



大公国际信用评级方法总论

评级方法

版本号：
PF-FFL-2020-V.2.1
发布日期：
2020/04/07

联系方式

联系电话：010-67413300
邮箱：criteria@dagongcredit.com

前言

《大公国际信用评级方法总论》（以下简称“本方法论”）是在充分考虑国情和经济发展的现实情况，遵循信用评级的国际惯例，通过定量分析与定性分析、静态分析与动态分析相结合的方式，对评级对象信用风险进行综合评价后确定其信用等级的方法和体系。

本方法论是对一般非金融企业债务偿付能力及意愿的基础性评价标准，具体行业信用风险的衡量由相关行业评级方法进行规范。

由于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，本方法论也将随之进行不定期更新。

此外，本方法论仅仅是对一般非金融企业信用质量的评价，未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，不构成对某种决策的结论、建议。

本方法论基于对2019年8月1日发布的《大公资信信用评级方法总论》（版本号为PF-FFL-2019-V.2）修订，经公司技术委员会审议通过，自发布之日起执行并代替原版本文件。

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 本方法论评级要素分析.....	5
要素一：偿债环境.....	5
（一）宏观环境.....	5
（二）行业环境.....	6
（三）区域环境.....	7
要素二：财富创造能力	7
（一）产品与服务竞争力.....	7
（二）盈利能力.....	9
要素三：偿债来源与负债平衡	10
（一）债务状况.....	10
（二）流动性偿债来源与负债平衡.....	10
（三）清偿性偿债来源与负债平衡.....	11
要素四：调整项.....	12
第五部分 评级关键假设.....	15
第六部分 评级方法和模型局限性.....	16

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。

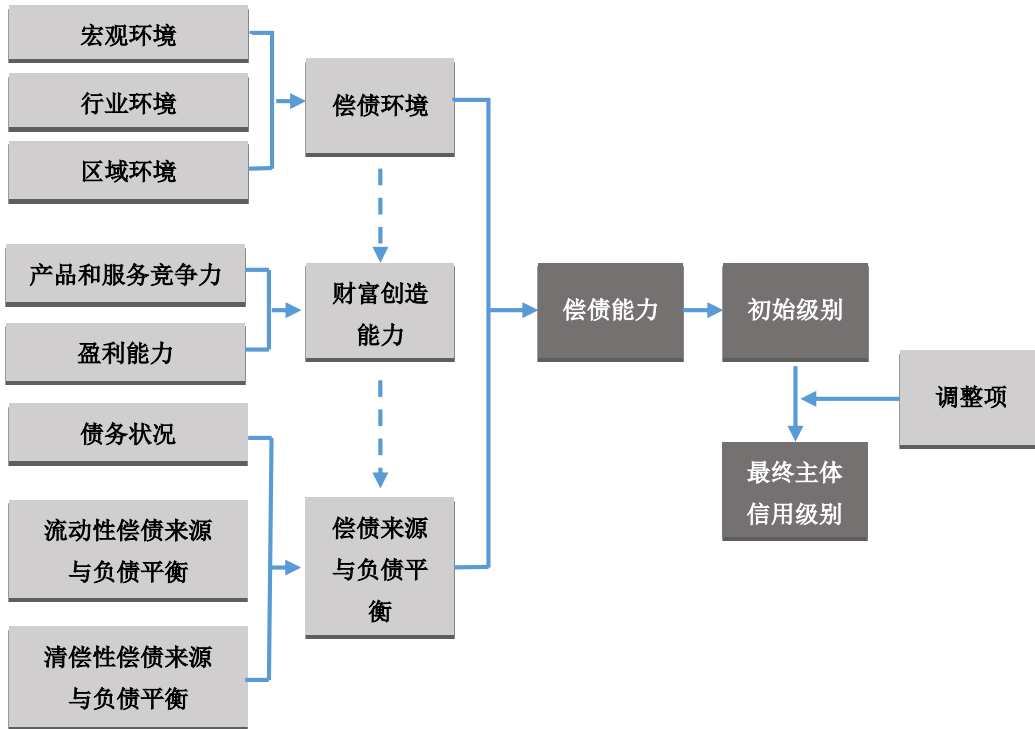
第三部分 本方法论评级框架

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 本方法论评级要素分析

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，为分析财富创造能力做好准备。

（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生态、信用生态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。

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，是第一信用风险

要素，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。

（二）行业环境

行业环境的考察不仅可以衡量行业整体信用风险情况，亦有利于提升评级结果的行业可比性。在进行具体分析之前，首先要根据评级对象生产的产品结构和收入来源情况，对评级对象从属的行业进行界定，然后根据不同行业的信用评级方法展开评级。具体行业定义以大公国际披露的各行业评级方法为准。

大公国际对行业环境的分析主要针对各个行业的固有风险，通过识别影响整个行业信用水平的关键系统性风险要素，分析每个风险要素对信用风险的特有影响路径和机理。大公国际对行业固有风险重点关注该行业在现有的国情和经济运行环境下表现出的特殊性风险，反映行业整体的长期趋势，是行业环境考察的基础因素。主要通过行业周期性、行业内企业竞争状况、行业进入和退出壁垒情况、议价能力、替代风险等方面进行考察。

对于业务涉及多个行业的评级对象，大公国际将通过计算行业环境的加权平均结果衡量其综合影响，权重会参考分属不同行

业的业务在固定资产、收入、利润，或其他适用的财务数据方面的占比情况。

（三）区域环境

区域环境主要考察区域经济，并根据行业和评级对象情况，兼顾地方财政、行业在地区中的发展情况和监管政策等因素。

区域经济主要包括评级对象所处销售半径的地区经济规模和发展水平、经济绩效、经济稳定性和增长潜力。一般而言，区域经济将通过产品和服务需求影响评级对象的信用风险，尤其是周期性和区域性特征明显的行业，例如地方电力企业经营表现较大程度依赖当地的经济发达程度和用电需求量。具体地，大公国际将选取地区国内生产总值与地区人均国内生产总值分别反映经济规模与经济发展水平，还将考虑区域国内生产总值实际增长率、通货膨胀率以评估经济绩效，并通过考察经济结构等方面衡量经济稳定性和发展潜力。

此外，行业监管政策在行业准入、融资环境、环保等方面存在地区差异的可能，因此需要在区域环境部分对相关政策对区域内评级对象信用风险可能产生的影响及其程度进行评估。

要素二：财富创造能力

财富创造能力是指评级对象长期盈利能力，它是通过对偿债来源起决定性作用进而影响偿债能力，为分析偿债来源做好准备。大公国际对财富创造能力的考察主要从产品和服务竞争力、盈利能力两个方面进行考察。

（一）产品与服务竞争力

产品与服务竞争力是指评级对象产品或服务占有市场的能力，通过分析那些可能对评级对象未来产生现金能力具有决定作用的要素，以此判断信用风险的大小以及未来变动趋势。本部分

分析的内容包括但不限于：评级对象主要存在的竞争优势，尤其是关键竞争因素，以及评级对象竞争优势的来源、连续性和稳定性。

分析产品和服务竞争力时主要考察市场地位、经营多样性、成本控制能力、销售能力、销售区域多样性、研发和技术实力等，部分行业还会考察其产业链延伸情况、环保和节能情况等。以上几个方面都将对评级对象的盈利能力与偿债来源产生影响，大公国际特别重视受评对象在同行业中所处位置，尤其是当外部环境出现不利变化时，是否仍能获取充足的现金以面对可能的价格竞争和新产品的挑战。

表 1 产品和服务竞争力考察因素

类别	具体考察因素
市场地位	评级对象规模（根据行业情况，包括资产、收入等财务指标，以及衡量资源储备、产能、产量、销售等方面的经营指标）、评级对象整体和主要业务的市场份额及其稳定性和趋势、评级对象整体和主要业务的排名、评级对象声誉等
经营多样性	业务线数量、分布和业务线间的相关性，产品种类和结构
成本控制能力	原材料供应情况、原材料自给能力、上游价格控制能力、生产流程和设备先进程度、运输能力和成本
销售能力	客户类型和分布情况、合同类型及其稳定性、销售渠道多样性评级对象对销售渠道的控制能力、下游价格控制能力
销售区域多样性	销售区域分布，结合各区域的市场规模
研发和技术实力	研发和技术投入、相关人员素质和储备、技术水平、研发成果转化情况、技术成果和奖项（如自主知识产权、技术专利、行业技术专业奖项等）、获得的经营资质等
产业链延伸情况	延伸程度、协同效应情况
环保和节能情况	环保和节能相关投入情况、污染和能耗情况、相关设备和技术的先进程度（根据行业情况，可包含）等

各行业依据自身信用风险特征选取适用方面进行考察，不同行业在同一方面的具体考察因素上或存在差异，具体衡量方法详见相关行业评级方法。

对于业务涉及多个行业的评级对象，各业务的产品和服务竞

争力情况按照所属行业的评级方法进行考察，大公国际将通过计算加权平均结果衡量其综合影响，权重的选取和计算与上文行业环境部分保持一致。

（二）盈利能力

盈利能力是指评级对象经营活动中的获利能力及其稳定性，是财富创造能力的基石，决定了评级对象可持续经营能力的强弱。较强的盈利能力及其稳定性是评级对象获得足够的现金以偿还到期债务的关键因素。持续和稳定的收益往往能够反映评级对象良好的管理素质和开拓市场的能力，同时增强了评级对象在资本市场上再融资的能力，提高财务灵活性。较高的财务灵活性和资产流动性又能强化评级对象的竞争优势。

大公国际对评级对象盈利能力的分析通常包括：

1. 收入的结构，这是产品多元化、销售多区域化和经营多样化的财务表现；
2. 成本结构和控制能力，包括销售毛利率、成本费用利润率等。具有低成本优势的受评主体将拥有高于竞争对手的盈利水平，并拥有一定的降价空间以获取更高的市场占有率，而且在市场价格发生不利波动时，其承受能力也更强；
3. 盈利的结构，包括营业利润、投资收益、利润总额和净利润的比例；
4. 盈利的持续性与稳定性，包括营业利润的增长率与波动率；
5. 盈利水平，包括总资产报酬率、净资产收益率。

总之，大公国际对盈利能力的分析，不仅要考察评级对象目前的盈利水平，更重要的是要对盈利的来源、构成及其稳定性，特别是价格的形成基础和成本构成进行深入分析，从而对影响评级对象未来盈利能力的主要因素及其变化趋势作出判断。

要素三：偿债来源与负债平衡

偿债来源是指评级对象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。评级对象的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。其中，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等债务链不同时间点上可用于偿付债务的资金来源；清偿性偿债来源，主要指可用于变现为现金的资产，用以弥补评级对象流动性偿债来源不足。在满足相同偿付需求时，上述偿债来源受各自产生方式和能力的影响，其安全性和对偿付需求的支持程度存在差异，因此大公国际通过衡量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的强弱。

（一）债务状况

债务状况分析包括规模和结构分析，规模分析关注评级对象债务负担和变动情况，结构分析包括期限结构、融资方式结构、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，主要考察或有负债相对净资产的占比情况，或有负债形成实际偿付义务的可能性以及或有负债期限结构对债务结构的影响等。

（二）流动性偿债来源与负债平衡

流动性偿债来源指评级对象债务链每一时点可用于偿付债务的偿债来源，流动性偿债来源与负债平衡主要考察盈利、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。

盈利是评级对象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，是评级对象偿还债务以及获取其他偿债来源的基础，是评级对象财富创造能力的集中体现。此部分建立在上文

对评级对象盈利能力的分析基础之上，重点考察净利润以及息税折旧摊销前利润（EBITDA）比债务等指标。

现金流是评级对象经营活动中产生的可自由使用的现金流，是评级对象最为直接的偿债来源，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活动净现金流/到期债务等。

债务收入是评级对象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评级对象盈利能力、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前文已介绍的偿债来源偏弱。本方法论主要考察债务收入的多样性、稳定性和评级对象对市场敏感性相对较弱的债务收入来源的依赖程度等。

外部资金支持是债务人以外的政府机构、股东和其他外部机构对评级对象的资金支持，如政府补贴等，也是评级对象可以获得的偿债来源之一，主要通过历史记录进行考察。

需要说明的是，当评级对象更多地依赖债务收入、外部资金支持等安全性较差且自身难以完全控制的偿债来源来满足偿付需求时，即使能够偿还债务，也应注意到由此暴露出的偿债来源整体抗风险能力较弱的问题。

（三）清偿性偿债来源与负债平衡

清偿性偿债来源是指评级对象在流动性偿债来源不足以偿还时点债务时，评级对象资产变现为现金用以偿债的来源，清偿性偿债来源与负债平衡主要考察评级对象资产结构以及质量和对债务的覆盖能力。大公国际重点考察资产质量，主要包括资产结构、资产的变现能力、资产的利用效率三个方面，此外还将通过可变现资产比负债衡量清偿性来源对负债的保障程度。

另外，部分金融机构还应关注资本情况，资本越充足，损失吸收能力越强，债权人对公司越有信心，从而保证其顺利进行市场融资。大公国际重点考察资本的构成、增长趋势和充足性等方面，主要参考相应监管指标。金融机构的资本积累有多种渠道，自身财富创造能力的长期有效增长是其中最稳固和最具可持续性的资本积累方式。相同的资本水平下，过于依赖股东或政府注资等外部积累方式维持的资本水平难以具备可持续性和抗风险能力。

要素四：调整项

本方法论使用“可比性调整”、“绿色因素”、“外部支持”等调整项依次对评级对象的初始级别进行调整，调整结果可以累加，直至得到最终级别。

值得注意的是，只有某些影响评级对象信用风险，且仅发生在个别评级对象中的因素才会在调整项中进行考察。同时，由于影响评级对象信用风险的因素众多且随着经济、行业发展处于动态变化之中，调整项中提及的因素将无法全部覆盖，有待工作实践中的持续积累、总结和优化。

（一）可比性调整

可比性调整原因是由于极少部分评级对象所具有的特殊因素。这种特殊因素很难通过通用的评级方法或者其他类型的调整项予以反映，但会增强或者弱化评级对象的信用质量。本方法论将根据评级对象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。若评级对象存在多个特殊因素，本方法论会考察评级对象的各个特殊因素，并综合这些因素的影响，相对常见的可比性调整因素包括公司治理、管理素质、风险管理与内部控制、财务政策及财务信息质量和债务履约情况等。

公司治理主要从股权结构及其集中度、董事会有效性、治理结构对债券人权利的保障程度和评级对象战略四个方面进行考察。公司治理结构越健全，公司治理层与管理层之间的关系就越规范，同等情况下，公司运行就会越顺畅，也能更好地从制度上保障公司战略、业务战略和功能战略制定的合理性与可行性。而公司治理结构对债权人权利的保障程度，决定了管理层履行债务契约的态度，会直接影响评级对象的偿债意愿。

评级对象战略主要关注公司战略、业务战略和功能战略三个方面。其中，公司战略是评级对象最高层次的战略，指公司对进入哪些行业和区域、所进入行业和区域的投资规模以及实施横向一体化或纵向一体化的程度方面的目标定位与决策准则，重点关注战略管理机构设置的完备性、有效性和战略制定的合理性。业务战略确定经营领域内如何取得竞争优势的策略，主要关注业务战略是否清晰、与公司战略的匹配程度、以及能否支撑评级对象产品和服务竞争力的持续等。功能战略是为实施公司战略与业务战略在财务、研究与开发等职能方面采取的配套策略，主要考察其战略设置的合理性，以及对业务战略和公司战略的匹配程度。

管理素质考察的重点是管理层素质、管理结构、是否制定有明确的发展目标以及为此而采取的管理措施的有效性几个方面。

评级对象风险管理与内部控制考察的重点是组织架构的健全性、风险管理的政策和方法、手段的完备性和适用性，还需关注评级对象客户的资信管理和信用评价制度是否健全，评级对象赊销管理中的信用标准、信用额度等在内的信用政策及收账政策是否符合行业特性，及是否能够降低评级对象信用风险，提高账款回收率，以有利于收入和现金流的增加等。

财务政策和财务信息质量方面，大公国际在对评级对象财务

状况进行分析前，一般要对评级对象的财务质量做简单的判断，并对财务政策也会进行必要的考察。当大公国际认为评级对象财务政策的合理性（即财务政策的激进或保守情况）和一致性，以及财务信息质量会对评级分析所用到的会计数据的真实性和可靠性产生影响时，会对其初始级别进行适当调整，以反映大公国际对其真实信用风险的判断。

债务履约情况方面，大公国际重点关注评级对象在债券市场发行的各类债务融资工具偿还义务的执行情况和处理方式，为判断评级对象债务偿还风险和意愿提供参考。

（二）绿色因素

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。本方法论主要考量评级对象所在国家（地区）是否执行或制定了适用于本行业的绿色金融和行业政策，评级对象经营活动中的绿色成本投入和绿色效益产出水平。

其中，分析评级对象所在国家（地区）是否执行国际化的绿色金融政策或行业标准，进而会分析其所在国家（地区）是否制定了适用于本行业的绿色金融政策，依据其政策执行或制定的严谨程度进行层层分析和打分。绿色成本投入主要指评级对象为履行绿色生态环境责任而进行的投入，如研发成本、设备投入、环保税及相关支出、各类罚款等，绿色效益产出的衡量主要关注评级对象及其项目的节能减排情况。

（三）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管意愿。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评级对象受评主体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。

第五部分 评级关键假设

大公国际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评审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。