

企业主体长期信用评级方法

一、外部经营环境分析

1、行业分析

行业分析主要是为了判断受评主体所处行业的特征和发展趋势。受评主体所处行业的发展状况和发展前景，直接影响受评主体的未来经营业绩和债务偿还能力。行业经济活动是介于宏观经济活动和微观经济活动中间的经济层面，是宏观经济的构成部分，因此对于行业分析，我们通过两大部分来论述，一是与宏观经济相结合，即分析宏观经济环境、政策环境以及对行业的影响；二是通过行业自身的地位、生命周期及特征等因素来分析行业未来发展前景以及对企业经营的影响。

（1）宏观经济对行业的影响

总体宏观经济环境对行业的影响决定了公司未来发展的机会程度。这里主要在考察宏观经济的运行状况及趋势的基础上，通过对影响受评主体所处行业的关键宏观经济指标进行预测，分析宏观经济对行业发展趋势及盈利的影响。需要考察的经济变量一般有：GDP 增长速度及变化趋势、固定资产投资情况及变化趋势、经济转型、可支配收入水平及变化趋势、居民的消费倾向、利率、通货膨胀率、规模经济、汇率、政府预算赤字、就业水平、国际收支情况、股票市场趋势、对不同类别产品与服务需求的转变、价格波动、货币政策、财政政策、税率。

（2）国家经济政策对该行业的作用

国家各种相关政策法规尤其是产业政策的变化及其可预测性直接影响到相关产业的结构调整、竞争状况和发展潜力，从而对受评主体未来偿付能力造成有利或不利的的影响。在评级时，我们非常重视考察各相关政策法规和措施对受评主体所处行业受政策的影响程度及发展趋势。

（3）行业生命周期

行业所处的发展阶段不同，行业内的企业面临的风险和所获得的盈利水平也有差异。这里主要分析受评主体所处行业目前处于生命周期的哪个阶段，从而判断该行业发展趋势及利润空间的变化。行业目前所处的发展阶段，即行业处于恢复、增长、稳定或衰退阶段，对判

断该行业的经营风险有十分重要的指导意义。行业所处的发展阶段不同，行业内企业所承受的风险也不同，例如即使在行业竞争中处于优势地位的企业，若其所处行业处于长期衰退之中，也不可能获得最高的信用等级。一般来说，处于增长阶段的行业竞争相对较弱，市场空间较大，企业之间的竞争往往集中在市场份额的争夺上。而对于处于稳定阶段的行业，由于竞争比较激烈，企业竞争力的形成往往与产品的细分程度和成本优势有关。产品细分程度强的企业在产品市场变动较大的经营环境中具有很强的竞争优势，可以适时根据客户需要开发新品种。而对于产品差异化程度小，品种需求规模大的市场环境，具有相对成本优势的企业往往能在价格竞争中占据有利地位。

（4）行业现状分析

只有掌握了行业的基本特征，才有可能判断出该行业未来的走势，进而分析在这种行业趋势下企业的盈利和风险。因此我们在进行评级时，重视把握行业特征，主要从以下几个方面分析：

➤ 行业地位与发展前景

行业地位是指行业在国民经济运行中的重要性以及政府的对该行业发展的重视程度。行业前景分析是对行业因社会、经济、技术等方面的变化而进行的相应的趋势分析。

➤ 行业的竞争格局

竞争格局主要有完全竞争、垄断竞争、寡头垄断、完全垄断四种类型，一般来说，集中度较高的行业比更趋向于自由竞争的行业盈利更有保障，利润波动性相对较低，风险也相对较小，同时受到政府支持的可能性也越大。除了对国内、地区的竞争程度分析，也需要关注国外竞争对手对国内市场的冲击以及未来潜在竞争对手。

➤ 行业进入和退出壁垒

行业进入的难易程度决定行业的竞争水平。如果市场障碍少，原有市场参与者的竞争优势将很快丧失。市场进入主要受规模经济、市场营销渠道和法律法规等因素影响。行业退出的难度一般表现为企业的经营前景不佳，极大的行业转型机会成本对处于衰退阶段的行业带来较大的不确定因素。一般来说，专用设备、厂房占企业资产额较大比例的企业退出难度较大。

➤ 定价、议价能力

在国内，由于许多投资决策缺乏科学的论证过程，重复投资和盲目投资使得行业之间的发展极不平衡。一些原来利润空间较大的行业，由于投资的高度集中而使行业生产能力严重过剩导致丧失定价权或与客户的议价能力降低，生产企业不得不打价格战，行

业利润迅速下滑，甚至导致全行业亏损，而那些利润空间小的行业则因为投资不足而发展缓慢。就这一点而言，对行业容量的分析是考核企业投资行为时的前提。另外，行业容量的状况与行业的竞争状况密切相关。生产能力过剩的行业竞争异常激烈，行业参与者的市场地位是考察的重点。而对生产能力不足的行业的评价重点则在企业发展能力上，如市场份额的增加、生产能力的提高等。

产品需求可预测程度比较强的行业，行业参与者往往可以根据产品需求及其占用的市场份额来确定相应的生产规模，因而与供应商和客户的议价能力较强，其经营风险相对较低。产品需求波动比较大、可预测性较弱的行业，行业参与者的生产往往带有较大的盲目性，因而其经营风险较高。因此，在分析行业议价能力时，要重点对该行业的未来供需情况做出判断。

➤ 行业要素分析

资本密集型行业对资金的需求比较大，行业的成功要素往往与筹资渠道、现金生成能力有关。劳动力密集型行业一般利润空间不大，行业盈利能力取决于劳动力成本或劳动力市场状况。技术密集型行业的盈利能力主要取决于技术创新，盈利空间很大，但市场风险较高。

2、区域分析

不同地区的经济发展状况不尽相同，受评主体的获利状况往往与所处区域情况息息相关。我们在区域经济分析中主要关注：区域经济发展状况、地方政策和政府支持力度、区域资源和基础条件等方面。

（1）区域经济状况

一个企业的发展往往与其所处区域的经济发达程度密切相关。这里主要对受评主体经营有重要影响的区域经济因素进行分析、预测。

（2）地方政策和政府支持力度

各地政府都制定有相应的经济发展规划和产业政策，确定了区域优先发展和扶持的产业，并给予相应的财政、税收、信贷等诸多优惠措施。我们评级时重点关注：受评主体主营业务是否符合地方政府产业政策；受评主体在当地经济中的地位；受评主体是否属于政府直接投资和重点支持的企业或项目等内容。

（3）区域资源和基础条件

资源和基础条件对区域中的企业发展前景起着重要的限制或促进作用。如果当地的资源和基础条件能够支持企业或项目的经营，那么企业或项目的经营成本往往较低；否则可能造

成成本上升，经营风险增大。

二、受评主体分析

1、业务分析

企业业务经营状况的好坏将直接关系到企业的盈利能力，进而影响到现金生成能力。

鹏元资信关注企业的业务规模、业务的多样性及区域分布、产品或服务的质量及多样化程度、营销能力及营销网络等方面。

业务规模通常可以衡量企业的经营能力，也是企业竞争力的表现。业务规模庞大的企业其竞争地位一般较高，但纯粹的大规模并不重要，重要的是明显的市场优势。小公司也可以占据主导市场的有利竞争地位，虽然这种情况并不多见。庞大的市场份额并不等同于竞争优势或行业主导地位。例如，若业内有若干大型但规模相当的竞争者，可能任何一方都没有特别的竞争优势或劣势。相反，对于高度分散的行业，则大公司也不具备制定行业价格的能力，纺织业就是一个例子。

一般而言，专业化的经营总是能给企业带来一些忠实的客户，这也往往是一些企业成功的重要原因。因为专业化经营给客户提供的服务往往是一般企业难以提供的，而且其对行业规律的理解也相对比一般企业深刻，所以在竞争中能处于一个相对有利的地位。但必须认识到，专业化经营往往也伴随着巨大的时尚风险，因为潮流总是在不断的变化当中，一旦其经营专项被潮流所淘汰，无论其对于专业有多么深刻的理解，也无论其顾客对其的忠诚度有多高，都将不可避免地使企业步入经营困境。如果企业经营范围有限，产品较为单一，则应该考察产业需求量的稳定性和增长性；若一家企业经营不止一种业务，则每项业务都要单独分析，权衡各部分在整个组织中的重要性后再进行综合，对企业业绩影响较大的业务，应重点关注对该业务经营状况可能产生影响的各种因素。此外，对于多元化经营，行业不同，其业务经营技巧和操作方法也不同。因此，我们首先会分析企业是否有能力从事多种经营，再考虑多元化经营的潜在好处。企业业务的区域分布亦是一个重要考虑因素，如果企业只在某个区域经营，那么就应该分析其业务集中的风险，如该区域的经济状况、供求情况、企业的业务开拓能力。在多个区域经营的企业，则应考虑其对分公司或子公司的管理能力。

产品或服务的质量是企业赢得客户信赖的首要因素。优异的产品或服务质量是提升品牌忠诚度的有利保障，从而增强企业的竞争能力。企业产品应是一个具备多样性的系列。例如诺基亚的手机产品，就有高中低档多种型号，适应不同的需求层次。如果企业产品没有很大的变化余地（如供水或供电服务产业），就应有源源不断的市场需求。

营销也越来越受到各企业的重视，企业的营销能力及营销网络直接影响到企业的产品销售，从而影响企业的经营收入。企业市场营销能力强，营销网络覆盖面广，企业就具有一定的市场竞争优势，企业也就会占有较高的市场份额，企业收入就会高；反之，企业就不具有市场竞争优势，企业也就不会占有较高的市场份额。

2、经营管理分析

受评主体经营管理能力将影响到其未来的利润和现金流量，我们主要通过公司治理、管理水平和竞争力等方面的分析来判断受评主体经营管理能力。

（1）公司治理分析

在公司治理分析方面，鹏元资信自主开发的公司治理评级体系从三个方面进行分析。

第一个方面，股东权利与其他利益相关者。我们考察公司股东大会的规范性、公司对股东管理参与权与财产权的保障、公司的独立性以及公司对其他利益相关者尤其是债权人的利益的保障措施。我们关注受评主体股权结构和主要股东背景，公司股权结构及主要股东背景影响着企业的发展方向和发展力度。股东的意愿既能推动企业的良性发展，也能造成企业发展的不确定性。我们主要从以下方面分析股东对受评主体的影响及影响程度：前几名大股东所占股份的比例、主要股东对受评主体决策的影响、主要股东的实力、主要股东的支持力度、受评主体在控股股东中的战略地位等。

第二个方面，董事会、监事会与经理层。我们关注受评主体公司治理结构的完整性和内控制度的有效性及对高级管理层的激励约束机制。治理结构的完整性包括股东大会、董事会、监事会的设立和履职情况。董事会应该构成合理、运作高效，其成员能够代表及保护包括大小股东在内的一切股东利益，其运作机制应能够提高决策效率及监督能力。公司应该具备让监事会发挥其职能的制度安排，监事会应该在实践中切实发挥其监督职能，而不是仅仅作为形式上的存在。企业的各项管理制度应该完善，企业应建立有效的内部控制制度，我们关注企业的内控制度是否覆盖了公司经营活动各环节以及内控制度的实施情况，同时也注意考察公司对分公司或控股子公司的管理控制。我们对公司的风险控制或风险管理制度异常关注，包括企业高级管理层的风险管理理念和风险偏好，企业风险管理机制建立和策略选择。高级管理层应权责明确，公司的决策、执行和监督机制科学合理。在进行公司治理分析时，管理层的激励约束机制是一个重要因素，完善的激励约束机制有利于企业吸引和留住人才、保持企业持续的竞争力。

第三个方面，公司的信息披露与审计。我们关注公司信息披露的完整性、及时性和有效性，以及公司财务报表的审计情况。

（2）经营管理状况分析

➤ 经营战略

在评估企业的经营管理战略时，除了考察战略定位、战略规划与战略部署是否明确、合理外，我们也需要对企业的现有资源能否与战略相匹配以及经营战略的实施和执行情况进行评价；同时战略管理的有效性也是保证企业经营战略能够确保稳步实施的重要考察环节。关于经营战略与企业资源的关系有三个层次。第一个层次的经营战略是充分利用原有企业资源，如提高设备使用效率或降低未使用设备占用率。第二个层次的经营战略是对企业资源进行结构性调整，如利用现有设备进行产品结构调整、多元化经营等。第三个层次的经营战略是对企业资源进行根本性的改造，即企业整体转型。一般来说，基于企业人力、财力、厂房设备等资源优势的经营战略风险较低；而没有建立在自有资源优势基础上的经营战略风险很高，往往是注定要失败的。

➤ 管理水平

对受评主体管理水平的分析亦是我们评级关注的重要内容之一。管理水平需考察组织机构设置及其与战略的匹配性、职权分工的合理性、管理决策和执行情况、企业文化等因素。

➤ 人力资本

人力资本分析从管理层素质和员工素质两大方面分析。在评价公司管理层素质时，除了关注专业结构、年龄、行业经历、资格等相关背景资料以及管理层的稳定性外，我们着重对公司管理层的历史经营业绩进行考察，因为这更反映了管理层的决策能力，创造经营效益、提高公司市场竞争地位、管理和控制经营风险的能力。我们也注重考察管理层的信誉度，因为这影响公司战略实施以及政策执行等，因此，评级应反映有关疑点，除非管理层已建立了足够的信誉。公司面临压力或重组时，信誉也是关键因素，分析师需要明确该管理团队如何建立和保持信誉的计划。在员工素质方面，除了全体员工的学历水平、技术职称等因素外，我们还关注员工对企业文化的认同感及对企业的自豪感。

3、财务分析

对受评主体能否按时偿还债务本息风险的评价离不开对其财务的分析。我们以受评主体过去 5 年的财务数据为基础，通过对有关会计科目及财务指标的分析，反映出受评主体过去的财务状况和经营成果，在此基础上对其未来的盈利能力、现金流和偿债能力及趋势做出判断，主要包括受评主体的资产规模和质量、盈利能力、偿债能力以及现金流量等内容。

（1）受评主体财务报表信息质量

我们在对受评主体财务状况进行分析时，首先分析受评主体财务报表能否恰当反映其经

营情况，在此基础上进行必要的调整，然后再进行财务分析，以便正确反映其财务状况和经营成果。我们侧重从会计政策和报表可信度两个方面来考察受评主体财务报表信息质量：

➤ 会计政策分析

我们坚持必须考虑受评主体会计政策的影响，并在必要的时候对财务报表的有关项目进行调整。一般重点考察包括合并报表依据、折旧原则、收入确认政策、利润留存政策、费用资本化、商誉和无形资产的确认、固定资产价值重估、表外业务等内容。

➤ 会计信息质量分析

目前，我国会计信息失真现象较为严重，粉饰财务报表、人为操纵利润等情况经常发生。此外，编制报表的技术性错误也较普遍。为了保证财务报表分析结论的正确性，我们坚持对财务报表可信度作分析。侧重分析的内容有：财务报表的审计情况；结合审计意见分析报表粉饰状况；分析财务报表是否存在技术性错误。

(2) 资产规模与资产质量

在债务偿还过程中，受评主体可以通过出售部分资产来偿还债务本息。尽管企业的资产存在被高估或低估的可能性，资产总额或净资产的规模仍然可以在一定程度上反映企业的经营实力和市场地位。企业拥有的高质量资产也能反映其竞争优势，使企业未来实现经营现金流入较有保障。较大的资产规模与良好的资产质量是受评主体竞争力的重要体现，也是债务安全偿还的重要保障之一。由于受评主体资产质量的优劣直接影响和制约着企业经营的成败和兴衰，因此我们强调对受评主体的各种资产质量进行分析。对资产质量的分析，可以考虑以下几个方面：比较每股净资产与调整后的每股净资产，它大致可以反映变现能力受限的资产在净资产中的比重；对具有变现能力的资产（主要是应收账款、其他应收款、预付账款）评价其变现能力的强弱，主要是通过对账龄、对象进行分析；考察公司的抵押和担保情况，可以了解企业的或有风险，因为一旦出现违约，很可能会影响企业的正常经营，从而增加经营风险。考察资产规模与质量的主要财务指标有：

- 总资产和净资产规模
- 每股净资产和调整后的每股净资产
- 担保比率

(3) 资本结构与财务安全性分析

资本结构分析主要是对受评主体的资本构成进行分析，而资产结构组合则是指企业易变现资产、特殊资产的组合。专用设备多、易变现资产少的企业，往往要求其资本结构中要有较大的自有资金比例。

过度的债务往往潜伏着很大的财务风险，对公司偿债能力进行评价时，首先应当关注公司的债务状况，从债务规模到流动负债和长期负债的结构再到未来企业债务规模及其发展趋势，并注意考察债务到期期限的分布状况，以此来判定企业的债务压力大小，同时亦应分析企业发行公司债后债务压力的变化。考察公司资本结构和债务压力的主要指标有：

- 资产负债率
- 长期资产适合率
- 调整后的有形资产负债率
- 债务资本比率
- 长期资本化比率
- 总资本化比率

（4）盈利能力分析

盈利能力和潜力是建立和维护公司信誉的一个决定性因素。资金回报率高的公司能带来更多的自有资本，吸引外部投资，并增强在逆境中生存的能力。企业如果缺乏明确的盈利增长潜力，可能影响公司融资和吸引人才的能力，也可能导致管理层寻求外部的增长，带来更多的业务和财务风险。在对受评主体过去的盈利能力进行分析时，我们强调不仅要考察企业目前的盈利水平，更要考察利润的构成、盈利水平的稳定性及变化趋势。但评级分析不是试图准确地预测业绩或经济周期，而是会在考虑一系列经济变化和竞争情形的基础上，预测分析未来业绩的多种可能性。

利润经常会被操纵。首先，企业的成本与费用控制将直接影响到公司的盈利质量；其次，外汇损益、非正常损益及内部交易也在很大程度上歪曲了企业的正常盈利水平。因此，利润的质量也是我们考察的重点因素，对盈利水平的分析通常要对利润进行相关调整。

考察企业盈利能力的指标主要有：

- 主营业务收入、EBIT、EBITDA 规模；
- 主营业务毛利率；
- 净资产收益率；
- 资产回报率；
- 成本费用率。

主营业务收入、EBIT 和 EBITDA 直接反映了企业的经营业绩，如果三者每年都有大幅增长，说明企业发展潜力大，但如果在长时间内呈下滑趋势，企业的经营状况就会呈恶化趋势，信用风险就会加大。主营业务收入、EBIT 和 EBITDA 也可能在短时间内出现大幅下跌

而使风险剧增。主营业务毛利率因为剔除了非经常项目损益的影响，所以更能代表企业的正常经营业绩，可以对主营业务毛利率进行纵向（年度之间的）比较，也可以进行横向（企业之间的）比较，毛利率的下降是一个预警信号。净资产收益率和资产回报率也是两个常用的盈利能力指标，我们重点考察其稳定性及变化趋势。在分析受评主体的盈利能力时，我们会剔除非经常性损益项目，确保盈利指标真正体现发债主体核心盈利能力，同时，我们还关注公司运用财务杠杆的影响，因为财务杠杆高的企业，即使其资产回报率较低，净资产收益率却高的惊人。

（5）现金流量分析

从传统会计角度上讲，企业利息与本金偿还离不开其获取的利润。但会计上的利润并不等同于现金，企业拥有充足的现金才能够保证债务到期还本付息。在评级时，我们非常注重对现金流量的分析，通过对受评主体过去现金流的比较分析，预测未来的现金流量，正确把握其自身和债务的风险。我们重点关注的内容有：企业的现金流量结构、现金生成能力

（FFO）、自由现金流、现金流对债务及利息的保障程度以及现金流满足经营和投资能力等。

对经营活动现金的流入、流出结构进行分析，能够揭示现金的来源与流向。一般来讲，经营活动现金流占总现金流比重大的企业，经营状况较好，财务风险也相对较低；而筹资活动现金流比重较大，说明企业可能资金运转有困难，且未来企业会面临较大的偿债压力，如果筹资活动的现金流入主要来自企业的权益性资本，则不存在偿债压力。

分析师需要关注企业是否具有稳定的现金生成能力，我们通过对 FFO 的分析来评价企业的现金生成能力。经营活动现金生成能力 FFO 反映净利润转化为现金的程度，如果公司经营盈利，而 FFO 为负，意味着公司盈利主要来源于固定资产、无形资产或其它长期资产的处置收益，公司的经营实际上是没有成效的。此外，收现比也能反映企业经营利润转化为现金的能力大小。

对自由现金流的分析旨在衡量公司未来的成长机会，自由现金流越多，意味着公司用于再生产、再投资、偿债、发放红利、股票回购的余地就越大，能力就越强，未来的发展趋势可能就会越好，能有效反映公司基于价值创造能力的长期发展潜力。如果一个企业有足够的自由现金流，那么从还款能力来讲，它的信用水平较高，信用风险较小。

现金流量指标根据下表调整取得：

净利润
加：非付现费用

其中：资产减值准备
固定资产折旧
无形资产摊销
长期待摊费用摊销
汇总损失（收益）
递延所得税费用
预提费用增加
其它
加：非经营性损益
其中：处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益）
公允价值变动损失（收益）
投资损失（收益以“-”号填列）
FFO（营运资本投入和利息费用前经营活动现金流量）
减：营运资本投入
其中：存货的增加（减少）
经营性应收项目的增加（减少）
经营性应付项目的减少（增加）
其他
经营活动现金流量（利息费用后）
加：净利息支出
经营活动现金流量（CFO）
减：资本支出净额
已宣告但未发放的股利
自由现金流（FCF）

考察现金流的主要指标有：

- 现金流负债比，即经营活动现金净流量与流动负债之比。该指标揭示一定时期内受评主体偿还即将到期债务的能力，即企业短期偿债能力。若该指标偏低，反应企业依靠现金偿还债务的压力较大。
- 现金债务总额比，即经营活动现金净流量与负债总额之比。
- 经营活动现金净流量与到期债务本息比率，该指标揭示企业偿还到期债务本息的能力。
- EBITDA/利息支出
- EBITDA/短期债务
- FFO/总债务；
- 自由现金流量/总债务；

（6）财务弹性

财务弹性是指企业获得外部资金以拓宽还款来源的能力，即其能在多大范围内和多大程度上获取现金以维持资产的流动性、保障债务的偿还。融资渠道多、筹资能力强的企业，其财务弹性越强。一般而言，尚未使用的银行授信额度和支持协议、明确的资本市场的直接融资计划、控股股东和政府的支持及其它支持协议等都可以为企业将来的偿债能力提供一定程度的保障。宽广的资金来源渠道能够降低再融资和债务本息偿付风险。

附件 企业主体长期信用评级框架图

