



汽车制造企业信用评级方法

评级方法

版本号:

评级方法: PF-QCZZ-2021-V.4

评级模型: PM-QCZZ-2021

发布日期

2021/11/22

联系方式

联系电话: 010-67413300

邮箱: criteria@dagongcredit.com

前言

《汽车制造企业信用评级方法》(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,评判汽车制造企业总体债务偿付能力及偿债意愿的一般方法,适用于国内汽车制造企业。

相较2020年4月发布的《汽车制造企业信用评级方法》,本次调整主要依据新修订的《大公国际信用评级方法总论》(版本号PF-FFL-2021-V.2.2)修改了部分措辞,大幅降低定性指标的数量和权重,并对指标阈值和调整项进行了优化改进,以提高区分度。

本方法形成的是评判汽车制造企业债务偿付能力的一般性方法,并未涵盖汽车制造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,本方法仅仅是对汽车制造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2020年4月发布的《汽车制造企业信用评级方法》(版本号:PF-QCZZ-2020-V.3.1)自本方法执行之日起废止。

目录

第一部分 本方法的评级逻辑.....	3
第二部分 汽车制造行业信用风险特征.....	4
第三部分 评级方法及评级模型.....	7
要素一：偿债环境.....	7
要素二：财富创造能力.....	9
一、财富创造能力评级体系.....	9
二、财富创造能力指标分析.....	10
（一）营运能力.....	10
（二）规模.....	12
（三）盈利能力.....	12
三、财富创造能力评级模型.....	14
要素三：偿债来源与负债平衡.....	15
一、偿债来源与负债平衡评级体系.....	15
二、偿债来源与负债平衡要素分析.....	15
（一）债务状况.....	15
（二）偿债来源对债务的保障程度.....	16
三、偿债来源与负债平衡评级模型.....	18
第四部分 调整项分析.....	19
一、调整项的分析结构.....	19
二、调整项要素分析.....	19
三、调整项评级模型.....	22
第五部分 评级关键假设.....	23
第六部分 评级方法和模型局限性.....	24
附件 1 评级模型结果级别映射.....	26
附件 2 各项指标的计算公式.....	27

第一部分 本方法的评级逻辑

本方法的信用评级逻辑依照评级目标展开，依次对偿债环境、财富创造能力、偿债来源与负债平衡进行分析，再通过调整项调整，得到主体级别。评级逻辑和级别确定流程概述如下：

第一步，偿债环境通过财富创造能力影响偿债能力和偿债意愿，是不可抗力的外部因素，在评级方法中处于顶层分析位置。

第二步，财富创造能力反映了债务人盈利能力，对偿债来源与负债平衡起决定性作用，处于评级方法核心分析位置。

第三步，偿债来源与负债平衡以财富创造能力分析结论为基础，通过分析债务状况、偿债来源对债务的保障程度，在评级方法中处于基础分析位置。

第四步，在对偿债环境、财富创造能力、偿债来源与负债平衡分析的基础上，根据汽车制造企业经营特点，设计调整项，得到主体级别。

第五步，通过信用评审委员会，以投票形式获得评级对象的最终级别。

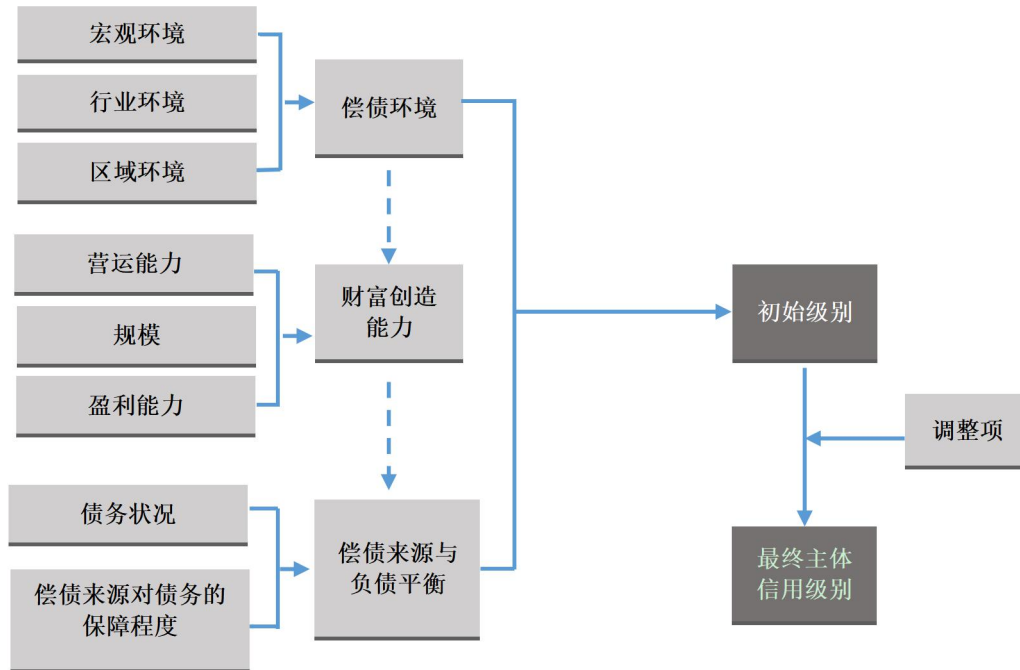


图 1 汽车制造企业信用评级逻辑

第二部分 汽车制造行业信用风险特征

汽车制造行业是指以汽车的设计、研发、制造、销售及售后服务为主的行业。

汽车制造行业是重要的中游制造行业，属于资本密集型和技术密集型行业，行业集中度相对较高，在各个细分的整车制造行业里面均呈现垄断竞争格局。汽车制造行业企业多进行纵向一体化生产，区别主要在于产品端，即轿车、SUV、客车等细分产品的不同。

汽车制造行业上游对接零部件、钢铁、橡胶原料企业及生产设备制造业等，中游为汽车整车制造，利润来源为汽车销售，主

要包括车展、4S店等直销模式，汽车交易市场、渠道分销等分销模式，并辅以电子商务平台。汽车制造企业的下游则对接需求端，主要包括矿山开采、公路交通运输、特种用途车辆等的需求，企事业单位商务和个人家庭用车需求以及汽车维修、服务等延伸需求。

大公国际从进入壁垒、替代风险、上下游关系、行业内部竞争和宏观经济敏感性五个方面分析，认为汽车制造行业风险特征为：

1、资本、技术密集型行业，进入壁垒较高

汽车制造业是资本密集型产业并涉及机械和电子等高端科技的研发和应用，形成了较高的行业门槛。一方面，汽车制造业为寡头垄断的资本密集型产业，技术设备多、资本投入量大、资金周转较慢、投资效果也较慢。这对潜在进入者形成较高的资本门槛。另一方面，汽车制造业为技术密集型产业，需用复杂先进的科学技术实现生产服务，技术壁垒较高。随着智能互联网技术和新能源技术的逐步普及，汽车行业也在不断加快转型，向新能源、互联网、智能化等关键技术领域突破，打破原有的汽车制造企业竞争格局，既为潜在进入者提供新的契机也对其提出更高的技术创新和理念创新要求。因此，相比其他行业，汽车制造行业的进入壁垒较高。

2、行业替代风险小

行业整体需求大幅下降或者消失是导致一个行业系统性信用风险点重要因素，并直接影响行业内大部分企业的信用评级。汽车作为中长距离运输工具的主要承担者，暂时还没有其他产品可以完全替代，汽车制造企业被替代的风险很低。

3、成本控制难度较高

由于汽车整车制造企业对零部件的采购具有集中性特点。因此，其在与其上游企业零部件制造企业议价时处在强势地位。随着近几年中国汽车市场增速持续放缓，市场空间走向萎缩，整个市场包括外资、合资、自主企业展开全方位竞逐。行业内竞争较为激烈，更新换代速度快。综合来看，汽车整车制造企业对上游的议价能力较强，与下游消费者议价能力有限。

4、行业内部竞争激烈

随着国内汽车制造业研发技术的提高和生产能力的提升，新产品上市频率加快，品牌众多导致汽车制造行业内部竞争激烈。汽车制造行业的内部竞争压力主要来自两个方面，一是国际市场的竞争，二是新技术变革和政策的导向对传统汽车制造企业带来的竞争压力。

国际市场竞争方面，我国自主品牌实力还比较弱，面对外资的逐步开放，外资产品不断进入国内市场，国内汽车制造企业面临较大的国际竞争压力。

新技术变革方面，在新能源运用及无人驾驶等全新技术的革新背景下汽车制造企业竞争激烈，对传统汽车制造企业形成挤压，形成同业竞争风险。“十四五”时期，在绿色低碳的政策指引以及在网联化与智能化的趋势下，汽车工业将随着国家环保节能产业政策的调整和智能化发展而发生深刻的变革与转折，以传统能源为主要产品的汽车制造企业将会向着以新能源为主要产品方向发展。对于传统汽车制造企业造成一定的研发创新压力。

5、宏观经济敏感性较高

汽车产业商业周期短，车型更新换代迅速，研发技术更新较快，属于资金密集型产业，易受宏观经济波动影响。汽车行业需求主要取决于宏观经济及相关行业的发展。当宏观经济处于经济

周期的繁荣时期，汽车的相关行业如工业、运输业对整车需求呈增长态势，个人消费需求也较为旺盛，从而汽车行业的盈利状况显著好转。从消费档次来看，低端汽车制造企业客户群体更容易受经济波动影响，需求变化较大；高端汽车制造企业由于客户群体比较稳定，需求变化不大，受经济周期性波动影响较弱。随着宏观经济运行进入调整期或相关产业进入衰退期，市场需求下降，同时伴随繁荣期投资过旺导致汽车行业出现产能过剩，供求失衡，行业利润水平将大幅下降（甚至亏损），形成行业性风险。

第三部分 评级方法及评级模型

根据上述行业信用风险特征，大公国际确定了衡量汽车制造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，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

偿债环境是指通过影响财富创造能力影响评级对象偿债来源和偿债能力的具有不可抗力性的外部因素，包括宏观环境、行业环境和区域环境，是评级分析的基础背景。

一、宏观环境

每个评级对象都处于一定的宏观环境之中，一个国家或地区政治环境、政策环境和宏观经济及其稳定性对每个行业和评级对象造成程度不一的影响。

其中，政治环境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。政策环境是企业外部经营环境的一个重要方面，具体包括战略规划、货币政策、财政政策、金融政策、信用政策、产业政策和其他相关政策法规等。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。

二、行业环境

汽车制造业为我国国民经济发展的支柱产业之一，具有产业链长、关联度高、就业面广、消费拉动大等特性，且行业集中度很高，行业政策的调整基本上代表了国家产业结构调整和产业升级的动向。汽车制造企业政策敏感性较强，其发展趋势和盈利水平受大气环保、新能源补贴政策等影响较大。大公国际对行业政策环境的分析主要关注：（1）准入管理制度、外商投资制度以及新能源补贴等对汽车制造行业产业结构、产业布局、产业技术和产业组织的调整；（2）税收、大气治理等政策对汽车制造企业产销量的影响；（3）上下游行业的政策变动以及对汽车制造企业的影响等。

行业景气度反映一定时期内行业发展情况。汽车制造行业作为周期行业，是国民经济的重要组成部分，行业周期受宏观经济形式影响较大。当宏观经济向好，汽车产业受消费带动，增长较快；当宏观经济下行，汽车消费放缓，导致汽车产业发展减缓，

虽然周期性影响有一定的滞后，但汽车行业趋势基本与宏观经济一致。

三、区域环境

区域环境主要包括：企业所处销售半径的地区经济发达程度、区域内的产业聚集情况影响、区域运输条件以及产业政策制定的情况。经济发达地区一般对产品需求较大。大公国际选取地区GDP占全国的比重、地区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。具有显著产业聚集情况的区域一般可使当地企业形成产销一体化，上下游可实现相互补给。此外，不同地区对某一产业的支持力度也有所区别，因此大公国际还关注区域内产业政策及融资环境对企业发展是否有利。

由于所有中国境内的汽车制造企业均处于同一宏观环境和行业环境下，且区域环境因素对汽车制造企业的影响主要在财富创造能力中体现，因此为保证评级分区度，对于主要在中国境内开展业务的汽车制造企业，评级模型中不再设置偿债环境相关指标。

要素二：财富创造能力

财富创造能力是指企业可持续经营能力和长期盈利能力，它是偿债来源的源泉和基石。大公国际主要从营运能力、规模以及盈利能力三方面来衡量汽车制造企业的财富创造能力。

一、财富创造能力评级体系

财富创造能力从营运能力、规模以及盈利能力三个方面综合分析汽车制造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 1 财富创造能力指标体系

二级指标	三级指标
营运能力	细分市场占有率
	存货周转天数
	研发费用/收入
规模	总资产
	营业收入
盈利能力	毛利率
	EBITDA 利润率
	总资产报酬率
	扣非净利润

二、财富创造能力指标分析

（一）营运能力

营运能力是指受评企业产品或服务占有市场的能力及营运质量和效率，大公国际主要从细分市场占有率、存货周转效率和研发投入三个方面对汽车制造企业营运能力进行分析。

汽车制造企业一般是以销定产，企业的竞争力是在竞争环境中表现出来的，企业竞争力的强弱直接表现在产品的市场占有率上。当汽车制造企业的产品更具有竞争优势时，市场对该产品的接受程度会大大提升，产品销量扩大。在市场需求一定的情况下，市场占有率高的企业拥有更多的市场份额，市场地位更加稳固，自身竞争力增强，同时，对其他车企形成较强的外部竞争压力。当市场占有率低时，其生产的产品市场份额较小，更容易被市场份额大的汽车产品影响和替代，地位较不稳固，同时，难以形成对其他车企的竞争压力。当然也要考虑市场容量问题，市场容量方面主要是考察企业产品的市场规模和饱和程度。汽车按照用途大致可以分为商用车和乘用车两大领域，商用车包括轻卡、中重卡、轻客和大中客等不同种类，乘用车也可分为轿车、SUV、MPV

和交叉型乘用车，每个产品的细分市场容量不同，因此具体产品需要考察不同行业的产品容量。

汽车制造企业存货主要为在产品、发出产品和库存产品，往往占用资金较大。存货周转天数可以反映汽车制造企业对存货的管理水平以及变现能力，同时也反应市场对产品的反应。一般而言，因为汽车属于重资产，占用资金很多，因此汽车制造企业为了加快资金周转都会尽量压缩库存，提高存货周转效率。

汽车制造企业研发水平及其设备先进性是企业保持产品及服务品质竞争优势的决定性因素。汽车制造业是技术密集和知识密集型产业，产品更新换代速度较快，对企业技术水平及设备水平有较高的要求，其研发水平及设备先进性是企业保持其产品及服务质量竞争力的重要因素。首先，汽车制造企业高研发支出带来的技术创新将形成其下游客户制造较高转换成本，使其产品或服务在某个区域或行业中具有一定垄断性，争取到稳定的客户群。其次，企业水平越高、设备越先进，其产品及服务的质量稳定性往往能得到更好的保障，帮助企业以质量优势占领更多市场。最后，汽车制造业产品较快的更新换代速率要求企业投入较高的研发资金、拥有更先进的设备，以此贴近消费者需求，创造异质性显著的产品，在激烈的同业竞争中保持其竞争力的持续性。因此，通常来说，企业水平越高，设备越先进，企业产品质量越高、异质性越强、能更明确市场需求信息且满足多样化的市场需求；反之，汽车制造企业质量不稳定、易陷入价格竞争、适应市场能力弱，企业竞争力较低。因此将研发费用/收入作为一个指标可以在一定程度上反应企业的维持其竞争性的能力。

（二）规模

大公认为，汽车制造企业作为资本密集性行业，其自身规模是评级时应考虑的重要因素之一。一般而言，规模越大说明企业的综合实力越强，相应的其市场地位越高，竞争优势也越显著。在目前行业竞争日趋激烈、行业集中度持续提升的背景下，处于不同规模梯级的企业业绩分化将更加显著，具有较大规模、较强竞争地位的汽车制造企业抗风险能力更强，而规模较小的企业很可能成为收并购对象。

大公国际对规模的分析主要考察总资产和营业收入。总资产是企业拥有或控制的、能够带来经济利益的全部资产，是反映企业规模最直观的财务指标。

收入在一定程度上反映了其销售能力以及竞争能力。虽然收入规模并不直接反映公司对于债务的覆盖能力，但相较于小型企业而言，大企业经历了中小型企业发展所需要经历的问题，对于抵御周期风险的能力和经验的经验往往更强，在与同类企业的竞争中更具优势。另一方面，企业的收入水平往往与行业周期同向变动，在行业周期下行时，竞争力较强的企业往往通过提高销量等方式来维持收入水平，以保障自身的现金持有水平以及对债务的覆盖。同理，在行业周期上行时，企业的竞争力也会表现为收入规模的快速增长。

（三）盈利能力

盈利能力是指汽车制造企业在主营业务方面的获利能力及未来走势。大公国际对汽车制造企业盈利能力的分析主要从成本和利润展开。

成本是企业竞争力的重要体现。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。大公国际对成本的分析，主要考察毛利率。毛利率是毛利润与主营业务收入的比值，其中毛利润为主营业务收入与主营业务成本的差值。该指标排除了资产减值成本对衡量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。汽车制造业作为具有寡头垄断竞争性质的、产品同质性较强的行业，成本是其竞争力最为重要的体现。在产品品质一致的情况下，企业成本越低，用户价值实现程度就越高，企业盈利能力也就越高。

利润是汽车制造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。

为了加强不同行业可比性，本方法选取 EBITDA 利润率、总资产报酬率和净利润反映企业运用全部资产创造收益的能力。

其中，EBITDA 利润率是汽车制造企业息税、折旧、摊销前利润与收入的比值。该指标能够较好地避免受评汽车制造企业与其他可比公司之间因债务杠杆、折旧及摊销会计假设差异引起的盈利差异，以便实现汽车制造企业盈利能力的可比性。

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，净利润是企业经营的最终成果，其规模越大，说明企业的经营效益越好。长期稳定的利润水平亦是其偿债能力的决定性因素。

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)	1
财富创造能力 (68%)	营运能力 (18%)	细分市场占有率 (%)	≥20	(20, 10]	(8, 10]	(5, 8]	(3, 5]	(1, 3]	(0, 1]	0
		存货周转天数	≤20	(20, 40]	(40, 60]	(60, 80]	(80, 100]	(100, 120]	(120, 140]	>140
		研发费用/收入 (%)	≥6	(6, 5]	(5, 4]	(4, 2.5]	(2.5, 1]	(1, 0.5]	(0.5, 0)	0
	规模 (25%)	总资产 (亿元)	≥1000	[700, 100)	[500, 700)	[300, 500)	[200, 300)	[100, 200)	[50, 100)	<50
		营业收入 (亿元)	≥1000	[500, 1000)	[300, 500)	[150, 300)	[80, 150)	[20, 80)	[5, 20)	<5
	盈利能力 (25%)	毛利率 (%)	≥25	[20, 25)	[15, 20)	[10, 15)	[5, 10)	[3, 5)	[0, 3)	<0
		EBITDA 利润率 (%)	≥20	[15, 20)	[10, 15)	[6, 10)	[4, 6)	[2, 4)	[0, 2)	<0
		总资产报酬率 (%)	≥6	[5, 6)	[4, 5)	[3, 4)	[2, 3)	[1, 2)	[0, 1)	<0
		净利润 (亿元)	≥50	[30, 50)	[15, 30)	[5, 15)	[3, 5)	[1, 3)	[0, 1)	<0

要素三：偿债来源与负债平衡

偿债来源与负债平衡以财富创造能力分析结论为基础，通过分析债务状况、偿债来源对债务的保障程度，为分析偿债能力和偿债意愿做好准备，在评级方法中处于基础分析位置。

一、偿债来源与负债平衡评级体系

根据汽车制造企业生产经营及投融资活动，大公国际通过分析企业的债务状况以及偿债来源对债务偿还的保障程度来衡量偿债来源与负债平衡情况。偿债来源与负债平衡评级指标体系如下：

表 2 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	债务资本比率
	短期有息债务/总有息债务
偿债来源对债务的保障程度	总来源与安全偿债来源平衡
	EBITDA 利息保障倍数
	总有息债务/EBITDA
	经营性净现金流/流动负债
	可变现资产/总负债

二、偿债来源与负债平衡要素分析

（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，结构分析主要为长短期债务配比和期限结构情况等。

大公国际选取债务资本比率作为衡量企业债务规模的关键指标，它既反映了企业长期偿债能力，同时也反映了企业的资本结构和企业利用外借资金的程度。

债务期限结构不合理会造成企业集中偿付压力过大，而期限结构不合理往往表现为短期有息债务占比过高，因此大公国际选取短期有息债务/总有息债务作为衡量债务期限结构的关键指标。

（二）偿债来源对债务的保障程度

偿债来源对债务的保障程度主要考察汽车制造企业盈利、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。

其中，盈利是企业偿还债务以及获取其他偿债来源的基础，此部分建立在上文对企业盈利能力的分析基础上，重点考察息税折旧摊销前利润（EBITDA）等对债务及其利息的覆盖程度等。主要的衡量指标为 EBITDA 利息保障倍数以及总有息债务/EBITDA。

现金流是指企业经营活动中产生的可自由使用的现金流，大公国际重点分析现金流量规模、稳定性及其对到期债务的覆盖能力。通常选取的指标为经营性净现金流/流动负债，用以衡量企业偿还短期债务能力。

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企业自身通过经营所获取的现金等偿债来源偏弱。大公国际会主要考察债务收入的多样性、稳定性和企业对市场敏感性相对较弱的债务收入来源的依赖程度等。如果其依赖程度偏高，则较易受到融资环境变化的影响。大公国际通过总来源/安全偿债来源来衡量企业对债务收入的依赖程度。其中，总来源是指企业可获得的各类偿债来源总和，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；安全偿债来源指企业可自由支配的偿债来源，包括经营性净现金流和期初非受限货币资

金等。总来源对安全偿债来源的覆盖越大，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。

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或非经营性机构）对企业的资金支持，如政府补贴等。

当上述偿债来源不足以偿还时点债务时，评级对象可能将资产变现为现金作为偿债来源。为此，大公国际重点考察资产规模及其质量，主要包括资产结构、资产的变现能力、资产的利用效率等几个方面，并重点考察可变现资产/总负债这一指标。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。

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)	1
偿债来源与 负债平衡 (32%)	债务状况 (7%)	短期有息债务/总 有息债务 (%)	≤30	(30, 40]	(40, 50]	(50, 60]	(60, 70]	(70, 80]	(80, 90]	(90, 100]
		债务资本比率 (%)	≤40	(40, 45]	(45, 50]	(50, 55]	(55, 60]	(60, 65]	(65, 70]	>70
	偿债来源 对债务的 保障程度 (25%)	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]	>15
		经营性净现金流/ 流动负债 (%)	≥40	[30, 40)	[20, 30)	[10, 20)	[5, 10)	[2.5, 5)	[0, 2.5)	<0.00
		EBITDA 利息保障 倍数	≥8	[5, 8)	[3.5, 5)	[2.5, 3.5)	[1.0, 2.5)	[0.5, 1.0)	[0, 0.5)	<0.00
		总 有 息 债 务 /EBITDA	≤2.00	(2.00, 4.00]	(4.00, 6.00]	(6.00, 8.00]	(8.00, 10.00]	(10.00, 12.00]	(12.00, 14.00]	>14
		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)	<1.00

第四部分 调整项分析

一、调整项的分析结构

本方法使用“可比性调整”和“外部支持”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）可比性调整

可比性调整的调整原因是由于较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，特殊因素涉及企业财务政策、信息质量、公司治理及管理水平、对外担保、流动性等多个方面，这些因素无法完全归纳总结，具有代表性的例子包括以下几个方面：

1、财务政策方面：一是关注子强母弱情况，若公司主要业务集中在上市子公司，本部或非上市板块盈利能力较弱，债务压力较大，则母公司偿债风险便会提升；二是关注其他应收款资金占用情况，主要关注其他应收款中非经营性往来资金的占用，其中若账龄较长、坏账较多或欠款方存在信用风险，则企业可能面临较高回收风险；三是关注资产受限情况，若资产受限程度较大，主要可抵质押资产或股权均已被抵质押，将对公司再融资能力造成影响；四是关注公司利润表结构的稳定性，若公司利润主要依赖公允价值变动收益，则说明主业盈利能力较弱。

2、信息质量主要关注：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。信息质量包括：会

计师事务所是否对审计报告出具保留意见、无法表示意见甚至否定意见，以及公司信息披露是否准确、及时、完整、一致等，会计政策是否存在较多与同行业内企业不一致的情况。

3、公司治理及管理水平方面，主要关注：股权结构是否清晰、所有者和经营者间制衡和监督机制是否完善、公司管理是否能按照所制定的制度规范操作、高层人员变动是否频繁并对导致公司治理出现风险。此外，还需关注重要经营管理层、控股股东及实际控制人的自身风险，如：因犯罪被立案调查、处分、撤职等并导致公司治理出现风险。

4、或有负债主要是指对外担保，即企业为合并报表范围外的公司提供的担保。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。

5、流动性主要关注企业流动性资金是否充足，是否能够满足日常生产经营所需。若公司出现流动性紧张情况，如在金融机构借款发生逾期、展期、欠息，即将到期债务的偿付来源不确定等情况，说明企业已初步暴露信用风险。

6、外部融资能力主要关注公司授信和融资成本变化情况。若公司授信显著下降或者公司融资成本显著提高，均会对公司债务收入这一偿债来源产生不利影响。

7、绿色因素指评级对象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，而重大环保事故的发生或者重大环保处罚亦将

对企业生产经营造成明显不利影响，甚至面临停产。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。

8、偶发重大事件主要包括：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。

9、除上述以外的其他因素等。

（二）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。外部支持包括股东支持、政府支持和其他支持三方面。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。

三、调整项评级模型

一级指标	二级指标	调整幅度
可比性调整	财务政策	[-0.5, 0.0]
	信息质量	[-1.0, 0.0]
	公司治理及管理水平	[-0.2, 0.0]
	或有负债	[-1.0, 0.0]
	流动性	[-5.0, 0.0]
	绿色因素	[-0.1, 0.1]
	外部融资能力	[-0.2, 0.0]
	偶发重大事件	按照事项程度或测算值加减分
	其他因素	按照事项程度或测算值加减分
外部支持	股东支持	[0.0, 1.0]
	政府支持	[0.0, 1.0]

第五部分 评级关键假设

大公国际汽车制造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、违约、破产重整以及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的数据、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投票决定其级别或列入观察名单。

第六部分 评级方法和模型局限性

大公国际汽车制造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 - 营业成本 / 营业收入) × 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 (%) = EBITDA / 营业收入 × 100%
5. 总资产报酬率 (%) = EBIT / 年末资产总额 × 100%
6. 净资产收益率 (%) = 净利润 / 年末净资产 × 100%
7. 现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
8. 资产负债率 (%) = 负债总额 / 资产总额 × 100%
9. 债务资本比率 (%) = 总有息债务 / (总有息债务 + 所有者权益) × 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 (%) = 担保余额 / 所有者权益 × 100%
14. 经营性净现金流 / 流动负债 (%) = 经营性现金流量净额 / [(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] × 100%
15. 经营性净现金流 / 总负债 (%) = 经营性现金流量净额 / [(期初负债总额 + 期末负债总额) / 2] × 100%
16. 存货周转天数 = 360 / (营业成本 / 年初末平均存货)
17. 应收账款周转天数 = 360 / (营业收入 / 年初末平均应收账款)
18. 流动比率 = 流动资产 / 流动负债
19. 速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债
20. 保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债
21. 现金比率 (%) = (货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 × 100%
22. 可变现资产 = 总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
23. EBIT 利息保障倍数 (倍) = EBIT / 利息支出 = EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)

24. 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）
25. 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）