

# 建筑施工企业信用评级方法的比较与研究

2018.12.13



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话 010-85679696 [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com) [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

# 建筑施工企业信用评级方法的比较与研究

作者：联合资信公用事业一部

## 一、概述

本文对国内外共计九家主要评级机构的建筑施工行业评级方法进行了研究、分析与对比，涉及各家机构的评级逻辑以及评级要素等，旨在从中寻找值得借鉴与参考的信用风险分析要点。

除中债资信与东方金城外，其余机构均披露了最近两年修订过的评级方法。

表 1 目前国内外建筑施工企业评级方法出具时间

国外评级机构		国内评级机构	
评级机构	评级方法年份	评级机构	评级方法年份
穆迪	2017 年更新	联合资信/联合评级	2018 年
标普	2018 年更新	中诚信国际	2018 年
惠誉	2018 年更新	大公国际	2018 年
		新世纪	2018 年
		东方金城	2015 年
		鹏元评级	2017 年
		中债资信	2013 年

资料来源：联合资信整理

本文主要从各机构评级方法中对建筑施工企业评级逻辑框架以及评级要素进行对比分析，各机构评级方法主要存在以下异同：

(1) 国际评级机构与国内评级机构在评级逻辑上差异不大，均以定性与定量分析结合的方式对经营风险、财务风险以及补充性分析指标进行评估之后给出最终级别。

(2) 国际评级机构在模型制定以及量化打分方面论述较多，如标普的二维矩阵打分法、以及穆迪加权求和打分法，国内机构除中债资信外在此部分均没有涉及。

(3) 国外评级机构在评级要素选择上更细化且具行业针对性，例如，标普和惠誉针对建筑施工行业项目众多、管理难度较大，垫资经营等特点，专门添加了合同风险管理、流动性（现金）管理要素分析。惠誉会将营运资本中被质押的应收账款与未到期的应付票据分别从流动资产与流动负债中调出以真实反映企

业的现金状况。此外，国外机构往往将重点因素加入打分体系中，更加直接清晰地影响最终信用等级。

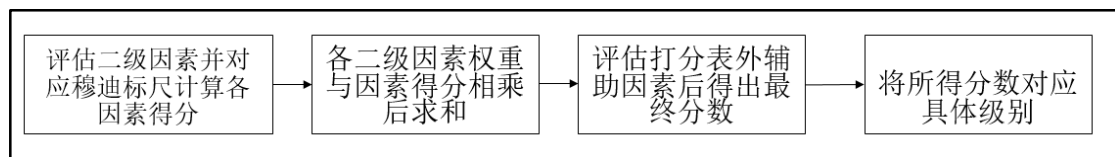
(4) 国外部分评级机构对一些指标的使用采取差异化处理，而国内指标分析中并未发现。例如，标普的级别调整项对于不同锚点级别的企业影响程度不一，分散投资效应对于经营风险小的企业正面效果更为明显，而流动性对于锚点级别偏低的企业正面影响更为突出。

## 二、国内外评级机构对建筑施工企业的评级逻辑及流程比较

国外三家机构的评级逻辑略有区别。1、在行业风险分析之后，惠誉初步给出级别范围，在此基础上，进一步对企业所处经营区域环境风险、公司治理以及为该行业特设的七项指标进行分析，最后在评估补充性评级偏离要素后，给出企业级别。2、穆迪则直接对建筑企业的四项核心分析要素（涵盖经营及财务风险）打分，根据打分结果给出初始级别，再结合调整指标后给出最终级别。3、标准普尔通过经营风险分析（包括对行业风险、国家风险和竞争地位三方面）和财务风险分析确定了基础评级结果，再结合行业修饰符对基础评级结果进行修正，最终给出建筑施工企业的主体信用等级。

三家机构评级流程复杂程度亦有不同。穆迪评级步骤相对较少（见下图），将各评级要素打分汇总后，结合辅助因素调整所得分数，最后根据分数获得企业最终级别。

图 1 穆迪评级流程图



资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 2 穆迪评级要素权重分布

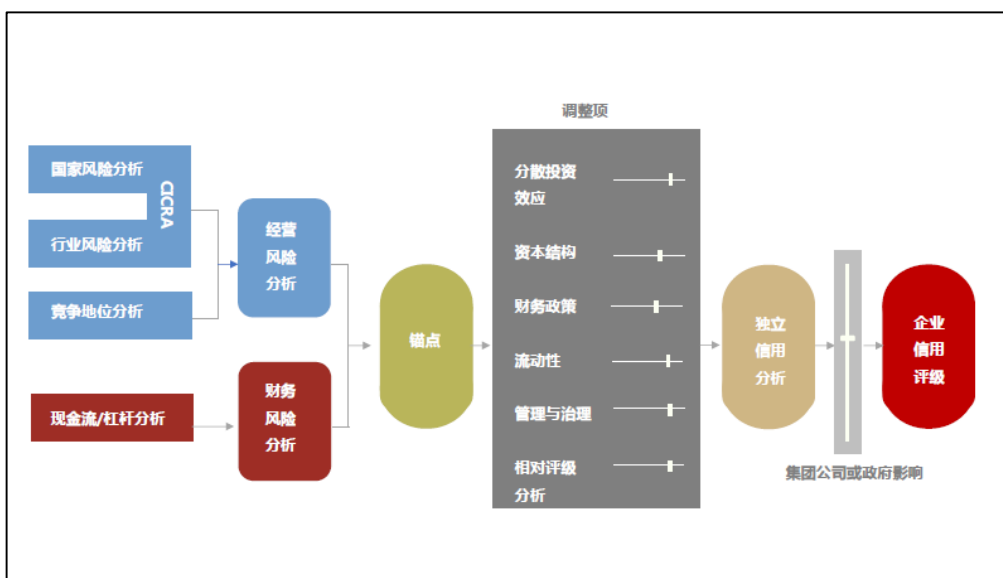
一级因素	一级权重	二级因素	二级权重
规模	25%	收入	15%
		EBITA	10%
经营概况	25%	多样性	15%
		预期收入和利润稳定性	10%
杠杆水平和偿债能力	30%	EBITA/利息费用	10%
		债务/EBITDA	10%

		FFO/债务	10%
财务政策	20%	财务政策	20%
合计	100%	合计	100%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

标普评级要素细化程度更高，评级流程较为复杂，大致分为七步（见下图）。  
 1、根据行业风险及国家风险评估结合通过矩阵方式给出 **CICRA** 值（1~6 不等，1 为风险最低）；  
 2、分三步评估四个指标给出竞争地位分值（1~6 不等，1 为最优）  
 ①评估企业竞争优势（45%）、规模、范围和多样性（30%）、运营效率（25%）后得出加权分数并对应初评结果  
 ②从盈利水平（定量）和盈利波动性（定量）两方面评估企业盈利能力（1~6 不等，1 为最优）  
 ③结合初评结果和盈利能力得分获得最终竞争地位分数（1~6 不等，1 为最优）。  
 3、将 **CICRA** 与竞争地位分析结果对照经营风险矩阵，得出经营风险分数（1~6 不等，1 为最优）。  
 4、通过考察核心比率指标和补充指标（不同指标区间对应分数不同）得出财务风险分值。  
 5、结合 3/4 步中的经营风险和财务风险分数给出锚点范围（b~aaa）。  
 6、针对建筑施工行业，标普给出了五个主要调整项，各个调整项对于不同锚点范围的企业影响程度不同（通常上调或者下调 1 到 2 个级别）。  
 7、最后根据企业在所属集团企业中的战略结合其母公司的信用级别进一步调整锚点范围（如果集团信用等级高于所评企业主体信用级别，则企业信用级别最高跟集团一致；如果集团信用等级低于所评企业主体信用级别，则企业信用级别需要适当下调）。

图 2 标普评级流程图



资料来源：联合资信根据公开资料整理

惠誉未披露详细评级流程。

总体来看，标普采用双维度矩阵方式给出最终级别，整个评级过程中试图尽可能将行业重点要素分级（打分）放入矩阵使得最终级别依据更为充分明了。另外，根据行业特征选取的调整项作为评级重点评估指标则更直接有效的对企业级别进行干预。穆迪评级流程使用打分法，流程相对简单且选用指标较少，更多行业内定性因素未体现在打分系统中；打分表以外其他因素对级别相较其他机构可能产生更大影响。

国内评级机构对建筑施工企业的评级逻辑基本一致，都是基于对经营风险以及财务风险两方面做出判断后给与初始级别，并在对调整因素评估后给出最终级别。

我们仅获取到大公国际、中债资信的评级流程，其他评级机构未获知。其中，大公国际与中债资信首先均会提炼出对最终信用级别产生重大影响指标，并对各个指标赋予不同的权重与阈值，在按照阈值转换为评分值后，再根据权重计算出该指标当年的评分值，进而累加得出初始评分值。在此基础上，大公国际对调整项各指标赋予不同分值，经过调整项分值调整后得出最终分值，依照级别映射表最终得出受评主体所涉及数据年份的最终信用等级；最终采用近一年及未来一年（预测）中较低值所映射的级别作为最终级别。而中债资信则是在累加评分的基础上先根据映射表映射出初始级别，在赋予调整项下调 1~2 个子集或维持不变的权限，经过调整后确定企业最终级别。

综上，大公国际和中债资信均采用给企业打分方式给出对应级别，但大公将对公司未来一年经营及财务等数据的预测加入打分流程中，但预测依据有待考察。

### 三、国际评级机构对建筑施工企业的评级要素比较

三家评级机构对于建筑施工企业信用评级的分析要素均涵盖了宏观、行业中观以及企业微观层面。标普与惠誉披露的评级考量指标相对穆迪更为全面、细化；穆迪选用指标较少。穆迪给予经营风险和财务风险各自 50% 的权重，对财务政策的考量相对突出。标普在细分指标权重分配上对于不同信用风险、业务特征的企业往往给与不同权重旨在更有效的揭示风险。惠誉在分析中对财务指标的应用更为频繁，且往往根据企业特性进行定制化调整。

从下表可以看出，规模和市场地位、多样性、预期收入和利润稳定性、杠杆水平和偿债能力、财务政策是三家机构共同重点分析的要素。标普和惠誉认为建筑施工企业流动性（现金）管理至关重要，对于垫资特性明显的施工类企业，营运资本的大幅波动对其造成较大融资压力；另外，两家机构针对建筑施工企业合

同管理也给与一定权重。

表 3 国外评级机构对建筑施工企业评级要素对比

	标普	穆迪	惠誉
行业风险及国家风险 (经营区域风险)	行业周期性、行业竞争风险和增长评估；业务区域融资便利性、项目手续办理复杂性、政府投资力度等	宏观经济环境、行业竞争、监管法律风险等（补充性指标）	行业内企业级别上限 <b>BBB</b> ；对业务区域经营环境、融资环境、政策环境等评估
规模和市场地位	收入、竞争优势（声誉、细分市场专营性等）	收入、EBITA	收入、市场地位（全球排名）
多样性	经营区域、细分业务、客户、合同规模的多样性；分散投资效应（调整项）	经营区域及细分业务多样性	区域和细分业务多样性，经营项目多元化（盈利稳定性）
合同风险管理	中标率、合同成本管理、合同损失规模及频率、合同执行合格情况等	--	合同风险管理、合同执行及投标纪律
预期收入和利润稳定性	盈利能力（EBITDA）波动相对行业平均波动	技术水平、行业壁垒、在手合同及盈利能力稳定性	订单的可持续性、客户关系、项目集中风险、客户多样性（新签合同额/收入）
杠杆水平和偿债能力	核心指标：FFO/全部债务，债务/EBITDA；辅助指标：FOCF/全部债务，CFO/全部债务，EBITDA/利息支出等	EBITA/利息费用，全部债务/EBITDA，FFO/全部债务	调整后全部债务/调整后FFO，调整后净债务/调整后FFO，公司总债务/经营项目账面价值；现金类资产/（一年内到期债务-可自由支配现金）；调整后FFO/调整后利息支出
财务政策	管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）；政策透明度和稳定性等（补充项）	风险偏好、股权分配较利息偿还优先程度、杠杆水平是否稳定	是否明确、是否保守
盈利能力	EBITDA 利润率，资本回报率(ROC 补充性指标)，盈利能力波动性	--	盈利稳定性、经营项目的盈利能力、FCF 均值（正负）
流动性（现金）管理	流动性供给与流动性需求的差额；流动性管理谨慎程度；预付款及竞标保证金对公司流动性影响	--	营运资本需求稳定性和资本充足性分析；
管理与治理	治理结构与战略管理对公	--	战略管理和公司治理



	司运营效率及风险管理等影响		
各家机构特有主要评级要素	资本结构 1. 债务汇率风险 2. 债务到期情况（两年内） 3. 债务利率风险 补充性要素分析 4. 集团或政府对评级对象的影响（考虑集团信用级别）	--	评级偏离要素分析（补充性） 1. 受限资金 2. 汇率对债务、利润等的影响 3. 要素权重调整（P38）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 1. 行业风险及国家风险（经营区域风险）

行业风险及国家风险（经营区域风险）	行业周期性、行业竞争风险和增长评估；业务区域融资便利性、项目手续办理复杂性、政府投资力度等	宏观经济环境、行业竞争、监管法律风险等（补充性指标）	行业内企业级别上限 BBB；对业务区域经营环境、融资环境、政策环境等评估
-------------------	-----------------------------------------------	----------------------------	--------------------------------------

三家机构评级方法中均对行业风险及国家风险进行定性分析；但标普和惠誉直接在核心打分要素中考虑了行业风险，惠誉根据行业风险设置了行业内企业的级别上限，标普将行业风险放入第一步评级矩阵中，直接影响企业经营风险得分范围。惠誉和穆迪并未明确量化国家风险对于企业级别的影响。

### 2. 规模和市场地位

规模和市场地位	收入、竞争优势（声誉、细分市场专营性等）	收入、EBITA	收入、市场地位（全球排名）
---------	----------------------	----------	---------------

三家机构均明确指出规模和市场地位可以很大程度上体现一个企业业务承揽能力、资金实力、融资和盈利能力等，因此该项因素作为**重点考量之一**。穆迪给予规模 25%的权重，标普和惠誉则在经营风险分析中将竞争地位分析专门作为核心一级要素来考量。

### 3. 多样性

	标普	穆迪	惠誉
多样性	经营区域、细分业务、客户、合同规模的多样性；分散投资效应（调整项）	经营区域及细分业务多样性	区域和细分业务多样性，经营项目多元化（盈利稳定性）

三家机构对于多样性因素均采用定性分析的评估方法，且均作为重点考量。在对多样性因素评估时，三家机构均将经营区域、业务板块是否多元纳入衡量范围。

标普将多样性突出程度作为竞争地位分析中的二级指标，并以“强”、“强/充足”、“弱”、“充足/弱”来评价，并未对该因素赋予可参考的权重；另外，将分散投资分析（业务线及业务线关联度）作为级别锚点调整项之一对低经营风险主体级别给予1~2个级别的上调。穆迪将该因素放入经营分析中作为二级因素赋予15%的权重。惠誉并未对该因素赋予可参考的权重。

#### 4. 合同风险管理

	标普	穆迪	惠誉
合同风险管理	中标率、合同成本管理、合同损失规模及频率、合同执行合格情况等	--	合同风险管理、合同执行及投标纪律

三家机构中标普及惠誉对于合同风险管理因素均采用定性分析的评估方法，属于其评级体系中**相对重要的因素**；穆迪未对相关因素予以明确分析。

标普通过考察公司的合同成本管理、项目执行情况、合同损失情况以及成本控制能力等方面来衡量企业的经营效率（合同风险管理情况），并给予该要素“强”、“强/充足”、“弱”、“充足/弱”的评价，标普将该要素放在竞争地位分析中作为二级因素，并未对该因素赋予可参考的权重。

惠誉则将合同管理作为建筑企业七大分析要点之一，通过企业的合同风险管理程序，合同执行状况以及其投标纪律（对利润、风险的把控）进行评估。惠誉并未对该因素赋予可参考的权重。

#### 5. 预期收入和利润稳定性

	标普	穆迪	惠誉
预期收入和利润稳定性	盈利能力（EBITDA）波动 相对行业平均波动	技术水平、行业壁垒、在手合同及盈利能力稳定性	订单的可持续性、客户关系、项目集中风险、客户多样性

三家机构中穆迪及惠誉对于预期收入和利润稳定性均主要采用定性分析的评估方法，其中穆迪给予该因素10%的权重。惠誉在定性评估的基础上，采用了订单量/收入比率，作为预期收入的前瞻性指标，具有一定参考意义。标普对于利润稳定性因素以盈利能力的波动性进行评估（放在盈利能力因素中分析）。

穆迪评估预期收入和利润的稳定性是基于其技术水平、行业壁垒、以及对其过往完成项目执行情况的跟踪记录。过往盈利水平稳定表现也是测量其未来盈利



能力的一个指标

惠誉使用订单与收入比率作为一个重要的前瞻性指标。订单的情况在一定程度上为预测未来现金流的产生、资金需求量、经营多元化等方面提供了一个洞察视角。通过订单的可持续性、客户关系、项目集中风险、客户多样性维度进行评估。惠誉并未对该因素赋予可参考的权重。

## 6. 杠杆水平和偿债能力

杠杆水平和偿债能力	核心指标: FFO/全部债务, 全部债务/EBITDA; 辅助指标: FOCF/全部债务, CFO/全部债务, EBITDA/利息支出等	EBITDA/利息费用, 全部债务/EBITDA, FFO/全部债务	调整后全部债务/调整后 FFO, 调整后净债务/调整后 FFO, 公司总债务/经营项目账面价值; 现金类资产/(一年内到期债务-可自由支配现金); 调整后 FFO/调整后利息支出
-----------	----------------------------------------------------------------------	------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------

杠杆水平和偿债能力为三家机构**重点分析要素之一**。其中, 营运现金流(FFO)对债务的覆盖是三家机构均重点考虑的基础要素, 持续的稳定的经营活动现金(净)流入被认为是偿债的最主要来源。同时, 标普与穆迪通过 EBITDA 对全部债务的覆盖倍数揭示企业依靠利润偿还债务所需时间。惠誉除了现金流之外, 还综合考量了可变现资产对于债务的覆盖。

## 7. 财务政策

	标普	穆迪	惠誉
财务政策	管理层和股东的风险偏好(体现在杠杆水平的把控等); 政策透明度和稳定性等(补充项)	风险偏好、股权分配较利息偿还优先程度、杠杆水平是否稳定	是否明确、是否保守

三家机构对于财务政策因素均主要采用定性分析的评估方法, 且均对企业信用评级产生重要影响。其中**标普与穆迪**均将此因素作为核心指标进行评估。三家机构均认为财务政策代表管理层的风险偏好程度, 从而对财务风险、经营风险形成影响。

其中, 标普将将财务政策作为评级调整项, 根据结果可以对基础评级锚点上调 1~2 个或下调 1~3 个级别。标普在分析管理层对于杠杆水平的态度之后, 进一步财务政策的全面性、透明度和可持续性进行分析。

穆迪则直接将财务政策作为一级因素给予 20% 的权重, 穆迪认为保守的财务政策有利于企业各项指标的稳定。往往可以通过企业过往融资活动、并购活动、

现金分红等情况评估公司管理层和董事会对财务风险的关注和把控。

惠誉将财务政策作为财务灵活性的二级因子考虑，认为一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。惠誉并未对该因素赋予可参考的权重。

## 8. 盈利能力

盈利能力	EBITDA 利润率，资本回报率(ROC 补充性指标)，盈利能力波动性	--	盈利稳定性、经营项目的盈利能力、FCF 均值（正负）
------	-------------------------------------	----	----------------------------

标普将盈利能力放入经营风险中进行分析，不仅考虑了盈利水平，还对盈利能力的波动性进行评估。惠誉在财务关键因素中将盈利了能力作为第一分析要点，综合考虑企业盈利稳定性（与行业平均水平对比）、经营项目的盈利能力以及 FCF（相对更为严格的指标，在 FFO 基础上减去资本性支出、分红支出等）。

## 9. 流动性（现金）管理

流动性（现金）管理	流动性供给与流动性需求的差额；流动性管理谨慎程度；预付款及竞标保证金对公司流动性影响	--	营运资本需求稳定性和资本充足性分析；流动性比率
-----------	--------------------------------------------	----	-------------------------

标普跟惠誉在流动性（现金）管理方面给予充分重视。标普评级方法中，将流动性作为调整项之一，并认为该要素对于较低级别的企业正面影响更大。流动性主要定量分析预期营运资本流入（综合受限现金及可变现资产、营运现金流如、可确定的资产出售收益、1 年内的信用额度、股东外部流动性支持得出）对流动性需求（预期资本支出、营运支出、到期债务支出、并购等支出）的覆盖。标普还强调预付款及保证金对于流动性的侵蚀作用。惠誉认为营运资本（working capital）的稳定性与充足性对于具备现金流季节性波动特征的建筑施工企业至关重要，惠誉会将营运资本中被质押的应收账款与未到期的应付票据分别从流动资产与流动负债中调出以真实反映企业的现金状况。此外，惠誉用流动性比率（调整后现金类资产/一年内到期债务-可自由支配现金）来评估企业流动性。

## 10. 管理与治理

管理与治理	治理结构与战略管理对公司运营效率及风险管理等影响	--	战略管理和公司治理
-------	--------------------------	----	-----------

惠誉和标普将企业管理与治理作为调减项用于企业评级中，他们认为有效的公司管理与治理对维持公司运营效率、保持市场地位等具有重要作用。

#### 四、国内评级机构对建筑施工企业的评级要素比较

表 4 国内评级机构对建筑施工企业评级要素对比

联合资信	中债资信	大公国际	鹏元评级	新世纪	东方金诚	中诚信国际
<b>经营风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>行业风险</li> <li>企业基础素质</li> <li>公司管理</li> <li>公司治理</li> <li>外部支持</li> <li>企业经营</li> <li>未来发展</li> </ul>	<b>行业经营风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>行业需求</li> <li>行业竞争多</li> <li>建材等成本变化</li> </ul>	<b>偿债环境</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>政治法律环境</li> <li>信用环境</li> </ul>	<b>经营风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>外部运营环境</li> <li>公司治理和管理</li> <li>公司经营竞争力</li> <li>公司背景和外部支持</li> <li>外部经营环境</li> <li>公司治理</li> </ul>	<b>经营风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>宏观环境</li> <li>行业风险</li> <li>竞争地位</li> <li>盈利能力/同业比较</li> <li>公司治理与运营管理</li> <li>外部支持</li> </ul>	<b>经营风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>行业因素</li> <li>企业竞争力</li> <li>管理素质</li> <li>外部支持</li> </ul>	<b>业务评价</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>业务规模和稳定性</li> <li>经营效益</li> <li>资本结构和财务实力</li> <li>公司治理</li> <li>外部支持</li> </ul>
<b>财务风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>资产质量</li> <li>资本结构</li> <li>盈利能力</li> <li>现金流量</li> <li>偿债能力</li> </ul>	<b>财务风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>财务信息质量</li> <li>资产质量</li> <li>资本结构</li> <li>盈利能力</li> <li>现金流量</li> <li>偿债指标</li> </ul>	<b>财富创造能力</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>市场需求</li> <li>产品或服务竞争力</li> <li>盈利能力</li> </ul>	<b>财务风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>公司规模</li> <li>营运能力</li> <li>盈利能力</li> <li>偿债能力</li> <li>成长能力</li> <li>财务信息质量</li> <li>或有负债</li> </ul>	<b>财务风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>风险容忍度/财务政策</li> <li>会计政策</li> <li>现金流分析</li> <li>负债结构和资产质量</li> <li>流动性</li> </ul>	<b>财务风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>资产质量与流动性</li> <li>资本结构和财务杠杆</li> <li>盈利能与收益保障</li> <li>现金流充足性</li> <li>偿债能力</li> </ul>	
	<b>企业经验风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>规模和市场地位</li> <li>施工能力</li> <li>施工领域及多元化财务</li> <li>项目储备</li> <li>企业管理</li> <li>发展战略</li> </ul>	<b>偿债来源</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>盈利水平</li> <li>经营性收入</li> <li>外部融资</li> <li>外部支持</li> </ul>				
	<b>外部支持</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>股东背景、与股东（政府）关系紧密度、历史获得支持情况，未来股东注资计划等</li> </ul>	<b>偿债能力</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>存量债务</li> <li>清偿性还本付息能力</li> <li>流动性还本付息能力</li> <li>盈利能力利息覆盖程度</li> <li>财务政策</li> </ul>				

资料来源：联合资信根据公开资料整理

评级要素方面，虽然国内各个评级机构划分有所不同，但均可归结为经营风险以及财务风险。经营风险分析中，各家机构主要对宏观及行业风险、企业管理、企业竞争地位、业务结构及规模进行分析。财务风险则从资本结构、盈利能力、现金流分析、偿债能力等方面入手。

区别在于各家机构所选取的评级打分表具体指标以及权重有所不同，我们仅得到中债资信、大公国际以及联合资信对评级结果产生重要影响的各评级要素所对应指标以及权重的介绍，因此下文主要对上述三家的指标做出分析。

整体来看，大公打分表中选取的指标更全面，比重集中在产品或服务竞争力以及偿债能力；中债资信针对重点评级要素各选取一个指标赋予权重，并根据数理统计的方法对各指标内权重进行调整。大公和中债资信均将定量及定性因素赋予分值后结合体现在打分表中。相比较而言，联合资信选取指标全面性以及行业针对性不足。

具体来看，中债资信给予短期债务偿还能力以及业务、区域多元化指标相对较大的权重，并同时将 BT 等资本经营项目作为考核指标关注企业资金周转情况；大公国际则更加偏重于产品竞争力分析以及各类偿债来源对债务的覆盖分析。

## 五、借鉴与启示

通过分析比较国内外各家机构对于建筑施工企业的评级方法，我们主要得到以下几点启示：

(1) 针对建筑施工行业特点，国内外多家机构均将其认为对企业信用风险有重大影响的更加细化的定性指标放入打分系统中，从而对企业（初始）级别产生直接影响。其中，惠誉将客户关系、项目投标政策等要素放入评级体系中，更加直观与具有前瞻性地评估企业的项目经营风险。标普则将企业的市场声誉、细分市场专营性等作为评估企业竞争地位的要素，从而避免仅用财务量化指标衡量风险带来的片面性。总体来看，国外评级机构在指标的细化程度以及指标标准的制定等方面值得我们借鉴。

(2) 国外评级机构针对建筑施工行业的特点对偿债指标进行了定制化修正。例如，标普将营运现金流债务比率（FFO/全部债务）以及债务 EBITDA 倍数为核心指标的基础上，设置了两个补充覆盖率指标以及三个补充回报率指标，并根据不同的初始锚点，选取不同的补充指标对核心指标反映的评级结果进行调整。惠誉则在以 FFO 作为偿债来源的基础上对其适当调整得出调整后 FFO 并以此对调整后利息支出进行覆盖以评价企业偿债能力。相较而言，国内评级机构在偿债

指标的选择上针对性及差别化使用方面有待提升。

(3) 标普和穆迪均将财务政策作为核心指标进行评估，认为财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而会对财务风险和经营风险形成影响。就我国情况来看，不同性质的建筑施工企业对待风险的偏好程度有较大差距，很多代表性的央企承担着建设国家基础设施项目、维持国内建筑行业稳步发展同时解决就业的重任，与迅速扩大业务板块相比，控制债务、维持企业的平稳发展更为重要。而对于想要在市场上迅速扩张业务规模的企业而言，可能发生承接超过自身体量的业务的情形。对于风险偏好程度不同的企业，其对债务的把控程度是不同的，建议将其纳入定性指标进行评估。具体来说，可以通过对企业过往投融资情况、股权分配较利息偿还优先程度等方面进行分析，来判断企业财务政策的保守程度。

同时，对到期债务的监测也可纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

(4) 多样性因素被多家机构认定为重点因素考量。国外机构对于多样性评估采用定性的方法直接放入打分体系中，其中细分业务多样性和客户的多样性对于国内机构具有较强借鉴意义。首先，分析业务的多样性主要系横向扩张利于降低企业在某一细分行业景气度下降时所受到的冲击，提高其抗风险能力，全产业链布局有助于企业提高利润水平及相关业务进入壁垒。其次，分析客户的多样性主要系若公司对单一客户集中度高，假设该客户陷入困境或合作终止，则公司合同订单量可能会受到较大的波动，继而影响后续收入稳定性。

**附件 1：标普对于建筑施工企业主体基础评级锚点对照表**

经营风险分析	财务风险分析					
	1 (极小杠杆率)	2 (适度杠杆率)	3 (中度杠杆率)	4 (较高杠杆率)	5 (高杠杆率)	6 (极高杠杆率)
1 (优秀)	aaa/aa+	aa	a+/a-	a-	bbb	bbb-/bb+
2 (强)	aa/aa-	a+/a-	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
3 (满意)	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
4 (适当)	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
5 (弱)	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
6 (脆弱)	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-



### 附件 2：穆迪打分结果映射表

模型对应的级别	复合加权因素数合计
Aaa	$x < 1.5$
Aa1	$1.5 \leq x < 2.5$
Aa2	$2.5 \leq x < 3.5$
Aa3	$3.5 \leq x < 4.5$
A1	$4.5 \leq x < 5.5$
A2	$5.5 \leq x < 6.5$
A3	$6.5 \leq x < 7.5$
Baa1	$7.5 \leq x < 8.5$
Baa2	$8.5 \leq x < 9.5$
Baa3	$9.5 \leq x < 10.5$
Ba1	$10.5 \leq x < 11.5$
Ba2	$11.5 \leq x < 12.5$
Ba3	$12.5 \leq x < 13.5$
B1	$13.5 \leq x < 14.5$
B2	$14.5 \leq x < 15.5$
B3	$15.5 \leq x < 16.5$
Caa1	$16.5 \leq x < 17.5$
Caa2	$17.5 \leq x < 18.5$
Caa3	$18.5 \leq x < 19.5$
Ca	$x \geq 19.5$