

2024 年跟踪评级调整梳理与展望

2024 年 8 月 13 日

主要内容

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

王婷
wangting@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 2024 年跟踪评级调整概览

(1) 上调大幅减少，下调趋于平稳。 上调方面，受经济增长动力不足以及城投融资受限影响，2024 年跟踪评级上调主体 42 家，同比减少 43%，主要构成是城投和金融主体，分别占 48%和 21%；下调方面，随着前年度房地产和低评级城投的信用风险密集暴露告一段落，评级已充分下调，2024 年跟踪评级下调主体 70 家，同比微幅增长 4.5%，仍处于近五年底部，其中可转债主体占比近七成。下调仍然多于上调，且下调幅度略有增加（从 1.1 个子级小幅上升至 1.4 个子级），市场整体仍偏负面，关注经济压力下未来企业收入增长乏力、经营显著弱于预期的潜在风险。

(2) 城投化债是把双刃剑。 在降低债务风险的同时，也收紧了城投融资渠道，一定程度上削弱了城投发展壮大的动力，再加上城投转型的压力，城投评级上下调数量均大幅减少。城投上调和下调主体数分别为 20 家和 12 家，同比减少近四成和近六成。

(3) 可转债发行人成为主要的产业评级下调群体。 当前股价低迷，可转债普遍面临债转股压力和回售风险，而转债主体以中低评级民企居多，风险本就较普通产业主体偏高，2024 年上半年可转债首次违约，引发了转债风险的集中暴露。前年度下调主要为城投和地产上下游企业。

2. 城投评级调整

(1) 强地区城投仍在积极做大做强，弱地区城投风险有所缓解，但贵州仍然突出。 评级上调集中在沿海经济大省以及中部地区，江苏、浙江、湖南、江西等地一直是积极寻求城投转型的头部地区，在当前城投融资收紧的情况下，仍然积极需求突破，整合资源，业务逐步多元化，并在地方政府的大力支持下，资本实力得以提升。**评级下调仍集中在贵州**，12 家主体中占据 10 席之多，但较 2023 年同期减少了 6 家，主要集中在六盘水（债务规模大且区县平台在 10 家以上）、遵义（同上）、贵阳（开发区平台）、铜仁（省内尾部地区）。整体上，随着化债的推进，部分城投利用财政支持资金偿还了存量债券，地区城投债余额已处于低位，大大降低了地区公开债券市场的信用风险。除贵州以外，云南和甘肃各有 1 家下调，其它 9 个化债重点省份亦无下调。

(2) 本次跟踪期城投评级上调仍离不开地方政府和财政的支持，使发债主体资本实力大幅提升、或行政层级得以提升，再叠加企业积极主动向产业主体转型，自主经营业务范围扩大、作为地区主要城投/产投平台的地位持续巩固等因素；**而下调主要是因新增加速流动性枯竭的风险事项**，例如贷款/票据逾期、被纳入被执行人名单、被起诉、资产被冻结等。

3. 产业评级调整

下调行业分布更为广泛，呈散发性特征。涉及 22 个行业，较去年同期的 17 个更为广泛，且没有显著的集中下调行业。计算机、电力设备、医药生物、基础化工是下调数量最多的行业，其中**电力设备**下调主体主要是涉及新能源上下游产业链，受行业格局大调整、竞争加大影响，下调数量较近年同期显著增加。**计算机**行业前期激进扩张较为常见，业绩不达预期后进行大规模商誉/资产减值；**医药生物**行业主要受医改政策调整影响；**基础化工**属于周期性行业，当前处于弱势周期，但细分领域差异较大。其它行业大多是全年度风险因素的延续，具体见正文第三章。而**上调则离不开重要外部支持以及企业自身经营实力的提升。**

4. 评级展望

城投方面：(1) 公开债券市场风险相对较小，**近期重点关注因新增逾期、纳入被执行人名单、被起诉、资产冻结等加速流动性枯竭的新增风险事项带来的评级下调风险**，以及由此带来的风险由弱资质子公司向强母公司传导、地区弱平台向强平台蔓延的风险。(2) 134 号文为非标债务化解指明了方向，各地均在积极推进中，但非标谈判难度高于标债，关注银行贷款置换的推广情况以及与投资者的博弈。(3) 经营性债务仍主要依靠企业自身偿还（政府专项债用于置换经营性债务的额度应该不会太高），未来经营性债务的负面舆情或不可避免。(4) 政策层面，中央政府要求创造条件加快化解融资平台债务风险，后市需重点关注化债政策的实质落地成效，特别是银行的参与深度和支持力度，地方 AMC 的参与也值得关注。

产业方面，(1) 新能源行业调整还在继续，关注产业链中游企业盈利被压缩带来的负面影响；(2) 利润由正转负是一个关键性的负面指标，提醒关注利润由盈转亏的企业后续被下调评级的风险；(3) 可转债主体还需关注转股压力和债券回售风险。

上调方面，获得重要外部支持、或经营面显著向好的企业或被上调，但数量不会太多。

2023年10月，中国证券业协会修订发布的《证券市场资信评级机构执业规范》，要求证券评级机构在受评级证券存续期内每年至少出具一次定期跟踪评级报告，且在受评级证券或其发行人年度报告披露后3个月内披露，较旧规则的2个月延长一个月，那么4月30日前披露年报的主体，评级机构应在7月31日前披露其跟踪评级报告。2024年3月，交易商协会发布的《银行间债券市场信用评级业务自律指引》，要求信用评级机构应自评级生效起一年内至少披露一次定期跟踪评级结果，相较于旧规则，不再要求受评企业年报公布后3个月内出具跟踪评级结果和报告。考虑此前银行间债券的跟踪评级报告大多是在7月31日前披露的，按照最新规则一年以内至少披露一次定期跟踪评级结果的要求，本年度大部分报告也会在7月31日前披露。

因此，本报告的评级调整统计期间为2024年1月1日起至2024年7月31日，债券类型包含金融债（不含政策性金融债）、企业债、公募公司债、私募公司债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、定向工具、可转债、可交换债，不包含资产证券化产品的发行主体。本文重点观察发债企业近一年以来的信用风险变化情况，因而仅统计2023年-2024年期间有持续评级的主体，不包含间隔多年重新评级而发生级别调整的情况。并仅统计由发行人委托评级、由境内评级机构评级所发生的评级调整，不包含主动评级和境外评级机构评级发生的评级调整。

尽管下半年仍会有零星调整，但跟踪评级作为一年之中最为集中的评级调整窗口期，基本能反映发债企业在过去一年里的信用变化情况。因此，为第一时间掌握发债企业信用基本面变化，本文就2024年跟踪评级调整进行详细梳理和分析，并展望后续可能的评级调整方向。

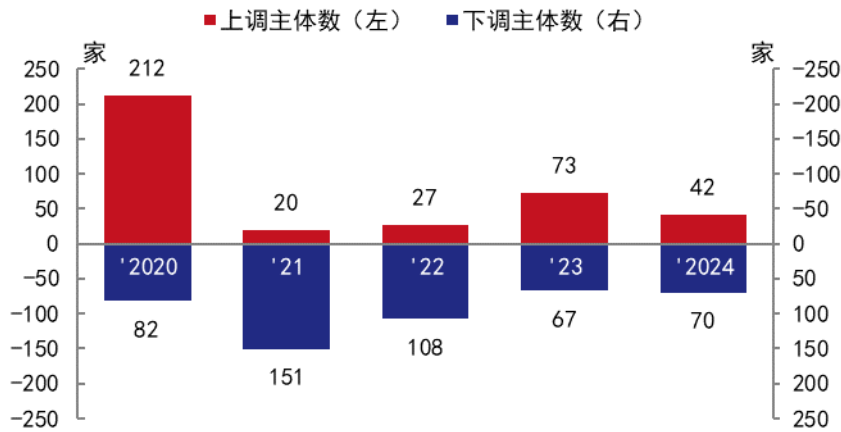
一、2024年跟踪评级调整概览

1. 评级上调大幅减少、下调趋于平稳，但下调仍然多于上调，信用面整体仍偏负面

评级上调大幅减少，下调趋于平稳。2024年上半年，由于经济增长仍稍显动力不足，地方债务压力增大，企业经营向上有限，评级上调大幅减少；同时，随着前年度房地产和低评级城投的信用风险密集暴露过程告一段落，且部分风险主体偿还完存量债券后退出资本市场，评级下调趋于平稳。2024年跟踪期，共有112家发行人发生级别调整（包含上调和下调），其中上调（含仅上调展望）42家，上调率为0.7%，2023年同期为73家，同比减少42.5%，主体类型仍主要为城投和金融主体，其中，城投20家，占比47.6%，金融主体9家，占比21.4%，其它各产业合计13家，占比40.0%；下调（含仅下调展望）70家，下调率为1.2%，2023年同期为67家，同比微幅增长4.5%，其中，可转债主体48家，占比68.6%，城投12家，占比17.1%。2021-2023年风险暴露势能逐年减弱，至2024年上半年时已基本趋稳，下调数量基本处于与去请务必阅读正文之后的免责声明

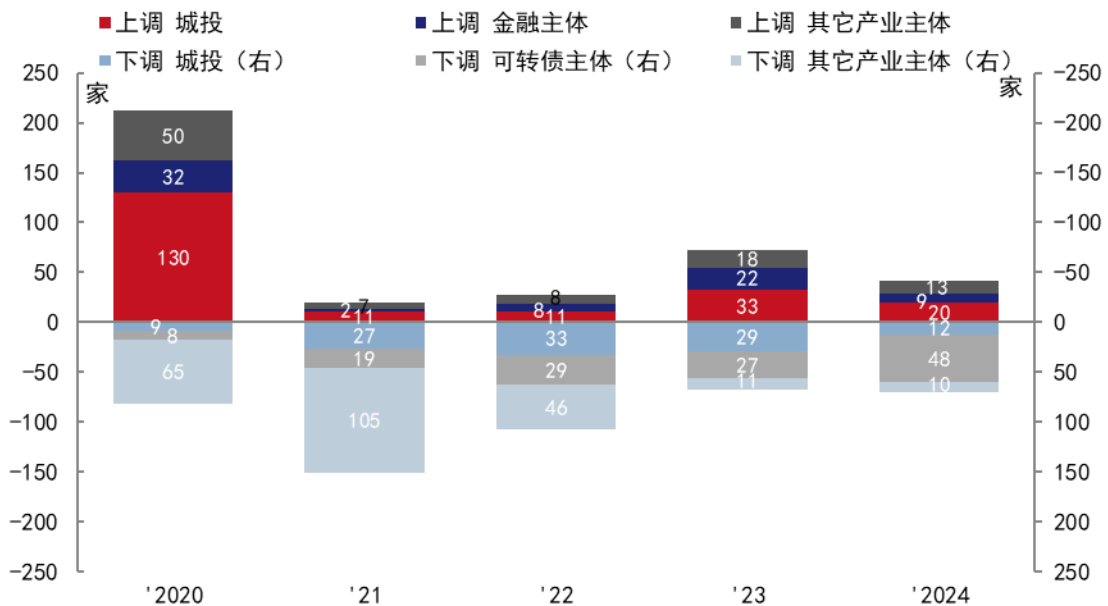
年同等水平。

图 1 2024 年跟踪评级下调趋于平稳，上调大幅减少



注：各年度数据均为 1-7 月份发生评级调整（包括仅调整展望）的数据，不包含 8-12 月的调整
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 近五年跟踪期评级调整主体类型构成



注：1.各年度数据均为 1-7 月份发生评级调整（包括仅调整展望）的数据，不包含 8-12 月的调整；2.城投主体按中证鹏元口径认定。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

上调/下调比率低于 1，主要因为上调数量大幅减少，下调数量略有增加，反映市场整体仍偏负面，关注经济压力下的企业潜在风险。2024 年跟踪评级上调/下调比率为 0.6，2023 年同期为 1.1，2024 年同比下降，与今年评级上调减少、下调趋稳的特征表现一致。该比率由去年的高于 1.0 降至今年低于 1.0 的水平，反映评级调整由去年的评级上调为主转向今年的以评级下调为主，市场整体偏向负面；此外，平均下调幅

请务必阅读正文之后的免责声明

度也从 2023 年同期的 1.1 个子级小幅上升至今年的 1.4 个子级，一个子级以内的下调主体比例也从去年的近 80%下降至今年的 64%，整体上，下调幅度处于近五年底部但略有增加，提示市场各方需关注经济增长压力下未来企业收入增长乏力、经营显著弱于预期的潜在风险。

图 3 2024 年跟踪评级平均下调幅度仍处于近五年底部，但较 2023 年同期略有增长

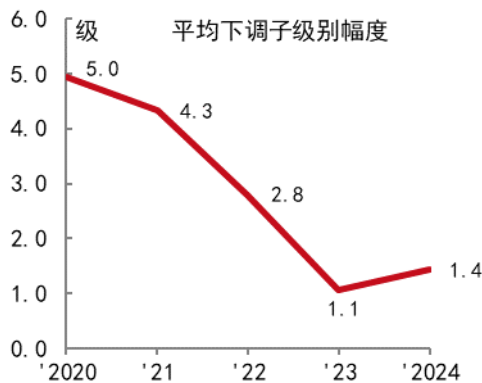
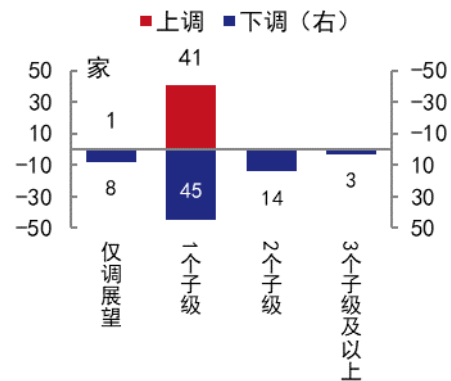


图 4 64%的主体累积下调幅度在 1 个子级以内，2023 年同期该比例为近 80%，下调幅度有所扩大



注：各年度数据均为 1-7 月份发生评级调整（包括仅调整展望）的数据，不包含 8-12 月的调整
资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：1.统计期间为 2024 年 1-7 月；2.评级调整子级数为期初至期末累积调整幅度；3.多评级的只按幅度最大的调级路径计，不重复累加。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

超六成上调路径为 AA+→AAA 级，而下调路径则表现多样化。最主要的上调路径为 AA+→AAA 级，共 25 家主体，占上调总主体数的 59.5%，占比接近六成，其次为 AA→AA+级，共 15 家主体，占比 35.7%，当前评级上调仍集中在资质较好的中高级主体，低评级主体难以获得级别的上调。最主要的下调路径为 AA→AA-级以及 AA-→A+级，分别有 14 和 13 家主体，合计占总下调主体数的 38.6%，相对上调而言，下调的路径更为分散和多样，低评级（A+及以下）主体的下调数量也不在少数，合计共有 27 个主体。下调较为分散反映出：（1）前年度的评级下调已较为充分，2021 至 2023 年全年合计下调约 300 家主体（连续多年下调的仅计算一次），部分弱资质主体已在前年度被下调至较低评级，（2）尾部主体风险仍在持续暴露中。整体来看，最大存量分布的 AA 级主体的评级调整数量最多，反映该级别处仍是主要的信用分化群体。

图 5 AA 级主体仍是主要信用分化群体

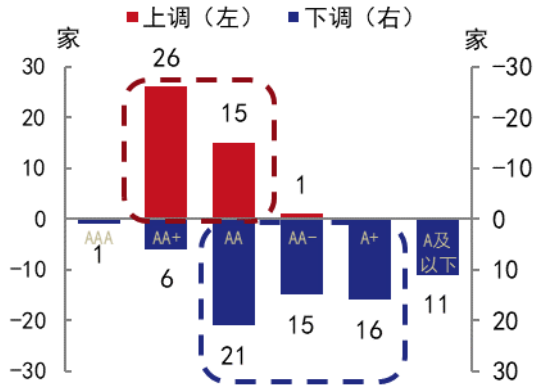


图 6 2024 年跟踪评级主体下调路径

期初\期末	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	B	CCC	C	总计
AAA	1													1
AA+	3	3					1							7
AA		5	14	2										21
AA-				13	1					1				15
A+				1	8	7								16
A					2		2				1			5
A-								1						1
BBB-									1	1				2
B-												1		1
CC													2	2
总计	4	8	14	16	9	9	3	1	1	2	1	1	2	71

注：1.统计期间为 2024 年 1-7 月；2.级别为期初级别；3.按主体计数，多评级的仅统计一次，不重复计算。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：1.期初级别为 2023 年 12 月 31 日级别，期末为 2024 年 7 月 31 日级别；2.期间多次下调评级的，仅按期末最新级别计；3.多评级主体只按调整幅度最大的路径计，不重复计算；4.标红为一个子级幅度的下调。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2. 城投¹化债是把双刃剑，降低债务风险的同时，也收紧了城投融资渠道，一定程度上削弱了城投发展壮大的动力，再加上城投转型的压力，城投评级上下调均大幅减少

2024 年跟踪期，城投主体上调数量为 20 家，2023 年同期为 33 家，同比减少近四成。一方面是受化债进程影响，在当前防范债务风险为第一要务的政策方向下，新增城投债务被严格限制，城投债券发行量急剧萎缩，新增发行渠道不畅的情况下，城投主体对做大做强、提升主体实力的动力就不足；而另一方面，曾经的土地财政模式难以为继，城投平台正在酝酿向自主经营的产业主体转型，当前已有部分成功案例，但大多数还处于摸索和起步阶段，且此前的城建性质业务并不能完全摒弃，因此转型仍在艰难进行中，对整体实力的提升难以有实质帮助。

当然，化债为城投带来的风险缓释效果也是显著的：随着化债的不断推进，城投短期偿债压力得到显著缓解，前年度对于城投级别的集中下调趋势已显著放缓，在 2021-2023 年对城投密集下调后，尾部城投的级别已降至较低位置，2024 年跟踪期下调数量已降至 12 家，同比减少近六成。

3. 可转债发行人成为主要的产业评级下调群体，前年度为城投和地产上下游企业；2024 年可转债的首次违约事件引发可转债风险的集中暴露

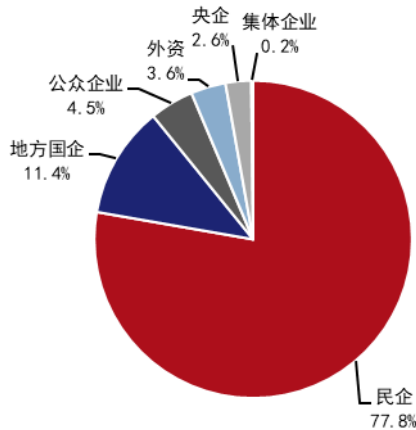
2024 年跟踪期，产业主体下调数量为 58 家，同比增长 52.6%，增幅超过一半，其中可转债下调主体数

¹ 由于当前各家机构对城投的认定口径不同，本文统一按照中证鹏元对城投的认定口径来划分，其中城投包括转型为产投、国投等泛国有资产投资管理类企业，属于泛城投概念。

量达 48 家，占下调产业主体的 82.8%，而去年同期仅为 27 家，数量同比增长近八成，可转债主体成为 2024 年度跟踪季最主要的评级下调群体，可转债主体下调数量的增长也带动产业主体下调数量的大幅增长。

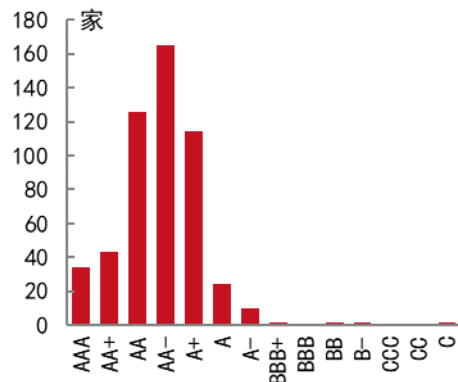
分析原因，主要有以下几点：（1）近年来股价的持续低迷，加大了可转债债转股的压力和回售风险，在股价进一步下跌或持续低迷的情况下，就会在转股期间触发回售条款，加大公司偿债压力。（2）2024 年 3 月，搜特转债违约，成为可转债历史上的首次违约，引发了可转债的集中风险暴露，导致市场对可转债的预期急转直下，部分有瑕疵的可转债遭遇情绪化下跌。（3）可转债由于其特殊交易结构使其自带增信效果，且又有发行成本低、资金用途广泛等优势，对上市民企较为友好，因而可转债发行主体历来以民企为主，但另一方面，民企属于信用资质本就偏弱群体，因此在近五年的评级下调中，可转债主体也不在少数。这三个因素的叠加，致使可转债成为 2024 年信用风险暴露的突出领域。

图 7 民企为可转债的主要发行主体



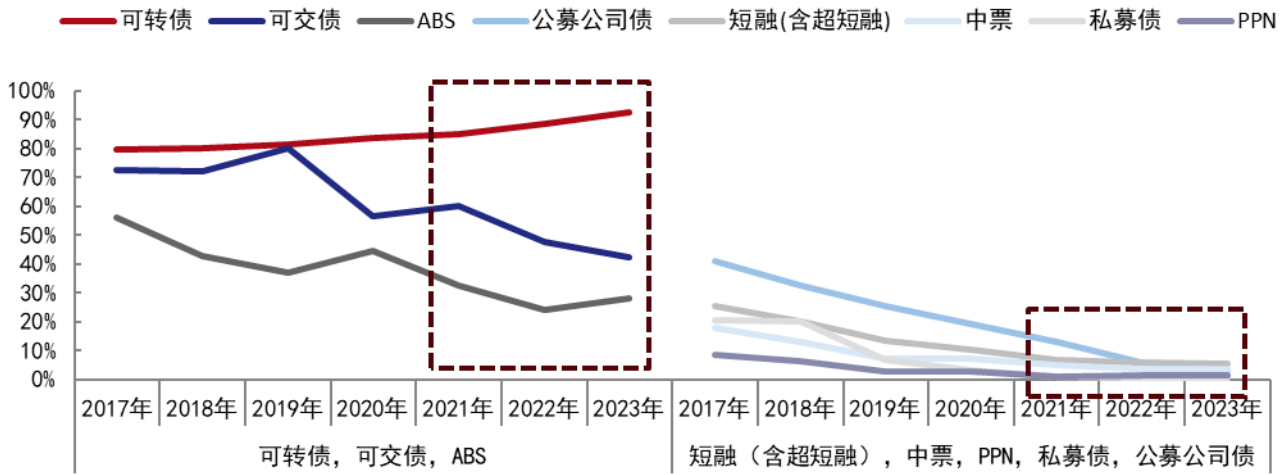
注：数据截至 2024 年 7 月 31 日
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 可转债主体级别中枢为 AA-，较全市场级别中枢（AA 级）偏低



注：数据截至 2024 年 7 月 31 日
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 可转债民企占比显著高于其它债券品种

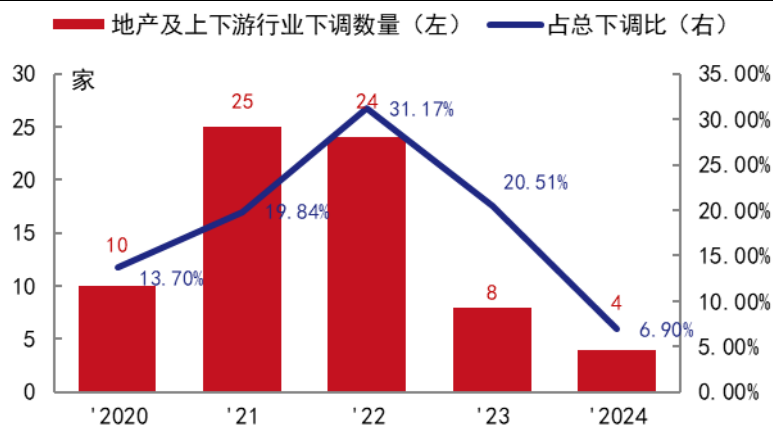


注：1.本表统计的是每年各类新发债券中民营企业的占比情况；2.按主体数量统计比例；3.ABS 按发行规模统计，企业性质穿透至基础债务人。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

地产方面，自 2020 年底的违约浪潮以来，地产债券信用风险持续演绎了三年之久，2023 年后信用风险暴露逐步进入尾声阶段，地产企业也逐步开展债务重组（包括展期等）或破产重整等工作，以地产为风暴眼的重点风险行业信用预期已到达底部，评级下调已较为充分，地产及上下游产业已不再是主要的评级下调行业，2024 年跟踪评级下调主体数仅 4 家，占全部下调主体的 6.9%，这一比例在 2022 年和 2023 年同期分别为 31.2%和 20.5%。

图 10 随着前年度的风险集中暴露告一段落，自 2023 年起，地产及上下游产业不再是评级下调主要行业



注：1、各年度数据均为 1-7 月份发生评级调整（包括仅调整展望）的数据，不包含 8-12 月的调整；2、包括按申万行业分类的房地产、建筑装饰、建筑材料三个地产及上下游行业。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

上调方面，产业主体上调 22 家，同比减少 45%，主要还是受到来自经济增长方面的压力，企业资本和

经营利润增长有限。

二、城投评级调整梳理与分析

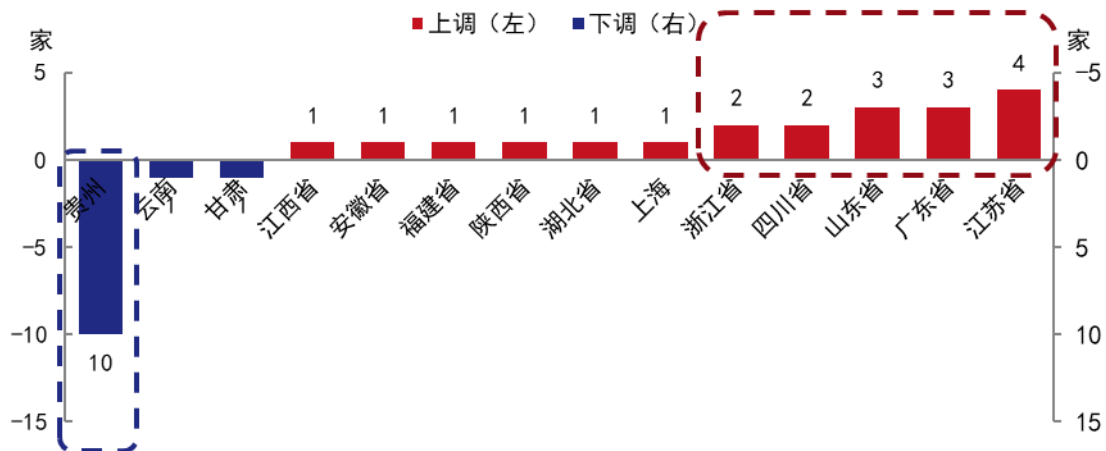
1. 强地区城投仍在积极做大做强，弱地区城投风险有所缓解，但贵州仍然突出

沿海及中部地区城投评级有所上调，而贵州仍是突出的级别下调集中区域。从地区来看，评级上调分布在11个地区，共计20个主体，而去年同期为16个地区、涉及33个主体，分布较2023年同期有所收窄，具体为：沿海经济大省/直辖市的江苏4家、广东和山东各3家、浙江2家、上海和福建各1家，以及中部地区为主的四川2家，陕西、湖北、安徽、江西各1家。江苏、浙江、湖南、江西等地一直是积极寻求城投转型的头部地区，在当前城投融资收紧的情况下，仍然积极需求突破，不断整合资源，业务逐步多元化，并且在当地政府的大力支持下，资本实力得到提升，从而带动主体评级上调，但上调主体数量较去年同期显著减少。

评级下调仍集中在贵州地区，贵州在12家下调城投中占据10席之多，但较2023年同期减少了6家，降低幅度37.5%，主要集中在六盘水、遵义、贵阳、铜仁。其中，六盘水和遵义属于城投债务规模大、且区县平台数量多（区县级平台数量均在10个以上），也是非标风险高发地区；铜仁属于省内尾部地区，经济财政实力本就偏弱，债务率处于省内较高水平；贵阳的评级下调则主要集中在开发区平台。整体上，在化解债务风险工作显著降低了城投短期债务风险、其它地区评级下调已显著减少甚至在本次跟踪期不再有下调的情况下，贵州地区的风险仍显突出，反映前期积累的风险尚未完全出清。贵州10家下调评级的主体中，有7家是首次下调，占比70%，较去年同期的50%有所提升，期初级别主要分布在AA级。随着化债的推进，部分城投主体利用财政支持资金偿还了存量债券，地区城投债余额已处于低位，大大降低了地区公开债券市场的信用风险。

除贵州省以外，云南有1家城投评级下调，较去年同期减少了83.3%，甘肃有1家，与去年同期持平，两家主体均为首次下调且仅下调展望至负面，其它9个化债重点省份无评级下调。

图 11 2024 年跟踪期城投下调仍集中在贵州地区，上调地区则分布较为广泛，以沿海地区居多



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2. 城投评级上调离不开地方政府和财政的支持，而下调主要是新增加速流动性枯竭的风险事项

上调原因主要是收到地方政府的股权划转、资产划拨，或公司股东的注资等，使得发债主体资本实力大幅提升、或行政层级得以提升，再叠加企业积极主动向产业主体转型，自主经营业务范围扩大、作为地区主要城投/产投平台的地位持续巩固等因素而得以上调评级。2024 年跟踪评级上调的 20 家城投主体中，有 10 家城投主体由 AA 上调至 AA+级，有 9 家城投主体由 AA+上调至 AAA 级，合计占比 95.0%，是本年度跟踪期城投主体的两个主要上调路径。

下调原因方面，主要是由于发生了导致流动性进一步恶化的负面事件。当前化债工作在持续推进，城投债务到期高峰后延、短期偿债压力已得到显著缓解，城投平台信用恶化趋势得到有效遏制，大多数主体信用评级维持稳定，但仍有少部分主体评级被下调，这主要是由于在跟踪期内发生了引发流动性进一步恶化的负面事件，例如贷款/票据逾期、被纳入被执行人名单、被起诉、资产被冻结等，因而在当前城投大环境趋于平稳甚至边际改善的情况下，仍被下调评级。不过下调幅度均在 1 个子级以内，不存在大幅下调的情形，其中有 5 家主体为仅下调展望，主要下调路径为 AA→AA-级，共有 4 家。

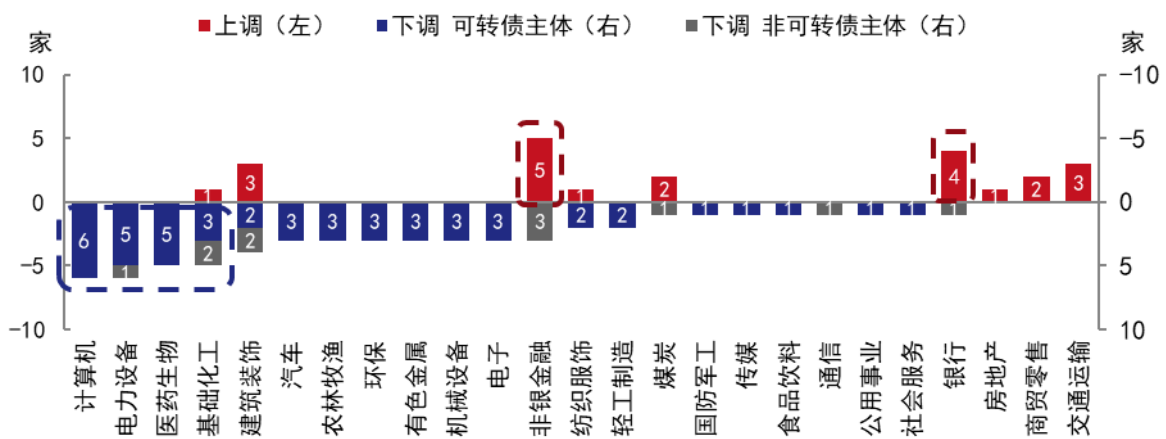
三、产业评级调整梳理与分析

1. 下调行业分布更为广泛，呈散发性特征

2024 年跟踪期主体评级下调的企业分布在 22 个行业，而去年同期这一数据为 17 个，行业分布更为广泛，且没有显著的集中下调行业，反映当前风险处于散发状态，评级下调行业结构由集中在地产及上下游产业向零散的产业行业转变。

计算机、电力设备、医药生物、基础化工成为评级下调数量最多的四个行业，其中电力设备下调主体主要是涉及新能源上下游产业链，受行业格局大调整、竞争加大影响，下调数量较近年同期显著增加。计算机、电力设备、医药生物、基础化工行业下调主体数量分别为 6 家、6 家、5 家和 5 家，成为评级下调数量最多的四个行业。而前年度集中下调的地产及上下游行业（包括建筑装饰和建筑材料）随着信用风险暴露、行业评级已充分下调，2024 年跟踪期地产及相关产业也仅下调 4 家，2023 年同期这一数据为 8 家。其余非银金融、汽车、农林牧渔、环保、有色金属、机械设备、电子各有 3 家，剩余 10 个行业各自下调 1-2 家。整体上看，行业分布较为广泛且分散。以下就评级下调的主要行业进行详细分析。

图 12 评级下调行业广泛分布在 22 个行业，上调以金融主体为主



资料来源：Wind，中证鹏元整理

电力设备行业：6 家评级下调主体中 5 家均为可转债主体，占电力设备行业存量转债主体的 9.6%，并有 4 家是首次下调。电力设备是本年度评级下调数量显著增加的行业，2022 和 2023 年同期均仅 1 家主体评级下调。这 6 家主体中有 4 家涉及新能源产业链，具体为光伏胶膜、电动汽车用三元正极材料前驱体、锂电池负极材料、电解铜箔等细分产品领域，均处于新能源产业链的中游行业，这些细分行业在过去的一至两年内，受到来自新能源行业变革的影响，行业竞争格局加剧，导致业绩大幅下滑。

新能源产业链发展至今，下游整车的话语权越来越强，对中游企业的议价能力很高，而上游金属原材料供应商因资源的稀缺性，牢牢掌握着原材料的定价权，因此在此轮新能源行业变革中，产业链的中游企业电池片、电池组件生产商，遭受了来自上游原材料价格波动和下游需求不稳的双重夹击，经营受到严重影响。总体来看，导致评级下调的负面因素主要有四个：（1）受下游和终端产业链调整（新能源汽车大幅降价、电池技术高速迭代、锂电池行业主动去库存等）影响，压力不断向上游传导，对上游产品需求不稳，打压上游产品价格，加剧上游行业竞争；（2）原材料价格波动，对库存成本形成较大压力，导致大

请务必阅读正文之后的免责声明

规模存货跌价损失；（3）公司对下游企业议价能力弱，上下游账期差导致资金占用严重；（4）尝试拓展新业务但前景不明朗，前期投资资金未转化成收益。

计算机行业：6家评级下调主体均为可转债主体，占计算机行业存量转债主体的24.0%，占比较高，其中有2家是首次下调，其余4家主体是前年度评级下调的延续，大体是前年度风险的持续演绎。主要涉及风险因素有：（1）激进扩张，前期并购或股权投资企业经营不达预期，并带来很大资金压力；（2）下游客户以政府部门为主，受地方财政较紧张影响，需求下降、回款缓慢；（3）因业务资质不齐全或实施进度不及预期致使海外业务受阻；（4）公司治理缺陷，高层变动剧烈，导致公司经营不稳定，或者内控缺陷，可转债公开发行文件编造重大虚假内容、年报存在虚假记载，受到行政处罚等。

根据笔者提出的三段式信用风险分析法研究结论，激进扩张是最主要的前端风险因素，包括大规模扩大再生产、大资金量并购企业等形成的扩张。在激进扩张策略下，前期集中大规模的资金量投入很难在短时间内产生收益，从而造成资金的沉淀和占用，即使短期内实现账面的营业收入增长，但往往盈利质量并不高，或在费用层面消耗过大，或形成大量应收账款，现金流难以表现稳健，企业难以真正实现高质量利润。在经过3-5年“蜜月期”后发现实际盈利未达预期，引发大额资产减值或商誉减值，造成公司利润亏损、资产损失。

而激进扩张因素在计算机、软件和通讯行业等TMT行业较为显著，这些行业热衷于并购企业，但经营不达预期的不在少数，经营亏损后进行大幅商誉减值，这是TMT行业最为典型的风险演绎路径，在这些行业历年的下调案例中，绝大部分企业在首次下调评级前的3-5年内是有并购动作的。

医药生物行业：5家评级下调主体均为可转债主体，占医药生物行业存量转债主体的10.4%，其中有2家是首次下调。该行业评级下调的主要因素有：（1）集采政策导致公司产品持续降价；（2）产能持续扩张，但新增产能利用率不高，或前期收购子公司经营亏损计提商誉减值损失；（3）公司治理存在缺陷，涉嫌信息披露违法违规被中国证监会立案调查；（4）产品是竞争激烈的普药，对下游大型医药流通企业的议价及账期谈判能力弱，宏观经济下行下，回款周期拉长；（5）原材料价格上涨公司主营业务毛利率下降，经营亏损。

医药生物是近年来持续被下调评级的行业，主要是由于近年医保政策调整，包括集采政策、医保控费、全国价格联动等政策，对企业产生负面影响：对于核心产品退出或未纳入医保目录的，公司失去竞争力，对于产品纳入医保目录的，尽管能帮助企业保持竞争力，但纳入集采的药品也面临降价风险，公司毛利率

下降，利润空间被压缩等问题。2024 年评级下调的 5 家医药生物企业均不同程度地受到了政策带来的负面影响。现阶段，我国医保目录建立动态调整机制后，医保目录成为影响药企盈利水平的重要因素之一，各家药企产品的市场空间随时都面临变化，需关注每次的调整对各家药企产品的具体影响。此外，还有公司因激进扩张、公司治理等方面的原因，导致企业被下调评级。

基础化工行业：5 家评级下调主体中有 3 家为可转债主体，占基础化工行业存量转债主体的 5.4%，5 家主体中有 4 家是首次下调。化工行业属于周期性行业，在行业景气度平稳或上行的年度，被下调评级的企业为自身盈利能力弱、易受外部环境影响的尾部企业，而在行业景气度下行的年度，则易遭遇全行业的集中下调。因此在历年评级下调中或多或少都有基础化工行业发行人。2023 年同期评级下调数量为 2 家，2024 年跟踪期同比有所上升。

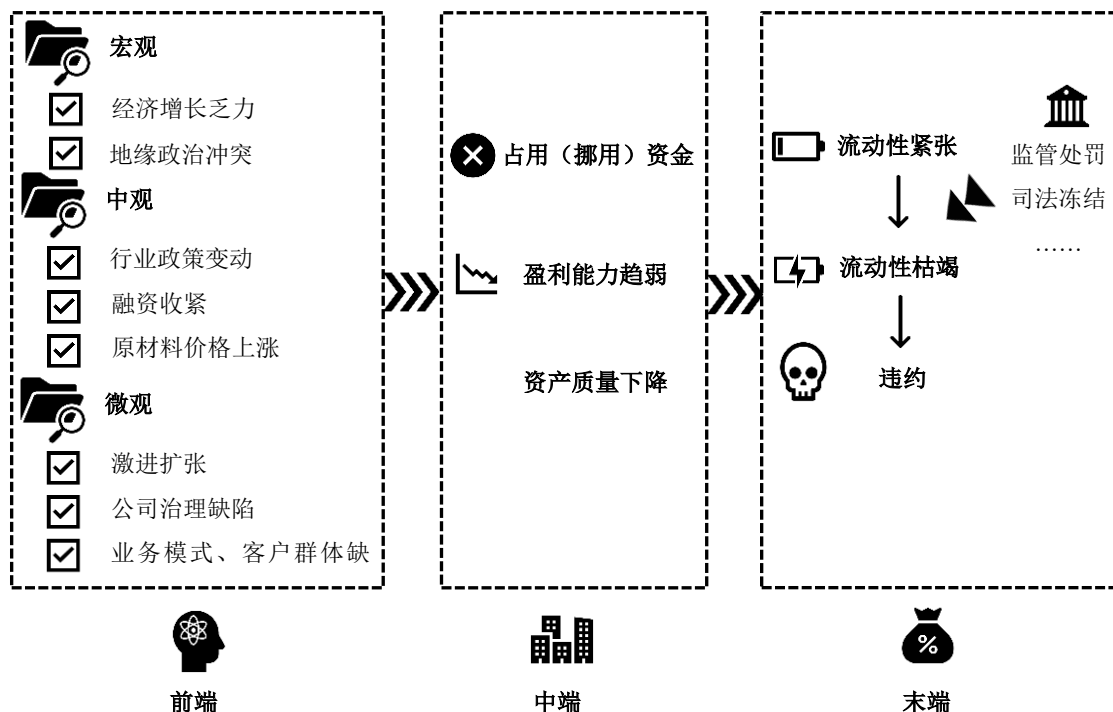
2023 年化工产业属于弱势周期，原油和煤炭价格频繁波动，加大企业成本管理难度，同时化工产品价格中枢走低，化工行业整体收入同比下降。由于化工行业下游地产建筑、汽车和家电制造、纺织服装等行业表现不一，对细分行业的需求拉动各异，导致细分化工行业利润分化明显。根据相关数据，2023 年中国约 2/3 的化工产品处于盈利状态，盈利的产品数量占比 63%，亏损的产品数量占比 37%，在盈利的化工产品中，有 39% 的化工品为利润率在 10% 以内，属于微利水平。整体来看，基础化工行业景气承压，部分企业有盈利，但尾部企业仍然面临亏损。

对下调主体的信用演绎路径进行梳理分析，当前对化工行业的评级下调主要是因以下几个负面因素：

(1) 原油等原材料价格频繁波动，降低毛利率水平；(2) 供需矛盾突出，行业新增产能大量投产，供给过剩，但下游需求不足，产品价格下降幅度大于原材料下降幅度，毛利率空间收窄；(3) 价格下跌，对存货计提大额跌价准备，出现大额亏损；(4) 公司治理缺陷，受到监管部门的行政处罚，以及较高的关联占款；(5) 前期扩张新产能，但当前行业竞争激烈，本就开工率普遍不足，未来产能释放存在极大不确定性。

其余行业的评级下调基本属于散发性评级下调，并不具有显著的行业典型性和共通性，本文便不再一一分析，大体可以参照三段式分析法，从微观、中观、宏观三方面分析前端风险因素。具体风险因素分析框架请参见专题报告《[三段式风险分析法看评级下调企业风险因素](#)》。

图 13 三段式风险演绎路径示意图



注：以上仅为风险因素示例，不代表全部信用风险因素
资料来源：中证鹏元整理

2. 评级的上调，离不开重要外部支持以及企业自身经营实力的提升

2024年跟踪期，有21家主体获得了1个子级的级别上调，其中以金融主体为主，非银金融和银行分别有5家和4家，占比42.9%，1家为上调展望（由稳定上调至正面）。最主要的上调路径为AA+→AAA级，共涉及16家主体。

企业的上调主因仍然离不开强有力的外部支持。例如：评级上调的主要行业非银金融业，新疆金投资产管理股份有限公司，通过增资扩股推动公司资本实力持续夯实，目前已完成由控股股东与四家地方国企对发行人的首轮增资12.62亿元，所有者权益同比增长67.4%；东莞金融控股集团有限公司，通过东莞市国资委的增资与股权划转，实现所有者权益同比激增180.7%，并实现新增产业板块参控股公司，业务规模有所扩大；温州银行股份有限公司，资本实力同比提升38.4%。

其次，还需要自身经营实力的提升，包括业务范围大面积扩展、业务竞争力进一步加强、营业收入和利润大幅增长、资产质量显著提升等正面因素。例如：温州银行股份有限公司加速业务下沉，县域网点建设力度加大，服务网络进一步拓宽，2023年生息资产规模快速增长，积极优化存款结构，付息成本得到下降，盈利水平得到显著提升，作为区域内重要的金融机构，在补充核心资本及化解历史风险资产等方面得

请务必阅读正文之后的免责声明

到地方政府的大力支持。邢台银行股份有限公司、浙江禾城农村商业银行股份有限公司，受益于普惠小微等金融服务能力的提升，客户群体持续扩展，存贷款规模增长较快，在当地持续保持强竞争优势。

四、评级调整展望

1. 城投公开债券市场风险暴露已相对充分，评级或将保持平稳，但仍需关注因新增逾期、纳入被执行人名单、被起诉、资产冻结等加速流动性枯竭的新增风险事项带来的评级下调风险

随着城投化债的不断推进，城投平台的短期偿债压力持续缓解，当前借新还旧的渠道畅通，利率水平也处于低位，重点地区城投在公开债券市场上的风险相对较小，同时，借助用于偿债的财政资金支持，部分地区城投偿还掉存量债券后市场上剩余的债券规模已较小，带动信用风险显著下行，在不发生显著负面舆情或风险事件的情况下，短期内信用评级或将维持平稳。但是，如果一旦发生引发流动性进一步枯竭的负面事件，则仍有可能被下调评级，例如今年评级下调的主要触发因素：贷款/票据逾期、被纳入被执行人名单、被起诉、资产被冻结等。未来需重点关注城投平台新增风险事项，以及由此带来的风险由弱资子公司向强母公司传导、地区弱平台向强平台蔓延的风险。

非标债务方面，2024年7月传闻的国发[134]号文，将非标也纳入了债务化解范围：重点省份的非持牌金融机构的债务，非重点省份的非标和非持牌金融机构的债务（也称“双非债务”），也可以进行债务置换和重组。据公开报道，广安发展建设集团有限公司完成了134号文后首笔非标债务置换，由四川银行广安分行提供定向贷款置换，为非标债务的化解起到了示范作用，各地均在积极推进中。但非标谈判难度较标债要大，仍需发行人、投资者、地方政府和金融机构努力达成共识，需持续关注银行贷款置换的推广情况以及与投资者的博弈。此外，经营性债务仍是主要依靠企业自身偿还（政府专项债用于置换经营性债务的额度应该不会太高），未来经营性债务方面的负面舆情或仍将不可避免。

在政策层面，当前中央政府要求创造条件加快化解融资平台债务风险，但各地化债的实质进展不一，后市需持续关注化债政策的实质落地成效，特别是银行的参与深度和支持力度，地方AMC的参与也值得关注。

2. 产业方面，新能源行业调整还在继续，需关注产业链中游企业盈利被压缩带来的负面影响；利润由正转负是一个关键性的负面指标，提醒关注利润由盈转亏的企业后续被下调评级的风险；可转债主体还需关注转股压力和债券回售风险

新能源产业链仍处在深度变革中，本轮受影响的发行人主要集中在锂电池和光伏组件等相关产业链，

受技术更迭迅速、原材料价格波动频繁、以及下游需求不稳向上游传导的影响，中游电池片、电池组件等生产商的利润严重受损，且近年来不断有新厂商进入，产能扩张迅速，行业竞争不断加剧，在未来一段时间内，该细分领域或将持续出现被下调评级的企业。

而医药生物和TMT行业是近几年持续有评级下调的行业，大体上属于常见风险在不同主体上的轮番显现、或前年度风险在同一主体上的持续演绎。这反映行业环境存在对企业不利的因素，并且这种不利因素尚未出清：医药生物行业是由于药品集采和目录调整每年都会进行，对行业内主体的影响每年也会发生变化，需持续跟踪政策和调整投资标的；而TMT行业热衷的并购是存在普遍性风险的，对于有大规模并购或资产重组事项的主体，应保持谨慎关注态度，并且对于主要客户为政府部门的企业，还需特别关注因财政收入下滑而带来的采购减少、账期延长等风险。

化工、煤炭、有色金属等周期性行业，在不同的周期阶段会触发不同的评级调整因素：行业景气度平稳或上行时期，则自身盈利能力弱、易受外部环境影响的尾部企业易被下调，而行业景气度下行时期，则易面临全行业的集中下调。

其它行业的信用风险呈零星散发状态，暂不具有显著的行业性特征，重点关注行业内资产规模小、产品或技术可替代性高、市场竞争力弱的尾部企业变化。具体地，可以参考行业内已下调评级企业的调级因素，对于存在负面共性的企业需特别关注，尤其是利润由盈转亏的企业，复盘历年评价下调因素，利润由正转负是一个关键性指标，如果短期内未能显著看到利好因素或向好趋势，则评级下调的可能性较高。

此外，本年度的产业主体评级下调，除了来自于行业自身的风险因素以外，还由可转债这个特定债券类型的风险所驱动。当前股价持续低迷，部分可转债转股进展缓慢，未来若股价进一步下跌或持续低迷，将可能在转股期间触发回售条款，加大公司偿债压力，若对公司流动性造成较大影响甚至引发负面事件，评级或将面临下调，因此对于可转债发行主体，还需增加关注转股压力和债券回售这一特殊性风险。

3. 上调方面，获得重要外部支持、或经营面显著向好的企业或被上调，但数量不会太多

上调方面，从今年以及前几年评级调整因素来看，重大资产重组或重要外部支持是级别上调的首要因素，其次是经营面的显著向好，业务范围大面积扩展、业务竞争力进一步加强、营业收入和利润大幅增长、资产质量显著提升等正面因素。下半年完成资产重组或重大注资、股权划转等，或经营基本面显著向好的企业，或有被上调的可能，但数量上不会太多。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140