

钢铁行业发债企业信用分析

2020 年 8 月 20 日

要点

- 钢铁企业业务状况差异较大。由于中国钢铁行业产品同质化较明显，发债企业业务状况的相对强弱主要取决于规模与成本。
- 杠杆水平的差异也比较大。整体而言，钢铁企业在经历供给侧改革之后，盈利能力得到改善，资本支出压力可控，因此我们认为其偿债能力提到了提升，且未来有一定空间来应对钢价的潜在波动或部分资本开支的增加。
- 我们认为，在样本企业中，中国宝武和宝钢股份的潜在主体信用质量最强，河钢集团、首钢集团、鞍钢集团紧随其后，而西宁特钢的潜在主体信用质量则处于相对较弱水平。

概述

我们选取钢铁行业 24 家代表性企业，利用标普信评相关分析方法，基于公开信息展开案头分析，得出了我们关于这些企业信用质量高低的初步看法，即我们所称的“潜在主体信用质量”（见下图）。这 24 家企业业务范围涵盖了目前本行业中大部分业态，且规模较大。样本企业名称及简称请参阅附录。

分析师

王雷

北京

+86-10-6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪

北京

+86-10-6516 6039

di.jiao@spgchinaratings.cn

贾蕴鑫

北京

+86-10-6516 6041

yunxin.jia@spgchinaratings.cn

张晓

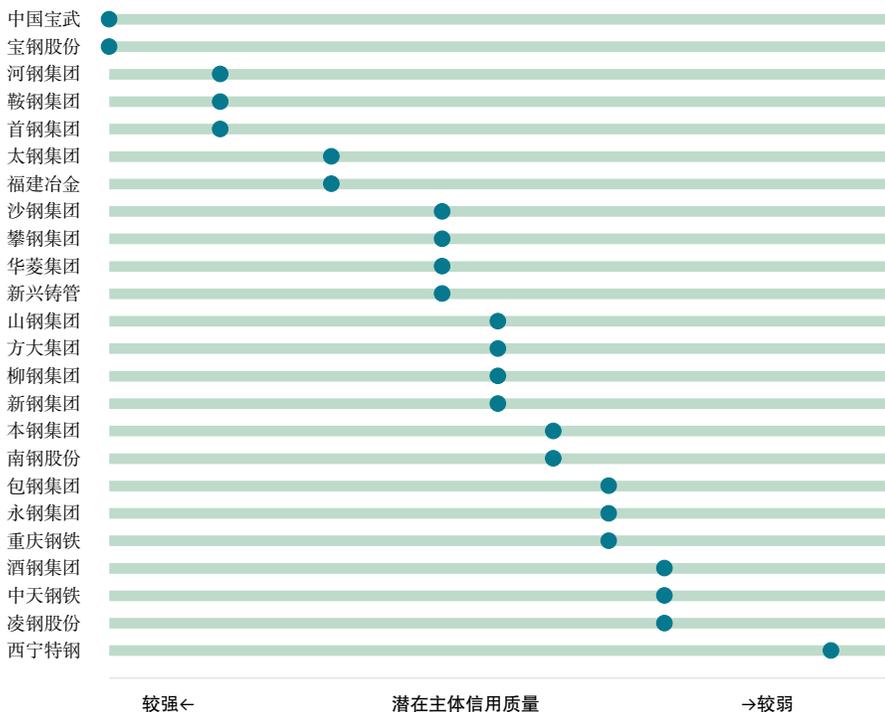
北京

+86-10-6516 6036

xiao.zhang@spgchinaratings.cn

图1

样本企业潜在主体信用质量排序



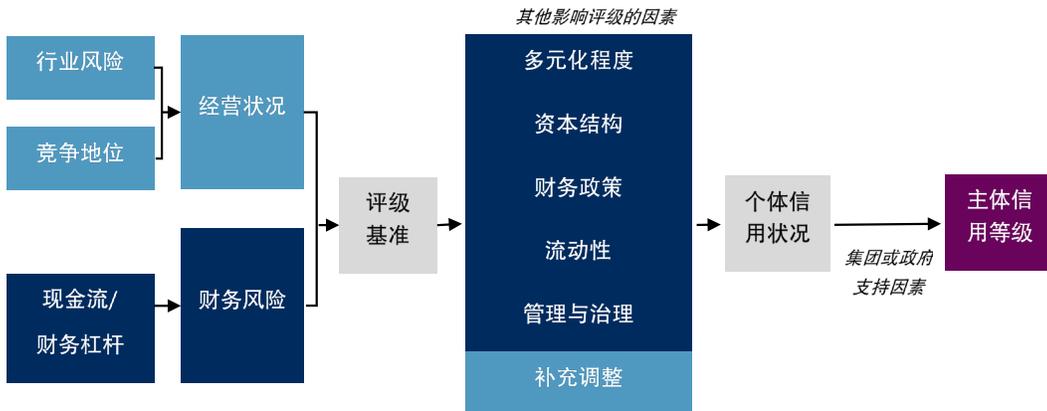
注：图中仅展示潜在主体信用质量的相对顺序。

资料来源：标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本文对企业潜在主体信用质量的分析采用了标普信评工商企业评级方法论框架。我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

图2



资料来源：标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

一般情况下，我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。

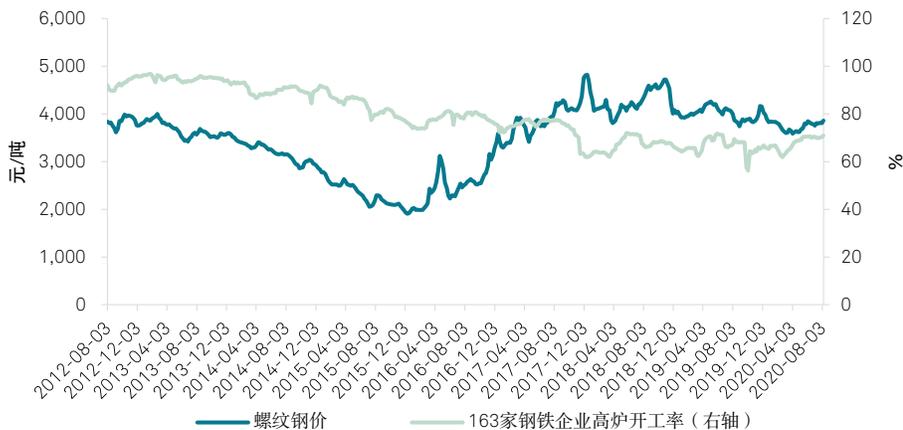
行业风险

我们认为钢铁行业的行业风险处于较高水平（4），在我们六档行业打分中位居中等偏上水平。我们认为，中国钢铁行业有着周期性较强、同质化较高、集中度偏低的特征。

钢铁行业是典型的周期性行业，供给与需求变化不同步的现象较明显，导致钢材价格呈现周期性波动，带动企业的盈利与现金流也出现周期性变化。2016年开始，随着供给侧改革的开展，行业供需格局发生了变化，企业的经营与财务状况也得到了改善，进入了一个新的发展阶段。

图3

钢材价格与高炉开工率



资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国钢铁行业的另一个突出特征是大而不强，同质化程度较高。中国是世界上最大的钢铁生产国，2019年粗钢产量达9.9亿吨，占全球的一半以上。经过多年的发展，中国钢铁产量增速在不断放缓，行业已经进入成熟的阶段。中国钢铁产量虽大，但产品以普钢为主，特钢产量占粗钢的比例近年来逐步下降，2019年仅有13%。此外，钢材产品同质化较明显，竞争比较激烈，品牌和性能带来的附加值不高。

图4

粗钢、特钢产量和特钢占比

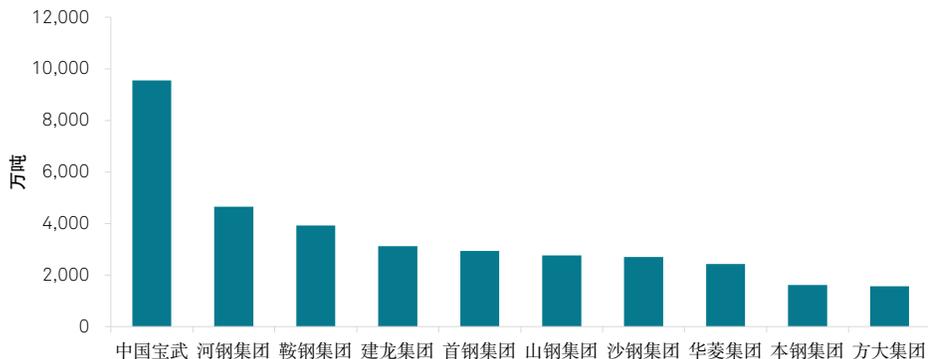


资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

钢铁行业还有一个特征是集中度偏低。经供给侧改革后，行业集中度有所上升，但仍处于偏低的水平，2019年前十大企业按产量计算的市场份额仅为35%。偏低的行业集中度使得中国钢铁企业面对上游集中度更高的国际铁矿石企业的议价能力普遍偏弱，我们认为这是行业发展的一大掣肘。

图5

2019年中国前十大钢铁生产企业

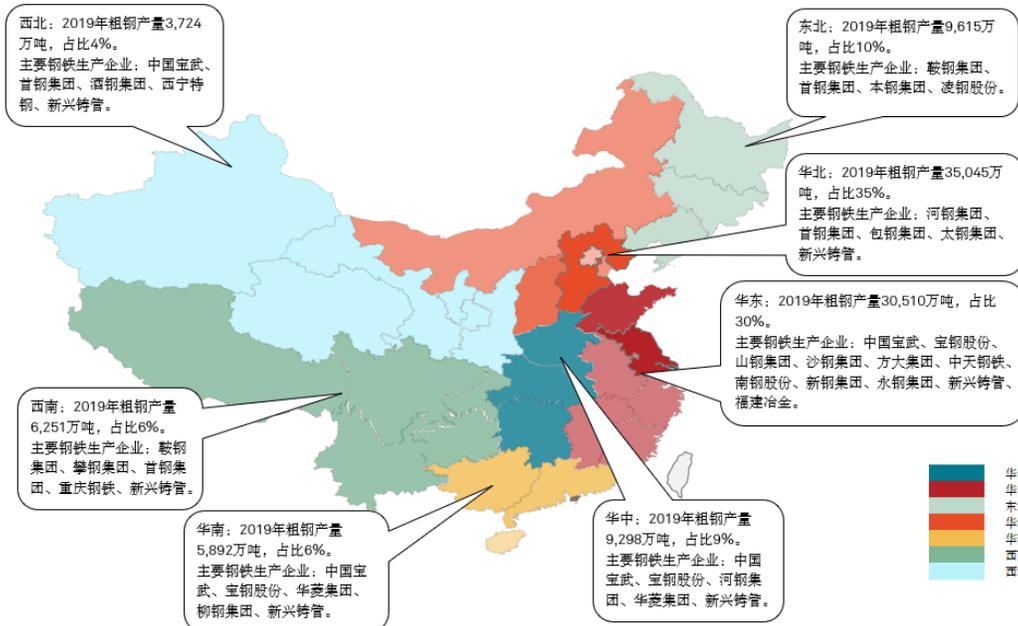


注：图中数据为钢铁企业粗钢产量。
资料来源：公开资料，标普信评整理。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

地理分布上，全国可分为华东、华北、华南、华中、西南、西北、东北七大区域市场，每个区域的钢材需求不同，且各区域内都有较大规模的钢铁生产企业。其中，华北地区拥有一定的矿产资源与交通运输等优势，粗钢产量居于首位，约占全国粗钢总产量的35%；华东地区依靠临近沿海港口，钢铁下游产业需求度高等条件，使其钢铁企业数量明显多于国内其他区域，因此竞争也较为激烈。

图6

钢铁企业的地域分布



资料来源：Wind，公开资料，标普信评整理。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

竞争地位分析

我们一般从竞争优势、业务规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位。对于钢铁企业，由于产品同质化水平较高，我们通常更关注运营效率和规模、范围和多样性方面。

竞争优势

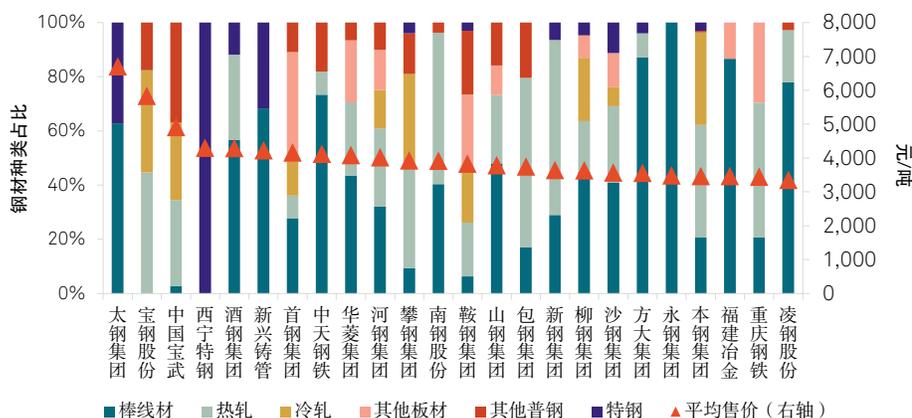
标普信评认为，钢铁企业的竞争优势主要体现在产品附加值水平、垄断地位和与上下游的关系和议价能力方面。

然而如前文所述，中国钢铁企业的产品以同质化较强的普钢为主，发债企业也多为普钢生产企业。常见的钢材产品有螺纹钢、线材、热轧板、冷轧板、中厚板、钢管等，几种产品在价格上的差异主要来自轧钢成本和各自的供需格局。一般来说，螺纹钢的轧钢成本最低，附加值最低，但近年来的毛利润却较高，原因在于供给侧改革淘汰了大量地条钢，加之房地产建筑较好的景气度，使得这个品种供需格局较好。冷轧板生产工艺流程较复杂，轧钢、电镀等成本也较高，虽然价格也更高，但近年来汽车行业景气度下滑，使得该品种整体毛利润偏低。类似的还有铁轨，该品种性能出色，生产成本也较高，但生产企业议价能力一般，毛利润也较一般。通常情况下，同种产品之间的差异化程度并不是很高，独特的性能或品牌附加值带来的贡献较少，特别是在普钢领域。

因此，我们认为钢铁企业的竞争优势差异不太明显，基本都处于行业平均水平，只有个别企业在某些领域凭借产品较好的质量与性能，获得了较好的知名度和议价能力，如宝钢股份在汽车板市场、太钢集团在不锈钢领域。综合来看，我们认为这个维度的差异对企业竞争地位的影响不算大。

图7

2019年样本钢铁企业的钢材种类占比及平均售价



注：1. 钢材种类占比为钢材销量占比；2. 平均售价=钢材销售收入/钢材销量；3. 中国宝武和鞍钢集团为2018年数据；4. 包钢集团、方大集团、南钢股份、新钢集团等未披露板材明细，此处展示分类为热轧。

资料来源：公开资料，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

规模、范围和多样性

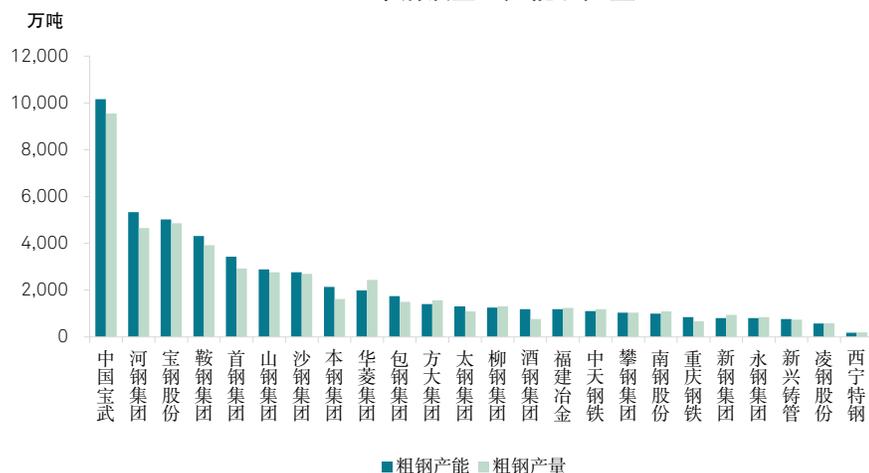
在考量钢铁企业的规模、范围和多样性时，我们主要关注企业的产能、生产和销售区域的位置和分散性、产品多样性以及产业链的丰富程度等。

扩大规模、增加产品种类是企业竞争中常采取的手段之一。近十年来，钢铁企业都在通过不断扩大规模和提升产能来抢占市场份额，从而提升自己的市场地位。目前发债企业的规模差异较大，2019

年中国宝武在合并马钢集团后，其粗钢年产能达到1亿吨，河钢集团、宝钢股份和鞍钢集团总产能均超过4000万吨，而较小的钢铁发债企业粗钢产能只有几百万吨。本次研究的样本企业平均产能约2200万吨（集团口径）。我们认为，扩大规模有利于企业发挥规模效应，降低单位能耗、折旧和成本，同时也对上下游的议价能力有所帮助。除总产能外，单体规模也很重要。若企业的产能是由多个小型设备组成，也不利于提升效率和降低成本，同时还可能会面临环保和能耗方面的约束，设备有被淘汰的风险。

图8

2019年钢铁企业产能和产量



资料来源：公开资料，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于运输费用等问题，钢铁企业的经营具有一定的区域性。从整个行业来看，华北地区产量最大，大于区域内的需求，但交通较便利，有利于外销；华东地区产量与需求都较大；西部地区受限于运输条件，封闭性较强，钢材价格高于东部地区，特别是西南地区，基建投资较大，对钢材需求也较大。但考虑到运费后，东部地区的钢材也难以大量进入西部，为当地钢铁企业留有一定的空间。目前，除中国宝武、鞍钢集团等大型钢铁企业外，钢铁发债企业跨域经营的现象并不是很多。但我们认为，如果企业在特定区域或产品市场有较突出的市场地位，一定程度上是可以缓解区域集中问题的。

图9

样本钢铁企业生产基地的地理分布

	东北	华北	华东	华中	华南	西南	西北	总产能（万吨）
中国宝武			◆	◆	◆		◆	10,166
河钢集团		◆		◆				5,335
宝钢股份			◆	◆	◆			5,023
鞍钢集团	◆					◆		4,314
首钢集团	◆	◆				◆	◆	3,433
山钢集团			◆					2,890
沙钢集团			◆					2,763
本钢集团	◆							2,136
华菱集团				◆	◆			1,995
包钢集团		◆						1,750
方大集团			◆					1,400
太钢集团		◆						1,294
柳钢集团					◆			1,250
酒钢集团							◆	1,190
福建冶金			◆					1,183
中天钢铁			◆					1,100
攀钢集团						◆		1,040
南钢股份			◆					1,000
重庆钢铁						◆		840
新钢集团			◆					806
永钢集团			◆					800
新兴铸管		◆	◆	◆	◆	◆	◆	760
凌钢股份	◆							570
西宁特钢							◆	179

注：菱形代表企业在该区域有生产基地，深红色代表该区域集中了企业主要的生产基地。

资料来源：公开资料，标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，多样的产品种类和规格有利于分散下游不同的行业需求风险。钢铁行业的下游需求较为广泛，包括建筑、家电、汽车、机械、船舶、管网等，并对应不同的钢铁产品需求。样本企业中大部分钢铁企业拥有多种产品种类，包括各类长材、板材和型材等。少部分企业品种较为单一，如方大集团、永钢集团等主要以线棒材为主，宝钢股份以板材为主，可能会导致企业面临行业集中带来的潜在波动风险。除此以外，对于同一类产品，通过不断增加新的型号或规格，以满足客户多样化的需求，也有利于增加客户粘性。

经营效率

在考量钢铁企业的经营效率时，我们通常更多地关注其原材料、能源和人力所组成的成本结构，以及产能利用率、生产的灵活性以及资产的状况等。我们认为，成本优势对于同质化较高的钢铁企业在经历行业寒冬时显得尤为重要。

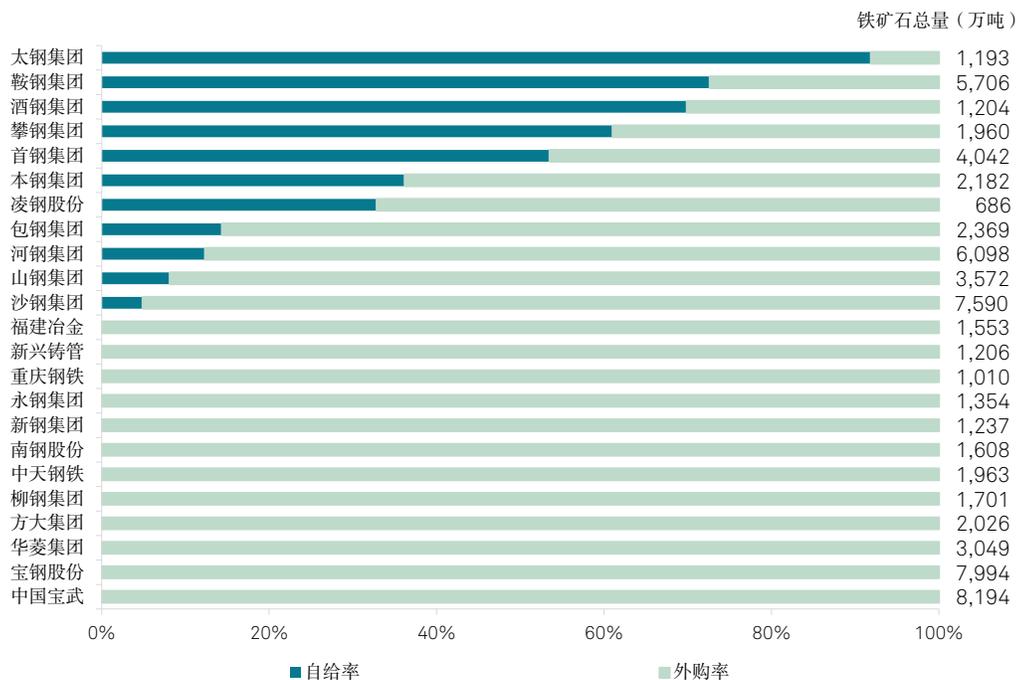
成本方面，钢铁企业的完全成本主要包括铁矿石、焦煤、焦炭、废钢、辅料、运输等原料费用，轧钢、电力、环保等生产费用，也包括了人工、折旧、期间费用等较固定的部分。

我们认为，较高的原材料自给率有助于缓解原材料价格波动风险。铁矿石和煤炭是生产钢铁的两种主要原料，在成本中占比较高。由于资源禀赋原因，中国每年大量进口铁矿石，对外依存度很高。不同企业间，铁矿石成本差异较大，主要是由于高品位铁矿石的自给率和运输费用的不同。发债企业中，部分企业是依托铁矿山发展而来的，铁矿石自给率较高，如鞍钢集团、攀钢集团、酒钢集团、包钢集团等。还有一些企业近年来在海外积极拓展铁矿资源，如山钢集团、首钢集团等。我们认为，较高的铁矿石自给水平会在成本方面赋予钢铁企业一定的灵活性。当国际铁矿石价格处于低位时，这些

钢铁企业可以加大进口，当铁矿石价格处于高位时，自有矿山优势可以得以发挥。但在这些企业中，有些企业的矿山开采时间较久，导致品位下降、开采成本上升，也有些企业的海外项目不达预期，导致成本偏高。

图10

2019年钢铁企业铁矿石自给水平



注：中国宝武、包钢集团和方大集团为2018年数据，西宁特钢未披露铁矿石采购数据。

资料来源：公开信息，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

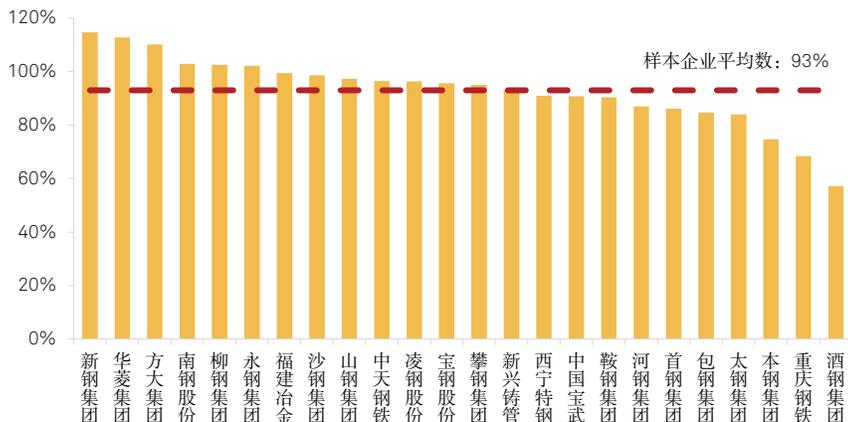
煤炭方面，钢铁企业拥有煤矿的情况很少，一般都是自建焦化设备，或从外部采购焦煤和一定规模的焦炭。目前中国焦化行业呈较分散的竞争格局，独立焦化企业规模小，集中度不高，对钢铁行业的议价能力一般。但受供给侧改革影响，近几年焦煤、焦炭价格涨幅较大，在钢材成本结构中占比上升明显。目前，大型钢铁企业焦炭自给水平普遍较高，有利于控制成本，但中小型钢铁企业焦炭的自给率并不高，仍需要大量外购焦炭，不利成本控制。

工艺方面的差异对成本也有比较明显的影响。钢材的生产主要采用长流程和短流程两种工艺，一般来说，长流程的企业吨钢成本较低，但投资规模大、建设周期长、生产较为不灵活、污染物排放较多，在采暖季或高污染天气时容易受到限产政策的约束。供给侧改革后，短流程的电炉因投资规模相对较小、建设周期较短、生产较为灵活、污染物排放少等原因而大量出现，但其生产成本相对较高。

我们认为，更高的产能利用率可以更好地发挥企业的规模效益，降低单位成本。供给侧改革后，钢铁企业普遍保持较高的产能利用率，部分钢铁企业甚至接近满负荷运行。我们认为，这有助于钢铁企业发挥规模效益，摊薄固定成本。但部分企业在周期高位和低谷时产能利用率差异较大，造成成本水平的波动。

图11

2017-2019年钢铁企业平均产能利用率水平

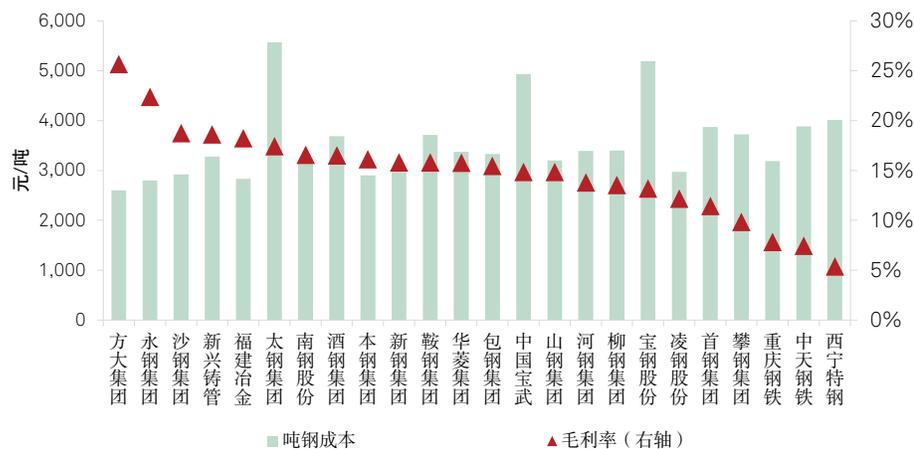


注：该数据为样本企业粗钢产能利用率。
资料来源：公开资料，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于上述各种原因，不同钢铁企业的吨钢成本和毛利率水平呈现一定差异。方大集团、永钢集团、沙钢集团等得益于较好的生产成本管控能力以及线棒材市场较好的供需格局，近年来毛利率水平较高。西宁特钢、中天钢铁和重庆钢铁由于生产成本相对较高，其毛利率水平在样本企业中排名靠后。

图12

2017-2019年钢铁企业平均吨钢成本及毛利率

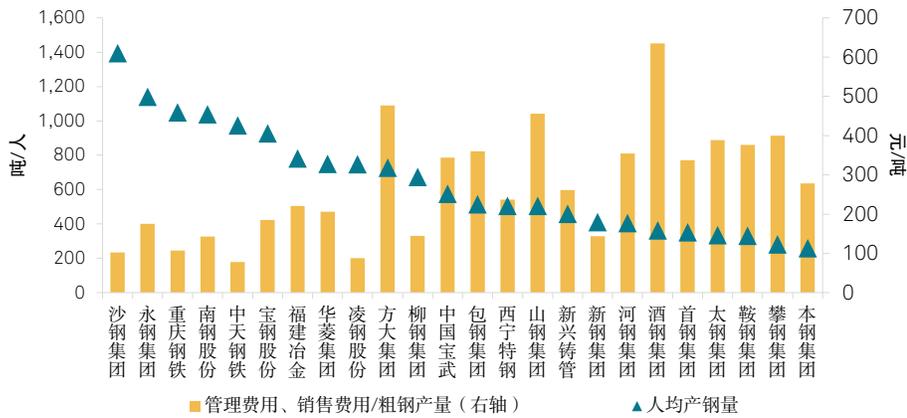


资料来源：公开信息，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

人工、期间费用等指标也是钢铁企业成本管理能力的体现之一，这些指标受企业的规模与管理水平、人员负担、自动化信息化程度、历史沿革等因素影响。沙钢集团、永钢集团、南钢股份、中天钢铁等民营钢铁企业销售管理费用水平和人均吨钢指标表现较好，相比之下，国有钢铁企业普遍具有更重的人员负担。

图13

2019年钢铁企业人均粗钢产量与吨钢期间费用



资料来源：公开资料，标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

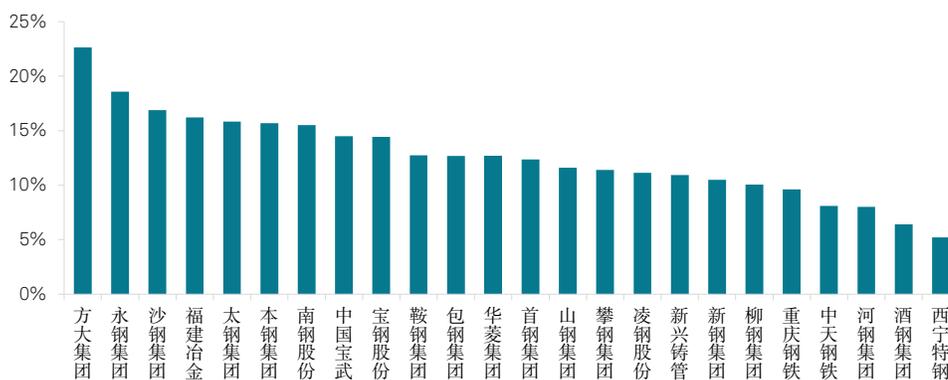
盈利能力

盈利能力是分析竞争地位时较为综合的指标，较高的产品附加值、较强的议价能力、出色的成本控制和费用控制能力，都有利于提升盈利能力。我们在评估钢铁企业的盈利能力时考量的主要指标包括 EBITDA 利润率和资本回报率（ROC）。

我们认为，EBITDA 利润率体现了钢铁企业产品附加值和溢价情况，但更重要的是体现了企业的成本管理能力和费用控制能力。我们认为方大集团、沙钢集团和永钢集团的成本管理能力较好，从图中可以看出，它们的 EBITDA 利润率和 ROC 均高于行业一般水平。而酒钢集团和西宁特钢的成本管理能力较差，盈利指标也弱于样本企业的平均水平。

图14

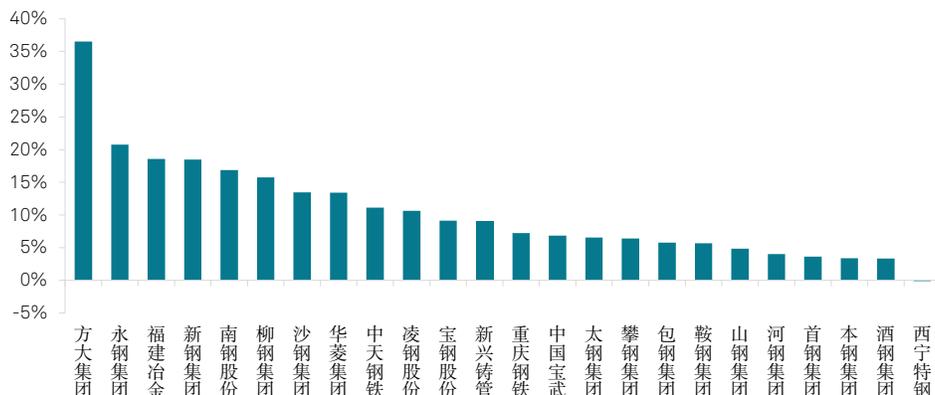
2017-2019年钢铁企业平均EBITDA利润率



注：此处为样本企业的综合 EBITDA 利润率，非钢铁板块对于企业利润率亦有影响。
 重庆钢铁于 2017 年 11 月进行了资产重组，图中选取 2018-2019 年数据进行计算。
 资料来源：Wind，公开信息，标普信评整理。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图15

2017-2019年钢铁企业平均资本回报率



注：重庆钢铁于2017年11月进行了资产重组，图中选取2018-2019年数据进行计算。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

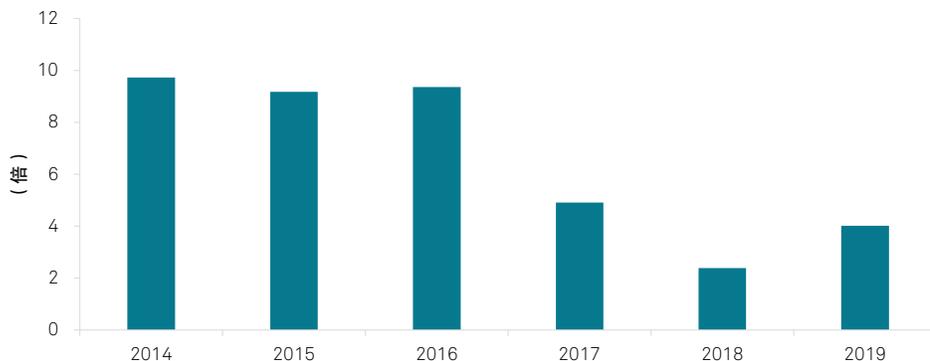
综合上述因素，我们认为中国宝武、宝钢股份、河钢集团、首钢集团和沙钢集团在样本企业中具有更强的竞争地位，而酒钢集团、中天钢铁、凌钢股份、重庆钢铁和西宁特钢的业务状况相对偏弱。

财务风险

钢铁是典型的周期性行业，钢材价格随周期大幅波动，对企业盈利和现金流产生明显的影响。从2013年开始，钢材价格因供大于求而一路下滑，在2015年到达低谷，企业的经营遇到了很大的挑战，甚至有发债企业出现违约。从2016年开始，钢材价格又随着供给侧改革的推进而快速回升，叠加上游基建、房地产等领域较好的需求，钢材价格一直保持在较高的位置，大部分企业的盈利能力与债务水平较供给侧改革前有了明显的改善。如下图所示，样本钢铁企业的杠杆水平自2017年开始显著下降，2019年由于钢价回落有所回升。

图16

2014-2019年钢铁企业杠杆水平



注：该数据为24家样本企业总债务/EBITDA指标的中位数。

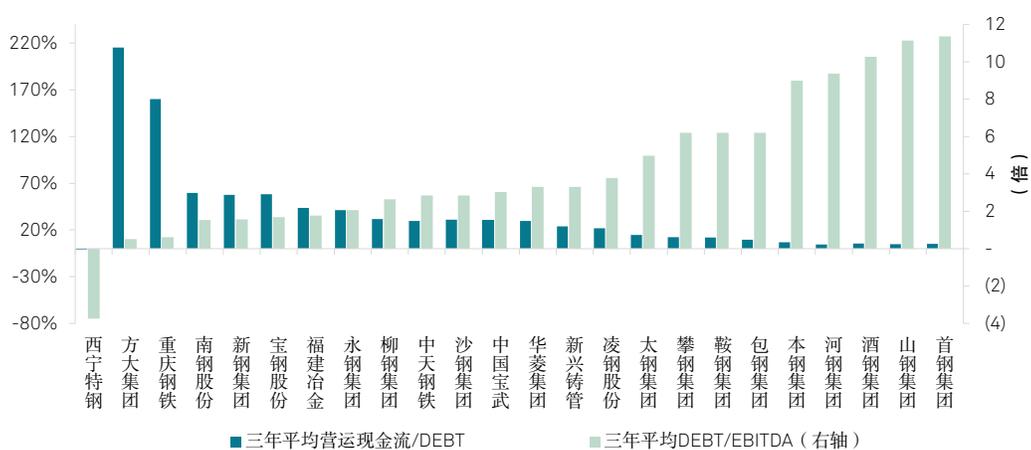
资料来源：Wind，公司年报，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，在盈利能力得到改善与资金支出压力可控的综合影响下，钢铁企业整体的偿债能力要优于供给侧改革以前，但企业间的杠杆水平仍存在着较大的差异。如西宁特钢、首钢集团、山钢集团和酒钢集团等企业的财务杠杆明显高于其他样本企业，而且在行业景气度较好的时期也没有明显下降。宝钢股份、新钢集团、南钢股份、方大集团等企业的财务杠杆水平在行业中较低，重庆钢铁完成重组后，债务负担也得到明显改善。

图17

2017-2019年钢铁企业核心偿债能力指标



注：重庆钢铁于2017年11月进行了资产重组，图中选取2018-2019年数据进行计算。

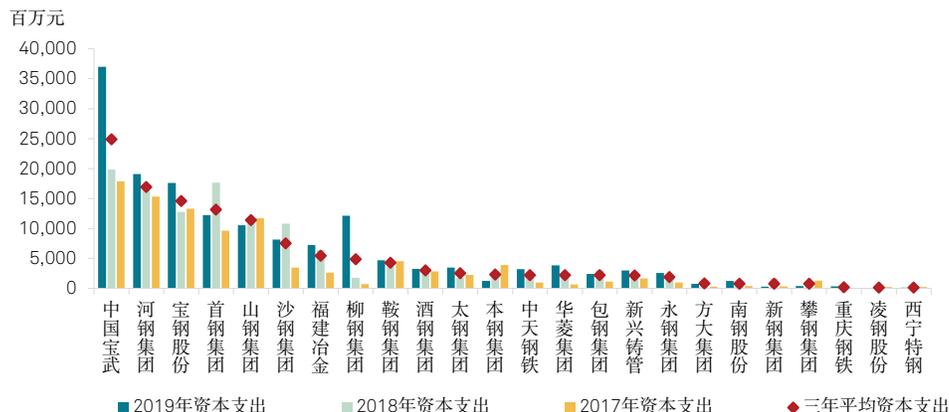
资料来源：Wind，公司财务报告，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，在钢铁新增产能受控的政策背景下，钢铁企业整体上不具有很大的资本支出负担，一定程度上有助于缓解周期下行时期钢铁企业杠杆抬升的压力。钢铁企业的资本支出普遍在2018年盈利好转后有所恢复，整体以技术改造、产能更新为主。但受新增产能限制，企业整体不具有大规模资本开支的需求，因此大部分样本企业的EBITDA可以较好地覆盖资本支出金额。中国宝武、宝钢股份和柳钢集团等企业2019年的资本支出金额有较明显的上升，主要是用于产能指标范围内新建或搬迁生产基地。但我们认为，得益于供给侧改革后的盈利改善，这些公司有一定空间来应对部分资本支出的增加。

图18

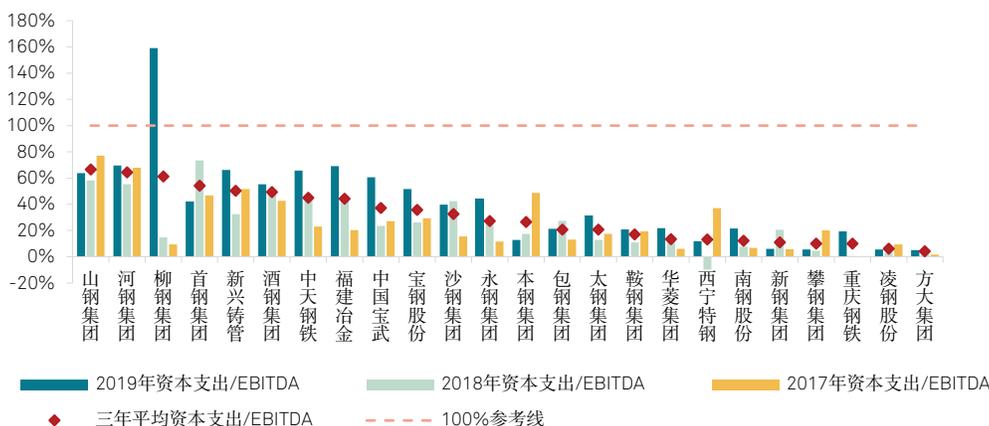
2017-2019年钢铁企业资本支出



注：重庆钢铁于2017年11月进行了资产重组，图中选取2018-2019年数据进行计算。
资料来源：公司财务报告，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图19

2017-2019年钢铁企业资本支出/EBITDA



注：重庆钢铁于2017年11月进行了资产重组，图中选取2018-2019年数据进行计算。
资料来源：公司财务报告，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

综合来看，我们认为部分钢铁企业的杠杆水平受供给侧改革影响具有一定改善，在财务方面的韧性有所增强，未来 1-2 年有一定空间来应对钢价的潜在波动或部分资本开支的增加。但企业间的杠杆水平仍存在着较大的差异。

潜在业务状况和财务风险分布

综合上述分析，我们得出了 24 家样本企业的潜在业务状况和财务风险，如下图。通常情况下，业务状况和财务风险的综合会构成我们评判企业信用质量的基准。在此基础上，我们通常会结合多元化程度、资本结构、财务政策、管理与治理、流动性等企业自身的其他因素，得出我们对企业个体信用状况的评价。

附录

样本企业名单

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	鞍钢集团有限公司	鞍钢集团	中央国有企业
2	宝山钢铁股份有限公司	宝钢股份	中央国有企业
3	包头钢铁(集团)有限责任公司	包钢集团	地方国有企业
4	本钢集团有限公司	本钢集团	地方国有企业
5	重庆钢铁股份有限公司	重庆钢铁	其他企业 ²
6	福建省冶金(控股)有限责任公司	福建冶金	地方国有企业
7	广西柳州钢铁集团有限公司	柳钢集团	地方国有企业
8	河钢集团有限公司	河钢集团	地方国有企业
9	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	华菱集团	地方国有企业
10	江苏沙钢集团有限公司	沙钢集团	民营企业
11	江苏永钢集团有限公司	永钢集团	民营企业
12	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	酒钢集团	地方国有企业
13	辽宁方大集团实业有限公司	方大集团	民营企业
14	凌源钢铁股份有限公司	凌钢股份	地方国有企业
15	南京钢铁股份有限公司	南钢股份	民营企业
16	攀钢集团有限公司	攀钢集团	中央国有企业
17	山东钢铁集团有限公司	山钢集团	地方国有企业
18	首钢集团有限公司	首钢集团	地方国有企业
19	太原钢铁(集团)有限公司	太钢集团	地方国有企业
20	西宁特殊钢股份有限公司	西宁特钢	地方国有企业
21	新兴铸管股份有限公司	新兴铸管	中央国有企业
22	新余钢铁集团有限公司	新钢集团	地方国有企业
23	中国宝武钢铁集团有限公司	中国宝武	中央国有企业
24	中天钢铁集团有限公司	中天钢铁	民营企业

注：1.上述企业按拼音排序；2.根据重庆钢铁公告，公司正在经历权益变动，权益变动后公司的实际控制人可能将由四源合股权投资管理有限公司变更为中国宝武钢铁集团有限公司。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。