

股权投资机构 信用评级方法和模型

(PJFM-GQTZ-2025-V1.0)



安融信用评级有限公司
ANRONG CREDIT RATING CO.,LTD.



目录

一、概述	1
二、适用范围	1
三、基本假设	1
1. 偿债环境稳定性假设	1
2. 经营稳定性假设	1
3. 数据真实假设	2
4. 偿债意愿无差异假设	2
四、信用风险特征	2
1. 投资管理风险	2
2. 市场风险	2
3. 政策风险	2
4. 操作风险	3
5. 流动性风险和融资风险	3
6. 专业投资团队流失风险	3
7. 业务停顿风险	4
8. 商业性外汇风险	4
五、评级方法和模型架构	4
1. 评级基准	5
2. 自身调整因素	11
3. BCA 等级	13
4. 外部支持	13
5. 最终信用等级	14
六、本方法模型局限性	14
附录:	15
版权及声明	16

一、概述

安融信用评级有限公司（以下简称“安融评级”）为落实《中国人民银行 国家发展改革委 财政部 银保监会 证监会 关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》及其它评级行业监管和自律指引的有关规定，提高评级方法模型和评级结果一致性、准确性和稳定性，依据安融评级评级业务相关管理制度规定，制定了《股权投资机构信用评级方法和模型（PJFM-GQTZ-2025-V1.0）》（以下简称“本方法模型”）。

本方法模型采用 BCA 等级结合外部支持以得到最终信用等级的评级思路对受评主体进行信用风险评价。具体而言，在充分考虑股权投资机构的宏观和区域实力和行业风险的基础上，构建“区域实力和行业风险”维度；在充分考虑企业实力和经营风险、偿债能力、企业财务风险和企业盈利能力的基础上，构建“经营和财务风险”维度，通过“区域实力和行业风险”及“经营和财务风险”二维矩阵映射得到评级基准；再结合自身调整因素得出受评主体 BCA 等级；最后考量外部支持得到受评主体信用等级（模型结果等级）。经测试，本方法模型的制定未对尚处于安融评级信用等级有效期的受评主体评级结果产生重大影响。

在级别符号上，BCA 级别以“aaa”到“c”的符号序列表示，除“aaa”及“ccc”（含）以下等级外，每一个信用等级均可用“+”“-”符号进行微调，表示信用级别略高或略低于本级别；最终信用级别符号以“AAA”到“C”的符号序列相对应，除“AAA”及“CCC”（含）以下等级外，每一个信用等级均可用“+”“-”符号进行微调，表示信用级别略高或略低于本级别。

本方法模型自 2025 年 10 月 13 日起生效。

二、适用范围

本方法模型适用的股权投资机构是指从事私募股权投资、创业投资且在中国证券投资基金业协会等主管部门完成备案登记的股权投资机构；或经安融评级认定可归类于股权投资机构的其它情形。

安融评级界定受评主体为股权投资机构的标准为符合以下条件中任何一条：

- （1）受评主体经营范围主要是私募股权投资、创业投资业务的；
- （2）受评主体收入或利润主要（占比超过 50%）来源于私募股权投资、创业投资业务的；
- （3）若不满足前两条，但综合考察经营模式、资产结构、收入和利润结构后，判定其明显符合私募股权投资、创业投资经营特征的，亦认定为股权投资机构。

三、基本假设

1. 偿债环境稳定性假设

安融评级假设宏观经济环境、行业竞争环境、监管环境及法律环境和金融市场环境不会发生意外变化，不会出现诸如自然灾害、战争等不可抗拒的因素。

2. 经营稳定性假设

安融评级假设受评主体处于稳定持续经营状态，其经营数据和财务数据具有连贯性，历史数据可作为预测未来经营的基础；即在可以预见的将来，不会出现基于宏观经济环境、行业竞争环境、

监管环境及法律环境和金融市场环境等导致受评主体持续经营能力产生重大变化，不存在突发性的经营变化以及未经事前披露的重大突发性变化，这些变化包括但不限于突发性的受评主体性质变更、并购重组、债务重组、重大资产变更、重大监管处罚、违约、破产重整以及其他重大负面事件等。

3. 数据真实假设

安融评级假设公开权威渠道获取的数据和受评主体提供的数据（包括但不限于受评主体编制的财务数据、评级对象委托第三方中介机构出具的数据、其他监管认定的专业机构为评级对象出具的数据）均真实、合法、完整、有效，不存在恶意粉饰或伪造，不存在重大误导性陈述。

4. 偿债意愿无差异假设

安融评级假设受评主体对其同类债务的清偿意愿相同，对同类债务未设定清偿顺序安排。

四、信用风险特征

安融评级认为股权投资机构的信用风险主要有以下几个方面：

1. 投资管理风险

股权投资机构的投资管理能力贯穿资产配置、投资决策、执行与监控等全流程中，对投资收益和安全性产生直接影响。因此，投资管理能力是股权投资机构的核心竞争力。投资管理能力风险是指股权投资机构的管理层在决策、战略实施或运营中的能力不足或行为不当对投资造成的风险。一般而言，管理层的稳定性、诚信度、决策能力以及对公司发展的远见，均会对投资收益和安全性、以及企业的长期发展产生直接影响，也会对其信用风险状况产生一定影响。如投资管理中风险分散与对冲是降低单一项目波动对整体投资组合影响的关键策略。多样化的投资组合通过将资本分布于不同行业、地区及资产类型，可以有效分散风险源，减弱因个别项目波动或特定行业不利变化带来的负面影响。不同的投资标的在各自领域具有独立作用，通过合理配置，差异化的资产可以互相补充，实现收益的平衡与稳定。同时，运用对冲工具如期权和期货等金融衍生品进一步强化了风险管理能力。在市场环境突变或面临短期波动时，对冲工具通过锁定部分收益或限制潜在损失，增强了投资组合的抗风险能力，避免整体收益受到严重冲击。

2. 市场风险

股权投资机构的市场风险是指由于外部市场环境的不确定性变化而导致投资价格波动或预期收益无法实现的风险。这类风险源于宏观经济、行业周期、政策法规、市场竞争和技术变革等系统性因素，通常难以通过分散投资完全规避。在股权投资管理中，市场的经济周期、行业变动、利率波动以及资本市场供需变化都会直接影响投资标的的估值和市场表现。市场风险的波动性高，难以完全消除，需要投资管理者通过多样化投资和对冲策略来降低其对投资组合的负面影响。

3. 政策风险

股权投资作为金融投资的重要组成部分，其风险与收益特征与金融行业高度契合，在资金融通、企业扶持、产业升级及风险分散等方面发挥着核心作用，其跨行业特性与金融属性共同塑造了其在经济体系中的关键地位。为防范区域性风险、系统性风险，股权投资行业已形成法律、行政法规、部门规章、规范性文件及自律规则相结合的完整监管体系，通过多层次制度设计实现风险源头管控

与市场规范运作。监管政策涉及股权投资机构的基金设立、备案、募集、投资、信息披露、管理和退出等。

政策风险是指由于政府政策调整对投资企业或行业产生的影响。包括财政政策、税收政策、货币政策、信贷政策、产业支持政策和行业监管政策等的变化，均可能对股权投资机构募资环境、投资和融资活动产生不利影响，进而影响其盈利能力。如产业政策的调整可能影响特定行业的支持力度，从而影响相关企业的业绩表现。

4.操作风险

股权投资机构在运作过程中面临的操作风险贯穿于募资、投资、投后管理及退出等全流程，涉及内部管理、流程执行、人员操作及外部合作等多个层面。常见的操作风险包括资金来源合法性审查不严、投资者适当性管理缺失、募资文件条款漏洞、尽职调查不充分、估值模型错误、投资决策流程违规、监控机制失效、关键条款执行不到位、利益冲突未隔离、退出时机误判、交易结构设计缺陷、信息披露违规、财务数据处理错误、系统失效或数据泄露和人为失误等。由于操作风险通常是内部控制不足或操作流程不完善所致。因此，股权投资机构需要建立健全的内控体系和风险管理流程，提升风险识别和应对能力，以减少操作风险的发生概率和影响范围。

5.流动性风险和融资风险

股权投资机构的流动性风险和融资风险是指股权投资机构在资金运作过程中因资产非标准化特性与资金供需周期错配所引发的双重脆弱性，流动性风险体现为机构持有的未上市企业股权、长期项目投资等非流动性资产难以在短期内以合理价格变现，导致在面临债务偿还、项目追加投资或投资者赎回等资金需求时，可能因资产处置受阻而被迫接受折价交易、延迟支付甚至资金链断裂，进而损害机构信誉与持续经营能力；融资风险则表现为机构在募集新资金或续作到期债务时，受宏观经济周期波动、资本市场情绪变化、监管政策收紧或自身历史投资业绩波动等因素影响，导致投资者信心下降、资金供给收缩或融资成本攀升，使得机构无法按计划筹集足额资金以支持投资活动、覆盖运营成本或偿还到期债务，最终可能因资金缺口扩大而被迫压缩投资规模、变卖优质资产或陷入违约困境，两者相互交织可能形成“流动性紧张—融资受阻—资产抛售—流动性进一步恶化”的恶性循环，对机构的财务稳健性、市场竞争力乃至行业生态构成系统性威胁。股权投资机构存在因融资渠道组合不合理（如过度依赖短期债务或单一渠道）而导致偿债压力过度集中或资金链断裂的风险；因融资渠道受外部因素（如政策、市场、信用环境）影响很大而出现资金供给中断或融资规模大幅缩减的风险；以及因融资渠道的成本（如利率、手续费、股息等）上升很大而导致企业财务负担显著加重的风险。

6.专业投资团队流失风险

股权投资机构的核心竞争力是专业投资团队，其最宝贵的资源是优质的专业投资团队在募资、投资、管理和退出全流程中形成优异的投资业绩。

专业投资团队是项目筛选与决策的核心。如资深投资经理负责项目获取与条款谈判，具备行业洞察力与资源网络，在抢夺优质标的上具有很大优势。投资主管主导项目判断与执行，通过尽职调

查、财务模型搭建及行业对比，把控项目质量。投行分析师执行尽调、数据整理等工作，需具备财务分析、金融数据分析能力。一个高效且具有丰富投资经验的团队，可以依靠过往投资、融资经验提升决策效率，降低试错成本。随着市场竞争的日趋激烈，专业投资团队稳定性下降和流失将影响股权投资机构信用风险状况。

7. 业务停顿风险

股权投资机构业务停顿风险是指股权投资机构在经营过程中，由于各种原因导致业务停顿，从而给企业带来损失的可能性。业务停顿可能是由于内部管理问题、外部环境变化和突发事件等原因导致。股权投资机构业务停顿可能带来的风险有客户流失风险、声誉风险、法律风险、资金风险和人力资源风险等。

8. 商业性外汇风险

股权投资机构的商业性外汇风险是指在国际业务中，由于汇率波动导致其持有的货币资产或负债价值变化的风险。这种风险不仅影响股权投资机构的经营成果和财务状况，还可能对股权投资机构的战略规划和市场竞争力产生影响。

五、评级方法和模型架构

“区域实力和行业风险”反映了股权投资机构在经营环境、经营状况和发展空间及存在的风险，“经营和财务风险”反映了股权投资机构对于自身职能、投资管理、资产和融资环境的运用能力及存在的风险。

安融评级股权投资机构评级方法和模型构建路径如下：

第一步：构建评价指标体系，确定评价指标的名称、含义、赋值和权重等。

第二步：确定“区域实力和行业风险”及“经营和财务风险”对应的档位。

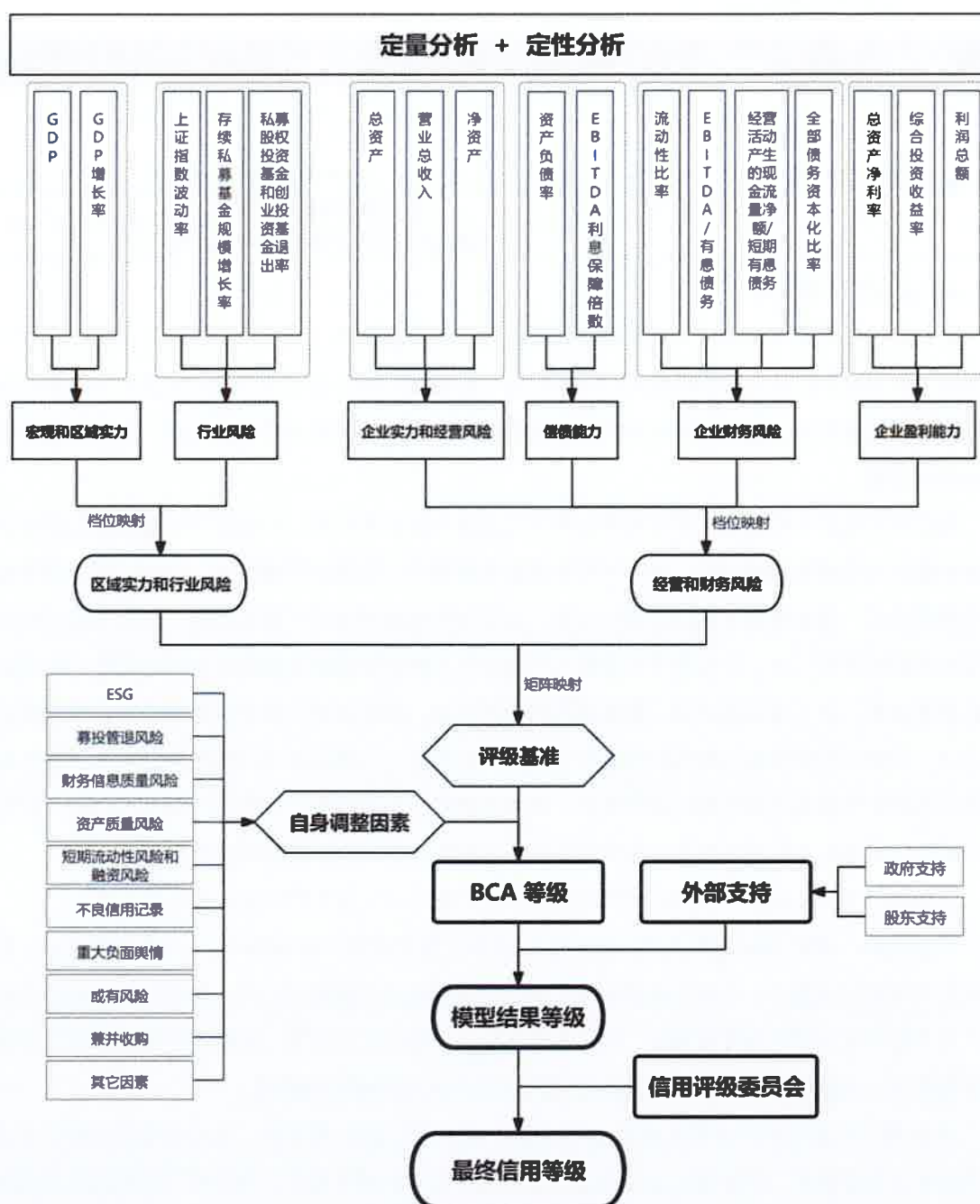
第三步：结合上述两个维度的档位，根据二维矩阵确定受评主体评级基准。

第四步：结合自身调整因素得出受评主体 BCA 等级。

第五步：综合考虑外部支持，得到受评主体信用等级（模型结果等级）。

考虑到目前国内外评级行业普遍实行“三等九级制”，“三等”即 A、B、C，“九级”即 AAA、AA、A；BBB、BB、B；CCC、CC、C，同时考虑到 CCC、CC、C 对应的违约概率差异不大，其差异主要体现在违约损失率方面，而违约损失率并非安融评级所评估和预测的重点，所以安融评级在设定评价指标及维度档位时，将 CCC、CC、C 合并为同一档，除外部支持的评价指标及维度均设定为三档外，其它评价指标及维度均设定为七档。

档位含义：档位从最低档（第 1 档）到最高档（第 7 档，若只分三档，则为第 3 档），档位越高，则对受评主体的偿债能力和偿债意愿的评估和预测越具正面影响。



1. 评级基准

安融评级在“区域实力和行业风险”方面，主要从宏观和区域实力、行业风险两个因素进行分析；在“经营和财务风险”方面，主要从企业实力和经营风险、偿债能力、企业财务风险与企业盈利能力四个因素进行分析；共设定十七个指标，赋予每个指标相应权重，每个指标分设为七档，通过档次映射，最后运用评级基准二维矩阵映射表确定受评主体评级基准。

（1）区域实力和行业风险

一级指标	二级指标	三级指标
区域实力和行业风险	宏观和区域实力	GDP
		GDP 增长率
	行业风险	上证指数波动率
		存续私募基金规模增长率
		私募股权投资基金和创业投资基金退出率

A、宏观和区域实力

宏观经济良好的发展态势有利于股权投资机构平稳健康发展，积极的财政政策和宽松的货币政策等将为股权投资机构发展营造良好的政策环境。如宏观经济平稳增长对股权投资机构从募资环境优化、项目质量提升、退出渠道畅通到风险抵御能力增强，均能形成系统性支撑，进而促进股权投资机构的发展。

股权投资机构与其业务主要开展地区的经济发展状况紧密相关。区域经济环境的发达程度会直接影响到股权投资机构的投资、融资环境和资源获取能力。区域经济越发达，股权投资机构可能更容易获得政府、金融机构和风险投资的支持，从而有更多的资金用于市场拓展。股权投资机构的发展离不开高素质的人才。区域经济环境对人才的吸引力和集聚程度会直接影响到股权投资机构的人才获取和培养。在人才资源丰富、创新氛围浓厚的区域，股权投资机构更容易吸引到优秀的投资管理人才，从而提升股权投资机构的投资管理能力和竞争力。区域经济环境的产业链和供应链完善程度会直接影响到股权投资机构的运营效率。而地方政府对于股权投资机构的产业支持政策、税收政策、信贷政策和行业监管政策等方面的措施会直接影响到股权投资机构的投资业绩。

安融评级主要从 GDP 和 GDP 增长率两个维度考察受评主体运营环境的宏观和区域实力。

一般而言，GDP 指标是指受评主体注册地/业务主要开展地区的 GDP 值，该指标值越高，表明区域经济发展状况越好，当地经济强劲增长推动企业营收与利润稳定上升，为股权投资提供优质标的，实体经济及金融市场发展越好，股权投资机构运营情况往往较好，股权投资机构信用风险越低。通常情况下，安融评级对 GDP 越高地区的股权投资机构给予更高的档位。

GDP 增长率是指受评主体注册地/业务主要开展地区的 GDP 增长率，是股权投资机构资本增长潜力的重要考虑因素。GDP 增长通常伴随企业收入扩张与利润率提升，为股权投资机构提供更多优质标的；GDP 增长可能伴随产业结构升级，新兴产业占比提升，股权投资机构可聚焦高附加值产业，获取超额回报。因此，股权投资机构的资本增量和盈利能力与其经营区域的经济增长密切相关。GDP 增长率越高，股权投资机构资本增长潜力更足。因此，安融评级对于 GDP 增长率较高地区的股权投资机构给予更高的档位。

B、行业风险

股权投资机构行业风险可以从宏观经济环境、进入壁垒、竞争格局、金融环境、监管环境、股权投资机构相关政策法规变化和风险管理等方面，以及行业整体规模及变化趋势进行分析。在本方法模型里，安融评级主要从上证指数波动率、存续私募基金规模增长率及私募股权投资基金和创业

投资基金退出率考察受评主体行业风险。

上证指数波动率是指上证指数在一段时间内价格波动的剧烈程度，通常用收益率的标准差来衡量，反映了该指数收益率的不确定性和金融市场的风险水平。波动率越大，表明上证指数价格的波动越剧烈，资产收益率的不确定性越强，金融市场风险水平越高；反之，波动率越小，则表明市场相对稳定，风险水平较低。上证指数作为 A 股市场的核心风向标，其波动率直接反映市场情绪的变化。当波动率上升时，指数大幅涨跌会加剧投资者恐慌或乐观情绪，这种情绪通过市场传导机制迅速扩散至股权投资行业。上证指数波动率通过影响市场风险偏好，间接调控股权投资行业的资金流向。高波动率环境下，投资者倾向于避险，资金可能从高风险的股权投资领域流向债券、货币基金等低风险资产，导致股权投资机构面临“募资难、投资难”的双重困境。因此，一般情况下，安融评级对越低的上证指数波动率给予更高的档位。

存续私募基金规模增长率是指在某一特定时间段内，存续私募基金的管理规模相较于基期（如期初或上一统计周期）的增长幅度，它反映了私募基金管理规模随时间变化的扩张速度。股权投资行业作为私募基金的核心组成部分，其规模增长与整体行业趋势高度一致。存续私募基金规模的扩张意味着更多资本流入股权投资领域，为行业提供了更充足的“弹药”，支持其覆盖更广泛的投资标的，延长了投资周期，使得股权投资机构能够更从容地布局长期项目，如科技创新、产业升级等需要长期投入的领域，同时提升股权投资市场的效率。存续私募基金规模的增长促进了股权投资行业的结构优化，使资金向头部股权投资机构聚集，吸引更多优质项目和人才，推动行业多元化发展，如产业投资基金、基础设施投资基金等新型业态。因此，一般情况下，安融评级对越高的存续私募基金规模增长率给予更高的档位。

私募股权投资基金和创业投资基金退出率是指私募股权投资基金和创业投资基金退出本金之和占私募股权投资基金规模和创业投资基金规模之和的百分比。该指标是衡量股权投资机构投资效率和回报实现能力的核心数据，直接反映了股权投资机构管理团队的项目筛选和投后管理能力，同时受市场环境对退出渠道支撑力度的影响。高退出率意味着股权投资机构能更有效地将投资转化为实际回报，为投资者创造价值。退出率受市场环境、政策支持力度等因素影响，在资本市场活跃、IPO 渠道畅通时，退出率可能较高；而在市场低迷、退出渠道受阻时，退出率可能下降。长期来看，在股权投资基金存续期内，只有累计退出本金 $\geq$ 累计投入本金，行业才能形成“资金募集→投资→退出→再募集”的良性循环。退出率的高低直接影响股权投资基金的可持续性和投资者信心，高退出率可增强股权投资基金再投资能力，吸引后续募集；低退出率则可能导致资金链紧张，损害投资者信任。因此，一般情况下，安融评级对越高的私募股权投资基金和创业投资基金退出率给予更高的档位。

安融评级“区域实力和行业风险”具体档位映射标准如下：

指标	7	6	5	4	3	2	1
GDP（亿元）	≥ 6000	[3000,6000)	[1000,3000)	[300,1000)	[100,300)	[50,100)	<50

指标	7	6	5	4	3	2	1
GDP 增长率 (%)	≥7	[5,7)	[3,5)	[1,3)	[0,1)	[-1,0)	<-1
上证指数波动率 (%)	<12	[12,14)	[14,18)	[18,25)	[25,30)	[30,35)	≥35
存续私募基金规模增长率 (%)	≥20	[16,20)	[10,16)	[6,10)	[2,6)	[0,2)	<0
私募股权投资基金和创业投资基金退出率 (%)	≥7	[5,7)	[3,5)	[2,3)	[1,2)	[0,1)	<0

(2) 经营和财务风险

一级指标	二级指标	三级指标
经营和财务风险	企业实力和经营风险	总资产
		营业总收入
		净资产
	偿债能力	资产负债率
		EBITDA 利息保障倍数
		流动性比率
	企业财务风险	EBITDA/有息债务
		经营活动产生的现金流量净额(CFO)/短期有息债务
		全部债务资本化比率
		总资产净利率
	企业盈利能力	综合投资收益率
		利润总额

A、企业实力和经营风险

股权投资机构企业实力和经营风险可以从业务范围、投资标的、规模效益、风险控制和区域优势等方面进行分析。在本方法模型里，安融评级衡量股权投资机构企业实力和经营风险的主要指标为总资产、营业总收入和净资产。

总资产是衡量股权投资机构规模和财务健康状况的核心指标，能够直观反映企业的整体实力、市场地位及长期发展潜力。一般而言，总资产规模较大的股权投资机构企业通常在行业中占据主导地位，拥有更强的资源调配能力和抗风险能力。总资产庞大的企业可能具备优秀的专业投资管理团队、优异的投资标的、更强的资源调配能力、富有远见的投资策略、超高的风险管理水平、更高的品牌知名度和市场认可度，竞争力越强，信用风险越低。因此，安融评级对总资产越高的股权投资机构给予更高的档位。

营业总收入是衡量股权投资机构经营规模、市场渗透能力及商业价值实现程度的核心指标，既体现企业通过产品、服务或技术商业化所获得的经济回报总和，也是评估其持续经营能力、行业地位及投资管理能力的基础维度。从经营规模看，营业总收入的体量与增长趋势直接反映企业的市场拓展成效，营业总收入规模越大，说明企业的产品或服务覆盖范围越广，在行业中的影响力越强。因此，安融评级对营业总收入指标越高的股权投资机构给予更高的档位。

净资产是股权投资机构资本实力和财务稳健程度的关键指标。一般而言，较大规模的净资产通

常意味着股权投资机构具有广泛的业务覆盖范围，能够更好地实现规模经济，同时在资产负债管理以及经营的稳定性方面展现出更显著的竞争优势。因此，安融评级对净资产规模越大的股权投资机构给予更高的档位。

B、偿债能力

偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力。股权投资机构偿债能力可以从资产负债率、有息债务规模与期限结构、现金流量及稳定性、财务杠杆水平、获现能力和资产质量等方面进行分析。在本方法模型里，安融评级衡量股权投资机构偿债能力的主要指标为资产负债率和 EBITDA 利息保障倍数。

资产负债率又称举债经营比率，用以衡量企业利用债权人提供资金进行经营活动的能力。一般而言，资产负债率指标值越低，股权投资机构为维持其日常经营活动而承担的对外部融资依赖水平越低，财务负担越轻，信用风险越低。因此，安融评级对资产负债率越低的股权投资机构给予更高的档位。

EBITDA 利息保障倍数是剔除了非经营性业务损益后的利润对所需支出利息费用的偿还能力，是反映企业偿债能力的关键指标。一般而言，EBITDA 利息保障倍数指标值越高，财务弹性越好，偿债能力越强，信用风险越低。因此，安融评级对 EBITDA 利息保障倍数越大的股权投资机构给予更高的档位。

C、企业财务风险

股权投资机构财务风险可以从企业的杠杆水平、业务周转效率、净利润率以及经营性净现金流、EBITDA、全部债务资本化比率和货币资金对公司有息债务的覆盖程度等方面进行分析。在本方法模型里，安融评级衡量股权投资机构财务风险的主要指标为流动性比率、EBITDA/有息债务、经营活动产生的现金流量净额(CFO)/短期有息债务和全部债务资本化比率。

流动性比率指的是股权投资机构流动性较好的资产对重要负债的覆盖能力。同等条件下，股权投资机构流动性比率越高，公司流动性越好，偿付债务的能力越强。因此，安融评级对于流动性比率越高的股权投资机构给予更高的档位。

EBITDA/有息债务是息税、折旧及摊销前利润对有息债务的覆盖程度，是衡量企业偿债能力的重要指标。一般而言，EBITDA/有息债务指标值越高，股权投资机构在财务杠杆水平相同的情况下，其利润对债务的保障能力越强，信用风险越低。因此，安融评级对 EBITDA/有息债务越高的股权投资机构给予更高的档位。

经营活动产生的现金流量净额/短期有息债务反映的是经营性净现金流对短期有息债务的覆盖能力。一般而言，经营活动产生的现金流量净额/短期有息债务指标值越高，表明股权投资机构的经营活动产生的净现金流对短期有息债务保障能力越强，短期刚性兑付压力越小。因此，安融评级对经营活动产生的现金流量净额/短期有息债务越高的股权投资机构给予更高的档位。

全部债务资本化比率是扣除应付款等无息债务部分后企业对应的杠杆比率，反映企业刚性债务水平。同等条件下，全部债务资本化比率越低，股权投资机构债务负担越低，财务风险越低。因此，

安融评级对于全部债务资本化比率越低的股权投资机构给予更高的档位。

D、企业盈利能力

股权投资机构盈利能力可以从企业的营业收入、运营成本、利润水平、营业利润率和投资回报率等方面进行分析。安融评级衡量股权投资机构盈利能力的主要指标为总资产净利率、综合投资收益率和利润总额。

总资产净利率是衡量企业运用全部资产所获得利润的水平。一般而言，总资产净利率指标值越高，股权投资机构投入产出水平越高，资产运营效益越好，成本期间费用控制能力和风控能力越强，信用风险越低。因此，安融评级对总资产净利率越大的股权投资机构给予更高的档位。

综合投资收益率是指股权投资机构在投资活动中获得的投资收益和公允价值变动收益之和与长期股权投资的比值，综合投资收益率综合考量了投资收益和公允价值变动收益，能够全面反映股权投资机构在一定时期内通过投资活动获取收益的能力。较高的综合投资收益率意味着机构在投资决策、项目管理和价值创造等方面表现良好，能够为投资者带来丰厚的回报。同等条件下，综合投资收益率越高，股权投资机构的业务成长性越强，定价能力和风险管理能力越强。因此，安融评级对综合投资收益率越高的股权投资机构给予更高的档位。

利润总额是企业一定时期内通过生产经营活动所实现的财务成果，是衡量企业经营业绩的一项十分重要的经济指标。长期利润水平是股权投资机构偿债能力的决定性因素。利润总额越大，股权投资机构的经营业绩越好，盈利能力越强，在偿债时为股权投资机构提供的保障程度越高，信用风险越低。因此，安融评级对利润总额越大的股权投资机构给予更高的档位。

安融评级“经营和财务风险”具体档位映射标准如下：

指标	7	6	5	4	3	2	1
总资产（亿元）	≥1000	[200,1000)	[40,200)	[15,40)	[3,15)	[2,3)	<2
营业总收入（亿元）	≥50	[10,50)	[3,10)	[0.3,3)	[0.05,0.3)	[0,0.05)	<0
净资产（亿元）	≥500	[100,500)	[30,100)	[5,30)	[2.5,5)	[1,2.5)	<1
资产负债率（%）	<8	[8,20)	[20,45)	[45,60)	[60,70)	[70,80)	≥80
EBITDA 利息保障（倍）	≥1000	[20,1000)	[3,20)	[1.5,3)	[-20,1.5)	[-30,-20)	<-30
流动性比率（%）	≥30	[12,30)	[2,12)	[-5,2)	[-10,-5)	[-15,-10)	<-15
EBITDA/有息债务（倍）	≥7	[1,7)	[0.1,1)	[0.01,0.1)	[-0.5,0.01)	[-2,-0.5)	<-2
经营活动产生的现金流量净额（CFO）/短期有息债务（%）	≥200	[50,200)	[25,50)	[-10,25)	[-200,-10)	[-500,-200)	<-500
全部债务资本化比率（%）	[0,0.1)	[0.1,2)	[2,20)	[20,40)	[40,55)	[55,60)	≥60 或<0
总资产净利率（%）	≥5	[4,5)	[2,4)	[-2.5,2)	[-7.5,-2.5)	[-15,-7.5)	<-15
综合投资收益率（%）	≥30	[10,30)	[3.5,10)	[0.05,3.5)	[0,0.05)	[-50,0)	<-50
利润总额（亿元）	≥50	[10,50)	[2,10)	[0,2)	[-1,0)	[-5,-1)	<-5

（3）评级基准等级映射

根据前述宏观和区域实力及行业风险的指标赋值和权重可以得到“区域实力和行业风险”的映射档位；根据前述企业实力和经营风险、偿债能力、企业财务风险与企业盈利能力的指标赋值和权重可以得到“经营和财务风险”的映射档位。

结合上述两个维度的映射档位，通过评级基准二维矩阵，安融评级可得到股权投资机构的二维矩阵评级基准等级映射。

评级基准等级映射如下：

评级基准等级		区域实力和行业风险						
		7	6	5	4	3	2	1
经营和财务风险	7	aaa	aaa/aa+	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+
	6	aaa/aa+	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+	bbb/bbb-
	5	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a/a-	bbb+/bbb	bbb-/bb+
	4	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a/a-	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb
	3	aa-/a+	a+/a	a/a-	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+
	2	a/a-	a-/bbb+	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+	b/b-
	1	a-/bbb+	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+	b/b-	ccc 以下

2. 自身调整因素

自身调整是在股权投资机构共性特征评价基础上，针对所评股权投资机构的个性特征要素进行的补充分析。经过个体特征调整后的评价结果才是能够完整反映股权投资机构自身信用水平的基础信用等级。值得注意的是，只有影响股权投资机构信用风险，且仅发生在个别股权投资机构中的因素才会在调整项中进行考量。安融评级使用“ESG”“募投管退风险”“财务信息质量风险”“资产质量风险”“短期流动性风险和融资风险”“不良信用记录”“重大负面舆情”“或有风险”“兼并收购”和“其它因素”自身调整因素进行调整。由于影响信用风险的因素众多且随着经济、行业发展处于动态变化之中，本方法模型中所列调整项可能无法覆盖全部调整要素，有待评级工作实践中的持续积累、总结和优化。

(1) ESG

ESG 即环境、社会责任、公司治理（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance）的缩写，是影响受评主体可持续经营发展潜力的重要因素。受评主体若在 ESG 方面表现差，可能会影响生产经营和财务表现的稳定性，进而加重受评主体的信用风险。安融评级重点关注各 ESG 因素的负面影响，如受评主体存在相关风险因素，则可能会对其信用等级进行调整。

(2) 募投管退风险

如受评主体存在募资风险；或项目投资风险；或投资管理风险；或投资退出风险；或商业性外汇风险；或业务停顿风险等，将可能下调其信用等级。

(3) 财务信息质量风险

财务信息是评价受评主体财务风险的基础，在进行财务风险评价时，应重点关注财务报告审计结论是否为非“无保留意见”；是否存在报表合并口径未能体现出的重大财务风险；财务数据是否失真。如为负面，将可能下调其信用等级。

(4) 资产质量风险

如受评主体存在对单一对象应收类款项规模较大；或受限资产规模较大，且出现了法律纠纷；或出现资产变动风险；或出现免除他人债务风险，将可能下调其信用等级。

(5) 短期流动性风险和融资风险

如受评主体存在足以影响其中长期信用状况的短期流动性风险；或融资渠道组合不合理（如过度依赖短期债务或单一渠道）；或融资渠道受外部因素（如政策、市场、信用环境）影响很大；或融资渠道的成本（如利率、手续费、股息等）上升很大，将可能下调其信用等级。

(6) 不良信用记录

如受评主体存在债务逾期等不良信用记录，或存在其它失信记录，将可能下调其信用等级。

(7) 重大负面舆情

如受评主体存在重大负面舆情，且影响尚未消除，将可能下调其信用等级。

(8) 或有风险

如受评主体存在诉讼风险或担保（连带责任保证）代偿风险很大，将可能下调其信用等级。

(9) 兼并收购

如受评主体正在进行重大兼并收购，投资金额规模较大，将可能适当下调其信用等级。

(10) 其它因素

其它因素是指上述因素之外的其它可能影响股权投资机构偿债能力和偿债意愿的因素。安融评级将视具体情况予以适当调整其信用等级。

具体自身调整因子如下：

一级因子	二级因子
ESG	E
	S
	G
募投管退风险	募资风险
	项目投资风险
	投资管理风险
	投资退出风险
	内控和风险管理水平
	商业性外汇风险
	业务停顿风险
财务信息质量风险	财务信息质量
资产质量风险	应收款项
	资产受限情况
	资产变动风险
	免除他人债务风险
短期流动性风险和融资风险	短期信用风险和融资风险
不良信用记录	债务逾期
	其它失信记录
重大负面舆情	重大舆情风险
或有风险	诉讼风险

一级因子	二级因子
	担保（连带责任保证）代偿风险
兼并收购	兼并收购风险
其它因素	其它因素

3. BCA 等级

安融评级在评级基准的基础上，结合自身调整因素得出受评主体 BCA 等级。

4. 外部支持

外部支持调整因子如下：

一级因子	二级因子
政府支持	政府支持意愿
	政府支持历史记录（能力）
股东支持	股东支持意愿
	股东支持实力

假如受评主体在面临流动性危机难以履行债务承诺时仍然能获得稳定的外部支持，将有助于稳定相关方的预期从而降低受评主体发生实际流动性危机的可能性，同时外部支持方在受评主体发生经营或流动性危机时做出的具体救助措施将有助于提升到期债务的偿付可能性或降低违约损失率。

股权投资机构获得的外部支持通常来源于政府及股东。安融评级主要从政府支持和股东支持两个方面综合考量股权投资机构获得的外部支持情况。

（1）政府支持

安融评级在考量政府对股权投资机构支持时主要考量政府支持意愿和政府支持历史记录（能力）两个维度，在综合评估这两个维度的基础上，得出受评主体所获政府支持程度。在政府支持意愿方面，安融评级主要从下列角度进行考量：一是政府及其出资代表（穿透）持有受评主体股份比例；二是政府对受评主体的业务支持；三是政府对受评主体的控制力。

政府支持历史记录（能力）主要考量受到政府支持（一般性支持或特殊支持）的力度大小。

政府支持映射如下：

政府支持		政府支持意愿		
		3	2	1
政府支持历史记录（能力）	3	3/2	2/1	1/0
	2	2/1	1/0	0
	1	1/0	0	0

（2）股东支持

股东对股权投资机构支持考量股东支持意愿和股东支持实力两个维度，在综合评估这两个维度的基础之上，得出受评主体所获股东支持程度。

在股东支持意愿方面，安融评级主要从下列角度进行考量：股东持有受评主体股份比例；受评主体在股东业务布局中的地位；在区域内的层级和地位或受评主体在资产、收入和利润方面对股东的贡献；与股东的连带担保法律关系；受评主体违约对股东的影响。

股东支持实力则主要考量股东目前支持实力和股东支持历史记录。

股东支持映射如下：

股东支持		股东支持意愿		
		3	2	1
股东支持实力	3	3/2	2/1	1/0
	2	2/1	1/0	0
	1	1/0	0	0

5. 最终信用等级

安融评级在受评主体 BCA 等级基础上，综合考虑外部支持，得到受评主体信用等级（模型结果等级）。

通过本方法模型得出的信用等级为受评主体的参考信用等级，仅作为分析师推荐信用等级以及信用评级委员会评定信用等级的参考，最终信用等级由信用评级委员会评定，最终信用等级与模型结果等级可能存在差异。

六、本方法模型局限性

1. 安融评级对此类公司的各类评级要素判断，是基于其历史运营情况为基础的，但相关要素及其未来发展对偿债能力的影响可能受外部环境变化而有所不同，因此，本方法模型对此类公司的信用风险评估不能保证准确预测此类公司的未来实际违约风险。

2. 本方法模型仅列举了对此类公司评级时需重点考察的评级要素，并未覆盖评价此类公司信用风险时需考虑的全部要素。

3. 本方法模型对指标的选取存在人为因素，评级模型中的要素权重代表了对评级要素人为评估的相对重要性，评级模型中包含关键性的定性评估因素，这些因素可能导致本评级方法模型无法全面、准确反映信用风险；同时，信用评级委员会各评审委员在作出自身的判定结论时可能考虑超出评级方法模型范围的更多因素，因此最终信用等级的评定始终带有主观影响的成分。安融评级将定期或不定期审查本方法模型并适时修订。

附录:

指标计算公式

1. $EBIT = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
2. $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销} (\text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销})$
3. $\text{短期有息债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{其他流动负债} (\text{付息项}) + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他应付款} (\text{付息项}) + \text{流动负债其他项} (\text{付息项})$
4. $\text{长期有息债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款} (\text{付息项}) + \text{租赁负债} + \text{其他非流动负债} (\text{付息项}) + \text{非流动负债其他项} (\text{付息项})$
5. $\text{有息债务} = \text{短期有息债务} + \text{长期有息债务}$
6. $\text{总资产净利率} = \text{净利润} \times 2 / (\text{当年末总资产} + \text{上年末总资产}) \times 100\%$
7. $\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. $EBITDA \text{ 利息保障倍数} (\text{倍}) = EBITDA / \text{利息支出} (\text{利息支出} = \text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
9. $\text{流动性比率} = ((\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{买入返售金融资产} + \text{可供出售金融资产}) - (\text{卖出回购金融资产款} + \text{短期借款} + \text{应付债券})) / \text{总资产} \times 100\%$
10. $\text{全部债务资本化比率} = \text{有息债务} / (\text{有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
11. $\text{综合投资收益率} = (\text{投资收益} + \text{公允价值变动收益}) / \text{长期股权投资} \times 100\%$ (其中投资收益、公允价值变动收益和长期股权投资数据取自母公司报表)

版权及声明

本文件的版权归安融信用评级有限公司所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经安融信用评级有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、修改、传播和转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。

安融信用评级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。

安融信用评级有限公司主要通过公司网站：www.arrating.cn 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、更新和废止权利。



地址：北京市西城区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 9 层

电话：010-53655619

网址：<https://www.arrating.cn>

邮编：100052