

# 疫情期间，哪些信用债风险或上升？

## ——疫情宏观分析系列之十三

宏观深度

### 要点

◆面临疫情，企业资金压力上升，政府近期也多次表态，要大力支持各类企业度过疫情难关，缓解资金面压力就是一个重要抓手。对于发债企业而言，哪些行业、哪些地区的企业资金压力比较大，哪些比较小？我们基于4168家发债企业2019年6月的数据，分行业、分地区对资金压力做了比较全面的分析。2019年6月份，发债企业中资产规模最大的为10.4万亿元，最小的为679万元，平均规模696.9亿元，中位数229.7亿元。不过由于数据是截至2019年6月底，近期情况可能有所变化。

◆所有发债企业的现金类资产对短期债务的总体保障倍数为1.0倍，但近一半的企业保障倍数低于1。经营净现金流对短债保障倍数总体仅为0.06倍。从行业来看，其中建筑、交通运输设备、城投、卫生和社会工作、食品制造等行业发债企业的净经营现金流对短债保障靠后。从地区来看，北京、上海等十个省市发债企业的现金类资产对短债保障倍数总体超过1倍，而青海、陕西、海南、辽宁、吉林等省份发债企业的保障倍数靠后。湖北、江苏、江西、四川、浙江、重庆、河北等7省发债企业经营净现金流对短债的保障靠后，可能因为城投企业较多。

◆发债企业现金类资产和经营净现金流对工资的保障程度较高。现金类资产对工资保障倍数总体达57个月，仅有1%企业保障不足3个月；经营净现金流对工资保障平均为3.4个月，约一半企业保障不到3个月。从行业来看，建筑、石油等燃料加工、城投、交通运输设备制造、通用设备等行业的现金类资产对工资保障倍数靠后。从地区来看，湖北、江苏、江西、四川、重庆、浙江等省份的经营净现金流对工资保障靠后。

◆综合短期债务偿还和工资支付，发债企业经营净现金流的保障较弱，但现金类资产对保障程度较高。现金类资产对短债和工资的保障平均达10.2个月，其中11.4%的企业低于3个月。经营净现金流对这两类保障平均为0.6个月，其中75%的企业经营净现金流保障低于3个月。从行业来看，除公用事业、交通运输和仓储、科学研究、IT行业等4个行业外，其余行业经营净现金流对短债和工资的保障均低于3个月。从地区来看，湖北、江苏、江西、四川、重庆、浙江、河北等7省市的发债企业的经营净现金流对短债和工资总体保障靠后。中央和地方政府在推动有序复工，并多管齐下缓解企业资金压力，这些政策非常关键。

### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
 021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

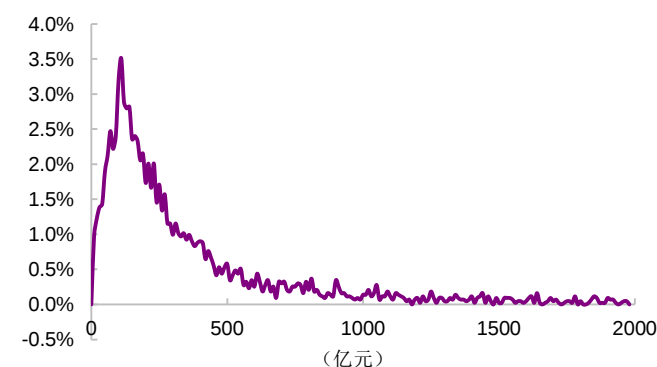
郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
 010-56513153  
[guoyb@ebcn.com](mailto:guoyb@ebcn.com)

面临疫情，企业资金压力上升，政府近期也多次表态，要大力支持各类企业度过疫情难关，缓解资金面压力就是一个重要抓手。对于发债企业而言，哪些行业、哪些地区的企业资金压力比较大，哪些比较小？我们基于 4168 家发债企业 2019 年 6 月的数据，分行业、分地区对资金压力做了比较全面的分析。

截至 2020 年 1 月底，发债企业共计 4168 家企业。从资产规模状况上看，发债企业以大中型企业为主。从分布上看，截至 2019 年 6 月底，资产规模最大的达到 10.4 万亿元，而最小的仅为 679 万元，平均资产规模 696.9 亿元，资产中位数为 229.7 亿元。资产规模在 10 亿元以上的企业占发债企业的 99%，在 50 亿元以上的企业占 93%。

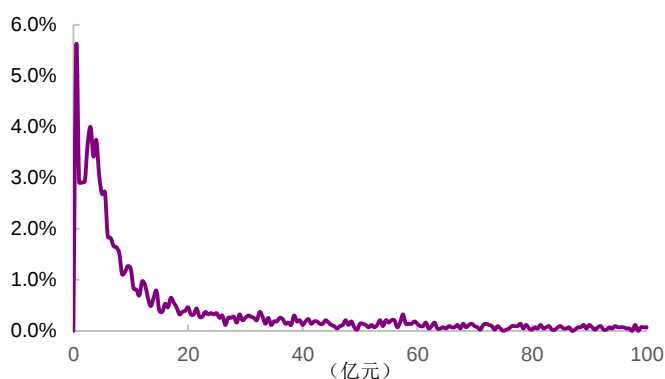
从营业额规模状况来看，发债企业以大中型企业为主。从分布上看，截至 2019 年 6 月底，营业额最大的为 1.52 万亿元，营业额最小值为 4.08 万元，平均营业额为 109.0 亿元，中位数为 9.7 亿元。营业额在 1 亿元以上的企业占比 94.43%，营业额在 10 亿元以上的企业占比 50.37%，营业额在 50 亿以上的企业占比 24.76%。

图 1：发债企业资产规模累积分布



资料来源：Wind，光大证券研究所计算  
注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

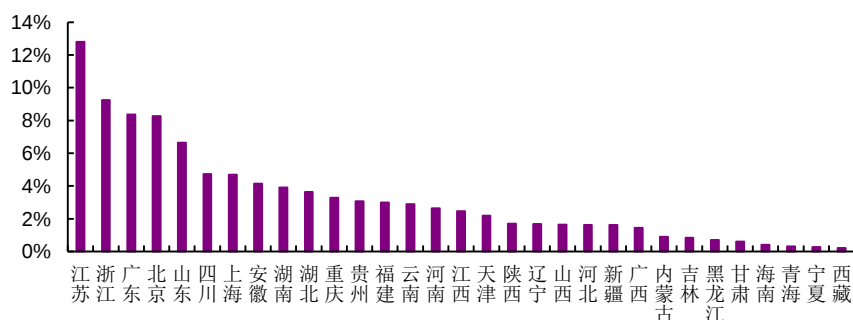
图 2：发债企业营业额累积分布



资料来源：Wind，光大证券研究所计算  
注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

在地区分布上，发债企业在东南地区分布较多，其中江苏、浙江、广东三省占比最高，江苏省发债企业占全部发债企业的 12.8%，苏浙粤三省合计占比 30.4%，接近三分之一。北京、上海发债企业数量同样较多，分别占比 8.3%、4.7%。而中西部地区及东北地区发债企业整体占比较小，东三省发债企业合计占比 3.2%，西藏、宁夏、青海三个西部省份发债企业数量最少，分别占比 0.22%、0.27%、0.31%。

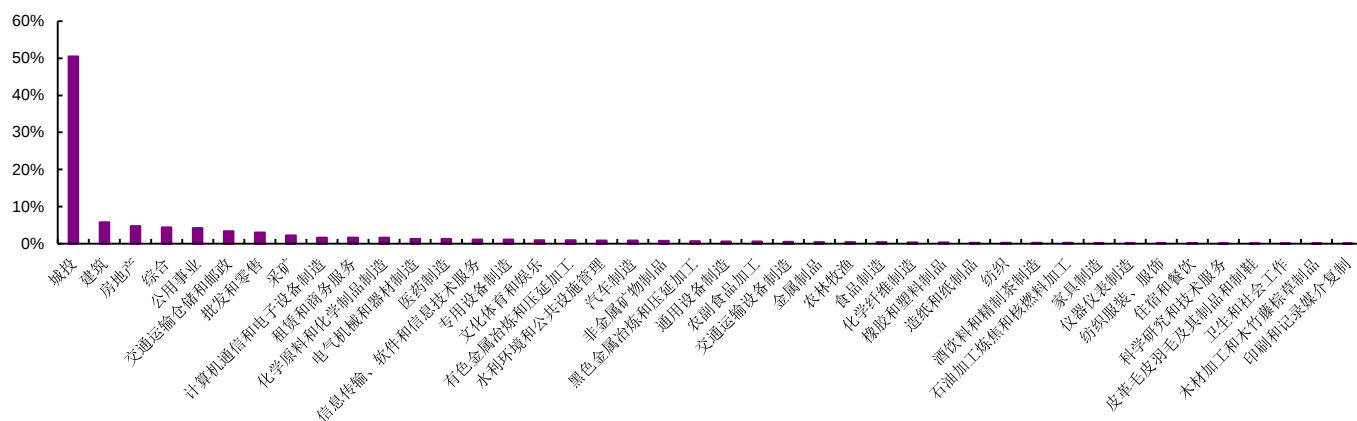
图 3：截至 2019 年 6 月 30 日发债企业地区分布



资料来源：Wind，光大证券研究所

在行业分布上，共有 43 个行业（我们将城投债也作为一个行业列示，下同），发债企业以城投债、制造业、建筑与房地产业及公用事业为主。其中城投债占比最高，占发债企业的 50.5%；建筑业企业与房地产企业分别占发债企业的 5.80%与 4.75%，公用事业企业占发债企业的 4.28%；其余行业占比相对较小。

图 4：截至 2019 年 6 月 30 日，发债企业行业分布



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们主要分析短期内企业支付工资和偿还短期债务的压力，本质上是看企业的资金情况。具体指标如表 1 所示。

表 1：衡量企业短期信用风险主要指标说明

| 指标   | 指标公式                                   | 说明                                            |
|------|----------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 指标 1 | 现金类资产/短期债务                             | 现金对短期债务保障                                     |
| 指标 2 | 现金类资产/（支付给职工以及为职工支付的现金/6）              | 现金对支付给企业员工工资的保障月份，数据来自 2019 年中报，除以 6 表明按月支出工资 |
| 指标 3 | 现金类资产（短期债务/12+支付给职工以及为职工支付的现金/6）       | 如果短期债务按月偿还，现金对短债和工资的保障月份                      |
| 指标 4 | 经营活动产生的现金流量净额/短期债务                     | 经营现金流净额对短期债务保障                                |
| 指标 5 | 经营活动现金流量净额/（支付给职工以及为职工支付的现金/6）         | 经营现金流净额对支付给企业员工工资的保障月份                        |
| 指标 6 | 经营活动现金流量净额/（短期债务/12+支付给职工以及为职工支付的现金/6） | 如果短期债务按月偿还，经营现金流净额对短债和工资的保障月份                 |

资料来源：光大证券研究所计算

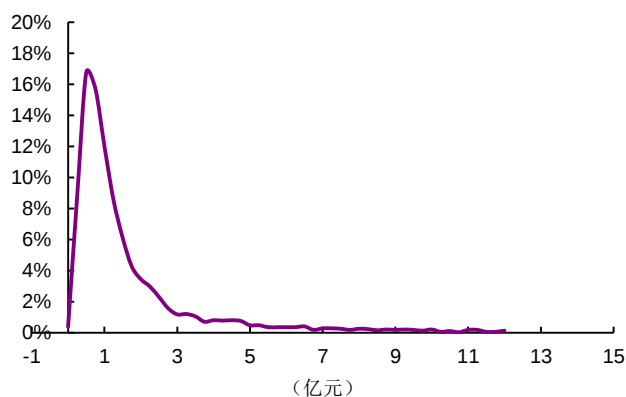
注：现金类资产=货币资金+交易类金融资产+应收票据；短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+应付短期融资券；工资=支付给职工以及为职工支付的现金

## 从偿债与工资支付看资金压力

### 短期偿债能力，谁强谁弱？

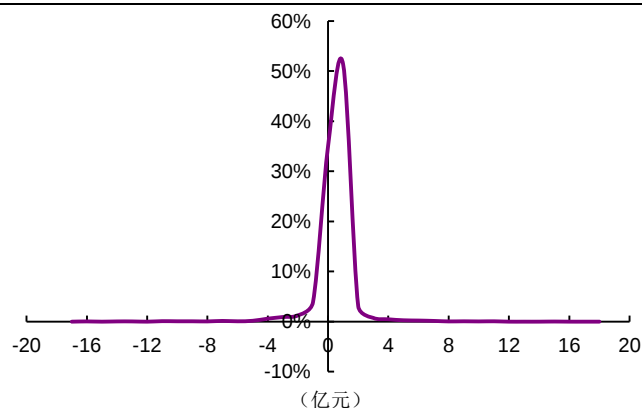
从发债企业现金类资产及经营现金流净额对短期债务的保障情况来看，发债企业现金类资产对短期债务的保障倍数为 1.03，从平均水平来看发债企业的现金类资产能够覆盖其短期债务；而经营现金流净额对短期债务的保障倍数仅为 0.06，经营性现金流对短期债务的保障程度较低。

图 5：发债企业现金类资产/短债保障累积分布图



资料来源：Wind，光大证券研究所计算  
注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

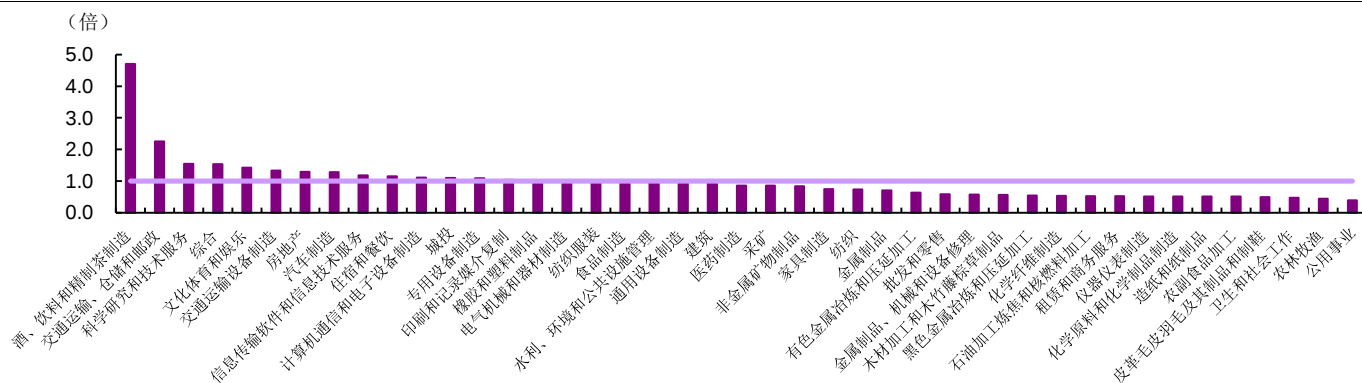
图 6：发债企业经营净现金/短债保障累积分布图



资料来源：Wind，光大证券研究所计算  
注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

具体来看，发债企业中有 47.3%的企业其现金类资产对短期债务保障低于 1，即现金类资产低于其短期债务；而 93.9%的企业经营现金流净额对短期债务保障倍数低于 1。

图 7：各行业发债企业现金类资产对短期债务保障倍数



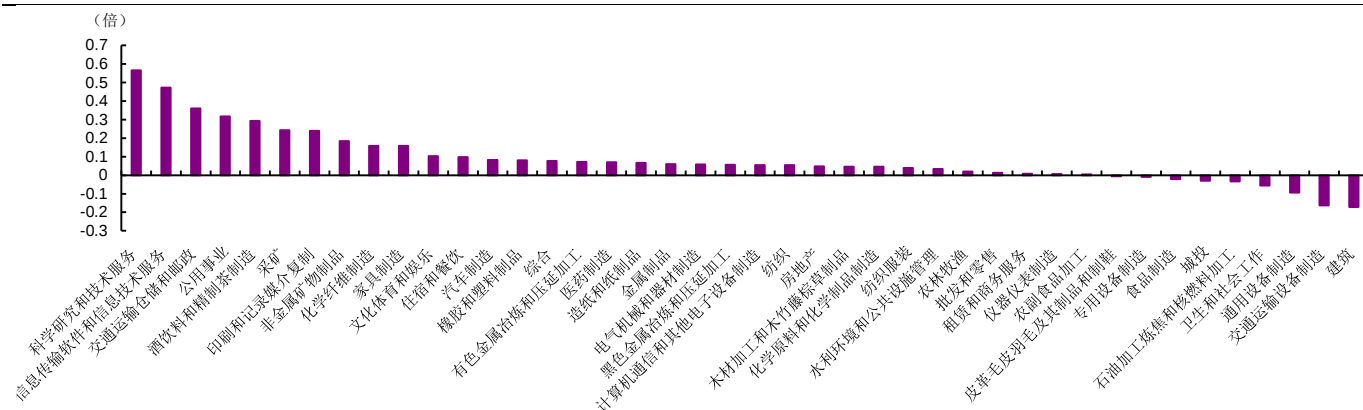
资料来源：Wind，光大证券研究所计算  
注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

从行业分布特点来看，酒、饮料和精制茶制造业、交通运输、仓储和邮政业、科学研究和技术服务业等 15 个行业发债企业现金类资产对短期债务的保障倍数大于 1，占 43 个行业的 35%。排名最后的 4 个行业分别为电力、热力、燃气及水生产和供应业、农林牧渔业、卫生和社会工作、皮革、毛皮羽毛及其制品和制鞋业，这 4 个行业发债企业现金类资产对短期债务的保障倍数均小于 0.5。

从经营现金流净额对短期债务的保障倍数来看，除科学研究和技术服务业外，其余行业均小于 0.5，其中 32 个行业保障倍数为正，占 43 个行业的 76.2%，其中建筑业、交通运输设备制造业等 9 个行业为负。

城投债现金类资产对短期债务的保障倍数为 1.10，经营现金流净额对短期债务的保障倍数为-0.03。

图 8：各行业发债企业经营现金流净额对短期债务保障倍数

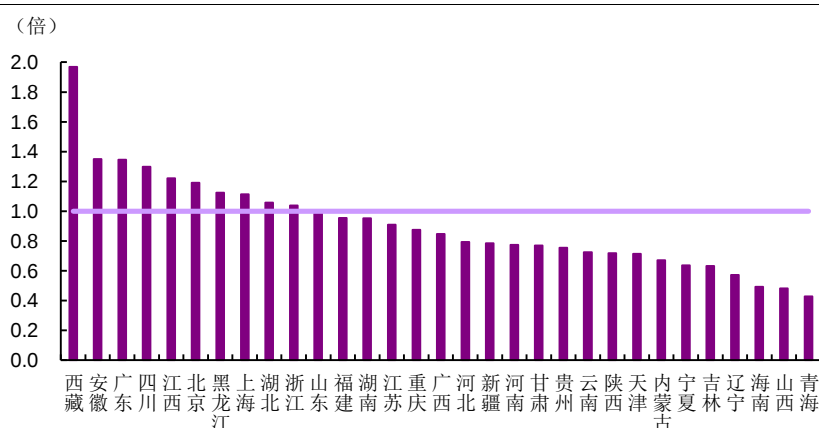


资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

从地区分布特点来看，西藏、北京、上海等 10 个省份发债企业整体现金对短期债务保障倍数大于 1，其中本次疫情发生集中的湖北省发债企业现金对短期债务保障倍数为 1.06，但受疫情影响风险可能会加大。其余省份发债企业整体现金类资产对短期债务保障倍数小于 1，其中最低的五个省份依次为青海、山西、海南、辽宁、吉林。

图 9：各省发债企业现金类资产对短债保障倍数

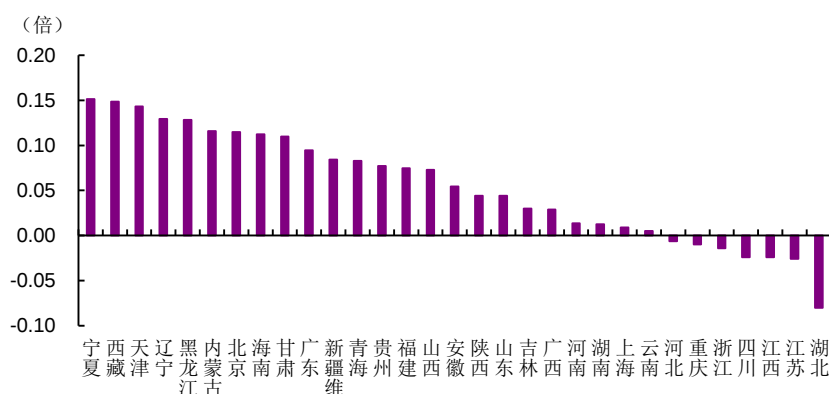


资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

从经营活动现金流净额对短期债务的保障情况来看，所有省份均低于 0.2，为正值省份为 24 个，占 31 个省份的 77.4%，而湖北、江苏、江西、四川、浙江、重庆、河北 7 省发债企业经营活动现金流净额对短期债务的保障倍数为负。本次疫情严重地区湖北保障倍数为-0.08，为各省中最低。

图 10：各省发债企业经营净现金对短债保障倍数



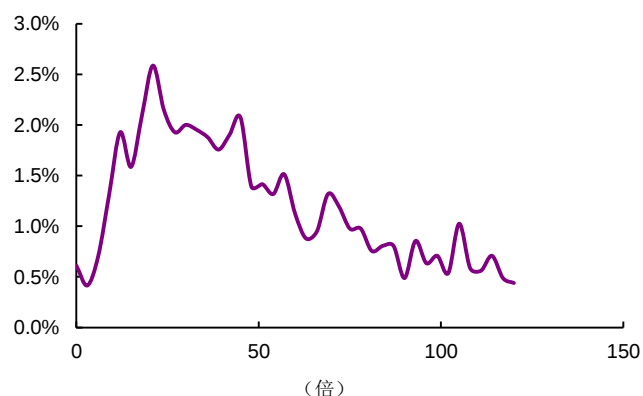
资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

### 工资支付能力，谁强谁弱？

从发债企业现金类资产及经营现金流净额对支付给企业员工工资的保障月份来看，发债企业现金类资产对支付给企业员工工资的保障月份为 57.4 月，整体来看发债企业的现金类资产能够覆盖其较长时间内的工资负担；而经营现金流净额对支付给企业员工工资的保障月份为 3.4 月，经营性现金流对短期债务的保障程度较低。

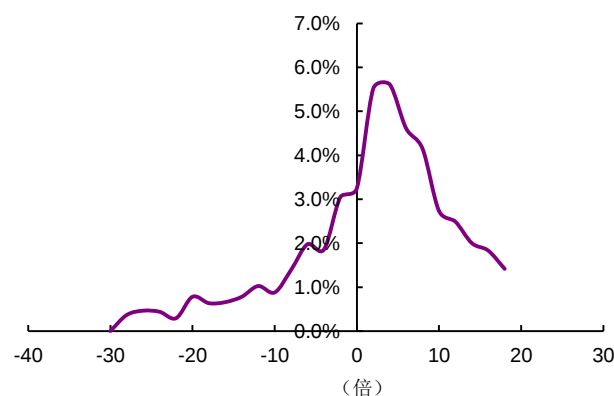
图 11：发债企业现金类资产对支付给企业员工工资保障月份累积分布图



资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

图 12：发债企业经营现金流净额员工工资保障月份累积分布图

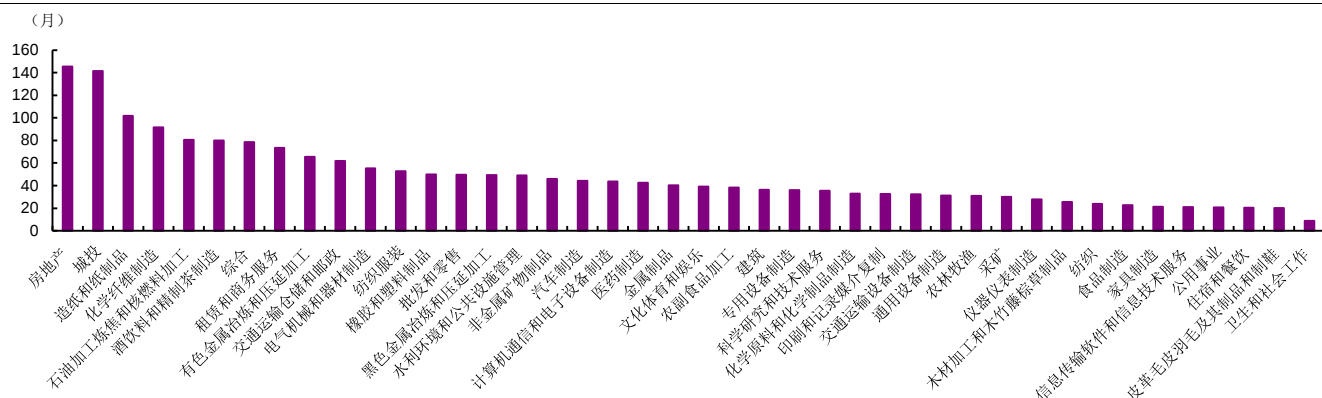


资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

具体来看，发债企业中仅有 1% 的企业其现金类资产对支付给企业员工工资的保障月份低于 3 个月，其余企业现金类资产均可负担 3 个月以上的员工工资；而 51% 企业经营现金流净额对支付给员工工资的保障月份低于 3 个月。从行业分布来看，排名最后的 5 个行业分别为卫生和社会工作、皮革、毛皮羽毛及其制品和制鞋业、住宿和餐饮业、公用事业、信息传输、软件和信息技术服务业，疫情对住宿与餐饮业冲击较大，其风险值得关注。

图 13：各行业发债企业现金类资产对员工工资保障月份

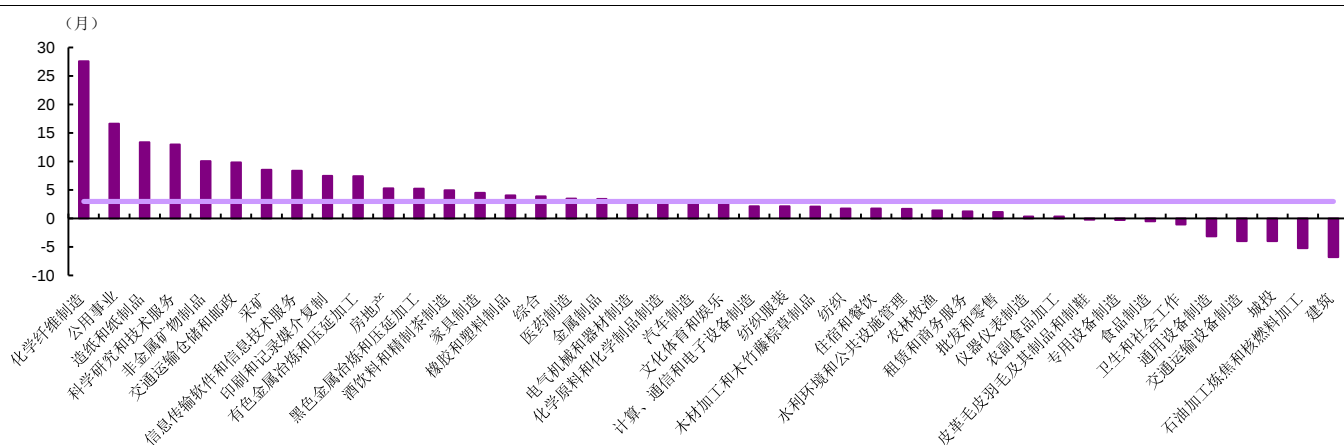


资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

从经营现金流净额对员工工资的保障月份来看，有 19 个行业经营现金流量净额对员工工资的保障月份数大于 3，占 43 个行业的 44%，其中建筑业与石油加工、炼焦和核燃料加工业等 9 个行业为负；城投企业现金类资产对员工工资的保障月份为 141.5，经营现金流净额对员工工资的保障月份为 -3.97。

图 14：各行业发债企业经营现金流净额对工资保障月份

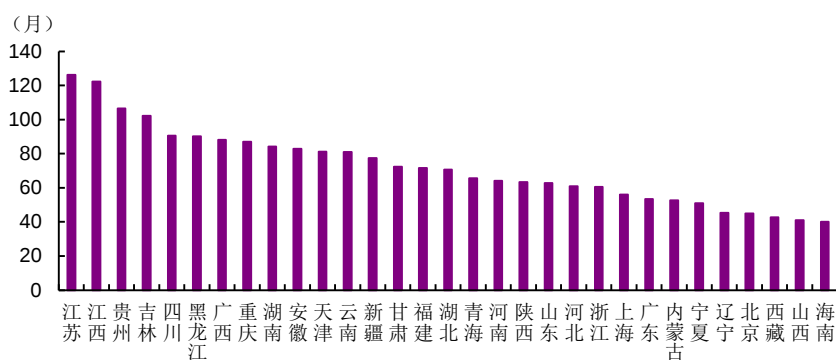


资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

从地区来看，现金类资产对各省工资的保障月数均可以超过 3 个月，最低的五省份依次为海南、山西、西藏、北京、辽宁。

图 15：各省发债企业现金对员工工资保障月份

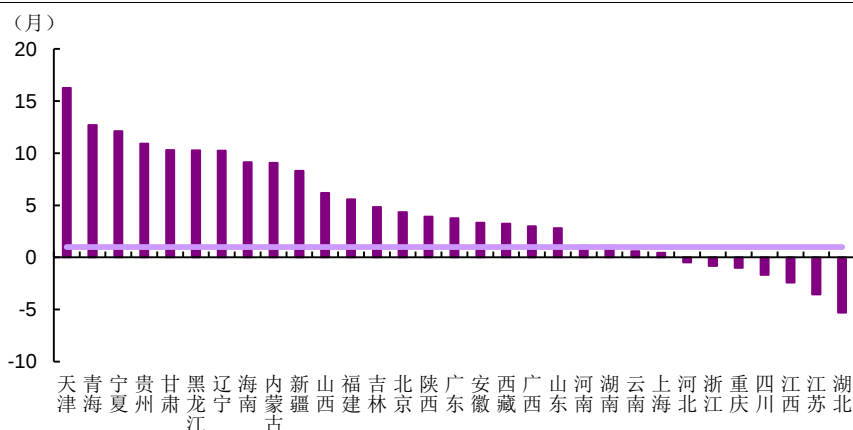


资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：数据截至2019年6月30日

在经营活动现金流净额对员工工资的保障情况来看，18 个省份高于 3 个月，占 31 个区域的 58%，而湖北、江苏、江西、四川、重庆、浙江、河北 7 个区域发债企业经营活动现金流净额对员工工资的保障倍数为负，本次疫情严重的湖北，保障倍数为-5.30，为各省中最低。

图 16: 各省发债企业经营净现金对工资保障月份



资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：数据截至2019年6月30日

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

<https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=16977>

