

公共政策營收支持企業評等準則

主評等準則

範圍

本報告列出惠譽評等對公共政策政府相關企業（公共政策 GRE）和美國以外的非營利企業授予新評等和監測現有評等的準則，該等企業提供或支援基本的公共或社會服務和活動，其債務計劃由企業自身的收入和資源償付。

該準則與《政府相關企業評等準則》結合使用，以授予發行人違約評等（IDR）和單個債務工具的評等（發行評等）。

該評等準則下的發行人違約評等和發行評等均為國際評等準則。上述評等不包含違約情況下的回收率預期。除本文所述的少數情況外，發行評等根據企業的發行人違約評等設定。

對於需要本地評等的本地市場發行人 and 債務工具，惠譽將結合《本地評等準則》以及此主要評等準則。

關鍵評等驅動因素

惠譽在其分析中評估了下面列舉的關鍵評等驅動因素（KRD），但沒有在評等結論中明確每個 KRD 的權重。

風險狀況：定性因素可評估某一企業抗風險的能力，特別是其穩定或調整收入、削減或收回費用以及獲得備用流動性的能力。企業的風險狀況通過三個關鍵風險因素（KRF）之間的相互作用來確定：收入風險、支出風險、負債和流動性風險。風險狀況評估會根據每個企業的具體情況和企業的運營環境考慮每個 KRF 的相對重要性。

財務狀況：定量因素可評估一個實體在相關情景假設期內預計遭遇壓力時所能保持的財務靈活性水準。財務狀況評估為企業在特定情景分析下的槓桿率和流動性情況，惠譽考慮了“整個週期”。

獨立信用狀況：獨立信用狀況（SCP）反映了在假設沒有相關政府特殊支援的前提下企業的信用度。根據風險概況和財務概況評估得出獨立信用狀況類別。然後，基於同業分析確定獨立信用狀況子級。在極少數情況下，非對稱的風險考慮因素和其他因素可能會影響獨立信用狀況。

政府評等通常為上限：公共政策政府相關企業評等通常以相應提供支援的政府的評等為上限，以體現後者的高度控制和潛在干預。在少數情況下，當政府相關企業（GRE）從相關政府獲得高度的財務自主權，而政府對政府相關企業的現金或資產的獲取能力有限時，政府相關企業的評等可能高於支援政府的發行人違約評等。

本報告包含中文摘譯與英文全文，譯文若與英文有出入，請以英文為準。

This report contains a full report in English and a summary in Chinese. The Chinese version is for reference only and must not be relied on. The English version shall prevail in all circumstances.

目錄

範圍	1
關鍵評等驅動因素	1
框架	2
風險狀況	3
財務狀況	11
獨立信用狀況	15
受上限限制的評等	18
較低投機級	18
不良債務交換	19
其他考慮事項	19
附錄 A：戰略性投資控股公司	21
附錄 B：短期評等	23
附錄 C：關鍵定義	24

本報告更新並全面取代成文日期為 2023 年 9 月 15 日的《徵求意見稿：公共政策營收支持企業評等準則》。

相關評等準則

《政府相關企業評等準則》（2024 年 1 月）
《PPP 交易評等準則中的公共部門交易對手義務》（2022 年 4 月）
《國際本地和地區政府評等準則》（2021 年 9 月）
《本地評等準則》（2020 年 12 月）

分析師

Vladimir Redkin – 歐洲、中東與非洲
+44 20 3530 1514
vladimir.redkin@fitchratings.com

Gerardo Carrillo – 拉美
+52 55 5955 1610
gerardo.carrillo@fitchratings.com

郭銘琛 – 亞太
+852 2263 9961
samuel.kwok@fitchratings.com

Douglas Offerman – 北美除美國外
+1 212 908 0889
douglas.offerman@fitchratings.com

Nicolas Painvin
+33 1 44 29 91 28
nicolas.painvin@fitchratings.com

伍嘉偉
+1 212 908 0217
kevin.wu@fitchratings.com

框架

分析方法

該準則提供了一個框架，指引我們的獨立信用狀況和最終對公共政策政府相關企業的發行人違約評等評估。獨立信用狀況代表假設出現財務困難時相關政府不提供額外支持的情況下該企業的信用狀況。如果存在這種特殊支援，惠譽將應用《政府相關企業評等準則》來評估這種支援，並將其體現在最終的發行人違約評等中。

該評等準則報告確定了惠譽在評估特定政府相關企業的風險狀況、財務狀況和最終獨立信用狀況時考慮的風險因素和財務指標。具體財務指標載於附錄 C：關鍵定義，但是在相關的情況下，可以使用額外的指標。

該等評等準則中並非所有風險因素和評等驅動因素都適用於每個評等或評等行為。每個具體的評等行動評論或評等報告，都將討論與單個評等行動相關性最高的因素。

運營整合

惠譽考慮了運營資產、現金流和債務的範圍，其構成了獨立信用狀況評估的基礎。通常，公共政策型並表政府相關企業作為一個經濟一體化的集團運營，提供必要的公共服務，集團合併範圍內的某一部分所產生的現金可供集團的其他部分使用。在這種情況下，惠譽使用合併財務報表進行獨立信用狀況評估。

在某些情況下，股權結構、融資安排和監管限制等因素，可能會讓合併後的狀況不能提供用於對受評政府相關企業（通常為集團本級層面）的信用質量進行合適的評估，因此需要“重新劃分邊界”，在大多數情況下，需要某種形式的拆分。相關示例包括屬於一個集團並表現出高度財務獨立性的金融機構或銀行，或者是歐非中東的綜合鐵路公司，基礎設施管理者和運營者之間的交叉融資受到監管限制。

此外，如果公共政策政府相關企業在運營和融資整合有限的運營子公司中擁有控股權，惠譽將使用單獨的財務報表進行獨立信用狀況評估。這類公共政策政府相關企業的一個例子是政府所有的戰略性投資控股公司（見附錄 A：戰略性投資控股公司）。

評等推導步驟摘要

步驟1：風險概況和KRF分析（定性分析）

發行人的整體風險狀況能夠衡量企業現金流的潛在波動性，是評等分析的起點。企業的風險狀況來自三個 KRF 評估的組合，其共同代表該企業基於本評等準則中風險狀況指引表的風險狀況。

每個 KRF（收入風險、支出風險以及負債和流動性風險）都根據各自的指引表進行評估，該指引表結合了已識別的風險組成部分，並支援評估的一致性。

運營環境評分（OE 評分）是一個錨點，除非有調整，否則風險狀況通常與 OE 評分一致。請參見運營環境預示 KRF 一節獲取詳細資訊。

步驟2：財務狀況和情景（定量分析）

惠譽創建了一個特定於發行人的「整個週期」評等研究情景，該情景使用歷史表現或預計宏觀經濟數據以及與每個 KRF 屬性一致的定性輸入所提供的壓力，預測財務指標以評估企業的財務狀況。評等研究情景中包含的壓力，指示在一個經濟週期中，相對於歷史收入和支出的波動而言，預計獨立信用狀況評估將在何種情況下保持穩定。

步驟3：建議的分析結果

建議的分析結果表示企業的獨立信用狀況的特定級別，該級別根據定位表從企業的風險狀況（步驟1）和財務狀況（步驟2）的合併分析中得出。

步驟4：獨立信用狀況定位

然後通過同業分析實現獨立信用狀況子級定位和企業獨立信用狀況一致性的驗證，同業分析考慮了風險狀況評估的屬性和企業財務指標的相對位置。

評等推導步驟

1 風險狀況評估

KRF 的組合提供了一個綜合風險狀況，用於衡量企業現金流的潛在波動性。經營環境評分是風險狀況中的一個錨點。

2 財務狀況評估

在企業風險狀況方面，通過惠譽制定的特定發行人情景評估抗壓能力。

3 建議的分析結果

根據獨立信用狀況定位表，將風險狀況與財務狀況評估結合到建議的分析結果中。

4 同業定位和其他事項

根據適當的同行分析、額外支援因素、非對稱風險因素和交易對手上限（如適用），將建議的分析結果細化為特定等級的定位。



獨立信用狀況

5 政府影響

如有，相關政府提供特殊支援的因素在適當情況下將政府/主權評等作為上限。



發行人違約評等

資料來源：惠譽評等

此種分析亦將考慮除風險狀況及財務狀況屬性外的若干風險因素是否可能影響最終的獨立信用狀況結果。該等額外因素可能包括交易對手風險，即企業的獨立信用狀況可能受到最弱交易對手評等的限制，或非對稱風險因素，只有低於準則的特徵會被計入最終獨立信用狀況水準。

步驟 5：評等推導：考慮特別支援和上限因素

除非上述未捕獲的其他因素驅動評等，否則企業的長期發行人違約評等等同於企業的獨立信用狀況。在某些情況下，公共政策政府相關企業受益於相關政府的特別或例外支援，這將有助於避免違約。此類特別支援的可能性使用《政府相關企業評等準則》進行評估，而不在該等準則下的獨立信用狀況評估中考慮。企業的獨立信用狀況和特別支援（如預計有）相結合形成企業的發行人違約評等，這可能高於企業的獨立信用狀況。

此外，企業的發行人違約評等受支援政府或主權評等上限以及國家上限（如適用）的限制。

發行人違約評等及發行評等

該主要準則下的評等通常是發行人違約評等，反映了發行人的所有財務義務，無論它們是否具有顯著的證券特徵。高級無擔保工具的國際評等通常與相關的發行人違約評等持平。這些發行人違約評等和發行評等不包括對公共融資企業回收率預期的任何評估，只有當財務檔和法律框架中依據能得出一個部分的違約不會導致其他部分的付款違約的結論時，才會區分該部分證券的違約風險。

在授予工具評等時，惠譽將考慮發行人的整體負債結構，以形成對發行人違約風險的看法，然後考慮可能降低與特定工具相關的違約風險的任何證券特徵。該等特徵如能有效防止受評工具的違約，工具評等將高於發行人違約評等。

對於具有特定特徵的高級無擔保工具和非高級無擔保工具，惠譽可能會針對債務結構的不同級別（例如，結構性從屬或獲得專用現金流）對工具進行評等，並使用相關準則，如《企業混合型債券處理方法和評等調整準則》或《非銀行金融機構評等準則》來確定最終工具評等。

風險狀況

關鍵風險因素概覽

惠譽考慮三個風險支柱或 KRF（收入、支出、負債和流動性），並根據每個風險源（即子 KRF）的組成部分的相互作用對該等 KRF 進行評估。子 KRF 屬性評估沒有預設的權重；然而，每個子 KRF 的相對重要性是在企業或特定行業的基礎上考慮的，最終的 KRF 評估是由企業/行業最相關的風險組成部分驅動的。當一個子 KRF 被評估為明顯弱於其他子 KRF 時，這個最弱的元素往往在分析中具有更大的權重。當其中一個子 KRF 不適用於企業或行業時，整體 KRF 評估僅由相關風險組成部分所驅動。

這將創建一組六個風險組成部分（子 KRF），分為三個風險支柱（KRF）：

KRF 1 - 收入風險

KRF1.a - 需求特徵（波動性、集中度、增長前景：收入收縮風險）

KRF1.b - 定價特徵（通過增加收入覆蓋成本的能力）

KRF 2 - 支出風險

KRF2.a - 運營和供應成本（成本和可用資源的波動性：支出增加的風險）

KRF2.b - 投資規劃（能力限制和執行風險）

KRF 3 - 負債及流動性風險

KRF3.a - 債務特徵（償債突然增加的風險）

KRF3.b - 流動性特徵（使用流動性或獲得新融資的能力）

KRF 屬性根據以下相應的指引表進行評估，並評估為“較強”/“中等”/“較弱”三個等級，反映了對所評估風險的相對脆弱性的判斷。

公共政策政府相關企業

肩負政策使命的政府相關企業主要提供必要公共服務，或者為其政府（國家或地方政府）肩負社會或政治發展職責。政府通常直接或間接擁有該類企業的多數股權，並對企業嚴格控制或監管。該企業通常與政府之間存在法律和/或財務關聯。如果受到監管，則監管規定不會阻礙政府在需要時向該企業提供直接或間接財務支援。

運營環境預示 KRF

適用於各項信用的體制規則對各項關鍵風險因素的分析有著重要影響。該等規則和情況被稱為運營環境，反映了受評發行人運營所在更廣泛的特定國家背景、體制框架以及特定行業因素。這可能包括經濟環境和金融市場發展、破產制度、全國範圍的借貸會計和報告政策以及控制和監測。這使得兩個公共政策和業務狀況相似但機構和經濟穩定水準以及金融市場發展水平明顯不同的企業之間可以有所區別。

因此，運營環境是受分析企業的所處背景，對其風險驅動因素有重大影響。它由三個不同層面組成：

1. 外生因素（所有資產類別的所有企業所共有的，如在某一特定國家運營的公共企業、銀行、商業公司等）
2. 內生因素（與特定資產類別有關，如公共政策企業）
3. 特定行業的因素（如社會住房、醫療保健、公共交通等）

第1層充當風險狀況的錨點（參見[風險概況指引表](#)）。它是以惠譽銀行集團公佈的評分（隱含運營環境評分）的形式提供的。

第2層和第3層嵌入在KRFs的分析中。

隱含運營環境評分由兩個核心指標決定，這兩個指標對利害攸關的因素具有最大的解釋力，即人均GDP和使用惠譽解決方案運營風險指數的排名。我們認為，該等指標與公共政策企業在特定管轄區以可接受的風險水準提供服務的能力密切相關。如果一個管轄區沒有被授予「運營風險指數」評分，惠譽將根據報告的人均GDP及惠譽認為在該市場運營業務的風險來確定隱含的運營環境評分。

在少數情況下，如果有具體的政策措施或機構支援公共政策企業的運作，風險狀況的評估可能高於隱含的運營環境評分所表明的風險狀況。

主權評等影響

通常，風險狀況評估受主權風險的影響，KRF屬性應反映該風險。主權發行人違約評等並不直接驅動或限制屬性，但特定政府相關企業面臨的相應宏觀經濟條件或交易對手風險敞口將導致“AAA”或“AA”評等國家的大多數政府相關企業很有可能獲得“較強”的屬性評估，而“A”和“BBB”評等國家的政府相關企業的KRF評估將偏向“中等”屬性評估。在評等為“BB”及以下類別的國家，政府相關企業的此項KRF屬性通常評估為‘較弱’。

氣候風險

惠譽尋求在其公共政策政府相關企業評等中反映相關的環境、社會和治理（ESG）因素，惠譽認為其重要性與其他信用度相關的重要因素一樣。儘管惠譽沒有將氣候風險作為單獨的KRF，但會考慮任何評等驅動因素或風險因素的評分是否也應受到氣候變化風險的影響。惠譽的分析將重點關注行業中對長期氣候風險敞口最大的企業。

收入風險

惠譽評估一個企業在運營環境面臨挑戰的情況下維持其收入狀況穩定的相對能力。惠譽將評估影響收入波動的需求和定價特徵，以及企業應對需求波動的可用工具。

一個企業的總收入通常由產品可得性、價格和數量共同驅動。如果企業不能充分提供產品或服務，或者在價格能夠滿足該企業運營費用和償還債務的情況下，對產品或服務的需求不存在，則會產生風險。收入來源因行業而異。一個企業可能有與使用或產出不直接相關的收入，如對與其業務範圍無關的活動或投資收入和資本提取評估的專項稅或政府補貼（贈款），該等收入將補充營業收入，降低價格和需求風險。惠譽的分析還考慮了與該等其他收入來源相關的風險，該等風險可能會影響企業的財務狀況。

惠譽在考慮企業償還債務的能力時，將評估企業現金流重大來源的相對穩定性和可預測性。該分析考慮了企業的收入框架、任何績效要求對收入的影響以及對其服務需求的風險敞口，該等因素決定了整體收入狀況。當企業在較大程度上依賴稅收收入/政府補貼來補充運營業績時，該收入流的波動性將按照惠譽的《國際本地和地區政府評等準則》的方法進行考慮。

屬性指引表— 收入風險

較強	中等	較弱
需求特性		
完全訂約收入^a		
與財務實力較強的交易對手（評等為“AAA”至“AA”類別）完全簽訂契約（租賃或“照付不議”契約） ^b	與財務實力中等的交易對手（評等為“A”至“BBB”類別）簽訂完全契約（租賃或“照付不議”契約）	與財務實力較弱的交易對手（評等為“BB”及以下類別）簽訂完全契約（租賃或“照付不議”契約）
或基於需求的收入		
已證明的和預期的低波動性使用者需求;預期在經濟衰退時小幅下降或在反周期基礎上小幅下降（小於相應宏觀變數的變化）	已證明的使用者需求預計會隨著宏觀經濟的總體變化而波動，包括反周期變化（例如，總體上隨國內生產總值的變化而變化）	已證明的使用者需求預計將大幅收縮，超過宏觀環境的相應變化，包括需求的反周期變化（例如，通常降幅為國內生產總值變化的倍數）
客戶多元化，客戶並不集中或略集中於財務實力較強的訂約（租賃或“照付不議”契約）的交易對手	客戶基礎多元化，但部分客戶集中（前10名客戶占需求的適度比例）或部分集中於與中等財務實力對手方的訂約（租賃或“照付不議”契約）	客戶集中度高的客戶群（前10名客戶占需求的很大比例）
由於區域內經濟增長前景強勁，預期服務領域需求增長強勁	由於區域內經濟增長前景穩健，預期服務領域需求增長較強	由於區域內經濟增長有限或負增長，預期服務領域需求增長持平或下滑
如適用		
高品質、現金流產生能力強的投資組合，主要包括業績良好、信息透明度高的上市公司	具有充足現金流產生能力的投資組合，可不定期向上提供股息，信息透明度適中，主要被投資方須定期進行公開披露	近期現金流產生能力差，或在沒有母公司支持的情況下不足以償還債務 信息透明度低，大部分被投資方披露有限
穩定、成熟的顧客、會員、消費者或患者基礎	顧客、會員、消費者或患者基礎充足，但不成熟或不穩定	顧客、會員、消費者或患者基礎持續下降或波動
定價特徵		
法律和合同框架下的企業-價格制定者		
企業具有獨立的能力和充分的靈活性，通過增加收費/關稅/稅收來獲得足以支付所有成本的收入	法律或合同框架賦予獲得足夠的收入的能力，通過增加收費/關稅/稅收，至少收回因通貨膨脹而增加的成本，並抵消大宗商品價格波動	法律或合同框架限制了通過將收費/關稅/稅收提高到可能低於通貨膨脹價格上漲的水平來獲得足以收回成本的收入的能力，或限制了收回波動性大宗商品成本的能力
或受監管企業 - 價格接收者		
高度支援性的監管制度旨在將服務報酬維持在持續強於企業償付能力的水準	支援性監管制度旨在將服務報酬維持在持續支持企業償付能力的水準	監管制度將服務報酬維持在可能挑戰企業償付能力的水準，需要其他資源，如捐贈、贈款或特別支援才能保持平衡
收費/關稅變動不大可能對需求造成重大影響	收費/關稅的變動可能會輕微影響需求，但在一定範圍內會增加收入	收費/關稅變動可能對需求造成重大影響
企業或代表企業收取的收入顯示出與通貨膨脹率一致的增長	企業或代表企業收取的收入增長一般低於通貨膨脹率	企業或代表企業收取的收入呈持平或負增長
如適用		
市場主導地位為關鍵收入合同提供談判優勢	擁有重要競爭對手的市場地位支持關鍵收入合同的議價地位	低於平均水準或在市場環境中處於弱勢
具有高度穩定歷史且不具有政治敏感性的補貼制度，以及其他收入來源具有高度支援性（交易對手評等為“AAA”至“AA”類別）	具有穩定歷史且不具有政治敏感性的補貼制度，以及其他支援性收入來源（交易對手評等為“A”至“BBB”類別）	補貼制度經常發生變化/政治敏感或不完善;其他收入來源不具有支援性（交易對手評等為“BB”類別及以下）
收入足以支援穩健的運營業績，定期從投資基金（如“捐贈基金”）提取資金的需求水準遠低於預期的年度長期投資回報	收入足以支援令人滿意的運營業績，定期從捐贈基金提取資金的需求水準接近預期的年度長期投資回報	收入足以支援收支平衡的業績，定期從捐贈基金提取資金的需求水平超過預期的年度長期投資回報
健全、成熟的募資文化;基礎設施支持強大的年度捐贈和定期資本活動;受經濟週期性影響較小的忠誠捐助者群體	適當的募資文化;基礎設施支援可預測的年度捐贈水準，但重大舉措更具週期性;依靠特別捐贈來支援特定需求或專案	募資文化有限或沒有募資文化;基礎設施不支持可預測或有意義的捐贈

^a對於完全訂約收入的企業，通常不適用其餘需求特徵因素的評估。^b在本檔中，交易對手風險評估指的是公共或私人長期發行人違約評等或信用意見。資料來源：惠譽評等

需求特徵

作為需求風險評估的第一步，惠譽評估受評企業是否受益於完全訂約收入合同或由其他需求特徵驅動的需求風險。一些企業擁有的完全訂約收入通常來自但不限於各自的支援政府，該等政府提供現金流的條件是它們滿足可供使用或準備派遣的合同準則。由於擁有此類完全訂約收入的企業較少面臨常規需求風險，因此在評估風險狀況時，對其他風險因素的分析變得更加重要。

該等風險包括與合同條款履約有關的風險（可用性、輸送量及效率）、成本風險及與承購商有關的交易對手風險。惠譽還考慮確定收入的機制是否清晰客觀，從而減少潛在爭議。也有需要評估數量或價格風險的混合模型，如有部分合同收入和部分商業收入的能源公用事業。這需要進一步分析需求特徵，如波動性和集中度。

當根據合同或監管框架確定總收入時，惠譽將考慮維持收入所需的任何法律和監管激勵措施的相對可靠性。如果企業不顯著依賴完全訂約收入，惠譽會考慮以下特徵來評估風險：需求波動性、集中度和增長前景。需求波動反映商品和服務需求波動的風險程度，包括需求是否通過合同來穩定或需求如何因經濟環境變化而變化。通過客戶群的多樣化來評估需求集中度；如果客戶多元化，客戶並不集中或略集中於財務實力較強的完全訂約（租賃或“照付不議”契約）的交易對手，那麼更強的評估是合理的。最後，會評估相關經濟環境支援需求增長的程度。宏觀經濟背景（使得政府相關企業面臨或多或少的波動性和不確定性）通過主權評等及其“宏觀經濟”構成進行評估。

對於市場競爭可能對創造收入產生強烈影響的企業而言，一個組織相對於其競爭對手的地位是分析的主要領域。

在這種情況下，惠譽的分析會考慮有關市場份額趨勢、價格競爭力、行業聲譽、地理覆蓋範圍或足跡以及產品差異化的可用資訊。惠譽會評估企業追求更高行業地位或排名的意願；支援所服務地區的經濟發展情況；或市場份額集中度的顯著變化，同時考量組織當前獲取額外資源來支援此類計劃的能力的實際情況。

定價特徵

作為定價特徵評估的第一步，惠譽評估政府相關企業是否具有獨立為商品和服務定價的能力，或者是否是定價能力受到限制的受監管企業。

一些企業有獨立的能力和充分的靈活性來增加收費。該等企業仍可能受制於特定的法律或合同框架，這可能妨礙收取足以收回所有費用的收入。惠譽將考慮此類框架對政府相關企業在其競爭地位背景下定價能力的限制，尤其是對商品和服務下游需求的潛在影響。

基本公共服務的壟斷和半壟斷供應商通常在制定有定價和創造收入基礎的法律或合同框架下運作。該等框架通常旨在將薪酬維持在支援企業償付能力的水準。

在許多司法管轄區，高等教育、醫療保健、社會保障住房和交通等基本服務幾乎完全由非營利企業或指定的公共機構提供。當一個行業以此組織起來時，通常會伴隨著監管監督和特殊的償付能力管理制度。服務的費率、收費和補償是該制度的一部分，通常不受服務提供者的控制。

儘管此類系統中的政府相關企業實際上是價格接受者，但惠譽在評估定價特徵時會考慮收入增長和利潤穩定性的歷史和趨勢。有高度支援性的監管制度，即將服務報酬始終維持在高於非盈利組織或提供公共服務的機構的償債水準，在此制度下運行的政府相關企業，有證明具有較強屬性。在這種情況下，收費的變化不太可能對需求產生重大影響。

當此類監管框架將服務報酬維持在可能挑戰基本公共服務的非營利或公共機構提供者的償付能力的水準，需要其他資源（如捐贈、贈款或特別支援）來保持平衡時，惠譽將認為這是一個較弱的定價屬性，但會在整體評估中考慮此類其他資源的範圍和可靠性。

其他收入來源

一個企業的收入可能來自於其業務以外來源。這可能包括由企業或代表企業徵收的專用稅，以支持償債和/或運營。稅收收入的波動性將按照與需求敏感使用費收入相同的方式進行評估。

一個企業可以從所在地政府的補貼付款中受益，該等補貼付款旨在支持資本發展或運營，並保持該企業服務或產品的價格低廉。當補貼是收入的重要部分時，對補貼的可預測性進行定性評估。需要立法機構定期批准的具有政治敏感性的補貼比那些歷史上高度穩定、政治不敏感或通過多年預算承諾的補貼更容易受到預算週期變化的影響。

非盈利機構

非營利（NFP）機構通常是由私人企業建立的組織，與準則的政府相關企業相比，政府擁有權較少甚至沒有。然而，非營利機構追求重要的公共政策目標，如減貧、提供教育和醫療保健、社會扶持，這使它們屬於該等準則的範圍。

一些非營利機構，如有捐贈資金的基金會，其需求和定價風險的方式不同於該等準則通常涵蓋的其他類型的企業，後者依賴於供應商品和服務的現金流來償還債務。對於該等企業，並非所有的需求和定價特徵屬性都是相關的，因此不包括在收入風險評估中。

除了由商品和服務銷售驅動並因此直接受到需求波動影響的準則收入來源之外，非營利機構的收入還往往包括投資回報和慈善資金流入。因此，惠譽通過評估其投資組合的資產品質，包括投資組合的品質以及地理和行業多樣性方面的投資組合構成，來評估非營利機構額外的收入中斷風險。此外，對於一些基金會來說，評估互補業務線如何支援收入穩定也是相關的。

某些非營利機構可能無法僅憑贊助（准入和會員資格）產生正的運營利潤，而是依靠捐贈基金的投資收益來維持運營償付能力。在該等情況下，將評估提款對收益的相對比率，在可能減少本金資金的水準上的提款被視為“較弱”屬性，缺乏已證明和預期的募資能力，將令資金維持在與“中等”或“較強”評估一致的水準。

支出風險

支出風險包括運營和供應成本風險，以及投資規劃和資本支出融資風險。這反映了企業的可用性、生產率或產出將減少的風險，或者，運營、維護或壽命週期費用高於預計的風險。這些都可能導致預計現金流減少或降低企業的財務靈活性，如運營業績壓力，並可能損害企業償還債務的能力。惠譽考慮了與一般運營成本、重要投入供應以及資本維護相關的風險，以形成對支出風險的總體評估。惠譽將檢視該等風險，以評估事件發生的可能性及發生後的後果。

屬性指引表—支出

	較強	中等	較弱
運營成本與供應風險	完全轉嫁成本 ^a		
	將運營成本、供應及數量風險全部轉嫁至財務實力雄厚的交易對手（評等為“AAA”至“AA”類別的交易對手）	將運營成本、供應及數量風險全部轉嫁至財務實力中等的交易對手（評等為“A”至“BBB”類別的交易對手）	將運營成本、供應及數量風險全部轉嫁至財務實力較弱的交易對手（評等為“BB”及以下類別的交易對手）
	或直接面臨成本波動風險		
	明確的成本驅動因素和主要專案的低潛在波動性	具有適度潛在波動性的明確成本驅動因素	成本驅動因素不明確，或成本大幅波動
	重大資本支出（生命週期成本）或非密集資本支出的時間點具有靈活性	主要生命週期成本的時間點靈活性適中	主要生命週期成本的時間點靈活性很小
	成本隨需求變化的能力很強	具有隨需求/使用的波動而變化邊際成本的能力	運營和維護成本波動極不確定，潛在風險很大（工作力/能源/技術）
	運營、維護和供應成本的增加可通過採用透明方法的定期收入調整（收費）全額收回	運營、維修及供應成本因通脹而大幅增加，可通過採用透明方法的定期收入調整（關稅/收費調整）來收回	收回運營、維護和供應成本增加的能力非常有限，或缺乏透明方法應對成本增加
投資規劃	對勞動力或資源（數量、成本和時間點）沒有供應限制	資源和勞動力供應充足，波動性有限（數量、成本和時間點）	供應或勞動力資源可能受限（數量、成本和時間點）
	較強	中等	較弱
	強大的投資規劃和融資機制，例如資本支出受益於記錄在案的工程評估，並以合理的方式與計劃保持一致;執行風險非常有限	適當的投資規劃和融資機制;執行風險低到中度	投資規劃機制薄弱，有延期維護/費用超支的歷史;執行風險高
如適用			

屬性指引表—支出

預期經濟壽命遠超債務到期日	預期經濟壽命與債務到期日一致	預期經濟壽命短於債務到期日
成熟的現代技術;開發、設計及施工過程中成本上升風險低	成熟的技術;開發、設計及施工過程中有一定的成本上升風險	存在新興的競爭技術，例如成本較低或替代技術;在開發、設計和施工過程中，被判定為成本上升風險較高的複雜或新技術

*對於具有完全轉嫁成本/供應價格和數量風險的企業，對成本/價格和數量風險的其他因素的評估通常不適用，可能會被忽略。

資料來源：惠譽評等

運營成本與供應風險

評估運營和生命週期成本風險：惠譽檢視運營成本和資本支出或生命週期成本的結構、時間點和潛在波動性。運營成本因企業和行業而異，但通常包括以下部分或全部：大宗商品和公用事業設備、工作力、稅收、保險、維護。運營可能有很大一部分可變成本轉化為收入，從而降低了運營槓桿，我們認為這是正面的。在現金流量分析的背景下，企業面臨的意外成本增加風險會被檢視和考慮。

通過將風險轉移給實力強勁的分包商或供應商基於通脹的合同、成本加成合同等來降低成本，在評等中考慮交易對手的財務實力與企業的發行人違約評等相稱的程度。

影響運營成本的技術風險可能存在於某些行業，並集中於預計成本內的維護和業績。這種風險因行業和企業而異。

或者，用於生產或輸送產出（如水或電）的複雜系統和部件可能存在技術風險。當技術流程是常規的並經過驗證時，風險就不會那麼大，或者更容易根據過去的經驗來量化。即使是驗證可靠的技術也依賴於維護和滿足更新的準則。惠譽認為商品和服務的替代來源有利於降低成本和波動性。

評估供應風險：企業可能需要資源，包括特殊熟練工作力或產品（如重要大宗商品或特殊設備）來提供服務或產品。惠譽評估與此類資源或產品相關的有限可用性或成本上升的風險，以及對企業財務靈活性的潛在影響。

當資源風險較高，且市場特徵為流動性不足時，惠譽可能會假設關鍵資源的費用增長率高於歷史水準。企業的收入框架可以緩解與關鍵投入相關的成本波動。當收入框架提供了收回投入成本的靈活性時，如果投入成本的增加可能使企業的產出不具經濟性並導致使用或需求減少，則收入框架提供的能力可能會受到限制。參見**收入風險**一節。資源成本和可用性風險也可以通過用合同固定關鍵資源成本來解決。根據環境的不同，勞動合同可能是穩定或不穩定的來源。在分析中，將考慮對勞動合同續簽背景下的任何工作力成本壓力進行定性評估。

對於公用事業公司而言，通過合同供應來確定關鍵大宗商品投入的成本，以確定資源或產品的供應量和/或價格，這是一種有效的風險緩解措施，將成本波動限制在交易對手的信用品質範圍內。

當對供應商存在依賴性時，會考慮供應商的信用質量，無論是否簽訂長期供應合同。如果沒有依賴性，承包商信用品質不是評等的約束因素。當存在備用供應商時，企業將不被視為依賴於供應商。然而，當備用供應很重要時，如果使用備用供應商，還存在一個關於價格風險的分析問題。這可以通過考慮價格波動的壓力以及歷史高價格水準下盈虧平衡的韌性分析來評估。在相關情況下，惠譽還會檢查可靠的替代供應路線的可用性。

投資規劃

產能約束與成本回收：惠譽對資本規劃和管理的檢視側重於當前的產能約束和限制、預測的假設條件以及資本預算流程。此外，資金來源（可能包括債務所得款項、手頭現金、贈與所得款項、政府撥款及其他來源的組合）也會被檢視，以確定惠譽基準和/或評等研究情景的合理性。參見**情景分析**一節。

惠譽通過檢視借款人的資本投資或資本改善計劃，評估對實物工廠產能進行重大投資的可行性。動態計劃解決多個時間跨度內的設施需求，並具體闡述了資金來源，在評等過程中更可信。一般而言，模組化上限為組織提供了在業務或市場條件不利時修改其既定資本投資的靈活性。

惠譽將評估基礎設施更新的成本在多大程度上可以在現收現付的基礎上從收入中收回，或通過定期自動調整收入收回（如某些監管框架中的情況）。

評估投資計劃執行風險：企業可以使用綜合工程、採購和施工（EPC）合同作為減輕延遲、工廠績效和成本超支風險的合理方式。然而，一個企業承擔改進專案的總施工經理的角色是很常見的。大型現有系統的運營商傾向於較少使用一站式（turnkey）、固定價格的 EPC 合同，更喜歡自己管理時間、完工和成本風險。在這種情況下，惠譽將與管理層一起檢視資本改善和建設規劃，以評估成本超支和延遲可能對企業的財務狀況造成的風險。企業繼續賺取收入和吸收超出預算的費用，包括因延遲完工而產生的費用的能力將是一個重點。

惠譽將考慮管理層在此類建設專案中的履歷及其管理該等風險的能力，以及企業現有財務狀況內的任何由此產生的成本。擁有一支具有在預算內按時交付資本專案履歷的設施管理團隊是減輕承包商風險的一個重要因素，並被認為是一個較強的屬性，一個可以根據需要或需求的變化進行修改的分階段資本專案也是如此。

負債和流動性風險

惠譽分析債務和流動性特徵對企業償付能力的影響。該等影響包括風險（如利息或本金的意外上升）和保護（如可延期償債或強制現金轉移）。該分析考慮債務結構，包括優先權、攤銷、到期日、外匯及利率風險和相關對沖、資產負債表外負債風險、流動性、撥備以及企業運營環境背景下的財務契約及觸發因素。

屬性指引表—負債和流動性

	較強	中等	較弱
債務特徵	發達的金融市場和穩健的國家債務和流動性管理框架，嚴格的正式審慎監管和/或金融市場紀律	不斷演變的金融市場和國家債務和流動性管理框架	金融市場欠發達，國家債務和流動性管理框架薄弱
	強勁的債務狀況，平穩和長期的還款狀況（平均債務期限超過六年），短期債務比例很小；有成熟渠道進入發達金融市場的大型發行人	部分使用期限集中度合理的子彈債和中期（三至六年）平均期限的債，部分使用短期債；適度市場准入或只進入不斷變化的金融市場	債務結構複雜，到期集中度高，債務平均期限較短（三年以內），年度再融資需求高，市場准入履歷有限，或只能進入薄弱或欠發達的金融市場
	未對沖浮動利率或外匯風險敞口可忽略不計	有限的未對沖浮動利率或外匯風險敞口	重大未對沖浮動利率或外匯風險敞口
	非常有限的資產負債表外風險（關聯企業、擔保、養老金等）	部分資產負債表外風險（關聯企業、擔保、養老金等）	重大資產負債表外風險（關聯企業、擔保、養老金等）
流動性特徵	較強	中等	較弱
	完善的流動性支持機制，交易對手風險低（支援政府評等為“AAA”至“AA”類別）	存在提供流動資金支援的框架，但在發行人可能需要的限度內，交易對手風險適中（支援政府的評等為“A”至“BBB”類別）	不提供或提供非常有限的流動性支援的框架，低於發行人的可能需求，或流動性支援具有較高的交易對手風險（支援政府的評等為“BB”或以下）
	或		
	充裕的多種形式流動性管道，包括無限制現金、流動存款、交易對手風險（銀行評等）為“AAA”至“AA”類別的未提取承諾額度	具有良好市場進入管道的定期債券發行人；多種形式的可用流動性，特別是無限制現金、流動存款、交易對手風險（銀行評等）為“A”至“BBB”類別的未提取承諾額度	市場進入渠道的記錄有限；可用流動性低；交易對手風險（銀行評等“BB”或以下類別）高度集中於承諾流動性額度

資料來源：惠譽評等

債務特徵

企業的債務特徵，包括到期日、金額和貨幣，通常來源於貸款協定或債券檔，包括發行檔。在某些情況下，可以依賴條款清單、招股說明書或企業的陳述。支付利息的責任（包括利率基準、保證金、付款日期、寬限期、利息是否可以遞延及根據攤銷時程表支付本金的責任）與該等付款的優先次序一同確立。在對企業的償付能力不足風險以及對任何受評債務的違約風險的影響（如有）形成觀點時，會考慮違約或某些已識別觸發事件後加速本金支付的風險。

惠譽還將對影響大部分企業財務狀況的貨幣、利率或再融資風險進行分析，應用相關債務市場的歷史模型得出的借貸成本和流動性壓力假設。惠譽將留意債務工具是否包括可導致債務提前償還的財務或其他契約，以及發行人管理該風險的相對能力。

惠譽通常認為，從信貸角度來看，面臨重大再融資風險的企業在結構上較弱，因為它們在未來某個時間節點的市場准入和債務成本方面面臨更多不確定性。因此，一年內到期債務比例很大的企業的該次級 KRF 評估通常較低，除非存在強有力的緩解因素，如充足的累積流動性、償債基金或可不受阻礙地進入債務市場進行再融資的預期。

受浮動利率影響的企業可通過利率對沖全部或部分緩解利率風險。惠譽還考量在有壓力的利率假設下，未對沖部分的風險敞口（如有）或任何再融資風險敞口是否會對企業的財務狀況產生重大影響。貨幣風險敞口也以類似的方式考量。

惠譽將評估債務結構，以確定其他來源的負債，包括企業提供的經審計和未經審計的財務報表中確定的衍生品和運營資本額度。掉期最常用於對沖利息成本，但也用於減輕外匯、通貨膨脹或其他風險。如果該等風險未對沖，並且顯示出高風險，惠譽將評估利率或外匯壓力，以評估重大變化可能對企業以更高成本或更低收入償還債務的能力產生的影響。對沖政策可有效降低利率風險敞口，但將在交易對手風險分析中進行評估。

如果設施出現故障，企業可能需要根據供應或承購合同提供抵押品，以覆蓋交易對手的替代收入。抵押品或替換信用證的來源將被評估，以確定企業履行相關合同下義務的能力。

流動性特徵

這一評估僅涉及總流動性的“存量”層面，即不包括現金流的產生（現金流生成情況會在情景和財務狀況分析中單獨涉及）。為了評估流動性的“存量”維度，惠譽同時考慮了企業的流動性需求及其內部和外部流動性資源。該分析側重與那些預計在經濟低迷時期、流動性最有可能緊張時，企業可以用來彌補任何來源的預算缺口或償還到期債務的流動性資源。

分析從體制框架中涉及來自各自支援政府為企業提供緊急流動性支援（如有）的條款開始。然而，與流動性提供者相關的交易對手風險將被納入考慮因素，並且可能受到流動性提供者評等的限制。除了對成熟框架法律分析，惠譽研究該等計劃的記錄和效力。

在發行人層面，惠譽關注非受限資金，即可用於償債的現金餘額，通常是用於償債的專用準備金，加上無限制現金和投資，以及金融機構承諾的流動性額度。

其他來源是銀行以各種形式提供的承諾流動性。在某些司法管轄區，承諾信貸額度不是一種常見的金融工具，銀行通常會向企業授予信貸限額，提取需要審批。如果信貸限額被認為具有約束力，惠譽可以進行相應的調整，並將相應的信貸限額視為承諾信貸額度。惠譽評估銀行評等反映的承諾流動性額度的交易對手風險。

風險狀況評估

風險狀況反映了與一個企業在情景期限內滿足其償債需求的能力意外減弱的相關風險。這會考慮到在宏觀經濟環境下的現金流量意外下降。現金流量意外下降的原因包括債務結構（如外匯風險）或債務成本增加（如浮動利率債務）導致收入下降、支出增加和償債增加。宏觀經濟環境主要通過各自的主權評等進行評估。

相關風險可能從「脆弱」風險狀況所代表的非常高到「較強」風險狀況所代表的可忽略不計（參見[風險狀況指引表](#)），並被納入情景分析，導致風險狀況評估較低的企業承受較大壓力。

逐一評定三個 KRF 的屬性後，根據每個 KRF 的屬性和相對重要性得出最終的總體風險狀況評估，從而衡量出企業的總體風險。

下表提供了將 KRF 組合成一個整體風險狀況的典型指引：如果某個特定的 KRF 組成部分與某個公司/行業無關，下表可作為起點，風險狀況的最終評估將基於相關 KRF 組成部分的組合。

風險狀況指引表

¹我們認為“較強”和“較弱”（沒有“中等”）屬性評估的組合是罕見的，不太可能是可持續的。

風險狀況	典型隱含 運營環境 評分	KRF 屬性組合
較強	aa	全部較強
中上	a	“較強”和“中等”的組合，沒有“較弱”屬性
中等	bbb	全部「中等」或「較強」「中等」「較弱」屬性的組合
中下	bb	兩個“中等”，一個“較弱”
較弱	b	多數為「較弱」屬性
脆弱	c	評等為『B』類別或以下國家中全部為「較弱」屬性

資料來源：惠譽評等

財務狀況

情景分析

分析的下一步是通過量化評估企業償還其債務和其他負債的能力，來確定企業的財務和經營靈活性。情景分析將企業的風險狀況的相對評估與企業的槓桿、覆蓋率和流動性狀況聯繫

起來。

惠譽的情景分析在前瞻性（通常為五年）和整個週期框架內評估企業的財務表現，而不是在任何單一時間點。惠譽考慮企業財務狀況的演變、其低點和整個週期的平均值。

情景假設的選擇和情景分析的結果是獨立信用狀況的關鍵量化決定因素，通常也是評等委員會討論的中心點。惠譽將在尋求與其他行業或司法管轄區具有類似風險狀況屬性的企業的一致性和可比性的基礎上，確定適當的基準情景和評等情景（詳細定義見下文）。

惠譽旨在對相關同業群體（如同一經營環境下的信貸）使用一套共同的假設，如 GDP 增長、通脹或借貸成本。這是確保採用一致方法建立評等情景的關鍵步驟。

基準情景

惠譽將評估現金流情景，作為當前宏觀經濟環境中惠譽的預期或基準情景。基準情景反映了與機構預期一致的企業收入、成本和資本支出的演變。基準情景是惠譽評等研究情景和敏感性分析的起點。

基準情景反映了政府相關企業歷史表現的趨勢，受相關宏觀經濟和特定發行人分析假設的影響。在評估企業的未來表現時，惠譽將考慮歷史資訊、企業預測和第三方數據。該等資訊的使用將取決於其品質以及惠譽對其與未來業績評估相關性的判斷。

當企業的預測表明，由於重大資本擴張、新收購或新的或現有服務的開發，未來業績預計將與歷史結果不同時，惠譽將評估企業提供的支援其假設的資訊。依賴於積極的數量增長、市場份額獲取、費率增加或費用減少的企業的預測不太可能反映在基準情景中。惠譽可能會要求企業進行敏感性分析，強調主要預測假設，以評估與業務計劃相關的風險，並在惠譽基準情景或評等研究情景下反映此類風險。

評等研究情景

惠譽評等研究情景將通過對基準情景中的關鍵變數施加壓力來開發。評等研究情景將揭示關鍵運營、槓桿和流動性指標的水平和變化，該等指標被認為在該壓力下和隨後的復甦中與評等水準保持一致。

可以納入評等研究情景的收入、成本和財務風險壓力描述如下。所施加的壓力大小將根據 KRF 定性評估、歷史數據和第三方專家報告（如適用）中反映的波動性評估提供資訊。惠譽不會基於最壞情況評等，而是基於可以合理預期的財務狀況的演變，這通常包括經濟環境的復甦。

對於惠譽基準情景建議分析結果為“b”類別的企業（見[分析結果指引表](#)），僅基準情景分析就足以評估違約風險。在此類情況下，額外的壓力不會成為“b”類別以下獨立信用狀況評估的驅動因素，因為這種轉換應基於評等定義。詳見[較低投機級](#)一節。

確定評等研究壓力

對於面臨需求風險的企業，惠譽評等研究情景將反映惠譽的跨週期評等方法，並評估企業在相關國家合理深度和持續時間的經濟衰退中可能經歷的需求和隨之而來的收入壓力。分析師可使用歷史數據來查看影響企業的一個或多個週期中收入或需求的峰谷變化。當企業在較大程度上依賴稅收收入來補充運營業績時，該收入流的波動性將按照《國際本地和地區政府評等準則》的方法進行考慮。

如果企業的需求風險通過合同收入來源得到緩解，惠譽評等研究情景將側重於生產效率、運營和資本成本（如有）的壓力，該等壓力無法通過合同收入收回。

當捐贈收益是一個重要的收入來源時，歷史表現和惠譽對長期預期投資回報的看法通常會反映在惠譽的基準情景中。在制定評等研究時，將考慮企業的歷史回報和該等回報的趨勢。

考慮財務風險壓力的方式類似於收入和成本壓力；有些可能僅適用於單個受評債務工具。常見的金融壓力，如利率和外匯匯率，可以對沖或部分對沖。對利率和貨幣的壓力將因國家而異，並反映歷史波動模式。

對於再融資風險，惠譽將根據再融資的時間、企業進入市場的歷史以及與經歷類似情況的企業的模式，評估再融資時資本成本上升的影響。壓力將反映相關市場的利率曲線水準向上移動，距再融資日期越遠，壓力水準越高。在利率波動較大的市場，壓力範圍會更大。

評估潛在結構變化的其他敏感性因素

必要時，惠譽可能會考慮基準情景和評等研究情景之外的其他敏感性分析，以評估可能影響企業的潛在結構變化（如有）。該等其他敏感性因素可用於評估前述結構變化是否導致財務狀況發生巨大變化，以至於與具有類似狀況的企業相比，其財務狀況發生轉型的風險增加——這應反映在評等中。

評估財務狀況的指標

現金流情景的結果通常總結為各種財務指標，該等指標組合起來使用，以評估財務狀況。該等指標旨在提供衡量企業的槓桿和流動性狀況的準則，並在特定行業有選擇地使用。根據對企業的風險狀況的評估，與給定獨立信用狀況類別相關的指標值在一個行業內的企業之間可能存在很大差異。

調整後淨債務

惠譽計算調整後的債務數位，包括所有長期和短期金融債務、資本/融資租賃以及惠譽視為債務的其他負債。

後者被稱為「惠譽分類的其他債務」包括惠譽認為等同於債務的負債，即無準備金養老金負債、經營租賃的某些部分以及企業或有負債的某些部分的重新分類，特別是或有風險的概率不小且可能成形的情况。

非受限現金及現金等價物（如流動投資）及隨時可動用儲備資金從調整後債務中扣除，以計算調整淨債務。

主要指標

評估槓桿狀況時考慮的關鍵指標將是調整後淨債務與EBITDA之比2（以下簡稱“槓桿比率”）。在風險狀況分析中考慮發行人債務特徵的定性方面，以解決企業的財務狀況定量分析未捕捉到的或有風險和其他資產負債表外風險。

惠譽將來自相關政府或與政府相關的金融機構的貸款或債券包括在債務中，儘管與市場債務相比，此類政府債務通常具有相當大的靈活性。通常情況下，惠譽不會將未按期支付政府相關債務（通常是來自相關政府機構的貸款）視為違約。當此類政府相關債務規模較大時，普通金融債務的實際違約風險較低，惠譽可能將這一點納入同業分析，並在相關情況下拉高最終獨立信用狀況。

惠譽將確定收益養老金基金作為其調整後債務分析的一部分進行檢視。惠譽認可，養老金負債（與債券債務相比）是可能受到各種精算、會計、投資和其他假設顯著影響的負債。惠譽在評估一個企業的財務狀況時，將養老金負債的無準備金部分（如果存在）包括在發行人調整後債務中。

根據經營租賃支付的款項被視為經營開支；然而，惠譽認為某些經營租賃的長期功能更像資本租賃或債務，因此，將該等經營租賃的資本化金額包括在調整後債務中。

衍生品或需要抵押品的合同下的町市市值通常不會加入債務來衡量槓桿，因為該等價值的波動更加頻繁。在評估發行人的風險狀況時會考慮相關風險。惠譽的情景分析和財務狀況評估還將納入衍生品合約對現金流和負債的影響（如相關）。

惠譽的財務狀況評估方法對基於現金流的指標賦予相當大的權重。然而，當企業的償債資金除了運營產生的現金流之外，還可能來自資產出售時，惠譽可能會使用基於資產負債表的補充指標進行槓桿狀況評估，特別是貸款價值比，以投資組合的調整後淨債務與投資組合價值之比計算。在這種情況下，槓桿比率和貸款價值比都將被視為主要指標，並結合使用來評估財務狀況。

貸款價值比可用於對特定行業的企業（包括但不限於 SIHC、非營利機構、城市開發商和保障住房提供者）進行財務狀況定位，只有在投資組合的投資價值基於足夠可靠的數據時才能使用。企業的投資組合資產的構成因行業而異，可能包括少數股權、投資性物業、在建施工和預留待開發土地。投資組合投資價值的計算剔除了淨債務計算中已經包含的現金和流動投資。

由於財務報表中報告的投資賬面價值可能無法反映所考慮資產的當前市場價值，投資組合的投資價值是使用市場觀察定價（如可用）計算的，對於非上市投資組合公司，則使用財務報表中的資產淨值計算。考慮到投資價值估計的潛在準確性，可酌情進行其他調整。惠譽的計算還對有價證券或其他投資組合資產的估值進行折價，以估計其在全部分清算時的公允價值。

輔助指標

覆蓋率指標被用作財務狀況評估的補充或輔助指標，以衡量政府相關企業支付當前債務的能力。輔助指標對最終財務狀況評估的影響是非對稱的，即只有弱覆蓋率才會影響財務狀況評估。

惠譽使用償債覆蓋率（DSCR）來衡量任何給定時期到期償債總額與EBITDA之比，使用流動性覆蓋率來衡量任何給定時期企業的償債和可用流動性資源之間的緩衝。如果一個企業有子彈到期債務，預計將進行再融資，惠譽可能會考慮總利息覆蓋率，而非DSCR。詳見

（附錄C：關鍵定義）。

在確定其覆蓋率時，惠譽計算償債要求，即支付的現金利息和財政年度內到期的未償債務總額，包括租賃債務當期部分。可用於償債的資源包括現金、高流動性投資級證券和發行人可以直接獲取的流動性工具。承諾流動性額度的交易對手風險（反映為銀行評等）將被評估，並且評等低於發行人獨立信用狀況的一個或多個評等類別的流動性額度將被忽略。

²通常，EBITDA 是衡量可用於償還債務的現金流的準則指標。然而，在運營收入不是償債主要來源的情況下，惠譽使用 CFADS（可用於償債的現金流）。

一個企業持有的可用流動資源應該是可自由支配的資金，如果充分利用，不會中斷正常的業務運營。此外，惠譽只考慮穩定的資源。惠譽分析核心資金流的潛在季節性或週期性，以確定可用資源是否因此類收入激增而增長。只有全年持續可用的現金和投資才被視為流動資源。

流動性覆蓋率也用於區分基線和更高的短期評等選項。（詳見附錄B：短期評等）。輔助指標對最終財務狀況評估的影響是非對稱的，因此不會因為覆蓋率指標的得分更高而拉高評估。此外，當適用時，覆蓋率指標和貸款價值比可以在針對獨立信用狀況子級定位的同業分析中被考慮。

財務狀況定位

基於相關主要和輔助指標的組合，惠譽根據下表確定財務狀況評估結果。槓桿比率建議的評分通常是評估的起點。若貸款價值比與財務狀況評估相關且對評估有支援作用，惠譽可能會考慮在槓桿比率建議水平基礎上將財務狀況評估結果上調至多兩個評等類別。若輔助指標顯示出其他重要弱點，則可能導致最終財務狀況評估結果下調（至多一個評等類別的財務狀況評分）。

在評等研究下，為最好地反映與企業相關的風險，參考指標值的選擇是在五年時間內考慮的。通常，對於槓桿率的定位，會參考在情景期限末的 DSCR 和總利息覆蓋率，而流動性覆蓋率側重於短期償債需求，第一個情景年應用作參考年。

財務狀況指引表

	主要指標		輔助指標		
	槓桿比率 (倍)	貸款價值比率 (%)	債債覆蓋率 (倍)	總利息覆蓋率 (倍)	流動性覆蓋率 (倍)
aaa	$X \leq 0$	$X \leq 20$	$X \geq 3$	$X \geq 10$	$X \geq 5$
aa	$0 < X \leq 4$	$20 < X \leq 40$	$2 \leq X < 3$	$6 \leq X < 10$	$3 \leq X < 5$
a	$4 < X \leq 8$	$40 < X \leq 50$	$1.4 \leq X < 2$	$4 \leq X < 6$	$1.8 \leq X < 3$
bbb	$8 < X \leq 12$	$50 < X \leq 60$	$1 \leq X < 1.4$	$2 \leq X < 4$	$1.2 \leq X < 1.8$
bb	$12 < X \leq 18$	$60 < X \leq 80$	$0.6 \leq X < 1$	$1 \leq X < 2$	$0.8 \leq X < 1.2$
b	$X > 18$	$X > 80$	$X < 0.6$	$X < 1$	$X < 0.8$

資料來源：惠譽評等

獨立信用狀況

建議的分析結果定位

下面的分析結果指引表為建議的分析結果提供了指引，使企業的總體風險狀況評估與企業的財務狀況相一致。建議的分析結果是評估發行人獨立信用狀況的起點。

對於有財務義務但沒有資金債務的企業，或沒有淨債務的企業，槓桿指標在評等中可能不太重要。在該等情況下，企業的收入或支出風險評估可能與確定最終評等結果更加相關，並可能導致獨立信用狀況比分析指引表所建議的更低。即使有其他優勢，流動性狀況不佳的企業可能會被限制在低投資級別。

分析結果指引表

風險狀況	財務狀況					
較強	aaa 或aa	a	bbb	bb	b	
高度中等	aaa	aa	a	bbb	bb	b
中等		aaa	aa	a	bbb	bb 或以下
低度中等			aaa	aa	a bbb	或以下
較弱				aaa	aa	a 或以下
脆弱					aaa	aa 或以下
建議的分析結果	aaa	aa	a	bbb	bb	b

資料來源：惠譽評等

獨立信用狀況子級推導主要基於同業分析，其中包括分析企業的風險狀況定位，以及主要和輔助財務指標與同業的比較。輔助指標（尤其是流動性覆蓋率）用於區分“b”和“b-”類別獨立信用狀況，尤其是在相應的主要槓桿率指標顯著較弱的情況下。此外，獨立信用狀況還可能受到非對稱風險考量或交易對手風險的影響，如下所述。

“b”類別和較低類別（即“ccc”及以下）評估之間的差異主要取決於主權和發行人特定因素，如不良的經濟和金融環境，以及在該等級別評估的企業已經薄弱的財務狀況和風險狀況。由於上述原因，建議的「ccc」或以下的分析結果沒有納入上表。在該等情況下，獨立信用狀況定位的細微差別在較低投機級部分詳述。

同業分析

同行分析是從建議的分析結果中得獨立信用狀況子級的重要步驟。當相關同業企業的資訊可用時（通常針對相同的行業、區域和運營環境），該等資訊將用於對單個風險因素（定性和定量）的比較分析，或用於建立與同業群體相關的獨立信用狀況。

同業分析將在評等組合更豐富的行業發揮更重要的作用。當評等組合有限時，則會擴大可比信用的範圍;可比性不太直接，因此信息價值也較少。惠譽使用準則度量、準則化假設，並使用統一定義來確保可比性。在這種方法下，給定國家的評等分析將依賴於共同的宏觀假設，並對各國的假設進行比較和對標。

非對稱風險考慮因素

獨立信用狀況評估還將考慮可能影響最終獨立信用狀況結論的額外風險因素。該因素起著非對稱的作用，只有低於準則的特徵被納入最終評等水準的考量，而更多正面信用特徵被視為常態，對獨立信用狀況和最終評等的影響是中性的。該等風險因素包括管理和治理、法律和監管事項、資訊品質、國家風險和法律制度的可靠性。非對稱風險的存在將支援一個結論，即評等定位表所建議的評等將比沒有面臨這種風險的類似受評企業具有更高的財務狀況轉變風險。

管理和治理

治理和管理的品質是評估企業潛在表現的重要考慮因素。其他因素相同的情況下，治理和管理的評估不佳可能導致評等較低。相比之下，在評估評等情景的影響和企業應對該等壓力的能力時，將假設存在適當的治理和管理。

如果管理和治理實踐的有效性對評等決策產生重大影響，惠譽通常會重點分析管理和治理實踐。惠譽檢視治理機構在建立和實施組織政策和原則方面的有效性。惠譽的評估包括瞭解治理機構的使命和戰略、結構、組成、與管理層的互動和監督，瞭解該行業的結構特徵和績效準則。

惠譽還考察了高級行政人員在執行治理機構政策和提供日常管理方面的記錄。惠譽的分析本質上是定性的，在評估該機構的評等研究情景時，將考慮管理層實現戰略計劃中確定的目標的歷史，以及在遇到不斷變化的運營環境時所做的調整。惠譽考慮管理層對其計劃、預期或預算結果的重大偏差的解釋及其應急計劃的制定。

管理的有效性也可以通過檢視規劃過程來判斷。對自己的市場和能力有著深刻理解、能夠有效地闡明目標和目的，並按照最佳行業實踐進行組織的團隊。

管理和治理

評等中性	• 管理和治理機構在該領域具有豐富經驗 • 管理團隊和董事會總體穩定，人員流動適度 • 一個客觀、積極、不施加政治壓力的治理機構 • 管理和治理機構之間具有透明度和強有力的溝通 • 就附屬企業或集團成員而言，成員和治理機構之間協調合作 • 完善和記錄在案的政策和程式 • 資源管理計劃、需求預測和管理政策通常反映當前的經濟、制度和政治條件
評等負面	• 企業缺乏經驗和深度 • 相關政府或成員服務領域的重大政治壓力可能損害其財務狀況 • 由於治理機構缺乏共識或主要利益相關方的抵制，經常未能及時通過預算 • 未能保持企業和任何相關治理機構之間的公開溝通，這可能會在意外的運營變化中暴露出來 • 預測和資源管理計劃薄弱或缺乏 • 政策和程式有限或缺乏 • 無法充分保護網路和其他基礎設施免受攻擊 • 涉及財務報告法律或法規的正式腐敗指控

資料來源：惠譽評等

會計政策、報告和透明度

政府相關企業採用的會計和報告政策因司法轄區而異。會計政策和報告包括諸如及時性和頻率、可靠性、詳細程度和範圍等因素。惠譽收到的定量和定性信息的品質可能是評等的一個制約因素。在首次授予評等時，會考慮出於初始評等和監督目的的信息品質。發行人必須向惠譽提供足夠的持續數據，以便在評等授予後監測和維持評等。

會計政策、報告和透明度

評等中性	來自實際運營的數據;定期更新;獨立驗證;由顯著性或誤差範圍統計支援的預測;沒有材料數據錯誤的歷史;詳細的現金流——收入和支出憑證;經審計的財務數據;大量可用的公共資訊。
------	--

評等負面	大量基於假設;外推;受到大量警告;數據經常會延遲;修訂或錯誤的歷史記錄;範圍有限。
------	---

資料來源：惠譽評等

國家風險與法律制度

國家風險分析從惠譽的主權評等和企業所在國的國家上限開始。該等評等通常對公共政策政府相關企業的評等施加上限，但它們並不涵蓋所有國家風險。

除了主權評等和國家上限，惠譽還檢視企業運營的政治和監管環境。運營環境穩定且可預測的證據在於政府的承諾和支援，以及法律和法規的一貫應用。

政治風險是指監管企業運營的法律、法規或特許權合同發生變化的風險。其形式可能包括單方面合同變更、具體監管行動、特殊稅收或特許權使用費、擁有權或控制權的強制變更或直接徵用。此類政治干預被視為事件風險，由於無法預測和量化，因此無法納入惠譽情景分析和風險狀況評估。

國家風險與法律制度

評等中性	國家上限高於企業獨立信用狀況;債權人友好和可靠的法律制度;公正和尊重契約的歷史;經濟長期穩定;支援性監管制度;對國家重要或對商品或服務至關重要的項目。
------	---

評等負面	投機級;管轄權可能不可靠或不支持債權人權利;干涉主義傾向;政治或經濟不穩定;授予許可普遍拖延;公眾反對;罰款或糾紛歷史。
------	--

^a可參考惠譽新興市場報告或外部來源，如世界銀行。

資料來源：惠譽評等

交易對手風險

當企業面對單一交易對手或多個交易對手的風險時，獨立信用狀況將不會高於最弱交易對手的評等，除非存在減輕的結構特徵，允許在不重大改變企業財務狀況的情況下吸收該損失。作為一般原則，當企業的財務資源或現金流依賴於擔保、完工、收入、成本、供應、流動性、利率或其他風險已轉移至的交易對手的財務表現時，這是一種約束信用，因為交易對手的評等相當於或高於該企業的獨立信用狀況。除非另有加強，否則企業依賴的交易對手可限制企業的獨立信用狀況。

當財務表現對企業表現至關重要時，任何交易對手的評等均基於相關分析團隊授予的惠譽公開評等。評等相關性（交易對手評等的任何變化都可能影響評等）將在評等報告中予以強調，任何評等關聯（企業評等隨交易對手評等變化）將在評等行動評論文章（RAC）中明確說明。當沒有惠譽授予的公開評等時，可以使用內部非公開評等或信用意見。

受上限限制的評等

政府相關企業的表現在很大程度上受到其支援政府（中央或國家以下各級）決策的影響，因此政府相關企業的評等（長期和短期）通常受到支援政府和政府相關企業所在主權國家的評等的限制，這是對政府相關企業和支援政府財政之間一定程度的相互依賴的承認。國家上限反映了惠譽對轉移和可兌換性風險的判斷，代表了政府相關企業外幣評等的一般約束。

在極少數情況下，政府相關企業可能具有強勁的獨立信用狀況，財務上高度獨立於支援政府，並且相關政府對政府相關企業的現金或資產的獲取有限。這可能導致所授予政府相關企業的發行人違約評等高於相應政府的發行人違約評等，並與發行人的獨立信用狀況保持一致。

在主權長期發行人違約評等屬於「CCC」或以下類別的國家的政府相關企業，可能會用不同的評等動態。特別是，該國的政府相關企業有可能保持其當前的財政義務。在這種情況下，如果惠譽對企業承受主權違約的能力有信心，政府相關企業的評等仍可高於主權評等，外幣和本幣發行人違約評等最高可達「B-」。惠譽將酌情具體評估此類案例。國家上限將繼續作為政府相關企業長期外幣發行人違約評等的評等上限。

較低投機級

獨立信用狀況

政府相關企業的獨立信用狀況為「ccc」表明其違約安全邊際非常低，通常會面臨重大再融資需求和高流動性風險，且覆蓋率指標非常弱。槓桿率指標在「ccc」和獨立信用狀況以下類別中的說明性不足，因為許多公共政策政府相關企業是代表支援政府產生債務的，關於借款和資本結構的決策不一定由商業理據驅動。

此外，現金流產生往往較弱，因為該等企業一般不以盈利為導向，並預期獲得相關政府的支援才能在財務上可行。因此，高槓桿水準可能夠持續相對較長的時間，並不一定表明財務困境。然而，當財務狀況被認為是不可持續的，在缺乏支持的情況下中期復甦的可能性有限時，惠譽可能會認為獨立信用狀況與「ccc」相稱。如有必要，可通過使用「+」或「-」修飾語，將定性因素和定量指標與類似的同類進行比較，在「ccc」類別中進一步區分獨立信用狀況。

獨立信用狀況評估進一步變為「cc」意味著信貸具有非常高的信用風險水平，並且似乎很可能發生某種違約，特別是如果有跡象表明違約或不良債務交換可能在未來 12 個月內發生。

當違約或類似違約的流程已經開始，或者發行人處於正式支付停滯期，或者支付能力不可逆轉地受到損害時，獨立信用狀況將被下調為「c」。

發行人違約評等

當現有或擬議的長期發行人違約評等處於「CCC」或以下類別時，對發行人的評等表明，該發行人幾乎沒有能力應對不利的經濟狀況。鑒於公共融資部門的違約數量有限，衡量準則對於從「CCC」到「C」的評等用處不大。惠譽將對違約風險水平和發行人總體風險和財務狀況所顯示的任何剩餘安全邊際的程度進行定性評估。

對於獨立信用狀況定位處於較低投機級並面臨困境的發行人，通常反映在授予的獨立信用狀況為「cc」或以下，相關政府的特別支持導致獨立信用狀況潛在上調的考慮將變得與評等無

關。在這方面，惠譽從「CCC」到「C」的評等類別相關的評等定義將為發行人的長期發行人違約評等提供指引。

不良債務交換

本節描述惠譽對受不良債務交換（DDE）影響的發行人和債務工具的評等方法。該方法僅適用於如下情形的發行人：該發行人向第三方投資者履行債務工具及其他財務清償義務時，預計通常會行使其可用的一切補救措施。

在考慮債務重組或交換是否應被歸類為不良債務交換時，惠譽預計以下兩種情況都適用：

- 重組令條款較原合約條款大幅縮減；和
- 進行重組或交換是為了避免破產、類似的償付能力不足或干預（包括決議）程式或傳統的付款違約。

當惠譽認為的不良的交換或要約收購被宣佈時，發行人違約評等將被下調至「C」，對於債券發行，現有債務工具的所有評等將相應下調至「C」。

不良債務交換的完成會導致發行人違約評等下調為「RD」以記錄違約事件。受影響的工具評等將進一步下調至「D」，並將被撤回，反映出如果整個發行被交換，該等證券已在交易所失效。未受影響的工具評等和未報價並繼續服務的證券評等將維持在「C」。

不良債務交換完成後不久，發行人違約評等將被重新評等，通常仍處於較低的投機等級水準。在授予新發行人違約評等的同時，所有相關的發行評等都可能被調整，包括那些交易之外的評等，以確保所有評等都符合該等準則中的指引。

其他考慮事項

支付不可抗力

惠譽使用該術語描述與交易各方無關的在支付操作中斷情況下（如內亂、自然災害、網路攻擊、金融基礎設施失效或其他影響支付流程本身的不可抗力）未能及時支付的情況。儘管這可能不會立即構成違約，但惠譽通常會最遲在支付日起 30 個日曆日之後將這種性質的長期未償付到期債務的情況視為債務違約，且通常會將評等下調至與違約證券一致的水準。為免疑問，在前述 30 天內惠譽也可能對受評債務採取評等行動。

對於政府行為（尤其是資本管制、存款凍結、監管暫定等）導致某些形式的未按期支付的情形，儘管這不受交易各方控制，但很可能構成違約流程的起始——這種情況反映在惠譽國別風險分析與國家評等上限框架中。

寬限期

惠譽認為，根據受評債務的條款和條件，實際未能支付到期應付的利息或本金（加上寬限期——以未按期支付後 30 個日曆日或交易檔設置的寬限期時長這兩者中較短者為準）即構成違約（以「RD」或「D」評等表示）。若交易檔未規定寬限期，惠譽可基於市場上類似債務的寬限期（一般不超過 30 個日曆日）授評。對於不受發行人控制的某些操作中斷造成未按期支付的情況（詳見[支付不可抗力](#)），惠譽通常會在將評等下調至違約之前給予最長 30 個日曆日的寬限期。

違約處理

惠譽所知的實際和預期的違約行為將引發評等檢視。使用負面展望或評等觀察可能適合於隨著違規行為的發展對情況進行評估。

在違約的情況下，信貸基本面仍然是評等的最重要指南，因為該等因素為違約風險水準是否升高（包括重組的可能性）提供了指引。評等行為將要求評估違約時的整個記錄，包括任何相關債權人回應的細節。

評等假設敏感性

收入風險：評等將對影響總體評估的收入風險屬性的變化具有敏感性。

支出風險：評等將對反映支出水準、增長率或時間變化的支出風險屬性的變化具有敏感性。

負債和流動性：評等將對負債和流動性屬性的變化具有敏感性。

財務狀況：評等將對可能導致分析指引表中不同的評等定位的企業的槓桿率或覆蓋率的變化具有敏感性。

數據來源

惠譽的分析和評等決定基於現有的相關信息。資訊來源是企業、牽頭方、財務顧問、第三方工程師或顧問以及公共領域。這包括公開可得的企業相關信息，如經審計和未經審計（如期中）財務報表和監管機構備案資料。評等過程還可能包括其他第三方來源提供的資訊。如果此資訊是評等的重要資訊，則具體評等行動將披露相關來源。如果所提供的資訊無法說明重大問題，惠譽可能會要求提供進一步的資訊或做出適當的假設。當惠譽確定所提供的資訊不充分支援、不完整或不可靠時，它可以選擇不提供評等。

評等準則變動

惠譽的評等準則旨在與委員會流程得出的經驗分析判斷結合使用。透明的評等準則、針對每筆交易或每個企業所採用的分析判斷以及通過評等評論所作的完整披露相結合，在強化惠譽評等流程的同時，協助市場參與者理解評等背後的分析內容。

評等委員會可能調整該等評等準則的應用情況，從而體現特定交易或企業的風險。這類調整被稱為評等變動。所有變動均將在各自評等評論中披露，包括對評等的影響（如適用）。

當與授予評等相關的風險、特徵或其他因素以及評等方法均包含在準則範圍內，但評等準則中所述的分析要求通過修改來解決特定交易或企業因素時，變動可以獲得評等委員會批准。

局限性

惠譽授予的評等（包括評等觀察和展望）受惠譽評等定義所述的限制。

評等準則披露

惠譽評等行為評論和發行人研究報告中包含以下內容：

- 描述與單個評等行為最相關的關鍵評等驅動因素，以及與該發行人相關的評等敏感性（評等撤銷除外）。
- 評等推導部分解釋了發行人評等相對於同業和評等定位表閾值的定位，並描述了影響評等定位表中未包含的其他評等考慮因素，包括視作分析的一部分的任何重要的其他財務比率。
- 惠譽基準情景和惠譽評等研究情景假設，以及惠譽基準情景或惠譽評等研究情景假設調整的理由。在許多情況下，惠譽會在其監督評估分析中使用初始分析中得出的假設。為了將惠譽的評等行為評論集中在最重要的評等變化上，惠譽將不會在隨後的評等行為評論中披露該等假設，除非假設發生任何變化。
- 任何準則變化，包括適當時對評等的影響。

附錄 A：戰略性投資控股公司

分析方法

惠譽在評估 SIHC 相關風險時的其他分析考慮因素詳見本附錄，並將與本評等準則報告中概述的一般分析方法結合使用。

本附錄中考慮的 SIHC 所指的企業，其主要活動包括代表相關政府持有其他公司股份以追求戰略政策或發展目標的企業。

特別是，SIHC 承擔公共政策目標，如促進地方經濟增長、集中管理國有資產、政府主導的投資基金、維護地方金融穩定以及遏制系統性金融風險。相關投資組合公司的活動可能包括助力當地產業升級，給主要的城市基礎設施專案提供資金，以及提供基本的公共產品和服務。SIHC 本身可以代表政府對投資組合公司履行股東職責。

SIHC 的現金流主要來自資本收益和股息收入。債務主要償還方式包括股息、出售資產或退出投資、資本注入、再融資及集團內部借款。這與使用經營所得現金流償還債務的運營政府相關企業形成對比。

作為公共政策企業，與根據《企業評等準則》評等的私營、以利潤為導向的投資控股公司和工業集團相比，政府所有的 SIHC 擁有非股息驅動的投資戰略。與其他政府相關企業一樣，SIHC 因其政策使命而獲得政府的各種支援。該等政府支持的記錄和規模根據《政府相關企業評等準則》進行評估，並在最終的發行人違約評等評估中加以考慮。

運營整合

政府所有的控股公司可以與投資組合公司進行不同程度的運營整合。母公司可能對多元化投資組合中的投資僅擁有少數股權或幾乎沒有控制權，也可能對子公司擁有重大決策權或完全控股權，且實現母子公司之間的資金整合。

只有在母公司和運營投資組合公司之間的運營和融資整合非常有限的情況下，惠譽才會將政府所有的控股公司視為 SIHC。SIHC 可能會對運營公司的戰略和重大公司事件產生影響，但不會影響子公司的日常商務活動。惠譽使用單獨的財務報表而非集團合併報表來評估政府所有的 SIHC 的獨立信用狀況，並假設這種類型的控股公司³ 與其投資組合公司適用「圍欄原則」。“圍欄原則”意味著母公司的收入不能用於償還其投資組合公司的債務，反之亦然。

如果一家控股公司與其子公司在運營上高度整合，並且後者參與提供公共產品和服務或其他政策任務活動，惠譽將把該控股公司及其子公司視為一個集團，並應用該等準則中概述的一般方法合併分析信用狀況。

風險狀況評估

評估 SIHC 的 KRF 的其他考慮因素概述如下，並將與該等準則中概述的風險概況評估的一般方法結合使用。

收入風險

與直接提供公共產品和服務並因此受到各自市場需求波動影響的政府相關企業相比，SIHC 的收入僅通過其子公司的產品和服務需求間接受到影響。惠譽通過評估其投資組合的資產質量來評估 SIHC 的收入中斷風險。

特別是，惠譽將分析其投資組合公司的地理和行業多元性、資產集中度和商業模式的多樣性，以及股息流入的記錄和波動性。企業模式的更大多樣性、更穩健的及時股息支付歷史以及波動性更小的股息流將被視為更強的屬性。

屬性指引表— SIHC 的額外收入風險考慮因素

	較強	中等	較弱
需求特性	地理和市場行業高度多元化，投資於經濟相關性較低的不同司法管轄區	地理和市場行業中度多元化，在幾個司法管轄區或區域進行投資	地理上集中在一個單一管轄區，行業多元化程度較低

³ 控股公司可由多個法律實體組成

屬性指引表— SIHC 的額外收入風險考慮因素

高品質、現金流產生能力強的投資組合，主要包括業績良好、信息透明度高的上市公司	具有充足現金流產生能力的投資組合，可不定期向上提供股息，信息透明度適中，主要被投資方須定期進行公開披露	近期現金流產生能力差，或在沒有母公司支持的情況下不足以償還債務。 信息透明度低，大部分被投資方披露有限
--	---	--

資料來源：惠譽評等

支出風險

與直接提供商品和服務並面臨一般供應和維護成本的風險？政府相關企業相比，SIHC 主要面臨成本和資金可用性的風險，其次是準則運營成本（如員工、水電等、管理費用）。

為評估支出風險，惠譽分析 SIHC 規劃和為投資策略提供資金的能力。執行投資政策的獨立能力被視為增強評估的證據，相反，投資規劃流程主要由相關政府決定會導致評估較弱。這可能包括政府臨時授權將資金投資於特定公司、行業或地理區域，或者頻繁改變向政府支付的股息。惠譽將檢視監管子公司相對於控股公司的股息政策的政府政策（如有）。

最後，惠譽評估企業因可獲得資金減少或融資成本增加而遭受的風險。該等風險可能導致預計現金流量減少，並降低企業的財務靈活性，從而可能損害企業的償債能力。

屬性指引表— SIHC 的額外支出風險考慮因素

	較強	中等	較弱
投資規劃	強大且獨立的投資策略規劃和融資機制。 良好執行記錄	充足且比較獨立的投資策略規劃和融資機制。存在中度到低度執行風險	投資策略薄弱，政府干預頻繁，缺乏投資往績，或與市場指數和同行相比投資業績不佳。存在高度執行風險
	投資往績良好，經常成功退出投資或套現，減值損失極小；經常將初創公司發展成規模化企業； 投資組合公司上繳穩定股息	成功退出投資或套現往績，減值損失水準中等； 大多數投資組合公司可以實現現金流自給自足	缺乏成功退出投資或套現往績、投資遭遇重大損失 大多數投資組合公司都處於早期成長階段，未來前景有很大不確定性

資料來源：惠譽評等

負債和流動性風險

惠譽對SIHC的負債和流動性風險KRF的分析側重於母公司的未合併財務報表或母公司的獨立債務，並應用該等準則中概述的一般方法。請參見該等準則的[負債和流動性風險](#)部分。

財務狀況評估

定期股息收入和其他與投資活動相關的定期收入是主要的營業收入來源，並包括在 SIHC 的 EBITDA 計算中；所有類型的非現金專案，如未實現資本損益，都不包括在 EBITDA 的計算中。惠譽使用準則的主要指標（即調整後淨債務/EBITDA），因為我們認為 SIHC 將主要使用收到的股息或其他投資收入產生的現金流償還債務。

然而，由於債務償還也可能來自出售SIHC持有的投資資產，惠譽可能會在財務狀況評估和獨立信用狀況子級定位時考慮基於資產負債表的補充措施，特別是貸款價值比。請參見該等準則的[評估財務狀況的指標](#)部分。

附錄 B：短期評等

本附錄描述了惠譽如何為使用該等準則評等的企業得出短期發行人違約評等。原始到期日最長為 13 個月的受評工具將被授予短期評等。

當發行人的長期發行人違約評等根據惠譽的《政府相關企業評等準則》與支援政府持平時，短期發行人違約評等也將持平。如果發行人長期發行人違約評等系基於自上而下的評等調整方法得出，則應以兩項短期發行人違約評等中較高者為準，並以向其提供支援的政府的短期評等水準為上限。如果發行人評等系根據獨立信用狀況或基於自下而上的評等調整方法得出，則短期評等將使用以下理據根據獨立信用狀況確定。

惠譽的長期評等量表非常強調短期狀況的缺陷，因此是短期評等的最大驅動力。短期 LC 和 FC 發行人違約評等都在惠譽的短期評等量表之中。短期 FC 發行人違約評等由長期 FC 發行人違約評等確定，類似地，短期 LC 發行人違約評等由長期 LC 發行人違約評等確定。短期發行人違約評等與長期發行人違約評等相關，如以下評等對應表所示。

評等對應表

長期發行人違約評等	短期發行人違約評等
從 A A A 到 AA -	F1+
A+	F1 或 F1 +
A	F1 或 F1 +
A-	F2 或 F1
BBB+	F2 或 F1
BBB	F3 或 F2
BBB-	F3
從 B B + 到 B -	B
從 CCC 到 C	C
限制性違約	限制性違約
D	D

資料來源：惠譽評等

區分短期評等

對於可以分配兩個短期評等之一的長期評等，預期還款來源和債務結構，以及特定的流動性因素，將是分配兩個短期評等中哪一個的主要決定因素。在支持償還債務的結構性特徵很強的情況下，可能會酌情授予兩個短期評等的較高者。

要獲得更高的短期評等選項，企業必須同時滿足兩個條件—負債和流動性 KRF 評估的水準最低，以及下表所列的流動性覆蓋率得分最低。

較高短期評等的閾值

短期評等	最低負債及流動性風險評估 ^a	最低流動性覆蓋率得分
F1+	較強	a
F1	中等	a
F2	中等	bbb

^a 兩個子 KRF（即債務特徵和流動性特徵）的評估應符合本表列載的評估水準。

資料來源：惠譽評等

評等假設敏感性

短期債務評等通常對債務人長期債務評等的變化具有敏感性。對於長期評等映照兩個可選短期評等的公司，其短期評等進一步對負債和流動性風險評估結果，以及其可用流動性資源對償債形成的緩衝能力具有敏感性。

附錄C：關鍵定義

關鍵定義

期限	定義	重要性
EBITDA	未計利息支出、稅項、折舊及攤銷以及其他非現金項目經營收入	顯示核心業務的現金流量，可用於償債。根據現有資料，EBITDA 的計算剔除了各類非現金專案。
CFADS	EBITDA+可用於償債的非經營收入—償債前的非經營支出	顯示可用於償債的現金流量，包括核心業務以外的現金流、償債前的支出（如承諾的資本支出）或指定用於償債的特定非經營收入。通常適用於非營業收入是償債的重要來源的情況
債務	應付債券+應付貸款+應付票據+資本/融資租賃	長短期債務（包括應付債券及票據、貸款（包括政府貸款））及資本/融資租賃的名義價值
惠譽其他分類債務	無準備金養老金負債+資本化運營租賃+等同於債務的或有負債	對惠譽認為會給發行人增加額外重大風險，因此應視為等同於債務的其他負債提供衡量準則
調整後債務	債務+惠譽其他分類債務	對發行人的財務狀況評估提供所有長期及短期負債的綜合評估
調整後淨債務	調整後債務—無限制現金及流動投資	提供淨總槓桿頭寸的指示
槓桿比率	調整後淨債務/EBITDA 或CFADS	當債務償還主要來自經營產生的現金流（EBITDA）或可用於償債的非經營收入（CFADS）時，衡量槓桿率的指標
貸款價值比（LTV）	投資組合的調整後淨債務/投資組合投資價值	對於商業模式高資產負債表使用率的企業的槓桿率補充衡量指標
償債	利息支出+短期借款+長期借款當期部分	在任何給定期間到期的債務還本付息總額（即本金和利息，包括資本化利息）以及租賃債務當期部分
償債覆蓋率（DSCR）	EBITDA 或CFADS/償債	衡量任何特定時期償債需求與 EBITDA 或CFADS之間的緩衝
總利息覆蓋率	EBITDA 或CFADS/利息支出總額	衡量任何特定期間利息支出（包括資本化利息）與 EBITDA 或CFADS 之間的緩衝
流動性覆蓋率	（無限制現金及流動投資+可用信貸額度，尚未提取）/償債	衡量任何特定時期償債需求與可用流動資金之間的緩衝

資料來源：惠譽評等

注：本報告為中文譯本。如有疑問，請以英文版本為準。

DISCLAIMER & DISCLOSURES

All Fitch Ratings (Fitch) credit ratings are subject to certain limitations and disclaimers. Please read these limitations and disclaimers by following this link: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. In addition, the following <https://www.fitchratings.com/rating-definitions-document> details Fitch's rating definitions for each rating scale and rating categories, including definitions relating to default. Published ratings, criteria, and methodologies are available from this site at all times. Fitch's code of conduct, confidentiality, conflicts of interest, affiliate firewall, compliance, and other relevant policies and procedures are also available from the Code of Conduct section of this site. Directors and shareholders' relevant interests are available at <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch may have provided another permissible or ancillary service to the rated entity or its related third parties. Details of permissible or ancillary service(s) for which the lead analyst is based in an ESMA- or FCA-registered Fitch Ratings company (or branch of such a company) can be found on the entity summary page for this issuer on the Fitch Ratings website.

In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed. Fitch Ratings makes routine, commonly-accepted adjustments to reported financial data in accordance with the relevant criteria and/or industry standards to provide financial metric consistency for entities in the same sector or asset class.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001.

Fitch Ratings, Inc. is registered with the U.S. Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (the "NRSRO"). While certain of the NRSRO's credit rating subsidiaries are listed on Item 3 of Form NRSRO and as such are authorized to issue credit ratings on behalf of the NRSRO (see <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), other credit rating subsidiaries are not listed on Form NRSRO (the "non-NRSROs") and therefore credit ratings issued by those subsidiaries are not issued on behalf of the NRSRO. However, non-NRSRO personnel may participate in determining credit ratings issued by or on behalf of the NRSRO.

Copyright © 2024 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved.