

# 安融信用评级有限公司

---

## 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。公司一般采取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、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的不同状况，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。

## 附件1:

# 债项评级的信用提升手段分析

债项评级的信用提升手段分析主要从以下三个方面分析：担保形式及条件分析、债务优先性分析和抵押分析。

### 一、担保形式及条件分析

担保有助于提高信用级别，但不必然。担保人的信用级别要等于或高于债务人时，才有可能提升信用等级；还要分析担保协议的可执行性和考虑担保的形式；担保时最多可获得与担保人相同的信用等级；一般情况下，有效的担保只能提升 1-2 个小级别，如，从 A-到 A 或 A+。

### 二、债务优先性分析

#### （一）债务的结构次级

评级对象的子公司有较多债务，同时没有为评级对象提供担保，评级对象不能直接得到子公司的营运资产和现金流。

#### （二）债务的效力次级

评级对象同时有抵押债务和无抵押债务，则无抵押债务在效力上次于有抵押债务。

#### （三）影响程度

债务的次级性增加了债权人的损失程度，因而其评级可能低于评级对象主体评级 1-3 个小级别。

### 1、对投资级别

担保债务通常高于评级对象主体评级一个小级别；次级债务通常低于评级对象主体评级一个小级别；控股公司的债务一般等于或低于其主要营运公司最低级别债务的评级。

## 2、对投机级别

根据不同债务的相对大小、各具体债务的合同期限、评级对象可能的资本结构和陷入危机时公司的价值来调整；调整反映了损失在不同债务间的分布，它是零和的；在 BB-到 CCC 间，根据优先性可以调整 1-3 个小级别，因优先性导致的差异最多在 4-5 个小级别。

## 三、抵押分析

### （一）评价要素

债权人是否能可靠地实现抵押利益；债权人是否能方便地实现抵押的价值；抵押的价值与借款的数量相比如何。

### （二）抵押带来的信用提升

依据上述三个问题的答案，一般在评级对象主体评级上调 0-3 个小级别。它不反映违约概率的差别，而是反映违约损失程度的差异。



# 安融信用评级有限公司

---

## 信用评级模型及关键假设

信用评级模型是指信用评级机构为提高评级结果的真实性、客观性、一致性和准确性，在系统地定量和定性描述评级对象信用风险变量之间的相互关系及等级映射关系时所使用的数学模型。

信用评级模型包括评级分析模型、评级预测模型和评级等级模型等种类，是评级方法在数理统计和仿真操作层面的具体表现形式，是公司评级技术的重要组成部分。本文阐述的信用评级模型仅包括评级等级模型，评级分析模型和评级预测模型见其它文件。

公司基于可获得数据源及其质量，通过学习、吸收和借鉴国内外评级模型设计理念，并在征求专家意见的基础上，确定了目前采用的评级等级模型类型。该类型是以评级对象经营和财务信息、行业信息、宏观经济信息和市场信息为基础，以量化方式测算评级对象信用风险得分并映射等级的信用评级模型。

## 一、信用评级模型介绍

公司目前使用的建模数据主要是公司数据库的发债企业数据和来自商业银行的信贷数据（以下简称“信贷数据”）。发债企业数据包括经营数据和财务数据；信贷数据包括借款企业的违约数据和大部分财务数据。公司以发行债券企业作为统计样本，以发债企业数据和信贷数据为主要数据源，选择合适的经营指标和财务指标，分行业建立信用评级模型。

公司按照工商企业主体评级方法总论，对工商企业进行评级时，首先以经营风险和财务风险的综合考虑确定评级对象初步评级结果，然后考虑外部支持等因素对初步评级结果进行调整；此外，依据“短板原理”等评级思想，对弱势因素给予更高的权重以放大其对最终评级结果的影响进行调整，最终确定评级对象的信用等级。

本评级模型仅是和公司评级方法总论对应的通用评级等级模型，并未考虑行业因素的影响。公司会根据不同行业的特点及评级要求，制定不同行业的评级等级模型，在次级指标及权重上会有所差异。

在具体的模型设计中，相对应的采取分层建模思路：首先以线性加和形式得到经营风险模块得分和财务风险模块得分，得出初步评级结果。最后根据其它特例事项因素进行调整，得到最终对应信用等级。

具体模型形式如下：

$$BR = w_1X_1 + w_2X_2 + \dots + w_{n-k}X_{n-k} + w_{n-k+1}T_1X_{n-k+1} + \dots + w_nT_kX_n$$

$$FR = w'_1T'_1(Z_1) + w'_2T'_2(Z_2) + \dots + w'_mT'_m(Z_m)$$

$$PR = rBR + (1-r)FR$$

$$R = PR + \delta_1 + \delta_2 = PR + \delta$$

其中 BR 代表经营风险模块评级 (Business Rating), FR 代表财务模块风险评级 (Financial Rating), PR 代表初步评级结果 (Preliminary Rating), R 表示最终评级结果 (Rating)。X 代表经营类指标,  $X_1$  到  $X_{n-k}$  是定性指标,  $X_{n-k+1}$  到  $X_n$  是定量指标。Z 代表财务类指标, 均选取财务比率,  $Z_1$  到  $Z_m$  是定量指标。 $T_1$  到  $T_k$  和  $T'_1$  到  $T'_m$  是指标原始值到分值的转换。 $w$  和  $w'$  表示两模块内各自的权重分配,  $\sum w_i = 1, \sum w'_i = 1$ 。 $r$  表示经营模块的权重。 $\delta$  表示模型外信用等级调整因素, 包括企业自身调整因素  $\delta_1$  和外部支持因素  $\delta_2$ 。

## 二、关键假设

- 1、模型所选用的数据真实、可靠。
- 2、模型所选用的数据具备足够的分散性。
- 3、模型在灵敏度方面具有对实质变化的敏感性、预测的超前性以及没有实质变化发生时的稳定性。
- 4、模型检验样本必须经过仔细的选择, 能保证同一时期不同评级对象同样的评级结果、同一评级对象不同时期的评级结果具有可比性。
- 5、模型检验结果符合正态分布规律, 信用等级与评级对象相对信用风险的大小排序存在一致性。

### 三、信用评级模型运算

模型的运算依上述公式分四步进行：

#### 1、计算各个指标的分值

经营类定性指标直接根据评价标准将其转化为标准化分值。经营类定量指标和财务类指标的原始值都是数值，根据评价标准采用线性插值的方法将原始值转化为标准化分值。

#### 2、计算模块得分

根据专家经验和数理统计分析相结合的方法，确定各指标权重，分别计算经营模块得分和财务模块得分。

#### 3、计算初步评级结果

通过加权平均得到评级对象的总分，根据公司等级映射原理得到模型初步评级结果。

#### 4、计算最终评级结果

根据外部支持等其它特例调整因素得到最终评级结果。

需要注意的是，评级模型不可能涵盖影响评级主体信用水平的所有因素和指标，其使用存在一定的局限性。对于一些特殊的评级对象可能存在评级模型处理结果和评级对象实际信用风险差异显著的情况。因此，评级模型只是信用等级确定的辅助工具。公司重视评级模型在信用等级确定中的参考作用，但不会完全依赖评级模型确定评级对象的信用等级。在参考评级模型得出的结果基础上，还将考虑影响企业

信用等级的其它考虑因素，并依据公司信用评级委员会投票结果最终确定评级对象的信用等级。

## 四、信用评级模型实现

信用评级模型实现分为数据获取、指标确定和模型参数估计三个阶段。

### 1、数据获取

数据获取包括模型数据库的建立、数据的录入、清洗和筛选，以及初步的计算工作。考虑到发债企业违约率数据较少，以信贷数据为基础研究违约率分布规律，在此基础上确定发债企业的违约率数据。同时，以发债企业的经营数据和财务数据为基础，整理后得到完整的样本数据。

### 2、指标确定

信用评级模型的指标分为经营指标和财务指标两大类。依据不同行业的评级方法，分行业确定用于模型拟合的指标体系，经营指标体系和财务指标体系均依据公司评级原理及行业专家经验设立。

### 3、模型参数估计

模型参数确定方法的选择直接影响模型的可行性及质量，对模型的操作性产生决定性的影响。目前权重的确定方法可分为主观赋权法和客观赋权法两类。主观赋权法是由专家根据各指标的主观重视程度和自身经验而赋权的方法；客

观赋权法一般是根据所选指标的实际信息通过数理统计进行参数估计的方法。在实际应用中，公司应根据所掌握的资料做出相应选择。

当前，在公司评级思想、评级理念和评级方法的指导下，以自有数据库为基础，结合专家经验，运用数理统计和数理检验，经技术政策委员会充分论证，公司确定定性分析的权重为 60%，定量分析的权重为 40%。

## 五、信用评级模型指标

主体信用评级模型通过经营风险、财务风险和特例事项调整三个方面设置评价指标，对评级主体信用风险进行分析评价。

### 1、经营风险指标

经营风险分析是根据所掌握的相关信息和以往评级经验，对经营风险特征以定性分析为主、定量分析为辅进行风险分析和判断。主体评级的经营风险评价指标包括主体的宏观经济与区域经济分析、产业背景、评级对象素质、评级对象经营分析和公司治理与战略等方面。

### 2、财务风险指标

财务风险分析是基于宏观经济数据及评级主体的近三年和最近一期的财务报表，对财务指标以定量分析为主进行风险分析和判断。主体评级的财务风险指标主要包括资产质

量、资本结构、盈利能力、现金流情况和偿债能力等。

### 3、模型调整因素

特例事项调整是针对影响评级主体生产经营和偿债能力的重大事项，通过对这些事项的影响程度进行分析判断，对经营风险和财务风险分析得出的初步评级结果进行补充和调整。

除上述模型中的评级基本指标外，评级结果的得出还会考虑特例事项调整因素，包括评级对象的其它自身因素以及外部支持因素。

上述未纳入模型的调整因素可能对部分特殊评级对象的信用等级形成重要影响，公司根据评级主体的实际情况对通过模型得出的初步评级结果做出定性调整，得出最终信用等级。其中，通用信用评级模型等级和分值映射关系见附件。

## 六、模型完善与发展

公司信用评级模型在模型形式上，采用分层打分的结构设计，符合公司评级方法，而且直观透明，便于分析师理解和模型改进。

总体来看，公司目前的评级等级模型是在国内发债企业违约率数据较少和国外发债企业数据适用性不足的情况下的选择。公司将继续积累评级经验，扩大数据库建设，在不断创新与评级模型建设有关的技术研究的基础上，探索建立

更为科学、合理和准确的评级等级模型。

未来公司将根据数据收集整理和专家团队建设的情况，不断对评级等级模型进行优化。公司将开发非线性分析模型和神经网络模型，包括结构化模型等市场隐含评级模型。



# 安融信用评级有限公司

---

## 信用等级划分及定义

信用评级机构用既定的符号来标识主体和债项未来偿债能力及偿债意愿可能性的级别结果。公司用一个简单的符号系统，给出关于主体或特定债务信用风险独立、客观、公正和审慎的意见。本文所阐述的信用等级针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，有关国外其它区域评级业务及全球评级业务的相关信用等级划分及定义将根据实际需要另行制定。

针对不同的评级对象及不同的市场需求，信用评级分为企业主体信用评级、债项信用评级、主权信用评级、地方政府信用评级、融资性担保机构评级、借款企业评级、公司治理评级和企业信誉评级等 8 个系列。

主动评级报告，评级符号以“p<sub>i</sub>”后缀表示。

### 一、企业主体信用评级

企业主体评级符号体系适用于企业主体评级业务，是对评级对象违约风险的评价。企业主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC

和 C。

企业主体长期信用等级符号及其含义如下：

| 等级符号 | 等级含义                            |
|------|---------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。   |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| CC   | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| C    | 不能偿还债务。                         |

除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每个信用等级均可用“+”或“-”符号进行微调，分别表示信用等级略高或略低于本等级。

## 二、债项信用评级

债项信用评级反映了评级对象按期、足额偿付某一特定债务本息的能力及其相对风险程度，是对此债务违约可能性

和违约后损失程度的预测。债项信用等级适用于评级主体发行的债务或债务性衍生产品信用评级，主要包括中长期债项评级符号及定义、短期债项评级符号及定义、资产证券化债项评级符号及定义等。

### 1、中长期债项评级符号及定义

中长期债务是指偿还期限为一年以上的债务，评级结果受此债务本身特性、相关条款及保障措施的直接影响。中长期债项信用等级划分为三等九级，符号表示分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C。各等级含义如下：

| 等级符号 | 等级含义                         |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债项安全性极高，违约风险极低，或者违约损失风险极低。   |
| AA   | 债项安全性很高，违约风险很低，或者违约损失风险很低。   |
| A    | 债项安全性较高，违约风险较低，或者违约损失风险较低。   |
| BBB  | 债项安全性一般，违约风险一般，或者存在一定违约损失风险。 |
| BB   | 债项安全性较弱，违约风险较高，违约损失风险较高。     |
| B    | 债项安全性低，违约风险高，违约损失风险高。        |
| CCC  | 债项安全性很低，违约风险很高。              |
| CC   | 债项安全性极低，违约风险极高。              |
| C    | 债务无法得到偿还。                    |

除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级均可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用等级略高或略低于本等级。

## 2、短期债项评级符号及定义

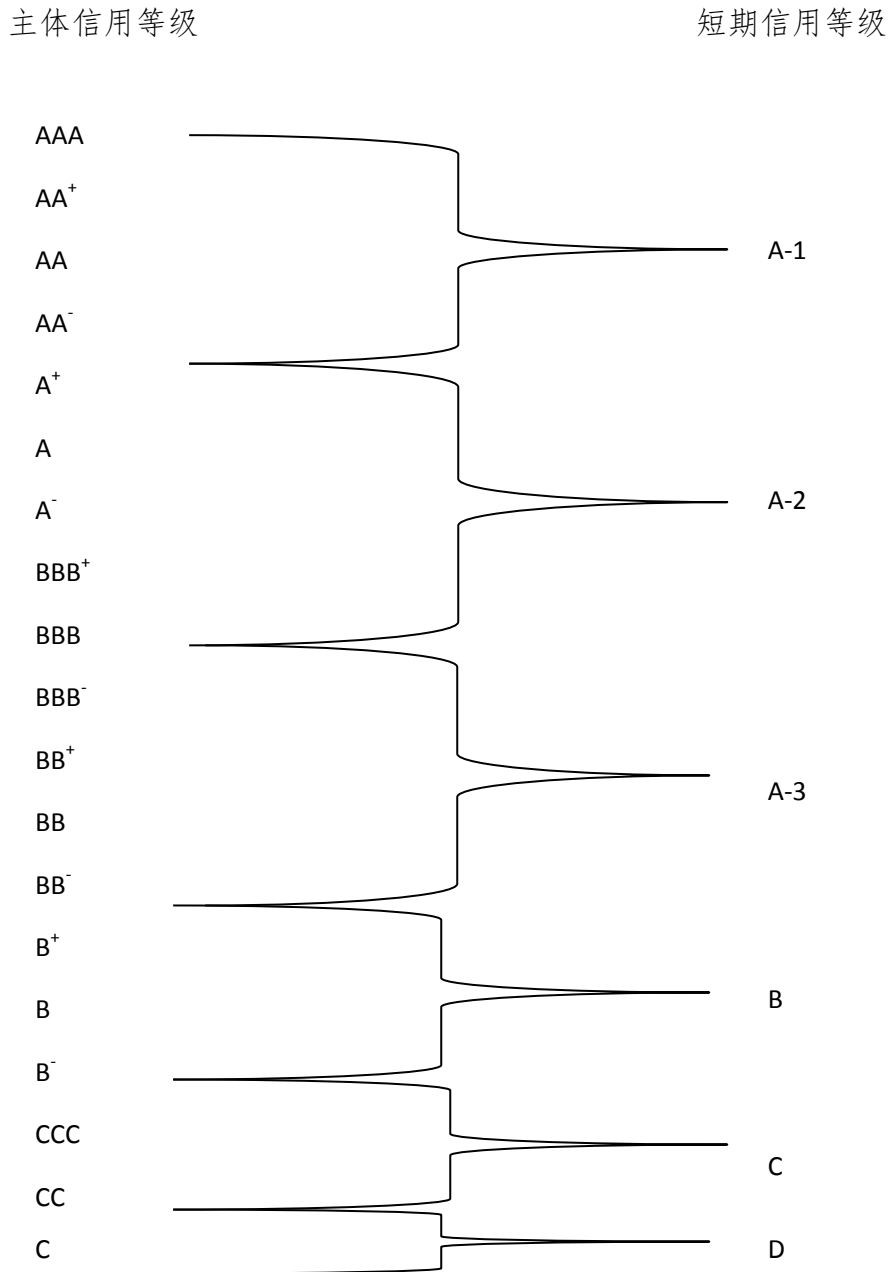
短期债务是指偿还期限为一年或不足一年的债务，评级结果与特定短期债务的特性、相关条款及保障措施有直接关系。短期债项信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C 和 D。等级含义如下：

| 等级符号 | 等级含义                     |
|------|--------------------------|
| A-1  | 为最高级短期债项，还本付息能力最强，安全性最高。 |
| A-2  | 还本付息能力较强，安全性较高。          |
| A-3  | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B    | 还本付息能力较低，有一定的违约风险。       |
| C    | 还本付息能力很低，违约风险较高。         |
| D    | 不能按期还本付息。                |

每一个信用等级均不进行微调。

## 3、长、短期信用等级的对应关系

同一发行人的主体长期信用等级与短期信用等级之间的对应关系如下图所示。



图：长短期信用级别的对应关系

#### 4、资产证券化债项评级符号及定义

资产证券化信用评级是对受评证券利息获得及时支付以及本金于法定到期日或之前足额获付可能性的评价。其等级划分为三等九级，符号表示分别为 AAA<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、

BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>和C<sub>sf</sub>。各等级含义如下：

| 等级符号              | 等级含义               |
|-------------------|--------------------|
| AAA <sub>sf</sub> | 证券本息保障程度极高，违约风险极低。 |
| AA <sub>sf</sub>  | 证券本息保障程度很高，违约风险很低。 |
| A <sub>sf</sub>   | 证券本息保障程度较高，违约风险较低。 |
| BBB <sub>sf</sub> | 证券本息保障程度一般，违约风险一般。 |
| BB <sub>sf</sub>  | 证券本息保障程度较低，违约风险较高。 |
| B <sub>sf</sub>   | 证券本息保障程度很低，违约风险很高。 |
| CCC <sub>sf</sub> | 证券本息保障程度极低，违约风险极高。 |
| CC <sub>sf</sub>  | 证券本息偿付难以得到保障。      |
| C <sub>sf</sub>   | 证券出现违约，且本息部分或全部损失。 |

除AAA<sub>sf</sub>级、CCC<sub>sf</sub>级（含）以下等级外，每一个信用等级均可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用等级略高或略低于本等级。

### 三、主权信用评级

主权信用评级是对主权发行人能否按时、足额地对政府

债务履行偿债责任进行的评级,包括主权的长期本币信用评级和长期外币信用评级,并均划分为三等十级。其中,长期本币信用评级用 AAA<sub>s</sub>、AA<sub>s</sub>、A<sub>s</sub>、BBB<sub>s</sub>、BB<sub>s</sub>、B<sub>s</sub>、CCC<sub>s</sub>、CC<sub>s</sub>、C<sub>s</sub>和 D<sub>s</sub>表示。长期外币信用评级用 AAA<sub>f</sub>、AA<sub>f</sub>、A<sub>f</sub>、BBB<sub>f</sub>、BB<sub>f</sub>、B<sub>f</sub>、CCC<sub>f</sub>、CC<sub>f</sub>、C<sub>f</sub>和 D<sub>f</sub>表示。

长期本币信用评级具体等级设置和含义如下:

| 等级符号             | 等级含义                             |
|------------------|----------------------------------|
| AAA <sub>s</sub> | 偿债能力极强,基本不受不利冲击影响,本币债务违约风险极低。    |
| AA <sub>s</sub>  | 偿债能力很强,受不利冲击影响较小,本币债务违约风险很低。     |
| A <sub>s</sub>   | 偿债能力较强,较易受到不利冲击影响,本币债务违约风险较低。    |
| BBB <sub>s</sub> | 偿债能力一般,受不利冲击影响较大,本币债务违约风险一般。     |
| BB <sub>s</sub>  | 偿债能力较弱,受不利冲击影响很大,本币债务违约风险较高。     |
| B <sub>s</sub>   | 偿债能力依赖稳定的外部环境,本币债务违约风险很高。        |
| CCC <sub>s</sub> | 偿债能力极度依赖稳定的外部环境,本币债务违约风险极高。      |
| CC <sub>s</sub>  | 偿债能力对政治经济波动表现出极大的脆弱性,难以保障本币债务偿还。 |
| C <sub>s</sub>   | 基本不能偿还本币债务。                      |
| D <sub>s</sub>   | 主体已经违约。                          |

除 AAA<sub>s</sub> 级和 CCC<sub>s</sub> 级(含)以下等级外,每个信用等级均

可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用等级略高或略低于本等级。

长期外币信用评级具体等级设置和含义如下：

| 等级符号             | 等级含义                             |
|------------------|----------------------------------|
| AAA <sub>f</sub> | 偿债能力极强，基本不受不利冲击影响，外币债务违约风险极低。    |
| AA <sub>f</sub>  | 偿债能力很强，受不利冲击影响较小，外币债务违约风险很低。     |
| A <sub>f</sub>   | 偿债能力较强，较易受到不利冲击影响，外币债务违约风险较低。    |
| BBB <sub>f</sub> | 偿债能力一般，受不利冲击影响较大，外币债务违约风险一般。     |
| BB <sub>f</sub>  | 偿债能力较弱，受不利冲击影响很大，外币债务违约风险较高。     |
| B <sub>f</sub>   | 偿债能力依赖稳定的外部环境，外币债务违约风险很高。        |
| CCC <sub>f</sub> | 偿债能力极度依赖稳定的外部环境，外币债务违约风险极高。      |
| CC <sub>f</sub>  | 偿债能力对政治经济波动表现出极大的脆弱性，难以保障外币债务偿还。 |
| C <sub>f</sub>   | 基本不能偿还外币债务。                      |
| D <sub>f</sub>   | 主体已经违约。                          |

除AAA<sub>f</sub>级和CCC<sub>f</sub>级（含）以下等级外，每个信用等级均可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用等级略高或略低于本等级。

#### 四、信托计划产品信用评级



信托计划信用评级主要是指基于信托财产投资标的相关的信用质量和信托交易结构，是对信托财产投资标的或信托计划项下交易违约给信托计划造成的损失程度的评价。

信托计划产品信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C。符号含义如下：

| 等级符号 | 等级含义                            |
|------|---------------------------------|
| AAA  | 信托受益权持有人获得本金和预期收益保障程度极高，违约风险极低。 |
| AA   | 信托受益权持有人获得本金和预期收益保障程度很高，违约风险很低。 |
| A    | 信托受益权持有人获得本金和预期收益保障程度较高，违约风险较低。 |
| BBB  | 信托受益权持有人获得本金和预期收益保障程度一般，违约风险一般。 |
| BB   | 信托受益权持有人获得本金和预期收益保障程度较低，违约风险较高。 |
| B    | 信托受益权持有人获得本金和预期收益保障程度低，违约风险高。   |
| CCC  | 信托受益权持有人获得本金和预期收益保障程度很低，违约风险很高。 |
| CC   | 信托受益权持有人获得本金和预期收益保障程度极低，违约风险极高。 |

|   |         |
|---|---------|
| C | 产品出现违约。 |
|---|---------|

除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 五、地方政府信用评级

地方政府是指一个在国家的部分区域内行使行政权力且不拥有主权的行政机关，是一类特殊的评级对象，在评级思路、评级要素等方面，与企业不同。地方政府信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C。符号含义如下：

| 等级符号 | 等级含义                            |
|------|---------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。   |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |

|    |           |
|----|-----------|
| CC | 基本不能偿还债务。 |
| C  | 不能偿还债务。   |

AAA 级可用“-”符号进行微调，表示信用等级略低于本等级；AA 级至 B 级均可用“+”或“-”符号进行微调，表示信用等级略高于或低于本等级。

## 六、融资性担保机构信用评级

融资性担保机构信用等级的设置采用三等九级。符号表示分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C。等级含义如下：

| 等级符号 | 等级含义                           |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 代偿能力最强，违约风险最小。                 |
| AA   | 代偿能力很强，违约风险很小。                 |
| A    | 代偿能力较强，较易受内外部因素不利变化的影响，违约风险较小。 |
| BBB  | 代偿能力一般，易受内外部因素不利变化的影响，违约风险一般。  |
| BB   | 代偿能力较弱，受内外部因素不利变化的影响大，有一定违约风险。 |
| B    | 代偿能力较差，违约风险较大。                 |
| CCC  | 代偿能力很差，违约风险很大。                 |
| CC   | 代偿能力极差，违约风险极大。                 |

|   |              |
|---|--------------|
| C | 濒临破产，没有代偿能力。 |
|---|--------------|

除 CCC 级以下等级外，每一个信用等级均可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用等级略高于或低于本等级，但不包括 AAA+。

## 七、借款企业评级

借款企业评级信用等级分三等九级，即：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C。等级含义如下：

| 等级符号 | 等级含义  |
|------|---|
| AAA  | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。  |
| AA   | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。  |
| A    | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。                               |
| BBB  | 短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。 |
| BB   | 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。  |

|     |  |
|-----|--|
| B   | 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。                |
| CCC | 短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。                       |
| CC  | 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。               |
| C   | 短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。 |

每一个信用等级均可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用等级略高于或低于本等级，但不包括AAA+。

## 八、公司治理评级

公司治理评级是对公司治理结构和公司治理机制的完善性和有效性进行的评价。公司治理等级划分为三等九级，即：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C。等级含义如下：

| 评价等级 | CGS 分值 | 等级含义 | 等级解释   |
|------|--------|------|--|
| AAA  | 9-10   | 极优   | 公司治理结构和公司治理机制“极优”，远高于国家法律法规对公司治理提出的要求，在治理的各主要方面均相当有效、完善。治理效果很好，对提升企业价值的促进作用很强， |

|     |     |    |  |
|-----|-----|----|--|
|     |     |    | 能够使企业所有股东与利益相关者利益得到充分保护。公司治理稳定,或正常情况下影响公司治理稳定的因素变化可能带来的影响可以预期。   |
| AA  | 8-9 | 优秀 | 公司治理结构和公司治理机制“优秀”,它们与AAA级一起属于高等级的公司治理状态,高于国家法律法规对公司治理提出的要求,在治理的各主要方面不存在问题。治理效果好,对提升企业价值的促进作用强,能够使企业所有股东与利益相关者利益得到保护。但影响公司治理稳定的因素变化波动可能性稍大,存在一定的不确定性。 |
| A   | 7-8 | 中上 | 公司治理结构和公司治理机制属于“中上”水平,略高于国家法律法规对公司治理提出的要求,但在治理的个别非主要方面存在问题。治理效果较好,对提升企业价值的促进作用较强,企业所有股东与利益相关者权益能够得到保障。但从长期看,一些公司治理状态稳定因素可能会不足或不大可靠。                  |
| BBB | 6-7 | 中等 | 公司治理结构和公司治理机制“中等”,达到国家法律法规对公司治理提出的要求,但在治理的个别主要方面存在问题。治理效果一般,对提升企业价值的促进作用一般,企业股东与利益相关者权益能够得到保障。公司治理状态稳定性因素波动很大,可能存在一些会对将来产生不利影响和损害的因素。                |
| BB  | 5-6 | 一般 | 公司治理结构和公司治理机制“一般”,达到国家法律法规对公司治理提出的最基本要求,但在治理的若干主要方面存在问题。治理效果不明显,但企业股东与利益相关者基本权益还能够得到保障。公司治理状态不稳定。  |
| B   | 4-5 | 较差 | 公司治理结构和公司治理机制基本“较差”,低于国家法律   |

|     |     |    |  |
|-----|-----|----|--|
|     |     |    | 法规对公司治理提出的要求,在治理的若干主要方面存在问题。治理效果不明显,企业股东权益遭到一定程度侵害。  |
| CCC | 3-4 | 很差 | 公司治理结构和公司治理机制“很差”,低于国家法律法规对公司治理提出的要求,在治理的若干主要方面存在重大问题。治理效果差,除股东权益遭到侵害外,企业员工、债权人等利益相关者权益也遭到侵害的现象。 |
| CC  | 2-3 | 极差 | 公司治理结构和公司治理机制“极差”,远低于国家法律法规对公司治理提出的要求,在治理的各主要方面均存在重大问题。治理效果极差,企业存在着严重的股东权益和利益相关者权益被侵害的现象。        |
| C   | 0-2 | 最差 | 公司治理结构和公司治理机制“最差”,已无公司治理可言。  |

除 CCC 级(含)以下等级外,每一个信用等级均可用“+”、“-”符号进行微调,表示信用等级略高于或低于本等级,但不包括 AAA+。

## 九、企业信誉评级

企业信誉评级是对企业在过去经济社会活动中贯彻执行国家相关法律法规及政策,履行各种经济合同的情况和包含规模、资质、技术、财务等在内的履约能力的综合评价。企业信誉评级着重评价企业过去的行为表现,旨在为企业的交易对手、客户、政府有关部门及其它利益相关者提供关于企业历史履约表现和当前履约能力方面的信息。

企业信誉等级设置为五级。符号表示分别为：AAA、AA、A、B 和 C。等级含义如下：

| 等级符号 | 等级含义  |
|------|---|
| AAA  | 企业经营稳定性很高，在过去的生产、交易过程中很好地遵守国家有关法律法规及政策，很好地履行各种承诺和契约，信誉状况很好。                                 |
| AA   | 企业经营稳定性较高，在过去的生产、交易过程中较好地遵守国家有关法律法规及政策，较好地履行各种承诺和契约，信誉状况较好。                                 |
| A    | 企业经营稳定性一般，在过去的生产、交易过程中基本能够遵守国家有关法律法规及政策，基本可以履行各种承诺及契约，信誉状况一般。                               |
| B    | 企业经营稳定性较差，过去在遵守国家有关法律法规及政策方面有失信现象，在履行各种承诺和契约方面有违约现象发生，信誉状况较差。                               |
| C    | 企业经营稳定性很差，过去在遵守国家有关法律法规及政策方面有很严重的违法现象和失信表现，不能履行部分或全部契约，造成很恶劣的影响，使国家、他人和其它组织遭受很大经济损失，信誉状况很差。 |

## 十、评级展望

评级展望作为信用等级有效补充，是对评级对象未来 1 到 2 年之间信用状况走向的预判，驱动因素主要是评级对象长期基本面要素的变化。

公司评级展望分为 4 类：正面、稳定、负面和发展中（待



定)。各类别含义如下：

| 等级符号    | 等级含义                   |
|---------|------------------------|
| 正面      | 评级对象未来的信用等级可能有上升趋势。    |
| 稳定      | 评级对象未来的信用等级保持不变。       |
| 负面      | 评级对象未来的信用等级可能有下降趋势。    |
| 发展中（待定） | 评级对象未来的信用等级可能提升、降低或不变。 |

# 安融信用评级有限公司

---

## 信用评级模型及关键假设

信用评级模型是指信用评级机构为提高评级结果的真实性、客观性、一致性和准确性，在系统地定量和定性描述评级对象信用风险变量之间的相互关系及等级映射关系时所使用的数学模型。

信用评级模型包括评级分析模型、评级预测模型和评级等级模型等种类，是评级方法在数理统计和仿真操作层面的具体表现形式，是公司评级技术的重要组成部分。本文阐述的信用评级模型仅包括评级等级模型，评级分析模型和评级预测模型见其它文件。

公司基于可获得数据源及其质量，通过学习、吸收和借鉴国内外评级模型设计理念，并在征求专家意见的基础上，确定了目前采用的评级等级模型类型。该类型是以评级对象经营和财务信息、行业信息、宏观经济信息和市场信息为基础，以量化方式测算评级对象信用风险得分并映射等级的信用评级模型。

## 一、信用评级模型介绍

公司目前使用的建模数据主要是公司数据库的发债企业数据和来自商业银行的信贷数据（以下简称“信贷数据”）。发债企业数据包括经营数据和财务数据；信贷数据包括借款企业的违约数据和大部分财务数据。公司以发行债券企业作为统计样本，以发债企业数据和信贷数据为主要数据源，选择合适的经营指标和财务指标，分行业建立信用评级模型。

公司按照工商企业主体评级方法总论，对工商企业进行评级时，首先以经营风险和财务风险的综合考虑确定评级对象初步评级结果，然后考虑外部支持等因素对初步评级结果进行调整；此外，依据“短板原理”等评级思想，对弱势因素给予更高的权重以放大其对最终评级结果的影响进行调整，最终确定评级对象的信用等级。

本评级模型仅是和公司评级方法总论对应的通用评级等级模型，并未考虑行业因素的影响。公司会根据不同行业的特点及评级要求，制定不同行业的评级等级模型，在次级指标及权重上会有所差异。

在具体的模型设计中，相对应的采取分层建模思路：首先以线性加和形式得到经营风险模块得分和财务风险模块得分，得出初步评级结果。最后根据其它特例事项因素进行调整，得到最终对应信用等级。

具体模型形式如下：

$$BR = w_1X_1 + w_2X_2 + \dots + w_{n-k}X_{n-k} + w_{n-k+1}T_1X_{n-k+1} + \dots + w_nT_kX_n$$

$$FR = w'_1T'_1(Z_1) + w'_2T'_2(Z_2) + \dots + w'_mT'_m(Z_m)$$

$$PR = rBR + (1-r)FR$$

$$R = PR + \delta_1 + \delta_2 = PR + \delta$$

其中 BR 代表经营风险模块评级 (Business Rating), FR 代表财务模块风险评级 (Financial Rating), PR 代表初步评级结果 (Preliminary Rating), R 表示最终评级结果 (Rating)。X 代表经营类指标,  $X_1$  到  $X_{n-k}$  是定性指标,  $X_{n-k+1}$  到  $X_n$  是定量指标。Z 代表财务类指标, 均选取财务比率,  $Z_1$  到  $Z_m$  是定量指标。 $T_1$  到  $T_k$  和  $T'_1$  到  $T'_m$  是指标原始值到分值的转换。 $w$  和  $w'$  表示两模块内各自的权重分配,  $\sum w_i = 1, \sum w'_i = 1$ 。 $r$  表示经营模块的权重。 $\delta$  表示模型外信用等级调整因素, 包括企业自身调整因素  $\delta_1$  和外部支持因素  $\delta_2$ 。

## 二、关键假设

- 1、模型所选用的数据真实、可靠。
- 2、模型所选用的数据具备足够的分散性。
- 3、模型在灵敏度方面具有对实质变化的敏感性、预测的超前性以及没有实质变化发生时的稳定性。
- 4、模型检验样本必须经过仔细的选择, 能保证同一时期不同评级对象同样的评级结果、同一评级对象不同时期的评级结果具有可比性。
- 5、模型检验结果符合正态分布规律, 信用等级与评级对象相对信用风险的大小排序存在一致性。

### 三、信用评级模型运算

模型的运算依上述公式分四步进行：

#### 1、计算各个指标的分值

经营类定性指标直接根据评价标准将其转化为标准化分值。经营类定量指标和财务类指标的原始值都是数值，根据评价标准采用线性插值的方法将原始值转化为标准化分值。

#### 2、计算模块得分

根据专家经验和数理统计分析相结合的方法，确定各指标权重，分别计算经营模块得分和财务模块得分。

#### 3、计算初步评级结果

通过加权平均得到评级对象的总分，根据公司等级映射原理得到模型初步评级结果。

#### 4、计算最终评级结果

根据外部支持等其它特例调整因素得到最终评级结果。

需要注意的是，评级模型不可能涵盖影响评级主体信用水平的所有因素和指标，其使用存在一定的局限性。对于一些特殊的评级对象可能存在评级模型处理结果和评级对象实际信用风险差异显著的情况。因此，评级模型只是信用等级确定的辅助工具。公司重视评级模型在信用等级确定中的参考作用，但不会完全依赖评级模型确定评级对象的信用等级。在参考评级模型得出的结果基础上，还将考虑影响企业

信用等级的其它考虑因素，并依据公司信用评级委员会投票结果最终确定评级对象的信用等级。

## 四、信用评级模型实现

信用评级模型实现分为数据获取、指标确定和模型参数估计三个阶段。

### 1、数据获取

数据获取包括模型数据库的建立、数据的录入、清洗和筛选，以及初步的计算工作。考虑到发债企业违约率数据较少，以信贷数据为基础研究违约率分布规律，在此基础上确定发债企业的违约率数据。同时，以发债企业的经营数据和财务数据为基础，整理后得到完整的样本数据。

### 2、指标确定

信用评级模型的指标分为经营指标和财务指标两大类。依据不同行业的评级方法，分行业确定用于模型拟合的指标体系，经营指标体系和财务指标体系均依据公司评级原理及行业专家经验设立。

### 3、模型参数估计

模型参数确定方法的选择直接影响模型的可行性及质量，对模型的操作性产生决定性的影响。目前权重的确定方法可分为主观赋权法和客观赋权法两类。主观赋权法是由专家根据各指标的主观重视程度和自身经验而赋权的方法；客

观赋权法一般是根据所选指标的实际信息通过数理统计进行参数估计的方法。在实际应用中，公司应根据所掌握的资料做出相应选择。

当前，在公司评级思想、评级理念和评级方法的指导下，以自有数据库为基础，结合专家经验，运用数理统计和数理检验，经技术政策委员会充分论证，公司确定定性分析的权重为 60%，定量分析的权重为 40%。

## 五、信用评级模型指标

主体信用评级模型通过经营风险、财务风险和特例事项调整三个方面设置评价指标，对评级主体信用风险进行分析评价。

### 1、经营风险指标

经营风险分析是根据所掌握的相关信息和以往评级经验，对经营风险特征以定性分析为主、定量分析为辅进行风险分析和判断。主体评级的经营风险评价指标包括主体的宏观经济与区域经济分析、产业背景、评级对象素质、评级对象经营分析和公司治理与战略等方面。

### 2、财务风险指标

财务风险分析是基于宏观经济数据及评级主体的近三年和最近一期的财务报表，对财务指标以定量分析为主进行风险分析和判断。主体评级的财务风险指标主要包括资产质

量、资本结构、盈利能力、现金流情况和偿债能力等。

### 3、模型调整因素

特例事项调整是针对影响评级主体生产经营和偿债能力的重大事项，通过对这些事项的影响程度进行分析判断，对经营风险和财务风险分析得出的初步评级结果进行补充和调整。

除上述模型中的评级基本指标外，评级结果的得出还会考虑特例事项调整因素，包括评级对象的其它自身因素以及外部支持因素。

上述未纳入模型的调整因素可能对部分特殊评级对象的信用等级形成重要影响，公司根据评级主体的实际情况对通过模型得出的初步评级结果做出定性调整，得出最终信用等级。其中，通用信用评级模型等级和分值映射关系见附件。

## 六、模型完善与发展

公司信用评级模型在模型形式上，采用分层打分的结构设计，符合公司评级方法，而且直观透明，便于分析师理解和模型改进。

总体来看，公司目前的评级等级模型是在国内发债企业违约率数据较少和国外发债企业数据适用性不足的情况下的选择。公司将继续积累评级经验，扩大数据库建设，在不断创新与评级模型建设有关的技术研究的基础上，探索建立



更为科学、合理和准确的评级等级模型。

未来公司将根据数据收集整理和专家团队建设的情况，不断对评级等级模型进行优化。公司将开发非线性分析模型和神经网络模型，包括结构化模型等市场隐含评级模型。

(内部资料 请勿外传)

# 评级方法汇编



## 目 录

|                       |     |
|-----------------------|-----|
| 煤炭开采及洗选行业信用评级方法 ..... | 1   |
| 钢铁行业信用评级方法 .....      | 19  |
| 电力行业信用评级方法 .....      | 37  |
| 燃气行业信用评级方法 .....      | 64  |
| 水泥行业信用评级方法 .....      | 81  |
| 有色金属行业信用评级方法 .....    | 99  |
| 建筑行业信用评级方法 .....      | 125 |
| 光伏行业信用评级方法 .....      | 142 |
| 基础化工行业信用评级方法 .....    | 158 |
| 制造业信用评级方法 .....       | 178 |
| 橡胶和塑料制品行业信用评级方法 ..... | 198 |
| 造纸行业信用评级方法 .....      | 218 |
| 交通运输行业信用评级方法 .....    | 237 |
| 航空运输业信用评级方法 .....     | 256 |
| 机场行业信用评级方法 .....      | 276 |
| 港口行业信用评级方法 .....      | 293 |
| 旅游行业信用评级方法 .....      | 312 |
| 输配电行业信用评级方法 .....     | 340 |
| 通信运营行业信用评级方法 .....    | 358 |
| 信息技术行业信用评级方法 .....    | 379 |
| 出版传媒行业信用评级方法 .....    | 399 |
| 汽车行业信用评级方法 .....      | 417 |

|                       |     |
|-----------------------|-----|
| 家电行业信用评级方法 .....      | 434 |
| 医药制造行业信用评级方法 .....    | 455 |
| 纺织服装行业信用评级方法 .....    | 475 |
| 农林牧渔行业信用评级方法 .....    | 493 |
| 酒精饮料行业信用评级方法 .....    | 512 |
| 零售行业信用评级方法 .....      | 528 |
| 贸易行业信用评级方法 .....      | 548 |
| 高速公路行业信用评级方法 .....    | 569 |
| 水务行业信用评级方法 .....      | 592 |
| 房地产行业信用评级方法 .....     | 606 |
| 城投行业信用评级方法 .....      | 625 |
| 中国地方政府信用评级方法 .....    | 640 |
| 证券公司信用评级方法 .....      | 659 |
| 信托产品信用评级方法 .....      | 676 |
| 商业银行信用评级方法 .....      | 692 |
| 融资担保行业信用评级方法 .....    | 713 |
| 银行信贷资产证券化（CLO） .....  | 730 |
| 绿色债券认证评估及信用评级方法 ..... | 742 |
| 主权评级指南 .....          | 751 |

# 煤炭开采及洗选行业信用评级方法

## 一、行业界定

中国证券监督管理委员会发布的《上市公司行业分类指引（2012年修订）》中，煤炭开采及洗选行业（以下简称“煤炭行业”）属于采掘业，包括地下或地上采掘、矿井的运行，以及一般在矿址上或矿址附近从事的旨在加工原材料的所有辅助性工作，如研磨、选矿和处理等，但不包括煤制品的生产、煤矿勘探和建筑工程活动。

《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）目录中“B 采矿业”中，煤炭行业一般指采矿业分类下的煤炭开采和采选业（B06）。

表：煤炭子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码  | 行业名称       | 行业描述  |
|-------|------------|---|
| B06   | 煤炭开采和洗选业   | 指对各种煤炭的开采、洗选、分级等生产活动；不包括煤制品的生产和煤炭勘探活动             |
| B0610 | 烟煤和无烟煤开采洗选 | 指对地下或露天烟煤、无烟煤的开采，以及对采出的烟煤、无烟煤及其他硬煤进行洗选、分级等提高质量的活动 |
| B0620 | 褐煤开采洗选     | 指对褐煤——煤化程度较低的一种燃料的地下或露天开采，以及对采出的褐煤进行洗选、分级等提高质量的活动 |
| B0690 | 其他煤炭采选     | 指对生长在古生代地层中的含碳量低、灰分高的煤炭资源（如石煤、泥炭）的开采              |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要界定：煤炭行业是对各种煤炭的开采、洗选和分级等生产

活动，不包括煤制品的生产和煤炭勘探活动。

适用于本评级方法的煤炭行业企业包括：企业煤炭采选业务的营业收入占企业总营业收入的比重大于或等于 50%；企业煤炭采选业务的营业收入比重小于 50%，但其收入和利润均在所有业务中最高，且均占企业总收入和总利润的 30% 以上（包含本数）。

## 二、行业分析

煤炭行业在国民经济体系中具有基础性战略地位，加之安全风险较大，导致国家对煤炭行业实施重点控制和严格监管。安融评级在对煤炭行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国煤炭行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）周期性、区域性和季节性

煤炭行业是典型的经济周期性行业，其供需受宏观经济周期、下游行业的周期性波动及煤矿建设投资和建设周期影响。煤炭供需状况决定煤炭价格，其价格的高低会影响到企业的盈利情况。我国煤炭资源地理和煤炭需求地域分布不均衡，使得煤炭企业的产品销售具有一定的区域性。此外，受气候和水电供需的季节性影响，煤炭采选行业还具有一定的季节性风险。

### （二）资源依赖性强

煤炭行业属于典型的资源型行业，对自然资源依赖程度

较高。煤炭资源具有不可再生性，其品质以及开采条件的差异对煤炭的生产成本有直接的影响。因此，煤炭资源的地理位置、储量、品质和开采条件等因素对行业发展以及经营业绩有决定性作用，这些差别也就造成煤炭企业不同的发展趋势和生命周期。

### （三）安全生产风险高

煤炭行业的资源赋存条件具有复杂性和不确定性。井工开采的现状多为劳动强度大，工作条件艰苦，威胁着矿井和广大工人的安全与健康，这决定了煤炭生产的高危险性。我国煤炭行业技术水平整体参差不齐，在煤炭开采中主要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火和煤尘五大自然灾害。

### （四）存在债务压力

煤炭行业属资金密集型和劳动密集型行业，项目建设周期长、投资大，高新技术和装备正在大量应用，补充储量和开发新矿产的需求使得煤炭资源开采需要支付高昂的成本。煤炭资源禀赋的地域特征决定了煤矿建设需要配套工程，同时安全、环保等相关附注设施的投资也逐步扩大。当前，煤炭行业整体债务杠杆偏高，财务负担偏重，利率敏感性凸显。

### （五）对环境存在较大危害

煤炭行业是对环境污染最严重的行业之一，在生产、加工和使用过程都会对环境造成严重影响。大规模开采，地表塌陷、飞尘、扬尘、煤矸石、矿井废水和环境噪音等都对矿



区生态环境造成严重破坏。而且，国内 85%的煤炭直接燃烧使用，会排放大量的二氧化碳和氮氧化物，造成温室效应和酸雨现象等全球性环境问题。污染控制是煤炭企业面临的重要问题。

#### （六）受法律法规及政策影响

煤炭行业受政策影响较大，主要为国家宏观经济调控政策和煤炭行业及其下游行业产业政策的影响。目前，国家政策主要是去除行业过剩产能，提高煤炭行业集中度，以此促进行业长期稳定发展，需要运用市场化法治化手段，有效处置“僵尸企业”，积极稳妥推进资产债务处置，推动企业兼并重组转型升级。另外，目前国家积极鼓励发展水电、核电、风电和太阳能等清洁能源，加大对煤炭行业宏观调控等行业政策将抑制煤炭需求增长。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对中国煤炭企业的评级思路是：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。

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。

#### 四、评级要素

##### （一）运营环境

##### 1、宏观经济

宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策等因素，都会影响到煤炭行业的基本面，导致行业信用变化。如经济处于下行阶段时，宏观经济政策调控力度加大，主要工业企业产品销量和收入下降，煤炭行业经营状况开始恶化，整体供应主动减少，企业资产减值、经营现金流缺口扩大、盈利能力和偿债能力减弱，行业信用质量下滑。

安融评级重点关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动；货币和财政政策；煤炭行业下游产业发展和主要工业品的价格及其库存变化情况。

##### 2、产业政策

煤炭行业采取特别行政许可经营模式。国家出台的产业发展政策和发展规划对行业未来发展思路、发展方向具有重大影响，主要表现为对煤炭行业产业结构、产业组织、产业布局、成本费用水平、进入壁垒等进行引导和规范。不符合产业发展政策的企业将被要求整改、调整甚至淘汰，因而信用风险加大。

安融评级主要关注：（1）相关政策和规划对煤炭行业结构、产业布局、产业技术和产业组织的影响；（2）煤炭行业上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响；（3）政策与监管对不同地区、不同规模和不同所有制企业的影响。

## （二）经营实力

### 1、资源禀赋

资源禀赋决定了企业的生产能力和市场竞争力。在储量一定的客观条件下，掌握资源禀赋较多或资源获取能力较强的企业在市场竞争中占据优势地位。同时储量较少的稀缺煤种利润空间较高；煤炭资源赋存条件对开采成本和安全性至关重要。

安融评级主要关注以下几个方面：（1）煤炭可采储量的规模，它反映了企业的资源储存情况、实际生产限额和煤炭资源价值；（2）煤炭可采年限（煤炭资源可采储量/最近一年煤炭产量），反映了资源的耗竭状况，可以更好的区分不

同规模企业在资源储备和发展潜力上的差异；(3)煤种类别，多数企业煤炭资源种类较多，主要分析其主要煤种的种类、分布、回采率和地质条件等。

## 2、规模和市场地位

煤炭企业的经营规模十分重要。同等条件下，规模大的煤炭企业通常能取得一定的规模效益，如采购成本的降低和销售价格的提高；同时生产经营往往较为稳定，管理较为规范，安全事故发生率也相对较低，并拥有较为固定的销售渠道，且容易得到各级政府在政策等方面的支持。而市场地位高的煤炭企业一般是行业的领军企业，不但对行业发展有着重要影响，而且具有更高的议价能力和融资优势。

安融评级主要关注：(1)企业的资产规模、营业收入、煤炭产量和矿井平均产量等方面的情况并与行业内的企业比较；(2)企业生产区域是否较为分散、在国内主产区的分布、是否在国外拥有煤炭生产基地等，包括煤炭矿井座数、洗煤厂的数量、煤炭综合利用及不同产品的市场份额等；(3)企业产业链与产能扩张状况，近年来在现有煤矿技术改造方面的投入和经济效益以及在寻找和并购新煤矿资源的投入和成效；(4)企业与区域内主要竞争对手相比的优劣势以及稀缺煤种在细分市场的占有率和议价能力等。

## 3、区位条件

国内煤炭资源供求地区分布极不平衡，煤炭生产集中在

西部、北部和西南地区，而煤炭需求地则集中在华东和华南等沿海经济发达地区及华中、华北的部分省区，煤炭的生产和消费存在不匹配的现象。煤炭企业所处区位对生产经营及销售都有重要影响。

安融评级主要关注：（1）区域供需状况，如果企业本身处于经济发达地区，区域经济对煤炭需求量大或者属于煤炭净调入地区，可以消化企业全部或大部分的煤炭产量，那么企业所处的区域条件优势显著；（2）区域交通运输条件，如果企业所在生产区域对煤炭需求量有限且铁路、公路运输网络发达，不存在运输瓶颈，那么企业销售方面竞争力强；（3）企业主要客户的地理位置和周边交通运输条件，特别是铁路和港口等运输环境，主要衡量指标可参考企业铁路运输周转量和煤炭下水量等。

#### 4、煤炭销售

煤炭销售是企业实现盈利的重要环节。一般情况下，企业的销售结算方式越好、销售区域越广泛、销售客户越稳定，煤炭的销售越顺利，企业的生产连续性和稳定性越好，现金流越流畅，经营风险越低；而较差的结算方式、销售客户稳定性越差可能导致产品的积压和现金流的紧张，影响企业经营业绩，经营风险也就越大。

安融评级主要关注以下三个方面：（1）销售模式和结算方式。煤炭企业销售模式主要分为直销和代销，相对而言直

销较为稳定，但要结合具体情况加以判定。企业针对不同客户的结算方式存在差异，一般情况下，预收账款方式最好，给予一定信用账期最差，应结合行业景气度、企业和不同客户议价能力进行判断。（2）销售区域分布。一般情况下，煤炭销售区域越广，企业对区域经济的依赖程度越小，如果区域经济出现剧烈变动对企业经营影响越可控，相对经营风险越低。（3）销售客户的稳定性和集中度。一般情况下，长期客户需求相对稳定，可以保障长期煤炭销售的实现。如果企业销售集中度很高，那么单一客户的流失将会给企业销售造成很大压力；如果销售客户行业集中度很高，当下游行业需求出现大幅下滑时，对企业销售的稳定性也会造成影响。

## 5、安全生产

如果出现重大安全生产事故，煤炭企业将可能出现停产整顿，影响经济效益，更甚者会存在被责令关停的可能，将对持续生产经营产生重大影响，所以要重点关注企业安全生产情况。

安融评级主要关注以下几个方面：（1）资源地质条件（包括水文条件和开采条件等）。地质条件决定了企业安全生产面临的客观条件。一般情况下，煤炭地质构造简单、开采便利的矿区发生重大安全生产事故的概率较低。（2）安全投入资金情况。一般情况下，企业吨煤安全生产费用投入的资金越高，安全性越好，但这要结合企业其它条件进行综合判断。

(3) 企业安全生产制度制定及执行情况。要分析企业所采取的安全措施、安全文化建设、应急管理体系建设及责任追究体制，并结合煤矿生产机械化率和近年来企业百万吨死亡率等指标进行判断。

## 6、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：(1) 企业治理结构是否规范、对下属企业的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；(2) 企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；(3) 战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### (三) 财务实力

## 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。煤炭行业资产以非流动资产为主，应关注固定资产、无形资产和在建工程的构成以及变化情况。国内煤炭企业以井工开采为主，资产结构中固定资产占比较高，需要分析近几年企业对固定资产折旧政策的连续性。煤炭资源的争夺使煤炭企业投入大量资本购买煤炭资源，因此无形资产是煤炭企业分析的重要内容。此外，煤炭企业下游行业景气程度的波动对煤炭企业的应收款项和存货的周转会产生影响。一般情况下，需求的下滑会导致赊销占款增长和存货的增加，应结合行业景气度对企业的销售政策加以分析。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，固定资产规模及占比，无形资产规模以及内容、矿权入账价值的公允性，在建工程规模以及变化情况；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。煤炭企业资本投入大、回收期长，一般债务负担较重，债务构成以长期债务为主，因而债务负担程度和资本结构与资产结构的匹配程度是分析重点。而国内大型



煤炭企业往往涉及非煤业务（主要包括煤化工、电力和贸易等），导致债务结构可能与煤炭行业存在差异，需要关注该因素对资本结构的影响。

安融评级主要关注：（1）财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；（2）净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；（3）债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度；（4）非煤业务板块对资本结构的影响。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。对于煤炭企业而言，不仅需要考察煤炭企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察，特别是对产品价格的形成基础和成本构成，并对影响企业未来盈利能力的主要因素及其变化情况做出判断。

安融评级主要关注：（1）煤炭业务和非煤业务对营业利润、利润总额和净利润的贡献率；（2）对超过一个行业周期的营业利润、利润总额和净利润进行分析，来判断其盈利的持续性和稳定性；（3）营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率以及社会负担和固定费用支出对企业盈利的影响。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要。通常情况下，企业固定资产和无形资产占比较高导致折旧摊销对经营活动现金流量净额的贡献较大，同时煤炭企业也具有强周期性，决定了特定煤炭企业的经营活动现金流量净额及稳定性。此外，可考察经营现金流入结构和流出结构，主要关注经营活动现金流的增长趋势和自由现金流的情况。由于煤炭企业在固定资产投资和并购矿产资源过程中，资本支出规模较大，还应关注企业的投资活动现金流和筹资活动现金流的情况，并结合企业经营活动现金流的情况，考察企业的资金需求情况、企业融资能力及未来的资本支出压力。

安融评级重点关注：现金流量资本支出比率和到期债务偿付比率；企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流量规模与经营规模的匹配性等。

#### 5、偿债能力

煤炭企业偿债能力旨在考察企业长短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。对于短期偿债指标，由于大部分煤炭企业经营活动现金流入规模较大，资金周转能力较强，短期债务往往能获得银行周转的支持，因此综合考察速动资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对短

期债务的覆盖程度。对长期偿债指标，由于煤炭行业周期性特征显著，营业收入、盈利水平等指标波动性大，因此相关偿债指标要采用跨周期数据。

安融评级主要关注：流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等。

#### （四）外部支持

##### 1、政府支持

由于煤炭行业在国内能源生产和消费结构中占据重要地位，所以企业会在资源的获取和重大项目的审批等方面受到政府支持。另外，近些年政府鼓励大型煤炭企业进行兼并重组，部分企业可以在一定程度上获得相关政策的支持。

安融评级主要关注：政府对企业资源获取的支持力度、项目审批便利性和获得中央及地方政府的政策支持。

##### 2、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析煤炭企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保和业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景；公司与股东关系紧密度；历史所获得股东支持规模和频率；未来股东的资金注入计划

和企业股利分配政策等。

## 五、评级指标体系

表：煤炭行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标    | 三级指标  |
|------|---------|---|
| 运营环境 | 宏观经济    | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、货币和财政政策、煤炭行业下游产业发展和主要工业品的价格  |
|      | 产业政策    | 相关政策和规划对煤炭行业结构、产业布局、产业技术和产业组织的影响、煤炭行业上下游行业的政策变动以及产生的供需、生产成本和行业经营效率影响政策与监管的影响                  |
| 经营实力 | 资源禀赋    | 煤炭资源储量、煤炭可采年限、主要煤种分布、回采率和地质条件   |
|      | 规模和市场地位 | 资产规模、营业收入、煤炭产量、行业内排名、煤炭矿井座数、洗煤厂的数量、煤炭综合利用及不同产品的市场份额、企业产业链与产能扩张状况、企业在区域优劣势以及稀缺煤种在细分市场的占有率、议价能力 |
|      | 区位条件    | 区域供需状况、区域交通运输条件、企业主要客户的地理位置和周边交通运输条件  |

|      |       |  |
|------|-------|--|
|      | 煤炭销售  | 销售模式和结算方式、销售区域分布、销售客户的稳定性和集中度  |
|      | 安全生产  | 资源地质条件、安全投入资金、企业安全生产制度制定及执行  |
|      | 管理与战略 | 企业治理结构、企业管理制度及执行、战略定位的正确性、战略实施的可能性   |
| 财务实力 | 资产质量  | 资产结构及稳定性，固定资产规模及占比，无形资产规模以及内容、矿权入账价值的公允性，在建工程规模以及变化情况、应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力、资产中受限资产总额及占比、资产周转效率 |
|      | 资本结构  | 财务杠杆水平、净资产的稳定性、债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度、非煤业务板块对资本结构的影响  |
|      | 盈利能力  | 煤炭业务和非煤业务盈利贡献率、盈利的持续性和稳定性、营业毛利率、总资产报酬率、成本费用利润率以及社会负担和固定费用支出对企业盈利的影响                                  |
|      | 现金流   | 现金流量资本支出比率和到期债务偿付比率、企业经营活动现金流量净额的稳定性、投资计划对资金的需求、资现金流规模与经营规模的匹配性                                      |

|      |      |  |
|------|------|--|
|      | 偿债能力 | 流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数、全部债务/EBITDA |
| 外部支持 | 政府支持 | 政府对企业资源获取的支持力度、项目审批便利性、中央及地方政府政策支持                           |
|      | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等         |

# 钢铁行业信用评级方法

## 一、行业界定

据国民经济行业分类（GB/T4754-2017），钢铁行业属于制造业中的黑色金属冶炼及压延加工业（C31）。钢铁行业主要包括炼铁、炼钢、钢压延加工和铁合金冶炼。其中，炼铁（C311）指用高炉法、直接还原法和熔融还原法等，将铁从矿石等含铁化合物中还原出来的生产过程；炼钢（C312）指利用不同来源的氧（如空气、氧气）来氧化炉料（主要是生铁）所含杂质的金属提纯过程；钢压延加工（C313）指通过热轧、冷加工、锻压和挤压等塑性加工使连铸坯、钢锭产生塑性变形，制成具有一定形状尺寸的钢材产品的生产活动；铁合金冶炼（C314）指铁与其它一种或一种以上的金属或非金属元素组成的合金生产活动。

本方法所指钢铁企业，是指主营业务收入主要来自于钢铁产品生产的企业。

## 二、行业特征

长期以来，钢铁行业是世界各国国民经济的基础产业，在国民经济中具有重要地位，其需求主要受到下游建筑、汽车、机械、造船等行业影响。一般而言，钢铁行业具有如下特征：

### （一）强周期性

钢铁行业发展与国民经济的运行周期高度相关，钢铁行业的发展受宏观经济波动影响较大，其上下游相关行业的发



展周期，景气状况和生产成本的变化会直接影响钢铁行业的需求，从而导致钢铁行业受宏观经济周期的影响比较明显。

## （二）规模经济特征突出

钢铁行业是资金和技术高度密集的行业，当企业规模过小，就不能采用现代化大型、高效的专业设备，带来的后果是装备水平低、消耗大、成本高、经济效益差、产品质量和品种不能适应用户愈来愈高的要求等问题，进而导致企业在激烈的市场竞争中处于不利地位，甚至被淘汰。因此，钢铁行业有典型的规模经济特征。

## （三）属资源消耗型行业

钢铁行业传统上是高污染、高能耗行业。随着国家实施循环经济法，节能减排政策日趋严厉，对尚不符合节能减排政策的企业，整改与调整成本较高，对列入淘汰范围的项目则被限制或禁止发展。

## （四）集中度偏低

中国钢铁生产企业众多，总体规模小而分散。多且分散的产能使得产能释放无法有效控制，导致近年我国钢铁行业产能相对过剩矛盾突出，且主要表现在中低端产品供过于求，处于完全过剩水平；同时，产能过剩、集中度偏低的现状导致钢铁企业之间竞争激烈，且短期内这种竞争的激烈程度不会得到实质性改善。

## （五）铁矿石自给率低

钢铁行业生产要消耗大量的铁矿石、废钢和煤炭，其中铁矿石是最主要的原料。我国炼钢用焦炭基本能够自给，废钢也只有少量需要进口，但铁矿石储量较低且品位不高。随着我国钢铁行业的不断发展，对铁矿石供需缺口的日益加大导致我国对国外铁矿石资源依赖度较高，对资源的高依赖性使得矿石供应商在产业链中处于强势地位，议价能力弱，处于被动接受价格状态。

### 三、评级思路

安融评级钢铁行业信用评级思路，主要是在识别钢铁行业系统性信用风险因素、判断钢铁行业整体信用风险水平的基础上，对钢铁企业的经营环境、公司运营和财务实力进行全面的分析，以识别钢铁企业的核心竞争优势和主要竞争劣势、评估竞争优势或劣势对未来盈利水平和现金流的有利或不利影响程度、确定钢铁企业相对于行业内其它企业的信用风险水平和信用级别。安融评级在充分考虑钢铁行业特征的基础上，归纳出中国钢铁企业的经营风险评级要素和财务风险评级要素，以此确立钢铁企业的评级方法。

### 四、评级要素

#### （一）经营环境

##### 1、宏观经济

宏观经济环境是指特定时期的宏观经济形势以及包括货币政策、税收政策、政府投资政策等在内的宏观经济调控

政策。安融评级主要关注：

(1) 国内外主要国家和地区的经济状况，如 GDP 增长率及变动趋势；

(2) 宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对钢铁企业的市场需求、固定资产投资、税负与资金成本的影响；

(3) 贸易环境变化情况。

## 2、产业政策

钢铁产业政策和节能环保政策以及国家对其上下游产业的调控政策等都会直接或间接影响到钢铁行业的发展。

安融评级主要关注：

(1) 产业发展政策对钢铁业行业结构、产业布局、产业技术和产业结构调整的影响；

(2) 节能环保政策对钢铁业行业布局、环保设备、技术发展方向和产品成本的影响；

(3) 上下游行业的政策变动对钢铁业的影响。

## 3、区域市场环境

区域市场环境，主要包括钢铁企业所处销售半径的地区经济发达程度以及主要用钢行业的情况。钢铁行业的获利状况往往与所处区域的经济发达程度关系密切。处于经济发达地区的钢铁企业，受益于钢铁产品需求量较大，有助于其盈利能力和现金流获取能力的提高；而那些远离销售市场的钢铁企业，即使拥有一定的资源优势，也会由于高额运输费用

将其成本优势部分抵消。安融评级主要关注：

(1) 该地区经济发展状况，如 GDP 占全国的比重、GDP 增长率等；

(2) 该地区用钢行业是否发达，如建筑、机械、汽车、造船、铁道、石油、家电和集装箱等行业在全行业中所占比例。

#### 4、供需及价格变动

钢铁行业的供需直接影响钢材的价格走向，进而影响企业的盈利和经营，因此，钢铁行业的供需是影响企业经营风险的一个重要因素。首先，钢铁行业周期性强，钢铁需求随宏观经济周期而波动。其次，钢铁行业属产能过剩行业，根据“十三五规划”和去产能政策，从 2016 年开始，严格控制新增产能，不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目，所有项目必须以淘汰落后为前提。严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策，达不到标准要求的钢铁产能要依法依规退出。再次，钢材进出口也将影响供需及价格变化。

安融评级主要关注：

(1) 行业平均产能利用率；

(2) 采矿业等上游原材料行业的原材料供应对钢铁产能调整的约束；

(3) 钢铁产品主要消费行业的未来发展趋势和投资情

况；

(4) 现有总体供需结构及结构性供需结构对钢铁产品价格变动的影响及变化趋势；

(5) 钢材进出口情况及钢材进出口政策。

## 5、原材料价格波动

由于钢铁行业集中度不高，对下游用钢行业议价能力不强，原材料价格、海运费和汇率等波动不会迅速传导到下游用钢行业，成本波动压力大部分需要钢铁企业内部消化，对钢铁企业的盈利水平产生阶段性影响。安融评级主要关注：

- (1) 进口铁矿石价格变动；
- (2) 对进口铁矿石的依赖程度及变化；
- (3) 国际海运费价格变动趋势；
- (4) 人民币对主要货币汇率变动趋势。

## (二) 经营实力

### 1、研发与技术竞争力

目前我国钢铁企业的研发水平和技术实力差距很大，优势企业的技术实力已经达到或接近国际先进水平，可以有效降低生产成本、提高产品质量、优化产品结构；部分企业创新能力不强，技术和研发投入不足，企业生产成本低、产品质量不稳定，产品结构单一落后，具有明显的劣势。加强技术改造、加快技术进步有利于降低企业生产成本，提高产品质量，优化产品结构。安融评级主要关注：

- (1) 研发投入占销售收入的比例；
- (2) 主要设备所采用的技术先进程度；
- (3) 专利数量。

## 2、原材料与供应链竞争力

钢铁生产的主要原料是铁矿石、废钢等，铁矿石供应已成为目前影响钢铁行业发展的瓶颈问题。铁矿石自给能力越高的钢铁企业，越能规避原材料市场价格的不利波动，对成本控制力越强，获得较为明显的竞争优势。反之，铁矿石自给程度较低、对进口铁矿石依赖度较高的钢铁企业，铁矿石的国际国内市场价格发生不利变动将压缩其盈利空间，对其信用水平产生不利影响。

钢铁生产中焦煤资源供应稳定性和价格波动对其盈利水平和经营稳定性影响大，所以焦煤供求情况及价格变动情况也应给予关注。

安融评级主要关注：

- (1) 铁矿石自给率。钢铁企业拥有铁矿资源的储量、品质、开采难易程度及依靠市场获得冶炼原料的成本和费用水平等；
- (2) 企业所处区域获取废钢的难易程度；
- (3) 焦煤供求情况及价格变动情况。

## 3、生产竞争力

一般说来，规模大的钢铁企业盈利能力和现金流量充足

性状况更加稳定，抵御经济周期影响的能力更强。规模大的钢铁企业生产经营更趋多元化，并往往具有较广泛的营销网络以及相对较强的议价能力，一般能够拥有较高的市场占有率。安融评级主要关注：（1）收入规模；（2）粗钢产量；（3）资产规模。

#### 4、销售竞争力

在当前我国钢铁产品结构性过剩的情况下，产品结构的多元化能有效分散经营风险。钢铁产品一般具有运输半径，企业是否靠近原料及能源产地、是否接近销售市场，是判断其是否具有地域竞争力或地域优势的主要标准。同时，分散的布局亦有助于企业抵抗自然灾害、区域性能源紧张、区域性经济波动等偶发因素的不利影响，使得企业遭遇突发性事件时仍能保持经营的持续性。安融评级主要关注：

（1）产品品种数量；

（2）生产基地分布情况，即是否具有多个生产基地，与主要原材料供应地的距离及运输成本；

（3）产品销售地域情况，即与主要销售区域的距离及运输成本、核心产品在销售半径内市场占有率。

#### 5、成本竞争力

钢铁行业传统上是一个高污染高能耗的行业，国家发布的钢铁产业发展政策以及环保政策等均对钢铁产业的污染排放标准和资源消耗标准提出了严格的要求。环保水平和节

能水平不符合环保和节能政策的要求，将导致市场退出，对钢铁企业的环保设备、技术改造和产品成本都会产生很大影响。安融评级主要关注：

- (1) 吨钢综合能耗水平、吨钢耗用新水量；
- (2) 吨钢烟粉尘排放量、吨钢二氧化硫排放量；
- (3) 企业管理层应对节能减排政策的态度及措施。

## 6、管理与战略

良好的公司治理结构有助于保障公司顺畅运行、并能较好地保障债权人的利益，反之则会对企业的信用品质产生负面影响。

较高的管理素质有助于企业在不断变化的市场环境中保持应有的灵活性，从而及时把握市场机遇和风险，并采取有效措施不断扩大经营规模、调整产品结构，在维持和提高产品产销水平和市场占有率的同时，加强成本控制力度。受钢铁行业周期性影响，钢材价格的变化也呈现周期性，而且波动幅度较大，对钢铁企业盈利能力的影响也处于不断变化中。钢铁企业除了通过调整产品结构、加强企业内部管理、促进企业上下游管理等内部风险管理和控制来提升竞争力，还可以通过期货销售和买卖进行套期保值，从而在一定程度上规避钢铁价格变化不确定因素带来的不利影响。

安融评级主要关注：

- (1) 股权结构及股权集中度；



(2) 董事会的有效性，包括独立董事的专业胜任能力及比例，审计委员会设置与运作情况对会计信息质量的影响等；

(3) 公司治理结构对债权人权利的保障程度等；

(4) 管理层能力及行业经验；

(5) 公司对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；

(6) 管理费用率，即管理费用占主营业务收入的比例；

(7) 公司是否具有完善的风险管理制度；

(8) 钢铁企业是否通过期货市场从事钢材套期保值；

(9) 企业钢材期货交易的原则及规范。

### (三) 财务实力

#### 1、财务情况

财务数据是企业经营和管理的综合体现，是企业财务风险分析的基础，财务信息的可靠性关系到信用风险判断是否合理，因此，对企业财务风险的判断首先要分析财务信息质量。钢铁企业固定资产规模较大，折旧政策的差异会对企业的盈利指标造成显著影响。另外，近年来铁矿石和焦煤价格波动较大，生产成本中原材料价格确认方式和存货跌价准备的计提比例也会企业的盈利指标造成显著影响。

安融评级主要关注：审计机构的从业资质、近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，受评企业折旧政

策、生产成本中原材料价格确认方式、存货跌价准备计提比例与同行业企业之间的可比性等。

## 2、资产质量

企业资产质量影响企业融资能力和偿债能力。一般而言，钢铁企业的存货和应收账款比重一般偏高，加之钢铁企业固定资产规模一般较大，因此，原材料、存货、固定资产规模和构成对资产质量有重要影响，存货确认方式、存货周转率和存货跌价准备的计提比例对真实反应企业资产价值有重要影响，固定资产折旧政策是否合理、其他应收款的金额、长期投资金额也值得关注。另外，资产质量，也体现在资产的抵押及质押情况，包括受限资产占总资产及净资产的比重等。

安融评级主要关注：存货的确认方式、存货周转率、存货跌价准备的计提、应收账款比重及账龄、坏账计提政策及变化、应收账款周转率、其他应收款的金额、长期投资金额、固定资产的折旧政策及变化、固定资产成新率、受限资产情况等。

## 3、资本结构

资本结构对企业财务风险影响很大，财务风险水平和企业信用风险水平正相关，债务负担重，企业偿债压力大，相应信用风险高。偏离正常水平的资本结构往往体现激进和风险偏好的财务政策。一般而言，企业杠杆水平一般与风险水

平呈正相关关系，杠杆水平越高企业债务压力越大企业融资越困难，相应风险越大。钢铁企业的债务通常以有息债务为主，全部债务资本化比率可以更好的反映企业的杠杆水平，并反映净资产（所有者权益）对债务的保障程度。因此安融注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配度。钢铁行业属于资金密集型行业。目前，国内钢铁行业仍处于产业结构调整时期，企业仍会有较多的在建项目和资本性支出，企业长期资本对长期资产的保障程度也是考察企业财务稳健性的重要因素。

安融评级主要关注杠杆水平，包括资产负债率、总资本化比率等。

#### 4、盈利能力

成本较低的企业在市场低迷时能够保持相对较高的竞争优势，信用风险也较低。与成本控制水平相对应的是盈利能力，具有低成本优势的企业将拥有高于竞争对手的盈利水平，通常来看盈利能力也越强。安融评级主要关注：

（1）成本控制，包括主营业务毛利率、成本费用利润率；

（2）利润率，包括营业利润率、EBITDA/主营业务收入；

（3）投资回报率，包括总资产报酬率、净资产收益率；

（4）收入和利润的增长，包括主营业务收入增长率、EBITDA 增长率。

## 5、现金流

充足的资金是项目投资及企业顺利经营的关键。安融评级主要关注：

(1) 现金存量规模，现金/流动负债；

(2) 现金流对到期债务的覆盖，包括 EBIT 利息保障倍数、经营性净现金流利息保障倍数、经营性净现金流/流动负债；

(3) 现金流对全部债务的覆盖，包括经营性净现金流/总负债、留存现金流/有息债务。

## 6、偿债能力

偿债能力的分析是企业财务分析的综合，旨在综合资产质量、资本结构、资产流动性、盈利能力和现金流分析的结论，通过偿债指标综合评定受评企业财务风险的高低，是支持企业财务风险分析结论的关键因素。主要分析以下方面：

(1) 债务构成情况，主要关注企业长短期债务的比例以判断企业主要的债务压力来源和有息债务规模等；

(2) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产和现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保障能力；

(3) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断；

(4) 其它信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括但不限于资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股和银行授信。在分析其它信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度作出判断。结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

#### (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。安融评级主要关注：

(1) 银行支持程度，可用授信额度；

(2) 股东支持程度，股东及实际控制人的历史增资情况、资产划拨情况和对企业经营的实际支持；

(3) 政府支持程度，分为政府与企业的利益关联度和政府综合实力两个，前者包括政府持股比例或企业在所在区域的地位，后者包括区域政府财政实力；

(4) 是否拥有公开融资渠道。

### 五、评级指标体系

表：钢铁行业公司主体长期信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标   | 三级指标                                |
|------|--------|-------------------------------------|
| 经营环境 | 宏观经济环境 | 货币政策、税收政策、政府投资政策、GDP 增长率及变动趋势、贸易环境等 |
|      | 产业政策环境 | 相关产业发展政策、出口退税政策、节能及环保政策、上下游行业的政策等   |

|      |            |  |
|------|------------|--|
|      | 区域市场环境     | 区域 GDP 占全国的比重、区域 GDP 增长率，该地区用钢行业发达程度。  |
|      | 供需及价格变动    | 固定资产投资、平均产能利润率、相关上游行业对钢铁的约束、钢铁行业未来消费及发展趋势、现在的钢铁供需结构及其对钢铁产品价格变动的的影响及变化趋势、钢材进出口情况及钢材进出口政策。 |
|      | 原材料价格波动    | 进口铁矿石价格变动情况，对进口铁矿石的依赖程度及变化，国际海运费价格变动趋势，人民币对主要货币汇率变动趋势等                                   |
| 运营能力 | 研发与技术竞争力   | 研发投入占销售收入的比例、主要设备所采用的技术先进程度、专利数量   |
|      | 原材料与供应链竞争力 | 铁矿石自给率；企业所处区域获取废钢的难易程度；焦煤供求情况及价格变动情况   |
|      | 生产竞争力      | 收入规模；粗钢产量；资产规模等  |
|      | 销售竞争力      | 产品品种数量；生产基地分部情况；产品销售地域情况等  |
|      | 成本竞争力      | 吨钢综合能耗水平、吨钢烟粉尘排放量、吨钢二氧化硫排放、企业管理层应对节能减排政策的态度及措施   |

|      |       |  |
|------|-------|--|
|      | 管理与战略 | 股权结构及股权集中度、董事会的有效性、公司治理结构对债权人权利的保障程度等；管理层能力及行业经验、公司对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；完善的风险管理制度            |
| 财务分析 | 财务情况  | 近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，受评企业折旧政策、生产成本中原材料价格确认方式、存货跌价准备计提比例与同行业企业之间的可比性等                          |
|      | 资产质量  | 存货的确认方式、存货周转率、存货跌价准备的计提、应收账款比重及账龄、坏账计提政策及变化、应收账款周转率、其他应收款的金额、长期投资金额、固定资产的折旧政策及变化、固定资产成新率、受限资产情况等 |
|      | 资本结构  | 杠杆水平，包括资产负债率、总资本化比率  |
|      | 盈利能力  | 主营业务毛利率、成本费用利润率；营业利润率、EBITDA/主营业务收入；总资产报酬率、净资产收益率；主营业务收入增长率、EBITDA 增长率                           |

|      |      |                                 |
|------|------|---------------------------------|
|      | 现金流  | 现金存量规模、现金流对到期债务的覆盖、现金流对全部债务的覆盖等 |
|      | 偿债能力 | 债务构成、短期偿债能力、长期偿债能力、其他信用支持等      |
| 外部支持 |      | 银行、股东、政府及是否有其他公开融资渠道            |



# 电力行业信用评级方法

## 一、行业界定

电力行业属于公用事业，是国民经济的基础性行业。国内电力行业主要涵盖了发电、输电和配电三个方面。根据输、变、配等过程，国内电力系统相应地包括发电业、电力输送业和配电业。本评级方法主要研究电力生产业。

依据国家统计局《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)目录“D 电力、热力、燃气及水生产和供应业”，电力生产行业属于电力、热力生产和供应业（D441），包括火力发电、水力发电、核力发电、风力发电和太阳能发电等子行业。

表：电力生产子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码  | 行业名称  | 行业描述                                |
|-------|-------|-------------------------------------|
| D4411 | 火力发电  | 不包括既发电又提供热力的活动                      |
| D4412 | 热电联产  | 指既发电又提供热力的生产活动                      |
| D4413 | 水力发电  | 指通过建设水电站、水利枢纽和航电枢纽等工程、将水能转换成电能的生产活动 |
| D4414 | 核力发电  | 指利用核反应堆中重核裂变所释放出的热能转换成电能的生产活动       |
| D4415 | 风力发电  |                                     |
| D4416 | 太阳能发电 |                                     |

|       |        |  |
|-------|--------|--|
| D4417 | 生物质能发电 | 指主要利用农业、林业和工业废弃物、甚至城市垃圾为原料，采取直接燃烧或气化等方式的发电活动 |
| D4419 | 其它电力生产 | 指利用地热、潮汐能、温差能、波浪能及其它未列明的能源的发电活动              |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定电力生产行业（以下简称“电力行业”）经营区域主要位于大陆地区，行业内的电力企业是指以上述电力生产为主要业务，即发电收入占营业收入 50%以上的企业。

## 二、行业分析

电力行业作为国民经济的基础性行业，为其它产业的发展提供动力和保障，是国家经济发展战略中的重点和先行产业。安融评级在对电力行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国电力行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）政府监管严格，政策干预度高

电力行业关系国计民生，与国民经济发展高度相关。作为公共事业，电力产业的发展一定程度上受到国家扶持，包括财政补贴、资源保障和优惠政策等。同时，电力行业又受到严格的监管，行业政策对电力市场交易机制、全面电价管制、项目审批和节能环保等相关性引导日益显著。

政策对电力行业的影响主要体现在电价机制和能源结构调整两方面。近年来，国内电力体制改革进一步深化，新的市场交易机制逐步形成，电力市场原有定价和销售模式发生变化，未来上网电价和销售电价将会逐步放开，趋向于市场定价为主，政府管控为辅的定价模式，这将给电力企业的经营生产带来新的挑战，电力企业电价、发电量存在不确定性，单位售电的盈利水平受到影响。此外，随着我国节能环保标准不断提高，能源开发的环境保护约束日益趋紧，在满足居民日常需求与社会发展需求的基础上，能源结构调整成为行业规划的大方向。“优化煤电结构，积极发展核电，大力发展可再生能源发电”的指导方针已经全面展开。清洁能源如光伏发电、风电、核电和大型水电等，受到国家的支持和鼓励；反之，规模小、效率低、技术落后的火电产能面临淘汰，电力企业用于环保设施和节能改造的成本投入不断增加，经营风险进一步上升。

## （二）周期性波动和产能过剩风险

我国电力行业具有明显的周期性特征。电力企业经营状况与经济周期波动的相关性较高，经济下行周期将直接引起全社会用电需求的减少，进而降低企业发电机组平均利用小时，对企业的盈利产生不利影响。

目前，我国电力需求的主体仍是第二产业，工业用电占全社会电力消费量的比例一直保持在70%左右，这其中尤其

以钢铁、有色金属、化工和建材等高耗能行业为主。随着我国经济步入新常态，电力需求端因经济增长速度降低和产业结构调整转折性变化，一些高耗能、产能过剩的行业逐步被停产清理，用电量的增速明显放缓，供需从平衡转为过剩且短期内难以缓解，产能过剩加剧了电力市场的竞争，给电力企业带来一定的生产经营风险。预计未来，国内经济发展状况和产业结构的调整仍将对电力行业产生深远的影响。

### （三）明显的季节性特征

电力行业具有比较明显的季节性特征，在电力需求和供给上均呈现一定的季节性波动趋势。从用电需求上看，居民生活及第三产业用电需求通常因夏、冬季制冷空调及取暖设备使用达到高峰；从电力供给上看，水电电量受季节性汛期及枯水期影响较大；风电电量受风资源季节性影响；光伏发电受日照量季节性影响。目前我国推行节能减排，水电、风电、光伏等可再生能源的使用在电力行业占比呈上升趋势，而这些发电能源均受季节性影响较大，存在能源稀缺的可能性，继而影响电力企业的经营生产能力。

### （四）区域性差异造成的供需失衡

我国电力行业呈现明显的区域性特征，主要原因在于：资源的分布与用电的需求在地理位置上不一致；电网建设相对滞后，区域间电力供需调整能力不强。

我国电力能源资源分布与需求存在逆向分布以及结构

性矛盾。东部用电需求较大，但能源资源比较匮乏；西部用电需求较小，但能源资源比较丰富。地理分布上华南和华东是我国电力需求最旺盛的地区，但其所拥有的电力资源相当匮乏，而西南地区、新疆、陕西、山西、内蒙古和甘肃等省份则面临电力外送困难，因此就造成“东部缺电、西部窝电”的问题。资源位置和资源配置是天然因素，因此无法从源头上解决这个问题。目前，我国加快供电网络的建设，特别是特高压电网建设，将西部那些剩余电力资源输送到电力紧缺的东部地区，但各地区的电网建设水平差异化较大，总体电网建设正在进行中，当下对区域间电力供需调整能力不强。总体来看，不同区域的电力企业区域，所处资源环境不一，区域内电网建设基础和市场供需特征也不尽相同，电力企业经营业绩和信用状况存在一定差异。

#### （五）原料价格波动和成本控制风险

发电燃料成本占火电、核电企业的变动成本比例大，燃料价格上涨直接导致电力企业运营成本上涨，这其中煤炭对火电企业的影响尤为明显。受国内一次能源结构影响，火电在较长一段时期内仍是主导电源，煤炭价格波动会直接传导至火电企业。目前，我国煤炭行业产能依旧过剩，煤炭市场供大于求的局面不会改变，随着“供给侧”结构改革，过剩产能和“僵尸企业”清理力度的加大，煤炭供给侧的波动对电力企业燃料成本的控制带来一定难度。此外，电力企业成

本转嫁能力也相对较弱。一方面，电价目前由政府统一管控，市场化尚未完全打开，企业难以根据市场的需求来调整定价，增加营收。另一方面，由于煤电联动机制没能得到有效执行，电力企业成本控制难度较高，经营效益波动较大。

#### （六）进出壁垒高，债务负担重，利率风险大

电力生产行业属于典型的资金和技术密集型行业，进出壁垒高，投资风险大。一方面，电力行业先期投资成本巨大，普遍存在设备投入规模大、建设周期长和工业技术复杂性高等特性，对电力企业的资本实力和生产技术要求较高。另一方面，电力设备专用性强，投资一旦转变成电力资产就很难转作其它非电力用途，资产退出难。

电力行业资产负债率较高，普遍处于高财务杠杆运营状态。在先期建造时，企业项目自有资金比例通常仅为 20%左右，债务负担较重，融资杠杆高。投产后，仍需要较大规模的资本支出来维持运营，除了较高的日常生产成本外，还面临设备更新、电源结构多元化投资和项目建设等资金压力。

此外，电力企业的外部融资渠道以银行贷款等间接融资为主，利用资本市场发行证券等直接融资不足，电力企业融资成本对利率敏感性很高，利率的变化将直接影响企业的债务成本和偿债风险。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对电力行业的评

级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、经济发展

电力行业是国民经济发展的基础能源行业，该行业与宏观经济增长情况息息相关，且其需求增速和宏观经济增速具有较强的同向性。在宏观经济稳步上行时，社会用电需求普



遍上升，电力企业发电规模增长；在宏观经济出现过热时，国家可能会采取紧缩的货币政策，导致利率上升，继而影响电力企业的获利能力；在宏观经济处于下行周期时，社会用电量有所下降，电力企业的盈利水平下滑。我国电力行业周期性主要来自于下游工业经济的波动，工业经济的良好发展态势往往使电力需求强劲，反之则电力需求下降。随着国内产业结构的调整和城镇化水平的不断提高，第三产业和城乡居民生活用电量比重有望逐步上升。总体来看，宏观经济运行状况、宏观经济调控政策、人口变化和城市化进程的发展等因素都将影响到电力市场的需求变化，导致行业信用变化。

安融评级主要关注：国家宏观经济发展状况、经济周期波动、国内工业经济发展状况、国内产业结构的调整；全社会用电量及增速、固定资产投资规模和未来趋势、基础设施建设规模、城乡居民生活水平和消费趋势；国家宏观政策导向，包括财政政策和货币政策变化；区域经济发展水平，区域人口规模和城镇化水平，区域固定资产投资结构及投资规模、基础设施建设规模。

## 2、产业政策

我国电力行业属于高监管行业，国内产业政策变化对电力企业的经营情况和信用状况具有深远的影响。目前，电价改革作为国内电力体制改革的重点工作之一稳妥推进。政府

逐步出台居民阶梯电价改革，竞价上网和输配电价改革，水电、核电及可再生能源发电定价机制等一系列政策。产业政策的推进，一方面将改变电力企业长久以来“单一电价制”造成的上网电“同质不同价”的局面，有利于电力市场的经济调度和商业化运行；另一方面，竞价上网等政策也促使了电力市场的逐步开放，电力企业之间的竞争日趋激烈，规模大、成本低、能耗低的企业将会脱颖而出，反之则会遭到淘汰。具体分析时，需考察电力价格政策变动对企业经营效率及行业竞争带来的影响。

电源结构调整方面，电力行业的供给侧结构性改革加快推进，电源结构不断优化。在电力产能过剩的情况下，电力企业特别是火电企业的经营发展受到较大影响，部分企业面临过剩产能清理淘汰、新增项目停产关停的经营风险。

在环保政策方面，国内进一步深入推进生态文明建设、“上大压小”和“节能减排”等多项政策日趋严格，能源开发的环境保护约束日益收紧。新技术的运用以及政策的引导对电力企业现役机组技术的改造力度、清洁能源和高参数大容量设备升级提出了更高的要求。电力企业特别是火电企业的节能改造成本进一步增大。一些小机组、高能耗、高污染的电力企业将面临较大的经营压力，而以清洁能源和绿色能源为主的电力企业则将获得更多的政策支持，发展前景更广。

此外，电力行业上下游产业政策的变化也一定程度上影响着电力行业自身的发展，主要包括上游的煤炭价格波动，以及下游的钢铁、建材、有色等相关产业的用电需求变化。上游煤炭、燃气等原料供应行业价格波动直接影响电力企业的运营成本，原料价格上升是电力企业盈利水平下滑的重要原因；下游民用、工业电力需求变化是电力企业发电规模和经营效益的重要影响因素。

安融评级主要关注：国内电力行业政策法规，电源结构调整对产业布局的影响；电力价格政策变动对企业经营效率及行业竞争带来的影响；节能环保政策对行业自身及上下游行业的影响；其它上下游行业的政策变动对企业信用品质的影响。

## （二）经营实力

### 1、规模效应和市场地位

电力企业规模效应是评级要素考虑的重点之一。一方面，规模较大的电力企业能获取一定的规模经济效益，有利于降低单位成本，能源利用效率也相对越强。另一方面，电力行业的周期性和季节性特征，决定了规模较大的电力在宏观经济和政策产生变化时，抵抗周期性风险和政策风险中不利因素的能力越强，整体经营风险相对较低。此外，电力行业进出壁垒很高，设备支出和投资规模巨大，规模较大的企业往往融资渠道较多，资本压力相对越小；电力企业固定资

产的占比普遍较大，规模较大的企业还可以有效摊薄固定资产折旧成本，提升资产运营效率。

电力企业市场地位也应作为重点关注要素，电力企业的市场地位越高，对上下游的议价能力越强，能获取的发电燃料供应稳定性相对越高，相应具有较好的成本控制能力和综合竞争力。此外，市场地位较高的电力企业往往承担着区域电力和能源供应的安全性职能，在资源、资金和政策等方面能获得股东及政府的支持力度越大。反之，规模较小和市场地位较弱的企业在抵抗周期性风险能力、资源获取能力和议价能力等方面越弱，面临的经营风险也相对较大。

安融评级主要关注：企业的资产规模、整体装机规模、上网电量、发电量、营业收入、利润规模；市场综合排名、市场占有率、议价能力。

## 2、区域化布局情况

合理的区域化布局对电力企业控制经营成本和抵御经营风险起着重要作用。分析企业区域化布局情况主要通过区域多元化程度和区位条件的优劣两方面进行。由于区域经济、工业发展水平和基础设施建设力度的不同，不同区域内的电网建设特点、用电需求规模和电源结构均存在明显差异，区域多元化水平较高的电力企业可以通过灵活的区域竞争策略，将资源配置在发电能源富集或需求旺盛的地区，消除单一区域需求下降带来的收入影响，成本控制能力和获利

能力越强；在行业周期性波动、燃料价格波动以及地域限制等出现不利因素时，区域多元化水平较高的电力企业可以更有效分散经营风险；在面对自然灾害和安全事故等突发事件时，这类企业也通常具有较强的舒缓能力；反之则经营风险越大。

此外，电力企业所供电区域的区位条件如经济增长、交通设施、人口变化和城镇化水平等因素都是用电需求增长的主要动因。在经济发达的区域，用电需求越旺盛，电网配备越好，居民可承受电价水平相对较高，电力企业发电规模和营业收入越有保障；在交通设施发达且自然资源禀赋好的区域，电力企业的原料供应越有保障，原料运输成本更为低廉，企业成本控制能力越强，利润空间越大。

安融评级主要关注：企业区域布局情况、区域多元化水平；区域资源环境、区域交通运输条件、区域电力市场供需情况、区域内的电网建设特点、区域电价水平。

### 3、电源结构和技术水平

电源结构的差异对电力企业经营发展和信用质量造成一定影响。目前，以煤炭为主的能源结构决定了火电在我国电源结构中的主导地位，但随着国家清洁低碳、绿色发展的政策推进，我国电力结构调整步伐加快，火电比重下降，清洁能源、可再生能源发电比重明显上升。火电企业受环保政策影响较大，小机组、高能耗、高污染燃煤机组的企业将面临

产能淘汰、减产关停的经营风险；反之，拥有大容量、能耗低、污染小燃煤机组的火电企业具有更强的竞争优势；此外，以太阳能、风电和核能发电也获得了较强的政策支持，发展趋势良好。电力企业电源结构配置的合理性，有利于抵御来自于产业政策、行业周期和燃料供应等方面的风险。

电力企业的技术水平直接影响着机组利用效率和运营质量。按不同电源类型看，火电经营技术较为成熟，但是随着环保要求的逐步提高，超低排放改造等环保技改压力逐步显现；风电、水电、光伏和核电等其它电源结构在机组建设方面存在较高的技术壁垒，技术水平要求相对较高。技术水平高的企业，发电设备耗能少、综合成本相对较低，盈利能力越好，经营风险越小；反之则运营成本越高，利润空间相对受限，经营风险越大。

安融评级主要关注：企业电源结构配比、各类电源机组装机容量占总装机容量的比例、大型或超大型、高参数机组占比情况；发电机组运行稳定性、发电设备利用小时数、发电机组平均单机容量、发电设备的平均利用效率、综合厂用电率、供电煤耗、自然资源利用效率；设备的投产时间、维护情况及成新率、技术升级资本支出规模；各项能耗指标、环保指标达标情况、企业用于技术研发和设备升级的资金规模。

#### 4、原材料成本及资源获取的稳定性

原材料采购成本直接影响电力企业的经营成本，是决定其盈利能力的关键因素之一。对火电企业和核电企业而言，发电燃料成本在变动成本所占比例较大，其中以煤炭为主的燃料成本占火电企业成本构成的 60%左右，煤价的大幅上涨会增加企业的营业成本，进而对企业的盈利水平产生不利影响；对水电和风电等企业而言，水资源和风资源等天然资源充足性和能源供给的稳定性决定了企业的成本控制能力。衡量电力企业的原材料成本及资源获取的稳定性，除了考察企业的电源结构布局、区域自然资源禀赋和原材料的运输成本外，还应对企业规模效益及上游企业议价能力、供应商的集中采购程度等各方面进行综合分析。一般而言，电源布局多元化程度高、区域资源禀赋条件好、区域交通运输便利、采购规模大且议价能力越强的企业，原材料和资源获取的稳定性越有保障，受原材料供应和价格波动的影响相对较小，经营风险越低。

安融评级主要关注：企业的原材料采购种类及规模、原材料价格及其变化情况、原材料运输成本、供应稳定性、集中采购的程度、供应商供应能力、供应商合作关系、采购协议的价格锁定和付款方式、区域环境资源、水电企业丰枯水季的周期性及区域性调水方式等。

## 5、销售状况

电力企业的市场销售状况直接影响企业盈利水平。现有

体制下，发电企业的主要客户为电网公司，市场竞争对手为本区域电网内的其它电力企业。在供电形势紧张的情况下，各发电企业不存在竞争；在供电形势缓解、电量出现过剩的情况下，该区域内的发电企业之间存在一定的竞争关系，因此，考察电力企业的销售状况需结合企业所处区域用电需求、电网公司发电计划、区域电网内的其它电力企业市场份额，重点考察企业发电量、发电设备利用小时数、企业装机规模占区域装机总规模的比重和区域内电网公司合作关系等方面。

安融评级主要关注：企业发电量、发电设备利用小时数、上网电量和电价、并入电网区域、企业电源结构和装机规模、企业装机规模占区域装机总规模的比重、企业发电量占区域发电总量的比重、区域内的市场份额、区域内电网公司的合作关系。

## 6、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况



下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

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：

#### 1、资产质量

企业资产质量影响企业经营效率和动用资产偿还债务的实际能力，分析时因重点考虑资产结构及资产价值的真实性和变现能力。电力企业非流动资产在总资产中占比较大，主要以固定资产为主，包括厂房和发电设备。这些固定资产具有一定的专营性，流动性较差，分析时需重点关注固定资产的使用年限和成新率、固定资产折旧政策、减值政策及变化情况。此外，电力项目建设具有投资规模大、建设周期长的特点，应关注企业在建工程规模、建设周期和回款进度等。

流动资产方面，需重点考察企业的货币资金、存货和应收账款的管理能力。货币资金主要用于购买原料，需分析货币资金的规模及稳定性，评价货币资金和日常采购所需金额的匹配程度；应收账款的规模一般与企业月发电量相对应，需重点关注电费结算时间和结算方式、电网公司支付电费的能力和意愿，并分析应收账款集中度，防止过分集中带来风险。电力企业的存货主要为煤炭等发电原材料，为维持正常的生产经营，煤炭采购的规模很大且变现周期较短，大规模的库存可能因价格波动而产生跌价，需考察企业的采购制度、存货安全库存天数和存货计价方式，存货跌价准备的计提是否充分。此外，电力企业固定资产投资规模较大，总资产周转率普遍较低，需重点关注企业应收账款周转率、存货周转率和流动资产周转率，衡量企业的资金使用效率及资金周转压力。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性；固定资产的使用年限和成新率、固定资产折旧政策、减值政策及变化情况；货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常采购所需金额的匹配程度；电费结算时间和结算方式、电网公司支付电费的能力和意愿、应收账款集中度；企业的采购制度；存货安全库存天数、存货计价方式、存在跌价准备的计提是否充分；在建工程规模、建设周期、回款进度；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、应收账款周转

率、存货周转率和流动资产周转率。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度，分析时主要关注企业所有者权益和负债状况。电力企业所有者权益的规模及结构稳定性反映了股东对债权人权益的保障程度，是偿债保障的重要基础，具体分析时需关注所有者权益的变化及来源、所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润的比例。在衡量负债状况时，需关注企业负债规模与结构、负债结构与资产结构的匹配程度和财务杠杆水平等要素。由于电力企业项目建设周期较长，债务结构主要以长期债务为主，也有部分企业为节约财务费用而采用短债长投的方式，可能存在一定的短期偿付压力。总体来看，电力行业的重资本属性，使电力企业举债经营程度普遍较高，而过高的负债水平直接影响到企业的资金周转能力和现金流动性，需重点关注其资产负债率和全部债务资本化比率等指标。同等条件下，企业债务负担越重，财务杠杆水平越高，则偿债压力越大，相应财务风险越高。此外，融资渠道的多元化程度可以使企业以更低的成本获取流动性支持，对财务风险起到一定的缓冲作用。

安融评级主要关注：所有者权益的规模，结构稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；负债规模与结构、负债结构与资产结构的匹配程度；财务杠杆水平，

包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；融资渠道的多元化情况。

### 3、盈利能力

盈利能力的强弱及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，决定着企业的持续经营。企业的盈利能力越强，偿还债务的基础越好，财务风险越低，反之则财务风险越大，甚至存在淘汰或破产的可能性。盈利能力的分析是在考察电力企业营业收入规模和结构的基础上，重点关注收入获取能力及成本控制能力。收入获取能力方面，需分析企业毛利率、营业利润率和总资产报酬率等关键指标。其中，毛利率水平反映了企业的获利水平和比较优势，不同电源结构的电力企业利率水平存在较大差异，火电企业受环保政策等不利因素影响，毛利率水平相对较低，而水电和核电企业的毛利率则相对较高。营业利润率从业务收入的角度反映了企业的获利能力，而总资产报酬率则从企业整体可动用资源的角度反映了其产能利用水平和整体获利能力。此外，电力企业区域性较强，区域市场的差异化对企业盈利能力影响较大，具体分析时需区分不同的区域进行考察。在成本控制方面，则需重点分析主营业务成本、期间费用及其波动对盈利水平的影响。不同类型电力企业的成本控制要素不尽相同，对火电企业主要考察燃料成本的控制能力；对清洁能源则主要分析销售能力和期间费用。此外，债务负担较重的电力企

业，财务费用相对较高，在一定程度上制约了其盈利水平。

安融评级主要关注：业务收入规模和结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析、收入和利润来源的稳定性；利润总额、毛利率、营业利润率、主营业务利润率、EBITDA 利润率、总资产报酬率、净资产收益率；期间费用的规模、期间费用率。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源，现金流量的规模和结构是判断企业现金流状况的关键因素，具体分析时主要包括经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量情况。经营性现金流入规模能在一定程度上反映企业资金周转能力。对电力企业而言，经营活动现金流入规模较大，但原料采购价格的波动导致其经营活动现金流入净额存在不确定性，需重点关注。投资活动现金支出规模的大小是判断企业未来现金流出和资金缺口的重要维度，需分析企业在建项目规模及资金安排，同时关注企业长期资产投资的合理性，防止投资过度带来的流动性风险。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力，电力企业的项目投资规模与筹资需求普遍较大，需重点考察筹资活动对资金缺口的补充能力，并通过分析筹资来源及其稳定性判断企业未来筹资压力。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活

动现金流入规模，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资活动现金流量净额及其波动原因、投资计划对资金的需求；筹资活动现金流量规模与经营规模的匹配性、筹资来源及其稳定性等。

## 5、偿债能力

偿债能力是评价信用风险的关键因素，电力企业偿债能力的强弱主要通过长、短期偿债指标的表现进行分析，并综合考虑外部融资环境和再融资便利条件等因素。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。衡量企业短期偿债能力时，主要考察流动比率、速动比率和经营活动现金流入量对短期债务的覆盖程度，同时还需关注短期债务期限分布，判断企业短期资本支出压力。衡量企业长期偿债能力时，主要考察 EBITDA 利息保障倍数及其稳定性与变化趋势、EBITDA 全部债务比等方面。考虑到电力企业的周期性特征，具体分析时，还需充分考虑行业景气度下滑时期企业偿债指标的变化。此外，电力项目建设周期长且投资规模大，因此在判断长期偿债能力时需结合实际债务期限进行分析，防止过度集中偿还造成的债务危机。

安融评级主要关注：长、短期债务规模、债务期限分布、流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

## （四）外部支持

### 1、股东支持

股东支持对企业的信用质量具有一定提升作用。衡量股东支持力度的大小，需考虑股东背景及实力、股东持股比例、股东给予企业在资金注入、融资担保、业务运营和人才输送等方面的支持情况。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求、未来资金注入计划来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东系统中的竞争地位。

安融评级主要关注：股东背景及实力、股东持股比例、股东背景、企业与股东关系紧密度、股东在业务运营、融资担保、人才输送等方面的给予企业的支持情况、股东的资金注入计划和股利分配政策等。

### 2、政府支持

电力企业作为重要的公用事业，具有一定的垄断性，行业地位突出，较易获得政府支持。衡量政府支持力度的大小，主要考虑企业与地方政府关系紧密度、政府在资源保障、融资便利、税收优惠和财政补贴等方面给予企业的优惠政策。随着节能环保的倡导，以生产清洁能源为主的电力企业在上网电量、项目建设和税收减免等方面获得政策支持的可能性越大。一般来说，企业获得的政府支持力度大，发展前景相对较好，所面临的信用风险也越小。

安融评级主要关注：企业在地方经济中的重要性、企业

与地方政府关系紧密度、政府给予的优惠政策，包括融资便利、资源保障、税收优惠、财政补贴等方面。

## 五、评级指标体系

表：电力行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标    | 三级指标  |
|------|---------|---|
| 运营环境 | 经济发展    | 国家宏观经济发展状况、经济周期波动、国内工业经济发展状况、国内产业结构的调整；全社会用电量及增速、固定资产投资规模和未来趋势、基础设施建设规模、城乡居民生活水平和消费趋势；国家宏观政策导向，包括财政政策和货币政策变化；区域经济发展水平，区域人口规模和城镇化水平，区域固定资产投资结构及投资规模、基础设施建设规模 |
|      | 产业政策    | 国内电力行业政策法规，电源结构调整对产业布局的影响；电力价格政策变动对企业经营效率及行业竞争带来的影响；节能环保政策对行业自身及上下游行业的影响，其它上下游行业的政策变动对企业信用品质的影响   |
| 经营实力 | 规模和市场地位 | 企业的资产规模、整体装机规模、上网电量、发电量、营业收入、利润规模；市场综合排名、市场占有率、议价能力   |
|      | 区域化布局情  | 企业区域布局情况、区域多元化水平；区域资源环境、区域交通运输条件、区域电力市场供需情  |



|    |              |  |
|----|--------------|--|
|    | 况            | 况、区域内的电网建设特点、区域电价水平  |
|    | 电源结构和技术水平    | 企业电源结构配比、各类电源机组装机容量占总装机容量的比例、大型或超大型、高参数机组占比情况；发电机组运行稳定性、发电设备利用小时数、发电机组平均单机容量、发电设备的平均利用效率、综合厂用电率、供电煤耗、自然资源利用效率；设备的投产时间、维护情况及成新率、技术升级资本支出规模；各项能耗指标、环保指标达标情况、企业用于技术研发和设备升级的资金规模 |
|    | 原材料成本及资源获取情况 | 企业的原材料采购种类及规模、原材料价格及其变化情况、原材料运输成本、供应稳定性、集中采购的程度、供应商供应能力、供应商合作关系、采购协议的价格锁定和付款方式、区域环境资源、水电企业丰枯水季的周期性及区域性调水方式等  |
|    | 销售状况         | 企业发电量、发电设备利用小时数、上网电量和电价、并入电网区域、企业电源结构和装机规模、企业装机规模占区域装机总规模的比重、企业发电量占区域发电总量的比重、区域内的市场份额、区域内电网公司的合作关系   |
|    | 管理与战略        | 企业治理结构；企业管理制度及执行；战略定位的正确性、战略实施的可能性   |
| 财务 | 资产           | 资产结构及稳定性；固定资产的使用年限和成新  |

|    |      |  |
|----|------|--|
| 实力 | 质量   | 率、固定资产折旧政策、减值政策及变化情况；货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常采购所需金额的匹配程度；电费结算时间和结算方式、电网公司支付电费的能力和意愿、应收账款集中度、企业的采购制度、存货安全库存天数，存货计价方式，存在跌价准备的计提是否充分；在建工程规模、建设周期、回款进度；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率和流动资产周转率 |
|    | 资本结构 | 所有者权益的规模，结构稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；负债规模与结构、负债结构与资产结构的匹配程度；财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；融资渠道的多元化情况  |
|    | 盈利能力 | 业务收入规模和结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析、收入和利润来源的稳定性；利润总额、毛利率、营业利润率、主营业务利润率、EBITDA 利润率、总资产报酬率、净资产收益率；期间费用的规模、期间费用率   |
|    | 现金流  | 企业收入的现金实现质量、经营活动现金流入规模，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资活动现金流量净额及其波动原因、  |

|      |      |  |
|------|------|--|
|      |      | 投资计划对资金的需求;筹资活动现金流量规模与经营规模的匹配性、筹资来源及其稳定性等                                      |
|      | 偿债能力 | 长、短期债务规模、债务期限分布、流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA  |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景及实力、股东持股比例、股东背景、企业与股东关系紧密度、股东在业务运营、融资担保、人才输送等方面的给予企业的支持情况、股东的资金注入计划和股利分配政策 |
|      | 政府支持 | 企业在地方经济中的重要性、企业与地方政府关系紧密度、政府给予的优惠政策,包括融资便利、资源保障、税收优惠、财政补贴等方面                   |

# 燃气行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)的定义,燃气行业是指“利用煤炭、油、燃气等能源生产燃气,或外购液化石油气、天然气等燃气,并进行输配,向用户销售燃气的活动,以及对煤气、液化石油气、天然气输配及使用过程中的维修和管理活动”以及“利用农作物秸秆、林木废弃物、食用菌渣、禽畜粪便等生物质资源作为原料转化为可燃性气体能源的活动”。依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)目录“D 电力、热力、燃气及水生产和供应业”,燃气行业包括燃气生产和供应业(D451)、生物质燃气生产和供应业(D452)。

表:燃气子行业(GB/T 4754-2017)

| 行业代码 | 行业名称        | 行业描述   |
|------|-------------|--|
| D451 | 燃气生产和供应业    | 指利用煤炭、油、燃气等能源生产燃气,或外购液化石油气、天然气等燃气,并进行输配,向用户销售燃气的活动,以及对煤气、液化石油气、天然气输配及使用过程中的维修和管理活动 |
| D452 | 生物质燃气生产和供应业 | 指利用农作物秸秆、林木废弃物、食用菌渣、禽畜粪便等生物质资源作为原料转化为可燃性气体能源的活动                                    |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定燃气行业为经营区域主要位于大陆地区、收入来自以上细分类行业的行业总称。

## 二、行业分析

近年来，城镇燃气的行业结构呈现多元化发展格局，天然气、液化石油气、人工煤气、新能源燃气正在成为国内需求呈增长趋势的燃气品种。短期内液化气占比较大，天然气发展潜力巨大，人工煤气由于成本高、污染环境等缺点将会逐渐减少使用。目前来说，城市燃气正处在快速发展过程中。城市燃气的普及能够提高人们生活质量，并起到保护环境的作用，短期内不会出现供大于求的状况。

城市燃气行业增加值在我国 GDP 中占有相当比重，近年来，城市燃气行业迅猛发展，为国民经济的迅速发展做出了重要贡献，行业特征总结如下：

### （一）城市燃气供应受政府管制程度较高

城市燃气供应是指为城市工业、商业和居民生活提供燃气服务，是市政公用事业的重要组成部分，具有一定的公益性。由于城市燃气供应价格是涉及到关系群众切身利益的公用事业，因此销售价格受到政府较为严格的管制。目前，天然气行业主要由国家发改委及各省发改委进行管理，环境保护、国土资源、安全监察和水土保持等部门实施专项管理。我国的城市燃气供应以天然气为主。天然气价格受到政府的

严格监管，无论是上游的天然气生产门站出厂价，还是中游的管道运输费以及下游的燃气销售价格等都是政府定价或政府指导价。

## （二）区域垄断性

城市管道燃气实行特许经营权政策，具有区域垄断性。从事城市燃气供应的企业须获得政府的特许经营权，特许经营期限由 20 年到 50 年不等，由于一个城市通常只授予少数几家企业进行特许经营，因此燃气企业具有较强的区域垄断性。

## （三）投资规模较大，投资回收期较长

燃气供应须通过长输高压管道和地方配气管网才能从生产领域转移到消费领域。长输管网和城市配送管网的投资规模较大，投入运营后对管网还需定期进行维护或改造，因此城市燃气企业燃气管网建设期投资规模较大，投资回收期普遍较长。

居民用燃气消费具有较强的刚性，周期性较弱，需求价格弹性较小，城市燃气企业运营期内经营现金流通常较为稳定。

## （四）城市燃气企业对上游供应商的议价能力较弱

我国天然气气源分布不均，东部经济发达地区市场需求大，但距气源较远，西部地区经济欠发达市场需求小，但气源较为丰富，因此天然气生产后通常需要通过长输管道运输

方能向各城市销售。我国天然气生产和管道运输主要由中石油、中石化和中海油三大公司垄断，城市燃气企业对三大公司的议价能力较弱。

#### （五）下游城市燃气分销商竞争较激烈

相较于天然气产业链上游及中游输配，下游城市燃气分销竞争较激烈。燃气分销方面，目前国内的主要城市燃气市场，基本被中国燃气、昆仑燃气、华润燃气、港华燃气、新奥燃气瓜分，剩下的则被地域的省网公司、小企业占有。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对燃气行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、宏观环境

宏观经济情况对所有行业都会产生重要影响，进而影响行业内所有企业。对国家宏观经济发展趋势的分析，有助于把握预测燃气行业收益、盈利的总体变化趋势。首先，宏观经济发展水平和增长速度会影响全国和各地区的燃气需求和供给的状况；其次，国内生产总值和第一、第二、第三产业对应的增长比例会对整个燃气行业的发展产生影响。

安融评级重点关注：GDP 增长率、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；人口变化、人口密度、人均可支配收入、社会消费品零售总额、物价指数、工资增长率、国际收支状况等。

#### 2、行业状况

城市燃气需求主要可以划分为工业、商业、住宅、压缩天然气和燃料电池等细分市场。工业市场的需求量受宏观经济影响程度较高；商业市场的需求具有季节性，使用时间上也不均衡，但对优质客户进行有效细分有助于燃气企业获得

稳定的客户订单；住宅市场的需求也具有季节性和时间上的不均衡性，对调峰造成较大的压力，且地方政府出于政治原因考虑对此细分市场的价格进行严格控制；压缩天然气可用于车辆燃料等，具有潜在的增长和盈利机会，且其定价与汽油挂钩，在所有细分市场中价格最高；燃料电池虽然目前国内应用较少，但是根据发达国家的推广经验和环保日益受重视的趋势，这一市场值得燃气企业予以关注。

安融评级主要关注：当地燃气的供需情况以及地区的燃气分销特点、分销企业竞争情况、气源、门站价格；燃气企业特许经营区域的经济增长情况等。

### 3、产业政策

燃气的供需情况对燃气企业有着重要的影响，如果工业发展和城市化进程推进良好，燃气需求强劲，将为燃气企业的发展提供良好的外部环境。在相关产业政策分析中主要考虑上下游产业链行业的政策变化对整个燃气行业的影响。包括上游的气源，以及下游的钢铁、玻璃、陶瓷、水泥、五金、造纸、化肥、采矿和食品制造等相关产业。

安融评级主要关注：相关政策和规划对燃气行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动情况等。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

由于燃气企业涉及铺设输气管道等较大规模的前期投入，因而其规模效应十分显著。同等条件下，规模越大的企业在区域市场内占有率越高，综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时具有规模效应也反映出企业的生产经营较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。而缺乏规模效应的燃气企业，其经营风险更高，抗风险能力更差。

安融评级主要关注：资产规模、主营业务规模、总收入和利润规模；相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率等。

## 2、区位优势

燃气企业所处区位对生产经营及销售都有重要影响。由于区域经济发展、区域内各产业所占比重的不同，燃气需求规模、结构和增长趋势存在明显差异。同时由于运输半径的存在，燃气行业竞争主要表现为区域内的竞争，不同区域的燃气市场竞争状况存在较大差异。燃气企业在地域分布角度的多元化可以消除单一区域需求下降带来的收入影响，并提高企业在个别区域竞争策略的灵活度。

安融评级主要关注：企业区域分布数量、在各区域内的总产能、实际产量、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的地理位置和周边管道设施铺设条件等。

## 3、销售状况

燃气分销方面，目前国内的主要城市燃气市场，基本被中国燃气、昆仑燃气、华润燃气、港华燃气、新奥燃气瓜分，剩下的则被地域的省网公司、小企业占有。一般而言，具有国资背景的燃气企业能在上游资源获取、下游市场开发上获得优势，在区域内有更强的行业竞争力；此外，品牌影响力大、行业经验丰富的燃气企业也通常具有更强的行业竞争力。

安融评级主要关注：企业背景、当地的燃气分销门站数量、市场份额；燃气门站价格的变化；议价能力；品牌知名度等。

#### 4、资源禀赋

燃气作为一种资源性商品，其原材料主要为天然气，这种资源具有一定的不可再生性，且天然气开采的数量、难易程度与区域地理特性、自然资源储备具有密切的关系。燃气企业的市场供给主要参考指标包括企业天然气自产量和进口量。

安融评级主要关注：区域内天然气资源储备量、外购气源的稳定性等。

#### 5、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执

行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、财务数据质量

财务报告主要包括财务数据和企业财务情况说明，财务数据是企业经营管理成果的综合体现，企业财务情况说明则反映企业财务状况、经营成果等相关信息的真实性、完整性和相关性。财务报告质量直接影响对企业实际经营成果的反映以及企业间财务数据的比较，审计机构是对企业财务报表进行审计的专业机构，其对财务报表的审计意见是评级机构判断会计信息质量的基础。在对同一行业内的不同企业进行

可比分析时，需要注意的是，由于会计政策选择的差异可能导致财务信息不具可比性，需要进行相关调整，然后进行分析，否则将影响对受评对象财务实力的判断。

安融评级主要关注：审计报告的意见类型、财务报表是否真实反映企业经营管理状况，财务数据是否具有可比性以及财务数据的波动性。

## 2、资产质量

企业资产质量影响企业经营效率和动用资产偿还债务的实际能力，分析时因重点考虑资产结构及资产价值的真实性和变现能力。燃气企业非流动资产在总资产中占比较大，主要以固定资产为主，包括厂房和管道设备。这些固定资产具有一定的专营性，流动性较差，分析时需重点关注固定资产的使用年限和成新率、固定资产折旧政策、减值政策及变化情况。此外，燃气项目建设具有投资规模大、建设周期长的特点，应关注企业在建工程规模、建设周期和回款进度等。流动资产方面，需重点考察企业的货币资金、存货和应收账款的管理能力。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性；固定资产的使用年限和成新率、固定资产折旧政策、减值政策及变化情况；货币资金的规模及稳定性；资产周转效率，包括总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率和流动资产周转率等。

## 3、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

#### 4、盈利能力

盈利是企业经营的最终目标，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，它增强了企业再融资能力，决定着企业能否持续经营。分析盈利能力需要关注企业目前在各主要区域的布局及竞争能力。此外，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距，同时较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。评估燃气企业的信用状况时，通常需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；利润总额；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率；营业收入增长率和利润总额增长率等。

## 5、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得尤为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对燃气企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其他企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

## 6、偿债能力

评价燃气企业偿债能力，主要通过考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，



财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境、再融资条件等因素。对于多数企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为现金流的代表。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

##### 2、政府支持

由于燃气行业具有公共服务行业性质，因此国内有较大比例的燃气企业其主要股东为地方政府、国有控股企业及其

相关机构。与政府有密切关系的燃气企业可能在气源保障、特许经营权等方面有一定优势，但也可能在业务范围广度、投融资决策的自主性、经营战略管理等方面受到限制。此外，股东对燃气企业的注资支持及发债支持等各方面的支持情况也需要考察。

安融评级主要关注：政府的财政实力、政府持股比例、财政补贴、财政贴息的规模和及时性；税收减免和返还政策；本级政府财政收入的规模及增速等。

## 五、评级指标体系

表：燃气行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标   |
|------|------|--|
| 运营环境 | 经济发展 | GDP 增长率、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；人口变化、区域城市化程度社会消费品零售总额、物价指数、工资增长率、国际收支状况等 |
|      | 行业状况 | 当地燃气的供需情况以及地区的燃气分销特点、分销企业竞争情况、气源、门站价格；燃气企业特许经营区域的经济增长情况等                 |
|      | 产业政策 | 相关政策和规划对燃气行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率变动             |

|          |                 |  |
|----------|-----------------|--|
| 经营<br>实力 | 规模和<br>市场地<br>位 | 资产规模、主营业务规模、总收入和利润规模；相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率等   |
|          | 区位<br>条件        | 企业区域分布数量、在各区域内的总产能、实际产量、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的地理位置和周边管道设施铺设条件等  |
|          | 销售<br>状况        | 企业背景、当地的燃气分销门站数量、市场份额；燃气门站价格的变化；议价能力；品牌知名度等  |
|          | 资源<br>禀赋        | 区域内天然气资源储备量、开采难易程度；与上游开采企业的合作关系；外购气源的稳定性等  |
|          | 管理<br>与<br>战略   | 企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响 |
| 财务<br>实力 | 财务<br>数据<br>质量  | 审计报告的意见类型、财务报表是否真实反映企业经营管理状况，财务数据是否具有可比性以及财务数据的波动性   |
|          | 资产<br>质量        | 资产结构及稳定性；固定资产的使用年限和成新率、固定资产折旧政策、减值政策及变化情况；货币资金的规模及稳定性；资产周转效率，包括总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率和流动资产周转率等               |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      | 资本结构 | 财务杠杆水平；净资产的稳定性；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等   |
|      | 盈利能力 | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；利润总额；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率；营业收入增长率和利润总额增长率等                |
|      | 现金流  | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等                |
|      | 偿债能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等 |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等  |
|      | 政府支持 | 政府的财政实力、政府持股比例、财政补贴、财政贴息的规模和及时性；税收减免和返还政策；本级政府财政收入的规模及增速等                                   |

# 水泥行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）目录“C制造业”，水泥行业属于非金属矿物制品业，包括水泥制造（C3011）和水泥制品制造（C3021）。

表：水泥子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码  | 行业名称   | 行业描述  |
|-------|--------|---|
| C3011 | 水泥制造   | 以水泥熟料加入适量石膏或一定混合材，经研磨设备（水泥磨）磨制到规定的细度，制成水凝水泥的生产活动，还包括水泥熟料的生产活动 |
| C3021 | 水泥制品制造 | 指水泥制管、杆、桩、砖和瓦等制品制造  |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定水泥行业为经营区域主要位于大陆地区、收入来自以上水泥产品的行业。

## 二、行业分析

中国是水泥大国，受益于经济高速增长，水泥产能已跃居世界第一。安融评级在对水泥行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国水泥行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）周期性与季节性

水泥行业是典型的经济周期性行业，主要为建筑施工提

供原材料，受其需求驱动。而建筑施工的发展与宏观经济，特别是固定资产投资紧密相关，影响到企业的盈利情况。如果宏观经济持续走好，基本建设投资稳步增长，水泥产品的需求也将保持较大幅度的增长。此外，北方的冬季和南方的梅雨季户外建筑活动减少或基本停止，是水泥销售的淡季，因此水泥企业生产具有一定季节性。

### （二）区域性强

水泥行业的需求具有地域性，各区域经济发展水平差异较大，房地产开发和基础设施建设也处于不同阶段，相应各区域内市场需求状况存在较大差异。而且，水泥产品的生产和销售也具有区域性，水泥产品及其主要原材料石灰均比重大、价值低，长途运输不具有经济性，有一定的销售半径。水泥行业需求、生产和销售的区域性导致不同区域水泥产品价格存在较大差别，行业竞争亦主要表现为区域性。

### （三）环境成本高

水泥行业是高能源消耗型行业，生产过程中需要耗费大量煤炭和电力，占水泥产品成本的比重高达 60%左右。水泥行业的三废排放对环境污染较大，是继火电、汽车尾气之后第三大氮氧化物排放来源，因而水泥行业是环保政策调控的重要行业之一。能源价格波动、节能减排政策的变化对水泥行业影响较大，污染控制是水泥企业面临的重要问题。

### （四）产能过剩，竞争激烈

水泥行业集中度偏低、企业规模偏小、局部区域产能严重过剩、市场过度竞争、科技含量低和能耗高，导致整个水泥行业的利润水平偏低，且水泥产能在市场上供应远远大于需求。各企业间工艺技术、管理水平的参差不齐，原材料供给不平衡等方面的原因，使整个水泥企业的生产成本存在明显的差异。企业之间为了抢占市场份额，造成恶性竞争和价格下降。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对水泥行业的评级思路是：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。

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。

#### 四、评级要素

##### （一）运营环境

##### 1、宏观经济

水泥行业运行显示出较强的周期性，其需求增速与固定资产投资增速呈现明显的正相关关系。水泥行业的供给能力及未来变化主要取决于现有行业产能、行业固定资产投资额及落后产能淘汰量等因素。宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策等因素，都会影响到水泥行业的基本面，导致行业信用变化。

安融评级重点关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；特定区域房地产投资、基础设施建设及民用投资的变化预期。

##### 2、产业政策

目前水泥行业政策主要集中在规范行业准入、限制新建产能、淘汰落后产能、鼓励行业集中度的提高和税收、环保等方面。产业政策制定的松紧程度和执行力度通常根据行业发展阶段和实际总体供需状况而改变。税收政策趋紧时，水

泥企业税收压力加大，成本上升，盈利下降；税收政策趋松时，水泥企业税收压力减轻，成本下降，盈利提升。水泥企业属于高污染行业，对其三废排放标准的变化将影响企业在环保方面的投入，对于能耗及排放标准的要求将迫使企业进行技改和工艺流程优化等方面的投入。此外，应关注相关环境支持政策对水泥企业投入和税收补贴方面的影响。

安融评级主要关注：相关政策和规划对水泥行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

水泥企业的经营规模十分重要。同等条件下，规模大的企业在区域市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时生产经营往往较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。反之，企业的经营风险越高，抗风险能力越差。而市场地位高的水泥企业不但对行业发展有着重要影响，而且具有更高的融资优势。

安融评级主要关注：企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模；水泥、熟料及相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等。

## 2、区位条件

水泥企业所处区位对生产经营及销售都有重要影响。由于区域经济发展、房地产和基础设施建设力度的不同，水泥需求规模、结构和增长趋势存在明显差异。同时由于运输半径的存在，水泥行业竞争主要表现为区域内的竞争，不同区域的水泥市场竞争状况存在较大差异。水泥企业在地域分布角度的多元化可以消除单一区域需求下降带来的收入影响，并提高企业在个别区域竞争策略的灵活度。

安融评级主要关注：企业区域分布数量、企业在各具体区域内的总产能、实际产量、生产线的条数、单线生产能力、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的地理位置和周边交通运输条件。

## 3、产品结构和生产技术

国内水泥企业通常主要生产商品熟料、水泥和向下游拓展至商品混凝土。不同产品的利润空间各有差别，同时不同类型和标号的水泥在特定时期、特定区域面临的市场需求会有不同。目前主要水泥企业的熟料和水泥产能较为匹配，但各企业间仍有一定差异，产品结构的差别对水泥企业的信用品质形成一定影响。

水泥企业生产设备的单线规模和工艺水平的先进程度决定了企业的生产效率，并保证产品质量稳定性和成本优势。一般而言，设备越先进，工艺水平越高，则产品质量越

可靠，各项经济技术指标越合理，单位成本越低，相应企业竞争力强，经营风险低。

安融评级主要关注：水泥企业商品熟料、水泥粉磨和混凝土的产能及配比，各类标号、普通水泥与特种水泥的占比；企业落后水泥在总产能中的比重；设备的投产时间、维护情况及成新率，单线产能情况，设备的产能利用率，余热发电系统的配置比例，以及水泥企业各项能耗指标、排污指标。

#### 4、原材料及能源供给

水泥的生产需要消耗大量的石灰石矿石，同时需要消耗大量的煤炭和电力。从矿石供给看，拥有自有矿石的企业受原料供应和价格波动影响小，经营稳定；同时石灰石资源与熟料生产线距离越近，则运输成本越低，水泥企业的盈利能力越强。水泥企业对煤炭的需求量大，在煤炭资源丰富的地区，煤炭价格相应较低，水泥生产相应具备成本优势；同时，一般水泥企业对煤炭企业的议价能力较低，如企业能够进行煤炭的集中采购，则会带来一定的成本降低。在电价和供电稳定性方面，不同水泥企业的用电成本和电力供给保障程度仍有一定的差异。

安融评级主要关注：水泥企业的矿石开采成本、综合利用率、运输成本以及未来保障能力；外部采购的稳定性和可持续性；矿石到厂价格以及矿石价格和物流价格的波动性；煤炭供应商的供应能力、供应稳定性、价格及其变化情况、

企业集中采购的程度；企业用电价格和当地电力供求状况。

## 5、销售状况

水泥销售是企业实现盈利的重要环节。一般情况下，企业的销售结算方式越好、销售区域越广泛、销售客户越稳定，水泥的销售越顺利，企业的生产连续性和稳定性越好，现金流越流畅，经营风险越低。在销售模式的选择上，由于代销和直销的毛利率不同，对于竞争力较强的区域，水泥企业一般采用直销模式，而对于竞争力较弱的区域，为扩展业务往往采取直销和代销相结合的模式。

安融评级主要关注：企业在全国及特定区域的销量及占比、销售队伍建设情况、具体销售模式、价格和市场占有率；与全国性的大型房地产商、区域内大型工程项目及建筑商的合作关系，销售客户的稳定性和集中度。

## 6、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方

向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。水泥行业对煤炭需求较大，而煤炭的购买一般需要现款现货，相应企业货币资金规模保持在较大规模，一般占流动资产的30%~40%。水泥行业虽然竞争激烈，在产能释放期和需求疲弱期往往会增加赊销比例，增加应收账款的总额和比例，但通常应收账款的账期较短；经营混凝土业务的水泥企业，由于混凝土行业特点，其应收账款规模和账期通常要高于单纯的水泥生产企业。分析应收账款时，应主要关注其集中度，防止过分集中带来风险，需关注主要应收账款欠款方的信用情况。同时由于水泥企业生产规模一般较大，相应存货也保持在较大规模，存货主要是煤炭和水泥产品，煤炭价格波动频繁，需关注企业煤炭库存是否接近行业

平均水平，如大大超出安全库存，在价格下跌期需考察其跌价准备的计提是否充分。对于非流动资产，固定资产是水泥企业生产的重要物质基础，也是资产的最主要构成部分，需要重点分析。要关注在建工程，关注其何时转为固定资产，同时考虑固定资产大修转入在建工程对折旧的影响。对于无形资产，一般是采矿权和土地使用权，对该采矿权的入账价值需审慎判断。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常煤炭需求采购金额的匹配程度；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限

结构。另外或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。由于水泥企业采购煤炭需要大量流动资金，对流动资金的需求较大，与银行一般都保持良好的合作关系，以获得其短期借款支持资金流转。同时出于发展的考虑，水泥企业一般都有项目投资，相应普遍存在一定规模的长期借款。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。水泥产品区域性较强，各区域内的市场竞争状况差异较大，分析盈利能力需要关注企业目前在各主要区域的布局及竞争能力。从期间费用看，目前规模水泥企业一般都在多个区域布局，总体管理成本较高，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距；较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净



资产收益率、成本费用利润率。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对水泥企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其他企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。此外，水泥企业经营活动现金流的分析也要考虑到季节性因素的影响。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

#### 5、偿债能力

水泥企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综

合考虑外部融资环境、再融资便利条件等因素。对于多数水泥企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为现金流的代表。水泥企业短期借贷行为比较频繁，短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金的需求而产生的短期银行借款，过度集中偿还会造成短期流动资金的紧张，产生短期偿债危机。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

##### 2、政府支持

水泥行业在税收政策方面，粉煤灰等资源综合利用项目

能够享受到增值税即征即退的优惠，部分水泥企业因此形成较大的财政补贴收入；同时，部分地区的水泥企业在所得税方面能够享受区域性的优惠政策。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的政策支持。

## 五、评级指标体系

表：水泥行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标    | 三级指标   |
|------|---------|--|
| 运营环境 | 宏观经济    | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；特定区域房地产投资、基础设施建设及民用投资的变化预期 |
|      | 产业政策    | 相关政策和规划对水泥行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响                                   |
| 经营实力 | 规模和市场地位 | 企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模；水泥、熟料及相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等                            |
|      | 区位      | 企业区域分布数量、企业在各具体区域内的总产  |

|           |   |
|-----------|---|
| 条件        | 能、实际产量、生产线的条数、单线生产能力、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的地理位置和周边交通运输条件   |
| 产品结构和生产技术 | 水泥企业商品熟料、水泥粉磨和混凝土的产能及配比，各类标号、普通水泥与特种水泥的占比；企业落后水泥在总产能中的比重；设备的投产时间、维护情况及成新率，单线产能情况，设备的产能利用率，余热发电系统的配置比例，以及水泥企业各项能耗指标、排污指标 |
| 原材料及能源供给  | 水泥企业的矿石开采成本、综合利用率、运输成本以及未来保障能力；外部采购的稳定性和可持续性；矿石到厂价格以及矿石价格和物流价格的波动性；煤炭供应商的供应能力、供应稳定性、价格及其变化情况、企业集中采购的程度；企业用电价格和当地电力供求状况  |
| 销售状况      | 企业在全国及特定区域的销量及占比、销售队伍建设情况、具体销售模式、价格和市场占有率；与全国性的大型房地产商、区域内大型工程项目及建筑商的合作关系，销售客户的稳定性和集中度                                   |
| 管理与战略     | 企业治理结构、企业管理制度及执行、战略定位的正确性、战略实施的可能性  |

|          |          |  |
|----------|----------|--|
| 财务<br>实力 | 资产<br>质量 | 资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常煤炭需求采购金额的匹配程度；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率 |
|          | 资本<br>结构 | 财务杠杆水平、净资产的稳定性、债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度   |
|          | 盈利<br>能力 | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率   |
|          | 现金流      | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性  |
|          | 偿债<br>能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA  |

|      |      |   |
|------|------|---|
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策 |
|      | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持                                 |

# 有色金属行业信用评级方法

## 一、行业界定

有色金属，狭义的金屬又称非铁金属，是铁、锰、铬以外的所有金属的统称；广义的金屬还包括有色合金。常用有色金属包括：铜、铝、铅、锌、锡、镍、锑、镁、汞、钛等。贵金属包括：金、银、铂、钯等。稀有稀土金属包括：钨、钼、稀土、钽、铌、锆、铟等。

根据国民经济行业分类（GB/T 4754-2017），有色金属行业包括有色金属矿采选业（09）、有色金属合金制造（324）、有色金属冶炼（321）和有色金属压延加工业（325）。

有色金属矿采选：指对常用有色金属矿、贵金属矿，以及稀有稀土金属矿的开采、选矿活动，包括深海有色金属矿开采（09）。

有色金属冶炼：指通过熔炼、精炼、电解或其他方法从有色金属矿、废杂金属料等有色金属原料中提炼常用有色金属的生产活动（321）。

有色金属合金制造：指以有色金属为基体，加入一种或几种其他元素所构成的合金制造生产活动（324）。

有色金属压延加工：指对有色金属进行轧制、拉制或挤压加工的生产活动（325）。

## 二、行业分析

有色金属工业是制造业的重要基础产业之一，从全球范围来看，目前有色金属行业已经进入高度竞争的成熟期。近



年来，我国有色金属工业发展迅速，目前正处于高速发展期，具体体现在有色金属工业规模不断扩大，产业结构不断优化，质量水平不断提高，国际化经营能力不断增强。但受国际国内经济形势变化影响，有色金属市场需求低迷，有色金属工业长期积累的结构性产能过剩、市场供求失衡等深层次矛盾和问题逐步显现。因此，安融评级在对我国有色金属工业面对复杂多变的国内外宏观经济形势和发展环境及有色金属行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内对我国有色金属行业的信用水平产生重要影响的因素主要有以下几个方面：

#### （一）周期性强

有色金属行业周期性强主要体现以下两个方面：一是有色金属行业的发展依赖于国民经济的增长；二是有色金属产品广泛应用于电力、电气、家电、电子、建筑、交通和机械等下游行业众多领域，而上述行业的发展与宏观经济的发展密切相关，其需求的周期性波动会放大宏观经济对有色金属行业的影响。因此，有色金属行业受宏观经济的影响而表现出较强的周期性。

#### （二）产业链及产业结构

一般而言，完善的产业链是有色金属企业的核心竞争力，前端的资源勘探开发是有色金属企业的核心资源。产业链的完整决定了企业的成本、盈利水平和发展前景。产业结

构上因我国主要有色金属资源相对稀缺，金属精矿供应能力长期不足，致使低端加工产能过剩与部分品种及高端深加工产品短缺并存。尽管目前我国的矿山开采能力在扩张，但仍低于冶炼与加工能力的增长速度，我国有色金属产业链结构性矛盾比较突出。在产业利润向上游转移的环境下，我国有色金属行业普遍盈利能力一般，产品收益基本以固定加工费为主，行业缺乏竞争力，产能退出机制不畅。同时，产业集中度低，企业实力弱。高端深加工生产线达产达标率普遍不高，中低端加工产品同质化严重。因此，完整的产业链是企业综合竞争力的重要指标，而政策的导向将直接影响到有色金属行业的发展。

### （三）资源对外依赖程度

有色金属行业属于典型的资源型行业，资源的储量规模和品质高低对行业的发展有着重要影响。而我国有色金属行业原材料自给率偏低，成为影响该行业发展的瓶颈。我国相关的矿石资源稀缺或生产成本低，导致需要长期、大量的进口，特别重要的铜、铝等有色金属产品对外依赖度高。因此，一方面我国有色金属行业受资源出口国政策变化、法律约束和基础设施薄弱等影响，进口资源面临许多不确定因素，有色金属行业抵御市场风险能力不足；另一方面基本金属价格为全球定价，我国无定价话语权。对于我国拥有资源优势的金属，大量小企业的偷采盗挖和走私出口等行为导致行业竞

争的混乱无序，议价能力偏弱。资源对外依赖度高和产品定价权的缺失使我国有色金属行业运行受产品价格波动的影响大。

#### （四）高耗能高污染

有色金属产品生产过程中消耗大量能源，行业用电量约占全社会用电总量的 8%。有色金属矿产品采选过程中一般会破坏地表植被、造成地面塌陷，生产冶炼环节可能产生汞、镉、砷、氰化物、苯、酚等众多有害物质。具体表现为我国有色金属矿山尾矿和赤泥累积堆存量越来越大；部分企业生产工艺和管理水平低，难以实现稳定达标排放；部分大型有色金属冶炼企业随着城市发展已处于城市核心区，安全、环境压力隐患加大；重点流域和区域砷、镉等重金属污染治理、矿山尾矿治理以及生态修复任务繁重。因此，有色金属行业属高耗能高污染行业，易受宏观政策的影响。

### 三、评级思路

安融评级在充分考虑有色金属行业特征和发展趋势，以及深入分析有色金属企业的经营风险和财务风险的基础上，遵从定性和定量分析相结合的原则，并以此确立有色金属企业的评级方法。安融评级以公司《信用评级方法总论》为指导，依据行业重点评级要素确立有色金属企业的评价指标。有色金属行业属周期性行业，宏观经济波动会影响行业需求；有色金属行业属于“两高一资”产业，易受宏观调控的影

响；有色金属行业产品价格波动也会对企业的经营产生显著影响；同时原材料自给率将决定企业的盈利能力。因此，宏观经济、产业政策、价格波动、原材料自给率等成为影响有色金属行业所有企业经营风险的重要因素。有色金属行业企业具有从上游资源勘探、开采到下游产业深度加工的部分或完整产业链条，同时具有资源开采业和制造业特征，因此，受评企业的产业链完整性、原料保障能力、规模及市场地位、业务结构、装备与技术、销售与渠道等因素是决定其自身经营风险的重要因素。此外，受评企业的财务政策、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流、偿债指标表现等是衡量其财务风险的重要方面。受评企业的治理结构、内部管理、发展战略、外部支持等也是影响有色金属行业信用风险的重要因素。

安融评级对上述指标进行考核是基于有色金属行业的特征而定的，许多方面的分析是互相交叉，互相支持的。安融评级指标体系框架包括三部分：定量考核、定性考核、评分调整。在评级实践过程中，安融评级在分析受评企业在各个评级要素表现的基础上，通过公司的《信用评级模型》获得受评企业的初步信用等级，再由公司信用评级委员会评审会议参考模型外级别调整因素，最终讨论确定受评有色金属企业的信用等级。

#### 四、评级要素

## （一）运营环境

### 1、宏观经济

有色金属行业是国民经济重要的基础产业之一，其发展趋势与宏观经济运行密切相关。宏观经济的周期性变化直接影响到有色金属行业的需求、盈利能力和现金流。首先，当宏观经济和下游产业的迅速发展导致对有色金属的需求增加时，有色金属供不应求，产品价格就会上涨，同时，行业盈利增加并带动行业的产能扩张和资源勘探的投入增长；当宏观经济和下游产业形势低迷时，国内外有色金属整体需求萎缩，有色金属产品价格下跌，企业盈利下降。因此，有色金属行业与下游关联度高，资源勘探周期长且不确定性大。其次，全球宏观经济走势疲软，进出口贸易额就会连续下滑；国际贸易摩擦加剧，影响铜、铝、镍等大宗资源供应的不确定性因素增加。再次，有色金属具有较强的衍生金融商品属性，各国货币政策分化将引发有色金属金融市场价格波动，弱化供需对有色金属价格的影响，使得价格波动更为复杂，企业投资和生产决策难度加大。最后，汇率上升，人民币贬值，有色金属产品出口价值自然下滑。因此，宏观经济变化对有色金属行业的影响，体现出波动性更加频繁、明显的特点。

安融评级主要关注：国际经济形势，全球主要经济体的GDP 增速、财政政策和货币政策，汇率、国际贸易环境；我

国宏观经济政策、投资和消费变化等。

## 2、产业政策

有色金属行业属于“两高一资”产业，受政策影响大。产业政策、税收政策和环保政策等均对有色金属行业产生直接影响。首先，对有色金属行业产生重大影响的产业政策主要有三类：有色金属鼓励类目录、有色金属限制类目录和有色金属淘汰类目录。在经济发展的不同阶段，以及根据有色金属行业发展过程中存在的状况，国家通过发布行业准入条件、产业结构调整指导目录、产业发展规划等各类产业政策对有色金属行业的发展方向进行引导和调整。因此，当产业政策持鼓励或支持态度时，行业发展面临的各种经营环境较好；当产业政策持限制或禁止态度时，行业发展面临的各种经营环境相对较差。现阶段，我国经济增速放缓和需求结构的变化将使有色金属行业发展迎来重大转折，在有色金属要素成本上涨和生态环境日益严重的情况下，迫切要求行业发展方式由规模扩张转向优化存量、控制增量和主动减量；同时，政府推进供给侧结构性改革、提质增效，由低成本资源和要素投入转向创新驱动，积极发展高端材料和实施智能制造，鼓励有色金属企业开展行业内上下游及跨行业联合重组，提高产业集中度，加强业务整合、流程再造，构建上下游一体化完整产业链，这将对有色金属生产企业的产能布局产生明显影响。因此，产能落后、产能布局不合理、技术落

后、达不到准入条件、经营业务及规模属于产业结构调整指导目录中规定的限制类或禁止类的企业，受政策的影响程度大。其次，当税收政策趋紧时，有色金属企业税收压力加大，成本上升，盈利下降；当税收政策趋松时，有色金属企业税收压力减轻，成本下降，盈利提升。再次，有色金属企业在经营过程中往往容易发生前述安全和环境破坏问题，环保政策的收紧将增加企业的资本支出和运营成本。目前，我国加强大气污染、水污染、土壤污染防治，严格控制重金属污染物排放，推广绿色低碳发展模式以及节能减排、资源综合利用技术，推进再生资源利用。行业整体的环保意识提高，有色金属行业面临较大的环保、节能减排压力。达不到水耗、电耗、煤耗、资源回收率标准、循环利用率、污染源排放标准的企业，政策风险较大。

安融评级主要关注：目前执行的产业政策及其未来变化趋势等。

### 3、价格波动

有色金属价格在供需关系上，主要受宏观经济的影响，当宏观经济处于上行阶段，有色金属价格上升，由此企业利润增加，产能增加；当宏观经济处于下行阶段，产能过剩加大了供需矛盾，由此有色金属价格疲软，对企业利润产生冲击。有色金属产品价格基本以美元定价，美元的汇率波动对有色金属价格产生较大的影响。一般情况下，美元走强，有

色金属价格下跌；美元走弱，有色金属价格上涨。有色金属中大部分产品具有完善的期货交易市场，因而具有一定的金融衍生性，受资金流动性的影响大；期货市场定价的高度敏感性加大了有色金属价格的波动。因此，全球主要经济体货币政策的变化对有色金属价格走势具有明显影响。我国主要有色金属矿产对外依赖性强，需要大量进口，国外矿产资源的供给受所在国的政治及经济环境、自然条件、劳工矛盾、成本上升等因素的影响，原料供应环境变化也对有色金属价格产生影响。未来有色金属产品价格的主要取决于新兴经济体对有色金属产品的消费状况，受这些经济体所在国的政治及经济环境影响，有色金属产品价格波动风险增加。

安融评级主要关注：国内外有色金属的供需关系变化，国内外宏观经济形势、美元走势、市场资金流动性、原料供应环境变化及未来走势等。

#### 4、资源储备

目前，我国拥有丰富的有色金属资源总量，但各品种资源储量分布不均，部分重点金属资源储量低，对外依赖度强。随着我国对有色金属需求的增长，有色金属矿山出现矿石量减少，矿石品位下降的状况，资源储量优势逐渐消失，国际定价能力削弱，从而我国有色金属行业存在资源保障风险。目前，国家矿产品收储提升至战略高度。矿产品储备包括“矿产品战略储备”和“矿产品战略基地储备”，我国采用国家



储备和民间储备相结合的方式。当矿产品储备体系进入实际市场经济操作层面时，会对矿产品市场价格预期和真实供需格局产生即时性影响。“收储”拉升有色金属价格，“抛储”则压低有色金属价格。我国有色金属行业为了持续发展，加大了资源勘探和资源并购的力度，但资源勘探投入大且勘探周期长；同时，行业的资源并购主要在国外进行，由于政治、军事、法律等因素，国外资源并购存在较大的不确定性。

安融评级主要关注：我国有色金属上游储备资源量的变化、资源自给率，消耗量和进出口量的变化，资源勘探计划、国外资源并购和勘探等。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

有色金属行业属于周期性较强的行业，而周期性较强的行业其规模对提高议价能力，增强风险抵御能力作用重大。有色金属企业规模和生产能力越大抵御行业周期性波动强、获得原材料和客户资源相对稳定、成本越低、市场竞争优势明显、议价能力越强、市场名气也越大、企业经营风险越低、地位也越巩固。有色金属企业生产包括采选、合金制造、冶炼和压延加等，整个产业链较长，现在利润呈现向两端分布趋势，企业所处产业链位置对市场地位有较大影响。有色金属产品类别多，经营不同产品的企业在整个有色金属行业中的地位也存在区别。对于经营多种金属类别的企业，不能通

过单纯的生产能力或实际产量相加来进行对比，一般应在细分子行业内进行比较；同时资产分布相对分散的企业，也应对单体经营实体的生产能力和生产规模进行对比，以综合衡量其规模和市场地位。

安融评级主要关注：企业的资产、资本和收入规模，总产能与实际产量、细分产品产能与产量、市场占有率和子行业集中度等。

## 2、原材料及能源供给力

我国是世界上最大的有色金属消费国，但有色金属矿产资源相对短缺，自给率低，精矿原料需要大量进口、行业利润集中于产业链前端。矿山资源拥有水平和原材料自给率高低决定了有色金属行业的持续发展能力、行业竞争能力、生产经营稳定性和盈利能力。企业拥有的资源量越大，自给率越高，其可持续发展能力越强，原料保障压力小，受原料市场变化的影响相对较低，生产稳定性越好，行业盈利能力越强，抵抗风险能力越强。我国有色金属压延加工行业具有明显的产业集群特征，加工企业通常集中于消费市场或大中型冶炼企业所在地，这有利于加工企业原料保障的稳定性。除矿产品原料外，安融评级对企业生产所需的油、电、煤等能源或材料的供给能力、供给成本以及供给的便利性，也采取类似的分析思路。

安融评级主要关注：企业拥有资源总量和经济开采量、

开采条件和矿石品位、未来获取资源的预期、现阶段的自给率及未来变化趋势等；对没有原料或能源自给条件的企业，还考虑企业所在的地理位置、交通便利性、周边区域的原料供应能力及与供应商的合作关系等。

### 3、产品结构

有色金属产品类别多、生产环节多、运营多元化，产品结构相对丰富，这有助于企业分散经营风险。一般而言，有色金属产品类别越多、生产环节越多、运营多元化程度高、产业链越完整、产品中高附加值产品所占比例高、产品结构多样化，越有利于企业生产经营的稳定性和提升市场竞争力，同时在一定程度上为企业提供风险的缓冲。有色金属兼有金属属性和金融属性，主要有色金属都具有完整的期货市场，有色金属产品价格稳定性较弱，主要有色金属所占比例对企业经营产生较大影响。另外，作为安全环保隐患较多的有色金属行业，企业矿山、冶炼厂等资产的完全集中容易使其在面临安全环保事故时存在生产完全停滞的状况，资产布局的相对分散有利于企业经营的持续性和相对稳定性。

安融评级主要关注：产品种类、产量结构、产业链分布、产业链各环节资产布局、矿山数量、冶炼厂或加工厂的数量和地理位置等。

### 4、生产技术

生产技术创新作为引领发展的第一动力，在有色金属工

业中具有主体地位。大型化、机械化、现代化等是有色金属企业装备水平的发展方向。一般情况下，企业装备的设备越先进，运行稳定性越好，产品质量越可靠，运行效率越高，能耗水平越低，生产成本越低，经营风险越小；同时，生产技术及工艺水平越先进，资源利用率或回收率越高，产品质量水平越高，生产成本越低，经营风险越低。反之，设备陈旧或先进程度不够或生产工艺落后，在产品质量、能耗水平、成本控制方面的竞争能力则相对较弱，未来更新设备、改进工艺等方面的资本支出越大，经营风险越高。

安融评级主要关注：有色金属企业在精深加工、资源开发、冶炼、重金属污染防治、资源综合利用、应用技术等方面技术先进程度、工艺及设备先进程度、技术人员能力、研发投入和技术储备等。

## 5、销售渠道

销售在企业发展中起到龙头作用，应该利用先进的营销理念来拓展更宽广的市场。良好的销售状况是生产经营有序和现金流畅通的保证，而较差的销售可能导致产品积压和现金流紧张，经营风险上升。拥有完善的销售渠道，具有良好价格敏感度的企业更易获得良好的销售业绩。有色金属矿业企业通常位于西部等经济不发达地区，物流不便，基础通信设施差，原材料物流成本高，竞争能力下降，而在销售模式的选择上，由于代销和直销的毛利率不同，因此采用直销模

式和加强企业销售信息化建设水平将获得良好的销售状况。有色金属企业为扩展业务往往采取直销和代销相结合的模式，而同下游较大民营企业和国有大型企业建立稳固的合作关系是稳定销售额的重要手段之一，因为这类企业加工费相对较高，产品品质要求也高，所以对受评企业产品质量和提高品牌效应都有较大影响。此外，对市场信息的搜集和分析利用强的企业，往往对市场反应更为敏捷，产品定价紧跟市场，可根据市场所需来生产与之匹配的产成品。一般来说，在销售中价格、数量、流程、风险控制良好的企业一般能获得比较好的销售业绩和信用评价。

安融评级主要关注：企业的地理位置、运输条件、销售网络的区域分布以及与需求市场的匹配性、客户稳定性、客户集中度、市场变化敏感度、价格判断能力、套期保值的实际交割情况等。

## 6、战略与管理

战略管理是指对一个企业在一定时期的全局、长远的发展方向、目标、任务和政策，以及资源调配做出的决策和管理艺术。企业战略管理，包括战略制定与战略实施两个部分。一方面，当受评企业战略规划符合行业发展趋势，经营决策科学、合理时，有助于经营目标的实现和管理制度的贯彻执行；另一方面，在企业现有的资本结构和管理能力下，战略规划可行性高，其经营决策和经营目标稳定性高，运营效率

也高。一般情况下，治理结构越完善，管理方式越科学，内控机制越完善，管理制度越具有可操作性，经营目标越易实现，企业风险越低。

我国有色金属企业既存在国有企业、私营企业，也存在混合所有制企业，其股权清晰性需要关注；有色金属属大宗商品，资金具有大进大出的特点，资金管理具有相当的重要性；有色金属企业多存在安全环保隐患，事故容易导致生产的中断和大量的资本支出；大量有色金属企业拥有金属贸易业务，产品流通贸易是把握市场行情、提升企业市场知名度、扩大市场份额的重要手段；期货套保是企业控制价格风险、锁定利润的重要方式，但部分庄家恶意做多或做空一些金属，引发商品价格震荡，所以也容易产生损失风险。

安融评级主要关注：管理架构的合理性、三会运作的机制及决策机制，董事会、监事会成员的组成、及成员管理经验，管理制度的齐全性和可操作性等；发展战略可行性，经营规划的激进程度，发展目标的合理性与可行性；资金管理、安全环保管理、贸易业务管理和期货业务管理等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

资产质量的好坏主要表现在资产的账面价值与其变现价值量或进一步利用的潜在价值量之间的差异上。一般来说，企业的资产质量越高，生产经营的稳定性越好，企业的

盈利能力和偿债能力越有保障，财务风险较低。有色金属原材料价高，在生产经营中需要大量现金流以维持企业的正常运行，当现金资产比重过低时可能会导致经营的困难。有色金属企业也存在一定量的应收账款，账龄超过一定期限的应收账款可能发生坏账损失，当企业的应收账款比重超过行业平均水平时，可能存在资金回收风险。有色金属企业需要较大的原料储存，同时销售结算的周期也使得商品的账面价值较高。因此，存货在资产总额中所占比重高，有色金属产品的价格波动频繁，可能导致存货跌价损失风险。固定资产是有色金属企业运营的基础，是企业资产价值最大的部分。因此，固定资产的使用年限及运行效率等是重点考察的内容。与其他一般制造企业不同的是，有色金属企业可能存在较多的无形资产，特别是各类矿权，其所代表的资源禀赋对企业未来的发展具有重要影响。

安融评级主要关注：总资产增长率、总资产中流动资产同固定资产分别所占比重、流动资产中现金资产和存货资产所占比重、存货资产中库存商品所占比重；应收账款周转率、坏账计提政策及变化，存货周转率，固定资产成新率，无形资产的类别及来源和资产评估情况等。

## 2、资本结构

企业资本是由负债资本和所有者权益资本组成的，是企业筹资决策的核心问题。资本结构体现出企业的财务政策，

一般情况下，资本结构越稳健，杠杆水平越低，财务风险也越低。有色金属产品多为标准化或同质化产品，为巩固或提升市场地位，以单纯的产能扩张来提升市场影响力的企业可能采取资源并购，固定资产投资规模大，对长期资金的需求大。另一方面生产原料在有色金属产品成本中占比高，企业对上游原料供应商议价能力弱，原材料采购的刚性现金支出使其对短期流动性资金需求较高。为满足长、短期资金的需求，有色金属企业的债务融资较为普遍和频繁。一般而言，有色金属行业内部，采矿业的平均负债水平显著优于冶炼及压延加工业，贵金属行业优于常用有色金属业，金属贸易业务量大的企业负债水平相对较高。有色金属企业无形资产相对较多，可能给企业带来较好的负债指标，但其实质的债务负担并不一定轻于负债指标高于它的企业。有色金属产品价格波动相对较大，短期内的收入波动对短期债务的保障能力有影响，特别是价格趋势走弱时，短期负债水平偏高的企业更易受到影响。另一方面，有色金属企业负债结构存在不合理的状况，直接表现为流动负债比重高、短债长投的特点。

安融评级主要关注：资产负债率、全部债务资本化比率；负债和债务期限结构、权益稳定性、资产结构与债务结构、权益结构的匹配性。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，是偿债资金的最终来源和偿债



能力的保证，一般来说，盈利能力强的企业，现金流较充足，财务风险低。对有色金属行业这种利润集中于上游的企业来说，企业的原料、能源自给率水平及稳定性对企业的盈利能力及盈利稳定性具有重大影响。有色金属加工企业的利润一般来源于相对固定的加工费，而大部分冶炼企业的利润取决于冶炼加工费、实际冶炼回收率、副产品收益和价格波动收益等四个方面。有色金属行业固定资产投资较大，折旧费用固定。因此，企业的开工率对单位产品分担的固定费用具有重要影响。劳动力成本具有上升趋势，债务产生的财务费用亦具有显著的刚性，为锁定利润，有色金属企业期货套保现象较为普遍，规范的套保可能在报表上反映出大额的期货交易损失，其可在产品成本等方面可以实现对冲，但实质的套利行为则可能带来重大的经营损失。因此，影响有色金属企业会计利润的因素较为复杂，单纯的营业毛利率不能完全体现产品的获利能力，不同的债务水平也使企业的经营业务利润可比性相对降低。

安融评级主要关注：EBIT 利润率、原料能源自给率、加工费水平，冶炼加工费、实际冶炼回收率、副产品收益和价格波动收益等。

#### 4、现金流

有色金属企业现金流的足够流动性能够有效保障其在季节性和周期性压力下按时偿还债务。而有色金属行业现金

流波动性相对较高，资本支出规模较大。首先，经营净现金流量越大，对上下游的资金占用越多，企业在行业中的竞争地位越突出；有色金属企业的应收账款水平低，企业的经营活动现金流入量基本与收入水平相一致或具有同向的变动；无论是冶炼企业还是加工企业，相对于上游，企业对原料的议价能力较弱，基本不存在对上游资金的占用，并存在资金预付的情况。因此，有色金属企业经营活动获取现金净额的能力并不强，持续为负的经营现金流量净额可能体现出企业存在资金压力。其次，作为重工业的一类，有色金属企业为维持正常的运转通常发生较大额的机器设备维护支出；为保障原料供给能力，企业可能存在资源并购的可能；而作为产品标准化较为明显的行业，企业通常通过单纯的规模扩张以增强其行业地位和竞争力；有色金属企业的投资活动支出规模较大，但脱离企业自身财务实力而进行的激进投资可能导致较大的财务风险；而筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。最后，企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。

安融评级主要关注：收入的现金实现质量、经营活动产生的现金净额及波动性；发展规划及投资计划；筹资规模与经营状况的匹配性等。

## 5、偿债能力

偿债能力是衡量企业的盈利能力和现金流状况对其债

务保障能力的综合性因素，也是决定其财务风险的关键。一般情况下，偿债指标表现好，财务风险低，相同经营风险条件下，企业信用风险低。对有色金属企业的偿债能力分析一般关注其短期偿债指标和长期偿债指标，同时考虑外部融资环境。首先，有色金属产品多属同质化产品，流动性和可变现性强，经营现金流量大，需考虑经营活动现金流入量流动负债比对受评企业经营活动的影响；有色金属价格波动频繁，产品价格变化对企业的收入和经营现金流量水平，以及短期资金的周转能力具有重要影响；有色金属企业资产中存货占比大，在关注流动比率指标时，还应结合考虑存货周转效率、现金类资产对短期债务保护能力和经营活动现金对短期债务的保护能力综合判断短期偿债能力。因此，短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金的需求而产生的短期银行借款，债务期限过于集中会对企业财务造成很大压力。其次，在行业处于景气时，企业盈利和现金流状况表现较好，但有色金属行业周期性明显，所以对企业长期偿债指标的判断，不能单纯依据企业最近年度的现金流和 EBITDA 对债务的保障程度下结论，要考虑行业不景气时企业相关指标的变化，如货币资金储备和银行的流动性支持；有色金属企业存货规模和经营性应收应付项目的变化对经营现金净流量产生较大影响，而长期来看，偿债资金来源和 EBITDA 具有很大相关性，对长期偿债能力安融评级更倾向于对全部

债务/EBITDA 指标的分析。

安融评级主要关注：债务规模、流动比率、速动比率、期限分布、短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度； EBITDA 对债务的保障程度、货币资金储备、银行的流动性支持、经营活动现金流量流动负债比等。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

矿产资源是有色金属企业持续发展的基础，同时有色金属行业是高资本支出行业，因此企业在矿产获取或规模扩张时能够获得股东在资金、资源等方面的大力支持，则可在很大程度上降低企业的经营压力，提升其信用品质。不同企业的股东背景存在较大差异，所获得的外部支持力度也不尽相同。

安融评级主要关注：政府对并购重组、资源政策和资源储备补贴；股东背景、公司与股东关系、历史上企业所获得的股东支持规模和频率、未来股东的资产注入计划等。

##### 2、政府支持

有色金属行业不同性质、不同类型以及不同地区所获得的政府支持力度是不一样的，主要体现在并购重组、资源政策和资源储备补贴上。

#### （五）特殊调整因素

安融评级对其它特殊事件也会重点关注，如重大兼并收

购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事故和公关危机等。

## 五、评级指标体系

表：有色金属行业信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标    | 三级指标   |
|------|---------|--|
| 运营环境 | 宏观经济    | 国际经济形势，全球主要经济体的 GDP 增速、财政政策和货币政策，汇率、国际贸易环境；我国宏观经济政策、投资和消费变化等 |
|      | 产业政策    | 目前执行的行业政策及其未来变化趋势等   |
|      | 价格波动    | 国内外有色金属的供需关系变化，国内外宏观经济形势、美元走势、市场资金流动性、原料供应环境变化及未来走势等         |
|      | 资源储备    | 我国有色金属上游储备资源量的变化、资源自给率，消耗量和进出口量的变化，资源勘探计划、国外资源并购和勘探等         |
| 经营实力 | 规模和市场地位 | 企业的资产、资本和收入规模，总产能与实际产量、细分产品产能与产量、市场占有率和子行业集中度等               |
|      | 原材料及能源  | 企业拥有资源总量和经济开采量、开采条件和矿石品位、未来获取资源的预期、现阶段的自给率                   |

|    |       |   |
|----|-------|---|
|    | 供给力   | 及未来变化趋势等；对没有原料或能源自给条件的企业，还考虑企业所在的地理位置、交通便利性、周边区域的原料供应能力及与供应商的合作关系等  |
|    | 产品结构  | 产品种类、产量结构、产业链分布、产业链各环节资产布局、矿山数量、冶炼厂或加工厂的数量和地理位置等  |
|    | 生产技术  | 有色金属企业在精深加工、资源开发、冶炼、重金属污染防治、资源综合利用、应用技术等方面技术先进程度、工艺及设备先进程度、技术人员能力、研发投入和技术储备等  |
|    | 销售渠道  | 企业的地理位置、运输条件、销售网络的区域分布以及与需求市场的匹配性、客户稳定性、客户集中度、市场变化敏感度、价格判断能力、套期保值的实际交割情况等   |
|    | 战略与管理 | 管理架构的合理性、三会运作的机制及决策机制，董事会、监事会成员的组成、及成员管理经验，管理制度的齐全性和可操作性等；发展战略可行性，经营规划的激进程度，发展目标的合理性与可行性；资金管理、安全环保管理、贸易业务管理和期货业务管理等 |
| 财务 | 资产    | 总资产增长率、总资产中流动资产同固定资产分   |

|      |      |   |
|------|------|---|
| 实力   | 质量   | 别所占比重、流动资产中现金资产和存货资产所占比重、存货资产中库存商品所占比重；应收账款周转率、坏账计提政策及变化，存货周转率，固定资产成新率，无形资产的类别及来源和资产评估情况等         |
|      | 资本结构 | 资产负债率、全部债务资本化比率；负债和债务期限结构、权益稳定性、资产结构与债务结构、权益结构的匹配性  |
|      | 盈利能力 | EBIT 利润率、原料能源自给率、加工费水平，冶炼加工费、实际冶炼回收率、副产品收益和价格波动收益等  |
|      | 现金流  | 收入的现金实现质量、经营活动产生的现金净额及波动性；发展规划及投资计划；筹资规模与经营状况的匹配性等  |
|      | 偿债能力 | 债务规模、流动比率、速动比率、期限分布、短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度； EBITDA 对债务的保障程度、货币资金储备、银行的流动性支持、经营活动现金流量流动负债比等 |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系、历史上企业所获得的股东支持规模和频率、未来股东的资产注入计划等  |

|        |      |   |
|--------|------|---|
|        | 政府支持 | 并购重组、资源政策和资源储备补贴                        |
| 特殊调整因素 | 特殊事件 | 重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事故、公关危机等 |



# 建筑行业信用评级方法

## 一、行业界定

建筑行业是国民经济的物质生产部门，为国民经济发展和人们物质文化生活提供建筑产品。建筑行业对国民经济增长贡献较大，是社会固定资产形成的主要动力之一，属于国民经济发展的重要支柱产业。

根据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)，建筑业(E)主要包括：(1)房屋建筑业(E47)，指房屋主体工程的施工活动，不包括主体工程施工前的工程准备活动；(2)土木工程建筑业(E48)，指土木工程主体的施工活动，不包括施工前的工程准备活动；(3)建筑安装业(E49)，指建筑物主体工程竣工后，建筑物内各种设备的安装活动，以及施工中的线路铺设和管道安装活动，不包括工程收尾的装饰，如对墙面、地板、天花板和门窗等处理活动；(4)建筑装饰和其他建筑业(E50)，指对建筑工程后期的装饰、装修和清理活动，以及对居室的装修活动和其他建筑活动业务。

## 二、行业分析

### 1、周期性/需求驱动性行业

建筑业是典型的周期性行业，受宏观经济变化和宏观经济政策影响较大。涉及建筑的相关市场行业有房地产、公用基础设施、交通、电力和钢铁等行业。在国民经济发展的不同阶段，各行业受宏观经济周期波动的影响存在差异，所以其受经济周期波动风险大小不同。作为投资驱动型行业，建

建筑业发展与固定资产投资相关度较高，呈现出较强的周期性和政策依赖性。在经济处于复苏与上升发展周期，固定资产投资会相应增加，对建筑行业发展形成正面的支撑，行业盈利能力也会逐渐提高；当经济步入下行通道或发展速度减慢时，基础设施建设投资以及房地产投资将会有所减少，建筑行业的盈利能力也会受到冲击。

## 2、行业集中度偏低，市场过度竞争

建筑业为劳动力密集型行业，技术含量和附加值相对较低，进入门槛不高，加之我国区域经济发展不平衡，各地区对不同项目均具有层次性需求，各种规模、不同施工技术水平的企业目前均可获得一定的市场份额。国内建筑市场参与者高度分散，施工企业数量众多，市场化程度较高，大量规模和实力相似的企业经营领域趋同，过度集中于相同的目标市场，建筑行业市场竞争十分激烈。

## 3、财务杠杆较高，对资金需求大

建筑行业具有高负债运营的特点，施工企业资产负债率普遍偏高，面临一定的资金压力。建筑企业承揽项目的前期投标保证金和履约保证金等形式的保证金占款较大，尤其是施工企业承揽 BT、BOT 和 PPP 等资本运营项目，前期资金投入较大。在这种情况下，施工企业常常面临较大的流动资金压力和较重的债务负担。同时，施工企业垫资施工，资金占用多、周转慢、风险大，要求建筑安装企业有较雄厚的资金

实力。

#### 4、受政策影响较大

建筑行业作为固定资产的生产实现环节，与各行业均有着紧密联系，对政策具有高度敏感性。财政政策、货币政策、产业政策以及其它相关政策都会对建筑行业产生影响。政府的基础设施投资规模受财政政策影响较大，进而影响到建筑行业的整体市场容量。货币政策对建筑行业的影响主要体现在两方面：一方面，由于建筑行业资金需求量大，较为依赖银行贷款；另一方面，货币政策会影响房地产开发等建筑行业的关联产业资金筹集，并将资金压力传导给建筑行业。产业政策主要是优化建筑产业结构，通过资质等级管理条例的制定来规范建筑行业的产业结构。其他相关政策主要包括其他各行业的政策以及节能环保政策等。

#### 5、安全与质量

建筑施工主要为露天、高空、地下作业，多工种、多机具交叉，强度、难度和危险性都较大，因而施工安全与质量问题构成建筑行业固有的风险要素，施工地理条件以及施工天气的变化进一步加大这种风险。安全与质量作为建筑行业面临的固有风险之一，其对建筑行业的影响主要表现在：（1）对于安全事故的防范以及质量的把控提升了行业的进入壁垒，而且这种壁垒随着社会需求的升级而不断强化；（2）安全事故导致的人员伤亡、工程进度滞后等问题增加了运营成

本；（3）质量问题导致项目无法按期验收，企业面临款项无法回收或合同违约风险；（4）安全与质量问题对企业声誉将产生重大影响，进而削弱了市场竞争力。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对建筑行业的评级思路是：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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、宏观经济

全球经济下行周期，一些工程特别是境外工程往往会因资金短缺缓建、停建或压缩投资规模，因而建筑企业存在资金回收难等风险。特别对出口信贷、BOT 项目，由于其投资回收期很长，人民币汇率制度的改革会对此类项目产生长期影响。这些都对承担和开拓国际市场的建筑企业总体盈利产生影响。此外，建筑行业是固定资产投资的实现环节，国家宏观投资政策的变化对其有着重要影响，尤其是固定资产投资、基本建设投资、更新改造投资和房地产开发投资等方面的政策变化。

安融评级主要关注：（1）宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对建筑企业的市场需求、固定资产投资、税负与资金成本的影响等；（2）结合企业主要工程周期分析金融形势、通货膨胀对企业重要工程项目影响；（3）国际承包工程市场的政治经济环境。

#### 2、区域市场环境及定位

我国建筑行业区域化特征明显。东部地区始终保持建筑行业主力地位，中、西部地区建筑行业企业产值增长较快。从规模、收入和利润来看，建筑行业在地区间的分布比较集

中，发展最快的地区是浙江、江苏、山东、广东、北京和上海。在分析建筑企业的市场环境情况时，不但要分析区域经济情况和固定资产投资情况，还要分析不同区域的市场占有及份额情况。

安融评级主要关注：（1）所处地区经济周期及对建筑行业的影响；（2）该地区经济发展状况、政府和企业投资情况等，如 GDP 增长率、固定资产投资和新开工及竣工面积等；（3）主要专业领域在不同区域的收入构成，区域内企业排名、市场份额大小及增长情况等。

### 3、产业政策

建筑行业粗放型的增长方式很难发生根本转变、信息化发展缺陷明显和信用缺失严重等很多问题需要调整和深化，所以规范建筑行业及相关行业政策的出台或修订会使部分企业面临不确定性风险。

安融评级主要关注：（1）产业发展政策对建筑行业的产业结构、产业技术和产业组织的影响；（2）节能与环保政策对建筑行业施工设备和施工成本的影响；（3）相关行业的政策变动，特别是房地产行业的变动对建筑行业的影响等。

### 4、行业及相关产业的发展状况

建筑行业的产业关联度较高，其上下游企业对建筑企业的经营收益产生很大影响。上游的钢铁、水泥以及玻璃等建材行业价格变化影响到建筑企业的采购成本，下游的基础设

施建设和房地产市场的需求则直接影响到建筑行业的需求。

安融评级主要关注：（1）建筑行业市场环境和区域发展差异；（2）行业内市政建设、国际工程承包、水利水电施工、铁路施工、公路和路桥施工市场的竞争状况及分布范围；（3）房地产开发行业的发展趋势、当前的发展状况；（4）建材行业市场变化对建材价格的影响。

## （二）经营实力

### 1、企业经营规模

规模是建筑企业获取市场竞争地位的基础条件之一。一般而言，规模大的建筑企业将具有较好的竞争优势。主要由于：（1）规模大的企业在施工队伍、技术实力方面具有较好保证，拥有承建、招揽大型工程项目的能力；（2）规模大的建筑企业受行业壁垒的限制较小，在业务谈判或招投标中具有一定的竞争优势；（3）规模大的企业在获取政府、金融机构等外部支持时更具优势；（4）在行业景气度下降时，规模大的企业具有更强的抗风险能力；（5）规模大的建筑企业可统筹调配多个项目，避免因项目真空而出现人员、设备闲置情况，可以节约成本。

安融评级主要关注：企业总资产规模、企业已承接项目数量及金额和新承接项目合同数量及金额等。

### 2、资质等级

施工资质直接反映了建筑企业在规模、资金、管理和技



术等方面的综合实力，决定了企业所能承担的工程范围，因而施工资质是区分建筑施工企业整体实力的重要指标之一，是建筑企业的重要基础条件。分析建筑企业拥有的资质情况是判断建筑企业在不同领域能力的基础评判标准。建筑企业只有在取得相应资质证书后，方可在资质许可的范围内从事建筑施工活动。

安融评级主要关注：（1）企业拥有的序列资质情况；（2）企业拥有的资质组合情况，包括企业拥有的资质数量与不同业务领域的资质情况。

### 3、技术水平

一般来说，建筑行业属于劳动密集型行业，从业门槛不高。但伴随着建筑行业竞争的不断加剧，加上建筑行业不规范操作等多种造假行为，在竞标过程中构成的竞争门槛不断失效；而某些子市场技术难以模仿，技术水平成为建筑企业核心竞争力。另一方面，业主的需求不断升级，要求企业具有解决新工艺等问题的能力，促进了企业竞争能力的提高。建筑企业的技术壁垒主要体现在细分领域，房屋建筑、大型公共基础设施建设和专业性项目的技术壁垒依次提高。

安融评级主要关注：（1）企业所处领域的技术情况；（2）企业的技术装备情况，主要生产设备的先进性和成新率；（3）企业的技术研发投入情况以及企业应用新技术及节能环保技术的情况。

#### 4、管理与战略

管理层对企业的市场定位和经营风险是否有足够的认识，是否能根据企业的实际情况和经营环境的变化制定切实可行的发展战略，是企业未来生存和发展的关键。对于资本支出较大的建筑行业而言，清晰的战略规划和可靠的执行能力有助于判断企业未来业务结构、资本支出和偿债压力。

安融评级主要关注：（1）股东、董事会、管理层乃至员工之间的权责明晰状况和激励约束机制；（2）股权结构、董事会的独立性和运作情况，监事会的监督和企业的外部监督和管理层及员工激励、约束机制的安排等；（3）管理制度的健全程度、内部控制制度的执行情况、决策机制的科学合理性、危机应对措施的全面有效性等；（4）企业管理目标与实际业绩进行对比；（5）企业管理者在行业不景气期间的管理绩效和危机处理能力；（6）企业专业人员数量与素质；（7）企业对项目的组织与人员、资金管理，包括项目部的组建与运作方式，是否分包、工期安排和技术装备等；（8）现场施工管理、施工质量管理、环境保护管理和重大事故应急管理；（9）企业对进度不同的项目协调与管理能力等。

#### （三）财务风险

##### 1、资产质量

建筑行业虽属于典型的劳动密集型行业，但需要大量的

资金投入，建筑企业项目的前期投入、建筑材料的购买和加工需要大量的现金支出。建筑企业产品周期一般较长，应收账款较大，需要一定量的存货占用，因而存货结构和规模、应收账款的数额占比都会影响到企业的资产质量。特别是在经济下行期，应收账款周转率影响现金回流速度，偏低的应收账款周转率将加大建筑企业的现金周转困难；存货周转率偏低则意味着存货积压和存货减值风险，降低盈利水平。

安融评级主要关注：（1）存货周转率与应收账款周转率；（2）资产结构，包括现金占比、存货占比和应收账款占比等；（3）资产通过经营活动创造现金的能力。

## 2、资本结构

一般建筑工程项目需要前期垫资，建筑企业具有长、短期资金需求量大和高财务杠杆等特征，并且主要以银行借款为主，债券和股票融资相对占比较小。建筑产品生产周期长，一般会超出1个会计年度。一次性资金投入量大，定期利息支出给企业带来压力。企业的资本结构与资产结构的匹配程度对偿债能力的影响也很重要。用短期资金来源满足长期投资需要，短期内会面临较大的偿债压力；用长期资金来满足短期投资需求，会对长期偿债能力产生负面影响。

安融评级主要关注：（1）杠杆水平：包括资产负债率、总资本化比率；（2）利息支出；（3）长期资本与长期资产的匹配程度等。

### 3、盈利能力

盈利是现金流的主要来源和企业偿债能力的重要保障。建筑企业整体的微利现实使得盈利能力对于评定建筑企业信用风险尤为重要。盈利能力较高的建筑企业在经济下行周期具有更强的抵御风险能力。盈利能力是建筑企业生产方式、产品结构、技术水平、管理水平和成本控制能力等因素的综合反映。

安融评级主要关注：（1）成本控制水平，包括毛利率，成本费用利润率；（2）盈利的持续性与稳定性，包括营业利润、利润总额和净利润的增长率与波动率；（3）盈利水平，包括各项盈利性指标变动情况及原因；（4）资产和权益资本获取收益的能力，包括总资产报酬率和净资产收益率等。

### 4、现金流

建筑行业资金需求大、建筑产品建设周期长（一般大于1个会计年度），建筑企业大量应收、应付账款会使现金实际流入和流出量与销售收入、营业支出等盈利指标相差较大。建筑企业承揽项目时一般需缴纳投标保证金及垫付部分资金，并在项目竣工后会有部分质保金短期无法回收，因而需要关注其施工项目收入结算及回款、在建项目资金需求规模、未来业务增长导致的资金需求等。

安融评级主要关注：（1）现金流量，特别是经营性净现金流的变化和稳定性；（2）现金流对流动和长期债务的覆盖

程度，包括 EBITDA/营业总收入、经营活动净现金流/利息支出、经营活动现金流/到期债务等。

## 5、偿债能力

建筑企业短期偿债能力的大小，主要取决于流动资产的数量和质量，即资产的变现能力和变现速度，经营现金流动负债比率来考察建筑企业的短期债务偿还能力；长期偿债能力的大小，主要取决于资产结构的合理性、稳定性和长期盈利能力，用 EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等指标来衡量。

安融评级主要关注：速动比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等。

### （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、财务安全等方面可获得额外的保障。外部支持分析重点考虑股东及政府的信用支持对评级对象整体信用质量的影响。

#### 1、股东支持

股东支持，主要考虑股东实力和支持的可能性。股东实力方面主要考察股东的企业性质、行业地位、竞争能力和财务状况；股东支持可能性方面，重点考察企业在股东战略定位中的位置、业务体系里的地位、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。

安融评级主要关注：股东实力、股权结构，企业对股东的重要性、股东对企业的支持力度和支持方式等。

## 2、政府支持

政府支持，主要考虑当地政府在土地、税收和资金等方面给予的支持。建筑企业数量多、同质性强，产业结构不合理，为提高产业集中度，在企业整合过程中，不同所有制、不同子市场、不同规模的建筑企业获得政府支持的力度可能性有所不同，这对其未来的信用状况也有很大影响。因此，在对企业进行信用评级时，还必须考虑不同地区、不同性质以及不同类型建筑企业获得的政府支持程度。

安融评级主要关注：政府支持力度和支持方式，包括在土地、税收和资金等方面给予的支持。

### （五）特殊事项风险

安融评级还考虑或有事项或隐性债务等其他因素对建筑企业偿债能力的影响。这些因素包括但不限于：（1）担保情况是影响建筑企业偿债能力的重要因素。第三方提供的担保提高了建筑企业债务的安全性，但建筑企业为第三方提供担保则会对自身的偿债能力形成负面影响；（2）或有事项所导致的或有义务只有符合会计准则规定的部分才作为预计负债在资产负债表里反映，还有一部分仅仅是在财务报表附注中进行披露，这部分或有义务构成了企业的隐性债务，包括未决诉讼、票据贴现和经济纠纷等；（3）建筑安装工程企业经常发生经营租赁业务，所以应考虑租赁费用对偿债能力的影响；（4）其他重大不利事项。

## 五、评级指标体系

表：建筑行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标         | 三级指标   |
|------|--------------|--|
| 经营环境 | 宏观经济         | 宏观经济政策、工程周期内金融形势、国际承包工程市场的政治经济环境等  |
|      | 区域市场环境及定位    | 所处地域经济周期、区域市场环境等   |
|      | 产业政策         | 各种产业发展政策、节能与环保政策，相关行业政策等   |
|      | 行业及相关产业的发展状况 | 建筑行业市场环境、区域发展差异；行业内市政建设、国际工程承包、水利水电施工、铁路施工、公路、路桥施工市场的竞争状况及分布范围；房地产开发行业的发展趋势、当前的发展状况；建材行业市场变化对建材价格的影响 |
| 经营实力 | 企业经营规模       | 企业总资产规模、企业已承接和新承接的项目数量及金额等   |
|      | 资质等级         | 企业拥有的序列资质情况；企业拥有的资质组合情况  |
|      | 技术水平         | 企业所处领域的技术情况；企业的技术装备情况，主要生产设备的先进  |

|      |       |   |
|------|-------|---|
|      |       | 进性和成新率；企业的技术研发投入情况以及企业在新技术以及节能环保方面的技术应用情况等  |
|      | 管理与战略 | 股权及激励约束机制；股权结构、董事会的独立性和运作情况，监事会的监督和企业的外部监督以及管理层及员工激励、约束机制的安排；管理制度的健全程度、内部控制制度的执行情况、决策机制的科学合理性、危机应对措施的全面有效性；企业管理目标与其实际业绩进行对比；企业管理者在行业不景气期间的管理绩效和危机处理能力；企业专业人员数量与素质；企业对项目的组织与人员、资金管理，包括项目部的组建与运作方式；现场施工管理、施工质量管理、环境保护管理、重大事故应急管理；企业对进度不同的项目协调与管理能力等 |
| 财务风险 | 资产质量  | 存货周转率与应收账款周转率；资产结构，包括现金占比、存货占比、应收账款占比；资产通过经营活动创造现金的能力   |
|      | 资本结构  | 杠杆水平；利息支出；长期资本与长  |



|        |        |   |
|--------|--------|---|
|        |        | 期资产的匹配程度等   |
|        | 盈利能力   | 毛利率,成本费用利润率;营业利润、利润总额和净利润的增长率与波动率、盈利水平;总资产报酬率和净资产收益率                                |
|        | 现金流    | 现金流量,特别是经营性净现金流的变化和稳定性;现金流对流动和长期债务的覆盖程度,包括 EBITDA/营业总收入、经营活动净现金流/利息支出、经营活动现金流/到期债务等 |
|        | 偿债能力   | 速动比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等  |
| 外部支持   | 股东支持   | 股东实力、股权结构,企业对股东的重要性、股东对企业的支持力度和支持方式等  |
|        | 地方政府支持 | 政府支持力度和支持方式,包括在土地、税收和资金等方面给予的支持   |
| 特殊事项风险 |        | 对外担保、未决诉讼、票据贴现、经济纠纷、租赁费用、其他重大不利   |

# 光伏行业信用评级方法

## 一、行业界定

光伏产业整体可归属于新兴能源的范畴。以硅材料的应用开发形成的光电转换产业链条称之为“光伏产业”，包括高纯多晶硅原材料生产、太阳能电池生产、太阳能电池组件生产、相关生产设备的制造等。本评级方法分析的光伏行业是指《国民经济行业分类》（GBT4754-2017）中的光伏设备及元件制造（C3825）：指太阳能组件（太阳能电池）控制设备及其他太阳能设备和元器件制造；不包括太阳能用蓄电池制造。该产业流程链条较长，细分环节较多，主要包括硅料、铸锭、切片、电池片、电池组件和应用系统6个环节。但由于在业务的具体运营模式方面，光伏电站建设和光伏发电企业与光伏产品生产制造型企业之间存在明显差异，故此评级方法主要适用于硅料、铸锭、切片、电池片和电池组件等光伏产业内的中上游行业，下游的应用系统如电站建设、运维行业的评级活动，应在依据工程施工、电力发电运营等行业一般特征基础上，并结合光伏产业整体风险特征另行综合判断。

## 二、行业分析

全球太阳能光伏市场中分布最为广泛的主要为欧洲地区，意大利和德国占据了全球一半以上的市场份额，美国、中国分别位列第三、四位。我国太阳能光伏产业主要分布在江苏、内蒙、宁夏、福建和江西等地区。

与其它行业相比，安融评级在对光伏产业的运行特征进行全面分析后认为，目前及未来一段时间内我国光伏行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）产业链的发展较不均衡

上游晶体硅材料生产制造由于缺乏核心技术，主要依赖进口；下游光伏产品的应用受产品价格的限制，大部分产品出口国外市场；而太阳能电池片及电池组件等光伏产业中游环节的企业规模却因进入门槛较低及政府的扶持政策迅速扩张，造成产能严重过剩。

### （二）周期性强

光伏行业属于新能源序列，与传统电力行业同属于周期性行业，行业发展受宏观经济影响明显，同时，由于行业整体发展时间不长，与其它传统电力行业相比，政府下发的专项调整政策数量较多，行业受政策调控影响更明显。

### （三）资本密集和技术密集

光伏行业具备明显的资本密集和技术密集的特征。受光伏电站建设周期较短影响，光伏企业普遍保持较大规模的产能投入及提升生产效率的研发投入，以满足供货周期的要求，且相关生产设备具有较高的行业专属属性，因此行业进入、退出壁垒水平高。另外，行业链条上端晶硅原料生产行业的提纯能力与产品品质直接相关，因此该细分行业技术壁垒更高。

#### （四）自给率不高

从产品消化来看，我国晶硅原料自给率不高；电池片、组件对出口有较大依赖，因此进出口政策以及汇率变动情况也会对光伏行业产生明显影响。

#### （五）政府支持力度较大

光伏产业是我国大力扶持的新兴产业，光伏行业未来发展趋势较好，该行业被纳入国家积极支持的行业，国家各部门，地方政府均出台了相关扶持政策，各省均给予光伏产业不同程度的财政补贴。

基于以上行业特征，在行业信用风险分析方面，主要分析内容包括：行业政策、行业竞争程度、行业整体技术水平、海外市场需求状况以及行业景气度水平等。

### 三、评级思路

按照《评级方法总论》，安融评级对中国光伏企业的评级思路是：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。

#### 四、评级要素

##### （一）经营环境

##### 1、宏观经济

光伏行业与宏观经济运行趋势正相关。当宏观经济处于上行周期时，用电需求大，能源行业良性发展；反之当宏观经济处于下行周期时，能源需求下降，光伏行业的盈利水平和现金流将进一步萎缩。此部分主要考察光伏发电行业对国民经济的重要性，电力供应与宏观经济的相关性，以及电力供应、消纳平衡状态对光伏行业的传导影响等。

安融评级在考察宏观经济风险要素过程中，需对国际经济形势、主要产品出口国对华贸易宽松程度、我国宏观经济运行情况和二次产业发展增速状况等要素进行分析。

## 2、行业背景

行业政策主要考察国家对光伏行业的政策导向，以及对光伏发电行业的政策支持程度，确定光伏在国民经济整体中受重视和支持的程度以及未来发展趋势等。近年来，光伏产业被纳入国家大力扶持的新兴产业，国家各部门，地方政府均出台了相关扶持政策，目前国家在资金、补贴、政策等方面给予行业很大的支持。安融评级在考察行业政策风险要素时，需对光伏标杆电价政策的调整情况、主力电能结构调整状况、政策对光伏发电的支持程度、电价及发电政策的电网执行情况等因素进行分析。

行业竞争主要考察光伏行业的进出门槛情况、行业集中度和竞争激烈程度等。光伏行业具备技术密集型、资金密集型和设备密集型等行业特征，行业整体的门槛水平较高。安融评级在考察行业竞争风险要素时，需对光伏细分行业的集中情况（全国、全球范围）、竞争激烈程度、产能规模、成本控制能力（与全行业平均单位成本进行比较），以及产品生产技术水平等因素进行综合分析。

行业景气度主要考察光伏行业的发展状况及所处的生命周期、景气程度。光伏产业与其它能源产业相比发展时间较短，光伏行业由于其最终体现形式为光伏发电，因此光伏行业与传统发电设备制造业同属于周期性行业。同时，光伏行业尚属于新兴行业，调控政策数量较多。安融评级在考察

行业景气度时，需对行业平均产能利用率、光伏发电电价、光伏发电行业的平均利用小时数以及产品进出口规模等要素进行分析。

## （二）经营实力

### 1、规模与产业链

企业规模对于企业提高议价能力、增强风险抵御能力有重要意义。对企业规模的分析一方面可以从资产、收入、出货量、产能和产量等总量规模入手；另一方面可以分产品对收入、出货量、产能和产量规模及市场占有率进行分析。了解光伏企业所处产业链的环节、企业产业链的完善程度及企业未来产业发展方向（是在现有产业链基础上不断壮大规模，还是向产业链的上、下游进行垂直整合发展）有助于大致判断企业的获利水平与发展前景。

### 2、技术实力

技术实力的提升对于增强光伏企业的竞争力有重要作用，衡量企业的技术实力一方面可以通过其设备的成新率和产品转换率体现；另一方面可以通过公司在研发方面的投入规模及技术储备来反映，如公司研发机构的设置（是否得到国家或者省级部门的认可）、研发人员的素质与数量、研发经费的投入（近三年研发投入情况，占公司营业收入的比例）、研发成果的水平（公司获得专利情况，正在申请的专利情况，主要产品的技术是否具有独创性）等。



### 3、采购与生产

原材料采购成本直接影响光伏企业的经营成本，是决定其盈利能力的关键因素之一。采购规模大且议价能力越强的企业，原材料和资源获取的稳定性越有保障，受原材料供应和价格波动的影响相对较小，经营风险越低。此部分安融评级主要考察产品的生产效率、成本控制能力、原材料自给率和原材料的供应情况等方面。

(1) 产品的产能利用率、产销情况以及良品率；

(2) 成本构成及成本控制能力；

(3) 原材料的自给率；

(4) 原材料价格及其变化情况、原材料运输成本、供应稳定性、集中采购的程度、供应商供应能力、供应商合作关系、采购协议的价格锁定和付款方式等。

### 4、销售状况

光伏企业的市场销售状况直接影响企业盈利水平。市场地位高、多元化或单一经营风险低、销售渠道控制能力强、对客户议价能力高的企业经营风险低。此部分安融评级主要考察产品的市场地位、收入和业务结构、销售渠道与价格风险控制等方面。

(1) 产品的市场地位方面需衡量企业的市场占有率、市场增长率、市场的分布区域；

(2) 收入和业务结构方面需衡量产品种类、收入结构

及毛利率、产业链长度、多元化或单一经营的风险；

(3) 销售渠道与价格风险控制方面需衡量光伏产品销售渠道、海外市场销售情况以及销售集中风险；

(4) 客户基础及稳定性和对客户的议价能力等。

## 5、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### (二) 财务实力

#### 1、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。需要关注：

### （1）资产构成

关注流动资产、固定资产、长期投资、无形资产等占比。

### （2）资产流动性

流动资产中货币资金、应收票据等现金类资产的充足程度，及是否受限制等情况；尤其需对应收账款的质量进行分析，具体包括应收账款的账龄情况及主要应收对象的财务与资金实力、与企业的合作年限情况等；在对存货的分析中，要注意关注存货的具体构成，原材料与库存商品是否处于相对合理的比例，存货的变化趋势，存货跌价可能性，是否已计提跌价准备。

### （3）资产运营效率

资产运营效率代表了企业资产在周转过程中获取营业收入的能力，高效的资产运营效率意味着一定程度上对企业资金的节约，而低效的资产运营效率通常预示着企业投入产出比例下降，对资产的管理能力有待提升。对企业资产运营效率的分析考察近年企业应收账款周转率、存货周转率、固定资产周转率及总资产周转率等指标的变化趋势，分析这些指标变动趋势背后的原因，尤其重点分析导致这些指标发生重大异常变化的原因，以判断企业对资产的管理能力。

### （4）固定资产及在建工程

需要分析固定资产的明细，相应设备折旧情况，关注固

定资产成新率；对在建工程，关注项目进展情况，与公司在建项目应相一致。

## 2、资本结构

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

盈利能力是关系一个企业能否持续经营的重要财务因素。需要关注：

(1) 主营业务收入的规模、变化趋势，主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有 consistency，应与经营分析相吻合；

(2) 分析近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重，可以判断生产企业对费用的控制力度；

(3) 对毛利率、净资产收益率、总资本收益率等指标进行分析，以衡量企业的盈利能力；

(4) 预测公司未来几年盈利趋势。

## 4、现金流

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是偿还债务的基础，企业的现金流来自经营活动、投资活动及筹资活

动。对企业现金流情况的分析：

(1) 考察其经营活动产生的现金流状况，并将企业在一段时期内经营现金流净额与企业应偿还的债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对债务的保护程度。主要考察的指标包括经营活动现金生成能力、经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、经营现金流动负债比率、经营现金负债总额比率等；

(2) 考察其投资活动产生的现金流状况，主要关注投资资金支出压力，即投资活动的资金支出能否被经营活动产生的现金流净额所覆盖；

(3) 考察其筹资活动产生的现金流状况，主要了解企业的融资渠道是否丰富，具体包括银行贷款、信托贷款、发行债券及大股东融资支持情况等。

## 5、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。主要分析以下方面：

(1) 债务构成情况，主要关注企业长短期债务的比例，以判断企业主要的债务压力来源、有息债务规模等；

(2) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保障能力；

(3) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿

债能力作出判断；

（4）其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股和银行授信。在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度作出判断。结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

### （三）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、股东支持

股东支持对企业的信用质量具有一定提升作用。安融评级主要考察股东及实际控制人的历史增资情况、资产划拨情况、对企业经营的实际支持。

#### 2、政府支持

光伏企业作为重要的新能源产业，较易获得政府支持。衡量政府支持力度的大小，主要考虑企业与地方政府关系紧密度、政府在资源保障、融资便利、税收优惠和财政补贴等方面给予企业的优惠政策。随着节能环保的倡导，以生产清洁能源为主的光伏企业在项目建设和税收减免等方面获得政策支持的可能性较大。一般来说，企业获得的政府支持力

度大，发展前景相对较好，所面临的信用风险也越小。安融评级主要考虑国家及当地政府的资金、财税补贴和税收优惠等。

## 五、评级指标体系

表：光伏行业公司主体长期信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标   | 三级指标   |
|------|--------|--|
| 经营环境 | 宏观经济   | 国际经济形势、主要产品出口国对华贸易宽松程度、我国宏观经济运行情况和二次产业发展增速状况等  |
|      | 行业背景   | 行业政策、行业竞争和行业景气度  |
| 经营实力 | 规模与产业链 | 资产、收入、出货量、产能和产量等总量规模；企业所处产业链的环节、企业产业链的完善程度及企业未来产业发展方向等   |
|      | 技术实力   | 设备成新率和产品转换率、研发投入及技术储备等   |
|      | 采购与生产  | 产品的产能利用率、产销情况以及良品率；成本构成及成本控制能力；原材料的自给率；原材料价格及其变化情况、原材料运输成本、供应稳定性、集中采购的程度、供应商供应能力、供应商合作关系、采购协议的价格锁定和付款方式等 |

|      |       |   |
|------|-------|---|
|      | 销售状况  | 产品的市场地位方面需衡量企业的市场占有率、市场增长率、市场的分布区域；收入和业务结构方面需衡量产品种类、收入结构及毛利率、产业链长度、多元化或单一经营的风险；销售渠道与价格风险控制方面需衡量光伏产品销售渠道、海外市场销售情况以及销售集中风险；客户基础及稳定性和对客户的议价能力等 |
|      | 管理与战略 | 企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等                                 |
| 财务实力 | 资产质量  | 流动资产、固定资产、长期投资、无形资产等在总资产中的占比、应收账款的账龄、存货中原材料与库存商品的占比、设备折旧情况与成新率等<br><br>应收账款周转率、存货周转率、固定资产周转率及总资产周转率等  |
|      | 资本结构  | 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  |
|      | 盈利能力 | 收入水平的稳定性和增长率、毛利率、总资产回报率等                          |
|      | 现金流  | 经营现金生成能力；EBIT、EBITDA、收现比、经营现金流动负债比率、经营现金负债总额比率等   |
|      | 偿债能力 | 资产负债比率、流动比率、速动比率、现金流动负债比、EBITDA 利息倍数、EBITDA/全部债务等 |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东及实际控制人的历史增资、资产划拨、对企业经营的实际支持                     |
|      | 政府支持 | 国家及当地政府的资金、财税补贴和税收优惠等                             |

# 基础化工行业信用评级方法

## 一、行业界定

“化学工业”（Chemical Industry），是指利用化学工艺生产经济社会所需的各种化学产品的社会生产部门的总称。《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）目录中化学原料及化学制品制造业工业的代码是（C26）。一般来说，化工行业划分为三大类：石油化工（C25）、基础化工（C26）及化学化纤（C28）。其中基础化工又可以分为九小类：化肥、有机品、无机品、氯碱、精细与专用化学品、农药、日用化学品、塑料制品及橡胶制品。本评级方法主要应用于基础化工行业，但不针对塑料制品及橡胶制品行业，塑料制品及橡胶制品行业的评级方法另行制定。

## 二、行业特征

随着科学技术的发展和人民生活水平的提高，化工行业的发达程度已经成为衡量国家工业化和现代化水平的重要标志。长期以来，化工行业是世界各国国民经济的基础产业和支柱产业，在国民经济中具有重要地位。目前，我国拥有化工企业3万多家，占工业企业总数的七成比例之重，起着举足轻重的作用。因此，基础化工产业已成为国家产业政策重点支持的行业。安融评级在对基础化工产业基本面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国基础化工产业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）周期性

基础化工产业属于周期性特别强的行业，发展过程与宏观经济周期类似，盈利水平与宏观经济周期波动呈正相关关系，其价格波动与宏观经济周期性波动同步性较高，且波动幅度普遍较大。当宏观经济上行时，基础化工产业景气度提升，盈利能力增强；当宏观经济下行时，基础化工产业景气度萎缩，盈利能力下降。

### （二）产能过剩，产业结构面临调整

近年我国基础化工行业中部分高能耗产品的生产基地逐步向中西部资源富集区转移。行业的结构性产能过剩问题较为突出，随着供给侧结构性改革的持续性推进，化工企业很可能面临落后产能出清、供给减少的局面。“十三五”期间，我国经济发展处于工业化中期向工业化后期转变的过渡时期。持续面临供给侧优化问题，化工产业结构升级是大势所趋。

### （三）环保压力大

基础化工行业是高污染、高能耗产业。近年来，国家相继出台一系列环保政策和启动中央环保督查。常态化、制度化的中央环保督查，使得地方政府面临更为严格的环保整治要求和环保问责压力，行业环保投入压力加大，且将面临较大的监管压力。

### （四）资源依赖性强，供应链紧密结合

化工行业对资源依赖性主要表现在对矿产、水和石油的

依赖。这三种资源在我国非常缺乏，开采和利用方式粗放、综合利用水平低、浪费严重。化学原料及化学制品制造业行业的上下游企业之间的依赖性相对较强，行业主要化工品成本中核心原料如原油、煤炭的成本占比很高，原材料与化工产品之间价格关联度较高。上游企业所供原料的各项指标、供给量直接影响自己产品的产量和质量状况。同样，自身的产量和质量波动也会对下游企业产生致命的影响。

#### （五）连续型大规模生产，技术依赖性强

化工企业采用典型的连续型大规模生产模式，原料在产品成本中占有很大的比重，车间自动化程度相对较高，对反应装置、仪表、设备状况要求很高，在不进行项目技术改造的前提下，生产过程中节约能耗难有大的突破。准确选择化工发展领域和把握其技术未来的发展趋势对化工企业而言至关重要，但目前我国化工企业的新产品、新技术严重不足，技术问题是影响企业发展的最大瓶颈。

#### （六）生产流程特殊化和设备专业化

化工行业通过能源、设备和其它资源来混合或分离、萃取、化合各种成分，并引起化学反应，所以每个工序上都可能要求输入某些新的成分或资源（原材料、催化、人工、机器设备、能源等），并生产多项产出物。化工行业存储设备多为罐、箱、柜、桶等，且多数存储的数量可以用传感器进行计量。生产设备是一条固定的生产线，维护特别重要，不

能发生故障，一发生故障，就全线停产，损失严重。当供需变化时，只能靠调整工艺流程参数来维持生产，不能中断。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对基础化工行业的评级思路是：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。

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，基础化工行业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，以此确立基础化工企业信用等级。

### 四、评级要素

## （一）经营环境

### 1、宏观经济

基础化工行业与宏观经济相关性高。基础化工行业的周期性变动趋势与国民经济、全社会固定资产投资规模的变动较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。同时，基础化工行业的周期性波动幅度往往比宏观经济更大，宏观经济对基础化工行业的影响存在一定的杠杆效应。因此，基础化工行业对宏观经济下行风险的抵御能力较低。当宏观经济下行时，固定资产投资增速放缓或减少，下游化工产品需求减少，加之产能扩张导致的竞争格局变化，整个行业存在较强的周期性波动。宏观经济周期波动的影响给企业带来的不确定性，将对整个基础化工行业的信用状况带来直接或间接的重大影响，且直接决定了该行业的发展前景。

安融评级主要关注：（1）国内经济发展状况，如GDP增长率及变动趋势；（2）宏观经济的周期状况、货币政策、财政政策和宏观调控政策变化对基础化工企业的市场需求、固定资产投资、税负与资金成本的影响；（3）国际贸易环境变化情况。

### 2、产业政策

产业政策影响主要体现在三个方面，一是引入比原油或天然气更清洁的新能源，并可作为化工原料的替代品，从而

影响基础化工行业供求；二是通过制定产业政策如出口免税、退税调整、产业调控政策、征收特别关税、加强监管等推动行业或限制行业发展，从而调节行业供需状况；三是通过制定环保政策，加大企业的投入成本，并关停能耗高、污染重的小基础化工企业，推动行业整合。基础化工产业政策以及国家对其上下游产业的调控政策等都会直接或间接影响到基础化工行业的发展。

安融评级主要关注：（1）产业政策对行业结构、产业布局、产业技术和产业组织调整的影响；（2）上下游行业的产业政策导向对基础化工业的未来发展趋势的影响；（3）节能与环保政策对行业的影响等。

### 3、区域环境

区域环境，主要包括基础化工企业所处销售半径的地区经济发达程度以及主要对基础化工业的需求情况。对基础化工行业的获利状况往往与所处区域的经济发达程度关系密切。处于经济发达地区的对基础化工企业，受益于基础化工产品需求量较大，有助于其盈利能力和现金流获取能力的提高；而那些远离销售市场的基础化工企业，即使拥有一定的资源优势，也会由于高额运输费用将其成本优势部分抵消。

安融评级主要关注：（1）该地区经济发展状况，如 GDP 占全国的比重、GDP 增长率等；（2）该地区用化工行业是否发达，如油气开采、炼油、基础化学原料、化肥、农药、专



用化学品等行业在全行业中所占比例。

## （二）经营能力

### 1、规模和市场地位

基础化工企业的经营规模十分重要。同等条件下，规模大的企业在行业市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，经营风险也越低；同时生产经营往往较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。反之，企业的经营风险越高，抗风险能力越差。

基础化工企业的市场地位也十分重要。一般来说，有行业整合优势、规模优势、资源优势、资本优势、产品优势和技术优势等核心竞争力及能持续保持这种竞争优势的企业，就能在激烈的市场竞争中获得更多的市场分额，其市场地位也越高。而市场地位（占有率）越高的企业，在议价能力、市场渠道和风险抵御能力等方面可能获得更加有利的位置；同时经营规模大、生产经营多元化的基础化工企业盈利能力和现金流量更充足、更稳定，抵御经济周期影响的能力更强，有利于企业获得原材料采购和产品销售方面的优势。

安融评级主要关注：（1）收入规模；（2）产量规模；（3）生产经营多元化程度；（4）资产规模等。

### 2、研发与技术水平

研发水平和技术实力先进的基础化工企业具有较高的核心竞争力，可以有效降低生产成本、提高产品质量和优化产品结构，则可以获得较高的信用评价；而技术创新能力不强、技术和研发投入不足、企业生产成本低、产品质量不稳定和产品结构单一落后则具有明显的市场劣势，因而也就难以获得较高的信用评价。通过分析基础化工企业的科研实力、技术创新能力和科研及技术进步情况，则能反应企业在行业中处于何种地位等。研发成本并非本行业考虑的重要因素，但以化工新材料为主导产品的化工企业除外。

安融评级主要关注：（1）研发投入占销售收入的比例；（2）当前技术与同行比较的先进程度；（3）研发技术增长潜力和可持续发展能力；（4）专利数量等。

### 3、原材料与供应链

基础化工原料供应已成为目前影响基础化工行业发展的瓶颈问题。原料自给能力越高越能规避原材料市场价格的不利波动，对成本控制力越强，竞争优势越强。反之，原料自给程度较低、对进口原料依赖度较高的企业，原材料的国际国内市场价格走势将左右其盈利空间，且对其信用水平产生不利影响。一般而言，部分具备供应链和产业链一体化、成本优势突出、环保执行到位，且随着产能释放、新品投产有望持续稳健增长的企业更具竞争力。

安融评级主要关注：（1）基础化工原料自给率；（2）

基础化工企业拥有化工资源的储量、品质、开采难易程度及依靠市场获得冶炼原料的成本和费用水平等；（3）供应链和产业链一体化程度；（4）原材料议价能力；（5）原材料进口价格的波动和国际海运费价格变动等对化工产品价格变动的的影响及变化趋势等。

#### 4、销售状况

首先，基础化工企业生产经营中成本与同行业主要竞争对手或行业平均水平的对比优势明显、产品产能和产量在行业中所处的地位高、主要生产设备和生产工艺的先进程度高的企业在销售中更具竞争能力；其次，较高的产品质量，能够让公司产品获得更高的售价、更低的售后成本和更高的品牌美誉度等，这些无疑将增强企业的竞争力；再次，在当前我国基础化工产品结构性过剩的情况下，产品种类多元化能有效分散经营风险，不同产品由于资源禀赋、技术含量、市场竞争等因素附加值存在较大差别。较高的产品附加值，较优的产品结构，较高的技术含量，既可以让企业获得更高的毛利润，也可以提升产品的销售竞争力；最后，企业与原料、能源产地、销售市场的远近，是判断其是否具有地域竞争力或地域优势的主要标准。同时，分散的布局亦有助于企业分散风险，使得企业遭遇突发性事件时仍能保持经营的持续性。

安融评级主要关注：（1）产品品种数量、质量；（2）对

客户的议价能力；（3）产品销售地域情况，即与主要销售区域的距离及运输成本、核心产品在销售半径内市场占有率；（4）销售渠道状况等。

## 5、成本竞争力

基础化工企业是一个传统的高污染、高能耗的行业，国家发布的化工产业发展政策和环保政策等均对化工产业的污染排放标准和资源消耗标准提出了严格的要求。环保水平和节能水平不符合环保和节能政策要求的企业，将导致市场退出，而具有规模、成本、技术和环保优势的企业将脱颖而出。环保压力常态化将对化工企业的环保设备、技术改造和产品成本产生很大影响。大型化工企业更多依赖大宗原料的套期保值，适度控制库存等方式可以缓解原料价格波动风险。

安融评级主要关注：企业人工成本、资本成本、环保治理成本、技术成本和设备维护成本；生产基地分布情况，即是否具有多个生产基地，与主要原材料供应地的距离及运输成本；利用套期保值等手段控制原材料成本的能力等。

## 6、管理与战略

一般而言，完善的公司治理结构和机制有助于保障企业经营决策的科学高效，能有效促进企业的利润创造，使企业核心竞争力不断提升，且在市场竞争中保持持续性优势，进而实现利润最大化。较高的管理素质对市场环境有良好的分

析判断和创新能力，能及时把握市场机遇和规避市场风险，并采取有效经营决策，不断扩大经营规模和调整产品结构，以维持和提高产品产销水平和市场占有率，同时加强成本控制力度。基础化工行业企业可以通过调整产品结构、加强企业内部管理、促进企业上下游管理等内部风险管理和控制来提升竞争力。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：（1）股权结构及股权集中度；（2）股东会、董事会、监事会机制运行的有效性等；（3）公司治理对债权人权利的保障程度等；（4）管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度等；（5）企业对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；（6）内部控制制度是否健全；（7）战略规划与企业发展的匹配程度等。

### （三）财务分析

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。由于基础化工企业的存货和应收账款比重一般偏高，加之基础化工企业固定资产规模一般较大，资产流动

性不足往往导致企业资金周转困难，加快资产运营效率可以对提高基础化工企业资产流动性产生积极作用。固定资产在基础化工企业的总资产中占比较大，会计折旧政策的差异会对企业的盈利指标造成显著影响。企业拥有高质量资产能反映其竞争优势，使企业未来实现经营现金流入较有保障，因此较大的资产规模与良好的资产质量是债务得到安全偿还的重要保障之一。

安融评级主要关注：（1）应收账款规模、增速及坏账计提；（2）企业的商业信誉；（3）资产运营效率，包括存货周转率与应收账款周转率；（4）资产质量，体现在资产的抵押及质押情况，包括受限资产占总资产及净资产的比重等。

## 2、资本结构

一方面，较高的财务杠杆会使企业承担更大的财务风险；另一方面，目前国内基础化工行业仍处于产业结构调整时期，企业有较多的在建项目和资本性支出，企业长期资本对长期资产的保障程度也是考察企业财务稳健性的重要因素。因此，良好的资产结构和较好的负债状况有利于公司获得外部资金，扩展融资渠道。通过分析基础化工企业的资本构成及规模、债务水平和债务结构等，以判断企业目前及未来的债务压力大小，资本对债务的保障程度。

安融评级主要关注：企业资产负债率、总资本化比率、有息债务规模大小、债务负担的程度、债务结构与资产结构

的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等。

### 3、盈利能力

产品结构优化、成本较低和盈利能力较强的化工企业在市场低迷时能够保持相对较高的竞争优势，信用风险也较低。影响企业盈利能力的因素很多，包括现有产品结构、产品价格和生产成本及相关税费等。通过分析受评企业历史盈亏状况，特别是在经济周期中经营活动的稳定性，在此基础上综合考虑影响受评企业盈利的各种因素。

安融评级主要关注：（1）成本控制、费用控制能力、主业盈利能力，包括主营业务毛利率及稳定性，期间费用率与经营收入的匹配，成本费用利润率；（2）利润率，包括营业利润率、EBITDA/主营业务收入；（3）投资回报率，包括总资产报酬率、净资产收益率；（4）收入和利润的增长，包括主营业务收入增长率、EBITDA 增长率。

### 4、现金流

充足的资金是项目投资及企业顺利经营的关键，现金流量是评价基础化工企业偿债能力的核心。由于原料价格的大幅波动，基础化工企业的现金流呈现较大的波动性。因此，安融评级更加侧重于企业获得现金流的持续性、现金流对债务的覆盖情况等。

安融评级主要关注：（1）企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；（2）投资计划对资金的需求；（3）筹

资现金流规模与经营规模的匹配性。

## 5、偿债能力

偿债能力旨在综合资产质量、资本结构、盈利能力和现金流分析的结果，通过偿债指标综合评定受评企业财务风险的高低，是支持企业财务风险分析结论的关键因素。

安融评级主要关注：（1）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产和现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保障能力；（2）长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断；（3）其它支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括但不限于资产出让、引入战略投资者、IPO 和增发配股。在分析其它信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度作出判断。结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

### （四）外部支持

#### 1、股东支持

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。衡量股东支持力度的大小，需考虑股东背景及实力、股东持股比例、股东给予企业在资金注入、融资担保、业务运营和人才输送等方面的支持情况。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求、未来资



金注入计划来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东系统中的竞争地位。

安融评级主要关注：股东背景及实力、股东持股比例、股东背景、企业与股东关系紧密度、股东在业务运营、融资担保、人才输送等方面的给予企业的支持情况、股东的资金注入计划和股利分配政策等。

## 2、政府支持

衡量政府支持力度的大小，主要考虑企业与地方政府关系紧密度、政府在资源保障、融资便利、税收优惠和财政补贴等方面给予企业的优惠政策。随着节能环保的倡导，以使用清洁能源为主的基础化工企业获得政策支持的可能性越大。一般来说，企业获得的政府支持力度大，发展前景相对较好，所面临的信用风险也越小。

安融评级主要关注：企业在地方经济中的重要性、企业与地方政府关系紧密度、政府给予的优惠政策，包括融资便利、资源保障、税收优惠、财政补贴等。

### （五）特殊调整因素

安融评级对其它特殊事件也会重点关注，如重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事故、公关危机等。

## 五、评级指标体系

表：基础化工行业公司主体长期信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标     | 三级指标   |
|------|----------|--|
| 经营环境 | 宏观经济     | 国内 GDP 增长率及变动趋势、宏观经济的周期状况、货币政策、财政政策、宏观调控政策、政府投资政策、国际贸易环境等                        |
|      | 产业政策     | 产业政策对行业结构、产业布局、产业技术和产业组织调整的影响；上下游行业的产业政策导向对基础化工业的未来发展趋势的影响；节能与环保政策对行业的影响等        |
|      | 区域环境     | 区域 GDP 占全国的比重、区域 GDP 增长率，该地区用基础化工行业发达程度  |
| 经营能力 | 规模和市场地位  | 收入规模；产量规模；生产经营多元化程度；资产规模等  |
|      | 研发与技术竞争力 | 研发投入占销售收入的比例；研发技术增长潜力和可持续发展能力；主要设备所采用的技术先进程度、专利数量                                |
|      | 原材料与供应链  | 基础化工原材料自给率；基础化工企业拥有化工资源的储量、品质、开采难易程度及依靠市场获得冶炼原料的成本和费用水平等；供应链和产业链一体化程度；原材料议价能力；原材 |

|      |       |  |
|------|-------|--|
|      |       | 料进口价格的波动和国际海运费价格变动等对化工产品价格变动的影响及变化趋势等  |
|      | 销售状况  | 产品品种数量、质量；对客户的议价能力；产品销售地域情况，即与主要销售区域的距离及运输成本、核心产品在销售半径内市场占有率；销售渠道状况等   |
|      | 成本竞争力 | 企业人工成本、资本成本、环保治理成本、技术成本和设备维护成本；生产基地分布情况，即是否具有多个生产基地，与主要原材料供应地的距离及运输成本；利用套期保值等手段控制原材料成本的能力等                               |
|      | 管理与战略 | 股权结构及股权集中度；股东会、董事会、监事会机制运行的有效性；公司治理对债权人权利的保障程度；管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度；企业对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性；内部控制制度；战略规划与企业发展的匹配程度等 |
| 财务分析 | 资产质量  | 应收账款规模、增速及坏账计提；企业的商业信誉；资产运营效率，包括   |

|  |      |  |
|--|------|--|
|  |      | 存货周转率与应收账款周转率；资产质量，体现在资产的抵押及质押情况，包括受限资产占总资产及净资产的比重等  |
|  | 资本结构 | 资产负债率、总资本化比率、有息债务规模大小、债务负担的程度、债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等  |
|  | 盈利能力 | 成本控制、费用控制能力、主业盈利能力，包括主营业务毛利率及稳定性，期间费用率与经营收入的匹配，成本费用利润率；利润率，包括营业利润率、EBITDA/主营业务收入；投资回报率，包括总资产报酬率、净资产收益率；收入和利润的增长，包括主营业务收入增长率、EBITDA 增长率 |
|  | 现金流  | 经营活动现金流量净额的稳定性及波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性  |
|  | 偿债能力 | 流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保障倍数、经营活动净现金流对短期债务的保障能力；EBITDA 对全部债务和利息的保障能力；资产出让、引入战略投资者、IPO 和增发配  |

|        |        |   |
|--------|--------|---|
|        |        | 股等  |
| 外部支持   | 股东支持   | 股东背景及实力、股东持股比例、股东背景、企业与股东关系紧密度、股东在业务运营、融资担保、人才输送等方面的给予企业的支持情况、股东的资金注入计划和股利分配政策等 |
|        | 政府支持   | 企业在地方经济中的重要性、企业与地方政府关系紧密度、政府给予的优惠政策，包括融资便利、资源保障、税收优惠、财政补贴等                      |
| 特殊调整因素 | 外部重大事件 | 重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事故   |

# 制造业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)的定义,制造业是指“经物理变化或化学变化后成为新的产品,不论是动力机械制造,还是手工制作”,它包括21个细分行业,包括农副食品加工业(C13)、食品制造业(C14)、酒、饮料和精制茶制造业(C15)、烟草制造业(C16)、纺织业(C17)、纺织服装、服饰业(C18)、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业(C19)、木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业(C20)、家具制造业(C21)、造纸和纸制品业(C22)、印刷和记录媒介复制业(C23)、文教、工美、体育和娱乐用品制造业(C24)、石油、煤炭及其他燃料加工业(C25)、化学原料和化学制品制造业(C26)、医药制造业(C27)、化学纤维制造业(C28)、橡胶和塑料制品业(C29)、非金属矿物制品业(C30)、黑色金属冶炼和压延加工业(C31)、有色金属冶炼和压延加工业(C32)、金属制品业(C33)、通用设备制造业(C34)、专用设备制造业(C35)、汽车制造业(C36)、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(C37)、电气机械和器材制造业(C38)、计算机、通信和其他电子设备制造业(C39)、仪器仪表制造业(C40)、其他制造业(C41)、废弃资源综合利用业(C42)、金属制品、机械和设备修理业(C43)。

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要,界定制造业为经营区域主要位于大陆地区、收入来自以

上细分类行业的行业总称。

## 二、行业分析

制造业水平体现着一个国家国际竞争力和综合实力。制造业的可持续发展不仅对于国家的经济建设具有重要意义，也是提高生产力和人民生活水平的重要环节。中国是制造业大国，近年来受益于人口红利及廉价的劳动力水平，中国制造业体量位居世界前列，在给自身带来大量就业岗位、极大提升经济增速的同时，也给世界其它国家带来了经济效益。

安融评级在对制造业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国制造业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）自主创新能力薄弱

中国制造业的产业增加值虽然已经居世界首位，但由于一直坚持“以市场换技术”的发展策略，在制造技术的发展上存在着“重引进、轻创新”的思想，许多行业只看到短期收益，甚至在一定程度上放弃了自主研发的努力，直接依靠进口外国先进技术，造成中国制造业的技术水平远低于世界先进水平，缺乏具有强大世界影响力的高新技术企业，最终造成许多企业处于价值链低端，关键技术受制于人，在重要技术产品上不具备自主生产的能力，出现技术附加值高的设备必须从欧美等西方发达国家进口不利局面。总之，中国企业自主创新能力方面与发达国家还存在较大差距。



## （二）产业结构不合理

中国制造业自身因素导致产业自主研发和设计能力严重不足的问题依然突出。虽然产业结构从“十五大”以来进行了调整，并且已有很大改善，但是整体上产业结构依然严重不合理。中国制造业主要以资源密集型产业和劳动密集型产业为主，缺乏技术密集型产业，导致制造业发展比较缓慢。制造业技术水平的提升很大程度上依靠技术密集型产业。中国中低端产业领域竞争激烈，先进技术产业严重落后，从制造业人均产值看，中国仅为美国的 12%左右。目前中国制造业大多处于组装、制造阶段，增值能力有限，附加值较低，许多先进技术掌握在发达国家手里，中国的制造业只能受制于发达国家，许多制造业企业只能获得少量加工费用，企业获利有限，难以长足发展。另外，制造业企业不能很好的完成引进、消化、吸收和自主创新的整个过程，缺乏相应的资金和技术人才，基本处于仿制、委托代工的低级阶段，不能形成自主创新的制造方式，有些先进技术还要不断的重复引进。

## （三）企业税负过重

一个国家的税负是指政府的全部财政收入占 GDP 的比重。相关研究表明，中国制造业企业的平均税负在 40%以上，其中增值税占 10%左右，此外还有土地使用税、企业所得税、城市维护建设税等其它税收。中国的制造业企业原本就采取

“薄利多销”的盈利方式，但是中国现行税收制度在企业层面表现出“累退”效应：企业规模越大，税负比例越低；企业规模越小，税负比例越高，使许多中小制造业企业发展举步维艰，没有多余的资金投入到研发和创新之中，也无余力进行再投资，发展非常缓慢，很难壮大起来。尽管国家为了解决税负问题，已于2015年实行“营改增”，尝试优化税负结构，但其效果仍然有待检验。

#### （四）缺乏品牌竞争力

中国实施“引进来，走出去”战略30多年，成为了制造业大国，但没有注重建立品牌形象。品牌形象是一个企业走向世界的标志，中国制造业缺乏具有国际影响力的品牌形象。据统计，在世界500强的中国企业里，只有36%的企业对自己的品牌给予全面的保护，而大型企业对品牌没有全面保护的的比例达到了84%。总之品牌问题关系到一个企业未来的发展方向，但却没有引起中国企业的高度重视。

品牌是一个企业经营理念、产品认可度的集中表现，制造相同的产品，竞争的主体还是企业品牌。中国许多制造业产品与国际知名品牌企业在产品质量、新颖性和创新性等方面都相差不大，甚至有的产品就是中国使用国际知名品牌的流水线制造而成，但由于没有品牌形象，售价却相差十几倍到上百倍；缺乏品牌竞争力，就缺乏市场占有率，创新成果也很难转化为产业活动。因此，中国非常需要从国家高度上

正视和创造自己的国际品牌形象。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对制造业的评级思路是：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。

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。

### 四、评级要素

#### （一）运营环境

##### 1、经济发展

宏观经济情况对所有行业都会产生重要影响，进而影响行业内所有企业。制造业作为实体经济的主体，其行业发展尤其受到宏观经济发展的影响。但制造业细分门类较多，不同的细分行业对宏观环境变化的敏感性不同，故而在评价宏观经济发展对制造业企业的影响时，需要考虑制造业细分行业对宏观环境的敏感程度，通常以相关系数表示，相关系数越高，说明该制造业细分行业对宏观环境的敏感程度越高。此外，不同制造业细分行业具有不同的周期波动性，一般情况下，钢铁、汽车、石化、造船、机械、电力设备和化工等属于强周期行业，酿酒食品、医药和文教用品等属于弱周期行业。

安融评级主要关注：GDP 增长率、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；社会消费品零售总额、物价指数、工资增长率、国际收支状况。

## 2、产业政策

产业政策是政府为了实现一定的经济和社会目标而对产业的形成和发展进行干预的各种政策的总和。产业政策具体可分为鼓励发展、一般态度、限制发展和要求淘汰四种。对国家鼓励发展的行业，政策风险较低，进而使信用风险降低。产业政策制定的松紧程度和执行力度通常因行业发展阶

段和实际总体供需状况而变化。此外，应关注相关环境支持政策对制造业企业投入和税收补贴方面的影响。

安融评级主要关注：相关政策和规划对制造业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率变动。

### 3、行业竞争力

制造业不同细分门类的进入壁垒、行业内企业数量和产品同质化程度不尽相同。行业集中度高对行业内企业控制市场能力和对上下游的议价能力影响较大。行业集中度越低，竞争越激烈，对上下游的议价能力越弱，企业信用风险越大；行业集中度越高，企业控制市场的能力越强，对上下游拥有一定的议价能力，而且可以通过联合限产控制供给量，从而提高产品价格，相应的企业信用风险较小。

行业的集中度往往与行业的进入壁垒有重要的关联，规模、技术和政策等进入壁垒越高，行业内企业受到的竞争威胁度就越低，信用风险越低。另外，成熟期行业一般供给能力过剩，产品的利润率呈下降趋势，行业内竞争激烈。只有那些具备规模经济效应的企业能够生存，由于使用的是相对成熟的技术，成本控制在企业竞争中具有决定性意义，因此中小企业往往竞争不过大企业。这种状况导致行业的市场和产量进一步向大企业集中，从而使行业集中度进一步提高。

安融评级主要关注：全国及企业所在区域内企业数量、

企业规模、主导企业情况，区域内企业以往联合限产情况，区域内并购重组情况等。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

制造业企业的规模效应十分显著。同等条件下，规模越大的企业在区域市场内占有率越高，对上下游的议价能力越强，综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时具有规模效应也反映出企业的生产经营较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。而缺乏规模效应的制造业企业，其经营风险更高，抗风险能力更差。

安融评级主要关注：企业的资产规模、主营业务规模、总收入和利润规模；相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等。

### 2、产品结构与生产技术

制造业企业产品的差异化和成本优势，能够成为企业的核心竞争优势。一般来说，如果某一企业的产品与同类产品存在一定差异性，包括用途、便捷性和外观等方面，就可能成为该企业赢得市场竞争的关键因素。此外，产品的多元化也很重要，建立在具有组合效益基础上的产品结构多样化能够使企业避免单一市场波动性对其整体现金流造成较大影响，有助于提升其信用质量。多元化的产品结构也有助于行

业内企业降低原材料价格波动和供应风险，在某一原材料供应无法满足生产需要的时候，可以通过生产其它产品来规避经营风险。

企业生产设备的单线规模和工艺水平的先进程度决定了企业的生产效率，并保证产品质量稳定性和成本优势。一般而言，设备越先进，工艺水平越高，则产品质量越可靠，各项经济技术指标越合理，单位成本越低，相应企业竞争力越强，经营风险越低。

制造业企业技术研发能力也是企业的竞争优势之一。一般而言，企业新工艺、新技术和新产品研发能力越强，则产品质量越可靠，附加值越大，利润越高。

安融评级主要关注：产品是否具有差异化或成本优势；多元化的产品结构状况，是否合理；设备的产能利用率，以及能耗指标、排污指标；生产技术创新程度及延伸性；产品附加值；近年来研发投入、转化情况等。

### 3、供应商关系

制造业企业在日常生产过程中通常涉及品类多样的原材料资源以及水、电、煤等多种能源资源，这些资源的获得成本多数计入产品制造成本及制造费用，而产品成本和制造费用又是影响制造业企业利润水平及现金流状况的十分重要的因素。因此，在评价制造业企业信用状况时必须考虑企业与各类供应商之间的关系。具有稳定、良好的供应商合作

关系，会给制造业企业的经营状况带来积极的影响，同时其信用水平也较高。

安融评级主要关注：制造业企业的供应商数量、企业资质、议价能力；制造业企业与供应商的合作稳定程度；原材料的可替代性等。

#### 4、销售状况

销售是企业实现盈利的重要环节。一般情况下，企业的销售结算方式越好、销售区域越广泛、销售客户越稳定，品牌知名度越高，产品的销售越顺利，企业的生产连续性和稳定性越好，现金流越流畅，经营风险越低。在销售模式的选择上，由于代销和直销的毛利率不同，对于竞争力较强的区域，制造业企业一般采用直销模式，而对于竞争力较弱的区域，为扩展业务往往采取直销和代销相结合的模式。

安融评级主要关注：企业在全国及特定区域的销量及占比、销售队伍建设情况、销售模式、定价能力和市场占有率；品牌知名度；与主要客户合作关系，客户维护水平，销售客户的稳定性和集中度，对客户的议价能力等。

#### 5、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越



科学，内部制度越完善，其可操作性和执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、财务报告质量

财务报告主要包括财务数据和企业财务情况说明。财务数据是企业经营管理成果的综合体现，企业财务情况说明则反映企业财务状况、经营成果等相关信息的真实性、完整性和相关性。财务报告质量直接影响对企业实际经营成果的反映以及企业间财务数据的比较，审计机构是对企业财务报表进行审计的专业机构，其对财务报表的审计意见是评级机构判断会计信息质量的基础。在对同一行业内的不同企业进行可比分析时，需要注意的是，由于会计政策选择的差异可能

导致财务信息不具可比性，需要进行相关调整，然后进行分析，否则将影响对受评对象财务实力的判断。

安融评级主要关注：审计报告的意见类型、财务报表是否真实反映企业经营管理状况，财务数据是否具有可比性以及财务数据的波动性。

## 2、资产质量

资产在企业经营中的作用主要表现为变现能力、利用效率、各类资产组合增值的能力，是企业发展目标实现可能性判断的基础。流动资产方面，需关注流动资产的构成，重点分析金额占比较大的项目，包括货币资金是否充足，应收账款的构成、欠款方信用情况和坏账计提情况，存货的构成和存货跌价准备计提是否合理，其他应收款占款及对企业产生的影响等。非流动资产方面，需关注非流动资产构成，重点分析金额占比较大的项目，包括固定资产的保值和变现能力、设备的成新率、折旧政策和减值准备的合理性，无形资产中的自然资源入账价值是否合理等。另外，由于受限资产限制了企业对外融资的能力，需关注受限资产情况。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性；货币资金的规模及稳定性；应收款项账龄分布、回收难度与坏账计提情况是否匹配；存货规模、存货计价方式和变现能力；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等。

### 3、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

### 4、盈利能力

盈利是企业经营的最终目标，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，它增强了企业再融资能力，决定着企业能否持续经营。分析盈利能力需要关注企业目前在各主要区域的布局及竞争能力。此外，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距，同时较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。评估制造业企业的信用状况时，通常需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出

结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率。

## 5、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得尤为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对制造业企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

## 6、偿债能力

评价制造业企业偿债能力，主要通过考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，

财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境和再融资条件等因素。对于多数企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为现金流的代表。一般而言，制造业企业短期借贷行为比较频繁，短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金的需求而产生的短期银行借款，过度集中偿还会造成短期流动资金的紧张，产生短期偿债危机。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

#### （四）外部支持

##### 1、政府支持

主要考察政府的财政实力、政府对被评对象的持股比例、被评对象对国民经济或地方经济的重要性（产值占地区 GDP 的比重、在税收、就业、社会效益等方面的贡献度）、政府在历史上对被评对象的支持意愿、支持方式、支持力度以及政府未来是否有针对被评对象的注资、偿还债务等方面的安排。

安融评级主要关注：项目资本金到位率；财政补贴、财政贴息的规模和及时性；税收减免和返还政策；本级政府财

政收入的规模及增速。

## 2、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保和业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

## 五、评级指标体系

表：制造业主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标   |
|------|------|--|
| 运营环境 | 经济发展 | GDP 增长率、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；社会消费品零售总额、物价指数、工资增长率、国际收支状况 |
|      | 产业政策 | 相关政策和规划对制造业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率变动                                      |

|      |           |  |
|------|-----------|--|
|      | 行业竞争力     | 全国及企业所在区域内企业数量、企业规模、主导企业情况，区域内企业以往联合限产情况，区域内并购重组情况   |
| 经营实力 | 规模和市场地位   | 企业的资产规模、主营业务规模、总收入和利润规模；相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等   |
|      | 产品结构和生产技术 | 产品是否具有差异化或成本优势；多元化的产品结构状况，是否合理；设备的产能利用率，以及能耗指标、排污指标；生产技术创新程度及延伸性；产品附加值；近年来研发投入、转化情况等                       |
|      | 供应商关系     | 制造业企业的供应商数量、企业资质、议价能力；制造业企业与供应商的合作稳定程度；原材料的可替代性等   |
|      | 销售状况      | 企业在全国及特定区域的销量及占比、销售队伍建设情况、销售模式、定价能力和市场占有率；品牌知名度；与主要客户合作关系，客户维护水平，销售客户的稳定性和集中度，对客户的议价能力等                    |
|      | 管理与战略     | 企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响 |
| 财务   | 财务        | 审计报告的意见类型、财务报表是否真实反映企业   |

|    |      |  |
|----|------|--|
| 实力 | 报告质量 | 经营管理状况，财务数据是否具有可比性以及财务数据的波动性   |
|    | 资产质量 | 资产结构及稳定性；货币资金的规模及稳定性；应收款项账龄分布、回收难度与坏账计提情况是否匹配；存货规模、存货计价方式和变现能力；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等 |
|    | 资本结构 | 财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度                         |
|    | 盈利能力 | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率   |
|    | 现金流  | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性  |
|    | 偿债能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、  |



|      |      |   |
|------|------|---|
|      |      | EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA                           |
| 外部支持 | 政府支持 | 项目资本金到位率；财政补贴、财政贴息的规模和及时性；税收减免和返还政策；本级政府财政收入的规模及增速  |
|      | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策 |

# 橡胶和塑料制品行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017) 目录“C制造业”，橡胶和塑料制品行业属于橡胶和塑料制品业，包括橡胶制品制造 (C291) 和塑料制品制造 (C292)。

表：橡胶和塑料制品子行业 (GB/T 4754-2017)

| 行业代码 | 行业名称   | 行业描述  |
|------|--------|---|
| C291 | 橡胶制品制造 | 橡胶制品业是指以天然及合成橡胶为原料生产各种橡胶制品的活动，包括轮胎制造、橡胶板、管、带制造、橡胶零件制造、再生橡胶制造、日用及医用橡胶制品制造、运动场地用塑胶制造、其它橡胶制品制造 |
| C292 | 塑料制品制造 | 塑料制品是指以合成树脂（高分子化合物）为主要原料，经采用挤塑、注塑、吹塑、压延、层压等工艺加工成型的各种制品的生产，以及利用回收的废旧塑料加工再生产塑料制品的活动；不包括塑料鞋制造  |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定橡胶和塑料制品行业为经营区域主要位于大陆地区、收入来自橡胶和塑料制品、产品的行业。

## 二、行业分析

我国已成为橡胶资源消费大国，而塑料生产量位居于世界第一。橡胶在我国国民经济发展中占据非常重要的地位，是一种战略性的不可替代的物资。塑料制品业是我国轻

工业体系中的重要支柱产业之一。近年来我国橡胶和塑料制品行业的发展机遇得到了空前的发展，各类橡胶和塑料制品在工业、农业、国防、交通、运输、机械制造、包装、建筑、医药卫生和日常生活等领域得到了大量应用。安融评级在对橡胶和塑料制品行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国橡胶和塑料制品行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）区域性强

橡胶和塑料制品的需求具有地域性，各区域经济发展水平差异较大。橡胶和塑料制品主要消耗在交通、建筑、工业和科技等领域，这些领域的投资与建设也处于不同阶段，相应各区域内市场需求状况存在较大差异。而且，橡胶和塑料制品的生产和销售也具有区域性，长途运输不具有经济性，有一定的销售半径。我国橡胶和塑料行业都是最先兴起在沿海地区，产量最多的省份主要有广东和浙江等地，这几个产量较大省份其塑料产量已经占据了全国生产总量的 70%左右。由此可见，我国橡胶和塑料制品行业地区分布非常不均匀，并且各个地区的产品结构也不一样，广东主要是以生产工程塑料为主，而浙江主要是以生产塑料薄膜为主。这种不均衡的地区发展状况，导致橡胶和塑料制品行业的整体发展受到制约。橡胶和塑料制品行业需求、生产和销售的区域性导致不同区域其价格存在较大差别，行业竞争亦主要表现为

区域性。

## （二）环境成本高

橡胶和塑料制品行业是高能源消耗型行业，生产过程中需要耗费大量天然橡胶资源、抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料以及煤炭和电力，占橡胶和塑料制品产品成本的比重高达70%左右。橡胶和塑料制品行业的三废排放对环境污染较大，因而橡胶和塑料制品行业是环保政策调控的重要行业之一。能源价格波动、节能减排政策的变化对橡胶和塑料制品行业影响较大，污染控制是橡胶和塑料制品企业面临的重要问题。

## （三）行业整体素质偏低

我国橡胶和塑料制品行业的整体素质都处于偏低的状态，整个行业缺乏系统、统一的规划，并且，先进技术没有实现高度共享，很多橡胶和塑料制品企业仍然运用传统生产模式，提高了橡胶和塑料制品加工的成本，造成了资源的浪费，制约着橡胶和塑料制品行业的高效发展。同时，橡胶和塑料制品行业的加工标准也非常落后，橡胶和塑料制品种类非常繁多，在行业之间没有统一的行业执行标准，生产的塑料产品也是参差不齐。

## （四）产能过剩，竞争激烈

橡胶和塑料制品行业集中度偏低、企业规模偏小、局部区域产能严重过剩、市场过度竞争、科技含量低和能耗高，

导致整个橡胶和塑料制品行业的利润水平偏低，且橡胶和塑料制品产能在市场上供应远远大于需求。各企业间工艺技术、管理水平的参差不齐，原材料供给不平衡等方面的原因，使整个橡胶和塑料制品企业的生产成本存在明显的差异。企业之间为了抢占市场份额，可能造成恶性竞争和价格下降。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对橡胶和塑料制品行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、经济发展

橡胶在国民经济发展中占据非常重要的地位，是一种战略性的不可替代的物资。橡胶和塑料制品主要消耗在交通、建筑、工业和科技等领域，其中以对交通和建筑的依赖性最大。橡胶和塑料制品行业运行显示出较强的周期性，其需求增速与汽车工业发展、固定资产投资增速呈现明显的正相关关系。橡胶和塑料制品行业的供给能力及未来变化主要取决于现有行业产能、工业的发展，尤其是汽车工业的发展、固定资产投资额、科技投入及落后产能淘汰量等因素。宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策等因素，都会影响到橡胶和塑料制品行业的基本面，导致行业信用变化。

安融评级重点关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；汽车行业投资规模和未来趋势、特定区域汽车行业结构、规模及其变化趋势。

#### 2、产业政策

目前橡胶和塑料制品行业政策主要集中在规范行业准入、限制新建产能、淘汰落后产能、鼓励行业集中度的提高

和税收、环保等方面。产业政策制定的松紧程度和执行力度通常根据行业发展阶段和实际总体供需状况而改变。税收政策趋紧时，橡胶和塑料制品企业税收压力加大，成本上升，盈利下降；税收政策趋松时，橡胶和塑料制品企业税收压力减轻，成本下降，盈利提升。橡胶和塑料制品企业属于高污染行业，对其三废排放标准的变化将影响企业在环保方面的投入，对能耗及排放标准的要求将迫使企业进行技改和工艺流程优化等方面的投入。此外，应关注相关环境支持政策对橡胶和塑料制品企业投入和税收补贴方面的影响。

安融评级主要关注：相关政策和规划对橡胶和塑料制品行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

橡胶和塑料制品企业的经营规模十分重要。同等条件下，规模大的企业在区域市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时生产经营往往较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。反之，企业的经营风险越高，抗风险能力越差。而市场地位高的橡胶和塑料制品企业不但对行业发展有着重要影响，而且具有更高的



融资优势。

安融评级主要关注：企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模；橡胶和塑料制品及其相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等。

## 2、区位优势

橡胶和塑料制品企业所处区位对生产经营及销售都有重要影响。由于区域经济发展、汽车行业发展和固定资产投资力度的不同，橡胶和塑料制品需求规模、结构和增长趋势存在明显差异。同时由于运输半径的存在，橡胶和塑料制品行业竞争主要表现为区域内的竞争，不同区域的橡胶和塑料制品市场竞争状况存在较大差异。橡胶和塑料制品企业在地域分布角度的多元化可以消除单一区域需求下降带来的收入影响，并提高企业在个别区域竞争策略的灵活度。

安融评级主要关注：企业区域分布数量、企业在各具体区域内的总产能、实际产量、生产线的条数、单线生产能力、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的地理位置和周边交通运输条件。

## 3、产品结构和生产技术

国内橡胶和塑料制品企业通常主要生产橡胶、橡胶和塑料制品。不同产品的利润空间各有差别，同时不同类型和标号的橡胶和塑料制品在特定时期、特定区域面临的市场需求

会有不同。目前主要橡胶及塑料制品企业的熟料和产能较为匹配，但各企业间仍有一定差异，产品结构的差别对橡胶和塑料制品企业的信用品质形成一定影响。

橡胶和塑料制品企业生产设备的单线规模和工艺水平的先进程度决定了企业的生产效率，并保证产品质量稳定性和成本优势。一般而言，设备越先进，工艺水平越高，则产品质量越可靠，各项经济技术指标越合理，单位成本越低，相应企业竞争力越强，经营风险越低。

橡胶和塑料制品企业技术研发能力决定了企业的规模效应和品牌价值，并保证高端产品先进性和市场优势。一般而言，企业新工艺、新技术和新产品研发能力越强，企业高端产品先进性，则产品质量越可靠，产品附加值越大，产品市场占有率越高。

安融评级主要关注：橡胶、橡胶和塑料制品的产能及配比，各类标号、普通橡胶和塑料制品与特种橡胶和塑料制品的占比；企业落后橡胶和塑料制品在总产能中的比重；设备的投产时间、维护情况及成新率，单线产能情况，设备的产能利用率，以及橡胶和塑料制品企业各项能耗指标、排污指标；生产技术创新程度及延伸性；产品附加值；知识产权问题。

#### 4、原材料及能源供给

橡胶和塑料制品的生产需要消耗大量的天然胶，同时需

要消耗大量对抗氧化剂、橡塑助剂等辅助材料，以及煤炭和电力。从天然橡胶供给看，拥有天然橡胶的企业受原料供应和价格波动影响小，经营稳定；同时天然橡胶资源、抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料与橡胶生产线距离越近，则运输成本越低，橡胶和塑料制品企业的盈利能力越强。橡胶和塑料制品企业对天然胶、抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料以及煤炭和电力的需求量大，在抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料以及煤炭和电力资源丰富的地区，天然胶、抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料以及煤炭和电力价格相应较低，橡胶和塑料制品生产相应具备成本优势；同时，一般橡胶和塑料制品企业对天然胶、抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料以及煤炭企业的议价能力较低，如企业能够进行抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料以及煤炭的集中采购，则会带来一定的成本降低。在电价和供电稳定性方面，不同橡胶和塑料制品企业的用电成本和电力供给保障程度仍有一定的差异。

安融评级主要关注：橡胶和塑料制品企业的天然胶以及抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料及煤炭的采购成本、综合利用率、运输成本以及未来保障能力；外部采购的稳定性和可持续性；天然橡胶、抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料价格以及煤炭价格和物流价格的波动性；天然胶、抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料供应商以及煤炭供应商的供应能力、供应稳定性、价格及其变化情况、企业集中采购的程度；企业用电

价格和当地电力供求状况。

## 5、销售状况

橡胶和塑料制品销售是企业实现盈利的重要环节。一般情况下，企业的销售结算方式越好、销售区域越广泛、销售客户越稳定，橡胶和塑料制品的销售越顺利，企业的生产连续性和稳定性越好，现金流越流畅，经营风险越低。在销售模式的选择上，由于代销和直销的毛利率不同，对于竞争力较强的区域，橡胶和塑料制品企业一般采用直销模式，而对于竞争力较弱的区域，为扩展业务往往采取直销和代销相结合的模式。

安融评级主要关注：企业在全国及特定区域的销量及占比、销售队伍建设情况、具体销售模式、价格和市场占有率；与全国性的大型固定资产投资商、区域内大型工程项目、汽车行业及建筑商的合作关系，销售客户的稳定性和集中度。

## 6、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。橡胶和塑料制品企业管理特别注重供应链管理、制品质量管理以及环境管理。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；质量管理体系认证 ISO9001 情况、环境管理体系认证（ISO14001）情况；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。橡胶和塑料制品行业对天然橡胶、抗氧化剂、橡塑助剂等需求较大，而天然橡胶、抗氧化剂和橡塑助剂等的购买一般需要现款现货，相应企业货币资金规模保持在较大规模。分析应收账款时，应主要关注其集中度，防止过分集中带来风险，需关注主要应收账款欠款方的信用情况。同时由于橡胶和塑料制品企业生产规模一般较大，相应存货也保持在较大规模，存货主要是天然胶、抗氧化剂、橡塑助剂等以及橡胶和塑料制品产品，天然胶、抗氧化剂、橡塑助剂

等价格波动频繁，需关注企业天然胶、抗氧化剂、橡塑助剂等库存是否接近行业平均水平，如大大超出安全库存，在价格下跌期需考察其跌价准备的计提是否充分。对于非流动资产，固定资产是橡胶和塑料制品企业生产的重要物质基础，也是资产的最主要构成部分，需要重点分析。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性；货币资金的规模及稳定性；货币资金和日常天然胶、抗氧化剂、橡塑助剂等需求采购金额的匹配程度；应收款项账龄分布以及回收难度；天然胶、抗氧化剂、橡塑助剂等大宗材料存货规模、存货计价方式和变现能力；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外，或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。由于橡胶和塑料制品企业采购天然胶、抗氧化剂、橡塑助剂等需要大量流动资金，对流动资金的需求较大，与银行

一般都保持良好的合作关系，以获得其短期借款支持资金流转。同时出于发展的考虑，橡胶和塑料制品企业一般都有项目投资，相应普遍存在一定规模的长期借款。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。橡胶和塑料制品产品区域性较强，各区域内的市场竞争状况差异较大，分析盈利能力需要关注企业目前在各主要区域的布局及竞争能力。从期间费用看，目前规模橡胶和塑料制品企业一般都在多个区域布局，总体管理成本较高，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距；较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对橡胶和塑料制品企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。此外，橡胶和塑料制品企业经营活动现金流的分析也要考虑到季节性因素的影响。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流；企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

#### 5、偿债能力

橡胶和塑料制品企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析



入手，并综合考虑外部融资环境和再融资便利条件等因素。对多数橡胶和塑料制品企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为现金流的代表。橡胶和塑料制品企业短期借贷行为比较频繁，短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金的需求而产生的短期银行借款，过度集中偿还会造成短期流动资金的紧张，产生短期偿债危机。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保和业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

##### 2、政府支持

我国已成为橡胶资源消费大国。我国每年橡胶制品工业

所用的 80%以上天然橡胶、30%以上合成橡胶需要进口,供需矛盾十分突出。因此,科学、环保、有效地利用废旧橡胶资源,已成为我国循环经济的重要组成部分。为推动轮胎循环利用行业的发展,近年来,政府主管部门逐步加大了政策扶持力度。

安融评级主要关注:政府对橡胶和塑料制品企业支持力度和获得政府的政策支持。

## 五、评级指标体系

表:橡胶和塑料制品行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标    | 三级指标  |
|------|---------|---|
| 运营环境 | 经济发展    | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整;固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势;汽车行业投资规模和未来趋势、特定区域汽车行业结构、规模及其变化趋势 |
|      | 产业政策    | 相关政策和规划对橡胶和塑料制品行业结构、产业布局和产业组织的影响;上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响                                     |
| 经营实力 | 规模和市场地位 | 企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模;橡胶和塑料制品及其相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名;主要经营区域的市场   |

|  |                   |  |
|--|-------------------|--|
|  |                   | 占有率、议价能力等  |
|  | 区位<br>条件          | 企业区域分布数量、企业在各具体区域内的总产能、实际产量、生产线的条数、单线生产能力、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的地理位置和周边交通运输条件   |
|  | 产品结构<br>和生产<br>技术 | 橡胶和塑料制品企业天然胶、橡胶、橡胶和塑料制品的产能及配比，各类标号、普通橡胶和塑料制品与特种橡胶和塑料制品的占比；企业落后橡胶和塑料制品在总产能中的比重；设备的投产时间、维护情况及成新率，单线产能情况，设备的产能利用率，余热发电系统的配置比例，以及橡胶和塑料制品企业各项能耗指标、排污指标；生产技术创新程度及延伸性；产品附加值；知识产权问题    |
|  | 原材料及<br>能源供给      | 橡胶和塑料制品企业的天然胶以及抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料采购成本、综合利用率、运输成本以及未来保障能力；外部采购的稳定性和可持续性；天然胶、抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料价格以及煤炭价格和物流价格的波动性；天然胶、抗氧化剂和橡塑助剂等辅助材料以及煤炭供应商的供应能力、供应稳定性、价格及其变化情况、企业集中采购的程度；企业用电价格和当地电力供求状况 |
|  | 销售                | 企业在全国及特定区域的销量及占比、销售队   |

|      |       |  |
|------|-------|--|
|      | 状况    | 伍建设情况、具体销售模式、价格和市场占有率；与全国性的大型固定资产投资商、区域内大型工程项目、汽车行业及建筑商的合作关系，销售客户的稳定性和集中度  |
|      | 管理与战略 | 企业治理结构；企业管理制度及执行；质量管理体系认证 ISO9001 情况、环境管理体系认证（ISO14001）情况；战略定位的正确性、战略实施的可能性  |
| 财务实力 | 资产质量  | 资产结构及稳定性；货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常天然胶、抗氧化剂、橡塑助剂等需求采购金额的匹配程度；应收款项账龄分布以及回收难度；天然胶、抗氧化剂、橡塑助剂等大宗材料存货规模、存货计价方式和变现能力；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率 |
|      | 资本结构  | 财务杠杆水平；净资产的稳定性；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度   |
|      | 盈利能力  | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率   |
|      | 现金流   | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流动  |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      |      | 规模与经营规模的匹配性   |
|      | 偿债能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策                                       |
|      | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持   |

## 造纸行业信用评级方法

## 一、行业界定

造纸是指通过机械的、化学的或二者结合的方法把植物纤维加工成纸浆，然后通过手工或机器抄造的方法把纸浆及其添加剂混合均匀而制成纸产品的过程。

根据国民经济行业分类（GB/T 4754—2017），造纸及纸制品业属于制造业的子行业，下面又细分为纸浆、造纸和纸制品制造三个子类。本评级方法主要适用于从事纸浆、造纸相关业务并以此作为主要收入来源的企业，而纸制品制造子行业的基本特征、运行规律与纸浆、造纸行业存在较大差异，因此单纯的纸制品制造企业的评级不适用本方法。

从生产产品角度分类，可分为机制纸及纸板、加工纸和手工制纸及纸板，目前纸产品市场上主要产品，包括用于书写印刷用纸（如新闻纸、铜版纸和胶版纸）、用于包装的箱纸板、白卡纸和瓦楞纸等。

## 二、行业分析

### （一）与宏观经济关联度高

造纸产业下游需求渗透于国民经济的各个领域，行业整体走势与国民经济发展密切相关，行业景气周期基本跟随宏观经济周期波动。在经济衰退期，造纸行业的需求会随着宏观经济下行而迅速萎缩；而在经济复苏期，造纸行业的复苏则滞后于宏观经济的复苏。但与钢铁、有色金属等集中用于投资领域的基础原材料行业不同，造纸下游需求分散，且生

活用纸及部分文化纸具有一定需求刚性，因此行业需求的周期性相对较弱。

## （二）规模经济特征较明显

造纸产业中技术、资金、资源和能源相对密集，具有连续高效运行和规模经济等典型的大工业生产特征。在一定限度内，造纸企业生产规模的扩大有利于采用更大型、更先进的造纸设备及工艺，降低能耗，提高生产效率；同时，也能更有效的摊薄治污成本及其它各类运营费用。这一特征决定了扩建产能、提高市场占有率是企业加强竞争实力最直接、最有效的手段，也在一定程度上导致近年行业内扩产意愿强烈，产能过剩压力持续存在。

## （三）资源约束型行业，原材料对外依存程度高

造纸属于典型的资源约束性行业，对木片、苇草和废纸等纤维原料以及水资源依赖程度很高，原材料成本一般占生产成本的 65%—75%，因此原材料供给的成本及保障程度对行业内企业的盈利状况及长期发展具有重大影响。

现阶段，中国造纸行业原材料对外依存度很高，一方面是国内废纸回收体系不完善，废纸回收率明显低于发达国家水平，导致国内废纸供应不足；另一方面是国内天然林资源缺乏、工业原料林建设滞后，造纸用林木资源供应不足。2011年，国内约 40%左右的废纸和 60%左右的木浆来自进口，国产木浆中也有超过 30%依赖进口木片。



#### （四）市场竞争激烈，行业集中度低

造纸属于传统行业，各企业生产设备、技术工艺、原料使用和成本结构基本类似，各细分市场内部最终产品差别化不明显。产品同质化的特征导致企业间竞争激烈，价格战成为常用竞争手段。目前，国内共有造纸企业 3700 家左右，平均生产规模不足 3 万吨，产业集中度很低，进一步加剧了市场竞争的激烈程度。

#### （五）治污成本高，面临一定环保运营风险

随着中国经济的持续高速发展，环保问题日益严峻，国家近年来相继出台一系列环保政策。造纸属于高排放、高污染行业，尤其是在制浆环节，约有 50%左右的原料和化学药品成为最终排放的污染物。因此，造纸行业整体面临较大的环保设备投入及后期运营成本，将在一定程度上影响行业内企业的投资支出压力和盈利能力；另外，行业也面临一定的运营风险，企业出现重大环保问题时或将面临生产线停产的处罚。

### 三、评级思路

按照《评级方法总论》，安融评级对造纸行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）经营环境

#### 1、宏观经济

造纸行业发展较为成熟，其与 GDP 体现出良好的正相关关系，受宏观经济景气状况和国家宏观调控政策影响较大，周期性特征明显。宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策等因素，都会影响到造纸行业的基本面，导致行业信用变化。

安融评级主要关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整等。

## 2、区域经济

区域经济，主要包括造纸企业所处销售半径的地区经济发展程度以及居民需求特点。现阶段我国区域经济发展较不均衡，各地区的经济发展状况和居民收入水平差异较大，不同区域间造纸企业的经济效益也存在较大的差距。一般而言，经济较为发达的城市，当地市场消费能力较强，区域优势明显；相反，如果受评主体经营区域处于经济欠发达城市，当地市场消费能力较弱。

安融评级主要关注：该地区经济发展状况，如 GDP 占全国的比重和 GDP 增长率等；该地区居民消费水平；该地区居民消费结构和销售商品结构等。

## 3、产业政策

造纸产业发展政策对造纸行业结构、产业布局、产业技术和产业组织的调整可能会导致企业的并购重组。造纸行业由于其工艺要求，对环境影响较大，特别是体现在水污染方面。对此，行业的环境保护相关标准对造纸企业经营投入影响较大，另外根据环保部制定相关方案，将对造纸行业实行行业内污染物总量控制，并对造纸行业实行全口径管理。而进出口贸易政策则主要造纸行业原材料的进口和纸产品的出口需求产生影响。

安融评级主要关注：产业发展政策对造纸业行业结构、产业布局、产业技术和产业组织的调整；节能与环保政策对

造纸业行业布局、环保设备、技术发展方向和产品成本的影响；进出口贸易政策对造纸行业进出口贸易的影响等。

#### 4、行业竞争状况

目前，在市场竞争及行业政策的引导下，我国造纸行业集中度逐渐提高，细分市场内的主要竞争者地位较为突出，对市场影响较大。评级时关注同行业主要竞争对手的经营情况和发展战略，有助于判断受评企业未来所面临的市场化境变化，所采取经营策略的有效性，以及企业竞争优势的持续性等。业内主要企业的经营策略变化，意味着行业竞争优势的转化。结合受评企业特点和优势，分析其未来经营的稳定性和持续性。

安融评级主要关注：行业竞争格局、行业集中度和主要竞争对手分析等。

### （二）经营实力

#### 1、产品结构及稳定性

造纸行业产品分类众多，用途广泛，一般企业产品集中在某几类纸品的生产上。评级时需考察受评企业产品构成，不同细分产品市场环境不同，如新闻、文化用纸市场供大于求，需求增速较为缓慢，行业竞争激烈。受评企业收入的稳定性及盈利能力受此影响显著。评级时需关注受评企业近年来收入结构，各项产品收入规模的变化。了解造成变化的主要原因，结合行业情况，分析企业受外部环境影响程度，以

及所采取的经营策略的有效性。进而分析企业竞争能力的强弱，竞争优劣，以及未来企业收入的稳定性和盈利能力。

安融评级主要关注：主要产品覆盖的子行业和产品的种类；各类纸品的销售收入占比情况及其稳定性；各类细分产品规格的齐全程度和主要产品的档次等。

## 2、生产能力

造纸工业投资中 60%以上是设备投资，自动化程度高于一般制造业。先进的造纸工业装备，技术含量高，前期投入大，固定成本高，规模效益特别明显。生产规模大的企业往往具有较为明显的成本优势。同时也是企业采取的市场营销策略的重要基础。

如有新扩建产能情况的企业，关注全行业该产品产能释放情况，新生产线产品质量方面的优势等。关注企业产能消化的风险。对处置生产设备或关闭子公司的企业，关注相关产能或业务的用途，对公司造成的影响，以及采取此项措施的合理性（原因）。另外，目前国内主要造纸企业生产设备采购自国外，产能扩建的投入较高。

安融评级主要关注：产能规模、产能利用率及变化情况；扩建产能用途，新增产能总量，产能释放速度；在建项目总投资规模、建设周期和已投资规模等。

## 3、原料采购

造纸原料主要为废纸、木浆及非木浆。目前多数企业都

已有自己的纸浆生产线，部分采取外购。不同原料价格差异对生产成本有一定影响。另外，关注企业直接原料来源的稳定性，如对于自产纸浆能力较强的企业，直接原料来源较为稳定。目前林纸一体化的行业发展趋势比较明显，主要企业逐步涉足原料林领域。

安融评级主要关注：原材料的类别结构、定价方式、议价能力；对于涉林企业，关注前期投入规模、林地所有权、原料林规模、木材供应能力、纸浆生产以及与纸浆需求环节的匹配程度等。

#### 4、产品销售

目前，造纸企业主要销售模式为直销与分销，关注受评企业采取销售模式的特点与合理性，以及不同模式对企业经营的影响情况。

安融评级主要关注：市场份额；价格政策；议价能力；成本转嫁能力；结合市场竞争环境；产品定位；产能产量和销售模式等。

#### 5、管理与战略

##### （1）公司治理

治理结构方面，良好的治理结构有助于发展战略和经营决策的科学性、合理性，亦有助于及企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行；而治理结构的不完善可能会使经营决策的制定和执行缺乏科学性、规范性以及有效性，进而增加

了其经营风险。一般情况下，治理结构越完善，管理权利越分散，则企业的监督机制越有效，企业经营风险越低。

造纸行业所有制性质较多元，整体以民营企业为主，并有少部分“三资”企业和国有控股企业，其中部分民营企业存在股权结构复杂和内部治理不完善等问题，应重点关注其公司治理情况；“三资”企业方面，对于母公司在境外，主要经营实体设于境内的企业，集团内部企业的财务独立性须重点关注，若子公司资金存在较大规模的向集团内其他企业的流转，将在较大程度上增加子公司的财务风险。

企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。与一般制造企业一样，战略管理、投资管理、审计控制、安全生产、财务管理方面的制度建设及执行情况在对造纸企业管理分析中要加以关注。

对于造纸企业来说在生产运营环节的精细化管理能够使其具有高于行业平均水平的生产效率或形成成本领先优势，进而会使企业在行业中拥有一定竞争优势，因此在分析中可以关注企业在生产组织、设备运营等方面制度建设及具体执行情况。此外要注意的是，造纸行业属于高污染行业，企业在组织生产过程中对于环境保护采取的措施、管理制度以及监管等方面面临的管理难度较一般行业大，在分析中也要有针对性的进行考察。

安融评级主要关注：公司股权结构；董事会、监事会制度是否完善；董事会、监事会、管理层及股东的权利分布运作情况；现有治理结构能够有效保护股东利益；实际控制人对企业的管控能力、高层管理人员从业经验、经营决策机制、安全管理体系建设和环保管理体系等。

## （2）发展战略

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。反之，不符合企业实际的战略，可能导致企业投资决策的失败和重大的资本损失，可能会严重影响企业现有业务的正常经营。

对于战略考察的实质是基于企业的战略意图和其可动用实现战略资源对企业长期发展状况和信用水平变化趋势做出判断。目前，造纸企业除了对现有产品的产能扩张外，其发展战略主要集中在对上游林木资源掌控、高端纸品的研发、加大环境污染防治以及资产并购重组等方面。另外，造纸行业属于资本密集型行业，企业单项投资的规模通常较大，而行业运行整体易受经济环境的影响而呈现较为明显的波动，在行业景气度低迷，企业自身盈利趋弱、资金链紧张时，已经进行或即将投产的新建项目的推进将进一步加重其



经营负担，因此我们重点关注造纸企业项目投资规模及投资时机情况。

安融评级主要关注：战略定位的正确性；战略的清晰程度；对战略实施的可能性；短期战略实现手段对受评对象经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

造纸企业属于资金、技术密集型企业，设备价值较高，对固定资产的投入规模较大。多数企业非流动资产占总资产的一半以上，其中固定资产及在建工程比例很大。分析固定资产质量时，主要关注生产设备的折旧情况和成新率，生产线运转情况等。

流动资产方面，一般主要为存货、货币资金、应收票据和应收账款等，根据企业所处经营环境及经营策略不同，各项资产占比有所差异。应收账款关注其可回收情况。对于存货规模较大的企业，关注存货累积原因，减值情况等。

安融评级主要关注：资产规模、各项资产比例、资产流动性、用于抵押资产比例；固定资产规模及成新率、在建工程规模及变化情况；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等。

## 2、资本结构

### (1) 有息负债的规模、期限结构及偿债压力

造纸企业固定资产投资规模大，设备的技术水平直接决定产品的质量，企业需要较大的资金来为其改扩建提供支持，银行借款是企业重要的融资渠道。主要关注短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和长期借款等科目。关注期限结构与企业生产经营的匹配程度，该结构是否为企业最佳负债结构，未来调整方向等。根据短期有息负债规模和长期还款计划，结合企业资金情况判断当期企业的偿债压力。

### (2) 财务弹性

持续的融资能力对于满足企业生产经营、设备投入、偿还负债具有重要支持作用，是企业持续经营的关键。通过考察企业的获得的授信额度、可用于抵押资产情况、以及增资等渠道，综合分析企业的财务弹性。

安融评级主要关注：有息债务规模、期限结构及偿债压力；财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；获得的授信额度、可用于抵押资产情况、以及增资渠道等。

## 3、盈利能力

盈利是现金流的主要来源和企业偿债能力的重要保障，对造纸和纸制品业行业盈利能力的分析。从绝对规模来看，

关注收入规模、营业利润及利润总额的变化情况，结合企业生产经营情况分析变化的主要原因，指出企业的主要优劣势所在，进而判断企业盈利能力强弱及持续性。从各项比率来看，关注毛利率、期间费用率、总资产回报率等指标。除原料、能源等对毛利率有重要影响外，由于生产设备价值较大，其折旧对毛利率有一定影响。总资产回报率可结合资产运营效率来分析。

安融评级主要关注：收入规模及增长率；营业利润及利润总额规模及变化情况；毛利率及变化情况和总资产回报率等。

#### 4、现金流

经营活动现金流通过间接法，考察企业经营活动现金生成能力。重点关注折旧，及运营资本变化对企业经营活动现金流的影响，结合生产经营情况分析企业经营活动现金生成能力强弱。

投资活动方面，对于计划产能扩张企业，关注新建产能建设进度，资金缺口。对于存在处置固定资产情况的企业，处置资产用途，获得资金规模及持续时间。

筹资活动方面，关注主要资金来源，以及来源的稳定性。

安融评级主要关注：经营活动现金流量净额，现金收入比；投资计划与投资现金流出的匹配性；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等。

## 5、偿债能力

造纸企业偿债能力旨在通过企业长、偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。由于造纸行业面临环保压力、行业内竞争激烈、原材料成本控制力弱和需求随同经济下滑等不利局面，融资能力偏弱，负债中主要以短期刚性债务为主，股权融资方面也不具有优势，因此在整体负债水平较为合理的情况下，那些能够获得较多经营性负债、长期债务和权益性资本的企业在发展中面临的财务压力更小，也更具有实力去发展壮大。

安融评级主要关注：有息负债规模比例；流动比率；速动比率；经营现金流动负债比；经营活动现金流入量/短期债务；EBITDA 利息保障倍数；全部债务/EBITDA；长短期债务比和资产负债率等。

### （四）外部支持因素

外部支持是来自政府和股东直接或间接提供的偿债来源，特别是公司遭遇财务困境时获得的外部偿债来源。其可获得性取决于企业与政府和股东之间关系的密切程度、外部支持方的支持能力和支持意愿。

股东的支持则要考虑股东的实力、股东对该造纸企业业务发展的战略规划及其地位，大股东经营政策的可延续性。近年来造纸行业兼并和收购的案例增多，股东变动可能会对企业经营政策的延续性产生一定影响，影响结果和影响程度

因造纸企业本身的经营状况和大股东的支持存在差异。

政府支持主要是针对大中型国有造纸企业，地方政府出于经济发展和就业的考虑，在一定程度上会对当地大中型国有造纸企业予以一定的资金和政策支持。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策；政府支持政策及政府补助等。

## 五、评级指标体系

表：造纸行业公司主体长期信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标   |
|------|------|--|
| 经营环境 | 宏观经济 | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整等  |
|      | 区域经济 | 该地区经济发展状况，如 GDP 占全国的比重和 GDP 增长率等；该地区居民消费水平；该地区居民消费结构和销售商品结构等                               |
|      | 产业政策 | 产业发展政策对造纸业行业结构、产业布局、产业技术和产业组织的调整；节能与环保政策对造纸业行业布局、环保设备、技术发展方向和产品成本的影响；进出口贸易政策对造纸行业进出口贸易的影响等 |
|      | 行业竞争 | 行业竞争格局、行业集中度和主要竞争对手分析等   |

|      |          |   |
|------|----------|---|
| 经营实力 | 产品结构及稳定性 | 主要产品覆盖的子行业和产品的种类；各类纸品的销售收入占比情况及其稳定性；各类细分产品规格的齐全程度、和主要产品的档次等   |
|      | 生产能力     | 产能规模、产能利用率及变化情况；扩建产能用途，新增产能总量，产能释放速度；在建项目总投资规模、建设周期和已投资规模等  |
|      | 原料采购     | 原材料的类别结构、定价方式、议价能力；对于涉林企业，关注前期投入规模、林地所有权、原料林规模、木材供应能力、纸浆生产以及与纸浆需求环节的匹配程度等   |
|      | 产品销售     | 市场份额、价格政策、议价能力、成本转嫁能力、结合市场竞争环境、产品定位、产能产量、和销售模式等   |
|      | 管理与战略    | <p>公司股权结构、董事会、监事会制度是否完善、董事会、监事会、管理层及股东的权利分布运作情况、现有治理结构能够有效保护股东利益、实际控制人对企业的管控能力、高层管理人员从业经验、经营决策机制、安全管理体系建设和环保管理体系等</p> <p>战略定位的正确性、战略的清晰程度、对</p> |

|      |      |  |
|------|------|--|
|      |      | 战略实施的可能性、短期战略实现手段对受评对象经营风险和财务风险的影响等  |
| 财务实力 | 资产质量 | 资产规模、各项资产比例、资产流动性、用于抵押资产比例；固定资产规模及成新率、在建工程规模及变化情况；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力、资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等 |
|      | 资本结构 | 有息债务规模、期限结构及偿债压力；财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；获得的授信额度、可用于抵押资产情况、以及增资渠道等  |
|      | 盈利能力 | 收入规模及增长率；营业利润及利润总额规模及变化情况；毛利率及变化和总资产回报率等   |
|      | 现金流  | 经营活动现金流量净额，现金收入比；投资计划与投资现金流出的匹配性；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等  |
|      | 偿债能力 | 有息负债规模比例；流动比率；速动比率；经营现金流流动负债比；经营活动现金流入量/短期债务；EBITDA 利息保障倍数；全   |

|      |      |  |
|------|------|--|
|      |      | 部债务/EBITDA；长短期务比和资产负债率等                              |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等 |
|      | 政府支持 | 政府支持政策及政府补助  |



# 交通运输行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)目录,交通运输行业主要指“G 交通运输、仓储和邮政业”,子行业包括铁路运输、道路运输、水上运输、航空运输和管道运输等。本评级方法所指的交通运输行业主要是从事旅客、货物运输业务的经营主体,运输方式包括铁路运输和水上运输,运输类型涉及生活型交通运输和生产型交通运输,经营区域主要位于大陆地区、收入来自以上交通运输方式的经营主体。

本评级方法不针对航空运输业和高速公路行业,航空运输行业 and 高速公路行业的评级方法另行制定。

表: 交通运输业子行业 (GB/T 4754-2017)

| 行业代码 | 行业名称 | 行业描述  |
|------|------|---|
| G53  | 铁路运输 | 指铁路的安全管理、调度指挥、行车组织、客运组织、货运组织,以及机车车辆、线桥隧涵、牵引供电、通信信号、信息系统的运用及维修保养;不包括铁路机车车辆、线桥隧涵、牵引供电、通信信号、信息系统设备的制造厂(公司)、建筑工程公司、商店、学校、科研院所、医院等活动 |
| G54  | 道路运输 | -   |
| G55  | 水上运输 | -   |

|     |      |   |
|-----|------|---|
| G56 | 航空运输 | - |
|-----|------|---|

## 二、行业分析

交通运输行业指国民经济中专门从事旅客和货物运送的社会生产部门，作为一国经济发展的重要基础性产业，其健康发展是其它相关产业稳健发展的基础和保障。安融评级在对交通运输行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国交通运输行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）竞争与协作共存

交通运输企业因其运输方式和运营路网等差异而面临不同的行业竞争。目前，我国已经形成公路、铁路、水路和航空运输并存的立体交通运输体系，各种运输方式适用于不同的自然条件和运输需求，拥有各自的比较优势，既相互协作，又相互竞争。此外，交通运输行业的竞争不仅体现在国内同类运输企业之间的竞争、不同类运输方式之间的替代，行业内部存在明显的竞争与分流现象，还包括国际贸易领域来自国外运输企业的竞争。

### （二）周期性与季节性

交通运输行业属于经济周期性行业，易受国内外宏观经济情况和相关行业发展影响。交通运输业主要收入来自于货物周转量及总体吞吐量、商务活动、私人出行等多方面经济及社会活动，因而受宏观经济环境影响较大，经济景气度变

化影响社会经济活动，进而影响交通运输业的市场需求。当宏观经济环境处于上行周期，商务活动、货物周转频繁，货物总吞吐量变大，交通运输业需求旺盛，行业整体盈利情况较好；反之，当宏观经济环境下滑时，市场整体抗周期性较弱的行业，国民经济发展变动会直接影响市场需求，进而影响企业的营运收入，最终影响企业的信用。

### （三）管制力度大，企业运营自主权较小

交通运输业为社会生产和活动提供一种必不可少的服务，特别是交通运输行业基础设施性明显，基础设施的公共特性决定了它必须公平地为全社会提供服务。政府为了实现这种公平，就必然会对交通运输业进行管制，特别是对交通运输业的价格管制、准入管制和运营管制等，使得交通运输业运营自主权较小，对小成本交通运输企业来说，价格管制让它们失去了低价策略的优势。近年来，民营资本不断壮大，但是由于准入管制政策，使得企业吸收民营资本乏力，筹资渠道被限制，这些都对交通运输行业的经营增加了难度，进而影响企业的盈利能力。

### （四）区域发展失衡，行业竞争差异大

与发达国家相比，我国交通运输业与国民经济的发展程度还不匹配，为了满足经济发展需要，交通运输业的发展还有很长的路要走。目前，我国交通运输业基础设施总体还不发达，交通运输技术也较低。因此，交通运输业还需要大量

资金来提高自身运输服务水平。从区位分布来看，东部地区是交通运输业的主要聚集地，而中西部地区则发展比较落后，东西部交通运输业比例严重失调，布局的不合理使得东部地区交通运输行业竞争较激烈，而西部交通运输业则有较大的发展空间。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对交通运输行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、经济环境

交通运输行业属于实体经济的范畴，既受交通基础设施建设、运输装备制造等行业发展水平的制约，又受旅游、商贸等行业生产要素和产品价值传递的影响，并能够与其它行业产生协同效用，其景气度与宏观环境密切相关。此外，交通运输行业因市场需求、运输半径、线路布局和路网密度等条件的影响，对区域环境敏感度高。

安融评级重点关注：与交通运输行业相关的宏观经济指标；宏观经济环境对交通运输行业市场供需的影响；区域环境对交通运输行业运输方式、运力配置和市场需求的影晌程度。

#### 2、行业政策

交通运输业可以细化为生活服务业和生产服务业两个方面，不仅对国民经济和国际贸易的发展产生重要影响，而且直接影响公共安全、人身安全和财产安全，因而该行业始终是政府监管的主要行业之一。

中国履行交通运输行业监督管理职能的部门包括交通运输部、各交通运输管理局和各铁路局等行业主管部门，以及国家发改委及各地方发改委等综合管理部门。其中：在准

入监管方面，国家发改委是投资准入的主管部门，行业部门则负责对运营准入、退出的监管；在价格监管方面，国家发改委作为物价主管部门负责价格监管及成本监管，同时授权行业部门对部分服务的价格实施监管；在互联互通监管方面，各行业部门各自对不同运输方式内部的互联互通实施监管；在安全监管方面，各行业部门对不同运输方式各自实施日常的安全监管。

安融评级主要关注：交通运输行业的法律法规、发展规划，以及各运输方式细分领域管理条例进行分析，进而判断经营权审批、场站和线路规划、运价制定及调整、安全管理等方面的政策对行业发展趋势、企业发展前景的影响程度。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

交通运输企业的经营规模十分重要。同等条件下，规模大的企业在区域市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时经营往往较为稳定，管理较为规范。反之，企业的经营风险越高，抗风险能力越差。而市场地位高的交通运输企业不但对行业发展有着重要影响，而且具有更高的融资优势。

对交通运输企业来说，规模优势也能够使得企业在市场

知名度、抵御行业周期、获得客户和资源等方面具有突出的竞争优势。市场地位越高的企业，其品牌价值及对客户的吸引力越强，同时在获取资源方面也具有一定的优势。另一方面，市场地位越高的企业越易获得相关机构的支持，在设备采购、技术人员培养方面具有较大的优势，抵御风险的能力更强。

安融评级主要关注：交通运输企业的资产总额、固定资产、下属机构；近三年的销售收入总额、利润总额等；主要经营区域的市场占有率、议价能力等。

## 2、运营模式

交通运输方式包括公路运输、铁路运输、水路运输和航空运输等。从承运物看，可划分为客运和货运两大类。从运输类型看，客运可细分为商务客运、旅游客运和城市公共客运；货运可细分为整车、零担和集装箱运输，细分较多，模式各有差异。资产配备方面，交通运输企业的运输工具包括机动车、列车和船舶等，可通过自购、租赁和挂靠等方式取得；部分企业还通过自建、授权和划拨等方式持有或管理路产、场站等资产。收入构成方面，运输业务板块以运费收入为主，以杂费收入为辅（装卸停靠、仓储中转、设备牵引、装备修理、场站服务、售票服务等）。场站布局方面，场站一般由政府统一规划，授权具备条件的企业进行投资建设和运营管理。运价制定方面，城市公交、出租车、车客轮渡和



高铁客运等公共运输服务由政府统一定价，企业基本无自主调节空间，运输需求的刚性相对较高，盈利对政府补贴依赖度大；其余运输市场化竞争更为明显，基本采取企业自主定价，或政府给定指导价格、企业适度调整的方式，业绩受市场供需影响较大。

针对铁路运输，安融评级主要关注：影响铁路运输的主要因素包括沿线及周边相关产业景气度、主要承运物相关产业政策的调整、装备构成及承运能力、铁路运价调整、其它运输方式及其它线路的分流。

针对水路运输，安融评级主要关注：国际和国内贸易活跃程度、运力供需和燃油价格引起的运价波动、航线和港口的覆盖程度、运载能力及设备调配能力、不可抗力因素（自然灾害、战争、国际政治等）、其它运输方式及其它线路的分流。

### 3、营运能力

运输能力是交通运输企业开展业务的重要基础，直接决定了企业的供给能力及收入规模，因此，运输能力是考察交通运输企业经营风险的重要因素之一。交通运输企业主要对交通运输企业掌握的资源进行分析，考察企业的运输设备数量、结构、使用年限和购买计划等，从而判断企业的客运能力和货运能力，包括路网布局与规划、运输装备数量及规格、场站数量及规模、运输班次安排、市场占有率和互联互通情

况等。

安融评级主要关注：主营业务收入结构及盈利变动情况，业务多元化或单一经营的风险。

#### 4、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性和执行效果越好，企业经营风险越低。交通运输业企业数量众多，不同所有制类型的受评主体治理结构在完善程度上存在很大差异。交通运输业大部分是国有企业，这些企业存在国有企业普遍存在的问题，比如历史包袱过重、人员规模庞大等，而物流行业大多是新兴民营企业，存在组织结构不合理、权责划分不明确等现象。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如

何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。交通运输企业为保证日常业务的运转，通常自持一定规模的运输装备，部分企业还持有枢纽场站、运营路网等资产，因而资产中非流动资产占比相对较大，其中主要包括运输装备、枢纽场站等固定资产，是交通运输企业生产的重要物质基础，也是资产的最主要构成部分，需要重点分析；要关注在建工程，如枢纽场站的建设投入等，关注其何时转为固定资产，同时考虑固定资产大修转入在建工程对折旧的影响；对于无形资产，一般是采矿权和土地使用权，对该采矿权的入账价值需审慎判断。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。为实现规模效应，交通运输企业需要追加资本性支出，用于运输装备的购置及升级、枢纽场站建设、软件系统开发和安全设施配置等，资金来源包括企业经营积累、股东追加资本金投入、直接与间接债务融资，视企业性质和业务构成的不同，负债率和债务结构存在一定差异。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

## 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。交通运输企业主营业务收入来源于收取的运输服务费，该行业企业通常通过规模效益提高整

体业务规模和盈利水平，通过装备升级、合理配载、优化线路提高运行效率、降低单位油耗，通过控制折旧和利息等开支降低成本费用，依靠政府补贴（燃油补贴、节能补贴、税收优惠等）弥补公共运输服务的亏损，通过多元化经营对收入和利润形成补充。此外，部分企业还通过适度理财和对外投资等方式取得投资收益。从期间费用看，目前规模交通运输企业一般都在多个区域布局，总体管理成本较高，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距；较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：企业收入与成本、费用是否匹配；成本、费用变动趋势及支出的原则；非经常性损益对利润总额的影响程度，并由此分析和判断企业的盈利水平的可靠性和盈利结构的合理性，主要考察指标包括营业利润率、总资本报酬率、净资产收益率等。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对交通运输企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。此外，交通运输企业经营活动现金流的分析也要考虑到季节性因素的影响。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等。

## 5、偿债能力

交通运输企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境和再融资便利条件等因素。对多数交通运输企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为现金流的代表。在资本密集和有周期的交通运输行业运营的公司需要保有大量的现金存量才能涵盖其庞大的维护和开发资本支出，以及股息、利息开支和债务的摊销。这样虽然会对受评主体的资金使用效率产生一定的影响，但在抵御周期性风险方面是相当必要的。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

## 6、或有事项

除对资本结构、资产质量、盈利能力和现金程度进行定量财务分析外，还考虑或有事项或隐性债务等其它因素对交通运输企业偿债能力的影响。这些因素包括但不限于：担保情况是影响交通运输企业偿债能力的重要因素。第三方提供的担保提高了交通运输企业债务的安全性，但交通运输企业为第三方提供担保则会对自身的偿债能力形成负面影响；企业自有土地等有形资产抵押、收益权等无形权益质押等增信措施，也能对特定的企业债务提供一定程度的保障；或有事项所导致的或有义务只有符合会计准则规定的部分才作为预计负债在资产负债表里反映，还有一部分仅仅是在财务报表附注中进行披露；这部分或有义务构成了企业的隐性债务，包括未决诉讼、票据贴现、产品质量保证等。

安融评级主要关注：对外担保规模、担保比率、有无反担保措施、担保对象企业性质、是否民营企业、行业及区域集中度情况、被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件、历史风险事件的后续处理情况、减值准备是否充分计提及未决诉讼最新进展。

## （四）外部支持

### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

### 2、政府支持

根据企业性质、企业规模、服务对象和服务区域的不同，交通运输企业在享受国家、地方政府外部支持方面存在较大差异。对于国有大中型、经济欠发达地区、对公共运输领域贡献大、符合绿色交通政策导向、参与国际运输市场竞争的企业，能够取得政府更大的支持，包括资本金投入、资产划拨、特许经营权、税收优惠、财政补贴（票款、燃料、节能等方面）、国有资本收益返还以及地方政府性债务置换、专项发展资金/基金等。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的政策支持。

## 五、评级指标体系



表：交通运输行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标    | 三级指标   |
|------|---------|--|
| 运营环境 | 经济环境    | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；基础设施建设及民用投资的变化预期         |
|      | 行业政策    | 交通运输行业的法律法规、发展规划，以及各运输方式细分领域管理条例进行分析，进而判断经营权审批、场站和线路规划、运价制定及调整、安全管理等方面的政策对行业发展趋势、企业发展前景的影响程度 |
| 经营实力 | 规模和市场地位 | 交通运输企业的资产总额、固定资产、下属机构；近三年的销售收入总额、利润总额等；主要经营区域的市场占有率、议价能力等                                    |
|      | 运营模式    | 交通运输方式、资产配备、收入构成等  |
|      | 营运能力    | 主营业务收入结构及盈利变动情况，业务多元化或单一经营的风险；运输设备数量、构成、运输效率、客运周转量等方面对企业运输能力的影响                              |
|      | 管理与战略   | 企业治理结构、企业管理制度及执行、战略定位的正确性、战略实施的可能性   |

|          |          |   |
|----------|----------|---|
| 财务<br>实力 | 资产<br>质量 | 资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性；<br>应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式<br>和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政<br>策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评<br>估情况，在建工程规模以及变化情况；资产中<br>受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资<br>产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和<br>存货周转率 |
|          | 资本<br>结构 | 财务杠杆水平、净资产的稳定性、债务期限结构、<br>资本结构与资产结构的匹配程度  |
|          | 盈利<br>能力 | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利<br>润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资<br>产收益率、成本费用利润率  |
|          | 现金流      | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，<br>企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动<br>原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模<br>与经营规模的匹配性   |
|          | 偿债<br>能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现<br>金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营<br>现金流负债比、经营活动现金流入量/短期债<br>务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA   |
| 外部<br>支持 | 股东<br>支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得<br>股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划  |

|  |      |                     |
|--|------|---------------------|
|  |      | 和企业股利分配政策           |
|  | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持 |

# 航空运输业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017) 目录“G 交通运输、仓储和邮政业”，航空运输行业包括 G561 航空客货运输、G562 通用航空服务和 G563 航空运输辅助活动。

表：航空运输子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码 | 行业名称     | 行业描述                        |
|------|----------|-----------------------------|
| G561 | 航空客货运输   | 指以旅客、货物或邮件为主的航空运输活动         |
| G562 | 通用航空服务   | 指使用民用航空器从事除公共航空运输以外的民用航空活动  |
| G563 | 航空运输辅助活动 | 指包括机场、空中交通管理、其它未列明的航空运输辅助活动 |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定航空运输行业为经营区域主要位于大陆地区、收入主要来自航空客货运输的行业。

## 二、行业分析

航空运输业是交通运输基础产业，行业发展与我国宏观经济发展水平关联度较高，具有明显的周期性特征。随着我国经济的增长和消费升级带来的市场成长空间，航空运输业将保持较高的景气度。安融评级在对航空运输业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国航空运输业的信用风险主要来源于以下几个方面：

## （一）宏观经济

航空运输行业与宏观经济呈正相关，具有较强的周期性。航空运输行业与国民经济增速表现出强相关，主要表现在商务出行与经济发展、固定资产投资等关系密切；个人出行则与居民收入水平、消费升级和旅游行业发展等因素相关。其次，宏观经济发展与航空运输业经营关联度很高，直接体现在油价和汇率的变化。而航空货运需求受经济水平、产业结构和贸易额等因素影响显著。

综合来看，宏观经济增长有利于推动客运及货运需求，对航空运输业吞吐量的提升具有促进作用。如果宏观经济下行，运输需求相应下滑，航空运输企业将面临吞吐量下降，营业收入规模收缩等风险。

## （二）行业政策

国内对航空运输行业的政策影响体现在燃料价格指导、税费减免、注资、贷款、并购、市场准入和空域管理制度等方面。其中，国家发改委负责发布航空煤油指导价格和调整国内燃油附加费，对航空公司的运营成本具有直接作用。

航空运输行业属于公共基础行业，其发展及运行关系国家及社会安全，受国家管制程度较高，主要表现在航空运输企业市场准入、飞机采购、航线开设、航班频次、票价调整、以及安全标准、维修资质等均需取得民航局等政府主管机构的批准，因此政策调整将对行业内航空运输企业未来业务发

展产生较大影响。

### （三）行业竞争

航空运输业在资金、技术、人才和政策等方面的壁垒导致其行业准入门槛较高。目前，我国航空运输业形成了以四大航空集团（下属主要上市子公司分别为“中国国航”、“南方航空”、“东方航空”和“海航控股”）为主，地方性航空公司、民营航空公司以及外国航空公司并存的竞争格局。四大航空集团在市场地位、经营规模和利润总额等方面均处于行业前列，占据绝对市场份额，在优质资源获取方面具有明显竞争优势，寡头竞争格局短期内不会改变。

近年来，民航局出台一系列政策。以春秋航空和吉祥航空等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到迅猛发展。同时，地方性航空公司的开航加剧了民航市场的竞争。此外，随着低成本运营模式的推广，独立成立及由传统全服务航空公司转型的低成本航空公司市场份额快速扩大，民航竞争格局将更加多元化。

其次，航空运输受区域内替代交通工具规划、交通运输成本及建设进度影响较大。日渐完善的高速铁路网络对航空运输行业的分流影响增强，特别是1000公里以内的短途航空运输替代效应明显，航空公司部分短途航线面临较大的分流压力。

### （四）能源价格波动

航油成本是航空运输企业占比最大的运营成本,约占运营总成本的 30%-50%左右,航油价格的波动对航空公司影响较大。

目前,国内大型航空运输企业航油主要从国内采购。自2015年2月国家发改委取消每月公布航空煤油进口到岸完税价格、由航油公司自行定价以来,国内航油价格市场化程度进一步增强,航油价格走势与原油价格波动高度相关,受国际原油供需结构、库存、世界经济发展状况、突发事件和地缘政治等因素影响较大。

由于国内航油价格受国家发改委及中国民航局等政府主管部门监管,油价的调节与国际相比具有一定滞后性。虽然国内燃油价格相对较为平稳,但是与国际原油价格仍存在较强的相关性,对航空运输企业经营效益具有较大影响。

#### (五) 汇率波动

航空运输业为资本密集型行业,航空公司一般拥有较大规模的外币债务,主要为美元负债,因此人民币兑美元汇率波动情况对企业盈利水平影响大,汇兑损益成为影响航空运输企业盈利水平的重要因素。航空公司在飞机购买和租赁等方面大多以美元计价,人民币兑美元汇率的变化不仅影响购机或租赁成本,更会造成利息支出及其它以美元计价的运营成本(包括燃料及航材购买、国际机场地勤费用等)的变动。

人民币汇率走势受宏观经济、政策导向以及国际经营环



境的影响而波动。在美联储加息预期明显、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软和利率市场化等背景下,且国内航空运输企业一般较少采取外汇套期保值等避险措施,人民币汇率走势的变化对航空公司利润影响显著。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》,安融评级对航空运输行业的评级思路是: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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、经济发展

航空运输业是交通运输基础产业,行业发展与我国宏观经济发展水平关联度较高,具有明显的周期性特征。

航空运输行业与国民经济增速表现出强相关关系,主要表现在航空运输与居民人均可支配收入、旅游业关系密切,其对航空运输的影响直接体现在旅客周转量,旅客周转量的增长为航空运输总周转量的保持和增长提供了稳定的需求基础。其次,宏观经济发展与航空运输经营之间关联度很高,直接体现在油价和汇率等方面的变化。

安融评级主要关注:国际经济形势、国民经济增速、居民人均可支配收入、旅游业的增速情况、宏观经济周期和宏观经济景气度等。

#### 2、产业政策

目前国内航空运输行业政策主要集中在燃料价格指导、税费减免、注资、贷款、并购、市场准入和空域管理制度等方面。

航空运输行业属于公共基础行业,基于安全性考虑,我国航空运输业表现出受民航局等政府部门管控力度大,行业准入门槛高、市场集中度较高和垄断竞争等特点。航空运输行业受国家管制程度较高,主要表现在航空运输企业市场准

入、飞机采购、航线开设、航班频次、票价调整、以及安全标准、维修资质等均需取得民航局等政府主管机构的批准，因此政策调整将对航空运输企业未来业务发展产生较大影响。

安融评级主要关注：市场准入、飞机采购、航线开设、航班频次、票价调整、以及安全标准、维修资质等。

## （二）经营实力

### 1、企业性质与股权结构

按控股股东背景划分，国内航空公司可分为中央控股、地方控股和民营资本三大类。其中，国有背景航空企业在资本金投入、政策支持和融资渠道等方面具备优势，因而后续经营稳定性更强，风险相对较低。特别是中央控股公司实力雄厚，机组规模大，补贴及财政支持力度大，且在新增航线和航权资源获取等方面具有突出优势。而民营资本公司在经营效率和成本控制等方面优势明显。此外，清晰的股权结构则有利于公司日常经营治理。

安融评级主要关注：企业所有制形式、股东实力、股权结构等。

### 2、企业规模与市场地位

对航空运输企业来说，规模优势能够使得企业在市场知名度、抵御行业周期、获得客户和资源等方面具有突出的竞争优势。此外，在宏观经济下行和行业周期性波动时，规模较

大的航空运输企业依靠自身的资金储备、风险控制机制等方面的优势在一定程度上抵御外部系统性风险。

一般而言,市场地位越高的企业,其品牌价值及对客货的吸引力越强,同时在获取航线资源、航班调整能力和航线时刻资源等方面也具有一定的优势。另一方面,市场地位越高的企业越易获得相关机构的支持,在飞机采购和技术人员培养方面具有较大的优势,抵御风险的能力更强。此外,很多大型航空公司通过加入国际大型航空联盟(星空联盟、天合联盟、寰宇一家)实现代码、维修设施及运作设备等资源共享,降低运营成本的同时对航线拓展有一定积极作用。

安融评级主要关注:资产规模、收入规模、机队构成、航线资源布局、市场定位、市场占有率以及区域优势、区域经济情况等。

### 3、技术实力与安全保障

航空运输属于技术密集型行业,日常经营所需设备仪器、运行及后勤保障系统技术含量较高,所需的飞行员、机务人员、维修专员和运行签派等均为航空从业专业人才。相关专业人才储备数量、质量及设备水平与公司的运力匹配度可能制约企业发展及形成潜在安全隐患。

航空运输业易受战争、恐怖事件和安全事故等突发性事件的影响,面临的不确定性较多且风险因素分散。

航空运输企业作为运送旅客的重要交通运输行业,其安

全飞行对公司的持续运营、获取旅客资源和建设品牌价值影响较大,一旦发生飞行安全事故,可能会使航空运输企业的品牌价值和市场份额急剧下降。一般来说,应重点关注航空运输企业对国家有关航空安全的法律、法规和标准等的贯彻落实情况:在航空安全方面的制度建设及其落实情况;近3年是否发生过安全责任事故,是否因此受到过主管部门处罚;在航空安全方面的投入情况及未来投资计划。

安融评级主要关注:专业人才储备、安全管理制度、预警体系和应急预案、飞机维护检修及保障服务能力等。

#### 4、航线布局

多元化航线布局有助于提高航空运输企业风险抵御能力,航线网络覆盖范围及成熟度、航线设计、通航城市分布区域、航空基地布局及区域集中度等方面是决定航空运输企业经营稳定性及抗风险能力的重要因素。航空运输行业产品同质化程度较高,具有竞争力的航线资源与航线时刻对航空运输企业摆脱价格竞争具有关键意义。

航空运输企业航线网络运营模式主要为枢纽网络及点对点两种。枢纽网络布局是航空运输业的重要趋势,也是最能够发挥航空运输企业规模经济效应的航线体系。

在航线布局上,主要包括国际航线、国内干线、国内支线及上述航线组合。国际航线及国内干线受益于区域经济发展及客源支持,航线盈利能力及经营稳定性具有较明显的优

势。国内支线地区机场吞吐量和客源支持相对较少，客座率较低，但民航局及部分地方政府（如新疆及内蒙）对支线航班的政策补贴支持力度较大，一定程度保障了航线的最低盈利水平。此外，航空运输企业主要航线上已开通及待开通的高铁线路运营情况也需要关注。

安融评级主要关注：航线布局、航班密度及时刻、航空基地分布、航线附近高铁线路建设及规划等。

## 5、运输能力与效率

航空运输企业运输能力是支撑业务发展的重要保证。运输能力与市场需求是否有效匹配将决定企业收入及盈利的可持续性，运输效率的高低决定单位成本的最小化及利润的最大化程度。运输能力可以通过机队规模（数量、机龄、机型）、可用吨公里及可用座公里等指标反映。与此同时，通过比较运力投放增速（可用座公里增速）、需求增长速度（旅客周转量增速），并结合目前资源使用效率，可以分析公司是否存在供需错配现象。运输效率反映运输能力的利用程度，可关注飞机日利用小时、客座率和载运率等指标，关注航空运输企业上述指标历年变化情况及在行业中水平。

安融评级主要关注：机队规模（数量、机龄、机型）、可用吨公里、可用座公里、运力投放增速（可用座公里增速）、需求增长速度（旅客周转量增速）、飞机日利用小时、客座率、载运率等。

## 6、成本控制

航空运输企业运营成本主要包括航油成本、飞机及发动机租赁和折旧费用、人力成本、维修成本和起降服务费等。受高负债运营及行业竞争激烈的影响，财务费用及管理费用对航空运输企业利润也有一定侵蚀。

飞机购买方面，国内航空公司主要通过自购、经营租赁及融资租赁三种模式购买飞机，不同引进方式对成本的影响不尽相同。

航空运输企业成本控制能力，还可通过机队年龄和机型结构等方面来考察。年轻机队各项性能较好，飞机及发动机短期内发生故障而进行大修的概率及日常养护费用相对较少。机型结构方面，同时运营多种不同机型将导致培训费用、航材储备投资、维护及修理等费用增加，较单一的机型更利于降低飞机购买、租赁、维修、航线调配、管理及人才培养等方面的成本。

安融评级主要关注：节能减排措施、单位耗油成本（航油成本/可用座位公里）、航油套期保值、航油成本、飞机及发动机租赁和折旧费用、人力成本、维修成本、起降服务费、财务费用、管理费用等。

## 7、经营管理与发展战略

经营管理与发展战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策

的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性和执行效果越好，企业经营风险越低。

明确的发展战略和目标，以及实现既定目标的可行途径等将成为影响航空运输企业发展能力的关键因素。重点考虑飞机购买及引进计划、国内外航线布局拓展及调整情况、新基地建设情况、未来重组或收购行为、投资计划与需求的匹配度、资金来源渠道、外币负债规模，发展战略的可行性与合理性。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；飞机购买及引进计划、国内外航线布局拓展及调整情况、新基地建设情况、未来重组或收购行为、投资计划与需求的匹配度、资金来源渠道、外币负债规模，发展战略的可行性与合理性等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

资产质量是航空企业经营能力的保障。航空企业属于重资产的企业，非流动资产占总资产比重较大。一般而言，航空企业资产以固定资产为主，固定资产主要为融资租赁获得的飞机，部分企业拥有机场、航站楼等基础设施及在建工程等。

从市场交易情况来看，融资租赁飞机的市场价值通常较



为稳定,其账面价值主要影响因素为折旧,因此整体看,航空企业资产的整体质量较为稳定。

通过经营租赁方式取得飞机使用权所签订的合同一般为不可撤销合同,租入的飞机资产均为承租的航空企业所控制并可产生收益的资产,由于经营性租赁属于表外业务,因此在分析时应予以关注,其产生的债务应予以考虑。

安融评级主要关注:现金类资产的充足性、受限情况及汇率变动影响;应收票据的种类及规模;其他应收款的回收情况;存货的类别、变现能力及跌价风险;交易性金融资产是否存在燃油期货、外汇远期等套期保值的金融衍生品;固定资产的构成折旧计提情况;无形资产的类别、来源、受限及资产评估情况等。

## 2、资本结构

航空运输行业是资本密集型行业,主要资本性支出集中在飞机购买及航空运营基地建设,整体投资规模较大,行业内企业债务负担普遍较重。航空运输企业资本结构主要关注企业债务和权益占比情况。一般而言,权益占比越大,对债权人保障程度越高,衡量指标主要包括资产负债率、长短期债务结构和全部债务资本化比率等。在分析上述指标后,综合判断企业自身债务负担的情况、与发展战略匹配度、同行业公司对比以及未来投融资需求。此外,航空运输企业中上市公司比重较高,利润分配对所有所有者权益稳定性及负债率都

将会产生影响。同时，上市公司可通过非公开发行股票募集资金，有利于降低航空运输企业负债水平，提升财务稳健性。

安融评级主要关注：资金来源结构、资本实力与债务结构的合理性、债务期限结构、权益稳定性、利润分配政策、债务与负债水平的变化趋势、外币债务的规模及或有负债情况等。

### 3、盈利能力

航空运输企业盈利能力与主业运营效率、汇兑损益、投资收益及营业外收入等方面密切相关。运营效率方面，航空运输企业运营成本中固定成本比重较高，企业运营效率的提升有助于降低单位成本，从而获得提升收益水平。考察运营效率，可以通过载运率指标分析，主要包括客座率、货邮载运率及综合载运率。

汇兑损益方面，航空运输企业持有外币债务规模普遍较大，且国际航线业务运营通过外币结算，汇率走势对公司整体经营效益影响明显。人民币对美元升值有助于降低飞机采购成本、租赁费用、国际市场航油采购和国外机场费用等美元计价的成本。因此需重点关注航空运输企业外币债务规模比重以及是否采用汇率对冲等手段抵抗风险。

营业外收入方面，航空运输行业作为国家基础性产业，获得如航线补贴、支线航线补贴、新开航线奖励和政府专项补贴等，成为行业内企业重要的利润来源之一。因此，考察

航空运输企业营业外收入规模的可持续性和变化情况，了解企业盈利稳定性有重要意义。

安融评级主要关注：收入和利润结构的稳定性及变化趋势、对成本费用的控制力度、扣除非经常性损益后的净利润状况、汇兑损益、营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。受益于经营模式，航空运输企业主业获现能力强。但航空运输行业是周期性行业和资本密集型行业，高财务杠杆的特点导致企业在行业周期低谷时面临现金流压力，较大规模的飞机引进及配件采购对公司现金流提出要求。不同飞机引进方式对航空运输企业现金流影响有所不同，若融资租赁引入飞机计入投资活动现金流，则需关注经营活动现金流量净额对投资活动、筹资活动现金流出的覆盖情况。

安融评级主要关注：经营活动产生的现金流量净额、收现比、筹资活动前现金流量净额、未来资本支出情况等。

#### 5、偿债能力

航空运输企业主要从以下几个方面考察公司偿债能力：

(1) 短期偿债能力，主要分析指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比以及现金类资产对短期债务的保障倍数。

(2) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断。

(3) 其它支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道。其中，直接融资渠道主要是上市公司增发配股等，间接融资渠道分析时考虑银行授信额度和未使用授信额度。

安融评级主要关注：流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数、融资渠道、债务集中度等。

#### (四) 外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东支持力度不尽相同，公司在股东业务板块中所处地位、股东背景与实力等因素决定了股东在资金注入、融资担保、业务运营等方面给予的支持力度。

此外，依靠股东背景及实力，航空运输企业在飞机及配件采购、维修、飞机租赁和融资等方面可获得股东相关支持。

安融评级主要关注：股东背景与实力、公司在股东业务板块中所处地位、历史增资与资产划拨情况、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

##### 2、政府支持

航空运输业在促进区域经济发展和满足旅游商务需求方面发挥着重要作用，得到了民航局、各地政府及各地机场

的高度重视。航空运输企业通常在新航线/支线开通、基地建设和节能减排等方面得到民航局及各地政府、机场的补贴。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度、获得政府的政策支持、政府补贴等。

## 五、评级指标体系

表：航空运输业公司主体信用评级指标

| 一级指标     | 二级指标              | 三级指标  |
|----------|-------------------|---|
| 运营环境     | 经济<br>发展          | 国际经济形势、国民经济增速、居民人均可支配收入、旅游业的增速情况、宏观经济周期、宏观经济景气度 |
|          | 产业<br>政策          | 市场准入、飞机采购、航线开设、航班频次、票价调整、以及安全标准、维修资质            |
| 经营<br>实力 | 企业性<br>质与股<br>权结构 | 企业所有制形式、股东实力、股权结构                               |
|          | 企业规<br>模与市<br>场地位 | 资产规模、收入规模、机队构成、航线资源布局、市场定位、市场占有率以及区域优势、区域经济情况   |
|          | 技术实<br>力与安        | 专业人才储备、安全管理制度、预警体系和应急预案、飞机维护检修及保障服务能力           |

|          |                   |  |
|----------|-------------------|--|
|          | 全保障               |  |
|          | 航线布局              | 航线布局、航班密度及时刻、航空基地分布、航线附近高铁线路建设及规划  |
|          | 运输能力与效率           | 机队规模（数量、机龄、机型）、可用吨公里、可用座公里、运力投放增速（可用座公里增速）、需求增长速度（旅客周转量增速）、飞机日利用小时、客座率、载运率   |
|          | 成本控制              | 节能减排措施、单位耗油成本（航油成本/可用座位公里）、航油套期保值、航油成本、飞机及发动机租赁和折旧费用、人力成本、维修成本、起降服务费、财务费用、管理费用   |
|          | 经营管<br>理与发<br>展战略 | 企业治理结构是否规范、企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；飞机购买及引进计划、国内外航线布局拓展及调整情况、新基地建设情况、未来重组或收购行为、投资计划与需求的匹配度、资金来源渠道、外币负债规模，发展战略的可行性与合理性             |
| 财务<br>实力 | 资产<br>质量          | 现金类资产的充足性、受限情况及汇率变动影响；应收票据的种类及规模；其他应收款的回收情况；存货的类别、变现能力及跌价风险；交易性金融资产是否存在燃油期货、外汇远期等套期保值的金融衍生品；固定资产的构成折旧计提情况；无形资产的类别、来源、受限及资产评估情况 |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      | 资本结构 | 资金来源结构、资本实力与债务结构的合理性、债务期限结构、权益稳定性、利润分配政策、债务与负债水平的等变化趋势、外币债务的规模及或有负债情况 |
|      | 盈利能力 | 收入和利润结构的稳定性及变化趋势、对成本费用控制力度、扣除非经常性损益后的净利润状况、汇兑损益、营业利润率、净资产收益率、总资产收益率   |
|      | 现金流  | 经营活动产生的现金流量净额、收现比、筹资活动前现金流量净额、未来资本支出情况                                |
|      | 偿债能力 | 流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数、融资渠道、债务集中度                |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景与实力、公司在股东业务板块中所处地位、历史增资与资产划拨情况、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策               |
|      | 政府支持 | 政府对企业支持力度、获得政府的政策支持、政府补贴  |

# 机场行业信用评级方法



## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)目录“G 交通运输、仓储和邮政业”，机场行业(G5631)属于航空运输业(G56)中的航空运输辅助活动(G563)。

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定机场行业是经营区域主要位于大陆地区、收入来自机场服务的行业。

## 二、行业分析

受益于经济高速增长，中国以机场行业为代表的航空运输业在近年来有了飞速发展。安融评级在对机场行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国机场行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### (一) 受宏观经济影响较大

机场行业的主要业务为旅客运输和货邮运输。旅客主要分为私人出行和商务出行，货邮运输则主要与商业交易相关，且旅客运输和货邮运输的数量及波动性与宏观经济密切相关，因此机场行业总体经营状况受宏观经济的影响较大。宏观经济表现良好或出现较大增长空间时，机场行业的运营环境也将得到改善；宏观经济表现萎靡或出现下行迹象时，势必将对机场行业的运营环境造成较大程度的负面影响。

### (二) 具有专营性和区域垄断性

机场行业作为城市基础交通建设的重要组成部分，一般

建设于大中型城市的城市郊区或边缘地带，且机场企业一般对土地资源的占用量非常大，对周边配套资源及设施也有着较高的要求。此外，航线规划和净空条件等资源的专有性与稀缺性，导致机场存在天然的地域垄断特征。并且由于机场建设所需资金规模庞大，一定空间范围内一般不会重复建设，因此机场企业一般具有专营性，且其地理位置很大程度上就决定了其面临的竞争态势。同时，每个机场都有一定的辐射半径，机场间的竞争关系往往存在于交叉覆盖的区域内。

政府对机场投资建设采取统一规划管理，实施严格的项目审批制度。在一定区域内机场企业存在垄断的属性，不可替代性较强。

### （三）被其它行业牵制程度较高

从上下游链条来看，机场行业与航空公司是民航运输业中的两大运营主体，二者业务往来密切，互为依托。在具备一定航空运输需求的市场中，机场企业的业务规模取决于航空公司的航线网络构建和航班运力的投入，满足航空运输市场需求将给航空公司和机场企业带来共同的市场利益，机场的发展离不开航空公司的发展，机场需要吸引、支持和促进航空公司以自身为基地的战略发展。

从行业间竞争来看，航空运输、铁路运输、公路运输以及水路运输共同承担着旅客运输、货邮运输的市场需求，近

年来我国高铁建设飞速发展，而较之于航空运输受天气干扰较大、机票价格变动幅度较大以及机场多建设于城郊，前后交通衔接不便等因素影响，在旅客运输方面，高铁运输较之航空运输有着独到的优势，尤其在中短途运输方面，高铁对航空运输具有较强的替代性。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对机场行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、经济发展

机场行业收入主要来源于客运市场、货运市场和航空增值业务市场，其需求派生于商务、货物周转、私人出行等多方面经济、社会活动，因而其对宏观经济环境具有较高的依赖性，其经营状况容易受宏观经济环境波动的影响。航空增值业务为市场化经营业务，盈利空间大，是机场企业的重要利润增长点。此外，宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策等因素，都会影响到机场行业的基本面，导致行业信用变化。

安融评级重点关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；机场行业在宏观经济中的地位、所处的行业周期、政策监管环境、行业在产业价值链中的地位、技术因素、人口因素、行业供需等因素。

#### 2、行业状况

目前，中国机场行业仍处于成长期，即使是国内规模较大的国际枢纽型机场，其起降架次和旅客吞吐量仍具备极高增长潜力。在民航运输业运力持续投放、收费改革提价等多

重因素作用下，机场行业偿债环境发展向好。但同时机场行业仍面临区域发展不均，支线机场持续亏损，部分枢纽机场航班放行正常率不达标以及高铁网络的竞争分流等风险因素。

安融评级主要关注：相关政策和规划对机场行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的产业政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率变化。

## （二）经营实力

### 1、市场地位

根据中国民用航空局和国家发展和改革委员会 2007 年发布的《关于印发民用机场收费改革方案的通知》（民航发[2007]158 号），按照各机场在其区域内的重要性，中国民航机场可分为三类 4 级，其中一类 1 级最高，三类最低。

表：中国民航机场分类

| 机场类别   | 机场  |
|--------|---|
| 一类 1 级 | 北京首都、上海浦东   |
| 一类 2 级 | 广州白云、上海虹桥、深圳宝安、成都双流、昆明长水  |
| 二类     | 杭州萧山、西安咸阳、重庆江北、厦门高崎、青岛流亭、海口美兰、长沙黄花、大连周水子、南京禄口、武汉天河、沈阳桃仙、乌鲁木齐地窝堡、桂林两江、三亚凤凰、郑州新郑、福州长乐、贵阳龙洞堡、济南遥墙、哈尔滨太平共 |
| 三类     | 其余全部民用机场  |

资料来源：中国民用航空局，安融评级整理

目前中国大部分机场企业的收入仍以航空服务收入为主。这部分收入的增加，主要来源于机场旅客、货邮吞吐量与航班起降架次的增加。市场地位优势明显的机场，其巨大的客货流还为机场非航空业务的发展提供了客源基础。因此，本项目主要考察受评机场所属等级，以及旅客吞吐量、货邮吞吐量与航班起降架次三项基本业务量指标，上述三项指标排名靠前的机场，一般来说信用等级较高。

此外，航空公司也会选择具有较强综合实力与重要枢纽地位的机场作为基地机场。受评机场基地航空公司的数量越多、实力越强，其吞吐量与抗风险能力也越有保障，因此也具备越强的信用水平。

通常在进行评级考量时，机场行业的市场地位是一项重要考虑因素。同等条件下，具有较大旅客、货邮吞吐量的机场企业收入更高，同时也更容易发展零售、餐饮和旅客服务等非航空业务，同时其抗风险能力也更强，更能抵御外部环境变化对自身经营带来的冲击。而在全中国机场运输网络中具有较高地位的机场企业及服务区域，其经济实力则集中体现在机场企业所控制资源的优劣程度，且直接影响到其竞争能力、盈利能力和发展潜力等。

安融评级主要关注：企业的资产规模、营业收入、收入总额、利润总额和净利润；旅客、货邮吞吐量、枢纽地位、服务区域经济实力和区域竞争地位。

## 2、区位条件

机场企业所处区位对该企业的日常运营和未来发展影响十分重大。通常而言，处于地区交通枢纽或是经济更为发达的大城市的机场企业，其当前收入可能更高、未来增长潜力可能更强。

安融评级主要关注：机场企业是否处于国内一线、二线城市，是否处于交通枢纽地带或旅游密集区，是否具备旅游、商务、出入境及转运等地理优势，相邻区域是否具有价格优势或服务优势的机场企业与之竞争。通常位于北京、上海、广州和深圳等发达城市及其邻近地域的机场企业，以及处于国内交通枢纽地带、旅游密集地带的机场企业，通常具有较强的竞争优势，信用等级也通常较高。

## 3、入驻航空公司资质

机场行业作为航空运输辅助活动行业，其企业的业务与入驻的航空公司资质密切相关。一般而言，入驻机场企业的航空公司在行业内地位越高，行业竞争力越强，管理越规范，客户服务水平越高，则说明该航空公司的资质越好，从而也代表其所入驻的机场企业资质越好。此外，入驻机场企业的航空公司数量越多也说明该机场企业的资质越好。

安融评级主要关注：入驻机场企业的航空公司的资质及数量，其中航空公司资质主要包括其行业地位、行业竞争力、管理水平及客户服务水平。

#### 4、航空增值服务业务水平

机场企业除了进行常规的航空运输辅助业务外，通常还会开展航空增值服务业务，例如以航空公司作为业主单位进行的相关地面服务、柜台出租业务、机场区域内的零售餐饮、租赁及物业管理、广告、停车场等业务都属于航空增值服务业务。作为机场企业的一个重要业务分支，航空增值服务业务水平是影响机场企业公司实力的一大重要因素，它反映了机场企业在传统的航空性业务收费（包括起降费、停场费、客桥费、旅客服务费、安检费）以外创造收入和利润的能力，航空增值服务业务水平越高，说明机场企业发展潜力越大，信用等级越高。

安融评级主要关注：机场企业航空增值服务业务种类多样性、收费水平及盈利能力等。

#### 5、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性和执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方



向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、财务报告质量

财务报告质量直接影响对企业实际经营成果的反映以及企业间财务数据的比较，一般而言，经会计师事务所审计过的财务报告更具客观性与说服力。

安融评级主要关注：审计报告的意见类型、财务报表是否真实反映企业经营管理状况；财务数据是否具有可比性以及财务数据的波动性。

#### 2、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。机场企业的主要资产为机场停机坪、机场跑道、航站楼及其内设柜台、店铺等固定资产。评价机场企业资产质量，一方面需要评价机场停机坪、机场跑道等航空基础设施的资产净值、剩余使用年限等；另一方面需要评价机场企

业所在区域房地产市场情况，从而确定机场航站楼内商铺及柜台的出租价格。此外，分析机场企业的应收账款时，应主要关注其集中度，防止过分集中带来风险，需关注主要应收账款欠款方的信用情况。分析机场企业的在建工程时，应关注其何时转为固定资产，同时考虑固定资产大修转入在建工程对折旧的影响。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因；无形资产规模以及内容、资产评估情况；在建工程规模以及变化情况等；资产中受限资产总额及占比；应收款项账龄分布以及回款难度等。

### 3、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外，或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。由于机场企业长期资产占比较大，故需要评价其长期负债占总负债的比重，使其负债结构与资产结构相匹配。若机场企业与银行能够保持良好的合作关系，以获得其长期资金支持，则对提升企业评级具有积极作用。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

#### 4、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，它增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营能力。机场企业区域性较强，各区域内的市场竞争状况差异较大，分析盈利能力需要关注机场企业所在区域的经济水平、企业与相邻区域机场企业的竞争力水平等。从期间费用看，目前机场企业总体管理成本较高，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距；较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率。

#### 5、现金流

现金流是企业偿还自身债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得尤为重要，企业经营

性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对机场企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。此外，机场企业经营活动现金流的分析也要考虑到季节性因素的影响。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等。

## 6、偿债能力

机场企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境和再融资便利条件等因素。对于多数机场企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为现金流的代表。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产

和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

##### 2、政府支持

机场企业的政府支持包括民航总局和其它政府部门在资金政策、产业政策和布局规划等方面的支持以及银行授信情况等。如可通过地方政府实力及机场改扩建项目资本金比例来判断外部支持的力度。地方政府经济实力越强，改扩建项目资本金比例和其中政府出资比例越高，则机场企业能够获得的外部支持力度越大；同时，虽然地方政府经济实力一般，但是对当地机场改扩建项目出资比例高、资金到位情况好，也表明企业拥有良好的外部支持，在很大程度上减轻了企

业的资本支出压力，有助于维持其良好的信用水平。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的支持政策。

## 五、评级指标体系

表：机场行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标   |
|------|------|--|
| 运营环境 | 经济发展 | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；机场行业在宏观经济中的地位、所处的行业周期、政策监管环境、行业在产业价值链中的地位、技术因素、人口因素、行业供需 |
|      | 行业状况 | 相关政策和规划对机场行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的产业政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率变化   |
| 经营实力 | 市场地位 | 企业的资产规模、营业收入、收入总额、利润总额和净利润；旅客、货邮吞吐量、枢纽地位、服务区域经济实力和区域竞争地位   |
|      | 区位条件 | 机场企业是否处于国内一线、二线城市；是否处于交通枢纽地带或旅游密集区；是否具备旅   |

|      |            |   |
|------|------------|---|
|      |            | 游、商务、出入境及转运等地理优势；相邻区域是否有具有价格优势或服务优势的机场企业与之竞争  |
|      | 入驻航空公司资质   | 入驻机场企业的航空公司的资质及数量，其中航空公司资质主要包括其行业地位、行业竞争力、管理水平及客户服务水平                                     |
|      | 航空增值服务业务水平 | 机场企业航空增值服务业务种类多样性、收费水平及盈利能力   |
|      | 管理与战略      | 企业治理结构、对下属企业管理方式和控制能力；企业管理制度及执行力度；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响               |
| 财务实力 | 财务报告质量     | 审计报告的意见类型、财务报表是否真实反映企业经营管理状况，财务数据是否具有可比性以及财务数据的波动性  |
|      | 资产质量       | 资产结构及稳定性，固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况；资产中受限资产总额及占比；应收款项账龄分布以及回款难度 |
|      | 资本结构       | 财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净  |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      |      | 资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度  |
|      | 盈利能力 | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率                                      |
|      | 现金流  | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性                     |
|      | 偿债能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策   |
|      | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持   |



# 港口行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017) 目录“G 交通运输、仓储和邮政业”，港口行业属于水上运输业，包括客运港口 (G5531) 和货运港口 (G5532)。

表：港口行业子行业 (GB/T 4754-2017)

| 行业代码  | 行业名称 | 行业描述   |
|-------|------|--|
| G5531 | 客运港口 | 由一定范围的水域和陆域组成的区域，具有相应的码头设施，并具有船舶进出、停泊和靠泊，供旅客上下的功能  |
| G5532 | 货运港口 | 港口船舶货物装卸服务、港口货物停放、堆存服务、港口拖船服务、水上运输货物打包、集装箱拆装箱服务、货运船舶停靠和物资供应服务，不包括客运港口或以客运为主的港口、货运代理服务、独立（或相对独立）的理货服务、与港口分开的货物装卸服务（独立或相对独立）和不从事具体港口作业的港务局机关 |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定港口行业为以货运港口经营和管理活动为主要收入来源的企业。

## 二、行业分析

港口的本质是物流中转枢纽，是我国扩大对外开放、发展对外贸易和实现外向型经济的窗口，是重要的交通基础设

施，为我国经济建设和对外贸易的发展提供基础性支撑，在我国国民经济及地方经济中具有重要的地位和作用。

安融评级在对港口行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国港口行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）周期性

港口需求量的增长依赖于进出口贸易，特别是出口贸易，因而港口吞吐量和装卸费率与钢铁、电力、煤炭、石油炼化和经济贸易等行业紧密相关，因此港口行业具有一定周期性。同等情况下，我国经济外向程度越高，进出口贸易越容易受到全球经济形势的影响，对外贸易港口的吞吐量也越容易受到全球经济波动的影响。当全球经济处于上行期，对港口的需求强劲，港口行业的盈利能力较强；反之，当全球经济处于下行期，对港口的需求萎缩，港口行业盈利能力将随之受到影响。

### （二）市场竞争力

全国沿海港口布局规划主要是根据沿海各区域港口的基本条件、区域经济发展和产业布局的状况及需要确定的，是沿海港口的空间分布规划，也是最高层面的港口规划，旨在沿海港口的合理分布，引导港口协调发展，服务于国家经济安全、社会进步、贸易发展、结构调整以及国防建设。港口建设需要自然条件良好的岸线资源，具有一定的地域垄断

性和资产稀缺性，并且港口与腹地的发展相辅相成，其辐射区域相对稳定，从而呈现出较为明显的区域垄断性。港口业务具有很强的同质性，但由于相临近港口所属区域、集疏运条件也会有不同，因此港口服务在作业效率方面存在差异性，同时也形成了较为稳定的竞争格局

### （三）货物来源和结构

我国港口货物吞吐构成主要包括集装箱、煤炭及制品、金属矿石（主要为铁矿石）和石油、天然气及制品等，需重点关注我国重要货物下游行业的运行情况。多样化的货种会降低特定货种吞吐量下降对企业整体经营造成的冲击，对货物来源的分析主要关注货种结构，包括所吞吐货物的主要种类以及比例和集装箱业务与散杂货业务的吞吐比例等。

### （四）装卸吞吐能力

港口作为重大交通基础设施，具有前期投资大、回收期限长的特点，属于资本密集型行业。同时，由于港口企业核心资产为码头泊位和港口重型设备等固定资产，主要成本为固定资产的折旧以及航道清淤费用的摊销，因此港口吞吐量饱和度决定了港口经营的单位成本，表现出较强的规模经济性。

长期来看，港口的装卸吞吐能力应与港口企业未来发展的战略定位保持一致，这主要表现在：港口企业将自身定位为国际性枢纽港、区域性枢纽港、干线港、支线港或喂给港

决定了港口吞吐能力的建设方向，对吞吐量的提升形成持续影响；港口设施按照专业化方向建设还是按照通用性建设，是以集装箱泊位为主还是散杂货泊位为主决定了港口所吞吐货物的结构以及吞吐量；港口对岸线、水深等水文条件、气候条件以及地理位置等不可再生资源依赖程度较高，如何在有限的地域以及水域中做到资源有效利用、泊位分布合理、港口功能性突出、都需要港口企业对自身发展有一个明确的发展规划。此外，港口企业现行的财务政策是否能有效进行融资以满足企业对港口改扩建的资金需求，会直接影响未来港口装卸吞吐能力的进一步提升。

#### （五）集散运输能力

我国沿海港口的码头，特别是集装箱码头在与铁路、高速公路、城市快速路和内河码头的衔接过程中仍存在较多问题，导致运输的整体效率低下。港口集疏运系统是水路运输在其它运输方式中的继续和延伸，其与港口接卸系统的有机衔接与协调配合，是港口盈利能力得以充分发挥的前提条件。拥有良好的集散运输能力，能有效节约货物的运送费和运送时间，提高港口中转效率，是港口企业特别是经营大宗散杂货港口企业的重要竞争优势。对处于直接竞争关系中的港口来说，特定港口的集散运输能力改善往往会导致其它港口的客户向该港口转移。

#### （六）港口协同合作能力

港口的协同合作包括与其它港口、与跨国船运港口经营公司以及与临港企业之间的协同合作。随着港口的不断建设，港口之间的竞争日趋激烈，自然垄断能力趋弱，港口之间的整合成为必然趋势。相邻或相近的港口实现一体化运营可以提升整体竞争力和抵御市场风险的能力。同时，战略投资者的引入有助于吸纳跨国公司的优秀经营管理理念和方法；与临港企业、与国外港口企业加强合作，对提高货物来源稳定性以及区域竞争力都有较大帮助。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对港口行业的评级思路是：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。

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。

#### 四、评级要素

##### （一）运营环境

##### 1、经济发展

港口行业的需求具有周期性波动特征，因而宏观经济形势以及宏观调控政策对港口需求趋势的判断较为重要。宏观经济环境是指特定时期的宏观经济形势以及包括货币政策、税收政策和政府投资政策等在内的宏观经济调控政策。此外，税收政策和货币政策还会通过影响港口企业的固定资产投资行为、税负和资金成本。港口作为货物运输和贸易流通的枢纽口岸，与国民经济未来发展走势息息相关。

安融评级重点关注：国内外主要国家和地区的经济状况，如 GDP 增长率及变动趋势；宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对港口企业的市场需求、固定资产投资、税负与资金成本的影响等。

##### 2、产业政策

港口行业政策主要关注港口建设投资发展规划、港口收费方案以及港口资源整合等方面。

2017 年 5 月份出台的《全国海洋经济发展“十三五”规划》

旨在推进区域港口一体化改革，整合区域优势资源，避免港口重复建设、减少区域内的无序竞争，提升港口运营效率。于2017年9月15日开始实施的交通部印发的《港口收费计费办法》，将港口经营服务性收费项目由45项精简至17项。其中仅保留2项政府定价，将6项政府定价调整为政府指导价，9项为市场调节价。港口收费办法的调整，旨在缓解港运企业负担，减轻实体经济物流成本，但同时受港口竞争因素影响，也压缩了港口企业盈利空间。

安融评级主要关注：相关政策和规划对港口行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响等。

## （二）经营实力

### 1、规模、市场地位和区位条件

港口是贸易需求和自然条件相结合的产物，因此港口所在区域的腹地经济和地理条件是影响港口经营发展的根本因素。对于腹地型港口，港口吞吐量的结构及其增长直接反映了其垄断经济腹地、直接经济腹地和间接经济腹地的经济健康状况；经济腹地未来产业结构的变化、交通运输条件的改善给港口的经营模式和经营环境将带来巨大改变。对于枢纽型港口，所在城市的政治经济地位、城市开放程度、贸易活跃度以及地理位置都将成为枢纽型港口企业发展重要因素。



安融评级主要关注：区域港口数量及市场占有率；腹地经济对外依存度；区域经济总量及增速、固定资产投资、贸易发展、产业结构、核心产业种类、工业产值以及城市开发程度；港口企业所在的港口区域位置、腹地经济地位、吞吐量排名、在全国各类货物运输体系地位以及邻近港口货物竞争及变化情况。

## 2、货物承载能力及泊位专业化程度

我国港口吞吐货种以干散货、液体散货、件杂货、集装箱以及滚装汽车五大货种为主，干散货及集装箱的吞吐量仍然较大。为降低成本、增强竞争力，各大航运企业采用大型船舶是近年来航运业发展的趋势。为适应该趋势，我国港口码头泊位大型化和专业化程度进一步提升，航道、码头、堆场、集疏运交通和港口机械等硬件设施的现代化水平不断提高。

为满足吞吐量扩大的需要或适应腹地经济产业结构变化，港口企业需要投入大量资金新建或改建专业化码头泊位。除此之外，在船舶大型化的发展趋势下，自然条件不理想的港口企业在航道和装卸设施改造方面对资金也存在较大需求。目前大多数港口企业扩大产能，建设大型专业化泊位的热潮还未退去，对资金的需求量较大，面临一定资本支出压力。港口腹地货源增长能否与投资增速相匹配成为港口企业目前应考虑的首要问题，资本支出带来的财务成本增加

和未来融资空间缩小都将成为影响港口企业信用质量的重要关注方面。

安融评级主要关注：航道等级、年通过能力、万吨级泊位及专业化泊位数量；在建及拟建专业化码头泊位项目投资规模；港口企业货物吞吐量在全港占比、港口集团下属子公司货物吞吐量占比及货种结构情况等。

### 3、管理与战略

我国港口行业处于发展和调整的关键时期，港口企业应充分发挥港口行业在消化过剩产能、拉动内需、稳定增长和改善民生中的突出作用，促进铁路、公路、水路、民航和邮政等各种运输方式深度融合，加快综合运输通道枢纽建设。同时，推动口岸基础设施建设，畅通陆水联运通道，推进港口合作建设，增加海上航线和班次，加强海上物流信息化合作。为发挥市场对资源配置的决定性作用，促进我国港口事业持续健康发展，更好地保障国民经济和对外贸易平稳运行，简化港口收费项目，加强港口收费行为监督，完善港口收费规划。

我国港口企业一般规模相对较大，能否规范治理架构、严格经营运作和及时充分披露信息是保证公司有效运行的重点考虑因素。随着港口专业化程度的提升，港口作业由传统的劳动密集型逐步向机械自动化转变，因此现代化的港口企业对员工文化素质和专业技能有着较高要求。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；公司战略定位与港口行业发展趋势的吻合程度；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、财务信息质量

财务数据是企业经营和管理的综合体现，是企业财务风险分析的基础，财务信息的可靠性关系到信用风险判断是否合理。因此，对企业财务风险的判断首先要分析财务信息质量。审计机构是对企业财务报表进行审计的专业机构，其对财务报表的审计意见是评级机构判断财务信息质量的基础。重点分析近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年企业合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否具有可比性。

安融评级主要关注：审计机构的从业资质、近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，受评企业折旧政策等。

#### 2、资产质量

港口企业资产结构以非流动资产为主，主要以固定资产

和在建工程组成。对应的资产以港口码头主体工程、堆场仓库、港口机械设备以及建筑物为主；应关注固定资产成新率，折旧对利润的影响，在建工程建设进度，试运营期的在建工程规模及其对港口吞吐量影响，即将转固的在建工程产生的折旧和利息支出作为费用处理后对港口企业盈利能力的影响。综合来看，港口企业资产流动性较弱，但经营获现能力强，资产质量良好。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧（应重点关注折旧政策有无变动）、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等。

## 2、资本结构

资本结构是判断港口企业信用品质的重要指标。港口承担了港口经营和港口建设双重职能，是资本密集型行业。为满足船舶大型化进行的深水航道和泊位建设需要庞大的资本支出。目前各港口都有较多的在建工程项目，对长期资本的需求较大。港口的资产负债率相对较高，因而使得港口企业进行进一步债务融资的空间较小；并且在经济下行期，利息支付具有一定刚性，因而信用风险也会提高。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；长短期债务融资方式、债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。

港口运营具有较强的经济关联性，港口企业的盈利能力直接受到经济周期影响，而港口所在的区域位置、疏港运输条件以及基础设施配套等因素也将直接影响港口企业综合竞争力，影响港口企业收入水平。期间费用主要涉及管理费用和财务费用。非经营性损益主要来自投资收益和营业外收入。总体看，港口企业盈利能力受多重因素影响，由于港口企业在自然条件、腹地经济、经营货种以及资产和人员特征差异很大，我国港口企业盈利能力参差不齐且呈现了分化趋势。

安融评级主要关注：企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；利润总额；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率；营业收入增长率和利润总额增长率等。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

经营活动现金流主要来自港口经营性业务。港口企业投资活动现金流主要来自对港口基础设施建设的资金投入，以及对合资项目的资金投入。港口企业建设期和发展期经营活动现金流净额难以满足投资活动需求，筹资活动前现金流净额为负数，外部融资需求较大，成熟期港口企业外部融资需求相对较小。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等。

#### 5、偿债能力

偿债能力的分析是企业财务分析的综合，旨在综合资产质量、资本结构、盈利能力、现金流分析的结论，通过偿债指标综合评定受评企业财务风险的高低，是支持企业财务风险分析结论的关键因素。

对港口企业的偿债能力判断，主要从短期偿债能力、长

期偿债能力和融资渠道等维度判断，并需通过分析对外担保和未决诉讼等事项判断企业或有负债风险。

由于港口企业投资规模大，回报周期长，且存在较高的经营获现能力，若企业存在大规模的短期债务，则较易出现阶段性支付压力的风险，因此对港口企业整体偿债能力判断同时依赖于短期偿债指标和长期偿债指标。

安融评级主要关注：流动比率、经营现金流动负债比以及非受限现金类资产对短期债务的保障倍数；EBITDA 变化情况以及 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力；短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

股东支持程度，分为股东利益关联度与股东综合实力两个方面，前者包括控股股东持股比例，后者包括控股股东资产规模或收入规模。

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

港口企业会依托优质港口资产成立子公司，负责资产经营并吸引股权投资，能够获得股东支持包括资产注入和担保支持等。

安融评级主要关注：股东背景实力、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策、经营规模占比或持有资产质量以及战略发展地位等。

## 2、政府支持

政府支持程度，分为政府与企业的利益关联度和政府综合实力两个，前者包括政府持股比例或企业在所在区域的地位，后者包括区域政府财政实力度量。

从政府角度看，为降低企业物流成本，政府对港口收费有着较为严格的控制举措，同时受港口竞争因素加剧影响，港口企业利润空间整体呈下行趋势，各级政府为确保港口建设的顺利推进以及港口企业的健康运营，会给予港口企业一定规模的补贴支持和政策支持，主要为资本金注入、财政补贴或税收优惠等。

安融评级主要关注：在历史上是否获得过政府给予的财政支持和政策支持，以及在区域内经济或政治地位的重要程度。

## 五、评级指标体系



表：港口行业公司主体信用评级指标

| 一级<br>指标 | 二级<br>指标                       | 三级指标  |
|----------|--------------------------------|---|
| 运营<br>环境 | 经济<br>发展                       | 国内外主要国家和地区的经济发展状况，如 GDP 增长率及变动趋势；宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对港口企业的市场需求、固定资产投资、税负与资金成本的影响  |
|          | 产业<br>政策                       | 相关政策和规划对港口行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响  |
| 经营<br>实力 | 规模、市<br>场地位<br>及区位<br>条件       | 区域港口数量及市场占有率；腹地经济对外依存度；区域经济总量及增速、固定资产投资、贸易发展、产业结构、核心产业种类、工业产值以及城市开发程度；港口企业所在的港口区域位置、腹地经济地位、吞吐量排名、在全国各类货物运输体系地位以及邻近港口货物竞争及变化情况 |
|          | 货物承<br>载能力<br>及泊位<br>专业化<br>程度 | 航道等级，年通过能力，万吨级泊位及专业化泊位数量；在建及拟建专业化码头泊位项目投资规模；港口企业货物吞吐量在全港占比，港口集团下属子公司货物吞吐量占比及货种结构情况等   |

|      |        |  |
|------|--------|--|
|      | 管理与战略  | 企业治理结构；公司战略定位与港口行业发展趋势的吻合程度；企业管理制度健全程度和执行力度；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等   |
| 财务实力 | 财务信息质量 | 审计机构的从业资质、近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论；受评企业折旧政策等  |
|      | 资产质量   | 资产结构及稳定性、货币资金的规模及稳定性；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧（应重点关注折旧政策有无变动）、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况等；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等 |
|      | 资本结构   | 财务杠杆水平；净资产的稳定性；长短期债务融资方式、债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等  |
|      | 盈利能力   | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；利润总额；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率；营业收入增长率和利润总额增长率等   |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      | 现金流  | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等  |
|      | 偿债能力 | 流动比率、经营现金流流动负债比以及非受限现金类资产对短期债务的保障倍数；EBITDA 变化情况以及 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力；短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等 |
| 外部支持 | 政府支持 | 在历史上是否获得过政府给予的财政支持和政策支持，以及在区域内经济或政治地位的重要程度  |
|      | 股东支持 | 股东背景实力、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策、经营规模占比或持有资产质量以及战略发展地位等  |

# 旅游行业信用评级方法

## 一、行业界定

旅游产业是以旅游资源为凭借，旅游设施为条件，向旅游者提供旅游活动所需要的各种产品和服务的综合性产业，是现代旅游活动的重要组成部分。依据国家统计局出台的《国家旅游及相关产业统计分类（2015）》，旅游产业可分为旅游业和旅游相关产业两大部分。其中，旅游业包括旅游出行、住宿、餐饮、游览、购物、娱乐等子行业；旅游相关产业包括对旅游业的各类辅助服务，包括旅游辅助服务、旅游金融服务、旅游教育服务等。本评级方法主要研究旅游业。

表：旅游业子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码 | 行业名称      | 行业描述   |
|------|-----------|--|
| 5422 | 旅游客运      | 指专门为观光消遣为目的的团体或个人提供的，或者在特定旅游线路上提供的客运服务                             |
| 6110 | 旅游饭店      | 指按照国家有关规定评定的旅游饭店和具有同等质量、水平的饭店活动                                    |
| 6432 | 互联网生活服务平台 | 指专门为居民生活服务提供第三方服务平台的互联网活动，包括互联网销售平台、互联网约车服务平台、互联网旅游出行服务平台、互联网体育平台等 |
| 7291 | 旅行社及相关服务  | 指为社会各界提供商务、组团和散客旅游的服务，包括向顾客提供咨询、旅游计划和建议、日程安排、导游、食宿和交通等服务           |

|      |        |   |
|------|--------|---|
| 9030 | 休闲观光活动 | 指以农林牧渔业、制造业等生产和服务领域为对象的休闲观光旅游活  |
| 9090 | 其他娱乐业  | 指公园、海滩和旅游景点内小型设施的娱乐活动及其他娱乐活动  |
| 11   | 旅游出行   | 旅游铁路运输、道路运输、水上运输、空中运输及其他旅游出行服务  |
| 12   | 旅游住宿   | 一般旅游住宿服务、休养旅游住宿服务   |
| 13   | 旅游餐饮   | 旅游正餐服务、快餐服务、饮料服务、小吃服务、餐饮配送服务  |
| 14   | 旅游游览   | 公园景区游览（生态旅游游览、游乐园等）、其他旅游游览（文物及非物质文化遗产保护、博物馆、烈士陵园、纪念馆、农业观光休闲旅游等）           |
| 15   | 旅游购物   | 旅游出行工具及燃料购物、旅游商品购物  |
| 16   | 旅游娱乐   | 旅游文化娱乐（文艺表演旅游服务、旅游室内娱乐服务等）、旅游健身娱乐（体育场馆旅游服务、旅游健身服务）、旅游休闲娱乐（洗浴旅游服务、保健旅游服务等） |
| 17   | 旅游综合服务 | 旅行社及相关服务、其他旅游综合服务（旅游活动策划服务、旅游电子平台服务等）                                     |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需

要，界定旅游行业经营区域主要位于大陆地区，行业内的企业是指以景区、旅行社及酒店餐饮为主要业务，即景区经营、旅行社或酒店餐饮业务收入占营业收入 50%以上的企业。

## 二、行业分析

我国旅游资源丰富，人口规模庞大，旅游行业作为第三产业的重要组成部分，在国民经济中的地位不断提升。其中，景区、旅行社以及酒店餐饮是旅游业的三大支柱性产业。安融评级在对旅游行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国旅游行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）季节性特征明显，市场供需矛盾突出

旅游行业受季节性影响很大，不同季节的旅游市场需求状况存在较大差异，继而直接造成旅游行业经营效益和信用风险的波动。我国旅游旺季为每年 4 月~10 月，旺季游客流量大，酒店餐饮等旅游服务供不应求；旅游淡季为每年 11 月~次年的 3 月，尤其是北方省份，游客流量相对较少，旅游企业时常出现“冬闲”现象。旅游行业的现金流一般受季节性影响波动较大，“旺季拥堵、淡季萧条”的季节性难题是制约旅游行业经营发展的重要影响因素。

国庆节假日的集中性也一定程度上造成旅游需求和消费市场的不平衡。在节假日旅游高峰时期，特别是学生寒暑假和黄金周期间，游客流量大幅增加，资源性突出的旅游目

的地人满为患，对旅游企业的服务品质和管理水平提出了较高要求。随着国内日益高涨的假日旅行需求和逐渐增长的入境游客规模，旅游行业供需矛盾将进一步突出。

## （二）对政策变化的敏感度高

旅游行业对相关法律法规、产业政策的调整较为敏感。一方面，旅游行业为我国重点发展产业，国家出台了多项政策从税收补贴、优惠政策等方面对行业进行大力扶持。另一方面，相关政策的变动也一定程度上制约着旅游行业的发展。2013年出台的《党政机关厉行节约反对浪费条例》中，规定对公务出行的费用标准进行严格把控，并且“严禁无明确公务目的的差旅活动，严禁以公务差旅为名变相旅游，严禁异地部门间无实质内容的学习交流和考察调研”。随之而来的中央“八项规定”和“三公消费”等公务消费限制政策的推行，使商务休闲为主的旅游企业尤其是高星级酒店的会议、宴请受到较大冲击，企业盈利水平下滑，面临一定的信用风险。此外，2014年《关于促进旅游行业改革与发展的若干意见》，规定了利用风景名胜区、自然保护区、文物保护单位等公共资源建设的景区门票以及景区内另行收费的游览场所、交通工具等项目价格要实行政府定价或者政府指导价。该条例对景区门票等收费项目加强了价格监管，一定程度上限制了景区类企业的盈利空间。

## （三）易受自然灾害、疾病等突发性因素影响



旅游行业对外部环境敏感度较高，易受自然灾害、流行性疾病、国内外政治以及区域突发事件等多种复杂因素影响。自然因素中的地震、海啸、洪水、雪崩等异常恶劣气候；健康因素中的流行性疾病；国际政治因素中的外交关系恶化、动乱、战争等，都可能给旅游行业的发展带来不利影响。2009年甲型H1N1及2013年流感疫情爆发期间，由于社会公众对传染性疾病的恐慌心理，商务出行和旅游活动锐减，旅游行业收入大幅下降；2017年九寨沟突发7级地震造成景区毁损，部分旅游企业停止接待游客，经营效益受到较大程度影响。此外，无法预知的外部因素对旅游行业的安全管理体系和突发事件应对水平提出了较高要求，旅游企业用于安全保障措施的成本投入增加，经营成本上升。

#### （四）区域经营环境差异较大，区域性竞争激烈

旅游行业具有一定的区域性特征，影响国内旅游行业客源的主要因素是旅游资源和交通便利程度。从资源环境来看，高品位的旅游资源是吸引游客的关键因素，我国旅游资源丰富，但区域资源禀赋差异较大，在实际景区建设中，自然风光、历史古迹、革命遗址等独特的旅游资源往往是吸引游客的重要因素，而一些资源相对匮乏的企业在旅游景点开发、项目建设等方面存在一定的劣势，市场需求不足，发展空间受限；从交通设施来看，由于不同区域经济发展水平不一，旅游基础设施建设差异较大，而往返目的地的行程时间、

交通舒适程度、交通经济成本是游客选择目的地的重要考虑因素。经济落后和交通阻塞的区域环境，一定程度上制约了当地旅游行业的经营发展。

此外，我国旅游资源分布较为分散，大部分旅游企业均依托相应的旅游景区发展，在知名度高的景区，旅游企业特别是酒店餐饮企业的数量较多，单一企业所占的份额较小，呈现出较强的区域性竞争特点，面临的经营风险相对较大。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对旅游行业的评级思路是：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。

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。

#### 四、评级要素

##### （一）运营环境

##### 1、经济发展

我国旅游行业发展与国内外宏观经济发展水平息息相关。经济的持续快速增长，对旅游需求增长发挥着基础性的支撑作用；人均可支配收入、居民消费水平、旅游基础设施建设更是拉动旅游市场需求的直接动因。

国内经济发展水平的稳步上升，有利于优化国内产业结构、促进固定资产投资、完善交通基础设施，为旅游企业发展提供良好的经营环境。在宏观经济稳步增长时，国民生产总值及居民可支配收入增加，中等收入人群和高收入人群占比提升，旅游市场需求旺盛，企业收益水平提高；在宏观经济下行压力下，居民收入水平下滑，旅游需求减少，对企业的经营发展产生不利影响。国际经济状况方面，主要客源国经济下行或发生经济危机时，入境旅游需求减少，国际旅游外汇收入随之下降。汇率影响方面，汇率波动一定程度上影响了我国居民出境旅游的意愿和旅游消费水平，国际旅游预订期和出行期之间的汇率差异也使企业收益面临不确定性。此外，国民经济实力的增强，有助于促进旅游行业投资，继

而为企业开发旅游资源、提升服务品质提供有力的资金支持。

安融评级重点关注：国内宏观经济发展状况、主要客源国经济发展状况；国内产业结构的调整、固定资产投资规模、基础设施建设、交通设施建设、旅游投资规模、人均可支配收入、城乡居民生活水平和消费趋势；宏观政策导向，外汇汇率和变化趋势；国内旅游人次和人均旅游花费、入境游客人次和人均旅游花费、出境游客人次和人均旅游花费等。

## 2、产业政策

旅游行业是我国重点发展的战略性支柱产业，政策变化对旅游企业的经营情况和信用状况具有深远的影响。

为满足人民群众日益增长的旅游需求，促进旅游产业的健康发展，我国出台了一系列产业政策。2016年《“十三五”旅游业发展规划》中明确指出“理念创新，构建旅游发展新模式”，重点提出“加快由景点旅游发展模式向全域旅游发展模式转变，促进旅游发展阶段演进，加快推进供给侧结构改革，进一步明确了旅游企业的战略发展目标。2017年全国旅游工作会议总结了“515战略”实施以来的全国旅游工作并明确发展目标方向，确定将“加快由粗放型旅游大国向比较集约型旅游大国转变”作为中心任务，并部署实施15项重点行动。随着我国“一带一路”政策的有力推行，旅游企业在国际市场有了更广阔的发展空间，出境游市场趋

好，企业的经营效益有望进一步提升。可以预见，在行业供给侧结构性改革的不断深化下，乡村旅游、休闲度假旅游市场需求呈良好发展态势；以全域旅游和集约型旅游发展为主线的企业，有望获得较多政策支持，具有明显的优越性。

同时，旅游业也是国家重点规范和监管的行业。2018年十三届全国人大一次会议上，国务院总理李克强在政府工作报告中再次提到创建全域旅游示范区，降低重点国有景区门票价格。从短期来看，景区门票价格降低一定程度上限制了景区类企业的盈利能力；从长期来看，景点门票价格的降低顺应了消费升级、全域旅游、休闲旅游的大趋势，有助于进一步促进旅游行业的综合开发，优化旅游企业的收入结构，实现可持续发展。

此外，应关注签证政策和税收政策对旅游行业的影响。签证条件上，受益于美国、日本等多个国家对公民的签证便利政策，如免签、落地签、延长签证有效期和多次往返签证等，旅游企业出境游业务收益进一步增长。税收政策上，国家营改增的全面推行，有效减轻了高星级酒店餐饮企业的税务压力；离境退税政策的实施，也进一步拉动了入境旅游消费需求。对于符合税收减免条件旅游企业来说，补贴、退税等优惠政策，有利于其控制经营成本，提升经营效益。

安融评级主要关注：旅游行业政策规划、国家公务消费政策；景区门票价格规范条例、旅行社监管条例、酒店监管

条例；行业税收政策、行业补贴、退税等优惠政策；国内外签证政策变化等。

## （二）经营实力

### 1、市场竞争和产业链布局

旅游企业的市场竞争格局是影响企业生存发展的重要因素。对景区类企业而言，景区资源价值是企业竞争的核心要素，随着国家叫停门票经营权转让，禁止门票经营权或风景区开发权打包上市的政策落地，高级别景区稀缺性更加突出。我国旅游资源丰富，但优质景区资源相对有限，拥有国家高级别的 5A 级景区具有资源垄断优势，市场知名度高，游客流量较有保障，经营风险相对较小。对旅行社而言，由于行业进入门槛低、产业集中度低、产品同质性强，呈现出过度竞争的态势。目前，我国“一带一路”战略的实施及国内免税购物等政策的推行，带动了出境游市场需求，旅行社对出境游的业务布局有望增强其市场竞争力。此外，随着人民消费水平和旅游品味大幅提升，以高端定制化、个性化产品为主的旅行社具有较好的发展空间。对酒店餐饮企业而言，三星级、四星级餐饮企业因同档次数量众多，竞争较为激烈。随着国民旅游需求逐渐呈现多元化和个性化，以主题酒店、度假酒店等新兴酒店餐饮企业市场竞争能力较强。此外，考虑到旅游行业是集游览、住宿、餐饮等环节的综合性产业。旅游企业在核心产业链中的多元化布局，有助于通过

协同效应，更好地进行资源配置，提升运营效率，分散经营风险。

安融评级主要关注：景区资源情况、景区资源的稀缺性及垄断性、景区及酒店餐饮类企业等级、市场综合排名、市场占有率；企业规模及核心产业链布局、企业经营资质、业务范围及多元化程度。

## 2、区位优势

旅游企业所处区位对生产经营及销售水平都有重要影响。旅游资源和交通设施是影响旅游企业经营发展的关键要素。不同区域间的旅游资源价值、地理位置与交通设施存在较大差异。景区资源尤其是自然资源具有不可替代性及稀缺性特点，区域内的人文景观、自然景观都有其独特性，本身难以复制也不可迁徙。企业所处区域的资源质量高，则旅游资源的开发条件越好，游览价值相对较高，企业经营效益越有保障。同时，区域地理位置、经济发展水平，基础设施建设及交通设施条件一定程度上影响了游客的出行意愿。一般而言，区域交通设施完备、出行交通方便、游客出行成本低的旅游目的地具有较强的吸引力，如交通发达的东部和中部地区的旅游流量相对较多。同时，在国家大力推崇全域旅游的背景下，旅游企业核心竞争力逐渐从景点竞争转向目的地的综合竞争。企业所处区域与周边地区的产业配套情况，区域集群效应及互补效应，都一定程度上影响着企业经营发

展。

安融评级主要关注：区域经济发展水平、基础设施建设、区域资源环境、区域内旅游资源的开发条件、区域交通设施条件；区域与周边地区的产业配套情况、区域集群效应及互补效应等。

### 3、产品创新和服务品质

伴随着旅游与互联网相互融合，旅游行业正在掀起一场巨大的变革，日趋激烈的竞争对企业技术升级、产品创新及服务品质方面均提出了更高要求。

在技术升级及产品创新方面，旅游企业加快转型升级，以“互联网+旅游”为核心，推动智慧景区、智慧旅游、在线旅游等新生市场发展。互联网的融入、在线旅游的发展一方面拉动了景区线上门票、酒店预订收入，另一方面加剧了旅行社的竞争压力，传统线下企业面临淘汰风险。一般而言，拥有良好的技术升级及产品创新能力的旅游企业，运营效率较好，对游客需求的定位相对准确，市场竞争能力更强。

服务品质对旅游企业的市场竞争能力至关重要，游客体验直接决定了旅游企业的市场口碑。随着传统旅游企业的转型升级，智慧旅游景区等新兴服务的创新通过“互联网+”技术带来的诸多人性化体验，旅游 app、电子解说等技术工具的应用，有助于企业更好地收集游客旅游需求、提升服务品质。此外，旅游行业具有明显的季节性，且受节假日等时间因素



影响较大，服务品质较好的企业，在旅游高峰时段的接待能力更有保障，经营风险相对越小。

安融评级主要关注：技术升级及产品创新情况，科技旅游产品投资；信息化网络覆盖水平、信息技术管理；服务品质管理、员工服务品质培训、旅游高峰时段的预见性、旅游高峰的应对方案和执行情况等。

#### 4、运营成本控制及安全保障管理

旅游企业的经营成本是决定其盈利能力的关键因素。对景区而言，经营成本包括前期的开发建设成本，景区规划费、旅游设备购置费及维护费、景观文物古建筑维护费、绿化维护费、森林防火防灾费、广告宣传费等；对旅行社而言，经营成本以交通费、预付的餐费、门票、酒店费用、导游费等为主；对于酒店餐饮而言，主要成本则来自于食品菜肴的原材料采购、原材料运输费用、场地费用、人力成本及能源费用。一般来说，采购规模大且议价能力强的旅游企业，运营设备和原材料获取的价格越低，经营成本相对越小；旅游企业上游采购渠道的数量及企业与供应商的合作关系也对供货稳定性产生一定影响，多元的采购渠道和良好的供应商合作关系有助于企业抵御原材料价格波动的影响，经营风险相对越低。此外，国家补贴、税收政策也影响着企业的成本控制。享受国家补贴和税收优惠的旅游企业，在成本控制方面更具优势。目前，我国“营改增”的全面推行，对酒店餐饮

企业的税务压力有所减轻；但对于旅行社，由于其业务开展与其他产业关联度高，交通、餐费、门票、住宿等项目费用较为零散，取得专用发票的难度也较大；尤其在经营出境业务时，涉及的签证费、境外酒店、境外地接社等，往往只能取得当地账单或收据，进而导致企业进、销项税款不能充分抵扣，企业税负在营改增政策实施过程中可能出现不减反增的现象，面临一定的税务压力。

旅游安全事故会给企业带来声誉和经济上的巨大损失，对企业信用质量影响显著。不同旅游企业面临的安全隐患各有差别，景区旅游设施的日常检修与维护、旅行社租用车辆的安全监管、酒店的消防与食品安全卫生都是保障安全生产的必要工作，需重点关注。此外，旅游行业对天气变化、自然灾害、政治地缘风险等外部因素具有高度敏感性，流感疫情等突发事件对旅游企业的经营发展和信用质量影响较大。一方面，企业在安全保障方面的资金投入增加了企业的经营成本；但另一方面，安全保障措施的有效执行，有利于企业防范安全隐患，抵御外部环境的不利影响。

安融评级主要关注：设备及原材料的采购种类和规模、设备、原材料价格及其变动趋势、原材料运输成本、能源费用、集中采购程度；采购渠道的数量、供应商供应能力、供应稳定性、供应商合作关系、采购协议的价格锁定和付款方式；增值税进、销项税款抵扣情况；安全隐患排查、企业对

外部突发因素的应急处理方案、安全保障措施的执行情况等。

## 5、销售状况

旅游企业的市场销售状况直接影响企业盈利水平及收入稳定性，具体分析时主要通过产品和服务的价格水平、定价机制、销售策略等因素来综合衡量。

由于旅游行业的强季节性特征，企业在产品和服务定价时往往会根据季节变化调整旺季价格和淡季价格，需关注企业定价机制的灵活性和针对性。团体销售也是旅游企业的重要销售模式，企业为了争取客源，往往会以较低的价格把一部分产品销售给旅行社或中介，甚至有的酒店会以旅游团为主要客源。如何定量地对团体销售进行分析并有效地控制折扣程度，是企业销售管理的重要部分，也是企业销售能力和收益水平的重要衡量标准。

安融评级主要关注：产品和服务价格及其变动趋势、同类竞争对手价格、产品和服务定价策略、团体销售折扣力度、与合作代售机构的合作模式及回款方式、定价机制的灵活性和针对性；企业销售策略、销售渠道等。

## 6、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执

行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

在对评级对象财务状况进行分析前，一般要对其会计质量进行审慎判断，在此基础上对评级对象财务风险进行评价，主要考察以下几个方面：

#### 1、资产质量

资产质量反映了企业经营效率和动用资产偿还债务的实际能力，分析时因重点考虑资产结构及资产价值的变现能力。旅游企业中景区和酒店餐饮企业的非流动资产在总资产中占比较大，而旅行社大部分具有轻资产的特点，以流动资

产为主。对景区而言，需重点关注固定资产、在建工程及无形资产的价值，固定资产包括景区投入的基础设施如索道、缆车等交通设备，需对固定资产的折旧政策、减值政策及变化情况进行审慎分析；在建工程主要系企业新景区的开发建设，需关注企业在建工程规模、建设周期、项目进展情况。无形资产的分析主要围绕旅游景区资源性无形资产（区位优势、历史文化内涵等）、景区门票收益权、景区内索道的收益权以及景区内酒店的运营权、商标权及品牌价值。由于优质景区资源的稀缺性和垄断性，加之国家对门票收益权的严格监管，无形资产价值对衡量企业的经营实力具有重要作用。对酒店餐饮企业而言，需关注固定资产如酒店建筑物，餐饮设备等使用年限和成新率、折旧情况。此外，国内酒店为提高品牌影响力和知名度，开始向轻资产模式转型，转型后重资产比例将有所下降，需重点关注。对于旅行社而言，主要分析货币资金、应收和预收账款等流动性资产，一些参与开发旅游地产项目的，还需关注其投资性房地产的入账价值。

衡量旅游企业资产的运营能力的关键指标是存货周转率、应收账款周转率和总资产增长率。国内旅游企业体制仍以国企为主，与政府间的关联往来款较多，需重点关注其他应收款规模及回收情况，回收速度越快，呆账风险相对越小。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性、流动资产的规

模及受限情况、应收账款集中度、其他应收款规模及回收情况；存货计价方式，存货跌价准备的计提是否充分；固定资产的使用年限和成新率、固定资产折旧政策、减值政策及变化情况；景区资源性无形资产价值、门票收益权、索道收益权以及景区内酒店的运营权、商标权、品牌价值；在建工程规模、建设周期、项目进度；资产周转效率等。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及负债经营程度，分析时主要关注企业所有者权益和负债状况。旅游企业所有者权益的规模及结构稳定性反映了股东对债权人权益的保障程度，是偿债保障的重要基础，具体分析时需关注所有者权益的变化及来源、所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润的比例。债务负担直接决定了企业的偿债压力及财务风险，需关注负债规模与结构、负债结构与资产结构的匹配程度，财务杠杆水平等要素。旅游企业的资本性支出主要集中在景区开发和酒店建设方面，债务结构主要以长期债务为主，其中部分景区缺乏深度开发，企业为了增加收入不断开发新景区，导致在建拟建规模不断扩张，整体投资规模较大，需重点关注其资产负债率、全部债务资本化比率等指标。同等条件下，企业资产负债率高，财务杠杆水平越高，则偿债压力越大，相应财务风险较高。此外，旅游项目建设具有投资规模大、建设周期长的特点，面临流动资

金不足以及融资困难的难题，多元化的融资渠道能使企业以更低的成本获取流动性支持，对财务风险起到一定的缓冲作用。

安融评级主要关注：所有者权益的规模，结构稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；负债规模与结构、负债结构与资产结构的匹配程度、长短期债务结构；财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；融资渠道的多元化程度等。

### 3、盈利能力

盈利能力的强弱及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，决定着企业的持续经营。企业盈利能力越强，偿还债务的基础越好，财务风险越低；反之则财务风险越大，甚至存在淘汰或破产的可能性。盈利能力的分析是在考察旅游企业营业收入规模和结构的基础上，判断企业收入获取能力及成本控制能力。

收入获取能力方面，需分析企业毛利率、营业利润率和总资产报酬率等关键指标。景区经营收入主要来自门票、景区交通及相关服务和旅游产品销售，其收入增长很大程度依赖客流增长与票价提升。其中，门票、索道、景区交通等均属于高毛利业务，盈利能力较好；但近年来门票收入受国家监管政策和指导价格影响，面临一定不确定性。酒店餐饮企业因同档次数量众多，市场竞争激烈，酒店的知名度、规模、

星级等要素对其盈利能力影响较大，此外，受益于普通民众消费水平的提升，高星级酒店、主题酒店、度假酒店等市场需求逐步增长，获利空间相对较大。旅行社虽然收入规模大，但由于行业过剩导致价格竞争激烈，实际盈利能力偏弱。此外，旅游企业对外部环境的依赖性很强，需关注营业外收入尤其是政府补贴的持续性和稳定性。

成本控制方面，则需重点分析主营业务成本、期间费用对盈利水平的影响。不同类型电力企业的成本控制要素不尽相同，对景区类企业主要考察景区开发、设备购置及维护成本的控制；对酒店餐饮企业主要分析场地、原材料的成本费用，对旅行社则主要考察销售能力和期间费用。期间费用中，需关注企业债务负担导致的财务费用支出。此外，应考虑国家税收政策变化对企业税务成本带来的影响。

安融评级主要关注：业务收入规模和结构、营业外收入、收入构成多元化情况、利润总额、收入和利润来源的稳定性；毛利率、营业利润率、主营业务利润率、EBITDA 利润率、总资产收益率、净资产收益率；期间费用的规模、期间费用率；营业收入增长率和利润总额增长率等。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源，现金流量的规模和结构是判断企业现金流状况的关键因素，具体分析时主要包括经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金情况。旅



游企业的特点决定了大部分企业以现金结算方式为主，具有较强的收入获现能力，除季节性因素外，企业经营性现金流量规模一般较为稳定。随着市场竞争的加剧，国内酒店餐饮企业逐渐向轻资产模式转型，管理费和挂牌费收入成为现金流的重要补充，需重点关注。投资活动现金支出规模的大小是判断企业未来现金流出和资金缺口的重要维度，需分析企业在建项目规模及资金安排，同时关注长期资产投资的合理性，防止投资过度带来的流动性风险。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力，旅游企业的景区开发、酒店房地产建设等项目投资规模普遍较大，面临一定的筹资压力，需重点考察筹资活动对资金缺口的补充能力，并通过分析筹资来源及其稳定性判断企业未来的筹资压力。

安融评级主要关注：现金收入比、经营活动现金流入规模与收益分成的匹配度，经营活动净现金流稳定性及其波动原因，收现比；投资活动现金净现金流及其波动原因、投资计划对资金的需求；筹资活动净现金流与经营规模的匹配性、筹资来源及其稳定性等。

## 5、偿债能力

偿债能力是评价信用风险的关键因素，企业偿债能力的强弱主要通过长、短期偿债指标的表现进行衡量，并综合考虑外部融资环境、再融资便利条件等因素。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用质量越高。

衡量企业短期偿债能力时，主要考察流动比率、速动比率、经营活动现金流入量对短期债务的覆盖程度，同时还需关注短期债务期限分布，判断企业短期资本支出压力。旅游企业货币资金在流动资产中占比较大，存货规模相抵较小，流动比率和速动比率普遍较高，加之较好的获现能力，短期偿债能力较有保障。衡量企业长期偿债能力时，主要考察 EBITDA 利息保障倍数及其稳定性与变化趋势、EBITDA 全部债务比等指标。旅游企业项目建设周期长且投资规模大，因此在判断长期偿债能力时需结合实际债务期限进行分析，防止过度集中偿还引发的债务危机。

安融评级主要关注：长期债务与短期债务规模、债务期限分布、流动比率、速动比率、经营现金流负债比率、经营活动现金流入量对短期债务的覆盖能力、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

股东支持对企业的信用质量具有一定提升作用。衡量股东支持力度的大小，需考虑股东背景及实力、股东持股比例、股东给予企业在旅游资产注入、融资担保、业务运营、人才输送等方面的支持情况。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求、未来资金注入计划来侧面评价其支持意愿，判断

企业在股东系统中的竞争地位。

安融评级主要关注：股东背景及实力、股东持股比例、股东背景、企业与股东关系紧密度、股东在旅游资产注入、融资担保、人才输送等方面的给予企业的支持情况、股东的资金注入计划和股利分配政策等。

## 2、政府支持

旅游行业作为我国经济发展的重要增长点，对经济社会发展的拉动作用显著，行业战略地位突出，能够获得一定的政府支持。衡量政府支持力度的大小，主要考虑企业与地方政府关系紧密度、政府在融资便利、税收优惠、财政补贴等方面给予企业的优惠政策。从政府支持力度来看，景区类企业以地方国有企业居多，政府支持力度较大，尤其是国家高级别的 5A 级景区，能获得较为稳定的政府补贴收入，对企业利润形成一定补充。相对而言，规模较小的民营旅行社及酒店餐饮企业，政府支持力度有限，抗风险能力相对较弱。

安融评级主要关注：企业在地方经济中的重要性、企业与地方政府关系紧密度、政府给予的优惠政策，包括融资便利、资源保障、税收优惠、财政补贴等。

## 五、评级指标体系

表：旅游行业公司主体信用评级指标

|          |          |      |
|----------|----------|------|
| 一级<br>指标 | 二级<br>指标 | 三级指标 |
|----------|----------|------|

|      |            |  |
|------|------------|--|
| 运营环境 | 经济发展       | 国内宏观经济发展状况、主要客源国经济发展状况；国内产业结构的调整、固定资产投资规模、基础设施建设、交通设施建设、旅游投资规模、人均可支配收入、城乡居民生活水平和消费趋势；宏观政策导向，外汇汇率和变化趋势；国内旅游人次和人均旅游花费、入境游客人次和人均旅游花费、出境游客人次和人均旅游花费等 |
|      | 产业政策       | 旅游行业政策规划、国家公务消费政策；景区门票价格规范条例、旅行社监管条例、酒店餐饮监管条例；行业税收政策、行业补贴、退税等优惠政策；国内外签证政策变化等   |
| 经营实力 | 市场竞争和产业链布局 | 景区资源情况、景区资源的稀缺性及垄断性、景区及酒店餐饮类企业等级、市场综合排名、市场占有率；企业规模及核心产业链布局、企业经营资质、业务范围及多元化程度。  |
|      | 区位优势       | 区域经济发展水平、基础设施建设、区域资源环境、区域内旅游资源的开发条件、区域交通设施条件；区域与周边地区的产业配套情况、区域集群效应及互补效应等   |
|      | 产品创新和服务品质  | 技术升级及产品创新情况，科技旅游产品投资；信息化网络覆盖水平、信息技术管理；服务品质管理、员工服务品质培训、旅游高峰时段的预见性、旅游高峰的应对方案和执行情况等   |

|      |               |   |
|------|---------------|---|
|      | 运营成本控制及安全保障管理 | 设备及原材料的采购种类和规模、设备、原材料价格及其变动趋势、原材料运输成本、能源费用、集中采购程度；采购渠道的数量、供应商供应能力、供应稳定性、供应商合作关系、采购协议的价格锁定和付款方式；增值税进、销项税款抵扣情况；安全隐患排查、企业对外部突发因素的应急处理方案、安全保障措施的执行情况等                     |
|      | 销售状况          | 产品和服务价格及其变动趋势、同类竞争对手价格、产品和服务定价策略、团体销售折扣力度、与合作代售机构的合作模式及回款方式、定价机制的灵活性和针对性；企业销售策略、销售渠道等   |
|      | 管理与战略         | 企业治理结构；企业管理制度健全程度及执行情况；战略定位的正确性、战略实施的可能性  |
| 财务实力 | 资产质量          | 资产结构及稳定性、流动资产的规模及受限情况、应收账款集中度、其他应收款规模及回收情况；存货计价方式，存货跌价准备的计提是否充分；固定资产的使用年限和成新率、固定资产折旧政策、减值政策及变化情况；景区资源性无形资产价值、门票收益权、索道收益权以及景区内酒店的运营权、商标权、品牌价值；在建工程规模、建设周期、项目进度；资产周转效率等 |
|      | 资本            | 所有者权益的规模，结构稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；负债规模与  |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      | 结构   | 结构、负债结构与资产结构的匹配程度、长短期债务结构；财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；融资渠道的多元化程度等  |
|      | 盈利能力 | 业务收入规模和结构、营业外收入、收入构成多元化情况、利润总额、收入和利润来源的稳定性；毛利率、营业利润率、主营业务利润率、EBITDA利润率、总资产收益率、净资产收益率；期间费用的规模、期间费用率；营业收入增长率和利润总额增长率等         |
|      | 现金流  | 现金收入比、经营活动现金流入规模与收益分成的匹配度，经营活动净现金流稳定性及其波动原因，收现比；投资活动现金净现金流及其波动原因、投资计划对资金的需求；筹资活动净现金流与经营规模的匹配性、筹资来源及其稳定性等                    |
|      | 偿债能力 | 长期债务与短期债务规模、债务期限分布、流动比率、速动比率、经营现金流动负债比率、经营活动现金流入量对短期债务的覆盖能力、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等 |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景及实力、股东持股比例、股东背景、企业与股东关系紧密度、股东在业务运营、融资担保、人才输送等方面的给予企业的支持情况、股   |

|  |      |  |
|--|------|--|
|  |      | 东的资金注入计划和股利分配政策等   |
|  | 政府支持 | 企业在地方经济中的重要性、企业与地方政府关系紧密度、政府给予的优惠政策,包括融资便利、资源保障、税收优惠、财政补贴等 |

# 输配电行业信用评级方法



## 一、行业界定

输电是输电企业将电力产品从众多电源点通过许多输电线路输送到供电点的过程。

配电是配电企业将输电网的高压电通过变电设备转变成用户所需电力产品类型并输送给用户的过程。

根据国民经济行业分类(GB/T 4754-2017)，输配电行业即输配电过程中的控制设备制造业，输配电行业指从事变压器、整流器、电感器、电容器及其配套设备、配电开关控制设备、电力电子元器件、光伏设备及元器件及其它输配电及控制设备制造的行业。

表：输配电及控制设备制造子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码  | 行业名称         | 行业描述   |
|-------|--------------|--|
| C3821 | 变压器、整流器和电感器制 | 指变压器、静止式变流器等电力电子设备和互感器的制造  |
| C3822 | 电容器及其配套设备制造  | 指电力电容器及其配套装路和电容器零件的制造  |
| C3823 | 配电开关控制设备制造   | 指用于电压超过 1000V 的,诸如一般在配电系统中使用的接通及断开或保护电路的电器,以及用于电压不超过 1000V 的,如在住房、工业设备或家用电器中使用的配电开关控制设备及其零件的制造 |

|       |                      |   |
|-------|----------------------|---|
| C3824 | 电力电子<br>元器件制<br>造    | 指用于电能变换和控制(从而实现运动控制)的电子元器件的制造                 |
| C3825 | 光伏设备<br>及元器件<br>制造   | 指太阳能组件(太阳能电池)、控制设备及其他太阳能设备和元器件制造;不包括太阳能用蓄电池制造 |
| C3829 | 其他输配<br>电及控制<br>设备制造 | 指开关设备和控制设备内部的元器件之间,以及与外部电路之间的电连接所需用的器件和配件的制造  |

本方法所指输配电企业,是指主营业务收入主要来自于输配电相关设备产品的制造企业。

## 二、行业特征

输配电及控制设备制造产业作为电力产业的组成部分,在国民经济中占有十分重要的地位。在我国,由于先进的输配电及控制设备长期依赖进口或外资企业设在中国的厂家制造,因此发展输配电及控制设备工业显得尤其重要。

输配电及控制设备制造产业特点主要表现在:

### (一) 产品品种繁杂,行业集中度低

输配电及控制设备制造包括变压器、整流器和电感器制造、电容器及其配套设备制造、配电开关控制设备制造、电力电子元器件制造和其它输配电及控制设备制造等。

我国输配电行业集中度较低,大多数企业处于行业低端,市场竞争较为激烈。

## （二）科研投入高

为确保研究工作的顺利开展，输配电及控制设备制造企业注重科研工作，科研投入在生产投入中很高。输配电设备及控制设备中的高压设备需要建立强大的试验研究基地。高压强电流试验对高压设备的开发至为重要。为了能够加快产品开发，各大公司都在加强和扩大它的强电流试验基地。

## （三）产品更新换代快

由于科研成果在其产品中占有相当大的份额，随着产品研发进展的加速，更新换代的速度十分迅速，一般5年内即可更换50%~60%。

## （四）强周期性

该行业上游主要是钢铁、有色金属和化工等企业，下游是电网公司，上下游产业链均属于周期性较强的行业。因此，该行业受宏观经济周期性的影响较大，属于强周期性行业。

## 三、评级思路

安融评级输配电行业信用评级思路，主要是在识别输配电行业系统性信用风险因素、判断输配电行业整体信用风险水平的基础上，对输配电企业的宏观环境、公司运营、财务实力、外部支持四个指标进行全面的分析，安融评级在充分考虑输配电行业宏观环境背景的基础上，具体结合企业的经营风险评级要素和财务风险评级要素，以此确立输配电企业的评级方法。

## 四、评级要素

### （一）经营环境

1、宏观经济宏观经济环境是指特定时期的宏观经济形势以及货币政策、税收政策、政府投资政策等宏观经济调控政策。

安融评级主要关注：国家和地区的经济发展状况，如 GDP 增长率及变动趋势；宏观经济调控政策变化方向、可能性以及对输配电企业的市场需求、固定资产投资、税负与资金成本的影响；国际贸易环境变化情况。

### 2、区域环境

区域市场环境主要包括输配电企业所处销售半径的地区经济发达程度以及主要用电的情况。输配电行业的获利状况往往与所处区域的经济发达程度关系密切。

安融评级主要关注：该地区经济发展状况，如 GDP 占全国的比重、GDP 增长率等；该地区电力行业是否发达，工业用电及居民用电的占比等。

### 3、行业监管

国家电力行业调控政策、外贸政策、安全监管政策、电价定价方面政策及国家电力改革会直接或间接影响到输配电行业的发展。

安融评级主要关注：监管目标总体取向、监管体系的健全程度、监管方式、执行的有效性和监管措施稳定性等。

## 4、上下游产业链

输配电及控制设备制造业属于国民经济分类的第二产业范畴，是制造业中电气机械及器材制造业的子行业。该行业的上游企业主要是钢铁企业、有色金属和化工企业，下游客户主要是电网公司。输配电及控制设备制造业属于电力行业的上游企业，与电力行业发展状况和电网建设关联密切。

安融评级主要关注：上游金属材料供应对输配电制造产能调整的约束；下游电网企业的未来发展趋势和投资情况；现有总体供需结构及结构性供需结构对输配电产品价格的影响及变化趋势。

### （二）经营实力

#### 1、企业规模

企业规模在一定程度上决定了企业与上下游的议价能力和风险抵御能力。通常规模较大的企业在抵御行业周期性波动、获得相对稳定而低价的原材料和零配件供应、保持市场竞争力方面有较强的优势。此外，规模较大的企业通常也拥有较高的市场占有率。输配电行业属于资本密集型行业，企业规模更能反映出企业的整体实力。

安融评级通过考察企业总资产和营业收入来衡量企业规模大小。

#### 2、产品结构

输配电行业产品种类繁多，不同细分产品对技术的要

求、受电力行业投资情况的影响和市场竞争激烈程度等均不一致。如电压等级高的产品对技术要求相对较高，竞争激烈程度相对较低；输电设备较配电设备更易受电力行业投资情况的影响；生产成套设备的企业较生产单一产品的企业具有一定的竞争优势，整体抗风险能力较强。

在考察企业的产品结构时，安融评级重点关注产品以一次设备还是二次设备为主，提供的产品主要为单一设备、组合设备还是成套设备，是否具备提供工程总承包（EPC）的能力。产品结构不同，产品附加值和面临的市场竞争程度各异，直接影响到企业的信用水平。

### 3、技术实力

输配电行业属于技术密集型，从低压到中压、高压到超（特）高压输配电设备生产，技术密集程度渐次提高，输配电企业的技术水平在很大程度上决定了企业的竞争力。近年我国输配电企业的技术能力有所提高，但是在高端产品市场，国外跨国公司仍然占据较大的市场份额。

安融评级主要关注：是否拥有国家工程实验室及政府批准设立的博士后流动站；承担国家级研究课题的数量；参与行业标准制定的数量；自主研发的专利数量；参与国家重点工程建设的数量；行业专家及相关技术人员数量；每年的研发投入、生产的产品是否技术领先；产品研发方向是否符合行业发展趋势；每年新产品的数量、新产品的产值占比等

方面。

#### 4、市场准入和品质控制能力

我国的输配电设备制造行业具有严格的准入制度，所有产品必须按照我国国家标准或行业标准进行设计和生产，并须经过国家指定的检测中心进行型式试验，产品成功通过型式试验，并取得型式试验报告和型号证书后，才取得市场准入资格。由于现代电力系统已经构成了互联大电网，运行情况极其复杂，安全稳定性要求非常高，而系统运行的可靠性和稳定性直接依赖于输配电设备。

近年来，两大电网公司和电源企业等高端客户为了满足电力系统的高标准要求，对参与招投标产品的以往运行表现提出了严格的考核要求。如果能获得两大电网公司及五大电力企业的供应认证，说明受评企业获得了市场销售的通行证，这对提高受评企业的市场竞争力和获得市场订单具有帮助。此外，由于电力系统一般需要连续运行数年，企业需要提供长周期的后续服务，较低的品质管控能力将导致公司后期产生较大规模的服务费用，这对公司的盈利能力以及后续市场的开拓都有较大的负面作用；反之，公司的竞争力及盈利能力将得以提升。

安融评级考察的因素主要包括：公司生产的产品能否获得市场准入资格；是否获得相关质量认证，如 ISO9001:2000 等；是否获得两大电网公司及五大电力企业的供应商认证；

后续的服务费用等。

## 5、原材料价格

输配电行业原材料成本通常占到公司营业成本的70%-80%，原材料主要为取向硅钢片、铜、铝、普通钢材和电子元器件等。近年原材料的价格波动较大，而输配电行业的部分主要产品如变压器等生产周期相对较长，公司需要采购大量的原材料，因而应对原材料价格波动对输配电行业的企业来说非常重要。如果有较为稳定的供应商，可以与多个供应商询价，且可以签订规避原材料价格波动带来损失的合同等，则可以有效应对原材料的价格波动；如果公司对客户有较强的议价能力，通过变动产品价格将原材料价格的波动转移给下游客户，也可以有效应对。

安融评级主要关注：供应商数量；供应商的稳定性；公司与供应商之间是否就产品波动达成的相关协议；输配电企业是否通过期货市场从事金属原材料的套期保值等。

## 6、管理与战略

较高的管理素质有助于企业在不断变化的市场环境中保持应有的灵活性，从而及时把握市场机遇和风险，并采取有效措施不断扩大经营规模、调整产品结构，在维持和提高产品产销水平和市场占有率的同时，加强成本控制力度。良好的公司治理结构有助于保障公司顺畅运行、并能较好地保障债权人的利益，反之则会对企业的信用品质产生负面影



响。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：管理层能力及行业经验；公司对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；股权结构及股权集中度；董事会的有效性，包括独立董事的专业胜任能力及比例，审计委员会设置与运作情况对会计信息质量的影响等；公司治理结构对债权人权利的保障程度；是否具有完善的风险管理制度；战略规划与企业状况的匹配程度等。

### （三）财务分析

#### 1、资产质量

输配电行业属于资本密集型与技术密集型行业，尤其是从事一次设备制造的企业资本密集度较高，资产规模较大。输配电企业的资产主要以应收账款、预付账款和存货等流动资产为主。由于输配电行业产品试验周期较长，因而货款回收的时间相对较长。输配电行业的主要原材料包括取向硅钢片、铜、普通钢材、铝等，原材料供应商相对强势，预付账款的规模较大。

安融评级主要关注：应收账款变动的的原因，应收账款的对象是否可靠，账龄分布结构是否合理，坏账准备提取是否充分，无法收回的账款是否对公司的运营产生重大影响等；预付账款变动的的原因，预付对象能否及时交货，是否会产生重大损失等；原材料价格波动对存货价值的影响；存货周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数、净营运周期和现金周转周期等指标。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度，分析时主要关注企业所有者权益和负债状况。输配电企业所有者权益的规模及结构稳定性反映了股东对债权人权益的保障程度，是偿债保障的重要基础，具体分析时需关注所有者权益的变化及来源、所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润的比例。在衡量负债状况时，需关注企业负债规模与结构、负债结构与资产结构的匹配程度和财务杠杆水平等要素。同等条件下，企业债务负担越重，财务杠杆水平越高，则偿债压力越大，相应财务风险越高。此外，融资渠道的多元化程度可以使企业以更低的成本获取流动性支持，对财务风险起到一定的缓冲作用。

安融评级主要关注：所有者权益的规模，结构稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；负债规模与结构、负债结构与资产结构的匹配程度；财务杠杆水平，

包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；融资渠道的多元化情况。

### 3、盈利能力

一般而言，较强的盈利能力是受评企业获得充裕现金流以偿还到期债务的前提。充足而稳定的收益反映了受评企业在市场开拓和管理水平上的能力，同时也可增强它的再融资能力。长期来看，企业所能生成的现金流来自于盈利，真实盈利水平决定了现金流水平。输配电企业属于技术密集型企业，产品毛利率较高，但是由于客户较为强势，企业要保持相当的市场份额则需要投入较大的研发费用以保持产品的竞争力，同时开拓市场也要较高的销售费用，因而在分析输配电企业的盈利能力时，重点需要考虑主营业务毛利率和期间费用率两个指标，要分析其发生变化的原因，此外还要关注净资产收益率、总资产回报率等指标。输配电行业受电网、电力等行业需求的影响，要重点分析公司历史盈亏情况，分析电网、电力行业投资规模的变化对公司经营稳定性的影响，综合判断公司未来的盈利能力。

安融评级主要关注：业务收入规模和结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析、收入和利润来源的稳定性；利润总额、毛利率、营业利润率、主营业务利润率、EBITDA 利润率、总资产报酬率、净资产收益率；期间费用的规模、期间费用率等。

#### 4、现金流

现金流是企业用于偿还债务的来源，因此企业的现金生成能力和现金流状况是安融评级考察输配电企业信用状况的主要指标之一。由于输配电行业前期投入较大，产品的试用时间较长，在生产经营过程中还需要垫付大量资金，对公司的资金实力要求较高，资金实力强大的企业竞争力更强。就输配电企业来说，由于需要垫付资金，在企业业务规模扩张时，经营活动现金流出现净流出是正常的。此外，企业为保持竞争力，要保持一定规模的资本支出，因而企业的筹资能力就非常重要。但是从总体上来看，经营活动现金流是现金流分析的核心，如果企业能够较好地调节经营活动现金流，能够正常经营且能如期偿还债务本金及利息，且资金余额较为充裕，则对企业的信用形成较好的支撑。

安融评级主要关注：收现比、经营活动现金流净额和货币资金余额等指标。

#### 5、偿债能力

偿债能力是衡量企业信用水平的最直接指标。输配电行业在企业成立初期固定资产投资规模大且集中，在企业正常运营后固定资产投资规模相对较小，但在经营活动中需垫付大量的资金。

安融评级主要关注：资产负债率、流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务和

EBITDA 利息保障倍数等。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

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。衡量股东支持力度的大小，需考虑股东背景及实力、股东持股比例、股东给予企业在资金注入、融资担保、业务运营和人才输送等方面的支持情况。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求、未来资金注入计划来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东系统中的竞争地位。

安融评级主要关注：股东背景及实力、股东持股比例、股东背景、企业与股东关系紧密度、股东在业务运营、融资担保、人才输送等方面的给予企业的支持情况、股东的资金注入计划和股利分配政策等。

##### 2、政府支持

衡量政府支持力度的大小，主要考虑企业与地方政府关系紧密度、政府在资源保障、融资便利、税收优惠和财政补贴等方面给予企业的优惠政策。一般来说，企业获得的政府支持力度大，发展前景相对较好，所面临的信用风险也越小。

安融评级主要关注：企业在地方经济中的重要性、企业与地方政府关系紧密度、政府给予的优惠政策，包括融资便利、资源保障、税收优惠、财政补贴等。

## 五、评级指标体系

表：输配电行业公司主体长期信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标   | 三级指标  |
|------|--------|---|
| 经营环境 | 宏观经济   | GDP 增长率及变动趋势；宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对输配电企业的市场需求；固定资产投资；税负与资金成本的影响；国际贸易环境变化情况    |
|      | 区域环境   | 该地区 GDP 占全国的比重；地区 GDP 增长率；该地区电力行业是否发达；工业用电及居民用电的占比等                         |
|      | 行业监管   | 监管目标总体取向；监管体系的健全程度；监管方式、执行的有效性和监管措施稳定性                                      |
|      | 上下游产业链 | 上游金属材料供应对输配电制造产能调整的约束；下游电网企业的未来发展趋势和投资情况；现有总体供需结构及结构性供需结构对输配电产品价格变动的影响及变化趋势 |
| 运营能力 | 企业规模   | 总资产、营业收入  |
|      | 产品结构   | 一二次设备占比；单一设备、组合设备和成套设备占比；是否具备 EPC 能力  |
|      | 技术实力   | 是否拥有国家工程实验室及政府批准  |

|  |             |   |
|--|-------------|---|
|  |             | 设立的博士后流动站；承担国家级研究课题的数量；参与行业标准制定的数量；自主研发的专利数量；参与国家重点工程建设的数量；行业专家及相关技术人员数量；每年的研发投入、生产的产品是否技术领先；产品研发方向是否符合行业发展趋势；每年新产品的数量、新产品的产值占比 |
|  | 市场准入和品质控制能力 | 公司生产的产品能否获得市场准入资格；是否获得相关质量认证，如ISO9001:2000等；是否获得两大电网公司及五大电力企业的供应商认证；后续的服务费用等  |
|  | 原材料价格       | 供应商数量；供应商的稳定性；公司与供应商间是否就产品波动达成的相关协议；输配电企业是否通过期货市场从事金属原材料的套期保值等  |
|  | 管理和战略       | 管理层能力及行业经验、公司对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；股权结构及股权集中度；董事会的有效性，包括独立董事的专业胜任能力及比例，审计委员会设置与运作情况对会计信息质量的影响等；公司治理结构对债权人权利的保障程度；是否          |

|      |      |  |
|------|------|--|
|      |      | 具有完善的风险管理制度；战略规划与企业状况的匹配程度等  |
| 财务分析 | 资产质量 | 应收账款变动的的原因，应收账款的对象是否可靠，账龄分布结构是否合理，坏账准备提取是否充分，无法收回的账款是否对公司的运营产生重大影响等；预付账款变动的的原因，预付对象能否及时交货，是否会产生重大损失等；原材料价格波动对存货价值的影响；存货周转天数；应收账款周转天数；应付账款周转天数；净营运周期等 |
|      | 资本结构 | 所有者权益的规模，结构稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；负债规模与结构、负债结构与资产结构的匹配程度；财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；融资渠道的多元化情况等                                       |
|      | 盈利能力 | 业务收入规模和结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析、收入和利润来源的稳定性；利润总额、毛利率、营业利润率、主营业务利润率、EBITDA 利润率、总资产报酬率、净资产收益率；期间费用的规模、期间费用率   |



|      |      |   |
|------|------|---|
|      | 现金流  | 收现比；经营活动现金流净额和货币资金余额等   |
|      | 偿债能力 | 资产负债率、流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务和EBITDA利息保障倍数等                         |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景及实力、股东持股比例、股东背景、企业与股东关系紧密度、股东在业务运营、融资担保、人才输送等方面的给予企业的支持情况、股东的资金注入计划和股利分配政策等 |
|      | 政府支持 | 企业在地方经济中的重要性、企业与地方政府关系紧密度、政府给予的优惠政策，包括融资便利、资源保障、税收优惠、财政补贴等方面                    |

# 通信运营行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017) 目录“ I 信息传输、软件和信息技术服务业”，中国通信运营行业属于信息传输、软件和信息技术服务业，包括电信、广播电视和卫星传输服务业中的固定电信服务 (I6311)、移动通信服务 (I6312) 以及其他电信服务 (I6319)。

表：中国通信运营子行业 (GB/T 4754-2017)

| 行业代码  | 行业名称   | 行业描述   |
|-------|--------|--|
| I6311 | 固定电信服务 | 指特定固定点之间的通信业务。固定通信业务包括固定网本地电话业务、固定网国内长途电话业务、固定网国际长途电话业务、IP 电话业务、国际通信设施服务业务   |
| I6312 | 移动通信服务 | 以移动用户为服务对象的无线电通信业务。移动通信包括移动体之间的通信、移动体与固定点之间的通信                               |
| I6319 | 其他电信服务 | 是指利用公共网络基础设施提供的电信与信息服务的业务，主要包括互联网数据中心业务、互联网接入服务业务、内容分发网络业务、国内多方通信服务业务等增值电信业务 |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定中国通信运营行业为经营区域主要位于大陆地区、

收入来自以上通信服务的行业。

## 二、行业分析

中国是通信运营商大国,受益于经济高速增长,用户量已跃居世界第一。通信运营商大体上经历了固定话音、移动话音、增值业务以及数据流量四个阶段,目前正处于万物互联时代的前夜。安融评级在对中国通信运营行业的运行特征进行全面分析后认为,目前以及未来一段时间内我国中国通信运营行业的信用风险主要来源于以下几个方面:

### (一) 垄断性与竞争性

中国通信运营企业生产的产品主要是信息产品。信息产品不同于物质产品,它具有独特的性质。而信息技术具有高渗透性、高带动性、高倍增性和高创新性的特征。由于信息产品的特征和高度的技术竞争,信息经济领域已经出现了竞争和垄断双双被强化的态势。即市场的开放度越高(进退无障碍),竞争就越激烈,技术创新的速度也就越快,所形成的行业垄断性就越强,集中度也就越高;而垄断性越强,集中度越高,市场竞争反而越激烈。美国电信业和国外其它电信市场的并购实践揭示出电信业基本规律,电信发展既不能维持垄断,也不能实行自由竞争,而是要保持垄断与竞争的平衡。打破垄断、引入竞争成为国际电信业的发展趋势。当前,许多国家为了刺激电信业增长,纷纷打破垄断、引入竞争,鼓励和吸引外资参与,全球化竞争已成为当前电信业的发展趋

势。我国信息通信业快速发展的物质基础源于经济增长的持续高速发展。在未来可预见的较长时间段内,我国经济将保持快速增长的势头,是信息通信业高速发展的基础,同时人们消费水平及消费层次的提高为信息通信业的发展创造了空间,打破垄断,实现在政府管制下垄断与竞争的适度平衡。垄断与竞争适度平衡,其实就是有效竞争。因此,促进“有效竞争”是今后我国通信行业制度创新的目标。

## (二) 信息产品的周期性与可替代性

中国通信运营行业中的信息产品具有生命周期短、可替代的特点。人们处在的信息社会由于科技进步及技术革新,使得新技术对老技术的替代作用明显,市场竞争与信息行业的创新制度也促进了信息产品的更新,这使得信息产品具有生命周期短,替换率高的特点。

增值业务属于通信运营企业网络信息产品,能够体现用户多样化、个性化的需求。通信技术的发展永无止境,随着技术的进步,各种通信新业务层出不穷。但增值业务市场的发展不是连续不断的,而是伴随着通信产业的技术升级而分阶段进行,遵循产品发展的生命周期理论——引入、起飞、稳定和衰退。

## (三) 通信运营企业成本特性

中国通信运营行业是信息服务行业,生产过程中信息产品或服务的成本主要由两部分构成:前期的网络建设成本和

后期的信息收集制造传播成本。由于网络建成后可以长期使用,并且在既定网络容量及技术水平上,其初期建设费和传递成本都已经分担给前期入网的用户了,则后期入网的用户几乎不承担这部分固定成本,其边际成本趋于零。前期入网的规模越大,则固定成本越快趋于零。信息需求方规模使得网络中的边际成本递减规律更加明显。

#### (四) 跨行业的盈利模式

在传统的通信产业中,通信运营企业的盈利模式简单而直接。通信运营企业的角色是网络基础设施提供者,其收入主要来源于用户对基础电信业务(语音业务)的使用时长,因此通信运营企业的收入与用户规模成正比,即网络越大、用户越多,通信运营企业的收入和盈利状况就越好。在这种盈利模式下,高市场份额将产生高收入和高利润。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》,安融评级对中国通信运营行业的评级思路是: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。

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。

#### 四、评级要素

##### （一）运营环境

##### 1、经济发展

宏观环境现状及未来变化趋势对中国通信运营行业信用风险的影响较大。主要体现在居民收入水平和行业对宏观经济的敏感度两大方面。居民收入水平主要从需求方面影响着通信运营行业的发展。居民收入水平的提高，有利于促进国民用于通信服务的支出的快速增长，从而带动通信运营行业的发展。通信服务需求具有较强的刚性，因此安融认为，通信运营行业整体属于弱周期行业，行业发展受宏观经济的影响较小。

安融评级重点关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整、居民收入水平；社会消

费品零售总额和未来趋势、特定区域的社会消费品零售总额、规模及其变化趋势；居民收入规模及其变化趋势；行业对宏观经济的敏感度。

## 2、产业政策

通信运营行业是推动国家信息化、促进国民经济增长方式转变的基础产业。近年来，国家对国民经济信息化建设更加重视，在国务院《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》等政策的大力支持下，“宽带中国”战略、“三网融合”方案和“互联网+”行动计划等开始稳步实施，国家加快推进光纤宽带和 4G 网络建设，并进一步将电信业向民营资本开放，同时也通过资费下调、电信基础设施共享等政策规范行业发展。产业政策制定的松紧程度和执行力度通常根据行业发展阶段和实际总体供需状况而改变。税收政策趋紧时，通信运营企业税收压力加大，成本上升，盈利下降；税收政策趋松时，通信运营企业税收压力减轻，成本下降，盈利提升。通信运营行业整体属于国家鼓励发展的行业。

安融评级主要关注：相关政策和规划对中国通信运营行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响。

## 3、行业生命周期和行业地位

行业所处的生命周期是指行业从出现到完全退出社会经济活动所经历的整个过程。基础电信业务经过多年发展，



市场和收入增长已趋于放缓，且竞争格局较为稳定，目前处于成熟期阶段；增值电信业务受技术发展和市场需求扩张的影响，近年业务种类快速丰富，行业内竞争者数量较多且快速增长，行业收入规模均高速增长，处于成长期阶段。

行业地位是指行业相比的重要性，可以通过该行业对上下游行业议价能力的强弱进行考察。通常来说，企业所处行业对上下游行业议价能力越强，企业所处行业的地位越高，经营风险越小。通信运营的上游企业为通信设备生产企业，由于设备制造类企业众多，市场竞争较为激烈，且通信运营企业较高的进入壁垒和规模化特征进一步增强了其相对上游设备生产商的议价能力。从下游来看，通信运营企业主要面向个人以及企业等终端用户提供通信服务，较为分散的客户增强了通信运营企业的议价能力。整体而言，通信运营行业相对上下游议价能力较强，行业地位较高。

安融评级主要关注：行业的市场增长率、竞争者数量的变化、行业收入规模和平均利润水平；行业在产业链中与上下游议价能力等。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

中国通信运营行业的经营规模是通信运营企业竞争地位的重要体现，规模较大的公司通常拥有多样的业务模式和更广泛的用户群体，从而增强风险抵御能力，对提升客户对

公司的认可度、增强公司的业务拓展能力也有较强优势。同等条件下，规模大的企业在区域市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时生产经营往往较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。反之，企业的经营风险越高，抗风险能力越差。而市场地位高的通信运营企业不但对行业发展有着重要影响，而且具有更高的融资优势。通信运营商在市场中的位置很大程度上决定了其保持自身竞争地位的能力和是否能影响整个行业发展节奏的能力。更多的，运营商在其市场中影响力的大小还决定了其对客户偏好的影响，对自身资金杠杆的把握，低风险引进新技术的可能性，以及其对政策法规制定的影响。

安融评级主要关注：资产规模、网络规模、用户规模、营业收入和利润规模；区域业务拓展范围、分布数量；在各具体区域内的市场结构、市场份额、客户数量和市场占有率；对涉及多个细分业务的企业将考虑各细分业务的主营业务收入和用户规模等。

## 2、多元化优势

经营多元化包括业务多元化和区域多元化。

通信运营企业业务主要包含的细分业务种类多样，如固定通信业务、蜂窝移动通信业务、互联网数据中心业务和互

联网接入服务业务等，各业务面对的市场供需和竞争情况差异较大。企业业务多元化有助于通信运营企业规避单一业务需求下降的风险，平抑收入波动，降低企业的经营风险，且有助于产生业务间的协同效应。

企业区域多元化是指企业在多个地区进行经营活动。通信运营企业的区域多元化经营不仅有助于企业扩大经营规模，提升品牌知名度，还有助于企业分散风险，提高企业经营效益。

安融评级主要关注：业务种类数量、业务拓展范围；企业在省、自治区、直辖市中的市场份额等。

### 3、业务资质和网络能力

由于我国监管部门对通信运营行业实施业务资质管理，未取得电信业务经营许可证，任何组织或个人不得从事电信业务经营活动，因此取得相关业务资质和行政许可是通信运营企业经营和发展的前提，也反映了企业的经营实力。目前通信运营业务的经营许可证有基础电信业务许可证和增值电信业务许可证两大类，每大类下又有多种细分业务。由于国内基础电信业务许可证目前具有较强的稀缺性，因此企业获得基础电信业务许可证对其经营影响非常大。同时，业务资质种类越多，单项资质覆盖的区域范围越广，企业竞争优势越强。

网络能力作为信息基础设施，是保障通信业务运营的核心

心能力之一。对于通信运营企业而言，较强的网络能力能够提升自身综合业务接入能力和互联网疏通能力，进而获取更多的客户资源。企业网络覆盖度越广、网络传输速度越快、业务承载能力越强，企业竞争优势越强。

安融评级主要关注：业务资质所属大类、业务资质的种类和区域覆盖范围；通信网络的覆盖广度、网络传输速度和业务承载能力等。

#### 4、技术水平和品牌影响力

通信运营行业属于技术密集型行业，对于通信运营企业而言，需要不断地更新技术、设备，提供更加优质的服务，才能适应行业日新月异的变化，保障自身业务的持续发展。先进技术可以带来更好的用户体验，在成本可控性方面也具有优势。企业技术越先进、市场接受度越高，则企业的技术实力越强。品牌影响力是指品牌开拓市场、占领市场并获得利润的能力。同等情况下，较强的品牌影响力往往伴随着超出行业平均水平的利润率。

安融评级主要关注：技术水平的先进性和市场对技术的接受度；企业品牌的经营历史、品牌的知名度、品牌美誉度等。

#### 5、销售渠道及运营状况

中国通信运营企业的销售渠道反映整个通信运营业务及服务价值实现的过程所经历的所有通道，是一个多功能系

统。它不仅通过渠道成员的促销活动来进一步刺激用户需求，还要实时有效的提供一定数量、质量可靠和价格合理的产品和服务，以满足用户需要。中国通信运营企业的运营是企业实现盈利的重要环节。一般情况下，企业的销售渠道越宽阔，运营区域越广泛，销售客户越稳定，通信的运营越顺利，企业的生产连续性和稳定性越好，现金流越流畅，经营风险越低。

安融评级主要关注：在全国及特定区域的销量及占比、销售队伍建设情况、具体销售模式、价格和销售客户的稳定性和集中度等。

## 6、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合通信运营企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。通信运营企业战略管理是根据其内部优势与劣势、外部机会与威胁环境制定企业长期的发展战略，并根据对结果的评价和反馈来调整、制定新战略的动态过程。

管理作为通信运营企业另一种重要的内部服务创新驱动力，主要指通信运营商高层管理与营销部门的管理活动，由于通信服务经常是由通信市场驱动的，其营销部门根据市场变化与客户需求及时做出反应，激发某种形式的服务创新，而高层的管理活动通过其组织变革、新市场开发、运作过程的改进促成服务创新。因此，在通信运营企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性和执行效果越好，企业经营风险越低。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。中国通信运营行业资产具有行业特殊性，需要大量的通讯设备及厂房做为支撑以提供固定电话、移动电话、互联网接入等通讯服务。固定资产、在建工程和无形资产占其资产的绝大部分。公司的流动资产占总资产份额较少，货币资金所占总资产比例相对较低。对于非流动资产，固定资产是通信运营企业生产的重要物质基础，也是资产的

最主要构成部分，需要重点分析。在建工程主要是网络工程和通用基础设施工程，要关注在建网络工程，关注其何时转为固定资产，同时考虑固定资产大修转入在建工程对折旧的影响。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性、货币资金的规模及稳定性、货币资金和日常资金需求的匹配程度；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况等；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外，或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。由于通信运营企业构建信息基础设施需要大量流动资金，对流动资金的需求较大，与银行一般都保持良好的合作关系，以获得其短期借款支持资金流转。同时出于发展的考

虑，通信运营企业一般都有项目投资，相应普遍存在一定规模的长期借款。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。通信运营行业区域性较强，各区域内的市场竞争状况差异较大，分析盈利能力需要关注企业目前在各主要区域的布局及竞争能力。从期间费用看，目前规模通信运营企业一般都在多个区域布局，总体管理成本较高，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距；较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：企业收入规模、企业的收入产品结构（宽带份额、移动份额）、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率；市场潜力（宽带市场空间、移动市场空间）等。



#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对通信运营企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。此外，通信运营企业经营活动现金流的分析也要考虑到季节性因素的影响。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

#### 5、偿债能力

通信运营企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。安融考虑在企业持续经营的情况下，用企业资产和经营过程创造的收益和现金逐步偿还债务的能力；在现金不足的情况下，

企业可以通过处置资产获得偿付债务所需的现金，安融也关注长期资产和短期资产对长短期债务的保障程度。因此企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境、再融资便利条件等因素。对于多数通信运营企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用EBITDA作为现金流的代表。通信运营企业短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金的需求而产生的短期银行借款，过度集中偿还会造成短期流动资金的紧张，产生短期偿债危机。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA利息保障倍数和全部债务/EBITDA等。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划

和企业股利分配政策等。

## 2、政府支持

中国通信运营行业一直受到国家政策的支持，针对于通信行业的振兴规划的出台和后续鼓励政策都会对行业发展起到重要的作用。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的政策支持等。

## 五、评级指标体系

表：通信运营行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标        | 三级指标   |
|------|-------------|--|
| 运营环境 | 经济发展        | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整、居民收入水平；社会消费品零售总额和未来趋势、特定区域的社会消费品零售总额、规模及其变化趋势；居民收入规模及其变化趋势；行业对宏观经济的敏感度等 |
|      | 产业政策        | 相关政策和规划对中国通信运营行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响等                                      |
|      | 行业生命周期和行业地位 | 行业的市场增长率、竞争者数量的变化、行业收入规模和平均利润水平；行业在产业链中与上下游议价能力等   |

|          |                    |  |
|----------|--------------------|--|
| 经营<br>实力 | 规模和<br>市场<br>地位    | 资产规模、网络规模、用户规模、营业收入和利润规模；区域业务拓展范围、分布数量；在各具体区域内的市场结构、市场份额、客户数量和市场占有率；对于涉及多个细分业务的企业将考虑各细分业务的主营业务收入和用户规模等 |
|          | 多元化<br>优势          | 业务种类数量、业务拓展范围；企业在省、自治区、直辖市中的市场份额等  |
|          | 业务资质<br>和网络能<br>力  | 业务资质所属大类、业务资质的种类和区域覆盖范围；通信网络的覆盖广度、网络传输速度和业务承载能力等   |
|          | 技术水平<br>和品牌影<br>响力 | 技术水平的先进性和市场对技术的接受度；企业品牌的经营历史、品牌的知名度、品牌美誉度等   |
|          | 销售渠道<br>及运营<br>状况  | 在全国及特定区域的销量及占比、销售队伍建设情况、具体销售模式、价格和销售客户的稳定性和集中度等  |
|          | 管理与<br>战略          | 企业治理结构；企业管理制度及执行；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等  |
| 财务<br>实力 | 资产<br>质量           | 资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常煤炭需求采购金额的匹配程度；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政                   |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      |      | 策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等     |
|      | 资本结构 | 财务杠杆水平；净资产的稳定性；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等   |
|      | 盈利能力 | 企业收入规模、企业的收入产品结构(宽带份额、移动份额)、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率；市场潜力（宽带市场空间、移动市场空间）等 |
|      | 现金流  | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等                    |
|      | 偿债能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA    |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等  |

|  |          |                      |
|--|----------|----------------------|
|  | 政府<br>支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持等 |
|--|----------|----------------------|

# 信息技术行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)的定义,信息技术行业包括软件与服务、技术硬件与设备、半导体与半导体生产设备子行业,各子行业还包括更细分的子行业。

表: 信息技术子行业

| 二级行业    | 三级行业       | 行业描述                                     |
|---------|------------|--|
| 软件与服务   | 互联网软件与服务   | 指提供互联网软件与服务的公司                           |
|         | 信息技术服务     | 包含了信息技术咨询与其它服务和数据处理与外包服务的公司              |
|         | 软件         | 指应用软件、系统软件、家庭娱乐软件各类软件开发                  |
| 技术硬件与设备 | 通信设备       | 指提供通信设备的公司                               |
|         | 电脑与外围设备    | 指生产电脑硬件、电脑存储与外围设备的公司                     |
|         | 电子设备、仪器和元件 | 包括提供电子元件、电子设备和仪器、电子制造服务的公司以及提供各类技术产品的经销商 |
|         | 办公电子设备     | 指生产办公电子设备的公司或提供办公电子设备服务的公司               |



|             |       |                                |
|-------------|-------|--------------------------------|
| 半导体与半导体生产设备 | 半导体设备 | 半导体设备制造商，包括用于太阳能领域的原材料和设备制造商   |
|             | 半导体产品 | 半导体产品及相关产品制造商，包括太阳能模块及电池组件的制造商 |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定信息技术行业为经营区域主要位于大陆地区、收入来自以上信息技术产品和服务的行业。

## 二、行业分析

信息技术行业是关系国民经济和社会发展全局的基础性、战略性和先导性产业，具有技术更新快、产品附加值高、应用领域广、渗透能力强、资源消耗低和人力资源利用充等突出特点，对经济社会发展具有重要的支撑和引领作用。安融评级在对信息技术行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国信息技术行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）周期性

信息技术行业发展与宏观经济发展具有密切的相关性。因信息技术行业各细分子行业产品应用领域较广，如半导体应用于光伏发电行业，而光伏电力行业是典型的经济周期性行业。软件与技术硬件更是应用于各行各业，当前经济转型

对于信息技术产业的高需求为广大信息技术行业企业提供了较好的发展契机。因此，信息技术行业发展具有一定周期性。

## （二）区域性强

信息技术行业的发展依赖于地区经济的发展，各区域经济发展水平差异较大，给予信息技术行业发展的支撑力度差异较大，从而导致信息技术产业整体分布相对不均衡，集中于发达地区，如北京、上海、深圳地区为信息技术行业企业聚集较多的地区。因企业聚集而易形成聚合效应，从而有利于聚集区域企业的成本控制和市场发展等，所以信息技术行业竞争亦表现出一定的区域性。

## （三）资本和技术密集型

信息技术行业属于资本和技术密集型行业，行业内企业的核心竞争要素归根结底可分为资本实力的竞争和技术研发实力的竞争，技术的进步和更替是信息技术行业发展的核心推动力，而技术的进步和更替需要大量的资本在研发上投入，并将其转化为实际产品，因此影响信息技术行业信用质量的核心要素主要是技术和资本。

## （四）细分行业分化明显，行业竞争激烈

信息技术行业细分行业较多，覆盖的范围较广，各细分子行业内部竞争格局存在较为明显的分化。对于技术进入壁垒较高的子行业，如集成电路、各类高端电子芯片等子行业，

行业内企业的信用质量趋于稳定；而技术进入壁垒较低的子行业，如电脑、手机等传统消费电子产品制造行业和低端软件开发和外包行业等，行业内企业的信用质量可能出现分化。行业利润方面，信息技术行业利润较高，如软件与服务行业利润水平高于传统工业及服务业，较高的行业利润吸引着众多的市场参与者，随着行业进入者增多，行业竞争日趋激烈。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对信息技术行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、经济发展

信息技术行业运行显示出较强的周期性，其发展状况与固定资产投资有一定的相关性关系。信息技术行业的供给能力及未来变化主要取决于市场需求容量、行业固定资产投资额及人口基数等因素。宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策等因素，都会影响到信息技术行业的基本面，导致行业信用变化。

安融评级重点关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；特定区域信息化水平与人口基数的变化预期。

#### 2、产业政策

目前信息技术行业政策主要集中在鼓励和支持方面以及网络安全方面，具体政策包括鼓励和支持基础的半导体集成电路产业发展，国家及各级地方政府成立集成电路产业投资基金支持信息技术企业的发展，给予符合条件的企业税收优惠与减免及政府补贴，为行业发展制定具体的发展规划

等。网络安全方面制定了网络安全法，旨在规范网络产品和服务提供者、运营者的安全义务等方面。总体上信息技术行业产业政策风险较小，但需要关注产业政策的变化对行业竞争格局和整体经营状况带来的影响。监管政策的变化也会对行业的发展和市场容量等方面产生影响。此外，应关注税收政策和政府补贴方面的变化给行业内企业带来的影响。

安融评级主要关注：相关政策和规划对信息技术行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

信息技术企业经营规模的大小在行业竞争力、产品成本控制、技术水平、融资能力和议价能力方面十分重要。同等条件下，规模大的企业因具有一定规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，风险抵御能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时经营规模较大的企业往往能够有实力购置更为先进的生产设备，引入更先进的生产技术，提高生产效率和产品与服务质量，从而获得更大的市场份额和超额回报，并保持未来市场竞争的优势地位。

安融评级主要关注：企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模；相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排

名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等。

## 2、区位条件

信息技术企业所处区位对生产经营与销售及高新技术研发都有重要影响。当前中国的信息技术产业整体分布相对不均衡，多集中于发达地区，由于区域经济发展程度和资源丰富程度不同，信息技术需求规模和产品更新速度存在明显差异。同时由于企业聚集的区域会因集群而形成聚合效应，有利于企业的成本控制和市场发展等。

安融评级主要关注：企业区域分布数量、区域经济发展程度、区域内信息技术市场发展状况。

## 3、技术水平和研发投入

技术密集型是信息技术行业主要特征之一，技术与研发能力是行业内体现企业的核心竞争力的要素之一。信息技术产品往往更新换代较快，主流技术的掌控与适应水平直接关系到企业紧跟市场需求的变化和与竞争对手的竞争中保持有利地位的能力。信息技术企业所掌握技术水平的高低，是否紧跟市场需求，直接关系到企业产品与服务的质量，影响产品的销售，进而影响企业的市场占有率和企业盈利。

此外，信息技术企业生产技术的先进程度决定了企业的生产效率，并保证产品质量稳定性和成本优势。一般而言，技术水平越先进，则产品质量越可靠，各项经济技术指标越合理，单位成本越低，运营效率越高，相应企业竞争力

越强，经营风险越低。从研发投入和技术储备来看，企业现阶段的研发投入和技术储备越多，越有利于其长远发展。技术水平体现了企业当前的竞争力，而技术研发投入则在一定程度上反映了企业未来的竞争力。

安融评级主要关注：信息技术企业生产设备及技术的先进性、所掌握生产技术与当前市场需求的匹配程度、当前研发成果与水平、企业组织研发的体制机构、研发投入与销售收入之比。

#### 4、原材料供给与价格

信息技术行业内细分行业如技术硬件与设备、半导体与设备行业的生产制造属于高度产业化过程，其上下游分工明显。企业生产所需的核心零部件和必要组件依赖上游企业的供给，因此核心零部件和必要组件能否得到充分保障关系到企业产能的实现、存货的管理及应对市场需求的产量变化等方面。从原材料供给看，拥有稳定供应关系的企业受原材料供应波动影响小，经营稳定；从原材料供应商的分散程度来看，若企业通过分散化的供应商来获取核心零部件和必要组件，则企业受供应商突然中断供货或减少供货等方面变动的影 响小，有利于企业维持经营的稳定性。

原材料价格波动通常影响企业生产成本，对盈利产生重要影响。由于信息技术类产品更新换代较快，产品价格一般具有长期下降的趋势，服务这类产品的原材料亦有长期下降

的趋势。短期内，由于受市场需求变化、行业变化及政策影响，产品原材料价格波动方向具有不确定性。当原材料价格短期内急剧上升，则企业将会面临较大的成本压力和资金压力；当原材料价格短期内剧烈下降，则企业将会面临因价格下跌上游企业原材料供给不足的压力。短期内原材料价格急剧上升和下降均会给企业带来一定的经营风险，影响经营的稳定性。

安融评级主要关注：原材料供应关系的稳定性，供应商的分散性，企业采购协议及期限，与原材料供应商的关系，企业集中采购的程度，原材料供应商的数量及从前三大供应商采购量的占比；原材料成本，原材料价格长、短期变化情况，原材料价格年均波动率。

#### 5、业务种类与业务分布的多样化

信息技术行业下属子行业较多，覆盖的范围较大，涉及的产品种类丰富。鉴于不同子行业所面临的市场需求、产业链状况和竞争格局等存在一定差异，因此，拥有多样化的业务和丰富的产品线有助于企业降低周期性风险带来的影响，提升企业对单一产品需求波动的抗风险能力。但需要注意的是，产品结构的多样化并非是使企业主营业务结构发生较大变化的多元化经营。

信息技术行业受地区经济发展影响而呈现出一定的区域性。鉴于不同地区经济水平、政策和资源等方面存在差异，



导致支撑信息技术行业发展的外部环境有所差异，所以拥有不同区域市场的企业在抗风险能力方面强于单一市场的企业。

安融评级主要关注：业务种类的多样化、产品种类、在建和待建的产品线；业务分布的多样化、产品市场分布区域、各区域销售量与比例。

## 6、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性和合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性和执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企

业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。对企业资产质量的考察主要是考察资产的价值和变现能力。

信息技术企业流动资产在总资产中所占比例较大，因此重点关注流动资产的构成与各构成要素的运营效率。信息技术行业企业流动资产的主要构成是货币资金、应收账款和存货。信息技术类产业周期性波动较大，日常运营对资金需求量较多，企业往往需要保有大量的现金存量，因此，行业内企业的货币资金通常占比较大。应收账款存在一定资金回收风险，若面临行业周期性低谷，则可能会引起产业链资金进一步吃紧。以赊销方式为主要销售手段的企业在很大程度上会面临客户违约或延迟支付出现的风险，从而出现应收账款坏账，影响企业资产质量。此外，较大规模的存货也会对企业资金形成占用，而且，信息技术产品价格长期具有下降的趋势，引起存货跌价，因此要加强对存货的管理，提高存货的周转速率，有利于企业回笼资金，提升盈利能力。

对于非流动资产，应关注其构成，构成要素的占比及各要素近年来变动情况，在非流动资产中占比较大的如固定资产，对于集团类企业长期股权所占比例较大。

此外，还应关注企业资产的受限情况，企业通过抵押或质押，把一部分资产出质给第三方，从而使资产的有效性降低，影响企业资产质量。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外，或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。由于信息技术企业也是资本密集型产业，生产经营和研发投入需要大量流动资金，对流动资金的需求较大，与银行一般都保持良好的合作关系，以获得其短期借款支持资金流转。

此外，对公司债务的考察还应关注或有负债的影响，即

公司对外担保总额与担保率。或有负债较高的企业未来可能会面临较高的代偿风险。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比，对外担保总额与担保率；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素。盈利增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。信息技术产品受地区影响较大，各地区市场竞争状况存在较大差异，分析企业盈利能力需要关注企业目前业务分布区域及未来布局及在各区域的竞争能力。从期间费用看，信息技术行业内企业的期间费用主要是销售费用与管理费用，不同细分行业略有差异，如电子元件和半导体行业的管理费用所占比例很大，其次是销售费用。信息技术行业整体负债水平适中，所以财务费用较低。

对企业盈利能力分析中，不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察，以判断其未来盈利能力的持续性和稳定性。

安融评级主要关注：企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；期间费用率、营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率。

#### 4、现金流

现金流是通过企业自身盈利来偿还债务的直接来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

#### 5、偿债能力

企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，

相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境和再融资便利条件等因素。对多数企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为现金流的代表。由于多数信息技术企业负债结构短期化，短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金的需求而产生的短期银行借款，过度集中偿还会造成短期流动资金的紧张，产生短期偿债危机，因此企业偿债能力的分析重点关注现金对短期债务的覆盖程度、流动资产对短期债务的覆盖程度、EBITDA 对短期债务的覆盖程度、经营性现金流对短期债务的覆盖程度。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、现金及现金等价物/短期债务、流动资产/短期债务、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东

战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

## 2、政府支持

信息技术行业在发展方面，得到了国家与地方政府的支持和鼓励；税收政策方面，某些细分行业可以得到当地政府税收优惠与减免，部分符合条件的企业还可以获得政府补贴。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的政策支持。

## 五、评级指标体系

表：信息技术行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标  |
|------|------|---|
| 运营环境 | 经济发展 | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；特定区域信息化水平与人口基数的变化预期 |
|      | 产业政策 | 相关政策和规划对信息技术行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由  |

|          |                               |   |
|----------|-------------------------------|---|
|          |                               | 此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响  |
| 经营<br>实力 | 规模和<br>市场<br>地位               | 企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模；<br>相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排<br>名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等   |
|          | 区位<br>条件                      | 企业区域分布数量、区域经济发展程度、区域内<br>信息技术市场发展状况   |
|          | 技术水<br>平和研<br>发投入             | 信息技术企业生产设备及技术的先进性、所掌握<br>生产技术与当前市场需求的匹配程度、当前研发<br>成果与水平、企业组织研发的体制机构、研发投<br>入与销售收入之比                                       |
|          | 原材料<br>供给与<br>价格              | 原材料供应关系的稳定性、供应商的分散性、企<br>业采购协议及期限、与原材料供应商的关系、企<br>业集中采购的程度、原材料供应商的数量及从前<br>三大供应商采购量的占比；原材料成本，原材料<br>价格长、短期变化情况，原材料价格年均波动率 |
|          | 业务种<br>类与业<br>务分布<br>的多样<br>化 | 业务种类的多样化、产品种类、在建和待建的产<br>品线；业务分布的多样化、产品市场分布区域、<br>各区域销售量与比例   |
|          | 管理与<br>战略                     | 企业治理结构、企业管理制度及执行、战略定位<br>的正确性、战略实施的可能性  |



|          |          |  |
|----------|----------|--|
| 财务<br>实力 | 资产<br>质量 | 资产结构及稳定性、货币资金的规模及稳定性、应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率 |
|          | 资本<br>结构 | 财务杠杆水平、对外担保金额与担保率、净资产的稳定性、债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度  |
|          | 盈利<br>能力 | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；期间费用率、营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率   |
|          | 现金流      | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性  |
|          | 偿债<br>能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、现金及现金等价物/短期债务、流动资产/短期债务、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA。     |
| 外部       | 股东       | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划   |

|    |      |                     |
|----|------|---------------------|
| 支持 | 支持   | 和企业股利分配政策           |
|    | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持 |

# 出版传媒行业信用评级方法

## 一、行业界定

出版传媒行业是指为提升人类生活尤其是精神生活品质而提供的一切可以进行商品交易的生产与服务。从广义上看，传媒、卡通、影视、娱乐、游戏、旅游、教育、网络及信息服务等都是出版传媒行业的具体表现形式。依据《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）目录，本评级方法所指出版传媒行业主要指广告业、广播、电视、电影和录音制作业、出版业等三个大类。

表：出版传媒行业子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码 | 行业名称           | 行业描述  |
|------|----------------|---|
| L725 | 广告             | 指在报纸、期刊、路牌、灯箱、橱窗、互联网、通讯设备及广播电影电视等媒介上为客户策划、制作的有偿宣传活动   |
| R87  | 广播、电视、电影和录音制作业 | 指对广播、电视、电影、影视录音内容的制作、编导、主持、播出、放映等活动；不包括广播电视信号的传输和接收活动 |
| R86  | 新闻和出版业         | -   |

## 二、行业分析

出版传媒行业在我国地位较为特殊，既有自身的行业特征，又承担着一定的社会责任，国家相关部门对该行业的

监管较为严格。近年来随着开放程度的提高和产业的蓬勃发展，出版传媒行业在国民经济和人民生活扮演着越来越重要的角色。当前，尽管我国出版传媒企业在规模和实力上还难以与世界出版传媒巨头抗衡，但随着居民生活水平的提高，对出版传媒等文化产品的需求也逐渐增长，未来我国出版传媒业的发展仍具有较大的空间。安融评级在对出版传媒行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国出版传媒行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

（一）兼具政治和产业属性，易受行业政策变化影响

作为舆论工具，出版传媒行业同时具备政治属性和产业属性，使出版传媒行业的发展在很大程度上受到相关政策的影响。我国对出版传媒行业的控制非常严格，对国外媒体进入我国市场设置了较多门槛；在节目制作环节允许一定的市场竞争，在发行和播放环节实行严格管控。我国出版传媒行业处于不完全市场竞争状态，国家从意识形态高度以及国家安全角度对该类产品实施复杂的行政审批程序，构筑了非常高的行政性门槛。出版传媒行业的相关政策变化将导致行业整体信用水平发生较大改变。

（二）受宏观经济影响，表现出一定的周期性特征

出版传媒行业的主要收入来源为出版发行收入、广告收入和影视作品收入；其中广告行业的发展与宏观经济密切相

关，电影行业作为文化娱乐行业的分支，受经济增长、人均消费能力增加、生产效率提高带来的工作时间的减少和娱乐时间的相应增加等顺经济周期因素的影响。因此出版传媒行业受宏观经济的影响而表现出一定的周期性特征。

### （三）市场化运作程度较低，盈利模式单一

目前文化资源的行业市场化运作程度较低，行业的行政化配置体制已经和社会主义市场经济体制严重不适应。这不仅造成了地区的封锁，还造成了行业的垄断，最终对出版传媒企业非常不利，表现为目前行业内企业规模及竞争力弱小、同构化非常严重、盈利模式较为单一。

### （四）新媒体对传统媒体的冲击较大

中国传统媒体发展至今，除了需要应对同业之间激烈的集中竞争，还要面对来自新兴媒体的激烈挑战。新兴媒体的出现挤压了传统媒体的发展空间，各大门户网站发展迅猛，吸引了大批传统媒体读者，新兴媒体、楼宇和户外广告也抢占了大批资源。以网络为代表的新兴媒体经过十几年的指数性增长，在未来两三年里，还将继续呈现快速发展，传统媒体的形势不容乐观。在数字化时代，受众的“注意力资源”开始向互联网和手机等新媒体转移，这使得传统报纸所凝聚的“注意力资源”逐渐减少，受众资源和广告资源同时下降，最终导致报社的经济利益大幅降低，影响报社及整个传统媒体的发展。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对出版传媒行业的评级思路是：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。

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。

### 四、评级要素

#### （一）运营环境

##### 1、经济环境

出版传媒行业与我国国民经济整体的发展水平密切相

关。由于我国幅员辽阔且各地社会经济发展水平差异性很大，其在区域分布方面呈现不平衡发展趋势。北京、上海等重点城市，以及广东、江苏和浙江等经济发达省份是电视广告、出版物等投放的主要地区，也是业内竞争的重要区域。

随着人口规模的持续增长和人口素质的提高，文化消费需求将会增加，相应的带动出版传媒市场的持续增长。文化消费需求属于较高层次的需求，消费者人均可支配收入的提高，也将带动文化消费。另外，城市化将促使政府加大教育经费的投入，教育资源更丰富，居民的受教育意愿也更高。

安融评级重点关注：所处地域经济周期及对出版传媒行业的影响；宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对出版传媒行业市场需求的的影响；人口发展情况、人均可支配收入和城镇化水平三个方面考察宏观形势和发展趋势对行业的影响等。

## 2、行业政策

由于行业政策是国家宏观调控的一部分，对全行业具有重要的指导意义，行业政策的变动会改变行业的发展趋势和方式，因此行业政策对于考察出版传媒行业企业的信用水平有重要意义。

近年来，我国政府积极有序推动出版传媒业的体制改革，目标是通过建立公共服务体系、市场运作体系和政府监管体系，实现出版传媒行业的市场化、产业化和企业化。同



时，为了进一步降低市场准入门槛，相关管理部门就社会资本、外资准入问题陆续出台了一些管理规定。广电总局和商务部近期发布了《电影企业经营资格准入暂行规定》和《关于实施〈中外合资、合作广播电视节目制作经营管理暂行规定〉（44号令）有关事宜的通知》，规定社会资本可以成立电影制片公司和电影技术公司，外资可以通过合资、合作方式成立电影制片、电影技术和出版传媒节目制作公司，但每家外资传媒公司只能在中国建立一家合资公司，且外资不能进入“频道经营”领域。目前政府对媒体采取严格监管、有序开放，在推动影视制作市场化发展的同时，仍对媒体的舆论导向等方面进行较为严格的管理，同时加大力度打击虚假广告，在一定程度上有利于我国出版传媒业的良性发展。

安融评级主要关注：产业发展政策对出版传媒行业产业结构的调整；我国政府积极有序推动广告传媒业的体制改革进程对出版传媒行业的影响等。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

出版传媒企业的规模是影响企业发展的重要因素，规模较大的企业往往具有成熟的运营模式和完整的产业链，有助于为企业产品创新（如数字化转型）提供充足的资金支持。

企业在行业竞争中的地位是企业综合竞争实力的体现。市场占有率（企业主营业务收入占行业主营业务收入的比

例) 和销售收入(或资产)行业排名可以作为行业竞争地位的评价指标,该比率越高,说明企业竞争实力越强,同时与同类企业相比,其在抵御不利事项的能力也越强,偿债能力受到不利影响的可能性也越小。

安融评级主要关注:企业资产规模、营业收入规模、市场占有率、市场排名和产品覆盖率等。

## 2、媒体品牌

出版传媒企业的竞争力,关键在于其提供的信息内容是否具有吸引受众注意的能力。出版传媒企业要塑造对公众的公信力和对舆论的影响力,关键是内容。媒体品牌是质量长期积累的价值符号,代表提供给受众的价值。媒体品牌价值越高,其在市场竞争中的比较优势就越大。

媒体品牌是出版传媒企业的整体识别标志,是此媒体区别于彼媒体的重要手段,是彰显其核心竞争力的关键因素。要建立和维持受众的忠诚度,一定要通过品牌培养一批忠诚度很高的受众,使其传播产品成为人们获取社会资讯或休闲娱乐不可或缺的基本工具。

安融评级主要关注:品牌推广力度和受众忠诚度等。

## 3、消费半径

出版传媒行业产品属于精神层面的需求,只有在人们能够获得基本物质保障时才有能力去消费。所以,相对于新媒体广泛的受众人群,传统出版传媒行业消费半径较小,同一

行政区域只能设立一个区域性有线广播电视传输覆盖网，由于时效性、地域性等特征，消费半径局限性较高。同时，企业提供产品对市场的覆盖程度、区域经济发展水平、区域内人口结构等要素在很大程度上影响企业的偿债能力。

安融评级主要关注：企业对市场的覆盖程度、区域内经济发展水平和人口结构等。

#### 4、收入结构

出版传媒业的具体业务形式虽然存在较大区别，但基本都是围绕关联核心媒体的广告、印刷、发行等经营性业务来展开的，其中媒体广告收入是众多出版传媒企业支柱性的收入来源之一。在出版传媒行业企业内部，由于各产品的消费人群、盈利模式、产品业态各不相同，企业的盈利情况也出现分化。总体来看，传统纸媒下滑趋势不断加剧，广告业务作为报刊媒体的核心收入来源正面临价量齐跌的困境；广播电视企业收视费较为稳定，但由于受到互联网和移动终端的冲击，广播电视行业企业广告收入空间不断压缩；电影产业保持高速增长，市场份额不断提升；新媒体发展空间巨大，但面临竞争激烈、更新速度快和盈利模式不清晰等问题。

安融评级主要关注：主营业务收入结构及盈利变动情况，业务多元化或单一经营的风险。

#### 5、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。

良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。不同所有制类型的受评主体治理结构在完善程度上存在很大差异。出版传媒企业大部分是国有企业，这些企业存在国有企业普遍存在的问题，比如历史包袱过重、人员规模庞大等。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。出版传媒行业一般具有轻资产的属性，企业资

产一般以流动资产为主，且流动资产中存货和应收账款占比较高，存货占比过高会占用较大的资金造成浪费，在一定条件下还会面临较大的减值风险，进而影响到企业的盈利。应收账款周转率和存货周转率决定了企业在应收账款和存货上所占用资金的大小，偏低的应收周转率增加发生现金周转困难的可能性，偏低的存货周转率则意味着存货积压和存货减值，均影响盈利水平。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，货币资金的规模及受限货币资金情况；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外，或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。

安融评级主要关注：净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；财务杠杆水平，包括资产负

债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等。

### 3、盈利能力

较强的盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还到期债务的关键因素。充足而稳定的收益往往能够反映企业良好的管理素质和开拓市场的能力，同时增强了企业在资本市场上再融资的能力，使企业资产具有较好的流动性。较高的财务灵活性和资产流动性又反过来强化了企业的竞争优势。盈利能力的评估不仅要考察企业目前的盈利水平，或者仅通过销售毛利率、总资产报酬率和净资产收益率等指标进行衡量，更重要的是要对盈利的来源、构成及其稳定性，特别是价格的形成基础和成本构成进行深入分析，并对影响企业未来盈利能力的主要因素及其变化趋势作出判断。

安融评级主要关注：企业收入与成本、费用是否匹配，成本、费用变动趋势及支出的原则，非经常性损益对利润总额的影响程度；利润总额；营业利润率、总资产报酬率、净资产收益率；营业收入增长率和利润总额增长率等。

### 4、现金流

现金流量及其相关比率是衡量受评对象偿付能力的最重要指标，其中企业从正常经营活动中产生的净现金流量是偿还到期债务的根本来源。将某一期间现金总流量、留存现金流量和自有现金流量与到期总债务相比，可以反映受评对

象营运现金对债务的保障程度。而将现金总流量、留存现金流量与资本支出相比，则可反映受评对象依靠营运现金维持和扩大经营规模的能力。不同行业现金流量充足性标准是不同的，这就需要将同类企业分析对比以对受评对象现金流量充足性作出判断。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等。

## 5、偿债能力

偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境、再融资便利条件等因素。

在受评企业持续经营的情况下，安融评级主要考察企业生产经营过程中产生的收益和现金流偿还债务的能力，选取的评估指标有：全部债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、经营性净现金流/短期债务等。其次，在现金不足的情况下，企业可以通过处置资产获得偿付债务所需的现金，因此安融评级也关注长期资产和短期资产对长短期债务的保障程度，主要评估的指标有：资产负债率、流动比率、速动比率等。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

##### 2、政府支持

根据企业性质、企业规模、服务对象、服务区域的不同，受评企业在享受国家、地方政府外部支持方面存在较大差异。根据企业是否享有政府在资本金注入、资产/股权划拨、财政补贴或税收优惠等方面的持续支持；企业是否有政府明确担保且有政府救助历史；企业经济或政治地位是否重要，是否为政府重点扶植企业，综合判断企业可能获得政府支持力度的大小。



安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的支持政策等。

#### （五）特殊调整事项

除对资本结构、资产质量、盈利能力和现金程度进行定量财务分析外，还考虑或有事项或隐性债务等其他因素对受评企业偿债能力的影响。这些因素包括但不限于：担保情况是影响受评企业偿债能力的重要因素。第三方提供的担保提高了受评企业债务的安全性，但受评企业为第三方提供担保则会对自身的偿债能力形成负面影响；企业自有土地等有形资产抵押、收益权等无形权益质押等增信措施，也能对特定的企业债务提供一定程度的保障；或有事项所导致的或有义务只有符合会计准则规定的部分才作为预计负债在资产负债表里反映，还有一部分仅仅是在财务报表附注中进行披露；这部分或有义务构成了企业的隐性债务，包括未决诉讼、票据贴现、产品质量保证等。自然灾害、安全事故等重大突发性不利事项。

安融评级主要关注：对外担保规模、担保比率、有无反担保措施、担保对象企业性质、是否民营企业、行业及区域集中度情况、被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件、历史风险事件的后续处理情况、减值准备是否充分计提及未决诉讼最新进展。

### 五、评级指标体系

表：出版传媒行业公司主体信用评级指标

| 一级<br>指标 | 二级<br>指标    | 三级指标  |
|----------|-------------|---|
| 运营<br>环境 | 经济<br>环境    | 所处地域经济周期及对出版传媒行业的影响；宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对出版传媒行业市场需求的的影响；人口发展情况、人均可支配收入和城镇化水平三个方面考察宏观形势和发展趋势对行业的影响等 |
|          | 行业<br>政策    | 产业发展政策对出版传媒行业产业结构的调整；我国政府积极有序推动广告传媒业的体制改革进程对出版传媒行业的影响等  |
| 经营<br>实力 | 规模和市<br>场地位 | 企业资产规模、营业收入规模、市场占有率、市场排名和产品覆盖率等   |
|          | 媒体品牌        | 品牌推广力度和受众忠诚度等   |
|          | 消费半径        | 企业对市场的覆盖程度、区域内经济发展水平和人口结构等  |
|          | 收入<br>结构    | 主营业务收入结构及盈利变动情况，业务多元化或单一经营的风险   |
|          | 管理与<br>战略   | 企业治理结构；企业管理制度健全程度和执行力度；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险                                     |

|          |          |   |
|----------|----------|---|
|          |          | 的影响等  |
| 财务<br>实力 | 资产<br>质量 | 资产结构及稳定性，货币资金的规模及受限货币资金情况；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等     |
|          | 资本<br>结构 | 财务杠杆水平、净资产的稳定性、债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等   |
|          | 盈利<br>能力 | 收入与成本、费用是否匹配，成本、费用变动趋势及支出的原则，非经常性损益对利润总额的影响程度；利润总额；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率；营业收入增长率和利润总额增长率等 |
|          | 现金流      | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等                    |
|          | 偿债<br>能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等     |
| 外部       | 股东       | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获  |

|    |      |                                  |
|----|------|----------------------------------|
| 支持 | 支持   | 得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等 |
|    | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持等             |

# 汽车行业信用评级方法

## 一、行业界定

按照国家统计局统计用产品分类目录，汽车分为乘用车、客车、载货汽车和半挂牵引车。乘用车包括基本型乘用车（轿车）、多功能乘用车（MPV）、运动型多用途乘用车（SUV）和交叉型乘用车，客车包括大型客车、中型客车和轻型客车，载货汽车包括重型载货车、中型载货车、轻型载货车和微型载货车。

本评级方法适用于所有从事生产销售各类汽车，如乘用车、商用车及其零部件等汽车产品的企业。

## 二、行业分析

中国汽车工业的发展始于上世纪五十年代，至今已有六十多年的历史，现阶段中国已成为全球汽车行业的主要参与者。受宏观经济影响，中国汽车产业经历过低迷期，但随着市场逐步回暖，呈现结构性增长趋势。尤其近两年，行业热点正从汽车产业链的中上游下移至汽车销售之后的领域，新公司、新业态和新模式急速涌现。我国汽车产业存在政策风险、燃油价格大幅上涨风险和生产成本上涨风险等行业风险点。现详述如下：

### （一）政策风险

汽车工业在国民经济中具有重要地位，对一个国家或地区经济能产生巨大的拉动效应。汽车工业可以带动钢铁、冶金、橡胶、石化、塑料、玻璃、机械、电子和纺织等诸多相

关产业。因此，汽车行业相关法律法规的出台对整个汽车行业供求乃至一个国家或地区经济发展具有较大的影响。

中国工业和信息化部于 2016 年 8 月发布《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则（修订征求意见稿）》，重新划定了新能源汽车范围，提高了企业准入门槛，强化了产品安全监控。对于申请新能源汽车的生产企业，《修订征求意见稿》要求需要具备生产新能源汽车产品所必需的设计开发能力、生产能力、产品生产一致性保证能力和售后服务及产品安全保障能力，并符合《新能源汽车生产企业准入条件及审查要求》。按照《要求》，审查条件将有 17 项具体条款，其中有 8 项为否决条款，只要超过 2 项未达标，该企业就不被准入。

2016 年 11 月，中国工业和信息化部发布《汽车动力电池行业规范条件（征求意见稿）》，主要从生产能力、安全要求、研发能力和回收利用等几个方面，对 2015 年发布实施的《汽车动力蓄电池行业规范条件》进行了调整和完善。

2017 年 1 月 1 日起，全国开始实施国 V 排放标准，所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车和中性柴油车（客车、公交、环卫和邮政用车），须符合国 V 标准要求，这一政策将影响汽车价格和销售渠道。

2016 年环境保护部发布了《乘用车内空气质量评价指南（征求意见稿）》，规定车内空气中的苯、甲苯、二甲苯和乙

苯等有害物质将有更为严苛的限量值，并给出了汽车厂家强制执行的时间表：2017年1月1日起，所有新定型销售车辆必须满足本标准要求；此前已经定型的车辆，自2018年7月1日起实施强制标准要求。

国家发改委办公厅于2017年8月发布了《新能源汽车碳配额管理办法(征求意见稿)》。《征求意见稿》称：国务院碳交易主管部门将根据规划目标，对燃油汽车规模企业设定新能源汽车与燃油汽车产销量的年度比例要求，并折算为企业应缴的新能源汽车碳配额数量。

### （二）燃油价格大幅上涨风险

燃油价格上涨将提高用车成本，直接影响乘用车消费和需求结构。中国经济的快速发展对原油需求量保持高速增长，中国原油对外依存度进一步提高。如果国际油价高位运行，对乘用车消费将造成一定压力。

### （三）生产成本上涨风险

汽车及零部件生产企业成本主要包括生产材料采购成本、劳动力成本和研发支出成本。如果原油价格上涨，汽车行业上游产业的塑料、玻璃、橡胶和有色金属等原材料价格也将随着原油成本增加而上涨，将间接作用于整车和零部件制造企业的生产成本。目前以钢材、橡胶、原油等为主的上游产业价格波动性明显，将使汽车行业成本控制产生一定的不确定性。经初步测算，钢铁对汽车企业盈利能力的影响主



要涉及两个因素：钢铁采购成本比重及汽车企业的毛利率。钢铁涨价受影响从强至弱顺序依次是：轻卡>轻客>中重卡>低档轿车>大中型客车>中高档轿车。

近年来随着城市劳务人员收入和生活保障的提高，我国大量劳动密集型企业增加了劳动力成本和经营的压力，中国人力成本上升趋势已经不可逆转。另外，在我国节能减排、鼓励新能源汽车政策引导下，汽车环保标准更加严格，对汽车生产厂商关于新车型和新技术研发提出更高要求，相应的该部分研发支出也将大幅上升。

### 三、评级思路

按照《安融信用评级有限公司评级方法总论》，安融评级对汽车行业企业评级思路考虑主要基于以下方面：

1、运营环境，包括宏观经济环境、产业政策、行业特征及区域经济等，通过运营环境分析揭示企业所处行业的经营特点，有利于分析企业所处行业的竞争情况和发展前景；

2、经营实力，包括企业规模、股权结构、市场占有率、销售网络建设、成本控制、自主研发能力和对外投资等，通过分析揭示企业的业务运作情况、核心竞争力与竞争优劣势；

3、财务实力，包括资产结构与质量、盈利能力、现金流和偿债能力等；

4、特殊事项分析，包括但不限于银行借款条件和信用

记录、公司对外担保情况、公司未决诉讼或仲裁事项、应收票据贴现和应收保理业务等。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、宏观经济环境

汽车需求群体分为家庭需求和企业需求。对于家庭来说，汽车并非生活必需品，只有在家庭收入水平达到一定层次，消费者才会选择购置汽车，且大部分集中于基本型乘用车；而影响企业用车的因素比较多，比如地区经济发展、投融资和企业自身发展需要等。

安融评级重点关注地区经济总量、消费能力、人均收入、燃油价格调整、地区基础设施建设和更新需求，从而揭示汽车及零部件行业产品潜在需求情况和实际承载能力。

#### 2、产业政策

目前，汽车产业相关政策开始由以促进汽车消费为主向以鼓励汽车技术进步为主转变。我国 2017 年起开始推出以下政策：国 V 排放标准在全国范围实施，车内空气质量强制达标开始实施，试行新能源汽车碳配额管理，新能源车生产企业准入规则和汽车电池行业新规范等。在政策导向下，汽车行业准入门槛提高，符合国家“节能减排”要求的新能源汽车将快速发展，自主品牌企业迎来新的发展机遇。

从长期来看，基础设施建设将是制约中国汽车销量增长

的主要瓶颈。随着近几年我国城市汽车保有量的迅速增长，城市交通拥堵问题日益凸显。按照国际惯例，当一个地区每公里道路汽车保有量达到 270 辆时，该地区汽车容量已经接近饱和，如果继续增加，汽车在道路上行驶将出现车速下降、交通拥堵等情况。中国目前许多省份的每公里城市道路承载的汽车数量正在接近甚至超过这一水平，车辆对道路交通的影响正日益凸显，许多大城市城区内车辆的平均行驶速度已经降至 20 公里/小时以下。

目前多个地区都已出台针对汽车销售总量的限制政策。未来，限购或拍卖牌照等抑制汽车需求的政策存在向其它城市蔓延的可能，主要原因在于对需求总量的压制是解决交通拥堵最立竿见影的措施，拍卖牌照可增加政府收入，而政府可以用这部分收入投资市政建设。

安融评级重点关注国家汽车产业政策、监管政策和消费政策，以揭示其对汽车供求、生产成本和销售价格的影响。

### 3、行业特征

随着国内汽车消费市场的培育和发展，消费者对价格的敏感性降低，越来越关注车的性能、安全、外观和油耗等因素。

安融评级重点关注：国内汽车行业发展阶段、汽车产销量和保有量等情况；汽车行业竞争格局，包括行业集中度、原材料及产品价格波动和核心零部件研发能力等。

## 4、区域经济

区域经济对汽车零部件企业影响较为明显，一般情况下，整车制造行业会在周边区域选取零部件供应商，因此省域范围内有大型汽车企业落户的地区，相关零部件制造企业发展趋势更好。但核心零部件（发动机等）生产仍集中于整车制造企业中，大部分零部件生产企业为中小企业，其产品技术含量不高。

安融评级重点关注企业所在地区的经济发展状况、区域资源及基础条件、地方政策以及地区人口总量及其流动性等因素。

### （二）经营实力

对汽车企业经营状况分析主要侧重考查企业规模、股权结构、市场占有率、销售网络建设、成本控制、自主研发能力和对外投资等，通过分析上述因素揭示企业的经营情况、核心竞争力与竞争优势。

#### 1、企业规模

企业规模对企业提高议价能力和增强风险抵御能力有重要的意义，通常规模较大的企业在抵御行业周期性波动、获得相对稳定而低价的原材料供应、保持市场竞争力方面有较强的优势。此外，规模较大的企业通常也拥有较高的市场占有率。

大型整车制造企业因为有条件打造以整车制造为核心，

同时发展上游汽车零部件、下游服务贸易为一体的完整产业链，所以具备较强的综合实力和产业链一体化优势。

安融评级主要采用产能、产量和销量来衡量汽车企业的规模。通常而言，产销量较大的企业拥有较强的抵御风险能力。同时，评级重点考察企业的产品类别和产品系列。通常情况下，涉及产品类别越广、产品系列越多的企业整体抗风险能力较好，因为在某一个产品市场销量不佳的情况下，其它产品仍可以继续经营，企业可以通过调整产品结构来实现经营的稳定性。

## 2、股权结构

股权结构是企业发展的基础，股东实力对于企业生产、竞争和抵御风险起着重要的作用，通常拥有综合实力较强股东的企业在市场竞争和技术研发等方面有着一定的优势。

中国加入 WTO 后，跨国汽车公司通过合资或合作等方式进入中国市场。在面对中国市场时，如果企业与合资方利益统一，能够获得外方较为稳定的技术和车型输入支持，竞争优势将获得提升。

安融评级重点关注主要股东实力（包含资金、资源、技术等方面）。

## 3、市场占有率

一般而言，品牌影响力越广，市场占有率越高，企业生产经营受行业周期波动影响越小，越有利于企业稳定发展。

对整车生产企业，主要分析各品牌系列车型在各自客户群体、不同区域市场中的品牌影响力、市场份额和性能优势等。一般而言，国内汽车零部件制造企业规模比较小，大部分集中于生产一种或者几种产品，业务比较集中，着重分析其与下游客户之间的合作稳定性，这里强调企业在主要客户和主要供应商眼中的地位。

安融评级重点关注品牌知名度、市场占有率、性能优势和与主要客户及供应商的合作稳定性等。

#### 4、销售网络建设

汽车企业销售网络建设直接影响到企业的资金周转。目前，国内企业销售模式一般有直销模式和品牌专卖模式两种，销售渠道主要分为汽车工业园、综合汽车交易市场和汽车专卖店。具体来说，可以通过企业专卖店、经销商数量和各区域分布情况是否合理等来分析。

安融评级重点关注企业与上下游客户合作模式、销售网络范围、渠道结构和议价能力等。

#### 5、成本控制

汽车生产企业成本构成中主要包括生产材料采购成本、劳动力成本和研发支出成本。目前在生产成本不断上升的大趋势下，企业如何有效节约生产成本，是企业竞争中的重要环节。企业主要采用以下几种方式来节约制造成本：其一是提高其零部件供应商的产品质量，减少废品率；其二是统一

零部件的标准化，减少生产线；第三条是对现有汽车的一些零部件进行简化或改变。

安融评级主要关注生产成本结构和成本控制与执行效果等。

## 6、自主研发能力

近年来，汽车企业的自主研发能力对企业汽车市场的地位的影响越来越大。随着市场结构转变、消费者越发成熟等因素的带动，诸多自主品牌车企取得了销量和口碑上的双丰收。由此可以看出，汽车行业的研发能力高低决定了汽车企业的核心竞争力，也决定着企业的持续发展能力高低。

汽车企业的自主研发能力与企业研发平台建设、研发团队综合素质、技术研发水平和产品创新能力等相关，可以通过年度研发资金投入规模、研发项目数量、合作研发机构和新车型推出频率和性能来检验。同时，也要重点关注核心零部件处于行业领先地位的企业的自主研发能力。另外，在国家节能减排、新能源汽车发展的大背景下，企业新车型、新技术的研发项目是否符合国家政策背景，该部分投入资金规模，未来盈利前景等也是衡量汽车企业自主研发能力的关键因素。

安融评级重点关注企业的年度研发资金投入规模、研发项目数量、合作研发机构、新车型推出频率与性能和未来盈利前景等。

## 7、对外投资

企业对外投资直接影响到未来的发展方向，安融评级重点关注企业在短期内是否有重大投资计划，是否有产能扩张计划，这一方面关系到企业资金流转，另外一方面关系到企业未来产品结构和收入结构。

### （三）财务实力

企业财务实力，包括资产结构与质量、盈利能力、现金流和偿债能力等，这些因素与企业近年财务变动的原因及持续性密切相关。

#### 1、资产结构与质量

资产是企业进行生产经营活动的基础，也是公司收入和利润的来源。企业拥有高质量资产能反映其竞争优势，能保障企业未来有稳定的经营现金流入。因此，较大的资产规模与良好的资产质量是债务得到安全偿还的重要保障。

安融评级重点关注应收账款、存货、固定资产、无形资产和在建工程等情况。应收账款方面，要结合企业生产销售模式，分析账龄和应收对象；存货方面，汽车行业的存货包括整车、零部件、备品备件等，重点分析存货是否存在积压的情况，库存资金占用是否明显等；固定资产方面，主要是考察企业目前生产线建设情况，在同行业中是否具备优势等；无形资产方面，总资产结构中无形资产所占比重以及研发支出的大小可以反映出汽车企业研发能力的高低；在建工



程方面，主要是考察企业最新投资对产能和生产线的影  
响，进一步影响企业收入和利润。

## 2、盈利能力

良好的收入水平和盈利能力是充足现金流的来源和  
偿债能力的保障，是影响企业资信状况的重要因素。盈利  
能力较强且表现稳定的公司能够更好地从内部积累资本，  
并具有较强吸引外部资金的能力。

汽车行业盈利能力方面，安融评级重点关注收入稳定  
性、收入增长率、毛利率及总资产回报率等指标。由于  
汽车行业涉及产品细分，且各类产品的毛利率差异较大，  
因此在评级时应深入分析企业各类产品的盈利水平及盈  
利结构变化，同时还应考虑原材料、技术水平等因素对  
企业盈利水平的影响。

## 3、现金流

现金净流入是企业最终的偿债来源，因此现金流量分  
析是评价企业偿债能力的核心因素。自由现金流量分析  
是现金流量分析的核心，评级时应对企业的现金流量表  
进行适当的调整，从而得出企业的自由现金流量。如果  
企业的自由现金流量可以充分覆盖债务本金及利息的偿  
还，且现金流较为稳定，则可对企业的信用等级形成较  
好的支撑。

安融评级重点关注指标包括自由现金流、EBIT、EBITDA  
和收现比等。

## 4、偿债能力

汽车企业的偿债能力分析包括企业长短期偿债能力和企业现金流与债务的匹配程度等。

评价企业偿债能力不仅要关注目前的债务压力，还要考虑债务的期限结构，未来资本支出导致的资本结构和债务结构变化等因素。未来资本支出计划和融资方式可能会带来业务量的增长，同时也可能会改变目前的资本结构，进而影响企业信用状况。

安融评级重点关注流动比率、速动比率、现金流动负债比、有息负债规模和资产负债率等偿债指标。

### （四）特殊事项分析

#### 1、银行借款条件和信用记录

安融评级重点关注企业在银行的信用记录，了解银行授信总额度、未使用授信余额，以及授信的种类、条件和期限等情况。

#### 2、对外担保情况

企业的对外担保行为会引起或有财务风险，影响企业的经营稳定性，进而影响企业的信用状况。

安融评级重点关注企业对外担保制度是否完善，对外担保办理程序是否符合规定及对外担保企业的偿债能力与财务指标等。

#### 3、未决诉讼或仲裁事项

企业未决诉讼事项可能成为或有负债，进而影响企业信用状况。

安融评级重点关注有可能败诉的未决诉讼或仲裁事项给企业带来的影响。

#### 4、应收票据贴现和应收保理业务

相比其它行业，汽车企业采用票据结算比例相对较高，若企业不将附追索权的应收票据贴现和应收账款保理业务计入财务报表，评级时应还原成表内业务，相应调整资产负债表，并在评级报告和相关附表中对调表事项作出说明。

### 五、主要评级指标

表：汽车行业公司主体长期信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标   | 三级指标   |
|------|--------|--|
| 运营环境 | 宏观经济环境 | 地区经济总量、消费能力、人均收入、燃油价格调整、地区基础设施建设和更新需求等           |
|      | 产业政策   | 国家汽车产业政策、监管政策和消费政策等                              |
|      | 行业特性   | 国内汽车行业发展阶段、汽车产销量、保有量、行业集中度、原材料及产品价格波动和核心零部件研发能力等 |
|      | 区域经济   | 经济发展状况、区域资源及基础条件、地方政策以及地区人口总量及其流动性等因素            |

|        |             |   |
|--------|-------------|---|
| 经营实力   | 企业规模        | 产能、产量、销量、产品类别和系列等                           |
|        | 股权结构        | 股东实力（包含资金、资源、技术等方面）                         |
|        | 市场占有率       | 品牌知名度、市场占有率、性能优势和与主要客户及供应商的合作稳定性等           |
|        | 销售网络建设      | 企业与上下游客户合作模式、销售网络范围、渠道结构和议价能力等              |
|        | 成本控制        | 生产成本结构和成本控制与执行效果等                           |
|        | 自主研发能力      | 年度研发资金投入规模、研发项目数量、合作研发机构、新车型推出频率与性能和未来盈利前景等 |
|        | 对外投资        | 是否有重大投资计划和产能扩张计划等                           |
| 财务实力   | 资产结构与质量     | 应收账款、存货、固定资产、无形资产和在建工程等                     |
|        | 盈利能力        | 收入稳定性、收入增长率、毛利率及总资产回报率和原材料与技术水平对盈利能力的影响等    |
|        | 现金流         | 自由现金流、EBIT、EBITDA 和收现比等                     |
|        | 偿债能力        | 流动比率、速动比率、现金流动负债比、有息负债规模和资产负债率等             |
| 特殊事项分析 | 银行借款条件和信用记录 | 银行授信总额度、未使用授信余额，以及授信的种类、条件和期限等              |

|  |                       |                                   |
|--|-----------------------|-----------------------------------|
|  | 对外担保<br>情况            | 对外担保制度、对外担保办理程序和对外担保企业的偿债能力与财务指标等 |
|  | 未决诉讼或<br>仲裁事项         | 有可能败诉的未决诉讼或仲裁事项给企业带来的影响           |
|  | 应收票据贴<br>现和应收保<br>理业务 | 附追索权的应收票据贴现和应收账款保理业务是否计入报表        |

# 家电行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017) 目录“C制造业”，家电行业涉及家用电力器具制造和非专业视听设备制造两大子行业。

表：家电子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码 | 行业名称                   | 行业描述   |
|------|------------------------|--|
| 3851 | 家用制冷电器<br>具制造          | 如冰箱、冰柜的制造  |
| 3852 | 家用空气调节<br>器制造          | 指使用交流电源(制冷量 14000W 及以下)，调节室内温度、湿度、气流速度和空气洁净度的房间空气调节器的制造                |
| 3853 | 家用通风电器<br>具制造          | 指由单相交流电动机驱动扇叶旋转，产生强制气流，以改善人体与周围空气间的热交换条件的电器制造                          |
| 3854 | 家用厨房电器<br>具制造          | 指家庭厨房用的电热蒸煮器具、电热烘烤器具、电热水和饮料加热器具、电热煎炒器具、家用电灶、家用食品加工电器具、家用厨房电清洁器具等电器具的制造 |
| 3855 | 家用清洁卫生<br>电器具制造        | 指家用洗衣机、吸尘器等电力器具的制造   |
| 3856 | 家用美容、保<br>健护理电器具<br>制造 |  |

|      |                  |  |
|------|------------------|--|
| 3857 | 家用电力器具<br>专用配件制造 | 指家用电力器具专用配件的制造,不包括通用零部件制造  |
| 3859 | 其它家用电力<br>器具制造   |  |
| 3951 | 电视机制造            | 指非专业用电视机制造   |
| 3952 | 音响设备制造           | 指非专业用智能音响、无线电收音机、收录音机和唱机等音响设备的制造                                       |
| 3953 | 影视录放设备<br>制造     | 指非专业用智能机顶盒、录像机、摄像机和激光视盘机等影视设备整机及零部件的制造,包括教学用影视设备的制造,但不包括广播电视等专业影视设备的制造 |

家电行业主要包含大家电、小家电；其中大家电包括白电和黑电，其中白电又包含空调、冰箱及洗衣机，黑电即电视等影像设备；而小家电则包括厨电和其它小家电，其中厨电包括油烟机、燃气灶及消毒柜，其它小家电则包含电磁炉、电烤箱及吸尘器等。

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定家电行业为经营区域主要位于大陆地区、收入来自以上家电产品的行业。

## 二、行业分析

传统家用电器在中国起步较早，发展迅速，多数子行业目前已进入成熟发展阶段，如电视机和洗衣机等，但新兴智



能家用电器则处于起步阶段，为行业快速发展时期，如扫地机器人等。安融评级在对家电行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国家电行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）周期性与季节性

家电行业所涉及的上下游产业链较广，上游关联钢铁、化工、光电和玻璃基板等行业，下游关联房地产行业，如商品房销售和家装等，受上游供给与下游需求影响较大，是典型的经济周期性行业。如果宏观经济持续走好，基本建设投资稳步增长，家电产品的需求也将保持较大幅度的增长。此外，部分家电产品的需求受季节影响较大，如夏季是空调、电扇和冰箱的销售旺季；电视机和洗衣机的需求则在冬季较大；得益于节假日促销活动，小家电在节假日较多的季节销售量较大。

### （二）区域性强

家电生产企业的分布具有明显的地域性。纵观全国家电市场区域分布，家电生产企业主要分布在珠江三角洲地区、长三角地区和环渤海经济圈等经济发达的地区。这些地区经济发展快，市场化程度高，周围的产业链十分完善，有利于产业集群的形成和产业链的联动发展。从市场需求角度看，经济发达的地区，家电产品的市场普及率高，加之人民收入水平较高，也有利于提升产品需求量。因此，家电行业企业

的发展具有很强的地域性，位于三大产业圈的企业具有较强的行业竞争力。

### （三）品牌效应显著

目前市场上家电产品同质化普遍较高，消费市场上，品牌的知名度影响着消费者的选择。如海尔、美的、格力和九阳等家电品牌往往能得到更多消费者的认可。通常拥有知名品牌的企业在经营销售上较非知名品牌企业能获得更好经营业绩。

## 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对家电行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、经济发展

家电行业运行显示出较强的周期性，其需求增速与地区经济发展增速呈现明显的正相关关系。家电行业的供给与需求及未来变化主要取决于现有行业产能、产品的普及率、产品的更新替换速度和市场需求容量等因素。宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策、区域经济发展水平等因素，都会影响到家电行业的基本面，导致行业信用变化。

安融评级重点关注：国家及地区经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；特定区域房地产投资与人口基数的变化预期。

#### 2、产业政策

目前家电行业政策主要集中在鼓励、支持和产业引导等方面。产业发展支持政策的制定与退出通常根据行业发展阶段和实际总体供需状况而改变。在国家稳定经济增长和拉动消费需求背景下，家电行业属于受惠行业，“家电下乡”、“以

旧换新”和“节能惠民”等消费刺激政策的出台有效拉动了大型家电的市场需求，促进家电企业的快速发展；而后随着这些政策的退出，前期市场需求透支，后期支持力度不再，家电行业受到了较大冲击。

近两年，国家出台了一系列新的法规政策引领家电行业向产品绿色高效和市场规模化方向发展。高效节能家电和智能家电为政策支持发展的重点。虽然新政策的出台对家电消费的直接提振作用有限，但对于家电生产制造企业，顺应政策进行产品优化升级和技术创新迭代将会得到更多的政策红利。

安融评级主要关注：相关政策和规划对家电行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

家电企业的经营规模十分重要，目前家电企业已呈现大型化、综合化的发展态势，各细分行业均由二到三家龙头企业垄断，形成较为鲜明的寡头垄断格局。由于产品同质化普遍，行业竞争激烈，同等条件下，规模大的企业在区域市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；

同时生产经营往往较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。反之，企业的经营风险越高，抗风险能力越差。

家电行业是重要的中游行业，与上下游联系紧密，受上游原材料供给与价格波动及下游产品需求与产品价格波动影响较大。家电行业在上下游整个产业链中的市场地位是决定企业盈利能力和现金获取能力的重要影响因素。市场地位高的家电企业不但对行业发展有着重要影响，在上下往来中具有较强的议价能力，具有更为灵活的成本转嫁能力，而且具有更高的融资优势。

安融评级主要关注：企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模；相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名、品牌的知名度；主要经营区域的市场占有率、议价能力等。

## 2、区位条件

家电企业所处区位对生产经营及销售都有重要影响。由于区域经济发展、城镇化水平、居民收入水平和交通运输条件的不同，家电产品生产制造成本、需求规模和销售半径等存在明显差异。分布于三大经济圈的家电企业，由于地区经济发展较好，周边产业链完善，产业集群的形成和产业链的联动发展有利于企业的成本控制，同时便利的交通运输条件有利于企业扩大销售市场。

还需要关注到，某些家电企业产业布局分布在多个地区，既满足了销售送货时间要求，提升了企业品牌形象，同时还提高了产品周转率。家电企业在地域分布的多元化还可以消除单一区域需求下降带来的收入影响。

安融评级主要关注：企业分布区域、区域分布数量、企业在各具体区域内的总产能、实际产量、生产线的条数、单线生产能力、市场份额；区域交通运输条件；区域中关联产业链发展情况。

### 3、产品结构的多样性

家电行业细分行业较多，涉及的大小家电产品种类丰富。鉴于不同子行业所面临的市场需求、产业链状况、竞争格局和技术演进等存在一定差异，因此，拥有多样化的产品种类和丰富产品线有助于企业降低周期性风险带来的影响，提升企业对单一产品需求波动的抗风险能力，降低经营风险。但需要注意的是，产品结构的多样化并非是使企业主营业务结构发生较大变化的跨行业多元化经营。此外，在产品同质化普遍的情况下，产品的档次和品牌的知名度影响消费选择。通常，产品档次越高、品牌的知名度较高，企业经营业绩越稳定，抵御外部不利经济环境影响的能力越强。

安融评级主要关注：产品的多样性、产品种类，在建和待建的产品线；产品档次、企业旗下知名品牌的数量；按照产品品种、档次、品牌等纬度划分的产量、收入和利润等。

#### 4、技术水平和研发投入

技术密集型是家电行业主要特征之一，技术与研发能力是行业内体现企业的核心竞争力的要素之一。家电产品往往更新换代较快，主流技术的掌控与适应水平直接关系到企业紧跟市场需求的变化和与竞争对手的竞争中保持有利地位的能力。家电企业所掌握技术水平的高低，是否紧跟市场需求，直接关系到企业产品与服务的质量，影响产品的销售，进而影响企业的市场占有率和企业盈利。

此外，家电企业生产技术的先进程度决定了企业的生产效率，并保证产品质量稳定性和成本优势。一般而言，技术水平越先进，则产品质量越可靠，各项经济技术指标越合理，单位成本越低，运营效率越高，相应企业竞争力强，经营风险低。从研发投入和技术储备来看，企业现阶段的研发投入和技术储备越多，越有利于其长远发展。技术水平体现了企业当前的竞争力，而技术研发投入则在一定程度上反映了企业未来的竞争力。

安融评级主要关注：生产设备及技术的先进性、所掌握生产技术与当前市场需求的匹配程度、研发成果与水平、企业组织研发的体制机构、研发投入与销售收入之比等。

#### 5、原材料供给

家电行业产品种类丰富，产业链较长，所需的原材料种类繁多。稳定的原材料供给关系到企业产能的实现、存货的

管理和应对市场需求的产量变化等方面。家电企业的原材料的供给多以区域配套的模式存在。区域产业集群的成熟度以及配套能力直接关系到企业的生产成本与市场竞争力，配套率高、布局集中有利于企业降低成本，增强整体竞争力。从原材料供给看，拥有稳定供应关系的企业受原材料供应波动影响小，经营稳定；从原材料供应商的分散程度来看，若企业通过分散化的供应商来获取核心零部件和必要组件，则企业受供应商突然中断供货或减少供货等方面变动的的影响小，有利于企业维持经营的稳定性。

原材料价格波动通常影响企业生产成本，对盈利产生重要影响。对于铜、钢和铝等大宗原材料，家电企业往往缺乏议价能力和传导能力，其供求和价格波动情况直接影响企业生产成本，对企业盈利能力产生一定影响。

安融评级主要关注：原材料采购模式，原材料供应关系的稳定性，供应商的分散性，企业采购协议及期限，与原材料供应商的关系，企业集中采购的程度，原材料供应商的数量及前三大供应商采购量的占比；原材料成本，原材料价格长、短期变化情况，原材料价格年均波动率。

## 6、销售状况

家电销售是企业实现盈利的重要环节。一般情况下，企业的销售渠道越丰富、销售区域越广泛、销售客户越稳定，家电的销售越顺利，企业的生产连续性和稳定性越好，现金



流越流畅，经营风险越低。在销售渠道上，家电行业已形成多种销售渠道，包括专营经销、与大型连锁家电卖场合作、与大型连锁超市合作、与百货商场合作等，除了传统线下销售，还包括线上电子商务平台销售，不同销售渠道的选择和组合对于企业的销售影响也不尽相同。相同条件下，拥有销售渠道越丰富，企业销售能力越强，经营越稳定，盈利能力越强。特别需要关注，企业线上销售渠道的选择和渠道是否顺畅。近些年，随着电子商务的兴起和发展，线上销售具体打破地域的限制，扩大销售半径等优势，线上销售对线下实体店的销售冲击很大。因此，拥有稳定、顺畅的线上销售渠道有利于增强企业的抗风险能力。

安融评级主要关注：企业销售渠道的多样性、销售渠道的选择；销售半径、销售区域分布、销售网点数量；与经销商、家电卖场、超市、商场等关系，所选电商平台的稳定性；不同销售区域、销售渠道的收入、利润等。

## 7、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何、企业的生产管理、采购管理和成本控制水平；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。对企业资产质量的考察主要是考察资产的价值和变现能力。

家电企业流动资产在总资产中所占比例较大，因此重点关注流动资产的构成与各构成要素的运营效率。企业流动资产的主要构成是货币资金、应收账款和存货。由于家电企业需大规模采购原材料，日常运营对资金需求量较多，企业往往需要保有大量的现金存量，因此家电企业的货币资金通常占比较大。由于家电企业普遍采用信用销售模式，宽松的信

用销售政策和大面积的铺货导致家电企业普遍资产运营效率较低，资金回收周期长，大量资金沉淀在销售环节。因此，对应收账款和存货周转效率的考察是判断企业资产运营效率和资产流动性的重要指标。

对于非流动资产，应关注其构成，构成要素的占比及各要素近年来变动情况，家电企业主要以固定资产为主，一般是生产制造设备和工厂的厂房，这部分资产保值能力和变现能力较低。

此外，还应关注企业资产的受限情况，企业通过抵押或质押，把一部分资产出质给第三方，从而使资产的有效性降低，影响企业资产质量。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝

对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外，或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。由于家电企业属于轻资产运营模式，其资本结构一般会呈现短期化特征，资金主要通过流动负债解决。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。从期间费用看，目前规模较大的家电企业一般都在多个区域布局，总体管理成本较高，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距；通常较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。对企业盈利能力进行分析时，不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：营业收入、产品结构对应的收入、与利润贡献分析；利润总额；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、期间费用率、净利润；营业收入增长率、利

润总额增长率等。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对家电企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。此外，部分家电企业经营活动现金流的分析也要考虑到季节性因素的影响。

安融评级主要关注：收入的现金实现质量、经营活动净现金流，经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求，收现比；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

#### 5、偿债能力

家电企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综

合考虑外部融资环境和再融资便利条件等因素。对于多数家电企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为现金流的代表。家电企业短期借贷行为比较频繁，短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金的需求而产生的短期银行借款，过度集中偿还会造成短期流动资金的紧张，产生短期偿债危机。因此，家电企业偿债能力的分析重点关注现金对短期债务的覆盖程度、流动资产对短期债务的覆盖程度、EBITDA 对短期债务的覆盖程度和经营性现金流对短期债务的覆盖程度。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度、资产负债率；流动比率、速动比率、现金及现金等价物/短期债务、流动资产/短期债务、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、

历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

## 2、政府支持

家电企业可获得政府在支持和引导行业发展方面的政策支持，对于目前支持发展的细分行业，部分符合条件的企业还可以获得政府补贴。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的政策支持和补贴等。

## 五、评级指标体系

表：家电行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标  | 三级指标   |
|------|-------|--|
| 运营环境 | 经济发展  | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；特定区域房地产投资与人口基数的变化预期等 |
|      | 产业政策  | 相关政策和规划对家电行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响等                            |
| 经营实力 | 规模和市场 | 企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模；相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名、品牌的知名度；主要经营区域的市场占有率、                          |

|  |           |   |
|--|-----------|---|
|  | 地位        | 议价能力等   |
|  | 区位条件      | 企业分布区域、区域分布数量、企业在各具体区域内的总产能、实际产量、生产线的条数、单线生产能力、市场份额；区域交通运输条件；区域中关联产业链发展情况等  |
|  | 产品结构多样性   | 产品的多样性、产品种类,在建和待建的产品线；产品档次、企业旗下知名品牌的数量；按照产品品种、档次、品牌等纬度划分的产量、收入和利润等  |
|  | 技术水平和研发投入 | 生产设备及技术的先进性、所掌握生产技术与当前市场需求的匹配程度、研发成果与水平、企业组织研发的体制机构、研发投入与销售收入之比等  |
|  | 原材料供给     | 原材料采购模式,原材料供应关系的稳定性,供应商的分散性,企业采购协议及期限,与原材料供应商的关系,企业集中采购的程度,原材料供应商的数量及前三大供应商采购量的占比;原材料成本,原材料价格长、短期变化情况,原材料价格年均波动率等 |
|  | 销售状况      | 企业销售渠道的多样性、销售渠道的选择;销售半径、销售区域分布、销售网点数量;与经销商、家电卖场、超市和商场等关系,所选电商平台的稳定性;不同销售区域、销售渠道的收入和利润等                            |



|      |       |   |
|------|-------|---|
|      | 管理与战略 | 企业治理结构；企业管理制度及执行；战略定位的正确性、战略实施的可能性等   |
| 财务实力 | 资产质量  | 资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等 |
|      | 资本结构  | 财务杠杆水平；净资产的稳定性；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等   |
|      | 盈利能力  | 营业收入、产品结构对应的收入、与利润贡献分析；利润总额；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、期间费用率、净利润；营业收入增长率、利润总额增长率等  |
|      | 现金流   | 收入的现金实现质量、经营活动净现金流，经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等  |
|      | 偿债能力  | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度、资产负债率；流动比率、速动比率、现金及现金等价物/短期债务、流动资产/短期债务、经营现金流负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和              |

|      |      |  |
|------|------|--|
|      |      | 全部债务/EBITDA 等  |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等 |
|      | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持和补贴等                              |

# 医药制造行业信用评级方法

## 一、行业界定

根据目前医药行业的状况，可将医药行业分为医药制造行业和医药流通行业，由于医药制造行业和医药流通行业的发展模式不同，两者的信用评级风险因素关注点存在区别，在评级过程中需遵循不同的评级方法。本评级方法所指的是医药制造行业的评级方法。

医药制造业是指原料经物理变化或化学变化后成为新的医药类产品的过程。根据国民经济行业分类（GB/T4745-2011），医药制造行业包括：（1）化学药品原料制造；（2）化学药品制剂制造；（3）中药饮片加工；（4）中成药生产；（5）兽用药品制造；（6）生物药品制造；（7）卫生材料及医药用品制造。

## 二、行业特征

行业特征反映企业在评级过程的主要关注点，我国医药制造行业主要特征包括以下内容：

### （一）弱周期性

医药制造行业与生命健康息息相关，关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小。医药制造行业的发展主要受行业政策、居民收入水平、人口数量、老龄化程度及疾病演变等影响，行业景气度波动受宏观经济周期的影响很小，属于典型的弱周期性行业。

### （二）产业发展受政策法规严格监管

医药产品直接关系到国民的生命健康，因此医药行业成为受政策监管力度最大的行业之一。国家对药品注册审批、药品质量、药品研发、药品流通、价格利润水平及环保标准等各个环节都实施了不同程度的管控措施，行业的进入壁垒较高。同时，国家在行业发展的不同阶段会推出不同的产业政策，也对行业内企业的盈利状况、行业竞争格局和行业内企业生产经营的可持续性产生影响。

### （三）资金、技术密集，投入大，风险高

医药制造行业产品研发周期长、投入大、风险高。新药研发需要经过合成、提取、药物筛选、药理、毒理等临床前实验、制剂处方及各种稳定性实验、生物利用度测试、用于人体的临床实验、注册上市和售后监督等一系列步骤。受研发周期长、资金投入规模大和技术水平程度的影响，医药制造行业存在研发失败、研发成功后药品适应面不够广、市场容量太小或产品寿命周期太短所带来的投资风险及市场风险。此外，由于涉及人身健康，在投产过程中可能发生的药品不良反应和安全事故使该行业面临较高的运营风险。

### （四）行业集中度较低、产品同质化程度较高

由于我国医药制造行业药品审批权分散于地方，造成了全国的医药制造企业数量众多，行业集中度较低。从企业规模来看，国内的医药制造企业多数存在专业化程度不高，缺乏品牌效应和特色品种。大多数企业不仅规模小、生产条件

差、工艺落后、装备陈旧、管理水平低，而且布局分散，企业的生产集中度低。从知识产权方面看，我国拥有完全自主知识产权的创新药品较少，国内市场通常以仿制药为主，产品同质化程度较高。

但随着行业监管的趋严及药品降价对行业利润空间的挤压，资金实力不足、缺乏创新能力的中小医药制造企业面临的经营压力不断加大，行业优胜劣汰加速。同时在国家淘汰落后产能、提升医药产业集中度的政策指导下，行业内兼并重组活动将不断增多，并推动中国医药制造业产业集中度的提升。

#### （五）研发实力较弱

近年来，受到用药水平低、医药基础研究薄弱和知识产权保护制度不健全等因素的影响，医药制造业的研发投入意愿不足，中国新药研究的预期回报率较低；研发主体错位，主要是专业院校和研究院。同时，国内医药企业规模普遍较小，资金实力不足也制约了研发投入规模。目前，中国医药制造行业整体研发能力偏弱，产品更新换代难以满足市场需求，使中国医药制造行业在国际分工中处于中低端领域，产品以仿制药为主。

#### （六）受原材料价格因素影响较大

近年，医药制造行业受到行业政策及其它原因的影响，医药制造企业原材料价格波动较大，未来仍存在波动的可

能。中药饮片和中成药的原材料主要为中药材，其生长受自然因素影响较大，拥有中药材种植基地的企业抵御原材料价格波动的风险能力较强。化学药品和生物药品制造企业采用的原材料主要为医药中间体和原料药等，拥有较为完整的化学药和生物药生产产业链的企业原材料稳定性和抵御市场风险能力较强。

（七）渠道建设和终端拓展对医药制造企业盈利能力影响大

一方面，由于药品用途的特殊性及使用的专业性很强，药品从出厂至消费者购买的过程中存在高昂的流通成本，导致了药品受处方医生或驻店药师影响较大，而消费者处于被动消费状态。另一方面，对于拥有较强商业分销覆盖网络的企业，可以借助其渠道终端的覆盖能力培育自有的营销队伍，直销占比相对较高，对终端的掌控能力较强。销售终端（医疗机构、药店等）和流通渠道对实现医药制造企业的产品销售具有不可替代的作用，这在较大程度上影响了医药制造行业的盈利能力。

（八）药品降价呈常态化

药品降价是政府解决“看病贵”问题的重要手段。2015年，我国取消对除麻醉药品及若干精神科药物外的医药产品的政府价格管制，价格将主要通过招标程序由市场竞争决定，不再设定价格上限。由于现有多数药品仍存在较大降价

空间，在未来很长时间内，降价仍是行业发展的重要趋势，并将持续影响行业内企业的盈利能力。

### 三、评级思路

根据《信用评级方法总论》，安融评级对医药制造行业的评级思路是在综合平衡受评企业的经营风险和财务风险的基础上得到受评企业自身的信用等级，采用定性分析为主、定量分析为辅的评级方法，在充分考虑医药制造行业特点的基础上确定对医药制造企业评级时所需要考虑的经营环境、运营能力和财务分析等三个分析维度考察医药制造企业的主体信用等级，再通过外部支持对受评企业主体信用的增级，最终得出受评企业的信用等级。

### 四、评级要素

#### （一）经营环境

##### 1、宏观经济环境

医药产品具有需求刚性，医药制造行业是典型的弱周期行业，受宏观经济波动影响较小，宏观层面主要受人口结构、老龄化程度和疾病谱演变等自然因素影响。同时，国家医疗投入情况以及国民收入水平都会影响到医药基本需求。医药制造行业所受到的影响也不尽相同。化学制剂药、中成药和生物制药主要受国内需求影响，在发展的不同阶段会导致不同的差别。而化学原料药除了受国内需求影响外，还受到国际经济形势、贸易壁垒和汇率的影响。



安融评级主要关注：宏观经济走势、人口数量及结构、社会年龄结构变化趋势、居民收入水平、居民消费观念、政府医疗卫生费用投入、国际经济形势、贸易壁垒及汇率等指标。

## 2、产业政策

医药制造行业关系国民身体健康和生命安全，其特殊属性决定了该行业成为受政府管制力度最大、政策影响最深的行业之一，产业政策的变化会对行业供给产生影响。同时国家对医疗保障体系的投入变化也会对行业需求产生一定影响，进而影响整个行业的竞争格局。

医疗卫生体制方面，由于医药行业受政府高度管控，医疗卫生体制的变化对行业发展的影响较大。国家逐步着手对医疗行业进行改革，也将影响医药制造行业供给、需求和竞争格局。

药品质量管理方面，从医药产品的研发、生产、流通和终端消费各个环节均受到相关政策的严格监管，一旦出现药品质量安全问题，轻则产品召回，重则企业关停，且相关同类产品安全问题面临质疑或再次评价的风险。

价格管理方面，药品零售价格长期受国家严格监管，并且医药制造行业对于下游的相对弱势地位决定了终端零售价格的变化将直接传导至制药企业。药品价格的下降则使相关细分产品的盈利空间受到挤压，进而影响相关制药企业的

经济效益；同时，国家为鼓励企业创新会对高端药品进行一定政策性价格保护，相关产品的价格上升将会提高制药企业的经济效益。

环保政策方面，医药制造行业属于高污染行业，中国对该行业制订了《制药工业水污染物排放标准》，并且近年环保标准不断趋严，环保政策的变化意味企业要承受新的环保投入和成本上升压力。

安融评级主要关注：医改政策、药品 GXP 管理规范、新药审批制度、药品降价政策、环保政策以及未来一段时间行业政策可能发生的变化及变化趋势等。

### 3、竞争格局

目前，中国医药制造业规模经济水平低，研发投入不足。国际医药巨头掌握了大部分原研药专利。国内企业研发以仿制药为主。总体仍呈粗放型发展的态势。部分品种产能过剩。产品同质化现象较为普遍。

安融评级主要关注：行业集中度、进入和退出壁垒，竞争激烈程度等。

## （二）运营能力

### 1、企业规模和市场定位

规模和市场地位是医药制造企业综合竞争力的体现，规模大的企业拥有更强的资本实力，从而将在产品研发投入和渠道建设方面更具优势。同时，规模大、市场地位突出的企

业将在药品定价以及其它资源获取方面获得政策的倾斜和支持，从而使企业具有更强的盈利能力和抗风险能力。

安融评级主要关注：企业的产能规模、收入规模、利润规模、行业排名和市场占有率等；同时，对于涉及多个细分市场的企业将考虑细分产品的规模和其在子行业中的排名。

## 2、技术与研发竞争能力

医药制造行业属于技术密集型行业，药品的技术附加值非常高，研发能力的高低根本上决定了制药企业的市场竞争力和行业地位，是企业持续和良好经营的重要保障。同时，中国政策鼓励企业加大医药研发投入、鼓励创新型药物研发，并赋予拥有自主知识产权的产品单独定价的特权，具有较强研发能力的企业将获得更多的政策支持，在竞争中将会拥有更大的优势。

安融评级主要关注：研发机构的实力、研发经费的投入、研发成果的水平、主要产品是否得到国家的支持、新药储备数量、新药研发进度与现有产品匹配周期等。

## 3、产品结构和多元化

医药制造行业的细分子行业较多，主要包括化学原料药、化学制剂药、中成药和生物制药等，各子行业的景气度有所分化，因此分析时首先应关注企业所属的子行业情况。其次，不同医药产品的盈利能力及行业政策有所差异，在分析时应关注企业的产品特色。再次，当药品经过了专利保护

期，随着同类产品生产企业的增多导致市场竞争激烈，企业需要有充足且梯次合理的后续产品支持，以保证在重点产品进入生命周期的衰退期时能够出现新的核心产品补充。因此，还应关注企业产品的梯次结构情况，即处于产品生命周期不同阶段的产品数量占比情况。同等情况下，数量越大，医药企业产品的多元化程度越高，抵御不利风险的能力越高，信用风险越小。

安融评级主要关注：企业涉及的细分子行业情况及子行业数量、独家产品数量、进入国家医保目录的品种数量、销售过亿产品数量和规模、原研药及首仿药占比、OTC 与处方药的配比、产品梯次结构和主要治疗领域的数量等。

#### 4、原材料与供应链竞争力

由于药品价格控制原因，多数医药制造企业原材料价格波动的风险并不能完全转嫁，因此企业成本控制能力的高低对其发展具有较大的影响。具体到不同子行业的企业，其关注重点有所差异。化学原料药行业的上游原材料价格相对透明且波动较大，原材料的集中采购情况及与主要供应商的合作关系对其成本控制更为重要；对于化学制剂药和中成药行业的生产企业，还应关注其产业链向上游的延伸程度，拥有相应的原料药生产能力及中药材生产基地的企业将获得更好的原材料保障，并有利于降低原材料价格波动对企业盈利的影响。

安融评级主要关注：原材料的种类、数量、企业供应商资质、原材料供应稳定程度及质量、自身可控的原材料比例及质量、原材料采购模式及质量控制、原材料采购价格及价格波动情况、原材料自给率以及未来一段时间的走势等因素。

## 5、药品质量

药品质量是决定制药企业产品最终能否顺利销售产生经济效益的根本因素。从药品安全角度，与其它普通制造行业不同，由于关系到生命安全，药品质量出现问题对制药企业的影响将不仅是市场声誉下降、产销量下滑，甚至还将影响企业的持续经营。国家对药品生产、运输及销售等环节均设有相应的质量管理规范，并且随着监管的趋严，质量管控的标准也在逐步提高。因此分析时应关注企业通过国内、国际质量认证情况。

安融评级主要关注：生产设备、生产各环节的质量管理是否符合药品 GXP 管理（包括 GMP、GCP、GSP、GRP、GUP 等）、发达国家规范市场认证和准入资格（如：美国 DMF、ANDA、欧洲 COS 等）、ISO9000、OHSAS18000 和 ISO14001 认证、生产人员规范操作管理机制、临床疗效和市场声誉等。

## 6、销售模式和渠道建设

良好的销售状况可以保证生产经营的有序进行和企业现金流的畅通；而较差的销售可能导致产品的积压和现金流

的紧张，经营风险因此上升。中国医药产业的利益链条相对复杂，同时产品同质化较高，因此医药制造企业的渠道建设成为其产品能否顺利销售的关键因素，从而进一步对企业的盈利能力和获现能力产生影响。

安融评级主要关注：销售市场及目标客户，从终端上是集中于医院还是零售终端；企业销售模式；销售网络覆盖情况；企业对销售渠道的掌控能力以及市场价格维护能力；产品是否进入医保目录，是否为独家品种，是否为创新药物；企业主要客户及集中度情况；企业产品销售数量、定价方式、销售价格及销售收款情况；细分领域产品销售模式、营销政策、自建销售队伍素质、专业推广能力、销售渠道建设、销售网络的区域分布以及客户稳定性、客户集中度、销售人员营销经验、产品品牌、销售区域、货款回收周期以及应收账款管理情况等。

## 7、管理素质竞争力

### （1）治理结构

安融评级主要分析企业股权结构及机构设置情况，董事会、监事会制度是否完善，董事会、监事会、管理层及股东的权利分布运作情况，现有治理结构能够有效地保护股东利益。

### （2）管理体制

安融评级主要分析企业管理架构设置是否合理，监督制

度是否完善以及管理体制建设情况。

### （3）内部控制

安融评级主要分析企业内部控制设置情况，对下属子公司控制能力、战略管理、投融资管理和分支机构高管人员管理等。

### （4）管理制度及执行情况

安融评级主要分析企业管理制度设置及执行情况。具体包括采购管理、生产管理、销售管理、人力资源管理、财务管理和信息化管理等。

### （5）发展战略

安融评级主要分析企业战略定位的正确性、战略的清晰程度、对战略实施的可能性、短期战略实现手段对受评对象经营风险和财务风险的影响等。

## （三）财务分析

### 1、资产质量

流动资产方面，主要分析企业流动资产构成，资产流动性和受限情况。由于医药制造行业对下游的相对弱势地位，不论是医院终端销售还是商业分销销售，货款均有一定的回款周期，企业往往存在较大量的应收款项。由于销售渠道不同，应收账款账龄结构不同，因此应收账款的可回收性及其周转效率是分析医药制造企业流动资产的重点。存货方面，由于医药企业在药品分销途中可能存在较多库存商品，存货

金额较高；同时粮食、石化产品、中药材等主要原材料价格波动较大，其确认方式的不同可能导致原材料的真实价值与账面价值存在差异。因此，存货的真实价值是分析医药制造企业资产价值真实性的主要因素。非流动资产方面，由于医药制造企业的固定资产往往是生产设备，变现价值难以有效衡量，因此要重点关注其折旧政策是否合理。医药企业的无形资产一般是专有技术，对上述无形资产的入账价值需审慎判断，识别虚增资产。

安融评级主要关注：应收账款占比及账龄、坏账计提政策及变化、应收账款周转率、其它应收款的金额；存货的确认方式、存货周转率、存货跌价准备的计提；固定资产规模、折旧变化、固定资产成新率；受限资产情况等。

## 2、资本结构

医药制造企业的财务弹性的大小主要取决于自身资本结构，较低的财务杠杆有利于企业在自身资金状况紧张时获得更多的外部资金支持，从而降低财务风险。由于医药产业链的终端医疗机构的强势地位，整个产业资金链呈现出往来款项规模大的特征。对医药制造企业的债务水平，需要结合企业未来投资计划和筹资安排来考察。在企业存量资金规模有限的情况下，较大规模的投资将导致企业未来大量的外部融资。

安融评级主要关注：有息债务规模、债务结构与资产结



构的匹配情况、债务偿还时间的集中程度、债务期限结构的合理性和权益稳定性。

### 3、现金流

经营活动现金流是医药制造企业最主要的现金获取来源，由于行业整体利润空间较大。因此，经营活动现金流整体表现较为充沛。但行业内企业也存在被下游医药分销企业或终端医疗机构挤占货款资金的问题，企业经营活动现金流入存在与收入确认的时点不匹配的情况，特别是在企业大规模产能扩张时，这一现金流入的滞后性会对企业阶段性的现金流稳定性产生影响。同时，医药制造行业的投资风险较高，应关注企业未来的资本支出情况，并结合现实可获得的资金来源共同判断企业未来资金缺口，以此为基础判断企业未来筹资压力。

安融评级主要关注：经营活动现金流量净额，现金收入比；投资计划与投资现金流出的匹配性；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

### 4、盈利能力

医药制造企业盈利能力的分析主要关注企业营业收入规模及回报率，须以企业当期指标在行业中的比较为基础，判断企业盈利能力的强弱。

安融评级主要关注：企业收入结构、毛利率、销售费用及管理费用的变化、期间费用收入占比。

## 5、偿债能力

考察医药制造企业的偿债能力主要从长短期偿债指标的表现入手，并通过与同行业企业进行比较判断企业偿债指标表现的优劣程度。需要注意的是由于上市公司较多，医药制造企业在项目投资时多采取股权融资方式，在股权融资完成初期企业货币资金规模会大幅增加，会对企业短期内的流动比率及速度比率产生影响，但这类货币资金具有专项用途，且规模会随项目投资的推进快速下降。

安融评级主要关注：资产负债率、流动比率、速动比率、现金类资产/短期债务、经营活动现金流量净额/短期债务、EBITDA 利息保障倍数、全部债务/EBITDA 等。

### （四）外部支持因素

外部支持要素方面，政府和支持能力和支持意愿是衡量受评企业所受外部支持大小的两个重要因素，主要考察当地政府或股东对于医药制造企业所提供的优惠或扶持政策，以及股东的资金实力、向公司注入资本的意愿和规模、对公司盈余资金的分配要求及其可能对公司债务资本偿还所产生的影响等。

安融评级主要关注：政府支持政策、股东背景、企业与股东关系紧密程度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

## 五、评级指标

表：医药制造行业主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标      | 三级指标   |
|------|-----------|--|
| 经营环境 | 宏观经济环境    | 国内外宏观经济走势、人口数量及结构、社会年龄结构变化趋势、居民收入水平、居民消费观念、政府医疗卫生费用投入、国际经济形势、贸易壁垒及汇率等                              |
|      | 产业政策环境    | 医改政策、药品 GXP 管理规范、新药审批制度、药品降价政策、环保政策以及未来一段时间行业政策可能发生的变化及变化趋势等                                       |
|      | 竞争格局      | 行业集中度、进入和退出壁垒，竞争激烈程度等  |
| 运营能力 | 企业规模和市场定位 | 企业的产能规模、收入规模、利润规模、行业排名和市场占有率等<br>考虑涉及多个细分市场产品的规模和在于行业中的排名  |
|      | 技术与研发竞争能力 | 研发机构的实力、研发经费的投入、研发成果的水平（公司获得专利情况、正在申请的专利情况、主要产品的技术是否具有独创性）、公司主要产品是否得到国家的支持、新药储备数量、新药研发进度与现有产品匹配周期等 |
|      | 产品结构和多元化  | 企业涉及的细分子行业情况及子行业数量、  |

|  |            |  |
|--|------------|--|
|  |            | 独家产品数量、进入国家医保目录的品种数量、销售过亿产品数量和规模、原研药及首仿药占比、OTC 与处方药的配比、产品梯次结构和主要治疗领域的数量等   |
|  | 原材料与供应链竞争力 | 原材料的种类、数量、企业供应商资质、原材料供应稳定程度及质量、自身可控的原材料比例及质量、原材料采购模式及质量控制、原材料采购价格及价格波动情况、原材料自给率以及未来一段时间的走势以及燃料、动力等   |
|  | 药品质量       | <p>生产设备、生产各环节的质量管理是否符合药品 GXP 管理（包括 GMP、GCP、GSP、GRP、GUP 等）、发达国家规范市场认证和准入资格（如：美国 DMF、ANDA、欧洲 COS 等）、ISO9000、OHSAS18000 和 ISO14001 认证、生产人员规范操作管理机制、临床疗效、市场声誉等</p> <p>生产设备、生产各环节的质量管理是否符合药品 GXP 管理（包括 GMP、GCP、GSP、GRP、GUP 等）、发达国家规范市场认证和准入资格（如：美国 DMF、ANDA、欧洲 COS 等）、ISO9000、OHSAS18000 和 ISO14001 认证、生产人员规范操作管理机制、临床疗效、市场声誉</p> |
|  | 销售模式和渠道建设  | 销售市场及目标客户；从终端上是集中于医院还是零售终端；分析企业销售模式，销售   |

|      |             |  |
|------|-------------|--|
|      |             | 网络覆盖情况；企业对销售渠道的掌控能力以及市场价格维护能力  |
|      | 管理素质<br>竞争力 | 治理结构、管理体制、内部控制、管理制度及执行情况、发展战略等   |
| 财务分析 | 财务信息<br>质量  | 审计机构的从业资质、市场声誉，企业变更审计机构的频率及原因，近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，如果出具非标准无保留意见审计结论，进一步分析相关事项对企业信用的影响；结合企业经营情况分析近三年企业财务政策及财务数据变化情况。判断财务数据的真实性和可比性 |
|      | 资产质量        | 存货的确认方式、存货周转率、存货跌价准备的计提、应收账款比重及账龄、坏账计提政策及变化、应收账款周转率、其它应收款的金额、长期投资金额、固定资产的折旧政策及变化、固定资产成新率、受限资产情况等                                     |
|      | 资本结构        | 资产负债程度的高低、有息债务规模大小、债务负担程度、债务结构与资产结构的匹配情况、债务偿还时间的集中程度。所有者权益构成、稳定性和利润分配政策等。负债水平、负债结构、债务期限结构的合理性、权益稳定性、未来债务负担的变动趋势                      |
|      | 现金流         | 经营活动现金流量净额，现金收入比、经营  |

|        |      |  |
|--------|------|--|
|        |      | 应收应付变化，存货变化，投资计划与投资现金流出的匹配性，筹资现金流规模与经营规模的匹配性等                                    |
|        | 盈利能力 | 企业收入结构、毛利润结构、毛利率历史变化趋势以及未来的发展趋势、销售费用及管理费用的变化、期间费用收入占比、投资收益与非经常性损益的贡献、盈利指标与行业的对比等 |
|        | 偿债能力 | 流动比率、速动比率、现金类资产/短期债务、经营活动现金流量净额/短期债务、EBITDA 利息保障倍数、全部债务/EBITDA 等                 |
| 外部支持因素 |      | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划、企业股利分配政策等                             |

# 纺织服装行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017) 目录“C 制造业”，纺织服装行业包括 C17 纺织业和 C18 纺织服装、服饰业。

表：纺织服装子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码 | 行业名称     | 行业描述   |
|------|----------|--|
| C17  | 纺织业      | 指包括棉纺织及印染、毛纺织及染整、麻纺织及染整、丝绢纺织及印染、化纤织造及印染精加工和针织或钩针编织物及其制品、家用纺织制成品、产业用纺织制成品制造 |
| C18  | 纺织服装、服饰业 | 指包括机织服装、针织或钩针编织服装、服饰制造   |

纺织业是指以棉、毛、麻、丝和化学纤维为主要原料进行纺纱及印染为主的加工制造行业；纺织服装、服饰业是指以机织面料、针织和钩针编织面料为主要原料，缝制各种男、女服装以及儿童成衣的行业。

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定纺织服装行业为经营区域主要位于大陆地区、收入主要来自纺织服装加工、销售的行业。

## 二、行业分析

纺织服装企业经营稳定性取决于行业的整体发展，纺织服装行业运行状况对企业的市场需求、产品结构、盈利能力、



资本支出、债务偿还及未来发展均具有较大影响。基于纺织服装行业特征，安融评级在对纺织服装行业进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国纺织服装行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）宏观经济

作为国民经济重要产业之一，纺织服装行业的发展趋势与宏观经济运行关联性较大，受宏观经济景气状况和国家宏观调控政策影响较大，周期性特征明显。

此外，全球纺织服装生产区域主要集中于劳动力资源丰富且成本低廉的亚洲国家，而消费区域集中于北美、欧盟、日韩及香港等地，行业发展与国际贸易联系紧密，外向型特征突出，容易受到贸易政策、汇率等因素变化的影响，从而易受到世界经济周期波动的影响。

### （二）行业政策

纺织服装行业是我国传统产业，与人民生活密切相关，受国家相关产业政策支持较大。近年来，国家出台的政策涉及产业发展规划、淘汰落后产能、环保节能、兼并重组，结构调整、产业升级等多个方面，对纺织服装企业的生产经营影响较大。

环保节能方面，纺织行业内中小企业众多，资源和能源耗费较大，是耗能和污染大户，生产过程中会产生废水、废气和废渣，节能减排的任务很重。对所有企业，尤其是中小

企业，都会带来环保政策风险。

### （三）行业竞争

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，资金和技术壁垒低，导致整个行业进入门槛低，行业集中度低，市场竞争日趋激烈。

#### 1. 国内方面

目前我国纺织服装行业内企业数量众多，且以中小民营企业为主，行业集中度低，行业处于完全竞争的市场格局。我国纺织服装企业的竞争主要表现为成本方面的竞争，在创新和提高产品附加值等方面还有所欠缺。

#### 2. 国际方面

一些发达国家利用先进技术对纺织服装行业进行技术改造，提高了劳动生产率和产品质量，在市场上处于优势地位。与此同时，在中低档纺织服装产品领域，一些后起的发展中国家发展迅速，凭借价格低廉的资源和劳动力，形成了较强的综合竞争力，逐渐成为我国在国际市场的主要竞争对手。

### （四）原材料价格波动

纺织服装行业主要原材料包括棉花和化学纤维等，原材料成本大约占纺织服装企业生产成本的一半以上，是影响纺织服装企业盈利水平的重要因素之一。我国纺织服装企业的棉花主要来源为自产和进口，受自然条件影响较大，而化学

纤维价格易受石油价格波动影响。原材料价格的频繁波动，使纺织服装企业成本控制难度较大，并在一定程度上造成销售收入的波动，从而影响企业的经营稳定性和抵御风险的能力。因此国内外原材料的价格波动情况是影响纺织服装企业的重要因素。

#### （五）贸易和汇率政策

作为重要的外贸出口创汇行业，我国纺织服装企业产品主要出口北美、欧盟、日韩及香港等地，行业发展与国际贸易联系紧密，外向型特征突出，行业内企业受贸易政策和汇率政策影响较大。

此外，我国纺织服装行业在全球服装产业链中议价能力较弱，贸易政策中的出口退税对纺织服装企业的盈利水平影响较大；同时，考虑到纺织服装企业盈利水平较低，人民币汇率走势的变化对企业的利润影响显著。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对纺织服装行业的评级思路是：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。

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。

#### 四、评级要素

##### （一）运营环境

##### 1、经济发展

纺织服装行业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，行业发展与我国宏观经济发展水平关联度较高，具有明显的周期性特征。

宏观经济环境对所有行业的总需求和总供给都有着重要影响，对行业内所有企业均会产生一定影响。从国内范围来看，经济的持续发展和城市化进程的推进和居民可支配收入的持续增长有助于进一步释放纺织服装产品需求，从而带动行业整体发展。从国际范围来看，我国纺织服装行业外向型特征明显，美、欧、日三大发达经济体是我国纺织品服装

出口的主要市场，其经济发展状况将在很大程度上影响到对我国纺织服装产品的需求。

安融评级主要关注：国际经济形势、国民经济增速、社会消费品零售总额增速、居民收入增长水平、居民人均可支配收入变化情况、以及宏观经济政策，包括财政政策、货币政策和法律制度等。

## 2、产业政策

纺织服装行业作为我国经济的重要组成部分。近年来，纺织服装行业产能扩张迅速，重复建设和同质化发展的倾向明显，受国际市场需求下降和竞争日益加剧等因素影响，产能过剩矛盾突出。在行业面临转型升级的背景下，预计未来一段时间内，我国纺织服装业将通过逐步淘汰落后产能，调整产业结构，完成产业升级，以提高行业竞争力，实现行业的稳定、健康发展。

环保方面，纺织服装行业中的印染企业普遍存在污染重、处理难度高、废水的回收利用率低的问题。在国家环保政策趋严的影响下，纺织服装行业“十二五”规划重点推进棉纺织、服装、印染和化纤等领域企业节能技术改造，淘汰高耗能、高耗水的印染、化纤落后生产工艺设备；推进企业向园区聚集，优化工艺路线，加强纺织、浆料和印染企业间在能源和资源综合利用方面的衔接，推进产业链协调发展；推行生态设计，提高纺织行业的能效水平。

安融评级主要关注：产业发展规划、淘汰落后产能、产业结构调整、产业升级、环保节能、技术改造等。

## （二）经营实力

### 1、企业性质与规模

纺织服装企业性质比较单一，以民营企业为主，其次为合资企业、外资企业，国有企业极少。纺织服装行业既非资源密集型又非资金密集型行业，且市场处于完全竞争状态，因此企业性质对企业经营影响较小。但股权结构对企业经营具有重大影响，清晰的股权结构有利于公司经营治理。

企业规模大和市场地位突出的企业在资源获取、产品定价和外部支持等方面具有一定优势，抵御经济周期性波动的能力较强，收入与盈利水平稳定性较好，整体经营风险较低。纺织服装行业作为完全竞争行业，经营主体较多，行业集中度较低。规模较大的纺织服装企业在产业链中的议价能力、产品迭代和技术升级等方面具有较强的优势。

其次，规模优势对企业的盈利水平影响较大。产品结构合理、品牌丰富、供应商数量较多、销售网络规模大的企业可以有效分散单一产品或品牌带来的风险，并且可以根据市场需要灵活选择供应商生产相应产品，通过销售网络加强产品销售力度、获取更全面的市場信息等。

安融评级主要关注：企业性质、股权结构、资产规模、收入规模、产品种类、供应商数量、终端店面数量等。

## 2、市场地位

纺织服装产品作为大众消费品，产品同质性较强。品牌形象反映了纺织服装企业产品定位，良好的品牌形象和较高的品牌认知度有助于纺织服装企业吸引潜在消费者，并产生品牌溢价提高产品附加值，进而提高产品的盈利能力。因此，品牌是纺织服装企业市场地位的重要体现，也是市场竞争力的一种体现。

此外，纺织服装企业产销率、销售收入和市场占有率反映了企业在行业中所处地位，同时在市场中的议价能力是决定其盈利能力和抗风险能力的重要因素。

安融评级主要关注：品牌价值、产销率、销售额、市场占有率、品牌知名度、议价能力等。

## 3、产品设计与研发能力

产品设计与研发能力是企业对市场流行趋势、消费需求变化把握的重要体现，研发能力强、市场需求把握精准的企业竞争力优势明显。

加大研发设计投入，增强企业创新能力，是提高企业核心竞争力、占据产业链优势地位的重要途径。对于纺织服装企业，随着消费者对服装质量和设计要求提高，企业是否具备独立的设计能力显得更加重要。目前，我国纺织服装行业增长方式以粗放型为主，研发、设计投入不足，多数产品缺乏技术含量，平均单价较低，产业竞争优势主要体现在劳动

密集型的中低档产品，高附加值的产品比重较低。

安融评级主要关注：品牌排名、研发设计团队设计能力、研发投入情况、研发成果转化情况、产品上新速度、产品差异化情况等。

#### 4、购销渠道

良好的购销渠道可以提高交易效率，降低交易成本，有助于产品开拓市场，扩大销售规模。

采购方面，纺织服装行业原材料主要为棉花和化学纤维等，相关供应商数量众多，而企业的议价能力在供应商的多样性（数量方面）和稳定性（合作时间及供货效率方面）方面表现明显，议价能力强的企业结算方式往往更灵活，也能够获得更长的信用额度和账期。

销售渠道方面，服装企业销售渠道主要分为线下和线上渠道。线下渠道分为直营销售和代理销售，其中直营销售网络有助于企业直接地获取市场信息，提升企业对终端的管控能力。代理销售主要通过与中间代理商的合作来从事产品销售，通过风险共担，来降低市场开拓中仓储、运输及赊销等环节的不确定性带来的影响。此外，随着网络购物的兴起，各大电商平台和垂直电商也将逐渐成为服装销售的重要渠道，并对传统线下销售形成一定的替代作用。

安融评级主要关注：供应商的多样性与稳定性、直营代理比例、销售网点覆盖情况、电商平台销售情况、客户集中



度等。

## 5、成本控制

纺织服装企业运营成本主要包括原材料采购成本、人力成本和固定资产折旧等。

纺织服装行业主要原材料包括棉花和化学纤维等，原材料成本大约占纺织服装企业生产成本的一半以上，是影响纺织服装企业盈利水平的重要因素之一。

我国纺织服装行业一直以廉价劳动力作为其竞争优势之一。近年来，劳动力成本上升对纺织服装企业的影响不断加深，加之燃料、电力和原材料价格上涨导致企业生产成本不断增加，而产品价格上涨相对滞缓，企业的盈利空间被压缩，企业经营压力增大。

安融评级主要关注：原材料价格情况、人力成本、加工设备、燃料成本等。

## 6、经营管理与发展战略

经营管理与发展战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性和合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

明确的发展战略和目标，以及实现既定目标的可行途径

等将成为影响纺织服装企业发展的关键因素。纺织行业高度的竞争性、需求的多变性、较低的集中度以及并购带来的竞争格局的变化，都需要企业决策层认知市场基本变化趋势，并及时采用新的战略来面对新的挑战，以寻求新的机遇。

对于纺织服装行业，未来发展方向主要集中在以下方面：供应链整合，降低中间环节损耗，提升效率；布局消费升级，在定制化和个性化上追求产品差异性；走持续发展的绿色路线，减少生产环节的污染和排放；创新销售渠道，线上平台和线下渠道互为补充。

安融评级主要关注：企业治理结构情况；管理制度健全情况；制度执行情况；产品、技术或制度创新的能力；发展战略的可行性、可持续性与合理性等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

资产在企业经营中的作用主要表现为变现能力、利用效率和各类资产组合增值的能力，是企业发展目标实现可能性判断的基础。资产质量主要分析各项资产在总资产中的比例，近三年资产结构及变化趋势，各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值进行分析。

纺织服装企业重点关注：货币资金的充足性及受限情况；企业的信用政策、应收账款占当年营业收入的比重、应收账款集中度、应收账款账龄、应收账款坏账准备计提政策

及计提是否充分；存货的构成、存货周转情况；其他应收款、关注股东或关联方占款及对企业产生的影响；固定资产主要为厂房和生产设备，设备的成新率、折旧政策和减值准备计提情况等。

安融评级主要关注：货币资金的充足性、应收账款账龄及回收情况、产品销售信用政策、存货构成及跌价准备计提情况、固定资产构成及折旧计提情况、资产受限情况等

## 2、资本结构

纺织服装行业属于劳动密集型行业，与一般的重资产企业有所不同，纺织服装企业资金周转速度较快，融资目的以补充流动资金为主，债务结构一般以短期债务为主。合理的长短期债务比不但会改善企业的融资结构，减缓企业短期的资金压力，同时也会在短期债务的低利息支出和长期债务的高利息支出之间寻求平衡。另外，表外数据(包括租赁、担保及其它或有负债等)对纺织服装企业的信用影响也需考虑。

安融评级主要关注：资金来源结构、资本结构与资产结构的匹配程度、债务期限结构、资产负债率、总债务资本化比率、权益结构稳定性、利润分配政策、债务与负债水平的变化趋势、担保及其它或有负债等。

## 3、盈利能力

对纺织服装企业盈利能力的分析，一方面要关注收入和

利润的增长变动情况，另一方面要考查收入和利润的形成来源。

盈利能力的强弱反映了纺织服装企业通过持续的经营活动获取现金的能力，可以从两个方面加以分析，一是收益增长的变化趋势，二是成本费用的约束程度。

作为重要的外贸出口创汇行业，我国纺织服装企业产品主要出口北美、欧盟、日韩及香港等地，行业内企业受贸易政策和汇率政策影响较大。

安融评级主要关注：收入和利润结构的稳定性及变化趋势、费用收入比、毛利率、主营业务利润率、净资产收益率、总资本收益率、总资产报酬率、利息保障倍数、贸易政策（出口退税）、汇兑损益等。

#### 4、现金流

现金流是企业偿还债务的直接来源。对于纺织服装企业，以短期借款为主的流动负债是其负债的主要表现形式。因此，企业的经营性现金流量对流动负债的覆盖情况极为重要。其次，了解企业在建项目及未来拟建项目的规模和资金安排，分析企业未来资本性支出的规模对现金流的压力。

安融评级主要关注：经营性现金净流入对利息支出的保障程度、企业现金及现金等价物和流动资产对短期债务的覆盖水平、经营活动现金流入规模及净现金流规模、经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、未来资本支出情况等。

## 5、偿债能力

纺织服装企业主要从以下方面考察公司偿债能力：

### （1）短期偿债能力

主要分析指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比以及现金类资产对短期债务的保障倍数。

### （2）长期偿债能力

主要考察 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断。

### （3）其它支持

主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道。其中，直接融资渠道主要是上市公司增发配股等，间接融资渠道分析时考虑银行授信额度和未使用授信额度。

安融评级主要关注：流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数、融资渠道、债务集中度等。

### （四）外部支持

#### 1、股东支持

主要考察股东背景、股东实力、被评对象对股东的重要性（被评对象的主营业务在股东业务构成、未来战略中的重要性以及资产、收入、利润占比情况）。对于股东可能提供的支持可以基于主要股东对被评对象的历史支持的表现及被评对象在主要股东经营战略中的位置进行判断。

安融评级主要关注：股东背景与实力、公司在股东业务板块中所处地位、历史增资与资产划拨情况、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

## 2、政府支持

主要考察被评对象对地方经济的重要性（产值占地区GDP的比重、在税收、就业、社会效益等方面的贡献度）、政府在历史上对被评对象的支持意愿、支持方式、支持力度以及政府在税收优惠等方面的支持政策。

安融评级主要关注：被评企业对地方经济的贡献度、政府对企业支持力度、政策支持、政府补贴等。

## 五、评级指标体系

表：纺织服装行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标   | 三级指标  |
|------|--------|---|
| 运营环境 | 经济发展   | 国际经济形势、国民经济增速、社会消费品零售总额增速、居民收入增长水平、居民人均可支配收入变化情况以及宏观经济政策，包括财政政策、货币政策、法律制度 |
|      | 产业政策   | 产业发展规划、淘汰落后产能、产业结构调整、产业升级、环保节能、技术改造                                       |
| 经营   | 企业性质与规 | 企业性质、股权结构、资产规模、收入规模、产品种类、供应商数量、终端店面数量                                     |

|      |           |   |
|------|-----------|---|
| 实力   | 模         |   |
|      | 市场地位      | 品牌价值、产销率、销售额、市场占有率、品牌知名度、议价能力   |
|      | 产品设计与研发能力 | 品牌排名、研发设计团队设计能力、研发投入情况、研发成果转化情况、产品上新速度、产品差异化情况                                    |
|      | 购销渠道      | 供应商的多样性与稳定性、直营代理比例、销售网点覆盖情况、电商平台销售情况、客户集中度  |
|      | 成本控制      | 原材料价格情况、人力成本、加工设备、燃料成本  |
|      | 经营管理与发展战略 | 企业治理结构情况、管理制度健全情况、制度执行情况、产品、技术或制度创新的能力、发展战略的可行性、可持续性与合理性                          |
| 财务实力 | 资产质量      | 货币资金的充足性、应收账款账龄及回收情况、产品销售信用政策、存货构成及跌价准备计提情况、固定资产构成及折旧计提情况、资产受限情况                  |
|      | 资本结构      | 资金来源结构、资本结构与资产结构的匹配程度、债务期限结构、资产负债率、总债务资本化比率、权益结构稳定性、利润分配政策、债务与负债水平的变化趋势、担保及其它或有负债 |
|      | 盈利能力      | 收入和利润结构的稳定性及变化趋势、费用收入比、毛利率、主营业务利润率、净资产收益率、  |

|  |      |   |
|--|------|---|
|  |      | 总资本收益率、总资产报酬率、利息保障倍数、贸易政策（出口退税）、汇兑损益  |
|  | 现金流  | 经营性现金净流入对利息支出的保障程度、企业现金及现金等价物和流动资产对短期债务的覆盖水平、经营活动现金流入规模及净现金流规模、经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、未来资本支出情况 |
|  | 偿债能力 | 流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数、融资渠道、债务集中度                                      |
|  | 股东支持 | 股东背景与实力、公司在股东业务板块中所处地位、历史增资与资产划拨情况、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策                                     |
|  | 政府支持 | 被评企业对地方经济的贡献度、政府对企业支持力度、政策支持、政府补贴   |



# 农林牧渔行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017) 目录中“A 农、林、牧、渔业”和“C 制造业”的子行业“C13 农副食品加工业”。

表：农林牧渔业子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码   | 行业名称     | 行业描述  |
|--------|----------|---|
| A01~05 | 农、林、牧、渔业 | 对农作物进行种植和收获；对林木的管护、采伐；对畜禽、鱼类产品进行养殖和捕获                                   |
| C13    | 农副食品加工业  | 指直接以农、林、牧、渔业产品为原料进行的谷物磨制、饲料加工、植物油和制糖加工、屠宰及肉类加工、水产品加工，以及蔬菜、水果和坚果等食品的加工制造 |

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定农林牧渔行业为经营区域主要位于大陆地区、收入来自以上农林牧渔业产品的行业。

## 二、行业分析

农林牧渔业与人民生活密不可分，是我国国民经济的重要支柱行业。与其它行业相比，安融评级在对农林牧渔行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国农林牧渔行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）周期性与季节性

农林牧渔行业受宏观经济影响相对较小，产品需求具有

一定的刚性。宏观经济环境对农林牧渔企业的影响主要体现在经济周期所导致的农副产品价格波动方面。由于农副产品价格波动与宏观经济周期性波动同步性较高，且波动幅度普遍较大，因此会对行业内企业成本控制提出更高要求。不过，大部分行业内企业所生产的产品属于人们的生活必需品，所以需求弹性较小。同时，由于人们对其产品的消费是永续的，因而市场需求比较持续、稳定，这也使得农林牧渔企业生产经营具有一定的稳定性，受经济周期的影响相对较小。此外，农林牧渔行业的企业生产季节性较强。

## （二）生产经营区域性强

农林牧渔行业、农副食品加工业和饮食业共同构成食物供给链，农林牧渔企业对土地、海洋和林地等资源及苗种等原材料依赖性很强。企业所在地区资源供给能力、经济发展水平决定的下游需求能力等对农林牧渔行业至关重要；区域农业发展水平和交通是否发达对农林牧渔企业原料的价格、质量、数量和供应是否及时产生直接影响，进而影响农林牧渔企业的成本构成和产品质量。同时，农林牧渔企业也受区域经济中产业的集中度影响。处于集中程度较高区域的企业，享有信息流通快、协作机会多和原料供应渠道多等优势，能提高企业的竞争能力。此外，农林牧渔企业的发展速度受区域经济发展态势的影响，区域经济发展快，人们消费水平提高，农林牧渔产品尤其是高档品的需求增加，从而可以带

动相关企业的发展。农林牧渔行业供给、需求、生产和销售的区域性导致不同区域农林牧渔业产品价格存在较大差别，行业竞争亦主要表现为区域性。

### （三）行业集中度低，竞争激烈

农林牧渔行业是一个近似完全竞争的行业，整体上生产技术含量不高，所需投入资金量相对不大，行业准入门槛较低，集中度偏低、企业规模偏小，市场竞争激烈。目前，我国农林牧渔市场中竞争主体仍以大量规模相近的中小型企业为主，相对规模偏小，整个行业集中度低。行业内有较强的市场竞争力的大公司及大集团发展不足，规模效应较差，每一个企业的行为不足以影响市场供给或需求。

### （四）原材料供应波动较大，农林牧渔企业成本控制难度大

影响农副产品生长的不可控因素较多，使得直接以农林牧渔原料进行加工的企业原材料供应产生波动的可能较大。动物和植物病害、气候灾难或贸易限制都会对加工企业的原材料供应产生影响。一般而言，加工原料适合在多个地区生长且较易培育，加工企业面临的原材料供应波动的风险较小；其次是原料生长区域相对集中但有一定替代品的加工企业，风险最大的是原料生长区域相对集中且无替代品的企业。此外，供应渠道多且拥有原料供应基地的企业面临的原材料供应波动风险小，供应渠道单一且合作关系不稳定的企业面临

的供应风险大。

另一方面，由于农林牧渔行业产品附加值总体较低，产品价格波动幅度相对不大（与人民生活息息相关，不会大起大落），原材料价格的波动无法有效向下游传导，企业盈利水平对原材料的价格波动会更为敏感。同时，农副产品价格在全球会产生联动，某一地区的农副产品价格波动也会造成其它地区同类或相关产品价格和供应的波动，加大了农林牧渔行业企业成本控制的难度。

#### （五）行业受到政府支持力度较大

农林牧渔行业与人民生活息息相关，归属于“大农业”的范畴，国家制定了较多的监管政策和支持政策。农林牧渔行业一般利润率较低，对国家支持政策的充分利用是实现经营业绩的重要方面。

#### （六）产品质量和食品安全日益受到关注

农林牧渔产品多数是人们直接摄入体内或者加工日常用品的物质，随着人民生活水平的提高，产品质量和食品安全日益受到关注。因此，农林牧渔企业对产品质量进行严格控制，必须确保出厂产品达到规定卫生标准和技术标准。除了公司自身产品质量的控制，对于部分可替代的产品，同类产品质量安全问题也可能会导致对所有公司的产品需求减少。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对农林牧渔行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、宏观环境

农林牧渔行业运行显示出较强的周期性和季节性，其需求增速与经济增长呈现明显的正相关关系。农林牧渔行业的

供给能力及未来变化主要取决于现有行业规模、国家政策及其监管环境等因素。宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策等因素，都会影响到农林牧渔行业的基本面，导致行业信用变化。

安融评级重点关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、区域经济环境、市场竞争格局、市场供求与价格走势、政策监管环境等因素。

## 2、产业政策

目前农林牧渔行业政策主要集中在规范行业准入、提高产品质量、保证食品安全、鼓励行业集中度的提高和环保等方面。此外，应关注相关环境支持政策对农林牧渔业企业投入和税收补贴方面的影响。

安融评级主要关注：相关政策和规划对农林牧渔行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率的影响。

### （二）经营实力

#### 1、规模和市场地位

农林牧渔行业企业的经营规模十分重要。同等条件下，规模大的企业在区域市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时生产经营往往较为稳定，管

理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。反之，企业的抗风险能力越差，经营风险越高。而市场地位高的农林牧渔业企业不但对行业发展有着重要影响，而且具有更高的融资优势。

安融评级主要关注：企业的资产规模、营业收入规模；主要经营区域的市场占有率、议价能力；农林牧渔企业规模的增长率、市场占有率的增长及在行业和区域内的排名等。

## 2、区位条件

农林牧渔业企业所处区位对生产经营及销售都有重要影响。由于区域经济发展的不同，农林牧渔业需求规模、结构和增长趋势存在明显差异。同时由于运输半径的存在，农林牧渔行业竞争主要表现为区域内的竞争，不同区域的农林牧渔业市场竞争状况存在较大差异。农林牧渔业企业在地域分布角度的多元化可以消除单一区域需求下降带来的收入影响，并提高企业在个别区域竞争策略的灵活度。

安融评级主要关注：企业区域分布数量、企业在各具体区域内的总产能、实际产量、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的地理位置和周边交通运输条件。

## 3、产品结构与生产技术

由于农林牧渔企业的产品同质化程度较高，如果某一企业的产品与同类产品存在一定差异性，包括在品种、口味或其它方面上有所特色，就可能成为该企业赢得市场竞争的关



键因素。此外，生产产品的多元化对农林牧渔企业也很重要，建立在具有组合效益基础上的产品结构多样化能够使企业避免单一市场波动性对其整体现金流造成较大影响，有助于提升其信用质量。多元化的产品结构也有助于行业内企业降低原材料价格波动和供应风险，在某一原材料供应无法满足生产需要的时候，可以通过生产其它产品来规避经营风险。

安融评级主要关注：农林牧渔行业企业拥有的产品品种、差异与特色及各种农副产品的市场需求状况；企业多元化的产品结构状况。

#### 4、原材料及能源供给

对于农林牧渔企业特别是农副食品加工企业来说，原材料供应一方面需要分析企业是否有稳定的供应渠道，更为重要的是，原材料供应地区的多元化。如果原材料供应集中在一个特定的区域内，很容易因为动植物疾病和自然灾害等原因导致原材料供应的短缺。原材料供应区域越是集中，这种风险越大。农林牧渔企业如果拥有自己的原材料供应基地或土地、林地等资源，将增强其原材料供应和经营的稳定性。对于农副食品加工企业而言，拥有原材料供应基地或相关资源不仅可以通过加强动物和植物病害防范的管理来降低不确定因素对原材料供应的影响，而且可以一定程度上规避原材料价格波动风险。

安融评级主要关注：农林牧渔业企业的种植、养殖、开

采和管护等成本、综合利用率、物流成本以及未来保障能力；农副食品加工企业供应商的稳定性和可持续性；农副产品价格和物流价格的波动性；农副食品加工企业供应商的供应能力、稳定性、价格及其变化情况、企业集中采购的程度等。

## 5、销售状况

农副产品销售是农林牧渔企业实现盈利的重要环节。一般情况下，企业的销售结算方式越好、销售区域越广泛、销售客户越稳定，副产品的销售越顺利，企业的生产连续性和稳定性越好，现金流越流畅，经营风险越低。在销售模式的选择上，由于代销和直销的毛利率不同，对于竞争力较强的区域，农林牧渔业企业一般采用直销模式，而对于竞争力较弱的区域，为扩展业务往往采取直销和代销相结合的模式。

安融评级主要关注：企业在全国及特定区域的销量及占比、企业的定价策略、营销渠道以及具体销售模式、客户的稳定性和集中度。

## 6、品牌建设

农林牧渔企业所生产的产品多数是人们直接或者间接摄入体内的物质，与人的健康密切相关，因此，消费者或下游经销商更愿意购买具有一定品牌影响力、质量可靠的鲜活产品或者加工产品。农林牧渔企业一旦形成一定品牌影响力，将会比其它领域内企业的品牌效应更为明显。除此之外，

一个拥有良好品牌的企业将会在经营的各个环节中都占据一定的优势，包括在原材料供应、货款结算及资金融通等。

安融评级主要关注：农林牧渔企业产品的品牌效应、品牌美誉度、品牌规划及其建设状况。

## 7、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属企业的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

## 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。一般而言，农林牧渔产品的市场需求相对稳定，受宏观经济周期性波动影响较小，但鉴于农产品价格波动幅度较大，且受自然灾害、动植物疾病等不可控因素影响较大，因此原材料采购管理及存货规模、存货构成对农林牧渔企业特别是农副食品加工企业的资产质量有重要影响。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常需求采购金额的匹配程度；应收款项账龄分布以及回收难度、存货规模、存货构成以及存货计价方式和变现能力；无形资产规模以及内容、资产评估情况等；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平呈正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压

力。由于农林牧渔业企业种植、养殖和采购等需要大量流动资金，对流动资金的需求较大，与银行一般都保持良好的合作关系，以获得其短期借款支持资金流转。同时出于发展的考虑，农林牧渔业企业一般都有项目投资，相应普遍存在一定规模的长期借款。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。农林牧渔业产品区域性较强，各区域内的市场竞争状况差异较大，分析盈利能力需要关注企业目前在各主要区域的布局及竞争能力。从期间费用看，目前规模农林牧渔业企业一般都在多个区域布局，总体管理成本较高，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距；较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

农副食品加工企业的盈利能力分析还需要结合企业与

供应商的关系、原材料采购区域的分布、营销策略、客户的稳定性、经营效率等方面，以便考察企业在主营业务利润水平整体较低的市场环境中，能否通过加强原材料供应管理，降低成本费用，提高经营效率，加速资产周转而不断提升盈利能力。

此外，企业盈利能力分析更重要的是结合外部经济环境变化和影响企业未来盈利能力的主要因素及其变化趋势的分析，对企业未来的盈利水平的稳定性作出评价。

安融评级主要关注：企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率；企业与供应商的关系、原材料采购区域的分布、营销策略、客户的稳定性、经营效率；结合外部经济环境变化对影响企业未来盈利能力的主要因素及其变化趋势的分析。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对农林牧渔业企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力强

弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。此外，农林牧渔业企业经营活动现金流的分析也要考虑到季节性因素的影响。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等。

## 5、偿债能力

农林牧渔业企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境、再融资便利条件等因素。对于多数农林牧渔业企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向使用 EBITDA。农林牧渔业企业短期借贷行为比较频繁，短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金需求而产生的短期银行借款，过度集中偿还会造成短期流动资金的紧张，产生短期偿债危机。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA

利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

##### 2、政府支持

农林牧渔行业在免征增值税、减免征企业所得税等税收政策方面享受优惠，部分农林牧渔业企业还会获得较大的财政补贴收入。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的支持政策。

#### 五、评级指标体系

表：农林牧渔行业公司主体信用评级指标

| 一级<br>指标 | 二级<br>指标 | 三级指标                  |
|----------|----------|-----------------------|
| 运营       | 经济       | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、 |



|      |           |   |
|------|-----------|---|
| 环境   | 发展        | 区域经济环境、市场竞争格局、市场供求与价格走势、政策监管环境等因素   |
|      | 产业政策      | 相关政策和规划对农林牧渔行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响  |
| 经营实力 | 规模和市场地位   | 企业的资产规模、营业收入规模；主要经营区域的市场占有率、议价能力；农林牧渔企业规模的增长率、市场占有率的增长及在行业和区域内的排名等  |
|      | 区位条件      | 企业区域分布数量、企业在各具体区域内的总产能、实际产量、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的地理位置和周边交通运输条件等   |
|      | 产品结构和生产技术 | 农林牧渔行业企业拥有的产品品种、差异与特色及各种农副产品的市场需求状况；企业多元化的产品结构状况等   |
|      | 原材料及能源供给  | 农林牧渔业企业的种植、养殖、开采、管护等成本、综合利用率、物流成本以及未来保障能力；农副食品加工企业供应商的稳定性和可持续性；农副产品价格和物流价格的波动性；农副食品加工企业供应商的供应能力、供应稳定性、价格及其变化情况、企业集中采购的程度等 |
|      | 销售        | 企业在全国及特定区域的销量及占比、企业的定价策略、营销渠道以及具体销售模式、销售客户  |

|      |       |  |
|------|-------|--|
|      | 状况    | 的稳定性和集中度等  |
|      | 品牌建设  | 农林牧渔企业产品的品牌效应、品牌美誉度、品牌规划及其建设状况等  |
|      | 管理与战略 | 企业治理结构；企业管理制度及执行；战略定位的正确性、战略实施的可能性等  |
| 财务实力 | 资产质量  | 资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常需求采购金额的匹配程度；应收款项账龄分布以及回收难度、存货规模、存货构成以及存货计价方式和变现能力；无形资产规模以及内容、资产评估情况等；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等 |
|      | 资本结构  | 财务杠杆水平；净资产的稳定性；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等  |
|      | 盈利能力  | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率；企业与供应商的关系、原材料采购区域的分布、营销策略、客户的稳定性、经营效率；外部经济环境变化对企业未来盈利能力的影响程度及其变化趋势分析等                         |
|      | 现金流   | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动  |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      |      | 原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等   |
|      | 偿债能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等 |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等  |
|      | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持等  |

# 酒精饮料行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017) 目录“C 制造业”，酒精饮料行业为酒的制造（151）。该行业属于制造业大门类下的酒、饮料和精制茶制造业（15）。主要包括白酒制造、啤酒制造、黄酒制造、葡萄酒制造和其他酒制造五个子行业。

表：酒精饮料子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码  | 行业名称  | 行业描述   |
|-------|-------|--|
| C1512 | 白酒制造  | 指以高粱等粮谷为主要原料，以大曲、小曲或麸曲及酒母等为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿、勾兑而制成的蒸馏酒产品的生产活动                          |
| C1513 | 啤酒制造  | 指以麦芽（包括特种麦芽）、水为主要原料，加啤酒花，经酵母发酵酿制而成，含二氧化碳、起泡、低酒精度的发酵酒产品（包括无醇啤酒，也称脱醇啤酒）的生产活动，以及啤酒专用原料麦芽的生产活动 |
| C1514 | 黄酒制造  | 指以稻米、黍米、黑米、小麦和玉米等为主要原料，加曲、酵母等糖化发酵剂发酵酿制而成的发酵酒产品的生产活动  |
| C1515 | 葡萄酒制造 | 指以新鲜葡萄或葡萄汁为原料，经全部或部分发酵酿制而成，含有一定酒精度的发酵酒产品的生产活动  |

|       |           |                                  |
|-------|-----------|----------------------------------|
| C1519 | 其他酒制<br>造 | 指除葡萄酒以外的果酒、配制酒以及上述未列明的其他酒产品的生产活动 |
|-------|-----------|----------------------------------|

资料来源：国家统计局《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)，安融评级整理

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定酒精饮料行业为经营区域主要位于大陆地区、收入主要来自于酒精饮料产品的行业。

## 二、行业分析

安融评级在对酒精饮料行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国酒精饮料行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）宏观经济发展与政策风险

中国酒文化源远流长，酒精饮料行业在我国具有明显的餐饮消费属性和社交礼仪属性。商务政务活动的频繁程度和餐饮行业的景气程度对酒精饮料消费影响较大。当宏观经济处于上行周期，商务和政务活动需求增加，对酒精饮料产品，特别是高端白酒的需求增长较快。同时受益于人均可支配收入的提高和消费升级，居民餐饮消费旺盛，也一定程度增加了对酒精饮料产品的需求，尤其是中高端酒精饮料产品的需求。当宏观经济增速放缓，人均可支配收入增长缓慢，政务商务活动和餐饮行业景气度都会有所下降，酒精饮料产品需求就会在一定程度上受到抑制。

由于特殊的行业属性，酒精饮料行业毛利率高，税收负

担重，同时受政策影响较大。酒驾禁令、八项规定和军队禁酒令等各项政策的出台使得酒精饮料行业景气度有所下降，高端消费市场受挫，并挤压了二、三线企业的生存空间。渠道库存压力增大，产品零售价格明显下降，行业主要上市公司业绩出现不同程度下滑。经过近年的深度调整，目前，政策已基本消化，市场回暖趋势明显。

## （二）市场竞争风险

长期以来，酒精饮料行业整体集中度偏低，而且酒精饮料消费的区域特征也比较明显，单一品牌全国化难度较大。

对于酒精饮料行业销售来说，渠道是一个至关重要的环节，渠道是否畅通与产品的销量、市场的广度与深度有着极大的关系。传统的渠道建设主要是大经销商模式。伴随互联网+出现的 B2B、B2C、O2O 等新的销售模式，促使渠道扁平化，冲击传统经销体制。能否根据市场环境及时调整渠道方式和销售模式，达到既定的市场开拓效果，也是酒精饮料企业竞争实力和抗风险能力的重要体现。

目前，整个行业正处于建立新秩序的重构阶段中，行业集中度将进一步提高，行业内企业的分化态势也将继续。一线企业将趋于稳定，二、三线企业未来或迎来梯次重排，品牌集中度将会越来越高，拥有较强品牌和渠道竞争优势的名酒企业更能把握住机会，提升市场份额。具有出众品牌力和产品力的企业，在开展横向并购整合方面具有明显的优势。

### （三）食品安全风险

酒精饮料行业属于食品行业，随着我国食品安全监管力度不断加强，社会媒体舆论对食品安全事件的监督和报道不断深入，一旦因质量控制出现疏漏或瑕疵而发生产品质量问题，将会严重影响公司的品牌形象和产品销售。酒精饮料企业需要在原材料采购、酿造、勾调以及包装等各工艺环节严控产品质量。为满足原料需求、提升原料标准，保障核心产品质量水平，行业内部分企业力推自有化酿酒粮基地。

同时，智能制造开始逐步改造酒精饮料企业的传统生产方式，部分企业在生产、包装和仓储配送环节提升智能化水平，以提高效率、节约成本和保障食品安全。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对酒精饮料行业的评级思路是：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。

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。

#### 四、评级要素

##### （一）运营环境

##### 1、宏观经济环境

酒精饮料行业运行与宏观经济环境密切相关，其需求增速与商务政务活动的频繁程度、餐饮行业的景气程度、人均可支配收入的提高密切相关。宏观经济运行状况和经济周期性波动等因素，都会影响到酒精饮料行业的基本面，导致信用变化。同时酒精饮料行业的原材料主要是基酒、粮食和包装材料等，相应粮食产品价格和质量的变动也会一定程度影响行业内企业的生产成本与产品质量。

安融评级重点关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、人均可支配收入、住宿和餐饮行业景气指数、大宗粮食产品的价格和质量变动等。

##### 2、产业政策

酒驾禁令、八项规定和军队禁酒令等在一定程度上影响

了酒精饮料行业的需求，而税收政策对酒精饮料行业的税负影响较大。同时食品安全的监管趋严也一定程度影响了行业的成本与供给。

安融评级主要关注：相关政策和规划对酒精饮料行业需求、行业供给、税负、生产成本等方面的影响。

## （二）经营实力

### 1、品牌、市场地位和规模

酒精饮料行业的竞争主要表现为品牌的竞争。企业的品牌知名度、美誉度越高，消费者对其内涵、形象和品牌认可度越高，品牌影响力越强，则品牌价值越高，在产品销售、市场开拓和议价能力方面则更具优势，抗风险能力更强。企业所积淀的品牌实力很大程度决定了其市场地位、产品定价和市场竞争格局。全国性品牌的影响力、品牌溢价和抗风险能力要优于区域性品牌。

公司的经营规模十分重要。同等条件下，规模大的企业在区域市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时生产经营往往较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。反之，企业的经营风险越高，抗风险能力越差。

安融评级主要关注：品牌排名；市场占有率；资产、营

业收入和利润规模等。

## 2、销售区域和渠道建设

由于不同区域经济发展、人均可支配收入、酒精饮料文化传统口味和品牌的偏好不同，因此酒精饮料行业呈区域分布的特点。销售区域的扩展对酒精饮料企业的快速成长起着重要作用。销售区域越广，市场占有率越高的企业，品牌影响力越强，越有助于延长产品线，丰富产品结构。

渠道建设是帮助酒精饮料企业快速扩张的重要途径。渠道建设的投入方向和效果对公司品牌建设与销售影响巨大。酒精饮料企业的竞争实力部分体现在渠道方面的先款后货还是先货后款。优秀的酒精饮料企业会根据市场的变化，调整自身的渠道模式，巩固传统渠道优势，发挥新型渠道的作用，实现企业的快速发展。

安融评级主要关注：产品销售的区域分布、区域占有率、渠道模式和议价能力等。

## 3、技术与工艺水平

酒精饮料企业的技术与工艺水平决定了其生产效率、产品质量稳定性和生产成本，技术水平落后的生产线不仅会降低生产效率、增加成本，还可能影响产品品质。通常情况下，在其它条件相同的情况下，设备越先进，工艺水平越高，则产品质量越可靠，单位成本越低。

安融评级主要关注：生产设备先进性和成新度，制酒工

艺水平等。

#### 4、原材料保障

酒精饮料企业生产成本中大宗粮食和包装材料等原材料占比较高，因此原材料的采购直接决定了企业的生产成本。同时，外购基酒、粮食的质量和供应稳定性也关系产品生产的质量和保障。需要关注原材料市场的供应情况和公司的采购渠道。

安融评级主要关注：基酒外购比例、原材料价格和供需变化、采购渠道、前五大供应商情况和对供应商的议价能力等。

#### 5、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。分析中主要看公司各项资产的规模、快速变现能力和在总资产中的占比。

由于品牌酒精饮料企业的应收账款一般较少，因此货币资金较充裕。酒精饮料企业的存货规模较大，需要关注存货规模、构成和是否存在存货跌价准备。非流动资产方面，固定资产是酒精饮料企业生产的重要物质基础，也是资产的最主要构成部分，需要重点关注设备的先进性和成新率。同时还要关注企业的受限资产，大量资产被抵质押的情况会对企业的生产经营带来较大的不稳定性因素。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性、货币资金的规模及稳定性、应收款项的占比和回收情况、存货规模和构成、固定资产的成新率、在建工程规模以及变化情况、资产中受限资产总额及占比和资产营运效率等。

#### 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外，或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。由于预收账款的增减主要源自市场对产品需求前景的判断，也是酒精饮料企业品牌实力、与经销商之间议价能力的体现，因此安融评级在分析中予以关注。

安融评级主要关注：预收账款、财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。酒精饮料产品区域性较强，各区域内的市场竞争状况差异较大，分析盈利能力需要关注企业目前在各主要区域的布局及竞争能力。从期间费用看，目前规模酒精饮料企业一般都在多个区域布局，总体营销费

用、管理费用较高。分析中不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；利润总额；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用率；营业收入增长率、利润总额增长率等。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。酒精饮料行业毛利率普遍较高，同时上下游结算周期较短，经营活动现金流较为稳定。

通过对企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动

原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

## 5、偿债能力

酒精饮料企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境和再融资便利条件等因素。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等。

### （四）外部支持

#### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。



## 2、政府支持

企业在行业中的地位、政府出资比例和对当地的税收贡献等因素决定了在极端情况下政府支持的可能性大小。政府对酒精饮料企业的支持较多体现在产业园区的建设方面，而补贴之类的直接支持较少。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的政策支持等。

## 五、评级指标体系

表：酒精饮料行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标       | 三级指标   |
|------|------------|--|
| 运营环境 | 宏观经济环境     | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、人均可支配收入、住宿和餐饮行业景气指数、大宗粮食产品的价格和质量变动等 |
|      | 产业政策       | 相关政策和规划对酒精饮料行业需求、行业供给、税负、生产成本等方面的影响                      |
| 经营实力 | 品牌、市场地位和规模 | 品牌排名；市场占有率；资产、营业收入和利润规模等                                 |
|      | 销售区域与渠道建设  | 产品销售的区域分布、区域占有率、渠道模式和议价能力等                               |

|          |                 |   |
|----------|-----------------|---|
|          | 技术与<br>工艺<br>水平 | 生产设备先进性和成新度，制酒工艺水平等   |
|          | 原材料<br>保障       | 基酒外购比例、原材料价格和供需变化、采购渠道、前五大供应商情况和对供应商的议价能力等  |
|          | 管理与<br>战略       | 企业治理结构；企业管理制度及执行；战略定位的正确性、战略实施的可能性等   |
| 财务<br>实力 | 资产<br>质量        | 资产结构及稳定性、货币资金的规模及稳定性、应收款项的占比和回收情况、存货规模和构成、固定资产的成新率、在建工程规模以及变化情况、资产中受限资产总额及占比资产营运效率等 |
|          | 资本<br>结构        | 预收账款；财务杠杆水平；净资产的稳定性；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度等  |
|          | 盈利<br>能力        | 产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；利润总额；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用率；营业收入增长率、利润总额增长率等               |
|          | 现金流             | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因，收现比；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等       |
|          | 偿债              | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营  |

|      |      |  |
|------|------|--|
|      | 能力   | 现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等   |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等 |
|      | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持等                                 |

# 零售行业信用评级方法

## 一、行业界定

零售行业是我国流通业和服务业的重要组成部分，担负着促进生产、增加就业、繁荣市场和满足人们多层次需求的重要任务，在国民经济中具有重要的战略地位。

零售行业是指在商品流通领域中专门从事零售交易活动，将商品或者劳务销售给最终消费者，由各类百货零售、超级市场零售、便利店零售、其他综合零售和其他类专门零售等零售企业及零售业态构成的行业。

安融评级有限公司（以下简称“安融”或“安融评级”）按照国家统计局国民经济行业分类标准(GB/T 4754-2017)，结合国际行业分类标准（GICS，Global Industry Classification Standard）和实际信用评级中的需要，确定行业信用评级分类。

在具体指标方面，安融评级界定零售行业企业的标准如下：当受评主体零售业务的营业收入比重大于或等于 50%，则将其划入零售行业；当受评主体零售业务的营业收入比重小于 50%，但该业务营业收入和营业利润均在业务结构中占比最高，而且均占到受评主体营业收入和营业利润的 30%及以上，也将其归属为零售行业。本评级方法适用于零售行业企业（以下也称“受评主体”或“公司”）的主体长期信用评级，是对其偿债能力和偿债意愿的综合评估。

## 二、行业特征

## 1、行业内竞争激烈

零售行业处于产业下游，直接面对消费者市场，行业处于完全竞争。我国零售行业集中度较低，企业数量较多，竞争激烈。从经营模式看，传统的零售企业之间优势差距不明显，同质化问题愈发严重，同时经营网点较为集中，业态单一，外来零售商的进入进一步加剧了区域性零售企业的竞争压力。

在经济下行压力下，市场竞争将导致零售企业之间的兼并、重组、联合与淘汰，促成一些大型、特大型甚至是跨国连锁经营企业的出现，中小型零售企业生存困难。经过多年发展，目前我国零售行业区域格局已较为明显，形成了京客隆、物美和永辉等一批区域型零售龙头。但受限于我国广阔的疆域及复杂的供应链体系，实体零售企业往往在对外扩张过程面临诸多挑战，能够真正实现全国布局的企业仍相对较少。这也从侧面反映出零售行业的竞争激烈程度。

## 2、消费转变引领行业变革，“新零售”概念突出

在当前互联网时代，在物流及金融支付体系的支持下，互联网零售行业蓬勃发展，以淘宝（天猫）、京东等为代表的大型电商已在一定程度上形成了全国性覆盖。消费者在互联网的技术支持下，消费观念和消费思路出现转变，线上消费日渐成为潮流。同时，企业以互联网为依托，通过运用大数据、人工智能等先进技术手段，对商品的生产、流通与销

售过程进行升级改造，进而重塑业态结构与生态圈，并形成线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的“新零售”模式。消费升级将影响和加速零售行业转型升级。

### 3、多业态经营、线上线下双渠道日渐成为主流

外部竞争的加剧，经营成本的增加以及消费者需求的多样化，使得多业态经营已逐渐成为零售行业的主流趋势。具备一定规模的零售企业不断扩大经营范围，通过涉足百货、超市、购物中心、奥特莱斯、电商等业态，一方面扩大销售规模、增加盈利来源；另一方面也试图通过业态组合，实现客源共享，发挥协同效应。

线上线下双渠道日渐成为主流。目前，传统零售行业加速开发线上电商平台，而电商平台又发展线下实体门店，O2O模式成为各大零售巨头共同看好的未来零售模式，这一模式将加快线上与线下零售渠道的进一步融合。

### 4、行业未来发展前景和趋势

近年来我国政府致力于推动经济结构调整，将消费作为激活经济增长的内生动力，扩大消费内需，大力推进消费补贴政策。居民消费与零售行业息息相关，因此安融评级认为零售行业面临的产业政策为鼓励发展政策。

在判断行业发展状况和发展前景时，当消费者信息指数较高时，消费者对未来经济、收入等持有较为乐观的态度，能明显刺激现阶段消费行为的发生；当消费者信心指数较低

时，消费者表现较为悲观，对现阶段消费有消极作用，从而降低零售企业的经济效益。安融会结合行业现状及专家经验对行业发展前景进行定性判断。

同时，未来市场竞争将导致零售企业之间的兼并、重组、联合与淘汰，促成一些大型、特大型甚至是跨国连锁经营企业的出现，优胜劣汰的情况将成为零售行业未来较为突出的一项行业特点。

### 三、评级思路

按照《安融信用评级有限公司评级方法总论》，安融评级对零售行业的评级思路是：从零售行业企业主体信用风险影响因素出发，综合考量受评主体的经营风险和财务风险，并遵循偿债能力和偿债意愿相结合、个体评级和支持评级相结合、定性和定量分析相结合的原则，最终通过业务发展状况和财务风险状况二维评级框架得出受评主体基础信用等级。

对受评主体的业务发展状况进行评估时，安融评级重点考虑两个方面：经营环境和经营能力。对经营环境重点考察的因素包括宏观环境、产业政策和区域市场环境；对经营能力重点考察因素包括规模、品牌及市场地位、经营多元化、扩张能力、供应商及营销和公司治理。而对财务风险状况的评估，则主要从资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力分析五个方面进行考察。



在分析各评级要素或子要素时，为保障评级标准的一致性，安融评级采用评分表工具，通过构建业务发展状况评估模型和财务风险状况评估模型，设置各评级要素的衡量标准和评分方法，并根据重要性原则，按照层级分解的方式由专家意见给出各子要素的评级权重，计算得出受评主体业务发展状况和财务风险状况各自的总评分，通过各自的映射关系得到业务发展状况等级和财务风险状况等级，最后通过评估矩阵，得出受评主体基础信用等级。

在此基础上，安融评级综合考虑对受评主体信用品质或偿债能力产生重大不利影响或有利影响的事项（调整事项），对其基础信用等级进行调整得出受评主体参考信用等级。

## 四、评级要素

### （一）经营环境分析

#### 1、宏观环境

宏观环境是指特定时期的宏观经济形势以及包括货币政策、税收政策、政府投资政策等在内的宏观经济调控政策。零售行业的需求具有抗周期性波动特征，其中低层次消费需求刚性较大，抗周期性较强；而中高档百货、家电连锁企业等受经济波动影响较大。在经济处于上升周期时，居民收入水平不断提高，中高档消费需求较高，行业经济效益较好，相反当经济处于下行周期时，宏观经济低迷使得中高档消费疲软，行业经济效益将会下降。同时，零售行业受国家宏观

经济调控影响，在宽松的货币政策下，低利率使得居民的储蓄意愿下降，消费的意愿增强，从而拉动零售行业需求；反之，紧缩性货币政策将降低居民的消费需求。所以一般认为，宽松性货币政策对零售行业发展较为有利，稳健性货币政策对零售行业发展影响中性，紧缩性货币政策对零售行业发展较为不利。此外，由于我国每年外贸进出口量巨大，国际贸易环境变化对零售行业的影响也是至关重要。当贸易保护主义抬头时，会加大产品出口难度，进而使国内市场竞争更加激烈。另外，我国经济城乡二元化特点决定了城镇化进程的推进将刺激消费支出增长，从而推动零售行业发展。

安融评级主要关注：（1）宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对零售企业的市场需求、资金成本的影响；（2）零售行业对 GDP 的贡献程度变化，即零售行业消费占 GDP 比例变化情况；（3）外部贸易环境；（4）城镇化率。

## 2、产业政策

产业政策是国家为了促进国民经济的稳定协调发展，对某些行业进行一定形式的扶持或限制的政策，具体可分为鼓励发展、一般态度、限制发展和要求淘汰四种。对于不符合产业发展政策的企业将被要求整改、调整甚至淘汰，整改与调整成本抑制了盈利能力，列入淘汰范围的项目则被限制或禁止发展，因而信用风险加大；反之，符合产业政策的企业在项目审批、融资等方面获得较大支持，信用风险相对较低。

2016年，国务院办公厅印发《关于推动实体零售创新转型的意见》，对实体零售企业加快结构调整、创新发展方式、实现跨界融合、不断提升商品和服务的供给能力及效率作出部署，而且居民消费与零售行业息息相关，因此安融认为零售行业面临的产业政策为鼓励发展政策。

安融评级主要关注：（1）产业发展政策对零售行业行业结构、产业布局和产业组织的调整；（2）网络技术及物流产业发展对传统零售行业的冲击；（3）上下游行业的政策变动以及对零售行业的影响。

### 3、区域市场环境

区域市场环境，主要包括零售企业所处销售半径的地区经济发达程度以及居民需求特点。现阶段我国区域经济发展较不均衡，各地区的经济发展状况和居民收入水平差异较大，不同区域间零售企业的经济效益也存在较大的差距。一般而言，经济较为发达的城市，当地市场消费能力较强，区域优势明显；相反，如果受评主体经营区域处于经济欠发达城市，当地市场消费能力较弱。

安融评级主要关注：（1）该地区经济发展状况，如GDP占全国的比重和GDP增长率等；（2）该地区居民消费结构和销售商品结构。

## （二）经营能力

### 1、规模

零售行业特点决定了企业的经营状况受规模影响十分明显，也是企业获得优势竞争地位的关键因素。一方面，零售行业进入门槛较低，竞争激烈，毛利率无法显著提升的情况下，规模将决定盈利水平。且随着运营与人力成本的提升，规模越大，可使得单位成本费用率下降。另一方面，零售商规模越大，越有助于提高与供应商、品牌商的议价能力，有助于进一步降低主业成本。

另外，规模上的优势往往能够提高企业的风险抵御能力，在宏观经济下行和行业周期性波动时期，依靠自身的资金回笼及储备、信用政策、资产变现等方面的优势，可在一定程度上抵御外部系统性风险。

安融评级主要关注：（1）近三年年均销售额及销售量、客单价及平效；（2）拥有门店数量及分布、门店关闭新开情况、主力门店的贡献度；（3）销售商品结构及多样性。（4）总资产规模、业务收入和净资产规模等。

## 2、品牌及市场地位

品牌和市场地位是零售企业的核心竞争力。品牌是指公司产品知名度和影响力，在同等情况下，较强的品牌影响力往往伴随着较强的上游议价能力以及超出行业平均水平的利润率。品牌影响力大的企业在聚客能力、议价能力、市场拓展等方面会更具有优势。

零售企业的市场地位决定了其在一定区域内的竞争力。

如一些区域零售龙头通过区域市场密集布点或依靠品牌影响力，因此，市场占有率是市场地位的一个核心指标。市场占有率指一个企业的销售量（或销售额）在市场同类行业中所占的比重。较高的市场份额是公司具备相对竞争优势的结果，持续的高市场份额有利于降低经营风险。品牌影响力是指公司品牌开拓市场、占领市场、并获得利润的能力，在同等情况下，较强的品牌影响力往往伴随着较强的上游议价能力以及超出行业平均水平的利润率，其抗风险能力将优于竞争对手。

安融评级主要关注：（1）经营历史；（2）广告投入及市场推广；（3）同种产品市场占有率；（4）相对同行业其他品牌产品价格；（5）当地市场排名。

### 3、经营多元化

零售企业的专业化经营可使得其对行业运作规律及风险具有深刻的认识，从而在竞争中处于一个相对有利的位置；但同时，专业化经营也往往伴随着较大的风险，一旦消费模式发生转变，将使得企业陷入困境。近些年来，在流通体制改革和对外开放的推动下，中国零售行业无论在规模或业态结构方面取得了较快的发展，由单一的百货商店为主导的业态结构，发展为百货商店、超级市场、仓储商店和专业商店并存的多元化业态结构。多元化发展成为多数零售企业的目标发展战略。

安融评级主要关注：（1）业态多元化及占比情况；（2）营业收入分布情况；（3）品牌连锁情况；（4）各地区业务发展情况；（5）经营模式多样性分析。

#### 4、扩张能力

零售企业依赖内生式增长和外延式扩张两种方式实现收入及盈利的可持续增长。内生式增长，包括来客量增长、客单价提升、精细化管理、有效营销等带来的较高的可比门店销售增长。故而内生式增长更多依靠于企业的门店运营能力，涉及所售商品的配置、展示陈列方式、门店硬件环境、营销手段、会员管理及维护、服务质量等。外延式扩张则以开拓新业态和新市场来提升规模和市场份额，方式包括新开门店及并购等。外延式扩张对收入的拉动一般较为明显，但其实施过程中也面临一定挑战，包括新业态或新市场进入后专业人才的配备；业务规模扩大后物流、信息流、资金流等方面需求的增加；企业在外延式扩张的同时，也面临着区域消费差异、品牌影响力降低、供应链支持难度加大等带来的挑战。

安融评级主要关注：（1）门店扩张数量及速度；（2）扩张战略及成效；（3）扩张方式及资本支持力度。

#### 5、供应商及营销能力

零售企业供应商多为中间商，不同零售企业通过自身市场定位选择相应合作的供应商。拥有稳定合作的供应商有利

于零售企业保持稳定经营、提升品牌竞争力。

销售能力是零售企业拓展规模以及可持续发展的核心要素。拥有专业招商团队、充足的品牌库，合作良好且稳定的商户能够保障零售企业的出租率及租金获取水平，同时能够保障新拓展商铺的良好经营。营销能力是零售企业获得良好盈利水平的保障，零售企业往往需要根据节日、商圈活动和商品推广等事项进行营销活动，同时需要根据商户销售表现进行调整以优化品牌结构，提升吸引力。

安融评级主要关注：（1）供应商选择及管理制度；（2）供应商集中度；（3）供应商稳定性；（4）营销管理及考核指标；（5）营销活动计划安排；（6）营销支出转化率等。

## 6、公司治理

一般而言，完善的公司治理结构和机制有助于保障企业经营决策的科学高效，能有效促进企业的利润创造，使企业核心竞争力不断提升，且在市场竞争中保持持续性优势，进而实现利润最大化。较高的管理素质对市场环境有良好的分析判断和创新能力，能及时把握市场机遇和规避市场风险，并采取有效经营决策，不断扩大经营规模和调整产品结构，以维持和提高产品产销水平和市场占有率，同时加强成本控制力度。零售行业企业可以通过调整经营模式、加强企业内部管理、促进企业上下游供应链管理 etc 内外部风险管理和控制来提升竞争力。

安融评级主要关注：（1）股权结构及股权集中度；（2）股东会、董事会、监事会机制运行的有效性等；（3）公司治理对债权人权利的保障程度等；（4）管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度等；（5）企业对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；（6）内部控制制度是否健全。

### （三）财务分析

对零售企业的财务分析主要基于资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力等方面。

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。在判断资产质量时，我们会考虑资产的实际价值和变现能力。如零售企业根据业态不同，可能存在从没有库存商品到大量库存商品的不同表现，因此导致账面存货科目的巨大差异。对于存在大量存货的零售企业需要重点关注存货周转速度，以更好反映其运营效率。此外，对于重资产的零售企业而言，其往往具有着规模较大的固定资产或投资性房地产，对于其折旧政策、计量模式、抵质押情况和实际价值等也须给予关注。

安融评级主要关注：（1）应收账款规模、增速及坏账计提；（2）企业的商业信誉；（3）资产运营效率，包括存货周转率与应收账款周转率；（4）资产质量，体现在资产的抵押



及质押情况，包括受限资产占总资产及净资产的比重等。

## 2、资本结构

零售企业的资本实力对其可持续发展具有着重要意义，且企业资本实力越雄厚，其抵御风险的能力也越强。在对资本结构分析时，我们主要关注企业的财务杠杆水平，其值越高意味着越大的财务风险。另外，我们也会关注表外数据（包括对外担保及其他或有负债等）对企业资本实力及偿债能力的影响，以及未来规划的投融资等活动对企业债务杠杆的可能影响及变化趋势。在企业负债结构方面，鉴于流动资金需求量大，零售企业的债务结构一般会呈现短期化特征，融资主要通过流动负债来解决（包括银行借款、商业信用、发行预付卡等）。流动负债中，商业信用及发行预收款形成的偿付债务具有一定弹性，故而主要关注短期刚性债务在债务中的占比。

安融评级主要关注：企业资产负债率；总资本化比率；有息债务规模大小、债务负担的程度；债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等。

## 3、盈利能力

安融选择销售毛利率、总资产报酬率作为来衡量零售企业盈利能力的主要指标。销售毛利率，反映零售企业的上下游议价能力和初始盈利能力，销售毛利率的高低反映出零售企业商品采购、销售和成本控制能力的变化，从而在一定程

度上反映出企业的市场竞争力和市场地位。总资产报酬率集中体现了资产运用效率和资金利用效果之间的关系。在零售企业资产总额一定的情况下，利用总资产报酬率指标可以分析盈利的稳定性和持久性。

除此之外，我们在考察行业内企业的盈利时还关注成本控制、费用控制能力、主业盈利能力，营业利润率、EBITDA、主营业务收入及增长率等。

安融评级主要关注：（1）成本控制、费用控制能力、主业盈利能力，包括主营业务毛利率及稳定性，期间费用率与经营收入的匹配，成本费用利润率；（2）利润率，包括营业利润率、EBITDA/主营业务收入；（3）投资回报率，包括总资产报酬率和净资产收益率；（4）收入和利润的增长，包括主营业务收入增长率、EBITDA 增长率。

#### 4、现金流量

充足的资金是项目投资及企业顺利经营的关键，现金流量是评价零售企业偿债能力的核心。由于频繁进出货与库存，零售企业的短期现金流呈现较大的波动性。因此，安融评级更加侧重于企业获得现金流的持续性、现金流对债务的覆盖情况等。

安融评级主要关注：（1）企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；（2）投资计划对资金的需求；（3）筹资现金流规模与经营规模的匹配性。

## 5、偿债能力分析

偿债能力旨在综合资产质量、资本结构、盈利能力和现金流分析的结果，通过偿债指标综合评定受评企业财务风险的高低，是支持企业财务风险分析结论的关键因素。

安融评级主要关注：（1）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产和现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保障能力；（2）长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断；（3）其它支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括但不限于资产出让、引入战略投资者、IPO 和增发配股。在分析其它信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度作出判断。结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

### （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。

安融评级主要关注：（1）银行可用授信额度；（2）母公司、股东及实际控制人的历史增资情况、资产划拨情况、留存收益情况和对企业经营（如夯实内部制度框架、制定自身发展规划和战略意图）的实际支持；（3）政府支持程度，政府对零售行业的支持力度主要取决于该行业在国民经济中

的比重和社会贡献率等。

### （五）特殊调整因素

安融评级对其它特殊事件也会重点关注，如重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事故、公关危机等。

## 五、评级指标体系

表：零售行业公司主体长期信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标   | 三级指标  |
|------|--------|---|
| 经营环境 | 宏观环境   | 货币政策、财政政策、宏观调控政策、政府投资政策、国内 GDP 增长率及变动趋势、外部贸易环境和城镇化率等                    |
|      | 产业政策   | 产业发展政策对零售行业行业结构、产业布局和产业组织的调整；网络技术及物流产业发展对传统零售行业的冲击；上下游行业的政策变动以及对零售行业的影响 |
|      | 区域市场环境 | 区域 GDP 占全国的比重、区域 GDP 增长率；该地区用零售行业发达程度；地区居民消费结构、销售商品结构                   |
| 经营能力 | 规模     | 近五年年均销售额及销售量、客单价及平效；拥有门店数量及分布、门店关闭新开情况、主力门店的贡献度；销售商品结构及多样性；业务收入、        |

|      |          |   |
|------|----------|---|
|      |          | 总资产规模、净资产规模等  |
|      | 品牌及市场地位  | 经营历史；广告投入及市场推广；同种产品市场占有率；相对同行业其他品牌产品价格；当地市场排名   |
|      | 经营多元化    | 业态多元化及占比情况；营业收入分布情况；品牌连锁情况；各地区业务发展情况；经营模式多样性分析  |
|      | 扩张能力     | 门店扩张数量及速度；扩张战略及成效；扩张方式及资本支持力度   |
|      | 供应商及营销能力 | 供应商选择及管理制度；供应商集中度；供应商稳定性；营销管理及考核指标；营销活动计划安排；营销支出转化率等。   |
|      | 公司治理     | 股权结构及股权集中度；股东会、董事会、监事会机制运行的有效性；公司治理对债权人权利的保障程度；管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度；企业对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性；内部控制制度等 |
| 财务分析 | 资产质量     | 应收账款规模、增速及坏账计提；企业的商业信誉；资产运营效率，包括存货周转率与应收账款周转率；资产质量，体现在资产的抵押及质押情况，   |

|  |        |  |
|--|--------|--|
|  |        | 包括受限资产占总资产及净资产的比重等   |
|  | 资本结构   | 企业资产负债率；总资本化比率；有息债务规模大小、债务负担的程度；债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等  |
|  | 盈利能力   | 成本控制、费用控制能力、主业盈利能力，包括主营业务毛利率及稳定性，期间费用率与经营收入的匹配，成本费用利润率；利润率，包括营业利润率、EBITDA/主营业务收入；投资回报率，包括总资产报酬率、净资产收益率；收入和利润的增长，包括主营业务收入增长率、EBITDA 增长率 |
|  | 现金流量   | 企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性   |
|  | 偿债能力分析 | 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产和现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保障能力；长期偿债能力，主要考察EBITDA对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指                                   |

|        |        |   |
|--------|--------|---|
|        |        | 标对企业整体偿债能力作出判断；其它支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括但不限于资产出让、引入战略投资者、IPO 和增发配股 |
| 外部支持   | 外部支持分析 | 银行、股东、母公司、政府支持力度；是否有其它公开融资渠道  |
| 特殊调整因素 | 外部重大事件 | 重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事故                                   |

# 贸易行业信用评级方法



## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）目录，贸易行业主要指“F 批发和零售业”，子行业包括批发业和零售业。本评级方法所指的贸易行业主要是指批发业，零售业评级方法另行制定。批发业是指向其它批发或零售单位（含个体经营者）及其它企事业单位、机关团体等批量销售生活用品、生产资料的活动，以及从事进出口贸易和贸易经纪与代理的活动，包括拥有货物所有权，并以本单位（公司）的名义进行交易活动，也包括不拥有货物的所有权，收取佣金的商品代理、商品代售活动；本类还包括各类商品批发市场中固定摊位的批发活动，以及以销售为目的的收购活动。

表：贸易行业子行业（GB/T 4754-2017）

| 行业代码 | 行业名称 | 行业描述  |
|------|------|---|
| F51  | 批发业  | 农、林、牧产品批发；食品、饮料及烟草制品批发；纺织、服装及家庭用品批发；文化、体育用品及器材批发；医药及医疗器材批发；矿产品、建材及化工产品批发；机械设备、五金产品及电子产品批发；贸易经纪与代理；其它批发业 |
| F52  | 零售业  | 综合零售；食品、饮料及烟草制品专门零售；纺织、服装及日用品专门零售；文化、体育用品及器材专门零售；医药及医疗器材专门零售；汽车、摩托车、燃料及零配件专门零                           |

|  |  |   |
|--|--|---|
|  |  | 售；家用电器及电子产品专门零售；五金、家具及室内装饰材料专门零售；货摊、无店铺及其它零售业 |
|--|--|---|

## 二、行业分析

贸易业指在生产者和消费者之间实现商品交换的活动，属于商品流通环节，受商品经济规律的影响及制约。安融评级在对贸易行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国贸易行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）周期性和季节性

周期性因素主要表现在经济周期导致的需求波动。强周期性商品对经济景气周期比较敏感，受宏观经济景气变化影响较大，贸易行业和下游行业的发展密切相关，市场需求的波动将影响相关贸易企业的经营发展；而农产品则对景气周期的弹性较小，消费需求较为稳定，但受季节性影响较大。

### （二）规模效应显著

由于贸易行业竞争较为激烈，企业盈利空间较小，主要通过扩大贸易规模来提高盈利水平，因此规模化成为贸易企业获得市场竞争优势的关键。一般来说，规模较大的贸易企业在融资能力、获取资源、品牌影响力和议价能力等方面具有明显优势，且客户资源相对稳定，抵御宏观经济环境波动及行业景气度下行风险的能力较强。反之，规模较小的贸易

企业抵御宏观经济环境波动及行业景气度下行风险的能力较弱。

### （三）收入易受价格变动影响

贸易企业主要依靠商品购销差价盈利，盈利能力易受产品价格变化影响，也由此带来较大的经营风险。购销差价是贸易企业利润的主要来源，销售价格受政策和市场需求变化等因素影响而有所波动，采购价格波动往往存在滞后，当购销差价缩小时，企业利润空间则被压缩。

### （四）风险控制能力要求相对较高

贸易企业实际生产经营过程中主要面临对手方信用风险和存货价值风险。贸易业务多存在向上下游客户融出资金获取收益，同时货权控制水平、存货持有周期和商品价格波动也会对存货价值产生影响。当贸易品种价格持续大幅下降且超过客户支付的保证金水平时，客户弃货风险明显加大，导致应收账款无法收回。同时贸易企业也普遍存在应收账款、其它应收款账龄较长且计提资产减值损失不够充分的情况，需对这类贸易企业保持关注，这对贸易企业的风险控制水平提出较高要求。

### （五）行业进入门槛低，恶性竞争较为严重

贸易行业领域的进入门槛相对较低，我国从事商品贸易企业数量众多，行业整体利润率较低。此外，由于贸易企业依靠贸易差价获取利润，盈利模式单一，恶性竞争较为严重，

利润率较低，这就使得一些贸易企业通过整合贸易渠道中的上下游客户，向供应链管理方向转型，通过为终端用户提供多品种、全链条和一站式的供应链管理服务来提高利润率。

### （六）国际贸易环境复杂多变

国际贸易环境所带来的风险包括汇率风险、国际市场需求波动风险、贸易摩擦风险和出口退税政策等。随着我国出口规模的迅速扩大，对外贸易的不断发展，外贸行业对国际贸易环境的依赖性也越来越高。而国际市场竞争、贸易摩擦、欧美等国家对我国出口的商品所采取的贸易保护措施、出口退税政策、人民币汇率调整等因素都将对外贸企业的经营造成较大影响。

## 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对贸易行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、经济环境

贸易行业作为商品流通环节，受外部因素影响较多，行业景气度与宏观经济发展、细分产品行业运行情况、供需关系、价格波动及上下游企业经营环境密切相关。宏观经济增速趋缓、细分行业产能过剩、商品阶段性供需错配导致价格波动剧烈，均会对贸易行业风险控制能力提出更高挑战，上下游企业经营环境的恶化也会进一步影响贸易企业资金使用效率，进而压缩行业内企业盈利水平，影响贸易行业景气度。进出口贸易方面，国际经济环境、主要贸易伙伴经济形势及人民币汇率波动等均对进出口贸易的增速形成影响。

由于贸易品种繁多，涉及领域广泛，不同贸易品对应的细分行业对宏观环境变化的敏感性不同，受宏观环境的影响程度也有差异。通常情况下，贸易品种所属的行业与宏观环

境的相关度越高，该行业对宏观环境的敏感度越高，受宏观环境的影响越大。一般情况下，钢铁、汽车、石化、造船、机械、电力设备、化工、有色金属和煤炭等均属于强周期行业，食品饮料、医药和文教用品等属于弱周期行业。

安融评级重点关注：GDP 增长率、固定资产投资增长率、社会消费品零售总额、物价指数、国际收支状况等。此外，也需关注宏观经济政策，包括财政政策、货币政策、产业政策、法律制度、进出口政策等。

## 2、行业政策

行业政策主要考察贸易行业相关的政策导向，包括产业政策和税收政策等。由于行业政策是国家宏观调控的一部分，对全行业具有重要的指导意义，行业政策的变动会改变需求、供给、竞争格局以及产业链等，因此行业政策对考察贸易行业企业的信用水平有重要意义。产业政策方面，国家主要通过指导性意见和行动计划等各类产业政策对贸易行业的发展方向进行引导和调整。通过考察国家对贸易行业的政策导向，可以间接确定其在国民经济整体中受重视和支持的程度，进而确定该类贸易行业是政策鼓励/支持发展的行业、一般行业还是限制发展的行业，从而判断行业内企业经营环境的发展趋势。

安融评级主要关注：贸易行业当前执行的指导性产业政策、税收政策等，以及未来一段时间的政策导向等，以及可

能对行业发展趋势、企业发展前景的影响程度。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

贸易企业的市场地位及其影响力也是核心竞争力之一。贸易企业所拥有的市场份额、品牌影响力以及在区域市场中的价格影响力是决定企业盈利能力和抗风险能力的重要因素，较高的行业排名及知名度等能够帮助其吸引更多的客流量，加快商品周转速度，并相应提高其与上下游的议价能力。行业地位较弱的企业在上下游渠道拓展、政策支持、行业竞争及兼并收购等方面不具备优势，抵御行业波动及风险的能力相对较弱。

贸易企业的经营规模十分重要。同等条件下，规模大的企业在区域市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时生产经营往往较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。反之，企业的经营风险越高，抗风险能力越差。

安融评级主要关注：企业的销售规模；在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等。

### 2、收入结构

判断企业贸易形式以进出口贸易为主还是以国内贸易

为主。根据企业贸易形式的分类，对产品结构进行进一步细分，需重点关注产品多样化程度、是否具备特殊产品的经营资质及有效期等。

收入结构方面，对贸易企业主营业务经营状况的分析，一般可以从各细分业务收入规模、成本和利润的变动情况、毛利率的变动情况、贸易收入和贸易服务收入占比等方面来分析，对其稳定性与变化趋势进行考察。此外，通过了解贸易收入占比、贸易服务种类及收入占比和各板块利润的配比情况，判断业态多元化或单一风险。

安融评级主要关注：主营业务收入结构及盈利变动情况，业务多元化或单一经营的风险，贸易品种的多样性和周期性，并对销售利润率与宏观经济景气度变动趋势的一致性 or 背离度情况等加以分析。

### 3、经营模式

经营模式主要考察商品贸易企业的经营模式，并按照经营模式的不同重点关注各自的特征要素。贸易企业不同的经营模式所带来的特有特征有所差异，总体可分为自营贸易和代理贸易两种模式。

自营模式需结合产品定价方式、结算方式、产业链地位和账期判断企业风险控制能力、议价能力及资金占用情况，需重点关注自营业务价格风险是否通过对锁/背靠背合同/期货套保等方式进行控制、是否存在弃货丢失货物等历史诉



讼事项、对手方交易风险、货权控制能力和存货跌价风险等。代理模式易出现对上下游企业、贸易流程不熟悉及货权控制不到位情况，从而在丢失货物的同时下游客户未按约定支付全部货款，导致资金链断裂、代开信用证逾期情况，需重点关注企业代理业务对货权控制能力、客户质量及客户稳定性等。

安融评级主要关注：自营模式和代理模式占比、自营模式下的风险控制措施（存货跌价风险、供应商信用风险、客户弃货风险等），代理模式下业务发生的真实性。

#### 4、采购与销售

采购管理与企业的运营成本关系密切，应主要考察商品供应的稳定性和价格的合理性，其中供应的稳定性主要考察贸易商是否有充足、稳定的货源，价格的合理性主要考察贸易商的议价能力。安融评级认为，直接与商品生产厂家进行战略合作的商品贸易企业，其供应的稳定性相对较强。规模效益有助于增强贸易企业的议价能力。结算方式以及合同中对价格调整的约定在一定程度上可以反映商品贸易企业的议价能力情况。在分析上游采购时，一般应取得贸易企业的采购合同样本，从合同条款中判断贸易企业在采购方面的风险情况。

下游销售主要考察大宗商品贸易企业的销售渠道和销售方式。安融评级认为，直接面向终端客户进行销售的，有

望发展出较高的客户粘性和利润空间，供应链管理能力较强的贸易企业，其客户粘性较高。但同时终端客户的规模和资质对贸易企业的回款情况有较大影响，特别是处于产能过剩行业的终端客户来说，受评企业会面临较长的销售回款周期和较大的坏账风险。客户集中度较高的贸易企业面临较大的销售风险。

安融评级主要关注：贸易企业的采购的稳定性和可持续性；合作供应商质量与数量、供应商的供应能力、供应稳定性、采购结算方式与结算币种、价格风险控制措施等。企业销售模式、销售价格、客户集中度及稳定性、下游客户中贸易商比重、下游议价能力、资金占用情况、回款情况和保证金追加制度是否完善等。

## 5、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。贸易业企业数量众多，不同所有制类型的受评主体治理结构在完善程度上存在很大差异。贸易业大部分是国有企业，这些企业存在国有企业普遍存在的问题，比如历史包袱过重、人员规模庞大等，而物流行业大多是新兴民

营企业，存在组织结构不合理、权责划分不明确等现象。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。贸易行业企业的资产以流动资产为主，需重点关注货币资金、存货、应收票据、应收账款、其他应收款等。通常，贸易类企业会储备较多的存货以应对货物价格的上涨及客户的批量采购，并给予客户一定的信用账期，因此资产负债中存货和应收账款占比较高。需重点关注应收账款、应收票据款项回收情况，包括账龄、欠款客户、坏账准备的分析，以及预付款和其他应收款对公司资金占用情况；对存货需关注贸易企业存货规模、周转情况及减值计提情况。此外，贸

易行业的企业普遍采用票据和信用证等方式进行结算，需关注货币资金中受限资金规模；由于大宗商品贸易企业应收、应付类资产占比一般较高，对资产流动性形成制约，主要客户的信用质量对企业资产质量影响较大，需重点关注。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，货币资金的规模及受限货币资金情况；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外，或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。

贸易企业长期以来主要通过高杠杆运行，债务负担较高，且资金需求主要用于日常业务运营，资金周转率要求较高，部分企业通过信用证及票据结算的方式减少资金占用，但对流动性资金需求普遍较高，过高的流动负债对企业生产经营的连续性和企业财务的流动性产生很高的要求。因此，

安融评级会重点关注企业短期债务占比，以及债务到期规模集中程度，另外，也需关注资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等整体债务水平对企业的信用水平产生的影响。

安融评级主要关注：净资产的稳定性和增长性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。

贸易企业具有商品采购数量大、销售周转快和毛利率低等经营特点，一般销售价格的回旋余地小，因此能否有效控制采购成本将直接影响企业的经营成本，影响企业的价格竞争力和销售收入，最终影响到企业的盈利能力。此外，贸易品种、贸易企业对上下游的议价能力、贸易企业提供附加服务的能力以及贸易商的代理级别等因素都将对毛利率水平产生影响。贸易企业盈利能力需重点关注净利润结构中非经常性损益占比、稳定性情况；贸易企业主业盈利能力、资产减值损失对利润侵蚀程度、投资收益及营业外收入规模及稳

定性。

安融评级主要关注：企业收入与成本、费用是否匹配，成本、费用变动趋势及支出的原则，非经常性损益对利润总额的影响程度，并由此分析和判断企业的盈利水平的可靠性和盈利结构的合理性，主要考察指标包括营业利润率、总资产报酬率、净资产收益率等。

#### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对贸易企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其它企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。此外，贸易企业经营活动现金流的分析也要考虑到季节性因素的影响。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性等。

## 5、偿债能力

贸易企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境、再融资便利条件等因素。对多数贸易企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为现金流的代表。贸易企业短期借贷行为比较频繁，短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金的需求而产生的短期银行借款，过度集中偿还会造成短期流动资金的紧张，产生短期偿债危机。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

## 6、或有事项

除对资本结构、资产质量、盈利能力和现金程度进行定量财务分析外，还考虑或有事项或隐性债务等其它因素对贸易企业偿债能力的影响。这些因素包括但不限于：担保情况是影响贸易企业偿债能力的重要因素。第三方提供的担保提高了贸易企业债务的安全性，但贸易企业为第三方提供担保则会对自身的偿债能力形成负面影响；企业自有土地等有形

资产抵押、收益权等无形权益质押等增信措施，也能对特定的企业债务提供一定程度的保障；或有事项所导致的或有义务只有符合会计准则规定的部分才作为预计负债在资产负债表里反映，还有一部分仅仅是在财务报表附注中进行披露；这部分或有义务构成了企业的隐性债务，包括未决诉讼、票据贴现和产品质量保证等。

安融评级主要关注：对外担保规模、担保比率、有无反担保措施、担保对象企业性质、是否民营企业、行业及区域集中度情况、被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件、历史风险事件的后续处理情况、减值准备是否充分计提及未决诉讼最新进展。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保和业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

##### 2、政府支持



根据企业性质、企业规模、服务对象、服务区域的不同，贸易企业在享受国家、地方政府外部支持方面存在较大差异。根据企业是否享有政府在资本金注入、资产/股权划拨、财政补贴或税收优惠等方面的持续支持；企业是否有政府明确担保且有政府救助历史；企业经济或政治地位是否重要，是否为政府重点扶持企业，综合判断企业可能获得政府支持力度度的大小。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的政策支持。

## 五、评级指标体系

表：贸易行业公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标   |
|------|------|--|
| 运营环境 | 经济环境 | 国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模、消费品零售总额、物价指数、国际收支状况；财政政策、货币政策、产业政策、法律制度、进出口政策等 |
|      | 行业政策 | 贸易行业当前执行的指导性产业政策和税收政策等，以及未来一段时间的政策导向等，以及可能对行业发展趋势、企业发展前景的影响程度                          |

|          |                 |   |
|----------|-----------------|---|
| 经营<br>实力 | 规模和<br>市场<br>地位 | 企业的销售规模；在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率和议价能力等   |
|          | 收入<br>结构        | 主营业务收入结构、盈利变动情况，业务多元化或单一经营的风险，贸易品种的多样性和周期性，并对销售利润率与宏观经济景气度变动趋势的一致性 or 背离度情况等  |
|          | 经营<br>模式        | 自营模式和代理模式占比、自营模式下的风险控制措施、代理模式下业务发生的真实性  |
|          | 采购与<br>销售       | 贸易企业的采购的稳定性和可持续性；合作供应商质量与数量、供应商的供应能力、供应稳定性、采购结算方式与结算币种、价格风险控制措施等。企业销售模式、销售价格、客户集中度及稳定性、下游客户中贸易商比重、下游议价能力、资金占用情况、回款情况、保证金追加制度是否完善等 |
|          | 管理与<br>战略       | 企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等                       |
| 财务       | 资产              | 资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性；   |

|      |      |   |
|------|------|---|
| 实力   | 质量   | 应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况等；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率 |
|      | 资本结构 | 财务杠杆水平、净资产的稳定性和增长性、债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度  |
|      | 盈利能力 | 企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率  |
|      | 现金流  | 企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性   |
|      | 偿债能力 | 短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA  |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策   |

|  |          |                     |
|--|----------|---------------------|
|  | 政府<br>支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持 |
|--|----------|---------------------|

# 高速公路行业信用评级方法

## 一、行业界定

高速公路属于高等级公路。中国交通部《公路工程技术标准》规定，高速公路指“能适应年平均昼夜小客车交通量为 25000 辆以上、专供汽车分道高速行驶、并全部控制出入的公路”。高速公路具有的自然特性为准公共性、网络经济性、区域垄断性、资金投入大、投资回报期长等。通行费是高速公路行业的主要收入来源，其征收标准根据国家政策、综合考虑车型、吨位、距离等因素来制定。

本评级方法适用的高速公路企业一般符合以下特点：

（一）主营业务为收费路桥（高速公路及其它各等级收费公路、桥梁及隧道）的运营与维护，并持有政府有关部门的特许经营协议；

（二）主要利润来源（50%以上）为收费路桥资产产生的车辆通行费收入，当评级对象高速公路业务的营业收入比重小于 50%时，其收入和利润应在所有业务中最高，而且均占到受评主体营业收入和营业利润的 30%及以上；

（三）已有收费路产处于营运状态，能持续带来比较稳定的现金流入。

本评级方法适用于高速公路行业企业（以下也称“评级对象”或“公司”）的主体长期信用评级，是对其偿债能力和偿债意愿的综合评估。

## 二、行业分析

## （一）行业特征

### 1、建设增速趋缓

过去十年，我国高等级公路快速增长，高速公路年通车里程平均增速约 15%。依据交通部发布的数据，2016 年我国新增高速公路 6000 多公里，总里程突破 13 万公里。2017 年我国将新增高速公路 5000 公里。交通基础设施投资力度将加大，公路、水运将完成固定资产投资 1.8 万亿元。同时，将强化规划引领，推进国家高速公路联网畅通，加快区际省际待贯通路段建设和交通繁忙路段扩容改造。预计未来我国西部地区的公路建设增速将高于东中部地区。

### 2、公益性特征将有所强化

收费公路政策的实施拓宽了公路建设投融资渠道，很大程度上促进了公路交通发展建设进程，但随着经济的增长，高额的物流成本对经济发展的阻碍也不断凸显出来。作为基础设施，公路在本质上具有公益性和公共性特征，随着公路建设需求的放缓和收费公路债务的不断清偿，未来收费公路在全国公路系统中的占比必将逐渐下降。

### 3、行业投资收益下滑

目前国内公路运输体系的骨架网络已基本形成，东部经济发达省份的路网发达程度已处于较高水平，未来新建公路的路网重要性不断下降，高收益的路产项目越来越少，同时不断上升的建筑材料成本、征地拆迁费用和运营费用，以及

费率下调预期将使新建路产项目的投资收益呈现下滑趋势。

#### 4、铁路分流影响进一步显现

近年，随着经济快速增长的需要，中国进一步提高和加快了铁路规划规模和投资建设速度。根据铁道部颁布的《中长期铁路网调整规划方案》，到 2020 年，全国铁路营业里程将达到 12 万公里，其中客运专线为 1.6 万公里。大规模铁路网的建设和开通将快速提高铁路系统的运力，进而对收费公路行业造成一定分流影响。

### （二）风险特征

1、高速公路面临来自铁路、民航、水运和低等级公路等交通方式，以及邻近的并行高速公路的竞争。

铁路在长途运输的成本上比高速公路拥有巨大优势。作为国家未来几年的重点建设领域，高速铁路建设大规模展开，城际铁路客运量快速上升，未来将分流一部分城际间的高速公路客流量，而高速铁路建成后将减轻原有铁路的负荷，置换出的铁路运力将增加铁路货运运力的投放。在运输总需求不变的条件下，更大的铁路运力投放必将对现有高速公路产生一定分流影响，抑制公路客货运输量需求的增长。但是从我国经济增速情况来看，运输总需求的增长速度将快于铁路建设的增长速度，因此短期内铁路对高速公路的分流效应体现将不会很明显。

与铁路相比，高速公路具有短途更加便捷的优势。因此



邻近的并行高速公路，以及低等级的非收费公路的建成通行则具有更直接的替代效应，将会产生明显的分流，对经营受影响的路产的高速公路企业的收入造成严重冲击。

2、建设重心向中西部迁移，债务融资需求较大，负债水平面临上升压力

中国高速公路建设除小部分依靠中央资金支持外，地方政府财政拨款和社会资金投资是各地高速公路建设的主要资金来源，其中债务性融资方式占比较大。随着国内公路网的建设重心转移到经济发展水平相对较低的中西部地区，当地地方政府自身的财政投资能力有限，项目建设对债务融资的依赖程度将进一步加大。预计未来债务性融资仍是高速公路建设资金的主要来源，高速公路行业负债水平可能进一步上升。

3、车辆通行费受收费政策影响较大，面临一定政策不确定风险

中国现有的高速公路中，95%依靠收费公路政策筹资修建，车辆通行费收入是其主要收入来源。根据《收费公路管理条例》，东部地区省份政府还贷公路收费期限不超过15年，中西部地区省份政府还贷公路收费期限不超过20年；东部地区省份经营性公路收费期限不超过25年，中西部地区省份经营性公路收费期限不超过30年。由于目前国家还没有出台收费年限到期后的具体政策，因此高速公路行业面

临一定的政策不确定风险。

### 三、评级思路

按照《安融信用评级有限公司评级方法总论》，安融评级对收费公路行业的评级思路是：从高速公路行业企业主体信用风险影响因素出发，遵循偿债能力和偿债意愿评估相结合、个体评级和支持评级相结合、定性和定量分析相结合的原则，运用业务发展状况和财务风险状况二维评级框架得出受评主体基础信用等级。

对受评主体的业务发展状况进行评估时，安融评级重点考虑的因素包括外部运营环境、公司治理和管理、公司经营竞争力、公司背景和外部支持四个方面；而对财务风险状况的评估，则主要从公司规模、营运能力、盈利能力、偿债能力和成长能力五个方面进行考察。

在分析各评级要素或子要素时，为保障评级标准的一致性，安融评级采用评分表工具，通过构建业务发展状况评估模型和财务风险状况评估模型，设置各评级要素的衡量标准和评分方法，并根据重要性原则，按照层级分解的方式由专家意见给出各子要素的评级权重，计算得出受评主体业务发展状况和财务风险状况各自的总评分，通过各自的映射关系得到业务发展状况等级和财务风险状况等级，最后通过评估矩阵，得出受评主体基础信用等级。

在此基础上，安融评级综合考虑对受评主体信用品质或

偿债能力产生重大不利影响或有利影响的事项（调整事项），对其基础信用等级进行调整得出受评主体参考信用等级。

#### 四、评级要素

##### （一）运营环境

##### 1、宏观环境

安融评级对宏观环境的分析主要关注宏观经济形势和发展趋势，以及行业对宏观经济的敏感度两方面，其最终目的在于评估宏观环境现状及未来变化趋势对高速公路行业信用风险的影响。

##### （1）宏观经济形势和发展趋势

宏观经济形势和发展趋势对所有行业的总需求和总供给都有着重要影响。高速公路行业需求主要来源于社会生活中的人员和物资的流通，与经济发展、基建投资、居民收入水平及货币政策等因素密切相关。在经济周期处于上升阶段时，社会投资需求增加且居民收入水平提高，带动高速公路消费需求上升，行业经济效益较好。此时，若国家配合推行宽松性货币政策，为企业创造了有利的融资环境，有利于高速公路企业经营发展。相反宏观经济下行、货币紧缩，不利于行业稳定发展。安融评级结合行业和受评主体的经营特征对宏观经济形势和发展趋势进行分析，考察的指标包括 GDP 增长率、固定资产投资增长率、居民收入水平及货币政策等。

##### （2）行业对宏观经济的敏感度

不同行业对宏观环境变化的敏感性不同，受宏观环境的影响程度也有差异，行业对宏观环境的敏感度越高，受宏观环境的影响越大。一方面，高速公路行业发展与宏观经济发展、基建投资和居民收入水平等密切相关，表现出明显的正周期特点；另一方面，由于大部分高速公路运输存在刚性需求，且收费价格稳定，从而使得高速公路行业经营及现金流均较为稳定，呈现出“经济上、行业上；经济下、行业挺”的特殊周期特点。因此，安融评级认为，高速公路行业属于弱周期性行业。

## 2、行业环境

安融评级认为行业整体状况会对业内企业信用风险产生一定的影响，安融评级对高速公路行业环境的评估主要包括产业政策、行业发展状况和发展趋势两方面。

### （1）产业政策

产业政策是国家为了促进国民经济的稳定协调发展，对某些行业进行一定形式的扶持或限制的政策，具体可分为鼓励发展、一般态度、限制发展和要求淘汰四种。安融评级认为，目前我国高速公路行业面临的产业政策为鼓励发展政策。

### （2）行业发展状况和发展趋势

行业发展状况主要依据行业景气度来判断，安融评级参考 DRC 行业景气监测数据库中公路运输业行业景气指数来判

断高速公路行业的发展状况，该指数全年高于 100 视为景气状态，越接近 200 反映该行业经济运行越景气；低于 100 则反映行业不景气，越接近 0 反映行业越低迷。行业发展前景分析是对行业因社会、经济、技术等方面的变化而进行的趋势分析，安融评级结合行业现状及专家经验对行业发展前景进行定性判断。

### 3、区域环境

我国高速公路行业具有明显的地域特征，是影响高速公路行业受评主体信用等级评估的重要要素。安融评级对高速公路企业区域环境的评估主要包括区域经济发展水平、人口密度及增长趋势、汽车保有量、物流运输业发达程度及区域高速公路里程密度五个方面。

#### (1) 区域经济发展水平

区域经济发展水平是高速公路未来收入增长的主要动力。一般而言，区域经济发展水平越高，交通基础设施越完善，物资及人员流通越畅通，车流量也较大。安融评级主要通过受评主体所处省或直辖市 GDP 总量及人均 GDP 两个指标来评判区域经济发展水平。

#### (2) 人口密度及增长趋势

人口密度及增长趋势为高速公路提供需求基础。在人口密度高且人口总数持续增长的地区，一般经济较为发达，可为车流量的增长提供稳定的需求基础。同时，人口密集地区

更适合发挥高速公路在中短途运输中的竞争优势，提高其抵御其他交通方式分流影响的能力。

### （3）汽车保有量

汽车保有量与高速公路市场需求密切相关。该指标主要考察汽车人均普及程度，汽车人均普及程度的高低决定了当地高速公路车流量的多少及未来增长的空间。一般来说，受评主体所处省或直辖市的汽车保有量越高的地区，高速公路车流量越大。

### （4）物流运输业发达程度

物流运输业的发达程度是影响高速公路需求的又一重要因素。一般来说，区域物流运输业越发达，货物运输量越大，对高速公路的需求越高。安融评级主要通过受评主体所处省或直辖市的货物运输量及增速来衡量物流运输业发达程度。

### （5）高速公路里程密度

高速公路里程密度越高，其服务范围越广、连接功能或枢纽作用越强，对车流吸引力越大，抵御其他交通方式分流影响的能力越高。

## （二）公司治理和管理

公司治理和管理是公司得以生存和长期发展的保障机制。安融评级对公司治理和管理的考察主要包括公司治理结构和管理机制的健全程度、治理和管理水平的高低、公司人

员素质情况等方面。

## 1、公司治理

公司治理是现代企业制度中最重要的机制，安融评级认为公司治理不仅包括公司股东、董事、监事及经理层之间的关系，也包括这些群体与其他利益相关者（如员工、客户、债权人和社会公众等）之间的关系。在评估受评主体治理状况时，安融评级不仅考察治理结构及运营的规范性，也考察其独立性和同业竞争的情况。

### （1）治理结构及运营的规范性

安融评级对公司治理结构和运营规范性的考察主要关注股东权益是否得到保障，董事会、监事会的构成以及股东（大）会、董事会、监事会的召开是否规范，独立董事是否发挥实质作用，信息披露是否及时、准确、完整，是否因为出现问题而被相关监管机构调查等方面的内容。一般情况下，安融评级认为，上市公司的治理结构及运营的规范性较一般企业要好。

### （2）独立性及同业竞争

安融评级关注受评主体的独立性以及公司与股东和关联方的同业竞争情况，防止出现公司股东、关联方合谋侵害其他利益相关者如员工、债权人等群体利益的情况。针对此项，安融评级主要评估的内容包括：①公司经营和财务方面的独立性；②近三年受评主体关联交易的金额及占比；③近

三年控股股东对公司资金的占用；④公司对股东资产购买频率和公允性；⑤公司高管人员在股东和关联方的兼职情况等。

## 2、公司管理

管理是决定企业经营成败的关键因素之一，安融评级重点考察管理制度设计、管理制度执行效果和公司战略三个方面。

### （1）管理制度设计

安融评级主要从以下几方面对高速公路企业管理制度设计的完整性和合理性进行考察：①是否制订了与公司经营相适应的包括收费管理、养护管理、安全管理和工程建设管理等环节的控制制度，并不断更新；②公司投融资管理和财务管理等制度是否健全规范；③公司是否建立了内部控制管理制衡系统。

### （2）管理制度执行效果

管理制度的执行效果是评判公司管理能力的关键，安融评级认为以下三个方面能够较为可靠地反映受评主体管理制度的执行效果：①公司是否对管理制度的执行进行定期评估和审查；②公司近三年各项活动是否达到管理制度的目标需求；③是否出现过因管理制度执行不力引发的风险事件或是受到相关监管部门的审查。

### （3）公司战略



高速公路企业主业较为突出，其未来战略是否围绕主业开展、未来发展方向是否符合国家的产业政策是衡量其战略合理性的主要指标；另外，高速公路企业的路产收费往往具有时间限制、并且有设计最大车流量限制，未来战略能否保证公司的可持续性发展和成长性也需考察。

### 3、人员素质

企业中高层管理人员的职业素质和职业能力也是影响企业经营利润的关键因素。安融评级对中高层管理人员素质的考察主要包括行业经验、行业影响力、学识水平、决策能力、过往三年的信用记录，以及社会背景和奖惩记录等。

#### （三）经营竞争力

经营竞争力是指企业长期生存与发展的能力，是受评主体信用等级评估最重要的要素。安融评级从业务多元化、路产规模、路产经营效益、路产竞争、剩余收费年限和通行费收入集中度六个方面来考察高速公路企业的经营竞争力。

#### 1、业务多元化

业务多元化有利于企业分散风险，充分利用资源，实现利润最大化。近年来，部分高速公路企业以现有的高速公路收费业务为中心，积极开拓新市场或开发新产品。

安融评级在分析高速公路企业业务多元化的时候，重点关注受评企业业务多元化程度及带来的经营效益，以及最近年度大类业务收入占主营业务收入比例大于 10%的种类、数

量等。

## 2、路产规模

对高速公路企业来说，路产规模的扩大有助于资产质量的提升，发挥路网优势。一般来说，拥有规模较大且较为完整的路产资源有助于提高企业抵御行业、地区和经营风险的能力，巩固其在服务区域内的垄断地位，且更易获得政府和金融机构的支持。安融评级重点关注受评主体旗下已通车高速公路里程数，规模越大，此项得分越高。

## 3、路产运营效益

路产资产运营效益的高低影响到受评主体的盈利能力和抗风险能力，是竞争优势的重要体现。安融评级重点从车流量饱和程度、车流结构、通行费收入/里程数三个指标对路产经营效益进行综合考量。

### （1）车流量饱和程度

车流量饱和程度反映了高速公路的使用效率。一般来说，饱和程度越高，车流量越大，高速公路企业通行费收入越有保证。

### （2）车流结构

由于不同类型车辆收费标准不同，车流结构是影响高速公路通行费收入的主要因素之一。因此在考察高速公路企业通行费收入稳定性及成长性时候需要对通行车流结构予以分析，车流量结构越稳定或者高收费标准车流量不断增长，

高速公路企业通行费收入越有保障。

### （3）通行费收入/里程数

对高速公路企业来说，当单位高速公路里程可获得的通行费收入越高，该路产运营效益越好。

## 4、路产竞争

一般来说，高速公路企业通常在某个区域垄断性较强，但高铁、平行公路等竞争线路开通会直接影响高速公路的通行量，进而影响企业的通行费收入。道路分流越严重，企业竞争力越弱。安融评级重点关注铁路、临近收费公路的建设、费率变化以及替代性非收费公路的分流影响。

## 5、剩余收费年限

安融评级在考察这一因素时主要关注受评主体旗下高速公路的剩余收费年限，剩余年限越长，未来收入的可持续性越有保障。

## 6、通行费收入集中度

通行费收入集中度主要考察高速公路企业对旗下某条或少数几条高速公路的依赖程度。企业通行费收入的来源越分散，其对单一路产依赖度越低，抵御风险能力则越强。

### （四）公司背景和外部支持

安融评级对公司背景的分析主要侧重于股东（或实际控制人）实力分析，一般情况下，股东（或实际控制人）实力越强，公司可能获取的潜在支持越大。外部支持主要考察公

司获取股东（或实际控制人）支持的可能性以及支持力度，其对公司经营非常重要，甚至构成部分公司的主要竞争优势。

### 1、股东背景

股东是公司最重要的利益相关者，其通过资本补充、业务拓展等多方面对受评主体发挥着重要的影响，股东出资能力越强、社会资源越多，能够给予受评主体的实质性支持也可能更多。安融评级认为，通常情况下，国家股股东或国有法人股东较一般法人股东和自然人股东有更强的出资能力和广阔的社会资源。

### 2、股东支持

安融评级主要从三个方面考察股东对受评主体可能的支持：（1）公司对于控股股东的重要性；（2）控股股东持股比例及最近的持股变化；（3）近三年股东在资本补充、业务拓展等方面对受评主体实际的支持情况。一般而言，控股股东持有受评主体的股权比例越高，或是受评主体对控股股东战略意义越重要，过往支持案例较多，受评主体受到控股股东支持的可能性则越高。

## 五、财务风险状况评估要素分析

安融评级对受评主体财务风险状况的评估主要从公司规模、营运能力、盈利能力、偿债能力和成长能力五个方面进行分析。公司规模既是公司以往经营业绩的积累，也是公

司未来抗风险能力的重要保障。公司规模代表公司的经营实力和竞争优势，较大规模的公司，通常与其抵抗市场风险能力强的特性相关，也能获得更多的外部支持。营运能力反映企业资源的利用效率，营运能力越强的企业，资源运转效率越高，产出效应越大。盈利能力是指企业获取利润的能力，其决定了企业长期发展的基础，是偿债能力的根本保障。偿债能力是指企业用经营活动产生的现金、资产变现以及融资等方式清偿债务的能力。成长能力是指企业发展趋势与发展速度，反映了企业未来的发展前景。在选择各评估指标时，安融评级遵循重要性、全面性和非相关性（或相关性较弱）原则。

### （一）公司规模

对于公司规模，安融评级选择近三年平均营业收入、最近一期总资产、近三年平均扣除非经常性损益的净利润进行衡量。营业收入是企业在生产经营活动中，因销售产品或提供劳务而取得的各项收入，是企业取得利润的来源以及现金流入的基础，关系到企业再生产活动的正常进行。总资产是企业拥有或控制的能够带来经济利益的全部资产，是企业获得营业收入的基础及偿还债务的重要保障，其规模越大，经营及资本实力越强。净利润是企业经营的最终成果，净利润高，表示企业的经营效益和盈利水平好。

### （二）营运能力

营运能力分析指标主要有应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率。考虑到高速公路企业资产以路产资产为主，主要集中在存货、固定资产、在建工程及无形资产中，安融评级选取总资产周转率来考察高速公路企业的营运能力。

总资产周转率体现企业在一定期间全部资产从投入到产出周而复始的流转速度，可以全面反映企业全部资产的管理质量和利用效率。

### （三）盈利能力

盈利能力指标主要包括综合毛利率、营业利润率、成本费用利润率、总资产报酬率和净资产收益率。基于重要性、全面性和非相关性（或相关性较弱）原则，从债权资本角度，安融评级主要选取受评主体最近一年的营业利润率和总资产报酬率对受评主体的盈利能力进行评估，其中营业利润率从业务收入的角度评价企业的获利能力，而总资产报酬率是从企业整体可动用资源的角度评价企业的整体获利能力。在实操过程中，如遇到的单一企业非经常性损益较大，则要扣除非经常性损益后计算营业利润率。

### （四）偿债能力

安融评级对企业偿债能力的评估主要从两方面着手。首先，我们考虑在受评主体持续经营的情况下，用企业资产和经营过程创造的收益和现金逐步偿还债务的能力，主要选取

的评估指标有：负债总额/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、经营性净现金流/负债总额。其次，在现金不足的情况下，企业可以通过处置资产获得偿付债务所需的现金，因此，安融评级也关注资产对债务的保障程度，考虑到高速公路企业资产以非流动资产为主，选取资产负债率作为评估指标。

#### （五）成长能力

成长性分析的目的在于观察企业在未来一定时期内的经营能力发展状况。成长性比率是衡量企业发展速度的重要指标，一般的衡量指标主要有总资产增长率、固定资产增长率、营业收入增长率、净利润增长率等。考虑到高速公路企业路产资源对企业的重要性，安融评级主要关注的成长性指标有营业收入增长率、净利润增长率及固定资产增长率。在考察固定资产增长率指标时，如企业有路产资产如收费权等反映其他会计科目上，也应一并考虑。

#### （六）调整事项

调整事项是指未包含在评级框架之内的事件，或这些事件对企业的影响难以用一般的信用分析框架进行评估，这些事项一旦发生，将对受评主体的信用品质或偿债能力产生重大不利或有利影响。因此，安融评级将这些因素作为受评主体基础信用等级的调整事项，根据该事件对受评主体影响的程度，直接下调或上调一个甚至多个级别，具体的调整事项分类如下：

表:高速公路企业主体财务风险评估指标体系

|   |
|---|
| 可能下调级别的重大事项   |
| 1、公司所处的外部经营环境发生重大不利变化，将对公司经营产生巨大影响；   |
| 2、相关事项表明公司治理和管理存在严重问题；  |
| 3、公司对重要下属子公司为相对控制，存在较大的失去重要子公司的风险；  |
| 4、公司及控股股东、实际控制人、董事、监事、高层管理人员有违法或重大不诚信记录，具体包括虚假出资或抽逃注册资本金，逃漏税行为及其它重大违法违规行，近三年受过重大刑事处罚； |
| 5、公司法定代表人已变更成外籍，且存在变现资产逃离国内的风险；   |
| 6、公司实施的战略投资额大，且实施战略的已投资较多，战略实施失败的可能性很大，预计该失败将给公司带来巨大负面影响；                             |
| 7、审计意见为非标准无保留意见，或经过现场调研，发现公司财务信息存在重大作假嫌疑；   |
| 8、企业信用报告显示公司有不良贷款或欠息（非第三方原因），或存在担保违约记录；   |
| 9、公司对外担保占净资产的比重在 80%及以上，且没有反担保措施，担保代偿风险较大；  |
| 10、公司历年受到的行政处罚和未决诉讼性质严重，预计将影响公司的可持续经营；  |



|   |
|---|
| 11、其它对公司信用品质或偿债能力产生重大不利影响的风险事项。                             |
| 可能上调级别的重大事项   |
| 1、公司所处的外部经营环境发生重大有利变化，将对公司经营产生巨大影响；                         |
| 2、存在未在财务报表中体现的重大资产注入或资产重组事项，且预计将明显改善公司盈利水平；                 |
| 3、存在未在财务报表中体现的股票上市（或重要子公司、参股公司上市）事项，且预计将较大程度提升公司的资本实力或盈利水平； |
| 4、存在未在财务报表中体现的定向增发事项，且预计将较大程度地增强公司资本实力并降低偿债压力；              |
| 5、其它对公司信用品质或偿债能力产生重大有利影响的事项。                                |

## 六、评级指标体系

表：高速公路企业经营发展状况评级指标

| 一级指标   | 二级指标 | 三级指标  |
|--------|------|---|
| 外部运营环境 | 宏观环境 | 宏观经济形势和发展趋势、业对宏观经济的敏感度                        |
|        | 行业环境 | 产业政策、行业发展状况和发展前景                              |
|        | 区域环境 | 区域经济发达程度、人口密度及增长趋势、汽车保有量、物流运输业发达程度、区域高速公路里程密度 |

|           |          |                        |
|-----------|----------|------------------------|
| 公司治理和管理   | 公司治理     | 治理结构及运营的规范性、独立性及同业竞争   |
|           | 公司管理     | 管理制度设计、管理制度执行效果、公司战略   |
|           | 人员素质     | 中高层管理人员素质              |
| 经营竞争力     | 业务多元化    |                        |
|           | 路产规模/竞争  |                        |
|           | 路产经营效益   | 车流量饱和程度、车流结构、通行费收入/里程数 |
|           | 剩余收费年限   |                        |
|           | 通行费收入集中度 |                        |
| 公司背景与外部支持 | 公司背景     |                        |
|           | 股东支持     |                        |

表：高速公路企业主体财务风险评估指标体系

| 一级指标 | 二级指标  |
|------|---|
| 公司规模 | 近三年平均营业收入、总资产、近三年平均扣除非经常性损益的净利润                     |
| 营运能力 | 资产规模、总资产周转率   |
| 盈利能力 | 主营业务收入增长率、利润总额、营业利润率、总资产报酬率、负债总额/EBITDA、EBITDA 利息保障 |

|      |                                 |
|------|---------------------------------|
|      | 倍数、经营性净现金流/负债总额                 |
| 偿债能力 | 资产负债率                           |
| 成长能力 | 营业收入增长率、扣除非经常性损益的净利润增长率、固定资产增长率 |

# 水务行业信用评级方法

## 一、行业界定

根据国民经济行业分类（GB/T4754-2017），水务行业为从事水的生产和供应企业的统称，具体包括：（1）自来水生产和供应，指将天然水（地下水和地表水）经过蓄集、净化达到生活饮用水或其他用水标准，并向居民家庭、企业和其他用户供应的活动；（2）污水处理及其再生利用，指对污水污泥的处理和处置及净化后的再利用活动；（3）海水淡化处理，指将海水淡化处理，达到可以使用标准的生产活动，以及对雨水、微咸水等类似水进行收集、处理和利用的活动；（4）其他水的处理、利用与分配。

水务行业涉及延伸的链条较长，处于链条不同位置的水务企业，对其自身信用水平评价时考虑的因素也有所差异。本评级方法所指水务企业是指销售收入或利润贡献 50%以上来自于自来水生产和供应、污水处理及利用、海水淡化处理以及其他水的处置和利用的企业。

## 二、行业分析

从水务行业的发展历程及水务企业运营特点来看，水务行业具有以下特征：

### （1）区域垄断性

作为国民经济重要的基础产业和市政公用事业的重要组成部分，水务行业具有较强的自然垄断性，受经济周期波动影响较小。供排水设施的投资建设多为当地政府主导，水

务行业作为一项公用事业，其产品和服务价格由地方政府审定和监管。长期看，水资源的稀缺性决定了价格上涨的趋势。

## （2）地域局限性

自来水不像其他商品可以远距离运输并在各地市场上流通，水务市场具有区域性，水务企业只能在其供排水管网覆盖的范围内提供产品或服务，所以在某个地区范围内一般形成相对独立的区域性市场。

## （3）产品或服务的需求弹性小

自来水是人们日常生产和生活不可缺少的，因此水务行业的需求是典型的刚性需求。

## （4）社会公共性

水务行业为全社会提供最基本的服务，保证居民生活用水、工业生产和城市建设用水等，这种社会公共性也决定了政府对水务行业的监管是必不可少的。

## （5）进入壁垒高

从事水务服务的企业必须获得政府的特许经营权，水务项目的获得、转让和运营必须在政府的监督下进行，行业进入壁垒较高。中央加强了对地方政府性债务的管理，鼓励社会资本通过特许经营等多种方式参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营，未来水务行业市场化程度将不断提高，但仍将保持较高的行业进入壁垒和较强的政府管制。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对水务行业的评级思路是：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。

### 四、评级要素

#### （一）经营环境

## 1、宏观经济

依据宏观经济变化对评级对象产生影响及传导机制，判断宏观经济政策对企业获取现金流能力的影响方向及程度。通过对水务企业所在区域的经济总量、结构、增长速度，地方政府的财政实力及城镇化率、人口密度等的考察，来衡量水务企业的稳定性及发展空间。

安融评级主要关注：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。

## 2、区域经济

区域经济发展水平决定了区域水务市场的容量以及水务项目的建设水平。一般来说，地区经济越发达、人口密度越高、企业数量越多，当地水务市场的需求总量就越大，水务项目执行的技术标准也越高。而且，经济发达地区的人均收入通常较高，居民对水价上涨的承受能力也较强。

安融评级主要关注：地区经济总量、地区 GDP 增速、人均可支配收入、人口密度、城镇化水平和产业配套效应等。

## 3、水资源禀赋

水资源禀赋对水务企业的生产运营有着较大影响。水资源的丰富程度影响到取水量及成本，水源的水质好坏影响到水处理成本，水务项目所处地理位置对输配水管网建设成本也有着很大影响。



安融评级主要关注：水资源储量和水质、海水淡化处理等要素。

#### 4、水务政策

水务公司属于公用事业领域，受行政政策干预影响大，水务政策涉及方面主要包括水务经营体制、水务价格、饮水和污水排放标准及地区供水、排水等管理政策等。水务经营体制多为改制的国有独资企业，或未改制的国有事业单位。水务定价采取行政定价机制，水务价格对企业的经营效益存在直接影响。饮水和污水排放标准的变动，对水务行业的成本存在直接影响。

安融评级主要关注：水务企业的经营体制、地区现存水务价格及未来上涨的可能性、水价计费标准、水务收费和计算方式；饮水标准、污水排放标准；地区政府对工业自备水源的管控政策、地区政府对工业河道自行排放的管控政策等。

### （二）经营实力

#### 1、水处理能力

水务基础设施投资规模较大、投资回收期长，具有较强的规模经济效益。一般来说，水务企业运营的水务项目越多、拥有的水处理能力越强，其收入和现金流越充裕，市场竞争力也越强。

安融评级主要关注：供水总量、污水处理总量、供水能

力、污水处理能力、服务人口数量、管网长度、管网覆盖面积和在建供（排）水能力等。

## 2、市场地位

市场份额是反映水务企业在全国或地区市场地位的核心指标。水务企业建设和运营水务项目必须取得当地政府的经营许可，业务具有较强的区域专营性。通常情况下，市场份额高的水务企业具有更强的市场综合竞争力，也更容易争取到来自股东及政府在资源、资金和政策等方面的支持。

安融评级主要关注：通过水务企业水处理能力（或总量）占全国或当地水处理能力（或总量）的比重来考察该企业的市场份额；水务企业近年来市场份额的变化情况；水务企业的竞争力及变化趋势等。

## 3、企业运营效率

一般情况下，供水企业产销差率、漏损率越低，污水处理企业的负荷率和处理率越高，表明其运营效率越高，越有助于企业提高收入和利润水平。另外，服务区域水处理普及率的高低、配套管网的建设水平等也是影响水务企业运营效率的重要因素。

安融评级主要关注：供水企业的产销差率、漏损率、水质合格率等；污水处理企业的负荷率、污水处理率等。

## 4、治理结构

通过分析企业治理结构是否健全、部门设置是否合理、

机构运行是否顺畅、决策机制中主要构成人员与政府的关系等因素来判断组织架构和企业决策机制是否有利于企业迅速对变化做出正确的反应。

安融评级主要关注：公司治理结构及制度、部门设置和组织架构等。

## 5、战略与管理

水务行业作为一项公用事业，具有利润率低，投资回收期长的特征，且水价调整的滞后导致一部分水务项目达不到预期的内部回报率。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。

安融评级主要关注：企业的战略规划是否符合行业发展趋势，战略制定的合理性及可行性等方面。

### （三）财务风险

#### 1、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。对于水务企业而言，资产整体偏重非流动资产：固定资产主要包括水库、制水厂、污水处理厂、供水和排水管网等，这类资产变现能力

较弱，应关注固定资产折旧方式和资产的成新率。作为对水务建设配套，土地（一般计入无形资产，也有把其放入存货中）和股权资产也是资产的重要组成部分，应关注土地资产性质及用途、股权的类型（上市/非上市）、土地和股权评估方法、入账价值和资产保值情况等。此外，由于水务承担部分政府基建职能，因此与地方政府也会形成一部分往来款。

安融评级主要关注：应收账款占比、资产变现能力、固定资产折旧方式和资产的成新率、股权资产和无形资产评估、其他应收款的额度、账龄、坏账计提比例以及公司与政府往来偿还安排（需要相关政府支持文件）。

## 2、资本结构

企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高。（1）企业债务和权益占比情况。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高；（2）企业自身债务和政府性债务占比情况。政府性债务主要针对公司公益性水务项目而言，虽然借贷主体为企业，但是实际偿还资金来源于政府，因此政府性债务越高，企业自身需要负担的债务越轻；（3）企业所有者权益中，注资的形式（货币资金、实物和土地使用权等无形资产）、性质（经营性资产、非经营性资产）及稳定性。

安融评级主要关注：长期债务结构、全部债务资本化比

率、长期债务资本化比率和资产负债率等。

### 3、盈利能力

水务企业的经营性相对较弱，但由于非市场化定价机制，加之水务公司资产中固定资产占比较高，折旧成本大，且又承担不产生收益的水务工程建设以及管网维护等公益事业，因此，水务企业的自身盈利偏弱。

安融评级主要关注：主营业务利润率、净资产收益率、总资本收益率和利润总额等。

### 4、现金流

水务企业中，经营活动现金流入一方面为水务收入，另一方面表现为政府各项资金的拨付，一般在“收到的其他与经营活动相关的现金流量”或者“收到的其他与投资相关的现金流量”中体现。

投资活动对于水务企业大多反映现金流出，因此，投资活动现金流出的大小，取决于水务企业的承担水务项目的投资大小。

筹资活动，大多水务企业的主营业务收入现金实现质量较高，加之水务非付现的折旧摊销成本较大，因此公司筹资活动对短期营运资金需求不大。水务公司筹资活动主要是弥补投资活动建设资金的需求。

安融评级主要关注：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等。

## 5、偿债能力

偿债能力度量评级对象财务风险及偿还债务能力，是判断企业财务风险的关键指标。在对水务企业自身偿债能力的分析中，应依据对企业运营效益分析的结论，结合企业债务的期限结构安排，衡量企业未来盈利及经营性现金流对资本支出和债务的保障程度。

安融评级主要关注：流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、现金类资产/短期债务（倍）等，全部债务/EBITDA等。

### （四）外部支持

我国水务企业多为国有企业，大部分水务企业得到了地方政府或股东不同程度的支持，具体支持形式有资本金注入、财政补贴和资产划拨等。考察水务企业获得的财政补贴金额、地方政府财政支出中用于水务基础设施的建设资金规模和所占比重，可以在一定程度上反映出当地政府对水务企业和水务项目的重视程度。水务企业的外部性较强，其运营通常对财政补贴等政府支持有一定的依赖。地方财政实力越强，对水务企业的支持力度和财政补贴通常也越高。可以通过公共财政预算收入、本级可支配财力等指标判断。

安融评级主要关注：股东资本金注入、政府财政补贴及

资产划拨等。

## 五、评级指标体系

表 1：水务行业指标体系

| 一级指标 | 二级指标  | 三级指标  |
|------|-------|---|
| 经营环境 | 宏观经济  | 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  |
|      | 区域经济  | 地区经济总量、地区 GDP 增速、人均可支配收入、人口密度、城镇化水平和产业配套效应等   |
|      | 水资源禀赋 | 水资源储量和水质、海水淡化处理等  |
|      | 水务政策  | 水务企业的经营体制、地区现存水务价格及未来上涨的可能性、水价计费标准、水务收费和计算方式；饮水标准、污水排放标准；地区政府对工业自备水源的管控政策、地区政府对工业河道自行排放的管控政策等 |
| 经营实力 | 水处理能力 | 供水总量、污水处理总量、供水能力、污水处理能力、服务人口数量、管网长度、管网覆盖面积和在建供（排）水能力等   |
|      | 市场地位  | 通过水务企业水处理能力（或总量）占全国或当地水处理能力（或   |

|      |        |   |
|------|--------|---|
|      |        | 总量)的比重来考察该企业的市场份额;水务企业近年来市场份额的变化情况;水务企业的竞争力及变化趋势等                                     |
|      | 企业运营效率 | 供水企业的产销差率、漏损率、水质合格率等;污水处理企业的负荷率、污水处理率等  |
|      | 治理结构   | 公司治理结构及制度、部门设置和组织架构等  |
|      | 战略与管理  | 企业的战略规划是否符合行业发展趋势,战略制定的合理性及可行性等   |
| 财务风险 | 资产质量   | 应收账款占比、资产变现能力、固定资产折旧方式和资产的成新率、股权资产和无形资产评估、其他应收款的额度、账龄、坏账计提比例以及公司与政府往来偿还安排(需要相关政府支持文件) |
|      | 资本结构   | 长期债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率等   |
|      | 盈利能力   | 主营业务利润率、净资产收益率、总资本收益率和利润总额等   |
|      | 现金流    | 经营性现金流的构成、流量及其稳定性、评级对象未来  |



|      |         |   |
|------|---------|---|
|      |         | 投资规模的大小；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等     |
|      | 偿债能力    | 流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、现金类资产/短期债务（倍）等，全部债务/EBITDA等 |
| 外部支持 | 地方政府或股东 | 股东资本金注入、政府财政补贴及资产划拨等                            |

# 房地产行业信用评级方法

## 一、行业界定

房地产是指房产和地产的总称，包括土地和土地上永久建筑物及其所衍生的权利。房产是指建筑在土地上的各种房屋，包括住宅、厂房、仓库以及办公用房等。地产是指土地及其上下一定的空间，包括地下的各种基础设施、地面道路等。

本评级方法适用于从事土地的开发和再开发、房屋的开发和建设、房地产的经营和物业管理等为一体的房地产公司信用评级。

## 二、行业分析

随着中国城市化进程的加速，近年来我国房地产行业实现了快速发展，但我国的房地产行业尚存在企业分化加剧、区域风险不平衡和公司治理不完善等问题。房地产行业具有资本密集型、受政策影响大和周期性等行业特点，我国房地产行业特点主要包括以下几个方面：

### （一）区域风险不平衡

房地产受到地区的经济发展状况、人口、人均收入水平影响，存在差异，其对房屋的需求也不尽相同，房屋的销售价格受当地区域市场供求关系的影响较大。在中国一线城市及二线核心城市，居民收入水平更高，人口尤其是潜在购房人口向一线城市聚拢现象明显，使得上述城市在房地产需求中表现更为强劲。三、四线城市由于人口导入能力较差，以

及过去几年房地产行业过度供给导致供给失衡进而出现了区域风险。

## （二）企业分化

随着房地产行业竞争格局日趋激烈，并逐步进入到品牌竞争阶段，行业集中度呈现显著提升。大型房地产企业销售金额及销售面积提升较快，行业延续强者恒强的竞争格局，未来集中度将持续上升。大型房地产企业在土地获取、融资成本降低和行业人才等多方面具有优势，而大量的中小房地产企业由于自身实力有限，自身经营压力将越来越大，未来中小企业兼并及收购案例不断增加。

## （三）土地储备规模及价格

土地储备直接反映了房地产开发企业未来的发展潜力和潜在的业务增长空间，因此土地储备量是衡量住宅开发企业规模实力、经营增长状况或成长性的指标之一。较大的土地规模储备也意味着更大的资源占用，意味着形成更多存货的可能，在地价长期涨幅低于企业融资成本时，单纯依靠持有土地升值的盈利模式将不再具有可持续性。同时土地获取成本较高将降低企业产品定价的灵活性，不利于加快周转速度，在行业低迷期企业将面临较大的经营压力，可能错过良好的发展机遇。

## （四）开发周期长、资金密集度高

房地产项目的土地取得、施工建造等环节需要房地产公

司投入大量的资金。由于房地产项目开发周期长，投入资金规模大且补充土地储备，为房地产公司带来了持续的资金需求，房地产行业的资金密集程度较高，对行业内企业的资金管理和融资能力有较高的要求。

#### （五）政策管控程度高

房地产行业与国民经济的许多行业都有着密切关系，具有很强的产业关联性，且其价格波动对人民物质生活水平有重大影响，政府对房地产市场的关注度较高，经常通过货币政策、土地政策、信贷政策、财税政策、行政调控政策等手段对房地产市场的运行进行调控，房地产公司受宏观调控的影响较明显。

#### （六）周期性

投资者的购房需求受宏观经济环境波动影响较大，且政府依据宏观经济运行情况在政策监管、购房利率、房地产开发贷款融资利率、银行贷款资金流向等多个方面都会对房地产行业施以监控，房地产行业周期性较强。

### 三、评级思路

房地产开发是房地产行业的重要组成部分，受到房地产行业周期性影响。同时，人口数量、人口年龄结构以及人口空间分布的变化是影响房地产行业发展的基本因素。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。

#### 四、评级要素

安融评级对房地产行业信用风险的考察因素主要从公司经营环境、运营能力、财务实力、外部支持和或有事项几个方面分析。

##### （一）公司经营环境

##### 1、政策环境

国家对房地产行业的调控政策主要通过开发商和购房者两个途径传导。对房地产行业影响较为关键的政策有：货币政策、土地政策、信贷政策、财税政策和行政调控政策等。对开发商的调控政策主要包括控制开发用地投向和控制银行向开发商发放贷款等；对购房者的调控政策主要包括控制购房资格和差别化信贷等。

##### 2、经济周期

国民经济的发展水平决定着房地产行业的发展水平，房地产市场的发展和宏观经济呈现出明显的正相关关系，当宏观经济周期处于上升阶段时，房地产行业处于景气阶段，当宏观经济周期处于下行甚至严重衰退阶段时，房地产行业将

处于调整阶段。

### 3、行业竞争

行业竞争格局对房地产公司的市场份额和盈利水平产生影响。安融评级对房地产行业整体的考察主要包括房地产行业的竞争格局，主要项目分布地区的其他开发商楼盘数目、品质、定价策略等，不同地区及同一地区不同区域土地成交价格变动等。

### 4、区域分析

我国房地产市场具有较大的地区差异性，各个地区的房地产市场因经济发展状况、居民收入水平、土地供应状况和地方性政策法规等不同而存在较大差异。安融评级对房地产行业商品房开发业务的分析主要关注房地产公司在售项目、在建项目、拟建项目、预售条件和土地储备的区域分布及对应区域内的政策环境和经济发展情况。

### 5、供需及价格变动

不同层级城市库存压力的严重分化直接影响各城市供需，从而进一步带动价差的拉大。目前来看，一线及热点二线城市商品房待售面积规模不大，存销比较小；三四线城市则面临较大去化难度。价格方面亦呈现分化格局，商品房销售价格具有政策敏感及周期性特点。安融评级对房地产行业供需及价格变动的分析主要关注：(1)商品房待售面积、存销比；(2)商品房签约销售面积及签约销售金额；(3)新开工

面积及房地产开发投资额。

## 6、项目分布

项目分布在较大程度上决定了的房地产企业未来收入和盈利水平的稳定性。在我国一、二线城市的人口及经济规模决定其投资价值吸引力较高，中心城区由于就业环境及基础设施成熟、土地资源稀缺，价值支撑力度较强，而三、四线城市就业环境和基础设施相对较弱、土地资源相对充裕，价值支撑力度较弱。

安融评级对房地产企业评级时在项目分布方面主要关注：(1)企业项目所在城市能级情况及各能级城市项目占比情况；(2)项目所处城市库存情况；(3)项目在城市中心及外围区域的分布情况；(4)企业商品房的平均销售价格。

### (二) 公司运营能力

#### 1、房地产开发

对商品房开发业务的考察主要侧重考察公司的项目情况，按照时间的节点分别考察公司的在售、在建和拟建项目（包括土地储备）的区域分布、产品结构和资金流转情况，以测算公司的资金压力和盈利性。此外，由于规模、品牌实力以及融资能力对房地产公司的长期发展影响较大，也是对房地产公司商品房开发业务重点考察的内容之一。

#### 2、规模及品牌实力

一般来说，规模大的房地产公司一般具有较多的项目开



发经验和较强的开发管理能力，能够拥有较高的市场占有率和获得更多的政府和金融机构支持，对房地产公司的市场竞争地位有重要影响，规模越大的企业越能抵御经济周期的影响，盈利能力和现金流更加稳定。安融评级对房地产企业评级时在规模方面主要关注：（1）总资产；（2）签约销售金额；（3）项目分布情况；（4）行业排名及市场占有率。

品牌是企业综合实力的外在体现。对于区域性特征明显的房地产行业而言，开发商在当地市场的知名度是人们购买房屋考虑的重要因素之一，对该指标的衡量主要分析公司市场占用率和区域分布等因素。

### 3、土地获取能力及土地储备

土地储备是决定房地产公司能否健康持续发展的重要因素，企业土地储备量的大小应该与自身的实力和开发规模相适应。对土地储备的分析主要考察公司土地储备规模、成本和质量三个方面：（1）土地储备规模指土地储备面积除以最近一年销售总建筑面积的值，该指标表明在不进一步购买土地的情况下，现有土地储备可支持公司开发活动的年数。

（2）土地储备成本是指公司土地的取得方式包括招拍挂、划拨、协议转让等，取得方式的不同对公司取得土地成本产生较大影响，这将影响到公司未来销售利润率。（3）土地储备质量主要从土地性质、开发程度、区域分布、计划用途、抵质押情况等方面进行分析。土地储备能力由企业资金实

力、公开市场招拍挂及收购能力、开发实力和战略合作方实力等因素共同决定。

安融评级对房地产企业评级时在土地储备获取及储备规模方面主要关注：(1) 资金实力及现金流情况；(2) 公开市场招拍挂能力及收购能力综合考量；(3) 土地储备的整体规模；(4) 土地储备可供使用年限即持续性指标；(5) 土地储备的平均楼面价，土地均价/销售均价；(6) 企业获取土地的平均溢价水平；(7) 土地储备分布情况。

#### 4、融资能力

银行信贷资金是房地产公司开发资金的重要来源，房地产公司的合作银行数目、与银行合作关系的稳定度、授信额度及其使用情况、融资期限结构在很大程度上决定了房地产企业的融资能力。随着房地产行业的不断发展，一些大型房地产企业在获取银行资金的同时，还能通过股票、债券和信托等方式筹集资金，因此，融资渠道的多样性也是决定房地产企业融资能力的重要因素。安融评级对房地产企业融资渠道的分析主要关注在公司股东支持情况、银行以外的融资渠道及各渠道历史融资规模等因素。其中，对股东支持情况的分析主要着眼于股东资本实力和股东对公司的重视程度及定位。

#### 5、项目情况

对房地产开发企业的项目情况分在售项目、在建项目和

拟建项目三个层面来考察。

(1) 对在售项目，主要分析公司在售项目的类型、品质、地域分布和销售情况。对在售项目销售情况的考察可从项目资金回笼规模、收入结转规模、可供出售面积、销售价格及波动性、分期销售策略、区域内其他楼盘销售情况等方面着手。

(2) 对在建项目，主要分析公司在建项目的类型、品质、地域分布、施工进度、施工单位情况、工期、预计预售日期、建筑面积、建设资金缺口及资金来源等方面。

(3) 对拟建项目，主要分析公司拟建项目的类型、品质、计划总投资规模（包括地价）、计划开工日期和建设资金来源等方面。

我司主要从资金流转和收入保障角度来考察房地产公司项目情况，房地产公司项目建设资金主要来自在售项目回笼资金、存量自有资金和外部融资三个方面，通过对房地产项目类型、品质、地域分布和销售情况的分析最终是为了测算房地产公司的资金回笼速度和后续可回笼资金规模，而对在建、拟建项目的分析一方面是为了衡量房地产公司的未来收入持续性，另一方面也用于测算未来公司的资金支出规模，结合公司尚可回笼资金的规模和速度可用于判断公司资金压力和收入的持续性。

## 6、开发成本

房地产业主要成本包含土地成本、建设成本以及融资成本。土地成本是房地产行业最为重要的成本，不断攀升的土地成本在较大程度上降低了房地产行业的盈利水平；建设成本主要包括建筑材料成本和人工成本，其中人工成本的不断上行为房地产企业的成本控制带来一定压力。安融评级对房地产行业成本变动的分析主要关注：(1) 不同地区及同一地区不同区域土地成交价格变动；(2) 钢铁、水泥等建筑行业原材料的价格变动；(3) 建筑行业工人劳动报酬水平变动。

#### 7、库存去化及招商能力

住宅开发企业的去化能力及商业地产开发企业、产业地产开发企业的招商能力是房地产企业评级中的重要因素。安融评级对房地产企业评级时在住宅去化能力及招商能力方面主要关注：(1) 企业项目开发和销售策略，开盘时点、单位时间内去化等指标的制定和执行情况；(2) 企业的整体签约销售规模；(3) 企业已销售未结算的规模；(4) 商业项目的出租率和租金水平；(5) 品牌库建设情况；(6) 产业地产企业招商团队的专业水平，与产业企业的合作紧密度。

#### 8、公司战略与管理

战略对房地产企业的信用风险水平的影响是根本性、全局性和长远性的。安融评级对房地产企业评级时在公司战略与管理方面主要关注：(1) 企业当前战略是否符合自身行业地位，现有资源是否可以支撑；(2) 企业当前战略是否符合

国内房地产业发展规律，是否符合国家产业政策导向；(3) 企业战略执行是否到位，公司现有的人员、制度及管理方式是否支撑战略实现；(4) 股权结构及股权集中度；(5) 董事会有效性；(6) 实际控制人对企业日常经营的影响力，职业经理人团队建设情况；(7) 公司治理结构对债权人权利的保障程度等。

## 9、保障性住房开发

由于保障性住房具有社会公益性特点，对保障性住房开发业务的分析包括保障性住房项目的建设资金来源，项目建成后的盈利模式等方面。保障性住房的盈利模式主要包括房地产公司自行销售和政府统一回购两类。自行销售模式下，由于保障性住房具有社会公益性特点，其销售价格和销售对象往往受到政府较多的限制，其项目利润率通常较低，对项目收益性的考察应关注当地政府对保障性住房的支持政策、价格限定文件和销售对象限制等方面，对销售对象、销售价格制定机制予以详细分析；统一回购模式下，应关注公司与政府签订的项目开发协议、回购协议等政府批文，从销售价格制定机制、项目成本确认机制和回购资金支付时间安排等方面予以详细分析。

## 10、房地产经营

对房地产经营业务的分析主要从租赁物业和主要租户情况两个方面展开，通过分析租赁物业的品质和分布以及主

要租户的租期、租金及租金支付安排来预测公司未来租金收入及现金流规模和持续性。

### （三）公司财务状况

#### 1、资产结构与质量

房地产行业是资本密集型行业，资本结构整体呈现高杠杆的特点。房地产企业由于预售制度及收入结转的条件要求导致预收款项一般在负债中的占比较大，较大规模的预收款项将随着商品房的交付逐步结转为营业收入。安融评级对资本结构的分析主要关注：（1）企业剔除预收账款的资产负债率；（2）净负债率  $[(\text{有息负债}-\text{货币资金})/\text{净资产}]$ ；（3）有息债务期限结构；（4）有息债务的平均成本。

由于需要支付土地款、工程款以及偿还到期债务，房地产企业须持有一定量的货币资金，以覆盖短期内的刚性支出。商业地产主要资产为投资性房地产，需要关注其商业配套类型、地域及公允价值的变动情况。安融评级对资产质量的分析主要关注：（1）存货、货币资金和投资性房地产在总资产中的占比；（2）存货构成及变动情况；（3）投资性房地产公允价值变动情况；（4）存货及投资性房地产抵押情况；（5）流动性资产对流动负债的覆盖能力，包括流动比率、速动比率、现金比率等；（6）资产利用效率，主要为存货周转效率。

#### 2、盈利能力

房地产企业的盈利能力能够综合反映企业的项目类型、项目分布、成本控制能力、发展战略等多方面的信息。安融评级对盈利能力的分析主要关注：（1）盈利的结构，包含营业利润、公允价值的变动收益、净利润的比例；（2）成本控制水平，包括毛利率，期间费用率水平；（3）整体盈利水平，包括净利润率、总资产报酬率和净资产收益率等；（4）跨周期盈利水平的持续性及稳定性。

### 3、现金流

房地产企业是资金密集型产业，资金是房地产企业的关键性资源。房地产公司一般资金需求较大，对其现金流的分析主要包括经营、投资、筹资活动现金流入及流出净额、现金生成能力，现金充足程度和现金流质量等方面。安融评级对现金充足程度的分析主要关注：（1）商品房销售现金回笼率；（2）经营性净现金流对债务和利息的保障能力；（3）筹资性净现金流与经营性净现金流的匹配度；（4）现金存量的稳定性，现金比率和现金短债比。

### 4、财务安全性

对公司财务安全性的判断除关注资金和偿债压力外，还需关注公司的财务弹性。影响公司财务弹性的因素主要包括公司外部融资能力、资产质量和流动性等。其中，对公司外部融资能力的考察应关注公司当前的融资渠道和政府、股东支持情况，主要合作银行、各合作银行的授信额度及使用情

况，有无银行外的融资渠道等。

## 5、外部财务弹性

企业能从外部获得多大程度的支持，决定了其所能动用的资源大小及便利程度，即外部财务弹性。外部财务弹性包含股东支持和债务收入能力等方面。目前我国房地产企业市场集中度越来越高，大型房地产企业市场占有率稳步提升，大型房地产企业依靠自身雄厚的股东背景在土地及资金等资源获取上更加便利。债务收入指房地产企业通过借贷市场和资本市场融资工具而获得的资金，是房地产企业重要的资金来源，主要包括开发贷款、信托融资、国内资本市场融资和海外资本市场融资等。安融评级对外部财务弹性的分析主要关注：（1）股东实力和支持程度；（2）银行授信规模，已用金额和可用余额；（3）是否拥有公开融资渠道，包括股票市场和债券市场；（4）海外融资渠道。

### （四）或有事项

安融评级对或有事项的分析主要包括对外担保和公司尚未了结的诉讼和仲裁事项两方面。其中，对对外担保的分析应着眼于公司对外担保的规模、占股东权益的比重、主要担保对象的偿债能力及是否提供反担保措施等方面。对尚未了解的诉讼和仲裁事项的分析主要着眼于诉讼或仲裁事项造成公司资金流出的可能性及规模，对公司流动性和债务压力造成的影响程度等方面。



## 五、评级指标体系

表：房地产行业公司主体长期信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标    | 三级指标   |
|------|---------|--|
| 经营环境 | 政策环境    | 货币政策、土地政策、信贷政策、财税政策、行政调控政策等  |
|      | 经济周期    | 经济周期所处的阶段、未来走势   |
|      | 行业竞争    | 区域内其他楼盘的数目、品质、定价策略、市场交易量、价格波动、行业新开工面积、行业库存面积、行业总投资规模和资金来源、不同地区及同一地区不同区域土地成交价格变动等 |
|      | 区域分析    | 区域经济发展水平、GDP 规模及增长率、人口规模、人均收入水平、区域土地供应情况等  |
|      | 供需及价格变动 | 商品房待售面积、存销比；商品房签约销售面积及签约销售金额；新开工面积及房地产开发投资额等                                     |
|      | 项目分布    | 主要项目及土地储备的区域分布；项目所谓城市能级情况及各能级城市项目占比；项目所处城市库存情况；项目在城市中心及外围区域的分部情况；企业商品库房的平均销售价格   |
| 运营能力 | 房地产开发   | 按照时间的节点分别考察公司的在售、在   |

|  |             |   |
|--|-------------|---|
|  |             | 建和拟建项目（包括土地储备）的区域分布、产品结构、资金流转情况，以测算公司的资金压力和盈利性等                                   |
|  | 规模及品牌实力     | 签约销售额；项目分部情况；行业排名及市场占有率；品牌区域分布：市场占有率  |
|  | 土地获取能力及土地储备 | 土地储备规模、土地储备质量、资金实力及现金流情况、土地获取能力、土地储备持续性指标、平均楼面价、土地平均溢价水平、土地储备分布等                  |
|  | 融资能力        | 银行融资能力：合作银行数目及合作关系稳定度；授信额度及使用情况；股东支持：股东资本实力；公司在股东方的地位；银行外融资渠道：融资渠道种类；过去融资经历和融资规模等 |
|  | 项目情况        | 在售项目、在建项目、拟建项目具体情况，计划总投资规模、建设资金来源等  |
|  | 开发成本        | 不同地区，及同一地区不同区域土地成交价格变动；钢铁、水泥等建筑行业原材料的价格变动；建筑行业工人劳动报酬水平变动等                         |
|  | 库存去化及招商能力   | 企业项目开发和销售策略；企业的整体签约销售规模；企业已销售未结算的规模；商业项目的出租率和租金水平；品牌库建设情况；产业地产企业招商团队的专业水          |

|      |         |   |
|------|---------|---|
|      |         | 平，与产业企业的合作紧密度   |
|      | 公司战略与管理 | 企业当前战略是否符合行业定位；企业当前战略是否符合国内房地产业发展规律；企业战略执行是否到位；股权结构及集中度；董事会有效性；实际控制人对企业影响力；公司治理结构对债权人权利的保障程度等 |
|      | 保障性住房开发 | 价格限制、销售限制、销售保障条款、回购条款等  |
|      | 房地产经营   | 租赁房产的地理位置、类型、区域租金价格、可供出租面积、出租率、固定资金支出成本；主要租户的行业分布、租期、租赁面积和价格、价格调整条款                           |
| 财务状况 | 资产结构与质量 | 货币资金规模及受限比例、存货规模及构成、投资性房地产和固定资产的流动性及计价方法、抵押资产比例、企业剔除预收账款的资产负债率、净负债率、有息债务期限结构、有息债务的平均成本        |
|      | 盈利能力    | 收入规模、构成和持续性、项目区域分布、产品结构；区域内售价、可供出售面积、收入结转规模、政府补助规模及持续性、盈利效率、毛利率水平及波动、盈利的结构、成本控制水平、整体盈利水平、跨周   |

|      |       |   |
|------|-------|---|
|      |       | 期盈利水平的持续性和稳定性   |
|      | 现金流   | 经营、投资、筹资活动现金流入、流出；<br>资金缺口、后续投资规模、融资能力、现金回笼率、经营性净现金流对债务和利息的保障能力、筹资性净现金流与经营性净现金流匹配度、现金存量的稳定性                     |
|      | 财务安全性 | 资本结构：资产负债率、剔除预收账款的资产负债率、流动负债比、刚性负债规模；<br>负债情况：负债规模；负债构成及刚性负债占比；负债时间期限结构：流动负债比、长期负债还本付息安排；<br>财务弹性：融资能力、资产质量和流动性 |
| 外部支持 |       | 外部财务弹性包含股东支持、债务收入能力等方面  |
| 或有事项 | 或有事项  | 是否有对外担保和尚未了结的诉讼和仲裁事项  |

# 城投行业信用评级方法

## 一、行业界定

城投行业是地方政府投融资平台的主要表现形式，是指地方政府或其所属机构出资设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，其偿债能力与当地经济发展水平紧密相关，拥有独立法人资格的经济实体。

本评级方法所指地方政府投融资平台并不精确对应于银监会发布的投融资平台名单或其他机构发布的类似名单，而主要通过对公司的股权、业务、财务关系和债务偿付责任四方面情况的判断形成，即：投融资平台股权全部由地方政府或其全资企业持有（个别情形下可能有例外）、业务主要由地方公益性项目和准公益性项目的投资和运营构成、财务（包括资金、资产往来和收入的形成）上与地方政府存在紧密联系、债务偿付能在一定程度上得到地方政府财政支出的覆盖。

## 二、行业分析

城投行业作为一类特殊的行业，普遍具有企业信用与地方政府信用密切相关的特点，即代表地方政府实行基础设施和公用事业的投资和运营，由于公益性或准公益性项目不以盈利为目的，盈利能力普遍很弱。企业偿债资金来源的持续性与地方财政紧密相关，公司信用与地方政府信用密切相关。因此，考察投融资平台的信用风险除了要研究公司自身

的财务风险外，更重要的是考察地方政府信用以及影响地方政府信用的一些风险要素。

安融评级在对整个城投行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国城投行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）国家政策及法律变动

城投行业代表地方政府进行公益性或准公益性项目的投资及运营，在社会发展等方面发挥重要作用。城投行业自产生以来，每一次运作模式的改变与政策的变动高度相关，政策调整对城投行业融资能力产生重大影响，导致平台偿债能力和信用风险产生变化。

### （二）地方财政风险

我国财政体制尚不完善，未来中央与地方、地方各级政府间财政收入和支出的划分方法、转移支付政策等会有调整，将对地方政府的收支状况产生明显影响。其次，土地出让收入在财政收入中的占比较大，受土地市场交易及房地产市场政策影响较大，若未来土地出让收入出现波动，将使地方政府的收入来源和结构发生重大变化。

宏观经济形势和地区经济发展水平对地方财政收入有重要影响。经济落后地区的财政收入规模小，有限的财政收入主要用于政府机关和事业单位运行、社会保障等刚性支出，偿债能力较低。而产业结构单一地区的地方财政收入受

特定产业波动的影响明显，收入的稳定性较差，因此对地方政府债务的保障能力存在一定不确定性。

政府债务负担是否超出财政的承受能力是地方政府信用出现危机的重要原因之一；地方政府大量举债进行基础设施建设，若这些建设项目脱离地方经济社会发展的实际需要和地方财政的承受能力，将成为未来爆发地方政府信用危机的重要原因。

此外，除了地方财政实力的不足可能弱化融资平台的偿债能力，融资平台本身债务管理水平方面的问题也可能导致债务的如期还本付息出现问题。

### 三、评级思路

城投公司的背景以及特征决定了其评级方法与一般企业（公司）的主体长期信用评级方法有所差异，安融评级在对城投公司评级时，一方面考察城投公司自身信用状况，另一方面考察城投公司与地方政府的关系以及地方政府对其支持力度。

结合上述评级思路，安融评级主要从区域经济实力、财政实力、城投公司经营实力和财务实力四个方面进行综合分析，得出城投公司基础信用级别；再结合特殊风险调整事项，得出城投公司最终信用级别。

### 四、评级要素

#### （一）区域经济实力



一般情况下，经济实力强的区域，税基往往较大，财政实力通常较好。因而区域经济的发展水平及未来发展规划影响到城投公司的业务发展前景，进而影响到城投公司还本付息的能力。

### 1、地区经济发展水平

安融评级认为，地区 GDP 反映了一定时期内地区经济所生产的全部最终产品和劳务的价值，是衡量地区经济实力的最佳指标。因此，安融评级采用地区 GDP 规模来衡量地区经济的规模，地区 GDP 增速来衡量地区经济增速。

### 2、产业结构及其多样性

合理的产业结构是地区经济和财政收入保持稳定增长的重要条件，不同的产业结构产生税收的能力不同。一般而言，第一产业占比较高的地区创造税收收入的能力较弱；相反，第二和第三产业占比较高的地区创造税收收入的能力较强。此外，在多个产业领域都具有很强实力的地区，与经济高度依赖某一产业，尤其是依赖正经历重组、衰退或易波动、周期性强的行业的地区相比，其税收收入的波动也较小。某些地区尽管产业高度集中，但其产业属于国家政策重点支持的，且处于成长或成熟阶段的抗周期性行业，其经济和税收收入的稳定性往往较强，不轻易受到经济周期或外部经济环境的不利影响。因此，安融评级认为，对于产业结构多样性的考察，需结合当地主导产业的性质而加以区别对待。安融

评级认为，最佳的产业状态是产业结构既不过度集中，也不过度分散。一般来说，安融评级认为的理想状态是省级地区存在三到五个支柱性产业，地级市地区存在两到三个支柱性产业，县级地区存在一到两个支柱性产业（少数发达地区除外）。

### 3、人口状况

从经济增长的角度来看，人口增长会支持经济的增长，反之，人口下降可能会导致经济增长动力不足。

### 4、资源禀赋

当地产业发展所需自然资源非常丰富且具有可持续性的地区，不存在资源瓶颈的问题，且其资源获取成本较低，可有力支撑产业的持续发展；同时，丰富的自然资源本身也是地区收入来源之一。对该部分的分析，需结合前一部分产业结构的分析，重点关注过度依赖自然资源禀赋，深加工能力缺乏的地区。

## （二）财政实力

由于城投公司业务模式与当地政府的紧密关系，地方财政实力的强弱很大程度上会影响到城投公司的资金流转及利润水平。所以，安融评级把地方财政实力作为对城投公司评级时的重要考察要素。

地方财政收入主要由公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入三部分构成。安融评级在这一部分重点采用的

绝对数指标是财政总收入规模和公共财政收入规模，采用的相对数指标是税收收入/公共财政收入和政府性基金收入的稳定性。

公共财政收入是地方财政收入的主要来源，也是地方政府可以自主支配的财源。一般来说，公共财政收入规模和地区财政实力强弱呈正相关性，是评判地方财政实力最重要的指标。此外，公共财政收入的结构对其稳定性会产生较大的影响，一般而言，公共财政收入中税收收入占比较大的地区，其公共财政收入稳定性较好，因此，安融评级还考察税收收入占公共财政收入的比重。在实际操作中，安融评级还可能关注该地区公共财政收入在上一级政府所管辖区域内同级别地区中的排名情况，以衡量其相对规模。

考虑到我国地方政府对其下辖地区的财政资金具有一定的调配权或调节权，安融评级认为对于省级、市级地方政府财政实力的评估，采用全口径的统计指标比采用本级的统计指标更为合适。

政府性基金收入也是地方财政收入的重要来源，主要由国有土地使用权出让收入构成。由于当前我国地方政府财政收入对土地出让收入的依赖程度很高，容易受到房地产市场波动及当地土地资源与规划的影响。因此，安融评级在这一部分重点关注两个指标：一是该地区过去三年政府性基金收入的平均增长幅度；二是该地区过去三年政府性基金收入占

整个财政总收入的比重。安融评级认为的理想状态是，上述两个指标越低越好，但在分析时需结合省、市、县各级的具体情况得出结论。

### （三）经营实力

安融评级主要从城投公司地位、业务多元化程度、业务稳定性及持续性、政府支持力度四个方面来考察城投公司的经营实力。

#### 1、城投公司地位

城投公司地位决定了城投公司对于所在区域的重要性，进而决定了其获取政府资源的能力，是城投公司可持续发展的重要保障。由于政府资源有限，对同类业务的多家城投公司，在同一时期支持力度必然会有所偏颇；对不同业务性质的多家城投公司，支持力度也将随不同时期不同发展定位而有所侧重。如果城投公司在区域内的地位很高，在业务、资产注入、财政补贴等方面有望得到当地政府的较大支持，城投公司未来发展前景较好；而如果城投公司地位相对较低，获得地方政府支持的力度可能相对较弱。在这一部分，安融评级重点关注以下两个指标：一是该地区所有城投公司净资产排名；二是该地区所有城投公司营业收入排名。安融评级认为的理想状态是，排名越靠前越好。

#### 2、业务多元化程度

当前城市基础设施建设和土地开发整理类为大部分城

投公司的核心业务，该类业务主要来源于地方政府，收入和现金流受地方政府对项目的代建模式及结算行为影响较大，业务单一可能导致城投公司面临收入和利润大幅波动的风险。

安融评级主要考察城投公司业务多元化的程度，在市政基础设施建设和土地开发整理类业务、公用事业类业务、保障性住房类业务、交通运输类业务、产业类业务中，对于收入占比超过 20%的业务进行分类，予以重点分析。安融评级认为，最佳的状态是业务结构既不过度集中，也不过度分散。一般来说，安融评级认为的理想状态是省级平台存在三到五个主业，地级市平台存在两到三个主业，县级平台存在一到两个主业。

### 3、业务稳定性及持续性

安融评级关注城投公司业务的稳定性及持续性，尤其是市政基础设施建设和土地开发整理类业务、保障性住房类业务的稳定性及持续性，因该两类业务易受政府行为的影响。此外，土地开发整理业务还较易受到国家政策、房地产市场景气度及当地土地规划等多重外部因素的影响。

对于公用事业类业务、交通运输类业务及产业类业务，安融评级重点关注产品供给量和需求量变化、市场竞争格局等因素对业务稳定性和持续性变化的影响。

### （四）财务实力

## 1、资产规模与质量

对于城投公司资产的分析，安融评级重点考察规模、质量和流动性两个方面。

资产规模是安融评级评判城投公司财务实力的重要指标，其规模的大小影响到城投公司的财务弹性以及对债务的保障程度，安融评级重点关注净资产规模指标。

一般情况下，城投公司的资产主要分布于存货、在建工程、固定资产、应收账款和其他应收款等科目。城投公司应收账款规模一般较大，通常情况下为应收地方政府或相关部门的工程代建款、土地开发款等款项，其质量的高低取决于地方政府的财政实力，安融评级在分析过程中还关注其账龄的长短。判断其流动性以及质量，同时也关注其账面价值是否存在虚高情况。

安融评级结合资产受限情况判断城投公司资产的质量以及流动性。安融评级认为受限资产占比越低越好。

## 2、资本结构

城投公司在不同发展阶段其负债规模与结构往往差异较大，在发展初期债务规模普遍较小，而在快速发展阶段资金需求大，债务融资增长迅速，从而使得债务规模迅速扩大。由于城投公司承担的基础设施建设项目投资周期长且项目本身的经济效益较低，因而要求债务期限长，因此安融评级关注城投公司的债务结构与业务模式的匹配性，通过考察流

动负债占总负债的比重分析负债结构。安融评级认为，通常情况下，该比例越低越好。安融评级在分析过程中也关注大额负债科目以及近三年异常情况。

有息债务是城投公司偿债压力的主要来源，有息债务通常由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券等构成。安融评级对城投公司有息债务的规模、期限及结构等方面进行考察，判断城投公司的财务安全性和偿债压力。安融评级认为，有息债务规模越小越好，期限越长越好，期限长的有息债务占比越高越好。

### 3、盈利能力

盈利能力是城投公司长期发展的基础，也是其偿债能力的重要保障。一般情况而言，盈利能力越强，越稳定，城投公司偿债能力越强，债务风险越低。营业收入和净利润规模及其波动性是安融评级分析城投公司盈利能力重点关注的指标。安融评级认为，营业收入和净利润规模越大越好，波动性越小越好。

### 4、现金流

现金流是城投公司偿还债务的直接来源，因而是分析城投公司财务风险的重点之一。从城投公司自身经营的角度来看，经营活动现金流净额和筹资性现金流净额是可用于偿债的重要资金来源。在这一部分，安融评级对经营活动现金流净额重点考察其规模，并结合城投公司基础设施项目建设资

金回笼情况加以分析；对筹资性现金流净额的分析重点关注其融资渠道的丰富性和融资能力的持续性。安融评级认为，经营性现金流量净额规模越大越好，融资渠道越多越好，融资能力持续性越强越好。

由于城投公司所从事市政基础设施建设业务需要大量资金投入，安融评级在分析经营活动现金流的基础上，结合城投公司未来的市政基础设施项目的投资计划分析项目支出缺口，并对筹资活动情况进行考察，分析城投公司的借款规模、还本付息的资金安排及财务弹性，最终判断城投公司存在的资金压力大小。

## 5、偿债能力

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、速动比率和经营活动现金流净额比流动负债等指标。

安融评级对城投公司的长短期债务偿还能力进行综合评价，通常选取资产负债率、流动比率、EBITDA 利息保障倍数等指标进行分析。安融评级认为，资产负债率越低越好，流动比率、EBITDA 利息保障倍数越高越好。

### （五）特殊风险调整事项

特殊风险调整事项是指未包含在评级框架之内的事件，



或是这些事件对城投公司的影响难以用一般的信用分析框架进行评估，比如存在不良贷款或欠息行为，公司及董事、监事和高层管理人员的违法及重大不诚信行为，对外担保代偿风险大等。这些事项一旦发生，可能对城投公司的运营产生较大影响。因此，安融评级将这些因素作为城投公司基础信用等级调整事项，根据该事件对城投公司影响的严重程度，直接下调一个或多个级别，具体的调整事项分类如下：

表 1：城投公司主体长期信用评级特殊风险调整事项

|   |
|---|
| 特殊风险调整事项（包括但不限于）  |
| 宏观经济环境、区域经济环境或区域主导产业发生重大不利变化；   |
| 公司有不良贷款、欠息（非第三方原因），或其他不良信用记录；   |
| 公司对重要下属子公司为相对控制，存在较大的失去重要子公司的风险；  |
| 公司及董事、监事和高层管理人员有重大不诚信记录，具体包括虚假出资或抽逃注册资本金，逃漏税行为，有海关、土地管理、环保、安全等重大违法违规行为，近三年受过重大刑事处罚，近三年存在担保违约行为； |
| 审计意见为非标准无保留意见，或经过现场调研，发现公司财务信息存在重大作假嫌疑；   |
| 公司资产以公益性资产为主，资产质量很差；  |
| 公司对外担保占净资产的比重在 80%及以上，且未有反担保措施，担保代偿风险较大；  |
| 公司历年受到的行政处罚和未决诉讼性质严重，预计将影响公司的可持续经营；   |
| 其它对公司信用品质或偿债能力产生重大影响的风险事项。  |

#### （六）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、股东支持

安融评级主要通过考察过往（一般三年左右）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、政府支持力度

安融评级主要通过考察过往（一般三年左右）地方政府在支持城投公司发展方面采取的措施来衡量地方政府对城投公司的支持力度，这些措施包括但不限于资产注入、股权划拨、财政补贴、税收优惠及过去三年承接过的重大工程等项目等。

## 五、评级指标体系

表 2：城投公司主体长期信用评级指标

| 一级指标   | 二级指标    |
|--------|---------|
| 区域经济实力 | GDP 规模  |
|        | GDP 增长率 |
| 财政实力   | 总财政收入   |

|      |               |
|------|---------------|
|      | 公共财政收入        |
|      | 税收收入/公共财政收入   |
|      | 政府性基金收入       |
| 经营实力 | 城投公司地位        |
|      | 业务多元化程度       |
|      | 业务稳定性及可持续性    |
| 财务实力 | 净资产规模         |
|      | 营业收入          |
|      | 净利润           |
|      | 资产负债率         |
|      | 流动比率          |
|      | EBITDA 利息保障倍数 |
| 特殊事项 |               |
| 外部支持 | 股东支持          |
|      | 政府支持          |

# 中国地方政府信用评级方法

## 一、地方政府界定

地方政府是指一个在国家的部分区域内行使行政权力且不拥有主权的行政机关，主要行使管理地方社会公共事务的职责和功能。考虑到我国现行行政区划情况和地方政府信用评级的实际要求，本评级方法所指的地方政府范围为：省、自治区、直辖市和计划单列市。

安融信用评级有限公司（以下简称“安融评级”）的地方政府评级所评估的是对地方政府的偿债能力和偿债意愿的综合评价，在地方政府主体信用分析基础上，结合一般债券或专项债券偿付保障措施等因素，分析判断一般债券或专项债券的违约风险。本评级方法仅适用于中国（香港、澳门特别行政区及台湾地区除外）大陆地区。

本方法所指的地方政府债券分为两种，包括一般债券和专项债券。一般债券<sup>1</sup>是指省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府）为没有收益性的公益性项目发行的、约定一定期限内主要以一般公共预算收入还本付息的政府债券，一般债券收支纳入一般公共预算管理。

专项债券<sup>2</sup>是指省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府）为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性

<sup>1</sup> 《地方政府一般债券发行管理暂行办法》财库【2015】64号

<sup>2</sup> 《地方政府一般债券发行管理暂行办法》财库【2015】83号

基金或专项收入还本付息的政府债券。专项债务收支纳入政府性基金预算管理。

## 二、评级思路

安融评级对地方政府主体信用风险的评价主要是评估地方政府的偿债能力和偿债意愿。地方政府偿还债务的能力不但和地方政府自身信用水平有关，还受上级政府对其支持能力和意愿的影响。安融评级首先分析影响地方政府自身信用风险的评级要素及地区金融生态环境等外部调整要素，评价和确定地方政府个体信用风险；然后，再考虑外部支持评级要素，即上级政府对下级政府的支持情况来调整地方政府信用风险的评价结果，进而确定地方政府的信用等级。

## 三、评级要素

### （一）地方政府经济实力

#### 1、宏观经济运行状态

主要对整个国家宏观经济风险度进行评判，包括经济情况及周期性和宏观政策。国家宏观经济情况反映了经济增长和投资、消费及出口“三驾马车”的变化趋势，是各地区经济发展的外部大环境，对各地区经济发展产生直接的影响，进而影响各地方政府的财政收入。经济发展的周期性对不同地区、地区内不同产业影响程度也不同。一般要考察一个完整的经济周期，并分析目前经济发展状况所处的阶段，同时分析投资、消费和出口对经济发展的贡献度、发展

变化趋势以及通货膨胀情况、就业情况等。

## 2、地区经济发展基础条件

地区经济发展的基础条件是决定地区经济增长速度、经济结构和经济增长潜力等基础性因素，同时也间接影响地方政府的财政实力。影响地区经济发展的基础条件主要包括地方经济地位、资源禀赋、基础设施建设、地区经济发展水平、经济结构、区域开放程度和城镇化程度等。

### (1) 地方经济地位

地方经济地位主要是指一个地方的经济在全国或一个省、市中所占的比例及其对周边地区的经济辐射和影响能力。地方经济的地位决定了国家对该地区的经济发展的各项优惠政策以及各地方得到上级政府支持的力度。

### (2) 资源禀赋

资源禀赋包括矿产资源、水资源、土地、旅游等自然资源以及劳动力、科教等人文资源，是区域经济发展的重要基础性要素，影响着地区经济结构和经济增长潜力等。资源的可持续性、环境生态等状况也是影响地区经济发展的重要因素。

### (3) 基础设施建设

基础设施是保证区域社会经济活动正常进行的公共服务系统，是区域经济发展的重要物质条件。基础设施完备性好，人均占有量高，则区域经济发展潜力较好，反之，地区

基础设施落后，则不利于地区经济发展。

#### （4）地区经济发展水平

地区经济发展水平是创造和产生税收收入的基础，直接影响着地方政府财政收入规模和财政收入稳定性。安融评级主要通过经济规模和经济结构来分析和衡量目前地区经济发展水平。

#### （5）经济结构

经济结构主要分析产业结构、行业集中度和优势支柱产业布局等。不同的产业结构决定了经济发展质量和财政收入水平。区域经济多样化和产业结构合理，则地区经济增长相对稳定。此外，区域内新兴产业、创新性产业、资源节约型产业、政策支持性产业主导的产业布局，优势支柱产业多，将为地方经济持续稳定高效增长提供保障。

#### （6）区域开放程度

主要分析对国外市场依存度以及与国内其它地区经济关联度、地方保护主义倾向等。一个地区如能获得中央企业、发达地区对口经济支援的外部经济增长动能，将大大推进区域内各产业发展，促进经济较快增长。如一个地区地方保护主义倾向明显，短期内可能对当地企业发展提供一定庇护，但长期内将不利其竞争力的提升，同时阻碍外部资源包括资本的流入，影响当地经济持续稳定增长。

#### （7）城镇化程度



城镇化程度反映了地区发展水平，发展潜力以及未来基础设施建设规模。城镇化较高的地区，经济和财力发展较为稳定，未来投资支出和政府债务压力相对较小。

#### (8) 地区经济增长潜力

国家区域规划和支持政策主要体现国家给予某个地区的一些特殊优惠政策，这些优惠政策有利于地区的招商引资、投资环境优化、吸引优秀的人才和大量的资本进入，从而带动地区经济的快速发展。安融评级主要关注近期或未来是否会出台重大支持地区经济发展的规划或政策。

### (二) 地方政府财政实力

地区财政收支状况是决定地方政府偿还债务资金的直接来源，财政实力是地方政府债务偿还能力的最直接体现。安融评级针对地方政府财政实力主要从以下几方面加以分析：

#### 1、财政体制和税收政策

财政体制和税收政策影响着地方政府财政收入和支出的规模、政府资金缺口等。安融评级主要关注各省、自治区、直辖市与其下辖政府之间税收分成比例差异，以及对地方政府财政收入的影响。

#### 2、财政收入规模及结构

财政收入是决定地方政府偿债资金的最直接因素。地方政府财政收入统计口径分为全地区汇总数和本级政府财政

收入，由于上级政府对下级政府财政资金具有一定的调配权或调节权，因此在评价政府财政收入规模时，不仅要关注本级政府财政收入情况，还要分析其所辖区域财政收入汇总数，即全地区财政收入情况。

### 3、财政支出弹性

财政支出的结构主要分析财政支出的弹性，即财政支出中刚性支出占比越低，地方政府的财政支出可调节性越大，表明政府财政收入中可灵活支配资源越多，对偿债的保障能力越高。一般而言，经常性支出是政府机关保持运作的必需开支，具有较强的刚性特征，如果地方政府的经常性支出比例较高，财政支出弹性相对较小，不利于保障政府债务偿还。资本性支出弹性相对较大，如果地方政府的资本性支出比例较高，财政支出的可调节空间较大，有利于释放可支配财政资源来保障债务偿还。

### 4、财政收支平衡程度

地区财政收支状况是决定地方政府偿还债务资金的直接来源，其和政府债务水平共同决定地方政府依靠自身财力来偿还债务的水平，而地方政府流动性主要对地方政府周转和化解集中兑付风险有重要影响。财政收支平衡程度，反映了政府收支矛盾或财政支出压力。一般而言，地方政府自身财政收入和财政支出缺口越小，或者转移支付收入占地方财政收入的比重越低，则说明地方政府财政收入对上级政府转

移支付的依赖程度越弱，即地方政府财政收支的自我平衡越好。

### （三）政府治理水平

地方政府治理水平不仅影响地区经济发展、财政收入和债务规模等，还反映了地方政府的偿债意愿。安融评级主要从地方政府行政组织的管理效率、地方政府经济、财政和债务信息透明程度、财政和债务管理情况、政府诚信度和地方政府发展战略的可行性等方面评价。

#### 1、行政组织管理效率

精简高效的组织机构能保障地方发展战略执行力，同时降低政府行政性费用支出。主要考察政府机关人员占总人口比重，行政费用支出占财政支出比重，“三公”支出在行政费用支出中占比以及预算管理相关制度及执行情况，政府债务管理相关制度和预警机制及执行情况，重大基础设施项目建设招投标、质量、成本、进度控制以及后期跟踪管理办法及执行情况、行政审批效率等。

#### 2、政府经济、财政和债务信息透明程度

地方政府信息透明度和债务管理情况反映了地方政府对其债务管理的基本治理能力。地方政府经济、财政和债务等信息的透明度越高，则越有利于社会对其进行监督，有利于降低地方政府腐败现象和不合理支出。地方政府债务如果经当地审计机关审计，并及时向社会公布，有利于揭示地方

政府的债务风险。

### 3、财政和债务管理情况

地方政府财政预算、决算管理和债务管理制度较为完善，且各项制度执行情况良好，则有利于降低其财政风险。

地方政府财政管理制度：

(1) 重点关注地方政府是否建立相关财政管理制度，相关管理制度的执行情况，审计机关是否对地方财政收支进行审计并出具审计报告，审计报告中存在的财政问题是否及时采取改正措施等；

(2) 关注财政预决算报告的差异程度；

(3) 关注地方政府项目投资决策是否科学和合理；

(4) 关注其它财政管理不规范情况。

### 4、政府诚信度

地方政府诚信程度是地方政府偿债意愿的直接体现。地方政府诚信度包括地方政府政策一致性和连续性、政府责任履行情况等。

(1) 朝令夕改的政府不利于当地招商引资，且将恶化当地的投资环境，对地区经济发展和财政收入产生负面影响；

(2) 政府责任履行情况，包括协议或合同、偿债责任的履行情况等，政府对其签订的相关协议、合同是否正常履约，政府历史上债务偿还情况，尤其是地方政府在换届过程

中下届政府对上届政府债务责任的履行情况。由于我国目前关于政府债务的法律、法规尚不健全，地方政府换届过程中债务责任的传递存在一定的风险。

#### 5、地方政府发展战略的可行性

地方政府发展战略的可行性越强，则越有利于地区经济快速发展和财政实力的增强。地方政府发展战略的执行情况，也是体现地方政府治理能力的重要方面。安融评级重点关注地方政府贯彻其发展战略的具体政策，以及这些政策对地区发展的促进效果，研究地方政府的措施的落实情况，以及实施措施所需资源的具备情况及其执行进度安排。

#### （四）政府债务及偿还能力

##### 1、政府债务规模

地方政府现有债务规模大小决定着其未来需偿还债务的规模。政府担保债务具有一定的弹性，被担保部门自身的偿债能力的强弱决定了地方政府担保债务可能面临的实际偿付额，即被担保部门自身偿债能力越强，地方政府的担保债务偿付风险越小。安融评级主要关注担保债务的担保方式，被担保单位的债务规模及资产负债情况；分析被担保单位自身偿还到期政府担保债务和其它相关债务的能力；分析被担保单位债务逾期情况和债务滚动情况，然后综合分析其对地方政府债务风险的影响。

##### 2、政府债务结构

债务的期限结构决定了地方政府在特定时间内的偿债压力。若地方政府对债务偿还时间安排不合理，债务到期时间较短，以短期债务滚动替代长期债务，或者存在较为显著的债务到期波峰，则容易导致政府流动性覆盖不足从而出现流动性风险。安融评级重点关注地方政府债务的期限结构，以判断是否存在集中兑付的风险。

### 3、偿债指标

地方政府可用财力与债务之间的相关比率指标能够反映政府债务负担和财政资金对债务的保障情况。

(1) 政府债务负担方面。一般而言，地方政府负债率越高，则其面临的债务风险越高。

(2) 政府债务偿还和保障指标方面。一般而言，偿债率越高表明偿债压力越大，风险也越高；但是地方政府偿债指标不等于地方政府的偿债能力，因此，单独关注地方政府债务指标意义不大，需要结合地方政府经济、财政实力和治理水平等因素综合分析。

### 4、政府再融资能力

安融评级重点关注地方政府发行额度内已经发行额度和尚未发行额度，以及所属融资平台进行债务周转的能力等。

### 5、政府可变现的资产

地方政府货币资金和可变现的资产规模是影响地方政

府流动性的重要因素。根据相关法律、法规，目前地方政府拥有的国有股权、行政事业单位国有资产、土地资产、矿产资源和海域使用权等国有资产可以变现，可支持其流动性。评价地方政府流动性需要关注地方政府存量国有资产的价值情况。

#### （五）地区金融生态环境

安融评级将地区金融生态环境作为评价地方政府个体信用风险的一个外部调整因素，从四个方面分析地方金融生态环境：

第一，地方金融生态环境的发展状况；

第二，不良贷款率的跨地区及跨年度比较；

第三，地区经济的杠杆程度，从地区融资总量/地区生产总值及非标融资/地区融资总量加以分析；

第四，地区信用体系建设，地方政府自身的信用记录及所形成的地区信用文化。

#### （六）外部政府支持评级要素

外部政府支持因素方面，支持方信用水平是决定地方政府获得支持大小的基础，同时地方政府在政治、经济方面的重要性以及支持方在决定是否支持时道德风险方面的考虑是决定支持方支持意愿的重要考量因素，而历史支持情况也可以在一定程度上说明支持方支持意愿的强弱，因此，安融评级从支持方政府信用水平、政治重要性、经济重要性和历

史支持记录四个方面来综合考量外部政府支持的强弱和影响。

### 1、支持方政府信用实力

地方政府获得外部支持大小，取决于支持方政府的信用实力。一般而言，支持方信用实力越强，则提供支持的能力就越强。支持方信用实力分析主要关注其信用等级高低以及可以动用的支持资源情况。

### 2、政府支持评价要素

#### (1) 政治重要性

对于我国地方政府而言，其核心目标是在维护地区政治社会稳定的前提下实现经济的可持续发展。长期来看，维护地区整体的稳定和发展与避免“道德风险”两者是一致的；但就短期而言，这两者有可能发生冲突。当两者发生冲突时，相较于“道德风险”而言，维护地区整体的稳定和发展更为重要。因此，上级政府在考虑对地方政府的救助时，政治重要性是首要因素。

#### (2) 经济重要性

一般而言，区域性的经济、金融中心、能够吸引大量的外部投资以及与其它地区具有较密切的生产联系的地区政府违约的经济影响通常高于其它地区。此外，地方政府对经济发展的作用或影响大小也是衡量地方政府经济重要性的考虑因素。



### (3) 历史支持记录

上级政府支持的程度，即本级政府获取上级政府支持的历史执行情况和未来支持的持续性。历史执行情况主要考察在特殊情况下，本级政府出现债务危机时，给予地方政府的特殊救助资金或特殊政策，以及帮助其渡过财政难关其它支持措施。一般而言，上级政府对地方政府面临债务危机或财政危机时有过相关特殊支持，可以体现出未来上级政府提供特殊支持的意愿。未来支持的持续性，主要考察上级政府对本级政府偿债支持方式和程序的合法性、有效性，以及由此产生的偿债支持的持续性。

## 四、评级指标体系

表：地方政府信用评级指标体系

| 一级指标     | 二级指标   | 三级指标   |
|----------|--------|--|
| 宏观经济运行状态 | 国家政策   | 财政政策、货币政策、税收政策、产业政策、地区政策等  |
| 经济发展基础条件 | 地方经济地位 | 一个地方的经济在全国或一个省、市中所占的比例及其对周边地区的经济辐射和影响能力  |
|          | 资源禀赋   | 可供开采的煤炭、石油、天然气和铁矿石等的储量，区域人口总量、失业率、人口老龄化率，地区拥有的教育资源、科研机构、劳动力受教育程度，政府每年的 R&D 投入金额及占 GDP 的比重、教育支出金额 |

|          |           |  |
|----------|-----------|--|
|          |           | 及占地区财政支出的比重等   |
|          | 基础设施建设    | 铁路、高速公路、港口、机场、通信、电力、航空和港口吞吐量、电力总装机容量、城市化率等   |
|          | 地区经济发展水平  | 最近 3-5 年的 GDP 及增长情况，人均 GDP、城镇企业平均工资水平、城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入以及上述指标在全国或同类型区域的排名          |
|          | 经济结构      | 分析产业结构、行业集中度、优势支柱产业布局。全社会固定资产投资额、进出口总额、社会消费品零售总额、三次产业增加值占比、三次产业结构变化情况、对单一或几个波动大产业的依赖性等 |
|          | 区域开放程度    | 区域贸易对外依存度、能源对外依存度等。  |
|          | 城镇化程度     | 城镇化率等  |
|          | 地区经济增长潜力  | 近 5 年 GDP 增速及未来经济增速预测、地区经济所处发展阶段、国家产业政策和区域规划对地区产业发展的影响、国家给予地区的特殊或优惠政策等                 |
| 地方政府财政实力 | 财政体制和税收政策 | 地方政府的分税体制、税收政策的变化，各种税收的中央和地方各级政府之间的分成比例及转移支付制度等，国家的税收政                                 |

|        |           |   |
|--------|-----------|---|
|        |           | 策变化情况及对地方政府税收收入的影响。“省直管县”的财政政策，上、下级政府之间财权和事权的划分及匹配程度  |
|        | 财政收入规模及结构 | 全地区或本级政府综合财力、政府可用财力、地方财政收入(或一般公开预算收入)、人均政府可用财力、地方财政收入/GDP、税收收入行业集中度、税收收入/一般公开预算收入、政府性基金收入/政府可用财力、转移支付中各项资金自由支配情况(专项转移支付/转移支付总额) |
|        | 财政支出弹性    | 经常性支出/财政总支出、资本性支出/财政总支出，当地政府财政供养人口数、平均工资或人均活动经费标准、债务还本和付息支出等数据  |
|        | 财政收支平衡程度  | 财政收入/财政总支出、财政自给率、上级转移支付/政府综合财力等   |
| 政府治理水平 | 行政组织管理效率  | 政府机关人员占总人口比重，行政费用支出占财政支出比重，“三公”支出在行政费用支出中占比以及预算管理相关制度及执行情况，行政审批效率等  |
|        | 信息透明程度    | 统计年鉴、统计公报、地方政府当年财政预算报表、决算报表和债务报表是否经过审计机关审计并公布，公布的时间是否及时，公布内容是否充分和翔实   |

|           |           |   |
|-----------|-----------|---|
|           | 财政和债务管理情况 | 地方政府财政预算和决算制度的完善程度及执行情况、财政预算接受审计部门的监督检查情况、同级人大对预算报告的批复及执行情况、《地方政府债务管理办法》的制定以及执行情况、是否建立债务预警体系、地方政府举债是否经过当地人大批准、是否设立偿债基金、偿债基金的规模以及偿债基金对债务本息的覆盖程度等 |
|           | 政府诚信度     | 地方政府制定相关政策或制度的连续性和一致性、政府对其签订相关协议和合同的履行情况、政府性债务的历史偿还情况（尤其是下届政府对上届政府债务的实际偿还情况）等   |
|           | 发展战略的可行性  | 地方政府制定的经济发展战略规划、区域经济发展定位、区域内经济结构调整政策、基础设施建设规划等，发展战略中项目投资额及筹资方式、政府财政资金缺口等  |
| 政府债务及偿还能力 | 政府债务规模    | 地方政府性债务总额、地方政府直接债务、担保债务的规模及增长率，地方政府性债务总额（全地区和本级政府）、地方政府直接债务、担保债务的规模及未来债务规模变化，对于担保债务还要关注高校、医院等部门的事业收入和经营收入，地方政府融资平台公司经营性资产和现金流等对其                |

|          |          |   |
|----------|----------|---|
|          |          | 债务的保障能力，通过对或有负债规模的估计和判断，分析地方政府对担保债务的代偿风险  |
|          | 债务结构     | 债务的期限结构、一年到期债务占比、担保债务占比，地方政府过去五年的债务滚动率等   |
|          | 偿债指标     | 地方政府负债率、债务率、偿债率、新增债务率、可偿债资金债务保障倍数，以及这些指标近三年的变化情况  |
|          | 政府再融资能力  | 中央政府审批的地方政府发债额度、地方政府已经发行额度和尚未发行额度、政府融资平台债务周转能力等   |
|          | 政府可变现的资产 | 地方政府拥有的货币资金、参股国有股权价值、控股国有企业净资产价值、地方政府可供出让存量土地预估价值等  |
| 地区金融生态环境 | 金融发展     | 非国有企业获得有效贷款/GDP、非国有银行存款和贷款占比、非国有企业就业人数占比、企业直接融资占比、人均证券交易额、人均保费收入，不良贷款率的跨地区及跨年度比较，地区经济的杠杆程度等 |
|          | 制度与诚信文化  | 司法公正性、独立性、银行诉讼债权回收率、企业诚信度、地区诚信体系建设、律师、会计师、担保机构等占人口比例等                                       |

|        |           |  |
|--------|-----------|--|
| 外部政府支持 | 支持方政府信用水平 | 支持方政府的信用等级、以及可以动用的支持资源等  |
|        | 政治重要性     | 地区是否属于少数民族地区、边疆地区，地区行政级别，政府官员的政治影响力等                                 |
|        | 经济重要性     | 地方政府消费支出（或财政支出）占地区生产总值的比重，地区是否是域性的经济、金融中心、能否吸引大量的外部投资等               |
|        | 历史支持记录    | 历史上地方政府面临财政或债务危机时，是否存在上级政府提供特殊支持情况，相关特殊支持对地方政府财政或债务危机的影响，支持的相关历史记录文件 |

# 证券公司信用评级方法

## 一、行业界定

本方法所指证券行业，主要指专门从事证券发行和交易服务的行业，包括证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；其他证券业务。

本方法所指证券公司，是指依照《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》的规定设立并经国务院证券监督管理机构审查批准而成立的专门经营证券业务，具有独立法人地位的有限责任公司或者股份有限公司。

## 二、行业分析

资本市场作为现代金融的重要组成部分，其发展与中国经济社会的改革和发展密不可分。当前，中国资本市场的投融资功能不断增强，已经成为社会经济资源市场化配置的重要平台。

伴随着中国资本市场的发展壮大，证券行业监管持续完善，传统业务稳步发展，创新业务不断开拓。监管措施规范了证券行业的发展，是影响证券行业信用风险的重要因素。多层次资本市场服务实体经济能力进一步增强，传统业务和创新业务协同发展，但受传统业务营收来源单一性制约和创新业务尚不成熟的影响，相关信用风险值得关注。此外，操作风险管理作为证券行业全面风险管理体系的重要构成，对证券行业稳定运行提供了保障，是影响证券行业信用风险的



另一重要因素。

目前以及未来一段时间内我国证券行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

#### （一）市场风险

市场风险是指证券公司持有的证券及其它金融资产由于市场因素变化原因而产生价格波动的可能性和程度。证券公司资产的主要部分是在市场上交易和流通的有价证券，市场风险是证券公司最主要风险。

#### （二）信用风险

信用风险是指证券公司与其它公司进行交易时不履行合同的可能性。严格地说，几乎证券公司的每项业务都有信用风险，但不同交易额信用风险是不同的。近年来，由于证券公司扩大了自身的投资业务，尤其是风险投资业务，所面临的信用风险也有上升的趋势。

#### （三）营运风险

营运风险是指证券公司在实际营运过程中的不确定性。对证券公司的营运风险，一般强调定性分析。安融评级主要从员工的业务素质、责任心、信息系统软硬件的可靠性、过去失败的事例及应对措施等方面分析。

#### （四）人事风险

证券公司是知识密集型和人才密集型企业。专业技术人员的水平决定着公司的成败。少数至关重要的岗位要求任职

人员必须具备创业精神、敏锐的观察力、渊博的知识和丰富的经验。如果人才流失严重，不仅原有的商业秘密外泄，严重的还可能造成公司营运水准下降。因此，对证券公司来说，人事风险影响程度正日益上升。安融评级主要从管理制度的完善程度和企业文化等方面来定性分析人事风险发生的可能性及大小。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对证券公司的评级思路是：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。

此外，评级对象的违约概率还和风险管理及战略以及可能获得的外部支持密切相关。评级对象的风险管理能力越高，抵御各种经营风险、财务风险的能力越强，或者可以提早发现风险，做好应对，从而降低财务困境概率，偿债能力也就越强。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，然后进行风险管理能力和战略分析、财务分析，在整体考量经营风险、财务风险，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。

## 四、评级要素

### （一）经营环境

#### 1、宏观经济环境

宏观经济形势的稳定或波动对证券公司的发展有较大影响。宏观经济的发展态势一方面影响实体经济的增长，另一方面影响公众对未来的预期，进而影响消费和投资需求。这些影响最终都将反映到金融市场上来，通过资产价格的涨跌与整体经济的增长，既保证了优质企业或资产的供给，也促进资本市场繁荣的发展。

安融评级主要关注：国内外经济发展状况与趋势、宏观经济政策、经济增长方式、经济结构的变动，及货币政策和汇率政策的变化。

#### 2、行业监管

行业监管对于行业的健康发展至关重要。有效的监管能够及时预见风险，从而降低行业的系统性危机程度。在监管过程中是采用市场纪律还是采用直接干预取决于市场发达程度和政府监管能力。

安融评级对行业监管的分析主要关注：监管目标总体取向、监管体系的健全程度、监管方式、执行的有效性、行业自律组织的功能和监管措施稳定性等。

### 3、行业竞争与发展趋势

行业竞争与发展趋势分析内容主要包括证券公司的数量及层次结构（参考中国证券监督管理委员会公布的年度证券公司分类结果）、行业集中度和主要业务（经纪、投资银行、自营业务、资产管理及创新业务）等。

安融评级在经纪业务方面主要关注：经纪业务市场份额集中度的变化、营业部数量及变化情况、行业整体经纪业务收入规模、行业平均佣金率水平和新型竞争手段的效果等；在投资银行业务方面主要关注承销总额与结构（包括市场结构、发行人结构和发行规模分布等）和市场份额的变化情况等；在自营业务方面主要关注自营业务规模、收入贡献度、风险限额及资产配置等；在资产管理业务方面主要关注券商理财产品的规模、主要产品类型及结构和投资业绩表现等；在创新业务方面主要关注直接投资和融资融券等。

## （二）运营能力

### 1、市场地位

证券公司的市场地位是其综合竞争力的反映，具有较高市场地位证券公司的抗风险能力也更强。

安融评级主要关注：品牌知名度和资产、资本、收入与

利润水平、客户基础、研究能力、投资服务水平及主要业务市场排名、收入结构及变化趋势等方面。

## 2、经纪业务

证券经纪业务是证券公司的主要业务，经纪业务收入水平主要取决于交易佣金率和交易规模。证券公司营业部的数量和区域布局直接影响着经纪业务的交易量和佣金规模。依靠增加营业网点、营销人员和降低佣金率等传统手段可能会在短期内提升经纪业务收入规模，但也可能使成本以更大幅度上升。

安融评级主要关注以下指标：营业部的数量和地区分布、客户规模和结构、证券交易成交金额、客户交易资金结算余额、平均佣金率水平、营业部平均代理买卖证券业务净收入及相关量化指标市场排名等。

## 3、投资银行业务

投资银行业务主要包括股票、可转换债券、公司债和企业债等有价证券的承销和保荐，以及涉及企业重组、并购及改制等项目的财务顾问服务等。

安融评级主要关注：证券公司发展投资银行业务的基本策略和渠道资源；业务的组织架构、人员配备和约束激励机制；承销保荐业务的规模及市场占有率及项目储备情况等。

## 4、自营业务

自营业务主要是指券商运用自有资金买卖股票、基金、

权证、债券及金融衍生品等有价值证券获取收益的投资行为。

安融评级主要关注：证券公司对自营业务的定位、机构设置、人员配备及授权体系、投资决策、投资策略、投资规模、风险限额、资产结构、投资收益和风险防范措施等情况。

## 5、资产管理业务

安融评级主要关注资产管理业务的以下方面：对此项业务的定位、机构与人员设置、产品种类与研发实力、销售渠道、受托资产管理规模、投资策略、投资绩效、资产管理业务收入规模及在营业收入中占比等。

## 6. 其它业务

证券公司开展的其它业务包括直接投资和融资融券等。直接投资业务是指证券公司利用自身的专业优势寻找并发现优质投资项目，以自有或募集资金进行股权投资，以获取股权投资收益为目的的业务。直接投资业务具有高收益和高风险并存的特性，且短期内投资标的难以转让，使得证券公司面临较高的投资风险和流动性风险。

安融评级主要关注：直接投资业务的机构设置、项目选取策略、已投资项目绩效和风险防范措施等；融资融券业务的部门设置与人员配备、客户开户数、融资余额、累计融资额、融券余额、累计融券额、风险控制机制、风险敞口、业务收入及盈利水平等。

## 7、管理与战略

在证券公司治理方面，安融评级主要关注：股东会、董事会、监事会、高级管理层权力分配与制衡机制；董事会及监事会成员的专业素质；高管层的职业素质、薪酬体系与约束激励机制。

在证券公司管理水平方面，安融评级主要关注：管理层的策略、对突发事件的反应能力、过去的经营业绩、管理层的团队精神、管理层的延续性和人力资源管理等。

在证券公司内控体系方面，安融评级主要关注：企业文化、工具体系、授权体系、政策程序、基本流程、监督体系、评价体系等方面的完备性和效率。

在证券公司发展战略方面，安融评级主要关注：战略规划可行性、战略目标的实现措施及执行效果和战略偏差的补救办法等。

### （三）风险管理与战略

#### 1、风险管理架构

安融评级主要关注：证券公司的风险管理目标；风险管理的组织体系和权责分工；风险管理总体的报告路径和沟通协调机制。

#### 2、市场风险管理

市场风险是由于证券公司持有的金融投资工具市场价格变动而导致损失的可能性。证券公司面临的市场风险主要来自自营投资、做市业务以及其它投资活动。市场风险的

类别主要有价格风险、利率风险和汇率风险等。

安融评级主要关注：市场风险管理的基本理念、组织体系、权责划分、报告路径、基本政策（市场风险预算、风险限额的设置和执行程序）、计量方法（建模的技术、运用的模型）、风险控制的基本策略（风险规避、风险转移、风险保留、风险防范与控制措施）、管理信息系统和市场风险水平（以久期分析、敏感性分析等方法运用相关定量指标衡量）等。

### 3、信用风险管理

信用风险是指由于债务人或者交易对手无法履约，或者信用状况的不利变动而造成损失的可能性。证券公司面临的信用风险主要来自三个方面：一是代理客户买卖证券及进行的期货交易时，因结算当日客户资金不足以支付交易所需、客户资金由于其他原因出现缺口导致证券公司代客户进行结算而造成损失的风险；二是由于融资融券客户违约给证券公司带来损失的风险；三是债券投资的违约风险，即所投资债券发行人或交易对手出现违约、拒绝支付到期本息，导致资产损失和收益变化的风险。

安融评级主要关注：信用风险偏好、风险治理结构、风险管理方法、风险控制政策、信用风险管理系统完备性、信用风险敞口水平和债权投资组合信用状况等。

### 4、流动性风险管理



流动性风险是指证券公司在履行与金融负债有关的义务时遇到资金短缺的风险。如果证券公司短期因资金调动不力、证券承销中发生大额包销、自营投资出现判断失误而遭受损失，均可能致使其因资金周转问题而出现流动性风险。

安融评级主要关注：流动性风险管理治理结构、管理策略、政策和程序；流动性风险识别、计量、监测和控制效果；流动性风险管理信息系统完备性。

## 5、操作风险管理

操作风险是指由不完善或有问题的内部流程、员工、信息系统以及外部事件所造成损失的风险。

安融评级主要关注：操作风险管理组织架构、基本流程、基本方法、风险计量、控制策略等；近年重大操作风险损失事件的发生情况及严重程度；是否受到监管当局通报批评或处罚及改进措施。

### （四）财务状况

#### 1、资本实力和资产质量

资本是证券公司抵御风险打击的最后防线。衡量证券公司资本是否充足的唯一标准是其资本水平与质量是否足以抵御其资产风险。如果盈利不够时，资本可作为吸收损失的最重要的缓冲工具。

安融评级主要关注：证券公司的资本规模及行业排名、各项资本充足指标是否符合法定监管要求及其变化趋势；对

证券公司资产质量的考察主要从其总体结构和信用风险、市场风险、流动性风险方面着手。

## 2、经营效率与盈利能力

证券公司的经营效率与盈利能力体现在盈利水平和稳定性等方面。安融评级通过同业对比和历史比较考察证券公司成本收入构成及其稳定性，分析影响成本收入的因素以及这些因素变化可能对证券公司盈利产生的影响。

## 3、流动性及偿债能力

证券公司应保持充足的流动性以满足日常经营和偿付的需求。安融评级将流动性及偿债能力一并考察，同时关注其财务弹性，即外部融资渠道的多样性和稳定性，包括是否上市，以同业渠道、股权和债权方式融资的能力等。

### （五）外部支持

#### 1、政府支持

安融评级从以下两方面分析政府对证券公司支持的可能性：一是证券公司设立的方式和目的，其本身的规模和性质；二是证券公司投资涉及的产业。

#### 2、股东支持

所有权结构即所有者持股比例决定着证券公司是否会得到股东支持及其支持的程度。一般说来，股东背景强大的证券公司，获得股东支持的力度及关联企业协同支持力度相应较大，在经营、资金和客户等方面易获得股东支持。至于

证券公司最终得到支持的可能性和支持的程度大小取决于两个因素：一是所有者自身的状况，如所有者的实力、地位、财务状况及发展方向等；二是证券公司的独立性、与所有者的关系或与控股公司的权益关系等。

安融评级主要关注：证券公司在股东业务中的战略地位及重要性和股东对证券公司提供的支持或潜在支持的意愿与能力等。

## 五、评级指标体系

表：证券公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标  |
|------|------|---|
| 经营环境 | 宏观   | 国内外经济发展状况与趋势、宏观经济政策、经济增长方式、经济结构的变动，及货币政策和汇率政策的变化  |
|      | 行业   | 经纪业务方面主要关注经纪业务市场份额集中度的变化、营业部数量及变化情况、行业整体经纪业务收入规模、行业平均佣金率水平和新型竞争手段的效果等；在投资银行业务方面主要关注承销总额与结构（包括市场结构、发行人结构和发行规模分布等）和市场份额的变化情况等；在自营业务方面主要关注自营业务规模、收入贡献度、风险限额及资产配置等；在资产管理业务方面主要关注券商理财产品的规模、主要产品类型及 |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      |      | 结构和投资业绩表现等；在创新业务方面主要关注直接投资和融资融券等  |
| 运营能力 | 市场地位 | 品牌知名度，资产、资本、收入与利润水平、投资服务水平及主要业务市场排名、收入结构及变化趋势   |
|      | 经纪业务 | 营业部的数量和地区分布、客户规模和结构、证券交易成交金额、客户交易资金结算余额、平均佣金率水平、营业部平均代理买卖证券业务净收入及相关量化指标市场排名，股票、基金、债券现货交易份额，部均代理买卖证券业务净收入  |
|      | 投资银行 | 保荐代表人数量、准保荐代表人数量、IPO主承销家数、IPO主承销家数排名、IPO主承销金额、IPO主承销金额排名、IPO主承销收入、IPO主承销业务平均佣金率、增发主承销家数、增发主承销家数排名、增发主承销金额、增发主承销金额排名、增发主承销收入、增发主承销平均佣金率、债券主承销家数、债券主承销家数排名、债券主承销金额、债券主承销金额同业排名、债券主承销收入、债券主承销业务平均佣金率 |
|      | 自营业务 | 人员配备、证券自营业务规模、其中股票投资规模、债券投资规模、基金投资规模、其他类投资规模、净资本/证券投资规模   |

|       |        |   |
|-------|--------|---|
|       | 资产管理业务 | 集合资产管理业务总客户数，其中个人客户数，机构客户数，定向资产管理业务总客户数，其中个人客户数，机构客户数，集合资产管理业务平均费率，专项资产管理业务平均费率                           |
|       | 其他业务   | 融资融券业务客户的累计开户数量、对全体客户融资余额、对全体客户累计融资买入额、对全体客户融券余额、对全体客户累计融券卖出额、股票质押式回购业务待回购余额、融资融券利息收入、约定购回利息收入、股票质押回购利息收入 |
| 管理与战略 | 公司治理   | 股东会、董事会、监事会、高级管理层权力分配与制衡机制；董事会及监事会成员的专业素质；高管层的职业素质、薪酬体系与约束激励机制  |
|       | 管理水平   | 管理层的管理策略、对突发事件的反应能力、过去的经营业绩、管理层的团队精神、管理层的延续性和人力资源管理   |
|       | 内控体系   | 企业文化、工具体系、授权体系、政策程序、基本流程、监督体系、评价体系等方面的完备性和效率  |
|       | 发展战略   | 战略规划可行性、战略目标的实现措施及执行效果和战略偏差的补救办法  |

|      |           |   |
|------|-----------|---|
| 风险管理 | 风险管理架构    | 证券公司的风险管理目标；风险管理的组织体系和权责分工；风险管理总体的报告路径和沟通协调机制   |
|      | 市场风险管理    | 自营非权益类证券及其衍生品/净资本、自营权益类证券及其衍生品/净资本  |
|      | 信用风险管理    | 信用风险偏好、风险治理结构、风险管理方法、风险控制政策、信用风险管理系统完备性、信用风险敞口水平和债权投资组合信用状况   |
|      | 流动性风险管理   | 货币资金占总资产比重、证券投资业务占总资产比重、买入返售金融资产占总资产比重、其中股票质押式回购占总资产比重、信用交易融出资金占总资产比重、卖出回购金融资产款金额、短期债务金额、有息债务金额、短期债务/有息债务、货币资金/短期债务、流动性覆盖率、净稳定资金率 |
|      | 操作风险管理    | 操作风险管理组织架构、基本流程、基本方法、风险计量、控制策略等，近年重大操作风险损失事件的发生情况及严重程度，是否受到监管当局通报批评或处罚及改进措施   |
| 财务状况 | 资本实力和资产质量 | 净资产规模及行业排名、净资本规模及行业排名、各项资本充足指标是否符合法定监管要求及其变化趋势、股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积、一般风险准备、未分  |

|      |           |   |
|------|-----------|---|
|      |           | 配利润、少数股东权益、股东权益合计、资产负债率、净资本、净资本/净资产、净资本/负债、净资产/负债、净资本/各项风险资本准备之和  |
|      | 经营效率与盈利能力 | 营业收入及同比变动、证券行业营业收入变动、净利润及同比变动、证券行业净利润变动、营业收入行业排名、净利润行业排名、营业利润率、其中：经纪及财富管理利润率、投资银行利润率、资产管理利润率、投资及交易利润率、营业收入变动、业务及管理费用变动、员工工资变动、业务及管理费/营业收入、员工工资/业务及管理费 |
|      | 流动性及偿债能力  | 流动性、偿债能力，财务弹性、外部融资渠道的多样性和稳定性，包括是否上市，以同业渠道、股权和债权方式融资的能力  |
| 外部支持 | 股东支持      | 股东业务中的战略地位及重要性和股东对证券公司提供的支持或潜在支持的意愿与能力  |

# 信托产品信用评级方法



## 一、行业界定

### （一）定义

本评级方法适用于结构化固定收益投资集合资产信托计划产品的信用评级。

信托计划是指由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托业务活动。

结构化固定收益投资集合资产信托计划产品是指所募集资金全部用于固定收益类产品的信托计划，具体固定收益类产品的投资范围包括：债券（国债、金融债、公司债券、企业债券、短期融资券和中期票据等）、资产支持证券、债券型基金、现金、银行存款、大额可转让存单、央行票据、货币市场基金、短期债券逆回购、银行理财产品、固定收益类券商集合资产管理计划、固定收益类信托计划、其它结构化信托计划优先级部分、具有固定回报的买入返售资产、上市公司并购（或整体上市）时市场上出现的固定收益类投资机会（包括但不限于回售权、现金选择权等）等品种。

### （二）特点

信托计划本质上是创造了一个基础金融资产的信托计划。当信托计划成立后，信托计划产品中投资对象的风险就因合同的规定而固化归属于融资方和投资人，只不过在风险博弈的双方之间又加上一个“中介”——信托公司。它不属

于风险博弈的任何一方，只是一个协调双方风险和利益的平台。

作为受托人的信托公司，除去自身不能尽职和操作风险以外，信托公司对信托计划产品的主要作用就体现于合同规定的受托人责任和义务。信托公司作为受托人的责任只是按合同要求尽职尽责地监控和预警，并及时告知委托人和相关合作伙伴采取补救措施，使信托计划如期完成。在此前提下，信托产品所有的风险损失均由受益人承担。

## 二、评级分析框架

安融评级对结构化固定收益投资集合资产信托计划产品信用风险的考察因素主要是基于参与主体、基础资产、产品结构、投资策略和投资风险五个层面，其中对投资风险的考察通常包括市场价格风险、流动性风险和操作风险等其它风险。

安融评级对结构化固定收益投资集合资产信托计划产品信用观点和风险的描述，主要围绕信托计划产品在多大的概率上能够在确定的赎回时点支付募集资金本金及约定的投资回报展开。具体考察主要参与主体的资金实力、内部控制、资产管理、盈利能力；基础资产的构成和主要基础资产的风险；产品要素设计中的现金流支付机制、信用升级机制等结构设计条款；主要投资策略及投资策略持续性；市场价格变动风险、流动性风险和操作风险大小等因素。

## （一）交易对手信用基本面分析

融资类信托产品的信用风险主要来自于交易对手违约，因此融资方信用质量至关重要。评级过程中，一方面需要关注融资方的经营实力和财务状况，另一方面还需要对融资方还款意愿进行全面、客观的预测和动态评估。融资方经营实力应考察基础资产发行人的行业状况、收入构成及稳定性、主要业务模式、资金流转方式、上下游的信用政策和稳定度等方面。融资方的财务状况的考察应涵盖基础资产发行人的资产结构与质量、运营效率、盈利能力、现金流、资本结构及财务安全性五个方面。融资方的还款意愿评估包括对融资方历史信用状况、本次融资实际目的和用途的真实性、还款风控措施的有效性和还款的激励机制等因素进行分析，在制定评级模型时作为特殊事项因素分析。

## （二）基础资产分析

基础资产质量是评定信托计划产品信用等级的基础。对已成功发行的信托计划以及拟发行且投资对象或范围确定的信托计划，安融评级还将对信托计划的基础资产质量进行分析。安融评级对基础资产质量的考察主要包括基础资产构成和主要基础资产两方面。

### 1、基础资产构成

对基础资产的构成主要分析基础资产的信用级别分布，增信方式分布，发行主体的行业分布、地区分布等因素，以

及单一投资对象/类别投资比例等。安融评级对基础资产的信用级别分布，增信方式分布，发行主体的行业分布、地区分布等因素进行分析的目的是为后文关于信托计划产品组合收益率的预测打下基础；对单一投资对象/类别投资比例的分析的目的是为了考察信托计划产品投资的分散程度。

对未明确具体投资对象但投资对象在某类基础资产（如AAA级债券）的投资比例固定或可预测的信托计划产品，安融评级假设信托计划对该类基础资产分散化投资，综合考察该类基础资产的分布构成，再对所有类别的基础资产按投资比例的权重加总后计算基础资产的组合构成。

## 2、主要基础资产分析

安融评级对主要基础资产的界定为对某类基础资产或某项基础资产的投资规模在信托计划产品总资产规模的比例（即投资比例）在10%以上的投资对象；对充分分散化的信托计划，主要基础资产指该信托计划的前五大投资对象/类别。

对主要基础资产进行分析的目的是评价信托计划产品受单一投资对象/类别风险的影响程度大小。一般而言，分散程度越低，信托计划产品受单一投资对象/类别风险的影响程度越大，对主要基础资产进行分析的重要性越强。对分散程度的衡量主要考察信托计划中投资比例在10%以上的投资对象/类别的个数以及前五大投资对象/类别的总投资比

例等指标。

### （三）产品要素分析

#### 1、现金流支付机制

现金流支付机制是指在违约事件发生前每个信托分配日，资金保管方根据受托方的指令将可分配现金账户中资金的分配次序。分析过程中，应重点考察提取信托税收储备、中债登登记/托管费、各中介机构服务费、优先收益权利息和必要的信托计划日常管理费用等固定费用在支付机制中的优先次序。在违约事件发生后，如果信托计划存在流动性支持，还应关注流动性支持机构累计补足款项的偿付次序。

#### 2、交易结构

为了有效控制信托计划风险，信托公司在设计交易结构时通常会设置较多风控措施和增信措施。主要风控措施包括优先劣后结构化设计、不动产抵押、股权质押、担保保证、资金监管、降价条款和受托人向项目公司派出董事、监事等。其中，结构化设计、抵质押和担保在实际运作过程中作用差异很大，评级过程中应关注其实质性增信作用。结构化设计方面，需要关注劣后是否系第三方真正参与和是否真实出资，客观评估优先劣后的偿付顺序对优先级资金所起的安全保证作用。抵押措施方面，本质上信托抵押物在一定程度上只能起到提高回收率而不是降低违约率的作用，主要需要高度关注抵押物的变现能力和价值评估状况。信用担保方面，

需要客观评估担保方的信用质量及其与交易对手的关联风险等。

### 3、信用增信机制

信托计划的信用增信机制包括设立优先受益权、流动性支持、托管方服务费用回拨和担保等机制。安融评级对信用增信机制的分析主要关注信托产品信用增信机制的主要条款设计和相关参与主体的偿付次序，以评价信用增信机制的实际增信效果。

优先受益权指受益人优先享有受托人返还信托资金，及根据本信托计划规定的预期收益率分配信托收益的权利，享有优先受益权的受益人为优先受益人。一般受益权指一般受益权委托人劣后于优先级受益权委托人获得信托利益分配的权利，享有一般受益权的受益人为一般受益人。由于一般受益人在优先受益人本息获得足额偿付前不获得任何偿付，从本质上说，优先受益权获得了一般收益权提供的信用支持。对优先受益权的分析应关注信托合同对优先受益权资金和一般收益权资金的比例及现金流偿付次序等方面。

流动性支持通常通过引入流动性支持机构（可由受托方担任），信托计划设置流动性储备账户，并设置一个流动性储备下限，若流动性储备低于下限，由流动性支持机构补足差额部分。对流动性支持增信效果的分析应关注流动性储备金额的下限是否能够满足下一支付日应付的优先受益权利

息、应赎回的信托资产资金规模以及在下一支付日之前偿付的可测算的固定费用之和的资金支出需求。

托管方服务费回拨机制主要指在信托资产的最后一笔资产的最后一次偿付完成但优先受益权本息尚未清偿完毕的情况下，受托方将按照实际信托资产规模与目标资产规模差额的一定比例服务费回拨信托资金账户，以帮助偿付优先受益权本息。该机制的设立可在一定程度上降低受托人的代理人风险，为入池资产得到最优配置提供了一定的保障。

担保机制通常通过引入担保机构（可由受托方担任）对优先受益权本息的支付提供担保，对该机制的分析应关注担保机构的资金实力、经营状况、对优先受益权本息的担保范围和赔偿比例以及担保是否附有条件等因素。

#### 4、申购赎回机制

信托计划按照申购、赎回机制可分为开放式信托计划和封闭式信托计划两类。开放式信托计划在其存续期内任何一天或约定的某几天向投资者开放申购和赎回，部分开放式信托计划对信托计划到期日无明确约定。封闭式信托计划的存续期通常是既定的，在存续期内不向投资者开放申购和赎回。由于开放式信托计划的资金在存续期内可以赎回，容易给信托计划带来较大的流动性风险，其管理难度和风险程度要大大高于封闭式信托计划。对于申购、赎回机制的考察应重点关注申购、赎回时间点的设置频度，申购、赎回规模是

否设置上限，赎回保护机制等要素。

#### （四）投资策略分析

##### 1、投资策略条款

信托合同通常会给出信托计划的投资策略，信托计划的投资策略包括投资范围、投资限制、预警和止损机制等。

投资范围指信托计划约定其可以配置的投资品种范围。对投资范围的考察应分析投资范围中风险较大的投资类别占比、各类投资类别投资比例区间设置等因素，这是评价信托计划基础资产整体风险程度的基础。

投资限制包括对单一投资对象/类别的投资比例，对某一投资对象的投资规模占投资对象基础资产总发行规模的比例，投资对象久期、信用级别、增信方式、行业和地区分布等方面的限制。通过分析投资限制，可在投资范围的基础上进一步对信托计划基础资产配置的分散化程度和各类资产的风险水平作出判断。

预警和止损机制下，信托计划通常设有预警线和止损线。当 T 日估值结果显示 T-1 日信托计划单位净值下跌至预警线以下时，受托人须对一般委托人进行预警提示，一般委托人通常有权选择是否以现金形式追加一般受益权资金，通常仅当全体一般委托人达成一致，共同按所持信托份额比例追加现金，追加现金事项才得以成立，若全体一般委托人未能达成一致，受托人通常不接受部分委托人的追加。当 T 日



估值结果显示 T-1 日信托计划单位净值下跌至止损线以下时，受托人须对部分投资建议指令或交易权限进行限制，通常不再执行任何买入指令，并及时通知一般委托人追加现金，否则受托人将全面冻结所有投资建议指令和交易权限，并对信托计划持有的全部非现金类资产实行强制平仓操作，直至信托计划现金资产不低于优先受益人信托本金和累计收益之和为止。对预警和止损机制的考察应关注预警和止损线参数追加现金的时间和追加现金的额度等因素。

## 2、投资策略持续性分析

信托计划的投资策略有时可能会出现变动，因此在分析投资策略的时候应关注信托计划最近四期（一般每一季为一期）的基础资产构成波动范围、改变投资策略的审批机制和风险控制机制等，以考察投资策略的持续性，以及在市场环境变动较大的情况下，信托计划优化投资策略的反应速度。通过分析投资策略的持续性，可为下文预测未来信托计划资产组合收益率的分布奠定基础。

### （五）标的项目分析

安融评级主要对信托计划的标的项目进行分析。标的项目的可行性分析、项目的资金来源及结构、项目自身风险包括建设风险和运营风险（运营风险主要分析项目竣工后能够顺利运转，是决定项目现金流能否达到预期水平最直接的因素，也是衡量信托计划还本付息偿债资金来源稳定性和保障

程度的关键)、现金流分析包括各种压力情景下的分析(重点考察现金流预测的假设条件、第三方专业机构出具的现金流预测情况、第三方机构的专业资质实力等)以及对信托计划现金流的保障、其他可能存在的项目风险分析。

## (六) 投资风险分析

安融评级对投资风险的分析主要围绕市场价格风险、流动性风险和操作风险三个层面展开。其中,对市场价格风险的考察最为重要,而对开放式信托计划,由于投资者在其存续内可能赎回全部或部分信托产品,信托产品的现金变现能力显得尤为重要,因此对开放式信托计划,流动性风险也是重要的考量因素。

### 1、市场价格风险

对市场价格变动风险的分析主要通过考察信托计划产品资产组合收益率大于信托计划产品募集资金资金成本的概率 P 及损失概率 (1-P)。

#### (1) 募集资金资金成本的计算

由于募集资金为滚动发行,且募集资金发行期 t 长短不同,需先将募集资金转化为年化收益率  $R=R_0/t$ ,其中  $R_0$  为该募集资金的收益率。则 n 种募集资金的资产组合的平均资产成本为:  $\bar{R} = \sum_{i=1}^n \alpha_i R_i$ , 其中  $\alpha_i$  为单个投资项目投资权重,  $\sum_{i=1}^n \alpha_i = 1$ 。

#### (2) 单个信托计划投资对象/类别历史收益率

研究单个信托计划投资对象/类别收益率,可以得到在过

去单位时期 T 内的历史收益率分布（其可以为正态分布、t 分布等，具体分布视信托计划产品而定），通过绘制单位时期 T 内的历史收益率 K 分布直方图，可以得到该历史收益率分布的概率密度函数  $f_0$ 。此处，收益率数值采用总价收益率数值。

### （3）信托计划产品组合收益率

信托计划产品募集资金投入 N 个信托计划产品中的权重为  $\beta$ ， $\sum_{i=1}^N \beta_i = 1$ ，则可以得到 N 个信托计划产品在过去单位时期 T 内的组合收益率  $\bar{K} = \sum_{i=1}^N \beta_i K_i$ 。通过在过去一段时期 T 内的组合收益率  $\bar{K}$  的分布直方图，可以得到该历史时期内组合收益率分布的概率密度函数为 F。

### （4）历史模拟法预测外部环境不变情况下的未来组合收益率

通过上文可以得到历史时期 T 内信托计划产品资产组合收益率大于信托计划产品募集资金资金成本的概率 P 及损失概率（1-P）。通过历史模拟法，即假设未来的收益变化和历史变化一致，服从独立同分布，那么在未来收益稳定维持不变的情况下，历史损失概率即为预期损失概率。

### （5）Monte-Carlo 模拟预测外部环境变动情况下的未来组合收益率

但实际情况中，未来收益的变化趋势往往是和历史变化不同。对于这种情况，安融评级运用 Monte-Carlo 方法进行模拟。分别在外部环境变好和变坏两种情况下对未来组合

收益率进行压力测试，通过对当前产品收益和资金分配权重进行调整，选择一个合适的描述单个投资类别收益的随机过程和资金分配权重，依照随机过程模拟虚拟的单个投资类别收益的变化和资金分配权重的变化。根据生成的大量的单个投资类别随机收益率和权重，可以得到未来一段时期内相对应的组合收益率数据。通过和信托计划产品募集资金资金成本进行比较，得到对应的损失概率（1-P）。

（6）给出损失概率在外部环境变好、不变和变差情况下的数值。

## 2、流动性风险

流动性风险的分析思路主要围绕信托计划基础资产能否及时变现以满足固定费用的支付展开。安融评级将信托计划资产分为流动性资产和非流动性资产两类。流动性资产的变现能力较强，在需要支付固定费用时可马上变现。通常流动性资产包括：国债、债券型基金、银行存款、大额可转让存单、央行票据、货币市场基金、短期债券逆回购、银行理财产品等。安融评级将最近一期募集资金到期日前需提取的信托税收储备、中债登登记/托管费、各中介机构服务费、优先收益权利息和必要的信托计划日常管理费用等固定费用以及需偿还的募集资金规模界定为信托计划的流动负债。通过流动比率，即流动资产与流动负债的比例来衡量流动性风险的大小。

### 3、其它风险

信托计划的其它风险主要包括操作风险、资金混用风险、法律风险和主要参与方的履约风险等。安融评级主要通过分析主要参与方的内控、合规制度及其有效性，信托合同及其它相关文件的合规性来评价此类风险程度。

#### （七）受托人尽职能力分析

虽然信托公司本身的信用质量对于信托产品的信用质量并没有直接影响，但就目前情况下，若业内普遍延续刚性兑付的潜规则，则信托公司的信用质量可能也是一个考虑因素。资产管理机构的胜任能力和尽职水平是主动管理类产品信用评级的重要考量因素。信托公司作为受托人，对信托财产进行投资管理，其尽调能力、是否尽职和管理水平都会对信托财产的增值保值水平和安全性起到重大作用，需要在评级中考虑。

### 三、主要评级指标

表：信托产品信用评级指标体系

| 一级指标              | 二级指标 | 三级指标  |
|-------------------|------|---|
| 交易对手<br>信用基本<br>面 | 经营实力 | 融资方的行业状况、收入构成及稳定性、主要业务模式、资金流转方式、上下游的信用政策和稳定度等 |
|                   | 财务状况 | 融资方的资产结构与质量、运营效率、盈利能力、现金流、资本结构及财务安全性          |

|      |                              |  |
|------|------------------------------|--|
|      |                              | 等  |
|      | 还款意愿<br>(作为特殊<br>事项因素分<br>析) | 融资方历史信用状况、本次融资实际目的和用途的真实性、还款风控措施的有效性和还款的激励机制等        |
| 基础资产 | 资产构成                         | 基础资产的信用级别分布, 增信方式分布, 发行主体的行业分布、地区分布等因素               |
|      | 主要基础<br>资产                   | 信托计划中投资比例在 10%以上的投资对象/类别的个数、前五大投资对象/类别的总投资比例等        |
| 产品要素 | 现金流支付<br>机制                  | 主要固定费用及优先受益权本金及预期收益率、流动性支持机构累计补足款项等项目的偿付次序等          |
|      | 交易结构                         | 优先劣后结构化设计、不动产抵押、股权质押、担保保证、资金监管、降价条款和受托人向项目公司派出董事、监事等 |
|      | 信用增信<br>机制                   | 信用增信机制的条款设置及增信效果                                     |
|      | 申购赎回<br>机制                   | 申购、赎回时间点的设置频度, 申购、赎回规模是否设置上限, 赎回保护机制                 |

|           |          |   |
|-----------|----------|---|
| 投资策略      | 投资策略条款   | <p>投资范围：风险较大的投资类别占比、各类投资类别投资比例区间设置</p> <p>投资限制：单一投资对象/类别的投资比例，对某一投资对象的投资规模占投资对象基础资产总发行规模的比例，投资对象久期、信用级别、增信方式、行业和地区分布</p> <p>预警和止损机制：预警和止损线参数追加现金的时间、追加现金的额度</p> |
|           | 投资策略持续性  | 信托计划最近四期（一般每一季为一期）的基础资产构成波动范围、改变投资策略的审批机制和风险控制机制  |
| 投资风险      | 市场价格风险   | 信托计划产品资产组合收益率大于信托计划产品募集资金资金成本的概率 P 及损失概率（1-P）   |
|           | 流动性风险    | 流动比率  |
|           | 其它风险     | 主要参与方的内控、合规制度及其有效性，信托合同及其它相关文件的合规性  |
| 受托人尽职能力分析 | 信托公司信用质量 | 信托公司尽调能力、是否尽职和管理水平  |

# 商业银行信用评级方法



## 一、行业界定

商业银行是指以营利为目的，以多种金融负债筹集资金，多种金融资产为经营对象，具有信用创造功能的金融机构。

根据中国证券监督管理委员会行业分类标准，银行业归属于第 J 大类金融业，包括政策性银行、国有商业银行和其他商业银行。由于我国政策性银行目前主要是为贯彻和配合政府特定经济政策和意图而进行融资和信用活动的机构，不以营利为目的，因此本评级方法中所指的商业银行包括国有商业银行和其他商业银行。具体到组织形式上，可分为国有商业银行、股份制商业银行、外资银行、城市商业银行、农村商业银行和村镇银行及其分支机构。

## 二、行业分析

金融是现代经济的核心，而银行业又是现代金融体系中最重要的重要组成部分，银行业金融机构的稳健运行直接关系到宏观经济的健康发展乃至社会稳定。

近年来，中国银行业资产负债规模稳步增长，盈利水平在较快增长后趋于稳定，资本充足率和资产质量保持基本稳定，拨备情况较为充足。但我国银行业依然受到经济增速放缓、结构调整加快、化解产能过剩及金融改革深入推进等问题的影响，银行业金融机构也面临短期流动性波动增多、信用风险有所上升等风险和挑战。

尽管不同银行在业务资质、经营范围、经营规模等方面不尽相同，但我国银行具有大致相同的特点，也面临相似的竞争环境。总体来说，影响中国银行业整体信用质量的关键因素主要包括以下几个方面：

### （一）政策风险

政策风险指政府有关市场的政策发生重大变化或是有重要的举措、法规出台，引起市场的波动，从而给投资者带来的风险。对于银行而言，目前银行业的业务相关法律法规以及监管体系已较为完善，但随着民间资本进入银行业、业务转型与金融创新加快、人民币国际化带动银行海外业务拓展提速等，相应的法律法规及监管制度也将一一建立，未来几年内相关政策对银行业发展将产生较大影响。

### （二）市场风险

市场风险指市场价格变动，例如商品、利率、证券价格和外汇汇率的变动等，影响公司收入或持有金融工具的价值而形成的风险。目前我国银行由于从事股票和商品业务有限，其市场风险主要表现为利率风险和汇率风险。近年来随着我国利率市场化进程的推进以及银行海外业务快速扩张，银行面临的利率风险和汇率风险有所增长。

### （三）信用风险（又称违约风险）

信用风险指交易对手未能履行约定契约中的义务而造成经济损失的风险，即受信人不能履行还本付息的责任而使

授信人的预期收益与实际收益发生偏离的可能性，它是金融风险的主要类型。对于银行而言，其面临的信用风险主要为借款人因各种原因未能及时、足额偿还银行贷款而给银行带来的可能损失。近年来我国商业银行贷款不良率持续增长，对银行的信用风险管理控制提出了更高要求。

#### （四）流动性风险

流动性风险指商业银行虽然有清偿能力，但无法及时获得充足资金或无法以合理成本及时获得充足资金以应对资产增长或支付到期债务的风险。对于银行而言，资产负债期限不匹配以及经济环境的变化是银行流动性风险产生的主要原因。银行作为存款人和借款人的中介，随时持有的、用于支付需要的流动资产只占负债总额的很小部分，面临大量债权人同时要求兑现债权的“挤兑”风险。

#### （五）操作风险

操作风险指由于内部制度流程疏漏、信息系统故障、员工行为不当以及外部事件影响所造成损失的可能性。依照发生的频率和损失的大小，巴塞尔委员会将其分为七类，分别是内部欺诈风险、外部欺诈风险、雇佣合同以及工作状况带来的风险、客户、产品或商业行为引发的风险事件、有形资产损失风险、经营中断和系统出错，以及设计执行、交割和交易过程管理的风险。

#### （六）结算风险

结算风险指转账系统中的结算不能按预期发生的风险。这种风险可能包括信用风险、流动性风险和操作风险，是金融机构在结算过程中，因职员工作失误或者违反有关结算规定造成损失的一种风险。对于银行而言，最大的结算风险在于系统发生错误导致计算结果不正确，或者计算速度太慢影响交易的正常进行。

### （七）战略风险

战略风险指企业在追求短期商业目的和长期发展目标的系统化管理过程中，不适当的未来发展规划和战略决策可能威胁企业未来发展的潜在风险。目前，我国银行面临的战略风险主要来自于众多银行缺乏明确的战略定位，在重点业务和客户定位等方面存在严重趋同，无法形成差异化服务竞争力，在业务规模扩张上过于重视扩张速度而忽略质量，使得业务风险不断积累。

### （八）声誉风险

声誉风险指由于商业银行经营、管理及其它行为或外部事件导致利益相关方对商业银行负面评价的风险。

### （九）国家风险

国家风险指经济主体与非本国居民进行国际经贸与金融往来中，由于别国经济、政治和社会等方面的变化而遭受损失的可能性。对于银行而言，国家风险是指跨国银行从事跨国界信贷、投资及金融交易时，因借款人(政府或企业)所

处的国家环境因素发生意料之外的变化所可能蒙受的损失及收益的不确定性。近年来随着我国银行跨国业务的快速扩张，其面临的国家风险有所增长，对银行的国家风险监测管理提出了更高要求。

### 三、评级思路

安融评级对商业银行信用分析由两部分组成：一是商业银行自身实力；二是外部支持的可能性。其中，商业银行自身实力评级考虑的因素由运营环境、公司管理素质、公司经营与发展战略、内部控制与风险管理和财务状况五部分组成。这些因素共同影响着商业银行的盈利能力、资产安全性和资产流动性的状况，综合体现了商业银行所面临的风险、化解风险和经营风险的能力。外部支持因素则主要包括股东支持和政府支持两个方面。由于商业银行经营的特殊性及其破产可能导致的严重后果，商业银行面临财务困境时获得外部支持的可能性往往高于一般企业，因此在确定商业银行自身评级的基础上，安融评级还考虑商业银行可能获得外部支持的可能性及支持的力度，从而得出商业银行最终的信用等级。

### 四、评级要素

安融评级对商业银行业信用风险的考察主要从运营环境、公司管理素质、公司经营与发展战略、内部控制与风险管理和财务状况五个方面进行分析。

## （一）运营环境

### 1、宏观经济环境

宏观经济环境分析，旨在考察经济环境变化对银行业运营可能产生的影响。宏观经济环境主要包括宏观经济周期性、货币政策、财政政策和产业政策等。

安融评级考察的因素包括国际、国内经济发展状况与趋势，经济发展中面临的问题以及致力于改善这些问题的政策可能给经济带来的不利或有利影响，相关指标有：国内生产总值（GDP）、工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额、投资采购经理人指数（PMI）、工业品出厂价格指数（PPI）、消费价格指数（CPI）、货币供应量（M2、社会融资总量）、资产价格（包括股市、房地产市场）、财政收支、利率政策、汇率波动、进出口情况等；企业经济效益与企业体制改革进展，居民消费与储蓄倾向等；世界经济金融形势。

### 2、区域经济环境

区域经济方面，对于业务区域集中度较高的银行来说，区域经济、产业结构和地方政策等因素对当地企业经营影响较大，良好的区域经济环境有利于当地企业的经营，则银行客户质量较高，整体信用违约风险亦偏低。

### 3、行业环境

#### （1）行业竞争

安融评级认为了解商业银行业的整体发展状况有利于

从总体上把握商业银行的特征，可以从商业银行业整体规模、资金运用、信贷资产质量和资本充足性等方面来分析。从竞争态势来看，商业银行环境相对成熟，竞争较为激烈；大型商业银行和股份制在业务范围、营业网点、客户资源、规模效益和风险控制等方面优势明显；城市商业银行和农村金融机构等地方性金融机构具有明显的区域竞争优势；此外，随着金融市场的发展，潜在进入者在一定程度上影响着目前银行业的竞争格局。

## （2）行业风险

银行业面临的主要风险有：市场风险、信用风险（信贷资产整体质量及变化趋势）、流动性风险、操作风险；资本充足率水平；盈利能力状况。

## （3）行业监管

安融评级认为商业银行受到中国银监会的严格监管，其监管对整个银行系统的安全性及单一银行的资产质量和扩张速度具有重要影响；对行业监管的分析可以从监管体系、日常监督和重点风险监管能力等方面考察，行业的严格监管有助于规范银行的业务发展、及时发现银行面临的潜在风险。同时，行业的支持政策将推动商业银行业务的开展。

## （二）公司管理素质

### 1、公司治理

规范有效的法人治理，对于银行的总体风险控制具有重

要作用，这是银行稳健发展的基本保证。

安融评级考察因素主要有：股东（大）会、董事会、监事会、高级管理层权力分配与制衡机制；从股东（大）会到董事会再到经营管理层的决策传导机制是否通畅、高效；董事会和监事会成员是否具备履行职责所必需的专业素质、是否勤勉诚信，结构是否合理；董事会和监事会的各专设委员会实际履行职责情况，是否具备独立性；外部监事和独立董事履行职责情况。

## 2、信息披露

安融评级主要考察公司信息披露的质量，包括银行对运营和财务绩效以及公司治理实践方面的信息进行披露的及时性、充分性和完整性，对其进行财务审计的审计机构和审计师的独立性和知名度。

## 3、股权结构及关联关系

安融评级主要考察股权结构及关联关系的影响。分析银行的股权结构，判断银行的实际控制人；分析股东的构成以及股东对银行经营的支持与限制；银行股东及关联方是否有占用银行资产行为，是否有关联交易或内幕交易，评估关联交易对银行的影响。

### （三）公司经营与发展战略

#### 1、公司经营情况

##### （1）市场地位



安融评级主要从品牌、资产规模、资本实力、收入、利润、客户群、渠道等方面对评价银行总体市场地位。

从商业银行经营管理的角度看，银行的业务分为资产业务、负债业务和中间业务。其中资产业务、负债业务是银行的传统业务。当前国内商业银行正经历大力发展中间业务、优化传统业务的阶段，中间业务的重要性越来越突出。

从客户结构和收入来源的角度看，银行的业务又可归为公司业务、个人业务、资金及其它业务三大类。

## (2) 各业务条线的贡献度

### ① 公司业务

分析银行公司业务产品组合，业务品牌知名度以及客户群构成，评价受评银行在公司业务领域的竞争优势。

目前，国内商业银行公司业务主要包括对公的存贷款业务、投资银行业务、代理业务、理财业务、资产托管及其它受托业务、结算与清算业务等。其中投资银行业务、资产托管业务和对公理财业务是含金量较高的非传统对公业务，且可与传统业务形成协同效应。

对公存款业务分析包括存款营销方法和手段，存款规模与结构，存款稳定性，市场占有率以及增长速度。对公贷款业务分析包括贷款总体规模与结构；贷款的行业、地区分布；贷款市场占有率。

### ② 个人业务

分析银行个人业务产品组合，业务品牌知名度以及客户群构成，评价受评银行在个人业务领域的竞争优势。

目前，国内商业银行个人业务主要包括居民存贷款业务、银行卡业务、个人理财业务和私人银行业务等。个人业务中的银行卡业务、个人理财和私人银行业务属高端业务范畴，其发展状况是衡量银行个人业务竞争力的关键因素。

居民存款业务分析包括存款营销方法和手段，存款规模与结构，存款稳定性，市场占有率以及增长速度。居民贷款业务分析包括贷款总体规模与结构；贷款业务品种；贷款市场占有率。

### ③ 资金及其它业务

包括以银行自有资金进行的货币市场交易（短期资金拆借、回购）、投资组合管理、资产证券化业务和代客资金交易等。

安融评级认为，在关注银行的收益稳定性的同时，安融评级还要考察其收入来源的多样性，即银行主营业务的多样化程度。过度依靠一项或有限的业务种类可能导致银行极易受到市场变动的影响，银行有可能无法及时通过其它收益来源来保护其经济偿付能力。目前商业银行的收入主要依赖于存贷利差。由于贷款客户的信用质量相对稳定，利息收入的增长更多依赖于资产规模的扩张。安融评级认为在未来的中长期内非利息收入占比的增长将成为国内银行财务实力增

强的重要标志之一。

### （3）渠道资源

主要分析银行的分支机构网点数量及其有效性、信息技术运用情况、非传统分销渠道（包括网上银行、手机银行、电话银行和自助银行等）以及交叉销售能力。

## 2、发展战略

公司战略决定着银行长期发展方向和途径。安融评级主要关注银行决策层对行业发展趋势的认识，对自身的优势、劣势的认识以及对公司定位的合理性。具体包括银行是否制定了较为明确的长期发展目标，有无具备可操作性的实施方案；进行产品、技术或制度创新的能力和规划。此外，银行历史上所制定战略能否得到切实的执行，是否达到预期的目的，对偏离目标的原因是否有正确的认识并做出相应的改进也应予以充分重视。

### （四）内部控制与风险管理

#### 1、内部控制

有效的内部控制是银行实施成功的风险管理的基本要求。银行内部控制应遵循全面原则、审慎原则、有效性原则及独立原则，其基本目标应兼顾安全性和效益性。

第一，考察其内控的治理架构，包括董事会及其下属各专门委员会、总行级的内部审计部门、各级经营机构的合规部门间的权责关系。

第二，考察银行的内部控制环境包括内部控制制度建设、对员工行为规范的管理体系。

第三，评估全面风险管理体系总体的建设情况和对各项业务的控制措施。

第四，衡量银行内部信息沟通渠道通畅性，重点是其 IT 治理手段。

第五，监督银行内控的检查机制及其落实情况以及内外部审计单位对银行内控情况的审计结果。

## 2、风险管理

### (1) 风险管理体系

安融评级认为完善的风险管理体系有助于商业银行应对各类风险。因而，应重点关注商业银行是否建立全行范围内覆盖各项业务的风险管理系统；如何开发、运用风险量化评估方法和模型，对各类风险进行持续监控；是否针对不断变化的环境和情况及时修改完善风险控制的制度、方法和手段，以及控制新出现的风险或以前未能控制的风险；风险评估是否考虑了风险的可计量和不可计量两方面的特性。

### (2) 信用风险管理

借款人和债券发行人违约风险是目前银行面临的主要信用风险。安融评级关注银行的信用风险管理体系和制度的适当性。信用风险管理制度包括内部信用评级体系、授信政策和标准、授信权限划分与管理、贷款风险的监测与预警和

不良贷款的处置等方面。结合银行信用风险管理政策，安融评级对银行贷款组合、债券组合、其它信用风险投资产品和表外业务进行分析，评价银行信用风险暴露水平。

### （3）市场风险管理

市场风险是指市场价格的变动导致银行表内和表外头寸遭受损失的风险。市场风险主要包括汇率风险和利率风险等。

市场风险管理主要考察银行是否构建了与本行的业务性质、规模和复杂程度相适应的市场风险管理能力，包括：银行资产负债管理策略、风险评估技术和利率波动对银行资产负债的影响，尤其对金融工具价值的影响；银行外汇风险敞口头寸、汇率风险敏感度以及市场风险资本的计量等内容。

安融评级分析银行市场风险的方法主要有：缺口分析、外汇敞口分析、久期分析、敏感性分析、情景分析、压力测试和事后检验等。

### （4）流动性风险管理

流动性风险是指商业银行虽然有清偿能力，但无法及时获得或无法以合理成本及时获得充足资金以应对资产增长或支付到期债务的风险。流动性揭示了商业银行资产与负债的匹配情况以及从外部融资的能力（包括可能性和融资成本），反映了商业银行偿还短期负债的能力。银行为保持充

足的流动性，通常持有大量的现金以及可以在市场上随时变现的资产。这些资产是偿付短期负债的储备资产，是银行内部流动性来源。外部融资是商业银行改善流动性的另一重要手段。商业银行应通过资产负债管理、现金流量管理和压力测试等方法对流动性风险进行管理。

#### （5）操作风险管理

操作风险是指由不完善或有问题的内部程序、员工、信息科技系统，以及外部事件所造成损失的风险。根据《巴塞尔新资本协议》的要求，应从管理制度、管理流程、管理工具、管理系统和资本计量等方面考察银行操作风险管理基础设施的建设情况。

安融评级分析银行操作风险管理的成效和问题可以通过考察其对操作风险的重视度，近年有无重大操作风险损失事件的发生（包括内部欺诈、外部欺诈、客户及产品和业务活动事件、信息系统事故等）及其严重程度和有无受到监管当局通报批评等。

#### （五）财务状况

##### 1、资产质量

资产质量是未来盈利的主要来源，也是资本产生或损耗的关键因素。

商业银行经营风险的特性决定了其资产组合承载了不同性质和类别的风险。商业银行资产主要分为现金类资产、

同业资产、贷款及垫款净额、投资资产以及其他资产。商业银行资产组合风险大小在一定程度上决定了商业银行收益水平，但风险会影响到商业银行经营的稳定性。信用风险导致的资产质量恶化会引起流动性危机，并且大范围的信用风险的发生还会导致商业银行产生严重的亏损，甚至破产。因此，资产质量是评级关注的重要因素之一。

安融评级评价资产质量的指标主要有：不良贷款率、不良贷款迁徙率、不良贷款拨备覆盖率、贷款损失准备金计提及拨备情况。

## 2、负债来源与结构

商业银行通过吸收存款和借入资金开展贷款等资产业务，负债来源稳定性对商业银行来说至关重要。国内商业银行负债主要来源于存款（公司存款、储蓄存款）、同业负债（同业存放、拆入资金以及卖出回购）和发行债券等。由于存款和同业负债主要是短期资金，商业银行资产与负债期限结构错配明显，而近些年金融债券发行在一定程度上改善了发行人的负债结构。

安融评级分析商业银行负债主要考虑负债结构、存款的集中度和负债的期限分布等指标。

## 3、经营效率与盈利能力

商业银行依靠借入资金发展资产业务的特点决定了商业银行具有很高的资产负债率。商业银行资金运用收益必须

高于负债成本，并且能够弥补其它经营成本（包括资产减值损失）。否则，经营亏损会侵蚀股东权益，减少银行资本，而亏损还将降低客户对银行的信任度，导致银行遭受储户的挤兑。

商业银行营业收入主要由利息净收入、手续费及佣金和投资收益等组成，营业支持主要为业务及管理费。

安融评级主要从营业收入多元化、成本收入比率、净资产收益率、净利差和拨备前资产回报率等指标进行分析。

#### 4、流动性

安融评级主要考察备付金率、流动性比率、存贷款比率、净稳定资金比率、流动性覆盖率等流动性指标的变化以及现金流状况，并考察银行持有的金融资产的市场流动性和可变现能力。

#### 5、资本充足性

资本是商业银行吸收各类风险损失的重要缓冲工具。资本充足性的评估标准是其资本水平和资产质量是否足以抵制其资产风险。随着中国人民银行持续加强对商业银行的MPA（宏观审慎评估体系）考核力度，对商业银行净资本提出了更高的要求。

安融评级通过商业银行资本实力、核心一级商业银行资本净额、资本充足率和风险加权资产等指标分析银行资本充足能力。



## （六）外部支持

评估商业银行在面临困境的时候能否及时得到来自政府、股东的支持及其支持力度。鉴于银行业在我国国民经济发展中所处的重要地位，及在国内金融体系中的重要作用，安融评级认为商业银行可预期的外部支持主要来自于股东支持和政府支持。

### 1、股东支持

股东对商业银行的支持可能性取决于其支持意愿与支持能力两个方面。对于支持能力，安融评级通常用股东的评级作为衡量指标。当判断股东对银行的支持意愿时，安融评级所考虑的因素主要包括：股东对银行的控制程度、银行对股东的战略重要性、银行破产对股东可能造成的影响和股东是否有支持所投公司的历史记录等。

### 2、政府支持

由于股权结构、地区重要性等因素的影响，全国性股份制银行和地方性商业银行有可能在出现支付困难时得到地方政府的援助。这类支持可能表现为直接注资或提供临时的流动性，也可能表现为收购/置换不良资产或对银行债务的担保。

安融评级考虑了地方政府对银行提供支持的可能性，主要的判断因素包括：地方政府在银行中的持股比例、地方政府的支持意愿和支持能力、银行在区域性市场上的存贷款市

场份额和对当地财政的税收贡献等。

安融评级判断商业银行面临财务困境时是否可能获得中央政府或央行支持的主要因素包括：银行对国民经济或全国支付体系的重要程度；银行在全国或重要经济区域中的存贷款市场份额；对银行实行救助的有关政策法规等。

## 五、评级指标体系

表：商业银行业公司主体长期信用评级指标

| 一级指标   | 二级指标      | 三级指标   |
|--------|-----------|--|
| 运营环境   | 宏观经济环境    | 国内国民生产总值(GDP)、工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额、投资采购经理人指数(PMI)、工业品出厂价格指数(PPI)、消费价格指数(CPI)、货币供应量(M2、社会融资总量)、资产价格(包括股市、房地产市场)、财政收支、利率政策、汇率波动、进出口情况等 |
|        | 区域经济环境    | 区域经济、产业结构、地方政策等  |
|        | 行业环境      | 行业竞争、行业风险、行业监管   |
| 公司管理素质 | 公司治理      | 三会一层权力分配与制衡机制、决策传导机制、成员专业素质、职责履行情况   |
|        | 信息披露      | 信息披露的及时性、充分性和完整性   |
|        | 股权结构与关联关系 | 股东构成及其支持与限制，是否有占用银行资产、内幕交易等  |

|                   |           |   |
|-------------------|-----------|---|
| 公司经营<br>与发展<br>战略 | 公司经营情况    | 市场地位、各业务条线的贡献度、渠道资源                                 |
|                   | 发展战略      | 有无明确的长期发展目标、可操作性的实施方案、创新能力                          |
| 内部控制<br>与风险管<br>理 | 内部控制      | 内控治理架构、内控环境、全面风险管理体系总体建设、内部沟通通畅性、监督检查机制及落实情况、内控审计情况 |
|                   | 风险管理      | 风险管理体系、信用风险管理、市场风险管理、流动性风险管理、操作风险管理                 |
| 财务状况              | 资产质量      | 不良贷款率、不良贷款迁徙率、不良贷款拨备覆盖率、贷款损失准备金计提及拨备情况              |
|                   | 负债来源与结构   | 负债结构、存款的集中度、负债的期限分布等                                |
|                   | 经营效率与盈利能力 | 营业收入多元化、成本收入比率、净资产收益率、净利差、拨备前资产回报率                  |
|                   | 流动性       | 备付金率、流动性比率、存贷款比率、净稳定资金比率、流动性覆盖率等                    |
|                   | 资本充足性     | 资本实力、核心一级商业银行资本净额、资本充足率、风险加权资产和系数等                  |
| 外部支持              | 股东支持      | 股东支持能力与支持意愿   |

|  |      |   |
|--|------|---|
|  | 政府支持 | 地方政府在银行中的持股比例、地方政府的支持意愿和支持能力、银行在区域性市场上的存贷款市场份额、对当地财政的税收贡献等<br>破产银行对国民经济或全国支付体系的重要程度、破产银行在全国或重要的经济区域中的存贷款市场份额、银行实行救助的有关政策法规等 |
|--|------|---|

# 融资担保行业信用评级方法

## 一、行业界定

根据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017), 公司属于: L72 商务服务业。

《融资担保公司监督管理条例》所称融资担保, 是指担保人为被担保人借款、发行债券等债务融资提供担保的行为。所称融资担保公司, 是指依法设立、经营融资担保业务的有限责任公司或者股份有限公司。

融资担保公司主要经营银行借款担保和发行债券担保等融资担保业务, 部分经营稳健、财务状况良好的融资担保公司还可以经营投标担保、工程履约担保和诉讼保全担保等非融资担保业务以及与担保业务有关的咨询等服务业务。部分符合资质的融资担保公司还可为其它融资性担保公司的担保责任提供再担保业务。

融资性担保公司还可以自有资金进行投资, 限于国债、金融债券及大型企业债务融资工具等信用等级较高的固定收益类金融产品, 以及不存在利益冲突且总额不高于净资产20%的其它投资。

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要, 界定融资担保行业为经营区域主要位于大陆地区、收入来自以上细分类行业的行业总称。

## 二、行业分析

融资担保公司面临的主要风险有信用风险(即代偿风

险)、流动性风险、政策风险、市场风险和操作风险等。安融评级在对融资担保行业的运行特征进行全面分析后认为,目前以及未来一段时间内我国融资担保行业的信用风险主要来源于以下几个方面:

### (一) 经济景气周期波动

融资担保行业是金融体系内信用风险的末端承担者,且主要服务于中小微企业等对外部经济环境敏感度高的经济实体,其发展与国民经济的运行周期高度相关。融资担保行业的发展与宏观经济形势及社会融资规模、中小企业发展状况密切相关。

当宏观经济处于上行周期,实体经济快速发展,企业融资需求旺盛,就会产生担保需求,有利于担保业务规模的拓展,且中小企业发展状况良好,企业还款能力较强,融资担保公司面临的信用风险就小。当宏观经济增速放缓,实体经济发展承压,企业融资需求就会有所下降,同时信用风险不断升高,就会导致融资担保行业代偿规模不断提高、盈利水平下降、风险水平逐步集聚等问题。

### (二) 区域环境变动

由于融资担保行业目前实行属地管理,跨区域经营存在一定监管壁垒,大多数融资担保机构的银行借款担保业务经营范围限制在所在省份内,因此融资担保公司的经营状况往往与所处区域的经济发达程度关系密切,对区域市场环境变

化较为敏感。

经济发达地区普遍能够为中小微企业发展提供良好的政策、金融和市场环境，有利于融资担保公司拓展业务、控制风险和提高盈利能力；经济欠发达及偏远地区普遍依赖于农业及品种单一的工业，政策金融和市场环境相对落后，不利于中小微企业的发展。

### （三）政策变化和债券市场的发展

从行业政策及监管环境上看，为规范及促进担保行业的发展，近年来监管部门下发了多项文件，其目的在于规范担保机构业务开展，促进担保行业的健康、稳健发展。2010年3月，银监会联合六部委颁布《融资性担保公司管理暂行办法》，为担保行业的准入资质、业务模式和监管政策等均做纲领性规定，为我国担保行业发展提供指引性文件。2017年8月，国务院颁布了《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”），在行政法规层面上设立了新的管理办法。

融资担保公司进行信用评级的目的主要是为开展债券担保做准备，我国债券市场的发展情况对融资担保公司债券担保业务的开展有重要影响。2015年10月，国家发改委发布了《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》，提出由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级不低于AA+及以上）提供无条件不可撤销保证担保的债券可以豁免复审环节，减少了债券发行政程序。该意见在一定



程度上鼓励了低评级的发行主体通过担保公司增信发行。2017年2月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，其中明确了保本基金的担保机构资质和担保方式等问题，要求担保方不能向基金公司追责。该意见将对担保公司开展保本基金担保业务产生较大影响。2017年4月，中证登执行调整公司债质押式回购政策，该政策将可质押债券的评级提高至AAA级，因此一些主体信用等级较低的发行主体对AAA级别担保公司的需求将大幅提升，有利于担保公司业务的进一步开展。

近年，我国债券市场上违约事件频发。作为为债券偿付提供担保的机构，融资担保公司会对发债主体的偿付行为提供保证，而随着发债主体违约事件的频发，融资担保公司对涉事债券代偿规模也在提高。由于债券单笔发行规模较大，融资担保公司一般会采取分出担保责任的方式分散风险，但受融资担保公司资本金及自身储备等方面的限制，一旦发生代偿，仍会对融资担保公司造成较大的冲击。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对担保行业的评级思路是：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。

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。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、宏观经济

担保行业运行显示出较强的周期性，其需求增速与社会融资发展规模和中小企业的发展呈现明显的正相关关系。宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策等因素，都会影响到担保行业的基本面，导致行业信用变化。

安融评级重点关注：宏观经济增速、经济所处周期、宏观经济政策等。

#### 2、区域经济

由于融资担保公司的借款担保业务主要集中在所在省区，同时债券发行担保中的被担保企业业务也有部分存在较强的区域性，因此需要对特定的区域经济给予关注。对区域经济的分析主要通过区域的 GDP 总值、GDP 增长率、产业结构以及主要产业等宏观经济指标来反映，同时需要考虑地方政府的财政收入规模、金融政策、地区经济发展特点和可持续性以及现行经济政策的基本重心和方向等。

安融评级主要关注：区域 GDP 总值、GDP 增长率、产业结构、主要产业、地方财政收入规模、金融政策、区域经济的重心和方向等。

### 3、行业监管体系、政策变化和债券市场的发展

近年来，政府部门陆续出台了各种规章制度，有利于金融担保行业的健康发展，融资担保公司只有及时调整并充分适应监管政策的变化，才能维持担保公司的可持续发展。

随着直接融资比重的提高，债券市场的发展，债券担保业务需求增加较多。由于债券担保单笔额度较大，随着宏观经济形势的波动和发债主体盈利能力的变化，对融资担保公司的风险控制也提出了更高的要求。

安融评级主要关注：相关政策和规划对担保机构业务的影响、融资担保公司业务过程中的合规性、债券市场政策、债券发行金额等。

## （二）经营实力

## 1、公司竞争优势

各个融资担保公司的经营历史、经营规模和市场地位、银行授信额度和风险共担机制的建立都不尽相同。同等条件下，企业经营历史越长、经营规模越大、市场占有率越高、合作银行越多、银行授信额度越大及与银行等金融机构的风险共担机制达成协议的能力越强，融资担保公司的经营优势就越明显。

安融评级主要关注：企业的经营历史、担保业务收入、担保责任余额、年度新增担保额、银行授信额度、风险共担机制等。

## 2、业务组合素质

对现有担保责任余额，需要分析其业务结构、区域分布、行业分布、项目到期分布、客户集中度和主要反担保措施。

### （1）业务结构

由于不同种类担保业务的单笔担保金额、收益率和风险水平存在较大差异，因此融资担保公司的业务分布情况对其盈利能力影响较大。此外，由于担保业务盈利能力普遍较低，投资业务也是融资担保公司收入的重要补充。担保机构根据外部环境和自身资源禀赋适度扩张其业务规模，有利于其扩大经营和分散风险。

### （2）区域分布

由于区域经济发展和产业结构不同，担保需求规模、结

构和增长趋势存在明显差异。担保企业在地域分布的多元化可以消除单一区域需求下降带来的收入影响，并提高企业在个别区域竞争策略的灵活度。

### （3）行业分布

对行业分布的分析主要是关注担保客户是否集中于某一不符合国家或地区产业政策方向、景气度较低甚至属于严重产能过剩或近年违约事件频发的高风险行业，以预测融资担保公司可能出现的风险损失。

### （4）项目到期分布

分析业务组合的存续期分布（即在保项目到期日分布）有利于分析在保项目还款的集中度，集中度过于集中可能造成融资担保公司某一时点的即期代偿压力过大，从而导致公司的流动性风险。

### （5）客户集中度

由于融资担保行业的周期性特征，较高的集中度不利于分散风险。对单一客户担保额过大将加大担保机构对单一客户的风险暴露和违约后的大额偿付压力。将单一客户担保额控制在合理范围内也有利于降低担保机构的流动性风险。

### （6）反担保措施

由于融资担保公司出现代偿的时候，损失由公司自身承担，因此承接业务的时候，融资担保公司往往要求被担保客户提供反担保措施。一般反担保措施包括实物抵押、个人和

企业连带责任保证、股权质押等。需要分析在保责任余额的抵质押率、抵质押物的变现能力和大额担保项目的具体反担保措施，从而大致估算融资担保公司在保责任余额的风险敞口。

安融评级主要关注：业务收入结构占比及其合理性、区域分布、行业分布、项目到期分布、融资性担保第一大客户集中度、融资性担保前五大客户集中度、抵质押覆盖率等。

### 3、股权结构与公司治理

融资担保公司的股权结构是融资担保公司信用评级分析过程中的重要因素。股权结构一方面影响公司治理和运营，另一方面影响公司能获得股东支持的强度和其它机构的协同合作。就股东性质来说，安融评级关注省级及以上、地市级、区县政府或国资管理单位以及其它等不同性质的股东对担保机构资本补充、业务开拓和风险补偿等方面给予支持的可能性和力度，尤其是在担保机构出现经营危机后提供支持的可能性和可行性。

分析公司的治理结构，即考察公司股东会、董事会和监事会的建立健全和运行情况，股东与管理层之间的责任和权利分布。良好的公司治理可以促进企业的股权结构合理化，加强企业的内部控制，降低企业的代理成本，增强企业的核心竞争力，提高企业的经营业绩，实现企业的可持续发展。

安融评级主要关注：股权结构、控股股东/实际控制人的

性质、企业治理结构是否规范、管理制度是否健全、战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

#### 4、风险控制能力

担保行业的经营特点是承担风险并管理风险，风险控制能力是担保机构能否持续经营的关键因素。

公司是否具备完善的风险控制制度，包括担保评估制度、决策程序、事后追偿和处置制度、风险预警机制和突发事件应急机制，并制定严格规范的业务操作规程，加强对担保项目的风险评估和管理等。

实际风险控制水平的好坏是评判融资担保机构风险控制能力高低的关键因素。重点可考察最近三年累计担保代偿率、累计代偿损失率、当年新增代偿额和当年代偿回收额。这些指标可靠反映了融资担保公司风控制度的执行效果。

由于融资担保公司自身业务的特殊性，人员素质尤其是管理层人员和核心员工的素质对担保机构经营管理影响重大，其专业素质和经验更是影响担保机构风险控制能力的重要因素。评级中需要考察公司的人员构成情况，尤其是公司管理人员及核心业务人员和风控人员的素质情况。

安融评级主要关注：公司各项风险控制制度的完备情况、内控的执行和有效性、最近三年累计担保代偿率、累计代偿损失率、当年新增代偿额、累计代偿应收额、人员素质

等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

由于融资担保公司要应对随时可能发生的代偿，故对其资产的流动性要求较高，流动性是衡量融资担保公司资产保值变现能力的重要指标，需要重点关注现金类资产占比、流动资产占比。同时应关注应收代偿款，分析其规模和账龄，回收可能性及时间。

对融资担保公司资产流动性的分析还应该注意融资担保公司资产管理能力，即对外投资能力。融资担保公司的投资情况，不仅影响着公司的流动性，还影响融资担保公司的盈利能力。

安融评级主要关注：现金类资产占比、流动资产占比、应收代偿款、公司的投资产品情况等。

#### 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。

融资担保公司负债主要是存入保证金、未到期责任准备金和担保赔偿准备金。分析中重点关注风险准备金计提的规模和合规性。

资本规模决定了公司业务规模的上限，同时资本是融资担保公司抵御风险的最后一道防线，决定着融资担保公司抵



抗风险的能力。融资担保公司资本补充渠道相对比较单一，基本上是通过原有股东增资或引进新的外部股东。

安融评级主要关注：公司风险准备金计提的规模和合规性、净资产、未来确定的增资计划等。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，融资担保公司经营产生的利润是融资担保公司重要的内生资本来源。对融资担保公司盈利能力的分析主要包括对营业收入构成、净利润以及总资产收益率和净资产收益率的分析。

安融评级主要关注：企业的收入业务结构、净利润、总资产报酬率、净资产收益率等。

### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

安融评级主要关注：经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

### 5、代偿能力

融资担保公司是带杠杆经营风险的公司，财务分析的落

脚点是分析融资担保公司的代偿能力。

对于担保业务杠杆水平，安融评级重点考察融资担保公司的担保责任放大比例。过高的担保业务杠杆水平意味着融资担保公司的净资产可能不足以抵御当前担保业务潜在的代偿损失，而过低的担保业务杠杆水平意味着融资担保公司担保规模过小，融资担保公司无法通过担保业务收入获取充足的偿债来源。融资担保公司应根据外部环境的变化和自身风控水平来确定合理的担保业务杠杆水平。

融资担保公司风险准备金是抵御代偿风险的重要保障。评级中需要分析融资担保公司风险准备金覆盖率。

担保机构在进行代偿赔付时，往往需要直接以现金支付，融资担保公司现金类资产余额对风险资产的比率可以更加谨慎的衡量融资担保公司的即时代偿能力。安融评级主要是通过现金代偿保障比率的大小来判断此种能力。

安融评级主要关注：担保责任放大比率、风险准备金覆盖率、现金代偿保障比率等。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

不同性质的股东外部支持力度不尽相同，需分析股东类型、实力及其所能给予融资担保公司的资本补充，业务开拓及风险补偿等支持措施及其对企业的影响。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、

历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

## 2、政府支持

为了支持融资担保行业的发展，政府会对融资担保公司进行一定的政府支持，如中央和地方财政专项补贴的财政补贴、出现代偿时承诺比例补偿的风险补偿政策等。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的政策支持等。

## 五、评级指标体系

表：融资担保公司主体信用评级指标

| 一级指标 | 二级指标                | 三级指标   |
|------|---------------------|--|
| 运营环境 | 宏观经济                | 宏观经济增速、经济所处周期、宏观经济政策                                   |
|      | 区域经济                | 区域 GDP 总值、GDP 增长率、产业结构、主要产业、地方财政收入规模、金融政策、区域经济政策的重心和方向 |
|      | 行业监管体系、政策变化和债券市场的发展 | 相关政策和规划对担保机构业务的影响、融资担保公司业务过程中的合规性、债券市场政策、债券发行金额        |

|          |           |  |
|----------|-----------|--|
| 经营<br>实力 | 公司竞争优势    | 企业的经营历史、担保业务收入、担保责任余额、年度新增担保额、银行授信额度、风险共担机制                                      |
|          | 业务组合素质    | 业务收入结构占比及其合理性、区域分布、行业分布、项目到期分布、融资性担保第一大客户集中度、融资性担保前五大客户集中度、抵质押覆盖率                |
|          | 股权结构与公司治理 | 股权结构、控股股东/实际控制人的性质、公司治理结构是否规范、管理制度是否健全、战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响 |
|          | 风险控制能力    | 公司各项风险控制制度的完备情况、内控的执行和有效性、最近三年累计担保代偿率、累计代偿损失率、当年新增代偿额、累计代偿应收额、人员素质               |
| 财务<br>实力 | 资产质量      | 现金类资产占比、流动资产占比、应收代偿款、公司的投资产品情况   |
|          | 资本结构      | 公司风险准备金计提的规模和合规性、净资产、未来确定的增资计划   |
|          | 盈利能力      | 企业的收入业务结构、净利润、总资产报酬率、净资产收益率  |
|          | 现金流       | 经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净   |

|      |      |   |
|------|------|---|
|      |      | 额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性            |
|      | 代偿能力 | 担保责任放大比率、风险准备金覆盖率、现金代偿保障比率                          |
| 外部支持 | 股东支持 | 股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策 |
|      | 政府支持 | 政府对企业支持力度和获得政府的政策支持                                 |

# 银行信贷资产证券化（CLO） 信用评级方法

## 一、定义

银行信贷资产证券化（Collateralized Loan Obligation, CLO，以下简称“信贷资产证券化”）指的是以银行业金融机构为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资者发行受益证券，并以该资产所产生的现金支付资产支持证券收益。

银行信贷资产证券化产品的信用评级是在对被评证券的交易结构风险、资产池组合信用风险和信用增进措施等进行定性和定量分析的基础上，综合被评证券对投资者权益的保障程度，所做出的信用质量和信用稳定性判定。

在本评级方法中，信贷资产是指银行发放的公司类贷款，不包括银行发放的住房抵押贷款、个人消费贷款以及非公司类客户贷款。

## 二、评级思路

安融评级银行信贷资产证券化信用评级思路主要包括法律和监管分析、交易结构分析、交易结构参与主体分析、触发机制、交易分析中所关注的风险、资产池信用组合风险和现金流分析及辅助分析等几个方面。根据相关法律法规、信贷资产证券化风险特征及安融评级政策制定的相关评级方法。

## 三、评级要素

### （一）法律和监管分析

法律和监管分析的重点是分析资产池是否实现破产风险隔离，破产风险隔离是否受到法律保护，贷款资产转让到证券发行的整个流程是否符合既定的法律法规和监管要求，既定的交易安排可能存在的法律风险及规避措施。通过审查和分析现行法律法规与交易相关的各类文件、契约、合同等对交易结构产生的影响，确定信贷资产证券化交易的合法性和有效性，主要关注点有资产池是否实现破产风险隔离，破产风险隔离是否受到法律保护等。

## （二）交易结构分析

结构分析即是指分析证券化资产所产生的现金流能否支持本金和利息的及时支付。安融评级在对结构化安排进行全面分析的同时，主要关注以下内容：

### 1、优先级/次级结构

资产支持证券普遍采用结构分层来进行信用增级，池内资产产生的现金流按优先、劣后的顺序进行支付，劣后端为优先端提供一定厚度的保护。具体分析内容包括各档次证券所占比重、优先级/次级证券本息的偿还顺序、能否为优先级证券提供足够的信用支持等。

### 2、超额利差（R）和超额利差率（L）

超额利差能为优先级证券提供一定的信用支持。在分析超额利差时，要对比分析资产池组合的加权平均利率（R1）与相关参与机构服务费率（R2）以及优先级证券预计票面利



率（R3）之间的利差（R），结合现金流支付机制，分析判断超额利差的信用增级作用大小。 $R=R1-(R2+R3)$ ， $L=R/(R2+R3)$ 。

### 3、流动性准备金账户

流动性准备金账户的设置，可以为优先级证券的偿付提供一定的信用支持，同时也能有效缓解资产池现金流入同优先级证券兑付之间的流动性错配。

### 4、外部增级措施

外部增级措施包括保证担保增级、流动性增级等。通过分析外部增级措施的可行性以及对现金流结构的影响，判断外部增级对本息及时足额支付的保障程度。

## （三）交易结构参与主体分析

### 1、对发起人及贷款服务机构提供相应服务能力的考查

在对发起人或者贷款服务机构进行主体评级时，核心是考察其放贷标准和放贷标准的执行情况，通过对这些方面的考察，以更好地判断资产池的信用质量；以及对于逾期贷款的处理，包括逾期贷款处理团队，经验，以及历史记录，通过对这些方面的考察来分析贷款服务机构的服务能力，判断可能发生的贷款违约后挽回情况。另外，发起人的主体评级反映出其违约可能性的大小，以此来衡量CLO面临的资金混同及抵消风险，如果在这方面存在较大的风险，那么相关的交易文件对此就应有相应约束。

## 2、对受托管理机构的分析

受托管理机构往往是信托机构。尽管信托机构破产，CLO的基础资产池作为信托财产也不会列入清算，但是从实践上，此类事件的发生依然会影响CLO投资者的利益。因此，往往也会对CLO受托管理机构的信用风险进行评判。此外，对信托机构还应着重考察受托管理人对交易各项事务的处理能力、业务经验、内部风险控制制度，尤其是其尽职履行各项职责的能力。

## 3. 对资金托管机构的分析

资金托管机构往往是银行。安融评级会对资金托管机构的信用风险进行评判，并着重考察资金托管机构自身的经营稳健性、财务状况，以及是否具有稳定的资金清算系统和必要的资金保管经验。

## 4、其它参与机构

如果交易结构中引入了对冲机构、流动性支持或信用增级机构，还需要分析这些机构的信用风险。

### （四）触发机制

一般的触发机制主要包括加速清偿事件与违约事件。引进触发机制的目的主要是通过改变资产支持证券本金和利息的支付顺序从而保证优先级证券在较为不利情况下获得本息偿付。由于在资产池特征、证券分层、参与机构特征等方面都有可能存在差异，就会使得不同项目有着不同的交易

结构，进而加速清偿事件与违约事件的定义就会不同。安融评级主要关注触发机制是否能够有效的保护优先级证券本息偿付进行判断。

### （五）交易分析中所关注的风险分析

#### 1、抵销风险

安融评级重点关注交易结构中是否有设立准备金账户以及防范抵销风险的相关条款设置等。

#### 2、混同风险

若贷款服务机构财务状况或信用状况恶化甚至破产，信托财产的回收款和贷款服务机构其它资金混同，将给信托财产带来损失。安融评级重点关注交易结构中是否有混同风险的防范措施条款，如账户、付款和交割机制，同时要考虑服务机构的信用和经验等。

#### 3、提前偿还风险

若借款人提前偿还贷款将导致资产池提前收回贷款本金，使得后期利差减少，进而影响超额利差对本期交易的信用支持。安融评级重点考察借款人财务状况、市场利率等因素的改变会造成提前偿还风险。提前偿还一般通过现金流模型中的压力测试环节来检验。

#### 4、后备贷款服务机构缺位风险

该风险指的是未在开始时指定后备贷款服务机构，因此有可能在继任贷款服务机构接任并可正常开展服务之前对

本期证券管理、执行造成不利影响。

## 5、流动性风险

流动性风险指的是某一收款期利息收入不足以支付各项优先费用以及优先级证券利息，造成资产池现金流流入与证券的各项支出的错配。安融评级重点考察交易结构中是否设有流动性准备金、本金补充账户等，在现金流压力测试中也会进行量化分析。

## 6、投资者追索权风险

安融评级重点考察投资者是否对基础资产享有追索权，并确认追索权的范围和优先效力。

### （六）资产池信用组合风险和现金流分析

资产池基础资产分析是资产池信用组合风险及现金流分析的基础，主要为以下变量的统计信息：入池贷款质量（贷款五级分类）、基础资产中的信用、担保及抵质押比例、借款人和保证人（若有）信用等级、借款人入池贷款集中度以及入池贷款账龄、剩余期限、贷款利率、行业分布、地区分布等等。

#### 1、资产池信用组合风险分析

目前，普遍采用蒙特卡罗（Monte Carlo）模拟方法对资产池的信用风险进行量化分析。蒙特卡罗方法通过模拟单笔资产的违约行为进而模拟整个资产池的表现。对于年限较长的单笔资产，采用多阶段模拟方法，在资产存续期内的每

个时段内（通常为1年）模拟资产的价值，与临界值比较，如果某一时段模拟产生的资产价值低于违约临界值，则该笔资产发生违约，并计入相关的违约金额和损失金额。由于多笔资产之间具有明显的违约相关性，可以应用Copula函数建立多变量的分布函数。

Copula函数是将多个随机变量 $X_1, X_2, \dots, X_n$ 的联合分布函数 $F(X_1, X_2, \dots, X_n)$ ，用它们的边缘分布 $F_1(X_1), F_2(X_2), \dots, F_n(X_n)$ 表示的函数，即 $F(X_1, X_2, \dots, X_n) = C(F_1(X_1), F_2(X_2), \dots, F_n(X_n))$ ，其中的C就是Copula函数。Copula函数可以解释为连接函数，是把多元随机变量的联合分布用一维边际分布连接起来的函数。

经多次蒙特卡罗模拟可得到资产池的违约比率分布、损失比率分布以及违约时间分布，进而确定不同信用等级下的情景违约比率（SDR, Scenario Default Rate）和情景损失比率（SLR, Scenario Loss Rate）。

## 2、现金流分析及压力测试

对资产池进行现金流分析，即是考察在每个支付日资产池现金流能否满足证券按约定还本付息的要求。通常需对各优先档都要进行现金流分析，以评价信用增级的水平是否能够支持该档证券的信用等级。

进行现金流分析时，首先构建现金流模型，然后对现金流进行压力测试，得出各种压力情景下的临界违约率。临界

违约率（BDRs）与蒙特卡罗模拟的情景违约率（RDR）之间的差就是保护倍数。只有当特定资产池的某档证券最终保护倍数高于必备水平时，该档证券才能获得相应的信用等级。

安融评级根据CLO特定交易结构确定的现金流支付顺序来构建现金流模型，需考虑的因素包括税规费、回收率和回收时间、提前还款率、违约时间分布以及利率、各中介机构服务费、本息偿付的优先顺序、再投资收益、准备金的设置、加速清偿事件、违约事件等。还应结合资产池本身所包含的特征因素以及外部的司法环境等，在某些情况下，需要调整现金流的压力测试条件以适应特定的资产和特殊的法律环境。

#### （1）回收率及回收时间

在作回收率假设时，考虑的因素主要有贷款担保方式、债权优先权以及保证人（若有）的担保性质和担保力度等。回收时间受资产类型、贷款服务机构的违约资产处置能力以及市场流动性等多因素影响。对违约贷款的回收时间，除了根据贷款服务机构所提供的数据资料，还应根据自身标准作出判断，保证贷款服务机构有充分时间最大限度地回收违约资产。在现金流模型中一般是采用资产池的加权平均回收率为压力测试的基准。

回收时间受资产类型、贷款服务机构的违约资产处置能力以及市场流动性等多因素影响。对违约贷款的回收时间，

除了根据贷款服务机构所提供的数据资料，还应根据自身标准作出判断，进而保证贷款服务机构有充分的时间以最大限度的回收违约资产。

### （2）提前还款率

提前还款率压力测试通常采用市场提前还款率或服务机构统计的提前还款率作为测试的基准提前还款率。

提前还款会影响资产池的本金和利息流入，进而影响现金流入对证券本息支付的覆盖程度以及超额利差。在考虑提前还款加速或减速的问题上，需要考虑基础资产与利率的关系。若贷款利率为浮动，利率下降时候较少出现新贷款置换旧贷款；若贷款利率为固定，则要考虑利率下降时候新贷款置换旧贷款情形。一般而言，提前还款的处罚机制越严格提前还款率越低。在具体的操作中，也会参考发起机构历史运行记录。

### （3）违约时间分布

由于违约的时间分布会影响资产池现金流分布，因此评级机构有必要对违约时间分布形成的压力情景进行测试。

安融评级违约时间模式有正常模式和短期模式，引进短期模式的原因主要是当资产池加权平均剩余期限较短，该交易中的大部分资产可能在预定测试之前已经偿付，正常模式有可能不适用。故随着资产池加权平均剩余期限的缩短，安融评级将会使用短期模式。若资产池到期日在三年以下，安

融评级也会参照蒙特卡洛模拟输出的违约时间分布。

#### （4）利率

利率压力测试是现金流分析中极其重要的环节。通常基础资产的加权平均贷款利率（ $r_1$ ）和资产支持证券加权平均发行利率（ $r_2$ ）在重设的时间、幅度以及频率上均有不同，利率波动可能造成利差的减少，进而影响优先级证券的信用支撑。安融评级在现金流模型中将利差减少的因素作为压力测试的条件之一，综合考虑利差对优先级证券利息（ $R_3$ ）偿付的影响。优先级债券利差保障率 $M=(r_1-r_2)/R_3$

#### （七）辅助分析

##### 1、大额集中违约分析

若资产池的入池资产笔数较少或者入池资产未偿金额分布不均匀，那么有可能少数几笔资产表现不佳就会对资产池造成较大的负面影响。为此，安融评级通过大额集中违约测试模型测试各分层级别的最低分层支持，只有满足实际分层支持大于最低分层支持时才能获得目标评级。

##### 2、敏感性分析

敏感性分析主要针对相关性等参数，即改变上述参数时，资产池现金流的变化对各券次信用等级的影响程度如何。参数变化包括上浮和下调。利用敏感性分析，一方面可检验上述模型对于参数变化的敏感性和模型的稳定性；另一方面，可在跟踪评级过程中，较为快速的检查资产池信用质



量变化及其它因素变化是否会引起受评证券信用级别的变化。

#### 四、评级指标

表：银行信贷资产证券化信用评级指标

| 一级指标            | 二级指标  |
|-----------------|---|
| 法律和监管分析         | 资产池是否实现破产风险隔离，破产风险隔离是否受到法律保护等   |
| 交易结构分析          | 优先级/次级结构、超额利差、流动性准备金账户、外部增级措施   |
| 交易结构参与主体分析      | 对发起人及贷款服务机构、受托管理机构、资金托管机构及其它参与机构的分析   |
| 触发机制            | 触发机制是否能够有效的保护优先级证券本息偿付  |
| 交易分析中所关注的风险分析   | 抵销风险、混同风险、提前偿还风险、后备贷款服务机构缺位风险、流动性风险、投资者追索权风险等   |
| 资产池信用组合风险和现金流分析 | 资产池信用组合风险分析、现金流分析及压力测试（包括税规费、回收率和回收时间、提前还款率、违约时间分布以及利率、各中介机构服务费、本息偿付的优先顺序、再投资收益、准备金的设置、加速清偿事件、违约事件） |
| 辅助分析            | 大额集中违约分析、敏感性分析  |

# 绿色债券认证评估及信用评级方法

## 一、行业界定

绿色债券是指募集资金用于绿色产业或绿色项目的各类债券。参考中国金融学会绿色金融专业委员会的《绿色债券支持项目目录》及国家发展和改革委员会《绿色债券发行指引》、中国证券监督管理委员会关于支持绿色债券发展的指导意见、中国人民银行公告中列示的支持项目，绿色债券包括但不限于：节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁能源、生态保护和适应气候变化等领域。

绿色债券认证评估包含对债券是否绿色的认证及其绿色程度的评估。绿色债券认证评估与信用评级有本质区别，不涉及债券偿还能力和偿还意愿的评估。本认证评估方法适用于各类绿色债券的认证评估。

## 二、认证评估思路

绿色债券应满足监管机构对绿色债券的基本认定标准。安融评级综合分析绿色债券相关标准和原则，认为只有债券同时满足两个基本条件时，才被认定为绿色债券：

（一）募集资金投向于监管机构公布的绿色项目。目前中国人民银行、国家发改委、上海证券交易所和深圳证券交易所就绿色项目分类有所差异，安融评级认为，只要符合债券审批机构的绿色项目认定标准即可；

（二）募集资金用于绿色项目的比例满足监管机构要求。不满足以上两个基本条件的债券将被认定为“非绿”。

对于满足以上基本认定标准的绿色债券，安融评级对其绿色程度进行评估。该评估主要从募集资金投向评估、募集资金管理、信息披露和职能保障四个方面进行，最终得出该债券的绿色等级。

### 三、认证评估等级及符号

本认证评估方法设定绿色债券的评估等级分为“深绿”到“非绿”共五个等级，反映了绿色债券发行人在募集资金使用和管理等方面的综合表现，及由此实现既定环境效益目标的前景。具体如表 1 所示。

表：绿色债券评估等级及符号

| 评估等级 | 符号 | 释义  |
|------|----|---|
| 深绿   | G1 | 评估对象在募集资金使用和管理、信息披露及其组织结构与管理机制方面，可以保证项目具有非常显著的环境效益。 |
| 绿    | G2 | 评估对象在募集资金使用和管理、信息披露及其组织结构与管理机制方面，可以保证项目具有显著的环境效益。   |
| 较绿   | G3 | 评估对象在募集资金使用和管理、信息披露及其组织结构与管理机制方面，可以保证项目具有较为显著的环境效益。 |
| 浅绿   | G4 | 评估对象在募集资金使用和管理、信息披露及                                |

|    |    |                               |
|----|----|-------------------------------|
|    |    | 其组织结构与管理机制方面，可以保证项目具有一定的环境效益。 |
| 非绿 | G5 | 项目环境污染严重，达不到符合绿色效益要求。         |

#### 四、评估要素

##### （一）募集资金投向评估

绿色债券募集资金投向绿色项目是其与普通债券的最本质区别。因此，对募集资金投向的评估是绿色债券评估中最重要的考量因素。安融评级通过定性和定量指标来评估绿色债券的募集资金投向，评估的内容包括募集资金投向绿色程度、绿色项目投资比例和绿色环境效益实现情况。

##### 1、募集资金投向绿色程度

安融评级认为，对于监管机构目录内的绿色项目，尽管都是环境友好型的，但也可进一步细分为主动型环境友好项目和被动型环境友好项目，其绿色程度是有差别的。被动型环境友好项目主要是对已有的、对环境不利的因素进行整改和防治。安融评级将这类项目分类为绿色程度一般或很高。具体而言，煤炭清洁利用项目、尾矿、伴生矿再开发及综合利用项目、清洁燃油项目等，考虑到其行业本身具有高污染、高环境风险的特征，安融评级将其分类为绿色程度一般的项目；其它被动型环境友好项目安融评级分类为绿色程度很高。主动型环境友好项目，是相对于被动型环境友好项目而言的。

## 2、绿色项目投资比例

综合各监管机构的政策要求，绿色债券募集资金投资于绿色项目的比例最低为 50%，安融评级认为，该比例越大，债券的绿色程度则越高，因而赋予该子因素的得分也就越高。

## 3、绿色环境效益实现情况

发展绿色债券的初衷和根本目的是确保绿色债券募集资金投向的项目能够带来实际的环境效益，改善日益恶化的环境状况。因此，安融评级除了关注绿色债券募集资金是否投向于绿色项目及投入比例外，还关注绿色项目的绿色环境效益实现情况。通常情况下，绿色债券发行人会按照监管部门的要求在债券发行时披露项目的环境效益目标，且按年度进行跟踪披露绿色产业项目进展情况和环境效益等。因此，首次评估时，安融评级主要评价绿色项目既定环境效益目标实现的可行性，包括依据项目的可行性研究报告来考察项目的可实施性，并对发行人披露的项目环境效益目标的合理性进行判断；后续跟踪评估时，安融评级主要评价绿色项目进展及环境效益情况，依据发行人披露的年度跟踪报告来考察项目的实施进展及已实现的环境效益能否保障最终环境效益目标的实现。

### （二）募集资金管理

有效且规范的募集资金管理有利于保证绿色债券所募

集资金确实运用到相关绿色项目，降低募集资金被挪用的风险，因此，安融评级非常关注发行人在绿色债券募集资金管理方面的表现。当前，中国人民银行、上海证券交易所和深圳证券交易所均要求发行人针对绿色债券融得的资金设立专门的账户或建立台账，对其到账、拨付及资金收回进行管理，以保证资金专款专用，在债券存续期内全部用于绿色项目。中国人民银行还规定在募集资金闲置期间，发行人可以将募集资金投资于非金融企业发行的绿色债券以及具有良好信用等级和市场流动性的货币市场工具。

### （三）信息披露

充分、及时且持续的信息披露是监管部门、投资者及其他参与各方了解绿色债券募集资金使用是否符合政策要求、项目投资进展是否符合预期以及环境效益实现情况等的重要途径，也是确保项目持续产生环境效益的重要措施。信息的透明度越高，越有利于社会对其进行监督。

首次评估时，由于绿色债券相关的信息披露工作尚未实质性开展，因此安融评级主要通过考察发行人愿意承担且明确承诺将要承担的信息披露义务来评估其信息披露质量水平；后续跟踪评估时，则主要考察发行人信息披露的实际表现。

### （四）职能保障

职能保障主要考察绿色债券发行人的组织结构和管理

机制是否能支持绿色项目在评估、审核、批准、建设和运营等阶段的顺利进行。考虑到环境表现对绿色项目至关重要，因此在对职能保障进行评估时，安融评级不仅要关注其是否拥有合理规范的组织结构和管理制度，还要重点关注其环境治理与效益管理能力，以及发行人过往在环境治理方面的表现，以更准确地评估其职能组织能在多大程度上保障绿色项目达到预期的环境效益并有效控制环境风险。

## 五、认证评估指标体系

表：绿色债券认证评估指标体系

| 一级指标     | 二级指标       |
|----------|------------|
| 募集资金投向评估 | 募集资金投向绿色程度 |
|          | 绿色项目投资比例   |
|          | 绿色环境效益实现情况 |
| 募集资金管理   | 募集资金管理水平   |
| 信息披露     | 信息披露质量水平   |
| 职能保障     | 职能保障水平     |

## 六、绿色债券信用评级思路

安融评级主要通过分析绿色债券评级对象从事的业务或绿色债券募投项目的绿色效益（环境成本）的内部化现金流的程度，判断绿色债券评级对象的信用风险是否受到绿色



因素的显著影响、以及绿色债券本息的受保障程度是否显著异于同一评级对象的其它债项，在此基础上评定绿色债券评级对象和绿色债券的信用等级。

安融评级会对绿色属性带来的对于标绿债券信用风险的影响进行评估，关注因素包括但不限于以下方面：

### （一）绿色债券标准

目前，国内的绿色债券标准有中国人民银行发布的由绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录》和发改委发布的《绿色债券发行指引》，其中发改委发布的《绿色债券发行指引》范围更为宽泛。绿色债券标准的变化可能会使债券所投项目的绿色属性及相关激励、优惠政策发生变化。安融评级会评估因绿色债券标准的变化对政府补贴等一系列针对绿色属性的优惠政策产生的影响。

### （二）针对绿色债券的政府补贴、税收等优惠政策

针对绿色债券的政府补贴、税收等优惠政策，既包括直接向该债券提供的补贴（如贴息等）和税收减免，也包括对消费者发放的补贴和税收减免，具体包括获得补贴或税收优惠的可能性、补贴或节税金额、税收优惠期限等，并分析绿色属性对于融资可得性、稳定性和成本效率的影响。

### （三）碳交易、环保激励/处罚政策等

绿色债券募集资金所投绿色项目能够收到由碳交易、环保激励政策带来的收益或由此节约的处罚成本。安融评级主

要考察该收益或处罚的资金规模、持续性和有效期。

#### （四）绿色技术提升

绿色项目可能会由于环保技术提升等导致近期更多的投入以及未来绿色技术成本投入的下降。安融评级会评估由此带来的成本变化对于信用风险的影响。

#### （五）绿色担保

绿色担保指专注于扶持绿色经济发展的担保公司对于绿色债券的担保或其它增信行为。安融评级会评估绿色担保对于绿色债券的信用提升作用。

#### （六）绿色保险

绿色保险又称环境污染责任保险，是以企业发生污染事故对第三者造成的损害依法应承担的赔偿责任为标的的保险。安融评级认为，如果发行绿色债券的企业投保了绿色保险，则有利于降低绿色债券的信用风险。

#### （七）绿色基金

安融评级会评估绿色基金对于绿色债券融资便利性和成本效率的影响。

# 主权评级指南

## 摘要：

本指南的目的是为了展现主权评级的概况。它介绍了导致不同评级结果的主要影响因素，并说明了这些因素组合所产生的影响。本指南旨在回答有关概念的定义，以及它们的原理和相互作用，而非提供定性和定量的评级标准——这些将在接下来的评级方法里阐述。

一个主权实体在其领土范围内有着绝对的权威。这使得主权信用与众不同，即政府（无论该政府是否合法）在其权力范围内有能力改变适用于私人部门的“内部”规则（干预风险）和无需被迫遵守“外部”规则，除非他们自愿遵守（冷漠风险）。

这里有两种类型主权评级。

1、政府债券评级：旨在衡量政府本币或者外币债务违约的风险。主要考察政府偿还到期债券的能力和意愿。

2、外币和本币的上限：旨在评估政府对其他经济主体偿还到期债务能力的各种影响。外币国家上限评估的是外币兑换风险——外币债务偿还和外币存款被政府严格管制的风险。本币存款上限反映的是国内支付系统中断或者关闭的风险以及当银行业出现支付危机时货币当局对其支持能力。本币上限表明了（基于经济、金融和结构性标准）特定国家内发行人的最高等级。在一般情况下，这些上限限定了特定证券和/或发行人的等级。

本指南首先对安融主权评级进行概述；然后定义主要概念以及其分析基础；最后简要介绍这些概念如何互相影响。

## 主权评级：概论

### 简介

安融主权评级有两种主要的方法：

- 1、本币和外币
- 2、政府信用和主权干预风险

|      |      | 本币       | 外币        |
|------|------|----------|-----------|
| 债券等级 |      | 政府本币债券等级 | 政府外币债券等级  |
| 上限   | 一般机构 | 本币上限     | 外币债券和票据上限 |
|      | 银行   | 本币银行存款上限 | 外币银行存款上限  |

### 定义

|      | 本币  | 外币   |
|------|---|--|
| 债券等级 | 政府本币债券评级反映的是安融对一国政府产生本币收入以及时偿还债券持有人债务的能力和意愿的看法。 | 政府外币债券评级反映的是安融对一国政府筹集外汇以及时偿还外币计价债券的能力和意愿的看法。 |
| 上限   | 本币上限总结了对本地注册债务人或本地进行的结构性交易进行本币评级时应考             | 债券、票据和银行存款国家上限反映的是当出现外部偿付危机时政府干预的风险，即外币兑换风险。 |

|  |  |   |
|--|--|---|
|  | <p>虑的一般国家层面风险。</p>                       | <p>债券和票据上限定义的是一国政府确定将延期支付的可能性。这进一步受现有政府外币债券评级中存在的延期支付作为一种公共政策工具风险所影响。</p> <p>外币银行存款上限在大多数新兴市场国家通常低于债券上限，这反映一个事实，债券延期支付的风险通常低于外币存款冻结的风险。</p> |
|  | <p>本币存款上限是可以授予在一国管辖权内注册银行的本币存款的最高等级。</p> |   |

## 政府本币和外币债券评级

### 什么是政府债券评级？

安融债券评级是对信用的看法。当应用于一个特定的政府时，这反映了政府债务证券投资者面临的信用风险。

预期信用损失（EL）是违约率（PD）和假设给定的违约损失率（LGD）的乘积。

而安融主权债券评级过程中考虑了经济、金融、社会和政治等一系列可能影响政府信用的参数，结果（即等级）严格解释了其信用风险。因此，不能直接从安融主权评级结果推断出一国经济繁荣、活力、竞争力或治理等整体情况。需注意的是，无论如何，本币上限（见下文）直接解决的问题主要是一般层面的国家风险。

### 违约的含义

安融定义的违约是任何错过或延迟支付利息和/或本金的行为。

我们定义的违约包括：（1）发行人提供给债券持有人或储户一种新的证券或证券组合以减轻财政负担（这些债务票息或票面金额较低、或者是流动性较弱的存款，无论是改变到期日或计价货币或者维护信贷结构需要）；和（2）交易的明显目的是帮助借款人避免违约。

安融也将发行人由于信用方面原因延迟支付归类为违约事件，即使最终在宽限期内达成了契约或存款协议。



## 为什么政府会拖欠其债务

一国政府违约的概率取决于其偿债能力和偿债意愿。与非政府经济组织由于缺乏足够的偿债资源而被迫违约不同，政府拥有主权的独特性（即更自由）可以使其故意选择不偿还债务。影响政府履约的关键点是，按照原合同条款偿还债务付出的经济、社会和政治成本是否超过不偿还债务付出的成本。

另一个问题是，政府违约风险不应该被混同于一般的经济，政治或金融风险，虽然他们经常相关。例如，大幅度的汇率贬值可能会导致一个国家违约（证明评级彻底变化），侵蚀了对其他事件的缓冲能力（证明评级有下行压力），或者不会对政府其他信用指标产生影响。

## 本币和外币债券评级

### 本币债券评级

本币政府债券评级反映的是安融对一国筹集本币资源以及时偿还债务的能力和意愿的看法。关键的问题是政府有多大的能力和意愿去改变（如果有需要）国内收入分配，以产生足够的资源来及时偿还债务。

这里包括两种含义：评价违约风险首先依赖于偿债的成本效益风险，其次需要评估政府的资源（偿付能力风险），以及其及时动员资源的能力（流动性风险）。要判断一个政府是否会按时支付面临的债务，有必要评估以下的可能性和

有关的成本（1）增加额外的税收和削减开支，这都将使主权国家面临增长放缓以及社会不满的风险；（2）变卖资产，将面临国家生产资源枯竭的风险；或者（3）从央行获得货币资金，存在破坏货币当局公信力风险以及通货膨胀风险。

### 外币债券评级

外币主权债券评级反映的是一国政府筹集外币以及时偿还债务的能力。

本币和外币主权评级存在一个重要的区别。本币信用完全取决于政府筹集本币资金以偿还的能力和意愿，但一国政府的外币违约还被非主权体对其外币债务的履约能力所削弱。

直到 20 世纪 80 年代后期，新兴市场国家经常是主要的或者唯一的外币借款人。这在收支平衡危机（经常收支账户赤字引起的融资困难）和一国政府的外币违约之间建立了直接的联系。这种联系由于金融自由化和逐步自由兑换而减弱。在一个国家，大额经常账户赤字和私人部门高额的外债水平相关联，信任危机（导致进一步的资本外流）很可能导致货币危机。货币危机将从两方面影响政府信用：政府本身以外币计价的债务负担将刚性增加，以及可以调动的外币资源（例如外汇储备）或许已经耗尽。

因此，在评估一国政府外币信用危机时，整个国家实力的外部地位必须予以考虑。

## 可能的等级差距问题

对于任何给定国家而言，政府外币债券评级是低于或等于还是高于本币债券评级呢？有两个理由可以推断本币债券等级高于外币债券等级。第一个理由是政府筹集本币资金比调动外币资源容易；第二个理由是表面上看政府对本币债务违约相对外币债务（主要由外国人持有）违约更为谨慎。

但是，随着时间的推移，这两个理由在实践中并不总是令人信服，这有三个主要原因：

首先，金融自由化（尤其是货币自由兑换）使得国内形成的信用危机通过资本外流和汇率危机蔓延至外币债务成为可能。这一强有力的影响因素会调整的金融开放国家的外币和本币评级，使其本币和外币债务水平相近。

其次，一些国家已经积累了大量外汇储备以匹配其外债水平。当然，经验表明外汇储备在危机时会被迅速消耗。然而，外币积累或许有一个临界点使得“外部”信用实质上超过了本币债券服务的能力和意愿。

第三，虽然宣称相对不愿意强加负担给本币债权人，但历史表明了一个更为细致的观点。本币违约时有发生，有时候独立于外币债券违约。这可能与一个事实有关，政府可能会认为国民不会像关心额外税收（即这是另一种主权体现方式）那样去关心本币债券违约。

## 外币和本币上限

为理解政府对私人部门信用干预风险（最好的例子是政府停止外币债务），安融设计了多种评级实践分析基础。

这些实践，建立在历史证据及经济和金融分析基础上，在决定本币或者外币非主权评级时，或作为强约束（外币银行存款上限）或有时候约束较为宽松（外币债券和票据国家上限）或仅作参考用（本币国家上限）。

|       | 本币       | 外币       |
|-------|----------|----------|
| 债券和票据 | 本币上限     | 外币国家上限   |
| 银行存款  | 本币银行存款上限 | 外币银行存款上限 |

### 外币债券和票据的国家上限

“国家上限”通常意味着这是可以授予一国或区域货币主权管制下发行主体的最高评级。这是为特定国家证券授予外币评级时的关键因素。这反映了主权行为对非主权体履行债务所能产生的干预程度。上限越低，公司的本币评级（这反映了其内在的经济和财务实力）和它的外币评级之间的潜在差距也就越大。上限越高，对私人部门外币证券评级的潜在影响越低，举个极端例子来说，AAA级上限的影响意味着没有影响。

安融外币评级上限的性质随着时间的推移已发生变化，反映了世界经济和金融市场结构的变化。存在上限的分析理由是，所有国内发行人都潜在受到外币“兑换”风险，即无

法即时将本币兑换成外币以履行对外支付义务。换言之，上限说明一个事实，当一国政府面临外部支付危机时有权限制国家内的所有发行人（无论是公共部分或私人部门）外汇流出，包括偿还债务。

然而，随着 20 世纪 90 年代国际资本市场的扩大和深化以及最近几年大部分国家的政府在面临外部支付危机时通常避免延期支付，使得我们对国家上限的应用更为灵活。2001 年 6 月以来，我们会视个体情况以确定哪些证券有资格突破国家上限。

上限现在被定义为政府会寻求延期支付违约的可能性。要确定外币国家上限，我们因此增加现有政府外币债券评级中存在的各国把延期支付作为政策工具风险这类潜在的风险。

| 确定上限 |          |                           |   |      |
|------|----------|---------------------------|---|------|
| 等级范围 | 政府外币债券等级 | 延期支付风险                    |   | 外币上限 |
| AA-  |          | 延期支付风险越低，相对于政府外币等级的外币上限越高 | ↑ |      |
| A+   |          |                           |   |      |
| A    |          |                           |   |      |
| A-   |          |                           |   | 外币上限 |
| BBB+ |          |                           |   |      |
| BBB  | 政府外币债券等级 |                           |   |      |
| BBB- |          |                           |   |      |

需要注意的是虽然发行人评级不能突破上限，但根据国外法律出售的债券的等级有可能高于一般延期支付的风险。

一项债务有可能突破国家上限取决于两个因素：发行人的基本信用度（表示其本币债券等级），和困难时期主权干预的风险。反过来，我们可以将主权干预风险描述为有三个参数的函数：（1）政府外币违约概率（即其外币债券等级）；（2）面临危机时，政府将寻求延期支付的概率，（3）假定延期支付情况下，发行人外债履约中可能包含这种延期支付的概率。需要关注的是，（1）和（2）的组合提供的是外币上限。

| 突破上限 |                              |                |  |                          |
|------|------------------------------|----------------|--|--------------------------|
| 等级范围 | 本币等级低于或者等于上限的任何发行人：外币等级=本币等级 |                | 如果一个发行人的本币等级大于上限，一种证券有可能突破上限，这取决于假设延期支付情况下所涉及的风险 |                          |
| AA+  |                              |                | 发行人本币等级  | 涉及的风险越高，这种证券的外币等于越靠近外币上限 |
| AA   |                              |                |  |                          |
| AA-  |                              |                |  |                          |
| A+   |                              |                |  |                          |
| A    |                              |                |  |                          |
| A-   | 发行人等级                        | 外币上限           | 外币上限   |                          |
| BBB+ |                              | 外币等级可能的范围=本币等级 |  |                          |
| BBB  |                              |                |  |                          |
| BBB- |                              |                |  |                          |

### 外币银行存款上限

外币存款上限规定了可以授予外币计价存款债务的最高等级，包括（1）银行总部设立在该住所的国内外分支机

构（即使是外资银行的附属公司）和（2）外资银行分支机构。

安融主张外币银行存款上限不同于外币债券和票据上限。当新兴市场国家外币银行存款上限反映的是与外币债券和票据上限（即外币兑换风险）相同种类的政府干预的时候，这两类上限通常已经在不同层次的评级范围了。

原因是自 1998 年以来的经验，显示当主权国家对其任何外部债务违约时，近 40% 的例子，会有外币银行存款违约（受评八只有三只违约）。同时，有两例外币银行存款被冻结或强制兑换以替代政府违约。因为外币银行存款违约略少于同时代政府违约一半次数，以及在有些例子中，银行存款违约甚至在没有政府违约情况下发生，很显然，外币银行存款上限几乎与政府债券违约风险相同甚至更高。另一方面，在八只政府债券违约中，仅有一例，阿根廷，我们全面看到了延迟支付外币款项。因此，我们可以得出这样的结论，非主权外币债券延迟支付的风险显著低于政府债券违约的风险。此外，不同于外币银行存款，我们没有债务延长支付的例子来替代政府违约。

在大约三分之二的受评国家中，外币银行存款上限至少是等于外币政府债券等级。大概三分之一的国家，外币银行存款上限仅比外币政府债券等级低一个等级。这一个等级在实践中试图将以下事实纳入考虑范围，即往往从法律上、逻

辑上及政治上来讲，政府限制外币存款相对比让其自己的债务违约容易。虽然有很多例外，但这些因素在那些政府被评为 BBB-级或更低（表示主权信用风险较高）的国家里被赋予更高权重。

因为，在安融看来，在外部偿付危机中，外币银行存款最后可能被冻结付款（或“自愿”延期或被迫兑换）这种手段影响，外币银行存款不能突破外币存款上限。

### 本币银行存款上限

安融本币银行存款上限是可以授予在受评司法管辖主权内注册成立银行的本币银行存款的最高等级。这反映了一个重要银行本币存款违约（要么因为本币资源限制要么被征收而导致的国内存款冻结）所允许的风险。

因此，它反映了：（1）当局支持一个重要银行的能力是有限的，因为货币制度不允许创造无限数量的本币；和（2）本币银行存款被冻结的风险。

其基本原理是一个国家的央行可以释放紧急流动性（即法定货币国家），具有系统重要性银行里的本币存款将被授予可能的最高级别，而这个级别由本币上限决定。事实上，太重要而不能倒闭银行对其本币存款违约的例子极为罕见。而一国的央行不太可能为了其他机构或更罕见的运营原因而及时扩大紧急流动性援助，本币银行存款上限将低于本币上限。



## 本币上限

本币上限总结了一般国家层面风险水平（包括外币兑换风险），这应该在对本地注册债务人或本地产生的结构性交易进行本币评级时加以考虑。这意味着可以授予一国财务实力最强的债务人更高的等级，前提是这个债务人得到了这个国家或地区以外的支持。

因此，本币上限通常较高，有时候比政府本币债券高很多。例如，如上面所指，在被货币和金融当局认为大到不能倒闭银行里的本币银行存款的风险有可能比政府本身债务风险低。原因是如果央行没有在实践中或者被法规（货币发行当局）阻止提供紧急流动性，它帮助银行面对储户以本币履行其债务相对比为政府调动资源以维持其当前债务容易。

在建立这种“国家风险上限”中，量化标准和非量化标准均有关：（1）是否有政权变化的巨大风险，从而导致否认债务？（2）这个国家是否有行之有效的合同法，以允许托收的成功诉讼的坏账，没收抵押品等？（3）这个国家是否有一个深厚的金融系统在支付和避免技术故障时有效呢？（4）监管/法律环境的可塑性、腐败或不可预测性如何？（5）是否有恶性通货膨胀的倾向？

安融主权评级：示意图

|      | 本币                          |        |         |          |        | 外币     |      |         |        |        |
|------|-----------------------------|--------|---------|----------|--------|--------|------|---------|--------|--------|
|      | 债券和票据                       |        |         | 银行存款     |        | 债券和票据  |      |         | 银行存款   |        |
| AAA  |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| AA+  |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| AA   |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| AA-  |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| A+   |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| A    | 就本币而言，企业级别可以比政府级别高，但受到上限的限制 |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| A-   | 突破可能性                       |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| BBB+ | 本币上限                        |        |         | 本币银行存款上限 |        |        |      |         |        |        |
| BBB  |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| BBB- |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| BB+  |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| BB   |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| BB-  |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| B+   |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| B    |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| B-   |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| CCC  |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| CCC  |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| CCC- |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| CC   |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
| C    |                             |        |         |          |        |        |      |         |        |        |
|      | 本币上限                        | 政府债券等级 | 非政府债券等级 | 本币存款上限   | 银行存款上限 | 政府债券等级 | 外币上限 | 非政府债券等级 | 银行存款上限 | 银行存款等级 |

外币上限=当违约时政府寻求延期支付的风险

银行存款上限与政府外币债券等级相同或之下，不能突破

# 安融信用评级有限公司

---

## 数据库及应用系统应急预案

本预案是数据管理部门根据公司有关法规和政策，结合公司信息系统建设和运行情况，重点针对公司可能发生的重大突发事件编制的，包括总则、组织指挥体系及职责、预警和预防机制、应急处理程序和保障措施等，其中明确规定了在发生信息系统突发事件情况下，信息系统管理人员的相关职能和工作方法。

### 一、总则

#### （一）目的

为科学应对数据库及应用系统突发事件，建立健全系统的应急响应机制，有效预防、及时控制和最大限度地消除各类突发事件的危害和影响，制订本应急预案。

#### （二）工作原则

##### 1、统一领导

遇到重大信息系统异常情况，应及时向有关领导报告，以便于统一调度、减少损失。

##### 2、重点突出

应急处理的重点放在运行着重要业务系统或可能导致严重事故后果的关键信息系统上。

### 3、及时反应，积极应对

出现信息系统故障时，数据管理部门维护人员应及时发现、及时报告、及时抢修、及时控制，积极对信息系统突发事件进行防范、监测、预警、报告和响应。

### 4、快速恢复

信息系统管理人员在坚持快速恢复系统的原则下，根据职责分工，加强团结协作，必要时与设备供应商以及系统集成商共同谋求问题的解决方法。

### 5、防范为主，加强监控

经常性地做好应对信息系统突发事件的思想准备、预案准备、机制准备和工作准备，提高基础设施和重要信息系统的综合保障水平。加强对信息系统应用的日常监视，及时发现信息系统突发性事件并采取有效措施，迅速控制事件影响范围，力争将损失降到最低程度。

## 二、应急工作小组组成及职责

在信息系统事件的处理中，一个组织良好、职责明确、科学管理的应急队伍是成功的关键。组织机构的成立对事件的响应、决策、恢复，防止类似事件的发生都具有重要意义。结合公司信息系统的实际情况，将有关应急人员的角色和职

责进行了明确的划分。

### 1、应急处理领导小组

及时掌握信息系统故障事件的发展动态，向上级部门报告事件动态；对有关事项做出重大决策；启动应急预案；组织和调度必要的人、财、物等资源。

应急处理领导小组组长：公司分管领导

应急处理领导小组成员：公司分管领导、副主任

### 2、应急处理工作小组

负责定期了解外部支持人员的变动情况，及时更新其技术人员及联系方式等信息；快速响应信息系统发现的故障事件、业务部门对信息系统故障的申告；执行信息系统故障的诊断、排查和恢复操作；定期通过设备监控软件、系统运行报告等工具对信息系统的使用情况进行分析，尽早发现信息系统的异常状况，排除信息系统的隐患。

工作小组组长：公司分管领导

工作小组成员：数据管理部门全体成员

### 3、外部支持人员

包括电信运营商、设备供应商以及系统集成商。负责事先向数据管理部门提供紧急情况下的应急技术方案和应急技术支援体系；积极配合数据管理部门应急人员进行故障处理。

### 三、预警和预防机制

#### （一）数据库及应用系统监测及报告

##### 1、数据库及应用系统的日常管理和维护

数据库及应用系统的日常管理和维护应加强信息系统应用的监测、分析和预警工作。

##### 2、建立数据库及应用系统故障事故报告制度

发生数据库及应用系统故障时，值班人员应立即向应急处理小组领导报告，并及时进行故障处理、调查核实和保存相关证据等。

#### （二）预警

在接到突发事件报告经初步核实后，将有关情况及时向应急处理小组领导报告，进一步进行情况综合，研究分析可能造成损害的程度，提出初步行动对策。由上级领导视情况紧急程度召集协调会，决策行动方案，发布指示和实施命令等。

#### （三）预防机制

各业务信息系统和重要信息系统建设要充分考虑抗毁性与灾难恢复，制定并不断完善应急处理预案。针对基础信息系统的突发性、大规模异常事件，各相关部门应建立制度化和程序化的处理流程。

### 四、应急处理程序

### （一）数据库及应用系统突发事件分类分级的说明

根据业务信息系统突发事件的发生原因、性质和机理，业务信息系统突发事件主要分为以下三类：

1、攻击类事件：指信息系统因计算机病毒感染、非法入侵等导致业务中断、系统宕机和信息系统瘫痪等情况。

2、故障类事件：指信息系统因计算机软硬件故障、停电、人为误操作等导致业务中断、系统宕机和信息系统瘫痪等情况。

3、灾害类事件：指因爆炸、火灾、雷击、地震和台风等外力因素导致信息系统损毁，造成业务中断、系统宕机和信息系统瘫痪等情况。

按照突发事件的性质、严重程度、可控性和影响范围，将其分为一般故障、严重故障和重大故障三级。

1、一般故障：信息系统中单个系统故障，但未影响业务系统运行，也未造成社会影响或经济损失的突发事件。

2、严重故障：信息系统出现故障导致公司业务中断，可能造成较大业务影响或较大经济损失的突发事件。

3、重大故障：特指发生不可预见的灾难性事故，如火灾、水灾和地震等。

### （二）数据库及应用系统应急预案启动

根据以上定义的故障分级，当数据库及应用系统事件的要素满足启动应急预案要求时，进入相应的应急启动流程。

1、应急处理工作小组从值班人员或业务人员的故障申告中得知信息系统异常事件后，应在第一时间赶赴信息系统故障现场。

2、应急处理工作小组针对信息系统事件做出初步的分析判断。若是电源接触不好、物理连线松动或者能在最短时间内自行解决的信息系统问题，应及时进行故障处理，并报领导小组备案；否则，应急处理工作小组将故障大致定性为设备故障、线路故障和软件故障等故障之一，及时告知领导小组和受影响的相关部门，并采取措施避免事件影响范围的扩大。

3、应急处理工作小组向领导小组报告，在领导小组的授权后启动相应的应急预案。针对灾难事件和影响重要业务运行的重大事件，还要及时向总经理报告。

4、应急处理工作小组根据故障类型及时与外部支持人员取得联系。其中，设备故障的，可与设备供应商和集成商联系；软件故障的，可与系统集成商联系，由系统集成商进行现场或远程技术支持；线路故障的，可与电信运营商联系，三方密切协作力求通信线路在短时间内恢复正常。

5、应急处理工作小组在上级机构或外部支持人员的配合下，充分利用应急预案的资源准备，采取有力措施进行故障处理，及时恢复信息系统的正常工作状态。

6、应急处理工作小组通知业务部门信息系统恢复正常，



并向领导小组报告故障处理的基本情况。重大事件形成文字资料，以书面形式向上级报告。

7、总结整个处理过程中出现的问题，并及时改进应急预案。

具体流程附件：应急预案处理流程。

### （三）现场应急处理

1、如遇到预知外界因素（如定时、定点停电）影响业务信息系统正常运行，将根据有关部门的通知，提前安排技术人员到实地关闭信息系统设备并进行现场维护，直至外界因素消除。

2、如遇到不可抗力因素（如火灾）造成的信息系统故障时，接到通知的值班人员要快速到达现场，果断切断相关设备配电柜的电源，积极参与消除不可抗力因素，并及时将情况上报应急处理工作领导小组领导。

3、如遇到一般故障、严重故障和重大故障，影响信息系统的正常运行，值班人员要迅速、及时地赶到现场，进行相应突发事件的应急处理。

## 五、保障措施

### （一）应急演练

为提高信息系统突发事件应急响应水平，数据管理部门和相关部门应定期或不定期组织应急预案演练；检验应急预

案各环节之间的通信、协调和指挥等是否符合快速、高效的要求。通过演习，进一步明确应急响应各岗位责任，对预案中存在的问题和不足及时补充、完善。

## （二）人员培训

为确保本应急预案有效运行，应定期或不定期地举办不同层次、不同类型的技术讲座或研讨会，以便不同岗位的应急人员能全面熟悉并熟练掌握突发事件的应急处理知识和技能。

## （三）硬件资源保障

为了在信息系统设备发生故障时能够尽量降低业务系统的受影响程度，须为相应的核心业务信息系统提供必要的备份设备与线缆等硬件资源，并且配备与现有设备兼容的设备，确保相似或兼容的设备可以在应急情况下调配使用。这些备份设备需预先采购并保存在专门位路。

## （四）文档资料准备

包括信息系统工程文档、维护手册、操作手册、设备配置参数、拓扑图以及 IP 地址规范及分布情况等。

## （五）技术支持保障

建立预警与应急处理的技术平台，进一步提高信息系统突发事件的发现和析能力，从技术上逐步实现发现、预警、处理、通报等多个环节和不同的业务信息系统、系统以及相关部门之间应急处理的联动机制。

## （六）公众信息交流

在应急预案修订和演练的前后，应利用各种信息渠道进行宣传，并不定期的利用各种活动，宣传信息系统等突发事件的应急处理规程及其预防措施等应急常识。

## 六、附 则

1、本预案所称信息系统突发事件，是指由于自然灾害、设备软硬件故障、内部人为失误或破坏等原因，信息系统的正常运行受到严重影响，出现业务中断、系统破坏和数据破坏等现象，造成不良影响以及造成一定程度直接或间接经济损失的事件。

2、本预案通过演练和实践检验，以及根据应急力量变更、新技术、新资源的应用和应急事件发展趋势，应及时进行修订和完善。

3、本预案由技术政策委员会负责解释。

4、本预案自发布之日起实施。

# 安融信用评级有限公司

---

## 数据库管理制度

### 第一章 总 则

**第一条** 为贯彻“数据库乃信用评级机构核心竞争优势”的理念，加强公司信用评级数据库管理，保障其正常、高效和安全运行，更好地服务于公司的评级工作和科研工作，特制定本制度。

**第二条** 本制度适用于公司所有评级业务的数据管理（按照数据结构来组织、存储和管理数据），包括业务拓展过程中采集的企业数据、积累及分析的数据、行业分析数据以及业务管理数据等内容。

**第三条** 本制度的宗旨在于保证信用评级数据库数据的全面、完整、准确、高效和安全，评级部门能够及时、方便、高效和安全地使用数据库，同时便于数据库的维护和拓展。

**第四条** 本制度适用的数据类型为电子数据，其它类型数据的管理依据公司的《评级业务档案管理制度》执行。本制度涉及的信息安全管理规定，同时参照公司《信息保密制度》执行。

## 第二章 数据库的内容

**第五条** 公司信用评级数据库分成以下五个子系统：

- (一) 国家数据库
- (二) 宏观数据库
- (三) 行业数据库
- (四) 区域数据库
- (五) 信用评级信息系统数据库

**第六条** 国家数据库是指以国家或行政区域为划分的国家（区域）基本信息（国土面积、人口数、行政区划等）、经济、财政和金融等数据集合。主要包括五大类数据信息：基本信息、经济结构和表现、政府财政、对外支付和债务、货币和流动性指标等。

**第七条** 宏观数据库是指中国的经济、财政和金融等相关数据集合，主要反映国内经济和金融环境的变化趋势。主要包括以下的数据信息：经济结构和表现、国民经济核算、工业、固定资产投资、国内贸易、物价指数、对外经济贸易、财政、金融和经济景气指标等。

**第八条** 行业数据库是指属于具体行业类别的对应指标的数据集合，主要是行业基本情况、行业经济周期、行业结构及企业集中度情况、行业历史评级数据、产业数据和行业特殊性指标数据等。

**第九条** 区域数据库是以国家行政区划为划分标准的地域性数据集合，主要是区域基本信息、区域社会经济数据、区域重要行业数据及重点企业数据等。包括：区域资源禀赋、区域经济基础、区域行政环境、区域金融环境和区域企业状况等。

**第十条** 信用评级信息系统数据库包括项目管理、评级分析、评审管理、技术管理和科研项目等模块。

### 第三章 数据库的组织建设

**第十一条** 数据库具备公司信用评级数据的分类整理、备份保存、更新维护、综合检索和信息发布等功能。

**第十二条** 公司数据库设计方案由数据管理部门统一规划、设计与统筹安排，公司分管领导负责组织实施。

**第十三条** 在数据管理部门的统筹安排下，分别由各个信用评级部门和科研部门建立不同的数据库子系统，构成整体的公司数据库，通过公司局域网实现信用评级数据信息共享。

### 第四章 数据库的日常管理

**第十四条** 数据管理部门对数据库系统进行合理配置、测试、调整，最大限度地发挥设备资源优势，确保数据库的安全运行。

**第十五条** 数据管理部门负责定期对数据库系统的配置进行可用性、可靠性及安全性检查。

**第十六条** 数据管理部门定期对数据库系统的可用性、可靠性及安全性的配置方法进行修订和完善。

**第十七条** 数据管理部门对数据库系统运行过程中出现的问题及时处理解决。

**第十八条** 数据管理部门确保数据库系统数据的及时性、准确性、完整性、一致性和可关联性。

**第十九条** 数据管理部门做好数据库系统及数据的备份和恢复工作。

## 第五章 数据库维护的分工和职责

**第二十条** 数据管理部门统一负责公司信用评级数据库的日常运行与维护工作。各评级和科研部门在数据管理部门的组织下，负责各自子系统日常运行与维护。

### （一）国家数据库

按照公司评级业务的需求，在数据管理部门的支持下，由负责国家主权评级的部门承担国家数据库的日常运行与维护工作，包括对数据的增加、删除、修改和查询。

### （二）宏观数据库

按照公司评级业务的需求，在数据管理部门的支持下，研发中心宏观经济研究部（组）负责宏观数据库的日常运行

与维护工作，包括对数据的增加、删除、修改和查询。

### （三）行业数据库

按照公司评级业务的需求，在数据管理部门的支持下，研发中心行业研究部（组）负责行业数据库的日常运行与维护工作，包括对数据的增加、删除、修改和查询。

### （四）区域数据库

按照公司评级业务的需求，在数据管理部门的支持下，研发中心区域研究部（组）承担区域数据库的日常运行与维护工作，包括对数据的增加、删除、修改和查询。

### （五）信用评级信息系统数据库

按照公司评级业务的需求，结合公司现有的信用评级信息系统，评级部门负责公司信用评级信息系统的改进，数据管理部门负责其日常运行与维护工作，包括对数据的增加、删除、修改和查询。

## 第六章 数据库的访问控制

**第二十一条** 数据库的使用通过权限进行控制，用户权限级别分为四种：普通用户、录入用户、高级用户和管理用户。数据管理部门根据不同岗位的需求对数据使用权限进行分配和调整，并指导和帮助用户使用数据库。

（一）普通用户拥有查询、浏览和使用数据库中公开发布的各类数据信息的权利；



(二) 录入用户除拥有普通用户的权限外, 还具有录入数据和修改本人已录入数据的权利;

(三) 高级用户除拥有录入用户的权限外, 还具有修改本部门数据的权利;

(四) 管理用户拥有录入、修改公司全部数据的权利。

**第二十二条** 根据工作需要, 数据管理部门可以对用户权限进行变更。特殊用户的权限设置应经公司总经理和公司分管领导两人同时批准。

**第二十三条** 因工作需要确需使用数据库的员工应填写《数据库用户权限审批表》(附表1)。数据管理部门负责按规定审批和办理用户的授权、权限变更和注销等工作, 不得越权私自开通或提高用户权限。对于违反规定的个人, 视情节严重程度进行相应的处罚。

**第二十四条** 分公司的信用评级部门可以经公司总经理和公司分管领导两人同时批准后, 申请相应的权限来共享和使用信用评级数据库。

**第二十五条** 用户应妥善管理自己的用户名和密码, 同时用户修改密码必须通过复杂性检验, 密码应定期(1个月)更改。用户名和密码为用户个人专用, 不得泄露给他人。

严禁非评级序列人员进入数据库浏览与操作。如因非权限登录、权限泄露及因之引起的公司商业秘密泄露, 公司将对权限泄露情况进行追究, 并视情节轻重对相关人员进行相

应的惩罚措施；对情节严重者，如利用公司信用评级数据库中数据信息谋取个人利益的，公司予以开除，并公告；涉及刑事责任的，移交司法机关处理。

## 第七章 数据库的安全管理

**第二十六条** 数据管理部门负责数据库的安全管理，保证安全管理软件的及时升级，防止数据泄露和丢失。

**第二十七条** 数据管理部门应负责建立可靠的数据库备份恢复机制，对数据库实行定期（每天）和关键点备份，在保证数据安全和保密的情况下，采取适当方式保存备份文件，保证数据库出现异常时能快速恢复，避免或者尽量减少数据丢失。进行备份时，操作人员应如实填写《数据库备份登记表》（附表2）

**第二十八条** 数据管理部门对支持数据库运行的软硬件环境进行日常维护，维护人员应填写《数据库软、硬件环境日常维护表》（附表3），保证数据库静态、动态及各类数据服务器、网站服务器的正常运行，并定期检查病毒和恶意攻击。

**第二十九条** 存放数据库设备的机房实行门禁制度，进入人员应提前填写《出入机房审批表》（附表4），经有关领导审批后方可进入。除数据管理部门系统管理员和经公司总经理与公司分管领导两人同时批准的人员外，其他人员不

得进入存放数据库设备的机房。

**第三十条** 进入机房需两人以上同时进入，并填写《出入机房登记表》（附表5）。

## 第八章 数据库的完善与升级

**第三十一条** 各部门应填写《数据库问题反馈表》（附表6）以反馈在管理和使用信用评级数据库的过程中遇到的问题及运行过程中产生的新需求。数据管理部门定期收集、整理和汇总反馈意见，对信用评级数据库进行完善，必要时应进行升级。

**第三十二条** 数据管理部门承担数据库管理系统选型，负责符合业务需求的应用系统研发或改造，负责指导信用评级数据库的用户使用信息，负责数据库的运行维护。

## 第九章 数据库的保存与处理

**第三十三条** 在公司评级业务存续状态下，评级业务所建立的数据库应永久保存。

**第三十四条** 公司终止信用评级业务前，应按相关监管部门的要求制定数据库处理方案，并指定专人负责对数据库数据进行处理，且相关人员对数据库数据继续负有保密义务。

## 第十章 附 则

**第三十五条** 本制度由技术政策委员会负责解释。

**第三十六条** 本制度自公布之日起实施。