

标普信用评级(中国)补充评级方法论——通用评级方法

2023 年 12 月 22 日

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）补充评级方法论之一。当受评主体不适用于任何标普信评的具体行业补充评级方法论时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。同时本方法论也适用于投资控股公司类。本方法论通常与标普信用评级（中国）——工商企业评级方法论结合使用。

投资控股类公司，具体指的是以对外投资和资产股权为主要业务，旨在实现中长期资本回报的企业，他们寻找合适的标的进行投资，然后在合适的时机将其出售并投资于新的标的。目前在中国资本市场上有两种主要的业态形式，一种是市场化的投资公司，另一类是各级政府下属的国有资本投资与运营平台。前者主要追求以市场化的手段获取资本回报，而后者除了追求资本回报以外，更重要的是承担着国有企业政企分离和完善公司治理结构、深化国有企业改革、实现国有资产保值增值和国有资本有序进退的重要职能。投资控股公司的投资标的可能是上市公司或非上市公司股权，以参股或者控股的形式体现。大部分被投资企业是独立于投资控股公司而运营的，他们有独立的管理层并在财务层面自主决策。如果一个企业对下属公司的业务、财务实现强力管控的占比较高，我们可能不会将其视为投资控股公司。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

（一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

本方法论中所使用的行业风险评估方法与其他补充评级方法论大致相同。我们通常从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景这三个方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度，以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1）行业进入壁垒；2）盈利水平及趋势；3）产品、服务或技术变化造成的行业变革；4）行业增长的可持续性。

2、竞争地位

在分析竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- 竞争优势；
- 规模、范围和多样性；
- 经营效率；
- 盈利能力。

具体如下：

（1）竞争优势

根据本方法论，分析企业竞争优势通常考虑的因素包括：商业模式；品牌声誉；市场份额；发展战略；技术优势等。

（2）规模、范围和多样性

分析规模、范围和多样性时通常考虑的因素包括：与主要竞争对手相比，收入规模如何；来自不同产品、终端市场或地区的收入和现金流的独立性或相关性；生产性资产的数量；产品范围及多样性；业务覆盖区域；客户或供应商集中度等。

（3）经营效率

分析运营效率通常考虑的因素包括：与同业相比，生产优势如何；成本结构的灵活性如何，是否能够吸收需求下降或成本上升对盈利带来的冲击；生产是否具有灵活性；当原材料成本上升时，是否有能力将压力转嫁给客户等。

（4）盈利能力

分析盈利能力时，我们通常会考虑企业的盈利水平，以及中长期盈利水平的波动。如果该企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

投资控股公司

由于投资控股公司与一般产业类工商企业的经营与盈利模式不同，因此在分析投资控股公司的竞争地位（投资状况）时，其侧重点也将有所区别。我们通常考虑以下四个要素：

- 资产的流动性；
- 资产的信用质量；
- 资产的多样性；
- 战略投资能力。

（1）资产的流动性

分析企业资产的流动性主要是用于评估企业在必要时出售投资的难度。通常考虑的因素包括：企业的资产组合中上市企业的占比情况，企业对资产的持股比例如何等。

（2）资产的信用质量

分析企业的资产信用质量主要是指被投资企业的信用质量，用于分析投资控股公司从其投资资产中获得回报的能力。通常考虑的因素包括：被投资企业的盈利能力与偿债能力如何等。

（3）资产的多样性

分析企业的资产多样性主要用于评估企业投资资产的投资价值稳定性。通常考虑的因素包括：被投资企业的行业、地域等的分散度如何；企业所持有资产的集中度如何等。

（4）战略投资能力

分析企业的战略投资能力主要用于衡量其他有助于投资成功的因素。通常考虑的因素包括：企业的投资纪律表现；投资的风险识别和控制能力如何；投资规划与收益目标是否明确合理；投资组合的调整情况；投资资产的整体收益情况等。

（二）财务风险分析

本方法论中所涉及的分析财务风险的方法，与我们在分析其他工商企业发行主体时所使用的类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

1、核心比率

分析适用于本方法论的企业时，我们通常使以下核心指标：经调整总债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；EBITDA 利息覆盖倍数。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

投资控股公司

1、核心比率

在分析投资控股公司时，我们通常使用以下核心指标：债务/投资价值比率（LTV），并且分析的视野主要集中在母公司及用于投融资的平台公司范围内。债务通常包括所有母公司和相关融资平台的债务。投资价值的计算一般通过账面价值、市场公允价值、可比交易价值等多种方式衡量。在计算所得的指标基础上，我们也会综合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、投资价值的波动性等因素综合得出债务对投资价值的得分。

2、补充比率

除了对企业的核心指标进行分析外，我们通常还会考虑其他的补充指标，并根据补充指标的表现对其核心指标评分进行进一步调整，以全面的了解其财务风险状况。补充指标主要为现金流充足性指标，我们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该指标。

我们在分析企业的可控现金流入/刚性现金支出时，可控现金流入主要包括管理费收入、利息收入以及被投资企业分配的现金股利。而刚性现金支出则主要包括利息费用、企业运营成本、税收支出等，在某些情况下，我们可能也会视投资控股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。

另外我们还会考虑融资及资本结构对于企业财务风险的影响，通常要考虑的因素有：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。

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。

©版权所有 2023 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失、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）的附属企业。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 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。