

# 公司债券资信评级方法

## 评级理念

### 核心关注债券的违约风险

远东资信公司债评级的核心是向投资者揭示该项债券的违约风险。违约风险又称信用风险，是指债券发行人在债券到期时无法还本付息而使投资者遭受损失的风险，远东资信将从外部环境、行业分析、运营管理、财务状况、债券条款与外部支持等多方面评估债券发行人对于本期债券的按期还本付息的能力，并分析未来可能对公司经营管理、盈利能力及现金流等方面带来重大影响的因素，包括宏观经济环境、监管环境和行业周期等，并考虑这些因素对于公司还本付息能力的影响。同时远东资信还结合债券本身的条款设计和外部支持情况，最终对该项债券的违约风险给予综合评价。

### 以现金流分析为主线

现金流是评价公司信用状况的核心，尽管现金流和盈利性高度相关，但是对债务本金和利息的保障程度并不能从会计上的盈利状况获得准确衡量——用作偿还债务的只能是现金。而且，评级框架中涉及的环境与政策、行业及组合、战略与风险偏好、管理因素等各因素均通过对现金流的影响作用于公司的信用状况。因此，对公司偿债能力的判断应以现金流分析为主线。

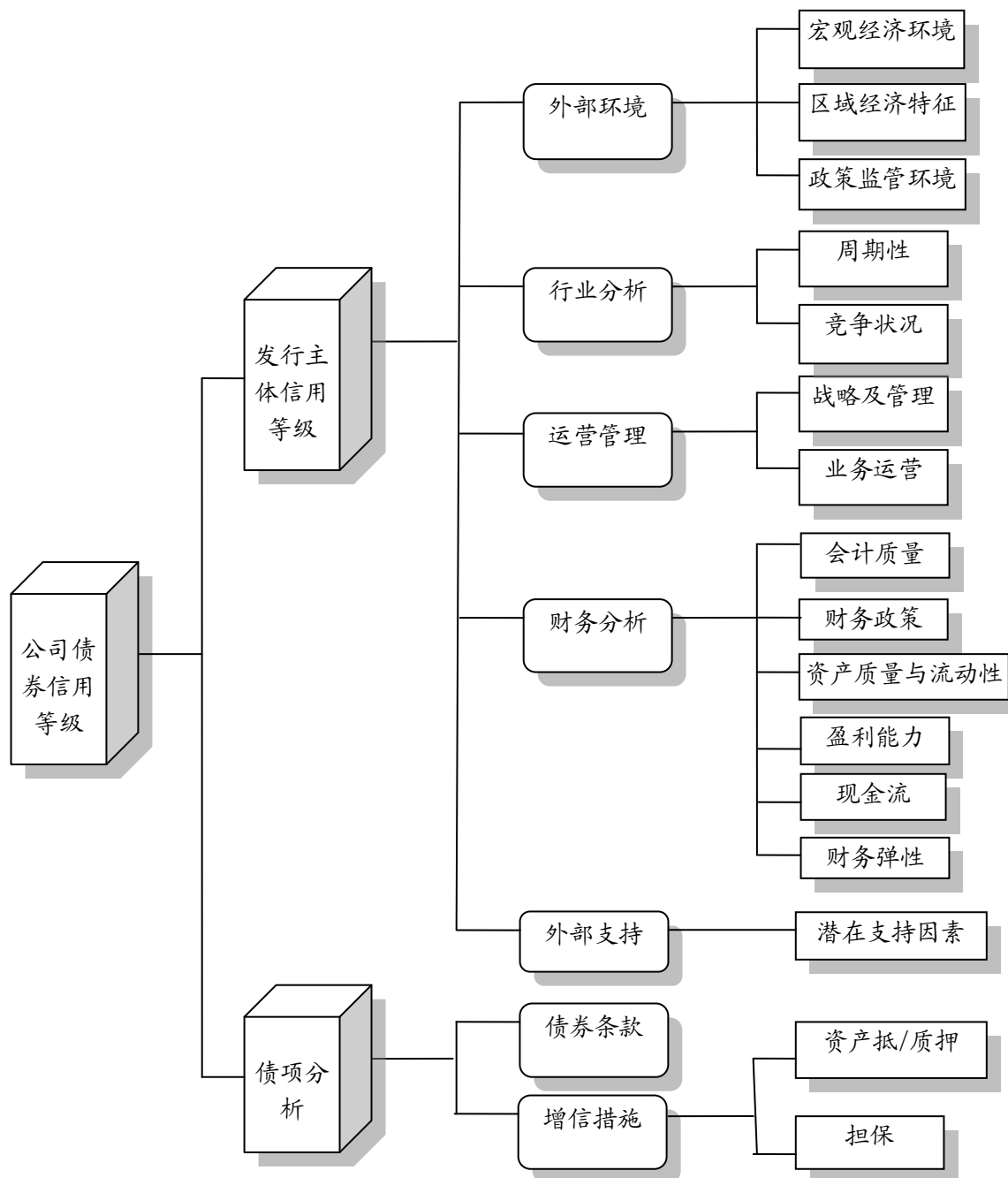
### 注重主体资信的分析，同时考虑外部支持因素

远东资信对公司债券偿付能力的考察中，首先强调对发债主体信用能力的考察，在此基础上，同时结合债券条款及其偿付可获得的外部支持因素，对其综合偿债保障能力做出判断。

对发行主体信用能力的分析主要考察因素包括：宏观及区域经济环境、行业发展趋势、产业政策与监管措施等外部因素和公司业务运营、管理能力、发展战略、财务实力（包括财务政策、现金流情况、流动性、盈利性、财务弹性）等公司内部因素。

对债券外部支持因素的考察包括资产抵/质押及担保等因素。

# 评级框架



## 分析方法

### （一）外部环境

#### 宏观经济环境/区域经济特性

公司债券发行主体的发展基础在较大程度上与宏观经济环境密切相关，此外，发债主体所处的区域经济环境和地方政府政策分析也是远东资信关注的重点，包括以下方面：

- 宏观经济环境：包括对宏观经济形势和经济周期的分析与判断，一般应考察 GDP 增长率、固定资产投资增长率、社会消费零售总额、物价指数、工资增长率、设备利用率、国际收支状况等主要指标，重点关注宏观经济形势对本行业及关联行业的影响；
- 制度环境：包括财政政策、货币政策、产业政策、法律制度等；
- 考察地区的产业格局，判断地区经济所处的发展阶段，与全球经济的整合进程。

需要指出的是，经济的高速发展虽可为发债主体提供更大的发展空间，但从风险度量的角度而言，远东资信也将非常关注经济环境的稳定性。尤其是经济发展的周期波动将被纳入考察的范围并作为对未来预测的重要依据。此外，政治环境的安定也作为考察的因素。

#### 行业发展趋势和变化

在行业分析方面，远东资信关注发行主体所涉及的主要行业，包括：

- 行业的周期性：主要考察行业发展的周期性以及行业发展阶段；

- 行业监管：主要考察行业监管环境及政策法规的变化情况以及这些变化对行业及行业内不同企业的影响程度；
- 行业发展状况：考察行业景气度、行业地位、技术进步对行业发展的影响以及行业发展趋势的预测；
- 行业竞争状况：主要考察行业在产业链中的地位、国内国际竞争程度、行业供求态势、行业壁垒等因素；
- 该行业成功的关键驱动因素，例如，技术、价格、专利、商标、市场、促销、经济范围、成本结构、规章等；
- 行业对资金的需求和投资的灵活性，例如沉没成本、维持营运的资本支出等。

## （二）发行主体分析

### 战略及管理

在管理能力方面，远东资信将关注公司的治理结构、人力资源状况和公司战略。

- 公司治理结构，完善治理结构的意义在于在公司的各利益相关人之间建立相互监督且激励相容的制度。远东资信将重点考察股东、董事会、管理层之间的权责明晰状况和激励约束机制；
- 人力资源，远东资信将考察管理层的背景、素质和稳定性；同业评价及历史业绩；管理层变动对公司的影响程度（对某些个人的依赖性）；专业技术队伍的规模和成绩；员工学历和从业经验；研发费用支出状况等方面。专业团队的形成机制——自身培养还是对外聘请也可能作为影响因素；
- 公司战略，从长期上决定公司的发展方向和途径。远东资信将首

先关注决策层对行业的认识；公司对自身的优势、劣势的认识以及定位的合理性。公司是否制定了较为明确的长期发展的目标，有无具备可操作性的实施方案；进行产品、技术或制度创新的能力和设想。远东资信认为，在很多情况下，公司战略并不能简单地用对或错来划分。重要的是，从公司的历史考察其制定的战略能否得到切实的执行，是否达到预期的目的，对偏离目标的原因是否有正确的认识并做出相应的改进。

## 业务运营

业务运营决定了公司如何能够通过其核心经营活动产生稳定的现金流入，远东资信主要对此需要做深入细致的分析，包括：

- 公司经营的绝对竞争力和相对竞争力，例如，是否具备异质竞争力、比较优势等；
- 定价和成本结构以及其灵活性；
- 与生产成本对冲手段的运用，如长期租赁、商品的期货交易等；
- 新兴和现存竞争者的挑战；
- 产品或服务的替代物；
- 产品或服务、生产和市场定位、客户的多样化经营或集中经营；
- 市场力量，发行主体是价格的接受者或决定者。

## 财务分析

公司业务的性质和风险状况决定了财务风险的内容和大小，财务风险评价很大程度上依赖于定量的手段，特别是财务指标的比较与分析。但需要注意的是，指标并不与特定的信用等级挂钩。财务指标的

计算和比较有助于分析公司主要的风险因素，形成优势和劣势的判断，最终获得对保障偿付能力的判断。使用财务指标有必要将其放在业务风险的环境中，并充分考虑到不同公司在业务类型、经营风险、会计质量、指标计算方法等各方面的差异。同时，因为信用评级是基于长期基础上的评价，跨越整个行业周期，某一时点的财务指标并不能综合反映公司的信用状况。

## 会计质量

评级所采用的定量分析工具建立在经审计的财务数据基础上，使用这些财务数据时有必要对公司的会计质量有综合的把握。远东资信评价公司的会计质量主要包括对会计政策、会计估计和报表的编制方法的合理性考察，分析盈利与现金流的对称性，并在有些情况对一些财务数据进行调整。

远东资信公司会计质量评价，注重以下几个方面：

- 注册会计师审计意见；
- 报表合并规则；
- 过去一年的重大会计政策变更、未来可能的变化；
- 收入确认原则，评价其合理性和连贯性；
- 存货计价方法，评价存货账面价值与市场价值的符合程度；
- 各项费用摊销政策；
- 各项准备提取政策及充分性；
- 表外事项的会计处理；
- 对外担保的规模；

- 有关异常情况的考察。

## 财务政策

衡量财务政策是激进或保守不仅仅是资产负债率的高低，从现金流的角度出发，并将财务风险和业务风险相结合进行考察，是分析财务政策的更重要的方面。

一般而言，经营风险的高低将决定同一评级上公司能承受的财务风险。例如，与其他具有相同信用等级而没有回报保障的公司相比，一家拥有政府回报保障的公用事业单位可有相对较高的负债水平。

主要考察点有：

- 历史杠杆水平及变动趋势，可以由资产负债率、净债务/总资本等指标反映；杠杆水平不局限于年末指标，需要综合考察项目周期不同阶段的指标水平，明显的波动一定程度上反映了公司经营的不稳定；
- 杠杆水平与业务风险的关系，现金流相对稳定前提下的适当的高负债不一定意味着更为激进的财务政策；
- 现金流对利息偿付的保障程度；
- 政府补贴对利息偿付的保障程度；
- 未来资本性支出预测，及相应的融资安排。

## 资产质量及流动性

公司的资产具有盈利性、变现性、周转性和与其他资产组合的增值性等四方面的质量特征。公司对资产的安排和使用程度上的差异，即资产质量的好坏，主要表现为资产的账面价值与其变现价值或被进



一步利用的潜在价值量之间的差异上，将直接导致公司实现利润、创造价值水平方面的差异。

主要考察点有：

- 资产构成及变化趋势、现金类资产的充足性、资产的可变现性；
- 应收账款集中度及账龄、应收账款坏账准备计提政策及变化、应收账款周转速度、存货计价方式、存货跌价准备计提政策及变化、存货周转速度；
- 其他应收款余额账龄及其回收可能性；
- 固定资产折旧政策及变化、固定资产成新率、受限资产情况、无形资产构成、长期投资情况等；
- 资产与债务的期限结构配比情况，到期债务在特定时点的集中将带来流动性压力；
- 银行综合授信，特定项目借款往往附带有诸多限制条款，包括资金使用和借款偿还；公司债券也往往带有赎回条款，需要分析赎回条件及赎回发生情况下对公司流动性的影响；
- 其他。

## 盈利性

盈利能力评价有必要建立在业务类型的基础上，而进行指标分析和同业比较时，不同公司会计质量的分析尤其需要注意。盈利性的主要考察点有：

- 主要考核指标：利息保障倍数（税前）、EBIT 收益率、净资产收益率；EBIT 收益率和净资产收益率之间的比较有时反映出公司

所采取的财务政策，管理效益的高低；

- 主要指标变动趋势和同业比较，一定程度上反映公司在行业中的竞争地位；
- 收入结构与成本结构分析；
- 管理性费用在总支出中的比重，以反映管理效益；
- 有必要对非经常性损益的项目进行调整。

### 现金流分析

未来经营性现金净流入的稳定性和可预测性，是评价公司信用等级核心。一定的项目规模、良好的项目质量、地域分散化等各方面因素有助于公司在不同时期获得均衡的现金流入。

现金流评价涉及现金流入和现金流出的综合分析，以及两者之间的平衡关系。

- 目前现金流入的主要来源，及未来可能的变动；
- 经营性现金流入在不同时期的均衡度，及其与债务期限结构的对称性；
- 经营性现金流对利息支出的保障程度，指标如“EBITDA/利息净支出”；
- 股利支付政策；
- 政府补贴的数量和稳定性。

### 财务弹性

财务弹性首先在于公司的融资能力，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。容易变现的资产也是财务弹性的反映。另外，公司的扩张若得到良好财务弹性的支持，则有利于平衡巨大资本性支出对财务状况的不利影响。

评价公司的财务弹性需要结合经营性现金流状况、债务组合与期限结构、流动性等因素进行分析，主要考察点有：

- 银行综合授信额度，可能的融资便利，银行信用记录；
- 资本市场融资历史和信用状况；监管机构对其历史经营状况的评价；再融资条件标准的比较；
- 抵押资产数量，及其对再融资的影响；
- 控股股东可能的资金和信用支持。

### 或有事项

或有事项的主要考察点有：

- 担保，过多的对外担保很可能成为评级的不利因素；
- 可能的诉讼；
- 未并入合并报表的子公司的负债规模；
- 关联企业可能的资金占用。

### 外部支持分析

主要从股东支持和政府支持两个方面来考察发行人可获得的外部支持程度。

### 股东支持

主要考察股东实力、主要股东对发行人的持股比例、发行人对股东的重要性（发行人的主营业务在股东业务构成、未来战略中的重要性以及资产、收入、利润占比情况）、股东历史上对发行人的支持意愿、支持方式、支持力度以及股东未来是否有针对发行人的注资、偿还债务等方面的承诺。

### 政府支持

主要考察政府的财政实力、政府对发行人的持股比例、发行人对国民经济或地方经济的重要性、政府在历史上对发行人的支持意愿、支持方式、支持力度以及政府未来是否有针对发行人的注资、偿还债务等方面的安排。

## （三）债项分析

### 债券条款

### 优先次序分析

债券契约条款往往设定所发行债券的优先级别，以及具体的偿债保障措施。债券偿付的优先次序对不同债权人面临的违约损失有较大程度的影响，因此这一因素需要债券信用评级时重点考虑；另外，某些债券中的特定限制性条款也可能会影响到债券的信用等级。

### 增信措施

### 资产抵/质押

考察抵/质押资产类型/所有权/评估价值等基本情况，同时还考量抵/质押资产处置变现风险等因素。

### 担保措施

考察担保主体自身信用水平状况，同时考察担保主体的信用水平及其与发债主体的相关性。如果担保方与发债主体业务类型趋同，相关性过高则会削弱其担保增级的效应。此外，担保主体的自身规模与债券规模的相对比重也是需要考虑的因素。