

## 信用评级方法总论

信用评级是由独立的信用评级机构按照规范化的管理程序,采用一定的分析技术,对影响评级对象的诸多信用风险因素进行分析,综合评价其偿债能力及偿债意愿,并且以简单明了的符号加以表达的信息服务。

在对信用评级定义及概念的认识上,必须谨记以下几点:

(一)信用评级是一种观点,它不能代替投资者(授信者)本身做出投资(授信)选择。

(二)信用评级评价和预测的是评级对象的相对信用风险,而非绝对信用风险。

(三)高信用等级的评级对象不一定就比低信用等级的评级对象好,因为信用评级只评价和预测信用风险,而不评价和预测固定收益证券投资的其它风险(市场风险、外汇风险、流动性风险、利率风险和价格风险等)。

(四)信用评级不包括对欺诈风险的评价和预测,是面向未来的评价和预测,而不是仅着眼于过去事实的审查和披露。

依据评级对象的不同,信用评级可分为主体评级和债项评级两类。

主体评级是综合评价评级对象按约定偿还其全部债务及利息的能力和意愿,主要以评级对象违约概率(Probability of Default,简称PD)的高低来衡量,评定的信用等级代表其

长期违约可能性。

债项评级是指对评级对象发行的债务融资工具或金融产品的信用评级,主要评定该债务融资工具或金融产品违约可能性及违约损失率(Loss Given Default,简称 LGD)。

依据评级时间跨度长短的不同,信用评级可分为长期信用评级和短期信用评级两类。长期信用评级偏向于衡量一个评级对象的预期损失率。预期损失率=违约概率\*违约损失率。短期信用评级偏向于衡量一个评级对象的违约概率。

由于评级对象所属行业的不同,主体评级的方法也会有所差异。本文阐述的评级方法适用于安融信用评级有限公司工商企业评级主体,金融机构、国家主权和地方政府等主体评级方法参见其它文件。

## 一、评级思路

评级对象违约概率的大小可以用评级对象偿债资金来源对评级对象债务的保障程度及其可靠性来加以度量。由于评级对象债务偿还发生在未来,所以主体评级的债务不仅指评级对象目前所需偿还的债务,还包括未来必须承担的债务安排。

评级对象自身信用风险程度的高低与其面临的经营风险和财务风险密切相关,是二者综合影响的结果。在相同财务风险的情况下,经营风险低的评级对象的信用质量会高于经营风险高的评级对象。同样,在经营风险相同的情况下,财务风险

低的评级对象的信用质量也会高于财务风险高的评级对象。因此,评级对象自身信用等级由评级对象的经营风险和财务风险综合决定,并适当考虑特殊事项风险的影响。

评级对象的违约概率还和其可能获得的外部支持密切相关。评级对象能从外部获取支持的程度越高,出现财务困境的概率越低,偿债能力就越有保障。在同等条件下,获得外部支持强的评级对象,往往信用风险会显著低于获得外部支持弱的评级对象。

综上,主体信用评级分析首先从评级对象的经营风险开始,然后进行财务分析和特殊事项风险分析,在整体考量经营风险、财务风险和特殊事项风险后,判定评级对象的个体信用等级。其后,在个体信用级别的基础上结合评级对象的各项外部支持因素,确定评级对象的主体信用等级。

对于债项评级,还需结合债务融资工具或金融产品本身的条款设计、募投项目分析、产品发行后对主体信用带来的影响和外部支持情况等方面进行分析。其中,债务融资工具或金融产品偿付的优先次序对不同债权人面临的违约损失有较大程度的影响,因此这一因素需要重点考虑。具体操作附件 1:《债项评级的信用提升手段分析》。

## 二、评级分析方法

信用评级是对评级对象未来偿还债务能力与意愿的预测

和判断,很难简单依据数量分析得出评级对象的主体信用等级。公司一般采用静态分析和动态分析相结合、定性分析和定量分析相结合、专家经验和数理统计分析相结合的方法对评级对象进行综合分析。

### (一) 静态分析和动态分析相结合

静态分析是动态分析的基础。信用评级分析不仅会考量某一个时点上评级对象指标体系方面的表现,还会考量未来不同时点评级对象各指标的波动情况,并将其发展变化当作一个连续过程来看待。

在评级时间跨度方面,不仅要分析评级对象的历史和当前状况,还会结合行业发展方向、评级对象当前的状况和评级对象发展战略等方面对评级对象未来的经营及财务状况进行合理分析和预测。预测方法有定性预测、时间序列分析、因果联系法和模拟四种基本的类型。根据实际情况和量化特点,经常采用的预测方法有定性的一般预测、市场调研法、小组讨论法、历史类比和德尔菲法;定量的简单移动平均、加权移动平均、指数平滑、回归分析和模拟模型等,附件 2:《相关方法解释说明》。

### (二) 定性分析和定量分析相结合

定性分析主要凭借直觉和经验对评级对象的性质、特点及发展变化规律做出判断。定量分析主要是依据相关数据,建立数学模型,度量与预测评级对象的相关指标或评级结果。定性

是定量的依据，定量是定性的具体化，二者结合起来灵活运用才能取得最佳效果。

评级对象的经营风险分析以定性分析为主，财务分析以定量分析为主。判断企业所处的环境、内在素质、管理水平和企业的管理制度等方面经常采取定性的判断分析法或集合意见法。由于信用评级框架中涉及的宏观环境与政策、行业及竞争格局、战略与风险偏好和组织治理等因素均通过对现金流的影响作用于评级对象的信用状况，因而对评级对象偿债能力的判断应充分重视现金流因素的影响。财务报表是评级的一个重要数据来源，评级人员要对大量的财务数据进行筛选、检查核对与分析，经常用到的定量分析方法有比率分析法、趋势分析法、结构分析法、相互对比法、因素分析法和数学模型法。

### （三）专家经验和数理统计分析相结合

信用评级模型是评级方法在一定程度上的数理统计或是仿真实现。评级模型的应用能减少评级过程中主观因素对信用等级的影响，能在一定程度上增强评级结果的客观性。

在具体的评级业务开展过程中，公司会对影响评级对象经营风险和财务风险的评级要素进行全面深入分析。通过分析行业的评级模型运算初步得出评级对象自身的个体信用等级结果，再考虑评级对象获得外部支持的强弱及其它模型外因素进行调整得出指示性等级。最终通过信用评级委员会确定其信用等级。

### 三、评级要素

评级对象的经营风险评级要素包括宏观层面要素、中观层面要素和微观层面要素，因行业而异。而财务风险考察的侧重点也会因行业而有所不同。具体附件 3：《评级方法逻辑图》。

#### （一）经营风险

评级对象经营风险受多种因素的影响，主要从以下几个方面来加以分析，并以定性分析为主。分析时依据影响评级对象经营风险因素（具体见各行业评级方法）的特点及分析目的，主要采用定性的判断分析法或集合意见法和定量分析方法的比率分析法、趋势分析法、结构分析法、相互对比法和因素分析法。经常采用的预测方法有定性的一般预测、小组讨论法、历史类比和德尔菲法；定量的简单移动平均、加权移动平均、指数平滑、回归分析和模拟模型等。

##### 1、宏观经济与区域经济

评级对象都处于一定的宏观经济环境之中，一个国家或地区整体经济发展快慢、稳定性及结构优化状况对每个行业和企业造成影响。区域金融生态对行业信用状态的影响也非常关键。

宏观经济与区域经济分析重点是宏观经济与区域经济变化对评级对象产生的影响及传导机制，并判断宏观经济与区域经济形势及政策对企业获取现金流能力的影响方向及程度。同时，应重点关注区域金融生态的发展，识别分析影响整个区域

信用水平的关键风险要素。因此，考察涉及宏观的 GDP 增长速度、固定资产投资增长速度、人均可支配收入变化情况、物价指数及调控政策等方面；地区的经济发展状况、产业配套效应和区域金融生态等方面。

## 2、产业背景

企业还处于一定产业环境之中，产业地位、产业政策、产业竞争程度和行业生命周期等都会对企业的经营状况和发展趋势产生较大的影响。

产业分析重点是针对产业的固有风险，识别影响整个产业信用水平的关键风险要素，进而判断产业本身的特征及其未来发展变化趋势对评级对象的影响及其程度，包括产业的供求、行业集中度、行业竞争、产业在上下游产业链中的地位和产业政策变化趋势等方面。

## 3、评级对象素质

评级对象的基本素质是影响其未来经营风险的关键因素之一。评级对象基础素质越高，竞争能力越强。在外部环境状况正常时，评级对象获利能力将明显优于行业内的其它企业。在外部环境状况恶化时，评级对象的抗风险能力也将优于行业内部的其它企业。

评级对象素质分析重点是评级对象的法律地位、评级对象规模、研发能力、人员素质和技术装备水平等方面的情况，判断评级对象在这些方面与同行业的其它企业相比的优势与不

足，从而判断评级对象抗风险能力的强弱。

#### 4、评级对象经营

评级对象经营是对评级对象在行业中的经营竞争力和经营地位的分析，关注那些可能对评级对象未来现金产生能力具有决定作用的评级要素。

评级对象经营分析的重点主要是分析评级对象市场地位、经营业务范围、成本结构、产品多样化程度、客户在经济上和地理上的多样化等方面，涉及经营策略、历史经营业绩、经营效率、经营领域、销售策略与市场网络和产品市场竞争力等，判断企业通过经营把资源转化成盈利能力及其未来的发展趋势。

#### 5、公司治理与战略

公司治理与战略是决定评级对象未来经营风险的重要因素之一。法人治理结构对企业未来发展有着重大影响，一个企业是否具有产生足够现金流以偿还债务的能力最终取决于管理层及其管理体系能否最大限度地利用现存资源和市场机遇。而是否拥有清晰合理的发展战略直接决定了评级对象在未来一段时期内的发展方向以及发展趋势，是竞争力的本源所在。

公司治理与战略分析的重点主要是分析评级对象在公司治理结构及其对债权人权利的保障程度、评级对象在未来经营发展战略以及影响评级对象发展的重大事项等方面的情况。判断评级对象未来的治理与发展战略对其未来盈利、资本支出、



债务负担等方面的影响及其程度。

## （二）财务风险

信用评级与财务预测有着根本区别，财务预测更偏重于企业的盈利能力分析，而信用评级更侧重于偿债能力分析。这是因为，一般来说，与股权投资者不同，债权人只从债务投资中获取固定的收益率而不直接参与公司利润分配；但当评级对象违约时，他们仍能参与公司剩余财产的分配，故信用评级关注的重点应该放在将来可能会使公司的财务状况恶化或增大违约可能性的事件上。

在对评级对象财务状况进行分析前，一般要对其会计质量做简单的判断。在此基础上对评级对象财务风险的评价主要考察以下几个方面：财务风险分析以定量分析为主，有比率分析法、趋势分析法、结构分析法、相互对比法和因素分析法等。而经常采用的预测方法则有定量的简单移动平均、加权移动平均、指数平滑、回归分析和模拟模型等。

### 1、资产质量

资产质量的分析是判断评级对象财务风险的起点，一般包括资产结构、变现能力和利用效率等方面。评级对象资产质量越高，短期支付能力越强，资产的长期运营效果也越好，未来资本支出的压力也越小，评级对象的整体财务风险也会相对较低。

资产质量分析重点是分析评级对象资产结构、流动资产中

应收项目、存货和非流动资产中在建工程、固定资产和无形资产等的资产质量，判断评级对象资产的真实性和变现能力、利用效率和增值性。

## 2、资本结构

资本结构是指评级对象资金来源的结构，对财务风险有着重要影响。不同的资金来源，取得资金所需的成本不一样，决定了评级对象的资金成本以及支付压力的大小。不同资本结构决定了不同的杠杆水平，杠杆水平与信用风险程度呈正比。债务负担重的评级对象其偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高；同时债务结构不合理的评级对象也有可能引发阶段性的财务危机或者导致不必要的资金成本浪费。

资本结构的分析重点是分析评级对象在杠杆水平、有息债务负担、债务结构、资产结构与负债结构的配比状况、所有者权益的稳定性等方面的情况及变化趋势，判断评级对象债务负担和债务支付结构与收入之间的匹配程度。

## 3、盈利能力

评级对象盈利能力的强弱是决定评级对象未来债务偿还能力的基础。持续和稳定的收益往往能够反映评级对象良好的管理素质和开拓市场的能力，同时增强了评级对象在资本市场上再融资的能力。较高的财务灵活性和资产流动性反过来又能强化评级对象的竞争优势。

盈利能力的分析重点是分析评级对象盈利水平与结构、盈

利的持续性与稳定性、成本控制水平和收入结构的财务表现等方面，涉及主营业务毛利率、营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率和净资产收益率等指标。

#### 4、现金流状况

一般来说，经营性现金流是评级对象债务偿还的最终资金来源。盈利能力再强的评级对象，如果现金流状况较差，都无法对需要偿还的债务形成有效保障。因此考察评级对象现金流状况是评级对象财务风险分析的重点。

现金流分析侧重于评级对象现金的产生机制和使用机制，分为经营、投资、筹资性现金流等方面。其中，经营性现金流重点是分析评级对象非付现成本在现金流中的比例，应收应付项目和存货等因素对评级对象现金流的影响，判断评级对象经营性现金流的构成、流量及其稳定性；投资活动现金流重点是分析评级对象未来投资规模的大小；筹资性现金流重点是分析评级对象历史筹资的能力以及评级对象自身融资能力所能支撑的未来融资空间。由于不同行业现金流量充足性标准可能不同，因此需要跟同类企业进行比较，以对评级对象的现金流量充足性做出判断。信用分析的基本任务就是预测上述经营性现金流或投资活动现金流和预测筹资性现金流，评级对象在一段时期内所必须偿还的债务总量和其它对公司的债务追索所能提供缓冲的程度。

评级对象的现金流量和资产对其到期固定偿付的还款所

提供的缓冲能力越强,那么评级对象在可能发生的逆境中具有  
的偿还到期债务欠款的能力也越强,评级对象的资信等级也就  
越高;反之,则越低。

## 5、偿债能力

偿债能力是度量评级对象财务风险及偿还债务能力的综  
合,是判断企业财务风险的关键指标。偿债能力主要分析评级  
对象短期偿债能力和长期偿债能力的强弱。

短期偿债能力的分析首先要考察现金及可变现资产对企  
业短期债务的保障程度,其次要区分短期债务周转和偿还的概  
念,重点分析企业的流动比率、速动比率和现金流动负债比率  
等指标。盈利能力强、规模大的企业短期债务更多只是需要短  
期周转,分析的重点是判断企业有足够的的能力保障短期债务周  
转资金的需要。而盈利能力弱、规模小的企业短期债务的偿还  
压力会比较大,应分析企业短期筹集资金能力对短期债务偿还  
的保障程度。

长期偿债能力的分析主要集中在企业长期偿债资金来源  
对于长期债务和利息的保障程度,重点应分析企业经营性现金  
流、EDITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度。

### (三) 特殊事项风险

事件发生的时间以及对评级对象的影响都难以用一般的  
信用风险分析工具评价和预测,属于事先不能合理预测的因素。  
如购并、重组、事故和特殊市场因素变动等。

在对相关特殊事项风险进行分析时可以引进“压力测试”方法。通过划分评级对象可能会出现不同状况，包括最好、最差与中间状况，并对不同状况下评级对象会具有的不同信用评级结果进行预测与评价。

#### **（四）外部支持**

能获得外部支持的评级对象往往在业务经营和发展、财务安全等方面可以获得额外的保障。外部支持分析重点考虑股东和母公司以及政府的信用支持对评级对象整体信用质量提升的影响。

##### **1、股东和母公司支持**

股东和母公司实力和其对评级对象支持的可能性对企业的信用风险有重大影响。一般来说股东和母公司实力越强，对评级对象的支持力度越大，企业信用风险会显著低于同类型的其它企业。

股东和母公司支持的分析重点是股东和母公司实力及股东和母公司支持的可能性。股东和母公司实力方面主要考察股东和母公司的企业性质、行业地位、竞争能力和财务状况；股东支持可能性方面，重点考察评级对象在股东和母公司战略定位中的位置、业务体系里面的地位、历史支持的内容和力度等，包括控股股东资产规模或收入规模、控股股东持股比例等。

##### **2、政府支持**

政府支持程度对某些评级对象的信用等级也有重大影响。

政府支持的分析重点是分析支持政府的实力和政府支持的可能性。

政府实力方面，主要考察支持方的信用等级；政府支持可能性方面，重点考察评级对象的业务公益性、所在区域的地位、获得政府支持的力度和历史获得支持的情况等。