

版本号：V4.1.202606

一般工商企业信用评级方法与模型



2026年6月



一般工商企业信用评级方法与模型

一、修订说明

根据联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应一般工商企业的发展变化，完善对一般工商企业的评级体系，联合资信对一般工商企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次《一般工商企业信用评级方法与模型（版本号：V4.1.202606）》（以下简称“本方法”）是以2022年8月《一般工商企业信用评级方法（版本号：V4.0.202208）》《一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（版本号：V4.0.202208）》为基础进行修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，自发布之日起施行。

本次修订主要涉及以下内容：一是将《一般工商企业信用评级方法（版本号：V4.0.202208）》和《一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（版本号：V4.0.202208）》合并为一个文件，对相关评级要素进行整合；二是对模型指标和阈值以及“财务风险档次”模型框架进行适当调整；三是对“经营风险-财务风险评级映射关系矩阵”进行了适当调整，提高了分布的合理性；四是对行业风险和外部支持主要因素进行了规范性调整；五是其他细节修订。联合资信关于一般工商企业的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，故本次修订不会对联合资信现有一般工商企业的信用级别产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和偿债意愿的综合评估，并用简单明了的符号表示。

本方法适用于中国大陆地区发行债券的一般工商企业的主体评级。相关债项评级方法详见联合资信最新披露的《债项评级基本方法》。

三、行业定义

本方法所指企业是指根据国家统计局公布的国民经济行业分类，从事一般工商生产经营的企业。此外，本方法还适用于经联合资信信用评级委员会认定的、适用于此评级方法的企业。

四、关键假设、评级框架和核心要素

联合资信认为，企业的违约风险主要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考量。

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规模和可靠程度，而财务风险的高低可以度量企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

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，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

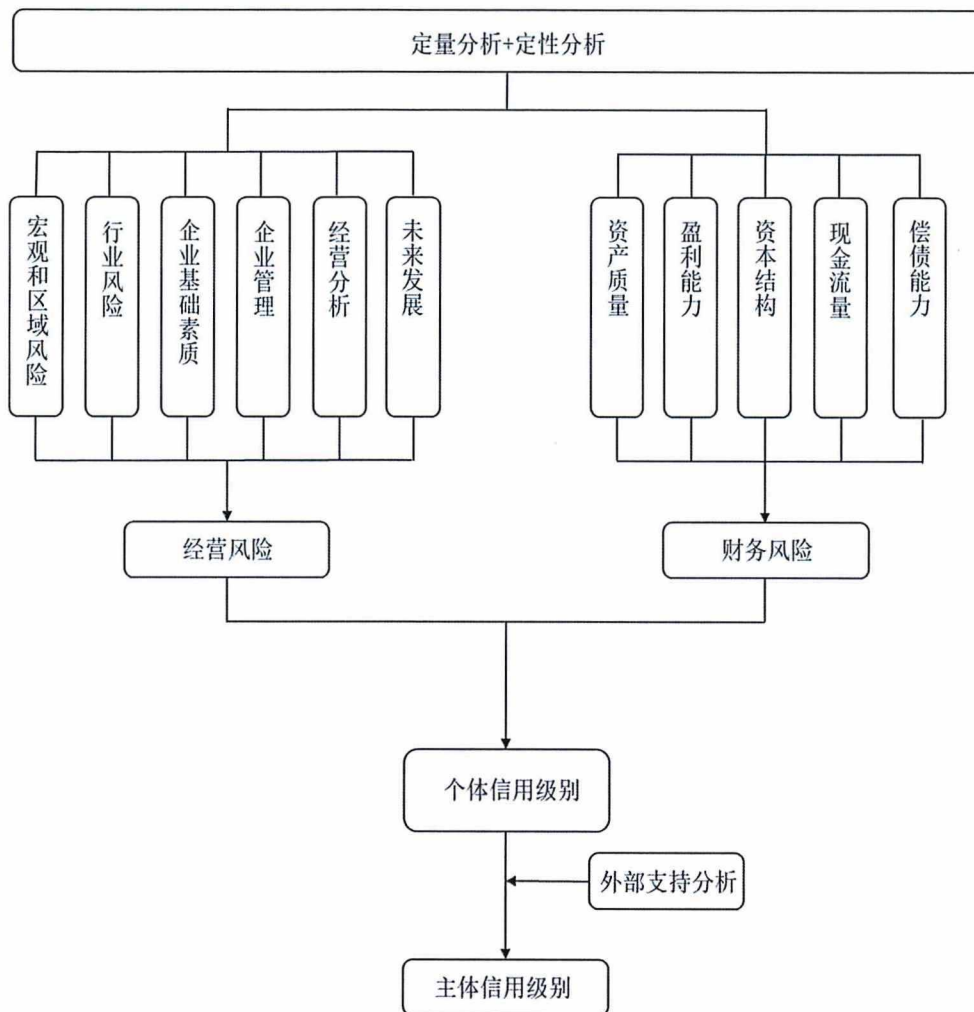
企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

经营风险方面，企业面临的宏观风险、区域风险、行业风险，企业基础素质、管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观风险、区域风险和行业风险越低，企业基础素质越好、管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险；通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低。

外部支持方面，通常情况下，如果企业能够获得一定程度的政府支持或者股东支持，将在一定程度上提高企业的抗风险能力。

图 1 一般工商企业评级框架



五、一般工商企业信用评级要素

(一) 经营风险评价要素

1. 宏观经济及区域风险

每个产业、每个企业都处于一定的宏观经济环境之中，一个国家（地区）整体经济发展快慢及其稳定性对每个行业和企业造成程度不一的影响。宏观经济环境是指特定时期的宏观经济发展形势、政府实施的各项经济调控政策等。通常，在宏观经济快速发展阶段，行业内企业也能够获得较好的发展机会。反之，在宏观经济剧烈波动或衰退时，行业内企业会面临较大的风险，宏观经济分析的重要性将进一步提高。此外，政府实施的货币政策、财政政策、税收政策、投资政策等与相关行业的资金供给、市场需求、原料价格、盈利水平等密切相关，从而对行业内企业的经营状况产生重大影响。宏观经济环境的基本分

析内容主要包括：经济增速、投资增速、价格指数、利率水平等指标，并重点考察各项宏观经济调控政策的变化。对于跨国企业或全球性经营企业，还需要结合其业务运行情况考察全球或相关区域的经济运行情况。

企业所处的地区环境，对于某些类型的企业有重大影响。区域环境通常从市场空间、产业配套、营商环境等方面影响企业乃至行业的发展。比如，地区经济财政状况、城镇化程度、人口结构及分布等关系到企业产品的市场空间和盈利水平，而地区的产业规划、资源禀赋、地理区位，基础设施等产业配套关系到企业生产成本，地区的市场化水平，地区税收政策、政府效率等关系到企业经营便利性和外部支持。区域环境分析的基本内容包括：地区经济水平、城镇化程度、人口结构及分布、地理区位、发展规划、市场化程度、地方财政收支结构及其稳定性分析。

2. 行业风险

行业内的企业在生产经营上存在着相同性或相似性，因此企业面临的风险与其所处的行业密切相关。行业分析主要可以通过四个维度来考量，一是行业外部环境，涵盖宏观经济环境、区域环境、行业政策与监管环境等外部因素；二是行业结构特征因素，主要聚焦行业内部的固有属性与竞争生态，如行业准入壁垒、行业竞争格局等；三是行业风险状况，侧重外部因素和 ESG 因素对行业的扰动强度，如替代品威胁、ESG 风险等；四是行业财务状况，衡量行业在中短期内的财务风险水平，包括行业的增长性、盈利水平、杠杆水平、偿债能力等。

(1) 行业外部环境

行业外部环境是指行业内企业中不受自身控制但对其运营发展具有显著影响的外部条件集合，主要考察行业外部环境对行业经营产生的影响。除宏观经济环境和区域环境外，行业政策与监管环境也是重要影响因素。行业政策与监管环境即由政府根据行业发展规律的客观要求，综合运用经济手段、法律手段以及行政手段，制定的用于干预和调整行业市场结构和市场行为，调整产业布局、行业内企业间关系等内容的政策。行业政策与监管环境分析主要包括行业监管制度、市场准入与退出政策、环保政策和地方重点政策等。

(2) 行业结构特征

行业结构特征包括行业准入壁垒、行业竞争格局、行业地位等。行业结构特征各要素体现了行业风险的长期趋势。

①行业准入壁垒

行业准入壁垒包括行业的资金壁垒、技术壁垒、资源壁垒等。同时，还需要了解分析行政管制方面的政策措施及其对行业产生的影响。行业准入壁垒较高，进入行业的成本较高，可有效地限制竞争者数量，使得行业的竞争力较强，行业整体的风险也较低。

②行业竞争格局

行业竞争格局反映了行业内企业竞争的激烈程度，主要考察行业现有的竞争态势，包括行业集中度、行业内企业数量及单位规模、产品同质化程度等。行业竞争格局一般可以划分为完全垄断、寡头垄断、地区垄断、垄断竞争、完全竞争等。行业集中度越低，竞争越激烈，行业的信用风险也越高。

③行业地位

行业地位包含两个维度的分析，一方面是对上游供应商的议价能力，一方面是对下游客户的议价能力。一个行业的议价能力通常受到以下因素的影响：即相对于上下游行业的竞争格局、采购或销货量、买卖双方选择的替代产品数量、买卖双方选择替代产品的成本、买卖双方逆向合并的威胁等。行业越是处于产业链核心，行业地位越高，行业的信用风险越低。

(3) 行业风险状况

行业风险状况从行业周期性、替代品风险和行业 ESG 风险因素入手分析，反映行业面临的外部市场环境波动以及 ESG 风险。

①行业周期性

行业周期性是指行业和宏观经济波动的相关程度。周期性行业的运行状态与宏观经济周期密切相关，而非周期性行业的运行状态在宏观经济扩张和收缩阶段相对稳定。因此，行业周期性越强，行业的波动越大，总体行业信用风险就越高。

②替代品风险

一个行业是否有竞争力，重要的一个方面是其是否会被其他行业替代掉。技术的进步与创新可能会促使行业替代品出现，这将会对行业的整体发展产生重大的影响，行业会受制于替代品行业的发展情况。在考察替代品风险时，主要从行业产品的可替代程度以及转换成本的高低进行分析。替代品的威胁越大，行业的信用风险也越高。

③行业 ESG 风险

行业环境风险是行业 ESG 风险的重要因素之一，行业环境风险主要考察行业造成的环境污染与生态环境破坏程度。随着我国环保处罚和激励政策的逐步完善，环境风险对于行业信用风险的影响越来越大。行业环境风险的评估可参考我国生态环境部和各行业排放物和污染物的相关资料（包括大气污染、水土污染、资源消耗和事故灾害等），可结合实地调查和样本企业排放物和污染物数据和安全事故情况等进行分析。环保政策的收紧可能对高排放行业企业造成冲击，增加其合规成本和经营压力，进而提高信用风险。此外，行业 ESG 风险还应关注该行业在社会、公司治理方面的风险。

（4）行业财务状况

行业财务状况主要考虑行业增长性、行业盈利能力、行业杠杆水平、行业偿债能力这四个方面。整体来看，行业运行表现各要素体现了行业风险的中短期趋势。

①行业增长性

行业增长性越高，行业发展越快，行业信用风险越小。增长性高的行业，收入和利润处于高速增长期，需求和价格维持较高的水平，预期增长率较快；增长性较低的行业，行业内企业的营业收入和营业利润增速较低，甚至行业内企业出现大规模亏损，需求增长缓慢或出现负增长。行业增长性主要考察营业收入增长率、利润总额增长率等。

②行业盈利水平

盈利是主体生存发展及偿还债务的根本，盈利状况直接决定行业的偿债资源情况，因此，行业整体的盈利是评价行业表现的重要因素。行业盈利水平主要考察营业利润率、资产报酬率和现金收入比等。

③行业杠杆水平

行业杠杆水平指行业债务资本和权益资本的关系，杠杆水平在一定程度上决定了行业偿债风险、再融资需求以及资金来源的持续性和稳定性，能够比较直观地反映行业信用风险。行业杠杆水平主要考察全部债务资本化比率和资产负债率等。

④行业偿债能力

行业的偿债能力包括短期偿债能力和长期偿债能力。短期偿债能力反映偿

付短期到期债务的能力，长期偿债能力是指偿还长期债务本息的能力。行业偿债能力主要考察现金类资产/短期债务、全部债务/EBITDA、经营现金流流动负债比和全部债务/经营活动现金流量净额等。

3. 基础素质

企业的基础素质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。一般工商企业的基础素质分析内容主要包括：股东及股权状况、企业竞争实力、人员素质、技术水平、环境责任、社会责任、企业信用记录等方面，通过分析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。

(1) 股东及股权状况

联合资信通过对股权结构的分析，研究企业是否有实际控制人（实际控制人是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人、法人或其他组织）。股权结构比较复杂的，要进行穿透分析。通常情况下，无实际控制人的企业得到股东支持的可能性较低。

对于有实际控制人的企业，需通过实际控制人的情况对企业性质进行分析判断。企业性质影响到其运营机制，重大决策形成机制等，也直接影响了企业可能获得的外部支持。国有企业需关注是否实行现代企业制度、实际股东情况。集体和私营企业需关注产权是否明晰，股东是否控制企业。

另外，还需关注企业与其母公司及兄弟公司之间的法律关系。对于母子公司而言，母子公司的关系越紧密，子公司对母公司作用越是不可缺少，母公司对子公司的干涉就会越多，子公司如违约，母公司的财务状况将受到很大的影响。因此，需考察的关键因素是母公司对子公司的投资规模，如果投资额很大，子公司的违约足以威胁到母公司的生存时，母公司就会出于更强的经济动机来干涉子公司。兄弟公司之间可能存在资金互相挪用、生产经营相互依赖等情况，需关注兄弟公司之间的经营往来等。家族式民营企业需关注其家族的整体情况。

(2) 企业竞争实力

企业竞争实力是企业抗风险能力的重要决定因素之一。联合资信主要通过细分市场地位、核心运营禀赋和业态多元与协同度等方面，分析企业的竞争实力。

① 市场地位

企业的市场地位不等同于企业的信用水平，但在一定程度上反映其抵御风

险的能力，企业规模和市场地位越靠前，议价能力和经营韧性通常越强。联合资信主要关注：公司是单一企业还是集团类企业，主要产品产能产量规模、行业地位（可通过资产规模、销售收入、市场占有率、权威机构行业排名等指标衡量）、品牌知名度、销售区域等。

②核心运营禀赋

该要素主要考察企业采购、生产和销售等运营过程中重要资源的掌控状况，包括核心原材料资源的储备情况、生产要素的整合能力、业务资质、业务资源、技术水平和研发实力、产品或服务的质量等。核心运营禀赋是企业形成持续盈利能力、抵御经营风险的基础，是企业竞争力的重要评价要素。对于不同细分行业，核心运营要素考察侧重有所不同。如对于制造业企业，原材料资源储备、生产要素整合能力、客户资源等相对重要；对于信息技术行业，需重点考察技术水平和研发实力、订单情况；对于服务行业，业务资质、服务质量、客户质量和服务网络布局等则为重点。

核心生产要素和资源的储备方面，主要关注企业业务资质、原材料资源控制、向上游生产要素的垂直整合能力。业务资源方面，主要关注客户和销售渠道结构、销售区域布局、核心客户稀缺性和粘性、在手订单情况。技术研发方面，主要考察公司研发机构的设置（是否得到国家或省部级部门的认定）、研发人员的素质、研发经费的投入（近三年研发投入情况）、研发成果的水平（公司获得专利情况、正在申请的专利情况、国家或省部级奖项、产品独创性），另需关注其科技进步、产品升级换代的周期与速度。此外，考察公司主要生产设备及生产工艺的技术能力、自动化程度的高低、人员的操作能力熟练程度等。产品和服务质量方面，主要考察公司产品性能、服务质量在行业内水平，服务标准化水平、服务响应效率、客户满意度、履约可靠性等。

③业态多元与协同度

业态多元与协同度主要考察企业业态布局的质量。通常来说，多元的经营业态可以平滑单一行业周期波动、政策调整或市场需求变化带来的波动，增强企业经营稳定性与抗风险能力。应重点评估企业业态布局的相关性，差异化风险特征，是否过度依赖单一业态，评估不同业态间是否能够优势互补、风险对冲。

（3）人员素质

企业员工素质，尤其是决策管理层的素质对一个企业的信用状况往往有决

定性作用。联合资信对高级管理人员素质的考察内容一般包括高级管理人员的学历、技术职称、年龄等基本素质，以及工作经历与管理经验、决策能力、团队的稳定性。员工素质主要考察年龄分布、学历分布、职称结构等。对于企业决策管理层，除执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般素质外，还应对其在突发事件和处理危机的能力、财务会计政策的态度、对未来可能发生的影响的预见、对日常经营活动的风险控制，以及实现经营目标的能力等素质予以特别关注。

(4) 社会责任与环境责任

社会责任是指一个组织对社会所负的责任，评级对企业社会责任的分析主要考察企业在就业、税收、员工福利与薪酬、产业链上下游的履约能力、安全设施配备及管理等方面对社会的贡献程度。环境责任主要考察企业活动中对气候的影响、对自然资源的保护、对能源的利用效率以及对废物的处理方式等相关内容。

(5) 企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合资信主要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，查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，需关注负面事件对公司整体信用水平造成的影响，例如：公司被立案调查、被列为失信被执行人、受到监管部门处罚、被监管部门问询；公司的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人；公司的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

4. 企业管理

企业管理决定了企业的财务成果、企业的现金流及企业未来发展方向，是企业信用质量的内在决定因素。一般说来，企业的管理水平越高，经营管理的效率就会越高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。企业管理方面，联合资信一般主要考察企业的法人治理结构、内部管理机制、管理制度与实际管理效果等。

(1) 企业法人治理结构

企业法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。企业的短期表现可能受各

种偶然因素影响，但中长期表现却取决于这些制度性安排的运行效率。企业法人治理结构对于企业实现长期稳定增长、降低风险方面有特别积极的作用。良好的企业法人治理结构不能保证企业一定会取得成功，但能制造有助于成功的环境。良好的企业法人治理结构也能在阻止企业出现玩忽职守和腐败等问题上发挥巨大作用。一个企业可能会由于受到外部因素影响陷入困境，只有治理机制良好的企业才更容易走出困境。

对企业法人治理结构的考察主要体现在以下五个方面：一是企业股权分散程度与企业独立性；二是企业股东（大）会与董事会的运作机制的实际运行情况，独立董事制度情况；三是公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高级经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况；四是高级管理人员的激励机制，是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况；五是信息披露情况。

法人治理结构的主要功能之一就是保证企业的重大决策的可靠性和企业经营受到监督。企业经营决策的正确与否，很大程度上取决于决策程序是否科学，而任何决策都会关系到企业的经营状况的好坏和未来的发展前景。企业的经营发展决策如果总是倚重于一两位企业的主要领导者，或是少数几个高级管理人员，即使这些主要领导者的个人素质和能力极为突出，也很难保证决策总是正确的。对企业法人治理结构的考察，主要通过分析股权构成及企业独立性、董事会及监事会的独立性和运作情况、企业对高级管理人员的考核与激励机制、重大事项决策机制，从而评价法人治理结构的合理性并分析企业是否存在重大的治理和管理结构缺陷。

（2）管理水平分析

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善程度和执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门设置、规范的管理制度有利于企业管理及营运。管理制度包括企业组织制度和相关管理制度，指企业组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构、组织功能、组织目的的明确和界定。有效执行规范化的管理制度才能真正发挥其功效。评级作业过程中，评级人员在对企业制度完善性的考察后，还需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

①管理架构

管理架构着重强调组织结构的搭建。组织结构是组织在职、责、权方面的

动态结构体系，完整的组织结构需要做到不重不漏、有效沟通。对企业组织结构的考察主要集中于两个方面：一是纵向由上至下层级是否清晰，信息传递是否通畅，管理幅度与管理层次是否匹配等；二是横向部门设置是否完全涵盖公司业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。此外，企业管理理念的先进性，也会对管理架构和部门设置产生一定影响。

②财务和资金管理

主要考察企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责落实，是否做到资金专款专用。评级作业中，应重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

③资产管理

资产管理的有效性是企业高效运营的保障。主要关注企业资产管理内容是否全面且有效，是否覆盖本部及子公司资产采购、更新改造、核销、运营等内容。

④质量检测管理

重点关注企业质量标准设定和国家要求标准差异、以往质量事故情况、主要检测技术、人才配备情况。

⑤技术研发管理

技术水平是企业综合竞争力的重要体现，从管理制度看，需要考察企业是否设立相关研发部门及技术管理制度，制定相关技术标准，是否针对生产过程中的技术难题设立专题研究，新建及改造项目是否进行较好的技术论证和评估等。

⑥投融资管理

投融资管理主要关注企业的投融资决策流程、渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。

⑦对子公司管理

主要考察公司本部对下属子公司的管理制度和管控能力。评级人员可以从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司本部委派并接受公司本部的管理、子公司日常运营重大决策的流程审批模式、子公司资金管理等方面进行考察。

⑧其他管理

需要关注企业关联制度的制定和执行方面对公司整体信用水平造成的不良影响，如企业未制定明确的关联交易制度，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；企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比高，或企业对关联方提供担保规模大等。

通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理效率如何，企业的经济效益与其经营活动的规模是否相当等。对这些因素的考察，评级人员需要了解企业的管理架构和 workflow，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，并采取实地观察和与企业管理人员的交流等方式进行感知与判别。

5. 经营分析

主要围绕运营模式、原辅材料采购、产品生产、产品销售、经营效率等方面，对受评企业近年来的业务构成、经营情况的稳定性进行分析。

(1) 经营模式

经营模式对判断企业现有经营状况和未来发展至关重要，不同的经营模式往往具有不同的风险因素。经营模式分析的重点主要是考察企业在经营策略、历史业绩、经营领域、业务构成、发展驱动因素、销售策略与市场网络、产品市场竞争力等方面的情况，判断企业在经营中是否存在潜在的风险因素，企业通过经营把现有的资源转化成盈利的能力及其未来的发展趋势。

(2) 原辅材料采购

此部分重点分析采购模式、原材料价格变动对企业盈利能力的影响；需关注各类外购原材料成本占比情况、主要原材料近年来价格走势及影响其价格变化的关键因素、近年来采购量变化情况、企业对供应商的议价能力、采购流程及结算方式、结算周期、关联采购（是否明显偏离市场价格）、质量控制等；对大量进口的原材料需关注汇率风险、地缘政治风险及其应对措施。

对于供应商的考察，需关注集中度、供应稳定性（包括原材料质量、数量、价格等）、运输半径、供应商选择和管理方法、供应商行业地位等。

(3) 产品生产

产能：生产基地及产能分布、近三年产能、产量及产能利用率、产能提升的制约因素、产品结构及独创性、产品多样性。其中，产品多样性主要考察产品种类和各产品种类对企业收入和利润的贡献度，产品种类较多且各种类对收入和利润贡献较平均的企业抗风险能力相对更好。

生产环节：生产模式（以销定产、以产定销）、产业链完整度（主要考察产业链上下游延伸情况、横向产业链地位等）、设备水平（是否定制设备/产品）、质量控制（良品率）、库存/备货管理、订单周期、排产方式（是否引入外包）。针对有海外工厂的受评企业，应关注跨境生产的风险。产业链完整度高的企业，在原料保供和对上下游议价能力等方面具备优势。

（4）产品销售

销售渠道：分析企业销售体系（销售层级、直销和代理比例、分支机构数量、销售半径、销售区域等）、下游客户（类型、集中度、结算方式及周期、稳定性）、运输方式和运输设施等。

销售产品：分析企业销售产品结构、近三年及一期各产品销售额占比情况、销售均价及销售数量变化情况（结合行业周期分析变动原因）、各产品毛利率变化情况、定价方法、品牌知名度和溢价能力等。

（5）经营效率

主要考察受评企业近年净营业周期、销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数、产能利用率、产销率等，通过同行业对比判断企业经营效率高低。

6. 未来发展

通常，受评企业会对自身的发展前景作出规划或预期。这种规划或预期在某种程度上体现了企业决策层和管理层的经营战略和发展构想。分析过程中，需要着重考察和分析企业历史上的计划制订、计划完成情况。具体而言，对一般工商企业战略发展的考察和分析可以从短期阶段性规划和长期整体规划两个方面进行。考察和分析过程中，一方面需注意短期阶段性规划的落实是否匹配长期整体规划的实现，同时需持续关注每个阶段性规划推进进度、调整和再推进的情况；另一方面需关注企业发展战略是否符合当前或未来行业发展趋势，考察企业发展战略的合理性和可行性，例如企业核心业务拓展方向是否符合当前市场需求，进入细分市场存在的专业技术、经验、困难及相应解决办法，价值链整合方式、相邻业务拓展是否能形成协同效应等。此外，还需要注意的是企业战略发展的推进、相关投资的资金安排和债务偿还情况，例如资金落实情况、建设周期、项目收益、项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配，以及企业未来发展战略实施及重大经营变化带来的对企业发展韧性、财务弹性等可持续发展能力的影响，包括大规模的权益增减、业务板块重大调整、重要项目投

产或技术更新、关键的收购兼并以及重大合同承揽执行情况。分析企业的未来发展规划主要从以下几个方面展开：

（1）企业未来经营发展策略

在企业未来经营发展策略的分析过程中，应当着重了解企业为其自身发展制定的整体规划以及每个阶段计划实施的目标，分析阶段目标的可行性，判断未来经营发展策略其是否与所处行业整体发展情况以及自身实力相符。

（2）重大投资项目

重大投资项目可能对企业未来的经营状况、财务构成、盈利能力、现金流量造成重大影响。在重大项目投资分析中应着重关注以下内容的调查：

项目概况和基础信息，如投资项目的基本情况、项目建设的合法性文件、编制的项目可行性报告及相关批复、项目初步设计的编制及相关批复、开工报告的批复等。

项目的投资规模及分年度投资计划，包括投资概算及投资概算的调整情况，实际将可能发生的投资额。

投资项目的分年度的计划资金来源及落实情况，以及资金的落实计划及实际落实情况，已完成的工程进度及相应资金来源，资金缺口及后续资金的解决途径。

投资项目的计划投产时间，项目建设期可能受资金、自然条件等的变化情况影响而出现延期；建设期的延迟，可能造成建设成本上升、效益无法如期实现，影响未来经营预测目标的实现。

投资项目的可能对企业未来经营和财务状况带来的影响，分析过程中，应注意在编制可行性报告时的市场情况与项目完工投产后的市场情况差异，这种差异可能直接导致预测效益与实际效益的巨大差异；此外，还需要考虑在建工程投资额对企业带来的支出压力和筹资压力。

（3）其他影响企业发展的重大事项

企业改制、上市、重组、并购等重大事项。

（二）财务风险评价要素

1. 财务信息质量、会计政策及会计估计

（1）财务信息质量

财务分析是信用评级的核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果

的最终反映，也是决定企业信用状况的根本。在进行财务分析时，首先应对研究分析企业财务状况的先决条件予以充分关注，如企业的财务报表是否经过审计、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况等等。

（2）会计政策及会计估计

会计政策及会计估计主要考察企业会计政策及会计估计，包括合并报表、收入确认、折旧、库存估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法。财务数据的可比性与会计政策的一致性是企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同企业甚至同一企业不同期间执行的会计政策会产生一定的变化，应分析会计政策变化的原因以及对合并报表和财务指标比率的影响。企业会计政策是否符合相关规定及近三年会计政策变化趋势，在分析企业的会计政策时，应重点关注：折旧政策；坏账准备计提标准；研发投入；存货计价方式等。

2. 资产质量

资产质量的分析是判断企业财务风险的起点。资产质量分析包括对资产结构及相应的变现能力分析，其中变现能力包括通过长期经营活动创造收入并产生回报的能力，以及通过处置从而迅速获得现金的能力。通常情况下，企业资产质量越高，则其短期偿付能力越强；企业资产回报率越高，资产的长期运营效果也将越好，企业的未来资本支出的压力也将越小，整体财务风险也会相应降低。资产质量分析着重强调对资产构成中金额占比较大的科目以及影响资产变现能力的科目的分析，相关内容包括流动资产中货币资金、应收项目、存货、其他应收款和非流动资产中在建工程、固定资产、商誉、无形资产的质量情况，流动资产占比和总资产周转次数等。通过对资产质量的分析，可以对企业资产的真实性和价值计量的合理性以及资产流动性作出综合判断。

此外，分析过程中还需要关注资产抵质押对资产流动性的影响，计算受限的资产占资产总额的比例，包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产的抵质押规模及比例等。分析过程中对于母公司将持有的优质子公司（上市公司）股权用于质押、冻结的情况也要加以特别关注。如果出现前述情况，通常表明企业融资弹性严重降低，融资能力接近极限。

3. 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在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从盈利水平和盈利结构两方面分析收益水平和稳定性。其中包括对主营业务毛利率、EBITDA 利润率、营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率的水平分析，同时需从经常/非经常性损益项目考察盈利的来源和结构、经常/非经常性损益项目的历史稳定性和未来变化趋势，进而分析盈利能力的稳定性。考虑到能够获得持续和稳定的收益往往反映企业良好的管理素质和开拓市场的能力，同时增强了企业在资本市场上再融资的能力，对盈利能力分析时更看重长期盈利能力。

4. 现金流量

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，也无法对需要偿还的债务形成有效的保障，因此现金流分析是财务分析的重点。现金流分析中需分析企业经营、投资、筹资性现金流方面的情况。其中，企业从正常经营活动中产生的净现金流量是偿还到期债务的根本，因此是现金流分析中的重点。

(1) 经营活动产生的现金流

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。理想状态下，企业经营活动产生的净现金流应当与其经营业绩相匹配，如果经营活动产生的净现金流表现为净流出，则评级人员应对其成因做重点分析。除销售商品、提供劳务收到的现金之外，受评企业也可以通过其他现金流分析经营活动产生的现金净流入，例如股东或政府往来款和专营项目款、财政补贴等款项资金的拨付，通常可以确认为“收到的其他与经营活动相关的现金流量”（自营项目）或“收到的其他与投资活动相关的现金流量”（代建项目，在分析现金流对债务的保障程度时，有时把该现金流调整到经营活动现金流中进行分析）。评级人员在作业过程中应当对相关现金流予以充分关注。

现金收入比代表当年公司收入回笼程度，为当年销售商品提供劳务收到的现金除以当年营业总收入，当该比率超过 100%时，公司收入实现质量较好，反之则较差。

(2) 筹资活动前产生的现金流

筹资活动前产生的现金流可以反映企业在筹资活动前的资金需求情况。通常情况下，经营获现状况较好、投资较稳健的企业筹资活动前产生的现金流表

现为净流入；反之，经营获现能力弱、投资扩张激进的企业筹资活动前现金流通常表现为净流出，存在对外筹融资需求。评级人员需要分析受评企业经营活动产生现金流量净额是否能满足自身资金需求，是否还需要大规模的筹资来满足投资需求。

（3）投资、筹资活动产生的现金流

通常情况下，产能和业务扩张等对外投资活动会造成企业资金需求增长。评级人员需要分析受评企业筹资活动现金流量净额是否能满足资金需求。筹资活动现金流量情况以及其变动情况可以在一定程度上反映企业在相应期间的资金压力和融资成本等情况。

5. 资本结构

企业资本结构主要是对企业资金来源和结构的考察和分析。

（1）企业资本结构管理

企业资本结构管理旨在保障其资金来源的稳定性、资金成本的可控性以及债务期限结构的合理性。企业的资金来源主要由股东的投入和各种负债组成。评级作业中，首先要关注企业的融资管理目标，企业是否有资产负债管理目标；企业是否有比较明确的股权、债权融资计划；该目标、计划或实际运作是激进还是保守等。联合资信通过对受评企业负债管理办法及目标的了解，并结合其近三年资本构成及变动情况，对企业未来资本结构及债务风险的变化趋势形成判断。

（2）所有者权益

所有者权益是企业资本结构最重要的组成部分，是企业债务的重要保护基础。作业过程中，评级人员应当重点对受评企业的历年所有者权益的变化情况进行核实，并核实新增的权益来源。同时，评级人员应当关注受评企业所有者权益的真实性和稳定性。作业过程中，如果发现受评企业存在权益构成失真，或通过评估增值扩大权益规模的情况，评级人员应当对权益所对应的资产进行必要的调查和评价。

此外，评级人员还需对受评企业所有者权益稳定性及信用水平产生重大或者不利影响的事件保持充分关注，例如受评企业通过股东增资、发行股票和混合资本工具融资等方式扩充所有者权益；通过资产剥离、股东减资等方式，缩减所有者权益等。

(3) 负债与债务

负债是企业资金来源的重要方面。在评级过程中，评级人员应当对受评企业的短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、长期借款、长期债券等科目予以充分关注。在分析企业短期借款时，评级人员应关注其资金成本的高低、受评企业与主要借款人的关系等相关因素。这些因素与企业短期支付能力有很强的相关性，例如企业在不能按期偿还借款本息时，其所支付的财务费用和未融资成本可能会大幅提升，更有甚者造成破产的严重后果。

评级人员应对受评企业应付账款的付款期限、金额、付款方式、宽限期等予以关注。通常情况，受评企业在某一特定时期内可以投入的运营资金是有限的。在受评企业资金较为紧张或偿还银行借款较多的情况下，供应商在应付账款账期上的宽限有利于提升企业的短期支付能力。

在对企业长期借款进行分析时，应充分关注借款性质、偿还期限的集中度、高峰时的偿还金额等因素。同时，企业债务期限结构与业务的匹配程度也是决定企业财务风险的因素之一，短债长用往往更易带来兑付压力。

债务通常指的是企业的有息债务，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、长期借款和应付债券等，同时应将长期应付款、其他应付款中的有息债务纳入计算范围。

评级作业过程中，评级人员还要考虑受评企业是否存在较大规模的民间借贷或表外融资；债务结构是否合理；债务是否在某一时间段内出现较大规模的集中到期；融资渠道是否单一或受到限制；银行融资规模下降而债券市场融资及非标融资规模上升等因素对整体的信用水平造成的影响。

(4) 相关指标

联合资信在考察企业资本结构时，主要关注以下指标：

全部债务资本化比率反映的是企业全部资本中，通过借贷形式筹措的资本所占比例。通常情况下，该指标过高表明企业的债务负担过重，在企业收益下降时，很有可能出现利息支付、债务偿还等困难。若该指标较低，则企业面临的债务偿还压力较小，债务偿还风险较低。

长期债务资本化比率反映企业的长期资本中，通过借贷等方式筹措的资本所占的比例。该指标过高表明企业长期债务负担过重，当企业收益下降时，有可能出现利息支付、债务偿还等困难。

资产负债率指标反映的是企业全部资产所对应的负债和股东权益情况，是评价企业财务状况、偿债能力，以及衡量企业在清算时债权人利益受保护程度的重要指标。对于这个指标的判断标准，各个行业差异会比较大，一般依据行业平均的数据作为判断其负债程度高低的依据。

6. 偿债能力

偿债能力是度量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、经营现金流动负债比、现金短期债务比等，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，需重点判断企业是否有足够的的能力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。

(1) 短期偿债能力

短期偿债能力反映企业偿付日常到期债务的能力，如果短期偿债能力不佳，会影响债权人本息获得的安全性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本。首先需要分析企业资金头寸管理的基本做法，了解是否有控制指标及其标准；银行的授信，流动性的一般来源等。具体分析时，主要考察的指标包括现金短期债务比、流动比率、速动比率、销售商品提供劳务收到的现金对流动负债和短期债务的保障倍数和再融资能力等。

现金短期债务比衡量的是企业某个时点上账上现金对短期债务的保护程度。保守的头寸管理，可能会要求随时可以偿付到期的债务。对于现金类资产，要考虑将受限的现金类资产扣除，应该是随时可以变现而不受限制的。

流动比率和速动比率都反映了企业以其流动资产支付流动负债的能力。速动比率较流动比率而言剔除了存货，其资产流动性更强。

销售现金、提供商品收到的现金对流动负债和短期债务的覆盖程度可以从核心经营现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。

再融资能力主要考察企业通过各类融资渠道可获得的资金的能力，主要包括银行授信、债券发行、关联方拆借、引入战略投资者、IPO、增发配股等。在分析再融资能力时，需要结合企业自身资质对融资渠道合规性、多样性、稳定性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

（2）长期偿债能力

长期偿债能力的分析是企业偿还长期债务本息的能力，或者说企业未来长期的偿债能力。分析时主要考察的指标有 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等。

EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA，均反映企业以税息、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力。EBITDA 利息倍数越高，全部债务/EBITDA 越低（当 EBITDA 为正值时），企业融资的空间越大，财务弹性就越高，也就意味着企业偿债能力越强。

考虑到债务偿还能力是一种预测，如果有条件，还应对未来一定时期现金流和债务进行预测，对其偿债能力进行分析和判断。

7. 或有负债及其他风险

其他重大事项主要包括企业或有事项（对外担保、未决诉讼、不良信用记录等）及资产负债表日后事项等。企业提供对外担保可能会给其带来潜在的代偿义务。在分析企业对外担保情况时，主要考察的指标包括对外担保规模、担保比率、被担保主体情况等。对于存在对外担保规模较大，对外担保比率高；担保对象以民企为主，且行业及区域集中度较高；因部分被担保企业出现贷款逾期而发生重要代偿事件；诉讼涉及金额占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失等重大事项情况的，需根据实际情况分析其对企业信用水平的影响。此外，还应考虑债务逾期以及其他失信记录等不良记录对公司信用状况的影响。

8. 母公司财务风险

对于集团公司，特别是控股型企业、下属子公司较多或对子公司控制力不强的集团公司，合并范围财务数据可能无法完整、切实体现受评企业的实际偿债能力时，评级人员需单独分析集团本部（母公司）财务报表数据，关注本部的资本结构、资产质量、盈利状况及偿债能力等方面。

从集团的经营管理模式（集权式管理还是分权式管理）、母公司控股比例

及少数股东权益占比、母子公司的财务控制关系等方面判断评估母公司对核心子公司的管控能力、资金调度使用能力。评级过程中，应重点分析母公司的业务经营情况、资产规模、资本结构和债务负担变化、偿债能力等。当公司优质资产集中在子公司时，重点关注母公司长期股权投资等主要资产变现能力和投资收益质量以及母公司持有的股权价值及质押情况。

（三）外部支持

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将有助于企业抵御风险。

政府对受评企业的支持主要考量政府的支持能力和支持可能性两个方面，在综合评估以上两个方面的基础之上，得出受评企业所获政府支持程度。政府支持能力可以从地区经济、政府财政实力、债务状况、治理水平等方面来考察。政府支持可能性可以从政府对受评企业的持股比例及控制程度、受评企业对政府的重要性、违约对政府声誉及区域融资环境的影响、支持成本与收益的经济权衡、过往支持历史五个方面来考察。值得指出的是，政府支持不受企业性质的限制，非国有控股企业也可通过上述因素的评估，判断其获得政府支持的可能性。

股东对受评企业的支持主要考量股东的支持能力和支持可能性两个方面，在综合评估以上两个方面的基础之上，得出受评企业所获股东支持程度。股东支持能力主要考量股东的企业性质、行业地位、竞争能力、财务状况和可持续发展能力等。股东支持可能性可以从股东对受评企业的持股比例及控制程度、受评企业对股东的重要性、违约对股东的影响、支持成本与收益的经济权衡、过往支持历史五个方面来考察。

六、一般工商企业信用评级模型

（一）评级模型基本框架

联合资信通过评级模型的形式对一般工商企业进行主体信用评级。评级模型主要由多个评级要素及相应细化的多个定性和定量因素所组成，包括对企业经营风险评估和财务风险评估。其中，经营风险评估包括“经营环境”和“自身竞争力”两部分，财务风险评估包括“资产质量及盈利能力”“资本结构”和“偿债能力”三部分。各评级要素又由多个二级因素组成。比如，“经营环

境”细分为“宏观经济”和“行业风险”两部分，“自身竞争力”细分为“基础素质”“企业管理”和“经营分析”三部分。联合资信根据行业特点、行业政策、行业内企业表现、专家经验等确定一般工商企业二级因素主要因子（即三级因素）及对应权重。

具体打分思路如下：

首先，联合资信对三级因素进行定量因素分析、定性因素分析并打分（其中，经营风险三级因素由低到高分别评为 1~6 分，财务风险三级因素由低到高分别评为 1~7 分），根据对各三级因素设定的权重进行加权后，得到各二级因素的得分。进一步，根据对各二级因素设定相应的权重，将各评级要素的得分进行加权，得到加权后的各综合要素分数。

其次，根据各要素得分通过档次映射表（见表 1、表 2）得到上述因素相应的档次，根据“资产质量及盈利能力”、“资本结构”以及“偿债能力”要素得分加权后的总分得出财务风险档次（见表 3），并结合各评级要素风险要素调整得到后的评价结果，得到各评级要素的档次。如果评价结果处于临界点左右，可通过评估后调整其档位，由信评委做最终决定。

再次，根据各评级要素档次和要素分析矩阵（见表 4）得到受评企业的经营风险档次；获得经营风险评价结果和财务风险评价结果后，通过评级矩阵（见表 5）得到对应的指示评级。值得注意的是，若矩阵模型所得结果为“ccc 及以下”级别，则由信评委最终决定受评企业级别。

从次，在获得指示评级后，根据个体调整因素（见表 6）评价标准，对企业指示评级进行调整，得到企业个体信用级别。

最后，在企业个体信用级别基础上，结合外部支持评价标准¹，得出企业模型级别。

在参考模型级别的基础上，联合资信将依据公司信用评级委员会投票结果最终确定受评对象的信用等级。

¹ 详见联合资信对外发布的《外部支持评估方法》。

图2 一般工商企业主体信用评级模型架构图

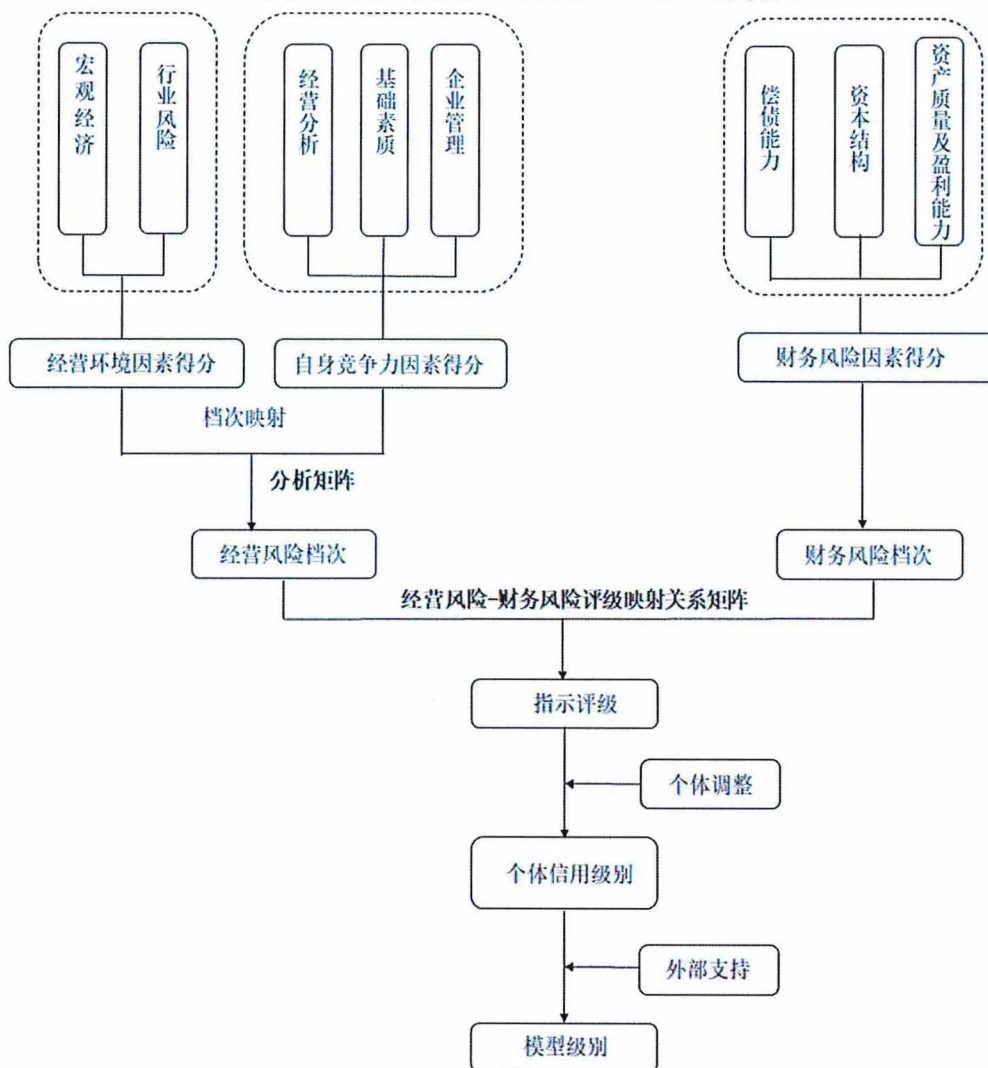


表1 一般工商企业主体评级——经营风险各因素档次映射表

档次	经营环境因素得分	自身竞争力因素得分
1 (非常好)	[5.5,6]	[5.5,6]
2 (很好)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
3 (较好)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
4 (一般)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
5 (较弱)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
6 (非常弱)	[1,1.5)	[1,1.5)

表2 一般工商企业主体评级——财务风险各因素档次映射表

档次	偿债能力得分	资本结构得分	资产质量及盈利能力得分
1 (非常好)	[6.5,7]	[6.5,7]	[6.5,7]
2 (很好)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)
3 (较好)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)

4 (一般)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
5 (较弱)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
6 (非常弱)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
7 (极弱)	[1,1.5)	[1,1.5)	[1,1.5)

表3 一般工商企业主体评级——财务风险档次映射表

档次	财务风险得分
F1	[6.5,7]
F2	[5.5,6.5)
F3	[4.5,5.5)
F4	[3.5,4.5)
F5	[2.5,3.5)
F6	[1.5,2.5)
F7	[1,1.5)

表4 一般工商企业主体评级——经营风险分析矩阵

自身竞争力因素 (档次)	经营环境因素 (档次)					
	1 (非常好)	2 (很好)	3 (较好)	4 (一般)	5 (较弱)	6 (非常弱)
1 (非常好)	A	A	A	B	C	E
2 (很好)	A	B	B	C	D	E
3 (较好)	B	C	C	C	D	F
4 (一般)	C	D	D	D	E	F
5 (较弱)	D	E	E	E	E	F
6 (非常弱)	E	F	F	F	F	F

表5 一般工商企业主体评级——经营风险-财务风险评级映射关系矩阵

经营风险	财务风险						
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7
A	aaa	aaa/aa+	aa/aa-	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bb+
B	aaa/aa+	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb
C	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-
D	a+/a	a/a-	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+	b
E	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb/bb-	bb-	b+/b	b/b-	b-
F	bb/bb-	bb-	bb-/b+	b+/b	b/b-	ccc 及以下	ccc 及以下

表 6 一般工商企业主体评级——个体调整主要因素

个体调整主要因素	
一级因子	二级因子
未来发展	项目投资
	收购兼并
	发展韧性
	压力测试与预测
ESG 相关	ESG 相关
表外重要风险	诉讼风险
	担保风险
不良记录	债务逾期
	其他失信记录
其他因素	有利因素
	不利因素

评级模型一般以发行主体合并报表数据为主（对于集体企业，可辅助公司本部报表）进行分析，且所用的数据均为近 3 年的加权平均值，各期限数据由远及近权重分别为 20%、30%和 50%，以反映一段时间内企业的经营状况或降低异常值的影响。若企业仅存在近 2 年合并报表及母公司报表数据，则所用的数据为近 2 年的加权平均值，各期限数据由远及近权重分别为 30%和 70%。若企业仅存在 1 年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为该年合并报表及公司本部报表数据。

评级模型中评级要素的选择、赋值、权重设置原则：（1）评级要素选择：根据联合资信工商企业评级方法总论、一般工商企业评级方法，结合行业特点，根据重要性、可操作性等原则，经过专家经验论证后筛选所得；（2）评级要素赋值：根据一般工商企业行业特点、行业政策、行业内企业表现等因素，考虑数据历史表现、理论值、行业均值等，经过专家经验论证调整后确定各指标赋值；（3）权重设置：根据一般工商企业评级方法，结合行业特征及重要性设置。

（二）信用评级模型指标清单

一般工商企业个体基础级别从经营风险和财务风险两个方面进行评价。

表 7 一般工商企业指示评级模型-经营风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子	三级权重
经营风险	经营环境	宏观经济	50%	宏观经济	100%
		行业风险	50%	行业风险	100%
	自身竞争力	基础素质	55%	细分市场地位	50%

				核心运营禀赋	25%
				业态多元与协同度	25%
		企业管理	15%	法人治理结构	50%
				管理水平	50%
		经营分析	30%	营业总收入	30%
				产业链控制能力	35%
净营业周期	35%				

表 8 一般工商企业指示评级模型-财务风险评价

一级因子	二级因子	二级权重	三级因子	三级权重
财务风险	资产质量及盈利能力	20%	资产质量	50%
			EBITDA 利润率 (%)	35%
			总资产报酬率 (%)	15%
	资本结构	30%	所有者权益 (亿元)	50%
			全部债务资本化比率 (%)	50%
	偿债能力	50%	EBITDA 利息倍数	20%
			全部债务/EBITDA (倍)	25%
			销售商品提供劳务收到的现金/流动负债 (倍)	15%
			现金类资产/短期债务 (倍)	15%
			再融资能力	25%

1. 经营风险

一般工商企业经营风险主要从经营环境和自身竞争力两方面评价。

(1) 经营环境

经营环境主要从宏观经济、行业风险两方面评价。

① 宏观经济

通常，在宏观经济快速发展阶段，企业能够获得较好的发展机会；反之，在宏观经济剧烈波动或衰退时，企业会面临较大的风险。宏观经济环境的基本分析内容主要包括：经济增速、投资增速、价格指数、利率水平等指标，并重点考察各项宏观经济调控政策、其变化趋势及可能性判断未来经济增速、固定资产投资水平的变化。

② 行业风险

行业风险主要从行业外部环境、行业结构特征、行业风险状况、行业财务状况等方面来评价。

(2) 自身竞争力

自身竞争力主要从基础素质、企业管理和经营分析三方面评价。

① 基础素质

基础素质主要用细分市场地位、核心运营禀赋以及业态多元与协同度指标衡量。

细分市场地位也是判断企业竞争力的重要指标，细分市场地位突出的企业一般是行业的领军企业，不但对行业发展有着至关重要的作用，对产品价格也有较强的话语权。联合资信对细分市场地位的考察主要关注：一般工商企业在品牌知名度、销售区域、主要产品的产能产量，在所处行业的地位（可通过资产规模、销售收入、市场占有率、权威机构行业排名等指标衡量）。

核心运营禀赋主要考察企业采购、生产和销售等运营过程中重要资源的掌控状况，包括核心原材料资源的储备情况、生产要素的整合能力、业务资质、业务资源、技术水平和研发实力、产品或服务质量等。对于不同细分行业，核心运营禀赋考察侧重有所不同。核心生产要素和资产储备情况更好、技术工艺水平更高、研发实力更强、产品性能或服务更高的企业，拥有更好的抗风险能力。

业态多元与协同度主要考察企业业态布局的丰富程度、均衡性、协同度和抗风险能力。业态布局多元，结构均衡，且各业态有非常好的协同或风险对冲作用的企业，具有更好的可持续发展能力；业态过度单一且落后、布局零散无序或脱离主业盲目跨界扩张的企业，抗风险能力更弱。

② 企业管理

企业管理主要从法人治理结构和管理水平两方面评价。

法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。通常，公司治理结构完善，运作顺畅、规范，股东的权利得到有效的保证的企业，经营运作更为规范，有利于实现企业的长期稳定发展。

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业管理及营运。通常，企业组织架构搭建完整、权责明确、管理层级清晰、管理制度可操作性强且执

行情况良好的企业，经营运作更为规范，有利于实现企业的长期稳定发展。

③ 经营分析

经营分析主要用营业总收入、产业链控制能力和净营业周期指标衡量。

表 9 经营分析指标评价参考

三级因子	6	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
营业总收入 (亿元)	[300,+∞)	[120,300)	[50,120)	[20,50)	[10,20)	[5,10)	(-∞,5)
净营业周期(天)	(-∞,0]	(0,50]	(50,200]	(200,360]	(360,500]	(500,1000]	(1000,+∞)

营业总收入是企业的主要经营成果，是企业取得利润的重要保障。营业总收入越大，企业的规模效应越明显，抗风险能力越强。销售债权周转次数越高的企业通常经营效率越高。

产业链控制能力主要通过产业链布局以及上下游控制能力两个维度评价。产业链布局主要考察产业链上下游延伸情况、横向产业链地位等，产业链更完整的企业成本转嫁能力更强，拥有更好的抗风险能力。上下游控制能力主要考察上下游议价能力、上下游的稳定性和可拓展性等，对供应商和客户议价能力更强、供应链与客户资源把控更稳固，经营确定性和盈利抗波动水平更为突出。

净营业周期（应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数）反映企业营运资金的周转效率与经营管理能力，核心是衡量企业从支付原材料款项、生产加工，到销售产品收回现金的完整周期长短。净营业周期越短，说明资金周转越快、资金使用效率越高。

2. 财务风险

财务风险主要考量资产质量及盈利能力、资本结构和偿债能力²三个方面。

(1) 资产质量及盈利能力

资产质量及盈利能力主要从资产质量和盈利能力两个方面评价。

资产质量主要从结构和质量两个维度衡量，采用定性指标考察。结构分析主要是分析各项资产在总资产中的占比，质量分析主要是分析各项资产的真实性和变现能力。其中，资产真实性的考察要点主要包括资产产权是否有瑕疵、入账价值合理性、资产价值大幅波动可能性等；资产变现能力主要体现为通过

² 本模型将现金流关键指标纳入偿债能力评价体系中进行考量。

正常经营活动收入并产生回报的能力以及通过处置在短期内回收现金的能力，同时需关注资产受限对资产流动性的影响。在判断资产真实性的基础上，资产流动性越高，资产质量越好。

盈利能力主要用 EBITDA 利润率和总资产报酬率指标衡量。

◇ EBITDA 利润率是衡量企业盈利能力的指标。EBITDA 利润率越高，企业的盈利能力越强。

◇ 总资产报酬率是衡量企业资产利用率和综合盈利能力。总报酬收益率越高，企业盈利能力越强。

表 10 盈利能力评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
EBITDA 利润率 (%)	[20,+∞)	[10,20)	[5,10)	[2.5,5)	[0,2.5)	[-10,0)	[-30,-10)	(-∞,-30)
总资产报酬率(%)	[8,+∞)	[4,8)	[2,4)	[1,2)	[0,1)	[-4,0)	[-8,-4)	(-∞,-8)

(2) 资本结构

资本结构主要用所有者权益和全部债务资本化比率指标衡量。

◇ 所有者权益是反映所有者投入资本的保值增值情况，是企业偿还债务的重要保障基础。所有者权益越高，对债务的保障程度越高。

◇ 全部债务资本化比率是衡量企业的刚性债务水平。在一定范围内，全部债务资本化比率越高，企业的有息债务负担越重。

表 11 资本结构指标评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
所有者权益 (亿元)	[300,+∞)	[100,300)	[50,100)	[25,50)	[15,25)	[10,15)	[5,10)	(-∞,5)
全部债务资本化比率 (%)	[0,45]	(45,50]	(50,60]	(60,70]	(70,75]	(75,80]	(80,85]	(85,+∞), or (-∞,0)

(3) 偿债能力

偿债能力采用定量与定性指标结合的考察方式，主要通过 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA、现金类资产/短期债务、销售商品提供劳务收到的现金/流动负债、再融资能力指标衡量。

◇ EBITDA 利息倍数反映企业以税息、折旧及摊销前利润对利息的保障程度。EBITDA 利息倍数越高，企业的长期偿债能力越强。

◇ 全部债务/EBITDA 反映企业以税息、折旧及摊销前利润对全部债务的偿

还能力。全部债务/EBITDA 越低（当 EBITDA 为正值时），企业长期偿债能力越强。

- ◇ 现金类资产/短期债务主要衡量企业现金类资产对短期债务的保障程度。现金类资产/短期债务越高，企业的短期偿债能力越强。
- ◇ 销售商品提供劳务收到的现金/流动负债主要衡量销售商品提供劳务收到现金对流动负债的覆盖程度。销售商品提供劳务收到的现金/流动负债越高，企业的短期偿债能力越强。
- ◇ 再融资能力属于定性指标，该指标主要考察企业的融资环境是否恶化、外部融资渠道是否畅通（包括但不限于银行信贷、债券市场、股权质押、股权类融资等）、历史履约情况、资产受限情况、债务结构合理性（债务集中度、期限匹配程度）及融资成本等。

表 12 偿债能力指标评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
EBITDA 利息倍数（倍）	[6,+∞)	[4,6)	[2,4)	[1,2)	[0.5,1)	[0.25,0.5)	[0,0.25)	(-∞,0)
全部债务/EBITDA（倍）	[0,4]	(4,8]	(8,15]	(15,20]	(20,25]	(25,30]	(30,40]	(40,+∞),or(-∞,0)
现金类资产/短期债务（倍）	[1.2,+∞)	[0.6,1.2)	[0.4,0.6)	[0.2,0.4)	[0.1,0.2)	[0.05,0.1)	[0.02,0.05)	[0,0.02)
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	[3,+∞)	[1.5,3)	[1.1,1.5)	[0.7,1.1)	[0.4,0.7)	[0.2,0.4)	[0.1,0.2)	[0,0.1)

七、评级方法和模型局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以其历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化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，因此评级模型中对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

为了避免评级模型过于复杂，评级方法中的评级模型所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

评级模型所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，评级模型无法预测受评主体在未来某段时间的违约概率，在受评主体违约时，评

级模型并未考虑可能损失的程度。

评级模型所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响评级模型结果。

评级模型所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与评级模型建议的权重显著不同的情况，存在评级模型未列示因子被赋权的情况。例如，评级模型中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与评级模型建议的权重显著不同的情况。评级模型中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与评级模型中所列示的权重存在显著差异。联合资信重视评级模型在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖评级模型结果确定受评对象的信用等级。

本方法会随着相关法律、法规或其他规范性文件的不断演进而有所调整和修正，联合资信将定期或不定期审查本方法，适时修订。

附件 1 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
现金类资产/短期债务	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

应收账款周转天数=360/应收账款周转次数

存货周转天数=360/存货周转次数

应付账款周转天数= 360/(营业成本/平均应付账款)