

2024 年 4 月

行业研究专题报告



## 2024 年产业债信用风险展望

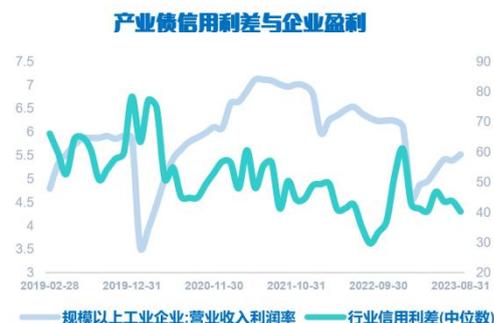
### 中美库存周期



### 工业品价格与盈利



### 产业债信用利差



分析师：卢宏亮 郑慧

- **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

## 2024 年产业债信用风险驱动核心

◎**再复苏与软着陆**：国内稳增长发力逢海外利率高位滞后，货币政策错位延续，需求复苏行业分化如何？

◎**通胀的下半场**：全球通胀高位回落，盈利修复是否一片坦途？哪些行业苦尽甘来，哪些仍在星光赶路？

◎**转型有何新姿势**：稳增长与双碳驱动明暗交替，资本开支有哪些新亮点，哪些行业竞争格局会被重塑？

◎**债台高筑或轻装上路**：资本开支推升债务曲线，债台高筑或轻装上路，行业分化背后有何驱动因素？

◎**民企债还值得细品吗**：新增违约下行，地产债是否已穿越雷区？制造业民企债还有博弈价值吗？

# 研究目录

<b>第一部分 再复苏与软着力</b> .....	4
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.....	4
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.....	7
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.....	9
四、交运需求：国际业务复苏驱动增强，客货运背离收敛已近.....	10
<b>第二部分 通胀的下半场</b> .....	11
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.....	11
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.....	12
<b>第三部分 转型有何新姿势</b> .....	13
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.....	13
二、上游原料：双碳大势遇盈利逆风渐息，低碳转型节奏加速.....	14
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.....	15
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.....	15
<b>第四部分 债台高筑或轻装上路</b> .....	16
一、现金流：营运资金驱动增强，自由现金流表现锚定资本开支强度.....	16
二、偿债能力：存量货币资金筑底，增量资金回升助力偿债修复.....	16
<b>第五部分 民企债还值得细品吗</b> .....	17
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.....	17
二、违约：民营地产信用风险逐步出清，新增违约延续下行.....	18
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.....	19

## 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。

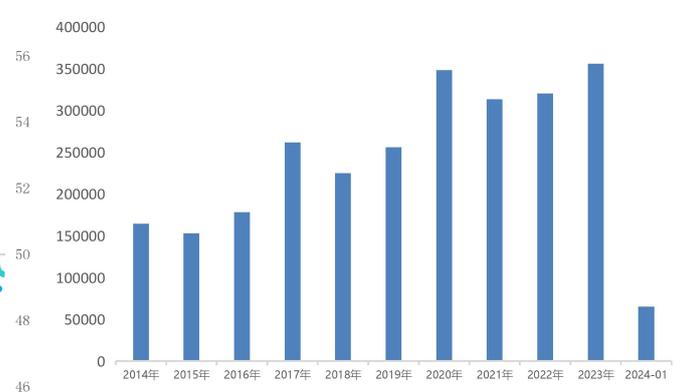
从静态来讲,我国居民资产负债表持续修复。目前企业部门、居民部门和政府部门的杠杆率水平仍在抬升,根据中国社科院金融研究所统计,2023 上半年我国实体部门杠杆率上升 10.8 个百分点,其中非金融企业部门上升 6.9 个百分点,政府部门上升 2.3 个百分点,居民部门上升 1.6 个百分点。因此,总体而言我国资产负债表仍处于稳定扩张状态。

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: 中国景气及价格指标



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 1 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。非农非管理人員工资增速在 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，居民资产负债表健康，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**

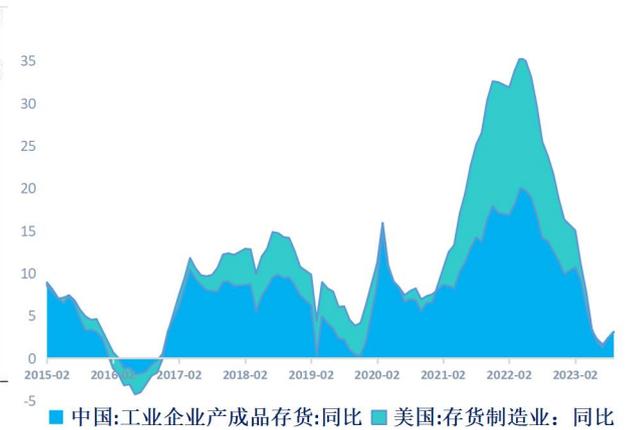
国家统计局数据显示，2024 年 1 月 CPI 同比中，食品价格下降 5.9%，降幅比上月扩大 2.2 个百分点，其中，猪肉价格下降 17.3%，降幅比上月收窄 8.8 个百分点；鲜菜价格同比下降 12.7%，上月为上涨 0.5%。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，其中，交通工具用燃料价格同比下降 0.1%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点，服务价格上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点。CPI 同比已连续四个月负增长。往后看，在房地产行业低迷对居民消费信心影响趋于减弱、“猪周期”转入价格上升阶段以及国际原油价格企稳、发达经济体通胀水平下行幅度放缓等因素综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

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拿地下滑、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

<sup>1</sup> 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>

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



图表 8：新能源整车出口目的地



资料来源：公开资料，东方金诚整理

#### 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 图表 10：半导体销售额增速与存储芯片价格



资料来源：公开资料，东方金诚整理

#### 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。

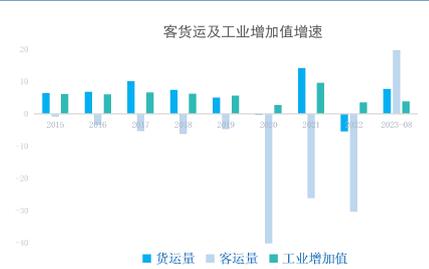
图表 11：民航旅客周转量



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

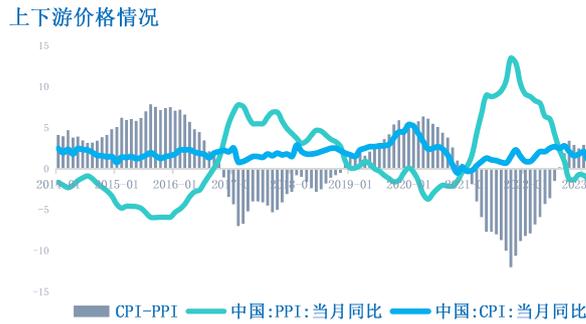
2023 年 10 月，美国 CPI、核心 CPI 同比涨幅双双回落，CPI 结束了此前 3 个月的反弹，美国通胀压力继续缓解。但 2024 年 1 月，美国 CPI 同比增 3.1%，高于预期的增 2.9%；环比增 0.3%，高于预期的增 0.2%，重燃通胀担忧。美通胀见顶但仍有黏性。为抑制通胀，自 2022 年 3 月以来，美联储已将政策利率提高 525 个基点，至目前的 5.25%-5.50% 范围。当下，市场预计美联储将在 2024 年开始稳步降息，但到明年年底，政策可能仍将具有限制性。随着利率居高不下，出现一些疲软迹象。2023 年大部分时间，美劳动力市场一直在稳步走弱。美国劳工部数据显示，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

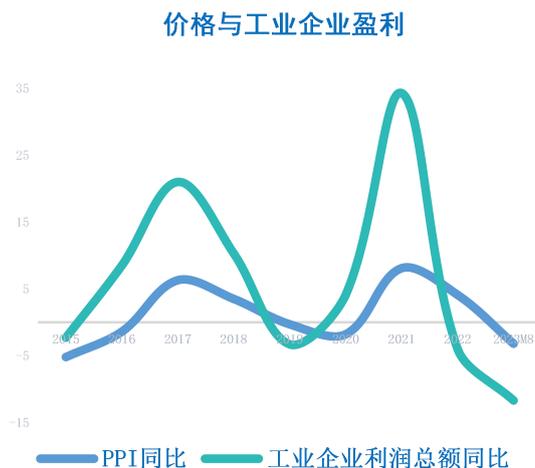
综合来看，中美库存周期见底，美利率见顶，金融条件约束见顶，大宗商品资本开支疲弱及低库存刺激价格上行。然而高利率对资产价格压制，居民和地方加杠杆力度有限，同时海外通胀黏性，地缘政治扰动对价格影响仍有不确定性，2024 年价格修复有波动。

## 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



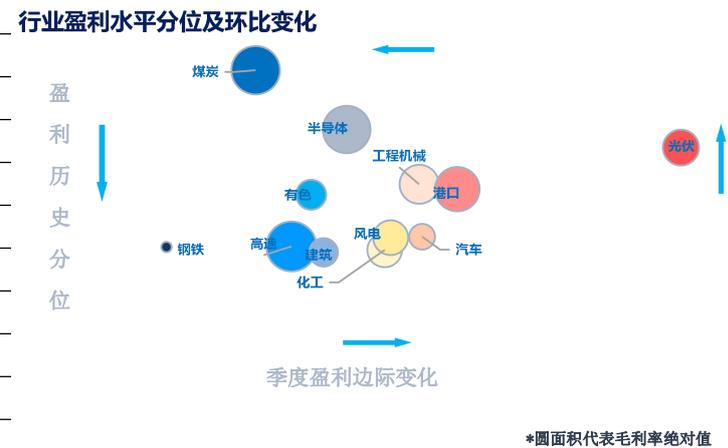
资料来源：公开资料，东方金诚整理

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

图表 17：行业盈利水平分位及环比变化



资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 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。

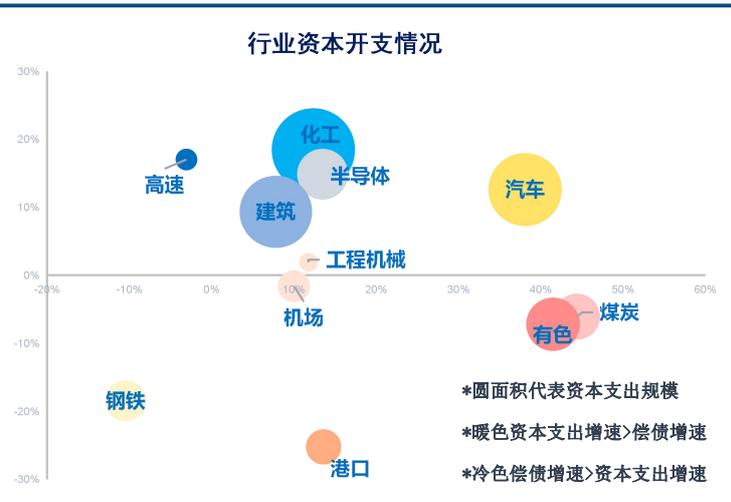
综合来看，国内经济高质量发展的核心驱动因素来自于绿色低碳转型。目前国内产能周期进入触底修复期，且绿色低碳转型意愿及力度更强大，盈利修复下支出动力更充足。从政策层面来看，工业稳增长仍是 2024 年阶段性任务。

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

图表 19：行业资本开支情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 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。

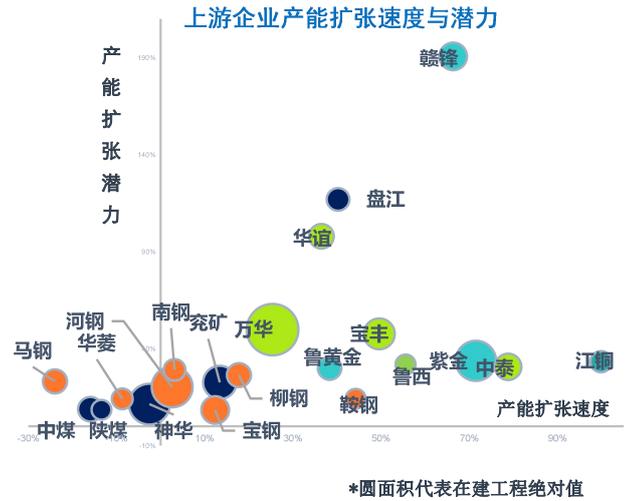
伴随绿色转型要求，我国钢铁建材扩张放缓，有色化工结构化扩张。受房地产需求回落影响，钢铁产能扩张放缓，2023年9月下旬重点钢企生铁日均旬环比下降3.31%，同比下降3.26%。粗钢日均产量旬环比下降3.15%，同比下降3.05%；水泥企业产业链延伸，同时加快国际产能合作，目前海螺水泥海外产能布局已超千万吨；玻纤向风电、光伏、新能源等领域渗透，产品向高端化发展。受新能源需求带动，有色行业加大海内外资源获取，化工行业在新材料等新兴赛道扩张提速，而煤炭行业产能在主产区集中。

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、衔接不够顺畅等问题，未来国内交通要素供给与区域经济一体融合。分行业来看，港口行业短期内国际地缘冲突扰动集装箱供应链，集装箱与干散货运价存在分化。预计未来港口资源整合将进一步深化，跨省合作加深；机场行业发展与地区发展定位密切相关，近期一线城市引领客运吞吐量修复，长途和商务客流为主机场优势明显；高速行业推进重点区域网络完善强化区际衔接、传统基础设施建设与新基建融合创新发展，高速企业自我路产建设与参股路产投资并重。

图表 22：我国港口群分布



图表 23：2023 上半年机场吞吐量增速



图表 24：高速企业路产规模及潜在增速



资料来源：公开资料，东方金诚整理

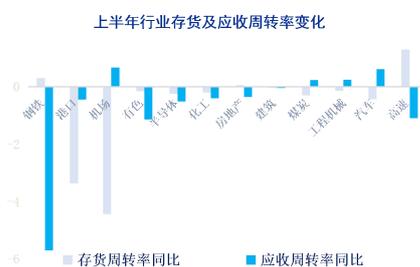
## 第四部分 债台高筑或轻装上路

### 一、现金流：营运资金驱动增强，自由现金流表现锚定资本开支强度

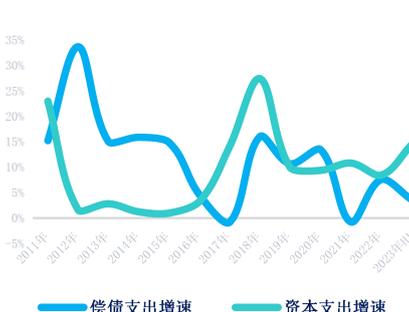
从 2023 年上半年存货及应收账款周转率情况来看，港口机场修复可期，其余行业补库强度一般压制存货周转率。另外，经济回升带动应收周转率向好，上游应收周转率处于前列，后地产产业周转偏慢；从资本开支情况来看，盈利修复及转型导致支出回升，上游总体增长，其中钢铁拖累、汽车机械上行、半导体偏弱、交运总体可控。目前化工、有色资本支出侵蚀严重，制造业盈利修复保障提升，港口机场稳步修复。

整体来看，供应链打通对营运资金占用红利衰减，营运资金修复对需求敏感性提升。预计资本开支意愿与偿债支出背离延续，上游资本开支对自由现金流仍将有所侵蚀。

图表 25：2023 上半年行业存货及应收周转率变化



图表 26：资本支出及偿债意愿对比



图表 27：细分行业自由现金流



资料来源：公开资料，东方金诚整理

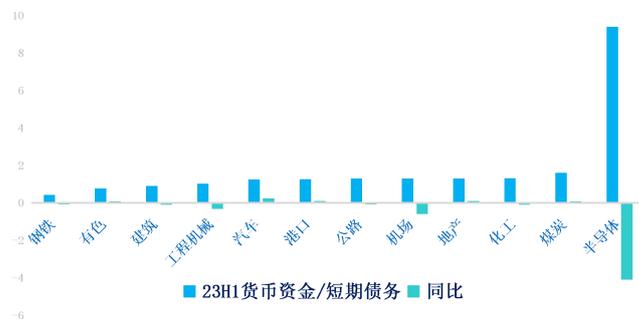
### 二、偿债能力：存量货币资金筑底，增量资金回升助力偿债修复

2023 年全行业货币资金增速 2.9%，短期债务增速 15%，货币资金覆盖分

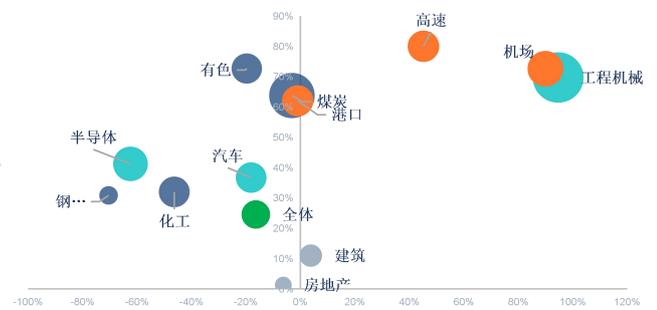
位数可达 95%，货币资金对短债保障仍处历史高分位，半导体煤炭领先。货币资金保障能力汽车、地产、煤炭、港口及有色行业有所提升，半导体、机场、工程机械、建筑行业有所下降。同期，全行业 EBITDA 增速为-8.6%，全部债务/EBITDA 分位数为 65%。其中半导体、煤炭、汽车 EBITDA 覆盖能力处行业前列，钢铁建筑及地产保障偏低。地产化工龙头如万科、保利、万华、江铜偿债能力偏弱，煤炭港口芯片龙头如上港、中煤、山焦、盐湖偿债能力领先。预计 2024 年债务增长及盈利弱修复背景下，EBITDA 对债务保障难大幅提升。

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

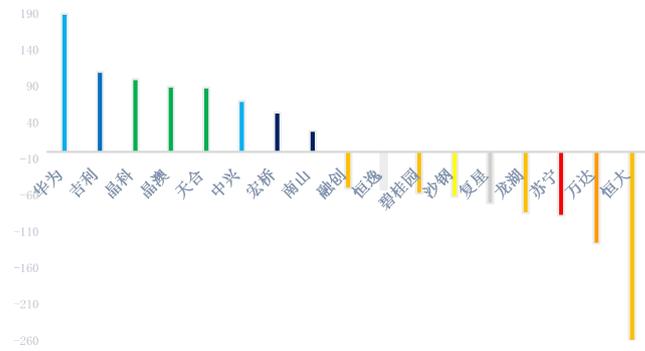
2023 年 7 月发布的《意见》提出一系列措施为民营企业纾困；11 月，中国人民银行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》，对“完善融资支持政策制度”提出具体的办法和措施，多项政策助力高端制造民企债券融资，民企净融资调整与经济结构优化同频。从数据来看，2023 年前三季度，信息技术、新能源民企债券发行居于前列，地产民企债券融资大幅净流出。

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。

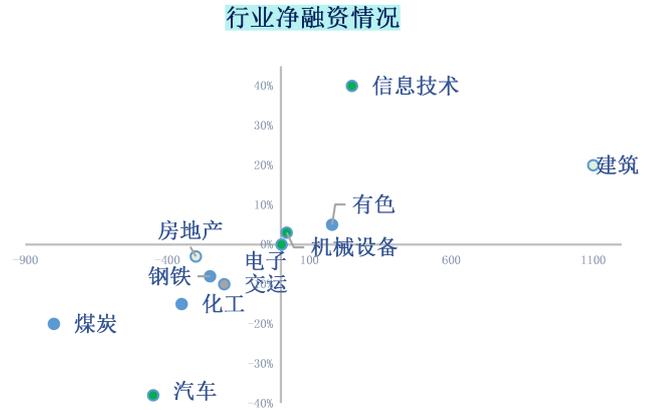
从行业分布来看，债券净融资向先进制造业倾斜，债权融资净流入行业包

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：民房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



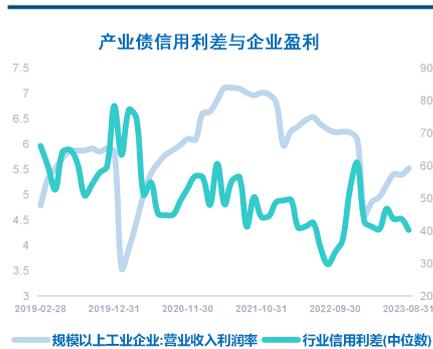
资料来源：公开资料，东方金诚整理

### 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

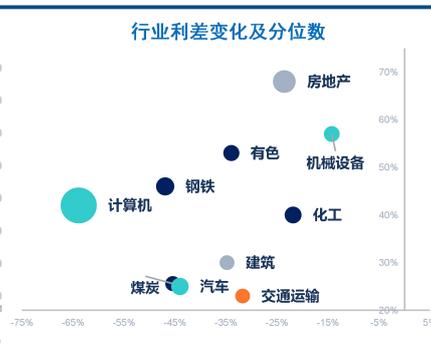
2023 年信用风险溢价核心驱动在于流动性溢价，受益于流动性环境及信用债供需不平衡债利差收窄，同时理财需求放缓及赎回压力，二三季度低位震荡。预计 2024 年信用风险溢价核心驱动转变，需求修复与宽松融资条件共振，违约率仍处低位。

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。