

# 贸易行业企业评级方法

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断贸易企业主体信用风险的主要评级要素，是评定贸易企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖贸易企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。贸易企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、关键假设等。

## 一、适用范围

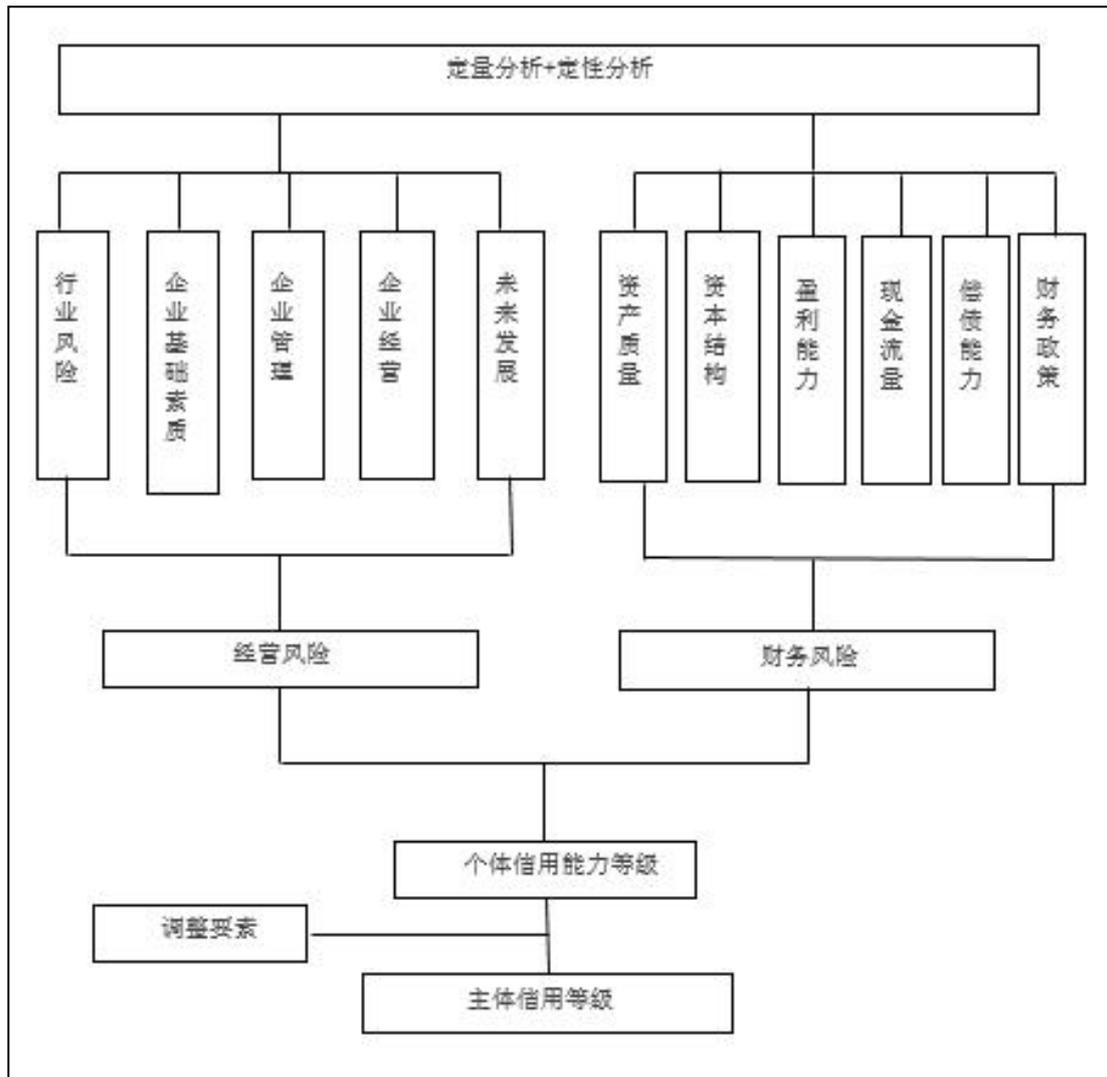
贸易行业指在生产者和消费者之间实现商品交换的活动，属于商品流通环节，受商品经济规律的影响及制约。根据国民经济行业分类（GB/T4754-2017），贸易行业属于批发和零售业中批发业的子行业，可分为国内贸易及国际贸易（又称对外贸易或进出口贸易，又可分为进口贸易、出口贸易和转口贸易）。联合评级贸易企业主体信用评级方法适用于通过作为贸易中间商，依托业务资源、销售渠道赚取购销差价，同时在贸易活动中进行资源整合，提供信息服务、资金融通、供应链整合等服务的企业。

## 二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约可能性的大小。受评主体违约可能性的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合评级会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合评级对贸易行业企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。



### 三、评级要素

#### （一）经营风险评级要素

##### 1、行业分析

###### 行业概况

贸易行业作为商品流通环节，受外部因素影响较多，行业景气度与宏观经济发展、细分产品行业运行情况、供需关系、价格波动及上下游企业经营环境密切相关。宏观经济增速趋缓、细分行业产能过剩、商品阶段性供需错配导致价格波动剧烈，均会对贸易行业风险控制能力提出更高挑战，上下游企业经营环境的恶化也会进一步影响贸易企业资金使用效率，进而压缩行业内企业盈利水平，影响贸易行业景气度。进出口贸易方面，国际经济政治环境、主要贸易伙伴经济形势及人民币汇率波动等均对进出口贸易的增速形成影响。

2012年以来，中国宏观经济虽保持增长势头，但内需增速较之前有所放缓，国内贸易增速持续回落，风险事件不断诱发；2016年，中国出台一系列供给侧改革政策，主要大宗商品价格回暖，国内贸易有所复苏。进出口贸易方面，受全球经济复苏缓慢、汇率波动频繁、大宗商品价格持续走低及国内综合成本上升等多方面因素影响，中国进出口总额持续走低；2016年下半年以来，中国国内需求有所回升，同时国际商品价格总体波动中温和回升，中国进出口贸易呈现回稳势头。近年来，国际贸易形势及中国经济发展不确定因素增加，对贸易企业经营发展亦带来一定挑战。

### 行业政策

进出口贸易对相关行业政策及国际经济局势敏感性更高。商务部于2017年1月公布对外贸易发展“十三五”规划，强调在外贸稳增长的同时，更加注重调结构，从外贸供给侧结构性改革发力。2017年以来，商务部、国务院、海关总署、国家税务总局等部门出台一系列政策积极推动中国外贸领域的发展，政策主要集中于以下几个方面：①保持出口退税和加工贸易政策稳定，并进一步完善出口退税管理办法、修订调整出口退税率，加快进出口企业出口退税整体进度，简化审批流程提高效率同时完善进出口环节评估核查及风险把控；②进一步推动进出口贸易便利化，实施全国海关通关一体化改革，简化现场监管手续，提高通关效率，同时将更多的监管力量投放到后续监管环节，降低企业通关成本；③加快推动自由贸易园区战略和“一带一路”建设，2017年3月31日，国务院印发中国辽宁、浙江、四川等7个地区自由贸易试验区总体方案的通知，着力深化行政管理体制改革，提高行政管理效能，提升事中事后监管能力和水平，推进简政放权、放管结合、优化服务改革，旨在推动西部开发、东北振兴、中部崛起和长江经济带发展、“一带一路”建设等国家战略的实施。

国内贸易需关注细分行业政策出台对相关领域供需关系、产品价格及经营环境的影响。如2016年2月，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，2016年4月，国家发改委、人社部、国家能源局和国家煤炭安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，受相关领域供给侧改革去产能政策的实施致使供给下降，同时焦炭及铁矿石等原燃料价格的上涨以及房地产、建筑、汽车等下游行业回暖综合因素影响，黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场呈现回暖。2017年2月，商务部等5部门关于印发《商贸物流发展“十三五”规划》的通知，明确“十三五”期间主要任务，包括构建多层次商贸物流网络，加强商贸物流基础设施建设、标准化建设和信息化建设，推动商贸物流集约化、专业化和国际化发展，同时促进商贸物流绿色化转型，建设商贸物流信用体系。2018年4月，商务部办公厅发布《中华全国供销合作总社办公厅关于深化战略合作推进农村流通现代化的通知》，总体要求各单位需以供给侧结构性改革为主线，加快推进农产品和农村现代市场体系建设和创新流通

服务方式，培育现代化新型流通主体，畅通城乡流通渠道，加快建立覆盖城乡、线上线下融合发展的农产品和农村现代流通网络。

### **行业地位**

商品贸易行业不仅有效推动社会经济的增长，同时也能够提高流通的效率，带来经济的快速增长，拥有扩大需求规模与优化资源配置的双重功能，对工业化和产业结构升级起到重要的促进作用。根据国民经济行业分类，贸易行业为批发和零售业子行业，2017年全年，社会消费品零售总额366262亿元，比上年增长10.2%；从生产资料市场运行情况来看，2017年全年生产资料销售总额达到67.3万亿元，可比价同比增长5.3%，较上年同期收窄2个百分点；当期中国实现进出口贸易总额4.10万亿美元，同比增长11.37%，扭转连续两年下降的局势，其中实现出口总额2.26万亿美元，同比增长7.91%，实现进口总额1.84万亿美元，同比增长15.94%。

### **行业竞争**

从贸易行业的竞争格局看，国内外贸易需求体量巨大，但重点生产资料流通企业销售额在社会生产资料销售总额中比重不高，且贸易行业多为轻资产运营，部分大宗商品流通领域行业准入门槛低，导致就行业整体而言企业数量较多，且中小型企业数量泛滥，行业集中度低，主业盈利能力弱，产品同质化程度强，在产业链中话语权较弱。

重点关注细分行业龙头企业市场份额及区域市场占有率，关注毛利率较高的品种占比情况。以大宗商品（如钢材、煤炭）贸易为主的企业由于细分行业竞争激烈，经营风险较大；具备区域内独家经销资格、特许产品经营权及工贸一体化产品拥有一定竞争优势和更高的利润水平；业务范围涵盖金融产业投资、房地产开发及产品深加工板块的企业，由于经营较为多元化，整体抗风险能力更强。

### **行业风险**

贸易行业通常采购、运输、仓储、报关、保险、结算、贸易融资和销售等多个环节，业务交易环节复杂，随着传统贸易行业竞争日趋激烈，贸易行业已逐步从物资流通向融资贸易、供应链整合等方向发展，盈利模式也从单纯的购销差价向资源整合、信息服务、资金融通等多种附加服务方式转变，风险表现形式日趋复杂及隐蔽。同时，进出口贸易行业较易受到汇率波动以及国际经济局势等影响。

重点关注贸易企业商品价格风险、垫资风险、存货减值风险、货权控制风险、对手方弃货风险、汇兑损失风险、期货投机风险等，并关注托盘、融资性贸易等风险较高的贸易模式。

### **行业发展**

2016年以来，受去产能政策实施及主要商品阶段性供需错配等影响，大宗商品价格有所复苏，英国脱欧、特朗普新政等世界不确定性因素增多，汇率定价机制改革导致人民币双边波动幅度加大，国内外贸易仍面临较为复杂的市场环境。

根据国家“十三五”规划，外贸方面，中国将进一步优化外贸结构，提高“一带一路”沿线国家等新兴市场在全国外贸中的比重，发挥中西部地区在全国外贸中的作用，优化商品结构，培育具有较强创新能力和国际竞争力的跨国公司，创新贸易方式，加快转换发展动力，进一步提升外贸发展的质量和效益。内贸方面，进一步完善内贸流通体制机制，建设法治化营商环境，加快构建现代流通体系。综合看，贸易行业未来发展前景良好。

## **2、企业基础素质**

### **区域环境**

重点分析企业所在区域经济发展状况，区域内贸易规模及同比变动情况；企业所处地理位置对贸易活动促进及支撑作用，如沿海区的进出口贸易企业地理优势明显；所在区域内对商品流通领域/出口环节的政策扶持，如出口退税；所在区域物流设施、上下游产业配套、是否存在产业集群效应等。

### **企业所有制性质**

分析企业为国有企业还是民营企业。国有企业要关注是中央企业、省属国有企业还是市属国有企业。民营企业主要关注是否一人所有制企业等因素。目前，贸易行业发行债券的企业以中央企业及地方国有企业居多；民营企业较少。国有企业在多元化经营、政策补贴支持、股权及资产注入、特许产品经营权以及风险控制等方面具备优势，整体抗风险能力强于民营企业。

### **企业规模及竞争力**

重点分析企业规模，产业链覆盖程度（仓储、物流配套及工贸一体化），业务布局多元化程度，区域/细分行业地位，客户关系稳定程度，业务渠道覆盖程度，资产、收入、利润等财务概况以及重要子公司规模及盈利能力分析等。对于行业地位显著、企业资产规模和经营规模大、上下游产业链完善、具有多元化发展格局的企业，能够较为有效的抵御经济波动风险，综合竞争力较强。

### **外部支持**

重点分析贸易企业获得政府支持和股东支持的可能性及支持力度。

政府支持方面：1）是否享有政府在资本金注入、资产/股权划拨、财政补贴或税收优惠等方面的有效支持，判断企业获得支持力度的大小；2）是否有政府明确的担保或政府救助历史；3）公司经济或社会地位是否重要，是否为政府重点扶植企业。

股东支持方面：1）分析母公司背景和实力及企业在股东的发展战略上所处的地位；2）获得股东注资支持和补贴等支持力度的大小；3）股东是否为企业债

务提供担保；

整体看，中央贸易企业和省属国有贸易企业获得的外部支持较好，一般体现在资本金注入、土地资源获取、金融股权无偿划拨、特许产品经营资质、出口退税补贴等方面。定位于省级重点物资流通或进出口贸易企业，区域内行业地位较高，获得政府支持力度大，市属国有贸易企业次之。

### **3、企业管理**

#### **法人治理结构**

重点分析：1) 董事会与管理层之间是否实现角色分离，对实际控制人的依赖程度；2) 控制权是否存在严重纠纷；3) 管理层变动情况；4) 企业对资金控制能力及对主要子公司管控力度。

需要关注董事会的独立性，公司实际的领导体制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制等。

#### **管理水平**

组织机构设置是否完备，能否满足企业经营发展方向；管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从战略管理、人力资源管理、投融资管理、财务管理、资金管理、对外担保管理、商业信用管理（上游资金支付和下游账款回收的管理制度建设情况）、审计控制、信息化管理、子公司管理等方面进行分析。此外，贸易企业还需关注：（1）主营业务衍生的套期保值及期货交易的风险控制管理制度是否完善，实际业务操作是否规范；（2）贸易企业管理层级是否较多进而出现子公司风险控制监督不力等情况。

### **4、经营分析**

#### **近年业务运营状况**

对贸易企业近三年的业务构成、经营情况的稳定性进行分析。贸易企业经营情况重点从贸易形式、产品结构、业务模式、购销模式、结算模式、仓储及物流管理、风险管理及衍生业务等方面分析。

#### **贸易形式及产品结构**

判断企业贸易形式以进出口贸易为主（外贸型）还是以国内贸易（内贸型）为主。根据企业贸易形式的分类，对产品结构进行进一步细分，需重点关注产品多样化程度、高附加值产品占比、高风险品种占比、是否具备特殊产品的经营资质及有效期等。

### **业务模式**

自营模式需结合产品定价方式、结算方式、产业链地位和账期判断企业风险控制能力、议价能力及资金占用情况，需重点关注自营业务价格风险是否通过对锁/背靠背合同/期货套保等方式进行控制、是否存在弃货丢失货物等历史诉讼事项、对手方交易风险、货权控制能力和存货跌价风险等。

代理模式易出现对上下游企业、贸易流程不熟悉及货权控制不到位情况，从而在丢失货物的同时下游客户未按约定支付全部货款，导致资金链断裂、代开信用证逾期情况，需重点关注企业代理业务对货权控制能力、客户质量及客户稳定性等。

### **购销模式**

采购管理与企业的运营成本关系密切，需分析企业采购模式、采购区域分布、采购周期、采购价格、货权的掌控程度、供应商的筛选及合作机制、供应商的集中度及稳定性。需重点关注与供应商长协签订比例、价格返点情况、议价能力及上游供应商对企业的信用政策和资金占用情况等。

销售管理需分析企业销售模式、销售区域、销售账期、销售价格、客户集中度及稳定性。需重点关注企业是否具备区域内独家经销资格及持续性、下游客户中贸易商比重、下游议价能力、资金占用情况、回款情况、保证金追加制度是否完善等。此外，针对以销定采的情况，关注购销的逻辑性，可从贸易量及存货情况进行考察。

### **结算模式**

需结合财务报表中应付账款、应付票据、预付账款、预收账款和应收账款等会计科目进行梳理，侧面判断企业在产业链中的话语权。此外，行情变动会导致产业链中话语权强弱的变换。同时，由于近年来发生了一些贸易企业信用风险事件，需具体从资金角度对货权的控制、资金支付和回收制度的执行情况加强关注，并结合诉讼进展、其他应收款及资产减值准备等科目进行对照分析。

### **仓储及物流管理**

对于有仓储物流布局的企业，主要分析企业仓储及物流设施设备是否在单个/多个区域内布局，该板块可贡献的收入/利润规模和占比，仓储物流建设维护情况，仓储管理制度及执行情况，仓储物流信息化程度等。判断企业仓储物流是否可与公司贸易业务形成协同优势，或仓储物流园区土地资源是否拥有增值效应。

### **风险管理及衍生业务**

贸易企业通常会开展与贸易业务相关的衍生业务，以实现价格波动风险的控制或利润的补充，如套期保值、期货、汇率锁定等。需关注企业通过期货市场对冲价格风险所占比重，与财务报表中以公允价值计量且变动计入当期损益的金

融资产、公允价值变动损益、投资收益结合分析，并关注与现货市场如何配合操作，判断是否存在期货投机业务。

### **多元化板块**

贸易业务盈利能力弱导致贸易企业通常布局类金融类业务（小额贷款、担保公司）、股权投资业务（持有或参股上市公司股权）、房地产业务等作为辅助性业务，增强企业整体盈利性。需关注房地产业务开发、销售节奏对企业现金流影响（尤其相关行业景气度下滑的情况下）、非贸易业务市场竞争力及盈利能力，可多大程度增强公司主业盈利能力，是否具备持续性；股权投资规模、波动性及流动性；持有理财产品规模及稳定性；所持有土地资源规模及收益；类金融业务逾期及代偿情况等对公司经营业务造成的影响。通常需结合财务报表中持有金融资产、出售/持有金融资产带来的投资收益稳定性及非贸易业务盈利能力进行分析。整体来看，进行多元化布局贸易企业抗风险能力强于单一业务贸易企业。

### **未来发展**

发展战略方面，主要关注企业未来五年发展规划；重组或者收购行为，收购资金及筹措资金的手段；对企业经营预测进行分析，分析实现的可能性。

重点关注企业未来的资本支出对债务负担的影响程度，贸易企业的投资主要集中于配套仓储和物流项目、工贸一体化建设及辅助性业务尤其是房地产开发的投资，需重点分析项目投资规模、资金来源、项目建设期、预计达产后效益情况以及对企业盈利能力、偿债能力及现金流状况的影响；注意项目投资额和财务报表中在建工程的匹配。

此外，还要重点关注企业权益增减情况，是否通过股东增资、定向增发等方式提高权益，或者通过资产剥离、股东减资等方式减少权益；关注企业新项目投产、重大合同签订情况。

## **（二）财务风险评级要素**

联合评级贸易企业财务风险评级要素涵盖财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面，旨在通过对企业过去和现在的财务状况分析为信用评级提供客观依据。

### **1、财务信息质量**

重点分析审计机构从业资质；近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论；如果出具非标准无保留意见审计结论，进一步分析相关事项对企业信用的影响；结合企业经营情况分析近三年公司会计政策及财务数据变化情况，判断财务数据的真实性和可比性。贸易企业易出现应收款项坏账，需关注企业坏账计提政策以及对其利润造成的影响。

## 2、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。贸易行业属于轻资产行业，企业资产质量通常需要注意如下方面：

(1) 需重点关注企业资产构成及稳定性，通常贸易企业以流动资产为主。

(2) 流动资产：主要分析企业流动资产构成，资产流动性和受限情况；贸易企业流动资产重点关注货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货等。因贸易企业采用票据/信用证方式结算普遍，需关注货币资金中票据保证金等受限资金规模；上下游企业较易出现对贸易企业资金占用明显情况（尤其细分行业景气度下滑，上下游企业经营承压及融资环境收紧情形），需关注应收账款、应收票据款项回收情况（包括账龄、欠款客户、坏账准备），尤其关注对下游客户垫款较多、账期较长企业资金占用情形；历史风险事件未回收货款通常通过其他应收款核算，需关注其他应收款构成原因及计提是否充分；对于存货需关注贸易企业存货规模、周转情况及减值计提情况。由于贸易企业应收、应付类资产占比一般较高，对资产流动性形成制约，主要客户的信用质量对企业资产质量影响较大，需重点关注。

(3) 非流动资产：贸易企业非流动资产中固定资产占比相对较小，主要关注企业在建工程项目进展，与经营分析部分投资项目匹配情况；对于多元化经营贸易企业，关注其持有金融类股权质量、流动性及质押情况，并对其每年贡献的投资收益及现金分红进行持续性分析；关注可供出售金融资产和资本公积变化的勾稽关系。此外，部分贸易企业拥有较多土地及物业，需要关注无形资产、投资性房地产科目，对于以公允价值计量的投资性房地产，关注其所处地理位置、每年公允价值评估报告以及与公允价值变动损益的勾稽关系。

## 3、资本结构

企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高。

贸易企业长期以来主要通过高杠杆运行，债务负担普遍较高，且资金需求主要用于日常业务运营，资金周转率要求较高，部分贸易企业通过信用证及票据结算的方式减少资金占用，但对流动性资金需求普遍较高，易出现短期债务占比高且短债偿付压力大的情形。需重点关注贸易企业资产负债率、有息债务规模、债务负担程度、债务期限结构、永续债券及明股实债情况，债务结构与资产结构匹配程度以及债务到期规模集中程度。针对多元化运营的综合类贸易企业，需关注非贸易板块资金需求、债务负担、是否具备独立融资渠道及资金成本，是否存在

短债长投情况。

同时，还需关注贸易企业融资成本，历史融资成本变化，融资成本走高/降低原因及合理性，关注债务中直接融资及间接融资比重，若为直接融资，则其中抵质押及信用借款比重；公司利息支出规模是否与有息债务相匹配，是否存在存贷双高情形。

资本结构的主要衡量指标包括长短期债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、资产负债率等，同时关注企业明股实债的情况。

#### 4、盈利能力

盈利情况主要分析以下几点：

(1) 结合经营情况分析企业近三年主营业务收入变化、收入构成多元化情况。近年来，宏观经济持续低迷，贸易行业景气度下行，多数贸易企业不盲目追求收入规模并加强风险控制，压缩高风险贸易规模，收入呈下行趋势。

(2) 分析近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重及变动趋势，判断企业期间费用控制能力。由于贸易企业债务负担偏重，关注财务费用增长速度、与债务负担增长匹配程度并判断资金成本；进出口贸易还需关注财务费用中汇兑损益比重；由于贸易企业收入规模较大，虽期间费用占收入比重较小，但相对利润规模仍构成较大侵蚀。

(3) 需关注贸易企业非经常性损益的稳定性；贸易企业主业盈利能力弱，在行业景气度下滑的背景下，通常由于历史风险事件导致资产减值损失规模较大，同时对股权投资的布局导致投资收益规模较大，因此通常贸易企业呈现出对非经常性损益依赖程度较高的特点。需重点关注贸易企业主业盈利能力、资产减值损失对利润侵蚀程度、投资收益及营业外收入稳定性、剔除非经常性收益后主营业务亏损的情况。

盈利能力的主要衡量指标包括净资产收益率、总资本收益率、营业利润率等。

#### 5、现金流量

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础，将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。

需重点关注：经营性现金流入量与营业收入、应收账款、应付账款等营运资本的匹配关系；通过现金收入比分析企业经营获现能力；关注收到及支付其他与经营活动有关的现金与其他应收款、其他应付款的关联性，判断关联方资金往来规模；重点关注经营活动现金流量净额持续为负的企业。

投资活动方面，主要分析大额投资支付的现金、收回投资收到的现金与企业

投资项目匹配程度及资产负债表匹配程度，关注多元化布局的贸易企业股权投资业务对投资活动现金流的影响，判断企业投资活动现金缺口变动趋势。

筹资活动方面，关注企业融资及偿还债务的规模，与债务规模匹配程度，测算企业筹资活动前产生的现金流量净额以判断融资需求，并对比筹资活动产生的现金流量净额来判断企业对外融资压力。

现金流量主要考察指标包括经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、经营流动负债比、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等。

## 6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于贸易企业偿债能力的分析，主要关注以下几点：

(1) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；重点关注流动比率、速动比率、经营现金流动负债比等计算指标。若持有流动性较好的金融资产，也需考虑其公允价值对短期债务的保障程度。通常来讲，贸易企业现金类资产受限规模较大，其经营特点导致其对资金流动性要求较高，普遍存在一定短期偿债压力。

(2) 长期偿债能力，主要分析指标包括 EBITDA、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数。EBITDA 是未计利息、税项、折旧及摊销前的利润，是利润衡量的重要指标。EBITDA 利息倍数应考虑 EBITDA 对费用化利息支出和资本化利息支出的覆盖程度，EBITDA 对利息的覆盖倍数越高，对长期债务的保护能力越强。

(3) 关注公司全部债务期限分布情况及一年内到期债务期限分布及集中度及偿债资金来源，偿债资金来源是否过度依赖再融资，结合再融资渠道、授信额度及授信结构判断其偿债资金来源是否可靠，同时关注公司现金类资产、经营活动现金流入量及经营活动现金流量金额对一年内到期债务的覆盖程度。

(4) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

## 7、财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。

管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、投资活动、现金分红政策等评估。一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

### （三）母公司财务分析

部分多元化企业主营业务的开展依赖于下属专业子公司，母公司报表与合并报表反映出的信用水平差异大，本部存在经营规模小但由于承担集团内重要融资职能，债务负担很重。对于企业本部独立信用状况较弱的情况，母公司财务分析应重点关注资产质量与流动性、偿债能力、盈利能力、现金流等，作为风险判断的基础。若近三年存在重大资产/子公司置入置出，应关注收购资产的资金来源，收购主体以及出售重大资产的频率与目的。

资产方面，应考察货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产等流动性强或具备可抵质押能力的优质资产规模。

偿债能力方面，应考察企业本部是否承担集团内重要融资职能，债务负担与债务期限结构，同时结合本部实际可调用的偿债资产及外部资源测算短期与长期偿债压力。此外，还需重点分析本部债务资金实际用途，是用于核心子公司主营业务运营、关联方拆借、还是对外投资。若用于关联方拆借，企业占用资金是否以合理成本计息，关联方是否按时偿还利息与本金，并相应产生现金流入。

盈利能力方面，应考察本部营业收入构成、本部业务毛利率变动及原因、本部利润主要来自主营业务还是下属子公司分红、下属子公司分红的稳定性与可持续性等。

现金流方面，应考察本部经营活动现金流入量与净额规模、本部经营业务收入实现质量与稳定性、对外投资规模及收到子公司分红情况与可持续性。

### （四）其他调整事项

关注企业抵质押情况：是否存在股权、土地、设备、厂房等资产的抵质押，抵质押比重。

担保风险重点关注：1）对内及对外担保规模，对外担保比率（担保责任额/所有者权益）是否高于 30%（含），有无反担保措施；2）担保对象企业性质，是否民营企业，行业及区域集中度情况；3）被担保企业是否出现贷款逾期而发生

重要代偿事件。

未决诉讼风险重点关注：1) 诉讼涉及金额大小，是否占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失；2) 因诉讼事件导致企业直接损失达到企业所有者权益的 10%（含）以上；3) 诉讼可能导致公司经营受到严重影响。

关联交易风险重点关注：1) 企业是否制定明确的关联交易制度，是否存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；2) 企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比达到公司收入 50%以上；3) 企业提供的对外担保或委托贷款中针对关联企业的占比达到 50%（含）以上。

关注企业是否具有通畅的直接、间接融资渠道，如获得银行授信情况（授信总额及尚未使用额度情况）、授信结构及合并范围内是否含有上市公司等。

关注企业过往债务履约情况，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

## （五）关键假设

联合评级主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合评级会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合评级假设：

（1）企业违约率的大小主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量；

（2）企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度；

（3）从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况；

（4）经营风险方面，通常情况下，宏观经济经济向好、主要国际贸易伙伴需求强劲、国际贸易摩擦放缓、行业景气度回升、产业链上下游企业经营环境改善、贸易产品供求现状及前景良好、行业集中度和竞争适中、产业政策变化趋势向好，企业面临的行业风险越低；企业股东背景越强、经营规模越大、区域/细分行业地位越高、产业链覆盖程度（仓储、物流配套及工贸一体化）越全面、业务渠道覆盖程度更广、具有多元化发展格局和越易获得外部支持（如股东、政府）

的企业基础素质越好；治理结构、管理体制、内部控制、风险控制和管理制度建设及执行越完善的企业，企业管理能力越强；企业经营经验越丰富、供应商及客户资源越稳定、货权把控能力及风控能力越好、经营效率越高、垫资情况越少、贸易类客户占比越低、贸易产品同质化程度越低、产品越具垄断性的企业，其经营情况越好；发展规划和经营策略合理、符合国家发展政策的企业，且重大投资项目以及企业发展的重大事项能够提高企业成长性和稳定性，企业未来发展能力较好；

（5）财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、资产质量较高、资本结构合理、主业盈利能力较强、现金流量充足且稳定、资产受限情况较少、偿债能力较强、债务与资产期限结构匹配良好的企业，其财务风险较低。通常情况下，企业应收项目、存货中非房地产项目的资产流动性较好，非流动资产中计入在可供出售金融资产/长期股权投资中可流通的股票或股权质量较好，在建工程、固定资产及良好地段的投资性房地产的资产质量较高；债务负担较轻、对外部融资依赖程度较低、债务结构合理的企业，其资本结构较合理；主营业务毛利率，营业利润率、期间费用及汇兑损益控制情况、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好的企业，其主业盈利能力较强；现金类资产对短期债务的保障程度较高，且流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如企业经营性现金流、EBITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较强。

（6）额外的外部支持、未来发展重要事项、重要风险事项以及其他因素也将引起企业面临的风险。企业预期出现权益减少（如资产剥离、股东减资等方式）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如财政拨款、股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式），重大投产项目、整合并购项目储备规模增加企业收益水平和竞争力，收购兼并（如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源），签订重大合同预计提高企业营业收入一定程度等行为，将降低企业面临的风险；企业获得政府支持（如享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续的、力度足够的支持，有政府明确担保且有政府救助历史，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持和补贴等力度大、股东为发行人债务提供担保、母子公司存在交叉违约条款、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其

他不利因素（如因环保督查导致企业经营受到重大影响、反腐或行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

## 附件 1 贸易企业主体长期信用等级设置及其含义

联合评级主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

## 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年到两年内可能的评级方向的预测，体现了对受评主体财务趋势、行业风险、竞争环境和市场状况等的判断。具体含义如下：

评级展望	含义
正面	预示有可能导致升级的评级行动
稳定	预示信用等级变化的可能性较小
负面	预示有可能导致降级的评级行动
评级观察（含可能下调的观察）	预示短期内可能导致信用等级调整事项的结果尚不明确
发展中（不确定）	预示可能导致信用等级调升或调降事项的结果在较长时间内不能确定