

版本号：V4.0.202208

工商企业信用评级方法总论



2022 年 8 月

工商企业信用评级方法总论

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，为适应债券市场发展变化，完善工商企业信用评级方法，联合资信对工商企业信用评级方法总论进行本次调整和修订。此次《工商企业信用评级方法总论（版本号：V4.0.202208）》（以下简称“本方法”）以 2018 年《工商企业信用评级方法总论》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 2022 年 8 月 6 日起施行。

本次修订主要包括：一是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。二是对矩阵进行了适当调整，提高了分布的合理性。联合资信关于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工商企业的信用等级产生重大影响。

二、评级定义和适用范围

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。

根据信用评级对象的性质，信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。

主体评级是指对多边机构（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，或者说是对其对债务人违约可能性的评价，评定的等级代表其长期的违约可能性。

债项评级是对上述各类经济主体所发行的债务融资工具的评级。债务融资工具，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）及其他固定收益类产品等，不包括资产支持证券等结构化融资产品。按照期限划分，债项分为短期债项（约定偿还期限 ≤ 1 年）和长期债项（约定偿还期限 > 1 年）。鉴于长短期债项信用风险的差异，相应地，债项评级也分为短期债项评级和长期债项评级。按照债项的偿还顺序、资本属性、保障特性，债项可以划分为资产抵质押债券、可交换债券、保证担保债券、优先无担保债券（普

通债券、一般债券)、可转换债券、次级债券、二级资本债、永续债券、优先股等。由于上述特性, 债项信用等级可能与相关主体长期信用等级有所差别。

本方法适用于在中国大陆地区发行债券的非金融类实体企业的主体评级。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、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。

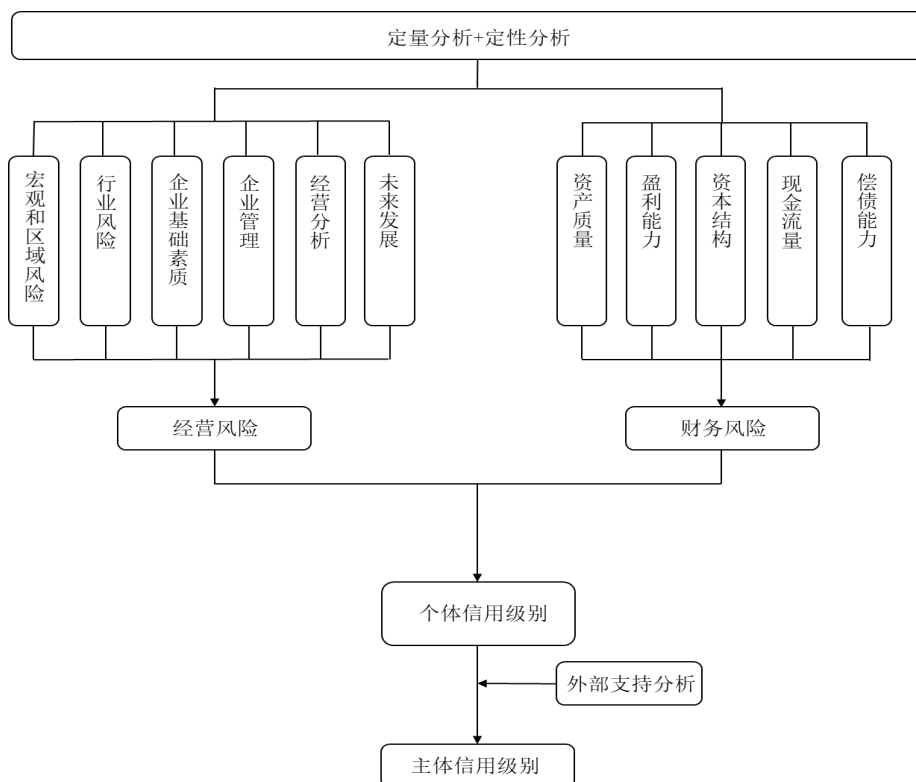
企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化, 不会出现不可抗力因素(如自然灾害、战争等)。

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 联合资信工商企业主体信用评级框架



四、信用评级要素

（一）经营风险评价要素

1.宏观和区域风险

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。行业分析的重点是行业的风险与机会，以及影响该行业发展的因素。行业分析主要聚焦于行业的周期阶段、产业政策、供需状况、竞争格局、行业增长性与盈利能力、行业财务杠杆与偿债能力等。

（1）行业特征

首先分析行业对国民经济的重要性，与产业链上下游以及与其他行业的关联关系，行业的特殊性风险等，综合判断行业竞争力。其次重点分析行业所处的生命周期、行业与宏观经济发展的关联性、行业的季节性特征等，了解行业发展的轨迹，分析行业发展速度及行业发展的稳定性，重点对其在未来经济周期的低谷状态时的情况做出判断。

（2）行业周期性和季节性

行业的周期性和季节性特征，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。周期性和季节性越强，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行过程中的营业总收入和 EBITDA 利润率的平均下降幅度来识别，重点对其在未来经济周期低谷状态时的情况做出判断。

（3）产业政策

在国家对经济活动进行规划和调控的情况下，政府制定的各种产业结构政策、产业组织政策、产业技术政策和产业布局政策等对产业发展有重大影响，不同政策背景下的产业发展迥异。通常支持性产业可能获得宽松的发展环境，乃至获得较强的支持。限制性产业受政策调控的负面影响较大。产业政策分析主要结合行业在国民经济整体中受重视和支持的程度，重点分析政府现行政策对该行业的影响，以及潜在的政策支持（或限制）。同时，产业政策对同一行业不同类型、不同区域的企业影响可能不同，应具体分析。

（4）供需状况

供需分析是分析行业内企业基本经营模式以及盈利能力的重要依据。通常分析行业近几年的总供给和总需求情况，通过目前的供需关系的分析预测产品未来

的价格走势，结合影响供需及价格的重要因素分析其对行业投资规模、盈利能力的影响。

（5）竞争格局

行业竞争格局的分析在于获取并了解行业内竞争优势的关键因素和竞争格局。分析时主要考察行业进入退出门槛和竞争手段，通过行业中企业数量、集中度情况分析竞争激烈程度，还要了解行业内的主要企业的市场占有率及经营发展状况。

（6）行业增长性与盈利能力

行业增长性与盈利能力是衡量行业风险水平的重要因素。通常情况下，某一行业的增长性越强，则说明行业发展越快，行业风险越小；行业盈利能力越强，则表明行业风险越小。对行业的增长性和盈利能力的判断需要考虑上下游行业的影响并进行深入分析。从指标看，行业增长性可以通过行业增加值、增长率、行业（样本企业）营业总收入增长率、利润总额的增长率等进行判断；盈利能力可以通过行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等进行判断。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。

（7）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/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数等。

3.企业基础素质

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。基础素质分析内容通常包括：股东及股权状况、企业规模及市场地位、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。

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。

5.经营分析

企业经营分析以评估其核心竞争力、经营状况为主要目的，根据具体行业经营特征，主要围绕运营模式、原辅材料采购、产品生产、产品销售、经营效率等方面要素，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。

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。通常而言，对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。

（二）财务风险评价要素

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、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。

通常，财务报表分为母公司报表和合并报表。合并财务报表可以全面反映企业全部资产、负债和损益的情况。母公司财务报表可以更清晰反映企业本部的运营情况（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、或重复记账的情况，是否存在连续几年合并范围不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并，或母公司报表

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. 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、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，融资能力将近极限。

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，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，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. 资本结构

资本结构是指企业资金来源的结构。不同资金来源，其成本、期限不同，对偿付的要求各异，因此不同资本结构决定了不同的杠杆水平，杠杆水平在一定程度上决定了信用风险的高低。杠杆水平高的企业，债务负担重，融资空间受限，其偿还

债务的压力会比较大，财务风险也会越高。同时，债务结构不合理的企业也有可能引发阶段性的财务危机或者导致不必要的资金成本浪费。资本结构分析的重点是分析企业在资产负债率、有息债务负担、债务结构、资产结构与负债结构的配比状况等方面的情况，判断企业债务负担的轻重和债务支付结构与收入之间的匹配程度。此外，资本结构分析要关注企业所有者权益的构成以及利润分配政策对其稳定性的影响，并分析企业对外担保、诉讼等事项对企业债务的潜在影响。

5.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。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。投资活动现金流重点是分析企业未来投资规模的大小。筹资性现金流重点是分析企业自身融资能力所能支撑的未来融资空间，以及历史企业筹资的能力，并评估股东、政府、金融机构及潜在外部投资者可能提供的资金支持。最后综合判断企业的现金流状况能否为企业经营发展以及偿债提供充足的流动性。

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、EBITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度。

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等情况的，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。

对于受评企业获得政府支持的考量重点是考察政府的实力和政府支持的可能性。政府实力方面，主要从政府经济及财政实力、债务状况、治理水平等方面来考察。政府支持的可能性方面，主要考察受评企业在当地政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性，历史获得支持的实际情况和具体的支持方式等，具体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）承担一定的公共职能，如提供必要的基础设施或公共服务；（5）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，对地方经济部门产生重大影响；（6）其他因素。

对于受评企业获得股东支持的考量重点是考察股东的实力和股东支持的可能性。股东实力方面，主要考察股东的企业性质、股东的行业地位、竞争能力、

财务状况和可持续发展能力等。股东支持的可能性方面，应重点考察受评主体在股东整个集团架构和发展战略中的地位 and 重要性，具体可从下列角度进行考察：

- （1）母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略、业务布局上比较重要；
- （2）获得股东注资、资产划拨和补贴等支持力度大，并有历史支持记录；
- （3）股东为发行人所有债务提供担保，或者股东有明确的法律义务并书面承诺支持发行人；
- （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）其他因素。

五、信用评级模型（打分表）

联合资信首先运用数理模型（打分表）分析企业的经营风险和财务风险。模型参数是在对不同行业相关样本数据进行长期统计和分析基础上得到的，最大限度减少了评级过程中主观因素的影响，提升评级结果的客观程度。其中，经营分析以定性分析为主，涵盖外部环境（包括宏观经济、区域、行业等要素），以及企业自身经营管理等要素。财务分析以定量分析为主，通过几个方面的相关指标进行量化处理；评级模型将经营分析与财务分析结果结合，在综合评价的基础上得到企业的指示评级。对于评级要素中一些难以纳入模型处理同时又对企业信用状况有重大影响的项目，通过专家经验进行评估，根据其影响大小对企业指示级别进行相应调整，得到调整级别。在调整级别的基础上，联合资信还会结合受评企业在各评级要素方面的表现，与同行业企业进行对比，通过评审专家的充分讨论和投票，最终确定受评企业的信用等级。

联合资信通过打分表的形式进行工商企业主体信用评级。打分表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“现金流”“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“宏观和区域风险”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，现金流细分为“资产质量”“盈利能力”和“现金流量”三部分。联合资信根据行业特点、行业政策、行业内企业表现、专家经验等确定具体行业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：经营风险方面包括“经营环境”因素得分和“自身

竞争力”因素得分，其中“经营环境”因素是“宏观和区域风险”要素和“行业风险”要素加权后的综合得分；“自身竞争力”因素得分是“基础素质”要素、“企业管理”要素和“经营分析”要素加权后的综合得分；财务风险方面包括“现金流”因素得分、“资本结构”要素得分以及“偿债能力”要素得分，其中“现金流”因素得分是“资产质量”要素得分、“盈利能力”要素得分以及“现金流量”要素得分加权后的综合得分。

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，并结合各要素风险因素调整得到最终的档次：根据“经营环境”因素得分和“自身竞争力”因素得分，以及“偿债能力”要素得分、“资本结构”要素得分以及“现金流”因素得分，通过映射表得到上述因素相应的档次，并结合各评级要素风险因素调整后的评价结果，得到各评级要素的档次。此外，如果样本企业所处的位置在“自身竞争力”“偿债能力”“资本结构”“现金流”因素临界点左右，可通过评估后调整其档位，由信评委做最终决议。

再次，根据各评级要素档次和要素分析矩阵（见表 3 至表 5）得到受评企业的经营风险档次和财务风险档次。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 6）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 7）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（见表 8）评价标准，得出企业主体信用级别。

图2 联合资信工商企业主体信用评级打分表架构图

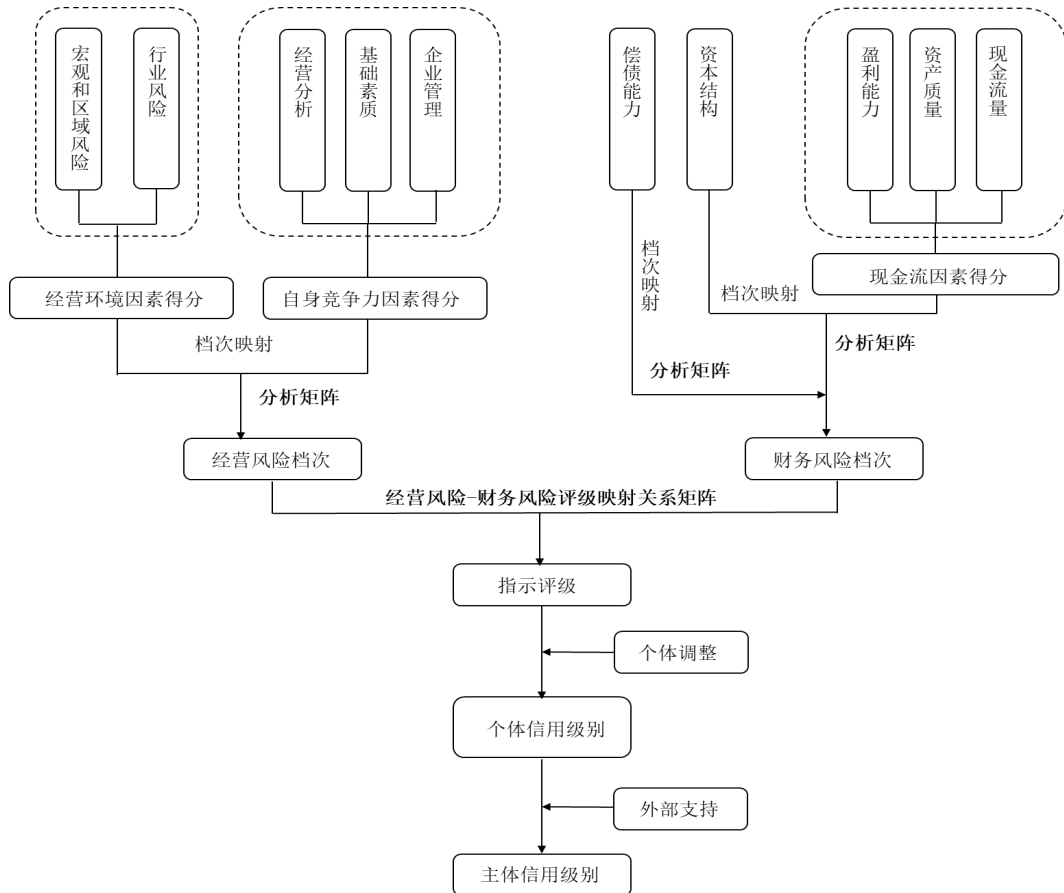


表1 工商企业主体评级——经营风险各因素档次映射表

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 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	现金流因素得分
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)

档次	偿债能力得分	资本结构得分	现金流因素得分
7（极弱）	[1,1.5)	[1,1.5)	[1,1.5)

表3 工商企业主体评级——经营风险分析矩阵

自身竞争力因素	经营环境因素					
	1	2	3	4	5	6
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4 工商企业主体评级——现金流因素资本结构分析矩阵

现金流因素	资本结构因素						
	1	2	3	4	5	6	7
1（非常好）	1	1	1	2	3	5	6
2（很好）	1	2	2	3	4	5	6
3（较好）	2	3	3	3	4	6	7
4（一般）	3	4	4	4	5	6	7
5（较弱）	4	5	5	5	5	6	7
6（非常弱）	5	6	6	6	6	6	7
7（极弱）	6	7	7	7	7	7	7

表5 工商企业主体评级——财务风险分析矩阵

偿债能力因素	现金流与资本结构因素						
	1	2	3	4	5	6	7
1（非常好）	F1	F1	F1	F2	F3	F5	F6
2（很好）	F1	F2	F2	F3	F4	F5	F6
3（较好）	F2	F3	F3	F3	F4	F6	F7
4（一般）	F3	F4	F4	F4	F5	F6	F7
5（较弱）	F4	F5	F5	F5	F5	F6	F7
6（非常弱）	F5	F6	F6	F6	F6	F6	F7
7（极弱）	F6	F7	F7	F7	F7	F7	F7

表6 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	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-

经营风险	财务风险						
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7
F	bb/bb-	bb-	bb-/b+	b+/b	b/b-	ccc 及以下	ccc 及以下

表7 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	项目投产
	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

表8 工商企业主体评级——外部支持主要因素

一级因子	二级因子
政府支持	政府实力方面，主要从政府经济及财政实力、债务状况、治理水平等方面来考察。政府支持的可能性方面，主要考察受评企业在当地政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性，历史获得支持的实际情况和具体的支持方式等，具体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）承担一定的公共职能，如提供必要的基础设施或公共服务； （5）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，对地方经济部门产生重大影响； （6）其他因素。
股东支持	股东实力方面，主要考察股东的企业性质、股东的行业地位、竞争能力、财务状况和可持续发展能力等。 股东支持的可能性方面，应重点考察受评主体在股东整个集团架构和发展战略中的地位 and 重要性，具体可从下列角度进行考察： （1）母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略、业务布局上比较重要； （2）获得股东注资、资产划拨和补贴等支持力度大，并有历史支持记录；

	(3) 股东为发行人所有债务提供担保,或者股东有明确的法律义务并书面承诺支持发行人; (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) 其他因素。
--	--

六、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。

本方法的评级要素仅为工商企业评级分析的大体框架和基准,具体评级要素与各行业的特性密切相关,不同行业的受评企业考察的评级要素会有所差异,应进一步参见各行业的评级方法。在评级实践中,在遵守同一评级框架前提下,同一行业的受评企业因其自身经营特点和数据可得性等,其评级分析的具体指标也可能有所不同,应根据实际情况灵活运用,避免生搬硬套。

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。

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。