

多元化企业 主体信用评级方法

作者：联合资信 工商企业一部

2018.03.30



多元化企业主体信用评级方法

作者：联合资信 工商企业一部

主体信用评级也称债务人评级、发行人评级，是以企业或经济主体为对象进行的信用评级。主体信用评级是对企业如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，即主体违约可能性（概率）的评估。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定企业的信用等级。本方法列举了判断多元化企业主体信用风险的主要评级要素，是评定多元化企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖多元化企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。多元化企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

一、适用范围

联合资信多元化企业主体信用评级方法适用于主营业务涉及四个业务板块以上、且单一业务板块营业收入或营业利润贡献比重不超过 30% 的企业。本办法不适用于金融控股公司。

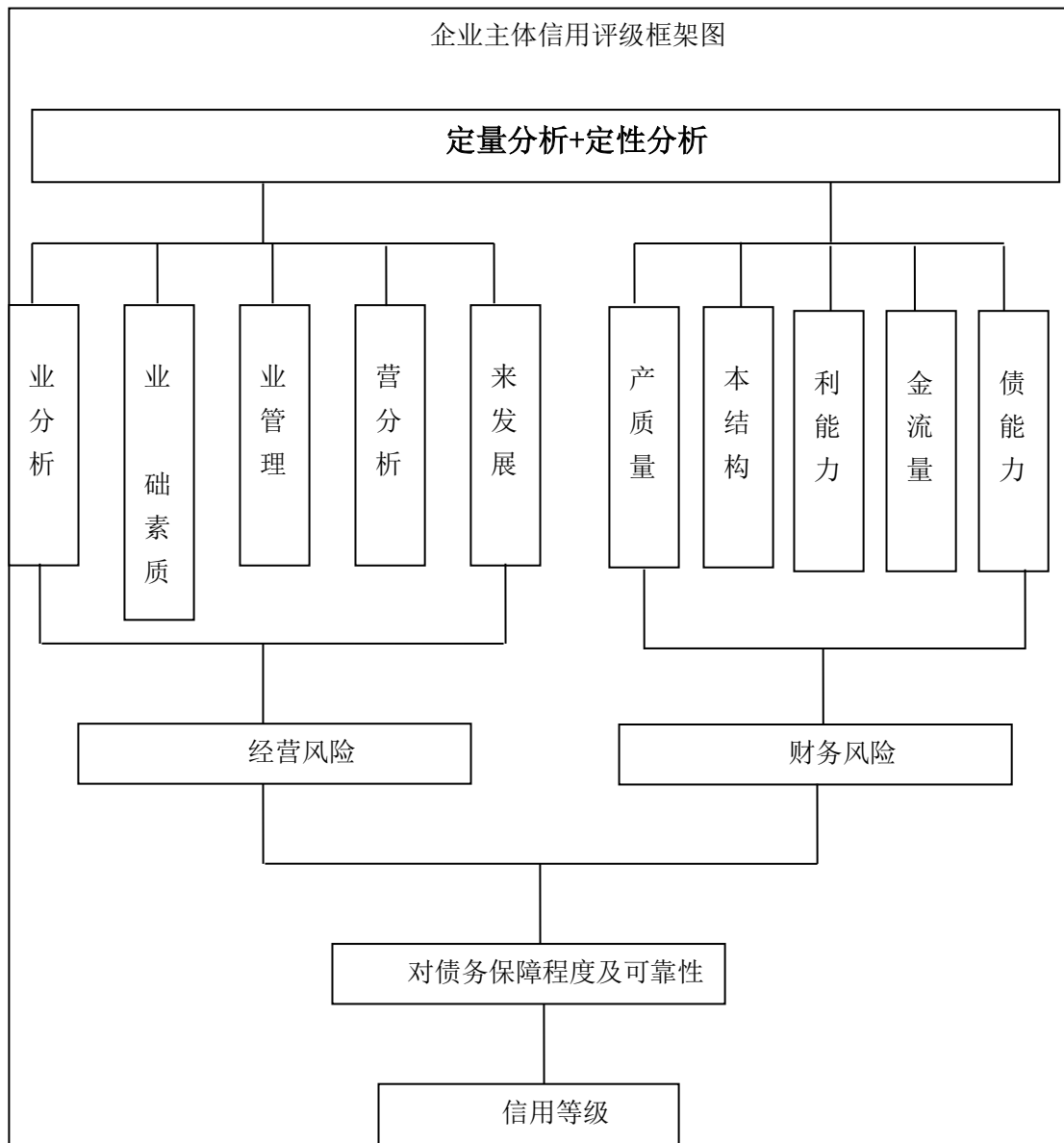
二、评级框架

主体信用评级是对企业如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价企业长期违约率的大小。企业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。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，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

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。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对多元化企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出企业的信用等级。其中，

经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。



三、评级要素

（一）经营风险

1、行业分析

多元化企业经营格局至少涉及四个行业，行业分析应重点关注对营业收入或营业利润贡

献超过 20%的业务板块所属行业，关注行业之间的关联度、风险分散程度等，并从以下方面展开分析：

行业概况

对行业特征、行业发展、行业在国民经济中的地位与贡献进行分析。

行业环境

近期行业所处宏观环境、行业监管与行业政策（包括环保政策）的主要动向及对行业发展的影响分析。

行业周期性及目前所处阶段

分析行业现阶段所处周期性阶段，主要经济技术指标的波动情况，包括收入的周期性、利润的周期性状态等，得出行业所处或将达到的周期性阶段。

行业竞争态势分析

未来行业准入壁垒、行业竞争格局的分析；行业替代品的分析；对细分行业竞争态势的分析，对行业区域布局及特征的分析。

行业增长与盈利能力趋势分析

对近期行业增长趋势的分析，如收入增长趋势、行业利润增长趋势，盈利能力态势分析；对近期影响行业增长的上、下游行业发展需求与供给因素、集中度分析；对细分行业供给与需求的分析；对行业区域布局及特征的分析等。

行业杠杆与偿债能力

根据近期行业经营杠杆水平变化、财务杠杆水平变化、偿债能力变化以及变化趋势对行业的影响进行分析。

行业环境风险

结合中国各行业环境监管与保护的相关政策、行业内环境风险的现状与发展，分析环境风险对于行业风险的影响程度。

2、企业基础素质

区域环境

重点分析企业所在区域经济发展状况、产业结构、资源禀赋、居民收入水平、常住人口数量等；企业重要业务所属行业在区域内发展趋势、是否存在产业集群效应及相关产业扶持政策等。

企业所有制性质

分析企业为国有企业还是民营企业。国有企业要关注是中央企业，还是地方国有企业。民营企业主要关注是否为一入所有制企业等因素；是否存在实际控制人，若无实际控制人，应进一步关注股权分散对公司经营决策稳定性的影响。

企业规模及竞争力

企业规模及竞争力分析应针对公司主营业务所涉及的重要行业进行展开。企业规模能一定程度反映公司在所处行业中的地位，规模越大的企业或具备更强对上下游、合作伙伴以及金融机构的话语权，同时规模也能直观地判断企业在行业中的序列。竞争力方面，不同行业的竞争环境区别较大，需结合行业特点对企业各板块核心竞争力进行分析，例如旅游行业竞争力主要体现在拥有景区资源的稀缺性与垄断性，消费品行业竞争力关键在于品牌、营销、渠道、产品力等。

外部支持

重点分析多元化企业获得政府支持和股东支持的可能性及支持力度：

政府支持方面：1)是否享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等方面的持续支持，判断企业获得支持力度的大小；2)是否有政府明确担保且有政府救助历史；3)公司经济或政治地位是否重要，是否为政府重点扶植企业。

股东支持方面：1)分析母公司背景和实力；2)企业在股东发展战略中所处的地位；3)获得股东注资和补贴等支持力度的大小，股东对企业利润分配的要求；4)股东是否为企业债务提供担保或其它支持。

3、企业管理

公司治理

分析涉及企业独立性、股东权利的保障、董事会独立性和运作情况、企业实际的领导体制、重大决策的制定机制、董事和高层管理人员的遴选与聘任制度、企业对高层管理人员的激励机制、监事会运作规则和运作情况等。根据企业的所有制性质，判断是否建立了与其发

展相适应的决策与监督机制。

重点分析：1) 法人治理结构是否完善；2) 董事会与管理层之间是否实现角色分离，对实际控制人的依赖程度；3) 实际控制人或董事长是否存在风险舆情、实际控制人除公司外是否有其他产业（若有，需进一步关注该产业运营情况、资金需求、债务负担及融资渠道等）、公司控制权是否存在严重纠纷；4) 管理团队的稳定性与激励机制。

对子公司的管控力度

对于主营业务依赖于下属专业子公司的多元化企业，其本部层面实际经营、财务及现金流质量通常会明显弱于合并报表层面。在本部独立信用状况较弱的情况下，企业对重要子公司的管理及财务控制能力至关重要。

管理控制方面，企业是否能够对子公司实施有效的管理并影响其管理层决策，是否能够调用子公司资源，尤其是现金流清偿母公司债务，均为判断控制力强弱的重要因素。财务控制方面，应重点分析企业是否承担集团内统一对外融资职能，是否进行集团内资金归集、归集程度与频率，对于子公司的对外投资、对外担保等重大投融资行为的控制力度。

对于全资子公司来说，企业作为唯一股东，通常认为该种情况下母公司对子公司具备完全的控制能力。

对于控股非上市子公司，应重点关注母公司对子公司董事会的控制力、子公司对各股东方的依赖情况、子公司高层管理团队的委任情况、母公司对子公司经营目标及业绩考核管理、对外投融资行为的决策流程、资金归集程度与频率等。

对于控股上市子公司，由于其作为公众企业，需维护少数股东利益，并遵守上市公司相关政策法规的规定，其经营、财务管理需具备很高的独立性，企业对其控制力度相对有限。应重点关注对控股上市子公司分红方案的影响力。

管理水平

主要考察组织机构设置是否完备，能否满足企业经营发展方向；管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，可从服务质量管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、资金管理、审计控制、信息化管理等方面进行分析。

4、经营分析

经营部分首先考察近三年公司主营业务收入构成及稳定性，确定各主营业务板块运营实体为本部还是下属专业子公司，下属子公司纳入合并范围的方式（投资新设、同一控制下企

业合并、非同一控制下企业合并等)与时点。同时,结合本部与主要子公司近三年经营业绩,判断各板块对公司主营业务收入及利润总额的贡献度。对于营业收入或利润总额贡献比重超过 20%的业务板块,应参照相应的行业评级方法对其经营模式、经营策略、历史经营业绩、经营风险等方面展开详细分析。

其次,应关注企业本部经营情况,重点分析本部是否有具体业务、近三年本部业务经营稳定性、是否为重要利润贡献来源等。

表 1 公司主要核心子公司情况

子公司名称	主营业务	持股比例	股权质押比例	最近一期资产总额	最近一期所有者权益	最近一期营业收入	最近一期利润总额

除上述关注点外,还应考察企业各业务板块之间是否存在协同及产业链关联性。板块之间较强的协同效应有助于增强公司主营业务的竞争力,例如对于同时经营贸易及制造业务的多元化企业来说,贸易环节中的规模化采购或对制造板块原材料供应及降低原材料成本提供支持,从而进一步提升产品竞争力;房地产开发业务中,企业自身在旅游、商业、产业等方面积累的运营能力能有效增强其对综合类地块的获取能力,从而通过降低土地获取成本提高盈利能力。产业链关联性方面,应重点关注各板块之间是否存在关联交易、关联交易形式、关联交易规模、关联交易定价方式与合理性、关联资金往来、合并报表层面是否已合并抵消内部交易等。

5、未来发展

发展战略方面,主要关注企业未来发展规划;重组或者收购行为,收购资金及筹措资金的手段;对企业经营预测进行分析,分析实现的可能性。

重点关注企业未来的资本支出对债务负担的影响程度,分析投资规模、资金来源、募投项目投资回报率与回收期、偿债压力等。

此外,还要重点关注企业权益增减情况,是否通过股东增资、定向增发等方式提高权益,或者通过资产剥离、股东减资等方式减少权益;关注企业新项目投产、重大合同签订情况。

(二) 财务风险

主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流、偿债能力和母公司财务报表等方面分析。

1、财务信息质量

财务信息可以反映企业的经营业绩和管理水平，财务数据准确和可靠性是进行财务分析的前提。重点关注企业近三年更换审计机构频率及审计机构从业资质；审计机构对公司财务报表出具的审计结论，若出具非标准无保留意见审计结论，应进一步分析相关事项对企业财务数据的影响；结合企业经营情况分析近三年公司会计政策及合并范围变化情况，判断财务数据的可比性。要通过对经营状况的调查分析等，进行必要的核查验证，进而判断财务信息质量。

2、资产质量

资产质量是判断财务风险的起点，需重点关注企业资产构成及稳定性，资产质量（受限情况、利用价值与增值潜力等），资产流动性和受限情况；

流动资产：主要分析货币资金、应收账款、其他应收款、存货等。针对应收账款规模较大的情况，应重点考察应收账款形成来源、集中度、账龄、坏账计提比例及实际坏账发生情况等；对于其他应收款规模较大的情况，重点考察形成原因、欠款对象是否为关联方、集中度、期限、是否计息且按时偿付本息、坏账计提比例等。

非流动资产：主要分析可供出售金融资产、长期股权投资、在建工程、固定资产质量（结合产值判断资产真实性）、投资性房地产及商誉等。其中，长期股权投资分析联/合营企业盈利情况、分红情况等；投资性房地产分析应考察计量模式为公允价值法还是成本法。对于采用公允价值法计量的企业，应判断物业估值的合理性及公允价值稳定性；对于采用成本法后续计量的企业，应重点关注历史成本入账的优质物业。针对商誉占资产构成比重较大的（占比在 15% 以上），应主要分析形成来源、近年来计提减值准备情况、主要收购子公司业绩承诺与实现情况等。

资产受限情况：关注是否存在现金类资产、股权、土地、固定资产、投资性房地产等资产抵质押情况以及受限资产占比情况。

3、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。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高。资本结构分析主要关注企业债务和权益占比情况，衡量指标主要包括长短期债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、资产负债率等。

在分析上述指标后，综合判断企业自身债务负担情况、债务期限结构与战略发展、资产结构的匹配程度、权益结构稳定性以及未来融资需求。若企业短期债务规模大，需进一步细化分析未来一年内各类债务到期分布、是否存在集中偿付压力、偿债资金来源，并结合可变现资产、授信余额、再融资环境等综合判断其短期偿债压力。

4、盈利能力

分析企业盈利能力时，应重点关注利润来源于主营业务或非经营性损益，主营业务板块的毛利率及变化趋势、期间费用控制能力、投资收益/营业外收入的稳定性以及未来趋势判断，如企业未来受行业、产业政策或其他因素的影响。若企业存在较高比例外币债务，应分析近年来汇兑损益对利润总额的影响。

5、现金流量

现金流作为清偿债务的基础，是评级分析的重点。结合企业经营中的信用政策，可分析其经营获现能力及稳定性，收入实现质量；将企业在一段时期内可支配的现金，与应偿还的全部债务相比较，可反映出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保障能力。此外，还应关注关联方往来款的记账方式。

主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、经营现金流流动负债比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等指标。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于多元化企业偿债能力的分析，主要关注以下几点：

(1) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；重点关注流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比等计算指标。

(2) 长期偿债能力，主要分析指标包括 EBITDA、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数。EBITDA 是未计利息、税项、折旧及摊销前的利润，是利

润衡量的重要指标。EBITDA 利息倍数应考虑 EBITDA 对费用化利息支出和资本化利息支出的覆盖程度，EBITDA 对利息的覆盖倍数越高，对长期债务的保护能力越强。

(3) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

7、母公司财务分析

部分多元化企业主营业务的开展依赖于下属专业子公司，母公司报表与合并报表反映出的信用水平差异大，本部存在经营规模小但由于承担集团内重要融资职能，债务负担很重。对于企业本部独立信用状况较弱的情况，母公司财务分析应重点关注资产质量与流动性、偿债能力、盈利能力、现金流等，作为风险判断的基础。若近三年存在重大资产/子公司置入置出，应关注收购资产的资金来源，收购主体以及出售重大资产的频率与目的。

资产方面，应考察货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产等流动性强或具备可抵质押能力的优质资产规模。

偿债能力方面，应考察企业本部是否承担集团内重要融资职能，债务负担与债务期限结构，同时结合本部实际可调用的偿债资产及外部资源测算短期与长期偿债压力。此外，还需重点分析本部债务资金实际用途，是用于核心子公司主营业务运营、关联方拆借、还是对外投资。若用于关联方拆借，企业占用资金是否以合理成本计息，关联方是否按时偿还利息与本金，并相应产生现金流入。

盈利能力方面，应考察本部营业收入构成、本部业务毛利率变动及原因、本部利润主要来自主营业务还是下属子公司分红、下属子公司分红的稳定性与可持续性等。

现金流方面，应考察本部经营活动现金流入量与净额规模、本部经营业务收入实现质量与稳定性、对外投资规模及收到子公司分红情况与可持续性。

8、其他重大问题

抵质押情况：是否存在股权、土地、设备、厂房等资产的抵质押，抵质押比重。

担保风险重点关注：1) 对内及对外担保规模，对外担保比率（担保责任额/所有者权益）

是否高于 30%（含），有无反担保措施；2）担保对象企业性质，是否民营企业，行业及区域集中度情况；3）被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件。

未决诉讼风险重点关注：1）诉讼涉及金额大小，是否占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失；2）因诉讼事件导致企业直接损失达到企业所有者权益的 10%（含）以上；3）诉讼可能导致公司经营受到严重影响。

关联交易风险重点关注：1）企业是否制定明确的关联交易制度，是否存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；2）企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比达到公司收入 50%以上；3）企业提供的对外担保或委托贷款中针对关联企业的占比达到 50%（含）以上。

关注企业过往债务履约情况，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

（三）主要衡量指标

评级要素		细分要素指标
行业分析	行业概况	行业在国民经济中的贡献、行业固定资产投资、细分行业供需变化、行业内企业经济效益、客户分布及消费习惯等
	行业环境	宏观经济形势、行业监管与行业政策等
	行业周期性和季节性	行业的周期性和季节性特征形成的原因和具体表现、行业现阶段所处周期性阶段，主要经济技术指标的波动情况，包括收入的周期性、利润的周期性状态等
	行业竞争	行业准入壁垒、行业竞争格局、行业替代品、细分行业竞争态势
	行业增长与盈利能力	近期行业增长趋势，如收入增长趋势、行业利润增长趋势，盈利能力态势；近期影响行业增长的上、下游行业发展需求与供给因素、集中度分析；细分行业供给与需求的分析；对行业区域布局及特征的分析
	行业环境风险	行业环境监管与保护政策、行业内环境风险现状及环境风险对行业风险的影响程度
基础素质	区域环境	区域经济发展水平、人口基数及保有量、消费结构、上下游配套情况、税收及招商政策、地区劳动力成本等
	企业所有制性质	控股股东背景、持股比例、实际控制人的认定，控股股东的股权质押情况等
	企业规模及地位	核心业务板块产业链完整度、行业排名、品牌数量及质量、销售区域覆盖、资产和收入规模、市场占有率等
	外部支持	地方经济地位、政府财政补贴、税收优惠，股东资金或资产注入、股东资源共享等
	人员素质	高管构成和稳定性，管理层从业经验和管理水平；员工的岗位、学历和年龄构成等
企业管理	公司治理	与企业独立性、股东权利的保障、董事会独立性和运作情况、企业实际的领导体制、重大决策的制定机制、董事和高层管理人员的遴选与聘任制度、高管激励机制、监事会运作规则与运作情况等

	对子公司的管控	对子公司董事会的控制情况、对子公司经营管理团队委托情况、对公司经营目标及业绩考核管理、对子公司对外投资融资行为审核机制、对子公司资金归集程度与频率等
	管理水平	组织机构设置完备性、管理职责明确性、规章制度健全程度，内部制约效果，人事管理和激励措施有效性等
经营分析	业务经营情况	企业主营业务构成及稳定性、各主营业务经营实体近三年经营业绩（包括资产总额、所有者权益、营业收入及利润总额等）、各板块利润贡献度、企业本部经营业绩、业务板块间协同与产业关联性等
	经营效率	销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数
	未来发展	项目投资情况（项目资金来源、项目建设期、预计达产后效益情况），并购和重组计划、资金筹措手段、未来规划定位的准确性和可行性等，未来权益增减变化
	其他重大事项	包括但不限于 IPO、定增、并购、企业性质或实际控制权变更、重大安全质量问题、重大海内外诉讼
	财务信息质量	审计机构延续性与从业资质、审计结论、合并报表重大变化和可比性、会计政策调整等
财务分析	资产质量	存货构成及变化趋势、存货跌价准备的计提，应收账款的账龄结构、周转效率、坏账准备的计提比例和坏账的实际发生情况，资产流动性及受限情况，外币资产规模等
	资本结构	有息债务规模及债务负担，债务结构与资产结构的匹配程度，债务偿还时间的集中程度，权益的结构及稳定性，一年内有息债务到期分布；资产负债率，长期债务资本化比率，全部债务资本化比率等
	盈利能力	主营业务收入变化及收入构成，毛利率和期间费用率、非经营性损益来源及稳定性、资产收益率、总资本收益率等
	现金流量	现金收入比、经营活动现金流净额及稳定性、各类现金流与资产负债表的勾稽关系、资金缺口等
	偿债能力	流动比率、速动比率、经营性现金流流动负债比，全部债务/EBITDA、EBITDA利息倍数，其他信用支持等
	其他重要事项	本部财务状况分析、或有事项、企业过往债务履约情况、关联交易、资产受限情况、其他表外因素等
	母公司财务分析	母公司资产质量与资产流动性、债务负担、债务结构、债务偿还时间集中程度、一年内有息债务到期分布、偿债能力、母公司盈利能力与现金流量稳定性