

版本号：
cspy_ffmx_2024V1.0

生效日期：
2024年9月6日

联系人

肖上贤

xiaoshx@cspengyuan.com

秦子豪

qinziha@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

全球序列工商企业通用信用评级方法与模型

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	3
（一）宏观环境的评估	3
（二）行业风险状况的评估	5
（三）经营状况的评估	6
五、财务状况评估	11
（一）财务状况的评估思路	11
（二）杠杆状况的评估	12
（三）杠杆状况调整因素	13
（四）盈利状况的评估	15
六、调整因素	16
七、个体信用状况	18
八、外部特殊支持	18
九、本评级方法与模型的局限性	19
版权及声明	20

一、概述

（一）适用范围

本评级方法与模型适用于经中证鹏元认定为非金融机构的全球工商企业的信用评级。

（二）制定或修订说明

本评级方法与模型阐述了中证鹏元使用国际刻度评估工商企业信用风险的方法，详细解释了我们对于工商企业的业务状况和财务状况以及其他可能影响其个体信用状况的评级因素。制定本评级方法与模型的主要目的是帮助市场参与者理解中证鹏元如何在国际刻度下对工商企业的信用风险进行评估分析以及评级时关注的要点。本评级方法与模型已经中证鹏元技术政策委员会审议通过。

本评级方法与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影响。

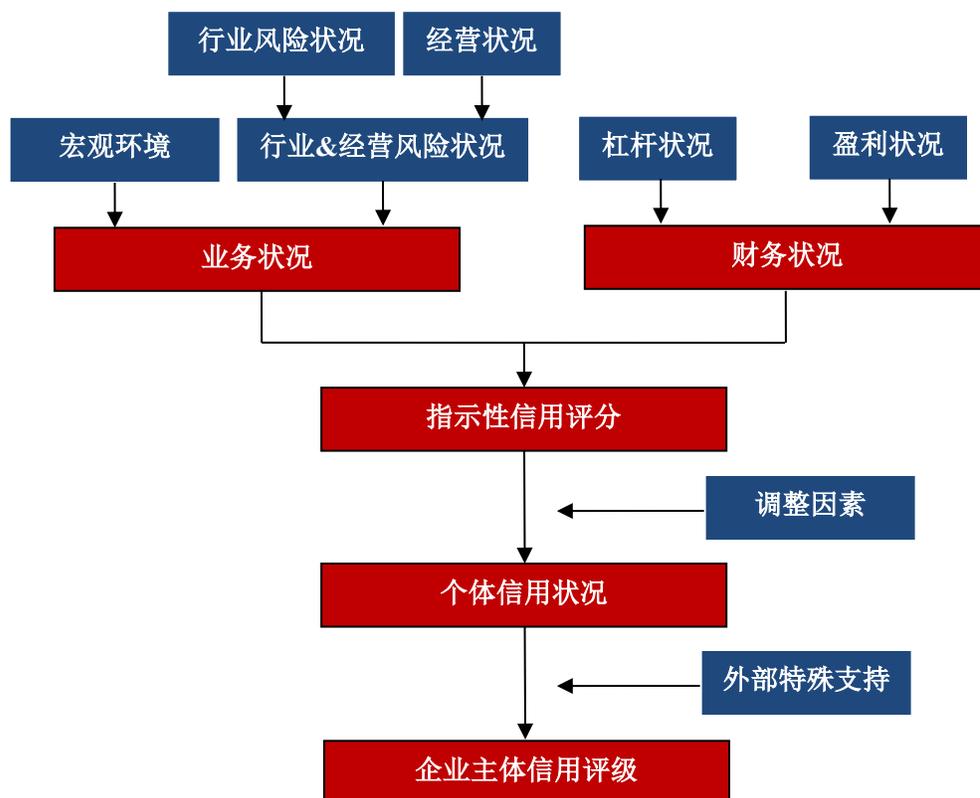
（三）基本假设

1. 假设工商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. 评级模型构建过程中依赖其他外部专业机构所提供的信息，假设这些信息是真实、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工商企业进行评级，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，业务状况主要考察宏观环境、行业风险状况和企业经营状况，财务状况主要考察企业财务杠杆状况和盈利状况。在具体分析思路上，中证鹏元首先将企业业务状况和财务状况相结合分析，获得指示性信用评分；然后考虑企业结构和治理、流动性和补充调整三个调整因素的影响，得到个体信用状况；最后，再将可能的外部特殊支持因素纳入评级分析中，得出企业的主体信用评级。

图 1 中证鹏元全球序列工商企业信用评级框架



在评级标准方面，中证鹏元通常采用矩阵系统来评估各评级要素对评级过程和评级结果的影响。对于业务状况、盈利水平和流动性比率，中证鹏元根据其特点，用 7 分制或 5 分制的评分体系进行评估。得分越高，通常意味着更好的评估结果，比如在 7 分制的评分体系中，“7”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。此外，我们还采用 18 分制的评分体系来评估工商企业的杠杆状况和财务状况。

通过评级模型得出的级别为企业参考信用等级，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

指示性信用评分由企业业务状况和财务状况两个方面组成，指示性信用评分旨在反映可能影响工商企业信用评级的共同风险因素。

业务状况评估主要分析影响企业信用风险的各种定性因素，而财务状况评估主要是定量分析。我们认为，业务状况评估和财务状况评估在本质上差异较大，并且两者对评级的

影响往往是非线性的，因此，中证鹏元通过构建业务状况和财务状况二维评估矩阵得出指示性信用评分。

中证鹏元将财务状况评估作为获得指示性信用评分的基础，因为我们认为企业的违约风险首先反映在其财务表现中。对于拥有类似运营实力和市场地位（或业务状况）的企业来说，高杠杆企业通常比低杠杆企业风险更大；另一方面，对于具有类似财务杠杆水平和盈利能力（或财务状况）的企业来说，更好的业务状况往往意味着这些企业拥有更强的抗风险能力。具体而言，我们将企业的财务状况作为起点，然后根据其业务状况的强弱进行调整，从而得到企业的指示性信用评分。

在综合考虑业务状况和财务状况时，我们倾向于考虑一系列结果而不是一个特定值，并且评级方法允许分析师从不同的结果中选择最终的指示性信用评分。

四、业务状况评估

业务状况旨在通过分析企业所处宏观环境、面临的不同行业风险以及相对于同行的竞争实力，对企业的业务风险敞口和它们在市场中的竞争力进行综合排名。中证鹏元主要考察宏观环境、行业风险状况和企业经营状况三个方面，其中，行业特征（由行业风险状况所反映）及企业自身的运营实力（由其经营状况决定）是判断一家企业信用风险的两个重要因素；在相对稳定、发达或较发达的国家，宏观环境对工商企业信用质量的影响并不总是显而易见的，可能只有在企业的经营环境恶化到极端程度（例如极度不友好的政治和法律环境、战争或持续的社会动荡）时才会变得显著。

（一）宏观环境的评估

中证鹏元认为宏观环境经常会对工商企业在市场中的竞争以及及时生成现金流以偿还债务的能力产生重大影响。一些研究表明，企业违约率与主权危机、宏观经济波动性和金融体系混乱之间高度相关。我们主要从以下四个方面评估宏观环境风险状况：政治和法律风险、经济环境、制度评估和金融系统风险，此外，我们也可以将其他可能影响公司宏观环境的因素纳入分析。

对于在多个国家经营的工商企业，我们计算加权平均宏观环境得分，如果各子因素在减弱则向下取整，如果各子因素在增强则向上取整。权重将根据公司的经营分布确定，包括利润、收入和经营资产。利润（EBITDA、EBIT 或毛利润等）是我们分析的起点，但如果收入和资产的趋势与利润大相径庭，我们也可能进行调整。

1. 政治和法律风险

稳定的政治体制以及有效的法律体系通常有利于降低工商企业的经营风险。中证鹏元通过分析政治稳定性、司法系统有效性和独立性、政府干预风险和其他可能影响企业经营的营商环境来评估一个国家的政治和法律风险。

如果一个国家面临不可预测的政权更迭，以及经常发生导致社会动荡的政治内斗，中证鹏元会认为政治稳定性较差。在某些极端情况下，如果国家陷入对营商环境造成巨大破坏的具有毁灭性和持久性的内战，我们可能会将该国的政治风险评估为极高。

国家司法系统的有效性和独立性对于解决企业间或企业与政府间的合同纠纷非常重要。没有公正独立的司法系统，腐败可能会滋生到严重抬高经营成本的地步。中证鹏元认为，独立有效的司法系统将降低工商企业的经营不确定性和风险。

政府对经济的干预是评级分析中更富有争议性的因素，对于历史上严重依赖国家支持的经济体和计划经济体，在特定的经济发展阶段下政府干预可能是有益的，但对于成熟的自由经济体则是有害的。因此，在评估政府的干预风险时，我们会将其与当地的政治结构、历史和文化一起考虑，进而得出政府干预对经济是有利还是有害的结论。中证鹏元不会简单地将政府干预视为消极因素，如果干预被证明有助于恢复市场秩序和鼓励经济增长，某些国家的政府干预可能会得到积极的评估结果。中证鹏元用三分制评分体系评估政府干预：“消极”、“中性”和“积极”。

2. 经济环境

中证鹏元认为国家的经济环境会对工商企业的经营带来一定的影响，因为所有企业都需要在一个或多个国家或地区经营。经济环境通常决定企业的市场机会、行业的商业周期和企业的投资决策。我们对于经济环境的评估主要关注该国的经济增长和竞争力。良好的经济前景有助于稳固企业、家庭和金融市场在面临冲击时的信心，缓解压力情景下的顺周期行为，从而增强经济韧性。同样，强大的国际竞争力有助于抵御经济全球化的冲击。

3. 制度评估

对于制度的评估，中证鹏元主要关注两个方面：（1）制度和政策在何种程度上营造了一个稳定或可预测的营商环境，缓解经济发展不平衡从而推动中长期可持续的经济及公共财政的健康发展，或是形成一个不稳定或不可预测的营商环境，造成经济、财政失衡以及在无外源性冲击的情况下产生大幅修正的风险；（2）制度和政策如何应对内外部冲击，并支持长期经济增长和财政可持续性。

我们观察到，发达经济体中有效的政治制度可能因社会优先事项和条件的差异以及经济发展的需求而有所不同。因此，我们对发达经济体和发展中国家的政治制度分析既有共

性也有差异。

4. 金融系统风险

金融体系和资本市场风险通常是评估企业信用风险时考虑的重要因素之一，因为它们是企业运营环境的重要组成部分。我们认为与银行业和更广泛的资本市场相关的系统性风险是非主权发行人宏观环境中的重要风险因素。

我们的分析考虑司法辖区内银行体系的结构稳定性，以及固定收益和股票市场的广度和深度。在评估银行体系稳定性时，我们可能考虑整体的资本充足性、资产质量、风险管理、盈利和流动性等因素。市场参与者之间信用质量的差异也可能有助于识别系统中潜在的集中风险。我们可能还考虑影子市场或非传统银行体系的规模、增长表现及脆弱性，包括中介机构，它们无需受到与持牌银行和非银行金融机构相同水平的监管。中介机构产品包括证券化结构产品、理财产品和其他作为储户/投资者和借款人/企业之间的桥梁的计划。

除银行体系外，我们还对国家的债券和股票市场进行分析。这旨在解决与企业相关的市场、利率和流动性风险。企业依赖公开固定收益和股票市场进行融资，资本市场的稳定性对企业资本结构的韧性至关重要。在分析过程中，我们可能会评估一个国家债券和股票市场的相对规模，比较对象包括 GDP、新上市发行产品的可获得性、发行人的多样化，以及流动性，如买卖价差和二级市场交易量。

（二）行业风险状况的评估

每个行业都有其独特的竞争性质和周期性，不同行业之间的差异很大。为充分反映这种差异，以及反映行业特性对其业内所有企业经营的影响，我们对工商企业按照行业进行分类，并采用 5 分制对每个行业的风险进行评估打分，“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。

对于行业风险状况重点考察六个子因素：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。每个子因素评估结果分为“高风险”、“中等风险”和“低风险”三个等级，然后综合得出行业风险得分。行业风险评分适用于所有在该行业经营的企业，对于跨多个行业的企业，中证鹏元采用加权平均法，将不同行业的风险得分结合起来，得出一个加权平均行业风险评分，权重通常由企业从各个行业产生的利润或收入占比决定。

表 1 行业风险状况评估指标

评价要素	评价指标	评估说明
行业风险状况	集中风险	每个子因素都以高、中、低三个等级评估；所有的评估都是相对于其他行业而言的，而不是绝对的风险。
	进入壁垒	
	发展前景	
	盈利水平与趋势	
	替代风险	
	周期性风险	

（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	20%
	产品、服务和技术	20%
	品牌形象和市场份额	15%
	经营效率	25%
	业务多样性	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”。

1. 经营规模

历史经验和研究表明，规模更大、业务更成熟的企业，在经济下行周期中往往表现出比小规模、新兴的初创企业更强的生存能力。这主要是由于规模更大、业务更成熟的企业通常拥有更广泛的销售网络和分销渠道，与客户、供应商及金融机构有更长时间和更稳定的合作关系。因此，中证鹏元认为经营规模越大，企业面临的信用风险相对越低。

经营规模可以从多个方面进行评估，一些企业拥有庞大的固定资产、销售和分销网络，但收入和利润却较低；而一些企业可能销售额很大，但固定资产规模却不大。为正确评估

经营规模，中证鹏元通常以收入、经营性现金流等作为主要考量因素，并结合行业特征设定各行业的评价指标和标准。

中证鹏元采用 7 分制对经营规模进行评估，“7”为最高分，具有最大规模，“1”为最低分，具有最小规模。

2. 产品、服务和技术

企业在市场上是否具有竞争力，往往反映在与其竞争对手相比它为客户提供的产品和服务上。如果一家企业的产品和服务是必不可少的、不可替代的，或在市场上的竞争力非常强，那么这家企业就会对其客户和供应商拥有更强的议价能力，并拥有比竞争对手更强的竞争优势。中证鹏元从以下几个方面对企业的产品和服务进行评估：产品创新及其路径、产品和服务的质量、产品和服务的价格溢价。

企业的技术创新通常是其未来竞争优势的源泉。几十年来，技术对所有行业、所有产品和服务都变得越来越重要，无论是在工业制造、工程建筑还是消费品领域。产品创新通常是由企业与其同行相比的技术优势驱动的。在评估产品、服务和技术时，中证鹏元不仅考虑行业内的产品和服务供应，而且还将跨行业比较，判断潜在的替代风险。对于某些夕阳产业，如果整个行业都不受欢迎了，那么不管一家企业在质量上比同行优秀多少，行业内的所有企业可能都将被赋予一个较低的产品、服务和技术得分。

我们评估技术优势不仅基于在同行业内比较不同企业的相对水平，还会基于绝对水平比较一个行业在各行业中产品和服务的技术含量，特别是当这些技术优势可以明显提高行业产品和服务的竞争力和进入壁垒时。

表 3 产品、服务和技术评分标准

评分	标准
7	该公司的产品和服务是必不可少的、难以替代的、十分令人满意的，该公司是技术领导者，行业标准的制定者，并掌握着大多数关键的行业专利。公司的竞争对手在很长一段时间内都难以缩小技术和质量差距。
6	该公司的产品和服务是必不可少的，也是令人满意的，与拥有各种专利保护的绝大多数竞争对手相比，该公司拥有巨大的技术优势。在可预见的未来，公司的竞争对手难以缩小技术和质量差距。
5	该公司的产品和服务在行业中很重要，在某些方面，该公司是技术创新者，拥有一些专利保护。然而，该公司的技术领先地位并不突出，并需要付出很大努力才能保持其在行业中的地位。
4	该公司的产品和服务是通用的，存在替代风险，在某些方面，该公司是技术创新者，拥有一些专利保护。然而，该公司的技术领先优势并不突出，并需要付出很大努力才能保持其在行业中的地位。

3	该公司的产品和服务是通用的和可替代的，在某些方面，该公司是技术的跟随者，几乎没有专利保护。该公司在跟上技术发展方面面临挑战。
2	该公司的产品和服务很容易被取代，而且该公司在各个方面都是技术跟随者，没有专利保护。该公司明显落后于行业的技术发展。
1	该公司的产品和服务已经过时，该公司使用了其他公司的技术。该公司越来越落后于行业的技术发展，没有赶超的希望。

3. 品牌形象和市场份额

中证鹏元认为，在信息时代，品牌在企业商业活动中扮演着重要的角色，品牌形象是企业的一项重要无形资产，可以帮助树立或摧毁一家企业在市场上的地位。中证鹏元将品牌形象作为企业竞争力的重要评价因素，对企业品牌形象的评价不仅体现在其产品品牌上，也体现在企业自身的品牌形象上。一个被高度认可的产品或企业品牌往往会吸引消费者和增强客户的信心，有助于企业的长远发展。

企业的竞争优势也可以通过其产品和服务的市场份额来衡量，中证鹏元认为，市场份额越高的企业，其竞争力往往越强。在垄断或双头垄断市场中，市场份额的集中度往往很高，如果领导者的市场份额预期被认为是可持续的，那么我们通常会给这一子因素较高的得分。对于市场份额高度分散的行业，没有企业相对于竞争对手有明显的优势，因此我们通常会在这子因素上赋予该行业所有企业低分。然而，我们可能会给从全球层面上来看市场份额很小但在其经营所在区域有优势的企业更高的分数。

表 4 品牌形象和市场份额评分标准

评分	标准
7	极高的品牌知名度和客户粘性，给竞争对手创造了难以逾越的障碍。市场份额占主导地位，并以很大的优势领先于竞争对手，因此在可预见的未来不会面临挑战性的竞争。
6	非常高的品牌知名度和客户粘性，给竞争对手创造了非常强的障碍。拥有领先的市场份额并在可预见的未来是可持续的，稳固的优势领先于竞争对手，但一些竞争对手紧随其后。
5	较高的品牌知名度和客户粘性，给竞争对手创造了较强的障碍。市场份额方面的领先者之一，但如果技术趋势、市场条件或客户偏好对公司不利，公司可能会退出领先团队。
4	适度的品牌知名度和一定的客户粘性，给竞争对手创造了一些障碍。该公司在市场份额方面并不处于领先地位，但紧随其后，没有任何落后的迹象。该公司能够跟上市场发展并保持其市场份额。

3	品牌知名度低，客户粘性不高，竞争对手可以通过一些努力来取代公司。市场份额很小，如果公司不能跟上市场发展的步伐或竞争对手加大力度从公司手中夺取市场份额，则公司的市场份额可能无法保持。
2	品牌知名度很低，没有客户粘性，竞争充分。市场份额很小，如果竞争对手进入其市场，则公司的市场份额将无法持续。该公司无法创造太多有效的障碍来威慑竞争对手。
1	没有品牌知名度，没有客户粘性，竞争充分。可忽略的市场份额，如果竞争对手进入其市场，则公司的市场份额将无法持续。该公司无法创造任何有效的障碍来威慑竞争对手。

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。虽然衡量经营效率的方法可能因行业不同而有所不同，但中证鹏元认为所有公司都有三个共同的衡量因素：总成本优势、成本结构的灵活性以及营运资本管理能力。

低于行业平均成本通常表明即使在经济低迷周期企业也有能力创造利润，较高的成本则往往直接导致盈利能力（利润率）较低，并使企业容易受到市场舆情或周期波动的影响。除了总成本优势，了解企业成本结构的灵活性（即固定成本和可变成本的弹性）也是至关重要的，较高的固定成本通常意味着在困难时期降低成本的灵活性较低，削弱了企业的竞争力和生存能力。

对于营运资本管理能力，我们考察营运资本周转率，这是衡量一家企业如何管理其营运资金流入和流出的重要指标，揭示了企业管理其流动性和资本效率的能力。在某些情况下，管理营运资本的过程可能比营运资本周转率本身在我们的评级分析中更为重要。由于不同行业的特性，营运资本周转率通常在行业之间差异很大，中证鹏元认为跨行业比较通常不具可比性。

表 5 经营效率评分标准

评分	标准
7	公司的成本是行业内最低的，盈利能力也因此在同业中持续最高。在周期性衰退中，持续表现出卓越的固定成本和可变成本管理能力和最佳的营运资金管理能力和净营业周期在行业内持续最优。
6	公司的成本结构在行业中处于高水平，盈利能力也因此持续远高于行业平均水平。在周期性衰退中，持续表现出强大的固定成本和可变成本管理能力和强大的营运资金管理能力和净营业周期在行业内持续是顶尖的。
5	公司的成本结构优于行业平均水平，盈利能力也因此持续高于行业平均水平。在周期性衰退中，持续表现出高于行业平均水平的固定成本和可变成本管理能力和良好的营运资金管理能力和净营业周期在行业内持续高于平均水平。

4	公司的成本结构在行业中处于平均水平，盈利能力也因此在同业中处于平均水平。在周期性衰退中，持续表现出行业平均水平的固定成本和可变成本管理能力和净营业周期在行业内处于平均水平。
3	公司的成本结构比行业平均水平弱，盈利能力也因此持续低于行业平均水平。在周期性衰退中，固定成本和可变成本管理能力和一般的营运资金管理能力和净营业周期在行业内持续弱于平均水平。
2	公司的成本结构比行业内大多数企业都差，盈利能力也因此持续低下。在周期性衰退中，固定成本和可变成本管理能力和营运资金管理能力和净营业周期在行业内持续较差。
1	公司的成本结构是行业内最糟糕的，盈利能力也因此持续最低。无法在周期性衰退中管理固定成本和可变成本。最弱的营运资金管理能力和净营业周期在行业内始终是最差的。

5. 业务多样性

一般认为，如果一家企业有多条业务线，各业务线分别处于不同的商业周期中，且各业务之间没有或存在较低的相关性，那么它比单一业务线的企业拥有更强的抵御特定行业衰退的能力，因为其他业务活动产生的现金流通常可以缓冲企业的资金压力。中证鹏元认为，与单一业务的企业相比，拥有更多不相关或低相关业务线的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，中证鹏元还考虑产品多样性、地域多样性、客户和供应商多样性的实现情况。

表 6 业务多样性评分标准

评分	标准
7	公司至少有五条明确定义且不相关的业务线，充分实现了业务多样性、地域多样性、产品多样性、供应商多样性、客户多样性。
6	公司至少有四条明确定义且不相关的业务线，充分实现了业务多样性、地域多样性、产品多样性、供应商多样性、客户多样性。
5	公司至少有第三条明确定义且不相关的业务线，充分实现了业务多样性、地域多样性、产品多样性、供应商多样性、客户多样性。
4	公司至少有两条明确定义且不相关的业务线，在较大程度上实现了业务多样性、地域多样性、产品多样性、供应商多样性、客户多样性。
3	公司在业务多样性、地域多样性、产品多样性、供应商多样性、客户多样性这五类多样性方面，有三类在较大程度上实现了。
2	公司在业务多样性、地域多样性、产品多样性、供应商多样性、客户多样性这五类多样性方面，有两类在一定程度上实现了。

1

公司在业务多样性、地域多样性、产品多样性、供应商多样性、客户多样性这五类多样性方面，有一类在一定程度上实现了或没有实现。

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。中证鹏元通过分析企业基于现金流的杠杆水平、财务波动性、债务结构、财务政策以及与同行业企业的盈利能力进行比较，对企业的财务状况进行评估。

中证鹏元主要考察 4 个核心杠杆状况指标，分别为净债务/EBITDA、FFO/净债务、EBITDA 利息保障倍数、总债务/总资本，以及两个非核心杠杆状况指标，即经营活动产生的现金流（OCF）/净债务、自由现金流（FCF）/净债务；同时还考察两个核心盈利状况指标，分别为 EBITDA 利润率和资本回报率（ROIC）。

上述 8 个指标均基于 4 年的加权平均值进行评估，T-2 年、T-1 年、T 年、T+1 年权重分别为 20%、20%、30%、30%，其中 T 年代表当前年份。然而，当企业经历重大转型或企业结构发生变化时，如并购、大额一次性的投资支出或股息支付等，历史财务数据可能无法恰当反映其未来的状况，中证鹏元将分别对当前年份及随后未来两年应用 40%、30%、30% 的权重。各财务指标的计算公式由中证鹏元进行定义，并且所有指标都是按照经中证鹏元调整后¹的财务数据进行计算。

如果企业处于特别波动的行业，或预计在未来几年将经历非常高的现金流不确定性，或者由于某种原因某些年份的财务表现与评级无关，则允许评审委员会调整权重，以真实反映企业财务实力和信用状况。

（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和盈利状况的评估结果结合起来，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，通过构建二维矩阵得出财务状况评分。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

¹ 由于国际财务报告准则（IFRS）、美国通用会计准则（US GAAP）、中国会计准则（CAS）和其他会计准则之间存在显著差异。为确保对不同企业的分析完全可比，我们使用一套预定义的规则调整企业报告的财务数据，然后在同一基础上比较它们的财务指标。

线性关系。因此，中证鹏元采用级别微调的方法来修正杠杆状况，根据企业盈利状况上调或下调杠杆状况从而得出财务状况。

表 7 各评估指标及权重

子要素	指标	权重
杠杆状况	净债务/EBITDA	30%
	FFO/净债务	20%
	EBITDA利息保障倍数	30%
	总债务/总资本	20%
盈利状况	EBITDA利润率	--
	资本回报率	--

（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，其中赋予净债务/EBITDA、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 8。

表 8 杠杆状况指标评分标准

字母等级	数字等级	净债务/EBITDA (X)		FFO/净债务 (%)		EBITDA利息覆盖倍数 (X)		总债务/总资本 (%)	
		下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
aaa	18	--	0.00	65	--	20	--	0	15
aa+	17	0.00	0.67	60	65	18	20	15	20
aa	16	0.67	1.00	56	60	16	18	20	23
aa-	15	1.00	1.33	52	56	14	16	23	27
a+	14	1.33	1.67	48	52	12	14	27	30
a	13	1.67	2.00	44	48	10	12	30	33
a-	12	2.00	2.33	40	44	9	10	33	37
bbb+	11	2.33	2.67	36	40	8	9	37	40
bbb	10	2.67	3.00	32	36	7	8	40	43
bbb-	9	3.00	3.33	28	32	6	7	43	47
bb+	8	3.33	3.67	24	28	5	6	47	50

bb	7	3.67	4.00	20	24	4	5	50	53
bb-	6	4.00	4.50	16	20	3	4	53	57
b+	5	4.50	5.00	12	16	2	3	57	60
b	4	5.00	5.50	8	12	1.5	2	60	63
b-	3	5.50	6.00	0	8	1	1.5	63	67
ccc+	2	6.00	7.00	-3	0	0.5	1	67	70
ccc/ccc-	1	7.00	--	--	-3	--	0.5	70	--

注：如受评主体 EBITDA 为 0 或负值，净债务/EBITDA 不适用于该评分标准；如受评主体净债务为 0 或负值，FFO/净债务不适用于该评分标准；如受评主体利息支出为 0，EBITDA 利息保障倍数不适用于该评分标准。

（三）杠杆状况调整因素

基于上述四个核心财务杠杆比率得到的初步杠杆状况得分揭示了企业的财务风险，但它们并没有考虑企业债务结构（如短期债务集中度）和财务政策（如管理层的财务激进程度）将如何影响企业未来的财务表现。为了得出最终的杠杆状况得分，中证鹏元根据以下五个调整因素对初步杠杆状况得分进行微调：现金流变化、债务结构、财务政策、财务波动性和表外投资。

1. 现金流变化

尽管 EBITDA 和 FFO 是企业产生经营现金流能力的良好反映，但它并不包括不同企业的营运资本管理、投资需求、资产处置和股利政策。经营活动产生的现金流（OCF）通过营运资本管理将具有相同 FFO 的企业区分开来，自由现金流（FCF）衡量的是考虑持续的资本支出后现金流。这两个比率虽然比 FFO 的波动性更大，但准确使用能更好地反映了企业的现金需求和偿债能力。因此，中证鹏元还将 OCF/ 净债务和 FCF/ 净债务作为财务杠杆初步评估的调整项。

尽管这两个现金流比率不是我们评估企业财务杠杆的核心指标，但是它们也揭示了大量关于企业财务表现的信息。如果这两个比率与初步评估结果相矛盾或表现出较大差异，我们将考虑这种差异的性质，并可能调整杠杆状况评分，最多可上下调整 2 个等级。

2. 债务结构

中证鹏元从三个方面对企业的债务结构进行评估：短期债务集中度、外币债务敞口和利率风险，其中短期债务集中度是评估的关键和驱动因素。如果企业的短期债务占总债务的 50% 以下，债务结构评估将是“中性”的；如果该比率在 50-80% 之间，债务结构为“消极”；如果该比率超过 80%，债务结构评估将是“非常消极”。需要注意的是，即使短期

债务集中度在 50%以下，但如果企业有较大的外币债务风险敞口，债务结构评估结果仍可能是消极的。

在考察外币债务风险敞口时，中证鹏元主要关注企业有多少债务是以外币计价的，以及能产生多少外币现金流以偿还外币负债。在外币债务与外币现金流不匹配的情况下，中证鹏元将进一步评估该企业获得新的外币借款或资本市场融资的可能性。外币债务与现金流之间较大的不匹配度，将导致对外币债务风险敞口的负面评估。

最后，利率风险敞口也是一个重要考虑因素。对于那些持有大量可变利率债务的企业，中证鹏元在假设利率上升情景下对其利息偿付能力进行压力测试。如果评审委员会认为在利率变化时指标值大幅下滑，则可能会下调债务结构评估结果。

3. 财务政策

基于现金流评估和财务比率的标准假设的财务风险分析并不完全能够捕捉到企业运营中可能出现的所有信用风险，一家企业突然的并购行为和投资决策经常改变其资产负债表和未来现金流，如果这些决定和行为超出了我们的标准假设，它将对评级产生很大的影响，因此，中证鹏元关注企业的财务政策。我们主要从以下方面对企业的财务政策进行评估：管理层对企业财务杠杆水平的规划和容忍度、企业财务政策的全面性和透明度，以及管理层遵循既定财务政策的历史记录情况，此外，还可能考虑一些其他因素，如管理层与外部各方就其财务政策进行沟通的有效性，以及股东对企业短期至长期财务目标的影响。

中证鹏元将企业的财务政策分为积极、中性和消极三类进行评估。

结合债务结构和财务政策评估结果，对杠杆状况得分进行调整。如果债务结构是中性的，而财务政策评估是积极的，那么杠杆状况可以调高 1 个等级，如果债务结构非常消极，且财务政策评估为消极，则杠杆状况可以最多下调 3 个等级。

4. 财务波动性

我们对于企业财务杠杆指标进行分析的时间范围是四年，包括两年的历史表现加上两年的财务预测。然而，历史财务表现特别是在上一次经济或行业衰退期间的表现，可以提供一些有价值的参考信息。无论企业目前的杠杆状况如何，极端情况下的杠杆水平可能更能够揭示其真实风险。例如，我们通过前述分析可能得到“a+”的杠杆状况得分，但历史上企业在四年前行业严重低迷时杠杆状况曾下降到了“b”，如果我们认为这种波动在未来很有可能重演，则可能会下调其杠杆状况得分，最多允许向下调整 3 个等级。

5. 表外投资

在大多数情况下，财务状况分析基于合并财务报表，然而，当一家企业拥有大量未合并的对外投资和资产，并且这类投资和资产在资产负债表上仅以成本或原始价值入账，如

果这类投资和资产的现行市场价值大幅超过其成本和原始价值，那么企业的资产可能被严重低估，杠杆状况可能被夸大。如果这些投资或资产可以在短时间内变现以偿还企业债务并满足企业现金需求，这些表外投资和资产对企业杠杆状况的评估来说具有正面影响。

如果满足以下条件，中证鹏元可能会上调企业的杠杆状况等级，而实际的调整数则取决于这些投资和资产的规模。

- (1) 如果表外投资和资产被清算用于偿还债务，杠杆状况可以上调一个或多个等级。
- (2) 这些投资和资产可以在合理的时间内以公允价值清算。

(四) 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，较强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。中证鹏元认为不同行业进行盈利能力的比较并不合适，例如重资产行业和轻资产行业在盈利指标上通常不具有很好的可比性，因此，我们通常在企业所处行业内进行比较评估其盈利能力。

中证鹏元采用 EBITDA 利润率和资本回报率来评估企业的盈利水平，将对企业的盈利水平进行全面评估，而不是采用加权平均的方式获取评分。除定量指标之外，还考虑企业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”。

在评估盈利水平时，为了保持不同行业企业之间的最大可比性和一致性，中证鹏元将非金融行业分为高盈利能力、中等盈利能力、低盈利能力和受监管的公用事业四类，并分别设定评分标准。中证鹏元根据表 9 的评分标准，分别评估两个定量指标。中证鹏元将对企业的盈利水平进行全面评估，而不是采用加权平均的方式获取评分。

表 9 盈利能力分析指标得分标准

数字等级	高盈利能力				中等盈利能力			
	EBITDA利润率		资本回报率		EBITDA利润率		资本回报率	
	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
5	60	-	30	-	35	-	20	-
4	45	60	20	30	25	35	15	20
3	25	45	12	20	12	25	10	15
2	12	25	8	12	8	12	5	10

1	-	12	-	8	-	8	-	5
数字等级	低盈利能力				受监管的公用事业			
	EBITDA利润率		资本回报率		EBITDA利润率		资本回报率	
	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
5	20	-	15	-	10	-	6.5	-
4	12	20	10	15	6	10	4.5	6.5
3	6	12	5	10	3	6	2.5	4.5
2	3	6	2.5	5	1	3	0.5	2.5
1	-	3	-	2.5	-	1	-	0.5

六、调整因素

指示性信用评分涵盖了不同地区、行业和业务类型的所有工商企业共同的评级因素，但有一些特定因素并不普遍适用于所有企业，因而未包含在前述评价体系内，但这些因素可能会对某些企业的信用品质或偿债能力产生重大影响。为了充分反映这些特定因素及其对信用评级的影响，中证鹏元引入调整因素来修正指示性信用评分，进而得出工商企业的个体信用状况。中证鹏元考虑的调整因素共有三个，分别是公司结构和治理、流动性和补充调整。

1. 公司结构和治理

在一个日益全球化的世界中，企业经常在多个地区和司法管辖区运营，即使在一个国家内，其业务活动也变得越来越复杂和精细。然而，有些企业出于各种原因采用了复杂的公司结构。随着公司结构复杂性的增加，中证鹏元认为其所发行债券的法律复杂性和违约回收率变得越来越不确定。如果认为某企业存在重大的公司结构风险，我们将可能下调其指示性信用得分。

公司治理是评估公司结构和治理的另一个关键因素。主要考察以下几个要素：董事会和管理层的有效性和独立性、董事会对管理层的监督、公司管理层的诚信度、管理层的战略和执行力、管理层将战略与业务定位匹配的能力等。

如果公司结构和公司治理都被评估为负面，中证鹏元可能会将指示性信用评分下调最多两个等级。

2. 流动性

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，其违约风险可能不一定很高；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，其也可能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。

中证鹏元采用速动比率和现金流流动比率两个指标作为评估的起点，并根据企业的其他潜在流动性来源进行调整，以得出最终评估结果。我们根据7分制评分体系对企业的流动性进行评估，其中“7”代表最佳的流动性状况，得分最高，“1”代表最弱的流动性状况，得分最低。流动性评估结果分别为“优秀（7）”、“非常强（6）”、“强（5）”、“中等（4）”、“弱（3）”、“相当弱（2）”和“极其弱（1）”。

速动比率和现金流流动比率两个指标的评分标准见表10。在评估流动性时，中证鹏元将分别对这两个指标进行分析，并根据各指标提示的信息得出结论，而不是简单将这两个指标通过算术方式结合起来分析。

表10 流动性状况分析比率指标

流动性状况等级	速动比率		现金流流动比率	
	下限	上限	下限	上限
(7) 优秀	2.5	-	2.0	-
(6) 非常强	2.1	2.5	1.8	2.0
(5) 强	1.7	2.1	1.5	1.8
(4) 中等	1.3	1.7	1.2	1.5
(3) 弱	0.9	1.3	1.0	1.2
(2) 相当弱	0.5	0.9	0.6	1.0
(1) 极其弱	-	0.5	-	0.6

上述两个指标仅作为流动性评估的起点，中证鹏元还将考虑其他因素，如公司与金融机构的关系和进入资本市场的机会、未使用银行授信、在投资者及监管机构中的声誉、可以迅速变现的未并表的长期投资等，这些额外的考虑因素可能会修正流动性初步评估结果。

流动性状况评估可能会向上或向下调整指示性信用评分等级，流动性状况对指示性信用评分的影响是非线性的，并可能会限制企业的个体信用状况上限。

3. 补充调整

补充调整是中证鹏元决定工商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。补充调整涉及对工商企业信用风险状况的全面检视，可能将指示性信用评分上调 1 个等级，或者下调 1 个等级，如补充调整的评估结果为中性则不调整指示性信用评分。

在运用评分表进行打分时，中证鹏元将每一项指标的打分落在一个区间范围内，存在一系列可能的取值，每一项指标打分都可能落在区间范围的上、中、下部分，个体信用状况也会因此落在区间范围的上、中、下部分。为了反映同业比较，如果我们认为企业的个体信用状况位于排名范围相对高的位置，则将指示性信用评分上调 1 个等级，如果认为个体信用状况位于排名范围内相对低的位置，则下调 1 个等级，如果认为个体信用状况位于排名范围的中间，则不作调整。

此外，中证鹏元还考虑在指示性信用评分评估中尚未涵盖的其他因素，这些因素通常是较不常见的信用风险特征，可能会对某些企业产生正面或负面的影响，这些因素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，中证鹏元对工商企业自身信用质量的评估，需注意的，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“d”的符号序列表示，这与企业主体信用等级“AAA”与“D”的符号序列相对应。

八、外部特殊支持

外部特殊支持是指工商企业面临债务困难时，其可能从母公司、政府或相关单位获得的临时性、特定性的支持。中证鹏元对外部特殊支持的评估侧重于两个部分：（1）受评企业对支持方（无论是母公司还是政府）的战略重要性和联系，这将决定支持方的支持意愿；（2）支持方自身的信用实力，通常决定了它可以向受评企业提供多少支持。外部特殊支持可能在个体信用状况的基础上提升一个甚至多个等级，进而得到企业的主体信用评级。

中证鹏元按照 5 分制评分体系评估母公司的支持意愿：“几乎肯定”、“极其强”、“强”、“中等”和“低”。按照 7 分制评分体系评估政府的支持意愿：“几乎肯定”、“极其强”、“非常强”、“强”、“中强”、“中等”和“低”。

中证鹏元采用自上而下和自下而上的方法来确定来自母公司或政府的支持可能带来的等级提升。对于支持意愿较高的，我们通常采用自上而下的方法，对于支持意愿较低的，通常采用自下而上的方法。

九、本评级方法与模型的局限性

1. 本评级方法与模型的构建基于历史数据，但工商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，因此本评级方法与模型对工商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. 本评级方法与模型可能需要结合其他相关的方法论以及分析师和评审委员会的分析判断，从而形成对工商企业的评估。在评级作业中我们尽可能确保方法论应用的一致性，但是在评估特定企业的信用风险时可能出现方法论偏差。

3. 本评级方法与模型设置了大量的评级指标和评级考察因素，在评级应用时依赖于受评企业的积极配合，包括提供评级模型所需信息，如受评企业所提供信息存在完整性和准确性偏差，将会对评级结果产生影响。

4. 本评级方法与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。