能及产量情况（单位：万吨 / 年、万吨、%）

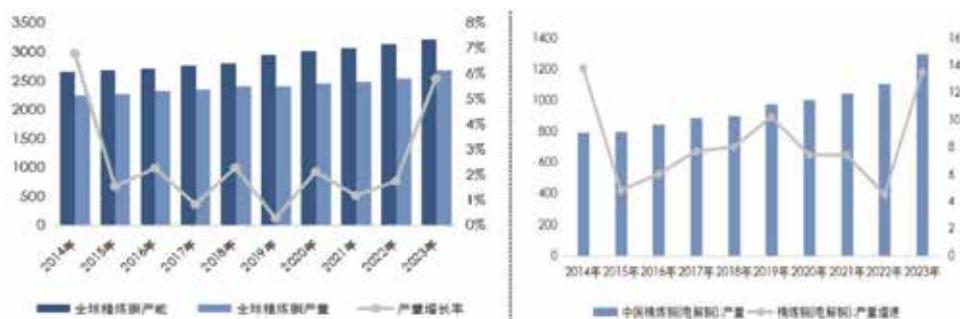


资料来源：ICSG，东方金诚整理

2023 年全球精炼铜产量保持增长。受能源价格较高等因素影响，海外铜冶炼厂生产受到一定负面影响。近年来国内精炼铜产能保持较快增长，叠加较高的铜加工费及新增产能释放，2023 年国内精炼铜产量保持增长，2023 年国内精炼铜产量为 1298.80 万吨，同比增长 13.50%，受国内产量推动，全球精炼铜产量 2688.1 万吨，同比增长 5.88%。废铜方面，2023 年国内回收废铜量为 235 万吨，整体规模保持稳定；随着海外废铜收集及运销产业链恢复，国内废铜进口量为 198.57 万吨，同比增长 12.14%，预计 2024 年国内废铜进口规模仍将保持增长。

预计 2024 年，能源价格下跌，欧洲铜冶炼厂生产将逐步恢复。同时 2024 年国内精炼铜产能约有 80 万吨 / 年的增长，在铜冶炼产能增加、铜精矿新增产能充足等共同作用下，预计 2024 年国内及全球精炼铜产量仍为增长趋势。

图表 3 近年全球精炼铜产能产量及我国精炼铜产量情况（单位：万吨 / 年、万吨、%）



资料来源：ICSG，同花顺，东方金诚整理

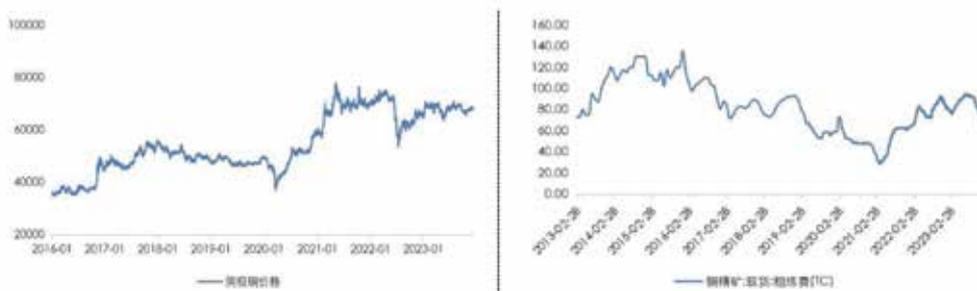
中国是全球第一大铜消费国，铜消费量约占全球总消费量的一半左右。铜的需求下游主要包括电力行业、建筑业、汽车、家电等。2023 年国内基建、电源及电网投资等大幅增长，用铜需求有所增长，其中 2023 年基建投资累计同比增长 8.24%，电网投资同比增长 5.40%，电源投资同比增长 30.10%；同期房地产景气度较弱，2023 年房屋新开工面积累计同比下降 20.40%，但竣工面积同比增长 17.00%，受益于竣工面积增加及出口量增加，2023 年家电产量大幅增长，地产及家电产业用铜需求有所改善。2023 年受益于国家政策支持及新能源汽车市场需求量的提高，汽车产量小幅增加，新能源汽车渗透率大幅提高，汽车行业用铜需求或将小幅增长。整体来看，2023 年基建、电力投资及汽车等方面对铜需求仍保持增长，地产及家电用铜需求有所改善。

2024 年，全球经济边际改善，铜需求增速将有所提高，行业供需格局维持平衡。预计受益于持续稳定的劳动力市场及能源价格下降，2024 年海外制造业景气度将边际改善，用铜需求将有所提高。国内方面，在“稳预期、稳增长、稳就业”的政策预期下，积极的财政政策将继续推动基础设施投资，预计 2024 年国内基建及电力投资对经济仍将有托底作用，光伏等新能源发电装置对铜需求仍将保持增长。房地产方面，虽然 2023 年房地产竣工面积有所增长，一方面来源于“保交楼”推动，一方面系房地产投资建设周期拉长，部分原本应在 2022 年交付项目，拖延至于 2023 年交付。但在需求放缓的背景下，房地产景气度改善情况有限，用铜需求增长有限；家电方面，房地产竣工面积下降，家电行业对有色金属需求相对较弱。汽车市场方面，随着新能源汽车及动力电池企业的技术进步，新能源汽车市场逐步从政策推动向消费者偏好推动，新能源汽车渗透率快速提高。2024 年消费支持政策仍延续，新能源汽车及汽车销量仍保持增长。

2023 年铜价高位震荡，一季度受益于中国经济复苏，铜价整体有所上涨，二季度在中国经济在弱复苏状态下，需求预期进一步转弱，铜价大幅回调，三季度和四季度得益于国内宏观政策集中释放，铜价有所反弹，并在高位震荡，整体来看，2023 年铜价重心小幅增长。

铜加工费方面，2023 年铜加工费整体有所波动，年初现货铜精矿 TC/RC 为 85 美元 / 吨和 8.50 美分 / 磅，七月上涨至 94.70 美元 / 吨和 9.47 美分 / 磅，年末下降至 62.40 美元 / 吨和 6.24 美分 / 磅。2023 年 12 月国内大型铜冶炼厂与国外铜矿山敲定的 2024 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 80 美元 / 吨与 8.0 美分 / 磅，比 2023 年下降 8 美元 / 吨与 0.8 美分 / 磅，预计 2023 年铜加工费整体有所下降。

图表 4 近年铜价格及加工费变化情况（单位：元 / 吨、美元 / 吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

三、铝行业

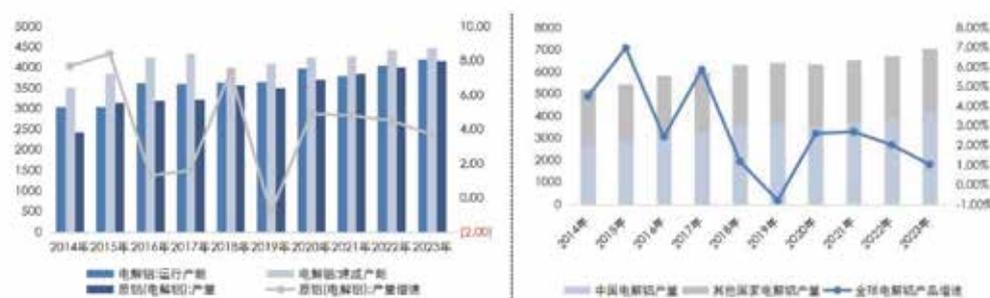
2023 年铝的下游消费需求保持较强韧性，铝供需格局紧平衡，叠加成本下行电解铝价格中枢有所下降；预计 2024 年基础设施、电力投资及新能源等领域为铝下游需求形成支撑，海外需求边际改善，电解铝需求将有所改善，价格中枢将有所提高

中国是世界第一大电解铝生产国和消费国。受益于电解铝转移产能陆续投产，近年国内电解铝产能整体保

持续增长，截至 2023 年 12 月，电解铝建成产能为 4481 万吨，在产产能为 4204 万吨，较 2022 年末保持稳定，受益于电解铝产能释放，2023 年国内电解铝产量为 4159.40 万吨，同比增长 3.70%。受能源价格较高及俄乌冲突等因素影响，欧洲电解铝产量较低，2023 年全球电解铝产量为 7058.1 万吨，同比增长 1.03%，增量主要来源于中国。

2024 年电解铝供给仍将保持增长。2024 年国内电解铝产能释放，电解铝产量仍将有所增长，海外将有印尼等项目建成投产，但大部分产能处于规划或待建状态或投产进展缓慢，但随着能源价格下降，海外铝冶炼厂产量将逐步恢复。预计 2024 年电解铝供给仍将保持增长，但在海外产能增量释放缓慢及国内电解铝产能净增量有限的情况下，预计 2024 年电解铝供应增速仍将处于较低水平。

图表 5 近年我国电解铝生产情况及全球电解铝生产情况（单位：万吨 / 年、万吨）

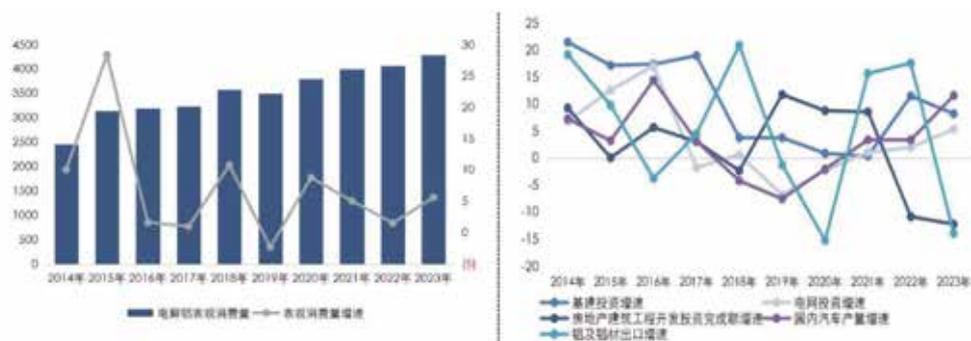


资料来源：同花顺，东方金诚整理

铝下游需求主要为房地产建筑业、电力电子和交通运输等，消费需求占比分别约为 30%、16% 和 14%。2023 年，电解铝市场需求相对较弱，基础设施建设、电网投资及汽车等方面铝需求保持增长。同期房地产景气度较弱，2023 年房屋新开工面积累计同比下降 20.40%，但竣工面积同比增长 17.00%，但建筑工程和安装工程同比分别下降 12.20% 和 4.90%，地产实际用铝需求较弱；此外，铝材出口量大幅下降 13.90%。整体来看，2023 年基建投资及电网投资保持增长，同时受益于宏观经济恢复和政策支持，汽车产销量保持增长，但房地产景气度较弱，铝材出口量大幅下降，电解铝需求相对较弱。

预计 2024 年新能源车、电网投资及新能源等领域为铝下游需求形成支撑，海外需求边际改善，铝及铝材出口将有所提高，电解铝需求整体将有所改善。

图表 6 近年我国电解铝表观消费量和下游消费情况（单位：万吨、%）

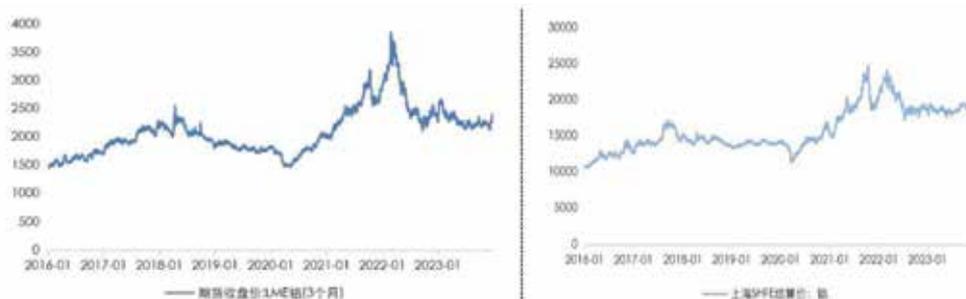


资料来源：同花顺，东方金诚整理

2023 年全年，国内铝价呈现前低后高的走势，2023 年 SHFE 铝三月期货平均价格为 18473 元 / 吨，同比下

降 6.9%。上半年受季节及需求恢复的影响，铝价走弱回到 18000 元 / 吨下方。下半年，以铝型材为代表的下游铝需求明显复苏，铝价恢复上升态势。预计 2024 年电解铝供需格局偏紧，电解铝中枢价格将有所提高。

图表 7 近年国内外电解铝价格走势（单位：美元 / 吨、元 / 吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2023 年受能源价格下降，国内电解铝能源成本及预焙阳极等原材料价格有所下降。但同期受年中部分项目检修、年末缺矿及环保限产等因素影响，氧化铝产量增速有所下滑，仅为 1.40%，供需格局偏紧，受此影响国内氧化铝价格小幅上涨，电解铝生产成本有所下降，但降幅低于价格降幅，铝冶炼端利润有所下降。但生产稳定的氧化铝及铝土矿企业其利润空间整体有所上涨。

近年来受国内铝企完善产业链，增加对上游氧化铝产能的投资影响，近年来国内氧化铝产能保持增长，截至 2023 年末氧化铝总产能和在产产能分别为 10324 万吨和 7635 万吨，全年运行最高产能为 8650 万吨，2023 年末受缺矿、检修、大气污染限制等因素导致氧化铝价格运行产能有所下降，氧化铝开工率较低，整体来看目前氧化铝仍处于相对过剩状态。2024 年新增总产能或将达到 750 万吨左右，产能过剩情况仍将存在，氧化铝价格或将有所下降，电解铝成本下降，预计整体盈利将有所提高。

图表 8 近年我国氧化铝生产情况及价格变化（单位：万吨 / 年、万吨、元 / 吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

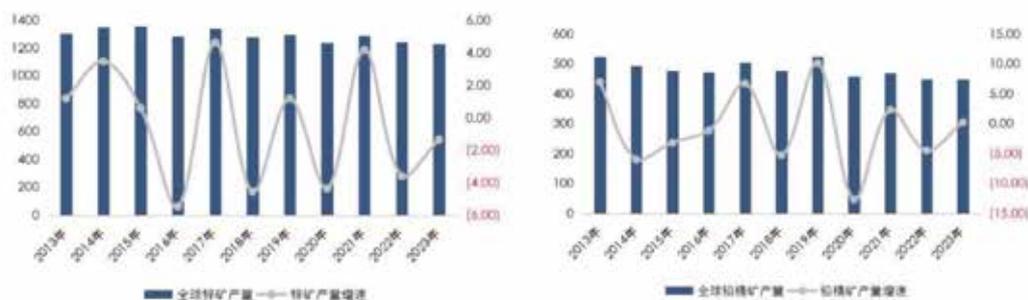
四、铅锌行业

2023 年全球铅、锌精矿产量处于低位，受国内产能释放，精炼铅锌产量有所增长，铅锌需求保持增长；预计 2024 年铅锌供需均保持增长，行业供需格局相对宽松，铅锌价格将有所下降

2023 年受锌价下跌部分高成本矿山停产，以及事故停产等因素影响，锌矿产量有所下降，低于预期；同期矿石品位下降、资源接续等因素，铅精矿产量处于低位。其中锌精矿产量为 1229.23 万吨，同比下降 1.35%，

铅精矿产量为 450.52 万吨，同比增长 0.26%。2024 年部分新增产能投产及项目复工，预计铅锌精矿产量小幅增长。

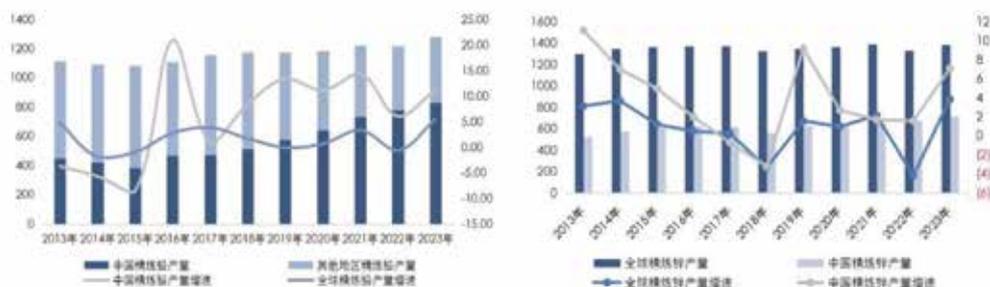
图表 9 近年全球铅锌产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

冶炼方面，2023 年受能源价格较高影响，欧洲精炼锌产量相对较低；基于国内精炼锌产能释放，推动全球产量保持增长。2023 年中国精炼铅产能释放，产量大幅增长，推动全球精炼铅产量大幅增长。受此影响，全球精炼铅、锌产量分别为 1283.37 万吨和 1386.86 万吨，同比分别增长 5.49% 和 3.87%。预计 2024 年冶炼环节海外铅锌冶炼厂生产逐步恢复，国内铅锌冶炼厂生产维持稳定，国内再生铅产能产量仍将保持增长，铅锌供给仍将保持增长。

图表 10 近年全球铅锌生产及国内精炼铅锌产量情况（单位：万吨、%）

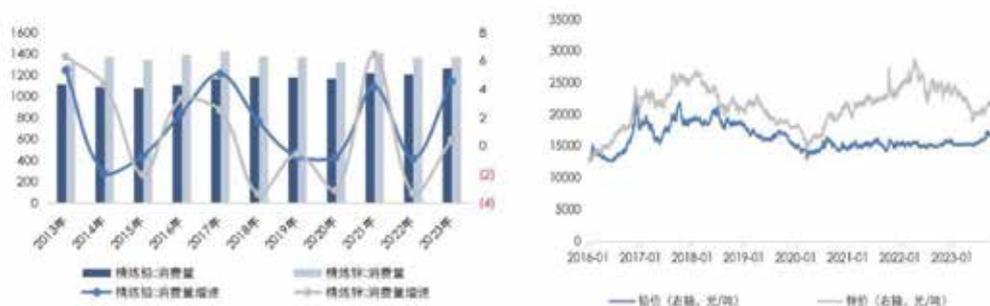


资料来源：公开资料，东方金诚整理

我国铅锌消费占全球比重均接近 50%，是主要的铅锌消费国。国内约 70% 的锌用于加工镀锌板，主要作为建材应用于建筑、地产和交通运输等终端领域；铅约 86% 用于生产铅酸蓄电池，最终用于电动车及汽车制造。2023 年，受美联储加息及高通胀等因素影响，海外铅锌需求较弱。同期，国内基础设施托底效应明显，汽车消费市场景气度较高，但房地产市场开发投资大幅下降，锌需求整体小幅提高。2023 年锂价较高，铅酸蓄电池对启动电池及电动自行车方面具有一定替代作用，2023 年汽车产销量保持高速增长，电动自行车小幅下降，同时铅酸蓄电池和精炼铅出口量同比分别增长 25.47% 和 61.63%。

2024 年海外经济边际改善，海外铅锌需求逐步改善；国内基础设施建设对经济仍将有托底作用，汽车产销量仍将保持增长，房地产市场改善情况有待观察，在供给增长的背景下，预计 2024 年铅锌市场供需格局将相对宽松。

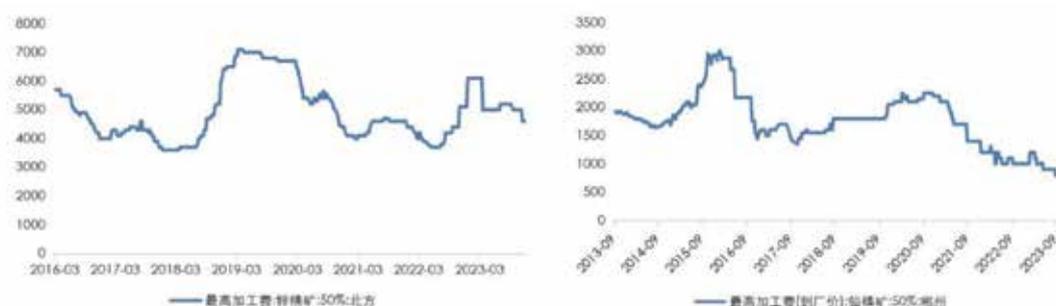
图表 11 近年全球铅锌需求量级及价格情况（单位：万吨、%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

受国内产能释放及海外项目逐步复产，海外需求相对较弱，锌供需格局宽松，2023 年锌价呈现出先跌后宽幅震荡的走势，整体价格有所下降。同期，铅供给大幅增长，但锂价较高，铅整体市场需求较好，铅价高位震荡，价格重心较去年同期有所提高。2024 年铅锌供需均将有所增长，但供给增速相对较高，供需格局相对宽松，预计铅锌价格将有所下降。

图表 12 近年铅锌精矿加工费情况（单位：元 / 吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

加工费方面，2021 年下半年至 2022 年底，能源危机持续抑制冶炼厂的生产，锌加工费从 2021 年下半年持续上升一直延续至 2023 年上半年；2023 年因为欧洲精炼产能复产，叠加国内大量进口锌矿，锌加工费不断向下移，随着锌矿供给恢复，预计 2024 年锌加工费将有所增长。2023 年铅精矿相对较紧缺，加工费持续下降，预计 2024 年铅精矿供给将有所增长，加工费或将边际改善。

五、锂行业

受益于政策及市场需求驱动，2023 年新能源汽车产销量继续保持高速增长，锂市场需求保持高速增长；长期来看“碳中和”已是全球共识，预计将继续带动新能源汽车及储能方面的锂需求

受益于政策推动及行业技术进步，2023 年新能源汽车产销量继续保持高速增长。中央的补贴政策在 2022 年底结束，各地市或根据具体情况出台相应的地方财政或者税收支持政策，同时政府也推出了“新能源汽车下乡”等政策，继续推动了新能源汽车行业的发展。海外政策方面，欧洲多国宣布收紧新能源汽车补贴政策，其中，德国、法国、荷兰等国本轮补贴政策变化最为明显，但相关收紧政策主要在 2023 年年底或 2024 年实施，一定程度上对 2023 年新能源汽车销售起到促进作用。美国实施《通胀削减法案》，用于重点支持电动车、光伏等清洁能源产业的发展，给予新能源汽车 7500 美元 / 税收抵免，在政策刺激下，2023 年美国新能源车销量为 147 万辆，同

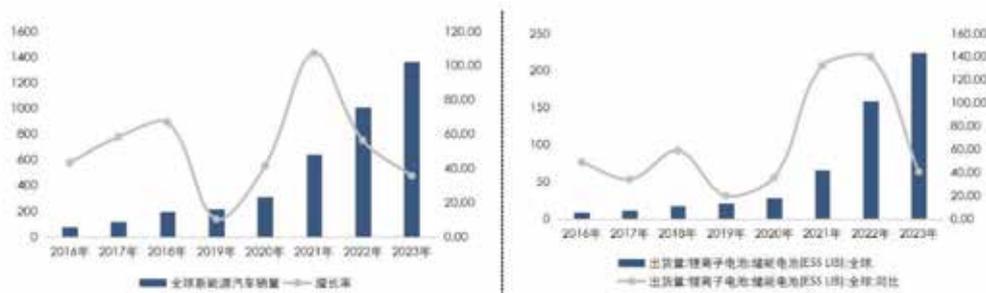
比增长 49%。

内生需求方面，受益于动力电池和新能源汽车技术持续改进，动力电池整体成本在下降，同时续航里程和稳定性逐步提高，同时新车型不断推出，带动新能源汽车需求的内生动力快速增长。2023 年国内新能源汽车销量同比增长 35.83%，至 958.70 万辆。

受益于能源转型，未来储能需求成为支持锂需求的重要补充。锂电池储能调节用电高峰、提高用电效率，对于促进能源结构向低碳转型起到重要作用。锂电池储能可应对新能源发电的波动性，是能源结构转型中重要的环节。2021 年以来光伏、风能发电加速并网，需要对应配套，加速锂电池储能需求放量。海外方面，2020 年以来欧洲主要国家出台了一系列的储能支持政策，带动了海外锂电池储能需求；2022 年以来，由于俄乌冲突造成的对能源短缺的担忧，欧洲户储需求同样激增。但较高的锂价对储能发展有一定抑制，2023 年锂离子储能电池同比出货量同比增长 40.74%，低于预期，但整体规模仍较高。

消费电子方面，由于海外通货膨胀、经济发展的不确定性加上电子产品换机周期，2022 年以手机、PC、平板为代表的消费电子表现普遍偏弱。从全球来看，2023 年全球智能手机出货量为 11.63 亿部，同比下滑 3.57%，PC、平板出货量大幅下降，对锂需求有所下降。整体来看，2023 年全球经济的普遍不景气是消费电子下滑的主因，预计 2024 年全球经济形势边际改善，预计消费电子边际改善，对锂需求小幅改善。

图表 13 全球新能源汽车销量及锂需求量（单位：万辆、GWh、%）



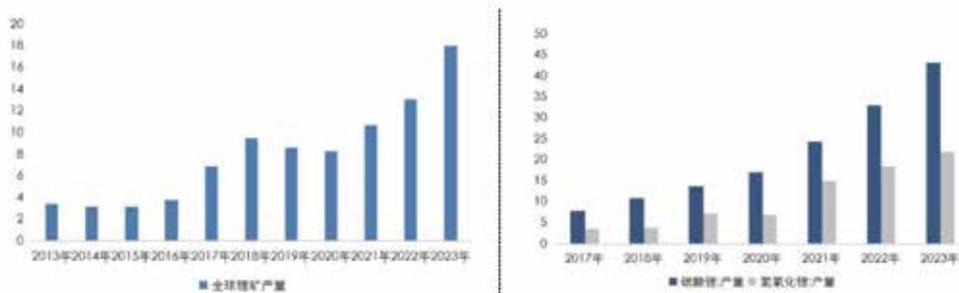
资料来源：同花顺、公开资料，东方金诚整理

2024 年国内仍将出台新能源汽车销售支持政策，同时锂价下降，有利于汽车销售，预计 2024 年国内新能源汽车销量仍将保持高速增长。海外方面，欧盟通过法规要求从 2035 年开始在欧盟境内停止销售新燃油车，相对预期有所推迟，同时近年来欧洲国家补贴政策不断滑坡，预计 2024 年欧洲新能源汽车销量小幅增加，美国政策支持仍将推动新能源汽车销量增长。储能方面，2024 年光储产业链价格已经大幅下降，光伏配储项目的经济性与需求随之显著提升，预计储能需求仍将维持较高水平的增速。预计 2024 年全球新能源汽车销量和储能需求仍将维持较高水平的增速，并带动锂需求保持增长，但整体增速将低于 2023 年。

在前期高锂价及下游旺盛需求的推动下，2023 年起锂精矿产能扩张速度显著加快，锂供给大幅增长，供需格局宽松，预计 2024 年锂供给继续保持增长，锂供需格局仍处于宽松态势

受益于极高的锂价及市场需求，澳洲格林布什矿扩产、wodgina 等原关停矿山复产，碳酸锂产量快速增长，非洲及国内项目稳步推进，2023 年锂供给量将增长 23% 左右，约为 18 万吨金属锂，增速符合预期。由于锂矿项目的建设周期相对较长，但锂盐项目及锂电池项目建设周期相对较短，2023 年锂盐产能仍保持增长，推动锂盐产量增长。

图表 14 全球锂供给量及国内锂盐产量（单位：万吨）



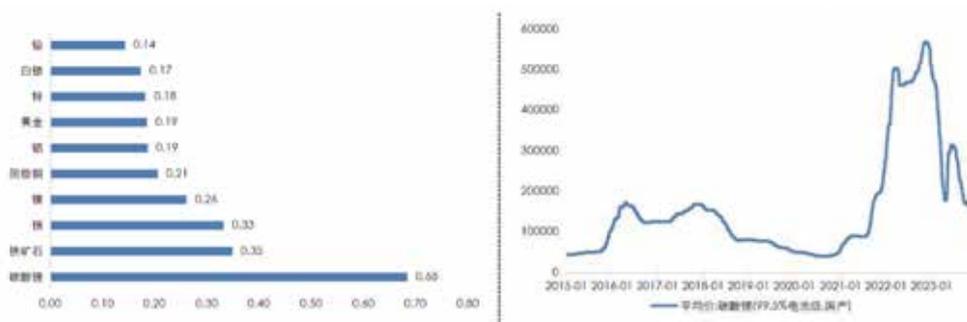
资料来源：同花顺、公开资料，东方金诚整理

2021 年以来，受益于锂价较高，锂企扩产计划较多，同时紫金矿业、力拓等大型有色金属企业也进入锂行业。考虑到矿山项目投资的连续性，预计上游矿山扩产增速不减，澳洲、南美及非洲矿山将继续增量，新增产能较 2023 年进一步加速。同期中游冶炼产能增速有所放缓。2024 年全球锂盐产能落地规模较大。但若锂盐价格出现大幅下跌，尤其当跌破部分项目成本时，部分成本较高的项目产能规模将下降。整体来看，供给增速高于需求，供需宽松态势将进一步提高。

2023 年锂供给大幅增加，行业供需格局宽松，价格大幅下降，预计 2024 年锂供需格局仍处于宽松态势，锂价重心仍将有所下降

锂在历史上呈现较明显的周期性，价格波动较为激烈。锂价格波动主要系供需变化。锂金属周期波动与其他有色金属存在一定相似性。有色金属上游主要为矿山，上游供给初始投入较大，建设周期长，而产能释放需要一定时间。很多有色金属企业在行业景气度较高的时期，进行资本支出，产能集中释放后，行业供给突然增加，导致金属价格大幅下降。但相较于一般工业金属，锂存在一定特性，主要为锂金属的下游需求市场并不稳定，随着经济发展和技术进步，锂下游需求结构及需求量大幅变化，进一步导致价格波动。2015 年以来锂价离散系数（标准差 / 期望）为 0.68，远高于工业金属、贵金属及铁矿。

图表 15 2015 年至今主要金属价格离散系数及碳酸锂价格（单位：元 / 吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

锂行业历史上两轮大周期主要是下游消费产品应用推动的，分别是 2004 ~ 2007 年消费电子驱动的一轮周期和 2015 ~ 2020 年新能源汽车发展初期的又一轮周期。2021 年以来，受益于下游新能源行业的高速发展，锂行业迎来新一轮快速上行周期。

2020 年下半年部分澳大利亚锂矿山关停退出市场，同时受国内暂缓新能源汽车补贴退坡，全球碳中和政策以及海外经济刺激政策等因素影响，各大传统车企也陆续全面转向新能源车，新能源车产业链进入高景气度时代，锂电中下游排产不断超预期。2020 年三季度碳酸锂价格触底反转，四季度在新能源汽车消费旺季推动下锂价经

历了新一轮超级周期的第一波加速上涨，电碳价格上涨至9万元/吨，实现翻倍涨幅；2021年上半年锂价维持9万元/吨左右的价格，三季度随着新能源车进入消费旺季后开启了第二波加速上涨，再度实现翻倍涨幅且创历史新高，超过18万元/吨；四季度以来锂价在19万~20万元/吨持稳运行，11月底开启了第三轮加速上涨，此后至2022年11月一年多时间以来，锂价一直处于高位震荡，维持在50万元/吨左右，最高时国内碳酸锂现货价于2022年11月上旬达到59.10万元/吨，2022年12月，受市场对2023年全球经济下滑及消费预期悲观的影响，锂下游正极和电池厂排产计划下调，采购意愿不高，带动整体碳酸锂需求走势减弱，价格高位回落。

2023年1-4月新能源汽车增速放缓、锂盐供给缺口明显缩小，锂价快速下跌，4月下旬跌至17.65万元/吨。5月及6月锂盐企业亏损严重，下游补库，锂盐价格快速回升，6月中旬反弹至31.4万元/吨。7月以来锂盐供过于求预期下，锂价快速下跌，锂价最低下降至15万元/吨。10月大型锂盐厂减产，锂盐价格短暂反弹，期货主力收盘最高反弹至17万元/吨，10月下旬以来，锂盐供给大幅增加，下游需采购意愿一般，锂盐价格震荡下降，其中电池级碳酸锂价格最低下降至10万元/吨以下。整体来看，供给增速高于需求，全年供需格局宽松态势进一步扩大，价格仍然趋势性下降，价格中枢低于2023年。

六、黄金行业

受对冲通胀及避险需求等因素推动，2023年黄金投资需求及央行购金大幅增长，带动黄金需求及价格小幅增长；预计2024年美元预期回调，国际地缘风险仍存，黄金投资及央行购金需求仍将支持黄金价格保持在较高水平

黄金需求主要来源于黄金饰品和投资需求，分别占消费量的50%和30%左右，央行和其他机构购金及工业用金占比均为10%左右。2023年，国内经济恢复金饰需求较好，海外需求一般，整体需求小幅下降。2024年全球经济改善，预计金饰需求将小幅增长。黄金投资需求主要指对金条和金币投资，以及黄金交易所交易基金（ETFs）投资。2023年为抵御高成本的生活成本以及利率水平，对金币和金条投资需求大幅下降；黄金ETFs投资受美联储加息影响，净流出244吨，黄金投资需求整体下降15%。2023年在美联储加息及全球高通货膨胀的背景下，中国、新加坡和波兰等国央行为抵御通胀，丰富外汇储备结构等因素，央行净购金量1037.4吨，仍保持增长。受投资需求下降，2023年全球黄金需求小幅下降5%。

图表 16 近年黄金需求及黄金投资与金价变动情况价（单位：吨、美元/盎司、%）

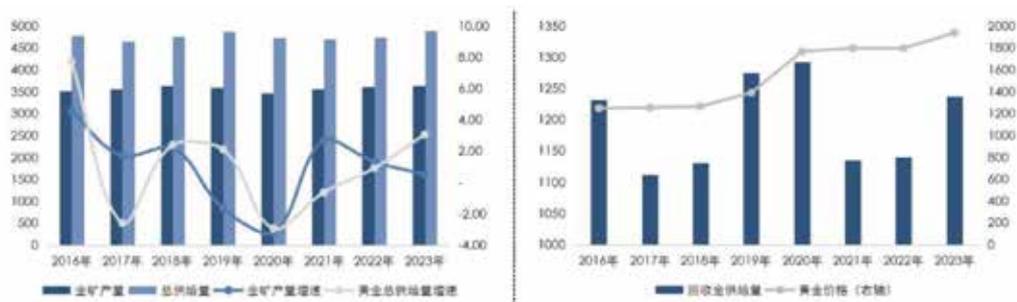


资料来源：世界黄金协会，东方金诚整理

全球黄金供给主要来自矿产金和回收金。中国是全球最大的矿产金生产国，约占全球产量的11%，受益于矿山产能释放，国内矿产金产量增长，带动全球矿产金产量小幅增长1%。回收金约占黄金产量的四分之一，得益于2023年黄金价格较高，2023年全球回收金供给量同比提高9%。整体来看，2022年全球黄金供给量同比小幅增长3%。2024年黄金价格处于相对高位，预计会推动矿产金产量增加，但考虑到全球黄金储量增速保持

低位以及现阶段全球环保要求越发严格，2024 年矿产金产量增长将有限，黄金供给整体保持低速增长。

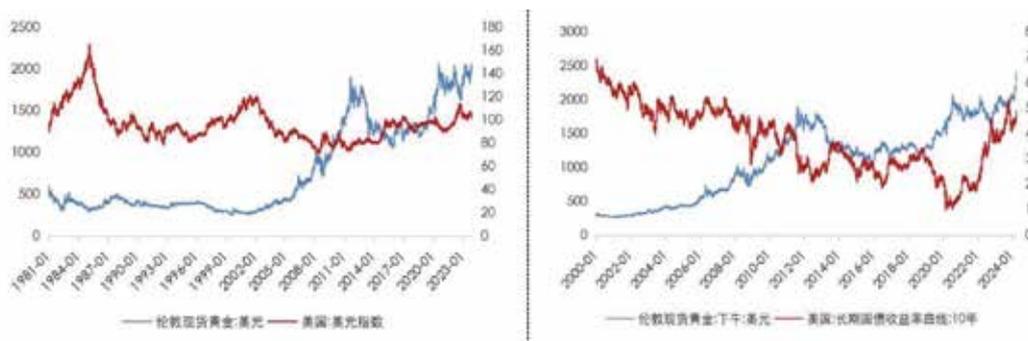
图表 17 近年全球矿产金及回收金供给情况（单位：吨、美元 / 盎司、%）



资料来源：世界黄金协会，东方金诚整理

黄金价格受投资需求影响较大。同时，黄金通常以美元计价，黄金价格与美元指数以及利率水平具有较强的负相关性。短期来看，在金饰需求以及供给较弱的背景下，黄金投资的避险需求对价格的影响较为明显，风险事件会推动黄金价格上涨，但随着风险事件逐步被消化，黄金价格将有所回调。2023 年一季度受美国硅谷银行等中小银行倒闭黄金价格大幅提高，5 月以来黄金震荡下行，四季度受巴以冲突等因素影响，黄金价格快速上涨，全年平均价格略高于 2022 年。

图表 18 美元指数、美国实际利率与黄金价格变动情况（单位美元 / 盎司、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

随着美联储已经到加息周期的尾声，2024 年美元预期回调。央行及其他投资机构储备的美元资产面临贬值，因此通过持有更多黄金对冲贬值，黄金需求或仍将保持增长，根据央行黄金储备调查显示，71% 的受访央行认为，全球央行的黄金持有量将在未来 12 个月增加，去美元化和全球央行系统性增持黄金储备的趋势愈加凸显，将继续推动金价上涨。同时国际地缘风险仍存，利好国际金价，预计 2024 年黄金价格仍将保持在较高水平。

七、有色金属企业信用表现

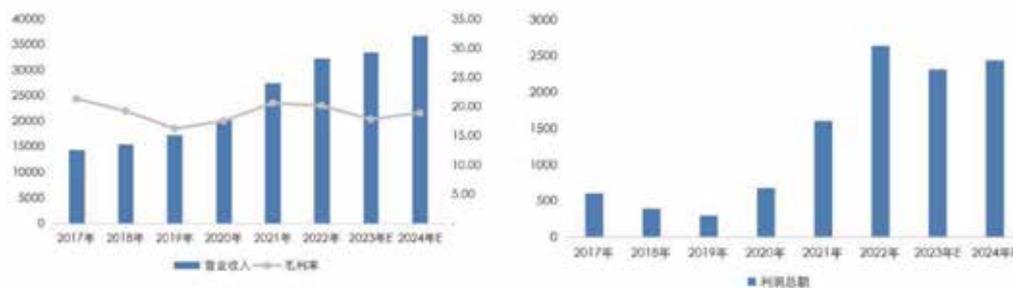
1. 盈利

2024 年有色金属企业产量仍将保持增长，叠加产品价格提高，收入规模将保持增长，利润规模或将小幅增长，原材料自给率较高企业盈利表现较好

2023 年，有色金属产品价格有所分化，产品价格整体有所下行。受益于产能释放，有色金属企业产量及销

量整体有所增长，并带动有色金属行业收入规模保持增长。同期，受价格下降影响，有色金属企业毛利率大幅下降，整体同比下降 2 至 3 个百分点。锂及稀土行业降幅较大，工业金属相对稳定。受产品价格下降等因素影响，2023 年有色金属行业整体利润规模有所下降，同比下降 10% 左右。其中，锂及稀土行业降幅较大，受益于产能释放，工业金属，利润总额小幅增长，黄金行业利润有所增长。分产业链来看，2023 年上游有色金属采选行业，产量增长较快，利润规模保持增长，有色金属冶炼及压延企业利润总额有所下降。

图表 19 近年有色金属企业营业收入及利润总额情况（单位：亿元、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2024 年有色金属行业仍新增产能投产及已建成产能的释放，产品产销量规模仍将保持增长，同时铜、铝等行业原材料自给率水平将有所增长。2024 年有色金属价格将继续分化，叠加价格提升及有色金属工业企业普遍提高的原材料自给率，预计工业金属企业收入及利润总额将有所增长；但铜矿冶炼费有所下降，铜冶炼端利润将有所下降。同期，受益于黄金价格上涨，贵金属行业收入及利润总额将有所增长。受行业供需格局宽松，2024 年锂行业利润总额将继续下降。整体来看，受益于工业金属及贵金属行业利润总额增长，有色金属行业整体利润规模或将小幅增长。

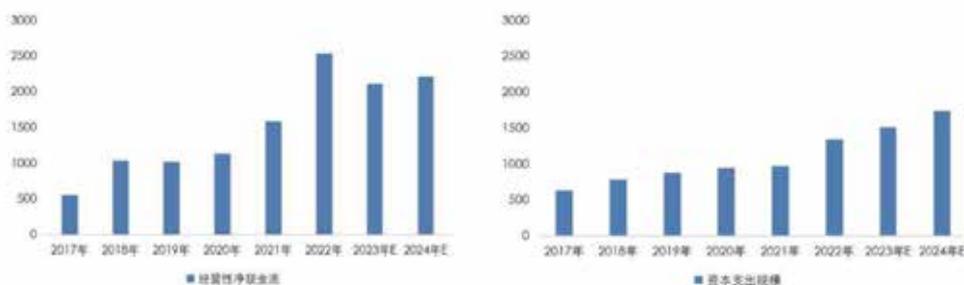
2. 现金流

受益于行业利润规模增长，2024 年有色金属行业经营性净现金流将有所增长，行业资本支出规模仍较大，但投资压力相对较小

2023 年有色金属行业对下游企业，仍保持较强的议价能力，同时叠加金属价格下跌，经营性占款压力较弱，但受盈利水平下降，有色金属行业经营性净现金流规模整体有所下降。其中，锂行业经营性净现金流降幅较大。受益于原材料占款压力减弱，工业金属经营性净现金流整体有所提高。分产业链来看，上游采选及中游冶炼企业现金流较好，下游加工企业市场竞争较为激烈，现金流改善情况有限。

资本支出方面，2023 年有色金属行业仍维持较大规模的资本支出，其中资本支出主要包括新建项目的建设支出以及生产项目的“智能化”和“绿色化”改造。随着国内有色金属企业经营积累及对资源重视程度的提高，2023 年有色金属企业对于矿山项目的投资增速大幅提高。同时为实现提高生产安全、降低生产成本以及低碳发展等目标，国内有色金属企业逐步对生产线的“智能化”和“绿色化”改造进行投资。

图表 20 近年有色金属企业现金流及资本支出情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

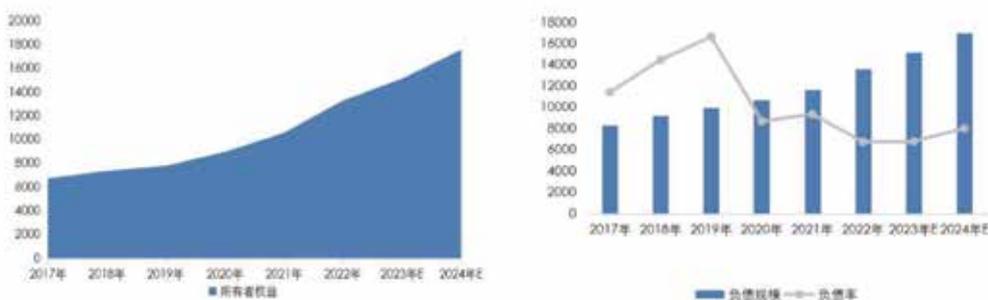
受益于产品价格上涨，2024 年有色金属企业盈利整体将有所上涨，且运营占款将有所增长，考虑价格上涨幅度较小，运营占款增加有限，行业经营性现金流净流入规模将小幅上涨。资本支出方面，2024 年有色金属行业资本支出仍将维持在较高水平，其中上游采矿项目投资增速较快，但相对于经营性净现金流规模，整体投资增长幅度相对审慎。

3. 资本结构及债务负担水平

2023 年有色金属行业负债规模有所增长，但资产负债率维持相对稳定，预计 2024 年行业负债规模将保持增长，但受益于经营积累，行业债务负担及信用风险将维持稳定

2023 年有色金属行业整体负债规模保持增长，主要系大型有色金属企业资本支出、对外收并购所致。其中，债务主要增长主要来源于行业内大型企业，分行业来看主要是铜、贵金属及锂行业负债规模增长较快。但 2023 年有色金属行业景气度较高，有色金属企业整体盈利仍较好，部分企业进行股权融资，有色金属行业净资产规模大幅增长，行业整体资产负债率保持相对稳定。其中工业金属负债率保持相对稳定，贵金属企业负债率有所下降，锂行业负债率有所上升。

图表 21 近年样本有色金属企业资产负债率情况（单位：%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

近年有色金属行业景气度较高，一定程度上推动行业内企业进行资本支出，且有色金属矿山项目投资韧性较足，短期价格波动对项目投资影响有限。近年来有色金属行业资本支出规模持续保持增长，预计 2024 年有色金属行业资本支出规模仍将保持较高水平。受此影响，预计行业负债及债务规模将保持上涨。考虑到行业景气度较高，预计 2024 年行业盈利较好，行业债务负担及信用风险将维持稳定。

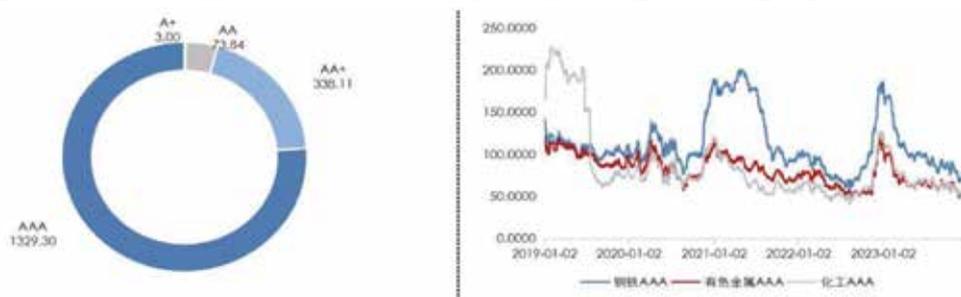
八、有色金属行业债市表现

受益于行业景气度上行，近年来有色金属企业盈利水平较高，行业债券市场融资规模呈下降趋势，发债主体以高信用等级企业为主

债券市场是制造业企业直接融资的主要渠道之一。2019年~2023年，有色金属行业发债规模分别为2438亿元、2057亿元、1818亿元和1744亿元，呈现明显下降趋势。从2020年起，上市有色金属企业开始发行可转债进行融资，但整体规模有限。2021年有色金属行业发债规模大幅下降，主要系2020年一季度债券融资市场利率较低，大型有色金属发行大量短融及超短融债券，2021年利率水平提高，有色金属企业短融及超短融债券融资规模下降所致。2022年铜、铝及新能源等相关金属市场景气度仍较高，该行业的大型企业盈利水平仍较高，大型企业融资需求较弱。2023年有色金属行业整体盈利水平仍处于较高水平，融资需求较弱，债券融资规模有所下降。

2023年发债主体仍主要以AAA及AA+企业为主，AAA级别及AA+级别企业发债金额占全年有色金属行业新发行规模的比例分别为76.21%、19.38%。受供给侧改革以来，国内有色金属行业集中度持续提高，部分中小型企业退出发债市场。利差方面，受益于行业景气度较好，2023年有色金属行业利差水平整体有所下降，相较于其他周期性行业，有色金属行业利差水平低于钢铁，略低于化工行业。

图表 22 有色金属行业 2022 年债券发行级别结构和近年来利差情况（单位：亿元、BP）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

以2023年底数据为基础，2024年有色金属行业债券到期规模约为1276亿元，高于2022年水平，再融资需求有所提高，2024年有色金属行业资本支出规模较大，预计2024年有色金属行业债券发行规模将有所增加。

九、结论

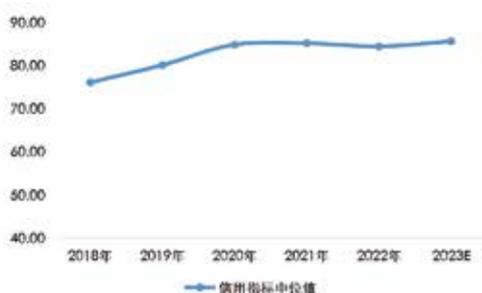
2024年主要有色金属价格重心将有所提高，行业整体盈利有所提高，整体债务负担水平将维持稳定，行业信用风险保持平稳，原材料自给率较低冶炼企业及产业链单一的加工企业风险水平或将有所提高，高成本锂企面临较大风险

2023年海外发达国家有色金属需求边际改善，叠加国内有色金属需求较好，预计主要有色金属价格将呈上行态势，有色金属企业盈利能力有所提高。考虑到在建项目投入及并购持续，预计行业负债及债务规模将有所提高，但整体债务负担水平将维持稳定，行业信用风险总体保持平稳。其中，大型国有有色金属企业依托于较强的市场地位、资源优势及业务多元化，信用风险相对稳定。考虑到铜加工费用下降，细分行业中原材料自给率较低铜冶炼企业及产业链单一的加工企业可能受行业竞争加剧等因素影响，风险水平或将有所提高；铅锌企业受铅锌价格走低影响，盈利能力有所下降；受锂矿及锂盐产能持续释放，锂价格重心将有所下降，行业整体盈利水平将大幅下降，资源自给率低及高成本的锂企面临较大风险。

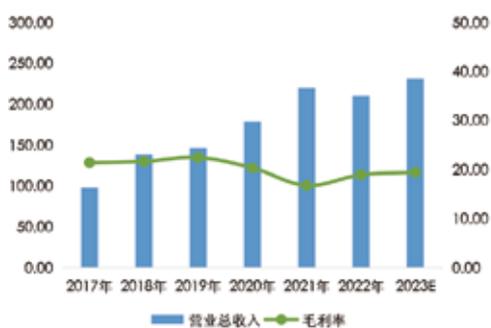
2024 年工程机械行业信用风险展望

侯艳华

行业信用质量：2024 年将有所回升



行业样本企业数据和指标（亿元、%）



数据来源：同花顺，东方金诚整理（营业总收入和毛利率为样本企业中位值）

- 2023 年工程机械市场“内忧外喜”，预计 2024 年随着国内提振政策作用显现及海外需求保持，市场将继续回暖；
- 2024 年基建投资仍将是支撑工程机械行业需求的重要因素，受益于国产工程机械产品国际市场竞争力提升、一带一路倡议下沿线基建项目增多等，预计 2024 年工程机械产品出口将继续增长但增速放缓；
- 随着市场恢复，2024 年企业盈利将继续好转，三一重工、中联重科及徐工机械三家龙头企业受益于技术研发、出口份额加大及电动化布局拓展等，其盈利增长将高于行业平均；
- 2024 年工程机械行业整体信用质量有所回升，但行业内部企业间信用质量进一步分化，随着经营规模及研发投入加大，企业经营性负债及有息债务将有所增加，海外市场布局广、海外销售占比大的企业其偿债指标将有一定好转，产品竞争力弱、技术水平低的企业其偿债指标恶化、信用风险升高。

一、行业基本面

从工程机械产业链来看，其上游为各类原材料与核心零部件，包括钢材、发动机、液压系统、轴承等；中游为主机制造商，产品包括挖掘机械、起重机械、铲土运输机械、压实机械、路面机械等；下游应用于基础设施建设、房地产、采矿业等领域，其中拉动作用较为明显的为基建和房地产，与宏观经济发展密不可分。从需求类型来看，工程机械下游需求分为自然新增需求、更新需求和诱导性需求。当宏观经济上行时，会带来工程机械新增需求的重要支撑；同时，行业更新换代、老旧和高排放设备加速淘汰也是影响行业需求的重要因素。一般来说，工程机械产品的寿命周期约为 8~10 年，上一轮销售高峰集中在 2008~2011 年，2016~2021 年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。此外，还有一些优惠的销售政策所带来的诱导性需求。

图表 1 工程机械行业产业链情况



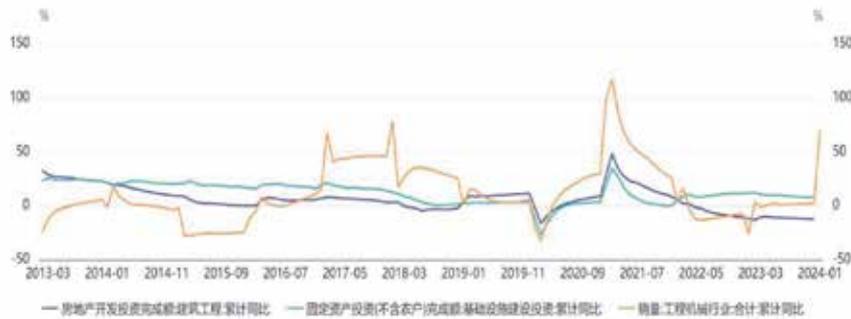
资料来源：公开资料，东方金诚整理

2024 年基建投资仍将是支撑工程机械行业需求的重要因素，房地产投资短期内仍下行，环保政策升级对设备增量需求较为有限

基础设施建设投资是工程机械行业发展的最主要需求来源。2021 年下半年以来，受房地产投资低迷、置换需求减弱以及经济增长放缓等多因素影响，行业进入下行周期。2023 年随着国家稳增长和刺激政策频出以及专项债发行等，基建投资增速有所放缓但仍旧延续增长。2023 年，全国固定资产投资（不含农户）完成额 50.3 万亿元，同比增长 3.0%，增速比上年下降 2.1 个百分点；其中基础设施投资增长 5.9%，增速比上年下降 3.5 个百分点。预计 2024 基建投资增速将加快，对工程机械行业需求形成有力支撑。房地产开发投资方面，随着房地产市场支持政策陆续出台，房企融资环境有所回暖，2023 年房地产开发投资下降 9.6%，降幅比上年减少 0.4 个百分点，其中，住宅投资下降 9.3%，成为房地产开发投资下降的主要原因。但考虑到部分房企资金紧张导致拿地规模有限且建安支出乏力，房企优先“保交楼”、下游需求及资金链修复需要时间叠加广义库存充足，拿地、新开工能力及意愿难有较大改善，房地产市场依然面临较大下行压力，对投资支出继续形成拖累，预计 2024 年房地产开发投资完成额或继续下滑，但降幅趋缓，对工程机械行业需求支撑不足。

工程机械行业具有高能耗、高排放特点，在我国“碳达峰”“碳中和”政策背景下，新能源化、电动化发展也将是工程机械行业发展的未来方向。环保政策的升级或为工程机械行业增量提供一定的内在驱动力，但增量需求影响较有限。

图表 2 房地产开发投资完成额增速、基础设施建设投资增速及工程机械产品销量增速情况



资料来源：同花顺，东方金诚整理

产品结构仍以挖掘机、装载机等为主，2024 年预计内销降幅收窄、海外需求整体仍保持增长，同时产品销售分化明显

从产品销售结构来看，2023 年，我国工程机械产品总销量 601151 台，以升降工作平台、挖掘机和装载机为主，2023 年三大品类销量占比分别为 34%、33% 和 17%，合计占比 84%。根据中国工程机械工业协会公布的 12 个品类销量数据，2023 年挖掘机、装载机、平地机、汽车起重机、履带起重机、塔式起重机、压路机、摊铺机等 8 类产品整体销量下滑，其中挖掘机和装载机同比降幅分别为 25.38% 和 15.76%；随车起重机、工业车辆、升降工作平台、高空作业车 4 类产品销量呈现增长，其中随车起重机和高空作业车同比增速分别为 38.04% 和 23.44%。

图表 3 2023 年工程机械产品销量情况



资料来源：中国工程机械工业协会、工程机械杂志，东方金诚整理

受国内工程机械行业不景气影响，2023 年工程机械产品普遍出现销量下滑。部分企业加大海外市场的拓展力度，2023 年工程机械总出口量占总销量的 43%。从细分品类来看，2023 年共销售挖掘机 195018 台，同比下降 25.4%；其中国内 89980 台，同比下降 40.8%；出口 105038 台，同比下降 4.04%；2023 年共销售各类装载机 103912 台，同比下降 15.8%。其中国内市场销量 56552 台，同比下降 30.1%；出口销量 47360 台，同比增长 11.5%。其中，2023 年共销售电动装载机 3595 台，同比增长 209.9%，电动装载机销量占装载机总销量的 3.5% 左右，同比去年提升 2.6 个百分点。未来，随着电动产品成本下降，电动化产品渗透率将呈现加速提升趋势。

受益于国产工程机械产品国际市场竞争力提升、一带一路倡议下沿线基建项目增多等，2023 年我国工程机械产品出口继续保持增长，预计 2024 年增速放缓

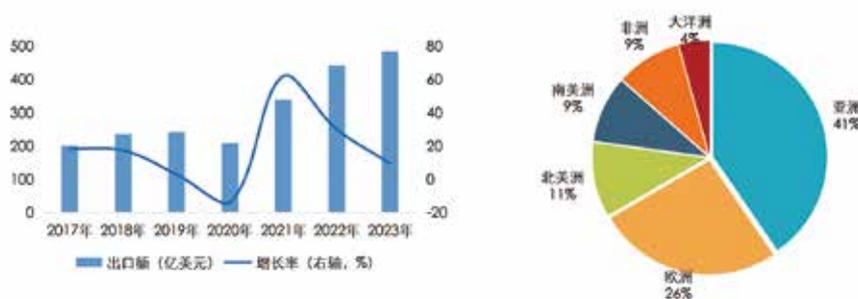
2023 年我国工程机械进出口贸易额为 510.63 亿美元，同比增长 8.57%。其中累计进口 25.11 亿美元，同比下降 8.03%；累计出口 485.52 亿美元，同比增长 9.57%。从出口国家来看，对亚洲、欧洲、南美洲、非洲出口

实现了正增长，对北美洲和大洋洲出口下滑。

一带一路倡议下沿线基建项目陆续开工建设及《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）生效实施，对工程机械设备需求增长影响较大；同时得益于国内龙头工程机械企业在技术研发、产业链及国际市场的积极布局，我国国产工程机械产品国际市场竞争力有所提升，与美国卡特彼勒和日本小松相比核心技术差距缩小，带动国产工程机械产品出口增加。2023年，我国工程机械对“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%，保持了较好增长势头。

从出口类别来看，整机出口好于零部件出口。2023年，累计出口整机341.34亿美元，同比增长16.4%，占出口总额的70.3%；零部件出口144.17亿美元，占出口总额的29.7%，同比下降3.81%。整机出口增幅高于零部件出口增幅20.26个百分点。

图表4 近年我国工程机械出口额及2023年工程机械出口分布情况



资料来源：中国工程机械工业协会、工程机械杂志，东方金诚整理

2024年，随着技术和产品质量的提升以及国产品牌竞争力的不断提升、海外渠道布局的完善，海外市场整体仍将维持增长态势但增速放缓；随着政策效应的逐步显现以及内需的持续增长，行业有望进入稳定恢复阶段。

受益于外销占比提升且外销产品毛利高、原材料成本下行等影响，2023年工程机械企业业绩整体增长，受益于国产工程机械的市场竞争力提升，以三一重工、徐工机械及中联重科为代表的国内工程机械龙头企业稳居行业前列

工程机械行业成熟度高，行业竞争激烈，市场呈现国内外高度竞争态势。近年国内工程机械行业市场集中度有所提升，同时受益于国产工程机械的国际市场竞争力提升，以三一重工为代表的国产工程机械企业的市场占有率大幅提高。2023年度全球工程机械制造商50强排行榜中，已有10家中国企业上榜，分别为徐工、三一重工、中联重科、柳工、中国龙工、山推股份、铁建重工、山河智能、浙江鼎力和雷沃重工；其主要受益于，第一，专注主业；第二，根据自身优势和市场需求不断调整产品线，丰富产品生产或实现差异化竞争；第三，加强技术研发。

工程机械行业的上游主要是钢、铁等原材料及液压件、发动机等核心零部件，钢、铁价格直接影响行业内企业的生产成本，2023年全年钢材价格前高后低，整体呈现N型。受外销占比提升且外销产品毛利高、原材料成本下行，2023年前三季度工程机械企业业绩整体增长，17家A股上市工程机械企业实现营收2490亿元，同比增长2%；归母净利润187亿元，同比增长25%；原材料钢材及海运费等下降，销售毛利率23.0%，同比增长3.0个百分点。代表性企业三一重工、徐工机械、中联重科营业收入分别同比为-5.15%、-4.51%和15.87%；净利润分别同比增长12.51%、3.5%和31.65%。预计2024年，行业整体销量增长且技术升级促进企业竞争力增加，工程机械企业盈利继续提升。

二、工程机械企业信用表现

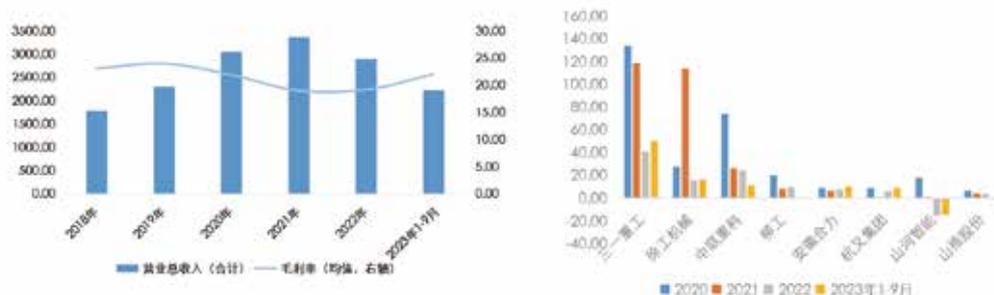
受产品价值高、下游客户分散及市场竞争激烈等影响，企业应收账款规模较大，周转能力承压，随着市场修复和出口拉动等，经营性净现金流略强化

受行业产品价值大、下游客户分散以及争夺市场等影响，产品结算方式以融资租赁、分期付款和银行按揭等为主，而多数企业为提升资金周转率、提高融资租赁以及按揭的占比，会进一步减少分期付款方式。通过租赁新设备来满足生产需求，不仅能够降低企业的资金压力，还能够在不浪费资源的情况下提高生产效率。但是在这种模式下，当行业面临下行周期或流动性紧张时，就带来了企业回购承诺或是担保责任的义务，致使企业或有负债规模增加。截至 2022 年末，三一集团对外担保余额合计约 298.71 亿元，主要包括负有回购义务的按揭贷款余额 39.67 亿元和承担回购担保义务的融资租赁款余额 228.78 亿元。得益于行业龙头企业较强的风控水平，在回款逾期时可采取多种措施催收，整体逾期风险可控，但客户质量一般的中小企业将面临更高的信用风险。

2023 年前三季度，房地产市场持续低迷、国内工程机械行业下行调整，主要受益于出口拉动等，工程机械企业盈利总体好转、经营性净现金流略强化。根据中联重科披露的 2023 年年报，2023 年其实现营业收入 470.75 亿元，同比增长 13.08%；归属于母公司净利润 35.06 亿元，同比增长 52.04%，其中海外收入同比增长超过 79.2%，海外业务强劲增长；2023 年经营性净现金流 27.13 亿元，同比增长 11.87%。毛利率方面，钢材价格及海运价格回落所带来的成本边际改善，同时海外收入占比以及毛利率的双双提升带来其毛利率同比提升。

预计 2024 年，龙头企业受益于技术水平的提升、核心产品市场的领先优势及海外市场持续发力，盈利能力将高于行业平均水平。三一重工作为挖掘机和混凝土机械龙头，出口将继续保持高增长；同时公司加强电动化产品布局进一步提升其核心竞争力，其收入将有所好转。中联重科主导产品市场地位持续领先、新兴潜力业务加速发展实现新突破，智能制造产业集群加速形成、持续推进新能源技术及产品开发，整体市场份额不断提升。基建提速背景下，路面设备景气度提升，柳工、山推股份等均将有所受益。锂电新能源叉车趋势明显，随着其渗透率提升，杭叉集团和安徽合力收入增长有望提速。

图表 5 样本企业营业总收入、毛利率和经营性净现金流情况（亿元、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

预计 2024 年工程机械样本企业资产负债率保持升高，债务负担有所加重，但一年内集中偿债压力不大，海外市场布局广、海外销售占比大的企业，其偿债指标将有一定好转

2023 年工程机械样本企业资产负债率均值小幅上升，主要系市场下行背景下，企业更加依赖外部融资所致。预计 2024 年，随着经营规模及研发投入加大，工程机械企业经营性负债及有息债务将有所增加，资产负债率保持升高。通过分析一年内到期债券情况，1 年及以下存量债券余额规模较大的企业均为行业龙头企业（集团），结合对行业政策、市场外部环境、企业自身运营及外部支持等各方面因素考虑，预计样本企业一年内集中偿债压力不大。此外，对于海外市场布局广、海外销售占比大的企业，受益于海外市场高毛利和稳增长的带动，其

偿债指标将有一定好转。

图表 6 样本企业存量债券情况（单位：亿元、只）

发行人名称	存量债券余额	1年及以下存量债券余额	存量债券数目
徐工集团工程机械股份有限公司	158.08	83.38	17
三一集团有限公司	96.42	50.00	7
徐州工程机械集团有限公司	67.00	43.00	12
中联重科股份有限公司	53.36	43.11	14
广西柳工机械股份有限公司	30.00	0.00	1
安徽合力股份有限公司	20.47	0.00	1
陕西建设机械股份有限公司	20.00	0.00	5
三一重工股份有限公司	5.11	1.81	4
山河智能装备股份有限公司	1.01	0.61	2

资料来源：同花顺，东方金诚整理

三、结论

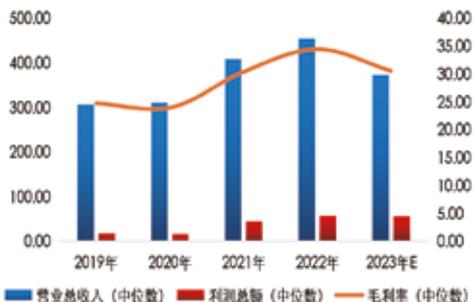
预计 2024 年行业整体销量实现增长，企业盈利能力有所强化，偿债保障程度指标表现分化，总体信用质量有所回升

2024 年基建投资仍将是支撑工程机械行业需求的重要因素，房地产投资短期内持续下行，环保政策升级对设备增量需求较为有限；受益于我国国产工程机械产品国际市场竞争力提升、一带一路倡议下沿线基建项目增多等，预计 2024 年工程机械产品出口将继续增长但增速放缓；受益于行业整体销量增长等，2024 年企业盈利将有所好转，三一重工、中联重科及徐工机械三家龙头企业受益于技术研发、出口份额加大及电动化布局拓展，其盈利增长将高于行业平均水平；2024 年工程机械企业信用质量进一步分化，随着经营规模及研发投入加大，企业经营性负债及有息债务将有所增加，海外市场布局广、海外销售占比大的企业其偿债指标将有一定好转，产品竞争力弱、技术水平低的企业其偿债指标恶化、信用风险升高。

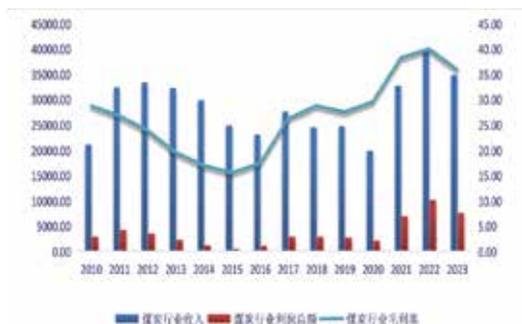
2024 年煤炭行业信用风险展望

何阳

煤炭样本企业主要盈利指标 (亿元、%)



煤炭行业规模以上企业的盈利情况 (亿元、%)



资料来源: iFinD, 东方金诚整理

- 2023 年, 传统产业用电需求拉动、新兴产业用电快速增长、以及水电蓄能不足影响下, 国内动力煤市场需求较快增长; 房地产和基建两大旧动能对焦煤需求的推动作用下降, 但汽车、造船和钢材出口等新动能对焦煤需求拉动作用增加。2024 年工业周期见底, 制造业转型升级, 二三产业用电需求和化工行业耗煤需求平稳增加, 动力煤需求继续修复。基建投资提速, 工业用钢与出口用钢贡献增量, 带动焦煤需求稳中有升。
- 2023 年, 在保供增产政策影响下, 全国煤炭产量 46.58 亿吨, 同比增长 2.90%, 产量增速放缓。预计 2024 年, 保供增产政策持续, 供给质量提升, 安全监察政策较严, 产量增速放缓, 焦精煤减产风险仍存, 进口关税恢复后, 海外运力制约与额度管控, 叠加高基数, 进口增速放缓。
- 2023 年, 煤炭供需趋于宽松, 价格高位回落。2024 年, 电力化工耗煤需求增长, 但产量增速和进口增速放缓, 动力煤价格中枢企稳回升; 焦煤主产区山东、贵州、安徽等地持续减产, 焦精煤产量下降风险仍存, 基建投资增速上升, 铁水、焦炭开工维持高位, 焦煤价格将维持高位。
- 2023 年, 受煤炭价格中枢下滑影响, 煤企收入和利润普遍同比下降。预计 2024 年, 动力煤和焦煤供需格局改善, 煤炭价格筑底回升, 煤企收入和利润将同比增长。
- 2024 年国内煤矿智能化与数字化开采转型加速, 供给质量提升, 安全监察政策较严, 产量增速放缓, 焦精煤减产风险仍存, 叠加进口煤增速下降, 煤炭供给弹性减弱, 但需求保持增长, 煤炭价格企稳回升, 煤炭企业信用质量维持高位。“双碳”目标下, 煤企资本支出意愿不足, 盈利和现金流用于偿还债务, 整体资产负债率趋于下降, 但部分煤企历史债务负担较重、安全生产压力较大, 负债率和利息支出仍将位于较高水平, 未来去杠杆与偿债压力仍较大。

一、煤炭行业信用基本面

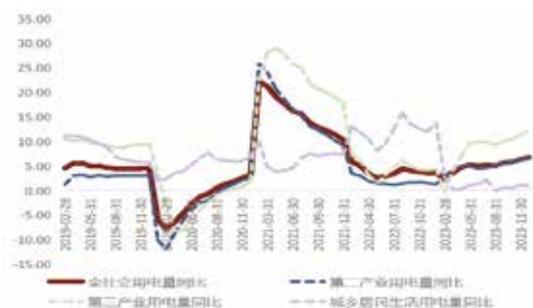
2023年，在传统产业用电需求拉动、新兴产业用电快速增长、以及水电蓄能不足影响下，国内煤炭市场需求较快增长，预计2024年，工业库存周期见底，制造业转型升级，二三产业用电需求和化工行业耗煤需求平稳增加，煤炭能源基石地位依然稳固

2023年，上半年在传统四大高耗能产业用电需求拉动，以及新兴产业新能源汽车与高技术装备快速发展、用电量上升带动下，第二产业用电量同比小幅增长；同时，由于水电梯级蓄能减少，水电发电量同比下降22.9%，支撑火电耗煤需求。下半年，迎峰度夏期间，极端高温天气带动沿海六大电厂耗煤快速上升，全国火电月度耗煤量增长到2.42亿吨。2023年全社会用电量9.22万亿千瓦，同比增长6.70%；其中，第二产业用电量（6.07万亿千瓦）和第三产业用电量（1.67万亿千瓦）同比分别增长6.50%和12.20%；电力行业动力煤消费量25.73亿吨，同比增长8.85%。

2024年，从用电侧来看，工业库存周期见底，开启补库周期，同时制造业转型升级，传统高耗能产业用电增速放缓的情况下，高技术装备、IDC数据中心、新能源汽车制造等新兴产业的用电量快速增加，支撑工业用电增长；第三产业批发零售、餐饮文旅、交运等服务业延续复苏态势，用电量增速提升。从发电侧来看，2023年火力发电量占全国发电量的69.95%，是我国电源供应的主力，经济增长带动的用电需求仍主要依赖于火电增发电量来满足。在经历2021、2022年全国多省阶段限电后，国家新批复的一批火电建设机组陆续投产，2023年，全国火电新增装机6567万千瓦，同比增长46.88%，预计2024年我国仍将新增5000万千瓦火电装机容量。此外，国家出台容量电价政策，减少煤电业绩波动，对冲利用小时数下滑，保障火电企业长期收益，从而带动火电耗煤需求。

从水电和新能源发电挤出效应来看，2024年随着长江流域来水改善，水电发力，对火电挤出效应上升。2023年，全国风电新增装机容量7566.00万千瓦，同比增长101.06%，光伏行业强内卷，新增装机容量21602.00万千瓦，同比增长147.13%，新能源电力持续扩容，对火电形成一定挤压。但从发电占比来看，目前火电发电占比接近70%，水电发电占比12.18%、风电与光伏发电占比合计12.38%，虽然新能源装机快速增长，但由于从装机到并网发电存在时滞，且光伏利用小时数低于风电和火电，新能源发电总体占比相对较低，在碳达峰之前对火电的挤出效应有限，火电能源基石的地位依然稳固。

图表1 全社会用电量增速，二三产业和居民用电量增速(单位：%)



数据来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

图表2 我国电源结构(单位：万千瓦、%)

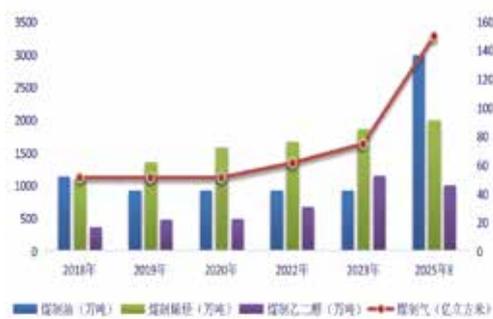
类型	2023年		
	发电量	同比增速	占比
常规发电企业发电量	89051	5.2	100.00
火电发电量	62318	6.10	69.95
水电发电量	11409	-5.60	12.81
风电发电量	8091	12.30	9.08
核电发电量	4333	3.70	4.86
光伏发电量	2940	17.20	3.30

近年，在双碳目标约束和高油价驱动下，煤炭和化工企业扩大对煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇和煤制气等煤炭清洁利用产能的投资，现代化煤化工快速发展带动动力煤和无烟煤消费量增长。根据煤炭工业协会最新数据，2023年，我国煤制油产能931万吨/年，煤制气产能74.55亿立方米/年，煤（甲醇）制烯烃产能1872

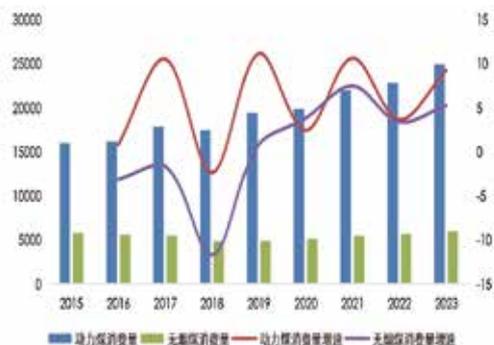
万吨/年，煤制乙二醇产能 1143 万吨/年。2023 年化工行业动力煤消费量 2.50 亿吨，同比增长 9.28%，化工行业无烟煤消费量 5989.28 万吨，同比增长 5.29%。根据《现代煤化工“十四五”发展指南》，“十四五”我国将形成 3000 万吨/年煤制油、150 亿立方米/年煤制气、1000 万吨/年煤制乙二醇、100 万吨/年煤制芳烃、2000 万吨/年煤制（甲醇）制烯烃的产业规模，未来煤化工将有较大发展空间。

2023 年，上半年，国内经济复苏不及预期，叠加地产投资下滑拖累，化工行业耗煤需求走弱。下半年，国际原油和天然气价格上涨，推动油气制化工品价格上升，叠加下游补库，甲醇、甲醇制烯烃开工率上升，化工周度耗煤量上升 600 万吨以上，对煤炭边际需求形成较大支撑。2024 年基建投资稳增长，同时 OPEC+ 减产协议继续实施，地缘冲突不断，国际油价维持 70 美元以上，煤制油、煤制天然气和煤制烯烃等新型煤化工行业利润空间充裕，生产动力较强，带动动力煤和无烟煤需求增加。

图表 3 近年煤化工产能规模



图表 4 化工行业动力煤与无烟煤消费量及增速（单位：吨、%）



数据来源：同花顺 iFinD，中国煤炭工业协会，东方金诚整理

综合来看，2024 年，国内经济平稳增长，制造业转型升级，带动全社会用电需求上升；水电和新能源电力占比仍较低，对煤电挤出效应有限。同时，在建煤电机组投产、化工与建材等非电产业耗煤需求增加，动力煤需求继续修复。

2023 年，地产和基建两大旧动能对焦煤需求的推动作用下降，但汽车、造船和钢材出口等新动能对焦煤需求拉动作用增加，预计 2024 年，地产投资降幅收窄，基建投资提速，工业用钢与出口贡献增量，铁水焦炭开工高位，带动焦煤需求稳中有升

从焦煤需求的旧动能来看，2023 年，土地成交缩量，房企资金压力较大，地产开发投资同比下降 9.60%；基础设施建设投资由于地方政府隐性债务监管加强，地方专项债和政策银行专项基建投资基金支持力度边际减弱，基建增速放缓，2023 年基础设施建设投资同比增长 8.24%，增速下降 3.28 个百分点。2024 年，地产投资筑底，保障房、城中村、“平急两用”公共基础设施建设三大工程加快建设；预计房地产新开工面积、房地产投资降幅将有所收窄；中央赤字率提升，专项债前置发力，基建资金得以缓解，同时新增项目投向，基建投资增速提升，支撑焦煤需求增长。

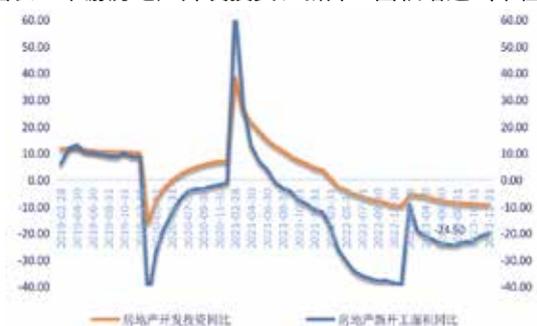
从焦煤需求的新动能来看，2023 年钢材出口同比增长 36.20%，汽车销量和造船完工量均同比分别增长 12.00% 和 11.80%，支撑焦煤需求。2024 年，装配式钢结构渗透率将提升至 12%，年用钢量将达到 1.4 亿吨；新能源汽车与造船保持高景气，机械内需筑底、出海兑现，用钢需求增加。焦炉行业新旧产能置换后，焦化行业格局改善，开工率上升。铁水产量维持高位，对双焦补库需求韧性较强。

此外，随着钢铁高质量转型发展，高炉大型化趋势对焦炭反应强度（CSR）提出了更高要求，主焦煤配比量与焦炭反应强度（CSR）存在正相关性，炉容提升将进一步拉动主焦煤需求。同时，“十四五”期间，高强钢

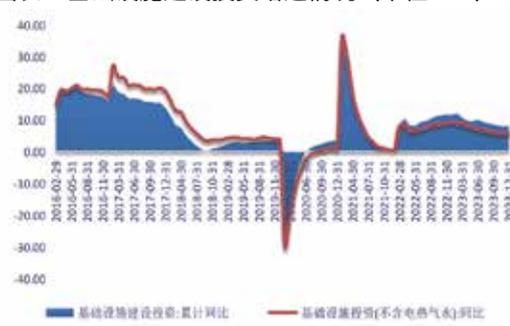
作为重点发展的特钢品种，对铁水含硫量的要求提高。未来具备低硫、中挥发分、中胶质层厚度（25mm）、高粘结指数煤质特性的主焦煤、肥煤煤种的市场竞争力将更强。

综合来看，2024 年房地产“三大工程”加快建设，房地产投资降幅收窄，地产用钢需求恢复缓慢；中央财政提高赤字率，增发万亿国债，基建投资稳增长；钢结构、工业与出口用钢增长较快，贡献用钢增量，焦煤需求预期改善。

图表 5 下游房地产开发投资、新开工面积增速（单位：%）

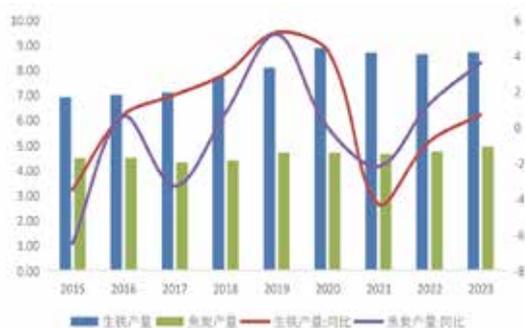


图表 6 基础设施建设投资增速情况（单位：%）

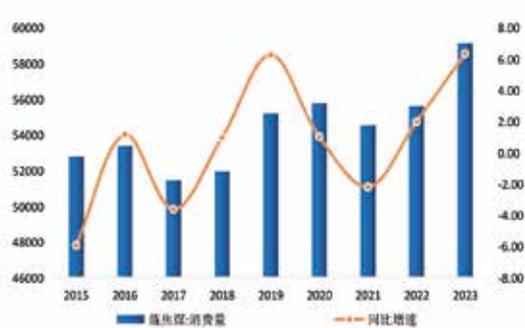


数据来源：iFinD，东方金诚整理

图表 7 生铁、焦炭产量及增速（单位：万吨、%）



图表 8 近年炼焦煤消费量及增速（%）



数据来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

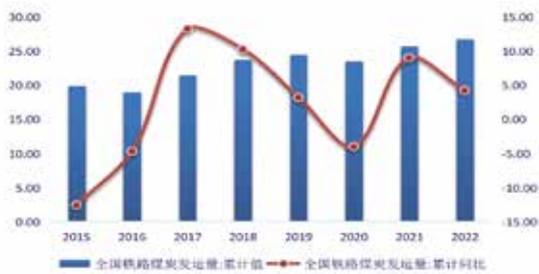
《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见（征求意见稿）》提出，促进煤炭清洁高效利用，中适度发展现代煤化工，打通煤油气、化工和新材料产业链，拓展煤炭全产业链发展空间，现代煤化工工业将有望成为煤炭需求增长点。中长期来看，在“2030 年碳排放达峰”、“2060 年碳中和”远景目标下，国家将强化节能减排、大气环境治理，新能源和可再生能源对煤炭消费的替代作用增强，预计中长期煤炭消费量将“稳中有降”，但在电力安全保供、系统调峰需求下，煤电仍将承担国内电力供应的“稳定器”和“压舱石”的基础保障作用。

2023 年，国内经济持续复苏，带动煤炭需求与转运能力同比增长，预计 2024 年煤炭消费量保持增加，带动煤炭运量小幅增长

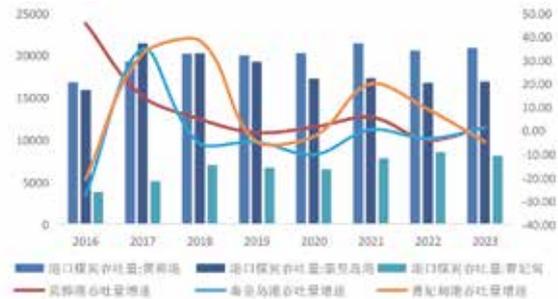
我国煤炭资源分布呈现“西多东少”、“北多南少”的特点，生产与消费呈逆向分布，区域不平衡现象突出，从而形成西煤东运、北煤南运的格局。2023 年，全国铁路继续发挥西煤东运、北煤南运、疆煤外运的主要通道作用，并与港口、公路等其他运输方式衔接，电煤保供成效显著。2023 年，全国铁路完成煤炭发运量 27.48 亿吨，同比增长 2.54%，全国煤炭铁路日均装车 7.45 万车，同比下降 0.46%。2023 年大秦铁路煤炭运输量 42211 万吨，同比增长 5.84%。“北煤南运”下水港口主要包括黄骅港、秦皇岛港、曹妃甸港、京唐港、天津港等。2023 年，

全国港口煤炭吞吐量 25.2 亿吨，同比增长 5.40%；其中，黄骅港煤炭吞吐量 2.09 亿吨，同比增长 1.40%，秦皇岛港煤炭吞吐量 1.69 亿吨，同比增长 1.09%，曹妃甸港煤炭吞吐量 0.81 亿吨，同比下降 4.82%。交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》提出，建设晋陕蒙煤炭主产区运输结构调整示范区，大力推进区域内货运铁路和铁路专用线建设；到 2025 年，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）大宗货物年货运量 150 万吨以上且有出省运输需求的煤炭矿区和煤炭物流园区铁路专用线或专用铁路接入比例大幅提升，出省（区）运距 500 公里以上的煤炭和焦炭铁路运输比例力争达到 80% 左右。预计 2024 年，煤炭消费量保持增加，晋陕蒙煤矿和煤炭物流园区铁路专用线和专用线接入比例提升，带动煤炭运量平稳增长。

图表 9 近年全国铁路煤炭运输量（单位：亿吨、%）



图表 10 近年秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港煤炭吞吐量及增速（单位：亿吨、%）



数据来源：iFinD，东方金诚整理

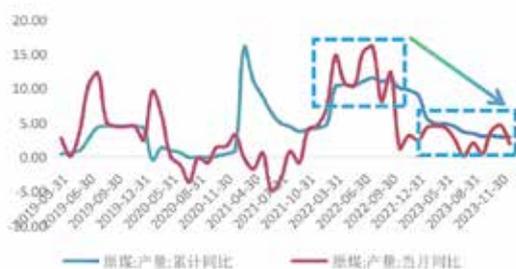
在保供增产等政策推动下，近年国内煤炭产能增加，但产量增速放缓，产能利用率见顶回落，预计 2024 年，国内煤炭智能化与数字化开采转型加速，供给质量提升，安全监察政策较严，产量增速放缓，焦精煤减产风险仍存

“十三五”时期，在煤炭行业供给侧改革推动下，我国累计关闭退出煤矿 5500 处，退出煤炭落后产能 10 亿吨以上，同时释放优质产能 3 亿吨左右。2021 年~2023 年，我国新增煤炭产能 6 亿吨/年。2022 年末，全国煤炭储量 2070.12 亿吨，可采年限 46 年，低于全球煤炭资源可采年限 220 年。2023 年末，全国煤矿数量减少至 4300 处，其中，年产 120 万吨及以上的大型煤矿产量占全国产能的 85% 以上，较 2020 年提高 5 个百分点。从国内产量来看，2023 年我国原煤单月产量 3.88 亿吨，当月同比增速从上年同期的 8% 以上下降至 4.5% 以下，累计同比增速也明显低于 2021 年和 2022 年。2024 年，由于我国供给侧改革后新批复的产能较少，且以动力煤为主，加上安监升级，产能利用率在 2021 年后见顶回落，未来产能增长弹性有限。虽然国家发改委拟建立煤矿产能储备制度，有助于提升中长期产能，但对短期产能影响较小。根据国家统计局数据，2023 年，全国煤炭产量 46.58 亿吨，同比增长 2.90%。煤炭开采和洗选行业产能利用率 74.43%，同比下降 0.47 个百分点。随着人工智能、5G、大数据、区块链等新技术快速发展，煤炭工业加快向生产智能化、管理信息化、煤炭利用清洁化转型，充填开采、保水开采、煤气共采、煤水共采等绿色开采技术应用范围不断拓展，煤矿向自动化、智能化、数字化和绿色化加速转型，供给质量提升。2023 年全国智能化采掘工作面从 400 个快速增加 1600 个左右，全国百万吨煤死亡率降低至 0.094 人/百万吨煤以下。

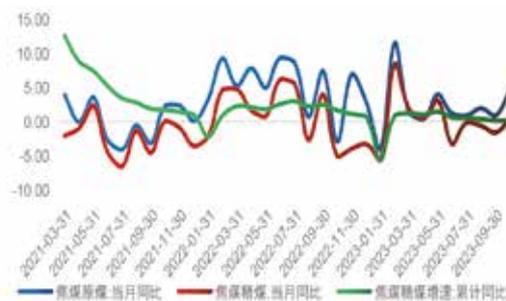
2023 年下半年以来，焦煤因为资源衰减、山西、山东、新疆、河北等焦煤产区产量减少、洗出率受电煤保供而下降，虽然炼焦原煤产量同比增长，但炼焦精煤产量同比下降。由于炼焦原煤部分用于保供，近年洗出率从 40% 下降至 36%（洗出率每下降 1 个百分点，精煤的产量就会减少 1000 万吨），精煤产量增速持续低于原煤，特别是炼焦骨架煤主焦煤产量 23 年同比下降。从焦煤的主产区来看，虽然山西省炼焦原煤产量同比增长，但受

到安全事故、电煤保供、关闭退出落后产能的影响，山西省炼焦精煤产量同比下降 1.12%。山东省主要是受超千米冲击地压矿井关闭退出影响，炼焦原煤和精煤的产量均同比下降 0.54%。由于山西省炼焦精煤产量占到全国一半以上，虽然内蒙、安徽、贵州省炼焦原煤与炼焦精煤的产量同比增长，但也难以抵消山西和山东两省炼焦精煤产量下降的影响。此外，2023 年，由于保供以来高负荷生产，加之部分煤矿智能化开采与安全生产投入不足，事故频发，安全监察升级，国家矿山安全局撤销核增产能 30 余处，减退产能 2625 万吨。同时，国家出台“加强矿山安全生产意见”，要求停建、关闭退出地质复杂、安全条件不符合要求的矿山。在安监升级的背景下，预计原煤增产压力较大，炼焦精煤产量仍存在下降的风险。

图表 11 我国原煤产量增速（单位：%）



图表 12 我国炼焦原煤及精煤产量增速（单位：%）



数据来源：iFinD，东方金诚整理

近年，我国煤炭供给结构持续向主产区集中，2023 年，煤炭主产区晋蒙陕新四省（区）原煤产量合计 37.86 亿吨，占全国原煤产量的 81.28%，区域集中度同比提高 0.32 个百分点。从主产区各省煤炭产量来看，2023 年，山西、内蒙古、陕西和新疆煤炭产量分别为 13.57 亿吨、12.11 亿吨、7.61 亿吨和 4.57 亿吨，同比分别增长 3.78%、3.14%、2.05% 和 10.63%。但受安全事故、关闭退出落后产能与超千米冲击地压矿井等因素影响，山东、河北、黑龙江、辽宁、四川等省份煤炭产量同比下降。

根据中国煤炭工业协会发布的《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量将控制至 41 亿吨左右，全国煤矿数量控制在 4000 处以内，大型煤矿产量占比 85% 以上，大型煤炭基地产量占比 97% 以上。晋北、晋中、晋东、神东、陕北、黄陇、蒙西基地担负全国煤炭供应保障的责任，将建设千万吨级大型智能化煤矿，提高煤炭单矿生产效率，实现煤炭生产转型升级。此外，煤炭行业将持续实施煤矿“上大压小、增优汰劣”，有序释放先进产能，进一步淘汰湖南、江西等地区落后产能，至“十四五”末，全国煤矿数量将由 4500 座减少至 4000 座，建成智能化煤矿 1000 座以上。

综合来看，预计 2024 年，保供政策继续实施，国内煤炭供给质量提升，安监力度加大，动力煤产量中枢将维持在月均 2.4 亿吨的历年高位水平上，但产量增速放缓，高热值动力煤结构短缺。国内焦煤资源短缺，焦煤资源探明储量仅占煤炭总储量的 26%，可采储量中焦煤和肥煤等稀缺煤种占比较低，主焦煤可采年限只有 19 年，由于焦煤洗出率下降，精煤产量增速持续低于原煤，进口关税恢复后，焦煤进口增速将回落，焦煤总体供给弹性仍不足。

2023 年，我国煤炭进口量同比大幅增长，预计 2024 年进口关税恢复，海外运力制约、额度管控，叠加高基数，进口增速放缓

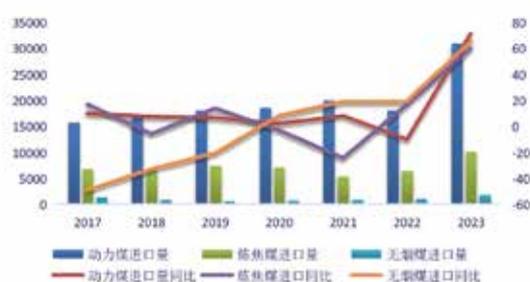
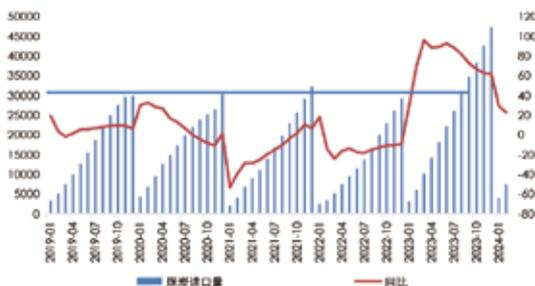
2023 年，欧洲经济低迷，煤炭消费下降，主动去库存，国际低价煤涌入国内；进口零关税政策延续；俄煤出口向亚太转移；蒙煤通关效率提升；澳煤进口恢复，五重因素叠加，煤炭进口超预期增长。2023 年前 8 个月的累计进口量，已超过 2022 年全年进口量，同时超过 19、20 年每年的进口量。2023 年，我国煤炭进口量同比

增长 61.80%。预计 2024 年煤炭进口量保持在 5 亿吨到 5.6 亿吨的较高水平，同比小幅增长，增速放缓，进口煤将继续发挥供给调节器的作用。

从细分煤种来看，2023 年动力煤、炼焦煤、无烟煤均实现进口大幅增长，焦煤进口增速相对较低，主要是因为进口焦煤的价差倒挂，澳洲焦煤进口增幅较小所致。2024 年进口关税恢复后，由于蒙古和俄罗斯适用最惠国税率，从其进口的褐煤、焦煤、无烟煤将被征收 3% 进口关税，蒙古和俄罗斯作为 2023 年我国焦煤最主要的两个进口来源国，进口关税的恢复对焦煤的影响更大一些。动力煤因印尼额度控制、俄罗斯运力瓶颈影响，进口增速将高位回落。

图表 13 我国煤炭进口量及增速（单位：万吨、%）

图表 14 我国动力煤、炼焦煤进口量及增速（单位：万吨、%）

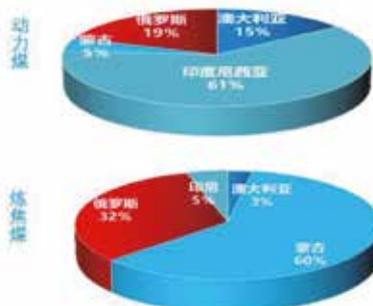


数据来源：iFinD，东方金诚整理

从进口来源国来看，动力煤的进口来源国主要是印尼、俄罗斯和澳大利亚。2023 年，俄罗斯、蒙古、澳大利亚和印尼的煤炭进口量同比都出现大幅增长。2024 年，除俄罗斯外，印尼和澳大利亚适用于 RCEP 协定的零关税税率，因此进口煤关税恢复对印尼和澳大利亚的动力煤进口影响不大。但是焦煤的主要进口国蒙古、俄罗斯在关税恢复后，适用于最惠国税率，澳大利亚的优质焦煤将取代部分俄罗斯和蒙古的焦煤进口份额。另外，从海外煤炭供给弹性来看，近年来，由于双碳目标约束煤企资本开支，煤炭投资仅维持现有矿山设备更新、安全环保、智能化改造，投资规模远低于可再生能源、电网、油气和终端使用效率投资，因此海外供给缺乏弹性，也将制约我国进口煤的增速。

图表 15 2021 年~2023 年我国主要进口来源国的煤炭进口数量（单位：万吨）

图表 16 动力煤和炼焦煤进口来源国进口量占比



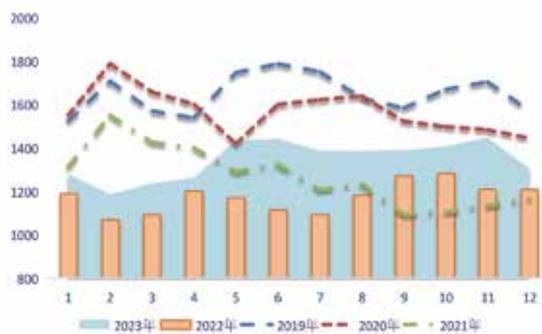
数据来源：iFinD，东方金诚整理

2023 年，增产保供政策和进口量大幅增长影响下，动力煤库存上升，但焦煤受入洗率下降和主产区减产影响，库存持续位于低位，预计 2024 年，动力煤下游被动去库，库存前高后低，焦煤供给仍偏紧，焦煤库存仍处低位

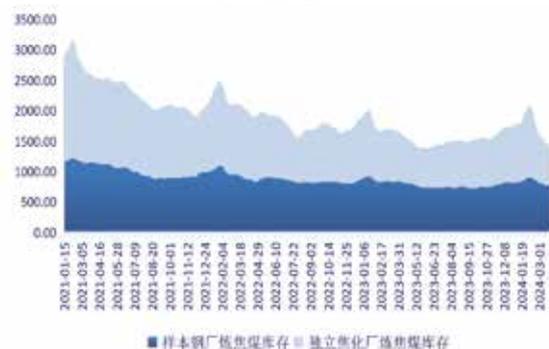
2022年，国家煤炭增产保供政策继续实施，国内煤炭产量维持历年高位，同时煤炭进口量大幅增长，下游电厂被动累库，动力煤库存前低后高。2023年六大发电集团动力煤平均库存1347.90万吨，较2022年同比增长14.60%；库存平均可用天数17.04天，同比增加2.28天。从港口库存来看，2023年秦皇岛港煤炭周平均库存576万吨，同比增长15%；曹妃甸港煤炭周平均库存508万吨，同比增长21%，CCTD主流港口煤炭平均库存6619.35万吨，同比增长22%。2023年末，全国国有重点煤矿煤炭库存2159.20万吨，同比增长4.96%。预计2024年，工业用电量平稳增长，电厂耗煤需求增加，动力煤将从被动补库转向被动去库，煤企保供政策延续，电厂库存将呈现前高后低，恢复至历年中位水平。

受电煤增产保供降低焦煤入洗率、焦煤主产区减产等影响，2023年焦煤库存持续处于低位。2023年末，全国230家独立焦企和247家样本钢厂焦煤库存合计1730.47万吨，同比下降7.79%；京唐港、日照港、连云港、青岛港和湛江港六港炼焦煤库存176.55万吨，同比下降16.40%；山西、河北、山东、安徽、河南五省炼焦煤库存199.90万吨，同比下降25.59%。2024年，焦煤供给仍偏紧，焦化厂主动去库转向主动补库，钢企盈利不佳暂时压制补库意愿，焦煤库存整体仍处低位。

图表 17 2019 年以来六大发电集团动力煤库存（单位：万吨）



图表 18 2021 年以来独立炼焦厂和样本钢厂焦煤库存（单位：万吨）



数据来源：iFinD，东方金诚整理

2023年煤炭价格呈“V”字形走势，预计2024年，动力煤需求增长，产量增速和进口增速放缓，动力煤价格中枢企稳回升，焦煤主产区持续减产，焦精煤减产风险仍存，万亿国债带动基建投资增速上升，铁水焦炭开工维持高位，焦煤价格维持高位

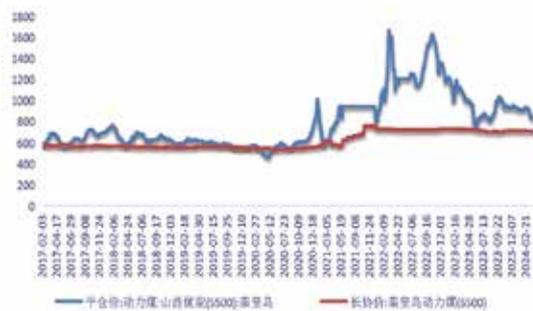
自2017年以来，国家发改委推动煤炭企业与用煤企业实行中长期合同制度和“基准价+浮动价”的价格机制，实行煤炭市场化价格与长协价格双轨并行，长协价格成为煤炭市场稳健发展的基石。国家发改委推动发电供热用煤企业实施中长期合同全覆盖，有助于发电和供热企业提前锁定煤炭资源和价格，平抑煤价大幅波动，促进煤炭市场平稳运行，降低发电供热企业运营成本。2022年2月24日，国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（以下简称“303号文”），将长协煤合理区间由500元/吨~600元/吨重新界定为570元/吨~770元/吨，价格下限和价格上限较之前分别提高了14%和28%。同时，价格机制通知新增设置晋陕蒙三大主产区坑口煤长协价的合理区间分别为：山西370元/吨~570元/吨、陕西320元/吨~570元/吨、蒙西260元/吨~460元/吨、蒙东200元/吨~300元/吨。

2023年12月，国家发改委、国家能源局发布《关于做好2024年电力中长期合同签订履约工作的通知》提出，继续发挥电煤中长期合同在能源保供中“压舱石”和“稳定器”的作用；2024年电煤中长期合同延续此前定价机制和303号文，以港口价格计算的电煤中长期合同应按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，但并未给出明确的基准价和浮动价参考的价格指标。与2023年电煤中长期合同签订履约要求相比，2024年电煤

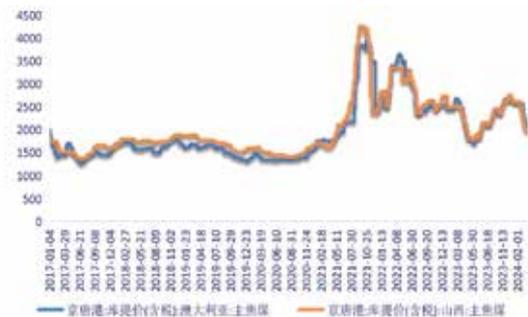
中长期合同的签订需求方范围缩小，仅强制要求统调电厂及承担居民供暖任务的电厂签订长协合同，供热企业不再强制签订长协合同。同时，需求方的签约弹性由 2023 年的 100% ~ 105% 覆盖，下降至 80% ~ 100% 覆盖。供给方煤炭生产企业签订任务量不低于自有资源量的 80%，但对动力煤的签订任务量不再要求不低于自有资源量的 75%。综合来看，2024 年电煤长协合同供需方签约要求均有所放松。

2023 年煤炭价格呈 V 字形走势。上半年，由于经济复苏不及预期，电煤 3 月下旬以来进入传统消费淡季，非电需求疲软，加上欧洲能源需求放缓、高库存压力，进口煤凭借价差优势大幅涌入国内市场，煤价趋势下降；其中，秦皇岛港山西产 5500 大卡优混动力煤市场价在 6 月末下滑至 830 元 / 吨，同比下降 33.17%；京唐港山西产主焦煤库提价在 6 月末下降至 1870 元 / 吨，同比下降 38.69%。下半年，迎峰度夏期间，传统电煤需求旺季，煤价止跌企稳，化工等非电用煤需求增长，叠加海外能源价格走强、进口煤价差优势减弱，进口增速放缓，国内煤价有所回升。2023 年末，秦皇岛港山西产 5500 大卡优混动力煤市场价为 923 元 / 吨，同比下降 22.31%；京唐港山西产主焦煤库提价 2750 元 / 吨，同比增长 0.73%。

图表 19 近年国内动力煤市场价与长协价格走势（单位：元 / 吨）



图表 20 近年国内外炼焦煤价格走势（单位：元 / 吨）



数据来源：iFinD，东方金诚整理

2024 年，动力煤需求增长、供给有所放缓，动力煤库存压力得以缓解。化石能源价格联动增强，高油价支撑国际煤价，国内长协定价机制延续，为动力煤价格筑底；美联储降息周期即将开启，大宗原料价格重估，动力煤供需将形成新平衡，下游去库支撑动力煤价格筑底回升。焦煤供给弹性不足，需求预期改善，大宗原料价格重估，焦煤价格中枢将上升。

近年我国煤炭供给体系持续优化，大型煤矿成为煤炭生产主体，晋蒙陕新等主产区优质产能将继续释放，加之煤炭行业盈利能力将持续改善，煤炭行业重组整合不断推进，区域集中度和行业集中度进一步提升

受益于煤炭价格和煤化工产品价格高位回落影响，2023 年，全国规模以上煤炭企业实现营业收入 3.50 万亿元，同比下降 13.09%；全国规模以上煤炭企业实现利润总额 0.76 万亿元，同比下降 25.22%。

近年，我国煤炭供给体系持续优化，供给弹性较强，大型现代化煤矿成为煤炭供应主体，同时煤炭生产进一步向资源禀赋好、市场竞争力强的晋蒙陕疆地区集中，中东部煤矿赋存条件差、煤质差、资源濒临枯竭的煤矿基本退出，全国煤炭生产主要集中在 14 个大型煤炭生产基地。2023 年，全国 120 万吨 / 年以上大型煤矿产量占比超过 85%；行业前 10 家大型煤企原煤产量占全国原煤产量的比例超过 50%。山西、内蒙古、陕西、新疆、贵州、安徽等 6 个省（区）原煤产量超亿吨，产量合计约占全国产量的 85%。2023 年 3 月，贵州省政府批复组建贵州能源集团有限公司（以下简称“贵州能源集团”），将盘江煤电集团有限责任公司更名为贵州能源集团，并吸收合并贵州乌江能源集团有限责任公司。根据贵州省政府及贵州省国资委相关批复要求，贵州省国资委将贵州水矿控股集团有限责任公司（以下简称“水矿集团”）委托贵州能源集团管理，将在水矿集团债转股完成

后将水矿集团股权划转给贵州能源集团。未来，晋蒙陕新等煤炭主产区优质产能将继续释放，供给结构优化，区域集中度和行业集中度将进一步提高。

《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》指出，到“十四五”末，我国将培育3~5家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业；支持煤炭企业跨行业、跨区域、跨所有制兼并重组。预计未来煤炭行业集中度将进一步提升。

图表 21 煤炭行业规模以上企业及前十大上市公司盈利情况（单位：亿元、%、亿吨、万吨）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

陕西煤业、华阳股份的可采储量为2022年数据；华阳股份产量数据为2022年产量数据；山西焦煤可采储量为2022年末的资源储量数据；苏能股份可采储量为2023年6月末的可采储量数据，产量为2023年1~6月的产量数据。陕西煤业、潞安环能、山西焦煤、苏能股份、华阳股份的营业总收入、利润总额、净利润、毛利率数据使用2023年9月数据。

二、煤炭企业信用表现

2023年，受煤炭价格下降影响，煤企营业收入普遍同比下降，预计2024年动力煤和焦煤供需格局将有所改善，煤炭价格筑底回升，煤企营业收入将同比增长

动力煤企业中，中国神华以煤炭业务为基础，已形成煤炭生产、运输（铁路、港口、航运）和转化（发电及煤化工）一体化运营模式。中国神华在神东、准格尔、胜利和宝日希勒矿区拥有煤炭资源保有可采储量133.80亿吨，2023年中国神华生产动力煤3.25亿吨，煤炭产量同比增长3.5%；销售煤炭4.50亿吨（含外购煤1.25亿吨），煤炭销量同比增长7.7%，但销售均价同比下降9.3%（自产煤售价同比下降8.2%，外购煤售价同比下降13.9%；年度长协价同比下降2.9%，月度长协价同比下降7.4%，现货价同比下降17.5%）。同时，中国神华发电装机容量44634兆瓦，以燃煤发电机组为主，2023年中国神华发电量2122.6亿千瓦时，同比增长11.0%，售电量1997.5亿千瓦时，同比增长11.1%，售电价414元/兆瓦时，同比下降1.0%。受自产煤与外购煤、长协煤和现货煤销售价格下降影响，中国神华煤炭业务销售收入同比下降2.3%，但在电力业务销售收入同比增长9.3%的支撑下，中国神华营业总收入同比下降0.42%。陕西煤业在陕北（神府、榆横）和彬黄（彬长、黄陵）等矿区拥有煤炭可采储量106亿吨以上，且煤炭埋藏浅、赋存条件和开采技术优越，2023年，陕西煤业生产煤炭1.64亿吨，同比增长4.10%，销售煤炭2.53亿吨，同比增长12.60%，受益于煤炭销量增加，陕西煤业营业总收入同比增长2.38%。中煤能源在山西、内蒙古和陕西拥有可采储量138.71亿吨，2023年生产商品煤1.34亿吨，同比增长12.6%，但受煤炭和煤化工产品价格下降影响，中煤能源营业总收入同比下降12.52%。

炼焦煤企业中，山西焦煤主要矿区位于晋中煤炭基地，以及临汾和吕梁地区，拥有煤炭资源储量66.00亿吨，

烟煤企业晋能装备、华阳股份毛利率同比均下降 1 个百分点。

预计 2024 年，经济持续复苏，二三产业电力需求增加，动力煤需求同比保持增长，同时，国内煤炭产量增速和进口增速放缓，供需基本平衡，动力煤和炼焦煤价格企稳回升，煤企毛利率将维持高位。但江西、贵州、山东、河北煤矿地质构造复杂，区域内部分煤企吨煤完全成本上升，毛利率仍将有所回落。

图表 23 近年样本企业毛利率中位数及部分样本企业毛利率情况（单位：%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

受煤炭价格下降影响，2023 年煤企净利润同比减少，部分动力煤企业非经常损益减少和部分炼焦煤企业受煤炭价格与煤化工产品价格双降影响，净利润降幅较大，预计 2024 年，煤炭价格筑底回升，煤企净利润将同比增长

动力煤企业中国神华受煤炭平均销售价格下降、自产煤单位生产成本上涨、外购煤采购成本上升影响，煤炭业务利润同比下降，同时税额抵减较少，所得税费用增加，公司净利润同比下降 14.81%。陕西煤业受煤炭销售价格同比下降较多，公允价值变动损益和投资收益同比降低，归属于上市公司股东的净利润同比下降 39.59%。中煤能源加快煤炭先进产能释放，自产商品煤销量 1.34 亿吨，同比增长 11.3%，净利润同比增长 1.38%。伊泰股份 2023 年煤炭产量 5179.88 万吨，同比增长 7.23%，煤炭销量 6780.91 万吨，同比增长 2.74%，但受煤炭价格下降影响，伊泰股份销售毛利润同比下降 30.34%，净利润亦同比降幅较大。

受商品煤价格下降影响，大型炼焦煤（喷吹煤）企业潞安环能利润总额同比下降 41.44%，归属于上市公司股东的净利润同比下降 44.11%。山西焦煤受煤炭和焦炭价格下降影响，净利润同比下降 29.54%。焦煤企业平煤股份和开滦股份，受煤炭销售价格和焦化产品价格下降影响，净利润预计同比分别下降 31.42% 和 50.82%。无烟煤企业晋能装备洗末煤和洗块煤售价同比下降，净利润预计同比下降 26.08%。

预计 2024 年，动力煤和焦煤需求保持增长，但产量增速和进口煤增速放缓，煤炭价格企稳回升，煤企净利润将同比增长。

图表 24 近年样本企业净利润中位数及部分样本企业净利润情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

“双碳”目标下，煤企投资新建矿井等资本支出意愿不足，盈利和现金流仍处于历史较高水平，煤企继续置换高成本债务，资产负债率下降，但部分历史债务负担较重和安全生产压力较大的煤企，负债率仍位于较高水平，未来去杠杆压力较大

大型动力煤企业中国神华和陕西煤业资产负债率较低，尽管收入和利润同比下滑，但盈利和现金流仍位于历史较高水平。煤企继续置换高成本债务、加大对债务偿付，大型动力煤企业伊泰股份、晋控煤业和大型炼焦煤企业潞安环能、山西焦煤负债率同比下降。大型动力煤企业中国神华负债率低于 25%，进一步压降的空间有限。山西无烟煤企业晋能装备由于在建煤矿和煤化工项目陆续投资，资产负债率在 75% 以上进一步上升；安徽炼焦煤企业淮南矿业历史债务负担较重，随着短期借款到期偿还，资产负债率同比下降至 70% 以下，但未来去杠杆压力仍较大。安源煤业下属煤矿在安全事故停产整顿后恢复生产，净利润扭亏为盈，资产负债率同比略有下降，但仍高于 94%。

预计 2024 年，焦煤企业平煤股份和动力煤企业淮南煤业有望持续偿付债务，剥离债务负担较高的资产，债务负担将有所减少，资产负债率将趋于下降；但安源煤业煤炭赋存条件较弱，安全生产压力较大，安全生产投入与矿井智能化改造资本支出较大，预计资产负债率将维持在 90% 以上。

图表 25 近年样本企业资产负债率中位数及部分样本企业资产负债率情况（单位：%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

动力煤企业安源煤业 EBITDA 利息倍数较低，中国神华、陕西煤业、榆能集团 EBITDA 利息倍数较高；焦煤企业平煤股份和淮南矿业、无烟煤企业晋能装备 EBITDA 利息倍数较低

大型动力煤企业中国神华、陕西煤业利息支出金额较小，折旧摊销增幅较大，EBITDA 利息倍数较高，偿债能力较强。炼焦煤企业安源煤业和淮南矿业，无烟煤企业晋能装备债务负担较重，利息支出规模较大，EBITDA

利息倍数较小；安源煤业下属煤矿安全事故停产整顿后，恢复生产，利润扭亏为盈带动 EBITDA 利息倍数提升，但整体水平仍处于同业低位。

预计 2024 年，大型动力煤企业中国神华、陕西煤业和榆能集团债务负担和利息支出进一步减少，偿债能力维持较强水平；动力煤企业安源煤业，焦煤企业平煤股份和淮南矿业、无烟煤企业晋能装备，尽管盈利和偿债能力回升，但债务负担仍较重，EBITDA 利息倍数维持较低水平。

图表 26 样本企业 EBITDA 利息倍数中位数及部分样本企业 EBITDA 利息倍数（单位：亿元、倍）



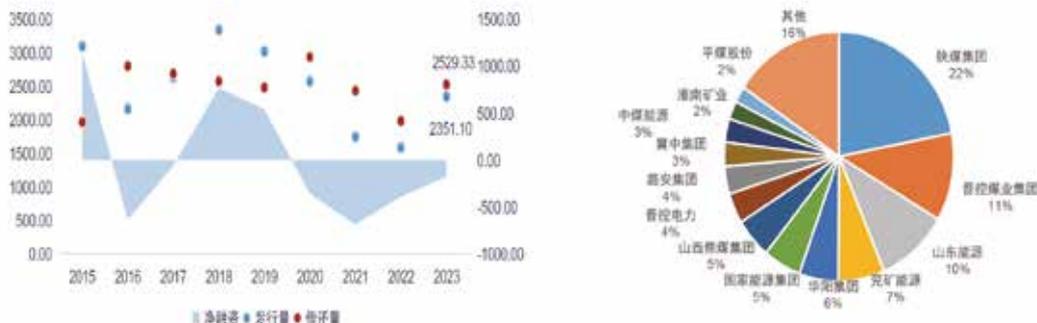
资料来源：iFinD，东方金诚整理

三、煤炭行业债券市场表现

煤炭行业债券发行规模同比下降，行业高等级利差逐渐收窄，预计 2023 年煤炭行业偿债规模下降，煤企集中兑付压力较小

2023 年，煤炭行业发行债券 186 只，发行债券金额 2351.10 亿元，实现净融资 -178.23 亿元。截至 2023 年末，煤炭行业存续期债券 485 只，发行主体以地方国有企业为主。债券余额主要集中于 AAA 高等级煤企，陕煤集团、晋控煤业集团、山东能源、兖矿能源等债券余额规模较大。

图表 27 煤炭行业债券发行、偿还、净融资规模与存量债券金额分布情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

2023 年，煤炭行业无存续债违约。2023 年煤炭价格维持高位，煤企保持良好的现金净流入，煤企新发行债券主要用于债务置换，预计 2024 年，煤炭价格筑底回升，现金流改善将继续用于偿还债务，债务负担进一步下降，债务结构优化，行业集中兑付压力较小，总体风险可控。

2023 年，煤炭企业中 1 家企业级别出现变动。大公国际将郑州煤炭工业(集团)有限责任公司(以下简称“郑煤集团”)主体信用等级由 BBB+/负面 下调至 BBB-/负面，主要是因为郑煤集团部分贷款逾期，持有上市公司郑州煤电一半以上的股权被冻结和质押，同时债务负担沉重。

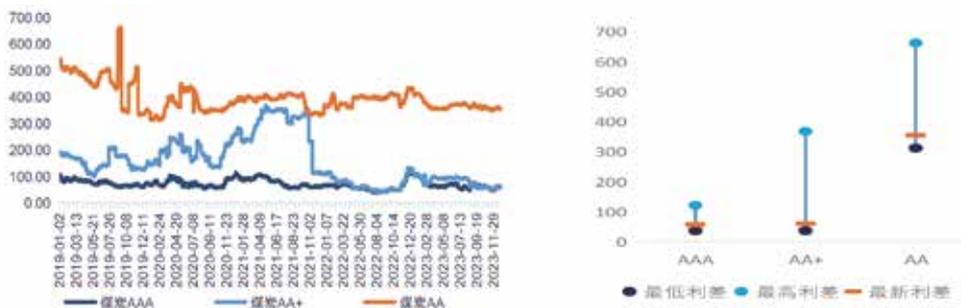
图表 28 2023 年煤炭企业主体信用等级及展望调整情况

调整类型	公司名称	评级机构	主体信用等级与展望调整	调整时间	最新主体评级及展望
级别上调			无		
级别下调	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	大公国际	BBB+/负面→BBB-/负面	2023-04-25	BBB-/负面

数据来源: iFinD, 东方金诚整理

2023 年，煤炭行业信用利差波动下行，各等级利差均已压缩至接近行业历年最低水平。预计 2024 年货币政策稳健偏松，流动性保持充裕，煤价筑底回升，行业盈利改善，行业利差还将维持历史低位水平。

图表 29 煤炭行业各等级信用利差(中位数)走势及利差分位数



资料来源: iFinD, 东方金诚整理

四、信用风险展望

2024 年，煤炭下游需求保持增长，产量与进口增速放缓，供需格局改善，煤价企稳回升，煤企盈利改善，信用质量位于近年高位

2024 年，工业库存周期见底，制造业转型升级，传统高耗能产业用电增速放缓的情况下，高技术装备、IDC 数据中心、新能源汽车制造等新兴产业的用电量快速增加，支撑工业用电增长，二三产业用电需求和化工行业耗煤增长将带动动力煤需求增加。房地产“三大工程”加快建设，房地产投资降幅收窄，房地产用钢需求恢复缓慢，中央财政提高赤字率，增发万亿国债，基建投资稳增长，钢结构、工业与出口用钢增长较快，贡献用钢增量，焦煤需求预期改善。保供增产政策推动下，国内煤炭产能增加边际弹性减弱，产能利用率见顶回落，产量增速放缓，国内煤炭智能化与数字化开采转型加速，供给质量提升，安全监察政策较严，原煤产量增速放缓，焦精煤减产风险仍存。进口关税恢复，海外运力制约、额度管控，叠加高基数，进口增速放缓。动力煤需求增长，产量增速和进口增速放缓，动力煤市场价格企稳回升。焦煤需求预期改善，但主产区持续减产，铁水焦炭开工维持高位，焦煤价格维持高位。

受益于煤炭价格企稳回升，2024 年煤炭企业营业收入和净利润将恢复增长。煤企整体资产负债率将进一步下降，但江西、安徽、贵州煤炭赋存条件较弱，煤企安全生产投入和智能化矿井改造支出较大，资产负债率将进一步上升。动力煤企业中国神华、陕西煤业、榆能集团 EBITDA 利息倍数维持较高水平。动力煤企业安源煤业和淮南矿业、焦煤企业平煤股份、无烟煤企业晋能装备 EBITDA 利息倍数仍将位于较低水平。

权利及免责声明

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方 / 发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

声 明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

分支机构

东方金诚国际信用评估有限公司 上海分公司

Add: 上海市浦东新区世博大道1919号2号楼6层

Tele: 86-021-68818901

E-Mail: dfjcsh@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 广东市场部

Add: 广州市天河区花城大道667号美林基业大厦
604室

Tele: 13607811346

E-mail: xiongweijian-jc@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 深圳分公司

Add: 深圳市福田区沙头街道下沙社区滨河路
9289号下沙村京基滨河时代广场A座4302C

Tele.: 0755-82559527

E-mail: rsz@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 吉林分公司

Add: 长春市宽城区胜利大街498号
吴太商务中心703室

Tele: 0431-80602619

E-mail: rjl@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 辽宁分公司

Add: 大连市中山区中山路88号天安国际大厦
1701室

Tele: 86-0411-82556107

E-mail: rjl@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 山东分公司

Add: 青岛市市南区香港中路6号世贸中心
B座2204室

Tele: 86-0532-85919139

E-mail: rsd@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 甘肃分公司

Add: 甘肃省兰州城关区东岗西路621号长业金座22楼

Tele: 86-0931-8629267

E-mail: rgs@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 河南分公司

Add: 郑州市郑东新区商务外环路3号中华大厦
30楼3009室

Tele: 86-0371-53626506

E-mail: rhn@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 江苏分公司

Add: 南京市建邺区庐山路188号新地中心一期
28层2804

Tele.: 86-025-86200586

E-mail: dfjc-jsswzyz@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 安徽分公司

Add: 合肥市蜀山区怀宁路288号
置地广场C座4406、4407

Tele: 0551-65109930

E-mail: rah@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 湖北分公司

Add: 武汉市硚口区武胜路泰合广场2305室

Tele: 86-027- 85630360

E-mail: rhb@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 浙江分公司

Add: 杭州市富春路290号钱江国际时代广场
3号楼22层

Tele: 86-0571-87858232

E-mail: rzj@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 四川分公司

Add: 成都市高新区锦城大道666号奥克斯财富中心
C座12层9号

Tele: 86-028-86282550

E-mail: scdfjc@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 重庆分公司

Add: 重庆市渝北区红锦大道86号恒大中渝广场
3号楼9-1

Tele: 86-023-68089226

E-mail: rcq@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 江西分公司

Add: 南昌市红谷滩新区江报路69号唐宁街
B座14楼1402室

Tele: 86-18611922244

E-Mail: tianyujie@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 湖南市场部

Add: 湖南省长沙市开福区芙蓉中路1段593号
湖南国际金融大厦17层1716室

Tele: 13811850862

E-Mail: sunpu@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 福建分公司

Add: 福州市鼓楼区五四路71号国贸广场27层

Tele: 15652453688

E-mail: zhouzheyu@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 广西分公司

Add: 南宁市青秀区古城路39号香江花园4号
写字楼26层

Tele: 86-0771-2869962

E-mail: rgx@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 云南分公司

Add: 昆明市滇池度假区红塔东路198号海埂悦府
小区11栋商业楼

E-mail: yncw@coamc.com.cn

如有疏漏请于我们联系

☎ 86-10-62299800

✉ DFJCPX@coamc.com.cn

媒体关系

☎ 86-10-83439762

✉ lixiaofeng-dfjc@coamc.com.cn

守正立信 持诚致远



东方金诚国际信用评估有限公司

 北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

 86-10-62299800 (总机)

 86-10-62299803

 DFJCPX@coamc.com.cn