

版本号：V3.0.201907

有线电视企业信用评级方法



2019 年 7 月

有线电视企业信用评级方法

一、修订说明

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应广播电视行业的发展变化，完善对广播电视企业的评级体系，联合资信对广播电视企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次《广播电视企业信用评级方法（版本号：V3.0.201907）》（以下简称“本方法”）以 2017 年版本为基础进行修订，业经联合资信评级技术委员会审议通过，2019 年 8 月 1 日起施行。

本次修订主要内容包括，增加适用业务类别、评级方法局限性、关键性假设等内容，并进一步细化对广播电视企业分析要素及相关评价标准，以便更为充分地揭示企业风险。联合资信关于广播电视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广播电视企业级别产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

本方法适用于中国大陆地区有线电视企业及其发行的相关普通无担保优先债券（包括中期票据、普通企业债、普通公司债等）。有关有线电视企业发行的短期融资券、永续债、次级债券、担保债券、优先股等债项评级的方法，参见相关评级方法。

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可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者说是对其违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资产支持证券等（信贷资产支持证券、企业资

产支持票据、资产支持计划等）、其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度的评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合资信一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

一般来说，企业主体发行的普通优先债券的信用等级等同于主体评级（如发行债券对主体信用等级影响不大）；次级债券等二级资本工具（偿还顺序劣后于普通优先债券）要低于主体信用等级一个子级；优先股等混合资本工具信用等级要根据有关条款进一步降低。具体方法参见联合资信有关评级方法。

三、行业定义

根据国家统计局的国民经济行业分类（GB/T4754-2017），有线广播电视传输服务指的是指有线广播电视网络及其信息传输分发交换接入服务和信号的传输服务。有线电视最初是为了边远地区接收电视信号困难而出现的一种解决方案，随着其功能的逐渐拓展、节目的逐渐丰富、图像的更加清晰而进入大众家庭。技术进步和社会需求变化，使有线电视业务正在经历从模拟到数字的变革。本评级方法所指有线电视企业是指资产规模、销售收入或利润 50%以上来自于有线广播电视传输服务业务的企业。联合资信有线电视行业企业主体信用评级方法适用于有线电视网络经营者，暨依据《广播电视管理条例》，由国家或省级广播电视行政部门批准从事广播电视传送业务且拥有有线电视分配网和有线电视用户资源的有线电视网络传输公司或单位。

四、有线电视企业信用评级的关键假设、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

的高低可以量度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）。

债券偿还优先权会影响不同类型债券的信用风险。

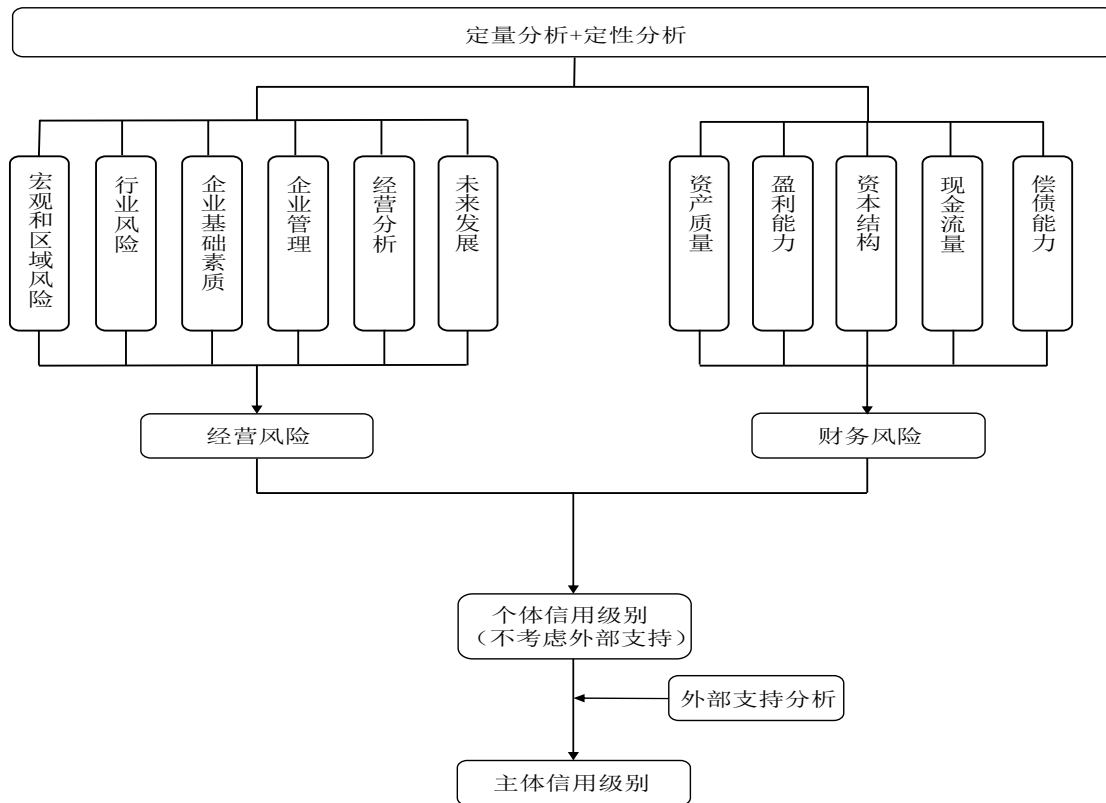
经营风险方面，企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业基础素质越好、企业管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

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。

定性调整方面，通常情况下，不良信用记录、表外重要风险和未来重大不利事项等因素也将影响企业面临的风险。

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，将降低企业面临的风险。

图 1 有线电视评级框架



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。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

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，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，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。

六、有线电视企业信用评级的主要要素（定性和定量指标）

（一）宏观和区域风险

1. 宏观经济分析

此部分主要考察有线电视行业对国民经济的重要性、与宏观经济的相关性以及与其他行业的关联关系。宏观经济分析的重点是了解宏观经济环境的变化对有线电视行业未来的服务需求、外部融资环境等方面的影响，需关注整个宏观经济运行状态和国家宏观调控政策的变化趋势。

联合资信在考察宏观经济这一风险要素时，主要关注：**GDP 及其增速、居民人均可支配收入、宏观经济周期、宏观经济景气度等。**

2. 区域经济分析

区域环境重点分析企业所在区域经济运行情况对有线电视行业的影响，常用衡量指标包括地区生产总值、常住人口数量、居民人均可支配收入等。

联合资信在考察区域环境这一评级要素时，主要关注：**地区生产总值、常住人口数量、居民人均可支配收入等。**

（二）行业风险

行业分析时主要从行业概况、行业政策、行业关注三个方面考量。

1. 行业概况

根据《广播电视管理条例》及国内有线电视行业发展融合，一省一网的行业格局已经形成。有线电视行业企业承担着各省、市、地区有线电视信息网络的建设运营，属特许经营业务，处于相对垄断地位。在政策的推动下，中国有线电视数字化进程逐步加快。同时，随着互联网、新媒体的兴起，对有线电视用户形成了分流，有线电视行业市场竞争加剧。

2. 行业政策

国家对有线广播电视传输行业实行统一领导、分级管理，行政主管部门为国家新闻出版广电总局（以下简称“广电总局”）及地方广电部门，广电总局全面负责行业管理工作，地方广电部门对有线广播电视传输业务进行分级管理。国务院办公厅、广电总局、工信部等部门及地方广电政策的出台对有线电视行业企业的引导作用至关重要。

中央“十三五”规划纲要明确提出，到 2020 年，文化产业成为国民经济支柱性产业，支持数字创意等产业发展壮大，打造战略性新兴产业。2015 年 9 月国务院办公厅印发《三网融合推广方案》，提出六项工作目标；2016 年，中央先后召开党的新闻舆论工作座谈会、网络安全和信息化工作座谈会，做出了诸多重要部署。2016 年 5 月，工业和信息化部正式向中国广播电视网络有限公司（以下简称“中国广电公司”）颁发《基础电信业务经营许可证》，批准中国广电公司和授权其控股子公司中国有线电视网络公司在全国范围内经营互联网国内数据传送业务、国内通信设施服务业务两项基础电信业务。中国广电公司获得基础电信业务经营许可，标志着电信业、广电业的双向进入有了进一步的实质性进展，使得未来的基础电信业务服务市场的竞争更为多元化。

3. 行业周期性

有线电视行业周期性和季节性不明显，近年来，我国政府高度重视有线电视行业的发展，制定了一系列鼓励、扶持的政策性措施，与此同时，行业技术发展有了较大进步，行业业务种类不断丰富，节目传输质量不断提升，从而有线电视行业保持了强劲的发展势头。电视虽然遭受到互联网、电信等行业的冲击，但是作为目前人民群众最主要的娱乐休闲方式，行业周期性不明显。

4. 行业竞争

联合资信在有线电视行业发展状况分析时的关注点包括：地方有线电视市场容量及未来发展空间，IPTV（交互式网络电视）、OTT TV（互联网电视）等视听新媒体对有线电视用户的分流加剧外部竞争，电信运营端口租用对有线运营商宽带接入业务的限制，税收优惠及政府补助政策变化，收视费价格政策变化等因素对企业盈利能力的影响。

5. 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，表明行业风险越小。行业的盈利和增长，需要判断上下游行业的影响，要对这些因素进行深入分析。有线电视行业属于服务行业，周期性不明显，用户数量通常与人口总量增速、经济发展水平、产业政策、技术水平关系较紧密。从指标看，行业增长性可以通过行业（样本企业）营业收入增长率、行业增加值增长率、利润总额的增长率、行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等判断。联合资信主要通过行业收入增长趋势、行业利润增长趋势、营业利润率和总资本收益率四个方面对行业增长性与盈利能力进行分析。

6. 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。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/EBTIDA 等。

联合资信认为有线电视行业作为弱周期行业，但其发展受行业政策、市场竞争、技术水平等影响较大，呈现行业进入门槛高、区域内垄断竞争及盈利水平较低等特征。行业风险总体较低。

（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企业规模及行业地位、用户数量、技术水平及研发能力、人员素质、外部支持、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。

有实际控制人的，要以此来分析判断企业性质。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。

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

有线电视行业企业运营方式主要为“一省一网”，有一定区域垄断优势，根据企业对区域有线电视网络的整合情况，有线电视企业行业地位可分以下几个等级：

第一梯队：企业为区域内唯一有线电视网络运营商，并完成全省“一张网”整合；具备很强垄断优势。

第二梯队：企业承担全省广电主体整合任务，已基本完整“一张网”整合任务，已完成县级以上有线电视网络整合或剩余极少省内县级地区尚未整合；具备很强垄断优势。

第三梯队：企业承担全省广电主体整合任务，公司已完成市级整合任务；或省内有线电视网络整合主体尚未明确，公司拥有绝大部分市级和县级以上（约2/3）有线电视网络传输权；具备强垄断优势。

第四梯队：企业未承担省内有线电视整合任务或省内有线电视网络整合主体尚未明确，公司拥有省内部分市级以下地区有线电视网络经营权；具备较强垄断优势。

第五梯队：企业未承担省内有线电视整合任务，拥有省内部分县级以上地区有线电视网络经营权；具备较强垄断优势。

第六梯队：企业区域内有线电视运营主体分散，仅对省内较少地区拥有经营权；垄断优势不明显。

此外，有线电视企业所在区域广电网络建设进程也需要重点关注：如当地广电网络线路网覆盖情况、光缆长度及光纤入户拓展情况等；需注意部分地区光纤网络长度增长空间有限。

3.用户数量

有线电视行业企业向用户提供基本广播电视节目内容传输服务，同时也提供标清、高清付费频道及互动点播（VOD）等增值收视服务，并预先收取基本收视/增值收视维护费，服务提供时确认收入。收视业务主要分析指标包括：有线电视的城市、农村、双向网用户覆盖及在册情况，模拟、数字标清、数字高清用户覆盖情况，付费节目订购率等。在国家发改委、国家广电总局《有线电视基本收视维护费管理暂行办法》（发改价格[2004]2787号）指导下，各地有线电视基本收视维护费价格标准均由各地物价局规定，价格相对稳定，此模式下收入主要跟随在册用户数波动，需关注IPTV等视听新媒体以及网络播放平台对传统有线电视的冲击。

4.技术水平

光通信技术、HFC双向网改造技术和下一代有线电视网（NGB）技术等核心技术水平对有线电视行业企业研发工作推动的影响较大，进而影响企业及当地三网融合进程。

5.人员素质

关注高层管理人员的行业及管理经验、学历水平、奖惩记录等；员工年龄结构分布、岗位分布是否符合企业发展需要。有线电视行业企业员工学历水平较为平均，岗位结构较均衡，以中青年为主。

6. 外部支持

重点分析国家及地方政策对有线电视、广电运营及文化行业的支持力度：

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及企业在股东的发展战略上所处的地位；2) 获得股东注资支持和补贴等支持力度的大小；3) 股东是否为企业债务提供担保。

有线电视行业企业获得的外部支持较好，主要体现在财政补贴、税收优惠、专项资金补助等方面。

7. 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。

（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生产、销售、成本、价格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，其经营管理的效率就高，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，主要通过分析股权结构及企业独立性、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

管理水平主要考察公司管理架构、制度的完善性及执行情况、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运营及发展。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。规范管理制度的搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。因此在资信评级时，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。

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。评级时需要根据有线电视企业的经营特征判定组织结构的横、纵向设置是否合理。

对有线电视企业主要考察的制度包括：

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。

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。

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，是否要求反担保措施等方面。

其他管理制度：如信息披露制度、预算管理制度等。

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工作流程，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，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

1. 业务构成

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。

重点分析近三年企业收入及成本构成、经营情况的稳定性及盈利水平变化情况。有线电视企业收入包括基本收视和增值收视业务收入、工程及安装业务收入、节目传输（卫视落地）业务收入等，核心业务收入规模越大，公司抗市场波动能力越强。

有线电视行业企业收入与成本不完全匹配，故一般只进行各自纵向比较，并考量主营业务综合盈利能力变化情况。经营情况中需对企业主要盈利模式、业务开展模式及拓展情况、收费模式等方面进行分析。有线电视行业企业盈利模式主要包括基本收视业务、增值收视业务、工程及安装业务、节目传输业务、数据业务、销售业务等。成本方面主要分析占比大的网络运行和维护成本、固定资产折旧和摊销、人工成本以及节目购置费用变化情况。

联合资信在考察业务结构和经营业绩这一评级要素时，主要关注：近三年及一期收入和业务来源、规模、结构、稳定性及盈利能力等。

2. 运营能力

（1）基本收视和增值收视业务

有线电视行业企业向用户提供基本广播电视节目内容传输服务，同时也提供标清、高清付费频道及互动点播（VOD）等增值收视服务，并预先收取基本收视/增值收视维护费，服务提供时确认收入。收视业务主要分析指标包括：有线电视的城市、农村、双向网用户覆盖及在册情况，模拟、数字标清、数字高清用户覆盖情况，付费节目订购率等。收视费定价方面，在国家发改委、国家广电总局《有线电视基本收视维护费管理暂行办法》（发改价格[2004]2787 号）指导下，

各地有线电视基本收视维护费价格标准均由各地物价局规定，价格相对稳定，此模式下收入主要跟随在册用户数波动，需关注 IPTV 等视听新媒体以及网络播放平台对传统有线电视的冲击；增值收视业务一般采取市场定价，各地区用户付费或互动节目的认可度略有差异，企业的付费节目资源和获取成本对收入及利润的影响较大。

此外，ARPU 值（户均贡献收入，一般用 EBITDA/用户数量考量）能够反映企业基本收视和增值收视业务户均贡献收入，ARPU 值越高，说明在一个时间段内企业从每个用户所得到的利润越高，同时高端的用户越多，ARPU 值越高。同时，ARPU 值的变化也能反映企业基本收视和增值收视用户结构的变化。

联合资信在考察基本收视和增值收视业务这一评级要素时，主要关注：有线电视的城市、农村、双向网用户覆盖及在册情况；模拟、数字标清、数字高清用户覆盖情况，付费节目订购率等；IPTV 等视听新媒体以及网络播放平台对传统有线电视的分流情况；ARPU 值或 EBITDA/用户数量的变化。

（2）工程及安装业务

有线电视企业在开展有线电视网络建设时，向房地产开发商收取管道建设、外线接入敷设、超长线路敷设费等，并按照物价主管部门核定的收费标准向新装用户收取安装工料费，收入确认一般在工程项目竣工验收后。此类业务收入一般与城市新建小区数量增加及农村城镇化发展进程有关，需关注与当地房地产开发市场景气度趋势的匹配情况。此类业务下游客户主要为房地产开发公司或基础设施建设公司，需关注工程进度与项目回款的匹配程度。

联合资信在考察工程及安装业务这一评级要素时，主要关注：当地房地产开发市场景气度情况；农村城镇化发展进程情况；项目回款情况。

（3）节目传输（卫视落地）业务

该业务主要包括省外频道落地传输和省内频道传输服务，收入源自各地广播电视台支付的节目传输费，在合同服务期内按照一定时间节点确认收入。另外，部分特殊频道需付费采购。各地有线电视运营商对省外频道落地费标准有所差别，主要按电视节目落地区域及存量基数收取，属地方垄断性业务，关注企业在此方面是否存在议价能力较低的特殊情况。此类业务下游客户主要为当地及外地广播电视台，由于当地电视台落地频道较多，外地电视台一般只落地卫视频道，此类业务中源自当地电视台的收入占比较高。

联合资信在考察节目传输（卫视落地）业务这一评级要素时，主要关注：公司与本地及外地广播电视台合作变化情况；收费标准变化情况。

（4）数据业务

数据业务由专网和宽带接入业务组成。数据专网业务是指为政府和企事业单位提供高清监控、视频会议等的信息化专用接入服务，并收取信息传输服务费；此类业务经营情况的衡量指标主要是数据集团专网专线数量，而地方电子政务类网站的扩容以及横向城域网建设情况主要依托于地方广电政策的出台和实施；此类业务一般由有线运营商与用户协商定价，无国家或地方政府价格标准；由于下游客户主要为政府和企事业单位，应收账款回款风险一般可控。

宽带接入业务各企业一般针对不同带宽和组合产品差异化定价。目前有线运营商的宽带接入业务仍需依托电信运营商的出口带宽，并且与电信运营商业务为同业竞争关系，宽带接入业务成长空间有限。

此外，部分有线运营商提供城市报警和监控系统的数据服务，产生一定应收账款。

联合资信在考察数据业务这一评级要素时，主要关注：企业与政府和企事业单位合作情况；在区域内与电信运营商的竞争情况；应收账款回收情况。

（5）采购情况

有线电视行业企业上游主要为三类，节目内容提供商和增值内容提供商，有线电视网络设备供应商和终端设备供应商，以及中国电信、中国移动等宽带出口提供商。对外采购主要包括电视信号传输相关设备及终端、电视节目及视频内容、带宽出口服务、施工劳务服务和广告服务等。电视信号传输相关设备及终端主要包括光缆、电缆、调制解调器、EOC 局端、机顶盒、智能卡、电视机等，上游市场为充分竞争市场，采购价格随行就市。

联合资信在考察采购情况这一评级要素时，主要关注：供应商集中度；原材料价格变化等。

3.运营效率

有线电视企业运营效率对企业的信用状况有着重要影响。有线电视运营效率指标主要有 ARPU 值(或 EBITDA/用户数量)以及存货周转率等。联合资信主要通过对企业近三年的 ARPU 值(或 EBITDA/用户数量)以及存货周转率增长变化情

况的考察，对企业运营效率进行分析。

（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。对于有线电视企业战略发展应从短期阶段性规划和长期总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总体规划的实现，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。如企业核心业务拓展方向是否符合当前市场需求，进入分块市场存在的专业技术或经验难题及相应解决办法，价值链整合方式、相邻业务拓展是否能形成协同效应等。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。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。

（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。考虑到产能过剩是目前有线电视行业面临的普遍问题，在分析有线电视企业重大经营项目或在建项目时，需重点结合区域内产能和需求情况，分析判断新建、在建产能的消化前景，对于潜在需求增长空间不大，但还是在大幅扩产的有线电视企业，存在未来经营情况恶化的风险。此外，还需要考虑在建工程投资额对有线电视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

如企业改制、上市、重组、购并等。

（七）财务分析

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。

（2）会计政策及会计估计

此部分主要考察有线电视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有线电视企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同有线电视企业甚至同一有线电视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。有线电视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，在分析有线电视企业的会计政策时，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。

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。此部分主要考察有线电视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。有线电视企业流动资产一般占资产总额比重较小，主要包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货等。

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。需关注货币资金近年变化情况、主要构成和受限情况。若货币资金存在存放于关联方财务公司等情况，需关注其关联交易原则、流程、制度、机制保障等，防范关联方占款、流动性受限等问题。此外，对于货币资金分散在旗下子公司（尤其是上市公司）中，需关注集团本部对子公司资金的调配能力。一般来说，货币资金规模越大，其对债务的保障能力越强，但过多的货币资金或侧面反映出企业资源利用效率低等问题。因此，有线电视企业持有大规模货币资金的基本政策和动机应当与其持有的现金水平同等甚至更重要，因授信有限、套期保值工具抵押品要求或为满足合同责任而持有较大规模现金的企业其信用风险可能未必会低。对货币资金进行分析时，应通过评估企业的业绩、财务及流动性政策来定性地考虑，而不是仅通过衡量时间点现金规模的定量分析。

应收账款：是企业偿还债务的重要资金来源，其流动性一般高于存货。有线电视企业应收账款一般主要源自工程及安装、信息发布（广告）和数据专网业务，普遍账龄较短，对方单位以网络设备供应商、广告公司和大型政企为主，回款风

险较低。在对应收账款进行分析时，侧重于分析应收账款规模及变化趋势、账龄、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。①首先，分析应收账款的增长变化及在流动资产中的占比情况，应与企业的销售策略分析相结合，企业可以通过激进的销售策略增加应收账款以增加销售收入，从而使报表呈现出较好的盈利水平，因此要判断应收账款异常变动的原因。②分析应收账款的坏账准备提取情况，提取准备的依据。企业对坏账准备的计提有很大的自主性，可自行决定计提方法和比例，需关注企业坏账准备提取政策变化及对利润的影响。此外，若企业存在一次性计提大额坏账准备的情况，可能是对多年累积的虚增应收账款的一次性清理，也需重点关注。③应收账款的集中度，若企业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及资信状况，以确定其实际风险。此外，应格外关注应收账款中的关联方往来款。企业通过应收账款增加营业收入时，最便利的方法就是通过关联方，因此由大额关联交易造成的应收账款应关注其真实性，分析回收的可能性。④对于账龄结构，账龄越长，风险就越大。一般来说，账龄超过一年就存在一定的坏账风险。⑤调查应收账款是否被当作借款抵押等。⑥分析应收账款的周转天数。

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，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。

存货：以原材料和库存商品为主，包括工程物资、机顶盒、电视机等，需关注存货规模及与机队/运力规模的匹配程度、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。

预付款项：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，分析公司对上下游客户的议价能力，一般议价能力越强，采用预付等方式进行结算的成本款项比重越低。

衍生金融工具：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。需关注有线电视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。

有线电视属于重资产行业，非流动资产在资产总额中占比大，主要包括固定资产和在建工程。

固定资产：有线电视企业固定资产主要包括房屋及建筑物、传输线路及各类设备，且伴随网络延伸覆盖呈现上升趋势，减值准备一般较低。需关注固定资产规模及变动原因、折旧政策、减值准备、成新率及对维修成本的影响、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，需关注有线电视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。对于折旧政策发生调整的企业，应重点关注其调整原因、合理性，避免通过折旧调节利润的行为。

在建工程：目前以网改和延伸覆盖项目为主，按照工程进度转固，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，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。

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，采用成本法计量的投资性房地产一般优于公允价值计量的。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。

长期股权投资：一般为企业对合营、联营企业的投资。一般较大规模的有线电视出于打通上下游、节约成本等考虑，会对产业链上下游企业进行一定的股权投资，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，避免企业盲目夸张、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。

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；固定资产的折旧政策及成新率；受限资产情况等。

3.资本结构

资本结构对企业财务风险影响重大，同等条件下，债务负担重的企业偿债压力大，相应的信用风险也高。偏离行业平均水平较大的资本结构意味着保守或激进的财务政策，其中激进的财务政策可能带来较大的财务风险，而过于保守的财务政策可能会导致不必要的资金成本浪费，使企业失去发展机会，不利于长远发展。

资本结构，即资金来源结构，主要包括资金来源构成及稳定性、资本实力、债务结构的合理性、债务负担轻重程度及未来变化趋势等，其中债务结构的合理性包括债务类型、资金成本、债务期限结构等。联合资信结合企业经营状况及管理目标，对企业近三年资本构成及变动情况进行分析评判，并预判企业未来资本结构及债务风险的变化趋势。

对资本结构的评价主要包括以下几方面：

(1) 主要科目的调查分析

有线电视企业的资金来源主要由股东投入和各种负债组成。

有线电视企业负债主要为非流动负债，与资产结构相匹配，占比较大的科目主要包括长短期借款、应付债券、长期应付款、应付账款等。

短期借款：主要分析借款类型、来源、资金成本、偿还期限分布等。对短期借款进行分析时应与公司所处行业、业务模式相结合。有线电视企业短期借款主要以补流为目的，短期借款规模及成本过高的有线电视企业应引起重点关注，或侧面反映出其资金压力。另外，也要关注企业是否存在短债长用的问题。

应付账款：主要关注应付账款类型、规模变化、账期、集中度、结算方式、是否有宽限期等。在企业经营的特定时期，其运营资金可能会有限，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，一方面体现出企业对上游供货商的议价能力/优势地位，另一方面对企业的短期支付能力会有所帮助。

长期借款：主要分析借款类型、来源、资金成本、偿还期限分布、高峰时偿还金额等。在主要借款类型中，信用借款和保证借款一般优于抵押借款和质押借款，因为抵质押借款限制公司资产流动性，不利于债务危机下的流动性释放，但也应结合资金成本进行分析。在分析抵质押借款时，需要对企业主要抵质押资产类型进行了解，可通过抵质押资产获得的借款金额侧面评判资产的真实价值。在分析保证借款时，要考量企业担保对象，核查是否有互保情况。此外，对于长期借款中的非标准化融资（比如信托借款、非标借款等）要进行分析，了解企业借款的目的、资金成本的合理性等，要格外关注过度依赖非标准化融资的企业。

应付债券：包括应付债券（含一年内到期）及短期融资券、超短期融资券等，主要分析债券类型、规模、募集资金用途、成本、到期分布，将公司债券融资成本与银行贷款成本、同行业类似规模公司融资成本进行对比，分析公司债券融资的合理性及必要性。此外，需考核公司债券发行历史、债务融资工具注册未发行情况、债券募集资金违规使用及受处罚情况，考核债券注册发行的便利程度。

长期应付款：主要为应付融资租赁款。主要关注长期应付款规模及变化、融资成本、到期分布等。

所有者权益：是企业资本结构最重要的组成部分，是债务偿还的基础。所有

者权益的分析主要侧重其规模、构成、质量，并分析上述内容的历年变化情况。所有者权益规模越大、质量越好，企业资本实力越强。**实收资本和资本公积**是最稳定的权益来源，一般货币资金形式的实收资本/资本公积占比越高，权益质量越好。对于以土地使用权、股权等不易变现的资产出资，在必要时，应将这部分资产在权益中适当扣除。**其他综合收益**：如果企业权益增加主要来自资产评估增值，需对评估资产进行必要的调查和评价。**其他权益工具**：永续债券作为债券一种，因其计入权益的属性，近年来发行规模大幅上升。在对所有者权益中的永续债券进行分析时，应结合永续债券的具体条款，分析其“债权”或“股权”属性，对于实际“债权”属性更强的永续债，在计算相关指标时，应将其纳入债务核算。对于**未分配利润**，应结合企业的利润分配政策分析其对权益稳定性的影响，有线电视发债企业中上市公司比重较高，未分配利润在所有者权益中占比较大，若一旦利润分配对所有者权益稳定性及负债率都将会产生影响。**少数股东权益**：一般当母公司对子公司持股比例不足 100%时，因子公司实际部分归于其他股东，在编制合并报表过程中，为了将这部分少数股东的权益进行说明，通过抵消长期股权投资方式出现了少数股东权益。少数股东权益反应了少数股东享有的净资产，其规模对权益稳定性和质量有所影响。部分企业的少数股东权益实际为明股实债，应根据其债项属性将其纳入债务考虑。集团合并财务报表由于包含了全部少数股东的权益和损益也有了财务美化的效果。在分析集团企业的偿债能力，尤其是具有上市子公司的集团企业的偿债能力时，少数股东权益往往会产生重大影响。在弱集团、强上市子公司的集团企业中，要分析盈利能力较强的子公司是否有为集团兜底的必要性。对于并表和母公司单体报表之间的差异也需要特别注意，比如集团合并报表中披露的变现能力强的资产或者货币资金实际是子公司所有还是集团所有。

此外，对于未来所有者权益也要进行分析。所有者权益的增加主要有利润积累、增资扩股、发行股票等。上市公司可通过非公开发行股票募集资金，有利于降低有线电视企业负债水平、提升财务稳健性。结合企业未来的发展战略和主要措施，对企业未来的所有者权益的变化进行预测。

（2）指标分析

有线电视行业是资金密集型行业，资金需求主要用于持续性网改和延伸覆盖工程，债务负担一般较轻。对有线电视企业的负债水平进行评价，主要包括以下

几个方面：①企业当前债务负担的轻重程度，通过行业对比进行分析和判断；②企业当前的债务结构是否合理，包括债务期限结构和品种结构，主要通过分析长、短期债务占比，银行传统融资与债券融资、租赁融资、非标融资等比重。在分析债务品种选择上，需结合企业资产布局和收入规模来判断。③企业债务负担的变化，当企业债务负担持续上升，但盈利能力没有明显改善时，需分析具体原因及对企业影响。企业债务水平的主要衡量指标包括资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、长短期债务比等。资产负债率、全部债务资本化比率是体现财务杠杆水平重要指标，债务水平过高可能给企业带来较大财务风险，而过低可能会导致企业资本效率较低。在上述两指标的基础上，长期债务资本化比率和长短期债务比侧重于对企业长期债务负担、债务期限结构的分析。

资产负债率：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。对于有线电视企业，低于 65%的资产负债率较好。

全部债务资本化比率：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；同时也表明企业未能充分利用财务杠杆，财务政策偏于保守。而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，对于有线电视企业，该指标 55%以下较为理想。该指标是债券评级中十分重要的一个指标，一般应结合企业未来的重大发展事件，对未来的指标情况进行预测。

长期债务资本化比率：该指标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，对于有线电视企业，一般情况下该指标 50%以下较为理想。

长短期债务比：主要衡量企业的长短期债务占比。一般该指标越高，其债务期限结构越合理。

联合资信在考察资本结构这一评级要素时主要关注：资金来源结构、资本实

力与债务结构的合理性、资产负债率、全部债务资本化比率、债务结构、未来债务到期分布、融资便利及融资成本、外币负债规模、权益构成及稳定性、考虑经营租赁刚性支出后的实际债务情况等。

4. 盈利能力

盈利是企业经营的根本，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，盈利能力强的企业现金流较为充足，在承受相同债务压力的情况下，财务风险相对较低。对有线电视企业盈利能力进行分析评价时，主要从收入和利润来源及稳定性、盈利水平和收入质量三方面。

（1）收入和利润分析

对有线电视企业收入和盈利的分析，一方面要关注收入和利润总额的增长变动情况，另一方面要考察收入和利润总额的形成来源。

针对**营业收入**，应对其规模、构成、稳定性及变化趋势进行考察和分析。有线电视企业营业收入一般主要由基本收视和增值收视业务、工程及安装业务、节目传输（卫视落地）业务、数据业务收入构成；主营业务收入的稳定增长，可以反映出企业经营的主业有稳定的市场基础和较好的发展趋势；而若企业的其他收入占比过高，则显示出企业主业不突出，市场竞争力可能不强，收入的稳定性需给予高度重视。

企业**营业外收入/其他收益**主要包括政府补助、捐赠利得、债务重组利得等，应考查其受偶然性因素影响的程度。

投资收益是企业利润的重要补充，投资收益高低反映出企业投资决策水平的高低，投资项目获利能力的强弱。在对投资收益进行分析时，应考量其来源和稳定性。个别有线电视企业开展投资类业务，投资收益是利润的重要来源，需关注投资收益的产生途径及未来可持续性，并关注剔除非经常性收益后主营业务的盈利情况。处置子公司、长期股权投资、可供出售金融资产等取得的投资收益一般稳定性较弱，短期内可对企业当年利润产生较大影响，但持续性较差。交易性金融资产在持有期间取得的投资收益往往来自股息分红所得，可带来一定现金回流。权益法下确认的投资收益仅仅是企业未实现的持有收益，并不会给企业带来真正的现金流，它受被投资企业资产计价、会计核算等多方面因素的影响，具有较大的不确定性，与企业其他性质的收入或投资收益不可类比。

公允价值变动损益一般来自以公允价值计量的交易性金融资产、投资性房地产等公允价值变动。公允价值变动损益稳定性弱、波动性强，若企业利润对公允价值变动依赖大，则其稳定性一般。在对公允价值变动损益进行评估时，应考量标的资产价值的合理性及处置变现的可能性。

在各项收入状况明了的情况下，应对各项业务的成本、费用支出情况加以细致的考察和分析，其重点是考察收入与成本、费用是否匹配，成本、费用变动趋势及支出的原则，并由此分析和判断企业的盈利水平的可靠性和盈利结构的合理性。

期间费用包括销售费用、管理费用、财务费用和研发费用，一般用期间费用率（=期间费用/营业收入）来评判公司期间费用对收入的侵蚀程度，期间费用率越低，企业费用控制能力越强，但也应结合企业具体情况单独分析，比如部分企业会将利息支出做资本化处理，以降低财务费用，因此不同企业之间可比性存在差异。有线电视企业销售费用一般包括市场推介费、销售人员职工薪酬及福利、广告及宣传费、会务费等。对销售费用进行评价时应分析其规模和近年变化趋势、占营业收入比重，一般而言，销售费用会随收入增加而增长。财务费用分析是期间费用分析中的重点。财务费用包括利息支出、利息收入、汇兑损益和其他财务费用。利息支出和汇兑损益对有线电视企业财务费用影响大。通过当年利息支出金额与企业债务规模做对比，可大致对企业平均融资成本进行估算，但财务费用中利息支出仅在一定层面上反应了企业当年债务付息规模，也应结合资本化利息支出、明股实债等加以考量。汇兑损益方面，有线电视企业持有外币债务规模一般较低，且业务主要通过人民币结算，汇率走势对于公司整体经营效益影响不大。同时，要关注管理费用（人工成本和研发费用为主）增长速度和对利润的侵蚀。

分析盈利能力时要除关注历史数据外，还应对企业未来收入和利润趋势进行判断（如企业未来受行业、产业政策或其他因素变化的影响），关注有线电视企业规模及行业地位，因为用户数量是企业未来收入的保障。

（2）盈利水平分析

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，为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、EBITDA 利润率等。

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。有线电视行业成本结构较为稳定，主要为刚性成本，与收入的配比关系较弱。结合近三年行业数据，高于 20% 的营业利润率一般较好，反应出有线电视企业较强的定价能力和成本管控能力。

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，表明股东投资予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。

（3）收入质量

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。

收入真实性：衡量企业是否存在虚增收入、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（详见下文）。

联合资信在考察盈利水平这一评级要素时主要关注：收入和利润总额规模和结构的稳定性及变化趋势、对成本费用的控制力度、扣除非经常性损益后的净利润状况、盈利指标。

5. 现金流

现金流作为债务清偿的主要资金来源，是评级分析的重点。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：由于有线电视企业收入结构较为多元，不同的业务模式对

应的收入和采购结算模式也有所差异。对于主要经营基本收视和增值收视业务的企业，预先收取基本收视/增值收视维护费，销售收入（销售商品、提供劳务收到的现金）一般可覆盖日常经营成本（购买商品、接受劳务支付的现金），经营活动现金流量净额一般为净流入；对于主要经营工程及安装业务的企业，收入确认一般在工程项目竣工验收后，前期需要较高的资金投入，账款回收存在一定账期，收入（销售商品、提供劳务收到的现金）一般不能覆盖日常经营成本（购买商品、接受劳务支付的现金），经营活动现金流量净额一般为净流出。因此，要结合不同有线电视企业的具体业务对其经营活动现金流情况进行综合分析。有线电视企业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往来款、代垫费等。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。在对经营活动现金流进行分析时，除分析其规模、结构、变化趋势外，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收入和应收账款，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。一般可用现金收入比来衡量企业收入实现质量，这项指标反映的是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，对于企业提升的信用能力有着很大的帮助。对于有线电视企业来说，高于 100% 的现金收入比说明其收入实现质量较好。

投资活动现金流：一般来说，处于扩张期、发展期有线电视企业的投资活动现金流一般表现为净流出。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，防止过度无序扩张的情况。有线电视企业投资活动现金流入一般来自处置资产等收到的现金、取得投资收益、理财赎回等收到的现金等，部分企业可能因处置子公司而产生现金流入，应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，体现企业自身经营和投资造现能力对经营和投资支出需求的覆盖能力。

筹资活动现金流：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。有线电视企业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

偿债能力分析是信用评级的关键，是对企业财务分析的综合，旨在综合资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量的结论，通过偿债指标综合评定受评主体财务风险的高低。

企业的负债既包括银行借款、债券等借入性负债，也包括应付账款、预收账款等经营性负债，由于负债的性质不同，一般说来，借入性负债比经营性负债对企业的约束力更强，对于同作为债务人的企业来说，有息债务往往对于企业造成的偿还压力更大。在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，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特定时刻能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。同时，为了了解和分析企业的偿债意愿，要通

过对客户的抽样调查等手段,对企业在合同履行情况和债务按期偿还记录进行调查和分析。

对于有线电视企业偿债能力的分析,主要分析以下几个方面:

(1) 短期偿债能力,首先要考察可变现资产对企业短期债务的保障程度,其次要区分短期债务周转和偿还的概念。企业可变现资产应结合资产流动性进行分析,评判资产变现难易程度、变现价值及其对即期债务的保障水平。若企业经营稳健、盈利能力强、融资渠道畅通,企业只需要筹集足够的资金偿还到期的债务,就可以重新从金融机构借到相应的短期资金,这时的短期债务其实是一个周转的概念;若企业盈利能力较弱、融资受限,应将企业的短期债务当成偿还来加以分析。短期偿债能力的主要分析指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、现金类资产对短期债务的保障倍数,分析近3年及一期各指标规模及其变化趋势。

速动比率:也称酸性实验,是将流动资产中不易变现的存货剔除出去,企业以流动资产中可迅速变现的资产支付流动负债的能力。由于剔除了不易变现的部分,更容易反映企业偿还短期付债的能力。该项指标在70%以上较为理想。

经营现金流动负债比:反应经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力。对于有线电视企业,该指标在20%以上较为理想。

现金类资产/短期债务:反应报告期末现金类资产对短期债务的保障程度。对于有线电视企业,该指标在1.5倍以上较为理想。

(2) 长期偿债能力,主要考察企业资产和盈利对长期债务和利息的保障程度。一般情况下,企业盈利对债务和利息的覆盖倍数越高,则企业长期偿债能力越强。主要考量指标包括:全部债务/EBITDA、EBITDA利息倍数、全部债务/经营性净现金流等。

全部债务/EBITDA: EBITDA为税息、折旧及摊销前收益,该指标反映企业以自身可支配现金偿还债务的能力。对于有线电视企业来说,全部债务/EBITDA一般应低于3倍,2倍以下较为理想,表明企业以可支配的资金,在四至五年内能够清偿全部债务。

EBITDA利息倍数:该指标可表明企业支付借款利息的能力,对于有线电视企业来说,因其折旧成本高,该指标一般应高于5倍,10倍以上为佳。

全部债务/经营性净现金流:该项指标主要从企业现金流量的角度考察企业

偿还债务的能力。企业偿债的核心是企业能够不断产生正的现金流，特别是经营活动必须产生正的和较大的现金流。对于有线电视企业来说，该指标一般应低于3倍，1.5倍以下为佳。

(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、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。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，需根据实际情况分析其对企业信用水平的影响。

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。

7. 母公司财务分析

对于集团有线电视企业，母公司对子公司的管控能力和自身信用品质往往对债务的偿还产生一定影响。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。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。

附件 1 信用等级设置及其含义

1、有线电视企业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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 2 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	(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%
净资产年均复合增长率	
营业收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
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/营业收入×100%
盈利指标	
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	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×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%
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 主要财务指标的计算公式（旧准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	
净资产年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年均复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年均复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
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%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加) / 主营业务收入×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%
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益