

R-4 评级过程及方法更新说明

一、 新增、修订或废止有关制度或机制

2022 年，标普信评新增、修订或废止了以下评级过程及方法中的制度及内容管理制度。此次对以下制度的变更旨在规范评级业务管理、增加透明度和内容表述的清晰度，不会对标普信评评级工作或评级结果产生特别影响。

制度名称	变更情况	变更时间
主动评级业务管理制度	新增	2022 年 1 月 7 日
关于评级方法、评级模型的改进、生效和审查的政策和流程	修订	2022 年 3 月 9 日
复评制度	修订	2022 年 4 月 13 日
现场访谈工作制度	修订	2022 年 4 月 13 日
关于评级方法、评级模型的改进、生效和审查的政策和流程	修订	2022 年 11 月 17 日

二、 新增、修订或废止评级方法和模型的

2022 年起截至本材料披露日，标普信评修订或废止了以下评级过程及方法中的评级方法与模型。

结构融资评级方法论更新：此次结构融资评级方法论文本的更新旨在丰富内容、增强透明度。本次更新不代表评级方法的调整，亦不会对标普信评的评级工作或评级结果产生特别影响。

标普信用评级（中国）补充评级方法论—必须消费品行业更新：此次评级方法论文本的更新旨在丰富内容、增强透明度。本次更新不代表评级方法的调整，亦不会对标普信评的评级工作或评级结果产生特别影响。

标普信用评级（中国）补充评级方法论—通用评级方法：此次评级方法论文本的更新旨在丰富内容、增强透明度。本次更新不代表评级方法的调整，亦不会对标普信评的评级工作或评级结果产生特别影响。

标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论：此次评级方法论文本的更新旨在丰富内容、增强透明度。本次更新不代表评级方法的调整，亦不会对标普信评的评级工作或评级结果产生特别影响。

标普信用评级（中国）补充评级方法论—交通基础设施行业：此次评级方法论文本的更新旨在丰富内容、增强透明度。本次更新不代表评级方法的调整，亦不会对标普信评的评级工作或评级结果产生特别影响。



标普信用评级（中国）补充评级方法论—非必需消费品行业：此次评级方法论文本的更新旨在丰富内容、增强透明度。本次更新不代表评级方法的调整，亦不会对标普信评级的评级工作或评级结果产生特别影响。

标普信用评级（中国）补充评级方法论—科技和电信行业：此次评级方法论文本的更新旨在丰富内容、增强透明度。本次更新不代表评级方法的调整，亦不会对标普信评级的评级工作或评级结果产生特别影响。

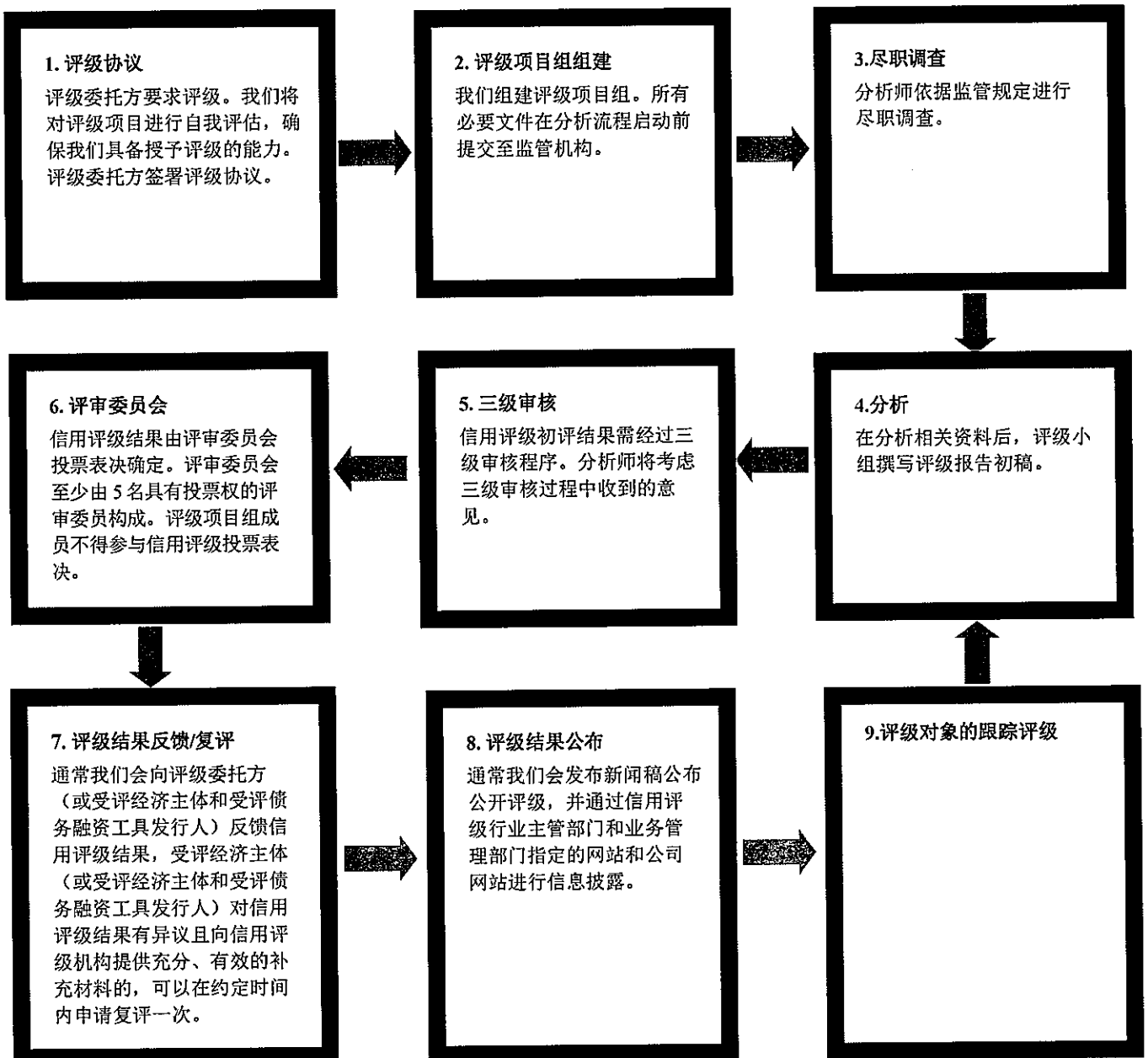
标普信评（中国）补充评级方法论—工业行业：此次评级方法论文本的更新旨在丰富内容、增强透明度。本次更新不代表评级方法的调整，亦不会对标普信评级的评级工作或评级结果产生特别影响。

评级方法与模型名称	变更情况	变更时间
结构融资评级方法论	修订	2022年4月21日
标普信用评级（中国）补充评级方法论—必需消费品行业	修订	2022年8月29日
标普信用评级（中国）补充评级方法论—通用评级方法	修订	2022年8月29日
标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论	修订	2022年8月29日
标普信用评级（中国）补充评级方法论—交通基础设施行业	修订	2023年3月28日
标普信用评级（中国）补充评级方法论—非必需消费品行业	修订	2023年3月28日
标普信用评级（中国）补充评级方法论—科技和电信行业	修订	2023年3月28日
标普信评（中国）补充评级方法论—工业行业	修订	2023年3月28日

R-4-1 - 评级业务重要环节的相关规章制度

标普信用评级中国—在签署评级协议、评级项目组组建、尽职调查等业务环节中的行为准则或内部规章制度

我们的评级业务流程



如果评级委托方（或受评经济主体和受评债务融资工具发行人）要求对评级结果提出异议并要求复评，我们会按照相关监管要求及内部程序开展复评工作。

1. 评级协议 - 在签署最终的评级协议前，我们会与评级委托方合作，简要列出评级对象评级分析时所需的材料。我们将对评级项目进行自我评估，确保我们具备授予评级的能力。

2. 组建评级项目组-在我们签署评级协议后并符合立项条件时，我们将组建评级项目组。评级项目组会使用公开资料与可获得的其他信息，尽力了解评级对象，并准备在尽职调查前制订详细的调查提纲。然后分析师小组将开始安排对受评对象的尽职调查。

具体详情，请参考 R-4-1 的附件：评级业务制度。

3. 尽职调查 - 评级项目组应按照监管机构的规定开展尽职调查。在此阶段，评级项目组一般会调查评级对象的主要业务，访谈管理和生产流程的关键人员。尽职调查的观察结果将记录在尽职调查工作底稿中。在此阶段中评级项目组也会评估评级对象提供的信息，以确保相关信息达到评级项目组所需之质量与完整性要求。

我们的尽职调查流程是根据相关监管机构的要求以及我们的信用评级业务调查访谈工作规程进行。具体详情，请参考 R-4-1 的附件：评级业务制度。

4. 分析 - 评级项目组根据我们的方法论分析所有相关信息，撰写评级报告初稿。

请参考 R-4-1 的附件：评级业务制度，以了解我们的信用评级分析所考量的基本原则。

5. 三级审核 - 确保信用分析的质量与完整性，信用评级初评结果需经过三级审核程序，包括评级小组初审、部门再审和公司三审，在三级审核阶段，审核人员应依次独立撰写审核意见，完成审核后三级审核表反馈给评级项目组。信用评审委员会需在三级审核后举行。

具体详情，请参考 R-4-1 的附件：评级业务制度。

6. 评审委员会 - 信用评级由评审委员会投票表决确定。信用评审委员会将对分析内容进行评估，以确保其符合披露要求。评审委员会至少由 5 名具有投票权的评审委员构成。评级项目组成员不得参与信用评级投票表决。

具体详情，请参考 R-4-1 的附件：评级业务制度。

7. 评级结果反馈/复评 - 在信用评审委员会以投票方式确定信用评级结果后，我们将向评级委托方或受评经济主体、受评债务融资工具发行人告知评级结果。评级委托方、受评

经济主体、受评债务融资工具发行人对信用评级结果有异议且向我们提供充分、有效的补充材料的，可在约定时间内申请复评一次。

具体详情，请参考 R-4-1 的附件：评级业务制度。

8. 评级结果公布 - 在评级结果最终确定后，通常会发布新闻稿公布公开评级，并通过信用评级行业主管部门和业务管理部门指定的网站和公司网站进行信息披露。

具体详情，请参考 R-4-1 的附件：评级业务制度。

9. 评级跟踪 - 在信用评级结果有效期内，我们会按照相关监管要求安排跟踪评级工作。其中，评级结果有效期为一年以上的，我们通常每年跟踪评级一次，并及时公布跟踪评级结果。业务管理部门另有规定的，从其规定。

具体详情，请参考 R-4-1 的附件：评级业务制度。

附件：评级业务相关制度

评级业务承揽、合同签订流程和要求

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2019年8月1日

标普信用评级（中国）员工应遵守本制度。

原则

第一条 本制度阐述了标普信评对评级业务承揽、合同签订流程和要求的具体要求。

第二条 商业人员必须严格遵循《利益冲突管理制度》。

评级业务承揽、合同签订流程和要求

第三条 在分隔公司商业与分析活动以确保分析活动的独立性的原则下，商业人员不得以销售或营销考虑影响或试图影响分析人员或邀请分析人员讨论或参与任何与销售或营销有关的活动。

第四条 商业人员不得参与任何信用评级活动。

第五条 商业人员不得采取低于行业公允价格、级别保证和诋毁同业等不正当竞争手段承揽业务；在开展销售或营销活动的过程中，商业人员不得向潜在评级对象以明示或默示方式承诺或保证级别。

第六条 在任何情形下，商业人员不得以不公正的，强迫性的或者不正当的行为而换取商业机会。

第七条 商业人员获得商机后与潜在受评企业联系，就客户需求与其商谈，明确评级服务范围并准备有关的信用评级协议。

第八条 受评企业签署好的评级协议将由公司后台及法务部门审核，确定无误后由公司签署协议。

第九条 信用评级协议需明确初始评级安排、信息保密、跟踪评级安排及评级费用等有关事项。

第十条 在受评企业支付委托评级费用后，公司方可通知分析团队启动评级程序。

第十一条 评级协议一式五份，由公司保留三份（其中一份作为向监管机构备案之用），受评机构保留二份。

评级任务分配、项目组组建流程和项目负责人制度

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2019年8月1日

最新修订日期：2021年9月1日

标普信用评级（中国）员工应遵守本制度。

原则

第一条 本制度阐述了标普信评对评级任务分配、项目组组建流程和项目负责人制度的具体要求。

第二条 本制度适用于非金融企业评级。在适当的情况下，也可能会用于其他类别的评级。

分配流程和要求

第三条 标普信评根据评级对象（发行人）所处行业特点、企业规模及企业机构的复杂程度组建评级小组。

第四条 组建评级小组时，标普信评需审查与受评企业之间是否存在以下情况：受评企业或其关联机构与标普信评存在足以影响信用评级独立性的股权关联关系及标普信评开展评级业务前6个月内持有与受评对象相关的证券或衍生品头寸；标普信评在开展信用评级业务期间买卖与受评对象相关的证券与衍生品。如若存在上述情况，标普信评不会对其开展评级业务。

第五条 评级部门总经理或其授权人员分配项目评级小组。

- 第六条** 评级小组需由不少于两名专业分析人员组成，评级小组成员应符合相关资质要求。评级小组成员不得连续 5 年为同一受评企业或其相关第三方连续提供信用评级服务，自期满未超过 2 年的不能参与该受评企业或其关联企业的评级活动。
- 第七条** 分析师或其直系亲属若存在以下情况，该分析师则不得成为此评级小组成员：持有受评对象的出资额或股份达到 5% 以上，或是受评对象的实际控制人；受聘为受评企业的董事、监事、高级管理人员或其他关键岗位负责人；担任受评对象聘请的中介服务机构负责人或项目签字人；持有与受评对象相关的证券或衍生品；其他影响评级人员客观，独立，公正立场的情况。
- 第八条** 相关分析师将不得在开展信用评级业务期间买卖与受评对象相关的证券和衍生品。
- 第九条** 评级小组建立后，由信评委秘书在公司内部系统中建立项目文档。
- 第十条** 评级小组组长为本次评级行动的总负责人。

现场访谈工作制度

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2019年8月1日

最新修订日期：2022年4月13日

标普信用评级（中国）员工应遵守本制度。

原则

- 第一条** 本制度所称现场访谈，是指在对受评对象或债务融资工具发行主体及债项评级和跟踪评级过程中，在合理范围内对评级所需信息进行收集、核查、分析和验证的一系列活动。
- 第二条** 本制度旨在确保参加调查访谈的人员具备良好的职业道德和专业胜任能力，遵循独立客观、诚实守信、勤勉尽责的原则开展调查访谈工作。
- 第三条** 调查访谈是评级质量控制和保障的基础，为保障评级所依据信息的及时性、充分性和可靠性，评级分析人员应有效开展调查访谈工作，以准确、全面地识别和判断受评对象的信用风险。
- 第四条** 按照合同约定开展相关发债市场的信用评级业务，应遵守相关市场的评级作业规则。如果合同未约定特定的发债市场，则按照行业监管部门和公司指定的相关市场规则执行。

调查访谈适用情形

- 第五条** 在以下情形下，我们通常对评级对象进行实地调查访谈：
- 对受评对象的首次评级；
 - 对于适用于银行间市场法规管理的非金融企业，对同一企业发行的多期债务融资工具进行连续评级，与最近一次实地调查现场访谈时间间隔超过1年的；
 - 对于适用于银行间市场法规管理的非金融企业，跟踪评级时，与最近一次实地调查访谈时间间隔超过2年，或项目组成员在上次实地调查访谈后已全部更换的。

当受评企业发生公司规定的不定期跟踪监测事项指引中可能影响其偿债能力的重大事项，项目组应在知悉或应该知悉该事项后及时评估是否实地调查访谈；经审慎评估决定不实地调查访谈的，项目组应采取有效方式获取评级所需的必

要信息，并应报部门负责人或评级总监或其授权人员审核，并详细记录保存评估情况。

访谈时间

第六条 实地调查访谈应安排充足的访谈时间，首次评级的实地调查访谈不得少于3天（银行间市场）或2天（交易所市场），跟踪评级的实地调查访谈时间由项目组根据实际情况和需求自行决定。

调查访谈人员

第七条 接受评级委托后，应成立项目组，项目组成员应与该项目不存在利益冲突，并注意保持成员的连续性及轮换机制。项目组成员至少由两名分析师组成，项目组长和项目组成员的资格能力应根据不同受评对象类型符合不同市场相关监管要求。例如：项目组长应当从事资信评级业务3年以上；项目组成员应当具备从事相关项目的工作经历或者与评级项目相适应的知识结构等。

第八条 项目组长应负责调查访谈全流程工作。

调查访谈过程与方式

第九条 访谈准备工作

进场访谈之前，评级项目小组需要确保以下事宜：

- （一） 项目组对受评对象有充分的了解并沟通核心关注点；
- （二） 项目组及时掌握受评对象和涉及行业的最新动态；
- （三） 项目组应当对前期收集到的相关信息进行审核分析，形成实地调查访谈工作方案，工作方案应包括实地考察地点、访谈部门、访谈对象、访谈时间、访谈内容以及需要评级对象配合的事项等。

一般情况下，评级项目小组需要将相关资料(如访谈提纲等)提前发送给受评对象或其指定代理机构，并确保在现场访谈时可以讨论资料上的问题。

第十条 项目组应根据评级对象的特点及经营情况，确定资料收集的内容，制定详细的调查提纲，通过多渠道多方式进行信息收集。

第十一条 评级信息的收集渠道一般包括：

- 受评企业以及与受评企业存在业务、管理、监督等关系的相关机构，包括受评企业的重要客户、控股股东、以及相关金融机构、政府部门、司法部门、其他社会征信机构等。
- 公开信息披露媒体、互联网及其他可靠渠道，包括监管机构指定信息发布媒体、权威统计部门发布的信息、专业资讯和数据提供商、行业协会网站或刊物等。

第十二条 项目组应通过现场访谈、查看生产经营管理场所/重要基础资产等方式，深入了解评级对象公司治理、生产经营和财务运行等情况，并与其他渠道所掌握的资料进行比较印证，以充分客观地揭示信用风险。
不进行实地调查访谈的，应采取电话访谈、信函问询等有效替代方案并做好记录，以保障评级信息质量。

第十三条 访谈对象应根据不同受评对象类型覆盖不同部门或对象，并满足不同市场法规要求。如果是跨市场的评级项目，需同时满足不同市场法规的要求。
访谈对象一般可以包括评级对象的高级管理人员，管理部门、财务部门及主要业务部门负责人及其他有关人员，实际控制人，近一年总资产、净资产、营业收入或净利润占公司合并数据 35%（银行间市场）或 20%（交易所市场）以上的子公司负责人，以及项目组认为有必要的子公司管理人员、母公司管理人员和金融机构、行政主管部门、工商税务部门、关联公司、主要业务往来单位、对外担保对象或信用增进机构等外部机构。上述对象中无法现场访谈的，项目组应在访谈记录上列明原因，并通过其他有效方式进行补充调查。

第十四条 项目组应重点了解评级对象或相关机构的风险，有针对性地提问，形成详细的访谈记录，并确保访谈记录的完整性和准确性。访谈记录应至少包括受访单位名称、受访人员姓名及职务、访谈地点、访谈持续时间、访谈内容。访谈记录需作为工作底稿统一归档留存。

第十五条 调查访谈工作贯穿于评级全过程，现场访谈结束后，根据评级需要，项目组可进行非现场调查或再次进行现场访谈。信用评级机构应持续监测受评企业的信用变化状况，发现任何经合理预期可能会影响受评企业风险状况的信息，应及时与评级对象及相关方沟通了解，获取并评估相关信息。

第十六条 若发现信息存在重大差异或对材料有异议的，应当对有关事项进行重点调查、复核，要求评级对象就该事项进行说明；必要时，应向承销商、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等专业机构进一步了解。

第十七条 项目组应将评级资料清单、访谈提纲、现场访谈记录、电话访谈记录、邮件记录、信息评估情况等作为工作底稿保存，并及时将所获取的评级对象其他相关资料一并纳入项目档案保存并按照公司的档案管理制度进行保管。

内部管理要求

第十八条 调查访谈过程中，评级人员不得出现以下情形：

- 与评级对象的工作人员讨论评级费用，或诱使被评机构用高费用获得较高的评级；
- 向评级对象或相关机构承诺级别；
- 提出与评级工作无关的要求，向客户暗示、索取或接受任何形式的经济利益；
- 利用自身身份、地位和执业中所掌握的评级对象资料和信息为自己或他人谋取私利；
- 授意或协同评级对象及其他利益相关方篡改或隐瞒相关评级资料；
- 其他影响评级独立性、公正性的违法违规行为。

第十九条 我们及其相关工作人员在调查访谈工作中，应当依法履行保密义务；在评级信息依法披露之前，除用于监管要求、评级协议约定用途、委托方及评级对象外，我们及其相关工作人员应当履行信息保密义务，不得向内部其他人员和外部泄露相关评级信息。

评级报告撰写及审核制度

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2019年8月1日

最新修订日期：2021年9月1日

标普信用评级（中国）员工应遵守本制度。

原则

第一条 本制度手册阐述了对信用评级报告（“评级报告”）撰写及审核的具体要求。

第二条 本制度适用于非金融企业评级。在适当的情况下，也可能会用于其他类别的评级。

评级报告撰写要求

第三条 评级小组应当根据与评级对象（发行人）相适应的评级指标体系和评级方法，对评级材料深入分析。

第四条 评级小组应利用最新版的评级报告模板来撰写评级报告。

第五条 评级报告的信息披露应符合监管机构的相关规定。

第六条 评级报告应充分反映评审会的决定和意见。

评级报告审核要求

第七条 信用评级初评结果须依序经过评级小组初审、部门再审和公司三审的三级审核程序。

第八条 信用评审委员会需在完成三级审核后举行。

第九条 评级报告需经部门总经理审阅后送达发行人，以确认是否有实质性陈述错误，同时也赋予发行人要求复评的机会。复评流程需遵循监管机构的相关规定。

第十条 评级报告最终版本上面应加盖公章，盖章需向部门总经理或授权人员申请。

评审委员会制度

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2019年8月1日

最新修订日期：2021年9月1日

标普信用评级（中国）员工应遵守本制度。

原则

- 第一条** 本制度阐述信用评审委员会的组成、运行程序、表决机制、以确保信用评级以独立、公正、公平、客观、不受销售或营销因素等外部商业影响的方式评定和发布。
- 第二条** 参与信用评审委员会的评级人员在讨论中应保持独立性，根据评级小组完成的上会材料独立做出评判，不能受评级对象（发行人）及其他外来因素的影响，在评级过程中应做到公正，不带有任何偏见。
- 第三条** 本制度适用于非金融企业评级。在适当的情况下，也可能会用于其他类别的评级。

评审委员会组建

- 第四条** 评审会议应至少由5名评审委员参加，独立发表评审意见。
- 第五条** 评审委员会成员的组成应满足相关的监管规定。
- 第六条** 评审委员会必须指定一名评审委员会主席。

第七条 评级小组成员不能对于该评级项目的最终结果进行表决，只有被委任的评审委员会成员才能在评审委员会会议上投票。

第八条 如果员工存在实际或潜在的利益冲突，不应出席评审委员会会议或者在评审委员会会议上投票。

评审委员会召开

第九条 信用评级初评结果应当经过评级小组初审、部门再审、公司三审的三级审核程序。

第十条 评级小组向评审委员会提交上会材料后，评审委员会召开评审委员会会议。

第十一条 信用评级结果必须由信用评审委员会通过召开评审会议以投票表决方式确定。

第十二条 评审委员会听取评估小组情况介绍，并对上会材料进行讨论。

第十三条 参会评审委员会成员的委员必须独立发表评审意见。

第十四条 信用评审委员会应当根据评级方法论进行信用分析，决定受评对象的信用等级。

评审委员会评级评定

第十五条 评级结果必须以投票方式表决。

第十六条 评级结果须经半数以上的与会评级委员同意方为有效。

复评制度

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2019 年 8 月 1 日

最新修订日期：2022 年 4 月 13 日

标普信用评级（中国）员工应遵守本制度。

原则

- 第一条** 为保证信用评级独立、客观和公正，切实保障公司报告质量，根据监管部门相关规定并结合实际情况，特制定本制度。
- 第二条** 本制度所规定的复评，是指标普信评在信用等级评定后或跟踪评级信用等级发生调整时，将评级报告发送给评级委托方或受评对象，评级委托方或受评对象对评级结果提出异议，并在规定的时间内提出重新评定的申请。标普信评决定受理后，经项目组分析和内部审核，提交信用评级委员会重新评定，确定复评结果并告知评级委托方或受评企业的过程。
- 第三条** 本制度阐述了对发行人作出复评通知的要求以及程序、评级结果发布的目的和具体要求。
- 第四条** 标普信评分析师将严格遵守本制度进行复评分析。

通知与复评

- 第五条** 在信用评级报告送达评级委托方后，委托方应当在规定期限内提出复评申请。
- 第六条** 如委托方和评级对象不为同一单位的，则还应将信用评级报告初稿送交评级对象。
- 第七条** 如果评级委托方或评级对象对评级结果没有异议，则评级结果为本次评级的最终信用级别。如果评级委托方或评级对象对评级结果有异议或在信用评级报告反馈期间内发生可能对评级结果产生影响的变动时，可以在约定时间内申请复评一次。
- 第八条** 对于适用于银行间市场法规管理的评级对象，委托方或评级对象需要在 2 个工作日内提出复评申请，并以书面（或邮件）形式告知评级项目小组，并可在 5 个工作日内向评级项目小组提供补充材料；评级项目小组应于接到补充材料后 2 个工作日内决定是否受理，如果受理则应在受理复评申请

后 5 个工作日内召开信用评审委员会会议重新评审，并告知委托方或评级对象复评结果。复评结果为本次评级的最终信用级别。

第九条 对于适用于交易所市场法规管理的评级对象，委托方或评级对象可以在 5 个工作日内向信用评审委员会提出复评申请，并提供可能对评级结果产生影响的补充资料的，信用评审委员会应当受理其申请。信用评级委员会受理复评后，评级项目小组根据补充的材料，按照规定的流程召开信用评审委员会会议重新评审，并告知委托方或评级对象复评结果。复评结果为本次评级的最终信用级别。

第十条 如果评级委托方或评级对象对评级结果有异议，但不能在规定的时限内提供充分、有效的补充材料，我们可不受理复评请求。当评级项目为首次信用评级时，如果对补充材料不予以受理，则评级项目小组组长应告知评级委托方或评级对象；当评级项目为跟踪信用评级时，如果对补充材料不予以受理，则评级项目小组组长除了应告知评级委托方或评级对象外，还可进行信用评级报告的后续披露工作。。

第十一条 当评级项目小组在告知评级委托方或评级对象复评结果之后，需要将复评申请、补充材料、信用评级委员会会议纪要等相关资料一并存入项目档案并按照公司的档案管理制度进行保管。

R-4-6 评级结果公布制度

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2019年8月1日

最新修订日期：2021年9月1日

标普信用评级（中国）员工应遵守本制度。

原则

- 第一条** 本制度手册阐述了标普信评对评级结果发布的具体要求。
- 第二条** 在评级报告发送给受评企业并获得确认无误后，我们会根据有关的监管要求尽快发布信用评级结果。
- 第三条** 信用评级结果包括受评对象的信用等级和评级报告。
- 第四条** 本制度适用于非金融企业评级。在适当的情况下，也可能会用于其他类别的评级。

评级结果披露要求

- 第五条** 标普信评出具的信用评级报告需当加盖公章。
- 第六条** 评级小组成员应保证信用评级报告的真实、准确、完整。
- 第七条** 评级报告应当在概述部分说明评级观点和评级依据，优势、关注（风险）及未来展望部分应当充分揭示影响因素及变化情况，以及其他按照监管要求需要披露的内容（不适用的除外）。

第八条 跟踪评级报告应当重点说明受评对象在跟踪期间的变化情况，以及就是否对原有信用等级进行调整做出说明，不应简单重复首次评级和前次评级的一般性内容。

第九条 在公开评级结果之前，除监管要求以外，所有员工必须履行信息保密义务，不得对外泄露有关的评级结果和内容。

第十条 决定终止已公布的评级结果和评级报告后，一般应当披露终止原因，在可以获取足够信息的情况下也可能同时披露最近一次的评级结果。

评级结果公布

第十一条 我们将依据国家有关法律法规的规定和监管的规定，将评级结果在监管机构指定的媒体或渠道和公司网站、对外发布。在监管机构指定的媒体或渠道披露时间不得晚于公司网站上披露的时间（如适用）。

第十二条 若法律法规没有特定要求，对由第三方委托进行的信用评级，按照信用评级服务协议约定的方式和范围发布评级结果和报告。

第十三条 对评级对象主动进行的信用评级，信用评级结果的发布方式应当有利于信用信息的及时传播。

第十四条 评级机构应当根据监管要求及时将评级结果和报告向信用评级业务主管部门上报。

R-4-7 跟踪评级制度

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2019年8月1日

最新修订日期：2021年9月1日

标普信用评级（中国）员工应遵守本制度。

原则

- 第一条** 为保证信用评级独立、客观和公正，切实保障公司报告质量，根据监管部门相关规定并结合实际情况，标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）特制定本制度。
- 第二条** 本制度阐述了对发行人作出跟踪评级的要求、程序、评级结果发布的目的和具体要求。
- 第三条** 标普信评分析师将严格遵守本制度完成跟踪评级。
- 第四条** 本制度适用于非金融企业评级。在适当的情况下，也可能会用于其他类别的评级。

跟踪评级

- 第五条** 跟踪评级分为定期跟踪和不定期跟踪。
- 第六条** 在标普信评初始评级发布后，分析团队会在信用等级有效期内持续跟踪受评主体的信用质量条件和相应指标。

第七条 对受评主体的分析包括但不限于对公司主体、所处行业环境、地理环境等状态的实时跟踪分析，并阶段性地与受评主体进行持续的沟通。

第八条 在信用等级有效期内，分析师须根据监管要求对评级进行跟踪。

第九条 评级结果有效期内发生可能影响受评对象偿债能力的重大事项时，信用评级机构应及时启动不定期跟踪评级程序，发布不定期跟踪评级结果和报告。

第十条 当受评企业发生重大事件，或其所属行业、所处区域、所在国家、或其他事件发生时，分析师可能采取相应的分析方法。

第十一条 如果现有评级的方法、模型或关键评级假设发生变更或者制定了新的方法、模型或关键评级假设，有可能影响信用评级，我们将召开信用评审委员会会议以决定产生的影响。

第十二条 跟踪的频率、时间、方法和程度并不固定；但是，跟踪通常会反映以下事项：

- 交易或实体业绩信息的频率和公开性以及其它相关信息；
- 与某个受评实体或交易或者一组、一类受评交易有关的风险因素和预期；
- 发生有可能影响信用评级的重大变化，包括标准和模型的变化；
- 宏观经济或金融市场状况变化的影响；及
- 从各种渠道获得的与信用状况有关的新信息

第十三条 分析师将遵循所有跟踪评级有关的制度、政策、程序、以及评级流程模板。

终止评级制度

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2019年8月1日

最新修订日期：2021年9月1日

标普信用评级（中国）员工应遵守本制度。

原则

第一条 为保证信用评级独立、客观和公正，切实保障公司报告质量，根据监管部门相关规定并结合实际情况，特制定本制度。

第二条 本制度阐述了对发行人或受评主体做出终止评级的要求以及程序。

第三条 标普信评分析师将严格遵守本制度完成终止评级。

第四条 本制度适用于非金融企业评级。在适当的情况下，也可能会用于其他类别的评级。

终止评级

第五条 出现以下情形之一，标普信评可终止已公布信用评级结果和报告：

- 发行人或受评主体不按约定支付评级费用。
- 发行人或受评主体拒不提供评级所需关键材料或提供的材料存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。
- 信用评级协议约定的合同期满或主动评级有效期届满。
- 受评债务融资工具不再存续的。

- 发行人或受评主体解散或者被依法宣告破产的；
- 评级工作不能正常开展的其他情形。

第六条 如发行人或受评主体主动提出终止评级的，标普信评将会根据不同的情形采取对应的措施。

第七条 若分析团队认为他们已经有足够的信息来提供一个更新评级报告时，标普信评可能在公示终止评级的同时披露最近一次的评级结果；

第八条 发行人或受评主体在公布首次评级结果或报告之前提出终止评级要求的，分析团队不必再进行任何其余工作。

第九条 如果决定终止已公布评级结果和报告的，一般应当公告终止原因、最近一次的评级结果或调整情况（仅适用于有足够的信息的情况下），并说明此项信用评级此后不再更新。

关于评级方法、评级模型的改进、生效和审查的政策和流程

标普信用评级（中国）有限公司

生效日期：2018年8月1日

最新修订日期：2022年11月17日

一、评级方法的制定

标普信用评级(中国)有限公司(以下简称“标普信评”或“我们”)评级方法包含了分析师在对发行人和债项进行分析并且授予信用等级时通常考虑的基本原则和关键因素，为分析师开展信用评估提供了框架。具体而言，我们的评级方法为分析师在识别风险并且分析这些风险对于信用状况的潜在影响时提供了参考信息，为我们的分析师和评级委员会在权衡各种风险以决定最终信用评级意见时提供了指引。我们的评级方法是在这种背景下制定的。

我们会适时制定、修改或撤销信用评级方法。由信用研究和技术部负责统筹，与评级分析部门商讨后确定是否需要对其进行修订、增加或废止。由信用研究和技术部和评级分析部门具体落实评级方法的制定、修改。

我们的评级方法旨在捕捉基本驱动因素，而不是囊括所有风险因素。制定评级方法的目的是为实践中的分析思维和判断提供指导。经公司评级技术委员会审议或评级总监审核通过的标普信评评级方法，然后才能由分析师在评级程序中使用。

标普信评评级方法的制定或审批将按照《行为准则》和《利益冲突管理制度》实施，并且不受商业因素的影响。

二、评级方法的审核和管理

我们制定并实施评级方法，用于对信用评级业务提供支持。

我们的评级方法旨在实现信用评级发布和跟踪的一贯落实。我们对于信用等级的表现实施持续跟踪。我们的评级方法处于定期监控之下，以确定其表现以及是否适用于目标领域，并且在必要时进行调整。

我们的评级方法随着市场的发展以及实际情形的需要而发生变化。如果决定更改信用评级方法，则由信用研究和技术部和评级分析部门协力，对于新的评级方法或现有方法的拟议修订开展调研。

在实施之前，新的评级方法或者经过修订的评级方法将提交给公司评级技术委员会或信用研究和技术部总监进行最终审定。一般来说，新的评级方法或者经过修订的评级方法还会涉及检验对于相关信用评级组合的影响。评级方法或其修订完成时，通常会及时落实到相关领域内的信用评级，随着评级方法在相关领域内实施，会及时发布产生的信用评级变化或影响。

新的评级方法或经过修订的评级方法还将根据相关监管要求向有关监管机构报备或做发布。

二、 评级方法的定期检查

现行的所有评级方法都应该定期检查。信用研究和技术部负责：(i)实施评级方法检查程序，及(ii)根据各个评级方法的适当时间间隔决定检查时间安排。

标普信用评级（中国）有限公司 主动评级业务管理制度

生效日期：2022 年 1 月 7 日
标普信用评级（中国）有限公司员工须遵守本制度。

第一章 总 则

第一条 为规范主动评级业务，根据有关政策法规及公司相关的管理规定，特制定本主动评级业务管理制度。

第二条 第二条本制度所称主动评级，是指公司未经委托，主要通过公开渠道收集受评主体相关资料，并以此为依据对受评主体开展的信用评级。

第三条 主体主动评级长期信用等级设置及含义详见附件。

第四条 主动评级应当遵循一致性原则，对同一类评级对象评级，或者对同一评级对象跟踪评级，应当采用一致的评级标准、评级方法和评级体系。

第二章 主动评级业务流程及质量控制

第五条 主动评级项目应根据《评级任务分配、项目组组建流程和项目负责人制度》挑选具有专业胜任能力的项目组长与组员，形成评级项目组。评级项目组成员应与受评对象不存在利益冲突，同时，需签署利益冲突回避承诺文件或申请主动回避。

第六条 评级项目组主要通过公开渠道搜集受评主体相关资料，信息来源包括但不限于受评主体公开披露的信息、专业资讯和数据提供商、研究机构报告、以及与受评主体存在业务管理、监督等关系的相关组织或机构正式对外提供的信息。

第七条 公司委托评级的方法论同样适用于主动评级。评级项目组对收集的公开资料进行分析，依据已公布的方法论形成初步评级观点，参照《评级报告撰写与审核制度》完成评级报告初稿及审核。

标普信评

S&P Global
China Ratings

第八条 主动评级报告内容和格式可根据实际需要相应简化。

第九条 评审委员会根据《评审委员会制度》对评级报告初稿和结果进行表决和确认。评审委员会认为所掌握的资料信息不足以对评级对象做出信用等级判断，可取消主动评级项目。

第十条 主动评级的结果可在公司网站进行发布。

第十一条 主动评级结果出具后，可根据实际需要参照《跟踪评级制度》的规定开展跟踪评级工作。

第十二条 评级报告发布后，公司可以根据情况撤销主动评级。

第十三条 在整个主动评级过程中，根据《评级过程质量控制制度》和《评级质量检验制度》来进行质量管控。

第三章 主动评级与委托评级

第十四条 主动评级报告应标注相关免责条款，提示评级为主动评级及其局限性，并应在报告标题、评级符号标识及报告声明等方面与委托评级报告的区别。

第十五条 对于同一受评主体，如由主动评级转为委托评级时，评级项目依照委托评级相关制度执行。如信用等级发生变化的，要向市场公告说明原因。

第四章 附 则

第十六条 本制度经公司制度管理委员会会议审议通过，自发布之日起施行。

标普信评

S&P Global
China Ratings

附件：

标普信用评级（中国）有限公司信用等级定义

一、概述

标普信用评级（中国）有限公司的信用评级反映了我们对于受评主体及其债务信用状况的前瞻性意见。我们在评级时，通常侧重于分析受评主体对其财务承诺的履行能力和意愿。

我们所提供的评级主要是为了对受评主体和债务的整体信用状况做出一个相对的排名。如果受评主体及其债务的评级较高，说明我们认为其信用状况相对于低级别的受评主体和债务来说更好。因此，我们的评级所衡量的并非是绝对的信用状况，而是相对的信用状况。

所谓的信用状况涵盖了多种考量因素，例如违约的可能性、可能获得的外部支持、偿付的优先顺序及回收率等。

我们认为随着经济和信用周期的变化，受评主体和债务的信用状况会发生改变，评级也会随之发生变化。为了应对信用状况可能发生的变动，我们会对评级进行跟踪。

二、衡量评级表现

我们用于衡量评级表现的主要方式是观察违约频率的大致排序。也就是说，若评级的表现符合预期，评级较高的债务平均应该

标普信评

S&P Global
China Ratings

呈现相对较低的违约频率；相反地，评级较低的债务平均应呈现相对较高的违约频率。

主体信用评级信用等级的划分、符号及含义如下：

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。对于委托评级，级别以“spc”作为后缀标识，如 AA_{spc}。对于主动评级，级别以“spc(u)”作为后缀标识。我们也可能给级别加上“展望”或“观察”，以表达我们对于级别的预期。

标普信用评级(中国) — 保险机构评级方法论

一、适用范围与概述

本方法论阐述了标普信用评级(中国)有限公司在为保险机构进行评级时所使用的评级方法。在适当的情况下,本方法论还可能用于其他类似机构的评级。

本方法论阐述了评估保险公司或类保险机构个体信用状况(SACP)和主体信用评级(ICR)时需要考虑的主要因素,包括集团或者政府对受评主体提供特殊支持的可能性。

本方法论在考察宏观因素时,将行业风险纳入运营环境的分析。除此之外,本方法论也会将保险机构的个体特征纳入考量,主要包括:竞争地位、资本与盈利性、风险状况、财务灵活性、管理与治理,以及流动性等因素。

综上,在分析 SACP 时,我们通常会考虑以下因素:

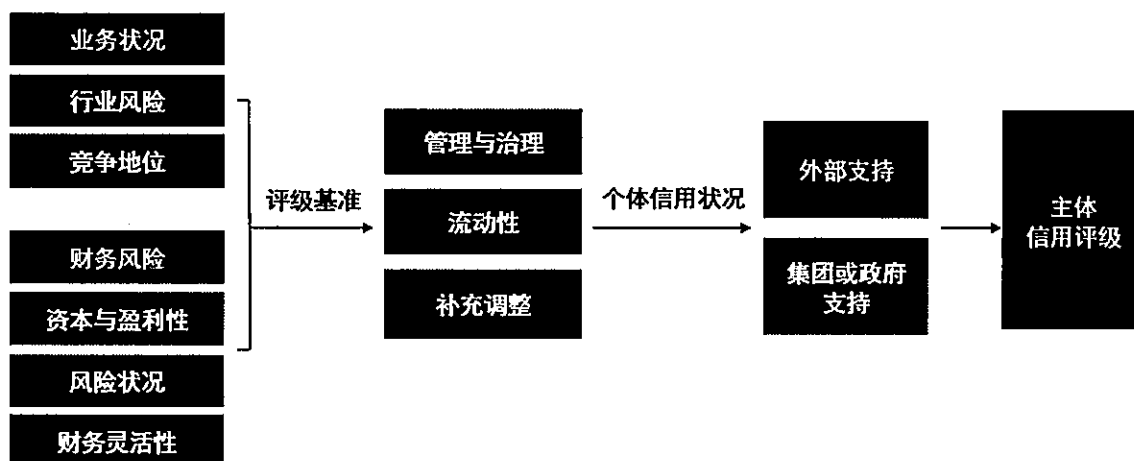
- 行业风险;
- 竞争地位;
- 资本与盈利性;
- 风险状况;
- 财务灵活性;
- 管理与治理;
- 流动性;
- 补充调整。

在评级的过程中,我们通常也会考虑保险机构获得外部支持可能性,包括来自于政府或集团的经常性支持和/或特殊情况下的支持。

我们会通过定性分析和定量分析来评估各评级要素以及集团和政府支持。对于行业风险、竞争地位、管理与治理、外部支持等要素,我们主要使用定性分析;而对其他要素则主要使用定量分析。对处于初创或关闭阶段的受评主体,我们可能还会考虑其他因素。

根据债务性质的不同,我们可能给予保险机构其它类型的评级。我们还可能在适当的时候对其 ICR 进行上调或下调。

保险机构评级方法框架



二、方法论

确定评级的步骤

本方法论通常采取下列步骤：

- 综合分析行业风险分析和受评主体的竞争地位，从而对业务状况做出评估；
- 综合分析资本与盈利性、风险状况及财务灵活性，从而对财务风险做出评估；
- 综合分析业务状况和财务风险，从而得出评级基准；
- 通过综合考虑管理与治理、流动性和补充调整因素，在评级基准的基础上做出进一步的调整，从而得出 SACP；
- 在 SACP 的基础上，分析获得集团或政府支持的可能性，从而得出 ICR。
- 我们还可能在适当的时候对 ICR 做出进一步的调整。

（一）业务状况

业务状况分析通常考察保险公司运营中的内在风险和其收益的可持续性。产品风险的高低和目标市场的竞争状况都会影响到业务状况的评分。在评估集团中个别成员公司的 SACP 时，我们一般从成员公司个体的层面考虑其业务状况。

我们在进行业务状况分析时，主要会考虑行业风险和竞争地位两个要素。

1. 行业风险

行业风险分析考虑受评主体在其特定行业领域内（例如人寿保险、财产保险领域）所面临的风险。我们考虑的因素通常包括：

- 经济风险；

- 系统性风险；
- 净资产收益；
- 产品风险；
- 进入壁垒；
- 市场增长前景。

2. 竞争地位

竞争地位分析考虑以下全部或部分因素（在适当的时候我们也可能考虑其它因素）：

- 竞争优势（包括市场地位、品牌认可度、声誉以及对分销渠道的掌控度等因素）；
- 业绩表现；
- 业务多元化程度。

（二）财务风险

我们进行财务风险分析时一般考虑资本与盈利性、风险状况和财务灵活性三大要素。

管理层通常基于机构业务状况和风险承受能力做出决策，这些决策产生的结果则会反映在财务风险中。这些决策涉及受评主体资本的充足性和补充方式（例如预期的增长和留存收益等）、风险状况，以及财务灵活性。

1. 资本与盈利性

在进行财务风险分析时，我们通常会首先分析资本与盈利性，包括监管资本标准。资本与盈利性分析利用定量和定性指标前瞻性地考察受评主体的资本充足情况，进而考察受评主体吸收损失的能力。在进行资本充足性分析时，我们通常会考虑的因素包括：可用的资本来源以及相关的资本要求等。

2. 风险状况

在进行风险状况的分析时，我们通常会考虑资本与盈利性分析中没有考虑到的因素，或者已经涉及到但可能会导致受评主体资本出现波动性的因素。这样的因素包括：投资组合质量、杠杆水平以及外汇风险敞口、风险管控等因素。

3. 财务灵活性

我们对财务灵活性的分析通常会考察受评主体是否能在外部资本和流动性的来源与用途之间取得平衡。我们通常考虑的因素包括：资本、流动性和杠杆水平等。

（三）其他分析

1. 管理与治理

管理和治理分析通常会考虑管理层的战略能力、运营效率、财务管理和治理措施，以及这些因素会如何影响其在市场上的竞争力、财务风险管理实力以及公司治理的稳健性等。

2. 流动性

流动性分析通常会关注受评主体在平时以及在不利的市场和经济条件下满足流动性需求的能力。

在进行流动性分析时，我们可能考虑以下因素：

- 是否足够偿付敏感负债；
- 需要追加抵质押品的可能性；
- 财务安排中重大限制性条款和评级触发条款（若有）可能产生的影响；
- 相较于投保人和债权人对其现金的需求而言，将资产转换为现金的能力如何。

3. 补充调整

补充调整的主要目的是为各项评级要素的评估提供一个可比的背景框架，从而得出 SACP。补充调整有助于我们评估各保险公司的具体情况，我们可能会对不同的个体信用状况评级因素使用不同的调整方法。我们可能在此步骤中进行进一步的同业比较，从而得出最终的 SACP。

（四）政府或集团支持

在分析集团或政府支持时，我们通常会分析保险机构与集团或政府之间的关系，从而评估其获得集团或政府支持的可能性，并将分析结果反映于在 ICR 之中。例如，如果我们认为来自集团或政府的支持会增强发行人的信用状况，我们会将该因素反映在发行人的 ICR 中。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级(中国) — 信用评级基本原则

一、适用范围与概述

标普信用评级(中国)有限公司在评定及跟踪信用评级时会遵循一套评级基本原则。本文所述的基本原则普遍适用于所有类型的企业、政府、结构融资产品和其他金融工具。对于某些类型的发行主体、债券和资产类别,我们会在相关的评级方法论中进一步阐述具体的评级原则。

我们的评级对象包括发行主体和债项,并旨在提供有可比性的评级。随着中国信用市场的逐步演变,我们可能会根据各行业违约情况的变化及其他因素对评级准则做出调整。

在对金融企业、非金融企业和政府进行评级时,我们主要分析以下三个方面:

- 发行主体或债项的个体信用状况(不考虑外部支持);
- 外部支持;
- 特定证券分析。

在对结构融资产品进行评级时,我们主要分析以下五个方面:

- 基础资产信用质量;
- 法律和监管风险;
- 现金流和交易结构;
- 运营和管理风险;
- 交易对手风险。

二、金融企业、非金融企业和政府评级基本原则

(一) 个体信用状况(不考虑外部支持)

在评估企业或政府机构的信用状况时,我们主要考虑其履行债务偿付义务时可运用的资源、债务的偿付规模及偿付时间。我们在评估企业或政府机构偿债能力时,旨在提供具有前瞻性的分析。其中可能包括对于未来收入和现金流的预测,以及对宏观经济情况和监管环境的预期。对于企业来说,未来的收入和现金流可能主要来自于业务的持续经营或投资等。而对于政府机构来说,未来的收入和现金流可能主要来自于税收收入、上级政府持续性的转移支付和政府性基金等其他收入。

无论是何种受评主体,我们通常都会从定性和定量两方面进行信用分析。

定量分析主要侧重于财务分析。与此同时,定量分析也会考虑受评主体财务状况的长期变化趋势和同业比较的结果。

对于企业而言,主要的财务指标包括盈利能力、杠杆率、现金流充足性、流动性和财务灵活性。在评估金融机构和保险公司时,我们可能还会考虑资产质量、准备金水平、资产负债管理能力、资本充足性和表外项目等因素。

标普信评

S&P Global
China Ratings

在分析政府机构时，我们所考虑的定量因素相较企业有所不同。对于政府机构的定量分析主要涵盖了对于经济环境、预算、财务状况的评估。分析经济环境时，我们主要考虑人口结构、经济发展水平和经济增长潜力。分析预算和财务状况时，我们通常会考虑财政收支、流动性、债务规模及偿债能力等。

当我们对企业进行定性分析时，主要的侧重点在于行业特性和企业特点。

行业特性通常包括行业增长前景、波动性、技术变化以及行业竞争状况。

我们在评估政府机构时，所考虑的定性因素相较企业有所不同。我们可能会考虑政策制定的有效性和可预测性、财政收支、对债务水平的管控能力以及对风险事件的应急处理能力等。

（二）外部支持

除了评估企业或政府机构的个体信用状况外，我们在信用分析过程中还将考虑受评主体可能获得的外部支持及其支持力度。这些因素将影响其主体信用评级。除了债务担保这样明确的支持外，我们在分析过程中还将考虑主体从关联企业、政府或其他机构取得外部支持的可能性。

在考虑政府支持时，我们会考虑各种形式的支持。例如我们会评估公共事业、交通基础设施企业和金融机构等政府相关主体(GRE)可能从政府处获得的支持。在分析 GRE 以及其他可能获得政府支持的受评主体时，我们通常会考虑其对于政府的重要性。

（三）特定证券分析

在分析特定证券时，我们通常会考虑证券的特征和条款、违约时该证券的偿付顺序以及抵押品清偿对于评级的影响。

三、结构性融资（资产证券化）评级基本原则

（一）基础资产信用质量

在大多数资产证券化交易中，我们首先会分析基础资产的信用质量，并评估其达到相应目标信用评级所需的增信水平。在此过程中，我们会分析该资产类别的历史表现，参照可比的资产类别，或采用其他分析方法。

针对具体的资产类别，我们可能会测算压力情景下逐笔资产的违约概率和损失程度，然后得出整体资产池的预期损失；或采用压力倍数法，以基准预期损失的倍数推算出各种压力情景下的预期损失，具体倍数因资产类别而异；我们还可能会构建一个基准池，并将其用作比较基准，从而得出拟证券化资产池在不同信用评级下的预期损失。

此外，在分析介于“AAA”至“B”之间的信用评级对应的增信水平时，针对不同的资产类别我们可能会使用不同的方法。比如我们可能会使用插值法，或是根据不同评级设定具体的基准，例如覆盖倍数或模拟违约率等。

(二) 法律和监管风险

在分析法律和监管风险时，我们通常会关注交易结构中基础资产的真实出售情况以及特殊目的载体的破产隔离效果。

(三) 现金流和交易结构

在分析交易结构和现金流机制时，我们通常会关注交易文件的设计，并分析现金流是否充足，从而评估交易是否有足够的增信水平和流动性可以用来按时足额偿付各档证券的本金和利息。

(四) 运营和管理风险

在分析运营和管理风险时，我们通常会关注资产/贷款服务机构或受托机构/计划管理人的履职能力，包括是否能及时收取回收款，以及对拖欠资金的催收能力等。

(五) 交易对手风险

在分析交易对手风险时，我们通常会考虑交易对手的债务状况，并且评估其对资产证券化产品的信用质量可能产生的影响。

四、其他事项

在适当情况下，我们在进行评级分析时可能会借鉴标普全球评级的经验，比如参考部分标普全球评级的分析技术或方法论。

我们还可能分析某些发行主体、债项或其他金融工具的信用状况，以评估它们是否会影响其他发行主体、债项或金融工具的信用质量。例如，在评级过程中，我们会分析受评主体母公司、交易对手或相关政府机构的信用质量，以评估其对受评主体信用质量的影响。

标普信用评级（中国）—地方政府评级方法论

一、适用范围与概述

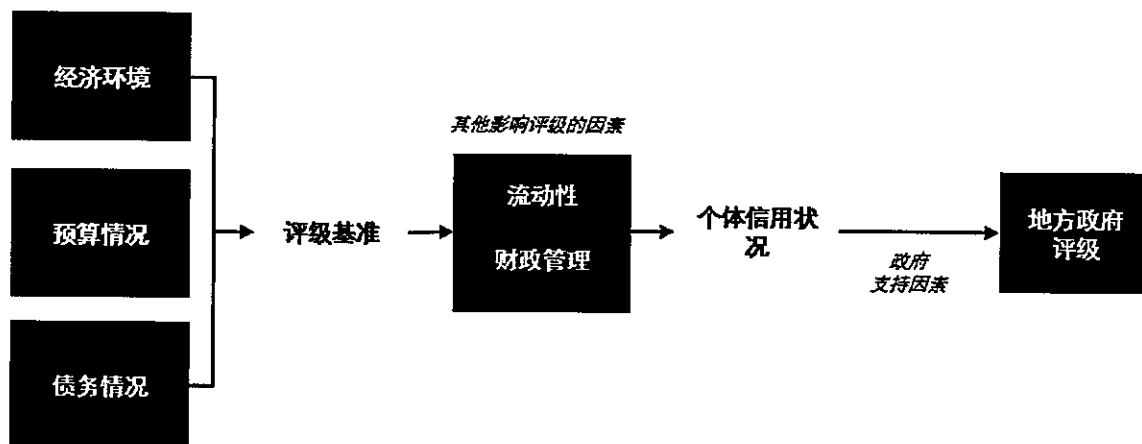
本方法论阐述了标普信用评级（中国）有限公司在为地方政府进行评级时所使用的评级方法。本方法论也可适用于具有与地方政府类似特点的发行主体。

地方政府的职责范围主要包括提供公共服务及为基础设施建设提供资金，而此类资金通常直接或间接地来自于居民缴纳的税费或者上级政府的转移支付。一般而言，地方政府一般会以其收入为这些公共服务和基础设施建设提供资金，但在必要时也可通过发行地方政府债券来获得资金。

我们会通过定性分析和定量分析来评估各评级要素，包括经济环境、预算情况、债务情况、流动性及财政管理等。

我们一般通过综合分析上述因素来评估地方政府自身的信用质量。有时候我们还会根据其与其他地方政府的细微差别和对比分析，对以上分析评估做出进一步的调整，从而得出该地方政府的个体信用状况（SACP）。最后，我们会考虑其获得外部支持的可能性，包括来自于其他层级政府的支持，从而得出主体信用评级（ICR）。

地方政府评级方法框架



二、方法论

在评估地方政府的信用状况时，我们通常会基于以下几个因素对其进行定性和定量分析：

- 经济环境
- 预算情况
- 债务情况
- 流动性
- 财政管理

我们通常将地方政府视为整个国家的政治、体制、行政和预算体系的一部分，主要是考虑到中央政府与各级地方政府在职能、财政收支和政策目标方面是协同一致的。

通常在得出地方政府的 SACP 后，我们会评估上级政府可能对其提供的支持，从而得出该地方政府的 ICR。

如果我们认为某一地方政府在面临较大偿债压力时，很有可能获得来自其他层级的政府提供的特殊支持（不包括可能已经反映在 SACP 里面的持续性支持），那么该地方政府的 ICR 可能会高于其 SACP。

影响地方政府 SACP 的因素通常有以下几点：

（一） 经济环境

经济环境分析一般考量经济因素如何影响地方政府的创收能力、支出需求以及其中长期的债务偿付能力。经济环境会受增长趋势、人口结构和经济多元化等因素的影响。

（二） 预算情况

预算情况分析一般考量我们预计地方政府可用于偿付债务的现金流水平和波动性（该现金流可能来自于运营和投资活动的收入）。同时我们可能会考虑必要时，地方政府是否能够增加收入或减少支出，以维持其偿债能力。此外，我们可能还会考量地方政府的一般公共预算收支和政府性基金收支的情况。

（三） 债务情况

债务情况分析一般考量地方政府的债务水平、债务结构和未来发展情况，以及我们预计这些因素将如何影响其偿债能力。同时我们可能会考虑地方政府的或有负债风险（如债务担保或地方政府相关实体的债务）及其所面临的市场风险敞口和市场波动。

（四） 流动性

流动性分析一般考量地方政府内部流动性来源（如现金储备和现金净流入）以及外部资金来源（主要包括政府间的资金划拨、银行贷款及资本市场融资能力）会如何影响其债务偿付能力。

(五) 财政管理

财政管理分析一般考量地方政府的财政管理质量和政治环境会如何在一定的时间范围内影响其债务偿付的意愿和能力。我们还可能会考虑地方政府对其相关企业（如国有企业）的管理等因素。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当情况下，我们可能在分析中采用不同的定性或定量指标，以反映特定发行人、债项或证券类型的分析情形。评级委员会可能调整评级方法论的具体应用方式，以便更好的反映分析当中的具体情形。

标普信评

S&P Global

China Ratings

标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论

2022年8月29日

编者按：重发本文旨在丰富内容、增强透明度，不代表评级方法的调整。此次发布的版本是对 2020年7月28日发布的《标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论》 的完全取代。

一、适用范围与概述

本方法论阐述了标普信用评级（中国）有限公司在为工商企业进行评级时所使用的评级方法和假设条件。在分析一些非工商企业时，我们可能会基于其行业特性或发行主体和债项的特点，在适当的时候使用本方法论。

本方法论阐述了工商企业个体信用状况（SACP）和主体信用评级（ICR）的评估方法。我们在进行信用分析时，通常会评估企业的业务状况、财务风险以及其他可能影响 SACP 的因素。同时，本方法论也阐述了我们一般如何基于上述因素评定企业的 ICR。

在分析业务状况时，我们通常会考虑企业在行业内面临的潜在风险和收益、所处行业的竞争环境（行业风险）以及企业的竞争优势和不足之处（竞争地位）。业务状况一般决定了企业在特定的 SACP 上可承受的财务风险的高低，也是企业实现预期经济收益的基础。我们通过分析行业风险和竞争地位，来评定企业的业务状况。

在分析财务风险时，我们通常会评估由企业管理层作出的决策所最终形成的财务结果。上述决策通常是企业管理层根据业务状况和财务风险偏好做出的，决策内容可能包括管理层如何融资、如何管理资产负债表等。财务风险还可以反映在特定业务状况下，企业所产生的现金流大小及其相应的偿债能力。我们一般会通过分析现金流和财务杠杆来评估企业的财务风险。

企业的业务状况和财务风险共同决定其评级基准。此后，我们会评估其他评级调整因素，从而得出 SACP。其他评级因素包括：多元化程度、资本结构、财务政策、流动性、管理与治理以及补充调整。在评定企业的 SACP 时，补充调整是最后一项考虑因素，因为其侧重考量企业的整体信用质量以及与同业对比分析的结果。

企业的 ICR 由 SACP 和支持框架共同决定。如果企业受集团或政府影响，该影响会反映在支持框架中，从而使 SACP 和 ICR 产生差异。

二、方法论

（一）工商企业评级框架

本方法论描述了信用分析框架及其主要因素。在该框架下，我们首先评估企业业务状况，之后评估其财务风险，然后根据两者的结论确定评级基准。在此基础上，进一步分析可调整评级的其他因素。

根据本方法论，企业的业务状况由行业风险和竞争地位共同决定，财务风险则侧重现金流和财务杠杆分析。我们会结合企业的业务状况和财务风险来评定其评级基准。

业务状况分析通常结合定性和定量分析。使用现金流和财务杠杆来分析企业财务风险时，相关的分析通常侧重于评估定量指标。

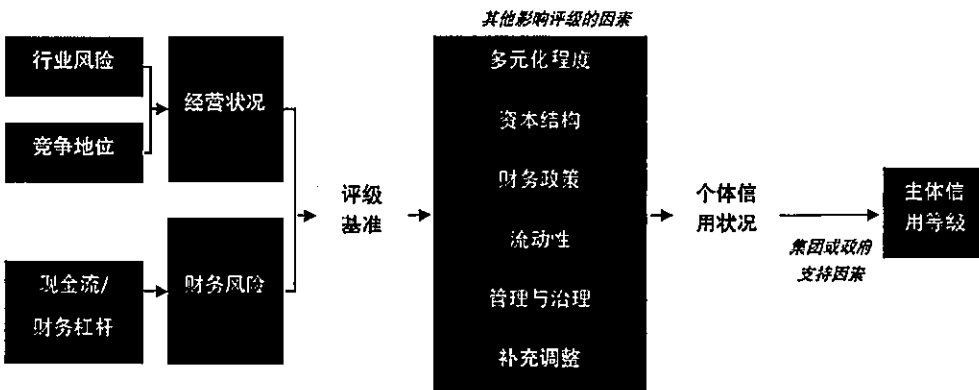
当评级基准确定后，我们将进一步分析其他评级调整因素。这些因素通常包括：多元化程度、资本结构、财务政策、流动性以及管理与治理。这些因素可能导致评级的上调、下调，或者保持不变。

最后，我们通过进行补充调整，即通过评估企业的整体信用状况及与同业进行对比分析，决定是否对评级做出进一步调整。

企业的 ICR 由 SACP 和支持框架共同决定。如果企业受政府或集团影响，该影响会反映在支持框架中，从而使 SACP 和 ICR 产生差异。上述影响一般不是持续性的，因为企业的 SACP 通常已经反映了政府对于政府相关企业或集团对于其子公司的持续性支持或负面影响。

图 1

标普信评工商企业评级方法框架



（二）业务状况分析

1、行业风险

行业风险分析涉及企业在所属行业内面临的主要风险等因素。行业风险通常能够反映各行业之间的具体差别，也可能反映了如行业趋势、技术因素、行业进入壁垒和行业周期性等其他因素。

我们可能会分析下列因素：

周期性

周期性反映的是宏观经济因素和行业特有动态给企业造成多大程度的波动。周期性由行业收入周期性和行业利润周期性两部分组成。如有相关数据，我们可能会分析过往经济和行业上行/下行时期的一些量化指标，如营业收入和盈利比率等。这是因为我们认为，行业周期性越强，对企业信用风险的影响就越大。然而，行业周期性会被行业所面临的竞争环境所缓解或加剧。

相比于收入的周期性，我们认为行业利润周期性在识别行业周期性中更加重要，因为它对于企业保持充足利润水平以维持包括经营周转及还本付息在内的现金流需求更加重要。

周期性高的行业的产能过剩会造成更为激烈的竞争及盈利压力，这点在需求端进入下行周期时更为明显。处于强周期性行业的企业需要在收入下滑的时候降低他们的成本水平，因此强周期性行业中某些固定成本较高的行业将面临更大的行业风险。

竞争环境

周期性可能因为竞争环境的关系而减弱或增强。竞争环境方面，我们要分析的具体因素可能包括进入壁垒、利润率的高低和走势、结构变化与替代风险、增长趋势面临的风险等。

(1) 进入壁垒

相比于进入壁垒较低或无进入壁垒行业，具备显著进入壁垒的行业通常来说竞争风险更低。进入壁垒包括：

- 监管相关因素，如政策法规、牌照、许可、关税壁垒以及政府拥有行业所有权或控制权。上述因素会降低竞争风险，使得息税及折旧摊销前利润（EBITDA）及现金流更加稳定。
- 商标、研发能力及科技技术。这些可以给业内公司在一定时间内带来巨大的竞争优势，同时对潜在进入者形成门槛。
- 资本密集性。某些需要大量资本投入尤其是回收期长的行业，对新进入者产生了巨大的障碍，因为新进入者的融资能力通常弱于业内经营者。
- 产业结构造成的业内企业的成本优势。
- 行业整合和集中度。这将导致业内企业的低竞争度和更大的规模。
- 品牌影响力。现存的有价值的品牌使得新进入者需要付出很大代价方可进入市场并获得客户认可度。

(2) 行业利润率的高低及走势

本指标衡量行业的竞争态势、经营状况、成本结构以及波动性对行业利润率的影响，而非经济周期对行业利润率的影响。它同时考量利润率水平和发展趋势。

我们认为影响行业利润水平的主要因素包括：

- 行业竞争程度，包括竞争基础及特征；
- 成本及成本的波动性（能源、原材料、零件等）；
- 资产及大宗商品价格泡沫破碎风险；
- 人工成本；
- 顾客、供应商集中度和定价能力；
- 资产维护成本，如物业、厂房、设备等；
- 自然灾害及人为事故；
- 行业内技术变革和相关成本；
- 法律风险及成本；
- 政策法规、税收以及物权政策。

(3) 结构变化与替代风险

本指标主要衡量行业性变更对行业内竞争格局和风险的变化。其他行业或者行业内竞争者研发了新的技术或者产品对行业收入、利润率、现金流和信用状况均可能产生负面影响。新技术产生的替代品在极端情况下可能会颠覆整个行业。

(4) 增长趋势面临的风险

我们认为，如果能在稳定的行业内健康增长是一个积极因素。相应的，收入下滑是行业的主要风险。就新兴行业而言，当行业从较低的收入规模增长或使用新的技术或未得到时间验证的新业务模式时，行业的快速增长同时也会快速聚集行业风险。

2、竞争地位

竞争地位分析涉及企业自身的状况，通常这些自身的因素能够增加或者部分抵消行业风险带来的影响。

在分析竞争地位时，我们主要考虑以下几点：竞争优势；规模、范围和多样性；经营效率；盈利能力。企业在上述方面的优势或不足会影响其市场竞争力以及收入和利润的可持续性。若企业竞争地位高于行业平均水平，这通常会给业务状况加分；反之，若企业竞争地位低于行业平均水平，那么这可能会拉低业务状况的分数。

竞争地位的构成要素为：

- 竞争优势。具体内容可能包括：差异化、独特性、品牌实力；市场地位、领先程度、市场份额；收入、成长与盈利前景；进入壁垒、转业成本；资产或技术优势；定价能力以及在供应商面临的议价能力；以及承受经济或行业下行带来的负面影响的能力。
- 规模、范围和多样性。具体内容可能包括：产品、服务、品牌、客户、供应商的多样性；地域多样性；以及布局范围广泛带来的规模效益。
- 经营效率。具体内容可能包括：成本结构、管理、灵活性；生产与运营效率；营运资本管理；以及技术与自动化水平。
- 盈利能力。分析的方面可能包括：盈利水平和盈利波动性。

评估企业竞争地位时，我们通常会对比竞争优势、规模、范围和多样性、经营效率、盈利能力进行逐一评估，然后按照各要素的相对重要性加以综合，并对比同业情况，评出企业的竞争地位。竞争的性质和关键性因素一般取决于行业特征，但企业与企业之间也会有所不同。举例而言，如果服务、产品质量或品牌溢价是重要的竞争因素，那么我们可能在综合评估的时候就会更加重视企业的竞争优势；如果企业生产的是大宗产品，那么差异化的重要性就会下降，我们可能会更加看重规模、范围和多样性，以及经营效率。

评估盈利能力

当我们评估企业的盈利能力时，通常评估其盈利水平和盈利波动性。

（1）盈利水平

在评估企业盈利水平时，我们通常会结合行业背景来考虑。常用的衡量指标包括资本收益率（ROC）和息税及折旧摊销前利润（EBITDA）率，然而我们也可能使用其他反映行业特性的比率。

通常我们会根据历史数据和预测值来计算盈利能力相关的财务比率。但在某些情形下，考虑到财务数据的完整性、重大事件（例如合并或收购）、周期性或其他干扰因素的影响，我们也有可能调整历史数据或预测值。此外，在评估时我们还会考虑相关比率的改善或弱化趋势。

（2）盈利波动性

衡量盈利能力波动性时，我们通常选取企业的 EBITDA、EBITDA 利润率或者 ROC 的历史数据作为参考。

如果企业经营历史长久，并且没有发生过诸如大规模转型收购、业务模式调整之类可能影响对真实盈利能力判断的事件，那么我们通常会以历史业绩分析来作为盈利波动性分析的参考。如果企业没有这类历史资料，那么我们通常会根据企业自身以及所处行业的特征来对盈利波动性做出预期。

大部分情况下，我们会将波动性评为一般，不影响我们对盈利水平的评估。但对于盈利波动性较大的企业，我们可能会下调对其盈利能力的评估；对于盈利非常稳定的企业，我们则有可能将其盈利能力评估往上调整。

对于投资控股公司，由于其在经营过程中可能更多关注于如何实现投资的保值增值和利益最大化，因此在分析其竞争地位时，我们主要考察以下几点：资产的流动性、资产的信用质量、资产的多样性，以及战略投资能力，以反映其投资状况。

- 资产的流动性。具体内容可能包括：持有的股权是否是上市公司股权；持有股权的比例高低。
- 资产的信用质量。具体内容可能包括：被投资企业的信用质量。

- 资产的多样性。具体内容可能包括：被投资企业的行业集中度、地域集中度、资产集中度。
- 战略投资能力。具体内容可能包括：企业的投资纪律、投资的风险识别能力、投资组合的调整能力以及投资收益能力。

同样我们会对这四个要素进行逐一评估，然后按照各要素的相对重要性加以综合，并对比同业情况，得出投资控股公司的竞争地位。

3、行业风险与竞争地位的综合

我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。下表仅为示意。在合适情况下，我们可能会调整对业务状况的评估，以更好地反映企业业务的整体强弱。

表1

业务状况的评估

竞争地位	行业风险					
	1	2	3	4	5	6
1	1	1	1	2	3	5
2	1	2	2	3	4	5
3	2	3	3	3	4	6
4	3	4	4	4	5	6
5	4	5	5	5	5	6
6	5	6	6	6	6	6

注：分值越低，代表业务状况越好，反之亦然。

对于同时经营多个不同行业业务的综合性集团，我们会先对每个业务板块评估其业务状况，然后可能参考不同业务板块的资产、收入、毛利润在集团中的占比等因素综合评估得到该集团的业务状况。

（三）财务风险分析

财务报表是我们分析企业财务风险的起点。但为了财务分析的一致和可比，我们在评级分析过程中，可能会对企业披露口径财务数据做调整。这样的调整也会使企业披露数据与我们对其实际经济状况的看法更加吻合。此外，在诸如并购、处置之类的事件之后，通过例如在财务预测时调整剔除非经常项目等，还会使企业经常性业务的面貌能够更准确地呈现出来。

在分析数据时是否进行调整，取决于企业披露的事件或事项是否有可能对我们关于其信用质量的看法产生重大影响。如果某些调整涉及的数额太小，不会对我们的分析产生重大影响，那么我们可能就不做这些调整。如果缺乏调整所需要的财务信息，我们可能会向管理层索要。如果仍然无法获得，可能就会尽最大努力做出预估。

现金流/财务杠杆

企业在当前和未来如何获取现金流以偿付债务是反映财务风险的有效指标。基于此，我们可能会衡量多个财务比率。

1、一般工商企业

为全面了解企业财务状况，我们通常使用多个以现金流为基础的财务比率，重点分析企业在不同阶段的现金流（即投入运营资本之前和之后、资本支出之前和之后、分红之前和之后）与债务的关系。此外，我们会根据企业的个体特征和商业周期，选取最能体现其信用风险的财务比率。

另外通常会选取企业过去、当前和预测的财务比率进行评估，同时也会考虑财务数据的完整性、重大事件或其他相关因素的影响等。

核心比率与补充比率

（1）核心比率

对于各类企业，一般计算两个核心财务比率，即债务/EBITDA 和营运现金流（FFO）/债务。上述两个比率有助于评估企业财务风险的相对排名。

FFO 对债务比率通常是为了衡量经营活动产生的现金流及其用于企业还本付息的能力。债务对 EBITDA 比率通常是为了衡量企业的杠杆高低。

比率的应用可能因为行业的不同而不同，也可能随着时间的推移和企业财务状况的变化而变化。基准比率详见相关评论文章

（2）补充比率

除核心比率外，我们通常还会考虑一个或多个补充比率，以更全面地了解企业财务风险。在分析现金流和财务杠杆时，我们首先根据核心比率得出初步结论，并根据补充比率对初步结论进行再次确认或调整。最终结果调整与否取决于补充比率的重要程度，以及使用补充比率是否会得出不一样的分析结果。

本方法论通常考虑一些标准的补充比率，或侧重一个或多个标准的补充比率。当然有时候我们也会适时地引入其他的补充比率。通常会使用的标准的补充比率包括：EBITDA/利息、经营性现金流（CFO）/债务、自由经营性现金流（FOCF）/债务以及自由支配现金流（DCF）/债务等。

2、投资控股企业

根据投资控股公司自身的特点，财务风险方面我们关注于企业所负担的带息债务与所持有的投资标的价值的匹配程度，以及企业的融资及资本结构。

核心比率与补充比率

（1）核心比率

债务对投资组合价值的比率。债务通常包括所有母公司和相关融资平台的债务；投资价值一般通过账面价值、市场公允价值、可比交易价值等多种方式衡量。

在计算所得的指标基础上，我们也会综合考量企业对财务的自主控制能力、账面价值的可实现性和透明性、投资价值的波动性等因素。

（2）补充比率

现金充足比率。即企业每年可以相对稳定控制获得的现金流入与刚性的现金支出的比率。

融资及资本结构

除核心比率和补充比率以外，我们还会考虑融资及资本结构对于企业财务风险的影响。评估的角度一般包括：债务的到期结构、企业的融资来源集中度、汇率及利率风险、对被投资企业的融资敞口以及结构复杂程度等。

（四）评级基准

把企业业务状况评估和财务风险评估综合起来，便形成了评级基准。下表仅为示意。对于给定的业务状况和财务风险组合，如果我们认为某个备选评级基准能够更好地反映企业的强弱，那么我们可能就会选择该备选评级基准。如果我们认为企业的资本结构不可持续，或当前其债务不能兑付的可能性较大，并且其债务的偿付依赖于有利的业务、财务和宏观经济条件，那么我们可能会给出一个比下表更低的评级基准。

表2

综合业务状况和财务风险形成评级基准

业务状况	财务风险					
	1	2	3	4	5	6
1	aaa/aa+	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb	bb+
2	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb+	bbb-	bb
3	a+/a	a/a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
4	bbb+	bbb	bbb-	bb+	bb-	b+
5	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b
6	bb-	bb-	bb-	b+	b	b-

（五）其他评级调整因素

1、多元化程度

多元化程度可能使企业的评级上调、下调，或保持不变。一般多元化程度对企业信用状况的影响会以经营情况为基础。当企业拥有多种不同的、相关性低的收入来源时（通常在业务状况部分的分析会涉及），其违约风险可能随之降低。

如果企业在经历经济周期时的波动性可能因为跨业多元化或地域多元化，而低于不具备这类多元化因素的企业，那么我们可能会将多元化视为正面因素，在评级基准的基础上往上调整。一般情况下，多元化是中性因素，对评级基准没有影响。

对于投资控股公司而言，由于其投资标的的多元化已经包含在评价其业务状况的维度中，因此本调整项不适用于投资控股公司。

2、资本结构

资本结构揭示的风险通常是与资本结构相关的、且在标准的现金流和财务杠杆分析中无法体现的。企业的债务到期日集中、融资来源与资产或现金流之间存在币别错配等因素皆可能导致上述风险。

在进行财务杠杆分析时，可能未必充分考量了下列因素，因此我们会在资本结构分析中予以体现：

- 债务到期状况。我们通常会考虑流动性分析覆盖的时间范围之外的再融资风险或优势。
- 债务利率风险。如果由于企业固息债务与浮息债务构成的原因，利率的变动可能导致财务杠杆大幅上升，那么我们可能会将这一风险视为负面因素。
- 投资。我们认为，能够随时变现的重大非战略投资赋予企业灵活性，可能构成企业信用质量的正面因素。

- 债务币种风险。如果由于未对冲外汇风险的缘故，汇率变动可能导致企业杠杆指标变差，那么我们可能会将这一风险视为负面因素。

我们通过综合考虑以上各个因素来形成资本结构评估。如果将资本结构评为正面，则可能在评级基准基础上往上调整；如果评为负面，则可能在评级基准基础上往下调整；评为中性，则一般不做调整。

对于投资控股公司而言，由于其资本结构的评价已经包含在评价其财务风险的维度中，因此本调整项不适用于投资控股公司。

3、财务政策

在现金流和财务杠杆分析中，我们通过对基本情况的假设得到财务风险评估结果。在此基础上，进行财务政策分析能够进一步完善风险评估。原因在于，财务政策有时可能会导致中短期突发事件风险或更长期的风险，而此类风险可能无法完全体现在对基本情况的假设中。若前瞻性分析难以预测上述风险，我们可能会在评估财务政策时纳入考量。

现金流和财务杠杆分析通常考虑经营性指标和现金流指标的历史数据及其未来趋势。未来趋势通常取决于对经营情况的假设以及可预测的财务政策，比如普通股股利支付或经常性并购支出。有时候企业的管理层或控股股东采取的财务政策可能会影响其财务风险。

当管理层有决心、有能力将财务杠杆降低至我们的基本预测之下且持续保持时，我们可能会将企业的财务政策视为正面因素，在评级基准基础上往上调整。另一方面，如果因为企业过往杠杆水平高或财务政策激进之类的原因，我们认为其对财务风险的容忍度显著高于我们的基本假设，那么我们可能就会将其财务政策评为负面因素，从而在评级基准基础上向下调整。如果将财务政策评为中性因素，评级基准便不作调整。

对于投资控股公司而言，由于其财务政策的评价已经包含在评价业务状况的维度中，因此本调整项不适用于投资控股公司。

4、流动性

流动性的评估重点是现金流来源和用途，现金流是衡量企业流动性状况的常用指标。流动性分析通常考虑企业违反限制性条款的可能性、对小概率重大事件影响的承受能力、银企关系、在信贷市场的地位以及财务风险管理水平等因素。

流动性评估通常不会带来等级的上调，但在某些情况下，可能会是形成较低等级的主要原因。流动性的分析同时参考定量因素和定性因素，可能评估流动性为足够或不足。

在进行流动性评估时，最重要的量化指标通常流动性来源对用途比率。一般来讲，某一时段的流动性来源会包括现金以及除去税或变现时预期折扣的流动投资；我们预测的经营活动现金流（若为正数）；已签约资产出售所得；可获可靠授信额度中未使用且可动用的部分；来自母公司、政府或关联公司的明确且可量化的支持。流动性用途通常包括我们预测的经营活动现金流（若为负数）；预期的资本支出；所有可向企业追索或投资人预期企业将会予以支持的到期债务，含短期融资券；已签约的收购及预期的股利派发；以及可能因为违反限制性条款或其他事件而触发的追加保证金的要求（如有）。在承压时，如果企业有削减现金支出计划（如用于扩张的资本开支）的余地，并且我们相信管理层会削减现金支出，那么我们在计量流动性用途时可能会予体现。

5、管理与治理

管理与治理分析通常关注企业制定战略的能力、组织效率、风险管理和治理措施的实行，以及这些因素会如何影响其市场竞争力、财务风险管理实力和治理的稳健性。加强对重大战略和财务风险的管理有助于提升企业的信用水平。

我们通常会参考的管理因素有：战略与组织能力，战略的执行，风险管理，经营业绩，经营效能，管理人员的能力与经验，管理人员的广度和深度。

我们通常会参考的治理因素有：董事会效能，股权结构，管理层文化，监管、税务、法律，内部控制，财务报告与透明度。

管理与治理的评估值对评级基准的影响程度通常取决于管理与治理的薄弱程度。如果将管理与治理评为正面，则可能在评级基准基础上往上调整；如果评为负面，则可能在评级基准基础上往下调整；评为中性，则一般不做调整。

6、补充调整

补充调整是得到企业的 SACP 前最后的一个步骤。在通过全面分析企业的信用特征后，我们可以通过补充调整对评级做出进一步的调整，最终得到 SACP。该分析是对企业个体信用状况的全面回顾，包括对企业信用特征的综合评估。如果分析结果是正面的，我们可能会上调 SACP；如果是负面的，我们可能会相应的下调 SACP。

（六）主体信用等级

企业的 ICR 由 SACP 和支持框架共同决定。如果我们认为企业可能受集团或政府影响，该影响会反映在支持框架中。这种影响既可能增强、也可能削弱企业的财务履约能力。支持框架详见相关评论文章。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

©版权所有 2022 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。

标普信用评级(中国) —担保评级方法论

一、适用范围与概述

本方法论阐述了标普信用评级(中国)有限公司如何评估担保(或类似或有义务)对主体信用评级或债项信用评级产生的影响。如果评级涉及担保,且我们认为该担保会对证券的评级造成影响,则可以使用本方法论。当评级涉及类似的或有信用支持工具时,我们可能也会使用本方法论。

当发行主体或债项获得担保时,其信用状况或最终评级可能会受到一定的影响。本方法论旨在阐述我们在分析此类担保所带来的影响时依据的一般准则。

担保有时可以增强发行主体的偿债能力或债项的信用水平。我们在分析担保时,通常侧重于两个方面:担保方的信用质量以及担保条款。当我们认为担保提高了信用水平时,我们可能会相应地调整发行主体或债项的评级。

二、方法论

(一) 担保方信用质量

在衡量担保方是否提高了发行主体或债项的信用水平时,我们会考虑担保方的信用质量。通常我们会参照担保方的评级或采用适当的方法单独分析担保方信用质量。

(二) 担保文件

我们通常会审阅担保合同中的担保条款。

在文件审阅过程中,我们会考虑担保合同效力以及与担保有关的支付条件。我们还会考虑当一方根据合同要求更改或终止担保时,可能对担保额的支付带来的影响,比如担保额是否会降低或被拒绝支付。

(三) 担保对评级的影响

如果我们认为担保方的信用质量以及担保条款提高了被担保债务的整体信用质量,我们可能会上调评级。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下,我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标,以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况,在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

新增信用模型及现金流模型用于正式展开评级工作:

标普信用评级结构融资信用模型信息汇总					
版本	日期	序号	页面名称	功能介绍	数据来源
v.1	2019/9/3	1	版本信息 (Version)	该页面用于列示各历史版本功能详情以及更新内容	
		2	信息汇总 (Summary)	该页面用于汇总模型的计算结果 (各分层向下的违约率、损失率、及所需信用增级比例), 主要的模型假设 (违约率、房价跌幅、LTV 等), 以及资产池概况 (贷款笔数、利率、年限等)	模型输出项、模型假设输入项
		3	统计信息 (Statistics)	该页面用于汇总资产池的各个维度的统计信息及图表 (按照金额规模分布、利率分布、地域分布等维度统计)	模型输出项
		4	贷款单信息 (Loans)	该页面用于输入资产池贷款维度信息, 以及根据调整参数进行调整, 计算出各个层级向下的违约率及损失率反馈到信息汇总 (Summary) 页面	模型输入资产池信息以及参数调整
		5	违约率基础假设 (FF-Base)	该页面用于输入违约率的相关假设信息	自定义模型输入项
		6	违约率调整参数 (FF-Multiples)	该页面用于输入违约率调整参数的相关假设信息 (例如 LTV、贷款账龄等参数调整)	自定义模型输入项
		7	损失率基础假设 (LS-Base)	该页面用于输入损失率的相关假设信息	自定义模型输入项
		8	损失率调整参数 (LS-Multiples)	该页面用于输入违约率调整参数相关的假设信息 (例如住房种类等参数调整)	自定义模型输入项

标普信用评级（中国）结构融资现金流模型					
版本	日期	序号	页面名称	功能介绍	数据来源
v2.0	2020/7/2	1	代表组数据 (Rep line)	该页面用于输入代表资产池的代表组数据	模型输入项
		2	模型输入 (Inputs)	该页面用于输入项目的分层比例、利率、偿付顺序、偿付日期、费用率、基本债券信息；以及信用模型违约率、损失率等输入项	交易文件信息及信用模型输入项
		3	瀑布结构 (Waterfall)	该页面用于输入交易结构中不同事件前后的现金流分配顺序	交易文件信息输入项
		4	假设曲线参数 (Curves)	该页面输入违约率时间分布、回收率分布、早偿率、利率曲线以及费用支出、摊还曲线等	自定义输入项和模型输出项
		5	假设清单 (List)	该页面用于保存相关参数字段及假设曲线拆分等	自定义输入项
		6	资产端现金流 (Asset Cash Flow)	该页面用于显示资产端的资金流入	模型输出项
		7	逐笔资产信息打印 (Print_ban_by_ban_detail)	该页面用于显示资产端逐笔资产信息（如需）	模型输出项
		8	负债端现金流 (Liability Cash Flow)	该页面用于显示负债端的资金流出	模型输出项
		9	输出页面 (Output)	该页面用于显示不同压力情景下的输出结果	模型输出项
		10	现金流汇总 (Collection & Payment Summary)	该页面用于汇总不同压力情景下资金流入和流出	模型输出项

标普信用评级（中国）—熊猫债券评级方法论

一、适用范围及方法论概述

本方法论阐述了标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）分析熊猫债券的方法，主要适用于境外机构在中国发行的人民币债券。境外机构的定义包括主要业务在中国的集团公司位于境外的关联机构，以及境外外资机构等。

本方法论阐述了我们在分析发行人信用状况时可能会考虑的因素，并基于对这些因素的评估得出标普信评的信用观点。

二、方法论

熊猫债券的发行主体通常分为两大类。

第一类我们称之为中资集团境外发行主体，这类发行主体通常是中资集团公司位于境外的关联机构，通常为离岸金融机构，而它们所属的集团主要的经营活动都在中国。

第二类我们称之为外资发行主体，此类发行主体通常为真正的外资机构，其经营活动主要都在境外，但它们在中国境内发行以人名币计价的债券。

我们对两类发行主体分别采取不同的信用分析方法，具体如下。

（一）中资集团境外发行主体

我们通常使用标普信评相关行业的评级方法论对中资集团境外发行主体所发行的熊猫债券进行信用评估。

例如，当发行人为一家中国金属与矿业公司位于马来西亚的融资子公司时，我们通常会使用标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论和标普信用评级（中国）补充评级方法论—材料行业进行分析。此外，我们也可能使用标普信评其他的评级方法论，如担保评级方法论等来评估发行主体的信用状况。

当我们认为中资集团境外发行主体所处地区的信用状况可能会影响最终评级时，我们也可能在做信用评估时将这项因素纳入考量。与此同时，我们还可能考虑发行人对集团或政府的重要性，以此判断其可能获得的支持力度，从而调整发行主体评级。

最后我们会运用标普信用评级（中国）—评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素这一方法论，结合我们对发行主体的信用观点，得出债项评级。

（二）外资发行主体

对于外资发行主体，我们会使用另一套方法进行信用评估。

在分析外资发行主体的信用状况时，我们通常会参考标普全球评级的信用观点，并以此为起点来考虑其在标普信评的评级。我们相信在标普全球评级稳健和完善的分析体系下得出的信用观点是值得信赖的，可以作为标普信评参考的标准。

基于标普全球评级的信用观点，我们通常会使用如下方法将其转化为标普信评的评级：

- 当外资发行主体的信用质量较弱，例如相当于标普全球评级认为的低于 BBB 序列所对应的信用质量时，标普信评可能会秉持与标普全球评级类似的信用观点，在标普全球评级的信用观点基础上上调不超过两个子级，以得出标普信评的信用观点。
- 当外资发行主体的信用质量较好，例如相当于标普全球评级认为的 BBB 序列所对应的或更高的信用质量时，标普信评可能会在标普全球评级的信用观点基础上上调两至五个子级，以得出标普信评的信用观点。

最后我们会运用标普信用评级（中国）一评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素这一方法论，结合我们对发行主体的信用观点，得出债项评级。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级(中国) 一项目融资评级方法论

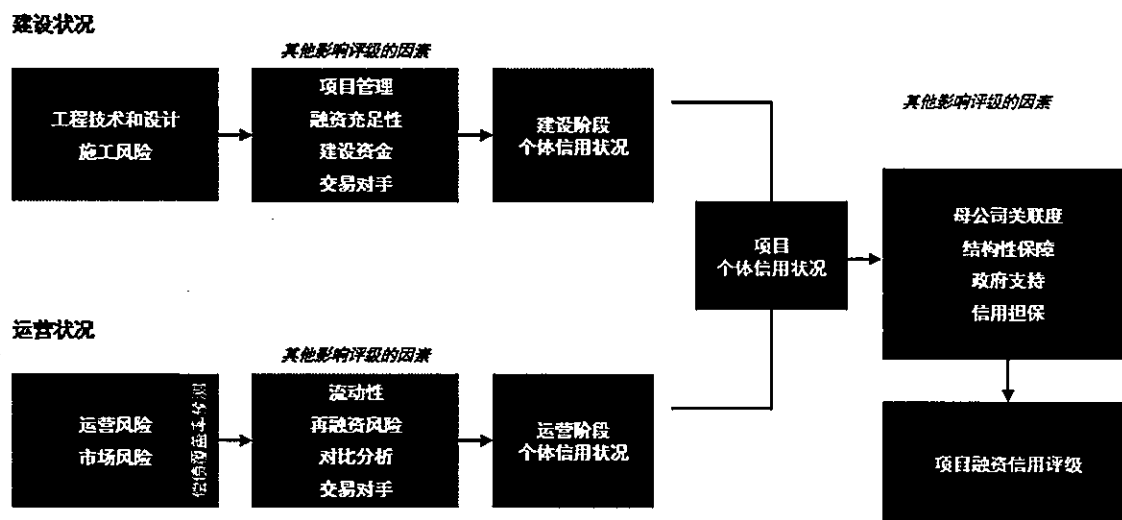
一、适用范围与概述

本方法论阐述了标普信用评级(中国)有限公司在为中国开展的项目融资进行评级时所使用的评级方法。本方法论适用的领域包括：交通基础设施、社会公益性项目、能源和水利基础设施、以及以大宗商品为基础的项目(如石油、天然气、采矿项目)等。在适当的情况下，本方法论还可能用于其他行业领域的评级。

我们在分析项目融资时，通常会采取下列步骤：

- 评估项目的个体信用状况(SACP) - 通常会评估项目建设阶段的SACP和项目运营阶段的SACP并取其低。如果不存在工程建设风险，项目运营阶段的SACP一般即为项目的SACP；
- 考虑交易结构的优势与潜在风险，我们一般会分析的因素包括：其与母公司的关联度；是否有结构性缺陷；是否有交叉违约和债务加速到期条款；是否为次级债务；是否可能获得任何的外部支持，例如来自政府的影响等；
- 考虑是否获得信用担保；
- 最后得出项目融资的信用评级。

项目融资评级方法框架



二、方法论

(一) 项目融资特点

项目融资的特点通常包括以下几点：

- 交易结构中一般包括资产隔离、限制条款、现金流归集与分配以及限制资金用途的条款等。
- 项目资产、现金流以及合约可能对项目提供担保，或者对项目赋予追偿权；
- 项目偿还债务以及再融资的能力一般取决于运营阶段预期会产生的现金流。
- 一般会在相关合同和交易文件中制定明确的责任条款，以管控项目周期内可能存在的风险。

（二）确定项目的 SACP

项目的 SACP 和债项的最终信用评级通常反映了项目在债务剩余期限直至全部清偿之间信用最薄弱的时期的信用质量。在项目结构中，如果根据债务条款，本金将于期末一次性到期，或大部分本金于期末才会到期，那么我们可能还会考虑债务到期后的信用风险。

因此，在评估项目融资的 SACP 时，我们一般是在项目建设阶段的 SACP 与项目运营阶段的 SACP 中选取较低的一个。

例如，有时候项目建设阶段的 SACP 反映了项目周期中信用较脆弱时的状况。那么当项目竣工并且我们认为建设阶段有关问题得到了妥善的解决后，我们一般会对项目的 SACP 做出调整，即开始以运营阶段的 SACP 作为项目的 SACP。初始运营阶段的 SACP 反映了项目初创期的信用风险。如果我们对项目融资提供评级时，项目已经竣工，则我们一般不会考虑建设阶段的 SACP，而是将项目运营阶段的 SACP 作为项目的 SACP。

在得出项目的 SACP 后，我们可能会进行其他的调整，以决定最终的信用评级。

1、评估建设阶段的 SACP

在评估建设阶段的 SACP 时，我们通常会考虑项目是否能够获得充足的资金，以保障按照工期并在预算内顺利完工。同时我们也会考虑项目是否能够根据当初的设计和预想顺利投入运营。在分析项目建设和融资情况时，我们主要考虑的因素包括：项目是否有充足的资金可供投入使用，从而使项目能够按照预期建造并完工；项目是否能按期投入运营，以便产生足够的净现金流用于偿还债务并履行其他债务承诺等。

在分析建设施工风险时，我们通常考虑的因素包括：工程技术选择和设计、建设施工范围、施工合同的条款、承包商的经验、项目管理水平、融资能力，以及交易对手的情况等。

我们会分析在项目建设阶段是否能够获得足够的融资或支持，从而使得项目可以按时竣工，甚至在成本超支或运营调试延迟的情况下，也能做好运营准备。我们通常认为下列因素可能导致项目的资金短缺或无法获得足够的支持：成本低估、设计变更、许可受阻、恶劣的天气或遇到不可抗力事件等。

总体而言，在分析建设阶段的 SACP 时，我们通常会采取下列几个步骤：

- 分析建设阶段的风险，通常包括工程技术和设计风险、施工风险和项目管理风险等。
- 分析财务风险，通常考虑的因素包括项目资金充足性和建设资金的情况等。
- 考虑项目建设合作方和融资交易对手方的风险。

2、评估运营阶段的 SACP

在分析运营阶段的 SACP 时，我们主要会考虑项目在运营阶段是否有足够的能力履行其债务偿付义务。通常在建设阶段结束以后才会进入项目运营阶段，并且这个阶段会一直持续到项目周期结束或项目债务全部清偿以后。如果根据债务条款，本金将于期末一次性到期，或大部分本金于期末才会到期，则相关分析还包括债务到期后的风险（包括再融资风险）。在分析项目运营风险时，我们通常衡量以下因素：基础资产的经营情况是否稳定（一般考虑的调整因素包括：项目合同条款及其潜在风险、绩效标准、资源和原材料风险等）、市场风险敞口、偿债覆盖率、财务表现、资本结构、交易对手情况、以及流动性等。这些因素通常与项目的整体运营风险密切相关。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级（中国） - 结构融资评级方法论

一、适用范围及概述

本方法论概述了标普信用评级（中国）有限公司对结构融资产品（资产证券化产品）的评级方法。在适当的情况下，本方法论可适用于中国境内所有的资产证券化产品类别，且其中所涉及的一些具体分析方法可能适用于一种或多种资产类别。对于一些特定的基础资产或交易结构类型，我们或将有针对性地采用其他补充方法进行分析。

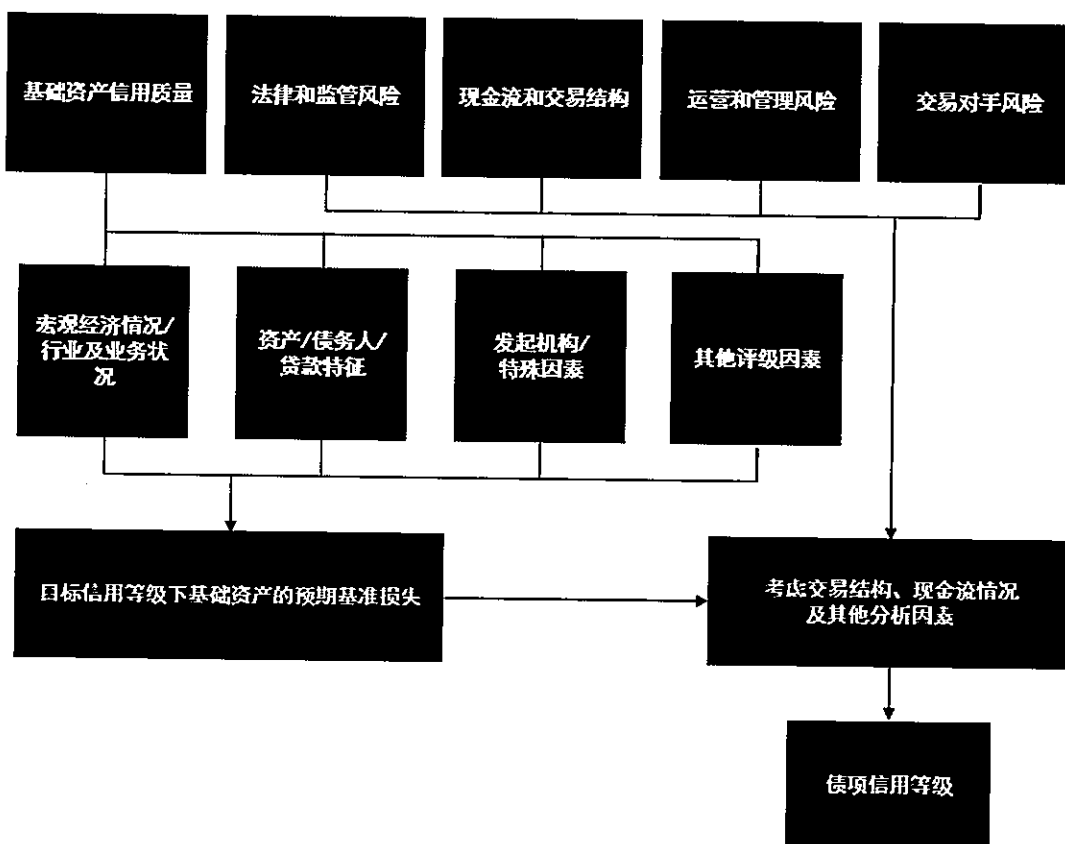
本评级方法阐述了我们对于资产证券化产品信用等级的评定方式，以及我们对于资产证券化产品信用风险、现金流和交易结构所采用的基本分析方法。

通常情况下，我们认为资产证券化产品信用评级的分析框架包括以下五大方面：

- 基础资产信用质量；
- 法律和监管风险；
- 现金流和交易结构；
- 运营和管理风险；
- 交易对手风险。

然而对于一些特殊的基础资产或交易结构类型，我们可能会只考虑其中的部分因素或是采用其他的补充方法进行分析。

结构融资评级方法框架



二、主要资产证券化产品类型及其评级方法概述

下文列示了不同类型的资产证券化产品，并阐述了其各自相对于彼此及非结构化产品的区别：

个人住房抵押贷款资产支持证券（Residential Mortgage Backed Securities, RMBS）

RMBS 是指由银行、住房公积金中心或其他贷款方作为发起机构，以其发放的个人住房抵押贷款作为基础资产，并以基础资产所产生的现金流作为偿付资金来源所发行的证券。该类证券通常设置了分层结构，不同层级的证券具有不同的偿付顺序和信用损失风险。

RMBS 的分析过程会涉及不同的分析方法；比如我们可以比较拟证券化资产池与相关基准资产池的特征差异，或使用基于资产历史表现的倍数来估算违约率及其他损失程度指标等。

资产支持证券（Asset Backed Securities, ABS）

ABS 是指以企业应收款或个人消费资产（如信用卡应收账款、汽车贷款、个人贷款、租赁和贸易应收账款等）作为基础资产的证券。

在分析由分期摊还应收款构成的资产池（如汽车贷款）时，我们通常会设定一个基准违约率和回收率，然后采用与各个信用等级对应的压力倍数来确定目标信用等级的净损失率。对于采用循环购买的交易结构，我们在分析过程中还会考虑与交易相关的触发机制。

商业地产抵押贷款支持证券（Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS）

CMBS 是由商业不动产或商业不动产抵押贷款作为基础资产的证券。

CMBS 的分析通常基于假设贷款违约后的回收率分析，以反映单一借款人或大额贷款的集中度风险。如果基础资产由多笔分散的商业不动产贷款组合而成，我们会对不同的贷款采用不同的违约概率假设。在分析中，一般会决定每类物业在各个信用等级上的贷款价值比（LTV）阈值或对不同类型物业价格的下降做出假设，并且评估这些因素对现金流和物业价值产生的影响。

信用关联/替代债券（Credit Dependent/Substitution Transactions）

信用关联/替代债券是指与其他实体（标的企业）或标的债券的信用风险相关联的债券。

我们对信用关联/替代债券的分析通常涉及审阅与信用关联/替代相关的交易文件、标的企业或标的债券发行人的信用质量以及其他与信用关联/替代相关的证券发行条款。

信贷资产支持证券（Collateralized Loan Obligations, CLO）/债务担保凭证（Collateralized Debt Obligation, CDO）

对于 CLO 和 CDO 类型交易的信用风险分析，我们通常侧重于分析基础资产组合的信用质量、资产的相关性以及预期回收情况。

资产担保债券（Covered Bonds）

资产担保债券一般是由银行等金融机构发起的以不动产抵押贷款或其他资产类型做担保的资产支持债券。

在分析资产担保债券的信用风险时，我们通常考虑资产池的信用质量以及基础资产对发行债券的信用支持程度，并会关注交易结构及债券的增信方。根据资产担保债券的性质，或可参照标普信用评级（中国）—金融机构评级方法论进行信用风险分析。

不良资产支持证券（Non Performing Asset Backed Securities, NPABS）

不良资产支持证券一般是以不良资产作为基础资产的证券，以不良贷款为例，其通常指按照相关法律和/或监管机构的要求，被确认为“次级”、“可疑”和“损失”类型的贷款。

标普信评

S&P Global
China Ratings

对于不良资产支持证券的信用风险分析，通常需要根据其基础资产的产品类型，结合该类资产在未进入不良时的信用分析方法，并综合考虑其进入不良之后的表现来分析其预期回收情况。

其他产品类型

本文未特别提到的资产证券化产品类型在适当情况下也可以使用本评级方法或其他合适的方法进行分析。

三、方法论：评级要素

（一）基础资产信用质量

在大多数资产证券化交易中，我们首先会分析基础资产的信用质量，并评估其达到相应目标信用等级所需的增信水平。在此过程中，我们会分析该资产类别的历史表现，参照可比的资产类别，或使用其他分析方法。

对于一些资产类别，我们可能会测算压力情景下逐笔资产的违约概率和损失程度，然后得出整体资产池的预期损失。

对于个人消费类贷款（如以个人汽车贷款或信用卡账户贷款为基础资产的资产支持证券）和企业应收款（如以贸易应收账款为基础资产的资产支持证券）等这类型的资产类别，我们会采用压力倍数法，以基准预期损失的倍数推算出各种压力情景下的预期损失，具体倍数因资产类别而异。

对于如 RMBS 这一类的资产证券化产品，我们会构建一个基准资产池，并将其用作比较基准来得出拟证券化资产池在不同信用等级下的预期损失。

对于如 CMBS 这一类的资产证券化产品，我们会对资产进行详细分析，并且对不同信用等级下的贷款/资产违约概率和预期回收作出相关假设。

此外，在分析介于“AAA”至“B”之间的信用等级对应的增信水平时，针对不同的资产类别我们可能会使用不同的方法。比如我们可能会使用插值法，或是根据不同等级设定具体的基准，例如覆盖倍数或模拟的违约率等，或是应用其他合适的方法。

（二）法律和监管风险

在分析法律和监管风险时，我们主要会关注交易结构下基础资产的真实出售情况、特殊目的载体的破产隔离效果、资产证券化产品的担保物权以及投资者对基础资产的直接法定所有权。

除了理解相关法律、法规和监管机构的指引以外，我们通常会审阅并分析交易的法律文件及其所对应的证券发行条款；包括对现金流支付机制、关键交易条款和特征、信用触发机制、以及违约事件或加速清偿事件的设置等交易要素的分析。

（三）现金流和交易结构

在进行资产证券化评级分析时，我们通常会分析交易文件中的支付结构和现金流机制；我们会采用现金流分析以确定交易是否有足够的增信水平和流动性可以用来按时足额偿付各档证券的本金和利息。

这部分分析可能包括审阅交易文件中担保物权相关条款，考虑交易的增信水平和各项开支，以及评估现金流是否能偿付相关证券的本金及利息等。

损失（如逾期、违约、税收或清算等）和提前还款的金额和时间分布可能对于到期支付能力产生正面或负面的影响。在确定目标信用等级对应的损失时间分布时，我们通常会考虑资产池特征（如账龄和偿付状态等）。针对一些特定的交易要素（如通过交易结构设置无法缓释的法律、运营和交易对手方的相关风险等），我们会采用相应的现金流压力测试进行分析。

（四）运营和管理风险

对于运营和管理风险的分析，我们通常关注资产/贷款服务机构或受托机构/计划管理人的履职能力，包括其及时收取回收款、对拖欠资金的催收、对抵质押品的回收和处置、对现金的收支管理，以及按时提供准确的贷款服务报告和受托机构报告等各项能力。

在分析资产/贷款服务机构的相关风险时，我们会考虑服务机构在证券存续期间无法履行职责的可能性，包括聘请后备服务机构的可能性，以及指定后备服务机构的具体安排。这部分分析一般要考虑服务费是否足够聘请后备服务机构。

对于发起机构的运营管理，我们一般结合定量（资产的历史表现）和定性因素对其进行分析。

（五）交易对手风险

在分析交易对手风险时，我们通常会关注对手方的信用状况对资产证券化产品可能产生的影响。一般来说，我们会分析交易对手信用质量及其相关文件，并且评估这些因素可能会如何影响证券信用评级。

四、跟踪评级

资产池信用质量可能会因基础资产的表现、最新市场情况及其它因素而变化，因此我们的评级观点也可能随着这些情况的变化和时间的推移而改变。在持续的跟踪评级过程中，我们通常会定期根据基础资产已有的表现和其他相关因素来分析资产池的信用质量。

五、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级（中国）补充评级方法论—交通基础设施行业

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于交通基础设施行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论通常与《标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论》结合使用。

交通基础设施

本领域的企业主要收入来自于机场、港口、收费公路、铁路和其他交通基础设施及相关服务。本方法不适用于周期性运输企业，因为对此类企业我们将依据《标普信用评级（中国）补充评级方法论—工业行业》进行评估。

地方政府投融资平台

本领域的企业主要涵盖受地方政府委托从事基础设施建设、更新或运营、保障房建设、棚户区改造、土地开发整理、产业园区开发等业务的国有企业。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

（一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。

行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度；以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒；2) 盈利水平及趋势；3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革；4) 行业增长的可持续性。

2、竞争地位

在分析交通基础设施行业中企业的竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- (1) 竞争优势；
- (2) 规模、范围和多样性；
- (3) 经营效率；
- (4) 盈利能力。

在以上四个要素当中，我们比较重视竞争优势与规模、范围和多样性，而经营效率和盈利能力体现出的区分度相对较小，对行业内企业竞争地位的影响相对较弱。

(1) 竞争优势

在分析交通基础设施企业的竞争优势时，我们通常关注其资产状况以及运营所依据的监管、法律、政治或合同框架以及特许权协议等。我们通常考虑的因素包括：所服务区域和市场的规模以及吸引力，这包括服务区域的位置和富裕程度，及其与当地经济的关联度；需求风险（我们通常会考量该企业的经营历史和交通流量情况的历史记录。然而，有些企业的用户使用频率的波动性会更大一些。例如，重型货车对收费公路的使用频率可能与轿车不同。而有些企业可能会通过合同协议或担保的形式确保其部分或全部收入，从而降低需求风险。）；关键区域的市场份额，以及所面临的来自其他运输线路和运营商在便捷程度、时间和成本方面的竞争；资产限制，例如机场的宵禁或噪声限制，以及港口的航道深度等。

在分析地方政府投融资平台企业的竞争优势时，我们通常关注其所在区域的城市基础设施建设、更新与运营需求，和自身特征对其业务发展持续性的影响。城市基础设施建设、更新与运营需求往往和区域环境、财政情况之间的关系较为密切，良好的经济环境和财政情况能够较好地支持城市基础设施建设与更新。我们主要考虑的因素包括：经济总量、人均生产总值、财政平衡能力等指标；企业经营区域、业务属性及区域内的垄断地位等能够反映自身特征的要素。

(2) 规模、范围和多样性

在分析交通基础设施企业的规模、范围和多样性时，我们通常侧重于分析其业务运营情况。通常来说，该行业对初始投资要求较高；但在开始运营后，满足额外需求的边际成本相对较低，直到产能被完全利用。我们通常考虑的因素包括：营业收入及其关键驱动因素，这包括长期合同收入（例如来自于物业或租赁资产），以及商业和受监管收入的比例；覆盖区域，包括所服务市场的规模、多样性和成熟程度，以及客户或用户的数量和多样性等。

标普信评

S&P Global
China Ratings

在分析地方政府投融资平台企业的规模、范围和多样性时，我们通常会分析影响其业务稳定性的因素，主要包括：企业的资产与收入规模、业务的种类和范围、历史上收入稳定程度等。

(3) 经营效率

在分析交通基础设施企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：管理可变运营成本的能力，例如是否有将运营外包的灵活性；在监管、法律、政治或合同框架以及特许权协议中，是否有相应的机制使企业在成本增加时能够提高收费或得到相应的补偿；维护成本和所需投资的规模，一般我们会通过资产使用年限和质量、产能利用率、政府对于行业的相关政策、签订的合同、以及商业计划等来进行衡量；支出灵活性，尤其在需求较低期间的灵活度；营运资金管理和营收资金的催收效率等。

在分析地方政府投融资平台企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：基建投资资金的来源及到位情况，企业的存货周转效率、应收账款周转效率等，与政府或其他委托方签订的委托协议中的利润水平。

(4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，如息税及折旧摊销前利润（EBITDA）利润率、资本回报率（ROC）等，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

(二) 财务风险分析

在分析交通基础设施行业中企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所用的方法类似（参见《标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论》）。

1、核心比率

在分析交通基础设施企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用的核心比率包括：债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；营运现金流（FFO）/债务。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

我们在分析交通基础设施企业的财务风险时，我们一般会考虑使用 EBITDA/现金利息做为补充比率，以评估利息覆盖情况。对于长期负债占比较高、负债结构较好的交通基础设施类企业，EBITDA/现金利息指标可以更好的反映企业的财务风险。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司，保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、赔偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchnaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。

标普信用评级（中国）补充评级方法论—科技和电信行业

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于科技和电信行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括技术硬件及半导体、科技软件及服务、电信等。本方法论通常与《标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论》结合使用。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

（一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。

行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度；以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒；2) 盈利水平及趋势；3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革；4) 行业增长的可持续性。

技术硬件及半导体

本领域通常涵盖技术硬件及半导体制造商，包括电子消费品、通讯设备、电子制造服务和科技产品分销商等。

科技软件及服务

本领域通常涵盖信息技术服务及软件提供商，这类企业通常提供商业外包和项目服务、政府外包和项目服务、交易处理、企业和消费者软件及互联网服务等。

电信

本领域通常涵盖通过自有或租赁网络、无线网络或卫星以及以上方式的组合来生成、传递及送达声音和数据的企业。同时，还包括提供或经营电信、有线网络等基础设施企业。

光伏制造

本领域通常涵盖以生产制造及销售用于太阳能发电的各类原料及发电设备为主要收入的企业，通常包括硅料、电池片、组件等生产制造企业。

2、竞争地位

在分析科技和电信企业的竞争地位时，我们通常会考虑以下几个要素：

- (1) 竞争优势；
- (2) 规模、范围和多样性
- (3) 经营效率；
- (4) 盈利能力。

(1) 竞争优势

在分析技术硬件及半导体企业的竞争优势时，我们通常考虑企业的研发能力和技术储备，同时根据企业细分行业的不同，关注企业的品牌声誉、战略定位、制造或加工技术优势、客户和研发合作关系、供应商渠道的稳定性和分散性、产品定位和定价能力以及市场份额。一般情况下，我们会从研发支出占营业收入比和人均研发开支两个维度来分析企业的研发水平。我们认为较高的研发投入有助于提升企业的定价能力和市场地位；稳定的客户和研发合作关系，或稳定而广泛的供应商渠道也是企业竞争优势的体现。同时我们关注不同细分行业未来的发展前景的差异。

在分析科技软件及服务企业的竞争优势时，我们通常考虑其知识产权的开发情况（包括从内部和外部渠道获取的知识产权）、声誉或品牌认可度、经常性收入的获得情况等因素。

在分析电信企业的竞争优势时，我们通常考虑其市场地位和竞争环境、所受的监管制度、科技水平以及客户情况等因素。

在分析光伏制造企业的竞争优势时，我们通常考虑其细分市场容量、技术路线选择、技术实力和研发实力、产品竞争力（如转化率）、规模生产能力、生产的成本优势等，同时考虑不同细分市场的技术门槛。

(2) 规模、范围和多样性

在分析技术硬件及半导体企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：市场份额的演变情况；供应商和客户集中度；终端市场、产品及服务的多样性；市场、产品及服务的相对吸引力（一般可以从规模、预期增长和竞争强度等方面进行分析）等。具体来说，我们认为技术硬件及半导体企业的产品线和服务的覆盖越广，可选择的供应商越多，制造基地的多样化越强，客户基础越广泛，企业经营的稳定性和可持续性越强。供应商和客户集中度是我们在评估技术硬件及半导体企业的规模、范围及多样性时考虑的重要指标之一。我们认为，多样化的客户基础能较大程度的缓解单一下游需求波动风险，而多样化的供应商及广泛的生产基地布局则能满足其供应链和生产的稳定性要求。

在分析科技软件及服务企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：企业与各大供应商的合作情况及其影响力；市场份额的变化；客户与供应商的集中度；市场、产品及服务的多样性；地域分布；客户的多样性、往来时间长度及信用质量；市场、产品及服务的相对吸引力（一般可以从规模、预期增长和竞争强度等方面进行分析）、实现规模经济的能力（企业一般会通过将软件开发的成本、销售费用和系统维护成本均摊在大规模客户群体中的方式实现规模经济，从而能够以较低的成本提供优质的服务）等。

在分析电信企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑影响业务稳定性或有助于实现规模经济的因素，包括：地区、网络覆盖的规模及以细分行业相关指标来衡量的企业规模；地域分布的多样性；产品多样性（如是否有能力提供一系列有竞争力的服务）等。

在分析光伏企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑其产业链上下游的覆盖程度、生产的地域集中度、供应商集中度以及产品的多样性等。

(3) 经营效率

在分析技术硬件及半导体企业的经营效率时，我们通常从费用率水平和成本结构这两个维度进行分析，同时综合考虑单人营收水平、产能利用率、供应链及生产灵活性等参考指标。对于制造型技术硬件企业而言，强有力的费用控制能力是经营效率的具体体现，而流动资产周转率是衡量行业内企业经营效率的有效指标。我们认为，经营效率较高的企业通常能保持低于同行业平均的费用水平；经营连续性和稳定性较强，拥有高效灵活的供应链，在遇到突发的需求波动能够保持正常的生产经营；拥有柔性制造能力，可以在行业周期内实现优于行业平均的产能利用率，同时能在现有的生产线上高效和及时的转换产品生产。

在分析科技软件及服务企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：毛利率；管理、销售费用占营收的比重；研发费用占营收的比重；息税及折旧摊销前利润（EBITDA）率；资本收益率（ROC）；利用率和损耗率等。

标普信评

S&P Global
China Ratings

在分析电信的经营效率时，我们通常会考虑最终影响 EBITDA 利润率的因素（包括每个客户或单位资产所产生的营业收入）；产能利用率；客户服务和质量相关的指标；成本管控能力等。

在分析光伏制造企业的经营效率时，我们主要考虑其成本结构、成本灵活性和营运资金管理能力。

(4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

(二) 财务风险分析

在分析科技和电信企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所用的方法类似（参见《标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论》）。

1、核心比率

在分析科技和电信企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用的核心比率包括：债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；营运现金流（FFO）/债务。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

对于在经营周期内资本支出水平较高的电信及有线电视企业，我们通常会考虑以自由经营性现金流（FOCF）/债务作为主要的补充比率。对于一些营运资金持续外流的科技软件及服务企业，我们通常会考虑以经营性现金流（CFO）/债务作为主要的补充比率，以反映营运资金持续外流造成的财务风险。

对于派发高额股息的企业，我们通常会考虑使用自由支配现金流（DCF）/债务作为主要的补充比率。

如果核心比率处于较弱的水平，我们可能会考虑将EBITDA/利息作为主要的补充比率。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。

标普信评（中国）补充评级方法论—工业行业

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于工业行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括：资本品；建筑工程施工；周期性运输；铁路货运、包裹运输和物流；交通工具租赁；环境服务以及航空航天和国防等。本方法论通常与《标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论》结合使用。

资本品

本领域通常涵盖以制造或维护工业设备为主要收入来源的企业，例如重型和轻型工业设备制造商、机械设备制造商、工业零部件制造商、系统提供商以及提供相关服务的企业（如建筑设备租赁商、工业分销商等）。此外，本领域也包括主要收入源于以下板块的企业：设计、制造或维修民用飞机，以及供应相关零部件或系统；设计、制造或维护武器系统，以及供应相关零部件；为政府机构或军队提供国防相关服务等。

建筑工程施工

本领域通常涵盖以工程设计、建造和维护为主要收入来源的企业。

周期性运输

本领域通常涵盖航空公司、航运企业、货车运输公司以及各种其他运输公司（如公交公司）等。

铁路货运、包裹运输和物流

本领域通常涵盖铁路货运企业、包裹运输企业及在供应链上提供货物运输服务的物流企业（如从事仓储、货运中介、存货管理和材料处理的企业）。

交通工具租赁

本领域通常涵盖以经营性租赁的方式出租设备或交通工具（如汽车、飞机、船只）的企业，这类企业以租金为主要收入来源。一般情况下，这类企业具有现金流相对稳定、收入在长期合约下相对波动性较小、资产流动性较强等特征。此外，若企业主要从事融资性租赁类业务，则不适用于本方法论。

环境服务

标普信评

S&P Global
China Ratings

本领域通常涵盖以提供危废处理和环境治理改善服务为主要业务的企业，典型的业务包括污水处理、固废处理、环境生态修复、脱硫脱硝、合同能源管理等。

航空航天与国防

本领域通常涵盖以设计、制造、销售国防、航空、航天设施设备器材等产品为主要收入来源的企业。军用及民用航空器材均包括在内。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

(一) 业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。

行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度；以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒；2) 盈利水平及趋势；3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革；4) 行业增长的可持续性。

2、竞争地位

在分析工业企业的竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- (1) 竞争优势；
- (2) 规模、范围和多样性
- (3) 经营效率；
- (4) 盈利能力。

(1) 竞争优势

在分析资本品企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：业务发展战略和市场地位；产品或服务特点，包括差异性和客户粘性；分销战略的有效性；过往项目执行的情况；未执行订单的情况等。

在分析建筑施工类企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：核心市场或地区的市场份额，并以此衡量品牌效力和执行能力；声誉和品牌认可度；财务稳定性；技术能力等。

在分析周期性运输类企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：运输网络的广度；市场地位；运输队伍的规模和整体吸引力，一般会通过车龄和主要技术特性来衡量；服务标准和声誉；所处市场的吸引力等。

在分析铁路货运、包裹运输和物流企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：整体运输网络的情况；市场地位；服务标准，一般会通过运输速度、派送时效性、坏损率和遗失率、运输过程中是否易于追踪来衡量；服务声誉；收入规模和客单收入（是否享受规模经济带来的好处）；营销战略的有效性和销售团队的能力等（这一点对包裹运输企业非常关键，并且对于物流企业和铁路货运企业也越发重要）。

在分析交通工具租赁企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：租约长度和剩余待执行租约长度、租约长度占租赁物经济使用周期的比例、租约续约的可能性、出租物的市场占有率等。除上述通用考量因素外，我们还会参考不同租赁物的特征用特定的因素作为补充，例如，对于飞机租赁企业来说我们还会关注其所出租机型是否是市场接受度高的主力机型，对于汽车租赁公司我们还会关注其品牌认可度和服务水平等。

在分析环境服务企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：收费模式、业务的稳定性、项目所在地区的业务容量、业主的综合实力，以及项目回款稳定性等。

在分析航空航天和国防企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：市场地位、所提供产品或服务对应的军费开支规模、产品和服务的广度、技术能力、成功产品的历史业绩、产业链中的地位等。

(2) 规模、范围和多样性

在分析资本品企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：收入的规模及其目标市场的相对规模；产品的深度和广度；终端市场的集中度；营业收入、利润和生产基地之间的地理分布是否均衡；客户和供应商的集中度等。

在分析建筑施工类企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：主营业务收入规模；施工量；工程地域的集中度；下游市场的多样性；客户和合同的集中度；服务种类和范围等。

在分析周期性运输类企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑运输网络的区域覆盖度；在各细分行业和终端市场的渗透度；客户集中度等。对于航空公司，我们可考虑其商务乘客、休闲旅客和其他不涉及乘客业务的组合情况。对于航运企业，我们可以考虑其船队规模及船型种类的多样性，因为这些因素与终端市场和客户的多样性息息相关。对于货车运输公司，我们还可以考虑其运输量，一般可使用的衡量指标有日运输重量和日运输次数等。

在分析铁路货运企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：业务规模，其衡量标准包括货运收入、运输量、轨道长度、客户和终端市场的多样化程度、服务的种类等；轨道网络覆盖度等。对于包裹运输企业，我们通常考虑的因素包括：运输网络和集散中心状况，其衡量标准包括是否形成一套综合网络以处理各种运输需求、是否已接入主要市场、网络是否能覆盖全国或全球等；服务地区的多样化程度，一般可以通过各地区营业收入和利润的贡献度来衡量；客户和所服务的行业的多样化程度等。对于物流企业，我们主要考虑其业务规模（一般可以通过营业收入来衡量）、客户和终端市场的规模和多样化程度、服务种类的数量和专业化程度、地域分布以及市场的特征和多样性等。

在分析交通工具租赁企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：在细分市场中的市占率、提供租赁物的品类丰富程度、业务的地理位置多样性、上下游客户的多样性等。

在分析环境服务企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：地域和客户分散度、收入和业务规模、服务种类的丰富程度等。

在分析航空航天和国防企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：产品或服务的多样性、业务规模、客户集中度、地域集中度等。

(3) 经营效率

在分析资本品企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：与竞争对手相比成本控制如何；成本结构的灵活性（例如：能否平抑需求或投入成本的波动带来的影响）；成本管理能力和营运资金的特点等。

在分析建筑工程施工类企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：与竞争对手相比，其中标率、未执行订单量以及订单取消率处于怎样的水平（在评估这些因素的时候，我们一般会按照市场划分）；损失合同的数量和发生频率；成本结构的灵活性等。在分析周期性运输类企业的经营效率时，我们通常考虑其成本结构、资产利用率和效率指标，如每单位资产所创造的收益、营业利润率等。我们认为成本结构比营业收入更具区分度，尤其在市场情况发生变化时尤其如此。因此在进行相关分析时，我们会更加注重经营成本的分析。

在分析铁路货运、包裹运输和物流企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：成本结构；资产利用率和效率指标，如单位载重量或单位交货量所对应的营业收入和成本；营业利润率，如息税前利润(EBIT)率；服务质量相关指标,如派送的时效性等。

在分析交通工具租赁企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括:出租率、出租价格水平、资产更新效率、是否与供应商具有良好商业关系以享受到商业折扣、营运资金周转水平、成本费用结构、成本灵活性等。

在分析环境服务类企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：营销费率，营运资金的周转效率、成本结构及灵活性、维持业务需要持续资本开支的规模等。

在分析航空航天和国防企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：与同业相比的成本费用率控制水平、成本费用灵活性、营运资金管理能力等。

(4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

(二) 财务风险分析

在分析工业企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所使用的方法类似(参见《标普信用评级(中国)——工商企业评级方法论》)。

1、核心比率

在分析工业企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用以下核心指标：债务/息税及折旧摊销前利润(EBITDA)；营运现金流(FFO)/债务。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

在指标的选取方面，对于资本支出水平高的企业，我们通常会考虑以自由经营性现金流(FOCF)/债务作为主要的补充比率。对于营运资金需求很高的企业，我们通常会考虑以经营性现金流(CFO)/债务作为主要的补充比率。而对于派发高额股息的企业，我们通常会考虑使用自由支配现金流(DCF)/债务作为主要的补充比率。

如果核心比率处于较弱的水平，我们可能会考虑将 **EBITDA**/利息作为主要的补充比率。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评在评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的非公开分析和评级公布在其网站上 www.spgchnratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。

标普信用评级(中国)补充评级方法论—通用评级方法

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级(中国)有限公司(以下简称“标普信评”)补充评级方法论之一。当受评主体不适用于任何标普信评的具体行业补充评级方法论时,我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。同时本方法论也适用于投资控股公司类。本方法论通常与标普信用评级(中国)—工商企业评级方法论结合使用。

投资控股类公司,具体指的是以对外投资和资产股权为主要业务,旨在实现中长期资本回报的企业,他们寻找合适的标的进行投资,然后在合适的时机将其出售并投资于新的标的。目前在中国资本市场上有两种主要的业态形式,一种是市场化的投资公司,另一类是各级政府下属的国有资本投资与运营平台。前者主要追求以市场化的手段获取资本回报,而后者除了追求资本回报以外,更重要的是承担着国有企业政企分离和完善公司治理结构、深化国有企业改革、实现国有资产保值增值和国有资本有序进退的重要职能。投资控股公司的投资标的可能是上市公司或非上市公司股权,以参股或者控股的形式体现。大部分被投资企业是独立于投资控股公司而运营的,他们有独立的管理层并在财务层面自主决策。如果一个企业对下属公司的业务、财务实现强力管控的占比较高,我们可能不会将其视为投资控股公司。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时,我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

(一) 业务状况分析

在评估业务状况时,我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

本方法论中所使用的行业风险评估方法与其他补充评级方法论大致相同。我们通常从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景这三个方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度,以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒; 2) 盈利水平及趋势; 3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革; 4) 行业增长的可持续性。

2、竞争地位

在分析竞争地位时,我们通常考虑以下四个要素:

(1) 竞争优势;

- (2) 规模、范围和多样性；
- (3) 经营效率；
- (4) 盈利能力。

具体如下：

(1) 竞争优势

根据本方法论，分析企业竞争优势通常考虑的因素包括：商业模式；品牌声誉；市场份额；发展战略；技术优势等。

(2) 规模、范围和多样性

分析规模、范围和多样性时通常考虑的因素包括：与主要竞争对手相比，收入规模如何；来自不同产品、终端市场或地区的收入和现金流的独立性或相关性；生产性资产的数量；产品范围及多样性；业务覆盖区域；客户或供应商集中度等。

(3) 经营效率

分析运营效率通常考虑的因素包括：与同业相比，生产优势如何；成本结构的灵活性如何，是否能够吸收需求下降或成本上升对盈利带来的冲击；生产是否具有灵活性；当原材料成本上升时，是否有能力将压力转嫁给客户等。

(4) 盈利能力

分析盈利能力时，我们通常会考虑企业的盈利水平，以及中长期盈利水平的波动。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

投资控股公司

由于投资控股公司与一般产业类工商企业的经营与盈利模式不同，因此在分析投资控股公司的竞争地位（投资状况）时，其侧重点也将有所区别。我们通常考虑以下四个要素：

- 资产的流动性
- 资产的信用质量
- 资产的多样性
- 战略投资能力

（1）资产的流动性

分析企业资产的流动性主要是用于评估企业在必要时出售投资的难度。通常考虑的因素包括：企业的资产组合中上市企业的占比情况，企业对资产的持股比例如何等。

（2）资产的信用质量

分析企业的资产信用质量主要是指被投资企业的信用质量，用于分析投资控股公司从其投资资产中获得回报的能力。通常考虑的因素包括：被投资企业的盈利能力与偿债能力如何等。

（3）资产的多样性

分析企业的资产多样性主要用于评估企业投资资产的投资价值稳定性。通常考虑的因素包括：被投资企业的行业、地域等的分散度如何；企业所持有资产的集中度如何等。

（4）战略投资能力

分析企业的战略投资能力主要用于衡量其他有助于投资成功的因素。通常考虑的因素包括：企业的投资纪律表现；投资的风险识别和控制能力如何；投资规划与收益目标是否明确合理；投资组合的调整情况；投资资产的整体收益情况等。

（二）财务风险分析

本方法论中所涉及的分析财务风险的方法，与我们在分析其他工商企业发行主体时所使用的方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

1、核心比率

分析适用于本方法论的企业时，我们通常使以下核心指标：债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；营运现金流（FFO）/债务。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

在指标的选取方面，对于资本支出水平高的企业，我们通常会考虑以自由经营性现金流（FOCF）/债务作为主要的补充比率。对于营运资金需求很高的企业，我们通常会考虑以经营性现金流（CFO）/债务作为主要的补充比率。而对于派发高额股息的企业，我们通常会考虑使用自由支配现金流（DCF）/债务作为主要的补充比率。

如果核心比率处于较弱的水平，我们可能会考虑将 EBITDA/利息作为主要的补充比率。

投资控股公司

1、核心比率

在分析投资控股公司时，我们通常使用以下核心指标：债务/投资价值比率（LTV），并且分析的视野主要集中在母公司及用于投融资的平台公司范围内。债务通常包括所有母公司和相关融资平台的债务。投资价值的计算一般通过账面价值、市场公允价值、可比交易价值等多种方式衡量。在计算所得的指标基础上，我们也会综合企业对财务的自主控制能力、账面价值的可实现性和透明性、投资价值的波动性等因素综合得出债务对投资价值的得分。

2、补充比率

除了对企业的核心指标进行分析外，我们通常还会考虑其他的补充指标，并根据补充指标的表现对其核心指标评分进行进一步调整，以全面的了解其财务风险状况。补充指标主要为现金流充足性指标，我们通过计算企业的可控现金流入对刚性现金支出的覆盖情况来反映该指标。

我们在分析企业的可控现金流入/刚性现金支出时，可控现金流入主要包括管理费收入、利息收入以及被投资企业分配的现金股利。而刚性现金支出则主要包括利息费用、企业运营成本、税收支出等，在某些情况下，我们可能也会视投资控股公司的股利分配政策，将企业对外支付的股利纳入刚性支出。

另外我们还会考虑融资及资本结构对于企业财务风险的影响，通常要考虑的因素有：债务的到期结构、企业的融资来源集中度、汇率及利率风险、对被投资企业的融资敞口，以及结构复杂程度等。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级(中国)补充评级方法论 一必需消费品行业

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级(中国)有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于必需消费品行业时,我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括日常消费品、大宗农产品、制药、医疗器械和医疗服务等。本方法论通常与标普信用评级(中国)一工商企业评级方法论结合使用。

日常消费品

本领域内的企业主要收入来自于制造、营销和销售非耐用消费品(例如饮料、食品或烟草)。

大宗农产品

本领域内的企业主要收入来自于采购和经销农作物和农作物原料,或者加工、经销和营销食品等。

制药

本领域内的企业主要收入来自于研发、生产或销售品牌药创新药品或仿制药(品牌药创新药的低价替代品)的企业,以及医药生产外包服务商(CMOs)。对于生产销售中成药、中药饮片等中药相关企业,我们认为其也具备一定的日常消费品属性,因此会将日常消费品方法论与本方法论结合使用。

医疗器械

本领域内的企业主要收入来自于研发、生产和销售医疗装备、手术和牙科等器械的企业,上述装备和器械包括医用消耗品、植入式设备、传统医用品(如手术服、手套、绷带、注射器等)、以及医疗服务提供者使用的设备;医疗器械外包服务商;研发、生产和销售实验室设备、仪器、试剂和诊断测试的生命科学企业。本领域不涵盖主营业务大部分为医疗器械分销经销的企业。

医疗服务

本领域内的企业主要包括以盈利为目的的医疗服务机构,尤其是向患者提供医疗保健服务的企业。典型业态包括但不限于:医院;急救中心;专业医护机构;身体康复门诊等。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时,我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

（一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们在评估行业风险时，通常会考虑行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度，以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑（1）行业进入壁垒；

（2）盈利水平及趋势；（3）行业变革及产品、服务或技术被替代的风险；（4）行业增长的可持续性。

2、竞争地位

在分析必需消费品企业的竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- （1）竞争优势；
- （2）规模、范围和多样性；
- （3）经营效率；
- （4）盈利能力。

（1）竞争优势

在分析日常消费品企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：品牌价值；市场份额；维持及提升市场份额的能力；营销战略的有效性；销售团队的能力；定价能力以及采购能力等。

在分析大宗农产品企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：市场份额、产品优势、客户范围、经营战略的效果等。

在分析创新药企业的竞争优势时，我们分析其竞争优势时通常考虑研发管线的质量，市场排他性状况、重磅药品的数量、研发策略、市场推广和品牌知名度以及对下游经销商的议价能力。对于仿制药企业我们的竞争优势分析侧重于其药物快速进入市场的能力、生产制造方面的专业性以及对下游客户的影响力。对于医药生产外包服务商，我们主要考虑企业是否具备特殊专业能力和良好合规记录。

在分析医疗器械企业的竞争优势时，我们会关注其所处市场发展情况、专业技术工艺以及专利、分销渠道、产品结构（如耗材占比）等。

在分析医疗服务企业的竞争优势时，我们会关注其细分市场的竞争环境、企业所在细分市场的地位，企业获得支付和报销的机制以及服务差异化和服务质量。

标普信评

S&P Global
China Ratings

（2）规模、范围和多样性

在分析日常消费品企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：收入规模与同业相比状况；产品或服务的范围；地域分布等。我们通常还会从产品、品牌和定价等方面衡量公司收入和现金流来源的多样性。

在分析大宗农产品企业的规模、范围和多样性时，我们通常以销量或利润的占比来衡量多样性，并且分别从地域分布、产品类别、业务线、消费者的集中度或广度、制造及采购地点以及关键大宗商品的集中度等方面来进行评估。

在分析创新药企业的规模、范围和多样性时，我们主要分析企业的产品多样性、医疗领域的多样性和区位优势和市场领先地位和市场份额。对于仿制药企业我们主要分析企业的收入规模、在整体市场的渗透率和销售排名、市场占有率趋势、生产和收入的区位优势和技术能力。对于医药生产外包服务商，我们主要综合分析其治疗领域多样性和地理多样性以判断其规模、范围和多样性。此外，我们也会关注 CMOs 的下游客户集中度风险。

在分析医疗器械企业的规模、范围和多样性时，我们通常关注于其产品和终端用途的多样性，同时综合考量其市场份额的大小及稳定性。

在分析医疗服务企业的规模、范围和多样性时，我们通常关注其提供服务的多样性，服务覆盖细分领域的多样性，收入来源的多样性和稳定性，区位优势性等。

（3）经营效率

在分析日常消费品企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：经营杠杆；对原材料和能源成本波动的敏感程度；与同业相比成本控制如何；成本结构的灵活性等。

在分析大宗农产品企业的经营效率时，我们通常会考虑其仓储设施、配送中心（例如港口和火车枢纽站点）和加工设施的战略位置，评估其是否能给企业带来比同业更强的物流优势。此外，我们还考虑生产过程的竞争力，包括成本控制、生产力（包括产能利用率）和采购效率等。

在分析制药企业的经营效率时，我们通常会考虑其关键药物排他性过期时利润率保持能力、成本结构性质和灵活性、营运资本管理能力和生产能力。同时，我们还会结合企业的研发实力综合分析企业的销售费用率。一般来说，制药企业的生产效率并不是最核心影响企业经营的关键，但对于 CMOs 来说，生产效率较为重要。

在分析医疗器械企业的经营效率时，我们关注其成本控制和转嫁能力，申请专利技术能力和营运资金周转水平。

在分析医疗服务企业的经营效率时，我们通常会将其盈利能力和成本结构与提供类似服务并具有相似价格水平的同类医疗服务企业进行比较。对于医疗服务机构，能够准确估计所需成本和支出且议价能力较强，通常说明企业具有较高的经营效率。

标普信评

S&P Global
China Ratings

(4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

(二) 财务风险分析

在分析必需消费品企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所使用的方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

1、核心比率

在分析必需消费品企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用的核心比率包括：债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；营运现金流（FFO）/债务。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

在指标的选取方面，对于资本支出水平高的企业，我们通常会考虑以自由经营性现金流（FOCF）/债务作为主要的补充比率。对于营运资金需求很高的企业，我们通常会考虑以经营性现金流（CFO）/债务作为主要的补充比率。而对于派发高额股息的企业，我们通常会考虑使用自由支配现金流（DCF）/债务作为主要的补充比率。

如果核心比率处于较弱的水平，我们可能会考虑将 EBITDA/利息作为主要的补充比率。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级（中国）补充评级方法论—非必需消费品行业

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于非必需消费品行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括零售、耐用消费品、汽车和商用车制造、休闲体育、媒体娱乐、商业服务及贸易等。本方法论通常与《标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论》结合使用。

零售

本领域通常涵盖直接通过商店、商品目录或者在线网络销售（或以上方式的组合）的方式向个人消费者出售货物或提供服务的企业，例如餐厅以及销售纺织品、鞋类、服装和奢侈品的零售商等。

耐用消费品

本领域内的企业主要收入来自于制造和营销各类耐用消费品，包括家用电器、家具、家居装饰品、小家电、运动设备和其他耐用用品等。

汽车和商用车制造

本领域内的企业主要收入来自于制造和销售机动车辆，包括乘用车、卡车以及小部分的厢式货车和公共汽车等。此外，汽车和卡车零部件供应商也归为此类。

休闲体育

本领域内的企业主要收入来自于娱乐、住宿提供、酒店服务、经营分时度假酒店、经营游轮、经营体育运动俱乐部和其它与体育相关的实体、经营健身俱乐部、运营主题公园和其他旅游景区、以及制造玩具和其他休闲娱乐用品等。

媒体娱乐

本领域内的企业主要收入来自于广告代理、营销服务、运营电视台和广播电台、出版发行、电子商务服务、运营影剧院、印刷、贸易展览、制作电影和电视节目等。

商业服务

本领域企业的主要收入来自于对直接消费者或者对公服务，包括直接面向消费者提供的消费者服务（如家政、营利性教育、健康管理等）、经销或分销服务、设施或场地运营服务（如洗衣店、供气供暖空调服务）及专业性对公服务（如市场营销推广、安保服务、信息服务、保险中介、会计师事务所、律师事务所等）。

贸易

本领域企业的主要收入来自于贸易收入。这类贸易收入是指公司充当中间商或批发商，通过与上下游客户签订的长期合约关系，向下游客户提供诸如批发、贸易融资、物流、仓储等综合服务。不同于专业大宗商品贸易商，一般情况下本领域的贸易企业的业务旨在提供全方位的商品流转服务，而非短期的商品价格套利。因此，此类企业一般情况下也不会承担大额大宗产品敞口。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

（一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们在评估行业风险时，通常会考虑行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度，以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑（1）行业进入壁垒；（2）盈利水平及趋势；（3）行业变革及产品、服务或技术被替代的风险；4）行业增长的可持续性。

2、竞争地位

在分析非必需消费品企业的竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- （1）竞争优势；
- （2）规模、范围和多样性；
- （3）经营效率；
- （4）盈利能力。

(1) 竞争优势

在分析零售企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：营销策略；在理念、产品与购物体验上与竞争对手的差异性；品牌声誉；市场营销；产品和服务质量等。

在分析耐用消费品企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：经营战略和市场地位；在消费品市场和经销渠道的渗透程度；产品范围和差异化；品牌价值和潜在定价能力；在生产、创新、销售和营销方面的资本支出计划；是否有合适的经营策略使得企业在规模增长与盈利增长之间取得平衡等。

在分析汽车和商用车制造企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：与业内竞争对手相比市场份额如何；其主要产品的市场份额在行业内所处的地位等。

在分析休闲体育企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：品牌认知度或特许经营优势；所处市场的相对吸引力和竞争力；资产和服务质量等。

在分析媒体娱乐企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：品牌优势；市场地位；收入稳定性（尤其是考虑到整个行业向数字化转型）；资产质量；能够使企业拥有价格话语权的其他因素等。

在分析商业服务企业的竞争优势时，我们通常考虑其品牌声誉及认可度、市场地位和份额、市场进入门槛等。典型的市场进入门槛如业务开展需要特殊的前置监管审批或需要持有相关牌照等。

在分析贸易企业的竞争优势时，我们通常考虑其客户基础、市场占有率、市场美誉度和业务开拓能力、配套系统（如仓储物流、IT系统等）的发达程度、对上下游的增值服务能力、对于关键产品所拥有的贸易资质、牌照或专营权等。

(2) 规模、范围和多样性

在分析零售企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：产品或服务范围的多样性；店铺的地域分布；核心市场的前景；细分市场的销量、规模、市场份额以及地位；所处市场的相对吸引力，例如：规模、人口、预期增长以及竞争的激烈程度等。

在分析耐用消费品企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：基于区域市场和产品市场的规模和增长潜力来评估其主营业务收入和盈利规模；产品供应的深度和广度；主营业务收入和盈利的地域分布；生产力及其本地化程度、分销网络是否能满足产品需求；供应商和消费者的集中度等。

在分析汽车和商用车制造企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：各地区的收入和盈利能力；终端市场的集中度；生产网络的分布和地域分布的多样性；供应商集中度等。

在分析休闲体育类企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：市场的地域分布多样性；品牌、资产及细分市场的集中度；资本支出的规模以及筹措大规模资本支出的能力。

在分析媒体娱乐企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：在各种产品、服务、内容、受众、书刊及其他细分领域的盈利多样化程度；地域分布；业务的群聚效应。

在分析商业服务企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑企业规模，企业所服务市场的体量，收入或利润方面客户集中度、供应商集中度、服务种类以及地理位置的多样性。

在分析贸易企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑企业的贸易规模、主要贸易品类的丰富程度、主要业务地区的分散程度、主要贸易上下游的分散程度等。

(3) 经营效率

在分析零售企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：同店销售额或同比销售额；毛利率；管理、销售费用占营收的比重；单位面积销售额；债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；存货周转率；应付账款周转天数；资金周转周期等。在分析耐用消费品企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：成本结构的灵活性，能否平抑需求或原材料波动带来的影响；成本管理；营运资金的管理；与竞争对手相比成本控制如何等。

在分析汽车和商用车制造企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：与竞争对手相比成本控制如何；工厂分布地点、产能利用率、产品的共性；成本结构的灵活性，包括固定成本和可变成本分别所占的比重、经济低迷时降低成本与管理存货的能力，以及成本增加的转嫁能力；过往削减成本和调整产能的能力；营运资金的管理及其相关指标呈现的趋势；过往对所收购业务的整合能力等。

在分析休闲体育企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：资产利用率和效率指标，如每单位资产所创造的收益；在经济低迷时期，与竞争对手相比在管理固定和可变成本方面取得的成效；过往对于大规模资本投入项目的管理能力等。

在分析媒体娱乐企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：成本结构；应对来自客户或竞争对手的压力时是否有能力消减成本以提高竞争力，以及在此情况下所维持的 EBITDA 的水平等。

在分析商业服务企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：成本结构，营运资金管理能力和管理费率，单位产出，为维持服务而持续再投资规模等。

在分析贸易企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：营运资金的管理能力，特别是应收账款和其他应收款的账龄和发展趋势，营销费用率、成本费用结构、诉讼数量及诉讼规模等。

(4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

(二) 财务风险分析

在分析非必需消费品企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所使用的方法类似（参见《标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论》）。

1、核心比率

在分析非必需消费品企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用的核心比率包括：债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；营运现金流（FFO）/债务。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

在指标的选取方面，对于资本支出水平高的企业，我们通常会考虑以自由经营性现金流（FOCF）/债务作为主要的补充比率。对于营运资金需求很高的企业，我们通常会考虑以经营性现金流（CFO）/债务作为主要的补充比率。而对于派发高额股息的企业，我们通常会考虑使用自由支配现金流（DCF）/债务作为主要的补充比率。

如果核心比率处于较弱的水平，我们可能会考虑将 EBITDA/利息作为主要的补充比率。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬。报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchnratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。

标普信评

S&P Global
China Ratings

标普信用评级(中国)补充评级方法论 — 受监管的公共事业行业

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级(中国)有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于受监管的公共事业行业时,我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论通常与标普信用评级(中国)一工商企业评级方法论结合使用。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时,我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

(一) 业务状况分析

在评估业务状况时,我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度;以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒; 2) 盈利水平及趋势; 3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革; 4) 行业增长的可持续性。

受监管的公共事业

本领域内的企业通常提供必需或者接近必需的,且不存在或者几乎不存在实际替代品的基础设施产品或服务(例如电、水及燃气的供应)。其业务模式一般通过法律、隐性监管或政府政策等形式受到竞争保护,而且监管机构通常会对其进行全面的监管,或者对其费率、服务质量和条款进行隐性监督。

2、竞争地位

在分析受监管的公共事业企业的竞争地位时,我们主要考虑以下要素:

- (1) 竞争优势;
- (2) 规模、范围和多样性
- (3) 经营效率;
- (4) 盈利能力。

具体如下:

竞争地位分析要素

分析要素	释义	一般考量因素
1. 竞争优势	公司产品或服务的战略定位及对客户的吸引力，商业模式的稳定性和可持续性	<ul style="list-style-type: none">• 战略• 差异化/独特性/定位• 品牌声誉和营销• 产品和服务质量• 进入壁垒• 技术优势• 资产密集程度
2. 规模、范围和多样性	经营活动的规模和多样化程度	<ul style="list-style-type: none">• 产品或服务的多样性• 销量，市场规模，收入规模和市场份额• 产品或服务的成熟度
3. 经营效率	企业资产质量和灵活性，成本管理和成本结构	<ul style="list-style-type: none">• 成本结构• 生产流程• 营运资金管理• 技术
4. 盈利能力		<ul style="list-style-type: none">• 多种盈利指标分析

(1) 竞争优势

由于受监管的公共事业一般不受市场影响，我们通常着重考虑其监管优势。在分析其信用风险时，监管框架和机制的影响至关重要，这是因为监管优势决定了本行业中企业的经营环境，并且对于其财务表现具有重要影响。

我们在评估监管框架对企业的支持力度时，通常从监管稳定性、费率制定的有效性、财务稳定性和监管独立性四个方面进行分析，同时我们也会考量在此框架下企业收回成本和及时实现收益的能力。

除了评估监管优势以外，我们通常还考量企业的经营战略，一般来说企业应对监管风险的能力尤为重要。

(2) 规模、范围和多样性

在分析受监管的公共事业企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：经营规模；地域分布、所服务区域的经济状况以及受监管范围的多样性等。我们一般侧重于分析其覆盖的市场和所服务区域的多样性，以及这些因素是否能为企业提供稳定的现金流，并助其抵御由经济和市场波动带来的不利影响。

我们一般认为，如果服务覆盖的区域大、客户群体多样化程度高而且所覆盖地区的经济增长前景较好，则企业能够更灵活地收回运营成本和投资支出（例如重置和成长资本支出等），并且减轻外部冲击（如极端气候）带来的负面影响。

即使考虑到季节性的影响，我们通常认为居民用户和小型商业用户具有更稳定的使用模式而且不易受到经济波动的影响。如果工业用户多，而且当地经济主要依赖一个或几个周期性行业，则企业的经营和财务表现会呈现出更强的周期性，且当地经济下滑对其会产生更大的影响。

（3）经营效率

在分析受监管的公共事业企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：经营特许权方面的合规情况，例如在安全生产、可靠性及环境标准等方面的合规情况；成本管理；资本支出的规模、范围和管理情况等。

以上因素，尤其是成本和资本支出的管理，通常取决于该公共事业受到的监管类型。在成熟的成本加成型定价机制下经营的公共事业企业一般受监管的影响较小，因为成本的波动将很大程度上转嫁给消费者；在激励型机制下经营的公共事业企业一般对于监管的标准更加敏感。

（4）盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

（二）财务风险分析

在分析受监管的公共事业企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所使用的方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

1、核心比率

在分析受监管的公共事业企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用以下核心指标：营运现金流（FFO）/债务；债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

对于受监管的公共事业企业，我们可能会使用 EBITDA/利息作为补充比率。如果资本支出的周期性会明显地影响现金流，我们可能会考虑将自由经营性现金流（FOCF）/债务作为主要的补充比率。另外在适当的情况下，我们可能会考虑使用利息覆盖率作为主要的补充比率，例如（FFO+利息）/现金利息；EBITDA/利息等。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级（中国）补充评级方法论 — 房地产行业

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于房地产行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括房地产开发及物业运营等。本方法论通常与标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论结合使用。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

（一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度；以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒；2) 盈利水平及趋势；3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革；4) 行业增长的可持续性。

房地产开发

本领域内的企业绝大部分息税及折旧摊销前利润（EBITDA）均来自于开发和销售新建住宅或商业地产。

物业运营

本领域内的企业绝大部分 EBITDA 均来自于租金收入，例如一般的物业运营公司或房地产信托投资基金（REITs）都属于此类。

2、竞争地位

在分析房地产企业的竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- (1) 竞争优势;
- (2) 规模、范围和多样性
- (3) 经营效率;
- (4) 盈利能力。

具体如下:

竞争地位分析要素

分析要素	释义	一般考量因素
1. 竞争优势	公司产品或服务的战略定位及对客户的吸引力, 商业模式的稳定性和可持续性	<ul style="list-style-type: none"> • 战略 • 差异化/独特性/定位 • 品牌声誉和营销 • 产品和服务质量 • 进入壁垒 • 技术优势 • 资产密集程度
2. 规模、范围和多样性	经营活动的规模和多样化程度	<ul style="list-style-type: none"> • 产品或服务的多样性 • 销量, 市场规模, 收入规模和市场份额 • 产品或服务的成熟度
3. 经营效率	企业资产质量和灵活性, 成本管理和成本结构	<ul style="list-style-type: none"> • 成本结构 • 生产流程 • 营运资金管理 • 技术
4. 盈利能力		<ul style="list-style-type: none"> • 多种盈利指标分析

(1) 竞争优势

在分析房地产开发企业的竞争优势时, 我们通常从以下几个方面评估其市场地位:

- 企业的规模和市场份额: 拥有较大规模和市场份额的企业更容易获取资金以支持其增长, 并容易产生规模经济效应, 且有助于其取得位置优越的地块及获得较优惠的价格。于此同时, 还可以助其维护与优质分包商和供应商的关系, 以及在不利的市场环境下仍保持较好的销售业绩, 另外还能更好地支持其系统性投入以便提高销售效率和更好地了解终端市场。
- 营销策略的有效性: 我们认为房地产开发企业营销策略的有效性主要通过品牌美誉度、房屋设计的多样性和认可度, 以及其开发的区域或社区的吸引力(包括所在位置和配备设施) 等方面进行衡量; 此外定价策略也是营销策略的重要组成部分。

- 土地采购能力：能否取得足量位置优越的地块以支持其业务增长是衡量房地产开发企业市场地位的另一个重要因素。若房地产开发企业的主要经营区域集中在人口密集且可开发土地稀缺的城市或地区，是否拥有这一能力就会显得尤为重要。
- 提供销售支持的能力：一些房地产开发企业能提供一些其他的相关服务如提供销售支持，从而形成一定的竞争优势并为其带来其他收入。
- 商业战略的执行力：商业战略的执行能力主要表现为公司的管理层能否在不引发过度风险的前提下，规划和实施房地产开发项目，并从中获得足够的收益。

在分析物业运营企业的竞争优势时，我们通常考量其资产组合的质量、市场地位、商业战略的有效性和执行力等。

- 在评估物业运营企业的资产组合时，我们通常侧重于关注其资产质量。我们一般会分析物业运营企业在经历完整的经济周期的过程中，其经营性现金流和资产价值的波动性或稳定性。因为在一个完整的经济周期内，优质资产通常可以产生更高的收益和更稳定的现金流。
- 在评估物业运营企业的市场地位时，我们既考虑其在整个房地产行业中的地位，也考虑其在直接参与的市场中占有的份额。我们认为市场份额与企业是否能够适应行业周期性下滑或激烈的竞争环境有关联，因为市场份额较大的企业通常能够更好地吸引并留住租户。
- 在评估物业运营企业的商业战略和执行力时，我们通常侧重于分析企业是否能够通过执行经营战略而产生持久的竞争优势，并通过经营战略、经营模式、推动增长的能力，以及适时安排资产收购（并为之筹集足够的资金）或资产处置的能力等方面来评估管理层的过往业绩和经验。我们还可能评估其经营战略是否能够很好地预估并满足租户群体未来可能产生的需求。

(2) 规模、范围和多样性

在分析房地产开发企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑其业务在地域分布上的多样化程度、在所进入市场内的相对吸引力、产品类型的多样性以及价格定位的多样性。

在分析物业运营企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑其所运营物业的类型（例如零售、办公、酒店或其他）和当地市场（省、市和地区）的特点，并且分析相应需求驱动因素、当前入住率以及预计未来会新增的物业供给等。如果从更广泛的房地产市场角度来看，不同类型的物业和不同地区的市场拥有不同的基本属性和特点，并且这些属性和特点可能随着时间的推移而发生变化，而我们会将这些因素纳入考量。

(3) 经营效率

在分析房地产开发企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：其是否有能力以较高的性价比取得位置优越的地块；营运资金的管理能力，包括土地和建物库存管控能力；成本结构是否合理，包括施工、营销和间接成本在其中所占比重等。

在分析物业运营企业时，经营效率（包括成本结构、营运资金管理、业务流程和技术等）一般是次要的考虑因素，我们认为其影响力通常有限。这是因为物业运营企业的主要收入一般来自于租金收入。

(4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

(二) 财务风险分析

在分析房地产企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时使用的方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

1. 核心比率

在分析房地产开发企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用以下核心指标：营运现金流（FFO）/债务；债务/EBITDA。

在分析房物业运营企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用以下核心指标：债务/EBITDA；EBITDA/利息；固定费用偿付比率。

2. 补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

可考虑的补充偿付比率包括：经营性现金流（CFO）/债务；自由经营性现金流（FOCF）/债务；自由支配现金流（DCF）/债务等。尽管比率的变动幅度可能很大，但上述比率可以反映营运资金对于现金流的影响程度。持续增长中的企业可能在相当一段时间内其FOCF都会呈现为负值，使得偿付风险加剧。我们还可能考虑两个覆盖率比率：（FFO+利息）/现金利息；以及EBITDA/利息。这两个比率反映了企业对于债务利息的偿还能力。

我们还可能考虑另一个补充比率：债务/（债务+权益）。这是衡量财务杠杆的传统指标，且我们认为这一指标有时能够较好地评估企业的融资方式及其承受亏损的能力。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级(中国)补充评级方法论 一材料行业

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级(中国)有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于材料行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括采掘和金属冶炼、化工、林业及造纸、建筑材料与包装等。本方法论通常与标普信用评级(中国)一工商企业评级方法论结合使用。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

(一) 业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度；以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒；2) 盈利水平及趋势；3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革；4) 行业增长的可持续性。

采掘和金属冶炼

本领域通常涵盖采掘和金属冶炼两个细分领域。采掘业属于上游行业，企业的经营收入主要来自于金属和矿山的勘探及开采活动；金属冶炼行业属于中下游行业，企业的经营收入主要来自于金属和矿山的提炼、精炼、加工和销售活动。

化工

本领域内的企业主要收入来自于生产和销售基础化工品或特种化工品。

林业及造纸

本领域内的企业主要收入来自于原木采伐，以及利用木材或再生纤维素纤维生产纸浆、纸张、纸质包装或木制产品等。

标普信评

S&P Global
China Ratings

建筑材料

本领域内的企业主要收入来自于生产和销售建筑材料。

包装

本领域内的企业主要收入来自于生产和销售塑料、纸质、金属和玻璃包装产品。

2、竞争地位

在分析材料行业企业的竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- (1) 竞争优势；
- (2) 规模、范围和多样性
- (3) 经营效率；
- (4) 盈利能力。

竞争地位分析要素

分析要素	释义	一般考量因素
1. 竞争优势	公司产品或服务的战略定位及对客户的吸引力，商业模式的稳定性和可持续性	<ul style="list-style-type: none">• 战略• 差异化/独特性/定位• 品牌声誉和营销• 产品和服务质量• 进入壁垒• 技术优势• 资产密集程度
2. 规模、范围和多样性	经营活动的规模和多样化程度	<ul style="list-style-type: none">• 产品或服务的多样性• 销量，市场规模，收入规模 and 市场份额• 产品或服务的成熟度
3. 经营效率	企业资产质量和灵活性，成本管理和成本结构	<ul style="list-style-type: none">• 成本结构• 生产流程• 营运资金管理• 技术
4. 盈利能力		<ul style="list-style-type: none">• 多种盈利指标分析

- (1) 竞争优势

在分析采掘企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：企业通过自身发展提高储量和产量的能力；企业的增长潜力和发展战略；市场进入壁垒、合同特点和议价能力等其他相关因素。在分析金属冶炼企业的竞争优势时，我们通常考虑产品的附加值、市场竞争格局以及企业与客户的关系等。

在分析基础化工企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：市场地位；发展战略是否稳健且可持续；是否有能力维持足够的资本投入以及是否能够成功地执行项目等。此外，分析特种化工企业的竞争优势时，我们还需要考虑企业持续的研发能力，以及产品或服务的一些特点，比如产品差异化程度、技术含量、服务能力等。

在分析建材企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：市场份额；产品差异化程度、多样性和下游需求；产品的分销；对上下游的议价能力；品牌价值等。

在分析林业和造纸企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：产品所占的市场份额；发展战略和市场定位；高附加值产品占营业收入和利润的比例；重要细分市场是否存在进入壁垒；是否有能力和意愿持续进行资本再投入等。

在分析包装企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：市场地位和吸引力；原材料的影响；产品的差异性；下游需求的稳定性；产品的可替代性；过往是否有成功执行战略规划并维持长期盈利的经验等。

（2）规模、范围范围和多样性

在分析采掘企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：资产的多样性（业务经营的种类和规模）；矿山的寿命；产品的多样性；业务的地域分布等。在分析金属冶炼企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：产能；工厂的数量和地域分布；产品的多样性；除去金属冶炼以外，是否还整合了其他业务（例如开采及原材料业务）使其业务规模和多样性方面更具优势等。

在分析化工企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：产品的深度和广度；原材料集中度；终端市场的集中度；营业收入、利润和生产基地之间的地理分布是否均衡；供应商和客户的集中度等。

在分析林业和造纸企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：销售额和销量；相对独立或价格关联度较低的产品或地区对现金流的贡献程度；经营性资产的数量等。某些情况下我们还会考虑供应商或客户的集中度等。

在分析建材企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：与主要竞争对手相比，企业的收入规模如何；价格关联度较低的产品或地区对现金流的贡献程度；经营性资产的数量；产品的多样性；地域分布的多样性；客户或供应商的集中度等。

在分析包装企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：产品的深度和广度；收入的相对规模及其目标市场的相对规模；供应商和客户的集中度；包装材料的多样性；终端市场的多样性；营业收入、利润和生产基地之间的地理分布是否均衡等。

(3) 经营效率

在分析采掘企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：其现金成本在行业内所处的位置；承购协议的达成情况等。在分析金属冶炼企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：原材料、能耗和人工成本的情况；产能利用率和调节生产的灵活性；经营性资产的情况等。

在分析化工企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：与竞争对手相比成本情况如何；成本结构的灵活性如何，能否平抑需求或原材料波动带来的影响；调节生产的灵活性；原材料成本的转嫁能力等。

在分析林业和造纸企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：经营性资产的使用年限、规模和地理位置；低价获得原材料和能源的能力；产业链垂直整合的程度；人力成本的灵活性等。

在分析建材企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：经营性资产的使用年限、规模和地理位置；管理和销售费用占营收的比率；原材料成本的转嫁能力；产业链垂直整合的程度；经营性资产的投资与维护等。

在分析包装企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：与竞争对手相比成本情况如何；原材料成本的转嫁能力；开工率；生产基地与客户的距离等。

(4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

(二) 财务风险分析

在分析材料企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所使用的方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

1、核心比率

在分析材料企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用的核心比率包括：营运现金流 (FFO) / 债务；债务/对息税及折旧摊销前利润 (EBITDA)。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

在指标的选取方面，对于资本支出水平高的企业，我们通常会考虑以自由经营性现金流 (FOCF) / 债务作为主要的补充比率。对于营运资金需求很高的企业，我们通常会考虑以经营性现金流 (CFO) / 债务作为主要的补充比率。而对于派发高额股息的企业，我们通常会考虑使用自由支配现金流 (DCF)

/债务作为主要的补充比率。

如果核心比率处于较弱的水平，我们可能会考虑将 EBITDA/利息作为主要的补充比率。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级（中国）补充评级方法论 — 能源行业

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于能源行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括油气开采和生产、油气管输储运、石油炼化及销售、油气钻探、相关设备及油田服务，以及市场化发电及天然气等。本方法论通常与标普信用评级（中国）— 工商企业评级方法论结合使用。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

（一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度；以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒；2) 盈利水平及趋势；3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革；4) 行业增长的可持续性。

油气开采

油气开采企业的主要收入来自于石油及天然气开发和生产等。此外，本领域还包涵整合了下游业务（如提炼和营销业务）和中游业务的综合型油气企业。

油气管输储运

油气管输储运企业的主要收入来自于运输、加工、存储和销售特定大宗商品，例如石油、精炼产品（如汽油和柴油）、天然气、液态天然气、或乙醇等。

石油炼化及销售

石油炼化及销售企业的主要收入来自于将原油加工成汽油、柴油和飞机燃料等与石油相关的精炼产品。相关销售企业通常向零售商批发销售汽油和柴油等精炼产品。

油气钻探、相关设备及油田服务

油气钻探、相关设备及油田服务企业的主要收入来源于为油气开采企业提供勘探，相关设备以及油田服务等各类相关服务。

市场化发电及天然气

市场化发电及天然气企业通常从事电力的生产及销售活动，或采购并转售电力或天然气。这些企业以签订双边协议的方式与公用事业机构或其他中介机构合作，或者直接向终端用户、市场管理机构或系统运营商提供服务。

2、竞争地位

在分析能源企业的竞争地位时，我们主要考虑以下四个要素：

- (1) 竞争优势；
- (2) 规模、范围和多样性
- (3) 经营效率；
- (4) 盈利能力。

竞争地位分析要素

分析要素	释义	一般考量因素
1. 竞争优势	公司产品或服务的战略定位及对客户的吸引力，商业模式的稳定性和可持续性	<ul style="list-style-type: none"> • 战略 • 差异化/独特性/定位 • 品牌声誉和营销 • 产品和服务质量 • 进入壁垒 • 技术优势 • 资产密集程度
2. 规模、范围和多样性	经营活动的规模和多样化程度	<ul style="list-style-type: none"> • 产品或服务的多样性 • 销量，市场规模，收入规模和市场份额 • 产品或服务的成熟度
3. 经营效率	企业资产质量和灵活性，成本管理和成本结构	<ul style="list-style-type: none"> • 成本结构 • 生产流程 • 营运资金管理 • 技术
4. 盈利能力		<ul style="list-style-type: none"> • 多种盈利指标分析

- (1) 竞争优势

在分析油气开采企业的竞争优势时，我们通常考虑其油气田的增长前景、液气比例、各个生产区域内实现的单位收入以及产业链整合度等。

在分析油气管输储运企业的竞争优势时，我们通常考虑其运输流量的弹性、合同特点、对大宗商品价格的风险敞口以及对应的监管框架等。

在分析石油炼化及销售企业时，一般来说竞争优势分析的重要性较为有限。这是因为炼化厂所买卖的大宗商品差异化很小，因此较难体现由产品或品牌差异性带来的竞争优势。

在分析油气钻探、相关设备及油田服务企业的竞争优势时，我们通常考虑其服务和设备的技术复杂性、产品价值或对消费者的重要性、快速服务或替换设备的能力、服务和设备的定价能力和竞争力以及在其细分市场的相对市场地位等。

在分析市场化发电及天然气企业的竞争优势时，我们通常考虑其所在市场的结构和吸引力、收益结构和稳定性、资产组合及其质量和技术优势等。

(2) 规模、范围和多样性

在分析油气开采企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑其储量规模（大储量会产生规模经济效应）、液体占比（如原油和天然气比例）、储量勘探中的操作风险（如深水生产的风险远高于陆上作业）、生产源地域分布的多样性、企业的当前产量及未来的增长前景等。

在分析油气管输储运企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑经营规模和地域分布多样性、所运输产品的种类多样性、与其他辅助业务的整合程度以及客户的多样性等。

在分析石油炼化及销售企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑总炼化能力、提炼厂的数量、收益对于单一炼化厂的依赖性、地域分布（尤其从物流角度来看，原料供应来源是否具有多样性）、是否已接入需求度较高的市场、供给渠道畅通程度、产品复杂性和组合方式、中下游产业整合链程度以及销售范围等。

在分析油气钻探、相关设备及油田服务企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑营业收入和息税及折旧摊销前利润（EBITDA）的相对规模、产品的深度和广度、营业收入和 EBITDA 来源的地理分布是否均衡、客户集中程度等。

在分析市场化发电及天然气企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑运营、利润和现金流的相对规模、市场多样化程度、资产组合的广度（包括燃料类型和工厂的多样化程度）、供应商或客户集中度、上游（发电或燃料）和下游产业链（零售）的垂直整合度等。

(3) 经营效率

在分析油气开采企业的经营效率时，我们通常考虑其单位成本、单位利润率及单位成本所产生的营业收入（不考虑杠杆因素）相对于同业来说处于何等水平。

在分析油气管输储运企业的经营效率时，我们通常考虑以增长为导向的资本支出的规模是否可调节、维护性资本支出规模占整体资本支出预算的比重、经营性资产的成本特性、资产利用率等。

在分析石油炼化及销售企业的经营效率时，我们通常考虑运营和加工成本（一般会通过炼化厂的老化程度、设备升级改造成本及燃料成本来进行衡量，当然我们也会考虑到各区域的燃料成本可能有所不同）、产能利用率、与竞争对手相比经营灵活度如何、计划外损耗情况、采购原料及销售产品的能力等。

在分析油气钻探、相关设备及油田服务企业的经营效率时，我们通常考虑成本结构的灵活性、市场状况不佳时营运资金的需求情况以及设备制造的效率和质量等。

在分析市场化发电及天然气企业的经营效率时，我们通常考虑其成本竞争力、资产效率、成本结构的灵活性（能否平抑需求或投入成本的波动带来的影响）以及成本管理情况等。

（4）盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

（二）财务风险分析

在分析能源企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所使用的方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

1、核心比率

在分析能源企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用的核心比率包括：营运现金流（FFO）/债务；债务/EBITDA。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

对于能源企业，我们可能会使用自由经营性现金流（FOCF）/债务作为主要的补充比率。主要的原因是，营运资金和资本支出的周期性能够明显影响企业的现金流走势。对于派发较高股息的企业，我们还可以使用自由支配现金流（DCF）/债务作为补充指标进行分析。另外，在适当的时候我们可能还会使用其他的比率，例如利息覆盖率，作为补充比率。我们一般会考虑的相关利息覆盖率包括：（FFO+利息）/现金利息；EBITDA/利息等。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信

用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级(中国) 一评级定义

一、概述

标普信用评级(中国)有限公司的信用评级反映了我们对于受评主体及其债务信用状况的前瞻性意见。我们在评级时,通常侧重于分析受评主体对其财务承诺的履行能力和意愿。

我们所提供的评级主要是为了对受评主体和债务的整体信用状况做出一个相对的排名。如果受评主体及其债务的评级较高,说明我们认为其信用状况相对于低级别的受评主体和债务来说更好。因此,我们的评级所衡量的并非是绝对的信用状况,而是相对的信用状况。

所谓的信用状况涵盖了多种考量因素,例如违约的可能性、可能获得的外部支持、偿付的优先顺序及回收率等。

我们认为随着经济和信用周期的变化,受评主体和债务的信用状况会发生改变,评级也会随之发生变化。为了应对信用状况可能发生的变动,我们会对评级进行跟踪。

二、衡量评级表现

我们用于衡量评级表现的主要方式是观察违约频率的大致排序。也就是说,若评级的表现符合预期,评级较高的债务平均应该呈现相对较低的违约频率;相反地,评级较低的债务平均应呈现相对较高的违约频率。

信用等级的划分、符号及含义如下:

(一) 长期债务/主体信用评级

AAA 级: 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 级: 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 级: 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 级: 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 级: 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 级: 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 级: 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 级: 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 级: 不能偿还债务。

除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。级别以“spc”后缀标识，如 AA_{spc+}。“spc”代表标普信用评级（中国）的英文缩写。我们也可能给级别加上“展望”或“观察”，以表达我们对于级别的预期。

（二）短期债务/主体信用评级

A-1 级：其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

每一个信用等级均不进行微调。级别以“spc”后缀标识，如 A-1_{spc}。

（三）担保机构信用评级

AAA 级：代偿能力最强，绩效管理和风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，绩效管理和风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，绩效管理和风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，绩效管理和风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，绩效管理和风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，绩效管理和风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。级别以“spc”后缀标识，如 AA_{spc+}。我们也可能给级别加上“展望”或“观察”，以表达我们对于级别的预期。

标普信用评级(中国) — 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素

一、适用范围与概述

本方法论阐述了标普信用评级(中国)有限公司通常会如何分析评级调整因子可能对主体信用评级或债项评级产生的影响。本方法论还说明了我们会如何分析不同证券的偿付顺序,并评估其对评级可能产生的影响。因此在进行证券评级时,只要我们认为评级调整因子和证券偿付顺序会对评级造成影响,本方法论皆可适用。

本方法论列举了我们常用的评级调整因子,并且这些因子通常为外部因素。这些外部因素有可能会加强或削弱发行主体或债项的信用状况,从而影响最终评级。因此在决定最终的评级时,我们可能会基于这些外部因素对评级做出调整。

本方法论概述了我们分析外部因素时通常会采取的方法,包括我们会如何分析来自集团和政府的影响、交易对手风险及担保等外部因素,并且评估这些因素对信用观点或信用评级会产生的影响。

本方法论还概述了我们分析证券偿付顺序时通常会采取的方法,包括我们会如何分析证券的偿付顺序,并且评估偿付顺位对信用评级可能产生的影响。我们通常在评估以下债项或因素时会考虑偿付顺序:优先有抵押债券、潜在的回收率、次级债务、分级的资产证券化产品、混合证券、高级优先债务及优先无抵押债券等。

二、方法论

(一) 评级调整因子

下文概述了我们一般会如何分析评级调整因子的性质及其对信用状况(包括对个体信用状况、发行主体或债项评级)产生的影响。

1、集团影响

很多发行主体的组织架构比较复杂,并且可能与其母公司或子公司有着多层关联。这些组织关系对于发行主体或债项而言可能构成信用加分,也可能削弱其信用状况。我们通常从以下几个方面评估这些组织关系和股权结构对信用水平可能产生的影响:

- 相关母公司或子公司的信用状况;
- 预计可从母公司或其他子公司处获得的支持;
- 预计可能受到的负面影响,例如交叉违约或集团对发行主体提出财务要求等。

2、政府相关实体

我们会考虑企业是否会得到政府支持或受到政府干预。在评估政府因素对企业信用评级可能产生的影响时,我们通常会考虑企业的个体信用状况和相关政府的信用状况,并且对预期获得的支持或受到的干预做出评估。综合上述因素,我们可能会对企业评级做出相应的调整。

3、交易对手风险敞口

交易对手风险敞口是评估证券化交易信用风险的重要考量因素之一，同时也可能适用于评估其他类型的证券。交易对手可能参与了交易中的一些环节，包括现金管理、银行账户、衍生品、流动性支持的提供等。如果对手方未能履行义务，即使基础资产表现良好，证券的信用还是可能受到负面影响。

在分析交易对手风险敞口会如何影响评级时，我们通常会考虑风险敞口的性质以及对手方的信用状况，再与基础资产的分析结果作对比，从而决定是上调或下调还是维持评级。

4、相关政府之间的影响

我们会考虑下级政府是否会受到上级政府的支持或干预，以及这些因素对评级可能产生的影响。我们通常会考虑受评主体的信用状况和上级政府的信用状况，并且对预期获得的支持或受到的干预做出评估。综合上述因素，我们可能会对最终评级做出相应的调整。

5、系统重要性

部分发行主体的持续经营对当地的服务体系、经济及就业等方面发挥着重要的作用，这些发行主体及其债项可能会因此得到支持。我们可能根据这些因素对个体信用状况或最终评级做出相应的调整。

6、违约追偿

如果发生违约，一些债项的余款可能得以部分或全数追偿。在适当的情况下，我们可能会分析回收率，并且对评级做出相应的调整。

7、担保

一些发行主体或债项可能会获得担保人为之提供的担保。我们通常会审核担保条款并考虑担保人的信用质量，从而决定是否需要调整评级。

（二）偿付顺序

下文概述了我们在分析证券偿付顺序及其对评级的或有影响时，一般会考虑的因素和遵循的原则。

1、主体信用评级

通常情况下，发行主体的信用评级与其发行的优先无抵押证券的评级基本一致。但在某些情形下，主体信用评级也可能不同于优先无抵押债券的评级。

2、次级债务

一些发行主体可能发行次级债务。按合同约定，其偿付顺序通常在其他债务，如有抵押债务之后。鉴于次级债务在发行主体资本结构中偿付顺位相对靠后，此类次级债务的评级可能与主体评级一致或低于主体评级。具体情况可取决于发行主体的信用特征和债项条款。

3. 分层（常见于资产证券化产品）

资产证券化产品通常以基础资产所产生的现金流为支持，发行多个层级、不同评级（或无评级）的证券。通常情况下，不同层级的证券具有不同的偿付顺序和信用损失风险，并且不同程度的增信水平也会反映在其评级中。

顺位相对靠后的证券通常会在优先层级的证券受偿之后才获得偿付，因而该证券的评级可能会等于或低于优先层级证券的评级。

4、混合资本工具及其他权益类工具

一些发行主体会通过混合资本工具的形式发行债务。这类工具可能同时具备债务和股权的属性。在我们分析此类工具时，一般考虑以下两方面内容：

- 该混合资本工具相对偿付顺序及偿付的可能性（一般可以根据条款判断），包括考虑债转股等因素；
- 该混合资本工具或其他资本工具对优先偿付证券信用质量的影响，比如是否提供了额外的偿付保障。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级(中国) —跟踪评级方法论

一、适用范围与概述

本方法论阐述了标普信用评级(中国)有限公司在长期跟踪评级时所采取的分析方法。

首次对发行主体或债项进行评级时,我们通常会使用与该发行主体、债项或证券种类相关的方法论。对现有评级进行跟踪时,我们可能会使用其他的分析方法,并且评估需要对哪些现有评级做出更加细致详尽的分析。

二、方法论

(一) 工商企业、金融机构(和类似企业)

大多数工商企业和金融机构会定期披露财务和业绩信息,并按相关市场规定报备相应的文件。这些报告会时常更新并可能包括财务和非财务方面的内容。此外,我们还可以更广泛地跟踪与某个行业或经济相关的主要经济变量,以及分析其对整体经济环境和有关信用情况造成的影响。

我们的分析师会定期与发行人联系,以了解其最新的经营情况。

在跟踪评级的过程中,我们会将获取的最新信息纳入考量。一般来说,我们会同时评估财务表现和业务状况的趋势,并与我们的预期进行比对,从而完成信用状况的持续监控。我们会根据比对的结果评估发行主体的信用状况是否在本质上已偏离了我们的预期,从而决定是否需要进行更详尽的审核和分析。

在我们审阅最新信息时,一旦发现现有评级或预期可能需要做出调整,我们会对发行主体进行更详尽的分析,以便重新评估其信用状况。

(二) 政府和政府实体

我们会定期对政府评级进行跟踪,这与我们对工商企业和金融机构所采取的跟踪方法类似。我们通常会分析税收、政府开支以及相关趋势等更为宏观的经济因素,并且评估这些因素对政府信用状况产生的影响。

(三) 资产证券化(及类似债务)

在对资产证券化产品进行跟踪评级时,我们会综合考量基础资产的表现、最新市场情况及其它因素发生的变化,然后与标普信评的预测进行对比,再以前瞻性的角度评估这些变化对证券信用等级的影响。

1、资产证券化的特殊考虑因素

在跟踪评级的过程中,我们通常着重考虑那些会对信用质量、增信水平等产生重大变化,从而影响信用等级的可变因素。考虑这些因素的同时我们会结合过去和预期的基础资产表现来进行

判断。在进行信用和现金流分析时，我们通常会关注上述因素发生的重大变化，并评估其对信用等级可能造成的影响。

我们通常更侧重于评估资产证券化产品长期且持续的趋势和预期，并且只有在我们认为必要时才会进行评级调整，以避免评级频繁波动。

2、基础资产信用质量

如上文所述，在进行跟踪评级分析时，我们通常侧重于分析那些会给信用质量造成重大变化从而影响信用等级的可变因素；这些因素包括拖欠或逾期、过往的资产池损失、抵质押物的重大变化、资产账龄或者其他影响资产池的因素等。

如果观察到信用质量发生变化，我们可能会对交易进行更详尽的评估。如有必要，我们可能会使用更新的数据，并借助信用模型或现金流模型对该交易进行分析。在适当的情况下，我们还可能会使用其他分析方法。

(四) 项目融资

我们对项目融资的跟踪主要考虑基础项目所处的融资阶段。

如果项目融资存在建设和开发风险，或者尚处于建设阶段，我们通常会结合标普信评对时间和预算的预期来监控建设的进展状况。

如果项目融资处于运营阶段，我们通常会结合标普信评对运营表现和绩效标准的预期来监控运营状况。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级(中国) — 金融机构评级方法论

一、适用范围与概述

本方法论阐述了标普信用评级(中国)有限公司为金融机构进行评级时所使用的评级方法。本方法论中所指的金融机构定义广泛,主要包括从事零售银行、商业银行、企业银行、投资银行业务的银行机构,同时也可能包括证券公司、抵押贷款发放机构、信托机构、信用合作社、建房互助协会及托管银行等。在适当的情况下,本方法论还可能用于其他从事金融业务的机构或类似机构的评级。

本方法论阐述了评估金融机构及其类似机构的个体信用状况(SACP)和主体信用评级(ICR)时需考虑的主要因素,包括集团或者政府是否可能对受评主体提供特殊支持。

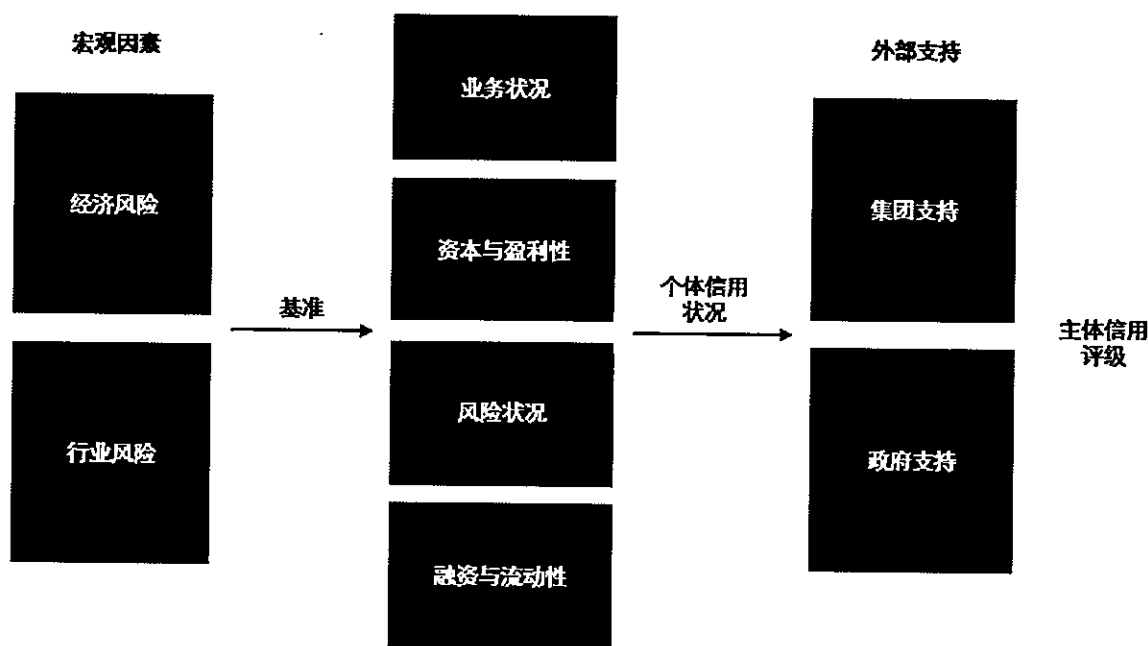
首先,本方法论通过对经济风险和行业风险的分析,重点评估金融机构所处的经营环境,以确定其信用评级的起点,也就是评级基准。评级基准反映了在当前以及预期的经营环境下,我们对一家“典型”中国金融机构可能的SACP做出的假设性判断。然后,我们会分析机构的个体特征,包括业务状况、资本与盈利性、风险状况以及融资与流动性等。通过将机构的具体特征与评级基准进行比较,得出金融机构的SACP。最后,我们会考虑机构获得特殊外部支持的可能性。该种外部支持包括来自于政府或集团的支持。

机构的ICR中可能反映了其信用状况受益于集团或政府所提供的特殊支持。但在某些情况下,如果我们认为金融机构更可能提供而非接受支持,则其ICR有可能弱于SACP。

我们一般会首先通过对经济风险和行业风险两个宏观要素的分析,评估总体经营环境的优势和劣势,由此得出评级基准。然后在此基础上,通过分析机构的个体优势和劣势,评估其SACP。在考虑机构的具体情况之后,SACP可能高于也可能低于评级基准。在考虑了金融机构相关个体特征后,我们可能还会在适当的时候对SACP做进一步的调整。

ICR中可能反映了外部支持的因素,包括金融机构与其所属集团或者相应政府之间的关系,以及该种关系会如何影响金融机构的整体信用状况。在考虑了特殊支持以后,我们可能还会在适当的时候对ICR进行进一步的上调或下调,而这样的调整(如适用)一般反映了我们在进行了同业比较之后对机构的相对信用状况的评估,以及对机构的最终信用质量的观点。如果采取了这样的调整,通常表明我们认为机构的一个或多个优势或者劣势并没有在其SACP或外部支持分析中得到充分的体现。

金融机构评级方法框架



二、方法论：评定主体信用评级

(一) 评级基准

评级基准是对经营环境的评估，包括经济风险和行业风险两个宏观因素。评级基准反映了在当前和预期的经营环境下，我们对一家“典型”的中国金融机构潜在的信用评级做出的假设性判断。我们在判断“典型”的金融机构时，可能还会考虑一个行业的垄断程度或分散程度。评级基准是我们对金融机构进行评级的起点。其中行业风险主要反映了我们对于国内金融行业制度层面和监管层面的稳定性的判断，而经济风险则主要反映了我们对国内信贷环境和市场竞争动态的判断。

(二) 个体信用状况

经济风险和行业风险是对金融机构信用状况的宏观分析，而业务状况、资本与盈利性、风险状况，以及融资与流动性四个方面的考虑则是对金融机构的微观分析。

在考虑了金融机构在下列方面的具体优势和劣势后，我们会在评级基准的基础上做出调整，从而得出其 SACP：

- 业务状况；
- 资本与盈利性；

- 风险状况；
- 融资与流动性。

通常情况下，我们通过对机构自身优势和劣势的分析得出其 SACP。SACP 可能包括了机构在日常经营中获得的外部支持，但通常不包括特殊情况下得到的外部支持。在考虑了以上个体信用特征的评估要素之后，我们仍可能对 SACP 进行进一步的调整。此项调整（如适用）通常反映了我们在进行了同业比较之后对机构的相对信用状况的评估。

对比分析和同业比较

对比分析和同业比较的主要目的是为各项评级要素的评估和 ICR 的确定提供一个可比的背景框架。对比分析有助于我们评估金融机构的具体情况。我们可能会对不同的个体信用状况评级因素使用不同的对比分析方法。对业务状况、风险状况和融资情况的分析往往是相对的，而对资本与盈利性以及流动性的分析通常是绝对的。当我们评估了特殊外部支持可能带来的影响之后，会进行最后的同业比较来确定最终的 ICR。我们选取的同业对比组通常是多家具有可比性的金融机构。

1. 业务状况

业务状况部分通常评估金融机构的业务经营实力，综合体现了金融机构业务经营中的具体特点，此类具体业务特点可能增加或者部分抵消其面临的行业风险。我们在分析机构的业务状况时，通常会考虑其业务稳定性、集中度或多样性，以及管理和企业战略等因素。

业务状况子因素及指标		
子因素	释义	指标
业务稳定性	金融机构业务的稳定性或脆弱性	收入稳定性、市场份额和客户基础
集中度或多样性	业务活动的集中度或多样化程度	不同业务条线和不同地域对总收入的贡献度
管理及企业战略	管理质量、战略以及公司治理	战略定位、运营效率、财务管理以及治理和财务政策

(1) 业务稳定性

业务稳定性评估的是金融机构在经济和市场波动的环境下，其持续性业务的规模是否能维持一定的稳定性。

(2) 业务集中度和多样性

业务活动的集中度和多样性通常关注不同业务条线和地域对金融机构收入的贡献度，并将其与其他面临相似行业风险的金融机构进行比较。

(3) 管理与战略

管理与战略部分通常评估金融机构管理层贯彻执行经营计划的能力、金融机构的战略方向、管理层的风险偏好，以及所有权情况和公司治理等。在进行该项评估时，我们通常采取定性分析的方式。

2. 资本与盈利性

资本与盈利性部分通常评估金融机构吸收损失的能力。具备该种能力意味着在金融机构持续运营的同时能够保障优先债权人的利益。资本与盈利性分析通常包括监管要求的资本充足率、我们对资本充足水平的看法、资本金和盈利的质量以及盈利能力等。我们对于资本与盈利性的分析反映了我们对资本金与盈利能否充分吸收预期损失和潜在损失的前瞻性判断。

资本与盈利性分析通常会考虑金融机构的资本金和盈利能够多大程度地覆盖由于经济严重下滑可能造成的损失。我们会综合考虑金融机构的盈利能力在吸收损失和积累内生资本方面的作用。同时我们也会考虑机构现在或将来是否能够满足监管机构对资本的要求、其产品定价是否能够产生稳定且足以覆盖预期资产损失的利润率，以及该利润率是否能够保全足够的资本来抵御非预期损失。

(1) 资本充足性

我们通常会对资本和盈利性进行分析，并且可能会依照我们的观点对资本充足性指标进行风险调整。

(2) 资本和盈利的质量

除了对总资本水平进行适当调整、预判和评估之外，我们还会分析资本和盈利的质量，该部分的分析能够帮助我们发现机构在盈利性或资本充足性方面是否还有其他任何优势或劣势。

(3) 盈利能力

盈利能力评估通常分析的是其盈利覆盖正常化损失的能力。

3. 风险状况

资本与盈利性分析是在标准化假设下得到的结论，在此基础上，我们会对风险状况进行进一步的分析，从而完善对金融机构各类实际和特定风险的评估。

为了辨别一家金融机构自身独有的风险状况特征，我们会开展以下分析：

- 金融机构如何管理发展扩张过程中的风险，如何管理其风险状况的变化；
- 风险集中或分散程度会给机构信用状况带来怎样的影响；
- 业务复杂程度的上升是否会带来额外风险；

- 我们对风险调整后资本的分析是否充分揭示了各类重大风险；以及
- 将现有业务组合的历史损失和预期风险与同业机构进行比较。

4. 融资与流动性

融资分析是将金融机构的融资结构与国内行业平均情况进行比较，从而评估该机构在融资方面的实力和稳定性。流动性分析通常会考虑金融机构在不利的市场条件和经济状况下管理流动性需求的能力，并评估该机构是否能够在长期的不利状态下维持运营。

(1) 融资

我们在分析金融机构相对的融资实力和潜在的融资波动性时，通常会考虑其负债情况，包括个人存款和机构存款的组成结构、同业借款，以及在资本市场上的抵押借款和无抵押借款。

(2) 流动性

我们在分析金融机构的流动性时，主要考虑其对央行融资的相对依赖性及其通过其他渠道获取流动性资源的能力。

(3) 比较流动性用途与来源

这项分析通常会评估在不利的市场和经济情况下，金融机构是否能够在预期以及潜在流动性用途和可靠的流动性来源之间取得平衡。

(三) 主体信用评级

1. 支持框架

在分析集团或政府支持时，我们通常会分析金融机构与集团或政府之间的关系，从而评估其获得集团或政府支持的可能性。如果我们认为来自集团或政府的支持是持续性的，并且预计还会继续持续下去，我们可能会将这一因素反映在 SACP 部分。在确定 ICR 时，我们还会考虑机构能够获得特殊外部支持的可能性。

2. 企业风险管理

企业风险管理是我们评级分析的一部分，我们会考虑金融机构的风控政策、流程和工具是否与其风险状况相适应，以及是否能够对其战略和业务发展起到促进作用。如果一家金融机构的风控政策、流程和工具较同业机构更有效或更薄弱，则其风险管理带来的影响可能会在管理与战略、风险状况以及融资与流动性部分的分析中得以体现。

三、其他事项

金融机构可能在各类不同的市场范围内（例如地方市场、全国性市场或国际市场）开展多元化的业务活动（例如零售、对公、衍生品、财富管理业务等）。我们在分析中通常会考虑金融机构的整体产品组合和所涉及的各类市场的情况。

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级(中国) —项目融资评级方法论

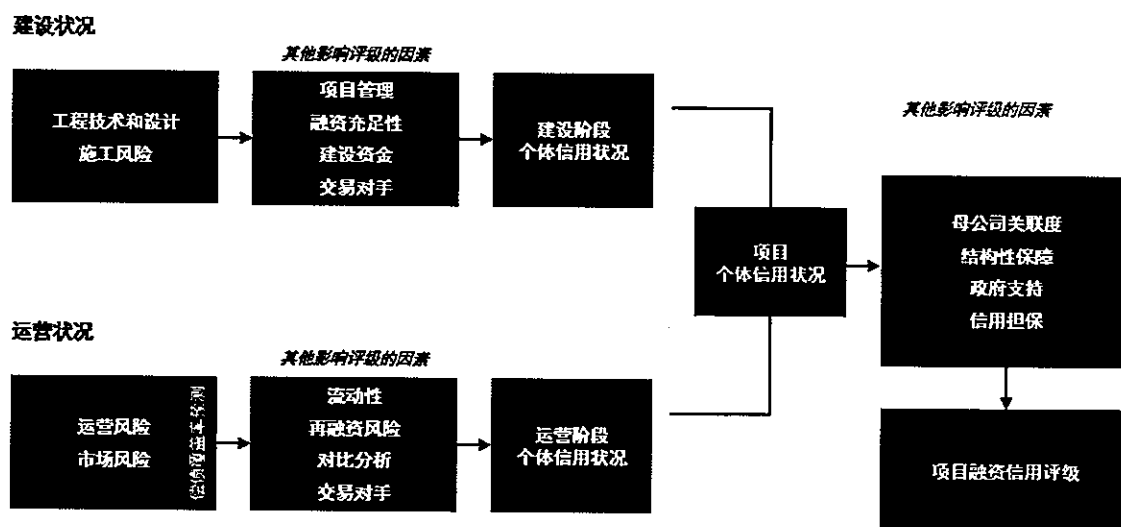
一、适用范围与概述

本方法论阐述了标普信用评级(中国)有限公司在为中国开展的项目融资进行评级时所使用的评级方法。本方法论适用的领域包括:交通基础设施、社会公益性项目、能源和水利基础设施、以及以大宗商品为基础的项目(如石油、天然气、采矿项目)等。在适当的情况下,本方法论还可能用于其他行业领域的评级。

我们在分析项目融资时,通常会采取下列步骤:

- 评估项目的个体信用状况(SACP) - 通常会评估项目建设阶段的SACP和项目运营阶段的SACP并取其低。如果不存在工程建设风险,项目运营阶段的SACP一般即为项目的SACP;
- 考虑交易结构的优势与潜在风险,我们一般会分析的因素包括:其与母公司的关联度;是否有结构性缺陷;是否有交叉违约和债务加速到期条款;是否为次级债务;是否可能获得任何的外部支持,例如来自政府的影响等;
- 考虑是否获得信用担保;
- 最后得出项目融资的信用评级。

项目融资评级方法框架



二、方法论

(一) 项目融资特点

项目融资的特点通常包括以下几点:

- 交易结构中一般包括资产隔离、限制条款、现金流归集与分配以及限制资金用途的条款等。
- 项目资产、现金流以及合约可能对项目提供担保，或者对项目赋予追偿权；
- 项目偿还债务以及再融资的能力一般取决于运营阶段预期会产生的现金流。
- 一般会在相关合同和交易文件中制定明确的责任条款，以管控项目周期内可能存在的风险。

（二）确定项目的 SACP

项目的 SACP 和债项的最终信用评级通常反映了项目在债务剩余期限直至全部清偿之间信用最薄弱的时期的信用质量。在项目结构中，如果根据债务条款，本金将于期末一次性到期，或大部分本金于期末才会到期，那么我们可能还会考虑债务到期后的信用风险。

因此，在评估项目融资的 SACP 时，我们一般是在项目建设阶段的 SACP 与项目运营阶段的 SACP 中选取较低的一个。

例如，有时候项目建设阶段的 SACP 反映了项目周期中信用较脆弱时的状况。那么当项目竣工并且我们认为建设阶段有关问题得到了妥善的解决后，我们一般会对项目的 SACP 做出调整，即开始以运营阶段的 SACP 作为项目的 SACP。初始运营阶段的 SACP 反映了项目初创期的信用风险。如果我们对项目融资提供评级时，项目已经竣工，则我们一般不会考虑建设阶段的 SACP，而是将项目运营阶段的 SACP 作为项目的 SACP。

在得出项目的 SACP 后，我们可能会进行其他的调整，以决定最终的信用评级。

1、评估建设阶段的 SACP

在评估建设阶段的 SACP 时，我们通常会考虑项目是否能够获得充足的资金，以保障按照工期并在预算内顺利完工。同时我们也会考虑项目是否能够根据当初的设计和预想顺利投入运营。在分析项目建设和融资情况时，我们主要考虑的因素包括：项目是否有充足的资金可供投入使用，从而使项目能够按照预期建造并完工；项目是否能按期投入运营，以便产生足够的净现金流用于偿还债务并履行其他债务承诺等。

在分析建设施工风险时，我们通常考虑的因素包括：工程技术选择和设计、建设施工范围、施工合同的条款、承包商的经验、项目管理水平、融资能力，以及交易对手的情况等。

我们会分析在项目建设阶段是否能够获得足够的融资或支持，从而使得项目可以按时竣工，甚至在成本超支或运营调试延迟的情况下，也能做好运营准备。我们通常认为下列因素可能导致项目的资金短缺或无法获得足够的支持：成本低估、设计变更、许可受阻、恶劣的天气或遇到不可抗力事件等。

总体而言，在分析建设阶段的 SACP 时，我们通常会采取下列几个步骤：

- 分析建设阶段的风险，通常包括工程技术和设计风险、施工风险和项目管理风险等。
- 分析财务风险，通常考虑的因素包括项目资金充足性和建设资金的情况等。
- 考虑项目建设合作方和融资交易对手方的风险。

2、评估运营阶段的 SACP

在分析运营阶段的 SACP 时，我们主要会考虑项目在运营阶段是否有足够的履行其债务偿付义务。通常在建设阶段结束以后才会进入项目运营阶段，并且这个阶段会一直持续到项目周期结束或项目债务全部清偿以后。如果根据债务条款，本金将于期末一次性到期，或大部分本金于期末才会到期，则相关分析还包括债务到期后的风险（包括再融资风险）。在分析项目运营风险时，我们通常衡量以下因素：基础资产的经营情况是否稳定（一般考虑的调整因素包括：项目合同条款及其潜在风险、绩效标准、资源和原材料风险等）、市场风险敞口、偿债覆盖率、财务表现、资本结构、交易对手情况、以及流动性等。这些因素通常与项目的整体运营风险密切相关。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

标普信用评级（中国）—地方政府评级方法论

一、适用范围与概述

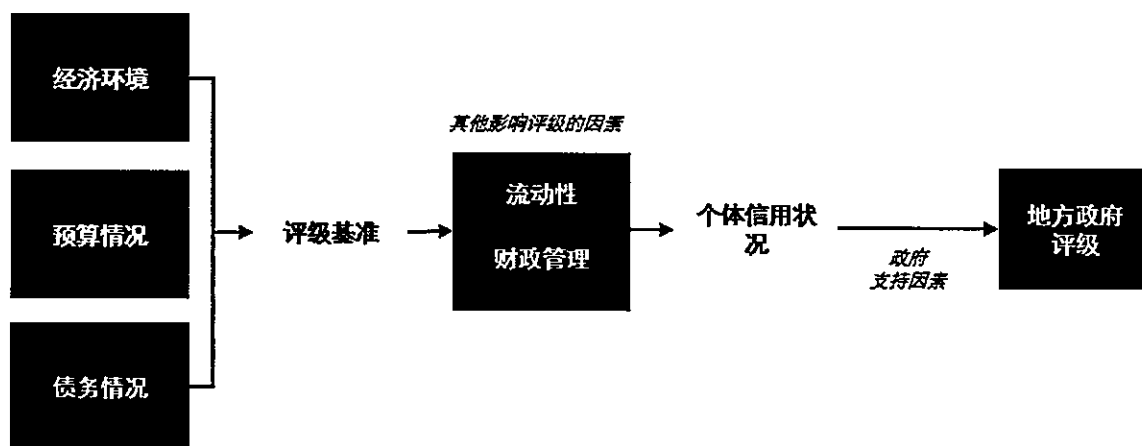
本方法论阐述了标普信用评级（中国）有限公司在为地方政府进行评级时所使用的评级方法。本方法论也可适用于具有与地方政府类似特点的发行主体。

地方政府的职责范围主要包括提供公共服务及为基础设施建设提供资金，而此类资金通常直接或间接地来自于居民缴纳的税费或者上级政府的转移支付。一般而言，地方政府一般会以其收入为这些公共服务和基础设施建设提供资金，但在必要时也可通过发行地方政府债券来获得资金。

我们会通过定性分析和定量分析来评估各评级要素，包括经济环境、预算情况、债务情况、流动性及财政管理等。

我们一般通过综合分析上述因素来评估地方政府自身的信用质量。有时候我们还会根据其与其他地方政府的细微差别和对比分析，对以上分析评估做出进一步的调整，从而得出该地方政府的个体信用状况（SACP）。最后，我们会考虑其获得外部支持的可能性，包括来自于其他层级政府的支持，从而得出主体信用评级（ICR）。

地方政府评级方法框架



二、方法论

在评估地方政府的信用状况时，我们通常会基于以下几个因素对其进行定性和定量分析：

- 经济环境
- 预算情况
- 债务情况
- 流动性
- 财政管理

我们通常将地方政府视为整个国家的政治、体制、行政和预算体系的一部分，主要是考虑到中央政府与各级地方政府在职能、财政收支和政策目标方面是协同一致的。

通常在得出地方政府的 SACP 后，我们会评估上级政府可能对其提供的支持，从而得出该地方政府的 ICR。

如果我们认为某一地方政府在面临较大偿债压力时，很有可能获得来自其他层级的政府提供的特殊支持（不包括可能已经反映在 SACP 里面的持续性支持），那么该地方政府的 ICR 可能会高于其 SACP。

影响地方政府 SACP 的因素通常有以下几点：

（一） 经济环境

经济环境分析一般考量经济因素如何影响地方政府的创收能力、支出需求以及其中长期的债务偿付能力。经济环境会受增长趋势、人口结构和经济多元化等因素的影响。

（二） 预算情况

预算情况分析一般考量我们预计地方政府可用于偿付债务的现金流水平和波动性（该现金流可能来自于运营和投资活动的收入）。同时我们可能会考虑必要时，地方政府是否能够增加收入或减少支出，以维持其偿债能力。此外，我们可能还会考量地方政府的一般公共预算收支和政府性基金收支的情况。

（三） 债务情况

债务情况分析一般考量地方政府的债务水平、债务结构和未来发展情况，以及我们预计这些因素将如何影响其偿债能力。同时我们可能会考虑地方政府的或有负债风险（如债务担保或地方政府相关实体的债务）及其所面临的市场风险敞口和市场波动。

（四） 流动性

流动性分析一般考量地方政府内部流动性来源（如现金储备和现金净流入）以及外部资金来源（主要包括政府间的资金划拨、银行贷款及资本市场融资能力）会如何影响其债务偿付能力。

(五) 财政管理

财政管理分析一般考量地方政府的财政管理质量和政治环境会如何在一定的时间范围内影响其债务偿付的意愿和能力。我们还可能会考虑地方政府对其相关企业（如国有企业）的管理等因素。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当情况下，我们可能在分析中采用不同的定性或定量指标，以反映特定发行人、债项或证券类型的分析情形。评级委员会可能调整评级方法论的具体应用方式，以便更好的反映分析当中的具体情形。

标普信用评级(中国)补充评级方法论—通用评级方法

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级(中国)有限公司(以下简称“标普信评”)补充评级方法论之一。当受评主体不适用于任何标普信评的具体行业补充评级方法论时,我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。同时本方法论也适用于投资控股公司类。本方法论通常与标普信用评级(中国)—工商企业评级方法论结合使用。

投资控股类公司,具体指的是以对外投资和资产股权为主要业务,旨在实现中长期资本回报的企业,他们寻找合适的标的进行投资,然后在合适的时机将其出售并投资于新的标的。目前在中国资本市场上有两种主要的业态形式,一种是市场化的投资公司,另一类是各级政府下属的国有资本投资与运营平台。前者主要追求以市场化的手段获取资本回报,而后者除了追求资本回报以外,更重要的是承担着国有企业政企分离和完善公司治理结构、深化国有企业改革、实现国有资产保值增值和国有资本有序进退的重要职能。投资控股公司的投资标的可能是上市公司或非上市公司股权,以参股或者控股的形式体现。大部分被投资企业是独立于投资控股公司而运营的,他们有独立的管理层并在财务层面自主决策。如果一个企业对下属公司的业务、财务实现强力管控的占比较高,我们可能不会将其视为投资控股公司。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时,我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

(一) 业务状况分析

在评估业务状况时,我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

本方法论中所使用的行业风险评估方法与其他补充评级方法论大致相同。我们通常从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景这三个方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度,以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒; 2) 盈利水平及趋势; 3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革; 4) 行业增长的可持续性。

2、竞争地位

在分析竞争地位时,我们通常考虑以下四个要素:

(1) 竞争优势;

- (2) 规模、范围和多样性；
- (3) 经营效率；
- (4) 盈利能力。

具体如下：

(1) 竞争优势

根据本方法论，分析企业竞争优势通常考虑的因素包括：商业模式；品牌声誉；市场份额；发展战略；技术优势等。

(2) 规模、范围和多样性

分析规模、范围和多样性时通常考虑的因素包括：与主要竞争对手相比，收入规模如何；来自不同产品、终端市场或地区的收入和现金流的独立性或相关性；生产性资产的数量；产品范围及多样性；业务覆盖区域；客户或供应商集中度等。

(3) 经营效率

分析运营效率通常考虑的因素包括：与同业相比，生产优势如何；成本结构的灵活性如何，是否能够吸收需求下降或成本上升对盈利带来的冲击；生产是否具有灵活性；当原材料成本上升时，是否有能力将压力转嫁给客户等。

(4) 盈利能力

分析盈利能力时，我们通常会考虑企业的盈利水平，以及中长期盈利水平的波动。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

投资控股公司

由于投资控股公司与一般产业类工商企业的经营与盈利模式不同，因此在分析投资控股公司的竞争地位（投资状况）时，其侧重点也将有所区别。我们通常考虑以下四个要素：

- 资产的流动性
- 资产的信用质量
- 资产的多样性
- 战略投资能力

（1）资产的流动性

分析企业资产的流动性主要是用于评估企业在必要时出售投资的难度。通常考虑的因素包括：企业的资产组合中上市企业的占比情况，企业对资产的持股比例如何等。

（2）资产的信用质量

分析企业的资产信用质量主要是指被投资企业的信用质量，用于分析投资控股公司从其投资资产中获得回报的能力。通常考虑的因素包括：被投资企业的盈利能力与偿债能力如何等。

（3）资产的多样性

分析企业的资产多样性主要用于评估企业投资资产的投资价值稳定性。通常考虑的因素包括：被投资企业的行业、地域等的分散度如何；企业所持有资产的集中度如何等。

（4）战略投资能力

分析企业的战略投资能力主要用于衡量其他有助于投资成功的因素。通常考虑的因素包括：企业的投资纪律表现；投资的风险识别和控制能力如何；投资规划与收益目标是否明确合理；投资组合的调整情况；投资资产的整体收益情况等。

（二）财务风险分析

本方法论中所涉及的分析财务风险的方法，与我们在分析其他工商企业发行主体时所使用的方方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

1、核心比率

分析适用于本方法论的企业时，我们通常使以下核心指标：债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；营运现金流（FFO）/债务。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

在指标的选取方面，对于资本支出水平高的企业，我们通常会考虑以自由经营性现金流（FOCF）/债务作为主要的补充比率。对于营运资金需求很高的企业，我们通常会考虑以经营性现金流（CFO）/债务作为主要的补充比率。而对于派发高额股息的企业，我们通常会考虑使用自由支配现金流（DCF）/债务作为主要的补充比率。

如果核心比率处于较弱的水平，我们可能会考虑将 EBITDA/利息作为主要的补充比率。

投资控股公司

1、核心比率

在分析投资控股公司时，我们通常使用以下核心指标：债务/投资价值比率（LTV），并且分析的视野主要集中在母公司及用于投融资的平台公司范围内。债务通常包括所有母公司和相关融资平台的债务。投资价值的计算一般通过账面价值、市场公允价值、可比交易价值等多种方式衡量。在计算所得的指标基础上，我们也会综合企业对财务的自主控制能力、账面价值的可实现性和透明性、投资价值的波动性等因素综合得出债务对投资价值的得分。

2、补充比率

除了对企业的核心指标进行分析外，我们通常还会考虑其他的补充指标，并根据补充指标的表现对其核心指标评分进行进一步调整，以全面的了解其财务风险状况。补充指标主要为现金流充足性指标，我们通过计算企业的可控现金流入对刚性现金支出的覆盖情况来反映该指标。

我们在分析企业的可控现金流入/刚性现金支出时，可控现金流入主要包括管理费收入、利息收入以及被投资企业分配的现金股利。而刚性现金支出则主要包括利息费用、企业运营成本、税收支出等，在某些情况下，我们可能也会视投资控股公司的股利分配政策，将企业对外支付的股利纳入刚性支出。

另外我们还会考虑融资及资本结构对于企业财务风险的影响，通常要考虑的因素有：债务的到期结构、企业的融资来源集中度、汇率及利率风险、对被投资企业的融资敞口，以及结构复杂程度等。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。