

版本号：V4.0.202208

# 贸易企业信用评级方法



2022年8月

# 贸易企业信用评级方法

## 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，为适应贸易行业的发展变化，完善对贸易企业的评级体系，联合资信对贸易企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次《贸易企业信用评级方法（版本号：V4.0.202208）》（以下简称“本方法”）以 2019 年《贸易企业信用评级方法（版本号：V3.0.201907）》为基础进行修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，2022 年 8 月 12 日起施行。

本次修订主要内容包括，进一步完善了调整项因素及相关评价标准，将包括 ESG 相关因素、发展韧性等可持续发展能力因素纳入调整项；对矩阵进行了适当调整，提高了分布的合理性；调整部分财务指标公式，更新了长期信用等级设置及其含义。联合资信关于贸易企业的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，因整体评级逻辑和主要评级要素保持不变，故本次修订不会对联合资信现有贸易企业级别产生重大影响。

## 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。

本方法适用于在中国大陆地区发行债券的贸易企业的主体信用评级。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

根据国民经济行业分类（GB/T4754-2017），贸易行业属于批发和零售业中批发业的子行业，可分为国内贸易及国际贸易（又称对外贸易或进出口贸易，又可分为进口贸易、出口贸易和转口贸易）。联合资信贸易企业主体信用评级打分表适用于通过作为贸易中间商，依托业务资源、销售渠道赚取购销差价，同时在贸易活动中进行资源整合，提供信息服务、资金融通、供应链整合

等服务的企业。

#### 四、贸易企业评级的关键假设、核心要素和评级框架

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。

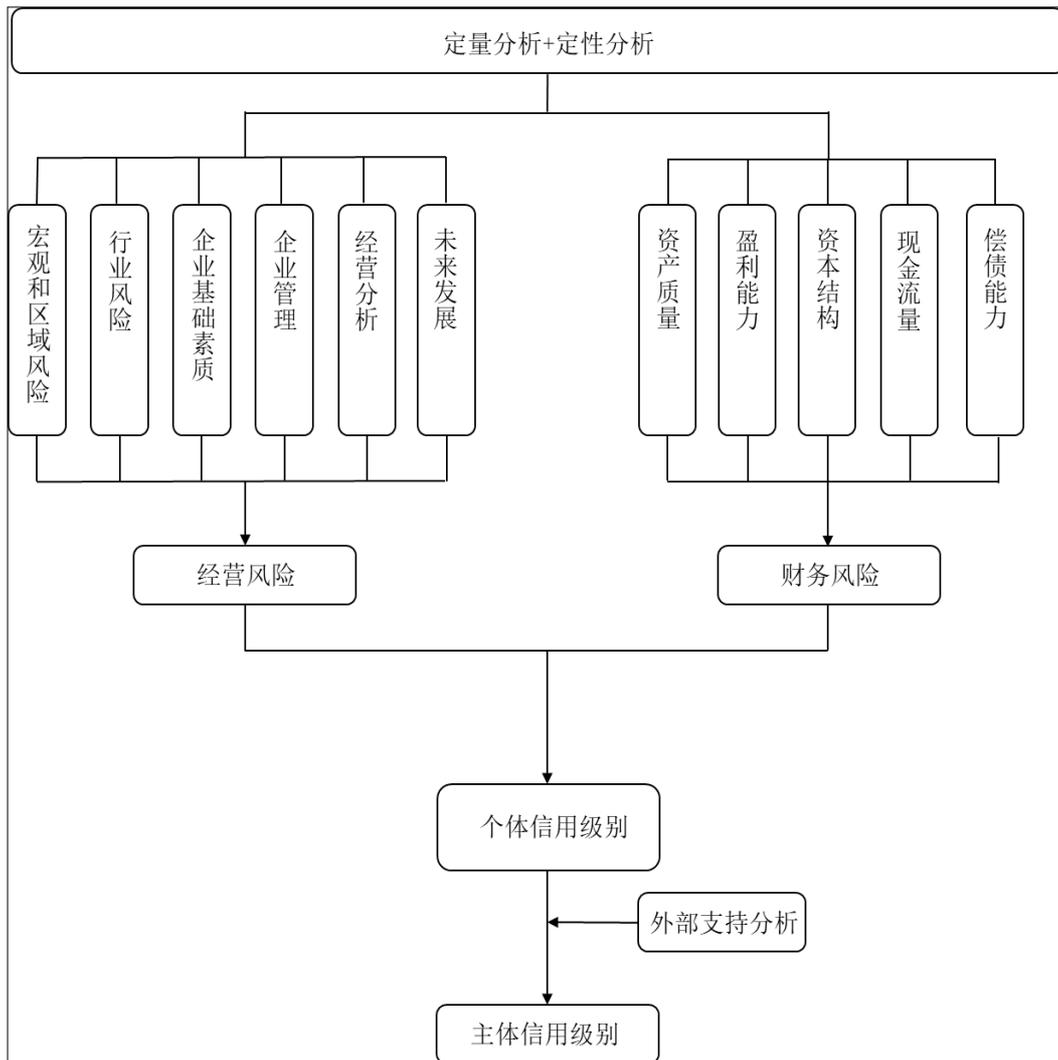
企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

经营风险方面，企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理能力、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，面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业基础素质越好、企业管理能力越强、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 联合资信贸易企业主体信用评级框架



## 五、评级方法局限性

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，因此本评级方法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。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有重要考虑因素。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。

打分表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，打分表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，打分表并未考虑可能损失的程度。

打分表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打分表结果。

打分表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打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，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打分表建议的权重显著不同的情况。打分表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打分表中所列示的权重存在显著差异。

联合资信重视打分表在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖打分表结果确定受评对象的信用等级。在参考打分表结果的基础上，联合资信还将考虑影响受评对象信用风险的其他考量因素，并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。

本方法会随着贸易企业的不断发展，以及相关法律、法规或其他规范性文件的不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。

## 六、贸易企业主体评级的主要经营风险要素（定性和定量指标）

### （一）宏观和区域风险

对宏观和区域风险的分析主要从两方面进行：一是分析宏观经济形势和宏观政策及其变化对贸易行业发展的影响；二是分析区域经济水平、区位优势等情况来判断地区经济发展水平和发达程度对贸易企业未来发展的影响。

#### 1.宏观经济分析

此部分主要考察宏观经济环境对贸易行业发展的重要性，贸易行业与宏观经济环境的相关性，以及贸易产品周期性；此外，现阶段部分贸易产品行业发

展的基本情况、行业的特殊性风险也需要加以分析。贸易行业的发展受世界及国家宏观经济形势的影响大，主要考虑以下几个方面：（1）目前中国是全球重要的进出口国，随着中国出口规模的迅速扩大，对外贸易的不断发展，外贸行业对国际贸易环境的依赖性也越来越高。世界经济的发展直接影响中国贸易行业的发展，特别是从事进出口贸易企业的发展受国际经济形势变化的影响较大，如汇率变化、市场需求变化、贸易摩擦等；（2）对于钢铁、煤炭等强周期性行业来说，宏观经济增长速度、固定资产投资增速是拉动大宗商品需求量的重要原因。

此外，某种大宗商品当前的库存量、下游需求量以及供给量是影响大宗商品贸易行业景气度最直接的因素；对于农产品贸易行业，天气、季节等因素都是影响其供给量和需求量的重要原因。

**联合资信在考察行业景气度这一风险要素时，主要关注：全球 GDP 增速或区域 GDP 增速、宏观经济周期、宏观经济景气度、固定资产投资增速、大宗商品贸易指数、大宗商品价格波动及景气度等指标。**

## 2.区域经济分析

一般来看，优质大型贸易企业通常在产品种类和区域方面采用多元化战略，从而分散风险，并根据所涉及产品种类的上下游需求变化及时调整业务范围，降低对单一区域或贸易品种的依赖性。同时，贸易企业因其历史发展沿革，在某些区域享受当地股东和政府支持，具备相应的进出口专营权，占有先发优势，因而在区域分布上对某些区域较为集中。贸易企业运营易受宏观经济放缓、国际贸易摩擦加剧、政策调整波动影响，跨区域经营有助于分散相关政策波动风险。

总体来看，区域集中度及所处区域的经济发 展程度对贸易企业经营发展有重要影响，发达的区域经济、便利的港口资源、丰富的物流网络配套或原产地优势等有利于提升业务规模、降低成本，进而提升贸易企业盈利水平，同时，采用多元化经营乃至覆盖全国的贸易网络有助于贸易企业形成规模优势，提质增效。

**联合资信在考察区域环境这一评级要素时，主要关注：贸易企业区域分布情况和集中度情况、涉及区域的经济水平、区域是否具备物流资源和政策优**

势、人均收入水平、政治环境稳定性等。

## （二）行业风险

行业分析时主要从行业政策、行业周期性、行业竞争、行业增长性与盈利能力、行业财务杠杆与偿债能力五个方面考量。

### 1. 行业政策

此部分主要考察贸易行业（含贸易产品细分行业）相关的政策导向，包括产业政策、税收政策、细分行业贸易壁垒等。由于行业政策是国家宏观调控的一部分，对于全行业具有重要的指导意义，细分行业政策的变动会改变细分行业需求、供给、价格波动及景气度等，因此行业政策对于考察贸易行业企业的信用水平有重要意义。

产业政策方面，国家主要通过指导性意见、行动计划等各类产业政策对贸易行业的发展方向进行引导和调整；同时，通过考察国家对细分行业的政策导向，可以间接确定其在国民经济整体中受重视和支持的程度，进而确定细分行业是政策鼓励/支持发展的行业、一般行业还是限制发展的行业，从而判断从事细分行业内的贸易企业经营环境的发展趋势。

对于从事进出口贸易的企业，进口限制、出口退税政策、自贸区建设、一带一路建设、人民币汇率调整等政策对进出口贸易行业均产生重要影响。此外，关税、增值税、消费税等税种的征收方式和相应征收对象变化也会对贸易企业的税收费用造成一定的影响。

### 2. 行业周期性

行业的周期性特征，对于分析行业风险大小、预测行业未来的动向具有重要意义。周期性越强，行业风险波动性越大，总体行业风险越高。衡量行业周期性风险的指标可以通过计算各行业在经济周期下降过程中的行业景气指数、营业总收入和利润的平均下降幅度来判断。根据分析，贸易行业与宏观经济存在一定相关关系，尤其所经营的产品为周期性产品时，在宏观经济环境运行良好，所经营产品上下游景气度高的阶段，上下游企业财务经济状况普遍较好，对贸易企业资金占用少，且对产品需求维持高位，贸易行业经营业绩亦表现良好；针对需求刚性的经营产品，产品所在行业本身周期性特征表现不明显，从

事该类产品的贸易企业所表现的周期性亦不明显。

### 3. 行业竞争

行业竞争程度将会影响到行业内经营企业的盈利水平及其稳定性。此部分主要考察贸易行业的进入/退出门槛高低、竞争格局等。联合资信通过关注企业所处细分行业的进入难度、竞争格局、行业内企业数量及集中度来判断行业内企业的未来规模、盈利的稳定性和增长空间。

从贸易行业的竞争格局看，国内外贸易需求体量巨大，但重点生产资料流通企业销售额在社会生产资料销售总额中比重不高，且贸易行业多为轻资产运营，部分大宗商品流通领域行业准入门槛低，导致就行业整体而言企业数量较多，且中小型企业数量泛滥，行业集中度低，主业盈利能力弱，产品同质化程度强，在产业链中话语权较弱。

联合资信重点关注细分行业龙头企业市场份额及区域市场占有率，关注毛利率较高的品种占比情况。以大宗商品（如钢材、煤炭）贸易为主的企业由于细分行业竞争激烈，经营风险较大；具备区域内独家经销资格、特许产品经营权及工贸一体化产品拥有一定竞争优势和更高的利润水平。

### 4. 行业增长性与盈利能力

行业增长率越高，说明行业发展越快，行业风险越小。行业盈利水平越高，行业风险越小。从指标看，行业增长性可以通过行业（样本企业）营业总收入增长率、行业增加值增长率、利润总额的增长率等判断，行业盈利水平可通过行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等判断。行业的盈利和增长，还需要结合上下游行业进行判断。

贸易行业的增长性受细分行业需求、细分行业产业政策、国际经济政治局势、贸易壁垒等影响。其中，部分细分行业与宏观经济运营情况、固定资产投资等关系密切，如钢材作为最重要的大宗商品之一，存在巨大流通需求，下游房地产、基础设施建设和汽车等行业景气度直接影响钢材业务流通量及细分行业增速，同时钢材价格波动还受供给侧改革去产能政策、固定资产投资增速等影响，针对国内贸易行业增速的判断，联合资信主要考察对上下游行业的投资

增速、发展现状、行业政策等情况分析细分行业景气程度及发展预期。其次，国际经济政治局势、贸易国家产业政策、贸易壁垒也对中国进出口贸易产生较大影响，2018 年以来，中美贸易摩擦对全球经济局势带来的不确定性及恐慌情绪增加，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大，进出口增速明显放缓。

贸易行业业务特性决定了其盈利水平普遍很低，主业盈利能力受公司上下游资源整合能力、配套服务能力、运营效率、期间费用控制能力和风控能力（较低的资产减值规模）等影响大。①贸易企业作为中间流通商，在产业链内议价能力弱，部分知名度高的贸易或供应链企业竞争力主要体现基于与上下游建立长期稳定合作关系而拥有的较强的上下游资源整合能力、规模采购能力、渠道优势、周转效率及成本控制能力，需关注贸易企业与上下游客户合作粘性、上下游集中度及上下游客户类型等。②贸易企业作为资金密集型企业，普遍债务负担重，期间费用（尤其是财务费用）对盈利形成较大侵蚀，尤其是在大宗商品价格大幅波动下行背景下，贸易企业容易出现亏损，盈利对债务保障程度较低，在高杠杆经营下，需关注其债务周转表现以及现金类资产及可变现资产对短期债务的覆盖情况。③针对部分进出口贸易企业，其应收、应付类款项包含部分外币资产或负债，因此人民币汇率波动情况对于企业盈利水平存在一定影响，汇兑损益规模一定程度影响贸易企业盈利水平，需关注贸易企业外币风险敞口，外汇风险管理能力。④贸易企业在业务开展中，通常伴随较高的对手方信用风险，部分基于代理业务快速扩大规模的贸易企业，针对交易对手方信用资质审核不严格，较易出现对手方弃货、货权丢失等风险事件，若形成大额的资产减值损失，将对贸易企业利润形成较大侵蚀甚至出现亏损，需关注贸易企业风险管理能力。

## 5. 行业财务杠杆与偿债能力

行业风险与行业杠杆水平有比较密切的关系。行业特征基本决定了行业的财务杠杆。贸易行业为轻资产、高周转行业，行业财务杠杆普遍较高，较好的资产流动性、现金类资产规模及现金获现能力是保障到期债务偿付和保持经营持续性的关键。衡量行业杠杆与偿债能力的指标包括全部债务资本化比率、资

产负债率、全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数等。

贸易行业是资金密集型行业，行业准入门槛低，市场集中度低，行业竞争较为激烈，具有产业链话语权弱、主业盈利能力弱、轻资产运营、负债水平高等特征，联合资信认为贸易行业总体风险高。

### （三）企业基础素质

企业基础素质分析中，联合资信对受评对象的股东背景、企业规模及其他优势、人员素质、社会责任、环境责任企业信用记录等方面进行考察和评判，这些因素直接关系到受评对象的生存与发展前景。

#### 1. 股东及股权状况

联合资信通过对股权结构的分析，研究受评对象是否有实际控制人（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或政府）。股权结构比较复杂的，要进行穿透分析。对于无实际控制人的企业，其得到股东支持的可能性就会较低。

对于有实际控制人的企业，要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。对于国有企业，要看是否实行现代企业制度，实际股东情况；对于集体和私营企业，需关注其产权是否明晰，股东是否控制企业。按控股股东背景区分，贸易企业可分为中央控股、地方控股和民营资本三大类。国有企业在获得外部支持方面具有更多优势，如增资、划拨资产、补贴、融资等。中央控股公司实力最为雄厚，获取的财政支持及股权资产无偿划拨力度大，风险防范意识强；部分中央控股企业及地方国有企业在政策性贸易、特许经营产品经营权等方面具备优势，整体抗风险能力强于民营企业。

另外，还要关注企业与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，子公司对母公司越是不可缺少，母公司对子公司的干涉就会越多，子公司的违约对母公司的财务状况也会产生很大的影响。因此，需要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关注子公司。兄弟公司之间有可能存在资金互相挪用、生产经营相互依赖等情况，需要关注兄弟公司之间的经营往来等。对于家族式民营企业，要关注其家

族的整体情况。

## 2.企业规模

企业规模并不能等同于企业的信用质量，但企业规模的大小在一定意义上反映着企业抵御风险能力的强弱，同时，规模较大的企业，在一定程度上能产生相应的规模效应，市场地位也是判断企业竞争力的重要指标。

贸易规模对于贸易企业提高议价能力、增强抵御风险能力、整合上下游资源的作用重大，规模较大的企业较易获得相对稳定的采购货源及销售渠道，在降低供应链成本、提高融资能力和上下游资源整合能力等方面具有较强的优势；此外，规模是摊薄仓储费用和物流成本的重要影响因素。贸易企业的市场地位、拥有的市场份额及品牌影响力也是决定企业盈利能力和抗风险能力的重要因素，较高的行业排名及知名度等能够获取稳定的上下游客户和仓储物流资源、提高上下游的议价能力及运营效率。行业地位较弱的企业在上下游渠道拓展、行业竞争、盈利能力等方面不具备优势，抵御行业波动及风险的能力相对较弱。

其次区域辐射能力也一定程度反映公司销售渠道的分散化程度，公司经营区域辐射广的企业，可有效抵抗单一区域政治、经济风险所带来的业务规模下滑，整体区域辐射能力强，业务稳定性强，抗风险能力强。

对贸易企业规模及市场地位的分析，联合资信主要关注资产总额、所有者权益规模、收入规模、市场份额、区域辐射能力、经营产品种类、上下游资源整合能力、贸易规模稳定性等因素。

## 3.贸易企业配套服务能力

贸易企业配套服务能力很大程度上可以综合反映出企业的竞争能力、成本控制能力等，贸易企业配套服务能力包括仓储及物流设施布局情况，工贸一体化建设情况等；对于全国范围内自有仓储及物流设施的企业，可通过在为客户提供采购供应和分销的过程中，嫁接配套物流及仓储服务，从而降低整个贸易环节的成本提升周转效率，物流及仓储基地的配套建设有利于提高客户及供应商粘性，提升业务稳定性及抗风险能力，也一定程度增强贸易企业的货权把控能力，有利于防止第三方仓储企业违规放货等现象发生；此外拥有较多仓储物

流基地的贸易企业通常积累丰富的土地资源，在城镇化发展的过程中土地资源的增值也为公司带来一定潜在效益。对于拥有自有工厂的贸易企业，工贸一体化建设程度高，有利于降低成本、提高贸易业务毛利率，同时在获取下游订单、提高业务粘性等方面均有一定作用。

联合资信对贸易配套服务能力的考察内容主要包括仓储及物流设施布局、仓储管理制度及执行、与贸易业务协同效益、仓储物流信息化程度、自有工厂数量等。

#### 4. 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管的学历、技术职称、年龄等基本素质，以及工作经历与管理经验、决策力、高层管理团队的稳定性。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在执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般情况外，还应对企业决策管理层应对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予以特别关注。

#### 5. 环境责任和社会责任

环境责任主要是考察企业活动中对气候的影响、对自然资源的保护、能源的利用效率以及对废物的处理方式等相关内容。

企业所承担的社会责任有助于规范和约束企业行为，促使他们改善自身治理，构建和谐的公共关系，降低企业面临的外部风险。从长期来看，社会责任表现较好的企业可持续发展能力较强。对企业社会责任的分析将重点关注企业在员工的福利与薪酬、产业链上下游的关系以及公司产品的安全性乃至公司就业、税收贡献等方面对社会造成的各种外部性影响。

#### 6. 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，还要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、受到监管处罚、被监管问询；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。

联合资信在考察企业基础素质这一评级要素时，主要关注：企业所有制结构，资产规模，所有者权益规模，收入规模，市场份额，区域覆盖情况，经营产品种类，仓储及物流设施布局，上下游资源整合能力，高管及员工素质，公司所获股东、政府等给予的历史支持情况和资产划拨情况等。

#### （四）企业管理

企业管理对企业的财务成果、现金流及未来发展方向有重大影响，是企业信用质量的内在决定因素。经营管理有方的企业在销售、成本、价格、风控等方面通常具有一定优势，市场风险和管理风险较小，发展前景良好。一般说来，企业的管理水平越高，其经营管理的效率越高，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。联合资信对企业管理的考察，一般主要包括企业法人治理结构和管理水平。

##### 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并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方面发挥巨大作用。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，主要包括以下几个方面：一是企业股权分散程度与企业独立性。二是企业股东会与董事会的运作机制与实际运行情况，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

层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。四是高层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，主要功能之一就是保证企业的重大决策的可靠和企业经常受到监督。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长期倚重于一两位主要领导者，或是少数高层主管，即使这些主要领导者的个人素质和能力极为突出，也很难保证决策的持续适宜。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和权力制衡机制的效果。

## 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。管理制度是企业组织制度和企业管理制度的总称，指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，现代企业管理制度的主要管理对象：人、财、物。规范的管理制度搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。评级时，在对企业制度完善性的考察后需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

### (1) 管理架构

管理架构主要体现在组织结构的搭建，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配比等；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。为适应业务发展需要，贸易企业一般设置运营管理部、风险控制部、物流管理部、信用管理部、法律事务部等业务部门，和人力资源部、办公室、财务部、资金部、投资部等辅助部门。因此，评级时需要根据贸易企业的经营特征判定组织结构的

横、纵向设置是否合理。

## （2）风险管理

贸易活动所涉环节较多，通常面临价格风险、外汇风险、对手方信用风险、货权管理风险和存货跌价风险等，因此风险管理对于贸易企业的运营至关重要。重大风险事情的发生有可能造成贸易企业大额资产减值损失，对于盈利能力普遍很弱的贸易企业利润形成重大侵蚀。对贸易企业风险管理方面评价，主要考察风险制度是否健全、风控部门的设立及执行是否有效、是否通过金融衍生工具对价格、汇率和利率风险进行有效对冲，针对期货投机如何有效防范，保证金制度及定价方式的设立是否完备、员工风控意识水平等。

## （3）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，是否专款专用，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。

## （4）投融资管理

主要考察企业的投融资决策流程、融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。对于投资项目，主要关注所投资的项目要符合国家级区域产业政策、公司发展现状，企业对投建项目的风险控制，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。融资方面，考察企业融资管理权限、管理流程、后续管理、授信管理、投资企业融资管理等方面管理制度是否健全及实际执行情况。

## （5）对子公司管理

受评主体往往是一个大型的企业集团，部分企业集团是一个控股公司，母公司并没有自身经营实体，业务主要来自于下属子公司。甚至部分企业对下属公司没有控制能力，而母公司筹集的资金又往往用于支持整个集团内部相对较差的企业，如果使用资金的企业发展不顺利，母公司又没有足够的能力调用其他子公司的资金，很容易导致债务违约。对于集团对下属子公司的管控能力，主要考察包括人员委派、业务审核流程、财务控制、生产控制、销售控制、担保等方面的管理制度及实际管理水平，从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司委派并接受公司的管理、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（对外融资、担保等）等多方面来判断母公司对子公司的管控能力。此外，评级过程中应通过现场考察、访谈等方式，了解母公司对子公司的实际管控水平。

#### （6）对外担保管理

主要考察公司对外担保审批流程及制度是否健全、明确及合理，是否对被担保企业进行充分调查了解，是否持续跟踪评估被担保企业风险，是否设置反担保措施等方面。

#### （7）关联交易管理

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，需要评级人员充分了解企业的管理架构和 workflows，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，通过实地观察和与企业管理人员的交流等方式感知与判别。

联合资信在考察管理水平这一评级要素时，主要关注：管理架构的合理性、三会运作的机制及决策机制、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况、管理效率等因素。

### （五）经营分析

主要从业务结构和经营业绩、经营模式（含产品结构及属性、业务模式、购销模式、结算模式）、风险管理能力、经营效率等方面分析。

#### 1. 业务构成和经营业绩

企业的业务结构主要考察企业的业务是单一结构的还是多元结构，主业是否突出，若存在多个主业，各个业务之间的关联度等。多元化业务有利于分散经营风险，预防宏观经济或外部环境变化对单一行业的负面影响；分散于行业上下游的业务结构也可产生行业协同作用，提高企业经营效率；但多元化业务

结构并非一定会对企业经营发展产生积极影响，若企业各个业务之间过于分散，管控难度大，会造成资源浪费、效率低下。经营业绩主要通过通过对近 3-5 年的经营历史、发展速度的考察，对企业的发展和增长质量进行分析。贸易企业通常业务呈现多元化，需分析多元化业务收入及利润对企业收入及利润水平整体的贡献能力，对于进行多元化投资的企业，被投资标的所贡献的投资收益及现金分红对公司利润的支撑。

贸易企业一般分为以进出口贸易为主的外贸型企业和以国内贸易为主的内贸型企业。一方面要对贸易企业近年来内贸及外贸收入变化趋势及变动原因进行分析，另一方面还要分析各细分品种（如黑色金属、有色金属、矿产品、农产品、化工产品、纸浆等）贸易规模、成本和毛利率的变动情况；此外，也需通过贸易配套服务收入（如物流仓储）占比及利润贡献等方面来分析其稳定性、变化趋势及对贸易业务产生的协同效益。对于部分贸易企业，还可对收入区域分布来评判其贸易收入的稳定性及盈利性。

毛利率方面，主要关注贸易企业近年毛利率水平变化趋势及变动原因，与行业内其他企业毛利率水平进行比较。贸易企业普遍毛利率水平很低，依赖规模效益，在某一领域内深耕有利于形成规模优势和专业化优势；对于产品周期性较强的贸易企业，容易受到宏观经济周期波动的影响。随着大宗商品价格透明化，越来越多的企业利润主要来自为上下游客户提供报关、报检、物流、仓储、供应链金融等增值服务，通过收取服务费的形式进一步拓宽利润渠道。

**联合资信在考察业务结构这一评级要素时，主要关注：近三年及一期营业总收入和业务来源、业务规模、业务结构、稳定性及盈利能力等。**

## 2. 经营模式

### （1）产品结构及属性

贸易业务覆盖领域广泛、市场规模大且准入壁垒较低，因此贸易企业经营品种繁多，一般来讲，大宗商品贸易通常可按照大类具体划分为黑色金属、有色金属、原油类、煤炭、矿产、农副产品、纸浆、化工产品、汽车等，对于经营产品分散化程度高，不同经营产品间供需关系、景气度等方面相关程度低的贸易企业，可有效抵抗单一产品价格波动、景气度波动所带来的业务规模及盈利能力下滑，同时部分企业拥有一定渠道优势及供应能力，在部分产品景气度

下降的情况下可通过选择替代产品保持经营规模和盈利情况的稳定性。

从产品属性来看，部分大宗商品类（煤炭、钢铁、有色金属）相较纺织服装、农产品等贸易业务经营压力较大。因此，在梳理贸易企业经营品种多样性的同时，还需判断所经营贸易品种的外部经营环境，包括该贸易品种上下游企业经营环境及财务状况，该品种行业定价准则及结算方式对公司资金的占用情况，该品种价格是否透明，是否拥有期货市场可对其价格风险进行管理。对于贸易品种以高风险品种为主且贸易品种较为单一的贸易企业需要保持关注。

## （2）业务模式

该部分首先考察贸易企业的经营模式，并按照经营模式的不同重点关注各自的特征要素。贸易企业不同的经营模式所带来的特征有所差异，总体可分为自营贸易和代理贸易两种模式。

自营模式指贸易商从上游供应商采购货品后销售给下游客户，贸易商分别与供应商及客户签订采购合同及销售合同，并分别将采购成本及销售金额确认营业成本及营业总收入，该模式对贸易商价格风险控制、库存周转效率、货权风险控制等能力要求较高，且一般为贸易企业收入主要来源。自营模式下，贸易商通常利用信息不对称、时间空间差异及资源整合能力赚取购销差价，此外也可能包含附加收益，如上游供应商在满足贸易量基础上为贸易商提供的产品价格优惠、返点优惠及贸易商为客户提供信息咨询、物流、资金等服务收益（通常体现在差价）。部分自营贸易企业会对商品进行保值（通过套期保值、背对背点价等方式），该类企业以风险控制为主要目标，相比一般的自营贸易企业，利润率较低但较稳定。需要关注的是，由于贸易企业普遍使用保证金制度，企业采购时会向供应商预付保证金，在产能过剩、成本倒挂的情况下，若供应商出现经营困难或资金困难，可能存在供应商无法按时交货的风险；若存货跌价超过保证金，则可能会出现客户弃货风险或信用风险。

传统自营贸易通常由贸易商从上游供应商采购货物后，自行拓展下游客户渠道进行销售；该模式下贸易商所承担的价格风险敞口最大，因此为控制价格风险、存货跌价风险、对手方信用风险，贸易商通常在采购、销售及仓储环节分别或同时采取相关操作转嫁/降低相关风险，并加快库存周转速度，提升经营效率。贸易企业自营模式下风险管理常见的操作如下表：

**表 1 自营贸易常见风险控制操作**

常见操作	具体模式
保证金追加制度	对于代理采购或以销定采业务，客户一般提前预付一定比例保证金，货权交割时付尾款，期间由贸易商垫付采购款，因此价格下跌的情况下易发生客户弃货拒收的现象。为防范客户信誉风险，贸易商提前约定价格下跌一定比例时追加客户保证金，同时保留货权处置权利以降低损失。
对锁模式	指贸易商在向下游企业销售某产品的同时向上游供应商采购同等数量规格品种的产品，形成一买一卖的对应形式，通过与上下游同时定价的方式锁定利润空间，并加快货物流转，提高周转速度及资金使用效率。
背靠背模式	由贸易商分别于与客户及供应商签订背靠背合同，该模式下贸易商作为第三方不承担交易品种的价格波动风险，利润主要源于交易撮合、仓储物流费等配套服务费用，以及为下游提供账期融资而收取的垫资收益。
二次定价（如化工产品）	采购协议签订后，供应商按预定价格将货物发出，在货物抵达目的地（或抵达目的地一段时间后），贸易商与供应商根据当时市场价格按一定规则确定最终结算价格，以规避运输期间价格波动风险。下游客户定价则依据采购价加成确定。
与上游合作代销	通常行情下跌时，贸易商为上游供应商代销/代理，按照暂定价支付 70-85% 采购，完成销售后与供应商结算剩余货款，贸易商可赚取代销佣金。
期货套期保值	贸易商通过在现货市场上买进或卖出一定数量现货商品的同时，在期货市场上卖出或买进与现货品种相同、数量相当但方向相反的期货合约规避价格风险。一般情况，贸易商依据风险敞口或存量存货进行锁定。

资料来源：联合资信整理

代理贸易有多种表现形式，其核心在于代理贸易企业一般不承担销售风险，例如进出口代理模式、采购执行模式等，代理贸易企业主要赚取服务费。但需关注部分中小企业（委托方）由于对进口流程不熟悉或信用资质较差无法开具信用证，委托资质较好的贸易企业代开信用证的情况，委托方支付一定比例保证金后，受托贸易商开具信用证并完成报关等流程，随后委托人付款赎单，该类业务存在委托进口方弃货风险，需关注进出口贸易企业对上下游资源及客户是否可控及其对货权、资金回款的把控情况。

近年来，越来越多的贸易企业通过为上下游客户提供物流、仓储、报关报检等服务来拓宽利润渠道。尤其随着商品贸易价差空间逐步缩小，部分贸易企业也为上下游客户通过保理等业务提供资金支持和服务，需警惕贸易企业为上下游客户提供资金业务带来的回款风险。

**联合资信在考察业务模式时主要关注：自营模式和代理模式占比、自营模式下的风险控制措施，基于贸易业务对上下游客户提供资金服务的回款风险。**

### （3）上游采购

此部分主要考察采购供应的稳定性和价格的合理性。其中供应的稳定性主

要考察贸易商是否有充足、稳定的货源，价格的合理性主要考察贸易商的议价能力。

联合资信认为，直接与生产厂家如钢铁等金属冶炼企业、拥有矿山开采权的企业进行战略合作的贸易企业，其供应的稳定性相对较强。规模效益有助于增强贸易企业的议价能力。结算方式以及合同中对于价格调整的约定在一定程度上可以反映贸易企业的议价能力情况。在分析上游采购时，一般应取得贸易企业的采购合同样本，从合同条款中判断贸易企业在采购方面的风险情况。在考察上游采购这一风险要素时主要关注合作供应商质量与数量、供应商管理体系、采购集中度、与大供应商长期合作情况、采购结算方式与结算币种、价格风险控制措施等。

#### （4）下游销售

此部分主要考察贸易企业的销售渠道和销售方式。联合资信认为，直接面向终端客户进行销售的，有助于提高的客户粘性和利润空间，一般供应链管理 ability 较强的贸易企业，其客户粘性较高。但同时终端客户的规模和资质对于贸易企业的回款情况有较大影响，特别是对处于产能过剩行业的终端客户来说，受评企业会面临较长的销售回款周期和较大的坏账风险。客户集中度较高的贸易企业面临较大的销售风险。

从事自营贸易的企业主要依靠商品购销差价获利，商品价格波动对其盈利能力有较大的影响。在分析下游销售时，一般应取得贸易企业的销售合同样本，从合同条款中判断贸易企业在销售方面的风险情况。由于这类企业一般需要承担较大的价格风险，合理的价格风险控制措施对于企业稳定利润水平至关重要，自营贸易企业一般采用期货套期保值、远期合约等方式对价格风险进行对冲。

此外，开展报关、报检、物流、仓储等贸易服务一定程度上提高了贸易企业的盈利能力和信用水平。由于传统的贸易企业获利较低，越来越多企业通过整合上下游资源，为终端客户提供报关、报检、委托加工、仓储、物流配送、供应链金融等增值服务，进一步拓展了收入渠道。但值得注意的是，仓储、物流的建设需要较大的资金投入，部分企业可能无法在短期内获利，或将面临一定的资金压力。

联合资信在考察下游销售这一风险要素时主要关注：合作客户质量与数量、销售渠道网络、销售集中度、与大客户长期合作情况、销售结算方式与结算币种、价格风险控制措施、供应链管理服务能力等。

### 3.风险管理能力

风险管理主要衡量贸易企业风险控制措施和取得的效果。一般来说，风控能力较强的贸易企业拥有完备的风控制度及有效的制度执行手段，能够获得稳定的经营能力及盈利预期；风控能力较差的企业，在市场景气度下滑，管理层级较多的情况下较易出现风险事件，导致资产减值损失。联合资信主要结合贸易企业风控制度、诉讼事项规模、历史风险事件减值规模和风险敞口规模对企业风险控制能力做出判断，对于能够针对集团建立统一的手续方风险、货权风险、内部控制等相关制度且风控执行相对到位，诉讼事项规模小、历史资产减值规模小且风险敞口规模可控的企业可以判定为风险相对可控。

联合资信使用“ $\text{风险敞口} = (\text{应收账款} + \text{应收票据} + \text{存货} + \text{预付款项} + \text{其他应收款}) / \text{收入}$ ”来衡量企业面临的风险。该指标主要考虑的是由于贸易业务覆盖领域广泛、市场规模大，且准入壁垒较低，贸易企业通过品类扩充、增加代理业务、账期放宽、资金垫付等手段，较易实现贸易规模的快速扩张。规模扩张的同时，预付类款项、存货及应收类款项对贸易企业资金占用明显加大，经营活动现金流出规模亦大幅增加，虽然下游客户也会支付一定比例的保证金，但若商品跌价幅度超过保证金，也有可能存在客户弃货风险。贸易企业的潜在资产减值损失通常来自于应收类款项、预付类款项、存货等科目。因此风险敞口数值越大，表示公司面临的风险越大。

联合资信使用“ $\text{资产减值损失} / \text{营业总收入}$ ”来反映资产减值损失率。一般来说，贸易企业资产减值损失主要来源于以下几个方面：①交易对手的信用风险，对手方信用风险主要源自客户资信调查执行不到位，业务开展过程中企业需要做好交易对手的筛选，同时我们通常会判断公司所合作的供应商及客户中，是以基于真实贸易需求购买的制造类企业为主，还是以中小贸易企业为主。一般中小型贸易企业客户信用资质较弱，其上下游出现风险事件易传导至受评对象。②存货跌价风险和货权管理风险，该类风险主要源自货权监管不力导致货权丢失、贸易品种价格下滑带来的弃货风险；因此需通过考察企业在仓

储、物流方面的合作客户资质判断公司货权管理风险；另一方面，公司是否建立专业的人才团队能够对主要涉足的贸易品种进行价格监控，并对供需情况做出较为准确的判断，价格风险管理中的敞口规模如何控制，货物价格下跌的情形下，是否能够及时收取下游客户保证金或者进行套保工作，避免在价格下行阶段出现大规模存货跌价损失；当出现弃货情况时，公司销售渠道及网络是否可及时对货物进行变现处置。

总体来看，主要结合贸易企业涉诉规模、历史风险事件损失及后续损失计提情况判断企业的风险控制的实际执行情况，在出现风险事项及计提大额资产减值损失之后，公司是否有足够的资金消化风险事件并及时建立起完备的风险管理制度。一般来讲，资产减值损失率越低，公司风险控制能力越强。

**联合资信在考察风险控制能力和经营效率这一风险要素时主要关注：风控制度的建立是否完备，风控制度的执行是否有效、风险敞口规模、资产减值损失率、涉诉规模。**

#### 4.经营效率

同时，对于贸易企业，由于存货周转速度较快，现金类资产的流动性非常重要，联合资信使用“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”来衡量贸易企业经营效率，净营业周期天数越小，企业资金周转速度越快，完成一个业务循环时间越短，公司经营效率越好。在考虑其经营效率时，还通过“总资产周转次数=营业总收入/平均资产总额”来衡量，总资产周转次数越大，企业的周转率越快，经营效率相应越好。

#### （六）未来发展

每一个企业都会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。要从企业历史上的计划制订、计划完成情况的考察和分析。对于贸易企业战略发展应从短期阶段性规划和长期整体规划两个方面考察。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；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。还需要注意的是企业战略发展的推进，相关投

资、资金安排和债务偿还情况。如资金落实情况、建设周期、项目收益，以及项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等，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

了解企业为其自身发展的整体规划，分阶段的实施目标，判断这些计划是否与行业整体发展情况、企业自身实力相符，判断企业分阶段的实施目标的可行性与合理性。联合资信认为明确的发展战略和目标，以及实现既定目标的可行途径等方面将成为影响贸易企业发展能力的关键因素，则贸易企业未来可持续发展能力将更强，抵御风险的能力也更强。（2）重大投资项目

投资项目的分析之所以重要，是因为项目可能直接影响到企业今后的经营状况，影响到企业今后的财务构成、盈利能力、现金流量的变化等。对投资项目应重点进行以下方面内容的调查：

投资项目的的基本情况，项目建设的合法性，项目可行性报告的编制及批复，初步设计的编制与批复，开工报告的批复等。

投资规模及分年度投资计划，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。

分年度资金来源计划及已落实的情况，资金的落实计划及实际已落实情况，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。

计划和实际预计的投产时间。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。

投资将会对企业经营带来的影响。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。为提高综合盈利能力，越来越多的贸易企业在物流能力、仓储能力、信息化管理方面的投资有所增加，可结合贸易企业的渠道网络建设以及贸易服务能力，判断在建项目的合理性，具体包括对重大投资项目地理位置、

建筑面积、投资额、资金来源、建设期、进度情况、预计收入及盈利、对企业经营的影响等。

### (3) 其他影响企业发展的重大事项

需重点关注企业大规模的权益增减、业务板块重大调整、重要技术更新、企业改制、上市、重组、关键的收购兼并以及重大合同承揽执行情况。此外，还需要注意的是企业未来发展战略实施以及重大经营变化对其发展韧性、财务弹性等可持续发展能力的影响。**联合资信在考察重大资本支出这一风险要素时主要关注：企业重大项目地理位置、建筑面积、投资额及资金来源、建设期、进度情况、预计收入及盈利，及项目可行性、合理性，过往规划的实现情况，未来重大投资支出的必要性、资金来源、对企业经营的影响等。**

## (七) 贸易企业主体评级的主要财务风险要素

### 1. 财务信息质量及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，首先应注意一些基本问题，诸如企业的财务报表是否经过审计、审计机构的资质如何、财务资料的真实性与准确性如何、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况，这是研究分析企业财务状况的先决条件。

财务报表一般分为母公司报表和合并报表。合并财务报表的优点是可以全面反映了企业全部资产、负债和损益的内容。母公司财务报表的优点是可以更清晰看到企业本身的运营情况（假设不能简单动用子公司资产时）。对于合并财务报表，需要了解企业报表中是否存在应合并而未合并的内容、或重复记帐的情况，是否存在连续几年报表口径不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并，或母企业报表中没有包含对这些下属企业的投资等情况。此外，还应判断企业的财务政策偏好，揭示和预测企业财务风险。

#### (2) 会计政策及会计估计

此部分主要考察贸易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进行贸易企业信用质量和信用稳定性分

析的基础。不同贸易企业甚至同一贸易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。贸易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，在分析贸易企业的会计政策时，应重点关注：坏账准备计提标准；存货计价方式等。

**联合资信在考察信息披露与采纳准则这一风险要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等。**

## 2. 资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。此部分主要考察贸易企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，近 3 年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、盈利性以及资产抵质押情况，并对资产的真实价值进行分析。

对流动资产分析和判断的出发点是企业资产的变现能力和价值的合理性。贸易企业具有高周转性的特点，流动资产一般占资产总额比重较高，需重点关注货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货等资产科目。因贸易企业普遍采用票据/信用证方式结算，需关注货币资金中保证金、定期存款等受限资金规模；上下游企业较易出现对贸易企业资金占用情况（在细分行业景气度下滑，上下游企业经营承压及融资环境收紧背景下更为严重），需关注应收账款、应收票据款项回收情况（包括账龄、欠款客户、坏账准备的分析）；对于存货需关注贸易企业存货类型及规模、周转情况及减值计提情况；预付款项主要产生于采购上游供给紧张的产品形成的资金占用，一定程度上可以反映贸易企业的资金实力和上游议价能力；其他应收款主要为贸易企业与关联方和非关联方的资金往来、多元化经营情况下的挂账合作款项或者拆借款项，贸易企业应收、应付类资产占比一般较高，对公司形成资金占用，对资产流动性形成制约，主要客户的信用质量对企业资产质量影响较大，需重点关注应收款的规模及分布情况。

### （1）货币资金

货币资金是企业最具流动性的偿债来源，但需对货币资金的可靠性及流动性进行有效分析判断。贸易企业为满足高周转的业务会保留一定规模的货币资

金，同时受结算方式影响，为满足开证和开票货币资金存在一定受限，需关注货币资金近年变化情况、主要构成和受限情况。

### （2）应收账款及应收票据

应收账款及应收票据是企业偿还债务的重要资金来源，其流动性一般高于存货。在对应收账款分析时，侧重于分析应收账款规模及账龄分布、坏账计提规则及计提情况、回收、转回及核销情况等，此外应收账款集中度、关联方应收账款等情况也应关注。对应收账款的分析，一是分析其账龄结构，账龄越长，回收风险越大。一般来说，账龄超过一年就存在一定的坏账风险。二是分析应收账款的客户分布结构，如果应收账款集中于少数几个客户，一旦发生坏账损失，企业就可能面临较大的风险。对于重点的客户（可以是大客户，也可以是风险较大的客户），必要时应具体分析其经营状况，以确定其实际风险。三是分析应收账款的增长变化及在流动资产中的占比情况，并与前述的销售管理分析相结合。四是调查应收账款是否被当作借款抵质押等。五是分析应收账款的坏账准备提取情况，提取准备的依据。六是分析应收账款的周转天数。在对应收票据进行分析时，考虑到贸易企业常采用票据模式结算，一般将其按照银行承兑还是商业承兑进行分类，银行承兑汇票可回收程度及贴现成本均优于商业承兑汇票，应收票据期限普遍较短，且具有可贴现以快速变现的特征，流动性优于应收账款。

### （3）其他应收款

其他应收款通常为与股东、关联企业之间的往来款、与供应商的押金及保证金、应收政府补贴款等，因同属于应收类款项，对其他应收款进行分析时也需关注其规模及年度变化情况、账龄、集中度、欠款企业性质及经营情况、坏账准备计提情况等，并评估其款项回收风险及对企业的资金占用压力。占款规模越大、时间越长、单项规模越大、前几大应收单位集中度越高，其他应收款流动性和安全性就越弱。对于长期挂账的关联方往来资金，需重点评估其形成原因、收回可能性及坏账准备计提情况。

### （4）存货

存货主要为库存商品，需关注存货规模及与业务规模的匹配程度、存货市场价值及跌价准备（包括是否提取及提取依据）、存货周转率等。一般来看，

业务规模越大，存货跌价准备的规模也越大，但部分对贸易全流程控制能力强、周转率高的企业可能存货规模不大，资金占用乃至仓储费用相应降低。同时，因存货类型差异，贸易企业根据类型的不同对存货采用不同减值计提政策；按照下游需求采购提前备货而仓储物流合作方发生信用风险的，或存货出现质量问题的，可能会面临一次性计提大额减值的情况。

#### （5）预付款项

预付款项主要为预付采购款等，主要关注预付款项的金额及波动情况、账龄、未结算原因、集中度等。与行业内其他公司进行对比，预付款项规模越大，一般议价能力越弱，业务资金占用越严重。因部分贸易企业涉及医疗器械、机械设备等多个领域，也存在商品定制化程度高，必须以预付款锁定货源的情况。综合来看，需结合贸易实际性质，关注预付款项产生原因，以及是否存在通过预付款进行关联资金拆借的行为，关注关联方占款情况。

#### （6）衍生金融工具

为对冲大宗商品价格波动、汇率波动，部分贸易企业可能会购买利率互换合约、期货、外汇远期等套期保值工具，一般衍生金融工具初始以衍生交易合同签订当日的公允价值进行计量，并以其公允价值进行后续计量。公允价值为正数的衍生金融工具确认为一项资产，公允价值为负数的确认为一项负债。需关注贸易企业衍生金融工具的投资目的、规模、类型、减值准备、收益情况、投资风险及风控制度等。

贸易企业具有周转率高的特点，非流动资产在资产总额中占比一般低于流动资产，但在部分贸易企业通过上下游并购以提高竞争力，乃至采用多元化经营模式的背景下，以固定资产、在建工程、长期股权投资等为主的非流动资产规模可能提升。需关注相关资产的质量、资金占用情况、盈利情况。

#### （7）固定资产

贸易企业固定资产主要为自购或融资租入的厂房、房屋建筑物、其他设备等，一般为自用办公楼或者向上游扩张过程中收购或自建的厂房等。需关注固定资产规模及变动原因、折旧政策、减值准备及对维护成本的影响、固定资产抵押比例及其对企业后续再融资的影响。对于折旧，需关注企业采取的折旧政策、折旧年限、折旧参数（预期净残值率、年折旧率等），分析其与行业内其

他企业的异同。贸易企业历史上积累的自用办公楼、厂房等资产可能用于抵押以满足融资需要，需关注资产受限情况。

#### （8）在建工程

在建工程主要为贸易企业自建或改扩建的办公楼、新建或改扩建基地项目等，需关注其总投资规模、资金来源、建设进度、建设资金到位情况、计划投入使用时间、预期收益等。需要评估在建工程建设的必要性及合理性，进而评估管理层管理水平。应重点关注投资规模过大、行业下行压力下仍大幅扩大产能的企业。一般在建工程达到可使用状态后可转为固定资产，需关注其开始计提折旧后对利润的影响。关注企业将在建工程转固的时间，部分企业可能存在在建工程长期挂账情况，拖延折旧以粉饰利润。对于在建工程中资本化利息支出（金额及资本化率），也应关注其资本化的合理性。

#### （9）投资性房地产

投资性房地产主要包括已出租的或持有并准备增值后转让的房屋建筑物、土地使用权等，可采用成本法计量或公允价值计量。对采用公允价值计量的投资性房地产，应格外关注其入账价值的合理性、价值变动的合理性（常用评估方法包括与周边其他房产、土地等价值进行对比），关注公允价值变动对利润的贡献程度。

#### （10）长期股权投资

长期股权投资一般为企业对合营、联营企业的投资。需主要关注投资对象行业及企业类型（对于关联企业，要着重分析是否存在利益输送、关联交易、互保等行为）、投资目的、投资规模、计量方式、对投资企业管理方式及管控力度、近年获得投资收益及分红情况、投资减值原因及后续处置情况等。对于与主业关联不大的股权投资，应分析其投资的合理性，关注投资收益获取情况，避免企业盲目扩张、过渡多元化的行为。对于与主业关联较大的股权投资，应分析其对主业的影响，规避行业周期波动对公司整体业绩的影响。此外，还应关注对长期股权投资采取的记账方式（权益法或成本法），一般在被投资企业盈利时，权益法计量可提升投资企业的利润水平；在被投资企业亏损时，以成本法计量对投资企业更有利。

#### （11）资产受限情况

主要用因抵质押等导致流动性受限的资产账面价值占净资产的比重来衡量，抵质押资产类型包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产、在建工程等，要关注其主要抵质押资产类型、抵质押规模和变化趋势、资产受限比例、抵质押年限等，分析企业资产的可变现能力，此外还需将资产受限情况与债务融资中抵质押融资进行匹配核对。

此外，对于变化较大的资产，应结合企业的项目建设投入情况、融资情况以及收入变化情况进行相互核对，以更准确地把握企业资产的质量和经营情况变化。

联合资信在考察资产质量这一评级要素时主要关注：资产的构成及稳定性；应收账款的比重、账期及回收风险；其他应收款占比、类别、账期和回收风险；存货规模、类别及跌价风险；金融衍生产品的减值准备计提政策及变化；所持金融资产形成的资金占用情况、资产流动性和盈利能力；受限资产情况等。

### 3. 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

企业负债管理或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。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。联合资信通过对企业负债管理办法及目标的了解并结合近三年其资本构成及变动情况，判断企业未来资本结构及债务风险的变化趋势。

#### （2）所有者权益

所有者权益是企业资本结构的最重要的组成部分，是企业债务的重要保护基础。所有者权益的调查和分析重点是对各年的变化情况进行核实，对于新增的权益要有切实的来源。如果权益存在虚假的情况，则可能很多指标的计算就会失真。如有些企业的权益增加主要是评估增值，就要对评估的资产进行必要的调查和评价；贸易企业需重点关注所有者权益结构及稳定性。

此外，还要关注一些事项对权益稳定性及公司信用水平产生重大或者不利影

响，例如：通过股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式使所有者权益增长；通过资产剥离、股东减资等方式，使所有者权益减少等。

### （3）负债与债务

负债作为企业资金来源的重要方面，在评级过程中，评级人员对企业的短期借款、应付票据、应付帐款、其他应付款、长期借款、长期债券等科目应着重考察。对企业短期借款的考察，应关注其资金成本的高低、与主要借款人的关系等，这在很大程度上关系到企业短期支付能力的强弱，如企业不能如期偿还借款本息，则可能致使企业支付更多的财务费用，甚至使企业破产。

对企业应付帐款应关注其付款期限、金额、付款方式、是否有宽限期等，因为一个企业在一个特定时期，其运营资金是有限的，如在资金较为紧张或偿还银行借款较多的情况下，如能得到供应商的宽限，则对企业的短期支付能力会有所帮助。

对企业长期借款应关注借款性质、偿还期限的集中度、高峰时的偿还金额等。另外，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，同时应该考虑长期应付款、其他应付款中的有息债务。对贸易企业债务的分析要考虑其全部债务的结构，即长、短期债务占比，全部债务余额变化等，同时需要关注企业自身债务和政府性债务占比情况，一般而言，政府性债务主要是针对公司公益性业务而言，虽然偿债主体为企业，但是实际偿还资金来源在于政府，因此政府性债务越高，企业自身需要负担的债务越轻。

此外，还要考虑如公司存在较大规模的民间借贷或表外融资（实际债务负担比表内看起来严重的情况）；公司债务结构不合理，债务集中在短期；公司债务在某一时间段内面临较大规模的集中到期；公司融资渠道单一或受到限制，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公司整理的信用水平造成的影响。

### （4）相关指标

在考察企业资本结构时，联合资信主要关注以下指标：

全部债务资本化比率（全部债务资本化比率=（长期债务+短期债务）/（长期债务+短期债务+所有者权益）\*100%），该指标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。一般说来，该指标过高，企业的债务负担过重，当企业收益下降时，很有可能发生利息支付、债务偿还等困难。该指标低，则企业面临的债务偿还压力较小，债务偿还风险较小。而从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好。

长期债务资本化比率（长期债务资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益）\*100%），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，有可能发生利息支付、债务偿还等困难。从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好，一般情况下该指标不应超过 50%，35%以下较为理想。

资产负债率（资产负债率=负债总额/资产总额\*100%），该指标反映的是企业全部资产中，多大比例是由负债而来的，多大比例是属于股东的，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。

**联合资信在考察资本结构这一风险要素时主要关注：有息债务规模、有息债务期限结构、有息债务到期分布、债务与负债水平的变化趋势，所有者权益规模、所有者权益结构稳定性及质量等。**

#### 4. 盈利水平

盈利水平是企业经营模式、业务多元化、技术水平、管理水平等多因素的综合体现，反映企业通过持续经营活动获取现金的能力，也是企业获得外部资金的基础。联合资信对贸易企业盈利水平的分析主要从盈利状况和盈利能力两个角度出发。

##### （1）盈利状况

结合经营情况分析贸易企业近 3 年主营业务收入和净利润的结构、稳定性与变化趋势。在宏观经济持续低迷的情况下，贸易行业景气度下行，多数贸易企业不盲目追求收入规模并加强风险控制，压缩高风险贸易规模，收入呈下行趋势。另外，需关注净利润结构中非经常性损益占比、稳定性情况；贸易企业

主业盈利能力弱，且 2018 年以来受国际贸易环境动荡及国内外相关贸易政策变动影响，行业景气度下滑，一旦发生风险事件则导致资产减值损失规模较大。同时，贸易企业多采用多元化经营的策略，对股权投资的布局导致投资收益规模较大，因此通常贸易企业呈现出对非经常性损益依赖程度较高的特点，需重点关注贸易企业主业盈利能力、资产减值损失对利润侵蚀程度、投资收益及营业外收入规模及稳定性；市场价格存在一定波动，自营贸易企业一般采用期货套期保值、远期合约等方式对价格风险进行对冲，降低经营风险的同时，盈利空间受限，套期保值操作使投资收益或者损失跟主营业务收入变动方向相反，需重点其勾稽关系。

### （2）盈利能力

联合资信在考察贸易企业的盈利能力时，基于重要性和全面性原则，一方面从盈利指标角度考虑，包括收入和利润规模、营业利润率、总资产报酬率、净资产收益率等，一方面从费用控制能力角度考虑，主要分析近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占收入的比重及变动趋势。

盈利指标方面，联合资信重点以贸易企业的收入和利润规模、营业利润率、总资产报酬率、净资产报酬率对其盈利能力进行评估。其中，营业总收入是反映企业业务规模、市场地位的重要指标，同时与偿债能力的核心即现金流入水平息息相关，利润总额规模及稳定性是企业经营获利可持续性的重要指标。营业利润率从业务收入的角度评价企业的获利能力、总资产报酬率等是从企业整体可动用资源的角度评价其整体获利能力、净资产收益率是从企业所有者权益的角度评价其获利能力。

另外，物流、人工、租金等运营成本变动对贸易企业的利润空间有较大影响，需要对相关销售费用和管理费用的变化情况重点分析；同时，由于商品贸易企业债务负担偏重，需关注财务费用增长速度及资金成本，进出口贸易还需关注财务费用中汇兑损益比重。

### （3）相关指标

盈利能力的强弱反映了企业通过持续的经营活动获取现金的能力，也是企业获得外部资金的基础。较强的盈利能力，显示出企业决策管理层能够有效地运用其资产和相关资源，使投资人获得丰厚的回报，也在很大程度上反映出企

业资金具有较高的流动性，有利于企业融资能力的提高。盈利能力可以从两个方面加以分析，一是收益增长的变化趋势，二是成本费用的约束程度。衡量企业盈利能力的指标主要包括：营业利润率、总资本收益率、净资产收益率等。

营业利润率反映的是企业主业的盈利能力，其内在含义是企业通过在市场上销售其产品所能获取的利润水平。这一指标在某种程度上，也能反映出企业的市场竞争能力。一般来说，营业利润率越高越好，由于这项指标与行业关系紧密，因此应在同行业内进行比较。

总资本收益率反映出企业以其拥有的全部资本获取利润的能力，如该指标高于社会平均的投资收益率，则企业会因此获得杠杆收益。社会平均的投资收益率一般可选择银行同期贷款利率作为参考。

净资产收益率主要衡量企业股东权益的收益水平。指标值越高，表明股东投资于该企业所能获得的收益越高，指标值越低，则反映出股东投资在某种意义上的减值。但净资产收益率一定程度上受负债水平影响，同等利润水平下，高负债、高杠杆运营的企业净资产收益率一般较高。通常情况下，净资产收益率应高于社会平均投资收益率，可将该指标与银行一年期贷款利率相比较。对企业收入质量的衡量主要从收入真实性及收入实现情况两方面形成考察。

**联合资信在考察盈利水平这一风险要素时主要关注：收入和利润规模、结构的稳定性及变化趋势、非经常性损益规模及稳定性、投资收益情况、盈利指标和期间费用控制能力等。**

## 5. 现金流

现金流作为清偿债务的基础，是评级分析的重点。现金流量管理是对当前或未来一定时期内的现金流动在数量和时间安排方面所作的预测与计划、执行与控制等；高效的现金流量管理能够帮助企业在维持适度流动性的同时，保证企业的收益规模以及未来发展的可持续性。考察企业的现金流量，一方面要关注企业现金流量的规模和结构，另一方面要分析企业收入及利润的实现质量。对企业现金流的分析涵盖经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流，其中经营活动产生的现金流尤其重要。

经营活动现金流方面，贸易企业经营活动现金流主要为采购、销售商品产生的现金收付，收到其他与经营活动有关现金主要为收到的政府补助、往来款

等，支付其他与经营活动有关的现金主要为支付的管理费等付现支出、往来款、代垫费等。在对经营活动现金流进行分析时，应重点关注远高于正常水平的大规模的往来及代垫款收支，核实关联交易及资金占用情况、规模、结构、变化趋势。此外，还应将经营活动现金流与利润表、资产负债表相结合，把销售商品提供劳务收到的现金与营业总收入和应收账款结合分析，把经营活动现金流量净额和净利润等结合分析，分析企业盈利模式和收入实现质量，核实企业是否通过赊销等方式扩大销售规模（部分收入是通过“牺牲”现金流而赚取的），核实收入回款情况。

现金收入比主要衡量企业经营获现能力、是否存在虚增收入、粉饰报表的行为。一般企业可通过提前确认收入、推迟结转成本、潜亏挂账、资产重组、关联方交易等方式来粉饰收入。在对收入真实性进行评判时，要将收入确认及现金回流情况进行对比。现金收入比指标反映了企业销售收入的实际到账情况，指标值越高，表明企业收入实现的质量越高，企业通过销售活动收回的现金也越多；反之，则意味着企业收入质量不高。该指标在某种程度上也反映出企业资产的流动性状况，丰富而稳定的收益及现金流入量，是好的流动性的具体表现，对于企业提升信用能力帮助很大。

投资活动现金流方面，一般来说，贸易企业主业为轻资产，对外投资规模不大。但因主业盈利困难，部分企业通过上下游扩张、多元化经营的方式提升自身规模和盈利能力，推升投资活动现金流出规模，资金压力提升。处于扩张期、发展期的贸易企业投资活动现金流可能表现为净流出。较大的投资支出可能暗示着未来企业业绩的提升，但也应结合行业供需、企业自身实力等进行判断，防止在主业以外过度无序扩张、投资周期长而现金回流困难导致资金链紧张的情况，需关注投资活动现金流入来源、规模及稳定性。

筹资活动前现金流量净额为经营性净现金流和投资性净现金流之和，主要反映企业筹资前，经营和投资活动现金流入对经营和投资活动现金流出的覆盖情况。该指标为负则表明企业经营活动产生的现金流入不足以支撑起投资需求，为维持一定的现金规模，公司存在外部融资需求。

筹资活动现金流方面，筹资活动主要体现企业与其权益投资人和债权人的资金往来活动。筹资活动现金流入一般包括股东出资、银行贷款、发行债券、

融资租赁和其他融资拆借。筹资活动现金流出一般主要用于偿还债务本息、分配股利等。在分析筹资活动现金流入时，除关注近年流入规模及变化趋势外，还应关注企业资金来源，对企业融资便利性、融资渠道是否畅通进行适度判断。若企业融资过度依赖非标准化、高成本融资，可能一定程度上体现其融资渠道受限等问题。在分析筹资活动现金流出时，应将其偿付利息支付的现金与债务规模结合看，判断企业融资成本高低。企业筹资活动现金流是对日常经营“自我造血”获取现金流的重要补充。当企业盈利能力好，投资项目回报高于筹资成本时，企业倾向于通过筹资活动来获取资金以进行规模和业务扩张。若企业筹资活动现金流入逐渐减少、筹资活动现金流量净额由正转负，或者融资成本明显高于同行业可比公司时，我们应着重分析其变化原因，若上述变化主要由于金融机构收缩借贷规模等导致，我们应格外关注企业相关财务风险，分析债务滚动接续环境下其履约偿债能力，并根据情况适时采取评级行动。

**联合资信在考察现金流这一评级要素时主要关注：经营活动现金流入规模及净现金流规模，现金收入比，投资活动现金流入与流出，筹资活动前现金流量净额，筹资活动产生的现金流入与流出等。**

## 6. 偿债能力

对企业偿债能力的考察和判断，主要侧重于企业偿还到期有息债务的能力，通常根据企业以往的债务偿还能力及状况，结合企业偿债管理分析，预测未来一个时期企业现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别企业在未来的一定时期能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。

### （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何标准。银行的授信，流动性的一般来源等。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、经营现金流动负债比。

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。

流动比率（流动比率=流动资产/流动负债\*100%）和速动比率（速动比率=

(流动资产-存货)/流动负债\*100%)都是反映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。

经营现金流动负债比率(经营现金流动负债比率=经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%)，是企业一定时期的经营现金净流量同流动负债的比率，它可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。

### (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、现金流对债务的覆盖倍数等。

EBITDA 利息倍数(EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息支出)和全部债务/EBITDA，均反映企业以息税、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力。利息倍数越高，全部债务/EBITDA 越低，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。

企业经营活动产生的现金流量净额对债务的保障倍数(或者其倒数：全部债务/经营活动现金流量净额)，也是衡量企业偿债能力的重要指标。这是从企业产生现金流的角度衡量企业的偿债能力的指标。为了更好分析现金流对债务的保障，还可以分析筹资前净现金流与债务的关系。

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。

企业偿债能力还考虑企业可能获得的其他信用支持，主要包括银行授信、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信等。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。

### (3) 或有负债与其它风险

其他重大事项包括企业或有事项(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。提供担保可能会给企业带来潜在义务，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债务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，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。

联合资信在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：**流动比率、速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比等短期偿债能力指标；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等长期偿债能力指标；综合授信情况以及或有负债情况。**

## 7. 母公司财务风险分析

对于集团贸易企业，母公司对子公司的管控能力和母公司自身实力信用品质往往对债务的偿还产生一定较大影响。联合资信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。同时应对母公司自身信用水平加以评估，重点分析母公司的业务经营情况、盈利能力、资产规模及构成、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。若母公司自身权益规模偏小，盈利能力偏弱，债务负担较重，偿债能力较差，同时对合并范围子公司资金、业务等管控能力差，则企业整体信用水平将受到负面影响。

### （八）外部支持

企业所能获得的外部支持越广泛，支持力度越大，该企业的经营状况、信用状况会相应提高，抗风险能力会强于外部支持少的企业，债务的信用风险也相对较小。贸易企业所能获得的外部支持主要来自股东、地方政府及其下属部门等。

贸易企业的外部支持分析应主要考察两个方面：政府支持与股东支持。政府支持应重点考察受评主体在当地政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续支持，且支持力度较大；（2）有政府明确担保且有政府救助历史；（3）经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业；（4）对当地政府的经济、社会、政治或政策目标起到重要作用，其违约/信贷压力导致企业经营活动中断时，可能对经济部门产生重大影响；（5）其他因素。

股东支持应重点考察受评主体在母公司集团架构和发展战略中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）母公司背景雄厚且受评主体在股东的发展战略上比较重要；（2）获得股东注资支持和补贴等力度大；（3）股东为受评主体债务提供担保；（4）存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款；（5）从历史支持记录看，控股股东对子公司支持程度较强；（6）对集团当前发展定位或未来战略有重要影响；（7）其他因素。

## 附件 1 信用等级设置及其含义

### 1. 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

### 2、评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

## 附件 2 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	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