

# 标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论

2024 年 3 月 14 日

## 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）和主体信用等级（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。

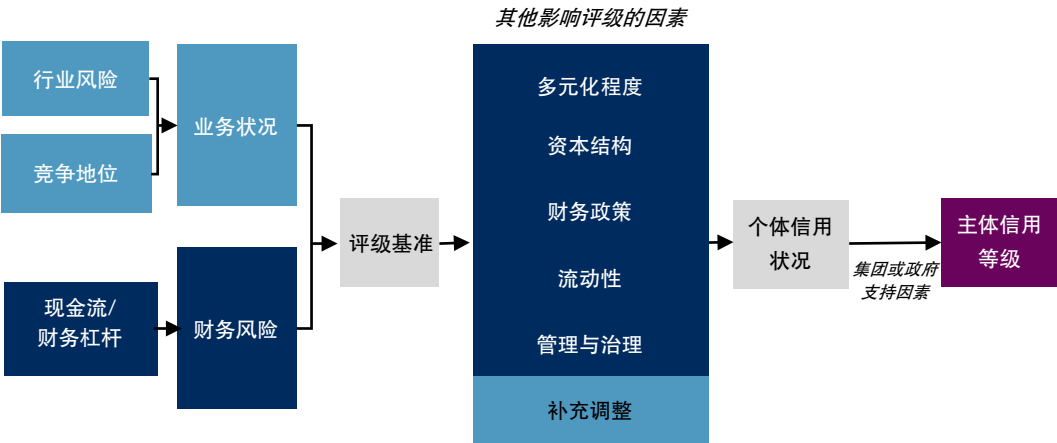
业务状况分析通常结合定性和定量分析。使用现金流和财务杠杆来分析企业财务风险时，相关的分析通常侧重于评估定量指标。

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。

图 1  
标普信评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。

我们可能会分析下列因素：

#### 周期性

周期性反映的是宏观经济因素和行业特有动态给企业造成多大程度的波动。周期性由行业收入周期性和行业利润周期性两部分组成。如有相关数据，我们可能会分析过往经济和行业上行/下行时期的一些量化指标，如营业收入和盈利比率等。这是因为我们认为，行业周期性越强，对企业信用风险的影响就越大。然而，行业周期性会被行业所面临的竞争环境所缓释或加剧。

相比于收入的周期性，我们认为行业利润周期性在识别行业周期性中更加重要，因为它对于企业保持充足利润水平以维持包括经营周转及还本付息在内的现金流需求更加重要。

周期性高的行业的产能过剩会造成更为激烈的竞争及盈利压力，这点在需求端进入下行周期时更为明显。处于强周期性行业的企业需要在收入下滑的时候降低他们的成本水平，因此强周期性行业中某些固定成本较高的行业将面临更大的行业风险。

#### 竞争环境

周期性可能因为竞争环境的关系而减弱或增强。竞争环境方面，我们要分析的具体因素可能包括进入壁垒、利润率的高低和走势、结构变化与替代风险、增长趋势面临的风险等。

##### （1）进入壁垒

相比于进入壁垒较低或无进入壁垒行业，具备显著进入壁垒的行业通常来说竞争风险更低。进入壁垒包括：

- 监管相关因素，如政策法规、牌照、许可、关税壁垒以及政府拥有行业所有权或控制权。上述因素会降低竞争风险，使得息税及折旧摊销前利润（EBITDA）及现金流更加稳定，
- 商标、研发能力及科技技术。这些可以给业内公司在一定时间内带来巨大的竞争优势，同时对潜在进入者形成门槛。
- 资本密集性。某些需要大量资本投入尤其是回收期长的行业，对新进入者产生了巨大的障碍，因为新进入者的融资能力通常弱于业内经营者。
- 产业结构造成的业内企业的成本优势。
- 行业整合和集中度。这将导致业内企业的低竞争度和更大的规模。
- 品牌影响力。现存的有价值的品牌使得新进入者需要付出很大代价方可进入市场并获得客户认可度。

## （2）行业利润率的高低及走势

本指标衡量行业的竞争态势、经营状况、成本结构以及波动性对行业利润率的影响，而非经济周期对行业利润率的影响。它同时考量利润率水平和发展趋势。

我们认为影响行业利润水平的主要因素包括：

- 行业竞争程度，包括竞争基础及特征；
- 成本及成本的波动性（能源、原材料、零件等）；
- 资产及大宗商品价格泡沫破碎风险；
- 人工成本；
- 顾客、供应商集中度和定价能力；
- 资产维护成本，如物业、厂房、设备等；
- 自然灾害及人为事故。；
- 行业内技术变革和和相关成本；
- 法律风险及成本；
- 政策法规、税收以及物权政策。

## （3）结构变化与替代风险

本指标主要衡量行业性变更对行业内竞争格局和风险的变化。其他行业或者行业内竞争者研发了新的技术或者产品对行业收入、利润率、现金流和信用状况均可能产生负面影响。新技术产生的替代品在极端情况下可能会颠覆整个行业。

## （4）增长趋势面临的风险

我们认为，行业的健康稳健增长有利于降低行业风险。在少数新兴行业中，尽管行业增速很快，但往往伴随着技术的快速迭代和商业模式的频繁变化，因此行业风险往往较高。

下表是我们对各行业风险的示意性评估。这些评估仅为示意，今后可能会做出调整。

表1  
各行业风险示意性评估

| 行业名称       | 行业风险评估 |   | 行业名称           | 行业风险评估 |   |
|------------|--------|---|----------------|--------|---|
| 贸易         | 高      | 5 | 资本品            | 一般     | 3 |
| 光伏制造       | 高      | 5 | 耐用消费品          | 一般     | 3 |
| 金属冶炼       | 较高     | 4 | 商业服务           | 一般     | 3 |
| 采掘业        | 较高     | 4 | 科技软件及服务        | 一般     | 3 |
| 基础化工       | 较高     | 4 | 包装业            | 一般     | 3 |
| 技术硬件及半导体   | 较高     | 4 | 媒体娱乐           | 一般     | 3 |
| 石油天然气炼化及销售 | 较高     | 4 | 零售餐饮           | 一般     | 3 |
| 建筑工程施工     | 较高     | 4 | 交通工具租赁         | 一般     | 3 |
| 林业及造纸      | 较高     | 4 | 铁路货运包裹物流       | 一般     | 3 |
| 油气钻探及油田服务  | 较高     | 4 | 医疗服务           | 一般     | 3 |
| 周期性运输      | 较高     | 4 | 医疗器械           | 一般     | 3 |
| 汽车零配件      | 较高     | 4 | 日常消费品          | 一般     | 3 |
| 房地产开发      | 较高     | 4 | 环境服务           | 一般     | 3 |
| 整车制造       | 一般     | 3 | 投资控股公司         | 一般     | 3 |
| 制药         | 一般     | 3 | 交通基础设施         | 低      | 2 |
| 市场化发电及天然气  | 一般     | 3 | 油气管输储运         | 低      | 2 |
| 大宗农产品      | 一般     | 3 | 商业物业持有运营及REITs | 低      | 2 |
| 建筑材料       | 一般     | 3 | 特种化工           | 低      | 2 |
| 油气开采       | 一般     | 3 | 电信             | 低      | 2 |
| 休闲体育       | 一般     | 3 | 航空航天与国防        | 低      | 2 |
|            |        |   | 受监管的公用事业       | 非常低    | 1 |

注：评分越高，代表行业风险越高，反之亦然。

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。

竞争地位的构成要素为：

- 竞争优势。具体内容可能包括：差异化、独特性、品牌实力；市场地位、领先程度、市场份额；收入、成长与盈利前景；进入壁垒、转业成本；资产或技术优势；定价能力以及在供应商面临的议价能力；以及承受经济或行业下行带来的负面影响的能力。
- 规模、范围和多样性。具体内容可能包括：产品、服务、品牌、客户、供应商的多样性；地域多样性；以及布局范围广泛带来的规模效益。

- 经营效率。具体内容可能包括：成本结构、管理、灵活性；生产与运营效率；营运资本管理；以及技术与自动化水平。
- 盈利能力。分析的方面可能包括：盈利水平和盈利波动性。

评估企业竞争地位时，我们通常会对竞争优势、规模、范围和多样性、经营效率、盈利能力进行逐一评估，然后按照各要素的相对重要性加以综合，并对比同业情况，评出企业的竞争地位。竞争的性质和关键性因素一般取决于行业特征，但企业与企业之间也会有所不同。举例而言，如果服务、产品质量或品牌溢价是重要的竞争因素，那么我们可能在综合评估的时候就会更加重视企业的竞争优势；如果企业生产的是大宗产品，那么差异化的重要性就会下降，我们可能会更加看重规模、范围和多样性，以及经营效率。

## 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率（EBITDA 利润率），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。

如果企业经营历史长久，并且没有发生过诸如大规模转型收购、业务模式调整之类可能影响对真实盈利能力判断的事件，那么我们通常会以历史业绩分析来作为盈利波动性分析的参考。如果企业没有这类历史资料，那么我们通常会根据企业自身以及所处行业的特征来对盈利波动性做出预期。

大部分情况下，我们会将波动性评为一般，不影响我们对盈利水平的评估。但对于盈利波动性较大的企业，我们可能会下调对其盈利能力的评估；对于盈利非常稳定的企业，我们则有可能将其盈利能力评估往上调整。

对于投资控股公司，由于其在经营过程中可能更多关注于如何实现投资的保值增值和利益最大化，因此在分析其竞争地位时，我们主要考察以下几点：资产的流动性、资产的信用质量、资产的多样性，以及战略投资能力，以反映其投资状况。

- 资产的流动性。具体内容可能包括：持有的股权是否是上市公司股权；持有股权的比例高低。
- 资产的信用质量。具体内容可能包括：被投资企业的信用质量。
- 资产的多样性。具体内容可能包括：被投资企业的行业集中度、地域集中度、资产集中度。
- 战略投资能力。具体内容可能包括：企业的投资纪律、投资的风险识别能力、投资组合的调整能力以及投资收益能力。

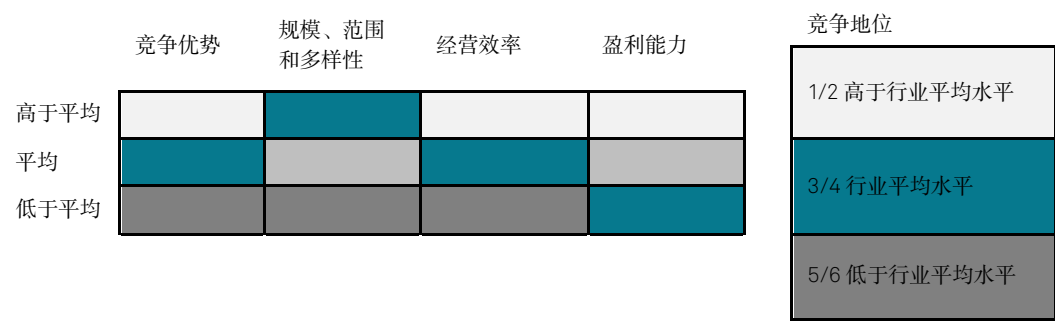
同样我们会对这四个要素进行逐一评估，然后按照各要素的相对重要性加以综合，并对比同业情况，得出投资控股公司的竞争地位。

竞争的性质和关键性因素一般取决于行业特征，但企业与企业之间也会有所不同。举例而言，如果服务、产品质量或品牌溢价是重要的竞争因素，那么我们可能在综合评估的时候就会更加重视企业的竞争优势；如果企业生产的是大宗化产品，那么差异化的重要性就会下降，我们可能会更加看重规模、范围和多样性，以及经营效率。

我们用“1”分到“6”分的分值来评估企业的竞争地位，“1”分代表竞争地位最高，“6”分代表竞争地位最低。

下面我们用工图 1 所示的例子来展示竞争地位的评估过程。如果其中一个要素被评为“高于平均”，另外两个要素被评为“平均”，还有一个要素被评为“低于平均”，那么竞争地位评估得分可能处于平均水平的“3”分或“4”分。我们可能会利用行业分析和同业比较来确定最相关的要素，然后将竞争地位的评估得分细化为“4”分。

图 2  
竞争地位评估过程示意



注：蓝色色块代表我们示例的评估结果。  
资料来源：标普信评。  
版权 © 2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

3、行业风险与竞争地位的综合

我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。下表仅为示意。在合适情况下，我们可能会调整对业务状况的评估，以更好地反映企业业务的整体强弱。

表 2  
业务状况的评估

| 行业风险 |   |   |   |   |   |   |
|------|---|---|---|---|---|---|
| 竞争地位 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 1    | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 5 |
| 2    | 1 | 2 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 3    | 2 | 3 | 3 | 3 | 4 | 6 |
| 4    | 3 | 4 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 5    | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 |
| 6    | 5 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |

注：分值越低，代表业务状况越好，反之亦然。

对于同时经营多个不同行业业务的综合性集团，我们会先对每个业务板块评估其业务状况，然后可能参考不同业务板块的资产、收入、毛利润在集团中的占比等因素综合评估得到该集团的业务状况。

（三）财务风险分析

财务报表是我们分析企业财务风险的起点。但为了财务分析的一致和可比，我们在评级分析过程中，可能会对企业披露口径财务数据做调整。这样的调整也会使企业披露数据与我们对其实际经济状况的看法更加吻合。此外，在诸如并购、处置之类的事件之后，通过例如在财务预测时调整剔除非经常项目等，还会使企业经常性业务的面貌能够更准确地呈现出来。

在分析数据时是否进行调整，取决于企业披露的事件或事项是否有可能对我们关于其信用质量的看法产生重大影响。如果某些调整涉及的数额太小，不会对我们的分析产生重大影响，那么我们可能就不做这些调整。如果缺乏调整所需要的财务信息，我们可能会向管理层索要。如果仍然无法获得，可能就会尽最大努力做出预估。

## 现金流/财务杠杆

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、一般工商企业

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。

另外通常会选取企业过去、当前和预测的财务比率进行评估，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。

### 核心比率与补充比率

#### （1）核心比率

对于各类企业，一般计算两个核心财务比率，即经调整总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息覆盖倍数。上述两个比率有助于评估企业财务风险的相对排名。

经调整总债务对 EBITDA 比率通常是为了衡量企业的杠杆高低，EBITDA 对利息的覆盖倍数是为了衡量企业产生的现金流对利息的覆盖能力。如果两个核心比率指向的财务风险的打分有偏差，我们将选择一个能更好反映发行人财务状况的指标作为打分的依据。

比率的应用可能因为行业的不同而不同，也可能随着时间的推移和企业财务状况的变化而变化。

考虑到某些行业国有企业顺畅的融资渠道，我们在评估其财务风险时可能使用 EBITDA 利息覆盖倍数作为核心比率，或采用其他补充财务指标以更好地反映企业的特征。

#### （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。

下表为主要财务比率示例，其中的比率范围和分值仅为示意，可能会随着时间的推移而调整。例如，对于投资控股企业，我们使用一套更适合该行业的财务指标。如果将来出现一个新的行业，我们也有可能开发新的财务指标。

此外，在少数情况下，我们可能会选择不同于下表所对应的分值来更好地反映企业的财务风险状况。如果某些行业的盈利和现金流具有非常波动的周期性特征，我们有可能在最终的财务风险评估中考虑进行波动性调整。波动性调整不是静态的，是针对公司的。如果我们预计一个发行人在压力时期财务指标会大幅恶化，我们会对其财务风险进行波动性调整。例如：一个周期性行业正处于盈利或现金流周期的高峰，我们有可能把发行人的财务风险的评估修改为弱于其财务指标阈值打分的结果。但该波动性调整在行业周期处于中期或低谷时有可能被取消。

表 3

## 主要财务比率

| 评分 | 经调整总债务/EBITDA (x) | EBITDA 利息覆盖倍数 (x) |
|----|-------------------|-------------------|
| 1  | <2.5              | >7                |
| 2  | 2.5-4             | 3.25-7            |
| 3  | 4-6               | 1.75-3.25         |
| 4  | 6-8               | 1.15-1.75         |
| 5  | 8-15              | 0.7-1.15          |
| 6  | >15               | <0.7              |

注：分值越低，代表财务风险越低，反之亦然。

## 2、投资控股企业

与产业类的企业不同，投资控股类公司主要依靠被投资企业的分红和管理费收入来覆盖日常运营支出、利息费用以及股利支出。因此，对于投资控股类公司，我们评估的财务比率通常为债务对投资价值比率（LTV）和现金流充足性指标。根据投资控股公司自身的特点，财务风险方面我们关注于企业所负担的带息债务与所持有的投资标的的价值的匹配程度，以及企业的融资及资本结构。

## 核心比率与补充比率

## （1）核心比率

债务对投资价值比率的分析视野主要集中在投资控股类公司的母公司及其用作持股平台的子公司范围内。投资控股类公司的总债务通常包括所有母公司和持股平台的债务。投资价值的计算一般通过市场公允价值、可比交易价值、账面价值等多种方式衡量。在计算所得的指标基础上，我们也会考虑企业对财务的自主控制能力、账面价值的可实现性和透明性、投资资产价值的波动性等因素，综合得出债务对投资价值的得分。一般而言，我们认为经调整的债务对投资价值比率越低，代表企业未来的再融资能力越强以及再融资空间越大，其财务风险也就越低。

## （2）补充比率

## 现金充足比率

现金充足比率即企业每年可以相对稳定控制获得的现金流入与刚性的现金支出的比率。现金流充足性指标通过计算企业的可控现金流入对刚性现金支出的覆盖情况来反映。一般而言，可控现金流入包括管理费收入、利息收入以及被投资企业分配的股利；刚性现金支出主要包括利息费用、企业运营成本、税费支出等。在某些情况下，我们可能也会考虑投资控股类公司的股利分配政策，将企业对外支付的股利纳入刚性支出。

## 融资及资本结构

除上述两个主要财务比率以外，我们还会考虑融资及资本结构对于投资控股类公司财务风险的影响。评估的角度一般包括：债务的到期结构、企业的融资来源集中度、汇率及利率风险、对被投资企业的融资敞口以及结构复杂程度等。如果企业的融资和资本结构相对较差，我们可能会对企业的财务风险打分进行负面调整。

## （四）评级基准

把企业业务状况评估和财务风险评估综合起来，便形成了评级基准。下表仅为示意。对于给定的业务状况和财务风险组合，如果我们认为某个备选评级基准能够更好地反映企业的强弱，那么我们可能会选择该备选评级基准。如果我们认为企业的资本结构不可持续，或当前其债务不能兑付的可能性较大，并且其债务的偿付依赖于有利的业务、财务和宏观经济条件，那么我们可能会给出一个比下表更低的评级基准。



表 4

综合业务状况和财务风险形成评级基准

| 业务状况 | 财务风险    |          |        |          |          |          |
|------|---------|----------|--------|----------|----------|----------|
|      | 1       | 2        | 3      | 4        | 5        | 6        |
| 1    | aaa     | aaa/aa+  | aa+    | aa/aa-   | a+/a     | bbb+     |
| 2    | aaa/aa+ | aa+      | aa/aa- | a+/a     | a-/bbb+  | bbb      |
| 3    | aa      | aa/aa-   | a+/a   | a/a-     | bbb+/bbb | bbb-/bb+ |
| 4    | a+      | a        | a/a-   | bbb+/bbb | bbb-/bb+ | bb/bb-   |
| 5    | a-/bbb+ | bbb/bbb- | bbb-   | bb+/bb   | bb/bb-   | b+/b     |
| 6    | bbb     | bbb-/bb+ | bb/bb- | b+       | b        | b-       |

当出现以下几种情况时，业务状况和财务风险的分析已不具备意义，因此不适用上面的评级基准表格，而是根据如下情况直接给出主体信用等级：

- 当企业偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高时，我们给予“CCC<sub>spc</sub>”的主体信用等级。
- 当企业在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务时，我们给予“CC<sub>spc</sub>”的主体信用等级。
- 当企业不能偿还债务时，我们给予“C<sub>spc</sub>”的主体信用等级。

## （五）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。

如果企业在经历经济周期时的波动性可能因为跨业多元化或地域多元化，而低于不具备这类多元化因素的企业，那么我们可能会将多元化视为正面因素，在评级基准的基础上往上调整。一般情况下，多元化是中性因素，对评级基准没有影响。

对于投资控股公司而言，由于其投资标的的多元化已经包含在评价其业务状况的维度中，因此本调整项不适用于投资控股公司。

### 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。

在进行财务杠杆分析时，可能未必充分考量了下列因素，因此我们会在资本结构分析中予以体现：

- 债务到期状况。我们通常会考虑流动性分析覆盖的时间范围之外的再融资风险或优势。
- 债务利率风险。如果由于企业固息债务与浮息债务构成的原因，利率的变动可能导致财务杠杆大幅上升，那么我们可能会将这一风险视为负面因素。
- 投资。我们认为，能够随时变现的重大非战略投资赋予企业灵活性，可能构成企业信用质量的正面因素。
- 债务币种风险。如果由于未对冲外汇风险的缘故，汇率变动可能导致企业杠杆指标变差，那么我们可能会将这一风险视为负面因素。

我们通过综合考虑以上各个因素来形成资本结构评估。如果将资本结构评为正面，则可能在评级基准基础上往上调整；如果评为负面，则可能在评级基准基础上往下调整；评为中性，则一般不做调整。

对于投资控股公司而言，由于对其资本结构的评价已经包含在评价其财务风险的维度中，因此本调整项不适用于投资控股公司。

### 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。

当管理层有决心、有能力将财务杠杆降低至我们的基本预测之下且持续保持时，我们可能会将企业的财务政策视为正面因素，在评级基准基础上往上调整。另一方面，如果因为企业过往杠杆水平高或财务政策激进之类的原因，我们认为其对财务风险的容忍度显著高于我们的基本假设，那么我们可能就会将其财务政策评为负面因素，从而在评级基准基础上向下调整。如果将财务政策评为中性因素，评级基准便不作调整。

对于投资控股公司而言，由于对其财务政策的评价已经包含在评价业务状况的维度中，因此本调整项不适用于投资控股公司。

### 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。

流动性评估通常不会带来等级的上调，但在某些情况下，可能会是形成较低等级的主要原因。流动性的分析同时参考定量因素和定性因素，可能评估流动性为足够或不足。

在进行流动性评估时，最重要的量化指标通常为流动性来源对用途比率。一般来讲，某一时段的流动性来源会包括：

- 现金以及除去税或变现时预期折扣的流动投资；
- 我们预测的经营活动现金流（若为正数）；
- 预计营运资本流入（如有）；
- 已签约资产出售所得；
- 可获可靠授信额度中未使用且可动用的部分；
- 来自母公司、政府或关联公司的明确且可量化的支持。

流动性用途通常包括：

- 我们预测的经营活动现金流（若为负数）；
- 预计营运资本流出（如有）；
- 预期的资本支出；
- 所有可向企业追索或投资人预期企业将会予以支持的到期债务，含短期融资券；
- 已签约的收购及预期的股利派发；以及可能因为违反限制性条款或其他事件而触发的追加保证金的要求（如有）。

在承压时，如果企业有削减现金支出计划（如用于扩张的资本开支）的余地，并且我们相信管理层会削减现金支出，那么我们在计量流动性用途时可能会予以体现。

## 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。

我们通常会参考的管理因素有：战略与组织能力，战略的执行，风险管理，经营业绩，经营效能，管理人员的能力与经验，管理人员的广度和深度。

我们通常会参考的治理因素有：董事会效能，股权结构，管理层文化，监管、税务、法律，内部控制，财务报告与透明度。

管理与治理的评估值对评级基准的影响程度通常取决于管理与治理的薄弱程度。如果将管理与治理评为正面，则可能在评级基准基础上往上调整；如果评为负面，则可能在评级基准基础上往下调整；评为中性，则一般不做调整。

## 6、补充调整

补充调整是得出企业 SACP 前的最后一个步骤。在全面分析企业的信用特征后，我们通过补充调整对前述分析结果做出进一步的调整，最终得出 SACP。补充调整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。如果补充调整是正面的，我们可能会上调 SACP；如果是负面的，我们可能会相应地下调 SACP。

# 三、综合性集团的个体信用状况

对于同时经营多个不同行业工商企业的综合性集团，我们会先分别对每个行业的行业风险和竞争地位进行评估得出各自的业务状况，然后可能参考不同行业业务板块的收入、资产、利润等在集团中的占比等因素加权评估得出该集团的业务状况。例如，一家综合性集团主要由房地产开发和交通基础设施两类业务组成，我们会分别得出这两个业务板块的业务状况为“4/尚可”和“2/优秀”，如果我们认为这两块业务对集团的收入、利润、资产等信用影响程度相似，我们就可以得出集团的业务状况为“3/良好”；如果我们认为这两块业务对集团的收入、利润、资产等信用影响程度不同，例如影响程度为 75%和 25%，那么集团的业务状况为“3/良好”或“4/尚可”。最后我们再结合集团的财务风险以及其他因素，得出集团的 SACP。

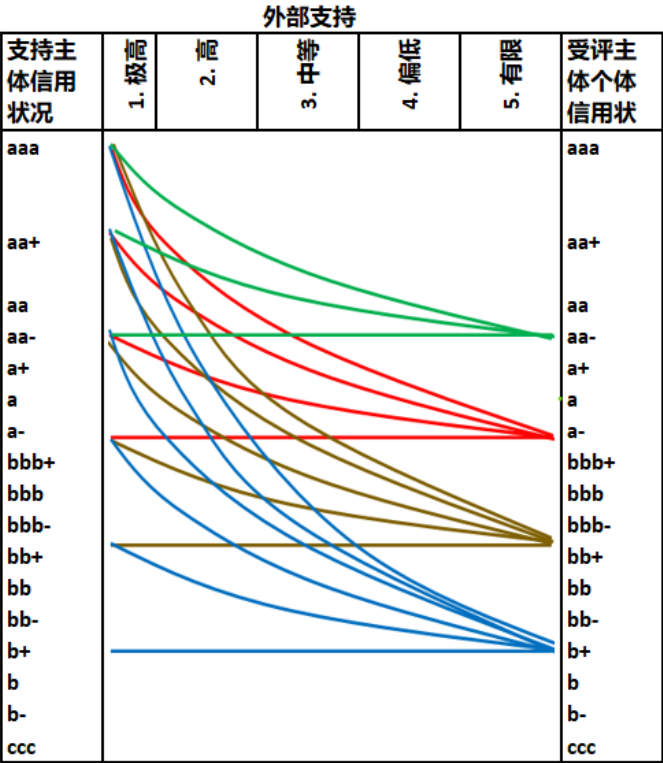
对于同时经营工商类和金融类业务的综合性集团，我们会先分别得出工商类和金融类业务各自的个体信用状况，然后参考不同业务板块的收入、利润、资产等在集团中的占比等因素加权评估得出集团的初始个体信用状况。我们还可能对业务多元化以及其他正面或负面的信用要素进行考量，在初始个体信用状况的基础上进行向上/向下调整得出最终的个体信用状况。例如，一家综合性集团主要由工商企业和保险公司两类业务组成，我们会分别运用适用于这两类不同业务的评级方法，得出工商板块业务和保险板块业务各自的个体信用状况分别为“bb”和“a”，如果我们认为这两块业务对集团的收入、利润、资产等信用影响程度相似，我们就可以得出集团的初始个体信用状况为“bbb”；如果我们认为这两块业务对集团的收入、利润、资产等信用影响程度不同，例如影响程度为 75%和 25%，那么集团的初始个体信用状况为“bb+”或“bbb-”。最后我们再综合考虑其他因素进一步进行调整，得出集团最终的个体信用状况。

## （六）主体信用等级

企业的 ICR 由 SACP 和支持框架共同决定。如果我们认为企业可能受集团或政府影响，该影响会反映在支持框架中。这种影响可能体现为支持，也可能体现为负面影响，因此既可能增强、也可能削弱企业的财务履约能力。

我们将企业可能获得的外部支持划分为“极高”、“高”、“中等”、“偏低”和“有限”五档。随着外部支持的提高，上调企业评级的可能性也提高。在支持曲线上，每个外部支持等级都对应着评级可以提升的范围。当我们评定了外部支持以后，通常会以曲线上对应区间的中间点作为起始点（如果企业可能获得的外部支持为“极高”，我们可能会选取更高的起始点），综合考虑企业职能定位、收入利润贡献、战略地位等在区间内上调或下调，从而得出最终的 ICR。如果集团的信用质量低于子公司，集团的信用质量有可能限制子公司的级别（隔离子公司的情况除外）。视具体的情况不同，我们最终得出的 ICR 并不一定落在曲线上。

图 3



下表为企业对关联实体外部支持判定的示意性评估。这些评估仅为示意，今后可能会根据市场的变化做出调整。

表 5

政府外部支持判定示意性评估

| 外部支持 | 可能包括以下一个或多个主要特征                                                                                                                                                                                                                      |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1-极高 | <ul style="list-style-type: none"><li>从事的是不可替代的，具有自然垄断性的活动；</li><li>确保国家能源安全或国家安全；</li><li>从事的活动是与民生密切相关的，不以盈利为目的；</li><li>代替政府行使某种职能；</li><li>具有维持金融稳定性的作用；</li><li>核心产业的绝对龙头或整合者；</li><li>违约可能给当地经济、融资造成重大的影响，甚至引起区域性风险。</li></ul> |
| 2-高  | <ul style="list-style-type: none"><li>由政府重要部门直接持有股权；</li><li>执行政府的产业政策；</li><li>违约可能给当地经济、融资造成较大的影响；</li><li>在当地的收入占企业收入的大部分。</li></ul>                                                                                              |
| 3-中等 | <ul style="list-style-type: none"><li>对当地经济有一定的促进作用，但所处行业不一定是当地的支柱产业/重点发展行业；</li><li>政府持有股权比例较高；</li><li>违约可能给当地融资造成一定的影响</li><li>在行业内的竞争地位一般。</li></ul>                                                                             |

|      |                                                                                                                                                                 |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4-偏低 | <ul style="list-style-type: none"> <li>在当地经济发展中发挥的作用有限；</li> <li>政府持有股权比例较低；</li> <li>政府有可能出售此企业的意愿。</li> </ul>                                                 |
| 5-有限 | <ul style="list-style-type: none"> <li>近期出现了政府不支持该企业的记录；或即使有一点支持，支持的可持续性较弱；</li> <li>政府明确表示有出售此企业的意愿；</li> <li>非公益性或公用事业类的企业，且业务状况和财务状况均较差，业务可持续性较弱。</li> </ul> |

表 6

## 集团外部支持判定示意性评估

| 外部支持 | 可能包括以下一个或多个主要特征                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1-极高 | <ul style="list-style-type: none"> <li>集团与其关系极其紧密；</li> <li>从事的是集团核心业务、核心职能或战略发展业务；</li> <li>资产、收入或利润在集团中占有很高比例；</li> <li>公司的名称与集团名称具有很强的相似性，公司与集团在声誉、外部融资、风险管理等方面具有很强的关联性；</li> <li>集团持有股权比例很高。</li> </ul>                                                                                                                                 |
| 2-高  | <ul style="list-style-type: none"> <li>集团与其关系紧密；</li> <li>从事的是集团长期发展的业务，业务可持续性很强；</li> <li>资产、收入或利润在集团中占有较高比例；</li> <li>公司与集团在声誉、外部融资、风险管理等方面具有一定的关联性；</li> <li>集团持有股权比例高。</li> </ul>                                                                                                                                                       |
| 3-中等 | <ul style="list-style-type: none"> <li>虽然公司没有体现来自集团更高层次的支持的特征，但在某些可预见的情况下仍能获得来自集团的额外支持。</li> <li>集团对其具有控制力；</li> <li>虽然从事的是集团的主营业务，但对集团的收入或利润贡献度一般；</li> <li>从事的主营业务基本符合集团发展定位，但不属于核心主业；</li> <li>虽然公司资产、收入或利润在集团中的占比较低，或者从事业务与集团业务发展定位有所偏离，但历史上出现过集团给予公司流动性支持、债务担保等支持情况；</li> <li>公司融资渠道多元（例如是多地上市公司），在集团内具有一定稀缺性；集团出售此企业的意愿较低。</li> </ul> |
| 4-偏低 | <ul style="list-style-type: none"> <li>集团持有股权比例较低；</li> <li>资产、收入或利润在集团中的占比较低；</li> <li>从事的主营业务不符合集团发展定位；</li> <li>集团中有从事与公司相同或类似业务的兄弟公司，且公司在行业内竞争实力不强，有被替代的可能性；</li> <li>集团有可能出售此企业的意愿。</li> </ul>                                                                                                                                         |
| 5-有限 | <ul style="list-style-type: none"> <li>近期出现了集团不支持该企业的记录；</li> <li>集团明确表示有出售此企业的意愿；</li> <li>公司的业务状况和财务状况均较差，公司业务可持续性很弱，救助意义不大。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                   |

## 隔离子公司

一般情况下，如果子公司的 SACP 高于集团的信用质量，在满足以下一个或多个条件时，子公司的 ICR 是有可能高于集团信用质量；在子公司 SACP 足够高的情况下，满足的条件越多，子公司 ICR 高于集团信用质量的级别也可能越多，甚至可能完全不受集团信用质量的限制。以下是一些可能出现的特征：

1. 公司经营、财务、融资独立，集团对维持子公司的信用水平有很强的动力，而且集团其他主体违约不直接导致公司违约；
2. 公司少数股东占比比较大而且积极参与，或者独立董事在决策中的话语权比较大，或者外部有些法律法规限制公司去支持集团，防止子公司信用受到损害；
3. 监管很有可能干预子公司不去支持集团，来保护子公司的信用质量；
4. 公司治理方面具有保护性的措施（独立董事在决策中有很大影响力），而且少数股东或者合资方有着很多的经济利益在公司里面；
5. 政府或其部门，在集团遇到重大困难的时候，拥有法律授予的权力来改变公司的所有者，政府也有这样的文件来表明其意图，或者在相似情况下曾经有这样的做法；
6. 有证据让我们相信，集团并不对子公司实现控制，出于对大量债权人保护的原因，并不会对子公司的信用质量产生负面影响；
7. 公司在治理方面对集团的影响有着严格的约束，限制集团在子公司的战略决策、主营业务变化、股息分红或其他重大现金支付、破产等方面的参与或影响；
8. 我们有足够的证据表明，集团遭遇信用危机时对子公司的影响十分微小，我们不认为它会对子公司未来产生实质性的负面影响。

## 四、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。

©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。