

版本号：
cspy_ffmx_2024V1.0

生效日期：
2024年5月6日

联系人

肖上贤
xiaoshx@cspengyuan.com

邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

顾春霞
guchx@cspengyuan.com

张颜亭
zhangyt@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

地方产业投资（运营）企业信用评级方法和模型

目 录

一、概述	2
（一）适用范围	2
（二）制定或修订说明	2
（三）基本假设	2
二、评级思路和评级框架	2
三、指示性信用评分	3
四、业务状况评估	4
（一）区域环境的评估	5
（二）经营状况的评估	7
五、财务状况评估	10
（一）财务状况的评估思路	10
（二）杠杆状况的评估	11
（三）盈利状况的评估	12
（四）流动性的评估	13
六、调整因素	15
七、个体信用状况	16
八、外部特殊支持	16
九、债券评级	17
十、本评级方法和模型的局限性	17
附录 定量指标计算公式	18
版权及声明	19

一、概述

（一）适用范围

本评级方法和模型适用于地方产业投资（运营）企业的主体信用评级及其所发行债券的评级。中证鹏元将以下企业归类为地方产业投资（运营）企业：（1）由地方政府及其部门和机构等出资设立，通过对区域内国有资产和资源的调配和利用，以市场化手段贯彻地方政府战略意图，承担促进区域产业发展、保障民生等职能的企业；（2）其他经中证鹏元认定应归类为地方产业投资（运营）企业的情形。

（二）制定或修订说明

为更好地适应市场发展变化趋势及评级业务发展需要，中证鹏元制定《地方产业投资（运营）企业信用评级方法和模型》。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，本次评级方法和模型的生效未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。

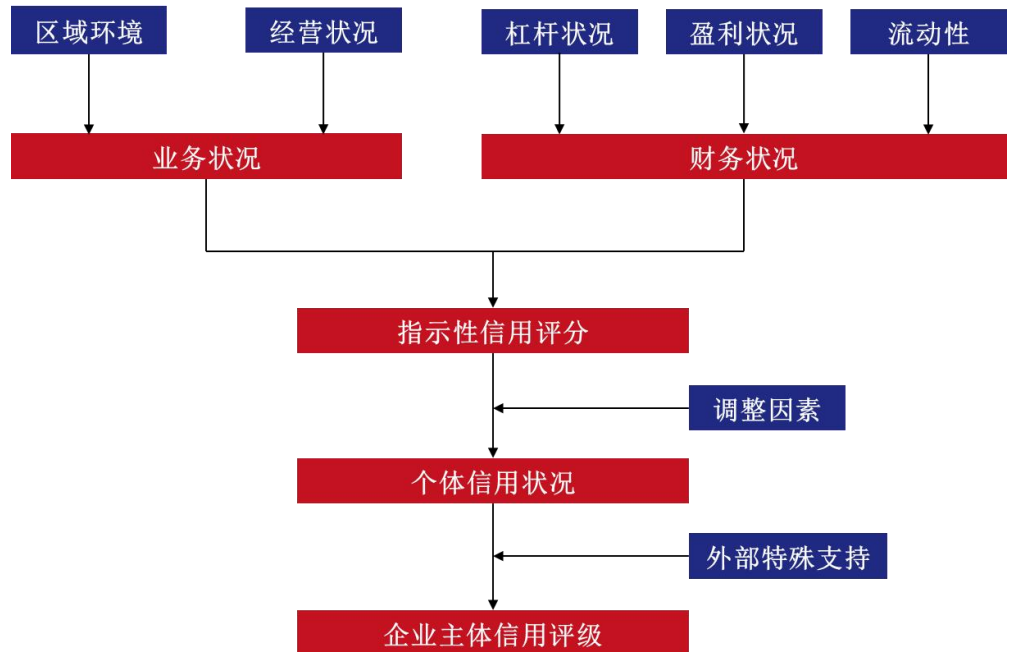
二、评级思路和评级框架

中证鹏元采用个体评级和支持评级相结合的思路对地方产业投资（运营）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。其中，业务状况主要考察区域环境和企业经营状况，财务状况主要考察企业财务杠杆状况、盈利状况和流动性。在具体分析思路上，中证鹏元首先将地方产业投资（运营）企业的业务状况和财务状况相结合分析，获得指示性信用评分；然后考虑调整因素的影响，得到地方产业投

资（运营）企业个体信用状况，这些调整因素可能适用于某些企业，以反映其独特的信用风险；在得到企业个体信用状况后，我们再将可能的外部特殊支持因素纳入评级分析中，最终得出地方产业投资（运营）企业的主体信用评级。

涉及债券评级的，我们在企业主体信用评级的基础上，结合增信措施及债券条款进行综合评定。

图 1 地方产业投资（运营）企业信用评级框架



在评分标准方面，中证鹏元采用矩阵系统来评估各要素对整个评级过程及评级结果的影响。对于每一个评分因素，中证鹏元根据其特点，用 9 分制、7 分制或 5 分制的评分体系进行评估。比如，对于区域环境各指标的评估，中证鹏元采用 9 分制的评分系统并采用插值法对定量指标进行评分。得分越高，通常意味着更好的评估结果，比如在 9 分制的评分体系中，“9”意味着得分最高，信用风险最低，“1”代表得分最低，信用风险最高。

通过评级模型得出的级别为受评主体参考信用等级，仅作为分析师推荐级别以及评审委员会评定级别的参考，并不能完全代替评审委员会的判断，最终级别由评审委员会决定。

三、指示性信用评分

指示性信用评分由业务状况和财务状况两个方面组成，考虑到两者对评级的影响往往是非线性的。因此，中证鹏元通过构建二维评估矩阵得出指示性信用评分。

表 1 指示性信用评分的确定

财务状况	业务状况						
	7 (优秀)	6 (非常强)	5 (强)	4 (中等)	3 (弱)	2 (相当弱)	1 (极其弱)
(9) 最小	aaa	aa+	aa/aa-	a+	a/a-	bbb+	bbb
(8) 极其小	aa+	aa	aa-	a+/a	a-	bbb+	bbb/bbb-
(7) 非常小	aa+	aa	aa-/a+	a	a-	bbb+/bbb	bb+
(6) 较小	aa	aa-	a+	a	a-/bbb+	bbb	bb
(5) 中等	aa	aa-/a+	a	a-	bbb+	bbb-	bb-
(4) 较大	aa-	a+	a/a-	bbb+	bbb	bb+	b+
(3) 非常大	a+	a/a-	a-	bbb+/bbb	bbb-	bb	b-
(2) 极其大	a-/bbb+	bbb	bbb/bbb-	bb+	bb/bb-	b	ccc
(1) 最大	bbb-	bb+	bb	bb-	b	ccc	cc/c

四、业务状况评估

业务状况旨在通过分析地方产业投资（运营）企业所处区域环境、自身的运营实力，对其业务风险敞口和业务竞争力进行综合排名。中证鹏元主要考察区域环境、经营状况两个方面，其中，地方产业投资（运营）企业自身的运营实力（由其经营状况决定）是判断其信用风险的重要因素；而由于地方产业投资（运营）企业主要在区域范围内从事业务，因此区域环境的变化可能对其经营产生重大影响。我们将区域环境和经营状况结合起来，进而得到对企业业务状况的评估结果，如表 2 所示。

表 2 业务状况分值的确定

经营状况	区域环境						
	7	6	5	4	3	2	1
(7) 优秀	7	7	7	6	5	4	3
(6) 非常强	7	7	6	6	5	4	3
(5) 强	7	6	5	5	4	3	2
(4) 中等	6	5	5	4	4	3	2
(3) 弱	5	4	4	3	3	2	1
(2) 相当弱	4	4	3	2	2	2	1
(1) 极其弱	3	3	2	2	2	1	1

（一）区域环境的评估

地方产业投资（运营）企业主要在区域内对国有资产和资源进行市场化运作，区域性特征非常明显，其业务经营和区域环境关系非常紧密。一方面，地区经济规模、发展水平、增长速度以及发展潜力都将影响到地方产业投资（运营）企业的业务发展；另一方面，地区融资环境亦会对地方产业投资（运营）企业的外部融资产生重大影响。

综上，中证鹏元认为区域环境是影响地方产业投资（运营）企业信用风险的重要因素。区域环境评估的指标及权重如表 3 所示。

表 3 区域环境评估指标及权重

评价要素	评价指标	权重
区域环境	地方生产总值（GDP）	30%
	人均 GDP	20%
	GDP 增长率	15%
	经济发展潜力	15%
	地区融资环境	20%

中证鹏元采用 9 分制对上述指标进行评分，其中 GDP、人均 GDP、GDP 增长率均采用插值法计算得分。根据各评价指标得分及权重，采用加权平均的方法计算出区域环境评分，最后根据表 4 将区域环境评分和风险等级进行映射。

表 4 区域环境评分与等级转换表

加权平均分	区域环境评分等级
(8, 9]	风险极其小
(6.5, 8]	风险非常小
(5, 6.5]	风险较小
(4, 5]	风险中等
(3, 4]	风险较大
(2, 3]	风险非常大
[1, 2]	风险极其大

1. 地方生产总值（GDP）

地方生产总值（GDP）反映了一定时期内地区经济所生产的全部最终产品和劳务的价值，是衡量地区经济实力的最佳指标。该指标采用最近一年值，评分标准如表 5 所示：

表 5 GDP 评分标准（单位：亿元）

9	8	7	6	5	4	3	2	1
6000	4000	2000	1200	800	500	300	200	100

2. 人均 GDP

人均 GDP 反映了地区人均财富水平，是衡量地区经济发展水平的重要指标，人均 GDP 越高通常表明地区经济越发达，经济发达地区往往能够承受更大的债务压力。该指标采用最近一年值，评分标准如表 6 所示：

表 6 人均 GDP 评分标准（单位：元）

9	8	7	6	5	4	3	2	1
145000	125000	100000	80000	60000	50000	45000	40000	30000

3. GDP 增长率

GDP 增长率反映了地区经济的增长情况，指标值越高表明地区经济增长能力越强。该指标采用近三年平均值，评分标准如表 7 所示：

表 7 GDP 增长率评分标准

9	8	7	6	5	4	3	2	1
9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	2%	1%

4. 经济发展潜力

中证鹏元通过考察地区人口净流入情况、自然资源禀赋、经济活跃度、战略性新兴产业发展情况，以及交通发达程度等方面，对地区经济发展潜力进行综合判断。人口是地区经济发展的基础，人口持续净流入的地区，可为经济发展提供充足的劳动力，促进产能扩大和经济增长，因而往往拥有更强的经济增长动力；相反，人口持续净流出，将制约地区经济的发展。自然资源包括矿产资源、土地资源和水资源等，是地区发展最基础的要素；中国地域广阔，资源分布不均衡，丰富的自然资源有利于促进地区产业和经济的发展。通常而言，经济活跃度高的地区往往更具发展潜力，重点关注地区在招商引资及产业引入方面的表现。战略性新兴产业以技术创新为核心，推动产业向高端、高附加值方向发展，有助于提升地区产业竞争力，因此，战略性新兴产业发展好或产业增加值占比高的地区，其经济增长潜力往往更大。此外，地区交通越发达，越有利于降低生产成本，提高生产效率，吸引投资，进而促进经济发展。

表 8 经济发展潜力评分标准

9	7	5	3	1
发展潜力非常大	发展潜力较大	发展潜力一般	发展潜力较小	发展潜力非常小

5. 地区融资环境

中证鹏元通过考察地区金融机构贷款余额增长率、区域内国有企业债券融资额增长率，以及区域内国有企业是否发生债务违约（含非标债务违约）等事件，对地区融资环境进行综合判断。

表 9 地区融资环境评分标准

9	7	5	3	1
表现非常好	表现较好	表现一般	表现较差	表现很差

（二）经营状况的评估

中证鹏元通过三个子因素来评估地方产业投资（运营）企业的经营状况，分别是经营规模、业务竞争力、业务持续性和稳定性。这三个子因素将采用 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 10 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	40%
	业务竞争力	40%
	业务持续性和稳定性	20%

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 11 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 11 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

经营规模是衡量地方产业投资（运营）企业经营实力的重要指标，通常情况下，规模较大的企业拥有更强的竞争力、更高的市场认可度且更容易获得外部融资。中证鹏元采用营业收入和所有者权益来衡量地方产业投资（运营）企业的经营规模。地方产业投资（运营）企业通常具有多元化业务，营业收入可综合反映企业的整体经营规模，体现了企业取得的各项收入之和，且是企业取得利润的来源以及现金流入的基础。所有者权益体现了地方产业投资（运营）企业调配和利用的国有资产及资源的规模，拥有较大规模资产和资源的的企业具有更好的经营稳定性，抵御经营风险的能力也越强。我们对营业收入和所有者权益两个指标分别进行评分。

表 12 经营规模评分标准

评分	近三年平均营业收入（亿元）	最近一年所有者权益（亿元）
7	大于 50	大于 100
6	(15, 50]	(60, 100]
5	(9, 15]	(40, 60]
4	(6, 9]	(30, 40]
3	(3, 6]	(20, 30]
2	(1, 3]	(10, 20]
1	小于等于 1	小于等于 10

注：如受评企业有贸易收入，营业收入评分时将剔除。

2. 业务竞争力

对于业务竞争力的考察，中证鹏元主要关注地方产业投资（运营）企业的业务区域范围、资源利用能力、业务垄断性及竞争优势。业务范围覆盖地区全域的企业，相较于仅在某一子区域内经营的企业而言，业务范围更广，业务需求更大。资源利用能力反映地方产业投资（运营）企业利用区域内国有资产、资源或资金引导产业发展的能力，利用区域资源的能力越强表明企业获得地方政府支持或资源倾斜的力度越大，越有利于其业务拓展。

此外，如果企业主要业务在区域内具有垄断性，则表明企业在该业务领域具有很强的竞争力。

表 13 业务竞争力评分标准

评分	标准
7	公司业务范围覆盖地区全域，利用地区资源的能力非常强，主要业务在地区内具有专营性
6	公司业务范围覆盖地区全域，利用地区资源的能力较强，主要业务在地区内具有很强的竞争力，市场份额领先
5	公司业务范围覆盖地区全域，利用地区资源的能力较强，部分业务在地区内具有较强的竞争力，市场份额略为领先
4	公司业务范围覆盖地区全域，利用地区资源的能力一般，主要业务在地区内竞争力一般，市场份额一般；或公司仅在地区内的某一区域从事业务，利用所经营区域内资源的能力较强，主要业务在所经营区域内具有较强的竞争力
3	公司仅在地区内的某一区域从事业务，利用所经营区域内资源的能力一般，主要业务在所经营区域内竞争力一般
2	公司仅在地区内的某一区域从事业务，利用所经营区域内资源的能力较差，主要业务在所经营区域内竞争力较弱
1	公司仅在地区内的某一区域从事业务，利用所经营区域内资源的能力非常差，各项业务在所经营区域内竞争力非常弱

3. 业务持续性和稳定性

地方产业投资（运营）企业的主要职能是促进区域产业发展、保障民生等，其经营资产主要由地方政府划拨注入，业务主要由地方政府授权，中证鹏元关注其业务的持续性和稳定性。

表 14 业务持续性与稳定性评分标准

评分	标准
7	近三年公司收入占比超过 15%的各项业务均非常稳定，且持续性好
6	近三年公司收入占比超过 15%的业务中大部分较稳定，且持续性好
5	近三年公司收入占比超过 15%的业务中大部分较稳定，持续性一般
4	近三年公司收入占比超过 15%的业务稳定性一般，持续性一般
3	近三年公司收入占比超过 15%的业务波动性较大，持续性一般
2	近三年公司收入占比超过 15%的业务波动性非常大，持续性较差
1	公司尚未实现业务收入

五、财务状况评估

财务状况的评估主要集中在量化指标上，这些指标旨在揭示地方产业投资（运营）企业的财务杠杆状况及财务风险的相对大小。中证鹏元通过分析财务杠杆、盈利能力以及流动性等因素对财务状况进行评估。

中证鹏元主要考察 4 个核心杠杆状况指标，分别为总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、总债务/总资本、经营活动现金流净额/总债务；以及 2 个核心盈利状况指标，分别为 EBITDA 利润率和总资产回报率。

通常情况下，这些指标采用 3 年加权平均进行计算评估，T-3 年、T-2 年、T-1 年（T 代表本年度）权重分别为 15%、25%、60%；在仅有两年历史数据的情况下，T-2 年、T-1 年权重分别为 40%和 60%。中证鹏元通常会对部分财务指标或会计科目进行财务调整，以使其更具可比性。

表 15 财务状况各评估指标及权重

子要素	指标	权重
杠杆状况	总债务/EBITDA	30%
	EBITDA利息保障倍数	30%
	总债务/总资本	20%
	经营活动现金流净额/总债务	20%
盈利状况	EBITDA利润率	50%
	总资产回报率	50%
	盈利趋势与波动性	--
流动性	现金短期债务比	100%
	获取流动性资源的能力	--

（一）财务状况的评估思路

中证鹏元并不是简单地通过加权平均的方法将杠杆状况、盈利状况和流动性结合起来，而是将杠杆状况作为财务分析的起点，盈利状况作为补充评估要素，通过构建二维矩阵（表 16）得出初步财务状况评分，最后再考虑流动性的影响。因为中证鹏元认为，企业的违约风险与财务杠杆状况直接相关，而不是与盈利状况直接相关；然而，更强的盈利能力通常会帮助高杠杆企业减缓杠杆率的上升，相反，较弱的盈利能力可能会导致低杠杆

率企业增加其财务杠杆以应对现金流的减少及满足资本支出的需要；此外，企业的盈利状况对其偿债能力的影响也不完全是单调的线性关系。

中证鹏元采用级别微调的方法，根据企业盈利状况调整杠杆水平，将杠杆状况调整到初步财务状况。如果盈利状况被评估为“VS（非常强）”，初步财务状况通常会高于杠杆状况；反之亦然，如果盈利状况评估是“弱”或“非常弱”，通常会考虑降低杠杆状况等级，从而实现对初步财务状况的评估。

表 16 初步财务状况的确定

杠杆状况	盈利状况				
	VS（非常强）	S（强）	M（中等）	W（弱）	VW（非常弱）
(9) 最小	9	9	8	6	4
(8) 极其小	9	8	8	6	4
(7) 非常小	8	8	7	5	4
(6) 较小	8	7	6	5	3
(5) 中等	7	6	5	4	3
(4) 较大	6	5	4	3	2
(3) 非常大	5	5	4	3	2
(2) 极其大	4	4	3	2	1
(1) 最大	4	3	2	1	1

（二）杠杆状况的评估

企业的现金流生成能力决定了其偿还债务的能力，因此中证鹏元对杠杆状况分析时主要基于与现金流相关的指标，其中赋予总债务/EBITDA¹、EBITDA 利息保障倍数更高的权重，分别为 30%，其他两个指标权重各为 20%。杠杆状况各指标具体评分标准见表 17，中证鹏元将上述四个指标的得分通过加权平均的方法计算得出杠杆状况得分，然后通过表 18 得到杠杆状况对应的等级。

杠杆状况评估采用 9 分制，“9”表示最低的财务杠杆水平，而“1”则表示最高的财务杠杆水平。

¹ EBITDA 的计算采用正推法。

表 17 杠杆状况指标评分标准

评分	总债务/EBITDA (X)		EBITDA利息保障倍数 (X)		总债务/总资本 (%)		经营活动现金流净额/总债务 (%)	
	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
9	0	3	4	--	0	30	21	--
8	3	6	3.5	4	30	35	18	21
7	6	9	3	3.5	35	40	15	18
6	9	12	2.5	3	40	45	12	15
5	12	15	2	2.5	45	50	9	12
4	15	18	1.5	2	50	60	6	9
3	18	21	1	1.5	60	70	3	6
2	21	24	0.5	1	70	80	0	3
1	24	--	--	0.5	80	--	--	0

注：如受评主体 EBITDA 为 0 或负值，总债务/EBITDA 不适用于该评分标准；如受评主体总债务为 0，经营活动现金流净额/总债务不适用于该评分标准；如受评主体利息支出（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）为 0，EBITDA 利息保障倍数不适用于该评分标准。

表 18 杠杆状况得分与等级转换表

加权平均得分	杠杆状况等级
(8, 9]	最小
(7, 8]	极其小
(6, 7]	非常小
(5, 6]	较小
(4, 5]	中等
(3, 4]	较大
(2, 3]	非常大
(1.5, 2]	极其大
[1, 1.5]	最大

（三）盈利状况的评估

盈利能力是衡量一家企业竞争力的关键因素之一，一般来说，较高且可持续的盈利能力意味着更有能力为企业的利益相关者创造财富和价值，也更有能力抵御外部环境的不利变化。中证鹏元采用 EBITDA 利润率和总资产回报率来评估地方产业投资（运营）企业的

盈利水平，除定量指标之外，还考虑盈利能力的长期趋势和波动性。

对于盈利水平，我们采用 5 分制进行评估，“5”代表行业内最高的盈利水平，“1”代表行业内最低的盈利水平。对于盈利趋势和波动性，我们将评估结果分为“优秀”、“中等”、“表现不佳”。

盈利状况的评估结果将由盈利水平、盈利趋势和波动性构建二维矩阵获得，如表 19 所示，评价结果分为“非常强（VS）”、“强（S）”、“中等（M）”、“弱（W）”、“非常弱（VW）”。

在评估盈利水平时，中证鹏元根据表 20 的评分标准，分别评估两个定量指标，采用加权平均的方式获取评分。

表 19 盈利状况的确定

盈利趋势和波动性	盈利水平				
	5	4	3	2	1
优秀	VS	VS	S	M	W
中等	VS	S	M	W	VW
表现不佳	S	M	W	VW	VW

表 20 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	32	--	6	--
4	24	32	4	6
3	16	24	2	4
2	8	16	1	2
1	--	8	--	1

（四）流动性的评估

中证鹏元特别关注企业的流动性状况，因为一家企业是否面临迫在眉睫的违约风险往往取决于其流动性状况。对于财务杠杆较高的企业来说，如果其流动性保持充裕，其违约风险可能不会很高；而对于流动性较为紧张的企业来说，即使其财务杠杆相对较低，其也将面临较大的违约风险。因此，在评估任何一家企业信用风险时，流动性都是一个至关重要的评估因素。

中证鹏元采用现金短期债务比作为评估的起点，并结合地方产业投资（运营）企业通过外部融资、外部支持或内部资产变现等渠道获取流动性资源的能力进行综合评估，决定是否调整财务状况评分以及调整的幅度。

我们首先采用 7 分制系统对流动性比率进行评估，“7”分为最高分，表明该企业流动性比率表现最好，“1”为最低分，表明该企业流动性比率表现最差。我们主要考察最近 1 年的现金短期债务比，评分标准见表 21。

表 21 流动性比率评分标准

流动性比率评分	现金短期债务比 (X)	
	下限	上限
7	1.8	--
6	1.5	1.8
5	1.2	1.5
4	0.9	1.2
3	0.6	0.9
2	0.3	0.6
1	0	0.3

确定流动性比率评分后，我们再根据地方产业投资（运营）企业获取流动性资源的能力对其进行调整，进而确定其最终的流动性状况。获取流动性资源的能力分为“非常强”、“较强”、“一般”、“较弱”和“非常弱”，流动性状况的确定标准见表 22。

如果企业的流动性状况评分 5 分以上，意味着其流动性表现很好，在这种情况下，即使企业的财务杠杆很高，充裕的流动性也将保障其债务的安全性，因此，将可能上调财务状况评分；相反，流动性状况评分在 3 分及以下，意味着其流动性风险较大，将会下调或限制财务状况评分。

表 22 流动性状况的确定

流动性比率评分	获取流动性资源的能力				
	非常强	较强	一般	较弱	非常弱
7	7	7	6	4	3
6	7	6	6	4	3
5	7	6	5	3	2

4	7	5	4	3	2
3	6	5	4	2	1
2	6	4	3	2	1
1	6	4	3	1	1

六、调整因素

1. ESG 因素

ESG 即环境、社会责任、公司治理（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance）的缩写，是影响企业可持续发展能力的重要因素，企业若在 ESG 方面表现负面，可能会对生产经营和财务表现产生重大影响，进而加大企业的信用风险。中证鹏元制定了《ESG 因素对信用评级影响的评估方法》，重点关注各 ESG 因素的负面影响，如企业触发相关风险因素，则表明可能会对评级产生影响，并且在大多数情况下，触发的风险因素越多，其对评级产生影响的可能性越大。但需说明的是，即使个别或部分风险因素被评为负面，并不代表一定会调整评级，因为有可能该因素的负面影响已经体现在其他评级指标上了，或者其影响会被其他评级因素所抵消，亦或企业已对该负面事件进行了整改。此外，ESG 因素对信用评级的影响也可能会随着时间的推移而变化。

2. 审计报告质量

如审计意见为非标准无保留意见，或经过现场调研，发现公司财务信息存在重大作假嫌疑的，将可能下调其指示性信用评分。

3. 不良信用记录

如地方产业投资（运营）企业存在信贷违约或欠息（非第三方原因）等不良信用记录，或存在担保违约记录，将可能下调其指示性信用评分。

4. 补充调整

补充调整是中证鹏元决定地方产业投资（运营）企业个体信用状况考虑的最后一个因素，目的是修正模型评级。

首先，在运用评分表进行打分时，中证鹏元将多数指标的打分落在一个区间范围内，这可能导致最终结果不是绝对的精确，因为每一项打分都可能落在区间范围的上、下或中的部分。如果某一地方产业投资（运营）企业的核心评价指标接近区间上限或主要评价指标大多处于区间范围的上部分，将允许上调 1 个级别；同理，如果核心评价指标接近区间下限或主要评价指标大多处于区间范围的下部分，将允许下调 1 个级别。

其次，如果有足够理由认为地方产业投资（运营）企业财务状况未来将发生重大变化，而历史财务数据不能较好反映这些变化，中证鹏元将对地方产业投资（运营）企业未来一年的财务数据进行预测，并以预测数据重新评估地方产业投资（运营）企业财务状况，进而调整指示性信用评分。

此外，中证鹏元还可能会考虑除 ESG 因素、审计报告质量和不良信用记录以外的评级模型中未涉及的因素，这些因素通常是未体现在现有评级基础数据中的重大有利或不利事件，可能对地方产业投资（运营）企业偿债能力产生积极或负面的影响，这些因素对于地方产业投资（运营）企业的影响程度需要分析师和评审委员会的专业判断。

七、个体信用状况

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，中证鹏元对地方产业投资（运营）企业自身信用质量的评估，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。

指示性信用评分和个体信用状况都不是最终信用等级，它们只是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。

八、外部特殊支持

外部特殊支持是指地方产业投资（运营）企业面临债务困难时，其可能受到的来自于地方政府及其相关单位提供的临时性、特定性的支持。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很多种，比如资金救助、任何推动与债权人的谈判或帮助地方产业投资（运营）企业争取临时性融资的行动等。

由于地方产业投资（运营）企业承担了促进区域产业发展、保障民生等职能，中证鹏元认为，在地方产业投资（运营）企业出现债务困难时，地方政府及其相关部门可能会给予特别支持，从而增强其信用状况。地方产业投资（运营）企业获得地方政府支持的程度取决于地方政府支持意愿及能力。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》。

在个体信用状况的基础上考虑外部特殊支持因素，便得到地方产业投资（运营）企业最终的信用评级。

九、债券评级

债券评级是在地方产业投资（运营）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地方产业投资（运营）企业的历史经营、财务状况与区域环境信息，虽然它们可以为地方产业投资（运营）企业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。地方产业投资（运营）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地方产业投资（运营）企业主体长期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。

附录 定量指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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。