

版本号：
cspy_ffmx_2022V1.0

生效日期：
2022年8月6日

联系人

毕柳
+86 021 51035670
bil@cspengyuan.com

杨培峰
+86 021 51035670
yangpf@cspengyuan.com

龚程晨
+86 021 51035670
gongchch@cspengyuan.com

高爽
+86 021 51035670
gaosh@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

投资控股公司信用评级方法和模型

目 录

一、概述	1
(一) 适用范围	1
(二) 行业定义	1
(三) 制定或修订说明	1
(四) 基本假设	2
二、评级思路和评级框架	2
三、指示性信用评分	3
四、业务状况评估	4
(一) 宏观环境的评估	4
(二) 行业风险状况的评估	5
(三) 经营状况的评估	5
五、财务状况评估	9
(一) 财务状况的评估思路	10
(二) 杠杆状况的评估	11
(三) 盈利状况的评估	12
(四) 流动性的评估	13
六、调整因素	15
七、个体信用状况	17
八、外部特殊支持	17
九、债券评级	18
十、本评级方法和模型的局限性	18
附录 定量指标计算公式	19
版权及声明	20

一、概述

（一）适用范围

本评级方法和模型适用于投资控股公司的主体信用评级，及其所发行债券的评级。

（二）行业定义

中证鹏元将投资控股公司定义为：以长期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。

中证鹏元认为，投资控股公司和集团公司之间有几个不同之处。首先，投资控股公司的经营战略是充当金融投资者，其根本目标是通过股权投资寻求财务回报，被投资公司之间的业务协同不是投资控股公司的主要考虑因素，投资控股公司和被投资公司往往将财务资源和债务分开，两者之间很少有交叉违约条款。

其次，投资控股公司通常持有被投资公司的少数股权，不影响被投资公司的日常运营和管理，尽管投资控股公司有时也可能投资于被投资公司的多数股权，但其参与被投资公司的日常管理仍然有限。

最后一个关键区别是投资期限和周期。投资控股公司持有被投资公司的股权是经常变化的，并经常增加新的投资或退出之前的投资，通常只要达到投资回报目标，投资控股公司就会退出对被投资公司的投资。

（三）制定或修订说明

鉴于投资控股公司与集团公司的上述差异，中证鹏元单独制定评级方法和模型，但在评级思路和分析框架上与工商企业类似。

为保持与工商企业通用信用评级方法和模型在评级思路和逻辑上的一致性，中证鹏元对 2021 年 4 月 1 日生效的《投资控股公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2021V1.0）进行了审查及修订。本次所修订的评级方法和模型已经中证鹏元技术政策委员会审议通过。

本次修订内容主要包括：（1）对评级分析框架进行了调整，将流动性因素纳入财务状况评估中，并增加了对宏观环境因素的考量；（2）调整了指示性信用评分二维矩阵；

（3）杠杆状况及财务状况由 7 分制调整为 9 分制，对财务部分评分标准进行了调整，并对杠杆状况调整因素进行了删减；（4）对部分经营状况指标评分标准和权重进行了调整；

（5）对调整因素的考量作了调整，增加了 ESG 因素；（6）对基本假设进行了调整。

经测试，本评级方法和模型的制定未对尚处于中证鹏元信用等级有效期的受评主体评级结果产生重大影响。

（四）基本假设

1. 假设企业杠杆水平和流动性状况与违约是相关的，即杠杆水平越高，流动性状况越差，违约的可能性越大。
2. 假设宏观经济环境、金融市场环境及法律环境不会发生根本性变化，以及不会出现不可抗力的因素（如自然灾害、战争等）。
3. 假设经监管部门认定的专业机构能够勤勉尽责，所提供的信息是真实、准确和完整的。

二、评级思路和评级框架

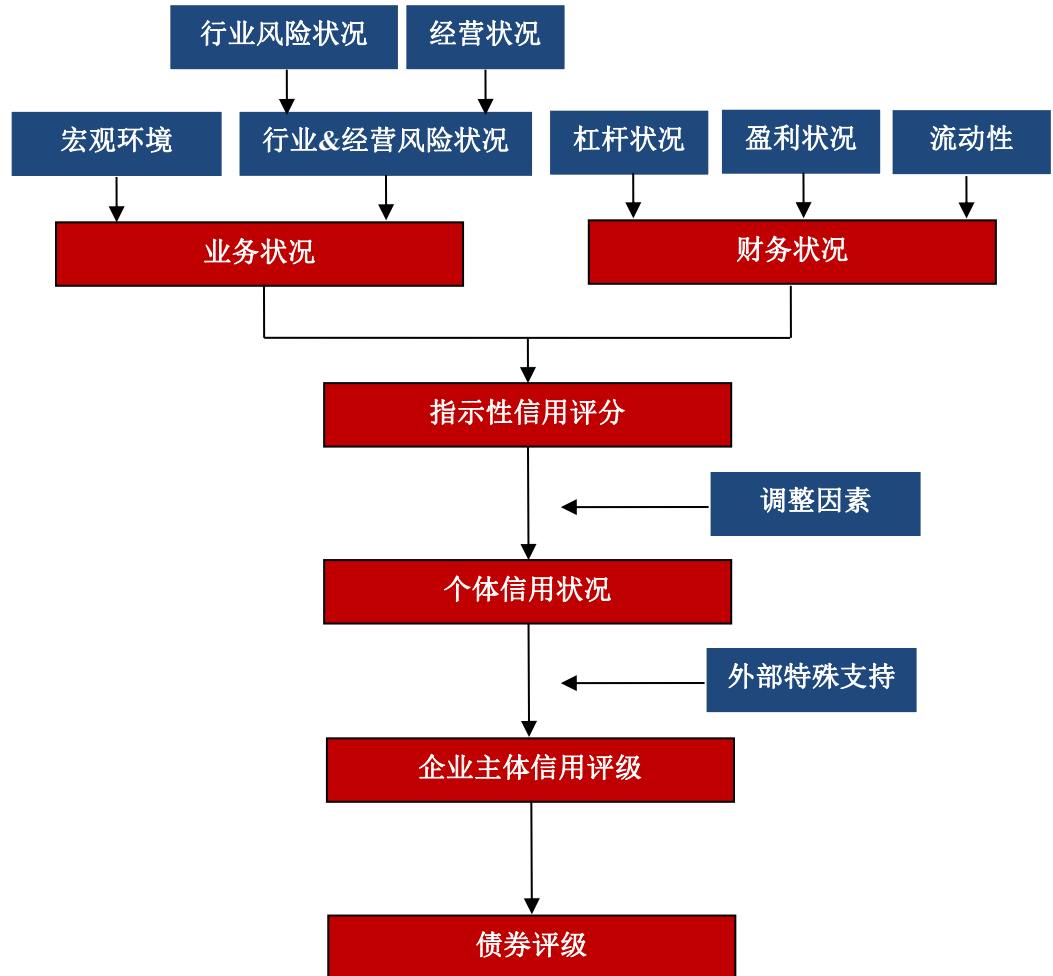
在评级思路，中证鹏元采用个体加支持的思路对投资控股公司进行评级，评级框架组成部分包括业务状况、财务状况、调整因素和外部特殊支持。其中，业务状况主要考察宏观环境、行业风险状况和投资控股公司的经营状况，财务状况主要考察投资控股公司的财务杠杆、盈利能力和流动性。在评级思路，中证鹏元首先将投资控股公司业务状况和财务状况相结合分析，获得指示性信用评分；然后考虑调整因素的影响，以实现我们对投资控股公司个体信用状况的评估，这些调整因素可能适用于某些投资控股公司，以反映其独特的信用风险；在得到个体信用状况后，我们再将可能的外部支持因素纳入评级分析中，最终得出投资控股公司的主体信用评级。

涉及特定债券评级的，我们在投资控股公司主体信用评级的基础上，结合增信措施及债券条款进行综合评定。

在评级标准方面，中证鹏元通常采用矩阵系统来评估各评级要素对评级过程和评级结果的影响。对于每一个评分因素，中证鹏元根据其特点，用9分制、7分制或5分制的评分体系进行评估。得分越高，通常意味着更好的评估结果，比如在9分制的评分体系中，“9”意味着得分最高，信用风险最低，“1”代表得分最低，信用风险最高。

通过评级模型得出的级别为受评主体参考信用等级，仅作为分析师推荐级别以及评审委员会评定级别的参考，并不能完全代替评审委员会的判断，最终级别由评审委员会决定。

图 1 投资控股公司信用评级框架



三、指示性信用评分

指示性信用评分由业务状况和财务状况两个方面组成，指示性信用评分旨在反映可能影响投资控股公司信用评级的共同风险因素。

业务状况评估主要分析影响投资控股公司信用风险的各种定性因素，而财务状况评估主要是定量分析。我们认为，业务状况评估和财务状况评估在本质上差异较大，并且两者对评级的影响往往是非线性的，因此，中证鹏元通过构建业务状况和财务状况二维评估矩阵得出指示性信用评分。

中证鹏元将财务状况评估作为获得指示性信用评分的基础，因为我们认为投资控股公

司的违约风险首先反映在其财务表现中。对于拥有类似运营实力和市场地位（或业务状况）的投资控股公司来说，高杠杆通常比低杠杆风险更大；另一方面，对于具有类似财务杠杆水平和盈利能力（或财务状况）的投资控股公司来说，更好的业务状况往往意味着拥有更强的抗风险能力。具体而言，我们将投资控股公司的财务状况作为起点，然后根据其业务状况的强弱进行调整，从而得到其指示性信用评分。

表 1 指示性信用评分的确定

财务状况	业务状况						
	7（优秀）	6（非常强）	5（强）	4（中等）	3（弱）	2（相当弱）	1（极其弱）
（9）最小	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	bbb
（8）极其小	aaa	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb-
（7）非常小	aa+	aa+	aa	aa-	a	a-	bb+
（6）较小	aa+	aa	aa-	a+	a	bbb+	bb
（5）中等	aa	aa-	a+	a	a-	bbb	bb-
（4）较大	aa-	a+	a	a-	bbb+	bbb-	b+
（3）非常大	a+	a	a-	bbb+	bbb	bb+	b-
（2）极大	bbb+	bbb	bbb-	bb+	bb-	b	ccc
（1）最大	bb	bb-	b+	b	b-	ccc	cc/c

四、业务状况评估

业务状况分析主要集中在各种描述性和定性因素上，并辅以定量评估。业务状况旨在通过分析投资控股公司所面临的宏观环境、行业风险以及相对于同行的竞争实力，对其业务风险敞口和它们在市场上的竞争力进行综合排名。中证鹏元主要考察宏观环境、行业风险状况和经营状况三个方面，因为行业特征（由行业风险状况所反映）及投资控股公司自身的运营实力（由其经营状况决定）是判断其信用风险的两个重要因素，宏观环境的变化也可能对企业经营产生重大影响。对于投资控股公司业务状况的评估，我们采用和工商企业评级相同的评估矩阵。

（一）宏观环境的评估

宏观环境往往会对企业在市场上的竞争能力及产生现金流以按时履行债务义务的能力产生重大影响，一些研究也证实了企业违约与宏观经济波动、金融市场风险的暴露高度

相关。中证鹏元对宏观环境的分析通常关注宏观经济形势和发展趋势、宏观经济政策、金融系统风险三个方面，其最终目的在于评估宏观环境现状及未来变化趋势对投资控股公司经营的影响。

中证鹏元采用五分制对宏观环境进行评分，“5”为最高分，代表最强的宏观环境及非常低的风险，“1”为最低分，代表最差的宏观环境和非常高的风险。

（二）行业风险状况的评估

中证鹏元采用五分制对行业风险进行评估，“5”为最高分，具有最低的行业风险，“1”为最低分，具有最高的行业风险。中证鹏元将投资控股行业的风险评分评定为“4”。

投资控股公司的商业模式是利用自有资本、债务资本和产生的收益投资于标的股权。中证鹏元认为，投资控股公司通常存在以下信用风险：（1）资产负债不匹配风险，可能削弱投资控股公司到期再融资的能力。投资控股公司的债务和负债在价值上相对稳定，但资产价值（如被投资公司的股权价值）可能随着时间的推移而大幅波动，如果投资控股公司无法通过投资产生足够的现金流来履行其义务，投资控股公司可能被迫出售其资产以偿还债务本息。在市场低迷的情况下，贱卖资产可能会给投资控股公司带来巨大价值损失。

（2）现金流不确定性风险，可能导致投资控股公司面临流动性压力。除了出售股权资产外，投资控股公司主要通过被投资公司支付的股息产生现金流。由于被投资公司通常会在支付股息前使用现金流来履行自己的义务和维持经营，因此，对于投资控股公司来说，股息产生的现金流具有较大的不确定性，投资控股公司需要谨慎管理其流动性以偿还债务。

近年政府通过全面深化资本市场改革、税收政策改革、设立科创板、新三板转板改革、注册制改革、放松定增管制等途径全面促进行业长期稳定发展，并通过召集头部PE/VC机构、政府引导基金等共同商讨解决行业的募、投、管、退等问题，我们认为政府对该行业的发展有长期培养意向。

（三）经营状况的评估

中证鹏元通过五个子因素来评估一家投资控股公司的经营状况，分别是投资组合规模、资产质量、投资组合多样性、业绩记录和投资策略。这五个子因素将采用7分制进行评分，以“7”作为最高分，代表最低风险，“1”作为最低分，代表最高风险，权重分别为30%、20%、15%、20%、15%。

表 2 经营状况评估指标及权重

评价要素	评价指标	权重
经营状况	投资组合规模	30%
	资产质量	20%
	投资组合多样性	15%
	业绩记录	20%
	投资策略	15%

中证鹏元将经营状况的每个子因素得分组合在一起，计算加权平均得分，然后通过表 3 将得分和经营状况等级进行映射。经营状况等级分为“优秀”、“非常强”、“强”、“中等”、“弱”、“相当弱”和“极其弱”。

表 3 经营状况评分与等级转换表

加权平均得分	经营状况等级
(6, 7]	优秀
(5, 6]	非常强
(4, 5]	强
(3, 4]	中等
(2, 3]	弱
(1.5, 2]	相当弱
[1, 1.5]	极其弱

1. 投资组合规模

中证鹏元认为，投资组合规模对于投资控股公司实现风险分散和降低投资组合估值波动至关重要，投资组合越大，投资控股公司在履行债务时的灵活性就越大。对于投资控股公司的投资组合，包括但不限于直接股权投资、间接股权投资、母基金投资、子基金投资等，但不包括受托管理的各类政府引导基金、以交易为目的的股票投资、不动产投资等。

表 4 投资组合规模评分标准

评分	投资组合规模（亿元）
7	>200
6	(100, 200]
5	(60, 100]

4	(20, 60]
3	(10, 20]
2	(5, 10]
1	≤5

2. 资产质量

中证鹏元对投资控股公司资产质量的评估主要集中在分析投资组合中被投资资产的信用质量。尽管被投资公司的信用质量可能与投资控股公司违约的可能性没有直接联系，但被投资公司信用质量的大幅恶化会增加被投资公司的违约和破产风险，导致投资控股公司失去其股权投资价值。因此，了解相关被投资公司的信用质量稳健性是对投资控股公司进行信用分析的关键因素。

中证鹏元认为，被投资公司的信用质量与其所处发展阶段具有明显正相关关系，例如，一个处于 IPO 阶段的公司的违约及破产风险通常低于处于种子期的公司。因此，我们通过被投资公司所处阶段来间接判断投资组合的资产质量。

表 5 资产质量评分标准

评分	标准
7	投资组合中的标的多为 Pre-IPO、IPO 或上市公司，除拥有稳定的业务表现外，也能够得到其他社会资本方的支持，投资退出较为通畅
5	投资组合中的标的多处于成长期（VC）或成熟期（PE），有一定的业务规模及市场地位，能够为投资退出提供一定保障
3	投资组合中的标的多处于成长期（VC），业务方向及盈利模式尚未完全明确，能否成功退出并取得投资收益存在较大不确定性
1	投资组合中的标的以初创型、种子期企业为主，且存在较多破产清算情形

3. 投资组合多样性

中证鹏元从两个方面来评估投资控股公司的投资组合多样性：资产多样性、行业多样性。资产多样性是衡量投资组合中有多大比例集中于一家或几家大型被投资公司，我们认为，如果投资主要集中在少数资产上，投资组合更容易受到价值波动的影响。行业多样性是衡量投资控股公司的投资组合在不同行业的多元化程度，我们认为，投资于多个不相关行业可能会降低因特定行业低迷而带来的风险。

表 6 投资组合多样性评分标准

评分	资产多样性	行业多样性
7	没有一项资产占总投资组合价值的比例超过 5%，三项最大的资产占总投资组合价值的比例低于 10%	11 个及以上相关性较低的行业
6	没有一项资产占总投资组合价值的比例超过 10%，三项最大的资产占总投资组合价值的比例低于 20%	9 到 10 个相关性较低的行业
5	没有一项资产占总投资组合价值的比例超过 15%，三项最大的资产占总投资组合价值的比例低于 30%	7 到 8 个相关性较低的行业
4	没有一项资产占总投资组合价值的比例超过 20%，三大最大的资产占总投资组合价值的比例低于 40%	5 到 6 个相关性较低的行业
3	没有一项资产占总投资组合价值的比例超过 30%，三项最大的资产占总投资组合价值的比例低于 60%	3 到 4 个相关性较低的行业
2	一项资产占总投资组合价值的 30% 以上，三大资产占总投资组合价值的 70% 以上	2 个相关性较低的行业
1	一项资产占总投资组合价值的 40% 以上，三大资产占总投资组合价值的 80% 以上	1 个行业

4. 业绩记录

投资控股公司过去的业绩记录是信用风险分析的另一个关键部分，它将揭示投资控股公司管理团队的投资管理能力。中证鹏元从过去三年的价值创造记录来考察投资控股公司的业绩记录。我们认为，如果一家投资控股公司能够始终如一地为投资者创造超额价值，即使市场环境较差的情况下，其业绩也将表现得更好。

由于投资控股公司的投资标的以股权为主，因此中证鹏元以股票市场近三年的平均收益率（选取沪深 300 股票指数）作为衡量投资控股公司价值创造的基准，并以投资控股公司所在行业的平均投资回报率与股市平均收益率的差值作为超额价值创造单位，考核投资控股公司的价值创造能力。

表 7 业绩记录评分标准

评分	标准
7	过去三年的投资回报率超过相关股市平均收益率，并实现 2 个及以上超额价值创造单位
6	过去三年的投资回报率超过相关股市平均收益率，并实现 1-2 个超额价值创造单位
5	过去三年的投资回报率超过相关股市平均收益率，并实现 0.5-1 个超额价值创造单位
4	过去三年的投资回报率超过相关股市平均收益率，并实现 0-0.5 个超额价值创造单位

3	过去三年的投资回报率低于相关股市平均收益率，-1至0个超额价值创造单位
2	过去三年的投资回报率低于相关股市平均收益率，-2至-1个超额价值创造单位
1	过去三年的投资回报率低于相关股市平均收益率，-2个及以下超额价值创造单位

5. 投资策略

投资控股公司经营状况的最后一个评估因素是投资策略，主要体现为投资控股公司的管理纪律和执行能力。我们对投资控股公司的投资策略进行定性评估，以了解其业务概况的长期可持续性。如果投资控股公司的投资决策谨慎，风险承受能力低，我们认为该投资控股公司有更高的机会在长期内取得成功。此外，如果投资控股公司在投资过程中没有犯任何操作错误，我们认为其执行能力非常好。

表 8 投资策略评分标准

评分	管理纪律	执行能力
7	有非常明确的投资管理流程、标准和战略，管理层严格遵循该流程、标准和战略；董事会和高层管理人员的风险容忍度非常低，建立了积极的风险管理机制并得到了强有力的执行	优秀的执行能力，没有任何操作错误
6	有一些明确的投资管理流程、标准和战略，管理层基本遵循该流程、标准和战略；董事会和高层管理人员的风险容忍度较低，建立了积极的风险管理机制并得到执行	良好的执行能力，没有重大操作错误
5	有一些明确的投资管理流程、标准和战略，管理层基本遵循该流程、标准和战略；董事会和高层管理人员的风险容忍度一般，建立了风险管理机制并得到执行	良好的执行能力，有限的重大操作错误
4	投资管理流程、标准和战略，以及管理层纪律是适当的；董事会和高层管理人员对风险投资有一定的偏好，积极的风险管理机制不明确	平均的执行能力，有限的重大操作错误
3	投资管理流程、标准和战略很不明确，管理层遵循这些流程、标准和战略的纪律也不尽一致；董事会和高层管理人员对风险投资有一定的偏好，有限的风险管理机制	执行能力略差，近年来有一些明显的操作错误
2	投资管理流程、标准和战略很不明确，管理层也基本不遵循已制定的流程、标准和战略；董事会和高层管理人员在进行投资决策时风险偏好非常高，有限的风险管理机制	执行能力较差，近年来有一些明显的重大操作错误
1	没有投资管理流程、标准和战略，管理层也无意遵循任何投资流程、标准和战略；董事会和高级管理层在进行投资决策时是投机性的，没有考虑风险管理机制	执行能力非常差，近年来发生了较多重大的操作错误

五、财务状况评估

财务状况的评估主要集中在量化指标上，这些指标旨在揭示投资控股公司的财务杠杆

状况及财务风险的相对大小。中证鹏元通过分析投资控股公司的财务杠杆、盈利状况及流动性，对投资控股公司的财务状况进行评估。

中证鹏元主要考察 3 个核心杠杆状况指标，分别为净债务/投资组合规模、EBITDA¹利息保障倍数、总债务/总资本；以及 2 个核心盈利状况指标，分别为投资回报率、盈利趋势和波动。

通常情况下，这些指标采用 3 年加权平均进行计算评估，T-3 年、T-2 年、T-1 年（T 代表本年度）权重分别为 15%、25%、60%；在仅有两年历史数据的情况下，T-2 年、T-1 年权重分别为 40%和 60%。中证鹏元通常会对部分财务指标或会计科目进行财务调整，以使其更具可比性。

（一）财务状况的评估思路

中证鹏元并不是简单地通过加权平均的方法将杠杆状况、盈利状况和流动性结合起来，而是将杠杆状况作为财务分析的起点，盈利状况作为补充评估要素，通过构建二维矩阵（表 10）得出初步财务状况评分，最后再考虑流动性的影响。因为中证鹏元认为，投资控股公司的违约风险与它的财务杠杆状况而不是盈利状况直接相关；然而，更强的盈利能力通常会帮助高杠杆企业减缓杠杆率的上升，相反，较弱的盈利能力可能会导致低杠杆率企业增加其财务杠杆以应对现金流的减少及满足投资支出的需要；此外，投资控股公司的盈利状况对其偿债能力的影响也不完全是单调的线性关系。

中证鹏元采用级别微调的方法，根据投资控股公司盈利状况调整杠杆水平，将投资控股公司的杠杆状况调整到初步财务状况。如果盈利状况被评估为“VS（很强）”，初步财务状况通常会高于杠杆状况 1-2 个等级；反之亦然，如果盈利状况评估是“弱”或“很弱”，通常会考虑降低杠杆状况等级，从而实现对初步财务状况的评估。

表 9 各评估指标及权重

子要素	指标	权重
杠杆状况	净债务/投资组合规模	35%
	EBITDA利息保障倍数	35%
	总债务/总资本	30%
盈利状况	投资回报率	-
	趋势和波动	-

¹ EBITDA 的计算采用正推法。

表 10 初步财务状况的确定

杠杆状况	盈利状况				
	VS (非常强)	S (强)	M (中等)	W (弱)	VW (非常弱)
(9) 最小	9	9	8	6	4
(8) 极其小	9	8	8	6	4
(7) 非常小	8	8	7	5	4
(6) 较小	8	7	6	5	3
(5) 中等	7	6	5	4	3
(4) 较大	6	5	4	3	2
(3) 非常大	5	5	4	3	2
(2) 极其大	4	4	3	2	1
(1) 最大	4	3	2	1	1

(二) 杠杆状况的评估

中证鹏元对杠杆状况分析时赋予净债务/投资组合规模、EBITDA 利息保障倍数、总债务/总资本的权重分别为 35%、35%、30%。财务状况各指标具体评分标准见表 11，中证鹏元将上述三个指标的得分通过加权平均的方法计算得出杠杆状况得分，然后通过表 12 得到杠杆状况对应的等级。

杠杆状况评估采用 9 分制，9 分表示最低的财务杠杆水平，而 1 分则表示最高的财务杠杆水平。

表 11 杠杆状况指标评分标准

评分	净债务/投资组合规模		EBITDA利息保障倍数		总债务/总资本 (%)	
	下限	上限	下限	上限	下限	上限
9	--	0.2	8	--	0	23
8	0.2	0.4	6	8	23	30
7	0.4	0.6	5	6	30	37
6	0.6	0.8	4	5	37	43
5	0.8	1.0	3	4	43	50
4	1.0	1.5	2	3	50	57
3	1.5	2.0	1	2	57	63

2	2.0	2.5	0.5	1	63	70
1	2.5	--	--	0.5	70	--

表 12 杠杆状况得分与等级转换表

加权平均得分	杠杆状况等级
(8, 9]	最小
(7, 8]	极其小
(6, 7]	非常小
(5, 6]	较小
(4, 5]	中等
(3, 4]	较大
(2, 3]	非常大
(1.5, 2]	极其大
[1, 1.5]	最大

（三）盈利状况的评估

投资回报率是决定投资控股公司相对于其同行表现的关键指标之一。总的来说，在很长一段时期内持续的高回报意味着有更强的能力为公司的利益相关者创造财富和价值。中证鹏元一直认为，回报率更高、可持续发展的投资控股公司优于其他机构。中证鹏元采用投资回报率作为主要衡量指标，来评估投资控股公司产生回报的总体能力。中证鹏元通过投资组合收益和投资组合规模两个指标计算投资回报率，其中投资组合收益形式较为多样，包括自有投资收益、基金组合分成和基金管理费。此外，中证鹏元还考虑了投资控股公司盈利能力的长期趋势和波动性。盈利状况的评估结果将由投资回报率、盈利趋势和波动性构建二维矩阵获得，如表 13 所示，评价结果分为“非常强（VS）”、“强（S）”、“中（M）”、“弱（W）”、“极其弱（VW）”。

表 13 盈利状况的确定

趋势和波动性	投资回报率				
	5	4	3	2	1
5	VS	VS	S	S	M
4	VS	S	S	M	W

3	S	M	M	W	W
2	M	M	W	W	VW
1	M	W	W	VW	VW

中证鹏元将投资控股公司的投资回报率与它的同行在一个 5 分制的系统中进行比较，如表 14 所示，得分越高表示投资回报率表现越好。中证鹏元使用投资回报率变异系数来衡量投资控股公司的盈利趋势和波动性，并采用 5 分制系统进行评估，如表 15 所示，得分越高表示投资控股公司盈利趋势和波动性表现越好。

表 14 投资回报率指标评分标准

评分	标准
5	过去三年的投资回报率平均值超过行业投资回报率平均值及 1 个标准差
4	过去三年的投资回报率平均值超过行业投资回报率平均值及 0-1 个标准差
3	过去三年的投资回报率平均值落后于行业投资回报率平均值及 0-1 个标准差
2	过去三年的投资回报率平均值落后于行业投资回报率平均值及 1-2 个标准差
1	过去三年的投资回报率平均值落后于行业投资回报率平均值及 2 个标准差

表 15 盈利趋势和波动性指标评分标准

评分	投资回报率变异系数
5	0.2 及以下
4	(0.2, 0.3]
3	(0.3, 0.4]
2	(0.4, 0.5]
1	0.5 以上

(四) 流动性的评估

除上述事项外，中证鹏元还特别关注投资控股公司的流动性状况，因为一家投资控股公司是否面临迫在眉睫的违约风险往往取决于其流动性状况。对于财务杠杆较高的投资控股公司来说，如果其流动性保持充裕，其违约风险可能不会很高；而对于流动性较为紧张的投资控股公司来说，即使其财务杠杆相对较低，其也将面临较大的违约风险。因此，在评估任何一家投资控股公司信用风险时，流动性都是一个至关重要的评估因素。

中证鹏元采用现金短期债务比和投资组合的流动性两个指标作为评估的起点，并结合投资控股公司获取流动性资源的能力进行综合评估，决定是否调整指示性信用评级以及调整的数量。

我们首先采用 7 分制系统对现金短期债务比进行评估，“7”分为最高分，表明流动性比率表现最好，“1”为最低分，表明流动性比率表现最差，评分标准见表 16。

表 16 现金短期债务比评分标准

评分	现金短期债务比 (X)	
	下限	上限
7	1.8	--
6	1.5	1.8
5	1.2	1.5
4	0.9	1.2
3	0.6	0.9
2	0.3	0.6
1	0	0.3

确定现金短期债务比评分后，我们再根据投资组合的流动性对其进行调整，进而确定投资控股公司的内部流动性状况。投资组合的流动性受到在投资组合中公开上市和持有的流动资产百分比以及这些资产流动性的影响。在评估这些资产的流动性时，我们会考虑上市交易所、交易证券的浮动金额、投资控股公司在资产中的所有权比例以及相关的法律限制等因素。中证鹏元认为，如果投资控股公司持有其大多数被投资公司的少数股权，而这些公司大多在已建立的交易所上市，交易流动性良好，且不受资产处置的法律限制，那么投资组合的流动性将很强。中证鹏元将投资组合的流动性分为“强”、“一般”和“弱”，内部流动性状况的确定标准见表 17。

表 17 内部流动性状况的确定

投资组合的流动性	现金短期债务比评分						
	7	6	5	4	3	2	1
强	7	7	6	5	4	4	3
一般	7	6	5	4	3	2	1
弱	6	5	4	3	2	1	1

确定投资控股公司内部流动性状况后，我们再根据投资控股公司获取外部流动性资源的能力对其进行调整，进而确定这家投资控股公司最终的流动性状况。获取外部流动性资源的能力分为“非常强”、“较强”、“一般”、“较弱”和“非常弱”，流动性状况的确定标准见 18。

如果企业的流动性状况评分 5 分以上，意味着其流动性表现很好，在这种情况下，即使企业的财务杠杆很高，充裕的流动性也将保障其债务的安全性，因此，将可能上调财务状况评分；相反，流动性状况评分在 3 分及以下，意味着其流动性风险较大，将会下调或限制财务状况评分。

表 18 流动性状况的确定

流动性比率评分	获取流动性资源的能力				
	非常强	较强	一般	较弱	非常弱
7	7	7	6	4	3
6	7	6	6	4	3
5	7	6	5	3	2
4	7	5	4	3	2
3	6	5	4	2	1
2	6	4	3	2	1
1	6	4	3	1	1

六、调整因素

1. ESG 因素

ESG 即环境、社会责任、公司治理（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance）的缩写，是影响企业可持续发展能力的重要因素，企业若在 ESG 方面表现负面，可能会对生产经营和财务表现产生重大影响，进而加大企业的信用风险。中证鹏元制定了《ESG 因素对信用评级影响的评估方法》，重点关注各 ESG 因素的负面影响，如企业触发相关风险因素，则表明可能会对评级产生影响，并且在大多数情况下，触发的风险因素越多，其对评级产生影响的可能性越大。但需说明的是，即使个别或部分风险因素被评为负面，并不代表一定会调整评级，因为有可能该因素的负面影响已经体现在其他评级指标上了，或者其影响会被其他评级因素所抵消。此外，ESG 因素对信用评级的影响也可能

会随着时间的推移而变化。

2. 重大特殊事项

得出指示性信用评分之前所采用的评价要素是所有投资控股公司的共同评级因素，但有一些特有的评级因素并不适用于所有投资控股公司，因而未包含在上述评价体系内，但这些因素对某些投资控股公司的信用品质或偿债能力会产生重大影响。中证鹏元将这些特有的评级因素作为调整因素，对指示性信用评分进行调整，根据该因素对投资控股公司偿债能力影响的程度，直接下调或上调 1 个甚至多个级别。纳入考察范围的重大特殊事项包括：

表 19 纳入考察的重大特殊事项

可能下调级别的重大特殊事项
1、审计意见为非标准无保留意见，或经过现场调研，发现企业财务信息存在重大作假嫌疑；
2、企业存在信贷违约或欠息（非第三方原因）等不良信用记录，或存在担保违约记录；
3、企业存在较大的失去重要子公司的风险；
4、企业实施的战略投资额大，且实施战略的已投资较多，战略实施失败的可能性很大，预计将给公司带来巨大负面影响；
5、企业对外担保占净资产的比重在 80%及以上，且没有反担保措施，担保代偿风险较大。
可能上调级别的重大特殊事项
1、存在未在财务报表中体现的重大资产注入或资产重组事项，且预计将较大程度改善企业的财务杠杆或盈利状况；
2、存在未在财务报表中体现的股票上市（或重要子公司、参股公司上市）、定向增发、配股等事项，且预计将较大程度改善企业的财务杠杆状况。

3. 补充调整

补充调整是中证鹏元在决定投资控股公司个体信用状况考虑的最后一个因素，目的是修正模型评级。

首先，在运用评分表进行打分时，中证鹏元将每一项指标的打分落在一个区间范围内，这可能导致最终结果不是绝对的精确，因为每一项打分都可能落在区间范围的上、下或中的部分。如果对于某一投资控股公司，其核心评价指标接近区间上限或主要评价指标大多处于区间范围的上部分，将允许上调 1 个级别；同理，如果核心评价指标接近区间下限或主要评价指标大多处于区间范围的下部分，将允许下调 1 个级别。

其次，如果有足够理由认为投资控股公司财务状况未来将发生重大变化，而历史财务数据不能较好反映这些变化，中证鹏元将对投资控股公司未来一年的财务数据进行预测，并以预测数据重新评估投资控股公司财务状况，进而调整指示性信用评分。

此外，中证鹏元还可能会考虑除 ESG 因素、重大特殊事项以外的评级模型中未涉及的因素，这些因素通常是未体现在现有评级基础数据中的重大有利或不利事件，可能对投资控股公司偿债能力产生积极或负面的影响，这些因素的影响程度需要分析师和评审委员会的专业判断。

七、个体信用状况

指示性信用评分和个体信用状况评估都不是评级，它们只是投资控股公司信用评级的组成部分。在评分符号上，指示性信用评分和个体信用状况都以“aaa”到“c”的符号序列表示，这与信用等级“AAA”与“C”的符号序列相对应。我们使用小写字母表示，以表明它们仅作为评级的组成部分，而不是评级。

个体信用状况是在没有考虑来自外部各方的特殊支持的情况下，中证鹏元对投资控股公司自身信用状况的看法，需注意的，个体信用状况已考虑来自外部各方的系统性和经常性支持。

八、外部特殊支持

外部特殊支持是指企业面临债务困难时，其可能受到的来自于债务人和债权人之外的第三方提供的临时性、特定性的支持。中证鹏元认为，在投资控股公司发生流动性危机的情况下，其可能获得来自于控股股东/实际控制人、相关政府的特殊支持。外部特殊支持是一种前瞻性的预判，其可能随着支持方提供支持意愿和能力的变化而发生改变。外部特殊支持的方式有多种，比如资金救助、任何推动与债权人的谈判或帮助城投公司争取临时性融资的行动等。

我们通过评估支持方（政府/股东）提供支持的意愿和能力来分析潜在的特殊支持。具体的评估方法和标准参见《外部特殊支持评价方法和模型》。

外部特殊支持可以在个体信用状况的基础上提升一个甚至多个等级，进而得到投资控股公司的主体信用评级。

九、债券评级

债券评级是在投资控股公司主体信用评级的基础上，结合增信措施及条款的设置，对其偿还安全性进行的综合分析。

增信分析是确定债券级别的关键环节，有效的增信措施可以在受评主体信用等级的基础上提升债券的级别。典型的增信方式包括第三方保证担保、资产抵/质押担保、分层等。

债券的条款设置也会影响其本息偿还，中证鹏元重点关注本息偿还计划以及影响债务偿还的相关条款，如回售条款、清偿顺序条款等。

此外，中证鹏元对于短期债务的评级，以受评主体长期信用为基础，并特别关注对受评主体短期流动性的分析。

十、本评级方法和模型的局限性

1. 本评级方法和模型的分析基础是投资控股公司的历史经营、财务风险状况与外部环境信息，虽然它们可以为投资控股公司偿债能力的判断提供有价值的线索，但并不等同于未来的实际状况。投资控股公司的发展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，因此本评级方法和模型对投资控股公司信用风险的评估结果不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

2. 本评级方法和模型对指标的选取存在人为因素，可能无法全面、准确反映信用风险，中证鹏元将定期或不定期审查本评级方法和模型，适时修订。

附录 定量指标计算公式

指标名称	计算公式
投资组合规模	可供出售金融资产+长期股权投资+其他股权投资类科目-政府引导基金-交易类股票投资-不动产类投资-非投资类长期股权投资
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-现金类资产
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
投资回报率	(投资收益+营业收入中的股权收益、基金分成及管理费) / 投资组合规模
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
变异系数	近三年投资组合回报率标准差/近三年投资组合回报率均值

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

版权及声明

本文件的版权归中证鹏元资信评估股份有限公司所有。

未经中证鹏元资信评估股份有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。中证鹏元资信评估股份有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司主要通过公司网站：www.cspengyuan.com 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。