



出版传媒企业信用评级方法

评级方法

版本号:

评级方法: PF-CBCM-2020-V.2.1

评级模型: PM-CBCM-2020

发布日期:

2020/04/23

联系方式

联系电话: 010-67413300

邮箱: criteria@dagongcredit.com

前言

《出版传媒企业信用评级方法》(简称“本方法”)是依据《大公国际信用评级方法总论》,借鉴国内外先进的评级理念,同时结合中国债券市场信用评级的实践与特点,评判出版传媒企业总体债务偿付能力及偿债意愿的一般方法,适用于中国出版传媒企业。

本方法所定义的出版传媒企业,是指主要从事为提升人类生活尤其是精神生活品质而提供的一切可以进行商品交易的生产与服务的企业,从广义上看,传媒、卡通、影视、娱乐、游戏、音乐、戏剧、艺术博物馆等都是出版传媒产业的具体表现形式。

相较 2019 年 8 月发布的《出版传媒行业信用评级方法》,本次调整仍沿用了主要评级逻辑和核心评级原则,但基于评级实践中积累的分析经验对部分调整项、评级关键假设和评级方法及模型局限性进行了优化改进,从而更好的展现评级分析逻辑。

本方法形成的是评判出版传媒企业债务偿付能力的一般性方法,并未涵盖出版传媒行业企业信用评级时需要考虑的所有因素。同时,影响企业信用风险的要素及其重要性将随着宏观和行业发展呈现出动态变化的特征,本方法及模型在该方面或存在一定滞后性,需要进行不定期更新。此外,本方法仅仅是对出版传媒企业信用质量的评价,没有考虑市场价格和投资者偏好等其他投资决策因素,信用评级结果只是投资者投资决策的参考,并非是某种决策的结论、建议。

本方法及模型经公司技术委员会审议通过,自发布之日起正式执行。原 2019 年 8 月发布的《出版传媒企业信用评级方法》自本方法执行之日起废止。

目录

第一部分 信用等级的内涵	3
第二部分 信用等级的基本原则	3
第三部分 本方法论评级框架	4
第四部分 行业信用风险特征	5
第五部分 本方法论评级要素分析	7
要素一：偿债环境	7
一、偿债环境评级体系	8
二、偿债环境	8
（一）宏观环境	8
（二）行业环境	9
（三）区域环境	9
三、偿债环境评级模型	11
要素二：财富创造能力	12
一、财富创造能力评级体系	12
二、财富创造能力	12
（一）产品与服务竞争力	12
（二）盈利能力	14
三、财富创造能力评级模型	17
要素三：偿债来源与负债平衡	18
一、偿债来源与负债平衡评级体系	18
二、偿债来源与负债平衡	18
（一）债务状况	18
（二）流动性偿债来源与负债平衡	19
（三）清偿性偿债来源与负债平衡	21
三、偿债来源与负债平衡评级模型	23
要素四：调整项	24
第六部分 评级关键假设	29
第七部分 评级方法和模型局限性	30
附件 1 评级模型结果级别映射	32
附件 2 各项指标的计算公式	33

第一部分 信用评级的内涵

大公国际信用评级立足于中国国情，从评级对象外在风险及机会的评估入手，在此基础上，对评级对象内在因素进行分析和讨论，用定量和定性相结合的方法，充分揭示评级对象的违约可能性及违约程度。

信用评级侧重于揭示评级对象的信用风险，而非评价投资风险（如利率风险、通货膨胀风险、再投资风险及外汇风险等）、评级对象价值或业绩。

同时，信用评级是仅就信用状况为投资者提供的一种专家意见，不能代替投资者做出投资选择，投资者必须对这种信用信息进行有选择的利用，并对自己所做出的选择承担责任。

第二部分 信用评级的基本原则

在信用评级工作中，大公国际坚持的主要原则是：

（一）真实性原则：在评级过程中，严格遵循评级分析方法和评级作业流程，对所收集的数据和资料进行分析，并按照合理、规范的程序审定评级结果。

（二）一致性原则：在评级业务过程中所采用的评级程序、评级方法与公开披露的程序和方法一致，在公司评级标准未作出重大调整前，坚持评级标准的长期一致性。

（三）独立性原则：公司评级分析人员、评审委员会成员在评级过程中始终保持独立性，根据所收集的数据和资料独立做出评判，不受评级对象及其他外来因素的影响。

（四）客观性原则：评级人员在评级过程中始终坚持独立第三方立场，坚持客观、公正评价，不带任何偏见。

（五）审慎性原则：在对信用评级资料的分析、判断过程中持谨慎态度，特别是在对定性指标的分析时，更加谨慎判断。在分析基础资料时，准确指出影响评级对象经营的潜在风险，对评级对象某些指标的极端情况要做深入分析。

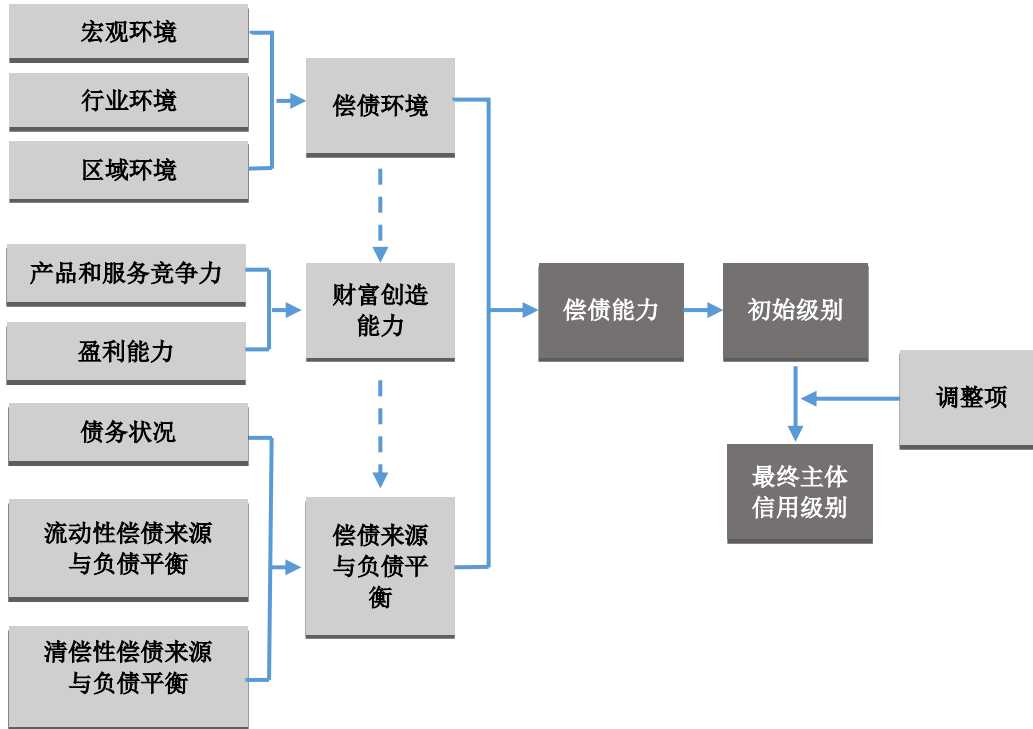
第三部分 本方法论评级框架

大公国际信用评级的基本思路是从信用风险的内涵出发，以评级对象偿债来源对债务的保障程度为落脚点，充分考虑宏观经济环境、行业环境、区域环境等外部因素，产品和服务竞争力、盈利能力和偿债来源等评级对象内部因素，以及其它特殊风险事项和外部支持的影响，综合衡量评级对象的偿债能力和偿债意愿。

本方法论在定量分析与定性分析、静态分析与动态分析基础上，通过对评级对象在行业中的位置以及所在行业的信用风险特征的对比，通过大公国际信用评级模型对评级对象的信用风险做出判断，给出信用等级。

此外，对于债项评级，大公国际将在本方法论得到的主体信用等级的基础上，增加对债项受到的特殊保护，如担保、资产抵押等信用增进措施的考察，通过综合评价得到债项级别。因此，债项级别可能高于主体信用等级。

图 1 本方法论评级框架



第四部分 行业信用风险特征

出版传媒行业是以从事为提升人类生活尤其是精神生活品质而提供的一切可以进行商品交易的生产与服务。从广义上看，传媒、卡通、影视、娱乐、游戏、音乐、戏剧、艺术博物馆等都是出版传媒产业的具体表现形式。

大公国际从宏观经济敏感性、政策敏感性、竞争程度及行业市场化程度四个方面分析，认为出版传媒行业风险特征为：

1、周期性行业，呈周期性波动特点

出版传媒行业的主要收入来源为报刊书籍的出版发行及广告收入；其中广告行业的发展与宏观经济密切相关，电影行业作为文化娱乐行业的分支，受经济增长、人均消费能力增加、生产

效率提高带来的工作时间的减少和娱乐时间的相应增加等顺经济周期因素的影响。因此出版传媒行业受宏观经济的影响而表现出一定的周期性特征。

2、行业进入门槛高、政策敏感性很强、导向性突出

传媒具备政治属性和产业属性的双重特点，使传媒业的发展在很大程度上受到相关政策的影响。我国对传媒行业的控制非常严格，对国外媒体进入我国市场设置了较多门槛；电影电视的节目制作环节允许一定的市场竞争，在发行和播放环节实行严格管控。我国报纸出版发行处于不完全市场竞争状态，国家从意识形态高度以及国家安全角度对报纸类传媒实施复杂的行政审批程序和严格的刊号控制，构筑了进入传媒业的非常高的行政性门槛。出版传媒行业的相关政策变化将导致行业整体信用水平发生较大改变。

3、新媒体对传统媒体的冲击较大

中国传统媒体发展至今，除了需要应对同业之间激烈的集中竞争，还要面对来自新兴媒体的激烈挑战。新兴媒体的出现挤压了传统媒体的发展空间，各大门户网站发展迅猛，吸引了大批传统媒体读者，新兴媒体、楼宇和户外广告也抢占了大批资源。以网络为代表的新兴媒体经过十几年的指数性增长，在未来两三年里，还将继续呈现快速发展，传统媒体的形势不容乐观。在数字化时代，受众的“注意力资源”开始向互联网、手机等新媒体转移，这使得传统报纸所凝聚的“注意力资源”逐渐减少，受众资源和广告资源同时下降，最终导致报社的经济利益大幅降低，影响报社及整个传统媒体的发展。

4、传统媒体行业市场化程度较低

由于体制的因素，有线电视网长期处于相对垄断和封闭的环境里，缺乏体制创新动力；国家对影视剧制作、进口、发行等环节实行许可证制度；出版行业历来受到国家法律、法规和相关政策的严格监督，国家对出版行业实行严格的行业准入和许可管理制度。总体来看，目前文化资源类的行业市场化运作程度较低，行业的行政化配置体制已经和社会主义市场经济体制严重不适应。这不仅造成了地区的封锁，还造成了行业的垄断，最终对出版传媒企业非常不利，表现为目前行业内企业规模及竞争力弱小、同质化非常严重、盈利模式较为单一。

第五部分 本方法论评级要素分析

根据上述行业信用风险特征，大公国际确定了衡量行业内企业信用评级的要素，包括偿债环境、财富创造能力、偿债来源与负债平衡以及调整事项，并通过具体指标来考量这些要素。需要注意的是，本方法及模型形成的映射结果是信用评审委员会评审的重要参考条件，最终结果需要信用评审委员会以投票形式评定，因此模型映射结果与最终结果不存在绝对的对应关系，要素中的单个指标与最后结果也不具有完全映射关系。

要素一：偿债环境

偿债环境是指通过财富创造能力影响出版传媒企业偿债来源和偿债能力的具有不可抗力的外部因素，包括宏观环境、行业环境和区域环境，为分析财富创造能力做好准备。

一、偿债环境评级体系

本方法通过研究出版传媒企业所在国家（地区）状态，对其进行科学分类和定性描述，确定核心分析要素之间的内在逻辑联系。偿债环境评级体系如下：

表 1 偿债环境指标体系

二级指标	三级指标
宏观环境	政治生态
	信用生态
	宏观经济
行业环境	行业政策
	行业景气度
区域环境	地区经济发展状况

二、偿债环境

（一）宏观环境

大公国际主要从政治生态、信用生态和宏观经济三方面考察宏观环境的情况。

政治生态是指国家政治体系存在及运行的背景总和，是评级对象生产经营活动中无法改变的宏观制度因素，包括政治局面、政策架构、执政能力和国际关系等。

信用生态是指一国信用环境在一定时期内所呈现的相对稳定的动态平衡状态，体现了上层建筑对国家资本的组织管理能力，包括信用体系、评级体系和信用空间等。

宏观经济是对国内宏观经济运行特征的全面分析，大公国际将从经济规模和发展水平、经济绩效、经济稳定性和增长潜力四个方面进行分析。大公国际将选取国内生产总值与人均国内生产总值分别反映经济规模与经济发展水平，还将考虑国内生产总值实际增长率、失业率和通货膨胀率以评估经济绩效。最后，大公国际将对影响经济稳定的因素进行定性打分，并以中长期预期平均经济增长率作为评估经济增长潜力的指标。最后，大公国际将

对影响经济稳定的因素进行定性打分，并以中长期预期平均经济增长率作为评估经济增长潜力的核心指标。

（二）行业环境

大公国际主要从行业政策和行业景气度等方面来衡量行业环境。

行业政策是国家制定的，引导国家产业发展方向、引导推动产业结构升级、协调国家产业结构、使国民经济健康可持续发展的政策。出版传媒企业政策敏感性很强，其生存空间和盈利水平受去产能政策、环保政策等影响较大。

大公国际对行业政策环境的分析主要关注：（1）产业发展政策对出版传媒业产业结构、产业布局、产业技术和产业组织的调整；（2）环保政策对出版传媒行业布局、环保设备、技术发展方向和产品成本的影响；（3）上下游行业的政策变动以及对出版传媒行业的影响等。

行业景气度反映一定时期内行业发展情况。出版传媒作为强周期行业，其景气程度往往受政策及经济周期因素影响。

（三）区域环境

区域环境，主要包括出版传媒企业所处销售半径的地区经济发达程度以及人均可支配收入的情况。经济发达地区一般对出版传媒产品需求较大。大公国际将选取区内 GDP 占全国的比重、区内 GDP 增长率反映地区经济发达程度和潜力，同时综合考虑人口结构、人员流动等因素对地区未来经济发展的影响。

地区居民人均可支配收入是出版传媒企业外部需求更为直观的衡量指标。有利情形，在经营区域内，经济增长强劲且通胀控制在合理范围内，人均可支配收入高，所属行业经济地位高，人口受教育程度高，社会阶层购买力强。不利情形，在经营区域

内，经济增长缓慢，通胀水平较高，人均可支配收入不足，所属行业在经济发展中占比较低，人口受教育程度低，社会阶层购买力低。

三、偿债环境评级模型

一级指标	二级指标	阈值						
		7	[6 , 7)	[5 , 6)	[4 , 5)	[3 , 4)	[2 , 3)	[1 , 2)
偿债环境 (12%)	宏观环境 (4%)	政治生态、信用生态非常稳定且健康；宏观经济规模和发展水平、经济绩效和稳定性非常好，经济增长潜力巨大，总体能够形成非常有利的偿债环境	政治生态、信用生态很稳定且健康；宏观经济规模和发展水平、经济绩效和稳定性很好，经济增长潜力很大，总体能够形成很有利的偿债环境	政治生态、信用生态较为稳定且健康；宏观经济规模和发展水平、经济绩效和稳定性较好，经济增长潜力较大，总体能够形成较为有利的偿债环境	政治生态、信用生态的稳定性和健康程度一般；宏观经济规模和发展水平、经济绩效和稳定性一般，经济增长潜力一般	政治生态、信用生态的稳定性和健康程度较差；宏观经济规模和发展水平、经济绩效和稳定性较弱，经济增长潜力较小	政治生态、信用生态的稳定性和健康程度很差；宏观经济规模和发展水平、经济绩效和稳定性很弱，经济增长潜力很小	政治生态、信用生态的稳定性和健康程度非常差；宏观经济规模和发展水平、经济绩效和稳定性非常弱，经济增长潜力非常小
	行业环境 (4%)	行业特有风险非常低；行业监管、行业政策对行业发展和信用风险非常有利	行业特有风险很低；行业监管、行业政策对行业发展和信用风险很有利	行业特有风险较低；行业监管、行业政策对行业发展和信用风险较为有利	行业特有风险一般；行业监管、行业政策对行业发展和信用风险影响一般	行业特有风险较大；行业监管、行业政策对行业发展和信用风险影响较为负面	行业特有风险很大；行业监管、行业政策对行业发展和信用风险负面影响很大	行业特有风险非常大；行业监管、行业政策对行业发展和信用风险负面影响非常大
	区域环境 (4%)	位于经济发达地区，经济发展速度很快，受众人数或销售范围极广	主要消费区域内GDP及人均GDP占全国的比重较高，受众人数或销售范围很大	主要消费区域内GDP及人均GDP占全国的比重较高，受众人数或销售范围较大	主要消费区域内GDP及人均GDP占全国的比重一般，受众人数及销售范围一般	主要消费区域内GDP及人均GDP占全国的比重一般，受众人数及销售范围较少	主要消费区域内GDP及人均GDP占全国的比重较小，受众范围和人数均较少	主要消费区域内GDP及人均GDP占全国的比重很小，受众范围及人数均极小

要素二：财富创造能力

财富创造能力是指企业长期盈利能力，它是通过对偿债来源起决定性作用影响偿债能力，为分析偿债来源做好准备。大公国际主要从产品或服务竞争力以及盈利能力方面来衡量企业的财富创造能力。

一、财富创造能力评级体系

财富创造能力从产品与服务竞争力和盈利能力两个方面综合分析出版传媒企业财富创造能力的影响因素及运行规律。财富创造能力评级体系如下：

表 2 财富创造能力指标体系		
二级指标	三级指标	
产品与服务竞争力	品质	产品结构
	采购与销售	资源垄断性
		销售范围
		行业地位
盈利能力	收入	营业收入
	成本	毛利率
	利润	EBITDA 利润率
		总资产报酬率
		扣非净利润

二、财富创造能力

（一）产品与服务竞争力

产品与服务竞争力是指受评企业产品或服务占有市场的能力，大公国际主要从品质、采购与销售两个方面对出版传媒企业产品与服务竞争力进行分析。

1、品质

品质是指出版传媒企业产品中所蕴含的最能体现产品价值的优势。本方法将从产品结构进行分析。

产品结构主要体现为产品的多样性。在出版传媒企业内部，由于各产品的消费人群、盈利模式、产品业态各不相同，企业的

盈利情况也出现分化。总体来看，传统纸媒下滑趋势不断加剧，广告业务作为报刊媒体的核心收入来源正面临价量齐跌的困境；广播电视企业收视费较为稳定，但由于受到互联网和移动终端的冲击，广播电视行业企业广告收入空间不断压缩；电影产业保持高速增长，市场份额不断提升；新媒体发展空间巨大，但面临着竞争激烈、更新速度快、盈利模式不清晰的问题。

2、采购与销售

出版传媒生产企业是政策及资源密集型产业，采购资源的垄断能力是生产企业竞争的核心要素之一。出版传媒的细分行业中，广电和报刊行业的垄断特征较为显著。广播电影电视及新闻行业兼具政治属性和产业属性，行业发展高度依赖政策，根据《广播电视管理条例》第二十三条，同一行政区域只能设立一个区域性有线广播电视传输覆盖网；同时，从区域市场来看，目前我国广电网络尚处于省内整合的阶段，跨省重组扩张尚未开始，因此，各省的有线电视网络经营公司在省内具有垄断优势。我国报纸出版发行亦处于不完全市场竞争状态，国家从意识形态高度以及国家安全角度对报纸类传媒实施复杂的行政审批程序和严格的刊号控制，构筑了进入传媒业的非常高的行政性门槛，因此党报、党刊的刊号也具有垄断优势。此外，由于我国对电影、电视和节目制作的发行和播放环节实行严格管控，对出版社采取许可制管理，对其数量有所限制，因此对于上述细分行业以及新兴媒体中各大门户网站，能够获取发行、播放（或独放）许可和版权的企业，也在一定程度上具有竞争优势。

销售是指出版传媒企业实现产品供给的销售能力。本方法主要通过区域多样化和市场集中度来分析企业的销售能力。出版传媒企业的产品同质性很强，产品销售是企业竞争能力的重要体现。

销售能力越高，表明产品覆盖范围越广，影响力越大，与主要客户的合作关系也越稳定。当周期下行时，行业处于供大于求的局面，销售能力强的企业，产品形成积压的可能性也就越低，对于现金的占用也就越少，竞争力也就越强。

较好情形：产品销售网络在很多国家和地区的销售，企业销售渠道较为完善，销售区域覆盖半数左右省级行政区域及其主要城市，且具有很高的市场占有率，例如传统出版类企业；各产品产业链齐全，产品分类齐全，且技术含量较高产品占比超过一半，例如一些游戏开发或影视剧创作类企业；营销方式多元化，充分利用电商等新兴渠道，除了传统渠道同时，具有线上线下合作战略模式，线下渠道店面遍布全球，例如影城、娱乐文化类企业。

较差情形：产品只分布在少数几个城市，且在所在地的市场占有率较低；没有形成产业链，产品不分类，没有技术含量较高的产品；营销方式单一，只具有线上或线下销售渠道中的一种。

行业地位是评价出版传媒企业产品与服务竞争力的重要指标，行业地位是从数量角度分析企业的市场地位，侧重于评价出版传媒企业产品的渗透率和普及度，也是品牌知名度的重要判断指标。

（二）盈利能力

盈利能力是指出版传媒企业在经营活动中的获利能力，它是财富创造能力的基石，决定了出版传媒生产企业可持续经营能力的强弱。本方法主要从收入、成本和利润三方面分析出版传媒企业盈利能力。

1、收入

收入是出版传媒企业通过销售产品形成的销售收入。收入是出版传媒企业经营性现金流和利润根本来源，合理把握其收入规模的变动趋势是准确分析利润的前提。

本方法对收入的分析，主要考察收入规模。收入规模是企业规模的直接体现，在一定程度上反映了其销售能力以及竞争能力。收入规模是指出版传媒企业当年的营业收入，虽然收入能够从产品销量和价格两方面综合体现企业的规模，但出版传媒行业细分行业较多，业务种类复杂，无法仅凭该指标阐释企业规模，产品构成和区域性指标能弥补单一收入指标的不足。目前，大多数出版传媒企业产品构成复杂且产品存在区域性，在其区域内市场占有率高，区域市场进入难度大，同时，区域空间也直接决定了其业务空间，进而决定了其市场空间。同等情况下，规模越大，出版传媒企业抵御不利风险的能力越高，信用风险越小。

2、成本

成本是影响出版传媒企业盈利能力的重要体现。出版传媒企业的产品成本是企业原材料成本和品质、企业管理能力、企业生产技术、劳动力成本等多个因素的综合反映。

本方法对成本的分析，主要考察企业的毛利水平。毛利率是毛利润与营业收入的比值。该指标排除了资产减值成本对衡量出版传媒企业经营效率的影响，仅包括生产产品所必须的支出。毛利率的高低一定程度上反映了企业的竞争能力。

3、利润

利润是出版传媒企业盈利能力的综合体现，长期利润水平亦是其偿债能力的决定性因素。

出版传媒企业的利润一般来源于广告收入、票房收入、有线电视网络费收入三个方面；同时，中国出版传媒行业进入壁垒较

高、具有一定的垄断性特征，保证了企业获取的收入较为稳定，但仍受到宏观经济的影响，本方法选取剔除折旧摊销与杠杆因素的息税折旧摊销前利润率（以下简称“EBITDA 利润率”）、总资产报酬率和扣非净利润反映出版传媒企业运用全部资产创造收益的能力。

其中，EBITDA 利润率是息税、折旧、摊销前利润与营业收入的比值。该指标能够较好地避免受评公司与其他可比公司之间因债务杠杆、不同国家税收制度、折旧及摊销会计假设差异引起的盈利差异，以便实现各国出版传媒公司盈利能力的可比性。

总资产报酬率是息税前利润与期末总资产的比值，客观反映企业全部资产运营的结果。

此外，扣非净利润是指企业净利润扣除公允价值变动等非经常性损益之后的利润，反映剔除不稳定因素后的实际盈利水平，可补充用于分析企业盈利能力变动情况。

三、财富创造能力评级模型

一级指标	二级指标	阈值							
		7	[6 , 7)	[5 , 6)	[4 , 5)	[3 , 4)	[2 , 3)	[1 , 2)	
财富创造能力 (58%)	产品与服务竞争力 (38%)	所处行业地位属中央级文化传媒集团，产品种类非常丰富，拥有多条完整产业链，主要业务具有很强的垄断性，销售区域覆盖全球多个国家和地区	所处行业地位属省/直辖市省级文化传媒集团，产品种类较为丰富，拥有少数完整产业链，主要业务具有较强的垄断性，销售区域覆盖全国和海外少数国家	所处行业地位属省会城市市级文化传媒集团，产品种类较多，形成少数较短产业链，主要业务具有区域垄断性，销售区域基本覆盖全国大部分省市	所处行业地位属一般城市市级文化传媒集团，产品种类一般，形成少数较短产业链条，主要业务具有部分垄断性，销售区域覆盖中国半数左右省级行政区域及其主要城市	行业地位较靠后属大型文化传媒集团，产品种类很少，形成单一较短产业链，主要业务处于竞争性均衡状态，覆盖中国少数几个省级行政区域及其主要城市	行业地位靠后属一般类文化传媒集团，单一产品没有形成产业链，产品分类较少，主要业务处于竞争激烈状态，销售范围很窄仅覆盖中国一个省级行政区	处于行业末端属非集团文化传媒企业，产品单一，无产业链，主要业务处于竞争非常激烈状态，行业面临洗牌，销售范围受阻仅在企业所在地的市场	
		营业收入 (亿元)	>=800	[200, 400)	[200, 400)	[100, 200)	[40, 100)	[20, 40)	[0, 20)
	盈利能力 (20%)	毛利率	>=0.20	[0.15, 0.20)	[0.10, 0.15)	[0.08, 0.10)	[0.05, 0.08)	[0.02, 0.05)	[0.00, 0.02)
		EBITDA 利润率	>=0.15	[0.10, 0.15)	[0.08, 0.10)	[0.06, 0.08)	[0.04, 0.06)	[0.02, 0.04)	[0.00, 0.02)
		总资产报酬率	>=0.05	[0.045, 0.05)	[0.04, 0.045)	[0.03, 0.04)	[0.02, 0.03)	[0.01, 0.02)	[0.00, 0.01)
		扣非净利润 (亿元)	>=30.00	[20.00, 30.00)	[10.00, 20.00)	[1.00, 10.00)	[0.60, 1.00)	[0.30, 0.60)	[0.00, 0.30)

要素三：偿债来源与负债平衡

偿债来源是指企业可用于债务偿付的资金来源，偿债来源与负债的平衡关系是偿债能力的直接决定性要素。

一、偿债来源与负债平衡评级体系

根据出版传媒企业生产经营及投融资活动，本方法将出版传媒企业偿债来源分为流动性偿债来源，包括盈利、现金流、债务收入及外部资金支持，以及清偿性偿债来源，主要指可用于变现为现金的资产。大公国际通过衡量债务状况、流动性及清偿性偿债来源的数量与结构以及对债务偿还的保障程度来衡量偿债来源。偿债来源评级指标体系如下：

表 3 偿债来源与负债平衡评级指标体系

二级指标	三级指标	
债务状况	债务规模	债务规模
	债务结构	短期指标
流动性偿债来源 与负债平衡	流动性偿债来源数量与结构	盈利
		现金流
		债务收入
		外部资金支持
	流动性偿债来源与负债平衡	总来源/安全来源
		EBITDA 利息保障倍数
		总有息债务/EBITDA
		经营性净现金流/流动负债
清偿性偿债来源 与负债平衡	清偿性偿债来源数量与结构	可变现资产
	清偿性偿债来源与负债平衡	可变现资产/总负债

二、偿债来源与负债平衡

（一）债务状况

债务状况分析包括规模和结构分析，规模关注企业债务负担和变动情况，结构分析包括期限结构、利率结构和币种结构等多个方面。另外，还需关注或有事项（如担保债务、未了结诉讼等）产生的潜在义务。

期限结构侧重分析企业长短期债务配比及到期债务期限分布情况。债务期限过短或集中到期都会增大企业某一时点融资压力，使其更为严重地暴露在金融市场流动性风险和利率风险之下。主要分析指标包括债务集中度（一年内到期债务占总债务的比重）、短期债务占比、平均到期年限等。

利率和币种结构，通过考察债务构成中浮动利率债务的占比情况分析企业对市场利率敏感性；通过外币债务与总债务之比分析企业债务偿还对汇率波动风险的敏感性。

（二）流动性偿债来源与负债平衡

流动性偿债来源指企业债务链每一时点可用于偿付债务的偿债来源，主要考察盈利、经常性现金流、债务收入和外部资金支持等偿债来源数量及其对债务和利息的保障程度。

1、盈利

盈利是指企业通过日常经营活动所获得完全可自主支配的盈利性现金流，是企业偿还债务以及获取其他偿债来源的基础，是企业财富创造能力的集中体现。

盈利对于债务及利息的覆盖程度是衡量债务人偿债能力最核心的因素。大公国际通过分析利润、净利润以及息税折旧摊销前利润（EBITDA）等指标，以及与债务和利息的比较性指标来分析企业可自主支配的最为安全的偿债来源。

2、现金流

现金流是指企业经营活动中产生的可自由使用的现金流，是企业最为直接的偿债来源。

经营性净现金流对负债的覆盖程度是衡量债务人偿债能力的重要因素。经营性净现金流可排除用其他现金来源偿还债务的情况，从而反映企业独立的偿债能力。本方法采用经营性净现金流/流动负债，用以衡量企业偿还短期债务能力。

3、债务收入

债务收入是企业通过借贷方式形成的偿债来源。债务收入的可得性和融资成本既受企业盈利能力、信用水平的影响，也受制于金融市场风险状况，因此稳定性和安全性相较之前的偿债来源偏弱。

债务收入主要考察企业通过发行债券和银行借款等借贷方式获取的现金。现阶段，企业的融资方式越来越多样化，一些特定的融资活动，可能不会记为取得借款收到的现金或者发行债券收到的现金，例如发行混合资本工具，如永续债或发行结构融资等。在此情况下，大公国际会根据其性质来判定是否将其纳入到发行债券所收到的现金范畴之内。

4、外部资金支持

外部资金支持是指债务人以外的政府机构或其他信用主体（包括母公司、控股股东及其他社会经营性或非经营性机构）对企业的资金支持，如政府补贴等，也是企业可以获得的偿债来源之一。

由于外部资金支持所产生的现金流属于非常态化现金流，受支持机构支持能力和意愿的变化以及外界政策环境等因素的影响较大，其作为偿债来源的稳定性较差。

5、流动性偿债来源与负债平衡

由于流动性偿债来源数量不能完全反映其对企业时点债务本息的保障能力，大公国际通过流动性偿债来源与负债的数量平衡以及结构平衡为偿债能力分析做准备。

数量平衡是指债务人在维持可持续经营能力时的债务偿还能力，体现了未来一定时期内债务人各偿债来源的内部平衡，主要通过总来源/安全来源决定。其中，总来源是指企业可获得的

各类流动性偿债来源总和，主要包括经营性净现金流、期初非受限货币资金、债务收入以及外部支持等方面形成的现金流入；安全来源指企业可自由支配的流动性偿债来源，包括经营性净现金流和期初非受限货币资金等。总来源对安全来源的覆盖越大，说明企业需要依赖的不可自由支配偿债来源越多，债务偿还的安全度越低。尤其是当企业因经营性净现金流为负，导致安全偿债来源数量为负时，企业偿债的安全度最低。

结构平衡衡量的是债务人各种偿债来源与债务及利息的平衡情况。本方法使用 EBITDA/利息、债务/EIBTDA、经营性净现金流/流动负债以及债务资本比率作为衡量企业流动性偿债来源与负债结构平衡的关键指标。同时，本方法还将通过利润下降对于企业流动性的影响程度，以及企业债务融资的充裕程度、融资渠道多元性，与银行的关系稳固程度和在信用市场的声誉等方面辅助判断企业流动性抗风险能力。

（三）清偿性偿债来源与负债平衡

清偿性偿债来源是指企业在流动性偿债来源不足以偿还时点债务时，企业资产变现为现金用以偿债的来源。

1、可变现资产

可变现资产是指企业可变现为货币资金的资产，是企业前几项偿债来源用尽时不得不动用的偿债来源，是企业债务偿还的最后保障。

对于债务人来说，并不是所有资产都可以短时间内转化为同等价值的现金，因此，通过可变现资产价值判断债务人资产质量及其对债务的保障能力，能够更准确掌握企业债务风险。大公国际重点考察资产规模以及包括资产结构、资产变现能力和资产利用效率等在内的资产质量。出于谨慎原则，本方法将通过扣除在

建工程、开发支出、商誉、长期待摊费用、递延所得税资产等不能短时间内变现的资产与非受限资产二者孰低，作为可变现资产规模，并具体分析可变现资产中每笔资产的变现能力来综合反映企业的清偿性偿债来源。

2、清偿性偿债来源与负债平衡

清偿性偿债来源与负债平衡主要分析企业在无法通过流动性偿债来源偿还债务，不得不通过变现资产来偿还债务的能力。大公国际主要考察的指标为可变现资产/总负债。该比率越高，可变现资产对负债的覆盖能力越强，清偿性还本付息能力越强。

偿债能力是基于对偿债环境、财富创造能力、偿债来源的得到的分析结论，并形成初始级别，是下文调整项的调整基础。

三、偿债来源与负债平衡评级模型

一级指标	二级指标		阈值						
			7	[6 , 7)	[5 , 6)	[4 , 5)	[3 , 4)	[2 , 3)	[1 , 2)
偿债来源与 负债平衡 (30%)	债务状况 (4%)	短期有息债务/总 有息债务	<=0.30	(0.30, 0.40]	(0.40, 0.50]	(0.50, 0.60]	(0.60, 0.70]	(0.70, 0.80]	(0.80, 0.90]
	流动性偿 债来源与 负债平衡 (22%)	总 有 息 债 务 /EBITDA	<=8.00	(8.00, 10.00]	(10.00, 12.00]	(12.00, 14.00]	(14.00, 16.00]	(16.00, 18.00]	(18.00, 20.00]
		经营性净现金流/ 流动负债	>=0.40	[0.20, 0.40)	[0.10, 0.20)	[0.02, 0.10)	[0.01, 0.02)	[0.005, 0.01)	[0.00, 0.005)
		债务资本比率	<=0.60	(0.60, 0.70]	(0.70, 0.80]	(0.80, 0.85]	(0.85, 0.90]	(0.90, 0.95]	(0.95, 1.00]
		总来源与安全来 源数量平衡	<=1.00	(1.00, 2.00]	(2.00, 3.00]	(3.00, 6.00]	(6.00, 9.00]	(9.00, 12.00]	(12.00, 15.00]
		EBITDA 利息保障 倍数	>=7.50	[5.00, 7.50)	[3.50, 5.00)	[2.50, 3.50)	[1.00, 2.50)	[0.50, 1.00)	[0.00, 0.50)
	清偿性偿 债来源与 负债平衡 (4%)	可变现资产/总负 债	>=2.00	[1.70, 2.00)	[1.40, 1.70)	[1.10, 1.40)	[1.05, 1.10)	[1.02, 1.05)	[1.00, 1.02)

要素四：调整项

一、调整项的分析结构

本方法使用“偿债环境调整”、“可比性调整”、“绿色因素”、“外部支持”和“其他调整”等调整项依次对企业的初始级别进行调整，调整结果可以累加。

二、调整项要素分析

（一）偿债环境调整

偿债环境调整的原因是评级模型中的偿债环境主要考量的历史数据和历史信息，未来偿债环境的变化会增强或者弱化所涉及企业的信用质量。因此，大公国际将根据当前偿债环境变化对于所涉及企业信用质量实际的影响程度，确定其对最终级别的影响程度。总体上，偿债环境涉及宏观环境、行业环境和区域环境等多个方面。若偿债环境存在多种变化情况，本方法会考察各个变化因素，综合这些因素的影响。

（二）可比性调整

可比性调整的调整原因是由于极少部分企业所具有的特殊因素。这种特殊因素很难通过通用的评级模型予以反映，但会增强或者弱化企业的信用质量。大公国际将根据企业特殊因素对于其自身信用质量实际的影响程度，确定其对最终级别的影响程度。总体上，特殊因素可涉及企业财务政策、对外担保、重大事项、公司治理及管理水平和发展战略规划等多个方面。若企业存在多个特殊因素，本方法会考察企业的各个特殊因素，综合这些因素的影响。

1、财务政策

财务政策主要包括投资政策、筹资政策、财务管理及资金管理政策等。投资方面，大公国际主要关注投资方向、投资规模、投资分布、投资回款以及投资政策是否激进等方面，其中投资方向关注的是投资是否为公司发展战略需求或顺应行业发展趋势的项目投资，是否为股权类投资，投资期限是否为长期或暂时性/短期，其中新建项目一方面会加大投资支出规模，带来资金支出压力，另一方面也会扩大企业融资规模，推升企业负债水平，进一步增加企业偿债压力，同时新建项目未来收益的不确定性会加大企业偿债风险；此外投资分布集中度和投资回款情况也需考虑，若投资周期较长，投资回款周期较长且慢，将加大企业资金占用和现金流压力。

筹资方面，主要关注企业筹资规模、筹资渠道、筹资期限结构、融资成本、融资稳定性，以及与资产结构的匹配程度，进而判断其长短期债务压力；其中筹资渠道主要考虑的是银行融资、非银金融机构融资、上市公司资本市场融资以及债券融资等融资规模和占比情况，筹资稳定性侧重考量的是融资规模、融资来源、融资成本、融资方式是否稳定；同时，筹资过程中需要关注资产抵押、质押情况，包括子公司股权质押、主要资产抵质押规模、质押抵押比率以及受限资产置换等情况，以便考察企业未来是否存在经营情况发生重大变更的风险。

另外在财务及资金管理方面，一是重点考察应收类款项和预付类款项对资金的占用情况，主要关注上游供应商或下游客户经营性往来款和关联方或非关联方非经营性往来款对资金的占用，其中若应收账款账龄较长、坏账较多，则企业可能面临较高回收风险，而非经营性往来款对资金的过量占用也会扩大企业流动性风险或影响企业投资机会；二是关注公司对子公司的资金管理和

调配情况；三是关注财务管理制度执行、合规和风险管理情况，以及财务报表编制专业和规范化等。

2、对外担保

对外担保是指企业为合并报表范围外的公司提供的担保，应重点关注被担保企业行业集中度、地域集中度、关联关系、经营财务状况、现金流、互保情况及信用违约等，较大规模的对外担保和较差资质的被担保企业会增加企业代偿风险，降低企业自身偿债能力，甚至被担保企业拖累，深陷违约泥潭。

3、重大事项调整

重大事项主要包括重大资产剥离、重大资产注入、重大诉讼、重大监管处罚、重大安全事故及其他因素引起的限产或停产等。对于重大资产剥离，重点关注被剥离资产质量、地位以及剥离后对企业经营的影响程度，一般情况下优质资产的剥离会对企业偿债能力造成重大不利影响。重大资产注入主要考虑新注入资产的盈利能力，优质资产的注入有利于提升企业偿债能力。重大诉讼和重大监管处罚除了使企业遭受经济损失外，在一定程度上会影响企业在融资市场的声誉，加大企业信用风险，从而增大企业融资难度。安全事故的发生可能使企业面临处罚、阶段性停产或者长期停产，造成经济损失，大公国际将按照事故大小及影响度进行调整。此外非安全事故因素引起的停产或者限产事项也需关注。

4、公司治理及管理水平

大公国际对公司治理及管理水平主要关注治理结构，管理体制、机制，管理制度、内部控制、管理效率及突发事件应急机制等多个方面，其中治理结构主要考虑现代化企业制度的建立，股东会、董事会和监事会的设置是否齐全、所有者和经营者间制衡和监督机制是否完善、股权结构是否清晰、高层人员变动等；管

理体制、机制，管理制度方面关注其建设是否完善和执行是否有效；内部控制方面重点考虑合规、法律和风险管理等。此外还需关注股东和实际控制人对公司管理和控制能力，公司对旗下子公司管理和控制能力，经营管理层、控股股东及实际控制人的自身风险等，其中母弱子强情况下的公司本部经营水平较弱且对子公司实际管控力不足，公司、子公司、经营管理层、控股股东及实际控制人受到监管处罚、被列入失信被执行人、信用违约、违纪违法等问题需重点关注。

5、发展战略

企业发展战略是指企业为实现设定发展目标而进行的全局性谋划和安排，对企业的运营与信用质量不可或缺。战略分析通过调整项的调整作用，判断企业发展战略能否实现价值增值和获取可持续竞争优势以改善其信用水平。大公国际将从企业战略、业务战略和功能战略三个层次进行战略分析。企业战略分析主要关注：最高管理层是否拥有明晰的战略管理与决策程序；企业战略定位和具体战略决策与行业发展趋势的吻合程度；企业未来扩张计划与资本支出计划及其可行性；业务战略与功能战略对企业战略的支撑程度。业务战略分析主要关注：企业是否有清晰的业务战略；业务战略的类型及其可行性；业务战略与企业战略的匹配程度。功能战略分析包括但不限于以下方面：研发战略，包括研发方向、研发资金投入规模及强度等；技术与设备战略，包括技术水平、设备状况等；采购与营销战略，包括品牌建设、采购与营销渠道的选择与扩展等。

（三）绿色因素

绿色因素指受评主体经营活动所产生的绿色效益和社会效益程度。

在温室效应以及环境污染的背景下，我国针对环保的要求越来越严格，部分企业可能因为无法达到环保要求而被迫停产甚至退出市场。部分企业则通过先进的技术、高效的资本支出、有效的管理管控以及良好的社会责任，在生产和运输环境最大程度上减少对环境的破坏，增加对环境保护的支持。因此，绿色因素越强的企业往往面临的变动风险较小，运营也越稳定，反之亦然。

大公国际将企业的绿色因素纳入到评级标准之中，并根据它们的绿色因素程度以及变动风险大小等方面对企业最终级别产生影响。

（四）外部支持

外部支持一般通过支持机构的支持能力和支持意愿来对评级对象外部支持情况进行综合判断，主要基于评级对象受评主体未来获得支持的可能性及程度进行级别调整。其中，支持能力主要考察支持方为评级对象提供流动性支持、资本支持等，或为其承担债务偿还责任的客观能力；支持意愿主要考察支持方为评级对象提供流动性支持、资本支持等，或为其承担债务偿还责任的主观意愿。例如对于政府支持而言，将主要通过政府信用状况与评级对象信用状况的对比来衡量政府支持能力的强弱；政府支持意愿则重点考察企业对支持方的重要性和关联程度，可通过运营目标与职责、发展规划、评级对象地位、违约影响、经营与财务关联度、过往所获支持等多个角度进行考察。

（五）其他调整

其他可能对企业信用水平或偿债能力产生影响的情况。如企业自身、母公司、重要股东及实际控制人或者经营管理层等出现重大舆情，使得企业在融资市场的声誉提升或受损，以及对外担保形成实际代偿等情况。

三、调整项评级模型

一级指标	二级指标	调整幅度
偿债环境调整	宏观环境	[-0.2, 0.2]
	行业环境	[-0.2, 0.2]
	区域环境	[-0.2, 0.2]
可比性调整	财务政策	[-0.2, 0.1]
	或有负债	[-0.2, 0.0]
	重大事项调整	[-5.0, 1.0]
	公司治理及管理水平	[-0.2, 0.2]
绿色因素	发展战略	[-0.2, 0.2]
	绿色因素	[-0.1, 0.1]
外部支持	股东支持	[0.0, 2.0]
	政府支持	[0.0, 1.0]
	银行授信	[-0.2, 0.2]
其他调整	其他因素	[-5.0, 5.0]

第六部分 评级关键假设

大公国际出版传媒企业信用评级方法和评级模型的建立基于一定关键评级假设，当评级对象不满足假设条件时，评级方法和模型适用性显著下降，模型生成结果将不具参考价值，最终评级结果将直接由评审委员会投票得到。主要假设观点包括：

偿债环境稳定性假设。大公国际对评级对象开展的信用评级分析（包括历史信息分析和前瞻性预测）均建立在评级对象所处的宏观经济环境、国家政治法律环境、制度环境特别是金融制度环境、监管体制等不存在不可预见性变化的基础上，同时假设不会出现对经济环境、政治法律环境、制度环境和评级对象发展产生重大影响的不可抗力因素或不可抗力事件（如自然灾害、战争、重大突发性公共卫生事件等）。

经营稳定性假设。大公国际在分析评级对象财富创造能力时，假设其经营具有可持续性，经营数据和财务数据具有连贯

性，经营历史与未来发展之间存在内在联系，历史数据可作为预测未来经营的基础。同时，假设生产要素的变动具有可预见性或分阶段逐步变动，不存在突发性的业绩暴涨或经营恶化以及未经事前披露的重大突发性评级对象生产要素变更，这些变更包括但不限于突发性的评级对象性质变更、并购重组、债务重组、重大资产变更、重大监管处罚、其他重大负面事件等。

偿债意愿无差异假设。评级对象对其同类债务的清偿意愿相同，对同类债务未设定清偿顺序安排。受评债项受到的保护程度是导致债项级别差异的重要因素，在债务协议无特别约定时依据法定清偿顺序偿还债务。

数据真实性假设。大公国际在进行模型分析时，假设评级对象提供的数据（包括但不限于评级对象编制的数据库、评级对象委托第三方中介机构出具的数据、其他监管认定的专业机构为评级对象出具的数据）均真实、合法、完整、有效，不存在恶意粉饰或伪造，受评对象的财务数据、经营数据被第三方中介机构出具否定意见或被监管处罚、出现财务数据异常时，评级模型将不再适用，大公国际将酌情由评审委员会进行评审决定其级别或列入观察名单。

第七部分 评级方法和模型局限性

大公国际出版传媒企业信用评级方法和模型的建立基于对西方评级理论的深刻研究、对中国债券市场特点的深度剖析和多年国内评级实践经验总结，大公国际主要从偿债环境、财富创造能力、偿债来源与负债平衡三个层次分析评级对象主体及相关债项的信用风险。

大公国际随着经济形势的变化、行业的发展、市场交易行为的多样性发展，将会出现更多信用风险因素点和风险缓释手段，此方法不能穷尽所有未来可能出现风险因素，但大公国际将通过方法的不断完善和更新，尽可能使其能够在每个经济发展时期起到充分揭示信用风险的作用。

评级方法和模型中纳入的因素相对有限，并不能涵盖影响评级对象信用质量的全部因素，仅针对影响各类不同主体普遍性的关键因素进行分析和说明。同时评级模型中指标的选择是基于行业共性特征，不可能包括影响行业内每一个评级对象信用风险的全部指标。对于某些只影响特殊类型评级对象的因素和指标将在评审委员会上会评审过程中予以考虑。

评级模型的定量分析部分基于对评级对象、行业的历史数据和其他公开、合法的数据渠道获得相关数据和信息，在定量分析和数据预测过程中，不可避免的会存在数学模型构建的自然误差和预测误差。

大公国际评级最终结果是在模型分析基础上，由评审委员会上会评议决定，评审委员凭借其丰富的经验对符合评级对象特性的要素进行补充，因此模型分析得出的级别可能存在与最终评级结果不一致的情况。

附件 1 评级模型结果级别映射

信用等级	评级模型结果	定义
AAA	>=5.5	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	[4.00, 5.50)	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	[3.10, 4.00)	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	[2.50, 3.10)	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	[2.00, 2.50)	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	[1.55, 2.00)	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	[1.40, 1.55)	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	[1.25, 1.40)	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	<1.25	不能偿还债务。
注：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。		

附件 2 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$
23. 可变现资产 = $\text{总资产} - \text{在建工程} - \text{开发支出} - \text{商誉} - \text{长期待摊费用} - \text{递延所得税资产}$
24. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出})$

+资本化利息)

25. EBITDA 利息保障倍数(倍) = EBITDA/利息支出 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)

26. 经营性净现金流利息保障倍数(倍) = 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)