

版本号：V3.0.201907

地方资产管理公司信用评级方法



2019年7月

地方资产管理公司信用评级方法

一、修订说明

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应地方资产管理行业的发展变化，完善地方资产管理行业企业的评级体系，联合资信对地方资产管理公司主体信用评级模型进行本次调整和修订。此次《地方资产管理公司主体信用评级方法（版本号：V3.0.201907）》（以下简称“本方法”）以2016年版本为基础进行修订，经联合资信评级技术委员会审议通过，2019年8月1日起施行。

本次修订主要内容包括，增加适用业务类别、评级方法局限性、关键性假设等内容，并进一步细化对地方资产管理公司分析要素及相关评价标准，以便更为充分地揭示企业风险。联合资信关于地方资产管理公司的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，故本次修订不会对联合资信现有地方资产管理公司级别产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

本方法适用于中国大陆地区地方资产管理公司及其发行的相关普通无担保优先债券（包括中期票据、普通企业债、普通公司债等）。有关地方资产管理公司发行的短期融资券、永续债、次级债券、担保债券、优先股等债项评级的方法，参见相关评级方法。

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者是对债务人违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资

工具的评级，主要包括：政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资产支持证券等（信贷资产支持证券、企业资产支持票据、资产支持计划等）、其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合资信一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

一般来说，企业主体发行的普通优先债券的信用等级等同于主体评级（如发行债券对主体信用等级影响不大）；次级债券等二级资本工具（偿还顺序劣后于普通优先债券）要低于主体信用等级一个子级；优先股等混合资本工具信用等级要根据有关条款进一步降低。具体方法参见联合资信有关评级方法。

三、行业定义

地方资产管理公司是指依照《公司法》《金融资产管理公司条例》《金融企业不良资产批量转让管理办法》《关于地方资产管理公司开展金融不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》等有关法律、法规的规定，设立的主营不良资产经营业务的机构。

四、地方资产管理公司信用评级的关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，企业的违约风险主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以考量。

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

从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定

程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化,不会出现不可抗力因素(如自然灾害、战争等)。

债券偿还优先权会影响不同类型债券的信用风险。

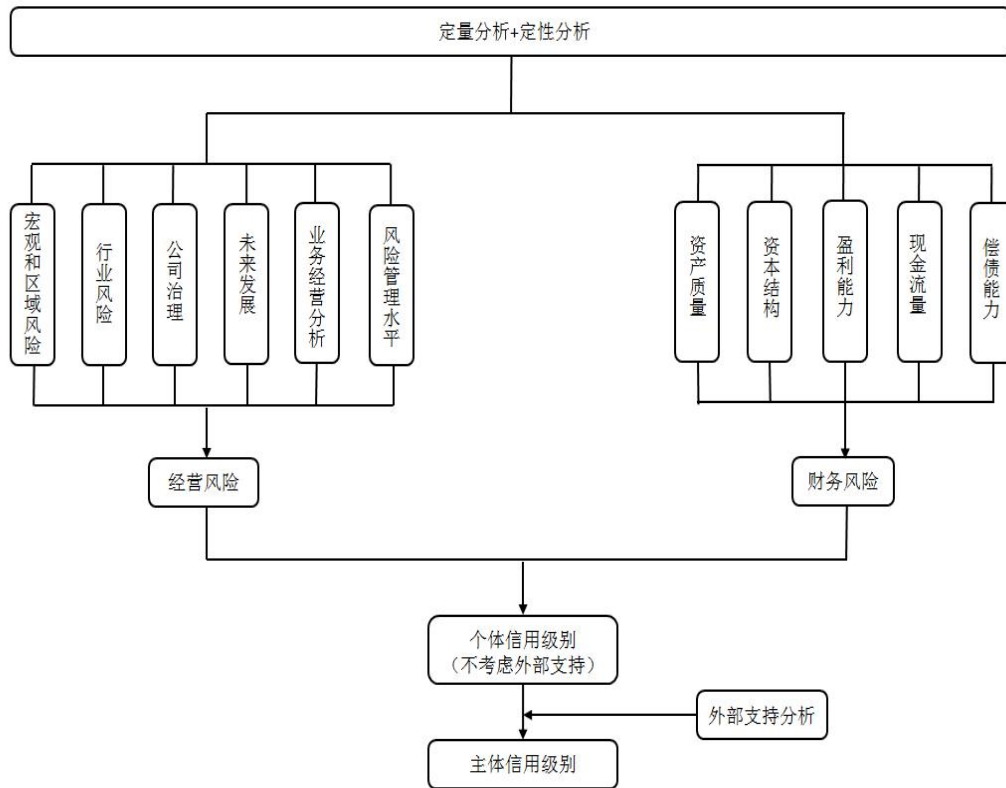
经营风险方面,企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险;通常情况下,面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业,其经营风险越低。

财务风险方面,企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险;通常情况下,资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业,其财务风险较低。

定性调整方面,通常情况下,不良信用记录、表外重要风险和未来重大事项等因素也将影响企业面临的风险。

外部支持方面,通常情况下,企业获得一定程度的政府支持或者股东支持,将降低企业面临的风险。

图 1 地方资产管理公司评级框架



五、评级方法局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以其历史经营状况、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。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

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，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，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，由联合资信信用评级委员会投票确定受评对象的信用等级。

六、地方资产管理公司信用评级的主要要素（定性和定量指标）

（一）经营风险

1. 宏观和区域风险分析

经济环境是地方资产管理公司评级关注的重要因素之一。地方资产管理公司的主要业务为不良资产经营业务，同时还通过其下属子公司开展包括银行、证券、保险、信托、租赁等在内的金融服务业务。近年来，受宏观经济增速放缓以及经济转型等因素影响，商业银行不良贷款余额及比率均呈现上升趋势。作为金融不良资产市场的主要参与者，地方资产管理公司在不良资产管理业务方面的市场空间较大。此外，为适应内外部环境变化的需要，部分地方资产管理公司开始商业化的转型道路，向综合性的金融控股集团发展，在宏观经济环境下子公司的经营状况也将会密切影响集团整体的持续健康发展。经济环境分析主要包括经济发展

水平、经济周期、宏观金融状况和政府采取的宏观经济措施等方面。

区域风险因素主要分析区域经济实力、地方政府债务情况、金融市场活跃度等方面。考虑到地方资产管理公司不良资产收购业务受区域限制，此类业务规模受区域经济体量及区域内不良资产率影响较大。一方面，对于经济体量较大且不良率较高的区域，不良资产收购业务规模相对较大，为地方资产管理公司的发展提供了条件；另一方面，地方资产管理公司持有的不良资产处置受区域经济活跃度、法律环境等因素影响较大，对于市场活跃度较低、法律环境不规范的区域，不良资产处置难度相应上升，企业的风险也随之上升。

2. 行业风险

任何企业都处于一定行业环境之中，行业竞争程度的大小，行业政策的变化情况，行业地位的高低都会对行业内的企业的经营稳定性产生较大的影响。可以看出，在对企业进行全面分析时，行业分析扮演着重要角色，也是信用评级的重要组成部分。行业分析时主要关注行业发展环境、行业周期性、行业竞争（行业供给）、行业增长性与盈利能力（行业需求或行业发展）、行业杠杆与偿债能力等方面。

作为开展不良资产管理业务的专业公司，在宏观经济增速放缓、商业银行不良贷款规模上升的背景下，地方资产管理公司未来市场空间较大。但商业银行作为金融不良资产市场的主要供给者，对不良资产的把控及自我消化能力不断增强，此外不良资产证券化、债转股等新型处置方式的应用也会对地方资产管理公司业务发展带来挑战。另外，市场竞争程度也是评级关注的主要因素之一。随着监管不断放开设地方资产管理公司的相关政策，各类市场主体积极参与到不良资产市场中来，使地方资产管理公司面临日益加剧的市场竞争。我们通过考察资产管理行业的进入壁垒、市场主体的数量以及市场集中度因素来评估资产管理行业市场竞争程度。此外，我们还会考虑地方资产管理公司涉及的其他金融板块的行业发展状况，考察地方资产管理公司如何在突出经营主业的同时发挥多元化金融牌照的综合优势。最后，金融市场的发展趋势、金融行业之间的竞争程度以及相关政策法规的变动等因素都会影响到资产管理行业的发展。

3. 公司治理

公司治理是公司信用质量的内在决定因素，对公司财务成果和现金流状况有重大影响。一般说来，公司的经营管理水平越高，其经营管理的效率就高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的公司。此部分主要考察地方资产管理公司法人治理结构，即公司的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对公司的中长期发展具有特别重要的意义。在公司出现困难时，公司法人治理结构的重要性和作用就会凸现出来。因而，应重点关注公司股东大会或股东会与董事会的运作，实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人士的遴选与聘任制度，监事会的实际作用等，并评估它们在不断变化的商业竞争中保持决策的合理性和执行的效率，进而提升长期经营稳定的有效性。

4. 未来发展

地方资产管理公司一般会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。一般来说，战略规划与行业发展方向越契合，战略发展目标及实现途径越清晰，且实现目标的条件越充足，企业达成战略目标的可能性越高，对企业未来发展越有利。联合资信通过对宏观政策的把握、对地方资产管理公司行业发展状况的分析、对企业面临潜在风险的评价，以及对企业经营与管理等多方面情况的综合分析，对企业实现经营预期的可能性和可行性做出判断。

5. 业务经营分析

此部分主要考察地方资产管理公司业务的整体运营能力，即公司市场定位、业务模式、不良资产收购规模、收入规模及稳定性、优势业务竞争力，业务运营能力对公司的中长期发展具有特别重要的意义。对企业经营的分析不但要反映企业经营方面的情况，更重要的是通过分析判断企业在经营方面是否存在潜在的风险，进而影响企业未来盈利的稳定性，一般可以通过对经营模式及状况、多元化经营情况及未来发展规划的分析来把握。

地方资产管理公司主营不良资产经营业务，是主要的收入来源。此外，地方

资产管理公司还通过自身以及下属子公司开展投资及资产管理业务。

不良资产经营业务方面，我们关注地方资产管理公司品牌知名度、市场竞争力，考察不良资产经营范围、经营模式、收购和处置能力、市场占有率、经营业务收入以及盈利等情况。

地方资产管理公司的投资及资产管理业务主要包括自有资金投资业务以及资产管理业务。我们通过自有资金投资规模、投资产品、期限、投资收益率、流动性等因素以及资产管理业务类别、规模、收入等情况评估地方资产管理公司投资及资产管理业务。

金融服务业务方面，我们关注地方资产管理公司金融牌照种类以及子公司发展情况、市场竞争力、业务协同性等因素。

6. 风险管理水平

此部分主要考察地方资产管理公司的风险管理架构及制度是否完善和健全，以及运营中可能面对的风险（信用风险、流动性风险、市场风险和操作风险）。

风险管理能力对地方资产管理公司持续发展至关重要。我们关注地方资产管理公司是否建立了符合业务发展需求的风险管理架构，是否建立了信用风险、流动性风险、市场风险、操作风险等各类风险管理制度并进行持续的监控，是否针对不断变化的环境和情况及时修改完善风险控制的制度、方法和手段，以控制新出现的风险或以前未能控制的风险。我们将评估地方资产管理公司风险管理体系的运行、风险管理政策的落实、风险管理工具的使用，能否有效地对各类风险进行识别、评估、监测和控制。此外，地方资产管理公司已取得部分金融牌照，我们还考察母公司对子公司的风险管理以及子公司自身的风险管理情况。

地方资产管理公司信用风险主要涉及公司不良债权资产组合、投资组合以及金融子公司涉及业务和其他资产负债表内外信用风险敞口。我们首先关注地方资产管理公司的信用风险管理的制度和系统建设、客户信用评级体系、风险资产分类方法、信用风险管控工具等方面的建立情况。其次，针对地方资产管理公司的不良资产经营业务以及投资业务，我们关注其项目的授权、风险审查、审批体系和风险缓释方式，对强周期和国家重点调控等行业的风险政策，以及投资组合的风险暴露。此外，对已取得其他金融牌照的地方资产管理公司，我们还关注其在

集中度、子公司业务以及为子公司提供融资担保等方面的风险管理情况。

地方资产管理公司流动性风险主要源于项目回收资金进度滞后于预期、融资能力不能满足业务发展需求、资产负债期限结构错配以及流动性储备不足等方面。我们关注地方资产管理公司的流动性风险管理制度建设和系统建设以及流动性风险识别、计量、监测和控制程序，考察其项目资金回收能力、融资管理能力以及资产负债管理能力。此外，我们还关注子公司的流动性风险管理情况。

地方资产管理公司的市场风险包括利率风险、汇率风险、股权价格风险、商品价格风险等。我们将评估地方资产管理公司市场风险管理体系和政策，市场风险识别、计量、监测和控制程序的有效性。我们还关注集团中流动性传染以及内部隔离机制。

操作风险是由于内部程序、人员和系统的不完备或失效，或由于外部事件造成损失的风险。操作风险事件发生可能会导致地方资产管理公司价值损失。地方资产管理公司应建立适当的操作风险管理体系，并对操作风险进行监控和评估。

（二）财务风险

在进行财务分析时，首先应注意一些基本问题，诸如企业的财务报表是否经过审计，财务资料的真实性与准确性如何，财务报表的口径，企业的会计政策，财务报表的基本情况，这是判断企业真实财务状况的先决条件。

财务报表的口径决定了企业是否全面反映了企业全部资产、负债和损益的内容，需要了解企业报表中是否存在应合并而未合并的内容、或重复记账的情况，是否存在连续几年报表口径不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并，或母企业报表中没有包含对这些下属企业的投资等情况。另外，应根据募集资金的用途、母子公司的资金往来关系等，对集团本部报表进行辅助分析。

财务分析是信用评级核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果的最终反映，也是决定企业信用状况的根本。联合资信对企业财务分析的具体内容包括：企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流管理和偿债能力等几个主要方面。

1. 资产质量

此部分主要考察地方资产管理公司的资产构成以及质量对其现金流回收产生的影响。地方资产管理公司的资产主要包括其收购的不良债权资产和资金运营而形成的投资资产。对于收购的不良债权资产，主要考察一段时期内的处置率，处置率的高低将对资产流动性和现金周转产生影响。对于投资资产，关注投资资产结构、种类、已经发生和潜在的风险。

2. 资本结构

资产管理行业属于资本密集型行业，而地方资产管理公司普遍成立时间较短，各项业务的运营主要依赖股东出资，因此，资本实力很大程度上影响了公司的风险承受能力，并且是业务发展的重要保障。联合资信在分析地方资产管理公司的权益资本实力时，主要关注其权益规模及构成，其中所有者权益构成反映出公司权益资本的主要来源和稳定性。同时，我们还关注地方资产管理公司是否建立了中长期的资本补充机制，利润分配政策是否稳健，在资本不足时，是否能及时增加资本，包括股东增资，引进战略投资者，上市，发行新股、资本性债券等可能性。

随着资产管理行业的发展及业务的完善，杠杆水平呈整体上升的趋势。联合资信通过考察资产管理公司的负债水平、债务规模及期限结构来分析杠杆水平以及债务负担情况。其中，负债及债务水平方面，主要关注企业的负债规模、资产负债率及全部债务资本化比率；债务期限结构方面，联合资信主要关注企业的各年度到期的债务规模是否合理，与资产期限构成是否匹配。

3. 盈利能力

地方资产管理公司的盈利能力是其业务水平的重要体现，也是公司现金流入的重要保障。不良资产经营业务是地方资产管理公司的核心业务，是持续盈利的重要保障。投资收益以及并表子公司业务的各项收入也是地方资产管理公司盈利的重要组成部分。联合资信在对地方资产管理公司盈利能力进行分析时，通过考察其营业收入及利润的规模和稳定性、资产运营效率（总资产收益率、净资产收益率）等指标情况，来判断企业的经营情况及资本的收益实现情况。

4. 现金流量

现金流作为清偿债务的基础，是地方资产管理公司评级分析的重点。现金流量管理是对当前或未来一定时期内的现金流动在数量和时间安排方面所作的预测与计划、执行与控制等；高效的现金流量管理能够帮助企业在维持适度流动性的同时，保证企业的收益规模以及未来发展的可持续性。联合资信重点关注企业现金流预算管理制度，现金流管理体系，经营、投资与筹资活动现金流情况等，来预判企业未来现金流规模变化以及其因现金流紧张引发的经营及偿债风险。

5. 偿债能力

对地方资产管理公司自身偿债能力的分析，应依据对公司运营效益分析的结论，结合企业债务的期限结构安排，衡量企业盈利及经营性现金流对利息支出和债务的保障程度。主要考察方面有短期偿债能力、长期偿债能力及其他方面。其中，短期偿债能力主要考察的指标有流动比率、筹资活动前现金净流量/利息支出；长期偿债能力主要考察 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断。另外，联合资信还会考察公司债务的集中偿付压力，外部融资渠道的多元化，或有负债情况等方面。

（三）定性调整

联合资信认为，除上述评级要素外，以下定性因素也会对地方资产管理公司的信用水平具有重要影响。

1. 表外重要风险

（1）诉讼风险

当地方资产管理公司面临重大诉讼案件，诉讼涉及金额占到企业资产的一定比重，或者因诉讼事件导致企业直接损失占到企业所有者权益的一定比重，或者可能导致公司经营受到严重影响等情况，将对地方资产管理公司信用风险水平产生负面影响。

（2）担保风险

当地方资产管理公司对外担保规模较大，且反担保措施一般，或者被担保企业行业及区域集中度较高，或者企业发生重要代偿事件等情况，将对地方资产管

理公司信用风险水平产生负面影响。

2. 不良信用记录

当地方资产管理公司出现贷款逾期或其他失信记录，表明地方资产管理公司较大可能面临现金流趋紧或其它负面事件，可能对地方资产管理公司的经营产生重大影响，将对地方资产管理公司信用风险水平产生负面影响。

3. 未来重大事项

联合资信会结合历史数据、当前现状以及未来政策导向、企业未来发展重大事项（如收购兼并、重大合同、权益增减）等因素，对受评地方资产管理公司未来流动性、偿债能力等因素进行预测或压力测试的结果不理想时，例如出现偿债能力下降、现金流波动性增加、现金流不可持续、杠杆率上升等情况，表明地方资产管理公司未来业务发展将面临重大不利事项，将对地方资产管理公司信用风险水平产生负面影响。

（四）外部支持

此部分主要是对受评地方资产管理公司获得的外部支持（包括不限于政府、股东、关联方等）对于企业信用水平的影响进行评价。由于地方资产管理公司行业属于资本密集型行业，因此政府、股东、关联方等对企业的资金支持对于企业的信用水平有明显的积极影响；在项目渠道及风险管理体系等方面的支持在一定程度上有助于企业的业务拓展及业务质量。

综上，考虑外部对于受评企业的资本及流动性、渠道、管理等方面的支持在个体信用等级的基础上进行调整，最终得到受评主体的最终信用等级。

附件 1-1 地方资产管理公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信地方资产管理公司主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

级别	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，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。

附件 1-2 地方资产管理公司评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资本结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
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%
盈利指标	
总资产收益率	当期净利润*2/（期初资产总额+期末资产总额）×100%
净资产收益率	当期净利润*2/（期初所有者权益+期末所有者权益）×100%
现金流量指标	
筹资前现金流量净额/流动负债	（经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额）/流动负债×100%
筹资前现金流入量/全部债务	（经营活动现金流入量+投资活动现金流入量）/全部债务×100%
偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出

注：短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销