

如何开展深度财务风险分析？—从方法论到中国债市 400 大民企风险扫描

2026 年 3 月 24 日

我国债券市场发债主体以国有企业为主，叠加近年信用债利差收窄至历史低位，市场对企业基本面、尤其是财务风险的关注持续弱化。我们认为，随着中国产业转型不断深化，民企融资需求将保持活跃。科创债等创新品种的优化、扩容也反映了政府对于民企融资需求的重视。在需求驱动、政策引导下，我们认为对民营企业“一刀切”的风险判断模式将无法长期、全面满足投资需要，信用分析需要在一定程度上回归基本面。另一方面，与信用风险关注度持续下降形成对比的是，资本市场的信用风险并未消失，反而部分行业、企业正在承受不同以往的压力。相比融资渠道优势显著的国有企业，民营企业所面临的融资环境更为复杂多变，业务、财务风险的叠加，增加了信用风险的捕捉难度。

本文将介绍标普信评财务风险分析框架、展示该方法论在过去 10 年违约案例中的验证和应用。并在对国内债券市场（含可转债市场）400 家民营企业开展财务风险扫描与分析。在文末，我们将应用上述财务分析方法解析生猪养殖企业的现金流特征及财务风险状况。本文主要内容如下：

- 基于现金流的财务风险指标体系简介
- 现金流债务指标 VS 资产负债率，为什么选择前者？
- 如何选取最有效的现金流杠杆指标分析不同企业？
- 违约企业的财务案例分析
- 多高的杠杆水平值得开始警惕？- 基于海内外违约企业数据
- 案例分析：生猪养殖企业财务风险解析
- 中国债市 400 家民营企业的财务状况分布

基于现金流的财务风险指标体系简介

在标普信评的财务风险分析框架下，一个企业现金流与债务负担之间的匹配关系，是判断其财务风险最关键的指标。我们会考察企业不同阶段的现金流（如扣除营运资本、资本支出、分红的前后现金流），使之与债务规模进行匹配，通过多角度交叉验证，形成完整的分析。在标普信评的财务风险指标体系包含两个主要核心指标，即经调整**总债务/EBITDA**和**EBITDA 利息覆盖倍数**，以及四个补充指标。我们会结合企业自身特点和所处行业周期，选择最能真实反映其信用风险的指标进行评估。

分析师

王璜

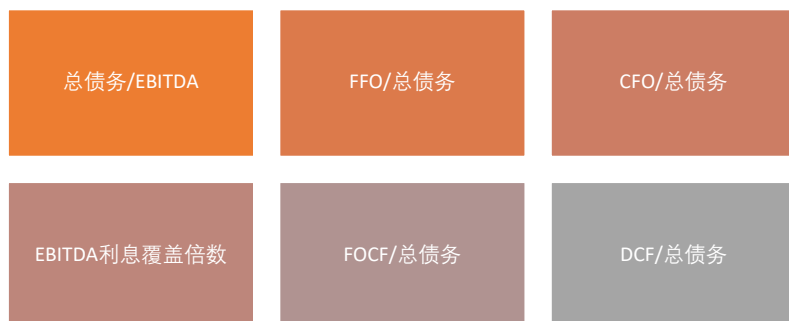
北京

Huang.wang@spgchinaratings.cn

张任远

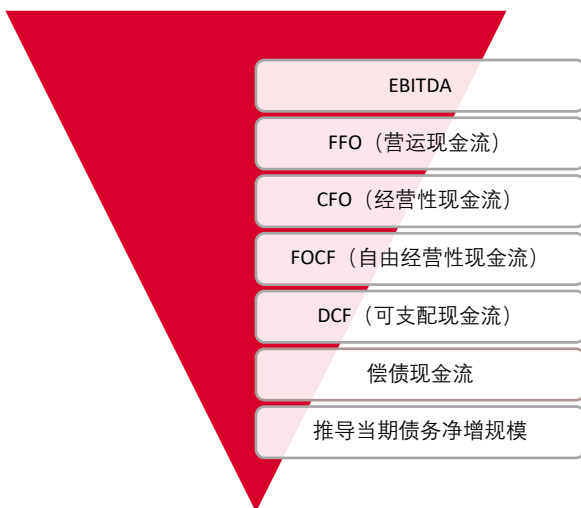
北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn



以现金流债务比值分析企业财务风险，可解决以下问题：

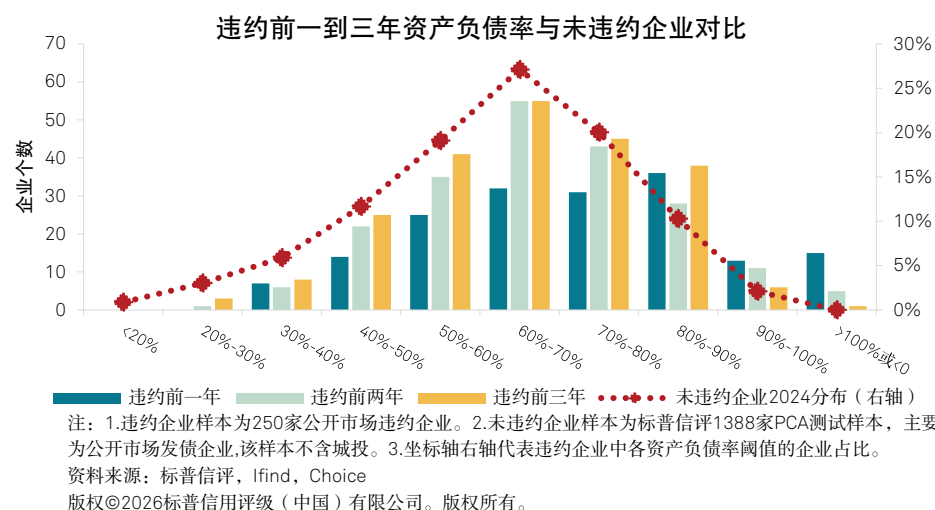
- 衡量债务规模与现金流是否匹配：债务规模相对现金流的倍数越高，企业抵御现金流波动、融资环境变化的能力越弱。债务/现金流存在客观、跨行业可比的风险临界值，超过阈值后违约风险将显著上升。
- 评估企业流动性风险：一般来说，现金流是企业最核心的偿债和流动性来源，而非变卖资产本身，因此现金流分析和预测是计算流动性指标、预警流动性风险的重要部分。
- 评估企业对外部融资的依赖程度：若企业经营性现金流（CFO）、自由现金流（FOCF）持续为负，企业为维持经营所需资金，往往较为依赖外部融资补充。同时，若到期债务与企业现金流匹配程度很差，说明企业的存续高度依赖债务滚续，表明其对融资环境将较为敏感。
- 预判企业债务是否会走高：我们可以通过偿债现金流以及企业在手现金的情况预测未来企业的债务净新增规模，构成财务预测的重要一环。



现金流债务指标 VS 资产负债率，为什么选择前者？

我们选取了债券市场 250 家违约主体，将其违约前 1-3 年的资产负债率分布，与 1388 家存续工商企业样本（不含城投）的资产负债率分布进行对比。结果显示，两者分布高度接近，这表明从历史违约数据来看，资产负债率的风险预警效果较为有限。

图1



资产负债率识别信用风险效率较低，主要有以下原因：

- 资产负债率与实际偿债能力存在脱节。企业用于偿还债务的是现金流及现金等价物，而非账面资产。一方面，资产在压力情景下变现通常存在显著折价，难以直接对应债务偿还。另一方面很多资产变现需要较长的程序和周期，缺乏应对流动性压力的灵活性。
- 资产负债率易被人为调节。资产的评估增值、会计政策选择等方式均可对资产负债率进行修饰，指标真实性与可比性易受干扰。

如何选取最有效的现金流杠杆指标分析不同企业？

在实践中我们观察到，不同行业的企业现金流特征各异，可能出现六大财务指标打分结果有差异的情况。若各个指标反映的风险不一致，可能意味着企业存在异常的偿债负担、固定费用支出、营运资本或资本支出，或存在特殊财务政策与安排。我们通常根据以下方法进行财务风险指标选取：

表1

不同现金流指标的特征及适用范围			
指标名称	计算方法	适用的企业类型	应用方法
EBITDA	在扣除利息、所得税、固定资产折旧、无形资产摊销等非现金性支出之前企业的利润	总债务/EBITDA 是 所有行业 均应该考察的核心指标。但对于部分行业（如营运资金密集、资本密集型企业）企业总债务/EBITDA 会存在一定的财务风险低估情况。	--
EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出	对 拥有长期稳定银行合作关系的企业 ，可将利息覆盖倍数作为补充比率，纳入现金流/杠杆分析。此类企业通常与银行等金融机构保持长期、紧密的合作关系。依托这类银行关系，即便宏观经济走弱，企业的利息成本通常也低于同业、再融资风险也低于同业。	这也是为什么在中国 EBITDA 利息覆盖倍数会成为核心指标的重要原因，其背后主要体现的是国有企业的信用特征。国有企业对高杠杆通常具备更高的承受能力，这主要源于其稳固的银企关系与较强的融资能力。
FFO	在 EBITDA 基础上调整实际支付的现金利息、当期所得税以及现金性投资收益。	FFO / 债务更适合用于 高增长企业 。相比 FOCF / 债务易随扩张性投资大幅波动，FFO / 债务稳定性更强，对该类主体的财务风险具有更好的区分效果。	根据全球经验，高增长企业通常指实际年收入增长率超过 8% 的企业。这里的“实际收入增长”一般剔除价格变动或汇率波动带来的增长因素。

对于**利息支出（收入）规模显著高于行业平均水平、投资收益波动显著的企业**，FFO/债务比总债务/EBITDA 更好地反映出企业的财务状况。

CFO	在 FFO 基础上反映净营运资金的流入/流出	对 营运资金密集型企业 而言，CFO 更能准确衡量企业与财务风险相匹配的真实现金流。典型行业包括 资本品、零售与餐饮、建筑工程施工等 。	根据全球经验，我们通常将营运资金/营收 > 25% 或营运资金存在显著季节性波动的企业认定为营运资金密集型企业。这些行业对营运资金的需求会降低财务灵活性，因此相关补充杠杆比率在分析中更为重要。
FOCF	在 CFO 基础上调整资本开支等现金性支出	对 资本密集型企业 而言，EBITDA 与 FFO 可能会高估其财务实力，而 FOCF 更能准确反映其相对于债务义务的真实现金流水平。如 金属冶炼、整车制造、房地产、交通基础设施 。	若 FOCF/债务与 DCF/债务所反映的现金流/杠杆水平，低于其他偿还能力比率所给出的结果，则表明企业资本开支高于平均水平，或存在持续大额现金分配（包括分红）。
DCF	在 FOCF 基础上调整股利、股权类工具分配	对 增长稳健、发展阶段成熟的企业 ，除资本开支为短期行为或未通过债务融资的情况外，FOCF/债务是更为有效的分析指标，可以考虑企业在固定投入后的现金流对于债务的覆盖程度。	针对此类企业应对公司资本开支与现金分配策略进行评估。可以重点关注资本开支的灵活性，资本开支的资金来源确定性和期限匹配情况，以及股利分配的刚性。 根据全球经验，我们通常将持续资本开支/营收 > 10%或折旧/营收 > 8%的企业认定为资本密集型企业。对此类企业，分析将更侧重 FOCF/债务这一补充比率。
偿债现金流	在 DCF 基础上调整并购、资产买卖、股权融资等支出	一般不作为财务指标运用。	偿债现金流可用于推导当期债务净增规模。

违约企业的现金流及杠杆展现出什么特征？

我们从违约样本中可归纳出两项共性财务特征：一是现金流枯竭，二是债务规模与现金流匹配失衡。但需要注意的是，财务风险暴露并非企业违约的唯一原因。部分违约企业现金流尚可、杠杆水平亦处于可控区间，却仍发生实质性违约。尽管此类企业数量有限，但这些案例表明，财务风险并非触发违约的唯一因素。因此，在信用分析中，还需结合行业政策、经营风险、主要经营地国别风险及融资环境等非财务因素进行综合研判。



1. 现金流枯竭的情形分类与相关案例分析

现金流枯竭让企业持续增加外部融资以维持企业运转，现金流的枯竭又分为很多层次，其中各层次现金流转负的风险等级各异：

表2

现金流枯竭风险的不同表现		
现金流枯竭类型	分析	风险等级
EBITDA 持续为负	EBITDA 的持续亏损表明公司或存在持续的现金性亏损，可能说明企业已失去持续经营能力，风险很高。	很高
FFO 持续为负	企业现金流在 FFO 转负可能表明企业利息支付能力已经显著弱化，需新增债务或消耗在手货币资金以支付利息，债务或将持续上升。	高

CFO 持续为负	FFO 为正但 CFO 转负，通常反映企业存在营运资金大幅占用问题，可能需要通过增加短期债务维持日常经营。若这种占用是行业性的、持续性的，企业将需要新增债务以支撑其经营运转。	高
FOCF 持续为负	CFO 为正但 FOCF 为负，多由资本开支、分红、股份回购等行为导致，需判断相关支出是否为一次性、企业是否具备财务弹性，此类情况并非必然引发债务风险。但若企业是重资产行业企业，FOCF 往往更能准确反映其相对于债务义务的真实现金流水平，需要警惕 FOCF 持续为负的情况。	需进一步分析
DCF 持续为负	若源于股权回购、分红等政策选择，可重点评估企业相关决策的调整弹性，弹性充足时可不视为负面因素。	需进一步分析

万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）的案例展现了企业现金流逐级弱化而影响偿债能力的过程。追溯至风险事件发生的前三年，万科的现金流已开始承受较大压力：2022 年其 FOCF 先转负，并逐步在 2023 年及 2024 年传导至 CFO 和 FFO。尽管 2022-2023 年公司总债务/EBITDA 这一核心杠杆指标仍处于可控水平，但 FFO、CFO 与 FOCF 持续走弱，已体现出核心偿债能力的不足，其现金流表现弱于同时期的存续房企（见表 3）。

我们认为在预售制和分期确认收入的环境下，CFO/总债务是分析房地产企业现金流压力更有效的抓手。CFO 既可以反映销售回款的实际现金流入情况，也可以反映当期开发项目的现金性支出压力，而且该指标受收入结转节奏认定的影响较小。相较之下，收入、利润及 EBITDA 等指标高度依赖企业收入结转节奏的调控和选择，存在较大内部调节与会计处理空间，有时候难以及时、充分地反映企业真实现金流压力。因此，部分企业即便在销售回款显著下滑、“保交楼”相关建安支出持续高企的压力下，仍可维持较高的利润及 EBITDA 规模，这让企业现金流的压力信号在一定程度上被忽视。

我们认为，万科的 CFO 的一大压力来自于销售回款下降与刚性项目投资支出之间的“剪刀差”。房地产企业的合同销售、建安支出、购地支出都会反映在营运资金的变化中。当去化率下行，大量去化偏弱的项目将出现回款不足、“保交楼”支出却长期持续的局面，进而造成营运资金（working capital）外流，拖累 CFO。万科从 2021 年开始出现的 CFO 的跳跌至后续年份转负（2021 年其 CFO 由 2020 年的 612 亿骤降到 134 亿），是它现金流压力的核心表现。这也是其与可比企业在经营现金流表现上分化的重要原因。

表3

违约样本企业与存续期企业现金流及财务指标对比（单位：亿元）									
	已违约企业			存续企业					
	万科企业股份有限公司			龙湖集团控股有限公司			绿城中国控股有限公司		
	2022A	2023A	2024A	2022A	2023A	2024A	2022A	2023A	2024A
营业收入	5,038.4	4,657.4	3,431.8	2,505.7	1,807.4	1,274.7	1,271.5	1,313.8	1,585.5
EBITDA	946.6	700.8	77.5	512.7	299.6	202.9	240.2	204.4	227.9
FFO	439.6	253.3	-191.9	238.9	81.5	29.8	91.9	52.9	90.9
CFO	111.9	-36.4	-45.0	34.8	252.8	221.7	85.9	199.2	224.4
资本开支	128.3	83.3	45.2	105.3	93.9	61.7	22.4	13.0	10.7
FOCF	-16.4	-119.7	-90.2	-70.5	158.9	159.9	63.5	186.2	213.7
现金分红	112.8	202.2	38.8	58.9	23.4	17.3	26.3	27.4	27.7
股份回购	12.9	-	-	192.7	42.4	36.7	143.2	30.9	20.8
DCF	-142.1	-321.9	-129.0	-322.0	93.2	106.0	-106.1	128.0	165.2
现金及现金等价物	1344.2	969.4	840.1	721.3	592.3	479.5	663.1	697.6	688.6
到期债务	661.0	640.3	1601.3	206.6	268.4	302.4	269.1	325.5	316.6

经调整总债务	2,740.0	2,969.1	3,442.9	2,055.3	1,931.1	1,784.7	1,652.3	1,699.6	1,474.1
总债务/EBITDA,调整值(x)	2.9	4.2	44.4	4.0	6.4	8.8	6.9	8.3	6.5
FFO/Debt, 调整值(%)	16	8.5	-5.6	11.6	4.2	1.7	5.6	3.1	6.2
CFO/Debt, 调整值(%)	4.1	-1.2	-1.3	1.7	13.1	12.4	5.2	11.7	15.2
FOCF/Debt, 调整值(%)	-0.6	-4.0	-2.6	-3.4	8.2	9.0	3.8	11.0	14.5
DCF/Debt, 调整值(%)	-5.2	-10.8	-3.7	-15.7	4.8	5.9	-6.4	7.5	11.2
EBITDA 利息覆盖倍数, 调整值(x)	7.3	4.6	0.5	5.3	3.1	2.5	2.8	2.4	3.1

数据来源: CIQ, 标普信评

2. 现金流尚可，但债务过高导致应对行业波动的能力弱，流动性管理困难

部分企业在违约前现金流并未出现明显恶化，但由于债务规模过高，公司应对行业面临下行周期的财务空间小，面临较为突出的流动性管理与融资接续压力，最终引发了债务危机。以红星美凯龙家居集团股份有限公司为例，公司自 2022 年起多只债券展期/利息宽限，而在展期前的 2019—2021 年，其多数现金流指标仍保持为正，经营性现金流表现尚可。但与此同时，公司债务杠杆水平高，短期偿债压力突出。2020-2021 年公司以总债务/EBITDA 衡量的杠杆水平走高到 7-8 倍，处于较高水平。公司一年内到期的非流动负债与短期债务规模也较高，平均在 150 亿元左右，可动用的现金与现金流难以有效覆盖到期债务本息，引发偿债危机。

表4

违约样本企业与存续期企业现金流及财务指标对比 (单位: 亿元)						
	已违约			存续企业		
	红星美凯龙家居集团股份有限公司			海底捞国际控股有限公司		
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
营业收入	164.7	142.4	155.1	310.4	414.5	427.5
EBITDA	68.6	56.1	54.8	52.2	79.2	85.9
FFO	37.8	22.4	22.8	46.7	68.5	67.6
CFO	31.2	9.8	28.3	62.1	91.3	80.6
资本开支	43.2	29.0	23.9	8.5	4.6	13.1
FOCF	-12.0	-19.2	4.4	53.7	86.7	67.5
现金分红	9.6	9.0	4.4	6.5	5.5	60.7
DCF	-21.6	-28.2	0.1	47.2	81.2	6.8
现金及现金等价物	74.6	67.6	79.2	70.4	113.6	95.8
到期债务	125.2	146.3	133.9	24.1	6.8	1.4
经调整总债务	403.7	467.0	402.0	46.1	0	0
总债务/EBITDA, 调整值(x)	5.9	8.3	7.3	0.9	0.00	0.00
FFO/Debt, 调整值(%)	9.4	4.8	5.7	101.2	NA	NA
CFO/Debt, 调整值(%)	7.7	2.1	7.0	134.7	NA	NA
FOCF/Debt, 调整值(%)	(3.0)	(4.1)	1.1	116.3	NA	NA
DCF/Debt, 调整值(%)	(5.4)	(6.0)	0.0	102.2	NA	NA
EBITDA 利息覆盖倍数, 调整值(x)	2.6	1.9	1.8	11.0	22.5	31.3

注：到期债务=短期借款+一年内到期非流动负债

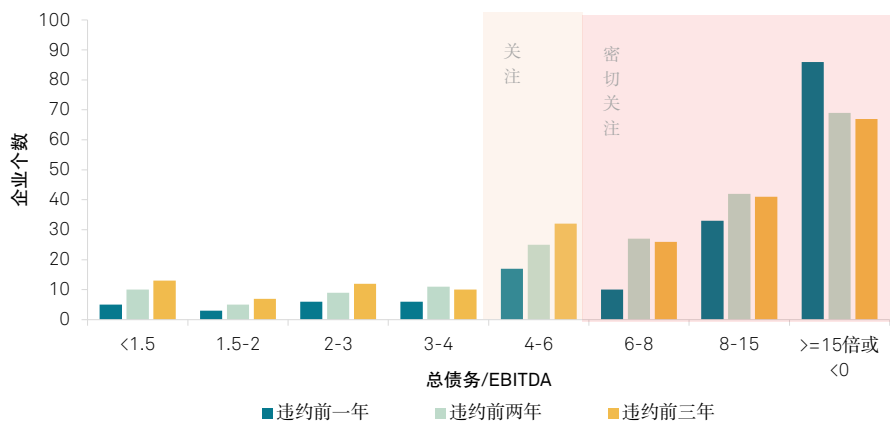
数据来源：CQ，标普信评

高的杠杆水平值得开始警惕？-基于海内外违约企业数据的启示

我们选取了国内债券市场 250 家违约主体，展示其违约前 1-3 年的总债务/EBITDA 的分布，我们看到企业在违约前一到三年，88.0%、82.3%、79.8%的企业杠杆都高于 4 倍，这一比例远高于存续主体。

图2

250家违约企业违约前一到三年的总债务/EBITDA分布



注：1.违约企业样本为250家公开市场违约企业。2.本指标计算结果仅基于财务报表主表数据调整得出，未包含报表附注、尽职调查访谈等信息。

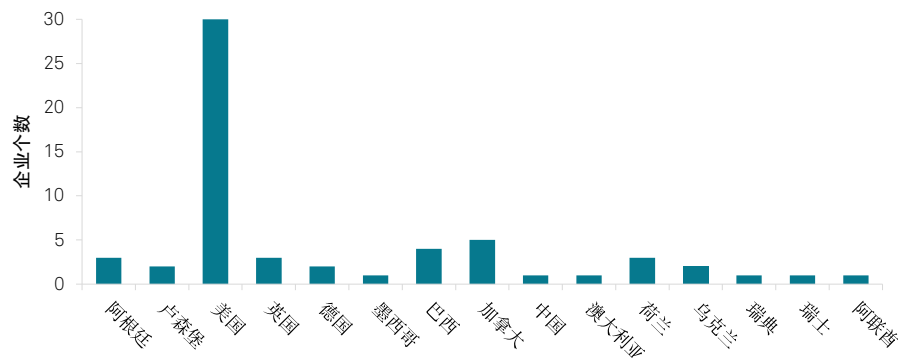
资料来源：公开资料，Ifind，Choice，标普信评

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在海外，从 2024 年违约企业中，我们选取了 60 家数据可得性较高的主体，同样分析其违约前 1-3 年的杠杆水平，这些主体在违约前一到三年总债务/EBITDA 高于 4 倍的比例分别为 81.7%、78.3%和 66.7%。

图3

2024 年全球企业违约样本（60 家）国别分布

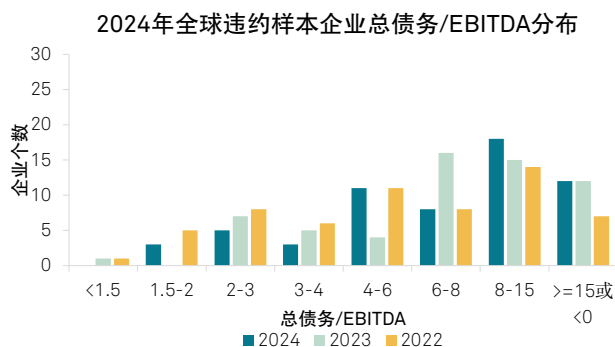


资料来源：CIQ

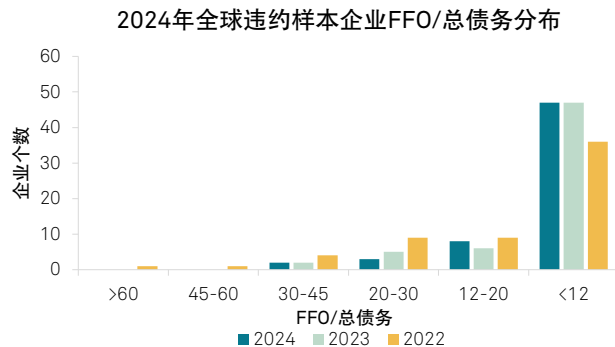
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

根据标普全球方法论，企业的现金流/杠杆水平划分为六档，数字越大财务风险越高。以总债务/EBITDA 这个核心指标为例，在标准波动情形下总债务/EBITDA 达到 4-5 倍对应第五档（aggressive），超过 5 倍则为风险最高的第六档（highly leveraged），处在这两档杠杆打分的企业均展现出较高的财务风险。

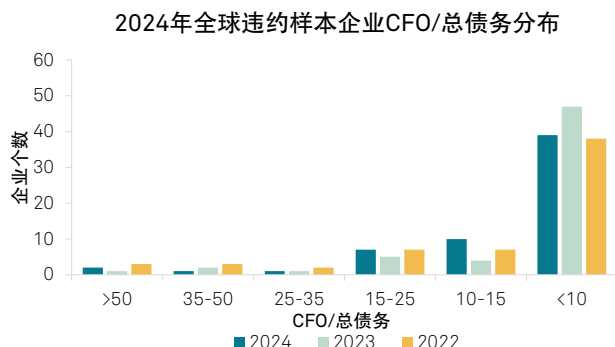
图4



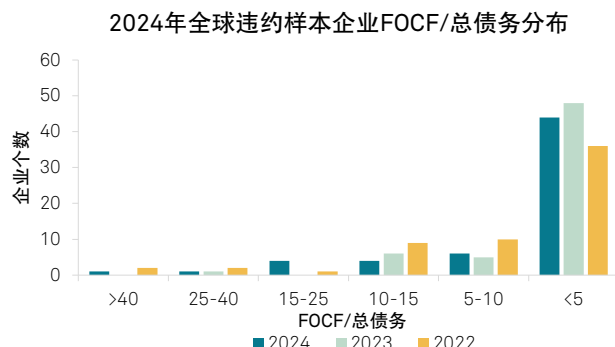
资料来源：CIQ
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



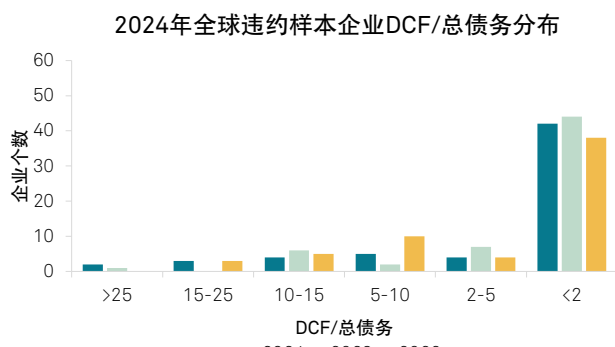
资料来源：CIQ
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



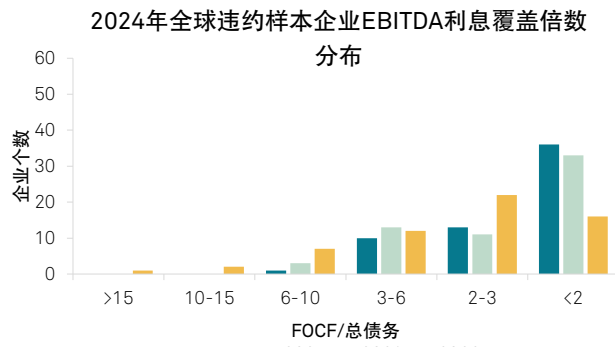
资料来源：CIQ
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



资料来源：CIQ
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



资料来源：CIQ
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



资料来源：CIQ
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财务数据案例分析-生猪养殖企业财务风险如何？

我们选取新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）、温氏食品集团股份有限公司（以下简称“温氏集团”）以及牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”）进行现金流及杠杆分析。这些企业均经营生猪养殖业务，且生猪出栏规模行业内排名靠前，在业务和财务方面具有较强的可比性。

1) 指标选取：我们将 FOCF/总债务以及总债务/EBITDA 作为主要分析指标。

- 我们认为，现代规模化生猪养殖属于资本密集型行业，因前期固定资产投入规模较大、猪舍及相关设备需持续更新维护，大部分生猪养殖企业的资本开支/收入比例较高。因此，我们认为，FOCF/总债务能更全面地反映出资本开支对企业财务风险的影响。
- EBITDA/总债务仍应作为核心指标，主要原因在于：生猪养殖企业的应付账款对营运资金扰动较大，三家龙头均存在通过扩大应付账款规模、延长付款周期来留存现金流的行为。2023 年猪价处于周期低位，三家企业收入处在低点。但在此背景下，这些企业均通过大幅增加应付类款项来保障经营性现金流的稳定性，当年新希望集团、温氏集团、牧原股份三家企业的经营性应付款项分别增加 46 亿元、35 亿元、14 亿元。这种营运资金规模与收入的非对称波动，反映出企业具备较强的通过营运资金调节经营现金流的能力。因此，我们认为，剔除营运资金变动前的现金流如 EBITDA，仍是分析该行业现金流质量的重要指标。

2) 分析结论：我们认为三家养猪龙头现金流共性突出，但债务负担差异很大：

- 生猪养殖行业的现金流波动性在各行业中尤为突出，猪价存在跌破现金成本的可能，构成行业企业核心。三家龙头企业在猪价非低谷期时都展现强劲现金流生成能力，在行业景气度较高的期间，现金流充沛，2024 年，新希望集团、温氏集团、牧原股份的 DCF 分别达到 46.3 亿元、74.7 亿元和 162.8 亿元。我们看到，即便三家企业在 2024 年均为产能扩张进行了大规模资本开支，但仍实现了对现金流的有效留存。与此同时，在行业低谷期，这三家龙头企业的现金流的波动也非常大。2023 年，它们的 EBITDA 均明显承压，致使企业出现 EBITDA 接近 0、FFO 转负的情况。作为行业龙头，三家公司的完全养殖成本已显著优于行业平均水平，即便如此仍面临较大经营压力，中小养殖企业在周期波动中则更为脆弱。正是在这种剧烈的周期波动冲击下，近年行业内部分企业出现了“从激进扩张到快速违约”的大起大落。
- 三家企业在现金流与债务规模的匹配度上存在明显差异：新希望集团债务基数大，导致其现金流对债务的覆盖程度低，总债务/EBITDA 规模在行业景气的年份仍然超过了 10 倍。尽管公司现金流规模可观，近两年 DCF 维持在 40-50 亿元，但公司短期借款及一年内到期的非流动负债超 400 亿元，即便假设 120 亿元现金及现金等价物能灵活使用，其偿债来源对于到期债务的覆盖能力仍较弱。这将使公司面临较大的再融资压力，在行业周期与融资环境波动时处于相对被动的地位。温氏集团虽杠杆呈现较大波动性，但债务总额相对可控，整体与其现金流创造能力相匹配。牧原股份杠杆水平尚可，但需要注意其与关联方的关联交易以及股东对其股份的质押，可能需要进一步综合考虑其控股股东牧原实业集团有限公司的财务状况。

表5

样本企业调整后主要财务数据及指标（单位：亿元）									
	新希望集团有限公司			温氏食品集团股份有限公司			牧原食品股份有限公司		
	2022A	2023A	2024A	2022A	2023A	2024A	2022A	2023A	2024A
营业收入	1,608.3	1,668.0	1,230.1	837.1	899.0	1,048.6	1,248.3	1,108.6	1,379.5
EBITDA	68.9	12.3	60.4	127.2	3.5	170.5	298.3	132.8	380.2
FFO	36.5	(26.2)	26.6	110.1	(7.4)	159.2	268.9	102.4	351.0
减：营运资金（流入+/流出-）	5.6	123.8	50.8	(29.8)	43.8	14.4	(82.1)	(37.9)	(6.7)
CFO	52.0	103.9	76.6	93.8	62.8	184.6	199.2	66.0	343.5
减：资本开支	74.2	39.9	25.0	93.5	97.7	91.4	157.4	170.2	123.8
FOCF	(22.2)	64.1	51.6	0.3	(34.9)	93.3	41.8	(104.2)	219.7
减：现金分红	9.6	8.3	5.3	7.4	15.7	18.5	16.8	51.9	56.9

减：股份回购	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DCF	(31.8)	55.8	46.3	(7.2)	(50.6)	74.7	25.0	(156.0)	162.8
现金及现金等价物	151.4	149.9	116.4	94.2	73.9	96.9	170.1	138.0	128.5
短期借款	248.5	278.2	311.7	10.9	24.7	14.7	291.7	469.3	452.6
一年内到期非流动负债	220.8	164.9	149.6	59.5	65.4	56.6	96.9	86.5	82.0
经调整总债务	982.6	1,003.4	976.8	305.9	313.7	196.5	589.9	757.9	718.8
总债务/EBITDA, 调整值(x)	14.3	81.5	16.2	2.4	88.6	1.2	2.0	5.7	1.9
FFO/Debt, 调整值(%)	3.7	(2.6)	2.7	36.0	(2.4)	81.0	45.6	13.5	48.8
CFO/Debt, 调整值(%)	5.3	10.4	7.8	30.7	20.0	93.9	33.8	8.7	47.8
FOCF/Debt, 调整值(%)	(2.3)	6.4	5.3	0.1	(11.1)	47.5	7.1	(13.7)	30.6
DCF/Debt, 调整值(%)	(3.2)	5.6	4.7	(2.3)	(16.1)	38.0	4.2	(20.6)	22.7
EBITDA 利息覆盖倍数, 调整值(x)	1.9	0.3	1.7	7.5	0.3	15.2	9.6	4.0	11.9

注：1.本指标计算结果仅为初步财务分析结论，不构成评级行动或投资建议。测算过程仅基于财务报表主表数据调整得出，未包含尽职调查访谈、预测等信息。2.表格中黄色标注为总债务/EBITDA 指标得分 5 分的年份，橙色标注为该指标得分 6 分的年份。

数据来源：公开资料，标普信评

中国民营企业的财务状况分布

我们对当前债券市场以及可转债市场超 400 家民营企业（含公众企业、集体企业、中外合资企业、混合所有制企业）的财务风险进行了测算。有 10%左右的企业杠杆水平处在 4-6 的区间，属于需关注的区间；有 30%左右的企业处在>6 或者<0 的区间，属于密切关注的区间。在表 6 中，我们进一步将总债务/EBITDA 数据进行分档打分：4-6 倍、6-8 倍、8-15 倍及 15 倍以上（或 EBITDA 小于 0），分别对应 3-6 分的风险评分，分数越高，代表财务风险越高。

需要特别说明的是：在标普信评的财务分析中，我们会先选取核心指标及契合行业特征的补充指标开展分析，且更重视预测数据而非历史数据，通过对过去两年、未来三年数据赋予不同权重进行财务打分。因此，本次测算结果仅为利用公开信息开展的初步财务分析结论，指标计算基于财务报表主表数据调整得出，未纳入报表附注、尽调访谈等细节信息，也暂未包含预测数据。最后，部分企业的母公司可能对其财务状况产生正面或负面影响，需运用集团支持方法论展开进一步分析。

图5

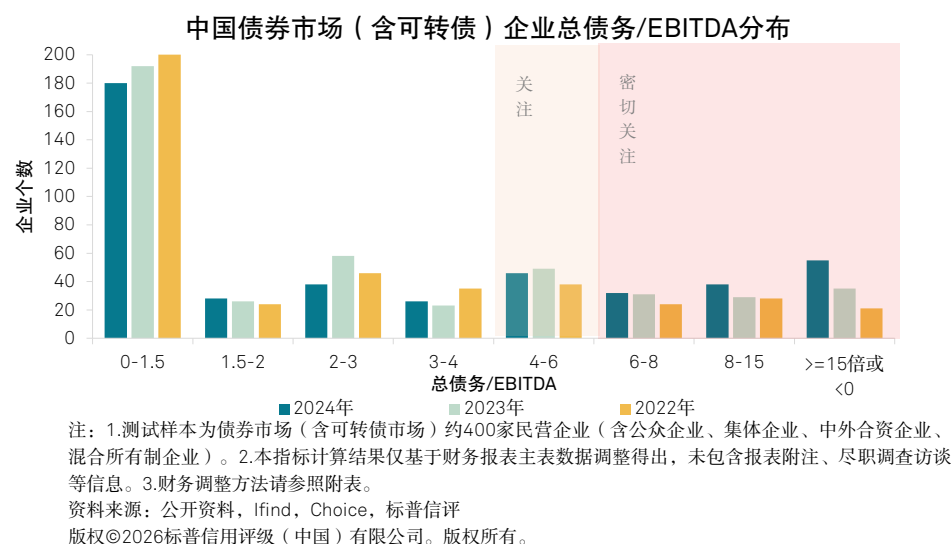


表6

中国债券市场（含可转债）民企财务指标列示											
企业名称	2024年 D/E	2023年 D/E	2022年 D/E	财务风险打分估计 (1-6档, 分值越高风险越大)	波动率	企业名称	2024年 D/E	2023年 D/E	2022年 D/E	财务风险打分估计	波动率
根据标普信评财务调整方法测算，当前债券市场（含可转债）超 50%的企业总债务/EBITDA 低于 4 倍，在此表中省略其财务数据。											
安徽鸿路钢结构(集团)股份有限公司	6.6	4.9	4.4	4	-	南京健友生化制药股份有限公司	0.6	<0	2.4	3	强波动
安徽省南翔贸易(集团)有限公司	<0	<0	<0	6	-	南京聚隆科技股份有限公司	4.2	4.2	4.3	3	-
安徽应流机电股份有限公司	6.7	5.7	5.2	4	-	南山集团有限公司	10.2	7.3	3.2	4	中波动
安徽中赋源创新科技集团股份有限公司	8.9	8.5	5.0	5	中波动	内蒙古欧晶科技股份有限公司	<0	0.6	0.7	4	强波动
北京爱可生信息技术股份有限公司	<0	7.1	1.4	4	强波动	宁波家联科技股份有限公司	6.5	4.4	1.1	3	中波动
北京科蓝软件系统股份有限公司	<0	<0	9.7	6	-	宁波金田铜业(集团)股份有限公司	6.6	6.3	5.6	4	-
北京雷科防务科技股份有限公司	N.A.	<0	<0	4	强波动	宁波美诺华药业股份有限公司	5.1	6.9	2.6	3	中波动
北京声迅电子股份有限公司	<0	-	-	4	强波动	宁夏晓鸣农牧股份有限公司	2.6	>15	3.7	3	强波动
北京思特奇信息技术股份有限公司	6.1	1.2	0.2	3	中波动	潜能恒信能源技术股份有限公司	6.3	<0	-	4	强波动
北京天朗致达节能环保股份有限公司	<0	-	-	4	强波动	青岛冠中生态股份有限公司	<0	1.1	-	4	强波动
博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	5.1	4.7	3.7	3	-	青岛惠城环保科技有限公司	7.2	3.2	>15	4	强波动
常州强力电子新材料股份有限公司	11.5	13.1	9.4	5	-	清源科技股份有限公司	5.0	2.8	2.7	3	-

成都盟升电子技术股份有限公司	<0	11.2	-	5	强波动	荣盛石化股份有限公司	8.2	8.2	7.7	5	-
楚昌投资集团有限公司	8.3	5.8	6.5	4	中波动	塞力斯医疗科技集团股份有限公司	11.4	>15	13.8	5	-
大族控股集团有限公司	9.5	9.9	3.6	4	中波动	三一集团有限公司	5.4	5.7	8.1	3	中波动
帝欧水华集团股份有限公司	>15	<0	<0	6	-	山东龙大美食股份有限公司	14.5	<0	5.6	5	中波动
富通集团有限公司	<0	<0	8.2	6	-	山东瑞丰高分子材料股份有限公司	5.3	4.2	6.1	3	-
广东奥飞数据科技股份有限公司	6.6	6.9	9.5	4	-	山石网科通信技术股份有限公司	<0	<0	<0	6	-
广东宝莱特医用科技股份有限公司	12.4	2.6	2.5	4	中波动	山西美锦能源股份有限公司	13.9	5.4	1.5	4	强波动
广东芳源新材料集团股份有限公司	<0	<0	10.4	6	-	汕头万顺新材集团股份有限公司	>15	13.4	4.2	5	中波动
广东豪美新材股份有限公司	5.3	5.5	13.3	3	中波动	上海艾录包装股份有限公司	4.3	4.9	1.9	3	中波动
广东宏川智慧物流股份有限公司	5.8	5.1	7.0	3	-	上海保隆汽车科技股份有限公司	5.0	3.8	2.9	3	-
广东惠云钛业股份有限公司	8.7	5.8	4.7	4	中波动	上海海优威新材料股份有限公司	<0	<0	14.8	6	-
广东嘉元科技股份有限公司	>15	5.8	0.5	4	强波动	上海起帆电缆股份有限公司	9.8	5.6	5.8	4	中波动
广联航空工业股份有限公司	9.9	6.4	2.8	4	中波动	上海市翔丰华科技股份有限公司	6.1	6.7	6.7	4	-
广西绿友农生物科技股份有限公司	7.9	4.8	6.6	4	-	上海新致软件股份有限公司	5.9	2.4	<0	3	强波动
广州航新航空科技股份有限公司	>15	5.8	5.2	5	中波动	上海永冠众诚新材料科技(集团)股份有限公司	5.8	4.6	3.6	3	-
广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司	8.5	7.0	4.8	4	中波动	深圳瑞华泰薄膜科技股份有限公司	>15	>15	9.4	6	-
广州智光电气股份有限公司	>15	11.5	<0	6	-	深圳市海普瑞药业集团股份有限公司	1.6	>15	2.8	3	强波动
海亮集团有限公司	7.8	6.7	5.6	4	-	深圳市铭利达精密技术股份有限公司	<0	1.7	0.4	4	强波动
杭州集智机电股份有限公司	9.6	0.4	-	3	强波动	深圳市特发信息股份有限公司	>15	9.4	>15	6	-
杭州立昂微电子股份有限公司	9.7	5.5	2.6	4	中波动	深圳微芯生物科技股份有限公司	>15	<0	5.0	5	中波动
杭州申昊科技股份有限公司	<0	<0	<0	6	-	盛泰智造集团股份有限公司	5.6	6.0	3.1	3	中波动
杭州永创智能设备股份有限公司	9.8	5.3	3.5	4	中波动	漱玉平民大药房连锁股份有限公司	7.5	4.4	3.0	3	中波动
航天宏图信息技术股份有限公司	<0	<0	2.0	5	强波动	双良节能系统股份有限公司	<0	5.0	3.6	4	强波动

禾丰食品股份有限公司	3.0	8.8	3.0	3	中波动	丝路视觉科技股份有限公司	<0	1.1	1.0	4	强波动
合盛硅业股份有限公司	5.3	5.4	2.2	3	中波动	四川华体照明科技股份有限公司	<0	2.1	<0	5	强波动
河南百川畅银环保能源股份有限公司	14.0	5.0	0.8	4	强波动	苏州华兴源创科技股份有限公司	>15	0.7	-	4	强波动
河南省中工设计研究院集团股份有限公司	<0	2.8	1.1	4	强波动	苏州宇邦新型材料股份有限公司	6.2	2.3	1.2	3	中波动
恒锋信息科技股份有限公司	<0	6.2	3.4	5	强波动	天壕能源股份有限公司	5.6	3.1	2.7	3	-
恒力集团有限公司	7.6	7.2	8.5	4	-	天合光能股份有限公司	11.6	2.9	3.8	4	强波动
恒力石化股份有限公司	6.4	6.4	8.7	4	-	天津绿茵景观生态建设股份有限公司	5.3	>15	4.8	4	中波动
恒逸石化股份有限公司	10.3	10.0	12.8	5	-	天津友发钢管集团股份有限公司	10.0	5.1	5.8	4	中波动
红狮控股集团有限公司	8.6	4.2	3.3	4	中波动	通威股份有限公司	>15	1.0	0.2	4	强波动
湖北共同药业股份有限公司	>15	>15	7.5	6	中波动	桐昆集团股份有限公司	7.3	10.1	>15	5	中波动
湖北回天新材料股份有限公司	5.8	4.6	3.9	3	-	桐昆控股集团有限公司	10.1	11.4	>15	5	-
湖南湘佳牧业股份有限公司	3.0	9.2	2.6	3	中波动	铜陵精达特种电磁线股份有限公司	4.8	4.9	4.1	3	-
汇通建设集团股份有限公司	5.4	4.6	3.0	3	-	万凯新材料股份有限公司	>15	5.4	1.4	4	强波动
江苏百川高科新材料股份有限公司	8.6	<0	10.0	5	-	威海广泰空港设备股份有限公司	6.5	4.6	2.1	3	中波动
江苏东方盛虹股份有限公司	>15	14.7	>15	6	-	维尔利环保科技股份有限公司	>15	14.8	>15	6	-
江苏丰山集团股份有限公司	4.2	10.3	0.5	3	强波动	温氏食品集团股份有限公司	1.2	<0	2.4	3	强波动
江苏宏微科技股份有限公司	12.4	3.7	0.9	3	强波动	芜湖富春染织股份有限公司	7.4	6.7	2.4	3	中波动
江苏锦鸡实业股份有限公司	4.4	3.6	11.7	3	中波动	五洲特种纸业集团股份有限公司	6.7	6.1	5.4	4	-
江苏京源环保股份有限公司	>15	>15	4.9	5	中波动	武汉精测电子集团股份有限公司	>15	5.6	4.5	5	中波动
江苏丽岛新材料股份有限公司	10.0	2.3	-	3	强波动	西安钢研功能材料股份有限公司	9.3	-	2.5	3	强波动
江苏三房巷聚酯股份有限公司	>15	>15	2.1	5	强波动	仙鹤股份有限公司	6.6	7.4	3.2	4	中波动
江苏沙钢集团有限公司	9.4	6.5	5.2	4	中波动	协鑫能源科技股份有限公司	4.9	4.5	4.8	3	-
江苏苏利精细化工股份有限公司	5.4	6.3	0.6	3	中波动	芯海科技(深圳)股份有限公司	<0	<0	-	5	强波动
江苏裕兴薄膜科技股份有限公司	<0	6.0	2.8	5	强波动	欣旺达电子股份有限公司	5.1	4.8	6.1	3	-

江西赣锋锂业集团股份有限公司	>15	7.2	0.4	4	强波动	新城控股集团股份有限公司	7.2	5.3	6.0	4	-
金地(集团)股份有限公司	>15	7.9	5.1	5	中波动	新凤鸣集团股份有限公司	4.6	4.2	6.6	3	-
金光纸业(中国)投资有限公司	11.5	11.6	12.0	5	-	新希望集团有限公司	>15	>15	14.3	6	-
金埔园林股份有限公司	5.1	4.0	1.3	3	中波动	新希望六和股份有限公司	12.6	>15	11.1	5	-
锦浪科技股份有限公司	5.5	6.3	4.7	3	-	新希望五新实业集团有限公司	>15	8.8	7.0	5	中波动
晶澳太阳能科技股份有限公司	7.9	2.2	1.8	3	中波动	银邦金属复合材料股份有限公司	9.7	7.9	6.8	5	-
晶科电力科技股份有限公司	7.6	8.1	7.2	4	-	甬矽电子(宁波)股份有限公司	6.1	10.0	4.6	4	中波动
聚合顺新材料股份有限公司	5.8	6.7	5.1	3	-	张家港中环海陆高端装备股份有限公司	<0	13.6	9.9	6	-
康泰医学系统(秦皇岛)股份有限公司	<0	1.1	3.4	4	强波动	长江精工钢结构(集团)股份有限公司	6.4	7.6	5.9	4	-
科顺防水科技股份有限公司	>15	<0	6.1	6	中波动	浙江东南网架股份有限公司	8.8	8.3	7.2	5	-
蓝帆医疗股份有限公司	6.2	>15	<0	5	中波动	浙江东亚药业股份有限公司	>15	2.1	-	4	强波动
乐歌人体工学科技股份有限公司	4.4	2.7	4.1	3	-	浙江福莱新材料股份有限公司	8.9	7.5	2.4	4	强波动
乐山巨星农牧股份有限公司	2.9	<0	3.8	3	强波动	浙江海亮股份有限公司	8.7	6.4	6.2	5	-
利群商业集团股份有限公司	6.7	7.3	8.8	4	-	浙江恒逸集团有限公司	11.9	11.2	13.3	5	-
联创电子科技股份有限公司	>15	<0	7.1	6	中波动	浙江洁美电子科技股份有限公司	6.0	3.2	3.5	3	-
灵康药业集团股份有限公司	<0	<0	-	5	强波动	浙江荣盛控股集团有限公司	>15	8.7	8.5	6	-
龙湖集团控股有限公司	8.8	6.4	4.0	4	中波动	浙江严牌过滤技术股份有限公司	6.5	2.7	2.8	3	中波动
龙星科技集团股份有限公司	6.0	5.5	5.3	3	-	郑州鸿盛数码科技股份有限公司	4.8	6.9	11.9	4	中波动
隆基绿能科技股份有限公司	<0	-	-	4	强波动	中贝通信集团股份有限公司	5.9	4.5	0.1	3	中波动
绿城中国控股有限公司	6.5	8.3	6.9	4	-	中国天楹股份有限公司	5.2	5.0	5.4	3	-
明新旭腾新材料股份有限公司	<0	4.8	1.6	4	强波动	中联重科股份有限公司	5.6	5.3	7.2	3	-
						重庆顺博铝合金股份有限公司	>15	11.8	6.0	5	中波动

注：1.本指标计算结果仅为初步财务分析结论，不构成评级行动或投资建议。测算过程仅基于财务报表主表数据调整得出，未包含报表附注、尽职调查访谈、预测、集团支持等信息。2.本次测试中盈余现金 haircut 设置为 20%。3.计入调整后总债务的对外担保数值反映企业最新对外担保余额。4. 财务调整方法请参照附表。

数据来源：公开资料，Choice，标普信评

附录1： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

EBITDA (调整前) = 营业收入 - 营业成本 - 管理费用 - 销售费用 - 研发费用 + 折旧及摊销 (报告值) - 税金及附加 - 其他经营支出 (收入)

EBITDA = EBITDA (调整前) + 经营租赁租金调整 - 资本化的研发费用 + 营业成本中的资本化利息 + 收到的联合营企业股利 + 其他调整

折旧及摊销 = 折旧及摊销 (报告值) + 经营租赁折旧摊销调整 + 其他调整

EBIT = EBITDA (调整前) + 经营租赁租金调整 - 资本化的研发费用 + 营业成本中的资本化利息 - 折旧及摊销 + 非经营收入 (成本) + 其他调整

利息支出 = 利息支出 (报告值) + 资本化利息 + 经营租赁利息调整 + 其他权益工具股利或利息 + 其他调整

已付现金利息 = 现金利息支出 + 已付其他权益工具股利或利息 + 其他调整

营运现金流 (FFO) = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整

经营性现金流 (CFO) = 经营活动产生的现金流净额 + 经营租赁折旧摊销调整 - 资本化的研发费用 - 其他权益工具股利或利息 - 现金利息支出 + 现金股利收入 + 其他调整

资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 - 资本化的研发费用 + 其他调整

自由经营性现金流 (FOCF) = 经营性现金流 - 资本开支

股利 = 现金股利 + 子公司支付给少数股东的股利、利润 - 支付的其他权益工具股利或利息

可支配现金流 (DCF) = 自由经营性现金流 - 股利

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + (应付票据 - 票据保证金) + 一年内到期的非流动负债 (有息部分) + 应付利息 + 其他短期有息债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款 + 租赁负债 + 预计负债中的对外担保及诉讼 + 其他长期有息债务

经调整总债务 = 短期债务 + 长期债务 + 经营租赁债务调整 - 盈余现金 + 资产弃置费用调整 + 其他权益工具 + 对外担保和诉讼 + 其他调整

资本 = 所有者权益合计 - 其他权益工具 + 经调整总债务 + 递延所得税负债 + 其他调整

EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / 利息支出

营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流 + 利息支出) / 已付现金利息

资本回报率 = EBIT / 两年平均资本

EBITDA 利润率 = EBITDA / 营业收入

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2026 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。部分内容可能借助人工智能(AI)工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。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 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。