

## 工商企业信用评级方法

### 一、工商企业信用评级对象与定义

工商企业信用评级方法执行中华人民共和国金融行业标准 JR/T 0030《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》。

工商企业信用评级的对象分为二类：即主体信用评级和债券信用评级。工商企业主体信用评级是企业主体长期信用评级，债券信用评级包括企业债券、公司债券、可转换公司债券、中期票据、短期融资券、超短期融资券、集合票据、集合债券等。

#### （一）企业主体长期信用评级

1、企业主体长期信用评级是对企业全部长期债务如期还本付息能力和偿债意愿的综合评价；

2、企业主体长期信用等级划分、标识和含义同企业长期债。

#### （二）企业债券（含公司债券）

1、企业债券（含公司债券）是指企业根据国家发展与改革委员会、中国证券监督管理委员会或国务院授权的其它主管部门的有关规定发行的中长期债券（债券期限一般在1年以上）；

2、企业债券信用评级是对企业发行的特定企业债券如期还本付息能力和偿债意愿的综合评价；

3、企业债券的信用等级划分、标识和含义同企业长期债。

#### （三）可转换公司债券（含分离交易的可转换公司债券）

1、可转换公司债券是指企业根据中国证券监督管理委员会的有关规定发行的可转换公司债券；

2、可转换公司债券信用评级是对公司发行的特定可转换公司债券如期还本付息能力和偿债意愿的综合评价；

3、可转换公司债券信用等级的划分、标识和含义同企业长期债。

#### （四）中期票据

1、中期票据是指企业在银行间债券市场发行的,并约定在一定期限内（一般

在 1 年以上) 还本付息的有价证券;

2、中期票据信用评级是对企业发行的特定债券如期还本付息能力和偿债意愿的综合评价;

3、中期票据的信用等级划分、标识和含义同企业长期债。

#### **(五) 短期融资券(含超短期融资券)**

1、短期融资券是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的, 约定在 1 年内还本付息的债务融资工具。超短期融资券是指具有法人资格、信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行的, 期限在 270 天以内的短期融资券。

企业发行短期融资券应在中国银行间市场交易商协会注册, 由交易商协会依据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》及相关规定对融资券的发行与交易实施自律管理。

2、短期融资券信用评级是对企业发行的特定短期融资券如期还本付息能力和偿债意愿的综合评价;

3、短期融资券信用等级的划分、标识和含义同企业短期债。

#### **(六) 集合债券(含集合票据)**

1、集合债券, 就是由一个机构作为牵头人, 几家企业一起申请发行债券, 是企业债的一种; 集合票据是指 2 个(含) 以上、10 个(含) 以下具有法人资格的中小非金融企业各自作为债券发行主体, 在银行间债券市场以统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册方式共同发行的, 约定在一定期限还本付息的债务融资工具。

2、集合债券信用评级是对企业(集合) 发行的特定债券如期还本付息能力和偿债意愿的综合评价;

3、集合债券的信用等级划分、标识和含义同企业长期债。

## **二、企业债信用等级划分、标识、含义**

### **(一) 长期债券信用等级划分、标识和含义**

企业长期债券信用等级划分成九级, 分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、

CC 和 C 表示。等级释义如表 1 所示：

表 1：长期债券信用等级划分、标识和含义

符号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## （二）短期债券信用等级划分、标识和含义

东方金诚短期债券信用等级划分为六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D。等级释义如表 2 所示：

表 2：短期债券信用等级符号及定义

符号	定 义
A-1 级	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。

注：每一个信用等级均不进行微调。

## （三）长、短期债券信用等级的对应关系

东方金诚长、短期债券评级符号的对应关系如图 1 所示：

图 1：长短期债券信用等级对应关系

长期	←————→	短期
AAA		
AA+		
AA		
AA-		A-1
A+		
A		
A-		A-2
BBB+		
BBB		
BBB-		A-3
BB+		
BB		
BB-		B
B+		
B		
B-		C
CCC		
CC		
C		D

### 三、债券信用等级违约率

#### （一）违约定义

若评级对象出现以下任何一种情况都被视为违约。

- 1、有充分证据证明被评主体不准备或无法全部履行其偿债义务（包括本金、利息和手续费）；
- 2、发生对债权人不利的债务重组，包括本金、利息和手续费的减免或延期；
- 3、贷款企业存在逾期还款行为且超过到期日 90 天；
- 4、债券发行人未能按期偿还债务工具或其它公开发行债项的本金和利息；
- 5、评级对象申请破产或已经进入破产程序。

#### （二）违约率估计值

除对信用等级的含义做出定性描述外，还要估计各信用等级的违约率，并根据信用等级的实际违约率统计情况，定期修正信用等级的违约率估计值。具体见

《东方金诚评级违约率检验制度》。

## 四、工商企业信用分析的主要内容

债券信用评级是在企业主体信用评级的基础上进行的。

### （一）企业主体长期信用分析要素

企业主体长期信用分析要素包括：行业、竞争力、经营管理、财务状况和偿债能力等方面（以工业企业为例）。

#### 1、行业分析

行业分析的目的界定企业主体所属行业，评估行业风险，揭示决定企业竞争力的关键因素以及企业所面临的主要风险和挑战。

1) 企业主体行业属性分析。

2) 行业状况。

（1）产业政策。分析国家/地区对该行业的产业政策，确定本行业在国民/地区经济发展中的地位，政策支持/鼓励/限制的重点。

（2）行业发展状况。通过行业主要产品产量、销售收入、销售利润率、价格、进出口等指标，分析行业发展周期特征。

（3）行业发展前景。通过对影响行业发展的主要因素分析，展望未来2年内（含本年度）行业发展趋势。在同一行业的不同发展阶段、不同行业之间，影响行业发展的主要因素存在较大差异。这些因素主要包括：国家政策法规、宏观经济状况、产业政策、劳资关系、节能环保、监管等。

3) 行业竞争。分析行业国际竞争力、集中度、竞争格局以及影响企业竞争力的主要因素。在同一行业的不同发展阶段、不同行业之间，影响企业竞争力的主要因素存在较大差异。这些因素主要包括：企业规模、原材料、能源和基础实施等供应、成本、技术研发、股东、资质/许可、经营管理能力等。

#### 2、企业竞争力

企业竞争力分析的目的是评估企业相对同行业其他企业在决定企业竞争力主要因素方面的优劣。

企业竞争力分析内容主要包括：企业规模、产品结构、技术水平、经济地理环境、股东状况、政府支持等方面。

### 1) 企业规模

分析企业在国内外行业中得排名、地位等；产量、固定资产、销售收入、利润总额、职工数量等。

### 2) 产品结构

分析多元化经营或产业链、产品技术水平、产品附加值等。

### 3) 技术水平

(1) 研究开发能力。分析是否具有自主开发能力、研发队伍情况等，科技投入（研究开发费用投入占销售收入的比例）、重大技术成果、未来一段时期的总体研发计划等；

(2) 生产工艺及设备技术含量、先进程度、利用情况，与国内外同行业相比所处的水平。

### 4) 经济地理及政策环境。

分析企业拥有的资源、交通、能源等条件。

### 5) 股东状况

股东投资企业的目的及企业对股东的重要性；股东的经济实力、资信状况，要求提供控股股东前三年的财务报表；股东对企业的实质性支持，包括资金支持、经营管理、原材料供应、市场销售、配套服务、人员委派等方面；大股东控制风险，如资金占用、价格政策、利润分配政策等。

### 6) 来自政府的政策支持。

## 3、经营管理

### 1) 企业管理

企业管理分析的目的是评估企业法人治理结构、管理水平。

#### (1) 企业法人治理结构。

主要分析股东及控制结构（股东大会、董事会、监事会、管理层的产生及实际运作情况）、信息披露、关联交易以及经营战略、重大风控等的决策机制。

(2) 管理体制。主要分析组织结构（本部、母公司和控股公司层面以及下属子公司、注册资本、持股比例、业务范围等）、管理架构等。

#### (3) 内部控制

主要分析战略管理、投融资管理、财务管理与审计、分支机构管理、考核与激励等方面的制度安排和实施情况。

#### (4) 管理制度

主要分析生产管理、销售管理、人力资源管理、预决算管理、资金管理、信息化管理等主要制度安排和实施情况。

#### (5) 高级管理人员

分析高级管理人员产生程序；现任高级经营管理人员（副总以上）的学历、年龄、工作经历及行业经验；高级管理人员队伍的稳定性；主要高级管人员的社交背景、社会声誉、奖惩记录；管理风格（职业/企业家/家族/）等。

### 2) 经营状况

经营状况分析的目的是评估企业的经营状况、未来发展趋势。

(1) 主营业务、生产能力的变化及配套情况，能力利用情况；

(2) 近3年主要产品的产量、销量、价格情况及其稳定性与变化趋势；

(3) 重大经营项目或在建项目的基本情况。包括产能、投资额、资金来源、建设期、进度情况、预计收入及盈利等；

(4) 近3年的发展速度，包括资产总额、净资产、主营业务收入和利润总额的增长变化情况，增长的基础与质量。主要指标包括资产总额、净资产、主营业务收入和利润总额增长率等；

(5) 多元化经营情况，是“相关多元化”还是“非相关多元化”，主业是否突出；

(6) 主要产品的市场竞争力。包括市场占有率、市场增长率、市场的分布区域、产品的产销情况、成本构成、成本控制、产品价格敏感度、市场前景预计等；

(7) 主要产品的销售渠道、价格政策，营销策略，销售网络的拓展，对主要客户的依赖程度等；

(8) 主要原材料的供应情况。包括市场供应状况、采购渠道、采购政策、信用额度、对主要供应商的依赖程度、价格敏感度等；

(9) 分析集团内企业经营业务的关联程度、同业竞争或相互支持等情况；

(10) 要求企业提供下属主要子公司（资产总额或主营业务收入占合并报表20%以上）的会计报表，分析主要子公司近三年的经营状况及其对集团整体经营状况的影响；

(11) 汇率风险、利率风险等；

(12) 经营效率。分析销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数等指标，有条件的情况下，与同行业企业进行比较，分析企业的经营效率高低；

(13) 发展策略、发展规划、年度计划等；

(14) 未来 2 年（含本年度）的经营预测。主要包括主要产品产能、产量、销量、价格等；

(15) 未来 2 年（含本年度）的投资计划。根据重大经营项目或在建项目以及拟建项目情况，分年度列示投资额及其他资金需求；

(16) 未来 2 年（含本年度）的筹资计划。根据投资计划及其他资金需求，分年度列示股权、债权及其他筹资安排、渠道等。

#### 4、财务分析

财务分析的目的是评估企业会计、财务政策的风险取向，财务数据的真实性，资产构成及质量，负债构成及负债水平，主营业务收入、利润的构成及盈利水平，现金流状况等。

1) 近 3 年财务资料来源、审计情况（是否审计、审计用途与结论）等，并对财务资料的真实性做出判断；财务数据以母公司报表为主，并根据募集资金的用途、母子公司的资金往来关系等，对合并报表、相关子公司报表进行辅助分析。

2) 会计政策，包括合并报表、收入确认、折旧、库存估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法及近 3 年会计政策变化趋势；应分析由于核算基础发生的变化，而导致经营成果、合并报表的变化以及对财务指标比率的影响；根据一般会计政策，对特定会计政策下财务数据的失真程度进行评估。

3) 财务政策，包括股权、债权融资政策，长期、短期债务融资政策、对外提供担保政策、财务风险控制政策等，分析企业经营者的财务政策是趋于稳健的还是激进的，以判断企业的整体财务风险；

#### 4) 资产构成及资产质量

(1) 近 3 年资产结构及变化趋势；

(2) 近 3 年资产质量及变化趋势。分析资产的真实价值是认定企业资产质量的关键，如企业资产相对于账面价值被实质性地低估或者高估时，一些财务指标就失去了意义。

资产质量主要分析：应收款项的帐龄与准备计提情况，应收款项的集中度，主要欠款单位的资质；存货质量，产成品的库存时间与周转情况、准备计提情况

等；长期投资、短期投资的质量与投资回报情况，以及短期投资的流动性、变现性，被投资企业近几年的经营状况，准备计提情况等；固定资产的成新率、闲置、报废等情况；经营性租赁资产情况；无形资产的评估增值等。

(3) 使用合并报表时，应分析下属主要企业的资产质量，及其对集团整体资产质量的影响。

#### 5) 负债构成及负债水平

主要分析企业的资本实力、债务结构与负债水平，了解公司理财观念和对财务杠杆的运用策略。

(1) 股东权益的构成结构与稳定性；股东权益的质量；资本实力；

(2) 企业的派息政策、利润分配政策、资本金增加的机制与政策等；

(3) 近 3 年债务特征及变化趋势，包括债权人、金额、偿还方式、期限、利率、担保方式等；债务期限、币种结构及其变化趋势；全部债务的偿还期限分布、偿债计划；对外担保情况（主要包括被担保人、担保性质、金额、期限、逾期情况、被担保人资信情况）等；

(4) 近 3 年负债水平及变化趋势，包括资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率等，以及变化趋势；担保比率及其变化趋势；

(5) 目前获得银行授信情况（包括总额、授信银行及授信额、授信条件等）；对于集团企业，应分析母公司及汇总的银行授信情况；

(6) 未来 2 年（含本年度）的债务水平预测

根据经营预测、投资计划、筹资计划等对未来 2 年债务状况做出预测。

(1) 短期债务、长期债务预测；

(2) 债务水平预测。根据债务额及其结构的变化，预测未来 2 年债务水平。

6) 盈利能力。主要分析主营业务收入、利润的来源和构成，并对影响企业未来营业收入、利润的主要因素及其变化趋势做出判断。

(1) 近 3 年主营业务收入、主营业务利润的稳定性与变化趋势；

(2) 近 3 年净利润状况，包括稳定性、变化趋势与扣除非经常性损益后净利润状况；

(3) 盈利水平，包括主营业务利润率、总资本收益率、净资产收益率等；

(4) 经营活动的获现能力，分析现金收入比率、现金利润比率等指标；

(5) 分析固定费用负担（如利息支出、汇率变化、提取坏帐准备、资产损

失、子公司股权收益/损失、诉讼准备等)对企业经营业绩的影响;

(6) 未来 2 年(含本年度)的盈利能力预测。

根据经营预测、债务预测等,对主营业务收入、净利润、折旧、摊销、利息费用等做出预测。

#### 7) 现金流分析

##### 前 3 年现金流量分析

(1) 近 3 年经营活动现金流入、流出、净额及其构成、稳定性与变化趋势;

(2) 近 3 年投资活动现金流入、流出、净额及其构成、稳定性与变化趋势;

(3) 近 3 年筹资活动现金流入、流出、净额及其构成、稳定性与变化趋势;

(4) 近 3 年经营活动现金流量净额、筹资活动前现金流量净额及其稳定性与变化趋势;

##### 未来 2 年(含本年度)现金流量预测

现金流预测的主要依据包括经营预测、投资计划、负债预测及筹资计划等。

(1) 经营现金流预测。根据经营预测,参考前几年的经营情况,考虑未来 2 年的产能变化、产品销售价格及原材料价格的变化趋势等,存货、应收款项等变化趋势,预测未来 2 年经营活动现金流;

(2) 投资现金流预测。根据投资计划、收回投资等,预测未来 2 年投资现金流;

(3) 筹资现金流预测。根据筹资计划、偿债计划、分红计划等,预测未来 2 年筹资现金流;

#### 5、偿债能力

偿债能力分析的目的是评估企业的债务偿还信用纪录,长期债务偿还能力。

1) 近 3 年信用记录,包括银行借款、企业债券、短期融资券等偿还情况;

##### 2) 整体债务短期偿债能力

(1) 近 3 年流动比率及其稳定性与变化趋势;

(2) 近 3 年速动比率及其稳定性与变化趋势;

(3) 近 3 年筹资活动前现金流量净额利息偿还能力及其稳定性与变化趋势;

(4) 近 3 年筹资活动前现金流量净额本息偿还能力及其稳定性与变化趋势。

##### 3) 整体债务长期偿债能力

(1) 近 3 年 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势;

- (2) 近 3 年债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；
- (3) 近 3 年筹资活动前现金流量净额债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；
- (4) 在考虑债务期限结构情况下的偿债能力；
- (5) 考虑对外担保情况下的偿债能力；
- (6) 未来 2 年（含本年度）EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；
- (7) 未来 2 年（含本年度）债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；
- (8) 偿债高峰及未来 2 年（含本年度）到期长期债务偿还能力。

## 6、担保

主体评级如存在担保，应当分析担保情况及增强后的主体信用等级。

上述有关指标的计算公式，详见附件 1。

### （二）企业短期融资券信用分析的主要内容

企业短期融资券（含超短期融资券）信用分析是在企业主体长期信用分析的基础上进行。分析内容包括：

#### 1、企业主体长期信用状况

- (1) 企业主体状况（主体评级综合评价部分）
- (2) 企业主体长期信用等级
  - ①信用等级。主要包括评级机构、评级时间、评级历史等；
  - ②评级展望。主要包括评级机构、评级时间、评级展望结果。

#### 2、企业主体流动性分析

- (1) 近 3 年现金类资产分析。现金类资产主要包括现金、如股票、债券、基金等短期投资、到期的应收款项等；
- (2) 流动资金需求分析，主要包括近 3 年应收/应付帐款、应收/应付票据、其他应收/应付款、存货等的变化趋势以及有关政策（如销售政策等）变化情况，未来 1 年扩大生产规模、新投产项目等对流动资金的需求；生产经营季节性分析；
- (3) 近 3 年流动比率、速动比率的变化趋势；短期资金长期化使用情况；
- (4) 近 3 年经营现金流动负债比率及其稳定性与变化趋势；现金收入比及其变化趋势。

#### 3、短期融资券概况

- (1) 本期发行方案；
- (2) 本期募集资金的用途。分析企业发行短期融资券的真实目的。

补充短期流动资金；调节债务结构，降低融资成本；是否用于固定资产投资或其他投资项目；偿还到期债务；母公司使用还是子公司使用；其他。

(3) 短期融资券发行历史及其兑付情况；尚处于存续期的其他短期融资券的情况（规模、期限、募集资金实际使用情况）。

#### 4、短期融资券发行后对企业现有债务的影响

(1) 本期短期融资券发行后，公司短期债务、全部债务及其结构的变化情况，负债水平（资产负债率、全部债务资本化比率等）的变化情况；

(2) 短期融资券发行额占现有短期债务的比例；

(3) 对公司再融资空间的影响。

#### 5、本期短期融资券偿债能力

现金类资产偿债倍数；本期短期融资券偿还期内经营活动现金流入偿债倍数；本期短期融资券偿还期内经营活动现金流量净额偿债倍数；本期短期融资券偿还期内筹资活动前现金流量净额偿债倍数；未来1年短期债务期限分布及对本期债券偿还安排的影响；偿债资金来源分析；偿债基金。

#### 6、备用支持

(1) 资本市场再融资便利

资本市场融资（如短期融资券、长期债券等债券融资；上市、增发、配股等股权融资；增资扩股等股权融资）的可能性和具体安排。

(2) 银行备用信用支持

银行授信情况，包括授信银行、合同、使用情况、剩余授信额度及其使用条件、可用作短期融资券备用信用支持的剩余授信额度；银行对本期融资券所出的特别信用支持等；其他信用支持。

#### (三) 企业债券信用分析的主要内容

企业债券（含公司债券、中票）信用分析是在企业主体长期信用分析的基础上进行，此外还包括债券概况、债券筹资项目分析、企业债券发行后可能对主体信用等级带来的影响及债券保护条款分析。

债券概况主要包括被评债券的名称、发债规模、债券期限和利率、债券偿还方式、债券发行目的等内容。

债券筹资项目分析，包括项目的合法性、可行性、总投资概算及投资概算的调整情况、资金来源及到位情况（包括自有资金、银行贷款及其他资金等）、资

金的落实计划及实际已落实情况、最新的项目进展、资金缺口及后续资金的解决途径等，以及项目的经济效益分析、项目建成投产后对企业经营的影响。

企业债券发行后可能对主体信用等级带来的影响，主要是企业债券发行后对企业现有债务结构、负债水平及再融资空间的影响。

所谓债券保护条款，就是企业在发行债券时，制订或提供的特别保护措施，如规定债务的优先顺序、由第三方提供保证、企业建立偿债基金、对企业的利润分配进行限制、企业以自有的资产提供抵押、银行等提供融资便利和授信等等。

对于债券保护条款，要分析和判断其对债券信用等级的提升程度。担保不能简单取代借款人的信用状况，担保并不一定确保债券得以偿还。担保是防范债券偿还风险的重要措施。担保为债券的偿还提供了一个可以影响或控制的潜在还款来源或第二还款来源，在一定条件下，担保就会变成现实的还款来源，担保对发行人具有提示和督促作用，担保条款决定了担保对债券信用的提升程度。

在抵押担保情况，要分析抵押资产的评估价值、债券违约回收率、评估人等情况。在违约回收率很高的情况下，可增信债券 1-3 个微调级别(国内市场不同)。

在保证人担保的情况下，应评估担保人的主体长期信用等级。总体上讲，保证人的信用等级或信用状况与所担保的债券的信用等级之间有下面的关系：如果保证人的信用等级或信用状况高于发行人的信用等级或信用状况，则对债券有信用提升作用，保证人的信用等级是其对所担保债券信用等级可以提升的上限。但是，如果担保条件或约束力不足够强，则不一定能够把债券提升到保证人的信用水平。如果保证人的信用等级或信用状况不高于发行人的信用等级或信用状况，则对债券有信用提升作用不明显甚至没有作用。

#### **(四) 可转换公司债券信用分析的主要内容**

##### **1、普通可转换公司债券**

对于普通可转换公司债券来说，在评估发债额可能对主体信用等级带来的影响时，要考虑转股因素，其他同企业债券。

由于可转换公司债券具备了债权的性质，所以从严格意义上讲，普通公司债券的特征和基本要素，可转换公司债券同样具有，它同样需要定期偿还本金和支付利息，同样具有债券面值、利率、价格、偿还期限等基本要素。因此，可转换公司债券具有公司债券的一般特征，如果投资者在规定的期限内不进行转换，就可以向公司要求还本付息。可转换公司债券同样存在着还本付息的风险。

由于可转换公司债券与一般公司债券具有共同特征，二者所面临的风险因素是相似的，评级的目标是相同的。在对二者进行评级过程中，所要考虑的有关问题、考察的有关影响因素是基本相同的，因此，对可转换公司债券开展资信评级的过程与普通公司债券基本一致，采用的评级方法与评级体系也基本一致。

对可转换公司债券进行资信评级采取与普通公司债券资信评级基本相同的评级方法，这是建立在二者具有相同特征的基础之上。与普通公司债券相比较，可转换公司债券具有在适当时机与条件下转换为普通股票的特性，设想，如果可以肯定所进行评级的可转换公司债券，在约定时间内可以全部转换为普通股票，那么其偿还风险将变为零。在实际评级的过程中，为从风险最大化、信用级别保守化角度考虑，将可转换公司债券完全等同于普通债券进行风险考察。但在整个转换期内，通常总会有部分或全部可转换公司债券转股成功，如果这样，公司需偿还的债务额将发生变化，资本结构也将发生变化，这将对所评级的可转债的信用等级产生积极影响。

因此在确定最终级别时，在按普通公司债券风险程度分析评估的基础上，还应考虑以上因素，对最终级别进行适当修正。正常情况下，可转换公司债券的信用级别应高于或等于同规模的普通公司债券的信用级别。问题的关键是应分析研究影响转股的各种因素，判断发生转股的可能性大小。

投资者投资于可转换公司债券，通常是基于两种考虑，一对看好公司的未来发展，希望通过转债的方式在未来某一时间成为公司的普通股东，分享未来的利益；二是看好公司股票的未来走势，希望转股后通过二级市场赚取资本利得。以转债方式进行这种看好未来的投资，可通过转债的期权特性，规避未来不确定因素可能带来的不利影响，实现风险最低化、收益最大化。实际上，上述两方面目标是一致的，在一个正常的证券市场中，公司未来的发展状况将直接在股价中得以反映，所以影响投资者是否转股的因素可以说只有股价，股价高于或可能高于转股价格，转股的可能性就高，否则相反。

从可转换公司债券所具有的要素来看，以下要素可能会对转股产生直接影响：债券期限与转换期限、转股价格及其修正条款、赎回与回售条款。

#### （1）债券期限与转换期限

按法规规定，可转换公司债券的期限为3~5年，一般而言，可转换公司债券的期限短，则对期限内未来发展变化情况的分析判断准确性相对要高，反之则

低。因此从期限的角度判断转股可能性的大小，期限短则判断更准确些，期限长则相对难度大些，但期限长则其中的机会可能更多，如果公司的基本情况是好的，那么期限较长的可转债其转股的可能性会更高。

按规定，“上市公司发行的可转换公司债券，在发行结束 6 个月后，持有人可以依据约定的条件随时转换股份”，一般而言，转换期限越长，转股的可能性越大。

### （2）转股价格及其修正条款

按规定，可转换公司债券的转股价格应以公布募集说明书前 30 个交易日公司股票的平均收盘价格为基础并上浮一定幅度确定，因此转股价格与这期间的市场形势密切相关。如果大市正处低迷时期，股价普遍偏低，则转股价格的确定必然偏低，从市场角度看，未来股价上升的可能性较大，转股的可能性自然也会加大。反之，按发行时确定的转股价格转股的可能性就会降低。

公司发行可转换公司债券筹资通常有两种倾向，一种是倾向于以债权形式筹资，这种情况下，发行人并不希望可转债最终实现转股；另一种是倾向于以股权形式筹资，这种情况下，发行人会想方设法使可转债实现全部转股。从转债有关条款的设计上，也可以体现出这种倾向性。

当公司更倾向于通过发行可转换公司债券以股权方式进行筹资时，其转债条款中通常会有转股价格的特别向下修正条款，规定在转股期内，如果公司的普通股股票在任意连续若干交易日的收盘价平均值低于当期转股价的某一比例时，公司将按一定程序，将转股价格在一定幅度内向下修正。通常启动向下修正条款时股价低于转股价的幅度要小于投资者行使回售条款时的幅度，即在投资者可以开始行使回售权力的条件出现之前，公司可能已调低转股价格。这将使可转换公司债券实现转股的可能性提高。

### （3）赎回与回售条款

无论是出现公司对发行在外的可转换公司债券实施赎回，或是出现投资者向公司回售其持有的可转换公司债券的情况，对公司而言，都将形成偿还压力，都是使可转债实现转股可能性减小的因素。因此应结合公司自身的经营发展情况以及市场与宏观经济情况，根据条款的具体内容，判断赎回与回售出现的可能性大小。

## 2、分离交易的可转换公司债券

与企业债券信用评级相近，因根据法规规定，分离交易转债一般超过 15 亿元，通常无需担保。预测数据的年限与转债期限一致，一般为 1-6 年。

要对认股权证进行分析。主要分析：

- (1) 认股权证行权价格确定的可行性分析；
- (2) 根据股票市场行情及公司股价趋势，分析行权的可能性；
- (3) 行权后对资本结构的影响及对偿债能力的影响。

## 五、信用评估指引

### (一) 企业主体长期信用评估指引

#### 主体经营风险评价指引：

经营风险	低	中等	高
行业风险	政策支持；增长或波动小。	政策支持或一般；波动较大	政策限制；波动大
政府支持	国家；未改制国企	省级政府；未改制国企	其他
股东支持	国家国有独资或控股	省级国有独资或控股；著名外企；著名民企（个人）	其他
企业规模	经营规模大，主营业务突出	经营规模较大，主营业务相对突出	经营规模一般，主营业务不突出
技术水平、品牌优势	国际、国内先进；突出	一般	低；无
经营历史	连续、悠久；经历过经济、行业景气周期	一般	发展初期；再创业；扩张阶段；投入期；
市场竞争力	国家垄断；行业垄断；自然垄断；竞争垄断；市场地位稳定，行业地位突出	省级垄断、自然垄断、竞争力强；市场地位基本稳定，行业地位一般	市场竞争激烈；市场地位不稳定，行业第位弱
经营状况	主业突出；增长、波动小；良好	一般	主业不突出；波动大；差
未来发展	可预测性强、乐观；稳健	一般	可预测性差、悲观；新建项目占比大；发展新业务领域；非正常损益大；。
法人治理	国有独资；股东权利、法人财产独立、规范运作	法人控股；一般	未改制；个人控股；法人财产不独立；股东之间过度制约
企业管理	成熟、有效；重大风险控制机制完善	一般	家长制；改革、完善、探索过程中
财务资料	真实可信	基本可信	疑问；不真实
会计政策、财务政策	稳健、保守	一般	虚设、激进
资产质量	准备计提充分；成新率高；能力利用率高；净资产收益率高	一般	差

	于平均水平；增值潜力大；盈利资产比率高		
现金流状况	经营现金流（特别是净现金流）增长或波动小；筹资前现金流充足，对外融资（特别是债务融资）的依赖性小或下降	一般	经营现金流（特别是净现金流）下降或波动大；筹资前现金流不足，对外融资（特别是债务融资）的依赖性大或不断上升
信用记录	无不良记录	存在政策类或纠纷类不良记录	存在本息逾期偿还问题

经营风险中等情况下主要财务指标的评价指引：

信用等级	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
评估打分	90 以上	90-80	80-70	70-60	60-50	50-40	40-30	30-20	20 以下
一级指标	二级指标								
盈利能力	净资产收益率	11%		7%					
	主营业务利润率	最佳值		平均值					
负债水平	负债比率	最佳值		平均值					
	全部资本化比率	30		50					
偿债能力	流动比率	160		120					
	EBITDA 利息倍数	10		5					
	债务保护倍数	0.4		0.2					
	期内长期债务偿还能力	2		1					

说明：企业主体的经营风险分为：低、中等、高三种。如果企业主体的经营风险被评价为低，则上述指标可降低（负向指标为上升）30%；如果企业主体的经营风险被评价为高，则上述指标可上升（负向指标为降低）30%。

## （二）债项信用评级指引

### 1、长期债券（包括企业债、公司债、可转债、中期票据等）

首先，以主体长期信用评级为基础，评估发债额可能对主体信用等级带来的影响，确定主体的信用等级；然后，据此评估有无担保情况债项的最终信用等级，即：在无担保情况下，或有担保，但担保主体信用等级低于发行主体信用等级时，债项信用等级等于主体信用等级；有担保，且担保主体信用等级高于发行主体信用等级时，债项信用等级等于担保主体信用等级。

担保主体信用等级的确认指引：认可我公司评定的等级，或确认其他公司评定的等级，或对其评级。

对于可转债来说，在评估发债额可能对主体信用等级带来的影响时，要考虑转股因素，其他同企业债券。

## 2、短期融资券（含超短期融资券）

- (1) 以企业主体信用为基础，评估发债额可能对主体信用等级带来的影响；
- (2) 根据长期债信用等级和短期债信用等级之间的对应关系，以及发行主体的长期信用等级，确定短期融资券的信用等级范围；
- (3) 看发行主体的流动性、本期债券的特征及偿债能力、备用信用支持情况，只有可靠的备用支持才能对短债的信用增级；流动性的高低依次为：靠融资前现金流偿还、靠变现短期资产偿还、靠便利的再融资（短期债）偿还、靠特定的授信偿还和靠其他授信偿还
- (4) 最终考虑上述因素确定短期融资券的信用等级。

信用等级评估参考指引如下表

信用等级	A-1	A-2	A-3	B	C	D
指标	指标参考值					
主体长期信用等级	AAA—A-	A—BBB	BBB—BB+	BB+—B-	CCC—CC	C
主体流动性	应付款项减少、存货减少、现金收入比高、不存在非财务政策下的短期资金长期化使用问题、未来流动资金需求不大		一般		应付款项增加、存货增加、现金收入比低、存在非财务政策下的短期资金长期化使用问题、未来流动资金需求大	
发债额占短债的比例	20 以下%		20-50%		50%以上	
发债所筹资金用途	调解债务结构、季节性需求		一般		固定资产投资、增加短期债务	
现金类资产对发债额的覆盖	高		一般		差	
正常经营现金流还款	净流入覆盖或占流入比 10%以下		净流入不能覆盖或占流入比 10%-30%以下		净流入不能覆盖或占流入比 30%以上	
再进入资本市场	有安排或容易		无安排或有一定难度		无安排或不可能	
银行备用信用支持	有、可靠		不确定		无	