

# 标普信用评级(中国) 一工商企业评级方法论

## 一、适用范围与概述

本方法论阐述了标普信用评级(中国)有限公司在为工商企业进行评级时所使用的评级方法和假设条件。在分析一些非工商企业时,我们可能会基于其行业特性或发行主体和债项的特点,在适当的时候使用本方法论。

本方法论阐述了工商企业个体信用状况(SACP)和主体信用评级(ICR)的评估方法。我们在进行信用分析时,通常会评估企业的业务状况、财务风险以及其他可能影响SACP的因素。同时,本方法论也阐述了我们一般如何基于上述因素评定企业的ICR。

在分析业务状况时,我们通常会考虑企业在行业内面临的潜在风险和收益、所处行业的竞争环境(行业风险)以及企业的竞争优势和不足之处(竞争地位)。业务状况一般决定了企业在特定的SACP上可承受的财务风险的高低,也是企业实现预期经济收益的基础。我们通过分析行业风险和竞争地位,来评定企业的业务状况。

在分析财务风险时,我们通常会评估由企业管理层作出的决策所最终形成的财务结果。上述决策通常是企业管理层根据业务状况和财务风险偏好做出的,决策内容可能包括管理层如何融资、如何管理资产负债表等。财务风险还可以反映在特定业务状况下,企业所产生的现金流大小及其相应的偿债能力。我们一般会通过分析现金流和财务杠杆来评估企业的财务风险。

企业的业务状况和财务风险共同决定其评级基准。此后,我们会评估其他评级调整因素,从而得出SACP。其他评级因素包括:多元化程度、资本结构、财务政策、流动性、管理与治理以及补充调整。在评定企业的SACP时,补充调整是最后一项考虑因素,因为其侧重考量企业的整体信用质量以及与同业对比分析的结果。

企业的ICR由SACP和支持框架共同决定。如果企业受集团或政府影响,该影响会反映在支持框架中,从而使SACP和ICR产生差异。

## 二、方法论

### (一) 工商企业评级框架

本方法论描述了信用分析框架及其主要因素。在该框架下,我们首先评估企业业务状况,之后评估其财务风险,然后根据两者的结论确定评级基准。在此基础上,进一步分析可调整评级的其他因素。

根据本方法论，企业的业务状况由行业风险和竞争地位共同决定，财务风险则侧重现金流和财务杠杆分析。我们会结合企业的业务状况和财务风险来评定其评级基准。

业务状况分析通常结合定性和定量分析。在定性分析中，我们使用竞争优势来评估企业的竞争地位；在定量分析中，我们评估企业的盈利能力及其波动性。

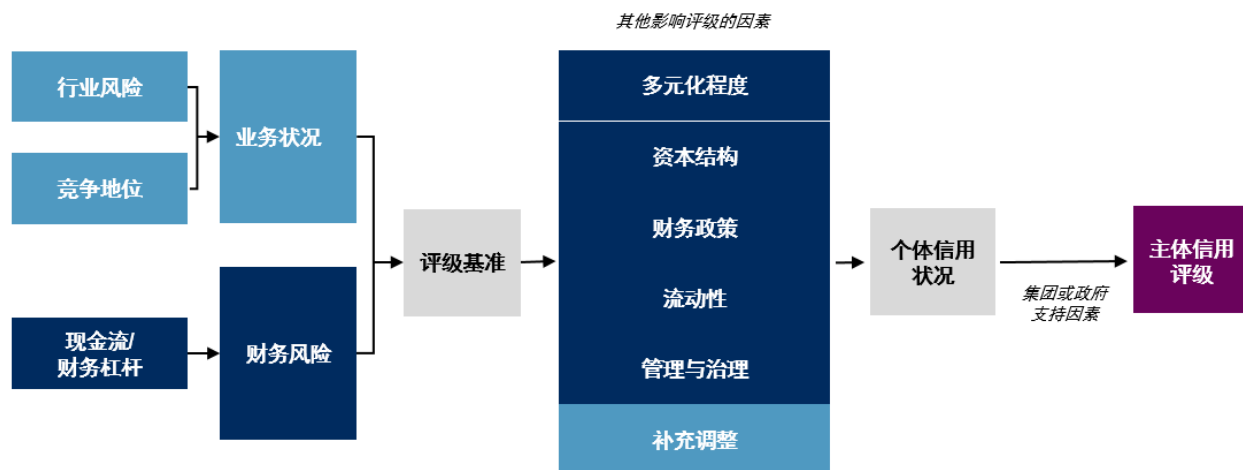
使用现金流和财务杠杆来分析企业财务风险时，相关的分析通常侧重于评估定量指标。

当评级基准确定后，我们将进一步分析其他评级调整因素。这些因素通常包括：多元化程度、资本结构、财务政策、流动性以及管理与治理。这些因素可能导致评级的上调、下调，或者保持不变。

最后，我们通过进行补充调整，即通过评估企业的整体信用状况及与同业进行对比分析，决定是否对评级做出进一步调整。

企业的 ICR 由 SACP 和支持框架共同决定。如果企业受政府或集团影响，该影响会反映在支持框架中，从而使 SACP 和 ICR 产生差异。上述影响一般不是持续性的，因为企业的 SACP 通常已经反映了政府对于政府相关企业或集团对于其子公司的持续性支持或负面影响。

## 工商企业评级方法框架



### (二) 业务状况分析

#### 1、行业风险

行业风险分析涉及企业在所属行业内面临的主要风险等因素。行业风险通常能够反映各行业之间的具体差别，也可能反映了如行业趋势、技术因素、行业进入壁垒和行业周期性等其他因素。

#### 2、竞争地位

竞争地位分析涉及企业自身的状况，通常这些自身的因素能够增加或者部分抵消行业风险带来的影响。

在分析竞争地位时，我们主要考虑以下几点：竞争优势；规模、范围和多样性；经营效率；盈利能力。企业在上述方面的优势或不足会影响其市场竞争力以及收入和利润的可持续性。若企业竞争地位高于行业平均水平，这通常会给业务状况加分；反之，若企业竞争地位低于行业平均水平，那么这可能会拉低业务状况的分数。

## 评估盈利能力

当我们评估企业的盈利能力时，通常评估其盈利水平和盈利波动性。

### (1) 盈利水平

在评估企业盈利水平时，我们通常会结合行业背景来考虑。常用的衡量指标包括资本收益率（ROC）和息税及折旧摊销前利润（EBITDA）率，然而我们也可能使用其他反映行业特性的比率。

通常我们会根据历史数据和预测值来计算盈利能力相关的财务比率。但在某些情形下，考虑到财务数据的完整性、重大事件（例如合并或收购）、周期性或其他干扰因素的影响，我们也可能会调整历史数据或预测值。此外，在评估时我们还会考虑相关比率的改善或弱化趋势。

### (2) 盈利波动性

衡量盈利能力波动性时，我们通常选取企业的 EBITDA、EBITDA 利润率或者 ROC 的历史数据作为参考。

## (三) 财务风险分析

企业在当前和未来如何获取现金流以偿付债务是反映财务风险的有效指标。基于此，我们可能会衡量多个财务比率。

### 1、评估现金流/财务杠杆

为全面了解企业财务状况，我们通常使用多个以现金流为基础的财务比率，重点分析企业在不同阶段的现金流（即投入运营资本之前和之后、资本支出之前和之后、分红之前和之后）与债务的关系。此外，我们会根据企业的个体特征和商业周期，选取最能体现其信用风险的财务比率。

#### (1) 核心比率

对于各类企业，一般计算两个核心财务比率，即营运现金流（FFO）/债务和债务/EBITDA。上述两个比率有助于评估企业财务风险的相对排名。

## （2）补充比率

除核心比率外，我们通常还会考虑一个或多个补充比率，以更全面地了解企业财务风险。在分析现金流和财务杠杆时，我们首先根据核心比率得出初步结论，并根据补充比率对初步结论进行再次确认或调整。最终结果调整与否取决于补充比率的重要程度，以及使用补充比率是否会得出不一样的分析结果。

本方法论通常考虑一些标准的补充比率，或侧重一个或多个标准的补充比率。当然有时候我们也会适时地引入其他的补充比率。通常会使用的标准的补充比率包括：经营性现金流（CF0）/债务、自由经营性现金流（FOCF）/债务以及自由支配现金流（DCF）/债务。此外，本方法论还考虑其他比率，如（FFO+利息）/现金利息、EBITDA/利息等。

本方法论通常选取企业过去、当前和预测的信用比率进行评估，但同时也会考虑财务数据的完整性、重大事件或其他相关因素的影响等。

## （四）其他评级调整因素

### 1、多元化程度

多元化程度可能使企业的评级上调、下调，或保持不变。一般多元化程度对企业信用状况的影响会以经营情况为基础。当企业拥有多种不同的、相关性低的收入来源时（通常在业务状况部分的分析会涉及），其违约风险可能随之降低。

### 2、资本结构

资本结构揭示的风险通常是与资本结构相关的、且在标准的现金流和财务杠杆分析中无法体现的。企业的债务到期日集中、融资来源与资产或现金流之间存在币别错配等因素皆可能导致上述风险。

### 3、财务政策

在现金流和财务杠杆分析中，我们通过对基本情况的假设得到财务风险评估结果。在此基础上，进行财务政策分析能够进一步完善风险评估。原因在于，财务政策有时可能会导致中短期突发事件风险或更长期的风险，而此类风险可能无法完全体现在对基本情况的假设中。若前瞻性分析难以预测上述风险，我们可能会在评估财务政策时纳入考量。

现金流和财务杠杆分析通常考虑经营性指标和现金流指标的历史数据及其未来趋势。未来趋势通常取决于对经营情况的假设以及可预测的财务政策，比如普通股股利支付或经常性并购支出。有时候企业的管理层或控股股东采取的财务政策可能会影响其财务风险。

### 4、流动性

流动性的评估重点是现金流来源和用途，现金流是衡量企业流动性状况的常用指标。流动性分析通常考虑企业违反限制性条款的可能性、对小概率重大事件影响的承受能力、银企关系、在信贷市场的地位以及财务风险管理水平等因素。

## 5、管理与治理

管理与治理分析通常关注企业制定战略的能力、组织效率、风险管理和治理措施的实行，以及这些因素会如何影响其市场竞争力、财务风险管理实力和治理的稳健性。加强对重大战略和财务风险的管理有助于提升企业的信用水平。

## 6、补充调整

补充调整是得到企业的 SACP 前最后的一个步骤。在通过全面分析企业的信用特征后，我们可以通过补充调整对评级做出进一步的调整，最终得到 SACP。该分析是对企业个体信用状况的全面回顾，包括对企业信用特征的综合评估。如果分析结果是正面的，我们可能会上调评级；如果是负面的，我们可能会相应的下调评级。

补充调整的应用表明，在考虑各评级调整因素对评级的影响后，仍需要对评级结果进行微调。因此，补充调整的结果呈现出正面或负面的情况可能并不少见。

企业的 ICR 由 SACP 和支持框架共同决定。如果企业受集团或政府影响，该影响会反映在支持框架中，从而使 SACP 和 ICR 产生差异。

## 三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。