

版本号：V4.0.202402

# 股权投资企业主体信用评级模型 (打分表)



2024年2月

# 股权投资企业主体信用评级模型（打分表）

## 一、打分表适用范围

本评级打分表适用于股权投资企业，主要指以持有其他公司股权并通过投资收益（如股息、资本利得）获取价值为经营目标的公司。

## 二、打分表逻辑框架

联合资信通过打分表的形式对股权投资企业进行主体信用评级。打分表主要由多个评级要素及相应细化的多个定性和定量因素所组成，包括对企业经营风险评估和财务风险评估。其中，经营风险评估包括“经营环境”和“自身竞争力”两部分，财务风险评估包括“现金流”“资本结构”和“偿债能力”三部分。各评级要素又由多个二级因素组成。比如，“经营环境”细分为“宏观和区域风险”和“行业风险”两部分，“自身竞争力”细分为“基础素质”“企业管理”和“经营分析”三部分，“现金流”细分为“资产质量”“盈利能力”和“现金流量”三部分。联合资信根据行业特点、行业政策、行业内企业表现、专家经验等确定股权投资企业二级因素主要因子（即三级因素）及对应权重。

打分思路：

首先，联合资信对三级因素进行定量因素分析、定性因素分析并打分（其中，经营风险三级因素由低到高分别评为1~6分，财务风险三级因素由低到高分别评为1~7分），根据对各三级因素设定的权重进行加权后，得到各二级因素的得分。进一步，根据对各二级因素设定相应的权重，将各评级要素的得分进行加权，得到加权后的各综合要素分数：经营风险方面包括“经营环境”因素得分和“自身竞争力”因素得分，其中“经营环境”因素是“宏观和区域风险”要素和“行业风险”要素加权后的综合得分，“自身竞争力”因素得分是“基础素质”要素、“企业管理”要素和“经营分析”要素加权后的综合得分；财务风险方面包括“现金流”因素得分、“资本结构”要素得分以及“偿债能力”要素得分，其中“现金流”因素得分是“资产质量”要素得分、“盈利能力”要素得

分以及“现金流量”要素得分加权后的综合得分。

**其次**，根据各要素得分通过档次映射表（见表 1、表 2）得到上述因素相应的档次，并结合各要素风险因素调整得到最终的档次：根据“经营环境”因素得分和“自身竞争力”因素得分，以及“偿债能力”要素得分、“资本结构”要素得分和“现金流”因素得分，通过映射表得到上述因素相应的档次，并结合各评级要素风险因素调整后的评价结果，得到各评级要素的档次。此外，如果样本企业所处的位置在“自身竞争力”“偿债能力”“资本结构”“现金流”因素临界点左右，可通过评估后调整其档位，由信评委做最终决定。

**再次**，根据各评级要素档次和要素分析矩阵（见表 3 至表 5）得到受评企业的经营风险档次和财务风险档次。获得经营风险评价结果和财务风险评价结果后，通过评级矩阵（见表 6）得到对应的指示评级。值得注意的是，若矩阵模型所得结果为“ccc 及以下”级别，则由信评委最终决定受评企业级别。

**从次**，在获得指示评级后，根据个体调整因素（见表 7）评价标准，对企业指示评级进行调整，得到企业个体信用级别。

**最后**，在企业个体信用级别基础上，结合外部支持（见表 8）评价标准，得出企业主体信用级别。

图1 股权投资企业主体信用评级打分表架构图

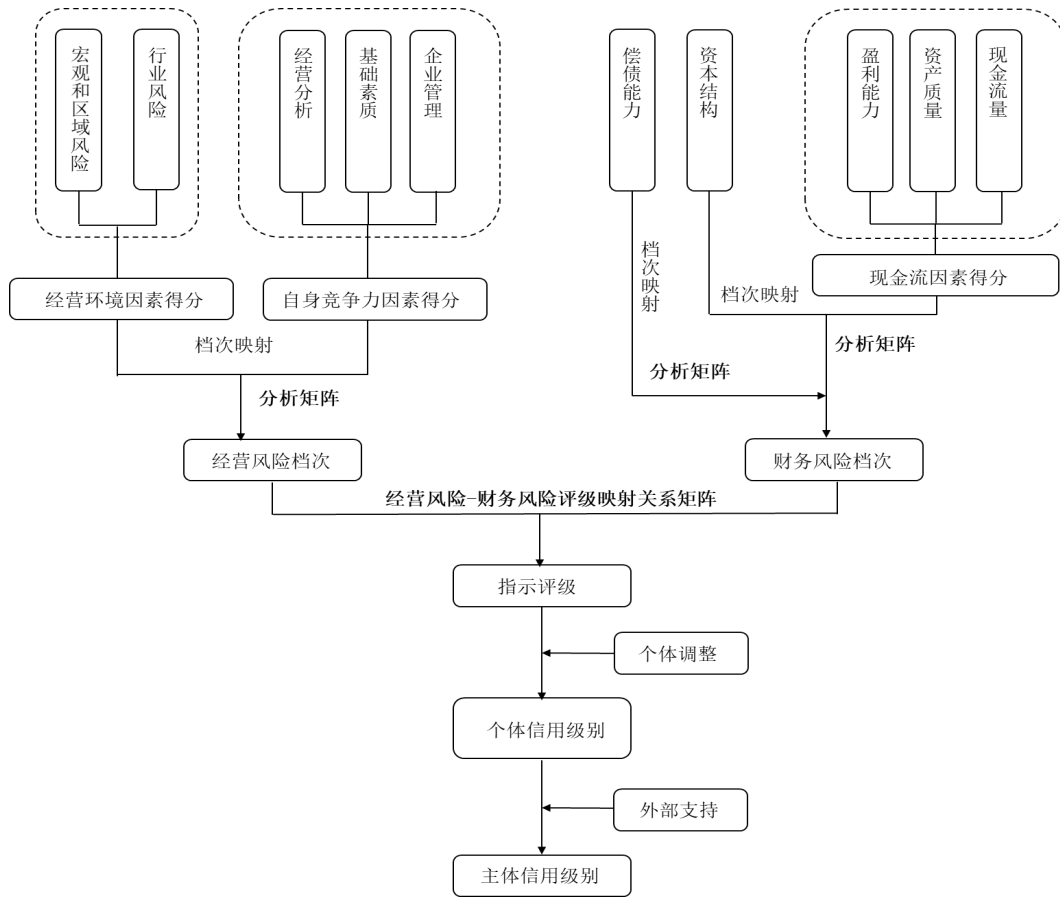


表1 股权投资企业主体评级——经营风险各因素档次映射表

档次	经营环境因素得分	自身竞争力因素得分
1 (非常好)	[5.5,6]	[5.5,6]
2 (很好)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
3 (较好)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
4 (一般)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
5 (较弱)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
6 (非常弱)	[1,1.5)	[1,1.5)

表2 股权投资企业主体评级——财务风险各因素档次映射表

档次	偿债能力得分	资本结构得分	现金流因素得分
1 (非常好)	[6.5,7]	[6.5,7]	[6.5,7]
2 (很好)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)
3 (较好)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)

4（一般）	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
5（较弱）	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
6（非常弱）	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
7（极弱）	[1,1.5)	[1,1.5)	[1,1.5)

表3 股权投资企业主体评级——经营风险分析矩阵

自身竞争力因素	经营环境因素					
	1	2	3	4	5	6
1（非常好）	A	A	A	B	C	E
2（很好）	A	B	B	C	D	E
3（较好）	B	C	C	C	D	F
4（一般）	C	D	D	D	E	F
5（较弱）	D	E	E	E	E	F
6（非常弱）	E	F	F	F	F	F

表4 股权投资企业主体评级——现金流因素与资本结构分析矩阵

现金流因素	资本结构						
	1	2	3	4	5	6	7
1（非常好）	1	1	1	2	3	5	6
2（很好）	1	2	2	3	4	5	6
3（较好）	2	3	3	3	4	6	7
4（一般）	3	4	4	4	5	6	7
5（较弱）	4	5	5	5	5	6	7
6（非常弱）	5	6	6	6	6	6	7
7（极弱）	6	7	7	7	7	7	7

表5 股权投资企业主体评级——财务风险分析矩阵

偿债能力	现金流因素与资本结构评价因素的结果						
	1	2	3	4	5	6	7
1（非常好）	F1	F1	F1	F2	F3	F5	F6
2（很好）	F1	F2	F2	F3	F4	F5	F6
3（较好）	F2	F3	F3	F3	F4	F6	F7
4（一般）	F3	F4	F4	F4	F5	F6	F7
5（较弱）	F4	F5	F5	F5	F5	F6	F7
6（非常弱）	F5	F6	F6	F6	F6	F6	F7
7（极弱）	F6	F7	F7	F7	F7	F7	F7

表 6 股权投资企业主体评级——经营风险-财务风险评级映射关系矩阵

经营风险	财务风险						
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7
A	aaa	aaa/aa+	aa/aa-	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bb+
B	aaa/aa+	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb
C	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	bbb+/bbb	bbb-/bb+	bb	bb-
D	a+/a	a/a-	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+	b
E	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb/bb-	bb-	b+/b	b/b-	b-
F	bb/bb-	bb-	bb-/b+	b+/b	b/b-	ccc 及以下	ccc 及以下

表 7 股权投资企业主体评级——个体调整主要因素

个体调整主要因素	
一级因子	二级因子
未来发展	项目投产
	收购兼并
	发展韧性
	压力测试与预测
ESG 相关	ESG 相关
表外重要风险	诉讼风险
	担保风险
不良记录	债务逾期
	其他失信记录
其他因素	有利因素
	不利因素

表 8 股权投资企业主体评级——外部支持主要因素

一级因子	二级因子
政府支持	<p>政府实力方面，主要从政府经济及财政实力、债务状况、治理水平等方面来考察。政府支持的可能性方面，主要考察受评企业在当地政府决策和当地经济发展中的地位和重要性，历史获得支持的实际情况和具体的支持方式等，具体可从下列角度进行考察：</p> <p>(1) 享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续支持，且支持力度较大；</p> <p>(2) 有政府明确担保且有政府救助历史；</p> <p>(3) 经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业；</p> <p>(4) 承担一定的公共职能，如提供必要的基础设施或公共服务；</p> <p>(5) 对当地政府的经济、社会、政治或政策目标起到重要作用，其违约/信贷压力导致企业经营活动中断，对地方经济部门产生重大影响；</p> <p>(6) 其他因素。</p>
股东支持	<p>股东实力方面，主要考察股东的企业性质、股东的行业地位、竞争能力、财务状况和可持续发展能力等。</p> <p>股东支持的可能性方面，应重点考察受评主体在股东整个集团架构和发展战略中的地位和重要性，具体可从下列角度进行考察：</p>

	<p>(1) 母公司背景雄厚且企业在股东的发展战略、业务布局上比较重要；</p> <p>(2) 获得股东注资、资产划拨和补贴等支持力度大，并有历史支持记录；</p> <p>(3) 股东为企业所有债务提供担保，或者股东有明确的法律义务并书面承诺支持企业；</p> <p>(4) 存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款；</p> <p>(5) 其他因素。</p>
--	---

打分表一般以发行主体合并报表数据为主（对于集团企业，可辅助公司本部报表）进行分析，且所用的数据均为近 3 年的加权平均值，各期限数据由远及近权重分别为 20%、30%和 50%，以反映一段时间内企业的经营状况或降低异常值的影响。若企业仅存在近 2 年合并报表及母公司报表数据，则所用的数据为近 2 年的加权平均值，各期限数据由远及近权重分别为 30%和 70%。若企业仅存在 1 年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为该年合并报表及公司本部报表数据。

打分表中评级要素的选择、赋值、权重设置原则：（1）评级要素选择：根据联合资信工商企业评级方法总论、股权投资企业评级方法，结合行业特点，根据重要性、可操作性等原则，经过专家经验论证后筛选所得；（2）评级要素赋值：根据股权投资企业行业特点、行业政策、行业内企业表现等因素，考虑数据历史表现、理论值、行业均值等，经过专家经验论证调整后确定各指标赋值；（3）权重设置：根据股权投资企业评级方法，结合行业特征及重要性设置。

### 三、股权投资企业指示评级打分表

股权投资企业指示评级从经营风险和财务风险两个方面进行评价。

表 9 股权投资企业个体基础级别打分表-经营风险评价

一级因子	二级因子	二级权重	三级因子	三级权重	
经营风险	经营环境	宏观和区域风险	50%	宏观和区域风险	100%
		行业风险	50%	行业风险	100%
	自身竞争力	基础素质	35%	市场地位	50%
				投资组合规模	50%
		企业管理	15%	法人治理结构	50%
				管理水平	50%
	经营分析	50%	投资能力	50%	
			投资组合质量	50%	

表 10 股权投资企业个体基础级别打分表-财务风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子	三级权重
财务风险	现金流	资产质量	50%	资产质量	100%
		盈利能力	30%	利润总额（亿元）	50%
				净资产收益率（%）	50%
		现金流量	20%	筹资活动前现金流量净额（亿元）	50%
				取得投资收益收到的现金/投资收益（%）	50%
		资本结构	--	所有者权益（亿元）	50%
	全部债务资本化比率（%）			35%	
	资产负债率（%）			15%	
	现金类资产/短期债务（倍）			25%	
	偿债能力	--	流动比率（%）	25%	
			EBITDA 利息倍数（倍）	25%	
			全部债务/EBITDA（倍）	25%	

### （一）经营风险

股权投资企业经营风险主要从经营环境和自身竞争力两方面评价。

#### 1. 经营环境

经营环境主要从宏观和区域风险、行业风险两方面评价。

##### 宏观和区域风险

通常，在宏观经济快速发展阶段，企业能够获得较好的发展机会；反之，在宏观经济剧烈波动或衰退时，企业会面临较大的风险。宏观经济环境的基本分析内容主要包括：经济增速、投资增速、价格指数、利率水平等指标，并重点考察各项宏观经济调控政策、其变化趋势及可能性判断未来经济增速、固定资产投资水平的变化。企业所处的地区环境，对于某些类型的企业有重大影响。区域环境分析的基本内容包括：地区经济发展水平、地方财政实力、产业规划、资源禀赋、市场化程度、地方财税政策等。

##### 行业风险

行业风险主要从行业特征、行业周期性、行业政策、行业竞争、行业增长性与盈利能力、行业财务杠杆与偿债能力等方面来评价。



## 2. 自身竞争力

自身竞争力主要从基础素质、企业管理和经营分析三方面评价。

### (1) 基础素质

基础素质主要用投资组合规模和市场地位指标衡量。

#### 投资组合规模

投资组合规模=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+长期股权投资+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他调整项。投资组合规模大的股权投资企业在资金实力、品牌知名度、优质资源获取、议价能力等方面具有竞争优势，在行业低谷期的抗风险能力相对较强，同时投资组合规模也是其产生盈利的基础，更大的投资组合规模在同等条件下带来利润空间提升的可能性更高。

表 11 基础素质指标评价参考

三级因子	6	5	4	3	2	1
投资组合规模（亿元）	≥300	[120,300)	[60,120)	[40,60)	[20,40)	[0,20)

#### 市场地位

市场地位是判断企业竞争力的重要指标，市场地位高的股权投资企业，其资本实力和品牌实力在过去经营期间已得到市场认可，具备可持续的竞争优势，对于其保持持续的盈利能力和抵御风险的能力具有重要作用。联合资信对股权投资企业市场地位的判断主要通过投资职能定位、权威机构行业排名、品牌知名度、影响力及声誉等因素。对于部分地方国有股权投资企业，由于业务开展与地方政府关联度高，市场化程度相对较低，企业的市场地位重点考察其在区域内的职能定位情况，职能定位通常决定了企业的业务范围、获得业务的能力、经营持续的能力、也决定了其对于所在区域的重要性，进而决定了其获取政府资源的能力和竞争优势。

### (2) 企业管理

#### 法人治理结构

法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。通常，公司治理结构完善，运作顺

畅、规范，股东的权利得到有效的保证的企业，经营运作更为规范，有利于实现企业的长期稳定发展。

### 管理水平

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业管理及营运。通常，企业组织架构搭建完整、权责明确、管理层级清晰、管理制度可操作性强且执行情况良好的企业，经营运作更为规范，有利于实现企业的长期稳定发展。

### (3) 经营分析

经营分析主要用投资能力和投资组合质量衡量。

#### 投资能力

对股权投资企业的投资能力主要考察投资策略、投资管理流程、风控体系建设及投资回报表现等。通常，公司良好的投资策略、明确的投资管理流程以及完善的风控体系，有助于提升整体的投资能力，同时优秀的投资回报也能反映其在策略、投资管理流程与风控体系方面得到了良好落实。

#### 投资组合质量

主要考察投资组合资产的流动性、安全性、多样性及盈利性等，具体包括投资组合中持有的上市公司股权市值、被投资企业的信用质量、投资资产组合的行业、地域及投资阶段分布、资金分布以及投资回报表现等。一般而言，股权投资企业投资组合中上市公司股权越多，资产配置多元化程度越高，被投资企业信用质量越好，其在经济周期的不同阶段或资本市场动荡时平滑业绩波动的能力越强。

## (二) 财务风险

财务风险主要考量现金流、资本结构和偿债能力三个方面。

### 1. 现金流

现金流因素主要从资产质量、盈利能力、现金流量三个方面考量。

#### 资产质量

一般从结构和质量两个方面着手。结构主要是分析各项资产在总资产中的占比，质量主要是分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值进行分析。安全及真实性主要评价企业资产产权是否有瑕疵、入账价值合理性、

大幅变动的可能性等；资产盈利性主要评价企业利用资产创造利润的能力及效率；资产流动性主要考量资产变现能力。在判断资产真实安全的基础上，资产流动性和盈利性越高的企业资产质量越好。较大规模的受限资产或不良资产会对企业资产质量形成一定负面减分。若企业存在以公允价值计量的资产，应评估其公允价值合理性及变动趋势，对企业资产质量进行综合判断。

### 盈利能力

主要用利润总额和净资产收益率指标衡量。

利润总额是企业一定时期内通过生产经营活动所实现的最终财务成果，是衡量企业经营业绩的一项十分重要的经济指标。利润总额越大，企业的经营业绩越好。

净资产收益率（净资产收益率=净利润/所有者权益×100%）是衡量企业股东权益的收益水平和企业运用自有资本的效率。净资产收益率越高，股东投资带来的收益越高，企业盈利能力越强。

表 12 盈利能力评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
利润总额（亿元）	≥10	[5,10)	[1.5,5)	[1,1.5)	[-2,1)	[-5,-2)	<-5
净资产收益率(%)	≥6	[4,6)	[2,4)	[0,2)	[-5,0)	[-10,-5)	<-10

### 现金流量

主要用筹资活动前现金流量净额、取得投资收益收到的现金/投资收益衡量。

- ◇ 筹资活动前现金流量净额越大，则企业的自由现金流状况越好。
- ◇ 取得投资收益收到的现金/投资收益是从现金流入的角度反映投资收益的实现情况。该指标越高，说明企业投资收益资金回笼越好，盈利质量越好。

表 13 现金流量指标评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
筹资活动前现金流量净额（亿元）	≥5	[0,5)	[-10,0)	[-20,-10)	[-50,-20)	[-100,-50)	<-100
取得投资收益收到的现金/投资收益(%)	≥100	[50,100)	[30,50)	[20,30)	[10,20)	[5,10)	<5

## 2. 资本结构

资本结构主要用所有者权益、全部债务资本化比率、资产负债率指标衡量。

所有者权益是反映所有者投入资本的保值增值情况，是企业偿还债务的重要保障基础。所有者权益越高，对债务的保障程度越高。

资产负债率（资产负债率=负债总额/资产总计×100%）是衡量企业利用债权人提供资金进行经营活动的能力，反映企业财务杠杆水平。在一定范围内，资产负债率越高，企业的债务负担越重。

全部债务资本化比率（全部债务资本化比率=全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%）是衡量企业的刚性债务水平。在一定范围内，全部债务资本化比率越高，企业的有息债务负担越重。

表 14 资本结构指标评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
所有者权益（亿元）	≥300	[100,300)	[50,100)	[30,50)	[20,30)	[15,20)	<15
全部债务资本化比率（%）	[0,30]	(30,45]	(45,55]	(55,65]	(65,75]	(75,85]	X>85, or X<0
资产负债率（%）	≤40	(40,50]	(50,60]	(60,70]	(70,75]	(75,80]	>80

## 3. 偿债能力

偿债能力主要用现金类资产/短期债务、流动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 衡量。其中，现金类资产/短期债务和流动比率主要用来衡量企业短期偿债能力；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 主要用来衡量企业长期偿债能力。

现金类资产/短期债务主要衡量企业现金类资产对短期债务的保障程度。现金类资产/短期债务比值越高，企业的短期偿债能力越强。

流动比率=流动资产/流动负债×100%。衡量企业流动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。流动比率越高，企业的短期偿债能力越强。

EBITDA 利息倍数（EBITDA/利息支出）反映企业以息税、折旧及摊销前利润对利息的保障程度。EBITDA 利息倍数越高，企业的长期偿债能力越强。

全部债务/EBITDA 反映企业以息税、折旧及摊销前利润对全部债务的偿还能

力。全部债务/EBITDA 越低（当 EBITDA 为正值时），企业长期偿债能力越强。

表 15 偿债能力指标评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
现金类资产/短期债务（倍）	≥4	[2,4)	[1,2)	[0.8,1)	[0.4,0.8)	[0.2,0.4)	<0.2
流动比率（%）	≥150	[100,150)	[80,100)	[60,80)	[40,60)	[30,40)	<30
EBITDA 利息倍数（倍）	≥8	[4,8)	[2,4)	[1,2)	[0.5,1)	[0,0.5)	<0
全部债务/EBITDA（倍）	[0,4]	(4,5]	(5,10]	(10,12]	(12,15]	(15,20]	X>20,orX<0

#### 四、打分表局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以前历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有重要考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

打分表所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，打分表无法预测企业在未来某段时间的违约概率，在企业违约时，打分表并未考虑可能损失的程度。

打分表所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响打分表结果。

打分表所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况。打分表中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评

主体违约时，评级要素的重要性可能与打分表中所列示的权重存在显著差异。

联合资信重视打分表在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖打分表结果确定受评对象的信用等级。在参考打分表结果的基础上，联合资信还将考虑影响受评对象信用风险的其他考量因素，并依据公司信用评级委员会投票结果最终确定受评对象的信用等级。

本方法会随着股权投资企业的不断发展，以及相关法律、法规或其他规范性文件不断演进而有所调整和修正，联合资信将定期或不定期审查本方法，适时修订。