

相关研究

《动不失时，票息为盾——2024年债市展望》2023.12.02  
《寻找广谱利率体系的指南针》2023.11.03  
《从资金面和赎回压力看债市》2023.09.15  
《债市供需结构视角下的曲线形态演变》2023.09.02

分析师:张紫睿  
Tel:(021)23185652  
Email:zrz13186@haitong.com  
证书:S0850522120001

## 多视角看信用风险变化

### 投资要点:

- **新增违约主体集中于地产板块，实质性违约债券规模继续收缩。**1) 2023年信用环境整体改善，新增违约主体数量为16年以来最低水平，风险仍集中于民营房企板块。2) 实质性违约债券规模有所降低，但向中高评级迁移。今年违约、展期债券年化总规模较去年明显减少，违约规模下降的主要原因在于实质性违约债券规模的大幅收缩；从评级分布上看，实质违约与展期债券规模均向中高评级迁移。
- **评级调整频次降低，正向变动增多。**今年信用评级调整频次降低，负面变动明显减少，下调跨度也整体收缩。1) 产业债评级整体向好。产业债主体评级下调数量大幅减少，多集中于建筑装饰、轻工制造、非银金融等行业；盈利能力不佳、资金周转不畅、流动性压力/偿债压力较大为评级下调的主要原因。2) 城投评级下调多与自身财务因素相关。23年以来共有29家城投主体评级下调，区县级占比较多，所有评级下调城投财务状况均表现出不同程度的恶化。
- **信用风险将如何演绎？**1) 违约率测算结果和违约评级调整情况基本一致。2023年年化边际违约率或下探新低，国企违约率明显低于民企。2) 地产风险逐步出清，板块修复或带动上下游产业链同步改善。持续跟踪增量政策落地效果、销售需求端数据变化和主体偿债情况等。3) 化债政策加持，城投尾部风险得到明显缓释，城投债短期安全性边际提升，明年违约风险可控。关注城投基本面的改善情况，长期需警惕下沉区域信用舆情事件信号，或会带来一定估值波动风险。
- **风险提示：**基本面超预期变化，政策不及预期，假设和测算误差风险，历史不代表未来。

## 目 录

---

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 信用环境整体向好，风险集中于民营地产板块..... | 5  |
| 2. 评级调整频次降低，正向变动明显增多.....    | 7  |
| 2.1 产业债评级调整整体向好.....         | 9  |
| 2.2 城投评级下调多与自身财务因素相关.....    | 10 |
| 3. 从违约率变化看信用风险演绎.....        | 12 |

## 图目录

|      |                              |    |
|------|------------------------------|----|
| 图 1  | 2023 年新增违约主体数量为近八年最少         | 5  |
| 图 2  | 2023 年下半年房地产销售情况为三年来偏低水平     | 6  |
| 图 3  | 违约、展期债券规模呈现下降趋势              | 6  |
| 图 4  | 2023 年实质违约规模下降               | 6  |
| 图 5  | 违约、展期债券中高等级居多                | 7  |
| 图 6  | 违约、展期债券集中于房地产行业              | 7  |
| 图 7  | 机构评级频率降低，正向调整增多              | 8  |
| 图 8  | 2023 年评级下调整体跨度收缩（级）          | 9  |
| 图 9  | 2022 年评级下调整体跨度较大（级）          | 9  |
| 图 10 | 今年建筑装饰、非银金融、轻工制造的产业债主体下调评级较多 | 9  |
| 图 11 | 2023 年评级下调产业债发行人主要为 AA 及以下   | 10 |
| 图 12 | 2023 年评级下调产业债发行人主要为民营企业      | 10 |
| 图 13 | 今年城投债评级实质上调居多（级）             | 11 |
| 图 14 | 整体违约率走低，民企违约率仍在高位            | 14 |

## 表目录

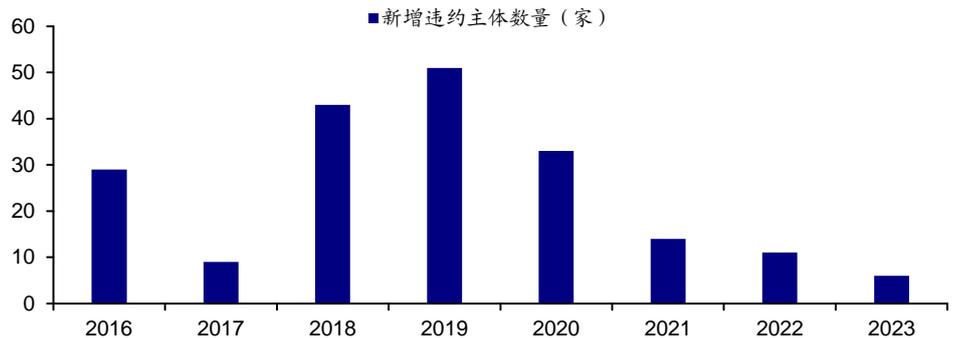
---

|     |                                     |    |
|-----|-------------------------------------|----|
| 表 1 | 今年新增违约主体均与房地产板块相关 .....             | 5  |
| 表 2 | 2023 年产业债主体评级下调原因以流动性压力为主 .....     | 10 |
| 表 3 | 2023 年城投债主体评级下调原因以财务恶化、债务逾期为主 ..... | 11 |
| 表 4 | 我国信用债新增违约主体数量近年逐渐减少（个） .....        | 12 |
| 表 5 | 23 年年化边际违约率下探新低 .....               | 13 |
| 表 6 | 民企违约率高于国企 .....                     | 13 |

## 1. 信用环境整体向好，风险集中于民营地产板块

2023年信用环境整体向好，新增违约主体数量为16年以来最低水平，风险仍集中于民营房企板块。17年后我国信用风险事件开始集中出现，新增违约主体数量大幅提升，18、19年出现民企违约潮，20年新增违约主体数量虽有所下降，但国企违约事件给市场带来较大负面冲击。随着信用风险逐步释放，21年起新增违约主体数明显回落，风险开始向房地产行业集中。截至12月15日，2023年新增违约主体仅6家，其中4家为民营地产企业、1家为外资地产企业，另外1家上海骧远投资控股有限公司为民营房企融创集团的子公司，整体信用风险暴露仍集中于地产板块。

图1 2023年新增违约主体数量为近八年最少



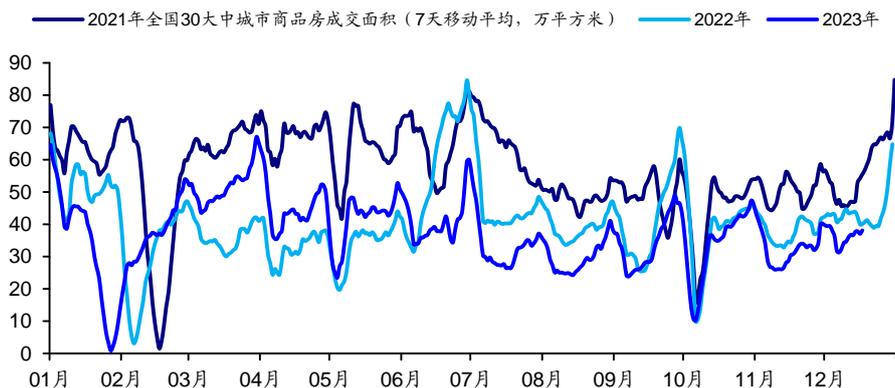
资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日

表1 今年新增违约主体均与房地产板块相关

| 主体名称          | 首次违约日期     | 企业性质 | 是否上市 | 行业     | 违约原因   |
|---------------|------------|------|------|--------|--|
| 中天金融集团股份有限公司  | 2023-07-16 | 民营企业 | 否    | 房地产开发  | 公司进入破产重整，未按时兑付本息   |
| 佳源创盛控股集团有限公司  | 2023-07-05 | 民营企业 | 否    | 房地产开发  | 因宏观经济环境、行业环境及融资环境叠加影响，公司流动性出现阶段性紧张   |
| 上海世茂股份有限公司    | 2023-05-30 | 外资企业 | 是    | 房地产开发  | 公司融资渠道受限，资金未充分补入   |
| 上海骧远投资控股有限公司  | 2023-02-07 | 民营企业 | 否    | 综合支持服务 | 母公司融创集团今年多次被失信执行、债券停牌。该公司专项计划义务人未履行其于专项计划文件项下的支付义务，专项计划托管户未收到相关补足资金，无法按照计划说明书约定完成专项兑付兑息。 |
| 金科地产集团股份有限公司  | 2023-01-30 | 民营企业 | 是    | 房地产开发  | 流动资金紧张，未能按期足额兑付本息  |
| 荣盛房地产发展股份有限公司 | 2023-01-23 | 民营企业 | 是    | 房地产开发  | 资金链紧张，未能按期足额兑付本息   |

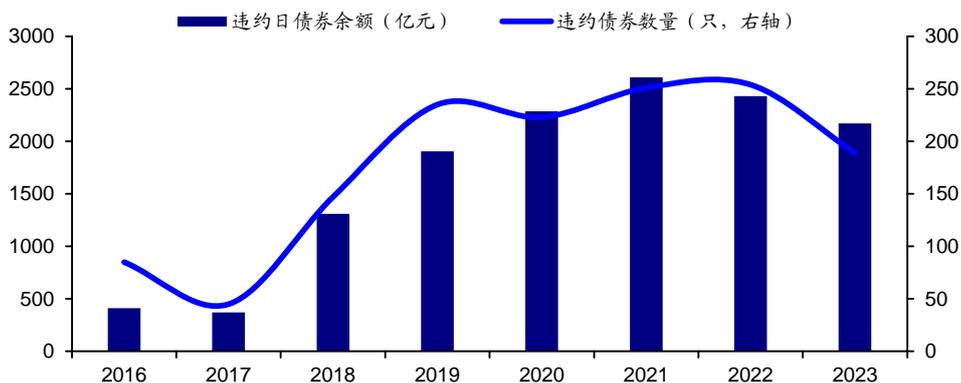
资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日

以上6家主体违约原因主要为流动性紧张，房地产行业仍面临一定资金困境，明年资金压力或有望缓解。除中天金融集团直接因破产重整而违约外，其余5家房企（包括房企子公司）都面临一定资金问题。2021年初，“三道红线”和房贷集中管理制度实施，房地产企业融资端与银行信贷供给端同步收紧，叠加2022年疫情影响导致需求疲软，房企持续受到融资受限和销售不足的双重资金压力，行业始终处于风险释放过程。今年经济处于弱修复态势，房地产行业需求滞后反应，下半年商品房销售情况位于3年来偏低水平。今年下半年房地产政策利好频出，需求端个人住房贷款规定持续优化，融资端中央金融工作会议表明支持地产融资，房企明年资金压力或有望缓解。

**图2 2023年下半年房地产销售情况为三年来偏低水平**


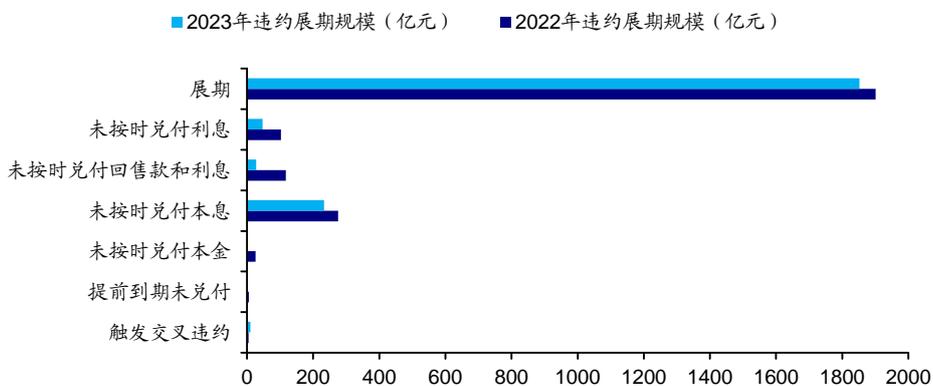
资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日

新增违约主体数量下降的同时，23年违约、展期债券规模预计也将有所压降。截至23年12月15日，违约债券总余额2170.46亿元，若简单年化来看今年全年预计违约总规模2263.48亿元，为2020年来最低。总体上看，今年违约、展期规模持续回落，存量违约主体的信用状况仍有改善空间。

**图3 违约、展期债券规模呈现下降趋势**


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日

违约、展期债券规模的下降得益于实质违约规模的收缩。截至今年12月15日，23年债券实质违约规模共317.84亿元，年化后为331.46亿元，较22年实质性违约债券规模530.77亿元大幅减少，未按时兑付利息、本息、回售款的现象均有所减少。

**图4 2023年实质违约规模下降**


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日；同一债券年内多次违约取当年最后一次记录。

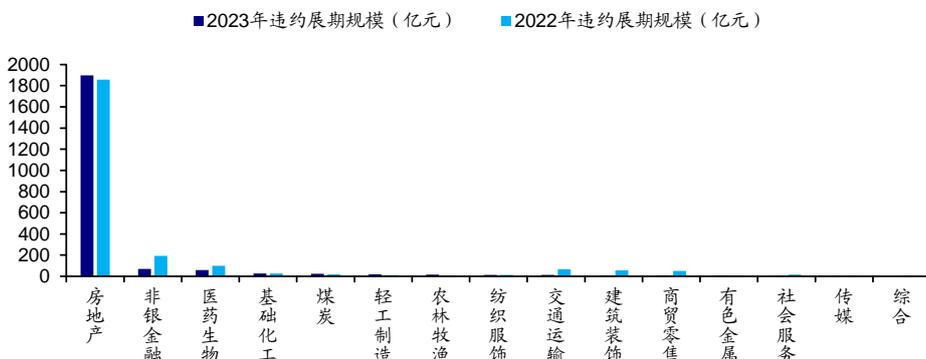
从评级分布上看，实质违约与展期债券规模均向中高评级迁移。23年截至12月15

日，违约/展期债券中，**债项评级为 AAA 的债券共 68 只**，规模达 796.28 亿元，已经高出 2022 年全年 53 只、509.8 亿元的水平。其中，10 只债券、共计 72 亿元构成实质违约，占 AAA 级整体规模 9%，除中林集团的两只债券外，其余债券为荣盛、金科、世贸、骧远的 AAA 级债券，均来自今年新增的违约主体。此外，今年 AA+ 等级债券违约展期数量和规模与 22 年全年水平大致持平，实质违约规模占比 10.8%；AA 等级则高于去年全年水平，实质违约规模占比 8%。而 2022 年未有 AAA 级与 AA+ 级债券发生实质违约。

**图5 违约、展期债券中高等级居多**


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 2023 年 12 月 15 日

同样**房地产为违约展期债券的主要分布行业**。今年房地产行业违约、展期债券共计 138 只，规模达到 1896.58 亿元，高于 2022 年全年水平。除房地产行业外，其他各行业违约、展期债券规模均下降明显，非银金融、医药生物行业仍有小规模分布。

**图6 违约、展期债券集中于房地产行业**


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 2023 年 12 月 15 日

## 2. 评级调整频次降低，正向变动明显增多

除了违约、展期事件外，主体评级调整变动同样可以反映信用风险的边际变化。

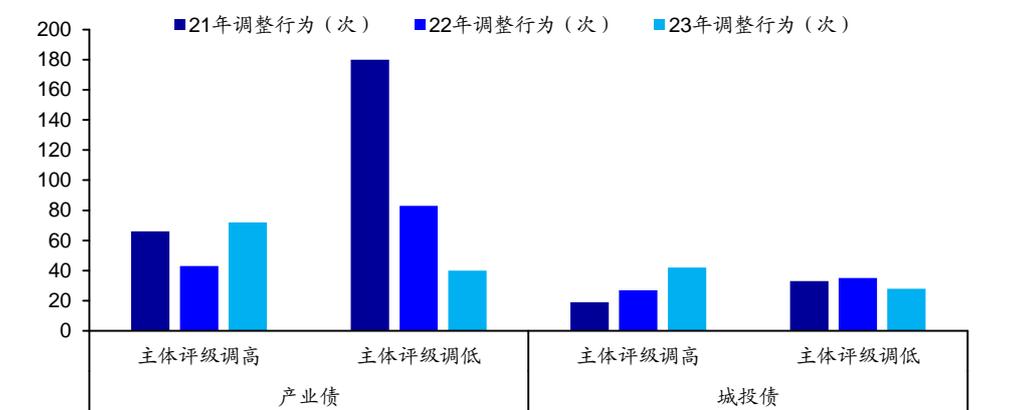
近年来，我国信用评级体系持续规范化、市场化。2021 年起，监管层对信用评级质量要求不断提高。2021 年 2 月，证监会出台《证券市场资信评级业务管理办法》，要求证券评级机构建立跟踪评级制度，评级调整应依据充分、合理审慎；2021 年 8 月，交易商协会发布《关于取消非金融企业债务融资工具信用评级要求有关事项的通知》，取消了对公开发行公司债的强制信用评级规定，进一步提高对评级机构的评级质量和业务规范性的要求；当月，央行、发改委、财政部、原银保监会和证监会联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》（下简称信评新规），明确“信用评级机构应当长期构建以违约率为核心的评级质量验证机制，制定实施方案，2022 年底前建立并使用能够实现合理区分度的评级方法体系，有效提升评级质量”。

信用评级体系服务于社会信用体系高质量建设，未来将向覆盖面更广、评级标准更科学合理的方向发展。2022年3月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见》，其中强调要“培育具有国际竞争力的信用评级机构，加强信用服务市场监管和行业自律，促进有序竞争”，表明信用评级体系的建设在社会信用体系发展的格局之下。后续政策与市场动态体现了两点发展方向：**其一，更侧重于对中小微企业的覆盖。**2023年7月14日《中共中央、国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》中提到，要“健全中小微企业和个体工商户信用评级和评价体系，加强涉企信用信息归集”、“支持符合条件的民营中小微企业在债券市场融资”，我们推测后续信用评级体系在支持民营经济方面或会做出更多努力。**其二，评级标准更为科学合理。**随着社会对ESG关注度提升，信用评级机构将纳入ESG相关指标，以促进企业加强可持续发展建设。中诚信、联合资信、东方金诚均在2022年8月将ESG因素纳入评级体系，比如东方金诚从环境、社会、治理三个维度对主体的缺陷进行判断。

当前，我国信用评级体系仍然存在高评级集中度较高、评级活动集中于少数机构的现象。根据中证协发布的《2023年第三季度债券市场信用评级机构业务运行及合规情况通报》，截至到2023年三季度末，存续的公司信用类债券发行主体共计4817家。从等级分布来看，非金融企业债务融资工具、公司债（含企业债）发行人的AA级占比分别为30.75%和44.84%；AA+级及以上发行人占比分别为67.19%和46.13%；从业务分布来看，23年三季度中诚信国际、联合资信和东方金诚的业务量占比分别为40.30%、25.45%和11.61%，其余评级机构业务量占比均不足10%。

具体来看近年信用评级调整行动，整体上看评级调整行动频次逐渐降低，机构评级行为更加谨慎；此外，评级调低次数逐年减少，正向变动增多。分债券类别来看，产业债信用评级调整情况好转明显，评级下调事件持续减少；城投债评级下调次数较去年略降，评级上调次数增长明显。

图7 机构评级频率降低，正向调整增多



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日；此处仅考虑境内评级调整。

截至12月15日，2023年有12家发行主体遭到境内机构连续下调或者被多家评级机构下调，多由于公司的负面事件或流动性风险。江西正邦科技被东方金诚从1月BBB连续下调至CC；上海全筑集团被东方金诚从2月的BBB+连续下调至B-；远洋资本有限公司由中诚信国际从AA+连续两次下调至A+。

从调整前后的评级情况看，2023年截止到12月15日，70家遭遇评级下调的发行人中，有12家调整前的评级为AA+，其中有9家维持了AA+但展望向下变动（评级连续下调的主体，以第一次下调前评级为准；此外，由于境内外机构评级有差异，此处仅考虑境内机构评级行动）；有18家调整前的评级为AA级，调整后仍有10家发行人保持了AA级的评级，但展望向下变动，7家下调至AA-、1家下调至A+。对比2022年，今年评级下调发行人总数减少，评级下调跨度也整体收缩。

**图8 2023年评级下调整体跨度收缩（级）**

| 调整前 \ 调整后 | AAA      | AA+      | AA        | AA-       | A+        | A        | A-       | BBB-     | BB       | B-       | CC       | 总计        |
|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| AAA       | 3        |          |           |           |           |          |          |          |          |          |          | 3         |
| AA+       |          | 9        | 1         | 1         | 1         |          |          |          |          |          |          | 12        |
| AA        |          |          | 10        | 7         | 1         |          |          |          |          |          |          | 18        |
| AA-       |          |          |           | 8         | 11        | 2        |          |          |          |          |          | 21        |
| A+        |          |          |           |           |           | 1        | 4        |          |          |          |          | 5         |
| A         |          |          |           |           |           |          |          | 1        |          |          |          | 1         |
| A-        |          |          |           |           |           |          |          |          | 1        |          |          | 1         |
| BBB+      |          |          |           |           |           |          |          | 1        |          | 1        |          | 2         |
| BBB       |          |          |           |           |           |          |          |          |          |          | 1        | 1         |
| BBB-      |          |          |           |           |           |          |          |          |          | 1        |          | 1         |
| B+        |          |          |           |           |           |          |          |          |          | 1        |          | 1         |
| CCC       |          |          |           |           |           |          |          |          |          |          | 4        | 4         |
| <b>总计</b> | <b>3</b> | <b>9</b> | <b>11</b> | <b>16</b> | <b>13</b> | <b>3</b> | <b>4</b> | <b>2</b> | <b>1</b> | <b>3</b> | <b>5</b> | <b>70</b> |

资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日；此处仅考虑境内评级调整。

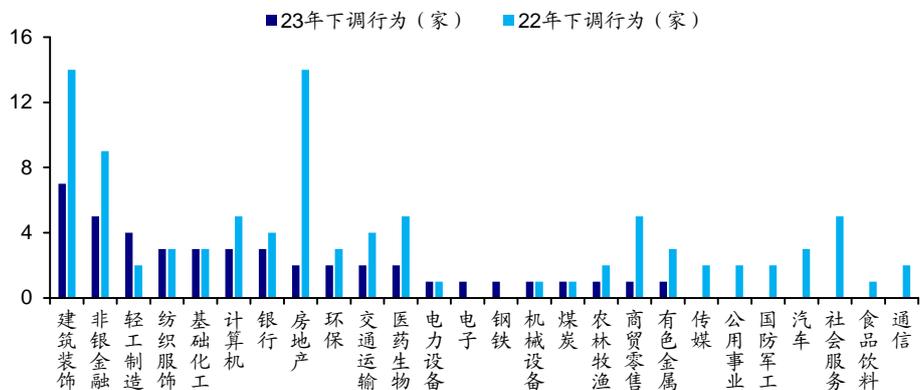
**图9 2022年评级下调整体跨度较大（级）**

| 调整前 \ 调整后 | AAA      | AA+      | AA        | AA-       | A+        | A        | A-       | BBB+     | BBB      | BBB-     | BB+      | BB       | BB-      | B+       | B        | B-       | CCC      | C        | 总计         |
|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|
| AAA       | 2        | 2        |           |           |           |          |          |          |          |          |          | 1        |          |          |          |          |          |          | 5          |
| AA+       |          | 6        | 1         | 1         | 1         |          |          |          |          |          |          | 1        |          |          |          |          |          | 1        | 18         |
| AA        |          |          | 14        | 25        | 3         | 1        |          | 1        | 1        | 1        | 1        | 1        |          |          | 1        |          |          | 1        | 49         |
| AA-       |          |          |           | 5         | 10        | 3        |          |          |          | 1        | 1        |          |          | 1        |          |          |          |          | 21         |
| A+        |          |          |           |           | 4         |          | 3        | 1        | 1        |          |          |          |          |          |          |          |          | 1        | 10         |
| A         |          |          |           |           |           |          | 1        | 1        | 3        | 1        |          |          |          |          |          |          |          | 1        | 7          |
| A-        |          |          |           |           |           |          |          |          |          |          | 1        |          |          |          |          |          |          | 1        | 3          |
| BBB+      |          |          |           |           |           |          |          |          | 2        |          |          |          |          |          |          |          |          |          | 3          |
| BBB       |          |          |           |           |           |          |          |          |          |          |          |          |          | 1        |          |          |          |          | 1          |
| BBB-      |          |          |           |           |           |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          | 1        |          | 1          |
| BB+       |          |          |           |           |           |          |          |          |          |          |          |          |          | 1        |          |          |          |          | 1          |
| BB        |          |          |           |           |           |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          | 1        |          |          | 1          |
| B+        |          |          |           |           |           |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          | 1        | 2        |          | 3          |
| <b>总计</b> | <b>2</b> | <b>8</b> | <b>23</b> | <b>31</b> | <b>14</b> | <b>8</b> | <b>4</b> | <b>3</b> | <b>5</b> | <b>4</b> | <b>2</b> | <b>3</b> | <b>1</b> | <b>3</b> | <b>2</b> | <b>2</b> | <b>5</b> | <b>3</b> | <b>123</b> |

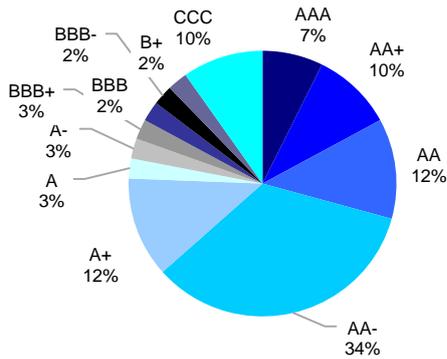
资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2022年12月31日；此处仅考虑境内评级调整。

## 2.1 产业债评级调整整体向好

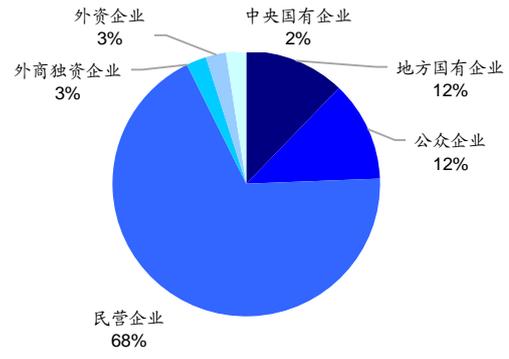
产业债主体评级下调数量大幅减少，主要集中于建筑装饰、非银金融、轻工制造等行业，超半数为民营企业。受信评新规影响，21年产业债主体下调数量较多，22年、23年产业债主体下调数量逐年减少。23年房地产行业下调数量减少，带动建筑装饰有所改善，此外轻工制造行业下调主体数量较去年同期略升。

**图10 今年建筑装饰、非银金融、轻工制造的产业债主体下调评级较多**


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日；此处仅考虑境内评级调整。

**图11 2023年评级下调产业债发行人主要为AA及以下**


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日

**图12 2023年评级下调产业债发行人主要为民营企业**


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日

产业债主体中，盈利能力不佳，资金周转不畅，流动性压力、偿债压力较大，债务违约依然为评级下调的主要原因。今年41家下调产业债主体中，26家主体在2022年净利润为负，评级下调报告中多次出现“偿债能力下降”、“流动性紧张”等影响因素。

**表2 2023年产业债主体评级下调原因以流动性压力为主**

| 企业名称             | 最新主体评级 | 评级展望 | 初始评级 | 上次展望 | 22年净利润(亿元) | 22年资产负债率(%) | 22年有息债务(亿元) | 下调原因  |
|------------------|--------|------|------|------|------------|-------------|-------------|---|
| 同方国信核控投资有限公司     | AAA    | 负面   | AAA  | 稳定   | 15.58      | 83.26       | 2335.97     | 2022年业绩下滑幅度较大，资产质量和盈利水平承压；转让三峡银行事项将对公司2023年合并口径财务报表产生较大不利影响；受限资产规模较大且面临一定减值风险，仍面临较大短期偿债压力；新业务方向有待进一步探索等。          |
| 百年人寿保险股份有限公司     | A+     | 稳定   | AA-  | 负面观察 | -27.10     | 99.81       | 34.02       | 保费收入及投资收益大幅下滑等因素导致其盈利水平大幅下降；面临较大资本补充压力；股权结构复杂目前仍不明确，股权质押及冻结比例高。   |
| 延边农村商业银行股份有限公司   | A-     | 稳定   | A+   | 稳定   | -7.77      | 93.69       | 1189.73     | 不良贷款增长、资产质量下行压力大、资产回收困难加大信用风险和流动性风险管控难度、出现亏损、盈利能力和资本充足性指标下滑、公司治理和风险管理水平有待提升                                       |
| 山鹰国际控股股份公司       | AA+    | 负面   | AA+  | 稳定   | -23.53     | 73.10       | 306.47      | 公司生产所需的废纸等原材料价格波动较大，利润总额亏损；控股股东及其一致行动人股权质押率偏高；在建项目存在一定资金需求；资产受限规模大；债务负担重，债务结构有待调整。                                |
| 步步高投资集团股份有限公司    | AA-    | 负面   | AA   |      | -40.52     | 89.48       | 181.90      | 公司因股权转让及表决权放弃事项触发投资人保护条款；公司债务负担重，现金类资产规模小，流动性紧张。  |
| 郑州煤炭工业(集团)有限责任公司 | BBB-   | 负面   | BBB+ | 负面   | -3.48      | 88.15       | 99.83       | 郑煤集团持有的部分股权被冻结和质押，资产负债率处于较高水平，部分银行贷款逾期，反映其偿债能力下降。   |
| 江西正邦科技股份有限公司     | CCC    | 负面   | BBB  | 负面   | -143.46    | 148.41      | 238.65      | 公司被受理破产重整，或因在破产重整中被宣告破产、股票终止上市，“正邦转债”无法转股及提前到期等风险；受制于现金流紧张，公司经营持续大幅亏损，且经审计的2022年末净资产为负值，公司被实施退市风险警示。              |
| 山西榆次农村商业银行股份有限公司 | BB     | 稳定   | A-   | 稳定   | 0.02       | 95.29       | 200.69      | 业务运营和资产质量易受当地经济环境变化影响；不良贷款率较高，贷款质量面临较大下行压力；部分非信贷资产风险暴露；部分抵债资产处置难度较大，拨备计提缺口较大；盈利能力相对较弱；流动性风险管控和资本补充压力较大。           |
| 达洋资本有限公司         | A+     | 负面   | AA+  | 稳定   | -18.02     | 53.85       | 20.10       | 2022年公司营业收入、投资收益大幅下降，并且受投资资产公允价值变动及计提资产减值的影响，当年净利润亏损18.02亿元，盈利水平明显恶化。同时公司货币资金规模很小，流动性状况进一步趋弱。                     |
| 鸿达兴业股份有限公司       | CC     | 负面   | CCC  | 负面   | 2.88       | 45.06       | 56.77       | 大量借款逾期未偿还，涉及大量诉讼和仲裁案件；运营资金周转压力极大；控股股东已进入破产清算程序，生产过程中持续面临一定的安全和环保风险。   |
| 岭南生态文旅股份有限公司     | A+     | 负面   | AA-  | 负面   | -15.41     | 79.05       | 39.53       | 公司年度营收大幅下降，利润出现大幅亏损；新签订单规模大幅下降；面临较大资本支出压力；存在较大或有负债风险。   |
| 国厚资产管理股份有限公司     | AA     | 负面   | AA+  | 稳定   | -3.29      | 61.40       | 41.83       | 2022年，受公司提前收回不良资产投资、公司投资联营企业亏损及汇兑损益等因素影响，公司发生大额亏损；公司正对安徽古井集团有限公司进行重大投资，收购资金仍有较大                                   |
| 广西博世科环保科技股份有限公司  | A      | 负面   | A+   | 负面   | -4.47      | 78.76       | 50.38       | 公司控制权变更或对其管理体制及业务发展产生一定影响；公司营业总收入持续下降、连续2年出现亏损；PPP项目业主方回款效率存在不确定性；市政类项目回款压力大、债务负担重且短期偿债压力大。                       |
| 蒙娜丽莎集团股份有限公司     | AA-    | 稳定   | AA   | 稳定   | -3.47      | 65.21       | 30.09       | 房地产行业下行、能源和原材料价格居高不下；2022年公司营业收入下滑，大额计提信用减值损失对公司利润形成较大侵蚀；未来工程端客户款项仍存在回款风险；公司偿债指标表现有所弱化，短期偿债压力增加。                  |
| 维尔利环保科技集团股份有限公司  | A+     | 负面   | AA-  | 稳定   | -4.65      | 59.96       | 33.91       | 公司收入规模降幅较大，新增计提较大规模的减值损失，利润出现大幅亏损；应收账款和合同资产存在一定的回款风险；存在短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。                                   |
| 深圳市中装建设集团股份有限公司  | AA-    | 稳定   | AA   | 负面   | 0.21       | 60.92       | 29.50       | 2022行业竞争加剧，地产项目订单减少，公司的收入和利润均大幅下降，盈利能力明显减弱，经营承压，经营活动现金流持续净流出；公司的总债务规模仍较大，且短期债务占比仍较高；公司装饰施工垫资规模较大，存在较大坏账及减值风险。     |
| 帝欧家居集团股份有限公司     | A+     | 稳定   | AA-  | 稳定   | -15.09     | 64.11       | 30.80       | 公司部分产线停工，建筑陶瓷和卫生洁具产量及产能利用率大幅下降，受下游需求未复苏影响，公司建筑陶瓷销售收入大幅下降，叠加原料成本增加，毛利润及毛利率下降较多，利润大幅亏损，主要偿债指标弱化，公司应收账款计提仍较大。        |
| 长安责任保险股份有限公司     | A-     | 负面   | A+   | 负面   | -4.68      | 99.62       | 6.11        | 公司净亏损扩大，盈利能力亟待改善，偿付能力不达标，且权益类资产配置比例和关联交易比例均不满足监管要求，个别流动性指标低于监管要求，存在很大的资本补充压力和流动性管理压力。                             |
| 山东大业股份有限公司       | A+     | 负面   | AA-  | 负面   | -2.70      | 71.53       | 29.24       | 宏观经济下行、产能未充分释放，整体规模效应减弱，原材料价格波动大、能源成本和运输成本上升；公司毛利率大幅下降；子公司继续亏损；应收账款规模较大，受限资产比例仍较高，对资产流动性形成较大影响；公司债务负担较重，短期债务占比较高。 |

资料来源：WIND，海通证券研究所。

## 2.2 城投评级下调多与自身财务因素相关

今年城投债评级实质上调居多。截至12月15日，2023年共有41家城投主体评级上调，其中有5家展望上调为稳定，实质上调36家；29家城投主体评级下调，其中24家为评级展望调整为负面、实际评级未变动。下调原因主要包括财务状况恶化、地方经济财力下滑、区域信用环境恶化、债务压力较大等。城投公司主要承担城乡和经济功能区基础设施开发建设的公益性、准公益性及经营性业务，其经营状况与区域发展、政府支持关系较为紧密。评级机构在进行城投评级时，在一般企业的评级标准的基础上，也加大了对城投主体所在地区经济财政实力、政府支持力度评判权重。

**图13 今年城投债评级实质上调居多（级）**

| 调整前       | 调整后       |           |           |           |          |          |          |          | 总计        |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
|           | AAA       | AA+       | AA        | AA-       | BBB+     | BBB      | BB+      | B-       |           |
| AAA       | 1         |           |           |           |          |          |          |          | 1         |
| AA+       | 13        | 9         |           |           |          |          |          |          | 22        |
| AA        |           | 17        | 11        | 4         |          |          |          |          | 32        |
| AA-       |           |           | 2         | 7         |          |          |          |          | 9         |
| BBB+      |           |           |           |           |          |          |          | 1        | 1         |
| BBB       |           |           |           |           | 1        |          |          |          | 1         |
| BBB-      |           |           |           |           |          | 3        |          |          | 3         |
| BB        |           |           |           |           |          |          | 1        |          | 1         |
| <b>总计</b> | <b>14</b> | <b>26</b> | <b>13</b> | <b>11</b> | <b>1</b> | <b>3</b> | <b>1</b> | <b>1</b> | <b>70</b> |

资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年12月15日；此处仅考虑境内评级调整。

所有评级下调城投原因都涉及财务状况恶化。城投主体评级下调原因包括财务状况恶化、或有风险加大、地方经济财力下滑、区域信用环境恶化、涉诉或债务逾期和重组、资产结构调整不确定性加大等。财务状况恶化包括收入和利润下滑、收入存在较大不确定性、债务增加，杠杆快速攀升，偿债压力较大，经营性现金流缺口扩大，资本支出大且资产流动性弱，融资受损等。涉诉金额过大导致被纳入被执行人名单或自身债务预期等负面事件也会导致评级下调。

**表3 2023年城投债主体评级下调原因以财务恶化、债务逾期为主**

| 企业名称                | 最新主体评级 | 评级展望 | 上次评级 | 上次展望 | 地区 | 行政等级 | 地方经济财力下滑 | 区域信用环境恶化 | 或有风险加大 | 财务状况恶化 | 涉诉或债务逾期 | 重组、资产结构调整不确定性加大 |
|---------------------|--------|------|------|------|----|------|----------|----------|--------|--------|---------|-----------------|
| 昆明市城建投资开发有限责任公司     | AA+    | 负面   | AA+  | 稳定   | 云南 | 地市   | ✓        |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 昆明市土地开发投资经营有限责任公司   | AA+    | 负面   | AA+  | 稳定   | 云南 | 地市   | ✓        | ✓        | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 西宁城市投资管理有限公司        | AA+    | 负面   | AA+  | 稳定   | 青海 | 地市   |          |          |        | ✓      | ✓       |                 |
| 昆明市国有资产管理运营有限责任公司   | AA     | 负面   | AA   | 稳定   | 云南 | 地市   |          |          |        | ✓      | ✓       |                 |
| 兰州市轨道交通有限公司         | AA     | 负面   | AA   | 稳定   | 甘肃 | 地市   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 贵州东湖新城市建设投资有限公司     | AA-    | 负面   | AA-  | 稳定   | 贵州 | 区县   |          |          |        | ✓      | ✓       |                 |
| 曲靖市经济开发投资集团有限公司     | AA     | 负面   | AA   | 稳定   | 云南 | 地市   |          |          |        | ✓      |         |                 |
| 毕节市安方建设投资(集团)有限公司   | AA-    | 负面   | AA-  | 稳定   | 贵州 | 区县   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 黔南州国有资本运营有限责任公司     | AA     | 负面   | AA   | 稳定   | 贵州 | 区县   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 贵州水城水务投资有限责任公司      | AA-    | 负面   | AA   | 稳定   | 贵州 | 区县   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 贵阳白云工业发展投资有限公司      | AA     | 负面   | AA   | 稳定   | 贵州 | 区县   | ✓        |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 柳州市城市投资建设发展有限公司     | AA+    | 负面   | AA+  | 稳定   | 广西 | 地市   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 广西柳州市东城投资开发集团有限公司   | AA+    | 负面   | AA+  | 稳定   | 广西 | 地市   |          |          |        | ✓      |         |                 |
| 郑州通航建设发展有限公司        | AA-    | 负面   | AA-  | 稳定   | 河南 | 区县   | ✓        |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 贵州双龙航空港开发投资(集团)有限公司 | AA+    | 负面   | AA+  | 稳定   | 贵州 | 省    |          |          |        | ✓      | ✓       |                 |
| 毕节市七星关区新宇建设投资有限公司   | AA-    | 负面   | AA-  | 稳定   | 贵州 | 区县   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 贵阳白云城市建设投资集团有限公司    | AA     | 负面   | AA   | 稳定   | 贵州 | 区县   | ✓        |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 六盘水市水城区城市投资开发有限责任公司 | AA-    | 稳定   | AA   | 稳定   | 贵州 | 区县   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 贵州省红果经济开发区开发有限责任公司  | AA-    | 稳定   | AA   | 稳定   | 贵州 | 地市   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 毕节市德溪建设开发投资有限公司     | AA-    | 负面   | AA-  | 稳定   | 贵州 | 区县   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 秦皇岛开发区国有资产经营有限公司    | AA     | 负面   | AA   | 稳定   | 河北 | 地市   |          |          | ✓      | ✓      | ✓       |                 |
| 上海全筑控股集团股份有限公司      | B-     | 负面   | BBB+ | 负面   | 上海 | 地市   |          |          |        | ✓      | ✓       | ✓               |
| 昆明产业开发投资有限责任公司      | AA+    | 负面   | AA+  | 稳定   | 云南 | 地市   | ✓        | ✓        | ✓      | ✓      | ✓       |                 |

资料来源：WIND，海通证券研究所。

总体来看，今年评级调整频次整体有所降低，机构评级行为更加谨慎；产业债主体

整体形式向好，下调主体主要为民营企业，多与盈利能力、偿债能力恶化相关；城投债主体上调行为变多，下调行为集中于云贵等地区。除此之外，境外评级机构穆迪下调国内部分发债主体的评级展望，债券市场并未有过度反应，整体影响有限。展望明年，经济长期向好的趋势不改，发债主体的经营情况、融资情况或将得到一定改善，最终反映到市场信用评级边际变化上，市场信心有望进一步提振。

### 3. 从违约率变化看信用风险演绎

从今年违约主体数量、违约债券规模以及评级调整的变动情况看，我国信用环境整体向好，度过了风险释放的高峰期。进一步地，我们从债券违约率的变动趋势来看信用风险的演绎过程以及当下的结构性特征，从而对明年信用环境作出合理判断。

参考国内外评级机构对债券违约率的算法，我们对 2018 年以来我国境内债券市场的违约率进行了持续的跟踪测算，信用债测算口径包括企业债、私募债、一般公司债、中期票据、短期融资券、超短期融资债券和定向工具。

表4 我国信用债新增违约主体数量近年逐渐减少（个）

| 样本选择时间 | 样本期初有效主体数量 | 样本中发生违约的主体数量 |    |    |    |    |    |
|--------|------------|--------------|----|----|----|----|----|
|        |            | T1           | T2 | T3 | T4 | T5 | T6 |
| 2018 年 | 4124       | 42           | 48 | 31 | 14 | 10 | 6  |
| 2019 年 | 4123       | 50           | 33 | 15 | 10 | 6  |    |
| 2020 年 | 4141       | 33           | 15 | 10 | 6  |    |    |
| 2021 年 | 4453       | 15           | 11 | 6  |    |    |    |
| 2022 年 | 4553       | 11           | 6  |    |    |    |    |
| 2023 年 | 4531       | 6            |    |    |    |    |    |

注：T1-T6 分别表示第 1-6 个投资期，每个投资期为 1 年

资料来源：WIND，海通证券研究所测算，截至 2023 年 12 月 15 日

**18、19 年边际违约率相对较高，20 年后逐渐降低，预计 23 年违约率下探新低。**通过测算，我国在 2018 年至 2023 年的存量信用债发行主体在第一个投资期内的边际违约率分别为 1.02%、1.21%、0.80%、0.34%和 0.13%（2023 年违约率测算截至 12 月 15 日），其中 18、19 年的边际违约率相对较高，金融去杠杆使得前期过度加杠杆扩规模或者无序多元化主体开始暴露风险，信用债市场迎来了民企违约潮。2020-2021 年，永煤集团、华晨控股违约事件一度抬高信用风险，但随着宽信用持续推进、国企债务风险防控压实属地责任，边际违约率出现一定下行。与此同时，21 年以来房地产行业开始风险出清，22 年以来 17 家新增违约主体中 11 家为房地产企业。得益于前一阶段风险释放充分，且各类主体经营有所修复，我们预计 2023 年的整体年化边际违约率将为 18 年来最低。

**对于累积违约率而言，随着投资期的延长，累积违约率通常会持续升高。**具体来看，对于 2018 年初的存量信用债发行主体而言，在第一年发生违约的比例为 1.02%，在前两年发生违约的比例上升至 2.18%，而在前三年、前四年、前五年、前六年内发生违约的比例分别为 2.93%、3.27%、3.52%和 3.66%。随着近年来债券违约数量减少，累积违约率也有所下降，如对于 2021 年初的存量信用债发行主体而言，在三年内发生违约的比例仅为 0.72%。

**表5 23 年年化边际违约率下探新低**

| 样本选择时间 | 样本期初主体数量<br>(个) | 边际违约率 |       |       |       |       |       |
|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |                 | T1    | T2    | T3    | T4    | T5    | T6    |
| 2018 年 | 4124            | 1.02% | 1.16% | 0.75% | 0.34% | 0.24% | 0.15% |
| 2019 年 | 4123            | 1.21% | 0.80% | 0.36% | 0.24% | 0.15% |       |
| 2020 年 | 4141            | 0.80% | 0.36% | 0.24% | 0.14% |       |       |
| 2021 年 | 4453            | 0.34% | 0.25% | 0.13% |       |       |       |
| 2022 年 | 4553            | 0.24% | 0.13% |       |       |       |       |
| 2023 年 | 4531            | 0.13% |       |       |       |       |       |

| 样本选择时间 | 样本期初主体数量<br>(个) | 累积违约率 |       |       |       |       |       |
|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |                 | T1    | T2    | T3    | T4    | T5    | T6    |
| 2018 年 | 4124            | 1.02% | 2.18% | 2.93% | 3.27% | 3.52% | 3.66% |
| 2019 年 | 4123            | 1.21% | 2.01% | 2.38% | 2.62% | 2.76% |       |
| 2020 年 | 4141            | 0.80% | 1.16% | 1.40% | 1.55% |       |       |
| 2021 年 | 4453            | 0.34% | 0.58% | 0.72% |       |       |       |
| 2022 年 | 4553            | 0.24% | 0.37% |       |       |       |       |
| 2023 年 | 4531            | 0.13% |       |       |       |       |       |

|         |  |       |       |       |       |       |       |
|---------|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 平均边际违约率 |  | 0.62% | 0.54% | 0.37% | 0.24% | 0.19% | 0.15% |
| 平均累积违约率 |  | 0.62% | 1.26% | 1.86% | 2.48% | 3.14% | 3.66% |

注：T1-T6 分别表示第 1-6 个投资期，每个投资期为 1 年

资料来源：WIND，海通证券研究所测算，截至 2023 年 12 月 15 日

**国企违约率明显低于民企，23 年民企年化边际违约率或有所上升。**从国企角度来看，在 2018 年至 2022 年初的存量信用债发行国企在首年边际违约率分别为 0.15%、0.26%、0.28%、0.07%和 0.02%，由于 2023 年尚未有新增违约国企主体，因此 2023 年年化国企违约率暂为 0%。受 20 年国企暴雷事件影响，20 年边际违约率在近三年内最高，之后国企边际违约率呈下降趋势。违约风险主要向民企集中，边际违约率明显高于国企，18 和 19 年为民企风险集中暴露时期，边际违约率达 5.43%和 5.45%，之后呈下降趋势，23 年民企违约虽减少但有存续债的民企数量同步减少，当前 23 年边际违约率为 2.59%，已经高于 2022 年全年水平（2023 年违约率测算截至 12 月 15 日）。

**表6 民企违约率高于国企**

| 样本选择时间 | 样本期初主体数量<br>(个) | 国企边际违约率 |
|--------|-----------------|---------|
| 2018 年 | 3358            | 0.15%   |
| 2019 年 | 3427            | 0.26%   |
| 2020 年 | 3632            | 0.28%   |
| 2021 年 | 4091            | 0.07%   |
| 2022 年 | 4340            | 0.02%   |
| 2023 年 | 4428            | 0.00%   |

| 样本选择时间 | 样本期初主体数量<br>(个) | 民企边际违约率 |
|--------|-----------------|---------|
| 2018 年 | 644             | 5.43%   |
| 2019 年 | 624             | 5.45%   |
| 2020 年 | 519             | 3.66%   |
| 2021 年 | 416             | 2.64%   |
| 2022 年 | 311             | 1.93%   |
| 2023 年 | 232             | 2.59%   |

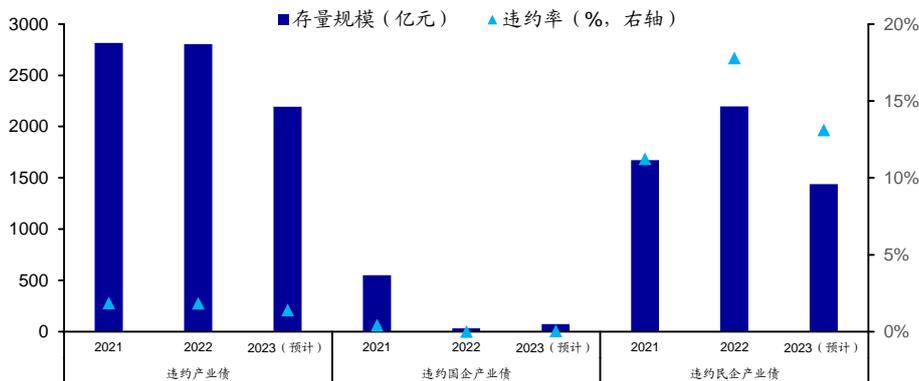
|           |  |       |
|-----------|--|-------|
| 国企平均边际违约率 |  | 0.13% |
| 民企平均边际违约率 |  | 3.62% |

资料来源：WIND，海通证券研究所测算，截至 2023 年 12 月 15 日

除了以发债主体为样本进行违约率计算，我们还从存量债券的角度进行违约率观察。与前文信用债口径一致，下述测算的对象包括企业债、私募债、一般公司债、中期票据、短期融资券、超短期融资债券和定向工具。在此基础上剔除城投债，进一步观察产业债的违约率情况。其中，由于2023年的数据仅统计到12月15日，故简单年化估计2023年全年违约主体的债券存量，并以此进行下列违约率的计算。

从存量债券的角度也可以看出，23年全口径年化违约率降低，民企年化违约率仍在高位。将23年各口径下的违约率（当年违约主体存量债/年初总存量债）与22年比较，可看到今年违约率表现的几个特征：1）从全产业债口径来看，2023年估算年化违约率为1.42%，低于去年的1.85%。2）从国企产业债角度来看，2023年国企违约率年化估算后为0.05%，较22年略有增加。3）从民企产业债角度来看，近年来违约率高位震荡。今年预计全口径违约率小幅降低，国企违约率或变化不大，民企违约风险仍需关注。

图14 整体违约率走低，民企违约率仍在高位



资料来源：WIND，海通证券研究所测算，截至2023年12月15日；此处仅考虑境内机构。

综合来看，2023年至11月底，信用债新增违约主体仅6家，为近年来最低，违约债券规模今年也有明显下降。违约债券涉及行业从周期性、产能过剩行业到可选、必选消费再到全面分散化，今年违约主要集中于建筑装饰、非银金融和轻工制造等行业。

违约率测算结果和违约评级调整情况基本一致。2023年整体年化边际违约率预计为18年以来最低，且评级下调行为较往年减少、上调行为增多；我们预计23年国企边际违约率仅为0.05%，民企仍是违约风险事件的主角，边际违约率明显高于国企，23年边际违约率预计为2.59%。

展望明年信用环境，地产风险逐步出清，板块修复或带动上下游产业链同步改善。当前地产行业处于政策托底期，下半年密集出台行业支持政策：个人住房信贷政策多次优化以提振房产销售；中央金融工作会议明确表态“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”；央行等三部门召开金融机构座谈会，研究近期房地产金融等重点工作等。随着板块风险出清，行业基本面逐步改善，存量主体的信用资质有望提升，前期受舆情影响的主体估值或将随信用市场信心提振逐步修复，后续仍需关注增量政策落地效果、销售需求端数据变化和主体偿债情况等。此外，地产板块修复或带动上下游产业链同步经营改善，整体信用环境持续优化。

城投方面，化债政策加持，尾部风险得到明显缓释，城投债短期安全性边际提升，明年违约风险可控。化债仍为未来一段时间内城投政策主线，目前化债仍处于财政金融手段不断配合以平滑短期风险的阶段，政策呵护下明年城投平台违约事件发生概率较低，同时仍需关注城投基本面是否在该时间窗口内有实质改善，长期需警惕下沉区域信用舆情事件信号，或会带来一定估值波动风险。

**风险提示：**基本面超预期变化，政策不及预期，假设和测算误差风险，历史不代表未来。

## 信息披露

### 分析师声明

张紫睿 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。