

民企信用能力演化及困境探索

联合资信 艾仁智 李天娇 胡乾慧 陈茵

前言：经过近四十年年的发展，民营经济已成为我国公有制为主体多种所有制经济共同发展的重要组成部分，在稳定增长、促进创新、增加就业、改善民生等方面发挥了重要作用，是推动经济社会发展的重要力量。具体表现为，民营经济在国民经济中已具有了“五六七八九”的特征，即贡献了50%以上的税收，60%以上的国内生产总值，70%以上的技术创新成果，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量，充分反映了我国民营经济的重要地位和作用。但是，自2017年下半年以来，随着我国宏观去杠杆力度的不断加强，民企债券违约高发，民企融资难、融资贵等现象日渐突出，引起了社会各方的广泛关注，2019年民企债几乎成为被市场普遍看空的投资类型。为什么民企在这一轮去杠杆过程中信用能力表现的如此不堪一击？民企信用债还有投资价值吗？为回答上述问题，本文首先试图通过回顾我国民营企业的发展历程，分析其在国民经济产业链中所处的地位、经营与治理特性、信用特征及演化过程，来探讨民企在产业链、经营和财务方面的脆弱性及特征。研究发现：

■ 民企大多处于整个国民经济产业链中的中下游及竞争性行业，这些行业周期性特征较为明显，行业自身运行的波动性较大，且竞争相对激烈，这自然决定了民企在经营过程中受市场、政策的影响较大。所处行业本身的波动性决定了民企经营的波动性要高于所处上游资源型和垄断性行业的国企。

■ 民企定价权较弱，毛利率水平相对较低，加之融资成本较高，内在的抗风险能力较弱，使其经营的脆弱性凸显。同时，民企的公司治理机制并不完善，频频爆出实控人风险、财务造假、信息披露不全、资金运用不合理等问题，进一步加剧了民企经营的脆弱性。民企自身的免疫力不强，且相较国企缺少足够的外部支持和资源调动能力，导致民企易受外部环境的冲击，抗风险能力相对国企而言较弱。

■ 民企的财务韧性不够。首先，融资特性决定了其具有一定的财务脆弱性。民营企业融资渠道、融资结构、融资规模和融资成本受外界因素影响较大，如民企直接融资占比低，债券融资规模小，融资渠道不够畅通；短期融资占比高，短期偿债压力大；融资成本高等，这些特性使得民企更易受经济形势、监管政策、货币流动性、市场偏好、突发事件等的影响。其次，由于民企经营层面的脆弱性，导致民营企业财务比较脆弱。经营的恶化使得企业财务状况恶化，信用风险加大，进而使得资金提供方对企业的投资意愿降低，加剧企业的融资风险。民营企业融资的脆弱性，决定了民营企业更容易发生融资风险，且融资风险、经营风险和信用风险之间的相互传导在民营企业身上更为突出。

在以上分析的基础上，结合民企近几年在债券市场上的信用表现，可以看出：从发债主体级别来看，2011—2019年AA级民企发行人数量经历了先升后降的趋势，尤其是近三年AA级民企发行人占比下降较快。从发债期限来看，民营企业近20年新发债以中短期为主，加权平均发行期限为3.02年，而国有企业发债期限更长，加权平均发行期限为3.40年。从发行利差来看，历年民企信用利差均高于国企，且自2018年以来，民企与国企间的信用利差走扩，并达到过230BP的历史高位。从净融资额来看，2010—2016年民企和国企的净融资额均呈上升走势，2017—2019年，民企净融资额由正转负，而国企却逐年增加，两者分化加剧。从违约来看，近三年民企违约率均高于国企。

其次，本文通过违约民企样本的研究分析，从财务风险、公司治理风险、股权质押风险、非标风险信息预警等多个角度，提出了具体的风险甄别方法和指标。其中，需要特别指出的是：

■ 提前一年预警情境下，违约与非违约民企样本在货币资金/短期有息债务、净资产收益率、销售净利率和总资产周转率四个财务指标上存在显著性差异。从中位数值来看，违约民企的表现均明显劣于非违约民企。

■ 违约民企中被出具非标准审计意见年报的家数和比例较国企更高。2018年年报被出具非标准审计的民企最终发生违约的比例为41%，具有一定的预警作用。

■ 大股东股权质押比例高对违约的表征作用较为明显，配合其他的判别条件，实证预警准确率达到40%。从股权质押风险的传导路径分析以及数据分析可以看出，股权质押比例极高通常反应了大股东或上市公司偿债压力较大，而风险的触发往往涉及到融资环境的紧张、股价持续下跌、债券回售行权。预警规则为：股权质押比例 $\geq 80\%$ 且一年内回售、提前还款的行权债务具有一定规模（ ≥ 5.00 亿元）或现金短期债务比（考虑行权债务） $\leq 20\%$ 。

■ 非标风险信息对债券违约的预警作用主要体现在竞争性行业和民营企业，平均预警提前量为100天；广义违约口径下预警成功率提升至72.00%。

根据上述分析，并结合2019年12月中共中央、国务院印发的《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》等对民企的支持文件及政策，本文最后试图对2019年末以来爆发的新冠肺炎疫情可能对民企带来影响进行分析研究，探索民企债未来投资机会。

一、民企行业地位和特性

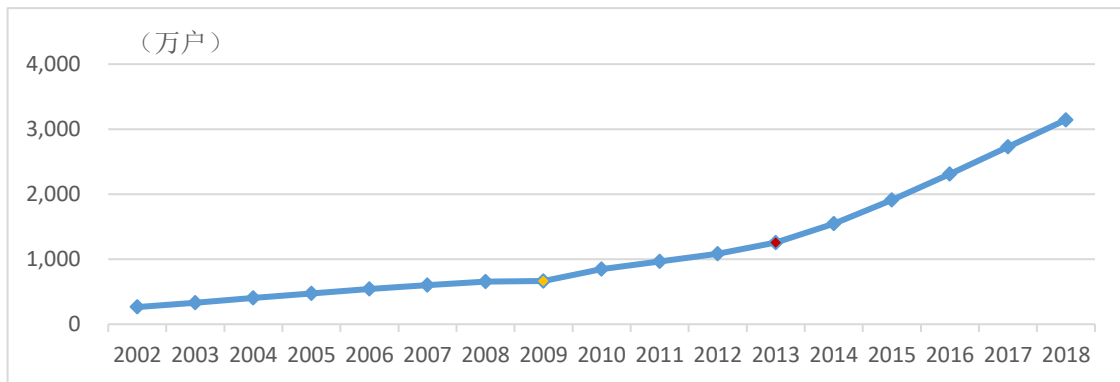
改革开放以来，经过四十年年的发展，民企已成为国民经济的重要组成部分。然而民企多处于产业链下游及竞争性行业，毛利率水平相对较低。

（一）民企发展历程概述

改革开放以来，中国民营企业经历了从无到有、从小到大、从弱到强的成长历程，已成为国民经济的重要组成部分。

1978年十一届三中全会召开，开启了中国民营经济的萌芽与起步时代。民营企业从被限制到被承认，之后10多年在曲折中起步。1992年邓小平同志发表“南方谈话”后，兴起了新一轮民营经济热潮。1997年党的十五大对国有经济提出“抓大放小”的方针，大量国有企业战略性重组改制，民企由此获得快速发展。2002年以来，我国民营企业发展可分为三个阶段：一是2002—2009年，随着中国加入WTO后开放力度进一步加大，改革继续深化，国务院于2005年发布了鼓励支持和引导个体民营等非公有制经济发展的“非公经济36条”，在内外经济形势向好以及政策的推动下，民营企业在这一时期得以高速发展，年均复合增长率达14.10%。二是2009—2013年，随着国务院再次印发“民间投资新36条”，鼓励和引导民间资本进入基础产业和基础设施、市政公用事业等领域和法律法规未明确禁止准入的行业，民企发展再次提速，年均复合增长率达到17.21%。三是2013年后，随着党的十八届三中全会召开，民营企业迎来新的发展阶段。截至2018年末，我国民营企业户数达到3143.26万家，2013—2018年期间年均复合增长率达到20.18%，发展速度上新台阶（见图1.1）。

图 1.1 中国民营企业户数



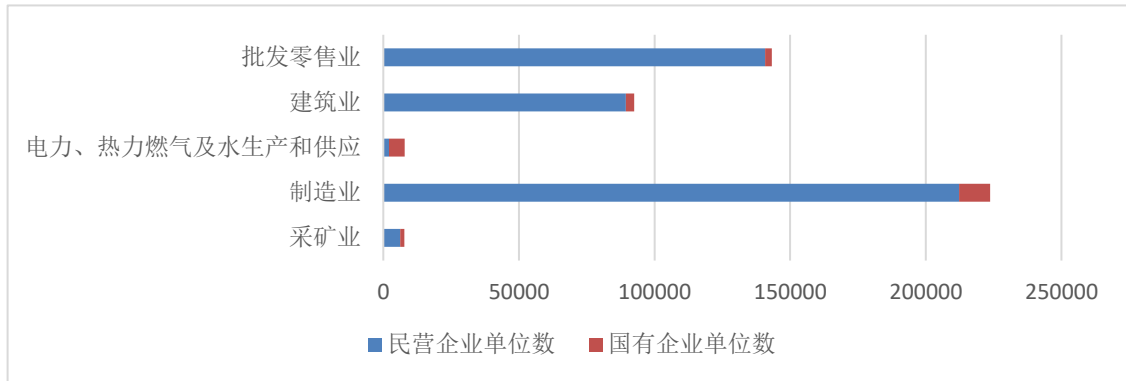
数据来源：国家统计局、Wind

（二）民企产业布局及行业地位

1. 从当前行业布局看，民企多处于产业链下游及竞争性行业，上游资源型行业和垄断型行业仍以国企为主

从企业数量来看，截至2018年末，在国民经济几大门类中，民营企业除在电力、热力燃气及水生产工业行业低于国企，在其余主要行业均远超国企。具体来看，民企业数在批发零售业，建筑业，制造业，采矿业，电力、热力燃气及水生产和供应业的占比分别为99.16%、96.67%、94.90%、80.46%和26.60%。

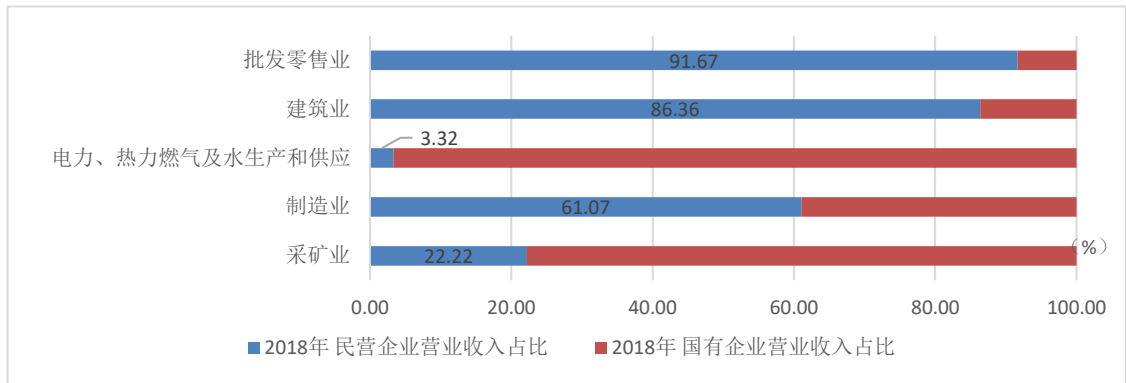
图 1.2 2018 年民企和国企单位数对比



注：基于数据可得性，批发零售业为限额以上批发业和限额以上零售业加总值；建筑业民营企业数采用的内资企业总数减去国有企业数和集体企业数，房地产业由于没有营业收入数据，此节未纳入对比，下同
数据来源：《中国统计年鉴 2019》，联合资信整理

考虑到民企虽在数量上占有较大优势，但大部分规模较小。本文主要采用营业收入来衡量行业布局情况。2018 年，民企在批发零售业、建筑业均占据了绝对优势，营收占比分别为 91.67%和 86.36%；在制造业，民企也具有一定优势，占比达 61.07%。而国企则主要集中于采矿业和电力、热力燃气及水生产工业等上游资源型或垄断性行业，占比分别为 77.78 和 96.68%。

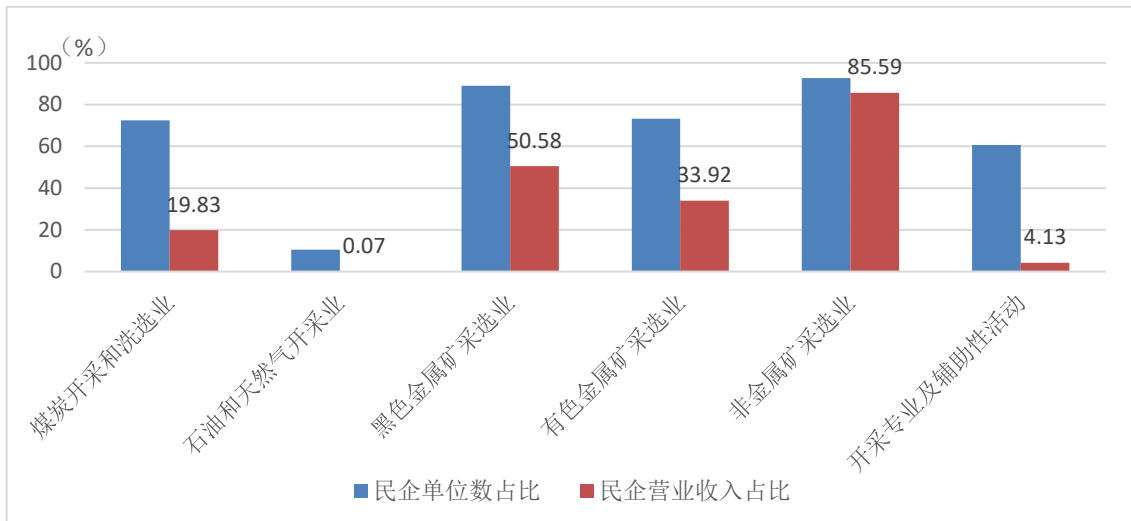
图 1.3 2018 年民企和国企营业收入占比对比



数据来源：《中国统计年鉴 2019》，联合资信整理

从大类行业看，采矿业中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业是两大主要细分行业，分别占据 54%和 21%的份额。黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业和开采专业及辅助性活动的行业份额均在 5%上下，其他采矿业市场份额极小。从上述主要行业的营收结构看，国企在石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业处于绝对控制地位。民企仅在非金属矿采选业占据优势，占比达到 85.59%；在黑色金属矿采选业和有色金属矿采选业的占比分别为 50.58%和 33.92%，具有一定的竞争力。

图 1.4 2018 年民企在采矿业企业数和营业收入占比情况



数据来源：《中国统计年鉴 2019》，联合资信整理

制造业中，除烟草制品业民企数目较低，其余 29 个制造业民企数目均占比较高（均在 80%以上）。从营业收入来看，民企在家具制造业、纺织业、农副食品加工业等 24 个中下游轻工业中占据较高比重，而在烟草制品业，金属制品、机械和设备修理业，石油加工、炼焦及核燃料加工业，交通运输设备制造业，有色金属冶炼及压延加工业，黑色金属冶炼及压延加工业这少数几个产业链重工业或垄断型行业则由国企控制或占据优势。

表 1.1 2018 年民企在制造业企业数和营业收入占比情况

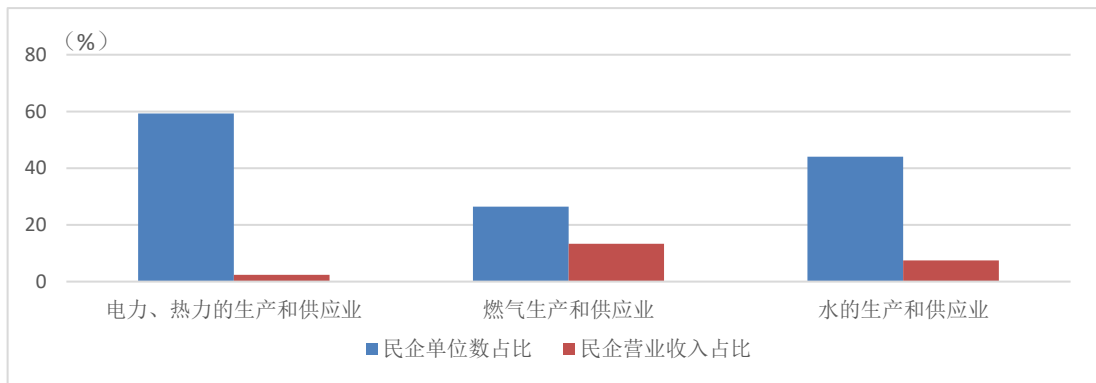
行业	民企单位数占比 (%)	民企营业收入占比 (%)
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	99.51	98.57
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	98.83	97.53
纺织服装、鞋、帽制造业	97.91	97.42
家具制造业	99.55	95.72
纺织业	98.71	95.03
工艺品及其他制造业	96.85	92.57
文教体育用品制造业	98.72	91.45
橡胶和塑料制品业	97.86	91.13
金属制品业	96.88	89.49
造纸及纸制品业	97.73	88.88
农副食品加工业	96.09	88.84
废弃资源和废旧材料回收加工业	96.85	86.95
印刷业和记录媒介的复制	92.34	84.37
食品制造业	93.87	82.78
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	91.65	82.32
非金属矿物制品业	93.12	80.61
通用设备制造业	95.49	76.46
电气机械及器材制造业	95.92	76.42
化学纤维制造业	96.13	74.11
专用设备制造业	93.88	69.80

行业	民企单位数占比 (%)	民企营业收入占比 (%)
医药制造业	88.95	69.19
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	92.78	64.42
化学原料及化学制品制造业	91.99	59.80
饮料制造业	93.15	56.28
黑色金属冶炼及压延加工业	91.19	45.60
有色金属冶炼及压延加工业	88.81	42.06
交通运输设备制造业	90.15	26.62
石油加工、炼焦及核燃料加工业	81.51	21.90
金属制品、机械和设备修理业	93.67	15.71
烟草制品业	5.10	0.14

数据来源：《中国统计年鉴 2019》，联合资信整理

电力、热力燃气及水生产供应业中，各细分行业下民企营业收入占比均远低于国企，其中燃气生产和供应业的份额最高，但仅为 13.31%。在电力、热力的生产和供应业，民企收入仅占 2.40%。

图 1.5 2018 年民企在电力、热力燃气及水生产供应业行业企业数和营业收入占比情况



数据来源：《中国统计年鉴 2019》，联合资信整理

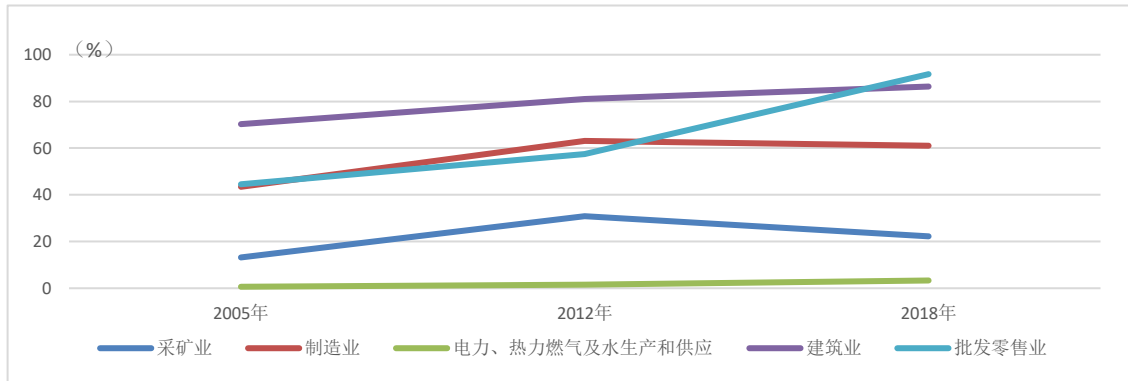
2.从行业布局演化历程看，2005 年以来，民企在批发零售业、建筑业和制造业等竞争相对激烈的行业发展较快；在电力、热力燃气及水生产和供应行业这类垄断性行业变化不大；2012 年以来，民企在采矿业等资源型行业份额有所下降

从 2005—2018 年¹行业布局的演化来看，民营企业在主要门类行业营业收入占比均呈扩大趋势。其中，批发零售业、建筑业份额分别从 2005 年的 45%和 70%上升到 2018 年的 92%和 86%，增长较快；采矿业占比由 2005 年的 13%上升到 2012 年的 31%，2018 年下降到 22%，呈波动增长态势；电力、热力燃气及水生产和供应行业占比则一直很低，占比由 2005 年的不足 1%上升到 2018 年的 3%。在电力、热力燃气及水生产和供应行业这类垄断性行业，民企虽略有拓展，但现有市场份额

¹ 基于数据可得性和可比性，我们选取 2005 年为起点，2012 年为中间点，2018 年为现在时点来观察分析民企的演化过程。

仍非常小，未来仍具有较大的上升空间。从制造业看，2013 年以来，民企份额稳定在 62%左右，未来随着工业 4.0 的推进，民企在制造业的份额也有可能进一步扩大。

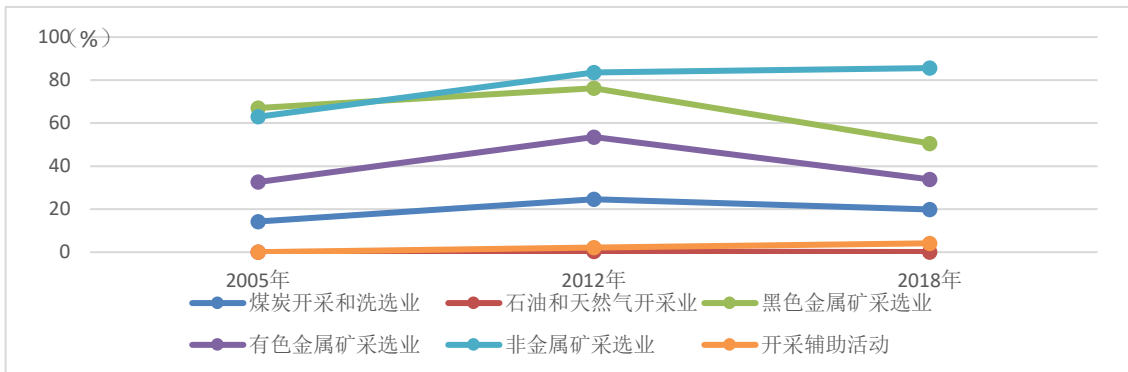
图 1.6 2005—2018 年各行业民企营业收入占比变化情况



数据来源：历年《中国统计年鉴》，联合资信整理

从大类行业看，采矿业中，2005—2018 年民企在煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业以及黑色金属矿采选业均经历了先升后降的波动走势。波动变化主要原因与煤炭、钢铁等行业近些年的政策影响及供求变化有关。2008 年美国次贷危机后，全球包含中国经济在内均受到一定影响，在市场需求不足的影响下，煤炭、钢铁等行业处于行业底部；随后“四万亿”刺激拉动了经济增长，并带动煤炭、钢铁等价格上升，市场需求得以快速回升，在此背景下，煤炭、钢铁等行业开始大规模行业重组与新建产能，2010—2013 年保持高速增长，民企占比也有较大提升；后期逐渐供大于求，煤炭、钢铁等价格出现较大下行；供给侧改革开始后，通过去产能、行业加速重整（民企因为规模较小更多地被兼并重组）等方式，煤炭、钢铁等行业又恢复生机。在此过程中，民营企业在煤炭、钢铁等行业的占比也经历了先升后降的趋势，但总体占比仍不如国企或与国企相当。在石油和天然气开采业，2005—2018 年民企整体份额基本稳定，一直占据较低的市场份额（未超过 8%）。

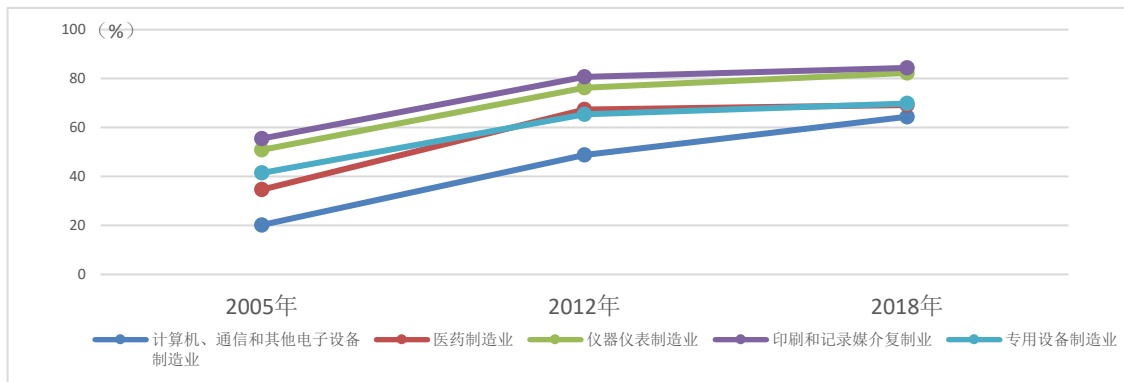
图 1.7 2005—2018 年采矿业民企营业收入占比变化情况



数据来源：历年《中国统计年鉴》，联合资信整理

制造业中，2005—2018年，民营企业在28个大类行业中营业收入占比均有所增加，其中涨幅最大的前五大行业分别为计算机、通信和其他电子设备制造业、医药制造业、仪器仪表制造业、印刷和记录媒介复制业和专用设备制造业，涨幅在28%~44%之间。2018年，这五大行业民企所在市场份额均超国企，反映出近年民企在计算机通讯、医药等制造业领域的进一步发展。民企仅在文教、工美、体育和娱乐用品制造业，废弃资源综合利用业占比略有下降，但总占比仍维持在85%以上。

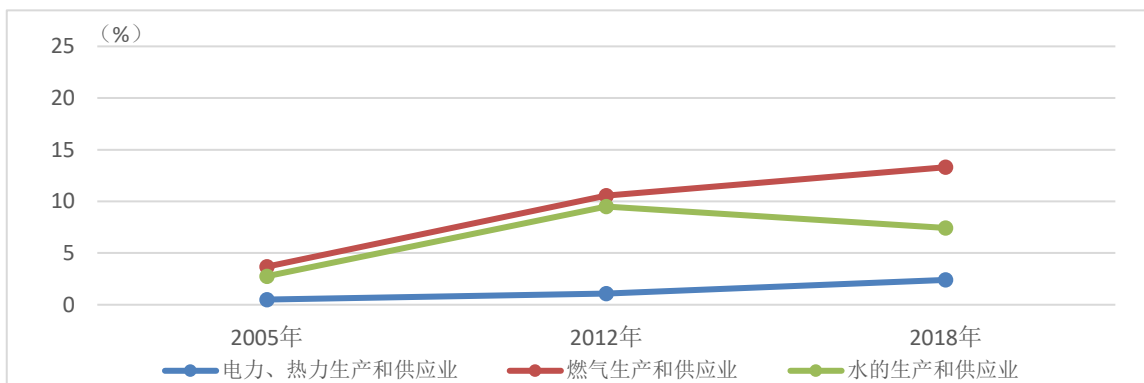
图 1.8 2005—2018年制造业民企营业收入占比变化情况



数据来源：历年《中国统计年鉴》，联合资信整理

电力、热力燃气及水生产供应业中，民企虽然在各细分行业营业收入占比均呈增长态势，但占比均较低。其中，民企在供水行业份额相比2012年有所下滑，反映出民企受政策鼓励正在逐渐进入一些市政公用事业领域，但节奏较慢。相关公共产品价格形成机制尚未完全市场化，在一定程度上延缓了民企的进入步伐。

图 1.9 2005—2018年电力、热力、燃气及水生产供应业民企营业收入占比变化情况



数据来源：历年《中国统计年鉴》，联合资信整理

（三）民企在产业链中的脆弱性

综上所述，民企大多处于整个国民经济产业链中的中下游及竞争性行业，行业

周期性特征较为明显，行业自身运行的波动性较大，竞争又相对激烈，这自然决定了民企在经营过程中受市场、政策的影响较大。所处行业本身的波动性决定了民企经营的波动性要高于所处上游资源型和垄断性行业的国企。

二、民企运营与治理情况

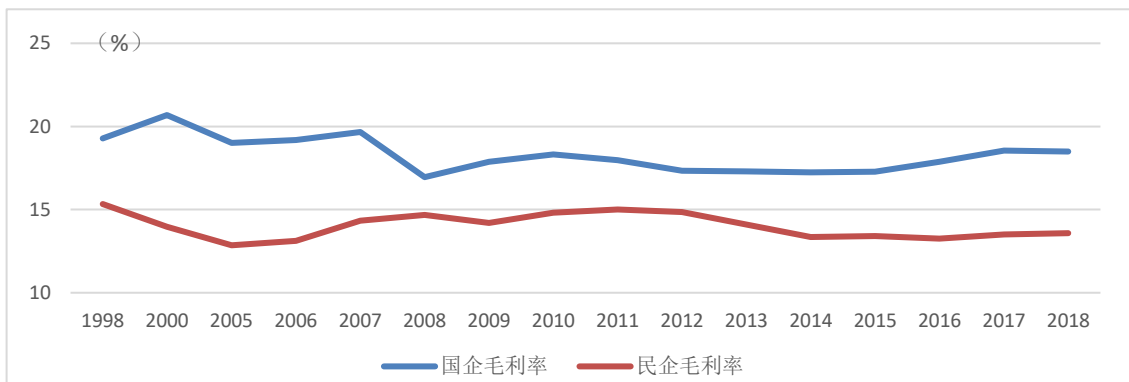
由于数据可得性和可比性的原因，本节主要分析工业企业²的运营情况。

（一）民企经营情况

1. 民营企业的行业布局决定了其定价权较小，毛利率较低

从毛利率来看，1998 年以来，国企的毛利率始终高于民企。分阶段看，1998—2007 年，差距平均在 5.6 个百分点左右。2008 年国际金融危机以后，国企与民企间的毛利率差距一度有所收窄，平均在 3.0 个百分点。2012 年以后，又逐步扩大，平均在 4.3 个百分点。从 2016—2018 年的变化情况来看，受供给侧改革正面影响，布局产业链中上游的国企受益较高，毛利率有所增加，而同期民企毛利率基本保持稳定，两者间的差距进一步扩大到 5 个百分点左右。

图 2.1 1998—2018 年国企和民企毛利率对比

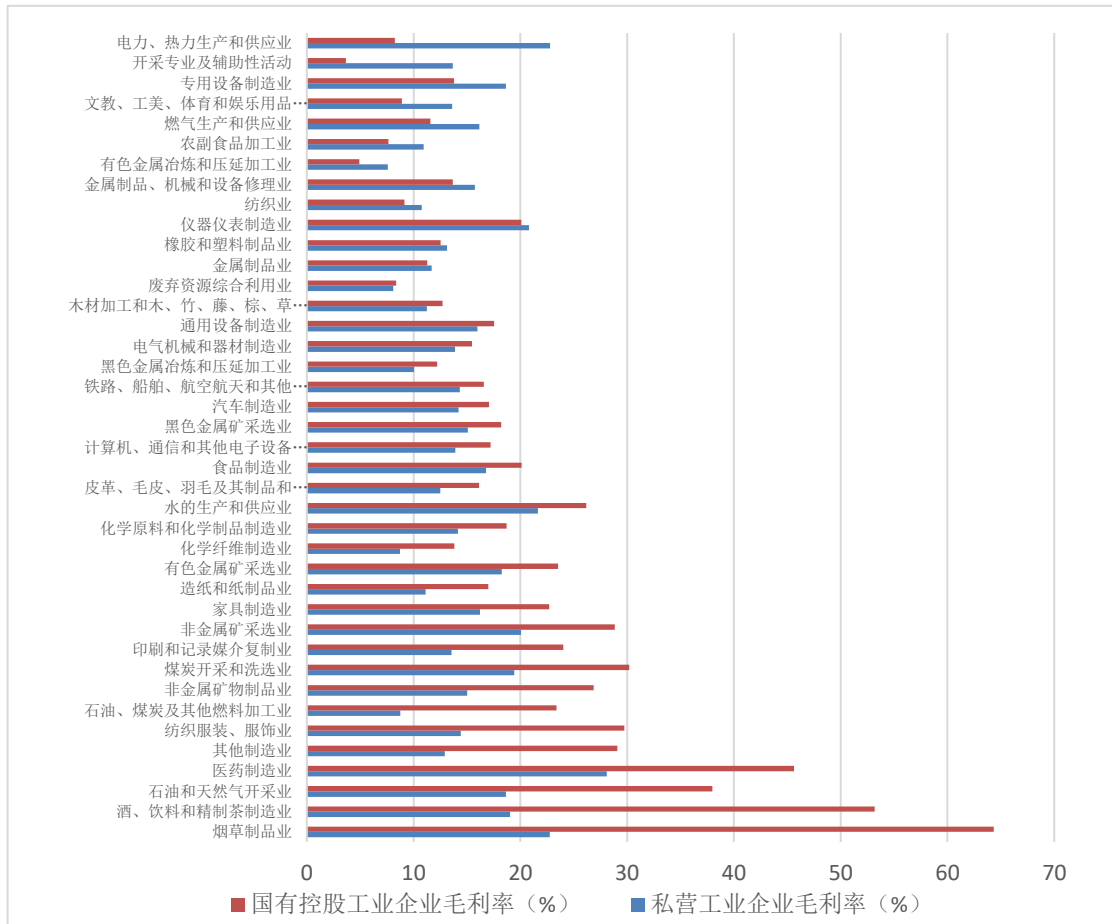


数据来源：历年《中国统计年鉴》，联合资信整理

分行业来看，2018 年，采矿业主要大类行业中，国企毛利率均高于民企；制造业中，仅农副食品加工业，纺织业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业等 9 个产业链中下游行业的民企具有小幅优势；电力、热力燃气及水生产供应业中，电力、热力生产和供应业，燃气生产和供应业民企毛利率高于国企，其余行业民企毛利率均低于国企。

² 本节均以工业企业作为样本进行分析。

图 2.2 2018 年民企与国企细分行业毛利率对比



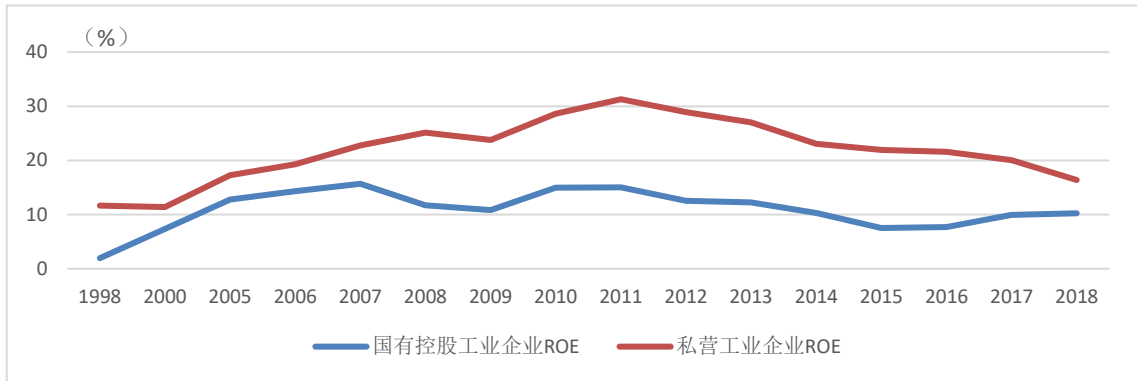
数据来源：中国统计年鉴，联合资信整理

2. 民企盈利能力优势主要来自于更高效地运转、更强的费用控制能力和更灵活的投资策略，但上述优势受经济周期和政策环境影响较大，近三年外部环境改变后，民企融资成本较国企逐年升高，盈利能力明显下降

虽然民企毛利率低于国企，但从净资产回报水平来看，1998—2018 年，民企的净资产收益率（ROE）均高于国企。究其原因，民营企业更加市场化，而国企由于体制因素导致的激励约束不足，且还需承担一定的社会公共职责，使得民营企业的经营效率和费用控制能力整体要高于国有企业。同时，民企投资策略往往更加灵活、大胆，在经济上行周期，资产价格普遍上涨，投资回报率较高，民企还能够获得较大的投资收益。因此，民企的净资产收益率高于国企。但民企的上述优势，受宏观经济、政策等影响波动性更大，在缺少外部有力支持的情况下，货币政策和融资环境的收紧带来融资成本上升、经济下行带来的普遍性的周转率下降、投资收益下滑甚至亏损，民企自身难以解决，这使得民企盈利指标有较大的波动。从数据看，2008—2011 年受益于“四万亿”宽松政策影响，外部融资成本较低、资产价格上涨较快，ROE 上升较快；2011 年后，随着刺激效应的消退，通胀的抬头，货币政

策开始收缩，民企的 ROE 一路下滑，而国企下滑幅度相对较小；2016—2018 年，民营企业受到环保限产、监管趋严、融资趋紧等影响，ROE 继续下滑，而国企受益于供给侧改革，ROE 有所回升，但总体仍未超民企。

图 2.3 1998—2018 年国企和民企 ROE 对比

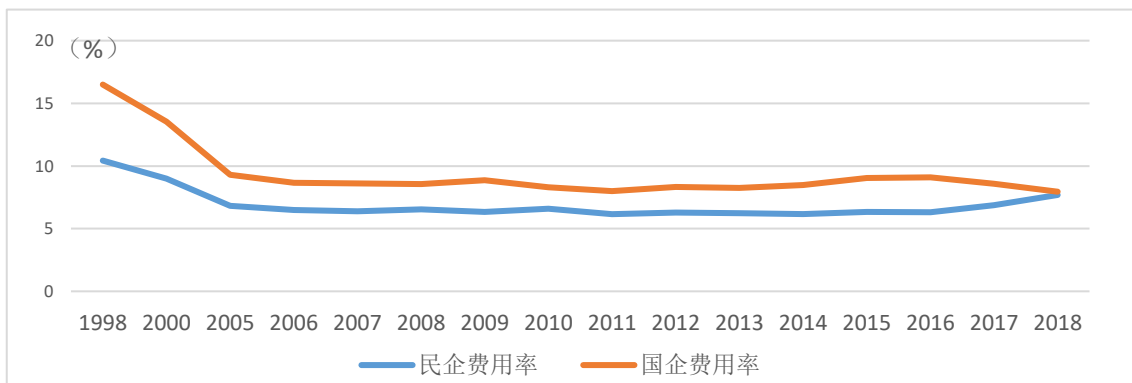


注：受数据可得性限制，ROE 用利润总额/净资产估算得出

数据来源：历年《中国统计年鉴》，联合资信整理

通过费用率和经营效率指标可以进一步验证上述观点。1998—2018 年，民企的期间费用率均低于国企，表明民企的费用控制能力较强，但是 2016—2018 年经济增速和融资环境变差后，民企的费用率呈现出上升走势，2018 年已基本达到国企水平。更进一步，从资本市场上民企和国企的综合融资成本³来看，2017—2019 年民企综合融资成本分别为 8.20%、8.80%和 8.73%，国有企业分别为 7.27%、7.19%和 6.67%，民企与国企的融资成本差距逐年上升，对民企盈利能力产生较大影响。

图 2.4 1998—2018 年国企和民企费用率对比



注：费用率用（销售费用+管理费用+财务费用）/营业收入估算得出

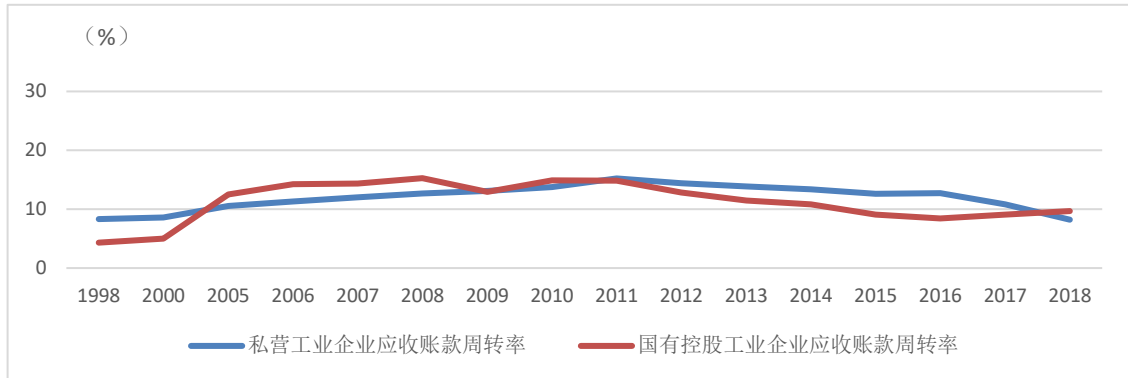
数据来源：历年《中国统计年鉴》，联合资信整理

从运营效率看，2011—2017 年，民企应收账款周转率均高于国企，然而当 2016—2018 年外部形势改变后，民企的应收账款周转率呈现出快速下降趋势，2018 年

³ 此处用分配股利、利润或偿付利息支付的现金/平均债务来估算。

甚至已经低于国企。

图 2.5 1998—2018 年国企和民企应收账款周转率对比



注：应收账款周转率用营业收入/应收账款估算得出
数据来源：历年《中国统计年鉴》，联合资信整理

（二）民企的治理风险

民企受实际控制人影响较大，存在一定的公司治理风险。近年来，民企频频爆出实控人风险、财务造假、信息披露不全、资金运用不合理等问题，由此引发债券违约的案例较多。从企业性质来看，在近年涉及治理问题的 43 家违约主体中，40 家为民营企业，占比为 93%，凸显出民营企业公司治理的高风险性。

表 2.1 近年来债券违约与公司治理问题统计表

年份	涉及治理问题违约主体数 (家)	涉及治理问题违约债券金额 (亿元)
2019 年	23	477.50
2018 年	10	310.33
2017 年	2	10.72
2016 年	4	36.99
2015 年及以前	4	20.61

注：2019 年数据来自联合资信，2019 年之前数据引自华创证券，违约统计口径有所不同
资料来源：华创证券、联合资信

资金运用方面，民企如果涉及大额对外担保，将会面临较高的代偿风险，如果企业所在区域互保严重，其中一家或多家企业发生债务危机，还容易引发区域内全部企业的流动性风险。以山东互保圈为例，自 2018 年以来，山东多家龙头企业爆发债务危机，从山东金茂开始，随后蔓延至东辰控股及大海集团，后又逐渐扩散至胜通集团、齐成石化、万达集团及亚通石化，山东互保圈信用风险引发市场广泛关注。此外，企业关联方资金拆借较多且占用期限较长，会影响企业资产的实际变现能力。民企一旦在此方面问题加重，由于没有国企背后的政府和股东等外部支持，

下，民企相关指标会出现大幅波动，即民企具有应对外部环境的脆弱性。**最后**，民企的治理机制并不完善，频频爆出实控人风险、财务造假、信息披露不全、资金运用不合理等问题，且相较国企缺少足够的外部支持和资源调动能力，导致其公司治理的脆弱性。

三、民企信用特征

本节主要介绍近年来民营企业融资状况演化和杠杆演化，并在此基础上分析民营企业融资风险、经营风险和信用风险的关系。从债务融资结构来看，银行贷款和非标融资为民营企业融资的主要来源。近年来，民营企业银行信贷状况有所改善，但受金融去杠杆影响，民营企业债券融资和非标融资收缩明显。股票融资方面，民营企业 IPO 融资和再融资受政策环境影响较大，近年来再融资成为股票融资的主要方式。民营企业融资脆弱性较强，融资的脆弱性进一步决定了融资风险、经营风险和信用风险之间的相互传导在民营企业身上更为突出。

（一）民企融资渠道演化

随着我国金融体系的不断完善以及民营企业的不断发展壮大，我国民营企业的融资渠道日趋多元化。按资金来源的性质，民营企业融资渠道可分为债务融资和股权融资。债务融资包括间接融资（银行贷款）和直接融资（债券融资、非标融资、民间借贷等），股权融资主要包括股票融资、私募股权融资等。

由于官方未披露历年具有统一口径的民营企业贷款数据⁴，为观察民营企业整个的融资结构，本报告引用中国财政科学研究院 2019 年的调查数据⁵：2018 年，民营企业银行贷款、债券融资、其他融资⁶和股权融资分别占总融资的 89.77%、4.64%、4.35%和 1.24%，银行贷款为民营企业融资最主要的来源，债券融资和非标融资是民企融资的重要组成部分，股权融资占比最小。下面从各融资渠道进行分析。

银行信贷方面，长期以来，在银行信贷市场上，所有制类型仍然是决定企业融资规模和融资成本重要因素。无论是融资规模还是融资成本，国有企业都处于优势地位。民营企业由于缺乏合格抵押品、自身实力较弱，在传统的银行体系内信用等级较低，较难获得信贷支持。受益于国家加大对民营和小微企业信贷支持，2019 年以来民营企业银行贷款出现较快增长。根据银保监会披露的民营企业银行贷款数

⁴ 根据银保监会文件，银保监会在 2019 年 2 月底前明确民营企业贷款统计口径：
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/C7BD7955D9E448189297FBB859BAFA8A.html>。

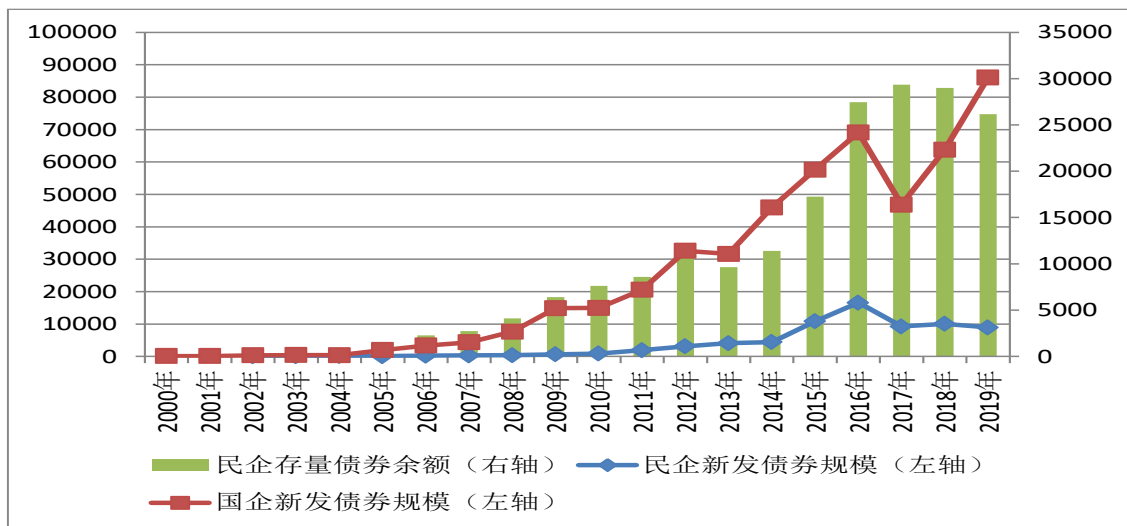
⁵ <http://www.chineseafs.org/index.php?m=content&c=index&a=show&catid=24&id=1540>。

⁶ 按照中国财政科学研究院的分类，其他融资包括信托、委托贷款、融资租赁和小额贷款等。其他融资与非标融资定义接近。

据，截至 2019 年 5 月末，民营企业的银行贷款余额为 40 万亿元⁷，较年初增长了 5.8 个百分点，民营企业银行贷款余额占金融机构非金融企业及机关团体贷款的 42.38%，较年初表现稳定。

债券市场融资方面，我国企业债券融资门槛高，发债企业一般为大中型企业以及上市公司。大部分民营企业规模较小，不具备发行债券的资质，难以获批发行债券，即使获批发行，由于整个债券市场的风险偏好明显较低，难以吸引投资者。从发行规模看，2005—2016 年，我国债券市场稳步发展，民营企业发债规模持续上升，但仍远低于国有企业。2017 年，受金融领域“去杠杆”影响，债券市场信用收缩，民营企业 and 国企发债规模均明显减少，同比分别减少 44.18%和 32.22%，虽然 2018 年略增长（8.71%），但 2019 年同比继续滑落（-11.10%）。而国企新发债规模 2018 年后持续增长。整体看，2017 年以来民营企业债券一级市场发行持续低迷。受发行萎缩叠加债券到期，近两年民企存量债券余额逐步下滑。截至 2019 年末，民企存量债券余额为 2.62 万亿元，同比下滑 9.72%。

图 3.1 民营企业和国有企业发债发行规模（亿元）



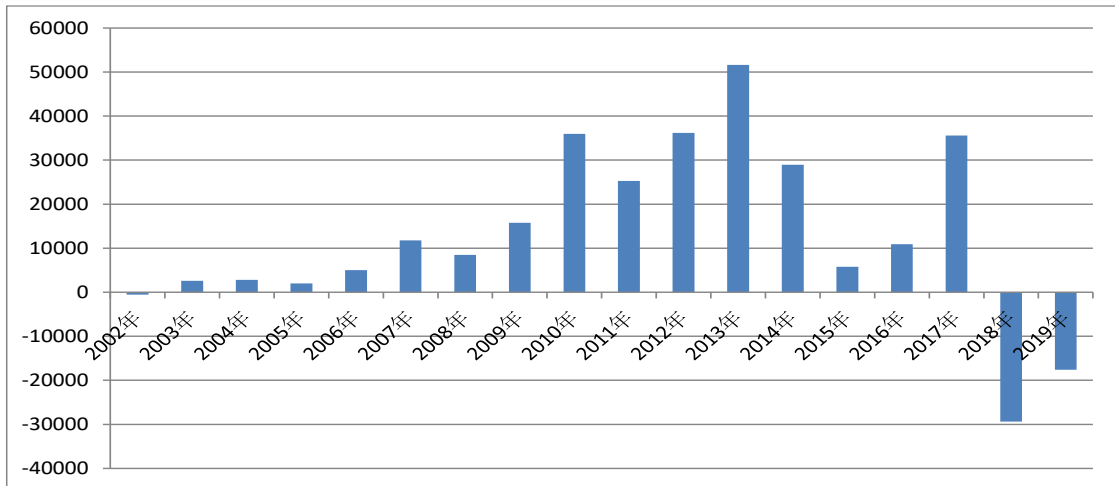
数据来源：Wind，联合资信整理

非标融资方面，作为一种直接融资工具，非标产品可以为中小微民营企业提供融资支持，是民营企业融资渠道的重要补充。2002—2013 年，社会融资规模中新增非标产品规模⁸不断攀升，2013 年达到最高值，共计 5.16 万亿元。2018 年以来，监管对非标的关注和管理力度逐步加大，资管新规出台，非标续作受到较大限制，2018 年和 2019 年新增非标规模分别为-2.94 万亿元和-1.76 万亿元。

⁷ http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/201907/t20190704_5965262.html。

⁸ 非标融资规模等于委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票规模合计。

图 3.2 新增非标规模（亿元）

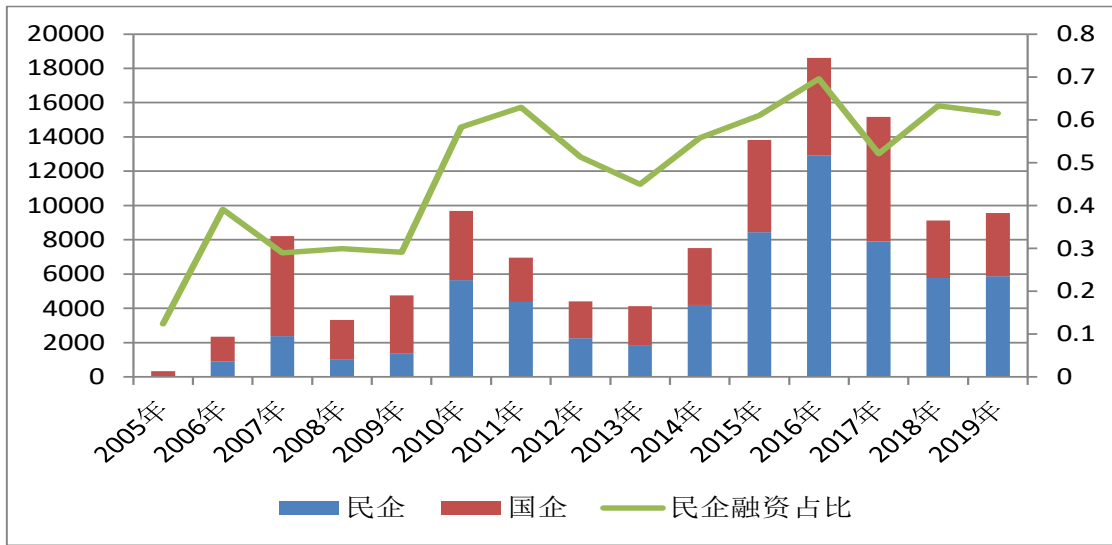


数据来源：Wind，联合资信整理

在非标融资整体收缩背景下，不同类型的民企受到的影响有所差异。对于银行贷款占主导地位的民营企业来说，非标融资渠道的收缩对企业融资影响能力较小，而对非标融资依赖程度较高的民营企业，非标收缩对企业的影响较大。根据中国财政科学研究院 2018 年的问卷调查数据，该批民营企业样本 2015 年的非标融资占比为 43.40%，接近一半的融资来自于非标融资，受金融监管加强影响，2016—2017 年非标融资占比分别下降为 38.3%和 15.4%。而根据中国财政科学研究院 2019 年的问卷调查数据，该批民营企业样本（与 2018 年问卷的样本不同）对非标融资依赖程度较低，在 2016 年的非标融资占比为 3.61%，远低于银行贷款占比（86.98%）和债券融资占比（8.28%），2017—2018 年其非标融资占比分别为 4.20%、4.35%，变化幅度较小。

股权融资方面，上市融资对于企业的盈利能力、公司治理能力要求较高，能够上市的民营企业基本属于所在行业的佼佼者。截至 2020 年 1 月 8 日，我国 A 股和 B 股市场民营企业 2693 家，占比 70.83%。考虑到我国民营企业数量占全国企业数量的 90%以上，能够上市的民营企业比例仍偏低。从 IPO 数量来看，国有企业上市数量近年来数量比较稳定，而民营企业新增上市的企业数量起伏较大。民企上市数量在 2010 年和 2017 年达到高峰，分别为 300 家和 407 家。而在其后两年，上市数量均出现明显下滑，如 2018 和 2019 年上市的民企数量分别为 90 家和 183 家。从股票融资额以及占比来看，2005—2019 年，民企各年股票融资额及在全部企业股票融资额中的占比均波动上升，并均在 2016 年达到历史最高值，当年民企股票融资额为 1.29 万亿元，占比为 69.53%。2005—2019 年，民企累计股票融资额为 6.50 万亿元，占全部上市企业累计股票融资额的 55.08%。

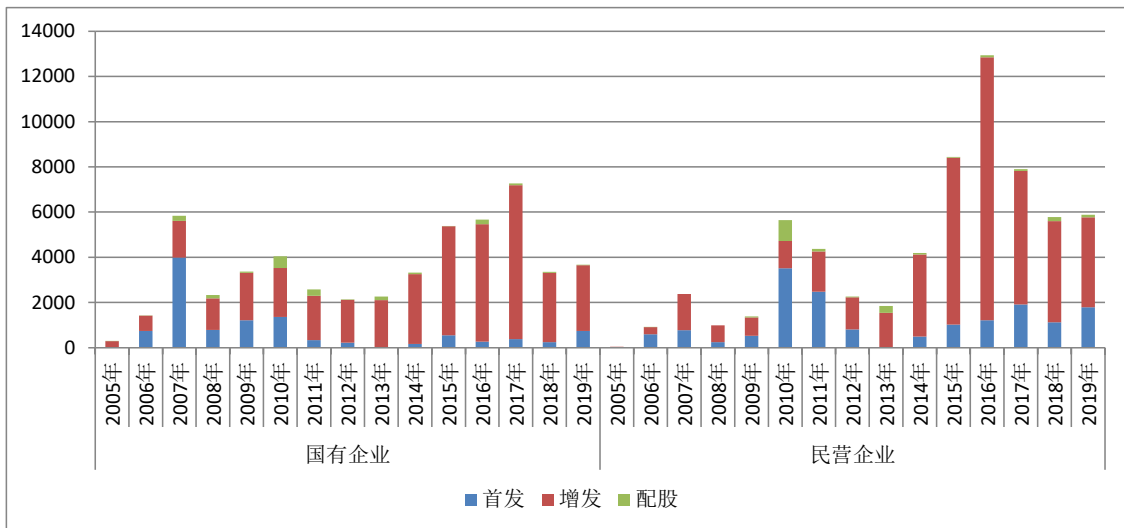
图 3.3 民营企业 and 国有企业股权融资情况（亿元、%）



数据来源：Wind，联合资信整理

从股票融资结构来看，2014—2016 年，上市企业通过再融资募集的资金规模快速上升，而 IPO 融资规模增速较慢。2016 年，上市民企 IPO 募集资金和再融资募集资金分别为 1221 亿元和 11714 亿元，再融资规模远超 IPO 募资规模，再融资成为上市企业股票融资的主要方式。2017 年，证监会出台再融资新规和减持新规，再融资政策收紧。2017—2019 年民企再融资规模持续下滑，同比分别下降 48.91%、22.38%和 12.07%，但仍显著高于 IPO 募集资金规模。

图 3.4 民营企业 and 国有企业股票融资规模（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

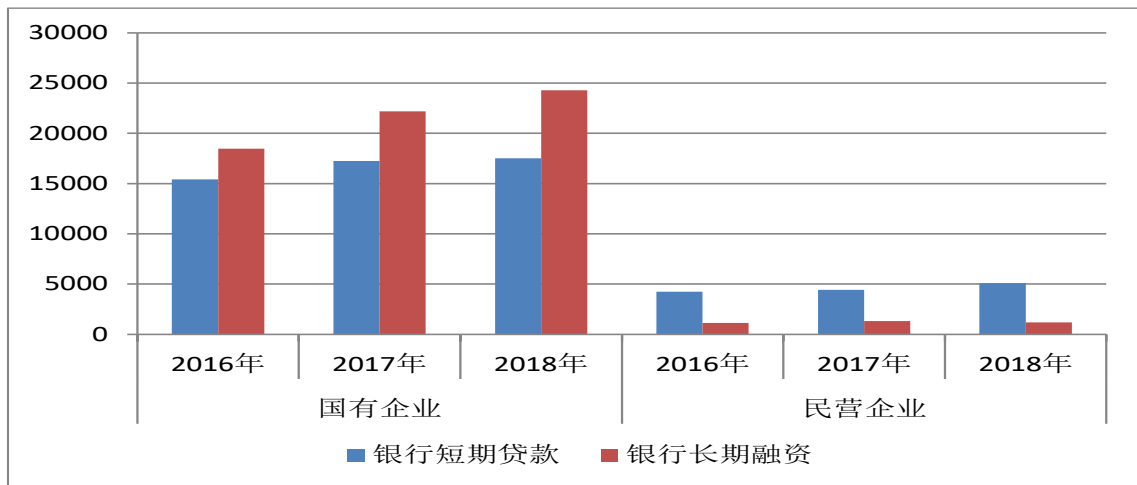
在以上途径满足不了资金缺口的时候，大部分中小民营企业转向于民间借贷，以此缓解生产经营中的资金压力。但是，民间借贷的利率普遍比较高，对于

企业来说负担较重，同时民间融资对于企业以及企业家来说风险较高，如法律风险、连带风险等。

（二）民企债务期限结构

仅从银行银行贷款来看，根据中国财政科学院的问卷调查数据，2018 年国有样本企业⁹融资中银行短期贷款占银行总贷款的 42%，而民营样本企业¹⁰相应的比例高达 81%，反映出民营企业更多的从银行获得短期流动贷款，较难获得中长期贷款。

图 3.5 民营企业 and 国有企业银行长短期贷款规模（万元）



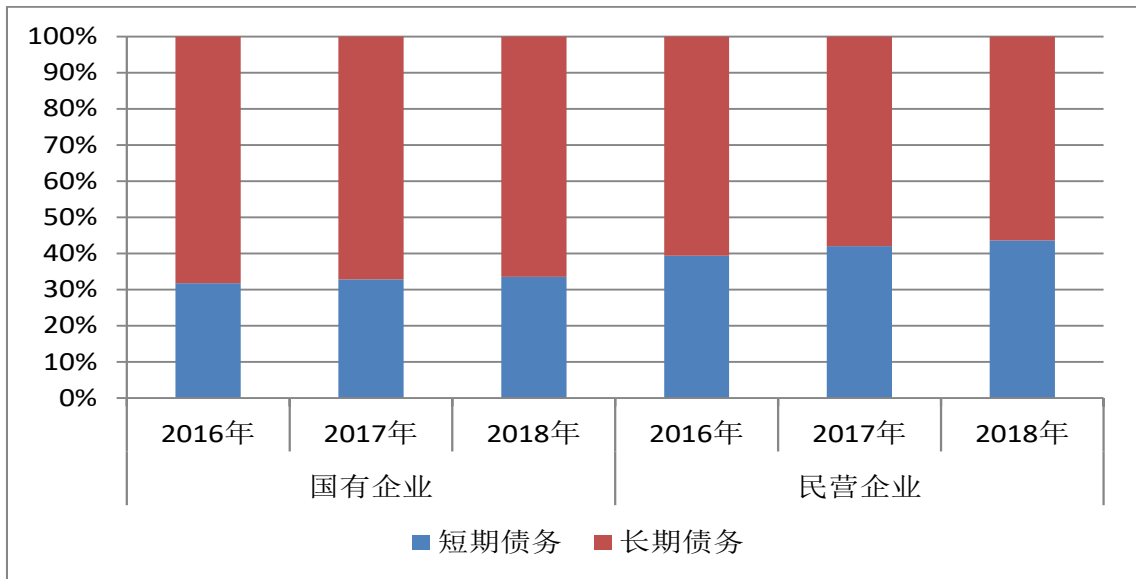
数据来源：中国财政科学研究院，联合资信整理

从总债务的期限结构来看，通过对比债券市场国企和民企，民企的短期债务规模占比更高，且更具有波动性。2016—2018 年民营企业短期债务占全部债务的比例分别为 39.31%、42.02%和 43.58%，分别较同期国有企业高出 7.55 个、9.18 个和 10.05 个百分点，从趋势看，2016—2018 年国有企业和民营企业短期债务占比均呈上升态势，但民企上升幅度更大。2017 年和 2018 年国有企业短期债务占比分别上升 1.07 个和 0.70 个百分点，而同期民营企业短期债务占比分别上升 2.71 个和 1.56 个百分点，显示出民营企业短期债务占比的波动性较国有企业更大。

⁹ 国有企业样本数量为 3331 家。

¹⁰ 民营企业样本数量为 7716 家。

图 3.6 民营企业 and 国有企业长短期债务占比



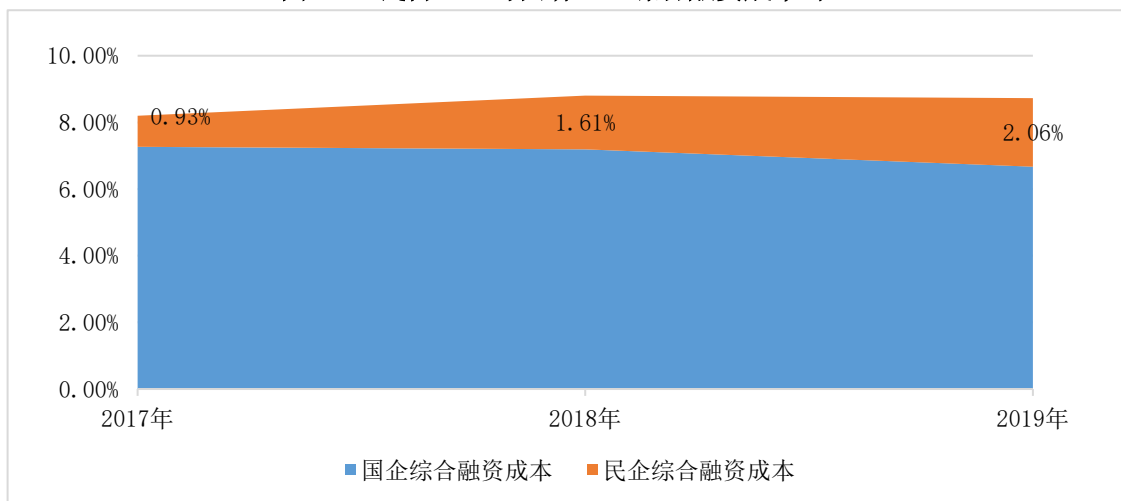
注：以发债公司为样本

数据来源：Wind，联合资信整理

（三）民企融资成本

由于利息支出指标较难得到，本报告采用分配股利、利润或偿付利息支付的现金/平均债务来估算企业的综合融资成本。数据显示，2017—2019 年民营企业综合融资成本分别为 8.20%、8.80%和 8.73%，国有企业分别为 7.27%、7.19%和 6.67%。可以看到近三年民企的融资成本波动上升较快，而国企的融资成本逐年下降，近三年民企的融资成本较国企分别高 93BP、161BP 和 206BP，民企融资贵问题更加凸显。

图 3.7 民营企业与国有企业综合融资成本对比

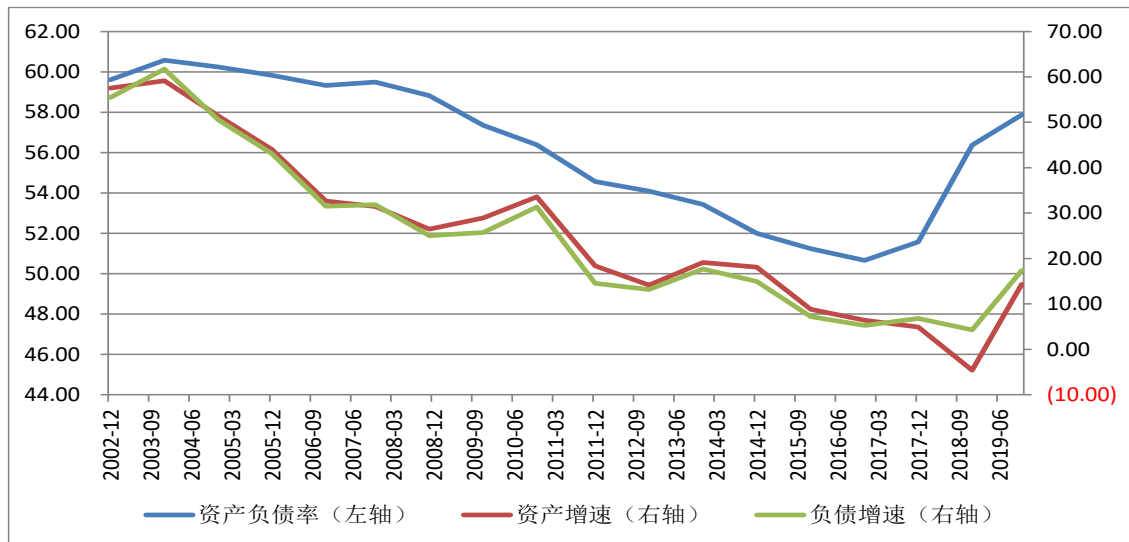


数据来源：Wind，联合资信整理

（四）民企财务杠杆

2017 年以来民营企业出现了资产规模下降的同时，加杠杆的步伐却在加大。以国家统计局工业企业数据为基础，2002—2016 年，民营企业资产负债率呈波动下行趋势。2016 年末为 50.66%，较 2002 年末下降了 8.95 个百分点。自 2017 年以来，民营企业资产负债率呈上行趋势，2017—2019 年同比分别上升 0.92 个、4.79 个和 1.49 个百分点。进一步观察民营企业资产和负债的变化情况，可看到在 2017 年之前，民营企业的资产规模增速均高于负债增速。而 2017 年来，民营企业资产规模增速迅速下行，2018 年下半年民营企业资产规模甚至出现负增长，而同期民营企业的负债规模虽然保持了正的增长，但增速在低位横盘。因此，民营企业杠杆率的提升不在于债务的提升，而在于其资产规模的下降，其背后是盈利能力下降带来的利润规模的下滑。

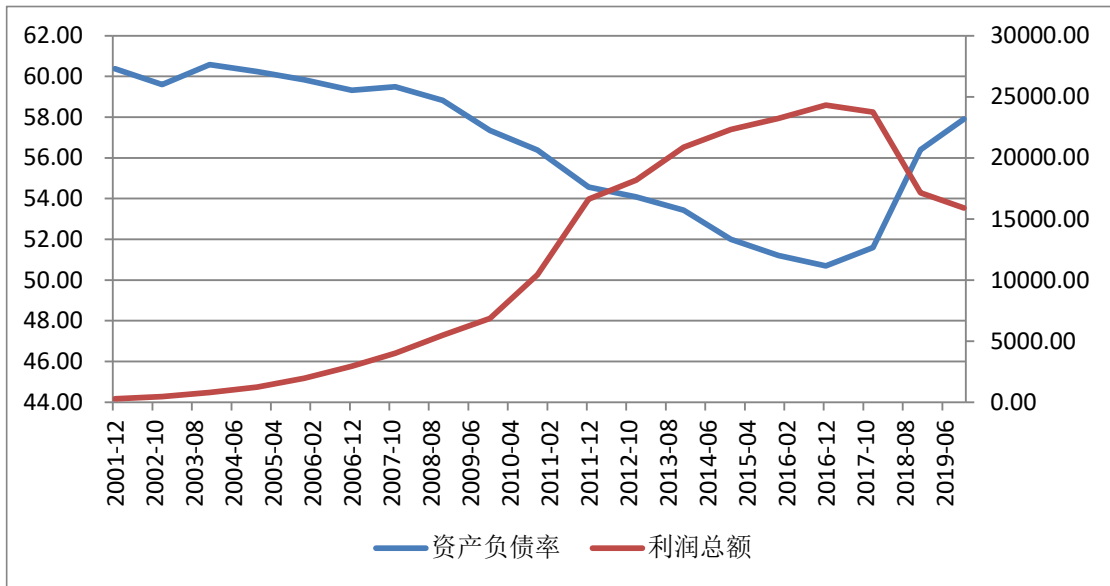
图 3.8 工业企业民营企业资产和负债情况（%）



数据来源：《中国统计年鉴 2019》，联合资信整理

2018 年以来，民营企业杠杆上升伴随利润下降。2001—2016 年，民营工业企业利润总额较快增长，年均复合增长率为 34.65%。2016 年，民营工业企业利润总额达到 2.43 万亿元，为历史最高值。2017—2018 年，民营工业企业利润总额呈下滑态势，较上年分别下滑 2.4%、21.85%。2019 年，民营企业经营未见明显好转，截至 11 月末，民营工业企业利润总额为 1.59 万亿元，同比仅增长 4.9%。同期民营工业企业资产负债率持续上升，说明高杠杆下民营企业的经营反而在恶化。反过来，企业经营的恶化进一步导致企业被动的加杠杆。

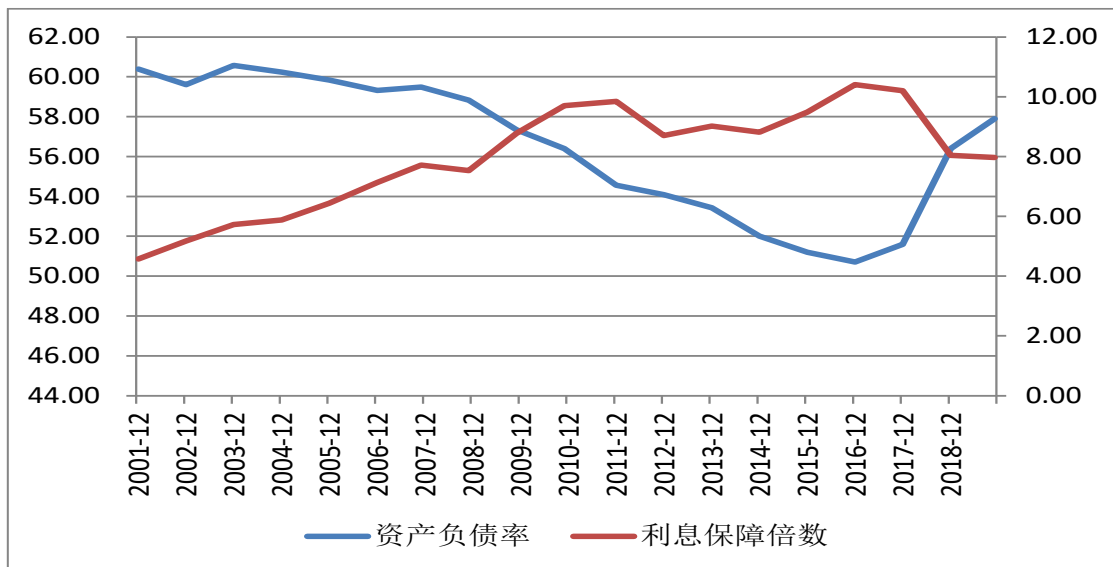
图 3.9 工业企业民营企业资产负债率和利润总额（%，亿元）



数据来源：《中国统计年鉴 2019》，联合资信整理

杠杆上升下民营企业偿债压力增大。民营企业经营层面的恶化不仅影响到企业的杠杆率，也传导至信用风险层面，导致民营企业偿债压力增大。2001—2017 年，民营工业企业利息保障倍数呈波动上升态势。2018 年以来，民营工业企业资产负债率不断攀升，而利息保障倍数不断下降，2017 年末、2018 年末和 2019 年 11 月末分别为 10.20 倍、8.04 倍和 7.97 倍，偿债压力有所增大。

图 3.10 工业企业民营企业资产负债率与利息保障倍数（%，倍）



注：利息保障倍数=（利润总额+利息费用）/利息费用

数据来源：《中国统计年鉴 2019》，联合资信整理

（五）民企的财务脆弱性

民企的融资特性决定了其具有一定的财务脆弱性。首先，民营企业融资渠道、融资结构、融资规模和融资成本受外界因素影响较大，如民企直接融资占比低，债券融资规模小，融资渠道不够畅通；短期融资占比高，短期偿债压力大；融资成本高；这些特性使得民企更易受经济形势、监管政策、货币流动性、市场偏好、突发事件等的影响。其次，由于民企经营层面的脆弱性，导致民营企业财务比较脆弱。对于一般企业，当企业出现融资困难时，融资层面通过资金成本以及现金流压力影响企业的经营状况。经营的恶化使得企业财务状况恶化，信用风险加大，进而使得资金提供方对企业的投资意愿降低，加剧了企业的融资风险。民营企业融资的脆弱性，决定了民营企业更容易发生融资风险，且融资风险、经营风险和信用风险之间的相互传导在民营企业身上更为突出。

四、民企在债券市场表现¹¹

前三节分析了民企的行业地位和特性、经营与治理情况以及信用特征，本节在此背景下观察民企的债券市场表现。从发债主体级别来看，2011—2019年AA级民企发行人数量经历了先升后降的趋势，尤其是近三年AA级民企发行人占比下降较快。从发债期限来看，民营企业近20年新发债以中短期为主，加权平均发行期限为3.02年，而国有企业发债期限更长，加权平均发行期限为3.40年。从发行利差来看，历年民企信用利差均高于国企，且自2018年以来，民企与国企间的信用利差走扩，并达到过230BP的历史高位。从净融资额来看，2010—2016年民企和国企的净融资额均呈上升走势，2017—2019年，民企净融资额由正转负，而国企却逐年增加，两者分化加剧。从违约来看，近三年民企违约率¹²均高于国企。从存量债券到期期限结构来看，民企集中于未来三年，而国企受益于较长的债务期限，较民企更加分散。总体来看，民企在债券市场上集中表现为融资难、融资贵、违约高发、短期债务压力较大等。

（一）主体级别

2017—2019年AA级民企发行人占比下降较快；AA级民企发行人数量较AA+级民企发行人数量提前一年出现大幅下滑，表明市场首先对更低等级民企的风险偏好发生变化，然后再传导至较高等级，较低等级的民企发债难度加大；另一方

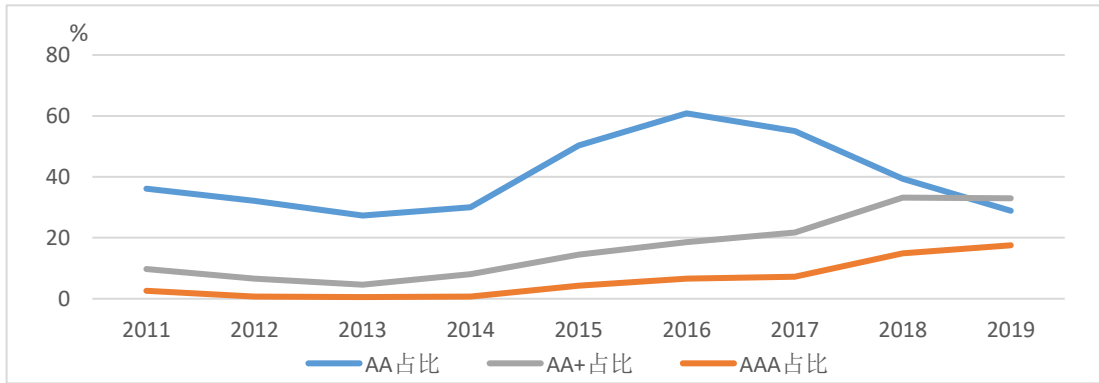
¹¹ 本节数量与比例数据均以当年新发行债券所属发行人为标准统计。本节所涉及民企均为广义民企，即非国企。

¹² 按当年新增违约主体家数/年初存续主体家数计算所得。

面，在市场风险偏好整体保守的情况下，高等级民企仍然受到肯定。

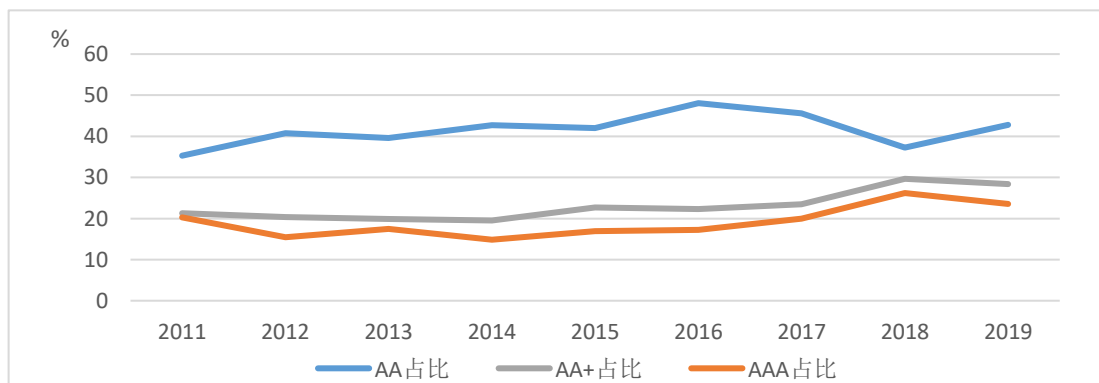
从主体级别的分布来看，无论是民企还是国企，AA级的发行人均最多，其次为AA+级和AAA级。从时间趋势来看，2000—2010年受债券市场发展的影响，民企整体发债家数较少。民企发债家数从2011年开始才有所增加，2011—2016年，AA级民企发行人数量占比先降后升，于2016年达到极大值60.84%；AA+级发行人数量占比稳定上升，AAA级发行人数量占比缓慢上升，趋势与AA+级大致相同。而2017—2019年，AA级民企发行人占比持续下降，由之前的60.84%下滑至28.85%，与此同时AA+级民企发行人占比从18.56%上升至32.93%，AAA级民企发行人占比从6.55%上升至17.55%。国企方面，2016年以前保持平稳趋势，从2017—2019年开始AA级债券发行人数量先降后升，而AA+级和AAA级国企发行人占比先升后降，反映出2019年国企发行人信用质量有所下沉的态势。

图 4.1 2011—2019 年各级别民企发行家数占比情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 4.2 2011—2019 年各级别国企发行家数占比情况



数据来源：Wind，联合资信整理

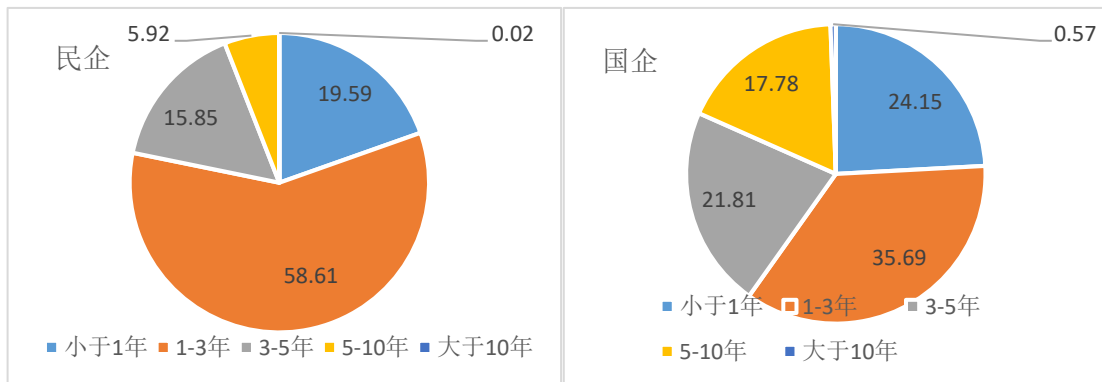
(二) 发行期限

近 20 年，以发行总额加权计算债券平均发行期限为 3.36 年，其中国企债券加

权平均发行期限为 3.40 年，而民企债券加权平均发行期限为 3.02 年，民企的债券期限更短。

从发行期限的分布来看，民营企业近 20 年新发债以中短期为主，1 年期以内（含）占全部的 19.59%，1~3 年期债券占比 58.61%，3~5 年期债券占比 15.85%，5 年以上占比很小。国有企业相较于民营企业发债期限更长，以 3~5 年期为主。其中，1 年期以内（含）占全部的 24.15%，1~3 年期债券占比 35.69%，3~5 年期债券占比 21.81%，5~10 年期债券占比 17.78%，10 年期以上占比 0.57%。

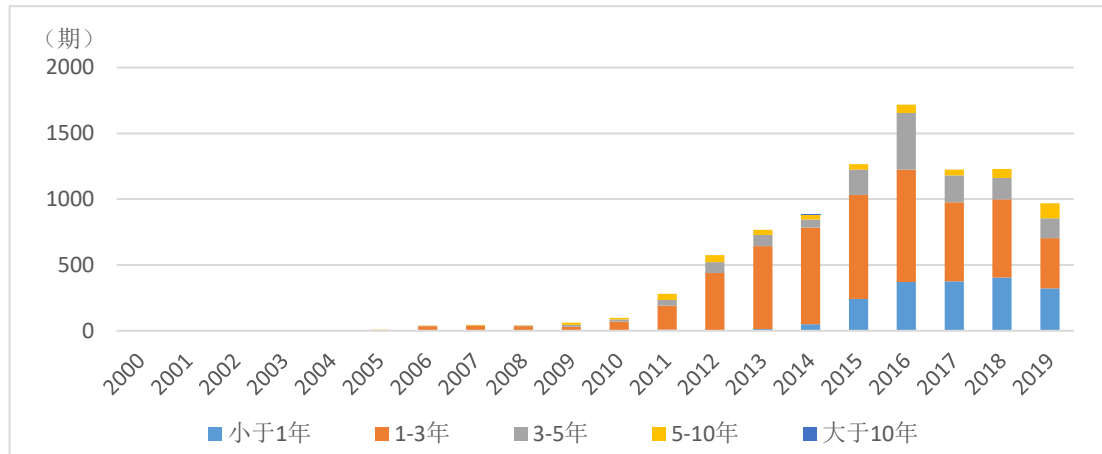
图 4.3 2000—2019 年民企、国企发债期限占比情况



数据来源：Wind，联合资信整理

从时间趋势来看，2000—2010 年受行业发展的影响，民企债券融资处于起步阶段，整体数量较少；得益于宽松的货币政策以及市场激励机制，2011—2015 年发债总数逐年上升，1~3 年期债券占 60%~80%；2016 年受政策放宽影响，包括对 A 股地产公司上市准入，非上市公司也可以在交易所发行上市公司债等，民营企业发债数量迅速攀升，达到峰值，与此同时当年发行的 3~5 年期债券数量也明显上升，占全部的 30%左右，到期时间集中在 2019—2021 年之间；2017—2019 年，民企发债总数回落，1~3 年短期债券占比稳定在 40%~50%之间。

图 4.4 民营企业 2000—2019 年发债期限分布



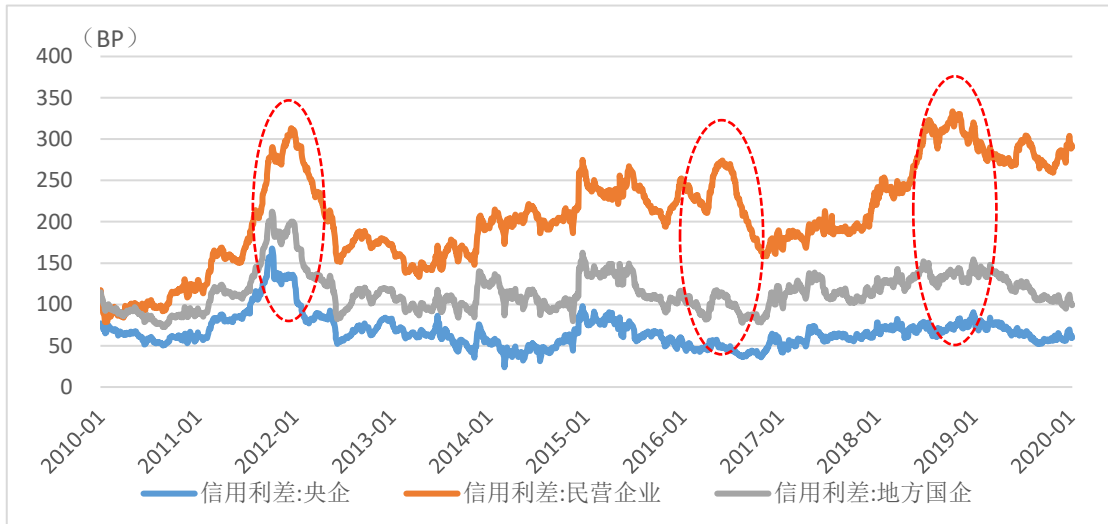
数据来源：Wind，联合资信整理

（三）发债利差

2018年以来，民企与国企之间的利差走扩并达到230BP的历史高位，反映了市场对整个民企信用风险的担忧，同时也使得民企相较于国企而言承担了更高的发债成本，即民企发债“更贵”。

2010年以来，民企与国企的信用利差差值有三个显著的峰值，分别是2012年年初150BP左右，2016年年中200BP左右，以及2018年年底230BP左右。以往民企信用利差的上升往往伴随着国企信用利差同时上升，但上升的幅度存在差异，反映的是整体经济基本面下滑过程中民企和国企的信用风险同时上升，只是程度有所不同；与前两次不同的是，2018—2019年，民企信用利差进入大幅上升通道，而国企利差波动不明显。2019年来，民企与国企的利差均有所回落，但两者之间的差异仍然处于高位。

图 4.5 民营、央企和地方国企 2010—2019 年信用利差变化



数据来源：Wind，联合资信整理

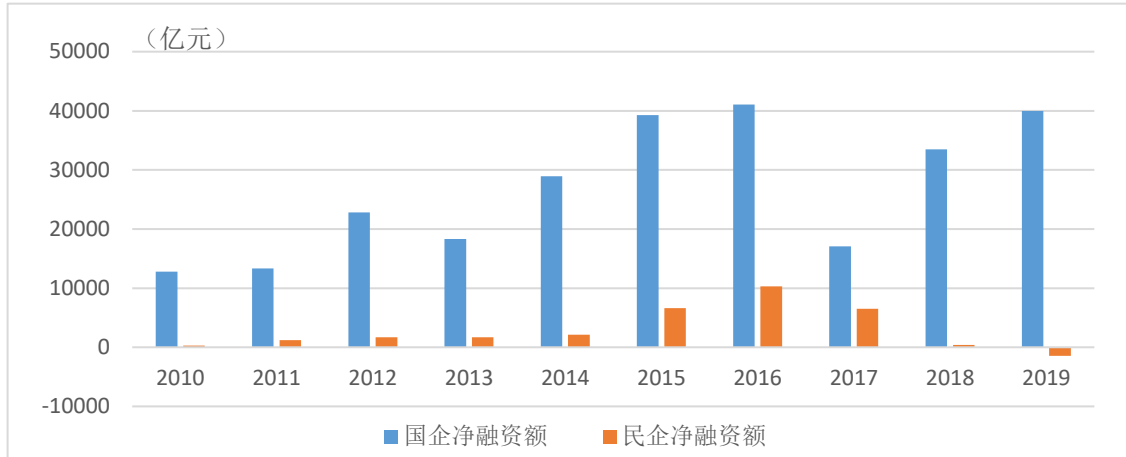
（四）净融资额

2017—2019年，民企净融资额由正转负，而国企却逐年增加，两者分化加剧。原因系一方面民企到期债券规模较高，另一方面当前市场对民企缺乏信心，民企新发债券相对较少，融资较为困难。

2010—2016年民企和国企的净融资额均大体呈上升趋势；2017年，由于整体“去杠杆”的政策环境，国企、民企的净融资额均明显下降，国企2017年净融资额为上一年的41.53%，民企2017年净融资额为上一年的63.13%；2018—2019年，国企净融资额开始反弹，已基本恢复到2016年去杠杆前的水平，而民企净融资额却持续下降，2019年甚至为负值，具体来看，2018年民企净融资额有6个月为负

值，2019 年有 10 个月为负值。这其中有外部“去杠杆”的大环境影响，也与近两年民企违约高发有很大的关系。总体来看，民企净融资额的变化与其违约的高发是相互作用的——净融资额由正转负，加剧民企违约，民企违约增加又导致投资人对民企债券更为谨慎，使净融资额进一步下降。

图 4.6 民企、国企 2010—2019 年净融资额分布



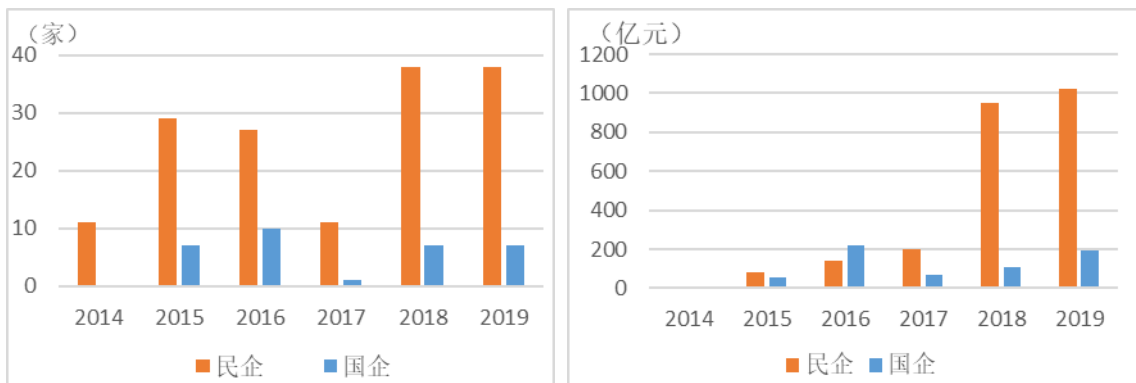
数据来源：Wind，联合资信整理

（五）违约概况

2018—2019 年，民企违约高发，且违约率显著高于国企。

自 2014 年债券市场首只公募债券发生违约以来，除 2016 年外，其余各年民企违约家数及规模均超国企。2019 年，民企新增违约发行人 38 家，涉及违约金额 1021.19 亿元，违约发行人家数与上年持平，违约金额较上年增长 7.25%。

图 4.7 2014—2019 年民企、国企违约家数及违约金额对比



数据来源：Wind，联合资信整理

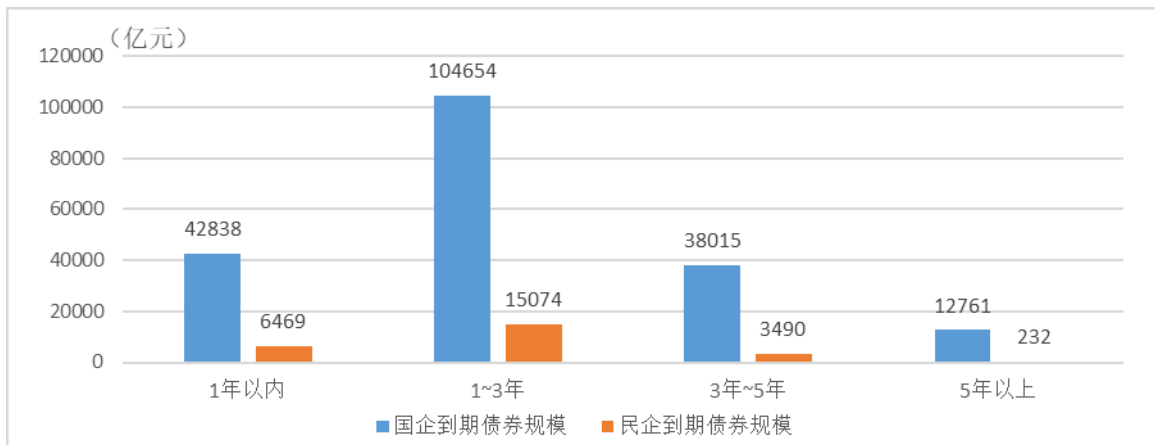
从违约率来看，近年来民企违约率不断攀升，而国企违约率在 2018 年上升后，于 2019 年有所回落。具体来看，2017—2019 年民企违约率分别为 1.10%、3.89% 和 3.85%，远高于同期国企的 0.03%、0.20% 和 0.19%。

（六）存量债券到期期限结构

民企存量债券到期期限集中于未来三年，而国企则分散于未来五年，民企短期债务压力更大。

从存量债券到期期限结构看，民企债到期期限更集中于近 3 年，到期规模高达 2.15 万亿元，占民企全部到期债务的 85%。而国企债到期期限更集中于近 5 年，到期规模高达 18.55 万亿元，占国企全部到期债务的 94%，且在近 5 年内到期规模较为平均，年均到期债务占比在 18%左右。这也反映出我国市场环境的基本特征，即国企能够获得长期融资，债务结构较民营企业要更为合理，民营企业短期债务压力更大。

图 4.8 民营企业与国有企业存量债券到期期限结构分布



数据来源：Wind，联合资信整理

五、民企风险识别及未来投资机会

本节首先对违约民企的财务特征和财务表现进行深入分析，提出有助于识别民企违约的重要财务指标体系。然后，结合民企财务造假、股权质押、非标风险等方面来对民企的信用风险进行预警。最后，针对 2019 年末以来爆发的新冠肺炎疫情及可能对民企带来影响的分析，探索民企债未来投资机会。

（一）民企信用风险识别

1. 违约民企的财务特征和财务表现

企业的财务特征直接反映了企业信用风险的变化。我们通过分析违约企业和违约企业的财务表现差异，以及违约企业在违约前的财务恶化表现，来找出若干建议关注的指标，供投资者参考。

（1）提前一年预警情境下，违约与非违约民企样本在货币资金/短期有息债务、净资产收益率、销售净利率和总资产周转率四个财务指标上存在显著性差异

我们对 2019 年违约企业和该年年初存续的非违约企业进行了财务指标显著性分析，基础数据来自各企业 2018 年的年报数据。检验的指标共 30 个，检验方法为

M.W—U 检验方法，显著性水平设置为 0.05。

结果显示，不同性质的企业存在显著性差异的财务指标不尽相同，违约民企和非违约民企有 4 个财务指标在违约前一年存在显著性差异，而违约国企和非违约国企有 12 个财务指标在违约前一年存在显著性差异。对于所有样本，违约企业和非违约企业有 14 个财务指标上在违约前一年存在显著性差异。无论是民企、国企，还是所有类型企业，违约样本和非违约样本均在 3 个共同指标上存在显著性差异：货币资金/短期有息债务、销售净利润率和总资产周转率，涉及到偿债能力、盈利能力和经营效率。

表 5.1 2019 年违约企业和非违约企业的存在显著性差异的财务指标（2018 年数据）

民企	国企	民企和国企
		EBITDA 利息倍数
	EBITDA/营业收入	EBITDA/营业收入
	货币资金/短期有息债务	存货周转天数
	流动比率	货币资金/短期有息债务
	销售净利润率	流动比率
货币资金/短期有息债务	速动比率	销售净利润率
净资产收益率	现金周转天数	速动比率
销售净利润率	销售商品、提供劳务收到的现金	现金收入比
总资产周转率	营业收入	现金周转天数
	营业周期	销售商品、提供劳务收到的现金
	应收账款周转率	营业收入
	总资产报酬率	营业周期
	总资产周转率	总资产报酬率
		总资产周转率

数据来源：联合资信整理

对于区别民营企业是否违约的 4 个显著性财务指标，从中位数值来看，违约民企的表现均明显劣于非违约民企。

表 5.2 2019 年违约民企和非违约民企财务指标中位数值（2018 年数据）

财务指标	违约民企	非违约民企
货币资金/短期有息债务（倍）	0.44	0.62
净资产收益率（%）	3.26	8.07
销售净利润率（%）	2.78	6.97
总资产周转率（%）	0.49	0.58

注：货币资金/短期有息债务=货币资金/（短期借款+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债）；
净资产收益率=净利润/平均净资产*100%；销售净利润率=净利润/营业收入*100%；总资产周转率=营业总收入/平均总资产*100%

数据来源：联合资信整理

(2) 提前两年预警情境下，销售净利率、销售商品提供劳务收到的现金、营业收入三个财务指标在违约与非违约企业间在统计上存显著性差异

进一步，我们基于 2019 年违约企业和该年年初存续的非违约企业的 2017 年年报的数据进行财务指标显著性分析，方法同上。结果显示，无论是民企、国企，还是所有类型企业，违约样本和非违约样本均在 3 个共同指标上存在显著性差异：销售净利率、销售商品提供劳务收到的现金、营业收入。

表 5.3 2019 年违约企业和非违约企业存在显著性差异的财务指标（2017 年数据）

民企	国企	民企和国企
		EBITDA
		EBITDA/营业收入
		存货周转天数
		货币资金/短期有息债务
EBITDA 利息倍数		经营活动产生的现金流量净额
EBITDA/总债务		经营活动现金净流量/流动负
EBITDA	存货周转天数	债
归属于母公司所有者权益	流动比率	净负债率
货币资金/短期有息债务	销售净利率	净利润
净负债率	现金周转天数	净资产收益率
净资产	销售商品、提供劳务收到的	利润总额
净资产收益率	现金	流动比率
毛利率	营业收入	销售净利率
销售净利率	营业周期	现金收入比
销售商品、提供劳务收到的现	资产负债率	现金周转天数
金	总资产周转率	销售商品、提供劳务收到的现
营业收入		金
资产总额		营业收入
		营业周期
		应收账款周转率
		资产负债率
		总资产报酬率

数据来源：Wind，联合资信整理

对于民营企业的 7 个显著性财务指标，从中位数值来看，违约民企的表现均明显劣于非违约民企。

表 5.4 2019 年违约民企和非违约民企财务指标中位数值（2017 年数据）

财务指标	违约民企	非违约民企
EBITDA 利息倍数	3.43	7.63
EBITDA/总债务	6.98	4.05
货币资金/短期有息债务	0.42	0.76
净负债率	64.20	36.40
净资产收益率	7.40	10.09
毛利率	15.16	27.38
销售净利率	5.73	9.27

数据来源：Wind，联合资信整理

（3）违约前两年内，违约民企多个财务指标恶化

通过分析 2019 年违约民企 2017、2018 年财务数据和财务指标中位数的变化，我们发现违约民企在违约前两年内出现多个财务指标恶化。盈利指标方面，营业收入、净利润、利润总额、EBITDA、销售净利率、总资产报酬率明显下降。营运能力方面，应收账款周转率、总资产周转率有所下降。现金流方面，销售商品、提供劳务收到的现金、经营活动产生的现金流量净额明显减少。偿债能力方面，经营活动现金净流量/流动负债、流动比率、速动比率、EBITDA/总债务有所下滑。上述指标，在识别民企违约风险时应予以重点关注。

表 5.5 民营企业违约前两年内发生恶化的财务指标（中位数值）

类别	财务指标	2017 年	2018 年
盈利能力	营业收入	117.89	101.84
	净利润	6.92	4.26
	利润总额	9.27	6.10
	EBITDA	15.37	12.76
	EBITDA/营业收入	13.10	10.50
	销售净利率	5.73	2.78
	净资产收益率	7.40	3.26
	总资产报酬率	5.73	4.30
现金流	销售商品、提供劳务收到的现金	142.18	112.48
	经营活动产生的现金流量净额	5.42	3.88
营运能力	应收账款周转率	6.93	3.58
	总资产周转率	0.58	0.46
偿债能力	流动比率	1.31	0.98
	速动比率	0.96	0.86

现金比率	0.37	0.33
经营活动现金净流量/流动负债	0.06	0.04
EBITDA/总债务	6.98	6.13

数据来源：Wind，联合资信整理

2.从财务造假识别风险

本节分析年报审计意见能否为企业违约提供一定的预警信息。

(1) 违约民企中被出具非标准审计意见年报的家数和比例较国企更高

2017—2019年，有违约前一年年报数据的违约民营企业分别为7家、30家和29家，其中年报审计意见为非标准的分别为1家、7家和20家。2019年近70%的违约民企被出具了非标准审计意见的年报，而同期50%的违约国企被出具了非标准审计意见的年报。

表 5.6 违约民企和国企年报非标审计家数对比

年份	违约民企			违约国企		
	披露年报的数量(家)	非标准意见的数量(家)	比例(%)	披露年报的数量(家)	非标准意见的数量(家)	比例(%)
2017年	7	1	14.29	2	0	0.00
2018年	30	7	23.33	6	1	16.67
2019年	29	20	68.97	8	4	50.00

数据来源：联合资信根据公开资料整理

(2) 2018年年报被出具非标准审计的民企最终发生违约的比例为41%，具有一定的预警作用

2017—2019年，被出具非标准审计意见年报的民企数不断增加，分别为12家、22家和49家；同期，被出具非标准审计意见年报的国企数有所下滑，分别为53家、55家和44家。

在2019年年初存续的非违约样本中，被出具非标准审计意见的民营企业中，有20家在2019年发生违约，比例高达41%。同口径下国企发生违约仅为4家，占比9%。

表 5.7 民企和国企被出具非标准审计意见年报后最终违约家数对比(家)

	2016年年报非标准意见数	2017年违约数	2018年违约数	2019年违约数
民企	12	1	3	1
国企	53	0	1	1
	2017年年报非标准意见数	--	2018年违约数	2019年违约数
民企	22	--	7	2
国企	55	--	1	1

	2018 年年报非标准意见数	--	--	2019 年违约数
民企	49	--	--	20
国企	44	--	--	4

数据来源：联合资信根据公开资料整理

总体来看，近年来违约国企和违约民企中被出具非标准审计意见年报的企业家数和比例逐年上升。相比违约国企，违约民企中被出具非标准审计意见年报的家数和比例均更高。2019 年被出具非标准审计意见年报的民企最终发生违约的比例超过 40%。未来伴随着企业财务质量的提升和审计监管趋严，我们认为，对于民营企业被出具非标准审计意见在一定程度上可作为有效的违约预警信号。

3.从股权质押识别风险¹³

(1) 股权质押风险主要体现在实际控制权变更和再融资能力下降两个层面，在一定条件下能够通过不同路径演变为债券违约风险

2018 年下半年，在股价连续下跌的背景下，股票市值不断缩水，高质押比例质押风险集中暴露，众多上市公司大股东触及或接近平仓线。那么股权质押风险是否会引起上市公司相关发行人的违约风险显著上升呢？在市场资金较为宽松的情况下，部分发行人扩张较为激进，债务负担严重，陷入了借新还旧的债务模式，其偿债能力严重依赖再融资，部分债券募集资金用途为偿还公司债务或银行贷款。在这样的前提下，当股权质押比例过高时，一旦股价下跌，就容易引发平仓风险或增加补仓压力，加大发行人的流动性风险，同时由于市场信心下降，投资人的风险偏好降低，股权质押还会引起控制权变更、市值下跌等风险，有可能触发相关融资合同的控制权变更条款，导致债务提前到期等，都会在不同程度上影响到发行人的偿债能力。这表明股权质押风险与债券违约风险具有传导性。

(2) 大股东股权质押比例高对违约的表征作用较为明显，配合其他的判别条件，实证预警准确率达到 40%

以 2018 年存续债券为基础，我们筛选出共 1467 家上市发行人中，其中违约发行人为 19 家，违约率为 1.30%。质押比例为 72%、80%和 90%的情况下，违约率逐分别为 4.50%、4.96%和 5.80%，违约识别效果不高。但从股权质押风险的传导路径分析以及数据分析可以看出，股权质押比例极高通常反应了大股东或上市公司偿债压力较大，而风险的触发往往涉及到融资环境的紧张、股价持续下跌、债券回售行权。因此在运用股权质押比例作为表征指标预警债券违约风险时，还应结合以下几方面信息加以综合判断：1) 偿债能力是否恶化。2) 是否有一定规模的行权债务、或有债务。3) 注意投资人保护条款中对股权质押及其相关条件的约束。4) 股价下跌幅度。预警规则为：股权质押比例 \geq 80%且一年内回售、提前还款的

¹³ 详见联合评级《股权质押与债券违约的风险关联研究》。

行权债务具有一定规模(≥ 5.00 亿元)或现金短期债务比(考虑行权债务) $\leq 20\%$ 。

利用上述数据进行测试,2018 年违约 19 家上市相关发行人,预警 10 家,测试成功率为 52.63%。2018 年 12 月至 2019 年末,新增违约样本 43 家,其中 30 家为上市相关发行人,其中 12 家预警成功,实证预警成功率达到 40%。

4.非标风险信息预警¹⁴

(1)非标风险信息对债券违约的预警作用主要体现在竞争性行业和民营企业,平均预警提前量为 100 天

非标产品在金融危机后一度成为实体经济获取资金的重要渠道。同时由于产品模式较为复杂、监管不够完善等原因,非标产品风险也不断累积,近两年爆出了大量的非标延期兑付和违约事件。2018 和 2019 年(截至 2019 年 12 月 16 日),非标风险产品分别达到 475 只和 1007 只¹⁵。同期, Wind 数据显示资本市场新增债券违约发行人分别为 40 家和 38 家,债券违约事件呈高发态势。从数据上看,近两年非标风险和债券违约均呈现出相似的增长趋势。

非标产品兑付频率通常高于债券,在企业出现兑付压力时可能率先违约。非标债务通常有担保措施,出现兑付问题时协商转圜空间较大,而债券违约对企业声誉和再融资有很大影响,从偿债意愿上非标债务低于标准债券。非标违约信息公开后,可能导致企业再融资受阻,引发流动性问题,并传导至信用债市场。如企业存量债券规模较大,偿债能力不足,加上外部支持有限,其发生债券违约的风险较高。因此,非标风险可作为债券违约的预警信息。

根据企业预警通数据,非标风险产品涉及的融资主体中,发行过债券的融资人为 136 家从数据看,有 42 家发债企业在非标风险出现后经历过债券兑付,其中有 19 家发生债券违约。这当中有 4 家城投类企业仅爆出过 1 次非标风险且还款较快,将其排除后,非标风险对于债券违约的转换率达到 50%。

从 19 家企业的性质看,非国有企业 16 家,其中民企 12 家,占比很高。从行业看,主要为纺织服装与奢侈品、建筑工程、化工、房地产等产业链下游或竞争激烈的行业。体现出在企业自身经营困难或流动性不足的情况下,民企因业务竞争性较强或区域重要性不足,缺少有力的外部支持,非标风险引发债券违约的可能性大增。从预警提前量来看,债券违约距非标产品风险爆出日期提前约 60~150 天,平均为 100 天。

(2) 民企非标风险对债券违约的预警作用突出,广义违约口径下转换率提升至 72.00%。关注非标风险中存量债券规模大且集中到期的民企,以及房地产行业相关企业的风险传导

¹⁴ 详见联合资信《非标风险与债券违约风险相关性研究》。

¹⁵ 来自企业预警通数据。

在 136 家非标风险发债企业中，民企达到 90 家，其中 53 家企业发生债券违约。有 27 家民企在非标风险出现后经历过债券兑付，其中违约的有 16 家，非标风险到债券违约的转换率为 59.26%。如将技术性违约以及展期事件纳入违约范围，转换率提升至 72.00%，明显高于全样本 50.00% 的转换率，民企的非标风险对于债券违约具有较好的预警作用。从预警提前量来看，平均天数为 105 天。

由于债券刚兑属性强，而新发债较银行贷款续借难度大、资管新规对非标产品的限制较大，对于存量债券规模占比大和集中到期规模大的民企来说，其债券违约风险较高。从行业看，房地产行业是非标资金的重要去处（以信托为例，2019 年 3 季度末房地产信托余额占比为 15.01%）。2019 年以来，国家对房地产行业实施了全面的融资政策调控，行业资金面紧张。从行业政策来看，虽然短期内我国宏观经济下行压力大，但中长期调控总基调很难改变。综合影响下，低评级房企尤其是民企的违约概率或将上升。

（二）民企债投资机会分析

1. 民企经营情况 2019 年虽有所改善，但信用风险尚未完全释放

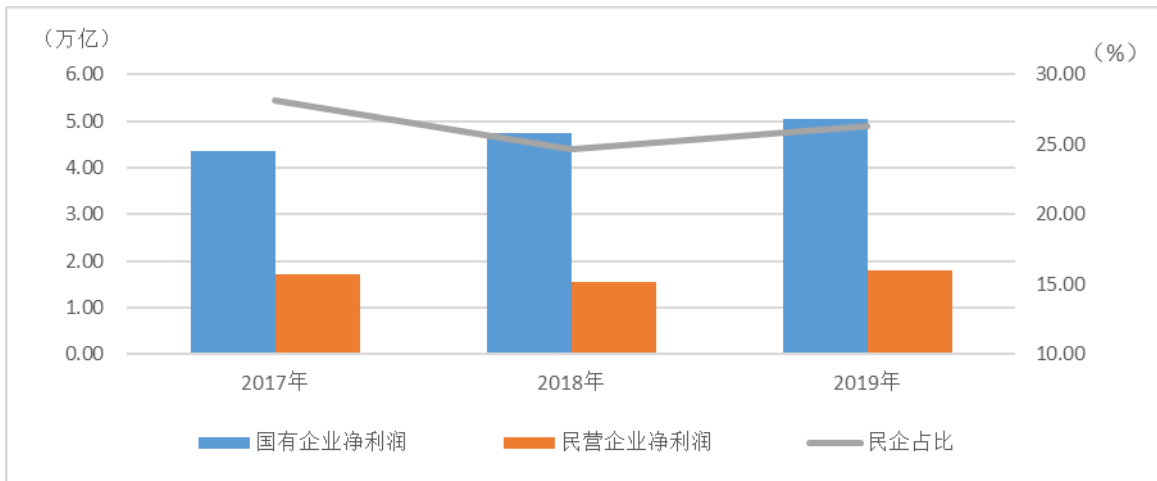
民营企业的信用是否已经在底部了，我们认为需要观察两点：一是民企自身的经营是否得到持续改善，二是民企的信用风险是否已经得到实质性缓解。

2018 年四季度以来，中央及地方政府相继出台各项政策措施积极鼓励、引导、支持民营企业发展。2019 年 12 月中共中央、国务院印发了《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》，更是提出多项具体措施来支持民营企业改革发展。专家、学者、市场人员等也纷纷献策献计，建议采用多种方式拓宽融资渠道、加强投资者保护机制、完善债券风险处置机制、强化风险监测机制等支持民企发展。可以说从制度和具体措施上为民企后续经营发展营造了良好的外部环境。此外，中美第一阶段经贸协议达成，短期来看将提升市场情绪，降低经济前景中的不确定性，有利于经济复苏。

从数据来看，2019 年资本市场上民企的净利润和净资产收益率出现一定幅度的回升¹⁶。2017—2019 年，民企净利润分别为 1.71 万亿元、1.55 万亿元和 1.80 万亿元，占资本市场总净利润的比率分别为 28.16%、24.63%和 26.32%，2019 年较 2018 年有所回升；民企净资产收益率分别为 10.59%、8.60%和 9.91%，民企净资产收益率分别领先国企 5.65 个、3.68 个和 4.59 个百分点，2019 年有所回升，且对国企的优势较 2018 年略有加大，这反映出资本市场上民企的经营状况在一定程度上有所改善。

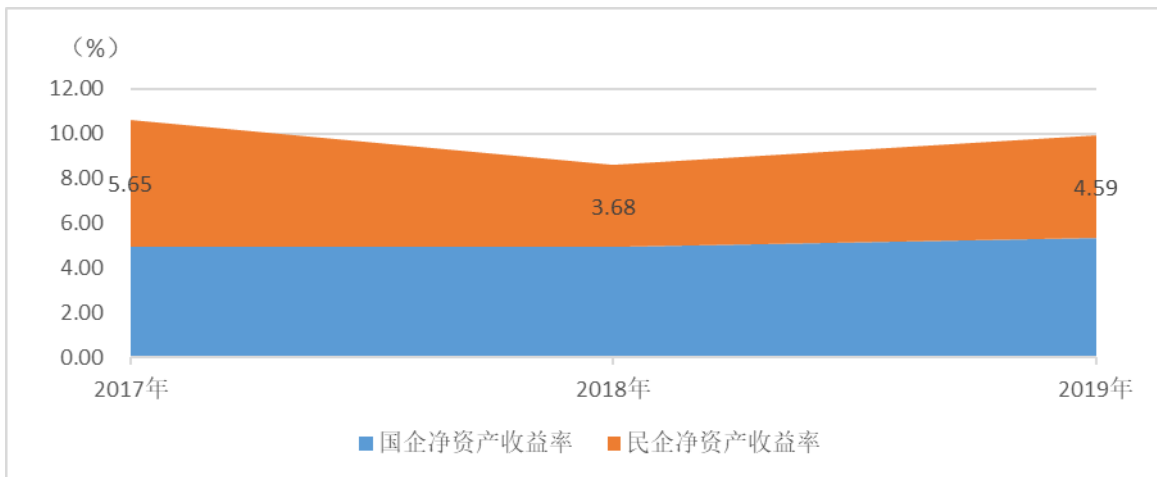
¹⁶ 统计样本为资本市场（债券市场和 A 股市场）国企和民企（涵盖非国企的所有企业）。2017 年和 2018 年选取的是年报数据；而 2019 年选取的是半年报数据并进行年化处理。

图 5.1 民企与国企净利润对比



数据来源：Wind，联合资信整理

图 5.2 民企与国企净资产收益率对比



数据来源：Wind，联合资信整理

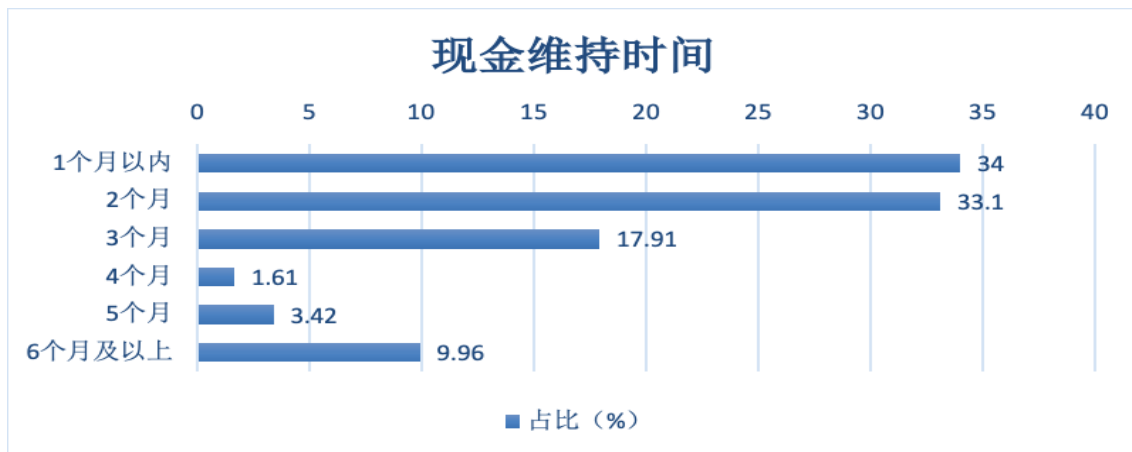
然而，民企多处于产业链中下游，公司治理并不完善，经营具有先天的脆弱性，再加上 2019 年民企的净融资额仍为负、违约仍处于高位，2020 年民企债券总偿还量高达 4676.27 亿元（其中地产债 1323.59 亿元），整体偿债压力仍较大。此外，2019 年末以来新冠肺炎疫情影响逐渐扩大，为阻断疫情扩散，各地隔离管控、推迟复工等措施相继出台，多数民企经营将受到影响。总体来看，民企的信用风险尚未完全释放。

2.新冠肺炎疫情影响下，游戏、短视频、在线办公与教育、电商物流等互联网新经济、医药制药业企业将迎来良好的发展机遇，但餐饮、旅游、交通等行业短期内受到较大冲击，多数制造业企业信用分化将进一步加剧

2019 年末以来爆发的新冠肺炎疫情对经济产生了较大影响。从产业看，疫情期间，各地出台隔离管控、禁止活禽交易等措施，农林牧渔行业受到一定影响。例

如活禽养殖业面临无法售卖，导致每日消耗饲料增加成本，甚至饲料短缺饿死活禽的两难境地。本次疫情对于第三产业的冲击最大。受疫情影响，居民减少外出，消费活动下降，餐饮、旅游、航空、酒店、影视、商场购物等休闲旅游业、批发零售业、交通运输业等行业短期内受到巨大冲击。同时，第三产业中，民企分布广泛，抗风险能力相对较弱，受到的冲击更大。据清华北大联合调研的 995 家中小企业受疫情影响的情况及诉求结果显示，34%的企业的账上现金只能维持 1 个月，85.01%的企业最多维持 3 个月，不到一成的企业能维持 6 个月以上。

图 5.3 中小企业现金维持时间



资料来源：起点财经

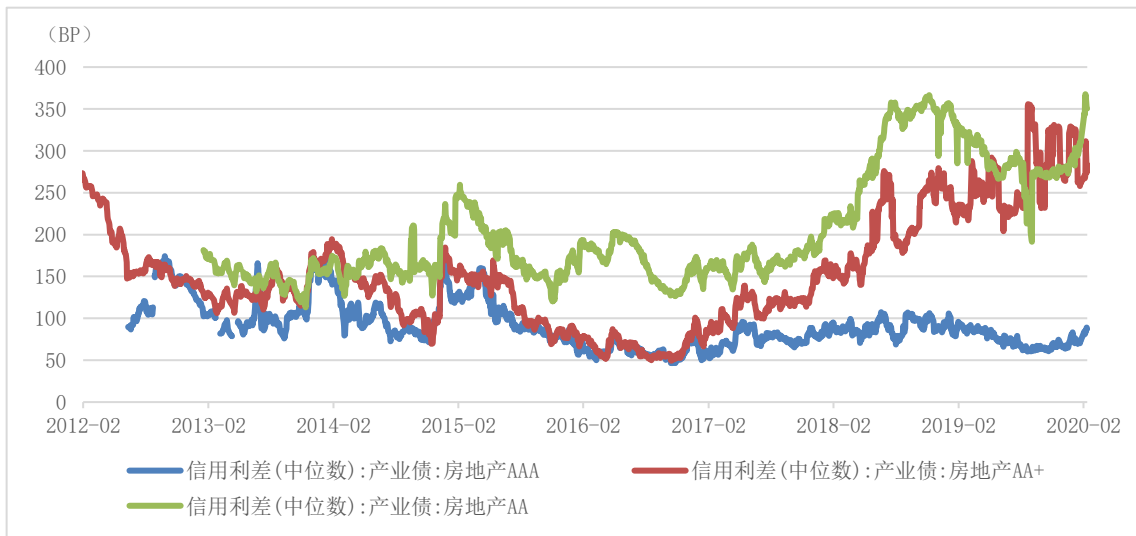
本次疫情对中上游产业在短期内有一定影响。由于推迟复工、假期延长、隔离管控等因素，企业开工延迟、劳动力短缺且生产成本上升，恢复速度缓慢，短期生产滞后。同时，下游需求减少也将会传导至供给端，从而影响整个工业产业链上下游企业。此外，出口制造型企业也将会受到一定影响。本次疫情被世界卫生组织认定为构成国际关注的突发公共卫生事件，虽不建议对中国进行旅行和贸易限制，但一些国家已经采取了限制措施，并提升了风险等级。对此，出口制造型企业新增订单增速或将放缓，短期受到冲击较大。从地区方面来看，武汉、湖北为本次疫情的“重灾区”。而武汉、湖北在电子通信、汽车、医药产业具有一定优势，本次疫情导致的相关企业停产及延期复工对于本地区内的相关企业冲击较大，并将影响产业链上的其他企业。

另一方面，与疫情相关医药类行业为刚性需求，疫情治疗相关用药涉及的企业短期业绩可能大幅提升。医药制造业企业后续随着国家一些优惠政策的出台、民众重视程度的加强以及医药需求的刚性存在等因素，也将迎来利好。此外，游戏、短视频、在线办公与教育、电商物流等互联网新经济获得了良好的发展机遇。后期行业龙头企业可能获得更多的资源支持，迎来新的发展机会。

房地产行业方面，从数据来看，头部和尾部房企的信用风险已呈现分化趋势。

2014 年以前，AA 级、AA+级和 AAA 级房企的信用利差相差不大，市场对于 AA 级房企相对较为认可。2014—2016 年间，AA 级房企的信用利差开始显著高于 AA+级和 AAA 级，市场的分化开始显现。2017 年以后，AA+级房企利差也开始显著高于 AAA 级，2019 年 8 月到 19 年年底甚至高于 AA 级房企，表明市场对 AA+级房企的风险补偿要求逐步提升。而 AAA 级房企的信用利差则一直处于低位。本次疫情的影响是从 2020 年春节前一周左右开始发酵，通过下图可以看到，各级别房企的信用利差均有走扩，但 AAA 级利差涨幅最小，说明市场仍认为头部房企的信用风险较小。

图 5.4 房地产行业信用利差情况



数据来源：Wind，联合资信整理

从实际情况看，本次疫情对于房企的销售开工及资金到位情况均产生一定影响，一定程度上加剧了房企的分化。具体而言，布局于三四线城市、高周转型、流动性紧张且非银行渠道融资规模大的房企短期内将承受较大压力。为了缓解疫情影响，短期地产政策可能会适度放松，房企后续可能会有一定的反弹空间。但总体来看，当前中国宏观经济增长压力加大、三四线棚改货币化退潮、居民杠杆率攀升、人口出生率下降等都对房地产市场长期需求造成挤压，房地产市场拐点已至，将逐渐进入存量博弈阶段。因此，房企将会进一步分化，未来财务状况佳、资金实力强的房企有望进一步提升市场份额。

从投资角度看，对于风险偏好低的投资者，房地产行业头部民企由于强者恒强的规模优势，抵御风险跨越周期的能力较强，信用风险相对较低，具有一定的投资价值；而对于风险偏好相对较高的投资者，精选 AA+级、行业排名靠前的房企是实现收益和风险均衡的较优选择。AA+级房企当前信用利差较高，市场对其信用风险的看法不一，如果能选择出业务布局合理、运营能力较强、具备加杠杆空间且符

合政策调控导向的房企，将可能获得一定的投资风险回报。

总体来看，由于民企具有先天的脆弱性，本次疫情对民企的冲击将大于国企。部分中小企业的采购、生产、销售、现金流回款均受到较大影响，流动性风险加大。虽然国家出台一系列措施缓解此项压力，但政策和资金的传导效果仍有待观察和释放。受此影响，民企的信用分化将进一步加剧。相对而言，龙头企业抵御风险的能力较强。

3.新冠肺炎疫情期间，中央各部门也在陆续出台相关的财政货币政策，会在一定程度上缓冲民企运营的下行风险，尤其是符合未来发展趋势的医疗、电商等新兴产业内企业将迎来良好的发展空间

自疫情发生以来，各主管部门及地方政府均出台了相应政策文件，缓解疫情带来的不利影响。金融支持方面，央行、财政部等机构在资金保障、政策保障等方面推出了一系列政策举措，包括加大货币信贷支持力度，强化对重点医用物品和生活物资生产企业的金融支持等。债券市场方面，发改委出台文件多措并举支持疫情地区和疫情防控企业的债券融资需求，证监会对疫情防控期间到期的公司债券将设立绿色通道支持发新还旧；多部门支持利用上市、发行债券等方式缓解返乡入乡创业融资难题等。地方层面，江苏、浙江、上海、北京、广东、山东等地方政府也相继推出一系列中小企业减负措施，包括税收减免、减免房租、贷款适当展期等。各项政策的出台对于稳定市场预期、缓解疫情影响起到了一定作用，特别是与抗击疫情相关的重点行业企业会受到较大支持。预期为打好防风险攻坚战，避免疫情导致的不良影响，相关政策仍会继续出台，这无疑会有利于民企的健康发展，尤其是符合未来发展趋势的医疗、电商等新兴产业内企业将迎来良好的发展空间。