



## 三段式风险分析法看 2022 年评级下调企业风险因素

2022 年 8 月 19 日

——统计结论篇

中证鹏元资信评估股份有限公司  
研究发展部

王婷

[wangting@cspengyuan.com](mailto:wangting@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



### 主要内容:

笔者将企业信用风险演绎分成三个阶段：前端、中端、末端。前端因素着重强调管理决策的恰当性（微观层面），以及外部环境变化（微观和中观层面），是企业发生信用风险的根源所在，典型的如：微观层面的企业激进扩张、公司治理缺陷。行至中端，则会造成对公司运营资金的占用、挪用。传导至末端，则会引发流动性风险，进而资金链断裂，最终导致违约的发生。

前端风险因素又分为宏观、中观、微观三个层面。**激进扩张占据首位风险因素，其次为疫情，再来是公司治理缺陷和经营策略缺陷。**尽管近两年新冠疫情对经济社会运行带来严重冲击，但疫情因素也仅占第二位，**激进扩张仍是显著影响企业信用资质的因素，超半数的评级下调企业存在激进扩张。**

整体上，微观因素观测到的频次最高，中观次之，微观因素对企业的影响最为直接，因而也比较好预判风险演绎路径。中观和宏观则需要更多信息。

首先，对于存在业务激进扩张的企业，诸多历史案例显示，通常在 3-5 年内会逐步显现出风险，站在投资者角度，建议投资期限不超过 3 年，且根据其风险演绎进展程度，必要时适当再缩短持有年限。

其次，对于存在经营策略缺陷的企业，通常一年左右便会体现在收入下滑、应收账款增加、现金流趋紧等方面，但可能是个缓慢持续的过程，需关注因外部环境变化而可能引起的业绩断崖式下跌、流动性骤然趋紧的情形。

再来，对于公司治理存在缺陷的企业，显性的比较好分辨，例如公司股权结构、公司高层频繁变动等，容易带来经营的不稳定；但有些情形是比较隐蔽的，特别是企业故意隐瞒的关联占款、挪用资金等，需要配合其它角度去寻找蛛丝马迹。

本系列报告覆盖 11 个行业、60 余家评级下调案例，各行业主要风险因素有哪些？各案例详细风险演绎路径又是如何？敬请期待《行业案例篇》。

### 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。

很多人关注信用风险，仅仅看到短期偿债压力大、现金流紧张等风险的表现，而笔者认为，其实这些都是信用风险的末端表现。对于信用分析，相比末端风险表现而言，前端因素更值得研究——是因什么前端因素，导致了末端的资金链断裂，这样才能对未来可能的信用风险有很好的前瞻性判断。因而，笔者建立了三段式风险分析法，将企业的风险演绎路径梳理清晰，为大家提前预判风险提供依据和参考。

本系列报告分为《统计结论篇》、《行业案例篇（上）》、《行业案例篇（下）》三篇。本篇为《统计结论篇》，主要介绍三段式分析法的框架和逻辑，并就 2022 年 60 余家评级下调案例的前端风险因素进行了统计和分析。

行业案例篇的部分，则就每个评级下调案例的风险演绎路径进行详细分析，归纳各自的前端风险因素，并总结各行业的主要风险点。其中，《行业案例篇（上）》主要聚焦受宏观疫情因素影响较大的几个评级下调行业，分别为：建筑装饰、房地产、社会服务（文化旅游、商贸零售）、纺织服装、航空运输，共涵盖 33 个案例；《行业案例篇（下）》则主要聚焦受中观行业因素影响较大、或微观企业自身经营因素影响较大的几个行业：TMT（计算机、通信）、过剩行业（有色、化工）、医药生物、环保和公用事业、农林牧渔和食品饮料、汽车制造，共涵盖 29 个案例。

本系列报告的统计范围为 2022 年 1 月 1 日起至 2022 年 7 月 31 日发生评级下调的产业主体。债券品种包含企业债、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，不包含金融债和资产证券化产品。且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下调情况，不包含主动评级和境外评级机构评级发生的评级下调。本次系列报告总共覆盖 11 个行业 60 余家评级下调案例。

更多关于 2022 年跟踪评级调整信息请参见报告《[2022 年上半年跟踪评级调整梳理与展望](#)》。

## 一、三段式风险演绎路径

### 1. 何为三段式分析法？

笔者认为，企业的信用风险演绎通常分为三个阶段：前端、中端、末端。前端因素是促因，是企业发生信用风险的根源所在，典型的如：微观层面的企业激进扩张、公司治理缺陷。行至中端，则会造成对公司运营资金的占用、挪用。传导至末端，则会引发流动性风险，若同时叠加监管处罚、资产被司法冻结等情形，则更加速流动性枯竭、资金链断裂，最终导致违约的发生。

三段式分析法的逻辑在于，前端着重强调管理层决策的恰当性（微观层面），以及外部环境变化（微观

和中观层面)。中端表现为对公司资产和经营的影响，例如盈利能力弱、对资金的占用、挪用等。末端，则是落脚到现金流层面，也即最终偿债能力的表现。在风险演绎过程中，可能会伴随商誉减值、杠杆攀升、债务短期化、资产质量不佳，周转效率低下等现象，均可认为是偿债能力不佳的表现形式，这些表现形式最终体现在对现金流的影响上。

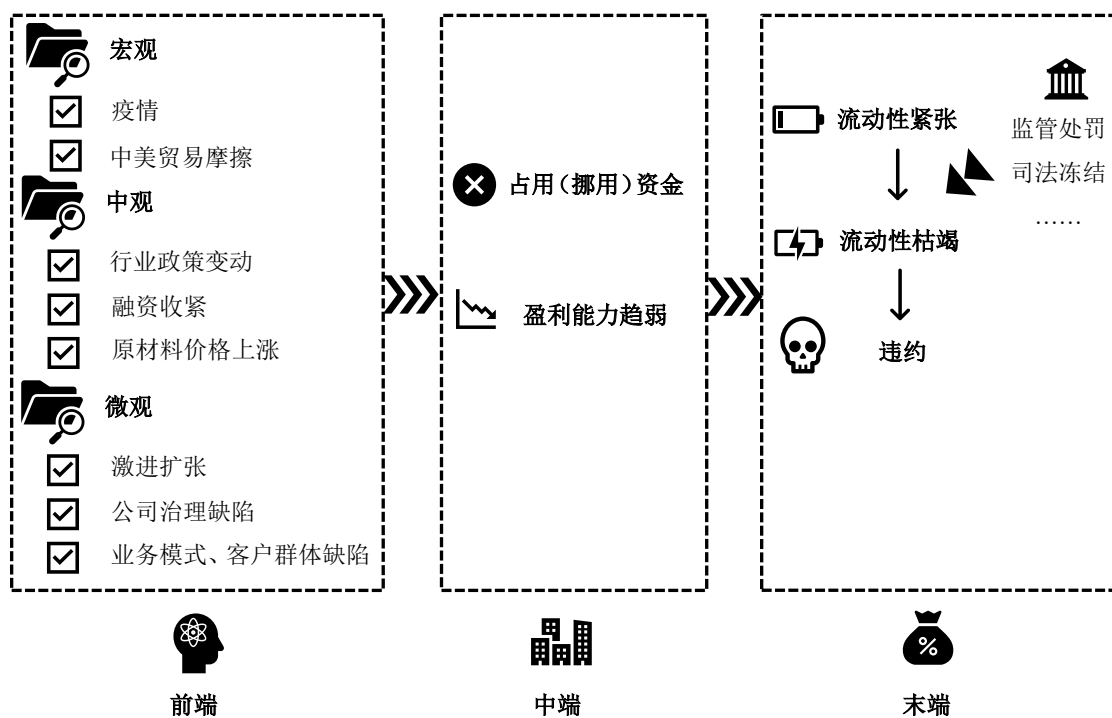
本文主要观察评级下调企业的前端因素，这些前端因素并不一定是今年发生的，反而很有可能是几年前就埋下的伏笔。通过对前端风险因素的分析，以期对债券市场参与者判断企业未来的潜在信用风险提供一些线索和帮助。

需要说明的是，这种逻辑仅适用于产业企业，不适用于城投企业。

## 2. 从宏观、中观、微观三层面看前端风险因素

我们具体从三个层面来分析前端风险因素：宏观、中观和微观。宏观层面经济景气度下行，中观层面行业政策变动、融资收紧，微观层面的企业激进扩张、公司治理缺陷、经营策略缺陷等。

图 1 三段式风险演绎路径示意



资料来源：中证鹏元整理

三个层面的因素中，可能是某个因素单独作用，也可能是多个因素共同作用。典型的叠加模式：企业自请务必阅读正文之后的免责声明

身盈利能力弱+外部环境趋弱，例如周期性行业、航空运输行业，企业激进扩张+外部融资收紧，例如房地产行业。

## 二、激进扩张仍是最主要的前端风险因素

本文通过对 2022 年的 60 余家评级下调案例的前端风险因素进行归纳总结，并统计出各个风险因素出现的次数。

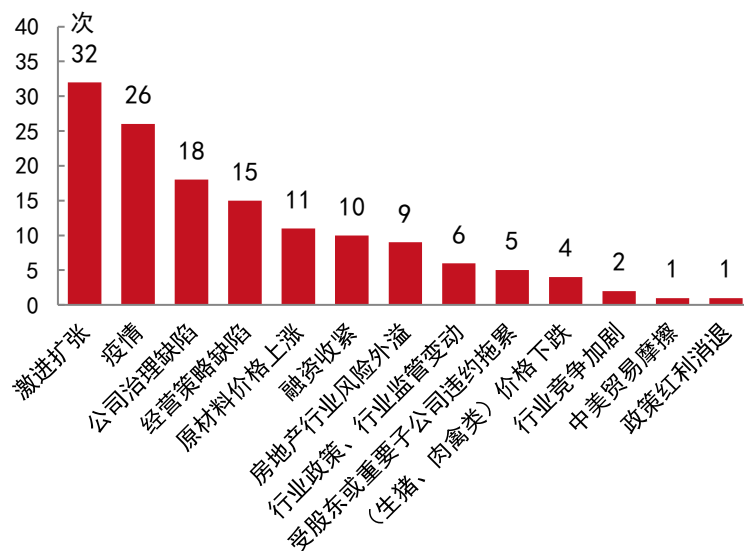
**激进扩张因素发生频率最高。**激进扩张策略下，前期集中大规模的资金投入很难在短时间内产生收益，从而势必造成资金的沉淀和占用，即使短期内实现账面的营业收入增长，但往往盈利质量并不高，或在费用层面消耗过大，或形成大量应收账款，现金流难以表现稳健，企业难以真正实现高质量利润。在经过 3-5 年“蜜月期”后发现实际盈利未达预期，引发大额资产减值或商誉减值，造成公司利润亏损、资产损失。2022 年下调评级的主体中，超过 50%的主体前期均有扩张动作，且经营均未达预期。这在软件和通讯行业最为显著，该行业全部下调案例前期均有并购动作。

**其次是疫情的因素。**疫情的影响路径主要是两个：一是因疫情防控政策，部分需要现场施工的企业无法进场正常作业；二是导致部分消费和出行相关的行业需求萎缩。超过四成的下调案例都受到了来自疫情的严重影响。

**第三是公司治理缺陷。**公司治理存在缺陷，一是股权结构不稳定，对公司日常经营管理及生产经营造成负面影响；二是容易导致资金的不合规使用，比如被违规挪用占用，并且不及时披露，导致公司真实财务情况被掩盖，还涉嫌信息披露违法违规。公司治理缺陷在 2022 年下调评级的案例中占到三成。

**第四是经营策略缺陷。**包括业务模式、地区布局、客户群体等方面的缺陷，从而造成企业盈利能力弱的结果。例如：有的企业为刺激销售，放宽对下游的信用政策、降低预收比例，导致公司经营性现金流持续变差；有的企业项目采用 PPP 模式居多，这种模式前期垫资规模大、建设周期又长，很容易导致流动性紧张；有的企业以政府为主要客户，优势是业务相对稳定，但劣势也很明显，那就是回款慢，再加之近两年各地财政紧张，回款周期更是被延长，导致企业现金流趋紧。有 1/4 的下调样本有经营策略上的问题。

图 2 激进扩张发生频率最高，甚至高于疫情因素



资料来源：Wind，中证鹏元整理

接下来便是中观行业性因素居多。常见的有：上游原材料价格上涨、行业政策和行业监管的变动、融资收紧、产品价格下跌、行业竞争加剧、下游景气度下行(近两年主要表现为房地产行业风险外溢至建筑装饰行业)等。

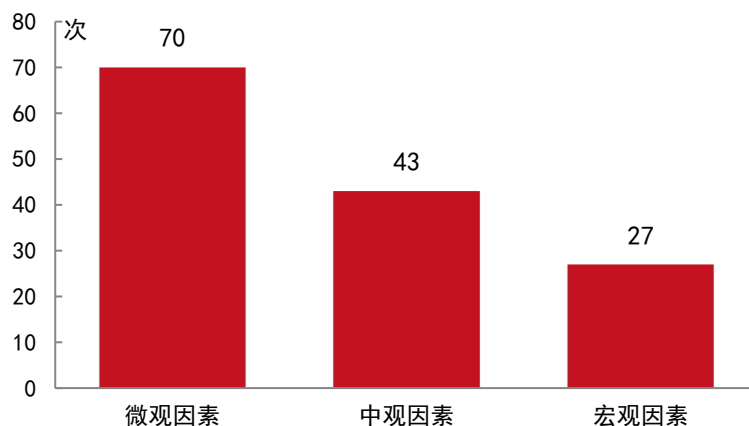
此外，还有 5 家发行人因股东或子公司违约而受到连累，导致融资渠道受阻、流动性压力骤增，关联占款无法收回而大幅资产减值的情形。

### 三、微观层面的因素对企业信用的影响最为直接

将上述具体风险因素归置于微观、中观、宏观三个层面以后，我们发现，**微观层面的因素出现次数最多，中观次之，宏观最少**。微观层面的因素对企业信用的影响最直接，且通常在 3、5 年内就能显现出来，因而能观察到的频率就比较高。

而宏观因素出现次数最少，但并不是说宏观因素影响就不大，而是因为宏观因素对企业层面的影响往往不是直接的。首先，影响过程可能是潜移默化的，而不是立刻显现（疫情等这种特殊的突发宏观因素除外，它的影响是直接的）的；其次，宏观影响或通过行业因素显现出来，例如为应对宏观经济下行各行业出台的刺激性政策，或者因经济下行、消费疲软，某些行业的下游需求萎缩，导致整个行业景气度下行等。

图3 微观层面的因素对企业信用的影响最为直接



资料来源：Wind，中证鹏元整理

#### 四、对风险预判的启示

首先说微观层面。相较于部分宏观和中观层面因素不可预测性，微观层面的因素对企业的影响则可以说是**有迹可循**的。

首先，对于存在**业务激进扩张的企业**，前期或表现出一段“蜜月期”，例如收入增长、资产规模扩大等，但这种“蜜月期”是不可持续的，诸多历史案例显示，通常在3-5年内会逐步显现出风险，因而可以对未来风险演绎有一个很好的预判。站在投资者角度，**建议投资期限不超过3年，且根据其风险演绎进展程度，必要时适当再缩短投资年限。**

其次，对于存在**经营策略缺陷的企业**，风险显现的时间通常更短，通常在一年左右便会体现在收入下滑、应收账款增加、现金流趋紧等方面，但可能是个缓慢持续的过程，**需关注因外部环境变化而可能引起的业绩断崖式下跌、流动性骤然趋紧的情形。**

再来，对于**公司治理存在缺陷的企业**，显性的比较好分辨，例如公司股权结构、公司高层频繁变动等，容易带来经营的不稳定；但有些情形是比较隐蔽的，特别是企业故意隐瞒的关联占款、挪用资金等，需要配合其它角度去寻找蛛丝马迹。

中观层面，不光行业景气度有周期性，行业政策性因素通常也是有周期性，对企业的影响大多是阶段性的，随着时间的推移会被慢慢消化，直至下一个政策周期的到来，但在这个过程中，行业格局会发生改变。

以房地产行业为例，目前收缩性政策底已现，今年年初以来融资环境边际改善，3-4月部分地区出台购房激励政策，近期又有部分地区和部门出台纾困地产的政策和措施，已是一个很好的开端，但前期因加大杠杆



激进扩张所带来的巨大债务压力尚未完全释放，部分企业的偿债压力仍然很大，再加之七月初的停贷风波，尽管所涉企业不多、所涉信贷规模不大，但仍给初步向好的形势浇了盆冷水，投资者信心和预期再度遭受冲击，融资环境再度收紧。目前房地产企业仍处于被动降杠杆过程中，地产行业的信用底仍需时日。

此次房地产违约潮退去后，行业格局或将重建，亏损企业或破产重组、被收购、被接管等，直至行业风险完全出清、需求逐步回暖。短期内，商品房市场难以回暖，但政策性保障住房的需求仍在，房地产行业仍有空间。

**宏观层面**，目前国内主要是受疫情因素，疫情在大范围内已得到控制，随着复工复产的稳步推进，后续有望逐步恢复正常生产经营。但局部地区仍可能反复，经济、经营的全面修复尚需要一段时间。国际贸易摩擦、地缘政治冲突等仍时有发生，对涉及进出口业务的企业仍需关注其风险，但相比疫情的影响程度而言，涉及的企业面不会太广。

## 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 传真：028-85288932
山东	吉林	陕西
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：吉林省长春市南关区人 民大街 7088 号伟峰国际商务广 场 2005 室 电话：0431-85962598 传真：0431-85962596	地址：陕西省西安市高新区唐 延路 22 号金辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679
香港		
地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140		