

## 联合资信主体评级方法总论

信用评级是指信用评级机构按照规范化的程序，采用一定的分析技术，给出关于受评对象的信用风险的判断意见，并将结果用一个简单的符号表示出来。按照评级对象的不同，信用评级可分为主体评级（发行人评级）和债项评级两种。主体信用评级是对受评对象如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，评定的等级代表其长期的违约可能性；债项信用评级是指对发行人发行的债务融资工具或金融产品的评级，评定的是该债务融资工具或金融产品违约可能性及违约损失的严重性。本文主要就工商企业主体的评级方法进行介绍，金融机构等主体评级方法参见其他相关文件。

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约率的大小。受评主体违约率的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。由于企业债务偿还发生在未来，企业未来发展情况会引发企业债务数量的变化，所以主体评级所说的债务不单纯指企业目前帐面上所需偿还的债务，还包括企业因为经营和竞争的压力所必须承担的资本支出等方面的债务安排。

企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。在相同财务风险的情况下，经营风险低的受评主体所获得的信用级别会高于经营风险高的受评主体；同样，经营风险相同的情况下，财务风险低的受评主体其所获得的信用级别也会高于财务风险高的受评主体。

企业经营风险的高低受多种因素的影响，主要从以下几个方面来加以分析：

**产业背景：**每一个产业都处于一定的宏观经济环境之中，产业的发展与整个宏观经济的运行密切相关，宏观经济运行的变化会对产业需求、产业政策的变化产生决定性的影响。同时，任何企业都处于一定产业环境之中，产业竞争程度的大小，产业政策的变化情况，产业地位的高低都会对产业内的企业的经营稳定性产生较大的影响。主体评级中的产业分析重点是分析产业本身的风险特征，判断宏观经济运行对产业本身的影响，进而判断产业本身的特征及其未来发展变化趋势对产业内部的企业的影响及其程度。包括产业的供求现状及前景、行业集中度、行业竞争、产业在上下游产业链中的地位、产业政策变化趋势，判断产业现状及其未来发展变化趋势对整个产业内企业未来盈利前景、现金流状况、资本支出规模等方面的影响。

**企业基本素质及竞争能力：**受评主体是偿还债务的真正主体，因此受评主体的基本素质和竞争能力的强弱是判断企业未来经营状况的关键，也是影响其未来经营风险的关键。企业基础素质越高、竞争能力越强，在产业状况正常时，企业获利能力将明显优于行业内的其他企业，在产业状况恶化时，企业的抗风险能力也将优于行业内部的其他企业。主体评级中的企业基本素质及竞争能力的重点主要是分析企业在受评主体的法律地位、企业规模、企业的研发能力、人员素质、技术装备水平、所属区域的经济环境、外部支持（股东、政府）等方面的情况，判断企业在这些方面与同行业的其他企业相比的优势与不足，从而判断企业抗风险能力的强弱。

**企业经营分析：**企业经营业务范围、提供产品的多样化程度、公司顾客在经济上和地理上的多样化、厂房、设备以及需要投入的资金等都对企业未来经营状况产生重大影响。主体评级中的企业经营分析的重点主要是分析企业在经营策略、历史经营业绩、经营效率、经营领域、经营中风险因素、销售策略与市场网络、产品市场竞争力等方面的变现情况，判断企业在经营中是否存在潜在的风险因素，分析企业通过经营把企业现有的资源转化成盈利能力及其未来的发展趋势。

**企业管理：**企业管理是决定受评对象未来经营风险的最重要因素之一，因为一个企业是否具有产生足够现金以偿还债务的能力最终取决于管理层及其管理体系能否最大限度地利用现存资源和市场机遇，同时，企业管理制度及其执行情况也会对企业的整体运营状况和未来发展前景产生较大的影响。主体评级中的企业管理分析的重点主要是分析企业在法人治理结构、企业组织机构、人力资源管理、基础管理、资金与财务管理、对分子公司的管理等方面的情况。

**企业战略：**企业的发展计划能够对其经营的稳定性和成长性产生重要影响。企业有效合理的发展计划可以使其在原有经营的基础上不断壮大成长；而不合理的发展计划不但不能使企业成长，甚至可能威胁到企业目前的经营基础，从而影响到其经营的稳定性。主体评级中的企业战略分析的重点主要是分析企业在未来经营发展策略、重大投资项目、影响企业发展的重大事项等方面的情况。判断企业未来的发展战略对企业未来盈利、资本支出、债务负担等方面的影响及其程度。

对受评主体财务风险的评价一般主要考察以下几个方面：

**资产质量：**资产质量的分析是判断企业财务风险的起点，企业资产质量越高，短期支付能力越强，资产的长期运营效果也将越好，未来资本支出的压力也将越小，企业的整体财务风险也会相对较低。资产质量分析重点是分析企业流动资产中应收项目、存货和非流动资产中在建工程、固定资产的质量，判断企业资产的真实性和完整性。

**资本结构：**企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高；同时债务结构不合理的企业也有可能引发阶段性的财务危机或者导致不必要的资金成本浪费。资本结构的分析重点是分析企业在资产负债率、有息债务负担、债务结构、资产结构与负债结构的配比状况等方面的情况，判断企业债务负担的轻重和债务支付结构与收入之间的配比程度。

**盈利能力：**企业盈利能力的强弱是决定企业未来债务偿还能力的基础，一般来说盈利能力强的企业其承受相同债务压力的情况下，财务风险相对较低，而盈利能力弱的企业财务风险相对较高。盈利能力的分析重点是分析企业在主营业务毛利率、营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率等方面的情况，同时要重点区分经营性资产收益和非经营性资产收益的差异，由于非经营性资产收益的稳定性较差，一般应将非经营性资产的收益从企业的整体收益中剥离出来单独分析。

**现金流状况：**经营性现金流是企业债务偿还的最终来源，盈利能力再强的企业，如果现金流状况较差，都无法对需要偿还的债务形成有效的保障。现金流分析中要分析企业经营、投资、筹资性现金流方面的情况。经营性现金流重点是分析企业非付现成本在现金流中的比例，应收应付项目、存货等因素对企业现金流的影响，判断企业经营性现金流的构成及其稳定性。投资活动现金流重点是分析企业未来投资规模的大小。筹资性现金流重点是分析企业自身融资能力所能支撑的未来融资空间，以及历史企业筹资的能力。

**偿债能力：**偿债能力是量度企业偿还债务和企业财务风险的综合指标，是判断企业财务风险的关键。偿债能力主要分析企业短期偿债能力和长期偿债能力的强弱。短期偿债能力的分析重点是分析企业的流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债，同时要区分短期债务偿还压力的大小，盈利能力强、规模大的企业短期债务更多只是需要短期周转，分析重点是判断企业有足够的保障短期债务周转资金的需要，而盈利能力弱、规模小的企业短期债务的偿还压力会比较大，应分析企业短期筹集资金能力对短期债务偿还的保障程度。长期偿债能力的分析应分析企业当前和未来的盈利及现金流状况对企业当前债务及未来资本支出的保障程度，重点应分析企业经营性现金流、EDITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般的意义上讲，从企业的目前状态和历史表现，再结合未来一些特别的重要因素，是可以预测企业未来的发展状况和财务状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从评级方法上来看，大多数评级机构都会以定性分析和定量分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断，其中对企业经营风险的判断主要以定性分析为主，对财务风险的判断主要以定量分析为主。

总体上来看，主体评级主要是考察受评主体过去和当前经营管理状况和财务状况，结合宏观产业状况变化趋势和企业发展战略来预测企业未来一段时间内经营风险和财务风险的大小，然后综合判断受评主体对其债务偿还的违约概率，并最终确定受评主体的信用级别，其评级框架如图 1-1 所示。

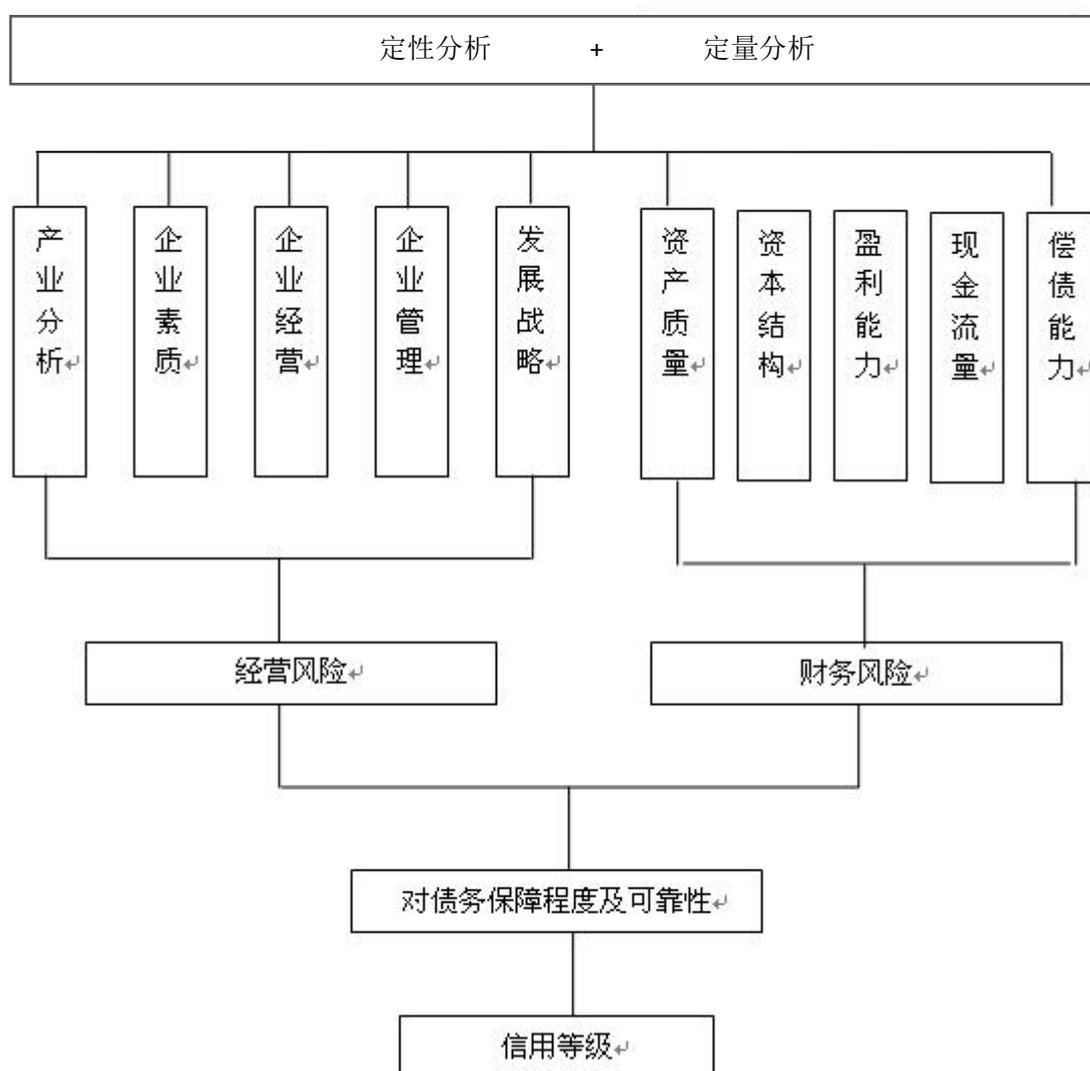


图 1-1 : 企业主体评级框架图