

鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法

一、外部经营环境分析

（一）行业分析

行业分析主要是为了判断发行人和发债项目所处行业的特征和发展趋势。发行人和发债项目所处行业的发展状况和发展前景，直接影响发行人的未来经营业绩和债券偿还的保障程度。对于行业分析，我们通过两大部分论述：一是与宏观经济相结合，分析宏观经济环境、政策环境行业的影响；二是通过行业自身的地位、生命周期及特征等因素来分析行业未来发展前景以及对企业经营的影响。

1.宏观经济对行业的影响

总体宏观经济环境对行业的影响决定了企业未来发展的机会程度。这里主要在考察宏观经济的运行状况及趋势的基础上，通过对影响发行人和发债项目所处行业的关键宏观经济指标进行预测，分析宏观经济对行业发展趋势及盈利的影响。

2.国家经济政策对行业的影响

国家各种相关政策法规尤其是产业政策的变化及其可预测性直接影响到相关产业结构调整、竞争状况和发展潜力，从而对发行人未来偿付能力造成有利或不利的影响。

3.行业生命周期

行业所处的发展阶段不同，行业内企业面临的风险和所获得的盈利水平也有差异。这里主要分析发行人和发债项目所处行业目前处于生命周期的哪个阶段，从而判断该行业发展趋势及利润空间的变化。

4.行业现状分析

只有掌握了行业的基本特征，才有可能判断出该行业未来的走势，进而分析在这种行业趋势下企业的盈利和风险。因此我们在进行评级时对行业特征的把握主要从行业地位、行业的竞争格局、行业进入和退出壁垒、定义价能力、行业要素等方面分析。

（二）区域分析

不同地区的经济发展状况不尽相同，发行人和发债项目的获利状况往往与所处区域情况息息相关。我们在区域经济分析中主要关注区域经济发展状况、地方政策和政府支持力度、区域资源和基础条件等方面。

1.区域经济状况

一个企业的发展往往与其所处区域的经济发达程度密切相关。这里主要对发行人和发债项目前景有重要影响的区域经济因素进行分析、预测。

2.地方政策和政府支持力度

我们评级时重点关注发行人主营业务和发债项目是否符合地方政府产业政策；发行人在

当地经济中的地位；发行人或发债项目是否属于政府直接投资和重点支持的企业或项目等内容。

3.区域资源和基础条件

资源和基础条件对区域中的企业发展和发债项目前景起着重要的限制或促进作用。如果当地的资源和基础条件能够支持企业或项目的经营，那么企业或项目的经营成本往往较低；否则可能造成成本上升，经营风险增大。

二、发行主体分析

对发行主体的分析，我们主要是通过对其业务、经营管理状况和财务状况进行分析，判断其未来的发展趋势，评价其存在的经营风险和财务风险，具体内容有：

（一）业务分析

企业业务经营状况的好坏将直接关系到企业的盈利能力，进而影响到现金生成能力。鹏元资信关注企业的业务规模、业务的多样性及区域分布、产品或服务的质量、多样化程度、营销能力及营销网络等方面。

业务规模通常可以衡量企业的经营能力，也是企业竞争力的表现。业务规模庞大的企业其竞争地位一般较高，但纯粹的大规模并不重要，重要的是应具备明显的市场优势。

一般而言，专业化的经营总是能给企业带来忠实的客户，且其对行业规律的理解也相对比较深刻，因此在竞争中能处于一个相对有利的地位。但必须认识到，专业化经营往往也伴随着风险，因为一旦其经营专项被淘汰，将使企业陷入经营困境。如果企业经营范围有限，产品较为单一，则应该考察产品需求量的稳定性和增长性；若一家企业经营不止一种业务，则应单独分析并权衡在组织中的重要性后再进行综合；此外，对于多元化经营，应首先分析企业是否有能力从事多种经营，再考虑多元化经营的潜在好处。

产品或服务的质量是企业赢得客户信赖的首要因素。优异的产品或服务质量是提升品牌忠诚度的有利保障，从而增强企业的竞争能力。企业产品应具备多样性以适应不同的需求层次。

企业的营销能力及营销网络直接影响到企业的产品销售，从而影响企业的经营收入。企业市场营销能力强，营销网络覆盖面广，企业就具有一定的市场竞争优势，也就会占有较高的市场份额，收入就会高；反之，企业就不具有市场竞争优势。

最后，鹏元资信强调还应当分析发债项目对企业业务的影响。一般来讲，扩大产能的风险相对较小，因为企业对当前产品的生产、销售等情况都具有一定的经验；若发展新产品，企业则可能进入一个全新的经营领域，企业在技术、原材料、销售等多个方面都可能面临着较大的不确定因素，在这种情况下，需要考察该领域的市场容量和市场前景、以及竞争状况，以此来预测项目的未来盈利性。

（二）经营管理分析

发行人经营管理能力不仅影响到企业未来的利润和现金流量，而且对发债项目的收益

产生重大影响，最终影响到能否用现金流来偿还债券本息。我们主要通过公司治理、管理水平和竞争力等方面的分析来判断发行人经营管理能力。

1. 公司治理分析

在公司治理方面，鹏元资信依据自主开发的公司治理评级体系从三个方面进行分析。

①股东权利与其他利益相关者。包括股东大会的规范性、公司对股东管理参与权与财产权的保障、公司的独立性以及对其他利益相关者尤其是债权人利益的保障措施。此外，我们还关注发行人股权结构和主要股东背景对企业发展方向和力度的影响。

②董事会、监事会与经理层。我们关注发行人公司治理结构的完整性、内控制度的有效性及对高级管理层的激励约束机制。

③公司的信息披露与审计。我们关注公司信息披露的完整性、及时性和有效性，以及公司财务报表的审计情况。

2. 经营管理分析

发行人的管理能力不仅直接影响到自身的盈利水平，还对发债项目收益和风险产生较大的影响。我们对发行主体经营管理状况的分析将主要考察：

Ø 经营战略

在评估企业的经营管理战略时，除了考察战略定位、战略规划与战略部署是否明确、合理外，也需要对企业的现有资源能否与战略相匹配以及经营战略的实施和执行情况进行评价；同时战略管理的有效性也是确保企业经营战略能够稳步实施的重要考察环节。此外，我们还应当关注公司债券的发债项目与企业发展战略的关系。

Ø 管理水平

发行人的管理能力不仅直接影响到自身的盈利水平，还对发债项目收益和风险产生较大的影响。对管理水平需考察组织机构设置及其与战略的匹配性、职权分工的合理性、管理决策和执行情况、企业文化等因素。

Ø 人力资本

人力资本分析从管理层素质和员工素质两大方面分析。在评价公司管理层素质时，除了关注专业结构、年龄、行业经历、资格等相关背景资料以及管理层的稳定性外，应着重对公司管理层的历史经营业绩进行考察。我们也注重考察管理层的信誉度，因为这将影响公司战略实施以及政策执行等。在员工素质方面，除了全体员工的学历水平、技术职称等因素外，我们还关注员工对企业文化的认同感等“软制度因素”。

（三）财务分析

我们以发行人过去 5 年的财务数据为基础，通过对有关会计科目及财务指标的分析，评估发行人过去的财务状况和经营成果，并在此基础上对其未来的盈利能力、现金流和偿债能力及趋势做出判断。

1. 发行主体财务报表信息质量

在对发行人财务状况进行分析时，首先分析发行人财务报表能否恰当反映其经营情况，

在此基础上进行必要的调整，然后再进行财务分析，以正确反映其财务状况和经营成果。我们侧重从会计政策和报表可信度两个方面来考察发行主体的财务报表信息质量。

2.资产规模与资产质量

较大的资产规模与良好的资产质量是发行主体竞争力的重要体现，也是债券安全偿还的重要保障之一。对资产质量的分析，可以考虑以下几个方面：比较每股净资产与调整后的每股净资产，它大致可以反映变现能力受限的资产在净资产中的比重；对具有变现能力的资产评价其变现能力的强弱，主要是通过对账龄、对象进行分析；考察公司的抵押和担保情况，可以了解企业的或有风险，因为一旦出现违约，很可能会影响企业的正常经营，从而增加经营风险。

考察资产规模与质量的主要财务指标有：总资产和净资产规模、每股净资产和调整后的每股净资产、担保比率等。

3. 资本结构与财务安全性分析

资本结构分析主要是对发行主体的资本构成进行分析，而资产结构组合则是指企业易变现资产、特殊资产的组合。专用设备多、易变现资产少的企业，往往要求其资本结构中要有较大的自有资金比例。

过度的债务往往潜伏着很大的财务风险，对公司偿债能力进行评价时，首先应当关注公司的债务状况，从债务规模到长短期债务结构再到未来的债务规模及其发展趋势，并注意考察债务到期期限的分布状况，以此来判定企业的债务压力大小，同时亦应分析企业发行债券后债务压力的变化。

考察公司资本结构和债务压力的主要指标有：资产负债率、长期资产适合率、调整后的有形资产负债率、债务资本比率、长期资本化比率、总资本化比率等。

4.盈利能力分析

盈利能力是建立和维护公司信誉的一个决定性因素。资金回报率高的公司能带来更多的自有资金，吸引外部投资，并增强在逆境中生存的能力。在对发行人过去的盈利能力进行分析时，我们强调不仅要考察企业目前的盈利水平，更要考察利润的构成、盈利水平的稳定性及变化趋势。

利润经常会被操纵。首先，企业的成本与费用控制将直接影响到公司的盈利质量；其次，外汇损益、非正常损益及内部交易也在很大程度上歪曲了企业的正常盈利水平。因此，对盈利水平的分析通常要对利润进行相关调整以反映其利润质量。

考察企业盈利能力的指标主要有：主营业务收入及 EBITDA 规模；主营业务毛利率、净资产收益率、资产回报率、成本费用率。

5.现金流量分析

由于会计上的利润并不等同于现金，企业拥有充足的现金才能够保证债券到期还本付息。因此，在对公司债评级时，我们非常注重对现金流量的分析，我们重点关注的内容有：企业

的现金流量结构、现金生成能力（FFO）、自由现金流、现金流对债务及利息的保障程度以及现金流满足经营和投资的能力等。

对经营活动现金的流入、流出结构进行分析，能够揭示现金的来源与流向。一般来讲，经营活动现金流占总现金流比重大的企业，经营状况较好，财务风险也相对较低；而筹资活动现金流比重较大，说明企业可能资金运转有困难，且未来企业会面临较大的偿债压力。

分析师需要关注企业是否具有稳定的现金生成能力，我们通过对 FFO 的分析来评价企业的现金生成能力。此外，收现比也能反映企业经营利润转化为现金的能力大小。

对自由现金流的分析旨在衡量公司未来的成长机会，自由现金流越多，意味着公司用于再生产、再投资、偿债、发放红利、股票回购的余地就越大，能力就越强，未来的发展趋势可能就会越好，能有效反映公司基于价值创造能力的长期发展潜力。如果一个企业有足够的自由现金流，那么从还款能力来讲，它的信用水平较高，信用风险较小。

最后，我们在综合上述分析的基础上，通过对发行人未来（发行债券后）和发债项目的综合现金流进行分析，预测其综合现金流对债券还本付息的保障程度。

考察现金流的主要指标有：现金流动负债比、现金债务总额比、经营活动现金净流量与到期债务本息比、EBITDA/利息支出、EBITDA/短期债务、自由现金流量/总债务等。

6.财务弹性

财务弹性是指企业获得外部资金以拓宽还款来源的能力，即其能在多大范围内和多大程度上获取现金以维持资产的流动性、保障债务的偿还。一般而言，尚未使用的银行授信额度和支持协议、明确的资本市场直接融资计划、控股股东和政府的支持及其它支持协议等都可以为企业将来的偿债能力提供一定程度的保障。

三、债券条款分析

债券条款是影响债券本息偿还的重要因素，我们对债券条款分析主要是关注债券偿还计划及保护措施。

（一）债券偿还计划分析

我们关注发行人对债券本息偿还的计划安排。包括本息支付的时间、支付的渠道及资金来源。一般来说，偿还债券的资金最主要来源是发行人的自由现金流，在某些特殊情况下企业还有可能通过其他来源如发行人股东的支持、政府的扶持、银行授信额度、担保方代偿、发行人出售资产等来偿还债券本息。对于依赖这类特殊的其他来源进行本息偿还的计划，我们会加以重点关注，持续观察其计划的执行环境是否发生变化。若发行人建立偿债基金以偿还债券，我们关注偿债基金的计提方案是否合理、基金金额是否充足以及监管方案是否有效。

（二）保护措施分析

1.抵押担保

公司债若采用抵押担保形式，发行人将通过法律上的适当手续将其部分财产作为抵押资产进行抵押，以保障企业债券的本息按照约定如期兑付，一旦债券发行人出现偿债困难，则变卖这部分财产以清偿债务。在这种保证方式下，我们重点关注抵押资产评估情况、抵押资产处置情况、抵押物监管安排、抵押资产价值预警方案等。

2.第三方担保

发行人发行债券时，可能会寻找第三方提供担保。由于有第三方担保，债券的偿还保障程度有所提高。评级时，我们主要考察担保的法律效力、担保的无条件性以及不可废除性、担保方的财务实力及信用状况、担保方的发展前景、担保涉及资产的价值等。