

贸易企业信用评级方法和模型

版本号：
cspy_ffmx_2022V1.0

生效日期：
2022年12月22日

联系人

王鹏
+86 028 89102569
wangp@cspengyuan.com
www.cspengyuan.com

秦方琴
+86 028 89102569
qinfq@cspengyuan.com

龚程晨
+86 028 89102569
gongchch@cspengyuan.com
www.cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

目 录

一、概述	1
(一) 适用范围	1
(二) 制定或修订说明	1
(三) 基本假设	1
二、评级思路和评级框架	1
三、指示性信用评分	2
四、业务状况评估	2
(一) 宏观环境的评估	2
(二) 行业风险状况的评估	2
(三) 经营状况的评估	4
五、财务状况评估	7
六、调整因素	9
七、个体信用状况	9
八、外部特殊支持	9
九、债券评级	10
十、本评级方法和模型的局限性	10
版权及声明	1

一、概述

（一）适用范围

本评级方法和模型是中证鹏元的行业补充评级方法论之一，适用于被中证鹏元认定为贸易企业¹的主体信用评级，及其所发行债券的评级。本评级方法和模型通常与中证鹏元工商企业通用信用评级方法和模型结合使用。

（二）制定或修订说明

为更好的评估贸易企业的信用风险，在保持与工商企业通用评级方法论评级思路和评级逻辑一致的基础上，制定本评级方法和模型。本评级方法和模型已经中证鹏元技术政策委员会审议通过。

经测试，本评级方法和模型的生效不会对尚处于中证鹏元信用等级有效期的受评主体评级结果产生重大影响。

（三）基本假设

1. 假设企业杠杆水平和流动性状况与违约是相关的，即杠杆水平越高，流动性状况越差，违约的可能性越大。
2. 假设宏观经济环境、金融市场环境及法律环境不会发生根本性变化，以及不会出现不可抗力的因素（如自然灾害、战争等）。
3. 假设经监管部门认定的专业机构能够勤勉尽责，所提供的信息是真实、准确和完整的。

二、评级思路和评级框架

中证鹏元采用与工商企业通用评级方法论完全相同的评级思路和逻辑对贸易企业进行评级，评级框架组成部分包括业务状况、财务状况、调整因素和外部特殊支持。具体的思路和框架我们在工商企业通用信用评级方法和模型中进行了详细阐述。

¹ 通常情况下，对于以生产为主业同时又从事所生产产品贸易业务的企业，中证鹏元不认定其为贸易企业。

三、指示性信用评分

中证鹏元通过构建矩阵将业务状况和财务状况结合到一起，进而得出指示性信用评分。关于使用矩阵的原因，以及如何将业务状况和财务状况结合在一起，我们在工商企业通用信用评级方法和模型中进行了详细阐述。

四、业务状况评估

根据工商企业通用信用评级方法和模型，中证鹏元对于业务状况的考察主要包含宏观环境、行业风险状况和企业经营状况三个方面，其中企业经营状况是主要的驱动因素。

（一）宏观环境的评估

中证鹏元对宏观环境的分析通常关注宏观经济形势和发展趋势、宏观经济政策、金融系统风险三个方面，其最终目的在于评估宏观环境现状及未来变化趋势对贸易企业经营的影响。

中证鹏元采用五分制对宏观环境进行评分，“5”为最高分，代表最强的宏观环境及非常低的风险，“1”为最低分，代表最差的宏观环境和非常高的风险。

（二）行业风险状况的评估

中证鹏元采用五分制对行业风险进行评估，“5”为最高分，具有最低的行业风险，“1”为最低分，具有最高的行业风险。考察因素包括：集中风险、进入壁垒、发展前景、盈利水平与趋势、替代风险、周期性风险。

中证鹏元将贸易行业风险评分评定为“2”，这是综合考量上述六个因素的评估结果得出的。

表1 贸易行业风险评分

评价因素	评估结果
集中风险	高风险
进入壁垒	高风险
发展前景	中等风险
盈利水平与趋势	高风险
替代风险	低风险
周期性风险	高风险

1. 集中风险

在我们看来，一个非常高或非常低的集中度水平都可能对市场参与者不利。一个高度集中的行业，如完全垄断，将不利于营造良好的竞争环境，大的市场参与者可能缺乏竞争的动力。一个高度分散的行业可能存在非理性甚至破坏性的竞争，每个市场参与者与客户或合作伙伴的议价能力和定价能力都很低。

我们认为贸易行业集中风险为高风险。贸易行业处于商品的流通领域，贸易品种众多。各个贸易品种各自的竞争程度也各不相同，但总体来看，多数品种贸易行业准入门槛很低，行业内企业数量众多，竞争激烈，且以中小型企业为主，重点领域的头部贸易企业市场份额不高，行业集中度低。

2. 进入壁垒

我们认为贸易行业的准入门槛低，风险高。我们对行业进入壁垒的主要考虑因素包括政府管制、技术壁垒、启动成本、资源所有权与许可要求。由于贸易品种的多样性，不同类型的贸易行业进入壁垒存在差异。

一般的贸易行业不属于政府管制行业，技术要求较低，不存在明显的技术壁垒，资源也不会对行业准入形成制约。启动成本方面，贸易行业多为轻资产运营，同时贸易规模可以根据自身启动资金情况灵活调整，因此启动成本也不能建立进入壁垒。

但是一些特殊类型的贸易企业可能具有一定的、甚至较高的进入壁垒，比如粮油贸易和特许经销商等。此类贸易企业拥有政府或者上游厂商赋予的特许经营权，这些特许经营权具有稀缺性。

整体来看，粮油贸易和特许经销商等特殊贸易企业占少数，多数贸易企业进入壁垒很低。

3. 发展前景

我们认为贸易行业的发展前景一般，风险中等。贸易行业贸易品种众多，某一类贸易企业的发展前景通常取决于其优势贸易品种的发展前景，而各个贸易品种特性千差万别。

从行业总体来看，国内贸易行业处于商品生产企业下游的流通领域，因此贸易行业整体的发展前景和国家经济发展息息相关。进出口贸易行业除了体现各行各业商品特征之外，也受全球经济波动、贸易政策以及政治因素的影响。

4. 盈利水平与趋势

我们认为贸易行业盈利水平和趋势的风险较高。贸易行业盈利水平很低。2019-2021年贸易企业 EBITDA 利润率平均值为 4.6%，在所有行业中处于较低水平。盈利趋势方面，贸易行业门槛整体相对较低，竞争较为激烈，且周期性特征明显。

5. 替代风险

我们认为贸易行业的替代风险很低。贸易企业在商品流通领域发挥着不可替代的作用。由于时空差异、信息不对称等原因，产业链上下游之间企业直接交易的成本往往较高。贸易企业以其成熟稳定的上下游供应链促进了生产要素和商品流动，提高了生产效率。在可预见的未来，贸易行业的作用难以被取代。

6. 周期性风险

我们认为贸易行业的周期性风险较高。贸易行业服务于各行各业，与宏观经济存在一定相关关系，尤其是贸易产品为周期性产品时。当经济处于上升周期时，社会需求增加，商品价格上涨，贸易商作为产业链的中间环节，议价空间扩大，应收账款和存货周转加快，业务和资金运营良性上升；而当经济处于下行周期时，社会需求全面收缩，社会产能过剩，商品价格下降，处于流通环节的贸易行业的利润空间会首先被压缩，同时存货积压，垫资增加，经营压力显著增大。

（三）经营状况的评估

中证鹏元通过五个子因素来评估一家企业的经营状况，分别是经营规模、产品、服务和技术、品牌形象和市场份额、经营效率、业务多样性。这五个子因素将采用7分制进行评分。以“7”作为最高分，代表最低风险；“1”作为最低分，代表最高风险。

表2 经营状况评估指标及权重

评价要素	评价指标	权重
经营状况	经营规模	30%
	产品、服务和技术	20%
	品牌形象和市场份额	15%
	经营效率	20%
	业务多样性	15%

中证鹏元将经营状况的每个子因素得分组合在一起，计算加权平均得分，然后通过表3将得分和经营状况等级进行映射。经营状况等级分为“优秀”、“非常强”、“强”、“中等”、“弱”、“相当弱”和“极其弱”。

表3 经营状况评分与等级转换表

加权平均得分	经营状况等级
(6, 7]	优秀

(5, 6]	非常强
(4, 5]	强
(3, 4]	中等
(2, 3]	弱
(1.5, 2]	相当弱
[1, 1.5]	极其弱

1. 经营规模

中证鹏元主要用营业收入来衡量贸易企业的经营规模。对贸易企业来说，经营规模对其竞争实力非常重要，大型贸易企业受益于对低成本资金和大量优质客户资源的控制，具有更强的议价能力和规模经济效应。贸易企业的经营规模，通常可以通过贸易量和贸易收入来衡量。但由于贸易品种的多样性，其计量单位无法统一，因此主要采用营业收入来衡量经营规模。

表4 经营规模评分标准

评分	标准
7	近三年平均营业收入大于 1,000 亿元
6	近三年平均营业收入大于 500 亿元，小于等于 1,000 亿元
5	近三年平均营业收入大于 100 亿元，小于等于 500 亿元
4	近三年平均营业收入大于 50 亿元，小于等于 100 亿元
3	近三年平均营业收入大于 20 亿元，小于等于 50 亿元
2	近三年平均营业收入大于 10 亿元，小于等于 20 亿元
1	近三年平均营业收入小于等于 10 亿元

2. 产品、服务和技术

贸易企业在市场上是否具有竞争力，取决于其是否拥有优质的上游供应商和下游客户，以及贸易企业与上下游合作关系的密切程度和稳定程度。同时随着行业发展，越来越多的贸易企业开始向供应链服务提供商转型，即通过向客户提供采购、销售、仓储、运输、金融等一站式服务，提高企业的竞争力。因此，我们将是否具有优质的上下游合作方和稳定的上下游合作关系作为判断一个贸易企业竞争力的主要依据，同时将能否提供完善的供应链服务作为辅助考察因素。值得一提的是，粮油贸易、特许经销商等特殊贸易企业，实际上是通过政府或上游企业颁发的特许经营权，确认了自身稳定的采购和分销网络。

表5 产品、服务和技术评分标准

评分	标准
7	公司已建立长期稳定的采购和分销网络，与上下游合作方合作关系稳定且上下游合作方具有较高知名度和市场地位；公司能够提供完善的供应链服务
6	公司已建立稳定的采购和分销网络，与上下游合作方合作关系稳定且上下游合作方具有一定的知名度和市场地位；公司能够提供供应链服务
5	公司已建立相对稳定的采购和分销网络，与上下游合作方合作关系稳定且上下游合作方资质较好；公司能够提供一定的商品物流仓储服务、金融服务等
4	公司与上下游合作方合作关系稳定性一般，上下游合作方资质一般；公司能够提供一定的商品物流仓储服务、金融服务等
3	公司与上下游合作方合作关系稳定性较差，上下游合作方资质一般；公司能够提供有限的商品物流仓储服务、金融服务等
2	公司的上下游合作方资质较差；公司不能提供或仅能提供有限的供应链服务
1	公司的上下游合作方资质极差；公司不能提供供应链服务

3. 品牌形象和市场份额

中证鹏元认为，品牌形象和市场份额是衡量公司竞争力和市场地位的重要因素。拥有更好品牌形象和更高市场份额的企业，可能拥有更强大的定价能力，并得到合作伙伴、地方政府和银行更好的认可，且在融资和业务扩张方面也更具优势。

品牌形象较好的贸易企业通常具有较高的知名度。贸易企业一般会同时进行多种商品的贸易，我们主要考察其优势贸易品种在其领域的市场份额。同时贸易企业具有一定的区域属性，在某一区域内整体贸易规模很大的贸易企业，我们也给予较高的评分。综合来看，我们认为“在某一商品上市场份额很高”的贸易企业和“某一地理区域市场份额很高”的贸易企业均有较好的品牌形象和较高的市场份额。在评价某一具体的贸易企业时，我们将予以综合考虑。

表6 品牌形象和市场份额评分标准

评分	标准
7	全球性、全国性知名贸易商，至少一个贸易品种的市场份额非常大
6	区域性知名贸易商，至少一个贸易品种的市场份额非常大
5	全球性、全国性贸易商，至少一个贸易品种有一定市场份额

4	单一省份知名贸易商，至少一个贸易品种的市场份额非常大
3	区域性贸易商，至少一个贸易品种有一定的市场份额
2	单一省份贸易商，至少一个贸易品种有一定的市场份额
1	没有品牌；没有优势贸易品种

表7 地理区域划分标准

地理区域	划分标准
东北地区	黑龙江省、吉林省、辽宁省
华东地区	上海市、江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省
华北地区	北京市、天津市、山西省、河北省、内蒙古自治区
华中地区	河南省、湖北省、湖南省
华南地区	广东省、广西壮族自治区、海南省
西南地区	四川省、贵州省、云南省、重庆市、西藏自治区
西北地区	陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区

4. 经营效率

拥有比同行更高的经营效率是企业能够在行业竞争中脱颖而出的重要原因之一。贸易业务通过持续地、周期性地采购和销售商品，推动营运资金周转，并产生合理利润。因此，我们采用应收账款周转天数与存货周转天数之和衡量贸易企业的经营效率。

表8 经营效率评分标准

评分	标准
7	公司在行业中一直保持着最高的经营效率，体现为最低的存货周转天数与应收账款周转天数之和
6	公司的经营效率很高，体现为很低的存货周转天数与应收账款周转天数之和
5	公司的经营效率略高于行业平均水平，体现为略低于行业平均水平的存货周转天数与应收账款周转天数之和
4	公司的经营效率一般，体现为处于行业平均水平的存货周转天数与应收账款周转天数之和
3	公司的经营效率略低于行业平均水平，体现为略高于行业平均水平的存货周转天数与应收账款周转天数之和

2	公司的经营效率很低，体现为持续很高的存货周转天数与应收账款周转天数之和
1	公司的经营效率是行业中最差的，体现为最高的存货周转天数与应收账款周转天数之和

5. 业务多样性

由于贸易业务盈利能力很弱，贸易企业通常还从事贸易以外的业务。与仅从事贸易业务的企业相比，拥有更多不相关或低相关业务线的贸易企业的信用风险更低。

除了业务线之外，在评估企业的业务多样性时，中证鹏元还考虑贸易品种多样性、地域多样性、客户和供应商多样性的实现情况。

关于贸易品种多样性，中证鹏元认为，同时进行两个类别以上的商品贸易，且均具有一定规模的贸易企业实现了贸易品种多样性。关于“不同类别商品”的判定，一般不同行业的商品可以认定为不同类别。相反地，仅从事同一行业、经济特征区别不明显的多种产品贸易的贸易企业，实际上通过产品多样化分散风险的程度很低。

表9 业务多样性评分标准

评分	标准
7	至少有四个明确定义的和不相关的业务线，地域多样性、贸易品种多样性、供应商多样性、客户多样性都是完全实现的
6	至少有三个明确定义的和不相关的业务线，地域多样性、贸易品种多样性、供应商多样性、客户多样性都是完全实现的
5	至少有两个明确定义的和不相关的业务线，地域多样性、贸易品种多样性、供应商多样性、客户多样性都是完全实现的
4	业务多样性、地域多样性、贸易品种多样性、供应商多样性、客户多样性。实现了四种类型的多样性
3	业务多样性、地域多样性、贸易品种多样性、供应商多样性、客户多样性。实现了三种类型的多样性
2	业务多样性、地域多样性、贸易品种多样性、供应商多样性、客户多样性。实现了两种类型的多样性
1	业务多样性、地域多样性、贸易品种多样性、供应商多样性、客户多样性。一个或没有一个多样性是实现的

五、财务状况评估

在评估贸易企业财务状况时，我们的评估思路与工商企业通用评级方法论基本一致，详见中证鹏元工商企业通用信用评级方法和模型。

评分标准方面，对于贸易企业杠杆状况和流动性指标的评分，我们采用和工商企业一致的标准；而对于贸易企业盈利水平的评估，我们采用如下标准：

表 10 盈利水平指标评分标准（单位：%）

指标评分	EBITDA 利润率		总资产回报率	
	下限	上限	下限	上限
5	12	--	6	--
4	8	12	4	6
3	4	8	2	4
2	2	4	1	2
1	--	2	--	1

六、调整因素

对于调整因素的考量，详见中证鹏元工商企业通用信用评级方法和模型。

七、个体信用状况

指示性信用评分和个体信用状况评估都不是评级，它们只是贸易企业信用评级的组成部分。在评分符号上，指示性信用评分和个体信用状况都以“aaa”到“c”的符号序列表示，这与信用等级“AAA”与“C”的符号序列相对应。我们使用小写字母表示，以表明它们仅作为评级的组成部分，而不是评级。

个体信用状况是在没有考虑来自外部各方的特殊支持的情况下，中证鹏元对贸易企业自身信用状况的看法，需注意的是，个体信用状况已考虑来自外部各方的系统性和经常性支持。

八、外部特殊支持

外部特殊支持是指企业面临债务困难时，其可能受到的来自于债务人和债权人之外的

第三方提供的临时性、特定性的支持。中证鹏元认为，在贸易企业发生流动性危机的情况下，其可能获得来自于控股股东/实际控制人、相关政府的特殊支持。外部特殊支持是一种前瞻性的预判，其可能随着支持方提供支持意愿和能力的变化而发生改变。外部特殊支持的方式有多种，比如资金救助、任何推动与债权人的谈判或帮助企业争取临时性融资的行动等。

我们通过评估支持方（政府/股东）提供支持的意愿和能力来分析潜在的特殊支持。具体的评估方法和标准参见《外部特殊支持评价方法和模型》。

外部特殊支持可以在个体信用状况的基础上提升一个甚至多个等级，进而得到贸易企业的主体信用评级。

九、债券评级

债券评级是在贸易企业主体信用评级的基础上，结合增信措施及条款的设置，对其偿还安全性进行的综合分析。

增信分析是确定债券级别的关键环节，有效的增信措施可以在受评主体信用等级的基础上提升债券的级别。典型的增信方式包括第三方保证担保、资产抵/质押担保、分层等。

债券的条款设置也会影响其本息偿还，中证鹏元重点关注本息偿还计划以及影响债务偿还的相关条款，如回售条款、清偿顺序条款等。

此外，中证鹏元对于短期债务的评级，以受评主体长期信用为基础，并特别关注对受评主体短期流动性的分析。

十、本评级方法和模型的局限性

1. 本评级方法和模型的分析基础是贸易企业的历史经营、财务风险状况与外部环境信息，虽然它们可以为偿债能力的判断提供有价值的线索，但并不等同于未来的实际状况。贸易企业的发展及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法和模型对贸易企业信用风险的评估结果不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

2. 本评级方法和模型对指标的选取存在人为因素，可能无法全面、准确反映信用风险，中证鹏元将定期或不定期审查本评级方法和模型，适时修订。

版权及声明

本文件的版权归中证鹏元资信评估股份有限公司所有。

未经中证鹏元资信评估股份有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。中证鹏元资信评估股份有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司主要通过公司网站：www.cspengyuan.com 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。