非银行金融机构评级标准

主评级标准

适用范围

非银行金融机构评级标准阐述了惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）为中国境内非银行金融机构进行主体及债项评级的评级方法。适用本评级标准的非银行金融机构包括证券公司、金融租赁公司、汽车金融公司、消费金融公司、企业集团财务公司、信托公司和理财公司等机构。本评级标准适用于现有及新的评级项目，且可能结合运用其他评级标准。

关键评级驱动因素

个体实力评级：在评估非银行金融机构个体实力评级时，惠誉博华首先评估行业的经营环境状况，包括对行业风险和监管环境的考量。之后会对七项关键评级驱动因素进行评估，包括业务状况、管理和战略、风险状况以及财务状况的四项关键评级驱动因素。惠誉博华对上述关键评级驱动因素赋予固定的权重以得出隐含的个体实力评级，之后可能会基于分析师的判断对此进行向上或向下调整。

轻重资产模式之分：惠誉博华在分析和应用关键评级驱动因素以及设定权重时，会根据资产负债表使用频率的高低对非银行金融机构进行区分，即资产负债表使用频率高者则划分为重资产模式，而低者则划分为轻资产模式。对于重资产机构，盈利指标侧重于对其总资产和净资产的收益能力的衡量，资本水平则使用杠杆率等进行评估。对于轻资产机构，惠誉博华使用营业利润率作为其盈利能力的常用指标，并使用现金流比率来评估其杠杆水平。

支持因素：惠誉博华在评估来自母公司和政府的潜在支持时，会考虑支持提供者能够及时提供支持的能力和意愿。基于潜在支持能力，长期主体评级可能会与支持方级别等同，或在其级别上下调，或在受评主体的个体实力评级上上调。

违约风险、回收预期：与其他金融行业一样，非银行金融机构的债项评级反映了惠誉博华对于其特定财务承诺（通常是债券）的整体信用风险水平的看法，包括对特定债务违约的可能性（或“未偿付”风险），以及在违约/未偿付情况下债权回收可能性的评估。

高级债务通常与长期主体评级等同：非银行金融机构的高级无担保债务通常与其长期主体评级等同。但次级或具有深度次级属性的债务则可能在长期主体评级或个体实力评级上下调。

目录

适用范围	1
关键评级驱动因素	1
评级框架	2
关键评级驱动因素权重	2
个体实力评级	6
支持评级	15
非银行金融机构业务模式	18
短期主体评级	28
债项评级	29
非银行金融机构长期主体评级对应的偿还义务	31
数据来源	32
评级假设敏感性	33
评级标准披露及变动	33
附件 1：财务指标	34
附件 2：业务状况阈值	36
附件 3：个体实力评级关键评级驱动因素的典型特征	37

相关评级标准

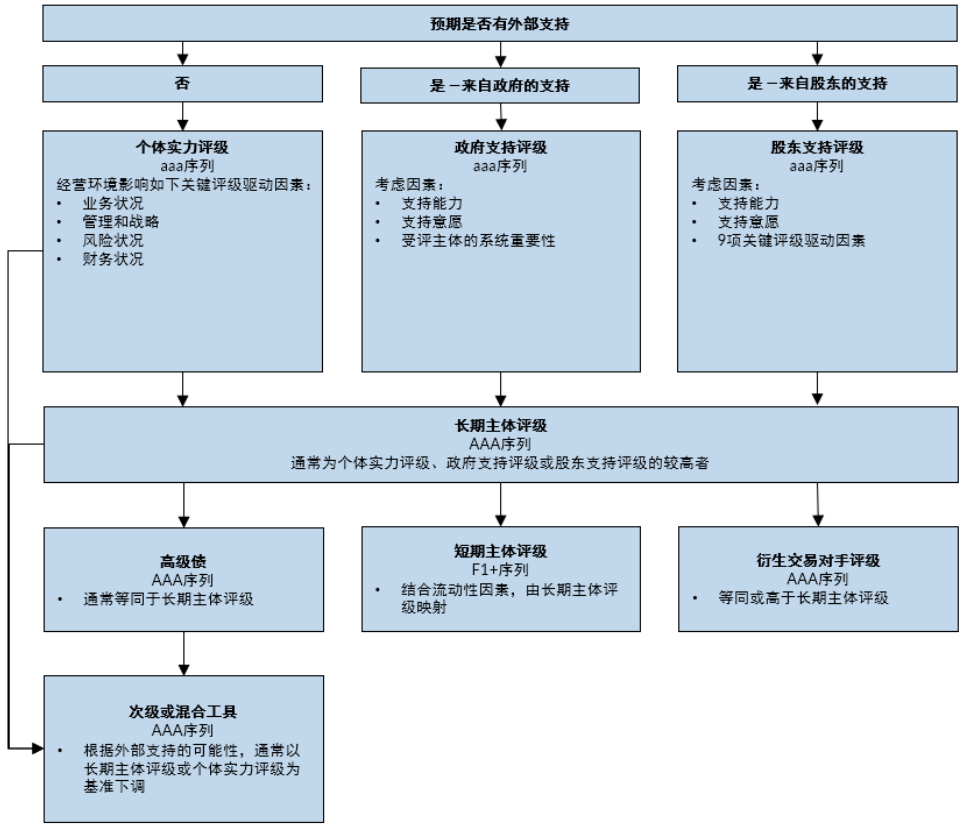
惠誉博华银行评级标准

联系方式

金融机构分析团队
Bohua_FI@fitchbohua.com

评级框架

评级框架的简化版本如下图所示。



来源：惠誉博华

本评级标准结构

*关键评级驱动因素权重*章节介绍了非银行金融机构个体实力评级中应用的关键评级驱动因素，并解释了相关关键评级驱动因素如何赋予权重并得到隐含级别，之后介绍股东支持和政府支持评级中应用的关键评级驱动因素。第三部分包括个体实力评级，支持评级以及非银行金融机构业务模式三个章节，阐述了如何评估每个关键评级驱动因素。综上是本评级标准的核心章节，亦是我们的分析核心，通过上述关键评级驱动因素的分析足以解释我们如何得出绝大多数非银行金融机构的长期主体评级。

关键评级驱动因素权重

主体评级

对于注册地位于中国境内的非银行金融机构，惠誉博华通常采用“孰高”原则，即在非银行金融机构的个体实力评级和其支持评级（政府支持或股东支持）中择其高者作为非银行金融机构的长期主体评级。当首次评定非银行金融机构的主体评级时，惠誉博华通常会寻求足够的往年支持记录或者政府或股东提供外部支持的可能性。

对于注册地位于中国境外的非银行金融机构，惠誉博华采用以下 2 种方法确定其主体评级：

若该受评主体已获得惠誉评级（Fitch Ratings）授予的在有效期内的公开评级，惠誉博华可能考虑参考惠誉评级的信用观点及结果。通常情况下，若境外注册的主体获得惠誉评级全球评级序列的投资级及以上评级结果，惠誉博华可能授予该主体 AAA 的主体评级。

若受评主体未曾获得惠誉评级的评级结果，惠誉博华将采用与中国境内非银行金融机构相同的评估方法，亦将充分考量和评估该受评主体主要运营区域的经济、信用状况以及当地人均 GDP 等因素。

个体实力评级

个体实力评级以“aaa”序列形式列示。非银行金融机构的关键评级驱动因素及其权重如下页表格所示。非银行金融机构业务模式各异，惠誉博华根据资产负债表利用程度和业务性质差异设置三组权重。其中，重资产机构适用权重包含两组，信贷类非银行金融机构（如金融租赁公司、汽车金融公司和消费金融公司等）的权重设置更贴近惠誉博华银行评级标准的权重，而非信贷类机构（如大多数证券公司等）则适用下表最左侧权重；对于轻资产机构因业务模式差异，适用下表最右侧权重。

我们对各项关键评级驱动因素按照“aaa”序列进行打分，并按权重得到隐含个体实力评级。在*个体实力评级*章节，我们概述了如何对非银行金融机构的各项关键评级驱动因素打分。

关键评级驱动因素——个体实力评级

		权重（%）		
		重资产机构	**重资产机构（信贷类）**	**轻资产机构**
经营环境 ⇨	业务状况	25	20	25
	管理和战略	10	10	10
	风险状况	10	10	10
	=定性评估	**45**	**40**	**45**
⇨	资产质量/资产业绩	10	20	5
	收益和盈利能力	10	10	10
	资本和杠杆水平	15	20	20
	融资和流动性	20	10	20
	=定量评估	**55**	**60**	**55**

来源：惠誉博华

非银行金融机构经营环境通过影响七项关键评级驱动因素来构成其个体实力评级。因此，为了防止重复评估，我们并未赋予经营环境单独的权重。

权重组选择依据业务模式对资产负债表的利用程度“高”或“低”决定。若受评主体同时兼具重资产和轻资产的业务模式，则通常从整体风险和财务表现的角度出发，评估对受评主体更具影响力的业务模式，从而决定权重组，但后续仍可能根据其他业务模式的风险对隐含个体实力评级进行调整。

最终的个体实力评级可能高于或低于经关键评级驱动因素权重打分后的结果，我们在此列示了以下若干原因：

- **经营环境：**我们认为隐含的个体实力评级相对于其所属行业的经营环境过高，因此将最终的个体实力评级调低。
- **业务状况、管理和战略及/或风险状况：**非银行金融机构的关键评级驱动因素（如业务状况、管理和战略或风险状况）可能对个体实力评级的影响要比所示权重值更大。如果我们认为一项或多项关键评级驱动因素对受评主体的财务指标产生长期正面或负面的影响，且超出关键评级驱动因素现有评分所反映的情况，我们则可能进行调整。
- **最薄弱环节：**若一项或多项关键评级驱动因素代表着非银行金融机构的“最薄弱环节”，特别是（但不是唯一情况）在低级别情形下，我们可能评定最终的个体实力评级低于隐含的个体实力评级。所谓“最薄弱环节”的关键评级驱动因素对受评主体整体信

用状况的评估具有重要影响，其将拉低个体实力评级至或接近“最薄弱环节”关键评级驱动因素的评分。

支持评级

对于非银行金融机构，股东是更加常见的支持来源。相对于银行，多数非银行金融机构因其相对规模较小且在国内金融系统中影响力偏弱，故政府支持显得更加少见，非银行金融机构政府支持更多出现于具有系统重要性的机构中。惠誉博华对于非银行金融机构在必要时能否获得外部支持的看法反映在股东支持评级或政府支持评级中。支持评级的关键评级驱动因素如下页表格所示，按照“aaa”序列形式列示。

股东支持评级

若某项关键评级驱动因素通常表现为较低或中等的影响力，但经评估其在支持评级中具有突出的正面或者负面的影响，我们则可能调整其典型权重。

关键评级驱动因素——股东支持评级

	典型权重
股东支持能力	
股东级别	高
股东层面监管	中等
相对规模	中等
股东支持意愿	
子公司相对地位	高
声誉风险	中等
协同性	中等
支持记录	中等
子公司业绩前景	中等
法律承诺	低

来源：惠誉博华

政府支持评级

若某项关键评级驱动因素通常表现为较低或中等的影响力，但经评估其在支持评级中具有突出的正面或者负面的影响，我们则可能调整其典型权重。例如：

- 金融体系规模过大至政府难以支持或政府财务灵活性受限影响了支持能力，相关关键评级驱动因素均可能具备较高的重要性并对政府支持评级形成负面影响；或
- 相反，政府支持立场明确或特定非银行金融机构的政府持股较高，相关关键评级驱动因素则可能具备较高重要性并对政府支持评级形成积极影响。

关键评级驱动因素——政府支持评级

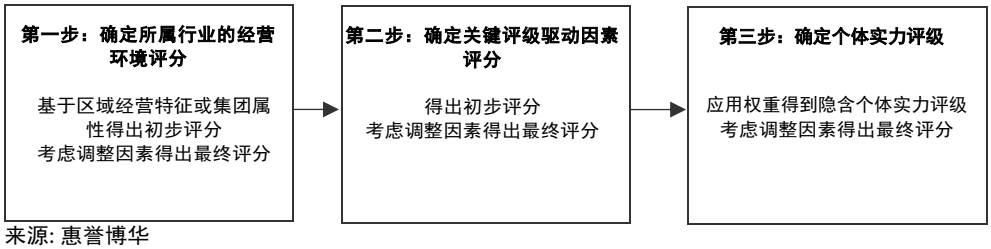
	典型权重
	系统重要性非银行金融机构
政府支持能力	
政府信用状况	高
金融体系规模	中等
金融体系结构	中等
政府财务灵活性	中等
政府支持意愿	
处置立法	低
支持立场	中等
系统重要性	高
负债结构	中等
股权结构	中等

来源：惠誉博华

个体实力评级

概述

惠誉博华在评定非银行金融机构个体实力评级时遵循如下三个步骤。



来源: 惠誉博华

我们在公开报告中，将披露隐含评分和隐含个体实力评级以及相应各项调整。

第一步：确定所属行业的经营环境评分

隐含评分：经营环境评分按照“aaa”序列形式列示，我们通常对于存在区域经营特征的机构利用人均 GDP 矩阵作为评估依据，在此基础上我们会根据非银行金融机构所处行业的周期表现和属性进行调整；而对于存在集团协同经营特征的机构则考虑集团的内在影响。

调整和最终评分：对初步得出的隐含经营环境评分，我们会考虑是否进一步调整以得到最终的经营环境评分。具体调整的依据参见*经营环境*章节。

第二步：确定关键评级驱动因素评分

经营环境对受评主体信用状况具有综合影响，故其通常是个体实力评级的制约因素。隐含和最终关键评级驱动因素评分不得高于最终经营环境评分一个类别，但业务状况评分除外。

隐含评分：业务状况和财务状况的隐含评分是基于阈值得出，而管理和战略以及风险状况的评估没有指标与之对应，我们并不会用量化阈值得出隐含评分。各子行业的财务状况阈值在*非银行金融机构业务模式*章节有阐述。

按照经营环境对量化阈值分层通常适用于重资产非银行金融机构，以反映其业务模式和财务指标（尤其是减值风险）对经营环境的波动具有更高的敏感性。对于轻资产业务模式的机构，阈值则不进行分层。

惠誉博华运用三年平均值（如可行）来确定关键评级驱动因素的隐含评分，但资本和杠杆水平以及短期流动性指标则采用最新指标，这样更能反映指标未来的水平。

在某些情况下，对受评主体信用状况的评估可能同时涉及惠誉博华银行评级标准和非银行金融机构评级标准。例如，非银行金融机构可能转型为银行或金融控股公司，或收购银行子公司，或两者兼而有之。在这些情况下，惠誉博华会考虑将该实体与从事类似活动的银行和非银行金融机构进行比较。右侧列示了可能导致惠誉博华将银行评级标准作为主要标准的特征。

将银行评级标准作为主要标准的示例：

- 机构受与银行一样的审慎监管；
- 机构负债端大量依赖客户存款；
- 主要业务活动为类银行信贷业务。

来源：惠誉博华

调整和最终评分：如果关键评级驱动因素的隐含评分所处类别（如“bbb”类别）与我们评估一致，我们则通过分析判断在该类别基础上作子级微调（如“bbb+”、“bbb”、“bbb-”），并得出最终评分。或者，我们也可能将隐含评分调整出所处类别，这可能是因为某些分析因素并未充分反映在决定隐含评分的核心指标里，或者是因为周期性或结构性的特征导致历史指标无法可靠地预测未来。若进行调整，最终评分通常处于相邻类别之内，如我们调整“bbb”类别隐含评分，调整后的评分可能在“bb”或“a”类别内。

本评级标准在后续章节将介绍各项关键评级驱动因素的可能调整原因。如果出现调整原因中的描述，但不一定是全部，则可进行调整。对于财务状况的关键评级驱动因素，我们运用若干补充指标以确定是否对隐含评分进行调整。在确定评分时，惠誉博华通常将非银行金融机构的指标和特征进行同业对比。*附件 1* 展示了我们计算运用的核心和补充指标。下表概括地说明了关键评级驱动因素在“aaa”序列中被评为某一类别所应具备的特征，而*附件 3* 则对每项

关键评级驱动因素的每个类别的特征进行了详细描述，这些都为确定非银行金融机构关键评级驱动因素评分提供了重要指导。

关键评级驱动因素各分段典型特征

评分类别	描述
aaa	表现出极其强劲和稳定的特质，整体个体信用状况表现出最高质量，极不可能受到可预见事件的不利影响。
aa	表现出非常强劲和稳定的特质，整体个体信用状况表现出很高质量，不会受到可预见事件的严重影响。
a	表现出强劲和稳定的特质，整体个体信用状况表现出高质量，相较更高评分类别，该类别更容易受到不利经济环境的影响。
bbb	表现出良好特质，整体个体信用状况表现出较好质量，更容易受到不利经济环境的影响。
bb	表现出中等特质，投机级个体信用状况表现，在经济长期不利影响下表现脆弱。
b	表现出重大倒闭风险的特质，高度投机的个体信用状况表现，在经济不利影响下表现脆弱。
ccc 及以下	表现出确实可能倒闭的特质，整体个体信用状况表现出巨大的信用风险，在经济不利影响下表现脆弱。

来源：惠誉博华

第三步：结合各项关键评级驱动因素评分确定个体实力评级

隐含个体实力评级：惠誉博华通过运用*关键评级驱动因素权重*章节所示权重将评分相结合，确定非银行金融机构的隐含个体实力评级。具体方法为：每项关键评级驱动因素评分被赋予一个数值（“aaa”代表 1，“aa+”代表 2，以此类推），将这些数值乘以权重，然后将加权数值相加，得出最终数值，四舍五入后再换算成“aaa”序列（1 代表“aaa”，2 代表“aa+”，以此类推）。

调整和最终个体实力评级：惠誉博华在*关键评级驱动因素权重*章节描述了个体实力评级调整的三个原因。

经营环境

经营环境评分反映了惠誉博华对非银行金融机构在所属行业和区域承受一定风险并创造业务增量能力的评估。通常，经营环境评分高于个体实力评级。经营环境评分较低情景下，经营环境可能会作为评级制约因素，因为惠誉博华预计低经营环境评分产生的脆弱性和波动性将多方面影响受评主体信用状况。

惠誉博华对非银行金融机构各子行业的经营环境评估方式进行了差异化评估，评估依据主要参考各子行业的行业、监管及其他内外部环境特征。

针对境内注册的非银行金融机构，若其具备显著全国性经营特征，一般情形下其隐含经营环境评分基准为 aa；对于具备明显区域经营特征的机构或行业，我们将采用该机构业务主要分布地区的人均 GDP 作为该行业经营环境评估的核心指标，通常使用三年平均值来得到隐含评分，但也会同时考虑周期性波动造成的数值偏差。下表展示了根据人均 GDP 得出的初步的隐含经营环境评分。对于区域经营特征的判断，我们通常考虑主营业务在所在地域的集中度，评估指标包括机构、资产和营业收入的集中度结构。在此基础上，我们会根据非银行金融机构所处行业的周期表现和属性进行调整。

对于注册地及主要经营业务在境外的非银行金融机构，其经营环境评分与其主要经营国家和地区的经济和发展情况高度相关。通常情况下由国际货币基金组织或世界银行等机构认定的发达国家，及人均 GDP 接近发达国家标准的经济体，其非银行金融机构的经营环境将获得较高评分。

隐含经营环境评分

人均 GDP(万元，3 年平均值)	aa	a	bbb	bb 及以下
省/自治区/直辖市	≥10	≥5	<5	
地级市	≥15	≥9	≥3	<3
地级市以下	≥25	≥10	≥4	<4

来源：惠誉博华

而对于具有明显集团协同经营特征的机构或行业，我们则会参考集团或实际支持主体的经营环境进行评估。如金融租赁公司，其业务发展前景、运营模式以及风险容忍度均与其母公司经营状况和战略息息相关，故我们会在集团或实际支持主体的基础上对非银行金融机构子公司的经营环境进行调整。

上述方式仅得出经营环境的初步评分，我们会充分结合受评主体的机构或行业内在特征对初步评分结构进行调整，以便更加充分、有效地反映其所处经营环境的风险特征。常见调整原因列示如下。

隐含经营环境评分的调整因素

调整因素	正面	负面
监管和法律框架	相对严格有力的监管和法律框架，存在明确有效的监管主体，能够有效保护债权人权利。	监管和法律框架相对薄弱，公司治理标准不完善或薄弱。
过往及未来人均GDP	未来的人均GDP可能会明显改善。 过往人均GDP低估了经济为非银行金融机构带来适中风险业务的潜力。	未来人均GDP可能会明显减弱。 过往人均GDP高估了经济为非银行金融机构带来适中风险业务的潜力。
区域重点	重点业务集中在经济明显强于全国平均水平的地区。	重点业务集中在经济明显弱于全国平均水平的地区。
区域行政级别	地区受到国家层面的高度重视，如计划单列市、副省级城市等。	n.a
跨区域/国际经营	对于在境外市场或跨区域有很大风险敞口/资产规模的非银行金融机构，其经营环境得分为各地区的加权平均。考虑到监管政策、机构特征和融资能力等因素，可能会赋予本地市场更高的权重。	
业务模式	若非银行金融机构业务模式内在的优势或风险未能充分反映，则可能进行相应调整。	
来源：惠誉博华		

业务状况

业务状况的评分反映了非银行金融机构的品牌实力和业务模式能够在多大程度上使其在控制风险水平的基础上新增和维持业务总量和收益水平。除非惠誉博华认为非银行金融机构的业务状况脱离了经营环境的框架，否则业务状况评估通常受经营环境评分的限制。

非银行金融机构所涵子行业众多，业务和收入规模差异明显。我们对业务状况的初步评估通常是以非银行金融机构在所属子行业的市场份额为起点。之后，我们可能会进行适当调整，调整因素如下表列示。

隐含业务状况评分的调整因素

调整因素	正面	负面
业务模式	存在产品或地域多样化，业务模式稳定，在低风险市场或板块拥有稳定长期客源，实现了长期稳定的收益。	产品或地域相对集中，业务模式易变，集中于高风险的市场/业务，收益不稳定；核心盈利能力或不良资产存在结构性问题。
	对核心产品或服务的法律/监管框架使得业务模式稳定并形成长期的相对竞争优势。	法律或监管方面的影响使得业务稳定性减弱且财务表现长期波动。
	战略清晰一致、市场透明度高、杠杆适度、资金来源稳定和资本供给持久使得市值风险得到良好管理。	市值风险升高，管理层对投资决策有高度的自由裁量权，风险变迁透明度低，加之高杠杆、资金的市场敏感度高或者资本缺乏持久来源。
市场地位	在核心产品市场占有很高的市场份额，议价能力强且存在规模效益，竞争压力较小，有强大稳定的客户关系。	市场份额小，议价能力弱，面临来自大型对手的巨大竞争压力，缺乏核心竞争力，严重依赖交易性业务而不是长期的客户关系。
集团优势和风险	受益于集团，客户和产品易于获取。	大集团中疲弱板块可能形成重大的传染风险。
组织架构	所有权结构大幅减少了风险管理和利润最大化之间的利益冲突。	发行人处于过于复杂或不透明的集团法人结构。所有权结构大幅增加了风险管理和利润最大化之间的利益冲突。
会计政策	会计政策使业务状况评分被大幅低估。	会计政策或非经常性收入使业务状况评分被大幅高估。
历史和未来发展趋势	品牌实力、业务模式或市场地位正在	品牌实力、业务模式或市场地位正在下降，

	提升，或已经提升。例如，战略或业务重点的积极变化或并购活动。	或已经下降。例如，战略或业务重点的消极变化或并购活动。

来源：惠誉博华

管理和战略

管理和战略的评估包括管理质量、公司治理、战略目标和执行四个方面。该项评估通常受到经营环境和业务状况的限制。管理和战略评分高于或低于最终业务状况评分通常是因下表调整因素所致。在较弱的经营环境下，公司治理问题通常会更普遍，战略目标更有可能随时间推移而变化或更具投机性，并且战略的执行通常更为困难。管理和战略得分有可能高于经营环境得分（例如，在疲软环境中出色运行的管理团队）。

管理的质量和有效性表面上看是一种主观评估，但切实证据表明通常管理的全周期有效性会对财务或风险指标产生影响。

确定管理和战略评分的重要因素

调整因素	正面	负面
管理质量	高级管理团队有深度和经验，稳定且可靠，以高度诚信的文化为基础。	高级管理团队表现偏弱，更替频率偏高或者过度依赖一个或多个关键人物。
公司治理	不适用	代表债权人利益的治理薄弱，存在或可能存在利益冲突；关联方交易量大，特别是在非市场对等条件下；财务报告或审计报告质量低、延迟或更新频率偏低。
战略目标和执行	存在清晰、一致和可实现的战略目标；过去数个阶段对既定目标均良好执行。	战略目标频繁更换或不现实；存在战略执行不力的记录；因正在进行合并、收购或重组，致执行风险上升。

来源：惠誉博华

风险状况

非银行金融机构的风险状况评分与其业务状况评分息息相关。风险状况的评分可能高于经营环境或业务状况的评分（例如，相对于经营环境或运营模式而言，存在“非典型”的极低风险状况），但同时要求资产质量持续保持优良且盈利长期稳定。

类似地，对于以信用风险为主要风险的非银行金融机构，其风险状况评分与资产质量评分密切相关，因为惠誉博华认为，资产质量指标反映了公司近期和未来的信贷准入情况。然而，如果惠誉博华认为，当前准入标准较资产质量指标推断的更为严格（例如，资产质量评分是之前宽松准入标准下形成的结果），则风险状况评分可能高于资产质量评分。相反，若当前准入标准较资产质量指标推断的更为薄弱（例如，因有利的经济条件所致，但该条件不可持续），则风险状况评分可能低于资产质量评分。

财务结果全周期的稳定性是风险状况评估的适用依据。风险状况高（激进）可以通过采用增强风险控制、抵押品和基于风险定价得到一定程度的缓解，但一般来说，风险状况高的非银行金融机构的评分范围通常低于那些惠誉博华认为风险状况适度或管理较好的非银行金融机构。此外，如果控制措施被视为薄弱或无效，那么即使是风险状况较低（偏审慎）的非银行金融机构的风险也可能会很高。

最典型的市场风险是利率风险，但惠誉博华也会评估其他重要且会影响盈利的要素，包括估值风险、衍生品风险和汇率风险。对于从事大量交易业务或跨境活动或资产负债结构承受更多汇率风险的机构，市场风险将更为显著。类似于证券公司，业务模式以大量交易活动为主，其风险评估通常用右表的各项指标。

市场风险指标
平均风险价值（VaR）/有形权益
每日做市交易收入/平均交易 VaR
做市交易收入/营业收入

来源：惠誉博华

风险控制评估也会考虑非财务风险，例如操作风险、声誉风险、诉讼风险、合规风险、ESG风险或网络风险，特别是在具有重要影响的情况下。

确定风险状况评分的重要因素

调整因素	正面	负面

授信标准	始终专注于低风险的借款人和行业。	信贷投放大幅集中于高风险客户或领域或者关联方。
	投资组合在借款方、行业和地域方面高度分散。	投资组合高度集中。
	大量的抵押或担保贷款且估值稳健。	大量无担保贷款或押品评估激进。
交易对手风险/投资风险管理	大量低风险证券和交易对手风险敞口。	大量高风险交易对手和证券风险敞口，特别是所投证券流动性差或无市场报价。
风险控制	系统、模型、汇报和决策机制促使有效地监控、缓释和管理风险。	风险基础设施不能有效监控、缓释或管理风险敞口。
市场风险	市场风险敞口适中且管理得当，包括利率风险（结构性或通过交易活动）、汇率风险和其他市场风险。	市场风险敞口大，且未得到有效缓释或管理。
		与交易活动相关的资产或利润占比高。
业务增长	资产负债表扩张或业务规模增长较低或适中，可有效控制增长对资产质量和资本水平的影响。	实际信贷或业务增速高（经通货膨胀和汇率调整），特别是高增速并非基于以下三种情形：（i）过往基数较低；（ii）市场/行业信贷渗透率低；或（iii）逆周期中其他业务被动收缩。
操作和其他非财务风险	操作风险相关的基础设施完备，过往因操作风险造成的损失低。	操作风险和其他非财务风险升高，例如声誉风险、诉讼风险、合规风险和网络风险。
		对上述风险的管理存在重大缺陷。

来源：惠誉博华

资产质量/资产业绩

对于非银行金融机构，资产质量或资产业绩作为关键评级驱动因素的权重因业务模式和资产负债表利用程度不同而有明显差异，该部分将在非银行金融机构子行业章节分别概述。

资产质量与重资产业务模式更为相关，因为薄弱的资产质量可能会损害非银行金融机构的表内偿付能力，并最终损害其对债权人债务履行的能力。惠誉博华对资产质量的分析专注于主要资产风险，如贷款、应收融资租赁款或其他租赁资产，如有必要，也会分析其他表内外的风险敞口，如金融投资。

对于轻资产的非银行金融机构，资产质量则可能是次要因素，甚至可能不适用。取而代之的则是资产业绩。例如，对于投资管理公司，重点是资金流的绝对值和相对值，以便了解公司增加和维持资产管理规模（AUM）的能力。

对于投资公司和投资基金，惠誉博华会综合考虑资产业绩和资产质量。资产业绩旨在说明市场价值升值或贬值对未偿债务所押资产的价值的影响，同样也说明了投资公司或其投资经理的标的选择能力。资产质量反映了作为未偿债务押品的投资标的的资产质量，以及从所投资公司处收到股息和利息收入的质量/可靠性。

相关基准量化指标详见*非银行金融机构业务模式*章节。

隐含资产质量/资产业绩评分的调整因素

调整因素	**正面**	**负面**
抵押品和拨备	拨备覆盖率很高； 抵押或担保充分的贷款占比高。	拨备覆盖率低；主要为无担保贷款。
贷款核销或折旧/减值政策	不良贷款生成率低，残值风险低，损失确认/核销/折旧政策审慎，不良贷款很大程度上是由历史遗留的风险敞口造成。	不良贷款规模大，残值风险高，损失确认和折旧政策激进，不良贷款被大量核销或处置。
贷款分类政策	贷款分类政策审慎。	大量高风险贷款未被认定为不良贷款。
集中度；资产业绩	对于重资产业务模式，投资组合/产品在借款人、交易对手、行业、地域或资产类别方面实现有效分散。	对于重资产业务模式，投资组合/产品在借款人、交易对手、行业、地域或资产类别方面高度集中。
	对于投资管理公司，管理资产在配置策略（如权益、固收或另类投资）、结构或地域方面实现有效分散。	对于投资管理公司，管理资产在配置策略（如权益、固收或另类投资）、结构或地域方面高度集中。
	对于投资公司/投资基金，投资组合有效分散，资产流动性良好，从所投资公司处收到股息和利息收入的质量/可靠性表现优于同业。	对于投资公司/投资基金，投资组合更加集中，资产流动性有限，从所投资公司处收到股息和利息收入的质量/可靠性表现弱于同业。
非贷款敞口	表内非贷款/租赁资产风险低于贷款/租赁资产，且占比高。	表内非贷款/租赁资产或表外敞口的风险高于贷款/租赁资产，且占比高。
授信标准	授信准入承担的风险低于当前财务指标	授信准入承担的风险高于当前财务指标

	所反映的风险。	所反映的风险。
业务增速	去杠杆使得贷款规模大幅收缩，导致不良贷款率上升。	贷款高速增长使得不良贷款率下降但潜在风险可能积压。
风险状况和业务模式	风险状况良好或业务模式风险偏低的非银行金融机构的资产质量表现往往更强劲且波动小。	风险状况偏弱或业务模式风险高或资产分类风险高的非银行金融机构更有可能导致未来资产质量严重恶化或大幅波动。
相对规模/AUM资金流动	对于投资管理公司，公司或基金能够较同业更好地形成可预测的资金流入或更好地管理资金流出节奏。	对于投资管理公司，公司或基金管理资产的资金流出量长期高于同业，或管理资产资金流出或资本赎回的可能性更大。
历史和未来指标	不良贷款率可能会改善，例如，由于战略或业务重点的积极变化、并购活动或经济/信贷周期变得更有利。	不良贷款率可能会恶化，例如，由于战略或业务重点的消极变化、并购活动或经济/信贷周期变得更不利。

来源：惠誉博华

收益和盈利能力

对于重资产业务模式，收益和盈利能力分析专注于发行人承受相应风险产生经常性利润的能力，以此来巩固资本或反过来侵蚀资本。惠誉博华主要关注投资组合收益率、资产回报率和净资产回报率三项指标，也会考虑经风险调整后的利润率以评估相对于其所承担风险的盈利水平。盈利质量方面则更注重以现金流为基础的经常性核心盈利的评估，主要是利息净收入、租赁和佣金收入，而不是非经常性损益、非现金收益或衍生品或投资形成的市场浮动收益。

对于轻资产发行人，则更专注于盈利的稳定性和质量以及在经济周期产生持续现金流的能力。衡量现金流盈利能力的主要指标是息税折旧摊销前利润率（EBITDA 利润率）。投资管理公司的收益和盈利能力分析则主要基于与佣金收入相关的盈利指标，如(F)EBITDA 利润率。EBITDA 可能会剔除那些被认为随着时间推移波动较大的收入，或剔除折旧费用（如果该折旧费用属于经常性运营费用，且租赁资产预计不会发生重大变化）。

相关基准量化指标详见*非银行金融机构业务模式*章节。

EBITDA计算公式[a]

税前利润
+利息支出
+折旧
+摊销
+/-对非经常性项目的调整
+/-其他（如非现金项目）
=EBITDA

[a] 对于投资管理公司，惠誉博华通常使用基于管理费的 EBITDA (FEBITDA)。
来源：惠誉博华

隐含收益和盈利能力评分的调整因素

调整因素	正面	负面
收益稳定性	多个经济周期收益波动较小。	收益在周期或近期结构性疲弱中表现出高波动性。
投资组合风险	业务模式/资产分类政策为低风险表现提供了支持。	业务模式/资产分类政策更容易受到周期波动的影响。
收入多元化	收入源自多个分散条线，业绩相关性低。通过影响战略提升上游股利现金流的质量。	高度依赖单一或集中的业务条线或收入流。存在监管风险上升或其他阻碍上游股利现金流的因素。
经风险调整的盈利能力	经风险调整的盈利能力强于同业。	经风险调整的盈利能力弱于同业。
历史和未来指标	核心收益指标可能会有所改善，例如，由于战略或业务重点的积极变化、并购活动或经济/信贷周期变得更有利。	核心收益指标可能会弱化，例如，由于战略或业务重点的消极变化、并购活动或经济/信贷周期变得更不利。

来源：惠誉博华

资本和杠杆水平

在资本和杠杆水平评估方面，惠誉博华会优先关注监管要求的资本指标；其次，对重资产业务模式主要关注有形权益，而对轻资产业务模式则更关注现金流杠杆指标。公司资本的质量和绝对规模是评估重资产业务模式的基础评估因素，其能够为意外或突发损失提供缓冲。

若资产证券化是受评主体的核心融资形式，惠誉博华通常会将相关的资产和负债纳入杠杆率的测算中，因为资产证券化被视为一种担保融资形式。资产证券化通常是无追索权的，其侧面反映了发行人的一些倾向，包括投资组合的结构管理或者通过支持资产证券化来维持其市场准入。不过，惠誉博华可能会同时考虑公司债务口径和合并债务口径的杠杆率，如果特殊目的载体与发行人的核心业务充分隔离，惠誉博华会更侧重于公司债务口径的测算（即不包含资产证券化债务）。对于轻资产业务模式的杠杆率计算，惠誉博华更倾向于将资产证券化排除在外，因为资产证券化更多是形成管理费用的手段而非为核心业务活动提供融资。

有形权益计算公式

所有者权益
-商誉和无形资产
-递延所得税资产
-少数股东权益中不具备损失吸收能力的部分
+混合资本工具权益部分
=有形权益

来源：惠誉博华

有形权益的测算扣除了商誉、无形资产、递延所得税资产和不能吸收损失的非控股权益，包括了混合资本工具的权益部分。

隐含资本和杠杆水平评分的调整因素

调整因素	正面	负面
拨备覆盖率和资产估值	拨备覆盖率很高。 正常类贷款评估以及投资或其他资产的估值较为保守。	拨备覆盖率很低。 正常类贷款评估以及投资或其他资产的估值较为激进。 高风险资产或固定资产规模较大。
风险状况和业务模式	业务模式或资产分类政策有助于提升现金流的稳定性和可预测性，从而减少业绩周期性波动的影响，提升高杠杆的容忍度；风险分散程度好。	业务模式或资产分类更容易受到业绩波动的影响，变现取决于流动性较差的资产的出售，使得杠杆容忍度降低；对单一借款人、交易对手、行业或资产类别的集中度较高。
有形权益/杠杆测算	披露的有形权益剔除了部分惠誉博华认为具备损失吸收能力的项目。	披露的有形权益包括不具备损失吸收能力的项目。双重杠杆率过高。
总杠杆和净杠杆	如果发行人在压力期持续保持较高的现金储备，明确持有现金以备近期到期债务，或采取其他主动预防性的流动性措施，惠誉博华可能会更关注净杠杆。	不适用
盈利能力、分红和业务增长	盈利能力强或留存率高；预期业务低增长。	低收益能力、高分红或高回购导致低利润留存；重大资本抽逃风险增加；预期业务高增长。
资本灵活性和日常支持	必要时在市场上获取资本的能力很强；股东或实控人预计在需要时能够提供资本支持日常业务增长。	必要时在市场上获取资本的能力有限；母子公司之间的资本流动受到严苛限制。
资本规模	资本规模的绝对值大。	资本规模的绝对值小。
历史和未来指标	上一个报告期后增资或计划增资；与历史数据相比，未来的杠杆政策更加保守。	上一个报告期后减资或计划减资；与历史数据相比，未来的杠杆政策更加激进。

来源：惠誉博华

相关基准量化指标详见*非银行金融机构业务模式*章节。如果受评主体的风险状况和经营业绩由多项业务活动共同构成，惠誉博华则将尝试将债务分配给不同的业务线，并根据相关基准指标评估各业务线的杠杆水平。

惠誉博华还会考虑双重杠杆率。双重杠杆率的定义是对子公司的股权投资与控股公司的无形资产之和，除以控股公司的所有者权益，即表现为在母公司层面发行债务向下作为股权注入子公司。如果双重杠杆率持续偏高（即超过母公司所有者权益的 120%或以上），且未采取缓释措施，这通常会导致母公司（评级较低）与其子公司（评级较高）之间的评级差异加大（通常为一个子级），尤其是在涉及受监管子公司的情形下，因为这些实体的向上分红可能会受到限制。

融资和流动性

融资和流动性评分反映了非银行金融机构履行短期债务的能力，更广义地说，是其融资和维持运营的能力。大量债务近期到期或特定期限集中到期可能被视为评级限制因素。

惠誉博华会评估发行人的融资灵活性，包括其融资构成以及在不同市场发行多币种和不同期限结构的融资工具的能力，此外评估过程中亦会关注监管要求的流动性指标。惠誉博华也会考虑债务到期情况，近期到期债务的还款来源，任何重要的债务协议以及可调剂资源。与其他形式的担保融资一样，资产证券化也在评估范围之列，用于分析发行人融资策略以及作为额外资金来源和造成额外资产负担之间的利弊。考虑到资产证券化结构的自我清偿性质（即资产隔离和现金流的瀑布机制），惠誉博华在评估发行人的到期债务情况或流动性覆盖指标的分母时，通常不会将资产证券化债务包含在内。其他考虑因素包括发行人运营产生流动性的能力，非受限现金余额的便利性、未提取信贷承诺额度以及即将到期债务的偿还分配策略。

融资和流动性指标的适用因非银行金融机构业务模式而异，其在子行业章节中逐一阐述。最终评分可能根据下表所列调整因素进行调整。

如果非银行金融机构获得存款经营许可，则适用指标和评级标准将根据该机构对存款作为资金来源的依赖程度以及开展类似银行活动的程度进行调整。如果上述因素影响重大，发行人

当发行人遭受重大流动性压力或其他资金压力时，融资和流动性的权重就会增加。在这种情况下，融资和流动性可能被视为非银行金融机构个体实力评级的“最薄弱环节”（见关键评级驱动因素章节），并对评级产生更大的影响。
在考虑未提取的信贷承诺时，惠誉博华将其广泛定义为期限超过12个月合同形式的信贷承诺。
业务状况会对融资和流动性的评估产生重要影响，后者最终评分不得高于业务状况评分三个子级以上。

则可能会依据银行评级标准进行评级；而如果存款资金依赖度偏低和类银行活动不显著，则可能将银行评级标准作为次要适用标准。

相关基准量化指标详见*非银行金融机构业务模式*章节。

隐含融资和流动性评分的调整因素

调整因素	正面	负面
融资灵活性	融资渠道多元，近期到期债务占比低；在过往严峻的市场环境下依然能够获取充足及时的资金，已建立应急流动预案；可获得来自母公司或集团的日常流动性支持。	融资来源或期限集中，特别是近期到期的债务；在严峻的市场环境下，资金获取能力薄弱；市场融资深度有限或融资成本高于同业。
流动性覆盖情况	短期债务得到优质无担保流动资产的有力保障。	优质无担保流动资产对短期债务的覆盖程度低。
业务模式	业务模式稳定；短期流动性需求可预测且较小；便利的融资市场使得能够获取更加稳定或长期融资。	业务模式欠稳定；短期流动性需求多变或不可预测；资金市场不发达，或容易出现融资受限或无法融资的不稳定时期；监管驱使融资受限。
业务模式形成现金流的能力	非银行金融机构的业务模式能够产生大量现金流，尤其是在压力、经济下行或资本支出减少的时期。	不适用
外币流动性	不适用	外币流动资产对外币负债的覆盖率较低，特别是在货币兑换可能比较困难的市场。
可替代性	不适用	重要境外子公司或受监管子公司的资金流动在集团内部受到严格限制。
历史和未来指标	融资和流动性指标可能会有所改善，例如，由于战略或业务重点的积极变化、并购活动或经济/信贷周期变得更有利。	融资和流动性指标可能会弱化，例如，由于战略或业务重点的消极变化、并购活动或经济/信贷周期变得更不利。

来源：惠誉博华

支持评级

非银行金融机构最常见的支持来源是股东，政府支持则较为少见。若在分析中认定存在政府支持，其反映的主要是受评主体的系统重要性。若惠誉博华认为获得支持的不确定性很高，则发行人的长期主体评级可能仅基于其个体实力评级。

股东支持评级

惠誉博华授予股东支持评级时会考虑下表所列的关键评级驱动因素，包括股东的支持能力和支持意愿两个方面。通常，评估始于股东的长期主体评级，其与支持能力密切相关。之后，我们会根据下表所示的关键评级驱动因素考虑是否或在多大程度上从股东级别向下调整。在极少数情况下，子公司可能会被授予高于股东支持评级的长期主体评级，或因其个体实力评级更高或政府支持评级以及其他因素。当股东长期主体评级由潜在政府支持驱动，如系统重要性银行或国有企业，惠誉博华会考虑政府支持是否能流向子公司。

如果股东支持存在重大不确定性，股东和子公司的长期主体评级差距可能会上升。如果不确定性高，惠誉博华可能会将股东的个体实力评级（或生存力评级）而不是长期主体评级作为基准，用于评估股东的支持能力。

关键评级驱动因素——股东支持评级

	正面	中性	负面
股东支持能力			
股东层面监管	母公司监管机构和/或监管条例可能有利于母公司向子公司提供支持。	母公司监管机构/条例对支持子公司持中立态度。	母公司监管机构/条例可能限制支持，或支持所需的资本/税务支出可能会非常繁重。
	集团恢复处置计划使得子公司能够获得支持直至母公司违约。	母公司长期主体评级中反映的政府支持能否流向子公司存在一定不确定性。	母公司长期主体评级中反映的政府支持能否流向子公司存在重大不确定性。
相对规模	任何所需的支持相对于母公司提供支持的能力而言无关紧要。	对于母公司提供支持的能力而言，提供任何所需的支持的难度都不大。	所需的支持相对于母公司提供支持的能力而言相当繁重。
股东支持意愿			
子公司相对地位	是集团业务的关键组成部分，或是向核心市场提供集团的核心产品/服务，或与政府政策高度一致。	与母公司存在强有力的协同作用，在具有战略重要性市场提供产品/服务或者与政府政策目标适度一致。	与母公司的协同作用有限，不在目标地区或市场运营，或与政府政策目标关联度弱。
	很难实现出售；处置将显著改变集团的整体布局。	没有出售计划，尽管出售不会从根本上改变集团的整体品牌影响力。	存在出售可能，或可能已经出售；处置对集团没有重大影响。
声誉风险	违约会给母公司带来巨大的信誉风险，并会严重损害其品牌。	对母公司造成的信誉风险很高，有可能会对集团其他部门产生重大的负面影响。	信誉风险对母公司而言很可能是可控的。
	子公司与母公司共享品牌。	子公司品牌是母公司与其自身品牌的结合。	子公司拥有独立于母公司的品牌。
协同性	管理和运营整合度高；资本和资金在很大程度上存在可替代性；子公司实际上是按照分支机构进行运营。	管理层独立性强；对资本和资金转移存在操作层面/监管层面的限制。	管理层独立性明显；对资本和资金转移存在明显操作层面/监管层面的限制。
	全资控股或绝对控股（通常超过 75%）。	所有权低于 75%，但少数股东对子公司业务的影响有限。	所有权低于 75%，且少数股东对子公司运营的影响显著。
支持记录	支持确定性极高，反映了资本/资金的高度整合和可替代性。	在需要时及时提供了充分的支持，或是之前没有需要支持的先例。	已经提供支持，但存在些许延迟，或者在支持规模上，相对于子公司的需求而言不够充足。
子公司业绩前景	在支持集团目标方面有着长期的成功记录，且该情况很可能会持续。	成功运营记录有限或长期前景一般。	业绩记录表现欠佳，或是对子公司的长期生存存在疑问。
法律承诺	母公司对子公司支持有强有力的法律承诺或存在监管支持要求。	母公司做出了没有约束力的支持子公司的承诺。	母公司尚未做出任何支持子公司的法律承诺。
	潜在的母公司债务加速清偿产生强烈的动机防止子公司违约。	潜在的母公司债务加速清偿产生一定的动机防止子公司违约。	子公司违约不会触发母公司债务的加速清偿。

来源：惠誉博华

母子公司关系的本质

支撑母公司核心业务的非银行金融机构子公司（如，自有品牌下属汽车金融公司或集团财务公司）更容易获得支持。如果母公司受到严格监管（如，银行和保险公司），我们也会考虑监管层面对资本/流动性的要求来评估对母公司支持能力的影响。如果子公司（如，下属财务公司）由监管较为宽松的非金融机构股东控制，则监管的影响权重则相对较低。

在评估地方政府支持能力时，惠誉博华会参考地方政府信用状况。惠誉博华也会考虑地方政府与非银行金融机构之间是否存在重要关系。最后，非银行金融机构在当地金融和经济体系的系统重要性也会纳入考量。

自下而上支持体系

在特定情况下，如果自上而下的支持体系不适用，但又存在一定的支持可能和支持来源使得结果高于个体实力评级，惠誉博华可能会以非银行金融机构的个体实力评级为基础向上调整子级。这种情况不会授予政府支持评级或股东支持评级，因为惠誉博华通用的支持评级本质上是在不改变支持观点的情况下发行人长期主体评级的最低水平，而这和自下而上的支持体系是不同的。

如果股东投资期限较长，子公司与支持提供方存在一定的战略或管理一致性或者有资金提供证据或两者兼而有之，惠誉博华可能会考虑支持并从非银行金融机构的个体实力评级上向上调整。我们会考虑下表所列因素来判断是否上调或上调多少子级。

长期主体评级（运用自下而上的支持体系）通常不能高于自上而下评估所得的评级结果，而后者被认为更加保守。上述限制要求可能不适用于多层次支持的情况，以避免过度或重复支持，例如一家机构同时受益于政府和母公司的支持，或者一家机构受益于多个潜在支持方。

自下而上提供支持的限制（基于支持方角度考虑）

支持方级别	子级上调上限
“A”类别及以上	不高于五个子级
“BBB”类别	不高于两个子级
“BB”类别及以下	不上调

来源：惠誉博华

关键评级驱动因素——自下而上支持体系

	自个体实力评级向上调整 3-5 个子级	自个体实力评级向上调整 1-2 个子级	等同于个体实力评级
股东支持能力	股东长期主体评级（或个体实力评级/生存力评级）反映其支持能力很强。	股东长期主体评级（或个体实力评级/生存力评级）反映其支持能力适中。	股东长期主体评级（或个体实力评级/生存力评级）反映其支持能力偏弱。
股东支持意愿			
与支持主体的关联度	产品/服务关联度较高，能够为股东竞争实力提供一定益处，或与政府政策具备更高的一致性。股东投资周期较长，但属于非战略性投资或是少数股东权益。	产品/服务关联度适中，能够为股东竞争实力提供益处，或与政府政策一致性适中。股东投资周期较长，但属于非战略性投资或是少数股东权益。	子公司在股东的业务活动中并未发挥重要作用。股东投资属于非战略性且投资期限短或存在不确定性。
声誉风险	违约会给股东带来一定但可控的声誉风险。可能存在较大的品牌联动。	违约给股东带来的声誉风险很低。可能存在一定的品牌联动。	违约给股东带来的声誉风险很低。品牌独立。
整合度	可能具有较高的整合度或管理联动。	可能具有适中的整合度或管理联动。	不存在整合或管理联动。
历史支持记录	较大的资金支持。	中等的资金支持。	没有支持。

来源：惠誉博华

政府支持评级

政府支持评级通常是中央政府可能提供的援助。若非银行金融机构的业务活动与宽泛的金融体系结合密切，惠誉博华可能会考虑其系统重要性。

政府支持评级的起点是政府信用状况，尽管政府信用状况反映的是惠誉博华对政府偿还自身债务可能性的看法，但在实践中，这通常与政府财务灵活性，进而与其向金融体系提供支持的能力密切相关。

系统重要性非银行金融机构

如果非银行金融机构被认为具有系统重要性，我们则会以政府信用状况为起点。惠誉博华会考虑下表所列因素，主要关注政府对金融体系的支持意愿和能力以及发行人的特殊性。我们会逐一评价下表关键评级驱动因素并给予“正面”、“中性”和“负面”的评估，并基于此在政府信用状况的基础上进行子级调整。发行人的政府支持评级也会考虑市场内的其他系统重要性金融机构（如，银行）的政府支持评级。

关键评级驱动因素——系统重要性非银行金融机构的政府支持评级

	正面 [a]	负面 [a]
政府支持能力		
金融体系规模	“贷款/GDP”比率低，在经济下行时对大额损失的脆弱性低/适度。	“贷款/GDP”比率高，在经济下行时对大额损失的脆弱性适中/高。
金融体系结构	低/中等系统集中度，股权主要由实力强劲的股东持有，降低了政府的或有责任。	高系统集中度，实力强劲的股东持有少量股权。
政府财务灵活性	政府债务较低和/或良好的市场融资渠道。金融系统的资金主要来自长期/稳定的本地资金。	政府债务较高和/或不确定的市场融资渠道。金融系统存在大量短期非本地资金。
政府支持意愿		
处置计划	不适用	处置计划中存在高级债权人承担损失的可能性，而且监管部门很可能采用相关条款。
支持立场	政府曾对辖内机构提供了及时有力的支持。关于支持金融体系的声明始终很强。	过往存在重大违约或对支持及时性的担忧，导致支持立场摇摆；持续声明高级债权人的权益需通过内部纾困方式解决。

系统重要性	对金融体系具有很高的系统重要性和极高的传导风险；市场份额显著领先或具有高度战略政策职能。	中度或低度系统重要性，更有限的传导风险或有限的政策职能。
负债结构	负债结构中需内部纾困解决的高级债务占比有限。	负债结构中拥有大量的离岸/批发融资，政府要求内部纾困，也不会影响金融稳定。
股权结构	政府战略性控股，或与政府关系密切的企业股东控股。	外资控股，或与政府关系偏弱的企业股东控股。

[a] 在决定如何为每项关键评级驱动因素评分时，我们会考虑哪项描述从整体上看最能反映发行人的情况。如果“正面”或“负面”均不适用，关键评级驱动因素则评为“中性”。

来源：惠誉博华

获得正面或负面评分的关键评级驱动因素对特定发行人政府支持评级的影响程度取决于所分配的权重。典型的权重设置在*关键评级驱动因素权重——政府支持评级*中列示。

非银行金融机构业务模式

本章节概述了非银行金融机构的核心和补充财务指标。各项关键评级驱动因素的核心指标最具解释力。惠誉博华对下表中从事不同主营业务的各类别机构均按照资产负债表利用程度加以分类，轻重资产业务模式适用不同的财务指标，本页第二个表格列示了轻重资产模式的典型区分因素。部分机构的业务模式可能同时兼具轻重资产模式，通常会评估对发行人风险状况和财务表现更具影响力的业务模式。

非银行金融机构分类及相应业务模式

类别	子类别	主营业务	资产负债表利用程度
租赁和金融公司	零售金融	汽车金融	高
		消费金融	高
	商业金融	对公信贷	高
		集团财务公司	高
	融资租赁	飞机/发动机租赁	高
		集装箱租赁	高
		船舶租赁	高
		设备租赁	高
		货车租赁	高
		轨道交通租赁	高
证券公司	经纪自营	-	高
	中间做市商	-	低
	零售经纪和财富管理	-	中等
投资管理公司	传统投资管理公司	–	低
	投资公司	–	高

来源：惠誉博华

非银行金融机构轻重资产模式的典型区分因素

项目	重资产非银行金融机构	轻资产非银行金融机构
表内有形资产规模	大	小
表内信用风险、市场风险和残值风险敞口	大	小
主要盈利来源	净息差、分红/利息收入、交易投资收益	手续和佣金收入、服务费、数据和信息销售费用
资金主要用途	放贷、投资、购买租赁资产、购买债券	并购、资本支出、提高股本回报率
核心业务对资金依赖度	高	低
债务偿还的核心资源	表内资产的清偿	形成现金流、未来合同现金流的货币化

来源：惠誉博华

租赁和金融公司

本节涵盖了轻重资产模式下的租赁和金融公司财务状况的关键评级驱动因素的核心指标、补充指标及其他分析要素。由于轻资产模式的租赁和金融公司受经营环境波动的直接影响较小，表内资产减值风险有限，故不对其采用经营环境分层的评分基准。

资产负债表利用程度是惠誉博华应用核心和补充指标从而得出租赁和金融公司隐含关键评级驱动因素评分的首要决定因素。重资产租赁和金融公司通常采用资产负债表导向指标来评估，而轻资产租赁和金融公司则根据现金流导向指标来评估。

资产质量

租赁和金融公司资产质量的核心指标是减值和不良比率。补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*资产质量*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

资产质量补充指标

减值准备/减值贷款或租赁资产
（减值贷款或租赁资产-减值准备）/有形权益
（核销额-回收额）/当期平均贷款或租赁资产额
租赁资产处置的收益或损失/出售时租赁资产账面价值

来源：惠誉博华

资产质量基准 – 租赁和金融公司

		隐含评分				
指标	**经营环境评分**	**aa 及以上**	**a**	**bbb**	**bb**	**b 及以下**
减值和不良比率(%)	“aa”类别及以上	x≤1.0	1.0<x≤2.5	2.5<x≤4.0	4.0<x≤6.0	x>6.0
	“a”类别	x≤0.8	0.8<x≤1.5	1.5<x≤3.0	3.0<x≤6.0	x>6.0
	“bbb”类别		x≤1.0	1.0<x≤3.0	3.0<x≤5.0	x>5.0
	“bb”类别			x≤1.0	1.0<x≤4.0	x>4.0
	“b”类别及以下				x≤1.0	x>1.0

注：如果我们认为季度数据受到季节性的不适当影响，而不能反映长期资产质量趋势，惠誉博华可能会排除季度数据或对其进行标准化处理。
来源：惠誉博华

惠誉博华对租赁和金融公司资产质量的评估主要侧重于贷款或租赁资产的减值，但也考虑逾期、净核销和损失准备金率等因素。惠誉博华基于公司的授信标准和明确的风险偏好，评估上述指标随时间推移以及在市场周期中的表现，并会将这些衡量指标与同业公司进行比较。

对于商业贷款公司和设备租赁公司，投资组合的颗粒度、行业集中度、贷款价值比以及残值风险是重要的考量因素。对于一般租赁公司而言，因租赁协议的期限和租赁设备的类型不同，承租人的信用水平重要性可能偏低。

对于租赁公司，惠誉博华的考虑因素包括发行人收回和处置抵押品的能力、处置渠道的灵活性以及发行人应对市场变化迅速去库存或重新签约的能力。在评估折旧政策的有效性时，会考虑抵押品出售收益与残值的时间关系。

收益和盈利能力补充指标

税前利润/平均净资产
租赁资产处置的收益或亏损/税前利润
营业费用/营业收入
折旧费用/营业收入
税前营业利润/营业收入

来源：惠誉博华

收益和盈利能力

重资产模式租赁和金融公司收益和盈利能力的核心指标是税前利润/平均总资产，而轻资产模式的公司则是 EBITDA/营业收入。补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*收益和盈利能力*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

收益和盈利能力基准 - 租赁和金融公司 [a]

		隐含评分				
指标	**经营环境评分**	**aa 及以上**	**a**	**bbb**	**bb**	**b 及以下**
税前利润/平均总资产(%)[b]	“aa”类别及以上	x>1.5	0.7<x≤1.5	0.2<x≤0.7	0<x≤0.2	x≤0
	“a”类别	x>2.2	1.0<x≤2.2	0.5<x≤1.0	0.2<x≤0.5	x≤0.2
	“bbb”类别		x>2.0	1.2<x≤2.0	0.5<x≤1.2	x≤0.5
	“bb”类别			x>2.5	1.0<x≤2.5	x≤1.0
	“b”类别及以下				x>4.0	x≤4.0
EBITDA/营业收入(%)[cd]	通用	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10

[a] 不适用于主营飞机租赁公司，另有列示。
[b] 适用于重资产模式。
[c] 适用于轻资产模式。
[d] 由于轻资产模式的租赁和金融公司受经营环境波动的直接影响较小，表内资产减值风险有限，故对其不采用经营环境分层的评分基准。
来源：惠誉博华

在评估盈利质量时，主要聚焦对经常性现金收益的评估，主要是净利息、租赁和手续费收益，而不是衍生工具或投资产生的非经常性损益、非现金收益或按市值计算的收益。

成本结构的灵活性也是收益和盈利能力的考量因素。运营成本与收入、贷款或租赁资产相关，包括可变成本和固定成本，更低的信用损失或更高的资产收益率可能优化成本结构。折旧费用对于租赁公司来说通常是一个重要的非现金项目，惠誉博华认为这是一项重要的成本考量因素，因为这类公司通常需要不断更换经营租赁中涉及的设备，并保持一定的经营年限。

对于一些租赁和金融公司，如专营飞机租赁的公司，我们根据其风险和业务模式使用了不同的基准和阈值。

收益和盈利能力基准 – 飞机租赁公司

指标	经营环境评分	隐含评分				
		aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
净利差(%)	“a”类别	x>15	5<x≤15	2<x≤5	1<x≤2	x≤1
	“bbb”类别		x>15	5<x≤15	1<x≤5	x≤1
	“bb”类别			x>15	5<x≤15	x≤5
	“b”类别及以下				x>15	x≤15

来源：惠誉博华

资本和杠杆水平

重资产模式下的租赁和金融公司资本和杠杆水平的核心指标是总债务/有形权益。最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*资本和杠杆水平*中的调整因素在隐含评分的基础上进行调整。部分租赁和金融公司遵循监管部门的资本要求，惠誉博华将对该类公司优先采用核心一级资本充足率评估其资本和杠杆水平。该类公司包括金融租赁公司、汽车金融公司、财务公司和消费金融公司等。

资本和杠杆水平补充指标
有形权益/有形资产
（净利润-分红-股票回购）/期初所有者权益

来源：惠誉博华

轻资产模式下的租赁和金融公司，资本和杠杆水平的核心指标为总债务/EBITDA。

资本和杠杆水平 - 租赁和金融公司

指标	经营环境评分	隐含评分				
		aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
总债务/有形权益(x)[a]	“aa”类别及以上	x<1.0	1.0≤x<3.0	3.0≤x<5.0	5.0≤x<8.0	x≥8.0
	“a”类别	x<0.8	0.8≤x<3.0	3.0≤x<5.0	5.0≤x<7.5	x≥7.5
	“bbb”类别		x<0.75	0.75≤x<4.0	4.0≤x<7.0	x≥7.0
	“bb”类别			x<0.6	0.6≤x<5.5	x≥5.5
	“b”类别及以下				x<0.5	x≥0.5
总债务/ EBITDA (x)[bd]	通用	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5
核心一级资本充足率(%)[ac]	“aa”类别及以上	x≥12.0	12.0>x≥9.0	9.0>x≥7.5	7.5>x≥5.0	x<5.0
	“a”类别	x≥15.0	15.0>x≥10.0	10.0>x≥8.0	8.5>x≥6.0	x<6.0
	“bbb”类别		x≥15.0	15.0>x≥10.0	10.0>x≥7.0	x<7.0
	“bb”类别			x≥16.0	16.0>x≥8.0	x<8.0
	“b”类别及以下				x≥15.0	x<15.0

[a] 适用于重资产模式。
[b] 适用于轻资产模式。
[c] 监管指标优先适用。
[d] 由于轻资产模式的租赁和金融公司受经营环境波动的直接影响较小，表内资产减值风险有限，故对其不采用经营环境分层的评分基准。
来源：惠誉博华

融资和流动性

对于重资产模式下的租赁和金融公司，惠誉博华会使用两个核心指标：（1）无担保债务/总债务以及（2）流动资产和未提取的信贷承诺额度之和/短期债务，来评估其财务灵活性和短期偿债能力。对于轻资产模式，惠誉博华更倾向于利息覆盖倍数，并用短期流动性作为补充指标。当重资产机构涉及大量资本支出和订单承诺，惠誉博华会考虑对债务和其他合同义务的现金覆盖程度，并在必要时作进一步调整。在支付优先股息的情况下，惠誉博华还将计算包含利息支出和优先股股息的 EBITDA 覆盖倍数。此外评估过程中惠誉博华亦会关注监管要求的流动性指标。

融资和流动性补充指标

（短期债务+1 年内到期的长期债务）/总债务
EBITDA/利息支出
可支配资产/无担保债务
股息/净利润

来源：惠誉博华

补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑 *个体实力评级*章节中*融资和流动性*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

惠誉博华将把重点放在无担保债务占总债务的百分比上，进而会关注可支配资产与无担保债务的相对关系，即是否过度依赖担保融资而降低了融资灵活性。在考虑可支配资产时，惠誉博华还会根据融资协议和抵押资产中可能存在的留置权进行调整。

对于轻资产模式下的租赁和金融公司，惠誉博华通常会关注现金流指标，这里还会分析在下行情景下，公司短期内是否能够通过减少新资产的投资并从现有资产中回笼资金来保障自身流动性。

在评估融资渠道时，惠誉博华会观察融资渠道的多样性、已使用和未使用的授信额度、授信方的构成、与授信方客户关系的时间长度以及对授信的使用频率。

融资和流动性基准 - 租赁和金融公司

		隐含评分				
指标	**经营环境评分**	**aa 及以上**	**a**	**bbb**	**bb**	**b 及以下**
无担保债务/总债务 (%)[a]	“aa”类别及以上	x>80	60<x≤80	35<x≤60	15<x≤35	x<15
	“a”类别	x=100	80<x<100	40<x≤80	20<x≤40	x≤20
	“bbb”类别		x>95	75<x≤95	40<x≤75	x≤40
	“bb”类别			x>95	50<x≤95	x≤50
	“b”类别及以下				x>95	x≤95
EBITDA/利息支出(x)[bc]	通用	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3
（流动资产+未提取信贷承诺）/短期债务(x)[a]	“aa”类别及以上	x>3.5	2<x≤3.5	1<x≤2	0.75<x≤1	x<0.75
	“a”类别	x>3.5	2<x≤3.5	1<x≤2	0.75<x≤1	x≤0.75
	“bbb”类别		x>2	1<x≤2	0.75<x≤1	x≤0.75
	“bb”类别			x>2.5	1<x≤2.5	x≤1
	“b”类别及以下				x>3	x≤3

[a] 适用于重资产模式。
[b] 适用于轻资产模式。
[c] 由于轻资产模式的租赁和金融公司受经营环境波动的直接影响较小，表内资产减值风险有限，故对其不采用经营环境分层的评分基准。
来源：惠誉博华

评估发行人短期融资状况和流动性需求也是一项重要考虑因素。惠誉博华在评估近期到期或集中到期有关的风险时，会考虑资产期限结构、发行人生成现金流的能力和应急流动性的有效性。

关于应急融资计划，惠誉博华预计投资级租赁和金融公司已制定应急计划，让该实体能够应对长期市场流动性和融资的不利环境。应急融资计划对拥有大量订单的融资租赁公司具有更为重要的意义，特别是考虑到该类公司需要在不同经济环境下取得融资。大量订单问题在飞机、轨道交通和集装箱租赁领域更为普遍。出租人订单规模要与其资产负债表规模、现有机队、运营和营销能力、下单时承诺租赁到位程度和历史增资记录等因素进行综合考量。

当资产证券化活动占比很大时，惠誉博华可能会将证券化后的应收账款的质量与其他应收账款的质量进行比较，以确保不会出现“随意选择”或“逆向选择”。惠誉博华也可能评估其所发起资产的流动性。如果惠誉博华认为特定资产的二级市场流动性较低，则增加额外的资本金和/或流动性来支持该特定资产是适当的。此外，如果公司过度依赖资产证券化作为融资的来源，惠誉博华可能会考虑自愿支持无追索权债务的可能性。

在特定情况下，惠誉博华可能会评估合同条款及安全性。合同条款违约可能被视为实体风险状况或财务灵活性出现重大变化，可能对其融资和流动性评估产生负面影响。尽管技术上的违约（如财务条款违规）通常可豁免，但通常要付出极大代价。

证券公司

本节涵盖了轻重资产模式下的证券公司财务状况的关键评级驱动因素的核心指标、补充指标及其他分析要素。按业务活动划分轻重资产类型的典型示例如右表所示。对于同时兼具轻重资产业务的证券公司，惠誉博华通常会同时评估其现金流指标和资产负债表指标。由于轻资产模式的证券公司受经营环境波动的直接影响较小，表内资产减值风险有限，故不对其采用经营环境分层的评分基准。

证券公司各类型业务的资产负债表利用程度

业务活动	资产负债表利用程度
做市交易	高
主经纪商业务	高
自营交易	高
证券承销	高
融资类业务	高
经纪业务	低
财务顾问	低
交易后服务	低
投资管理	低

来源：惠誉博华

资产质量

对于重资产模式的证券公司，由于其核心业务活动（做市、经纪业务、咨询业务等）产生的长期表内风险有限，因此资产质量评分在我们的评估中通常权重较低。对于投资和融资类业务风险暴露较大的证券公司而言，资产质量评估类似于惠誉博华对其他非银行金融机构贷款人的分析，考虑了减值、相关准备金和资产增长。持仓信用质量和交易对手风险是从事证券和衍生工具交易的公司需考虑的因素。对于轻资产模式的证券公司，资产质量通常是影响较小的因素。

补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*资产质量*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

资产质量补充指标

减值准备金/减值融资类资产
减值损失/平均融资类资产
(减值融资类资产-减值准备金)/有形权益
融资类资产增资率

来源：惠誉博华

如果融资类业务规模较大，惠誉博华会考虑拨备覆盖率、抵押品和保证金的充足性，以及强制执行证券索赔的能力。

惠誉博华也会评估证券公司资产证券化的风险敞口以及其他表内外与资产质量评估相关的风险敞口。如果表外风险和承诺规模较大且与资本金或风险加权资产紧密相关，或者会构成重大声誉或流动性风险，惠誉博华则会将其纳入考量范围。

收益和盈利能力

重资产模式证券公司收益和盈利能力的核心指标是营业利润/平均净资产，而轻资产模式的公司则是 EBITDA/营业收入。补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*收益和盈利能力*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

收益和盈利能力补充指标

营业费用/营业收入
薪酬/营业收入

来源：惠誉博华

收益和盈利能力的额外考虑因素包括收益稳定性和成本结构的灵活性。过度依赖自营交易和投资活动会造成负面评估，如果较高风险业务能够得到其他更稳定营业收入业务的补充，则会对其收益和盈利能力产生正面影响。在特定情况下，惠誉博华还会评估不同业务条线的成本结构。在不同的收入周期中，薪酬比率的稳定性也是衡量成本结构灵活性的重要尺度。

收益和盈利能力基准 -证券公司

指标	经营环境评分	隐含评分				
		aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
营业利润/平均净资产 (%)[a]	“aa”类别及以上	x>12.0	9.0<x≤12.0	6.0<x≤9.0	3.0<x≤6.0	x≤3.0
	“a”类别	x>12.0	8.5<x≤12.0	7.0<x≤8.5	3.0<x≤7.0	x≤3.0
	“bbb”类别		x>12.0	7.0<x≤12.0	3.0<x≤7.0	x≤3.0
	“bb”类别			x>15.0	7.0<x≤15.0	x≤7.0
	“b”类别及以下				x>15.0	x≤15.0
EBITDA/营业收入(%)[b]	通用	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10

[a] 适用于重资产模式。
[b] 适用于轻资产模式。由于轻资产模式的证券公司受经营环境波动的直接影响较小，表内资产减值风险有限，故对其不采用经营环境分层的评分基准
来源：惠誉博华

资本和杠杆水平

遵循监管部门的资本要求，惠誉博华将对大部分证券公司优先采风险覆盖率评估其资本和杠杆水平。在风险覆盖率不可用的情形下，惠誉博华将选择（有形资产-逆回购-融出证券）/有形权益指标作为替代的核心指标，应用于重资产模式的证券公司。轻资产模式的证券公司则采用总债务/EBITDA 作为核心指标。补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*资本和杠杆水平*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

资本和杠杆水平补充指标

总资产/所有者权益
（有形资产 – 逆回购）/有形权益

来源：惠誉博华

资本和杠杆水平基准 — 证券公司

		隐含评分				
	经营环境评分	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
风险覆盖率(%)[ac]	“aa”类别及以上	x>250	130<x≤250	100<x≤130	60<x≤100	x≤60
	“a”类别	x>400	200<x≤400	120<x≤200	80<x≤120	x≤80
	“bbb”类别		x>330	180<x≤330	90<x≤180	x≤90
	“bb”类别			x>330	150<x≤330	x≤150
	“b”类别及以下				x>400	x≤400
总债务/ EBITDA (x)[b]	通用	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5
（有形资产-逆回购-融出证券）/有形权益(x)[a]	“aa”类别及以上	x<5.0	5.0≤x<10.0	10.0≤x<15.0	15.0≤x<20.0	x≥20.0
	“a”类别	x<2.5	2.5≤x<10.0	10.0≤x<15.0	15.0≤x<20.0	x≥20.0
	“bbb”类别		x<5.0	5.0≤x<10.0	10.0≤x<15.0	x≥15.0
	“bb”类别			x<5.0	5.0≤x<12.0	x≥12.0
	“b”类别及以下				x<7.0	x≥7.0

[a] 适用于重资产模式。
[b] 适用于轻资产模式。由于轻资产模式的证券公司受经营环境波动的直接影响较小，表内资产减值风险有限，故对其不采用经营环境分层的评分基准。
[c] 监管指标优先适用。
来源：惠誉博华

融资和流动性

对于重资产模式下的证券公司，惠誉博华会使用流动性覆盖率作为核心指标；而对于轻资产模式，惠誉博华更倾向于利息覆盖倍数。补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*融资和流动性*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

融资和流动性基准 - 证券公司

		隐含评分				
	经营环境评分	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
流动性覆盖率(%)[a]	“aa”类别及以上	x>240	130<x≤240	100<x≤130	80<x≤100	x≤80
	“a”类别	x>500	200<x≤500	100<x≤200	80<x≤100	x≤80
	“bbb”类别		x>800	150<x≤800	90<x≤150	x≤90
	“bb”类别			x>400	150<x≤400	x≤150
	“b”类别及以下				x>400	x≤400
EBITDA/利息支出(x)[b]	全部	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

[a] 适用于重资产模式。
[b] 适用于轻资产模式。
来源：惠誉博华

投资管理公司

投资管理公司子类别包括传统和另类投资管理公司、投资公司、投资基金、银行理财子公司和资产管理公司。传统投资管理公司和另类投资管理公司主要管理第三方资产，因此通常在赚取管理费收入的同时会承担有限的表内风险。投资公司通常使用长期资本金来承担投资/表内风险，同时通过资产增值、股息和利息收入创造价值。**投资基金也**会使用自有资本金进行投资，承担相应的投资/表内风险，但通常是受赎回风险影响的开放式产品。

a.传统和另类投资管理公司

对于传统和另类投资管理公司而言，其业务模式受经营环境波动的直接影响较小，表内资产减值风险有限，故不对其采用经营环境分层的评分基准。

资产业绩补充指标

管理费/平均(F)AUM
总收入/平均(F)AUM
(F)EBITDA/平均 AUM

来源：惠誉博华

资产业绩

投资管理公司资产业绩的核心指标是净客户流量/初始收费管理资产（(F)AUM），补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*资产质量/资产业绩*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

资产业绩基准 - 投资管理公司

	隐含评分				
	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
净客户流量/初始(F)AUM (%)	x>10	5<x≤10	(5)<x≤5	(10)<x≤(5)	x≤(10)

来源：惠誉博华

惠誉博华在绝对值和相对值的基础上对资金流进行评估。长期稳定资金流会转化为稳定管理费用的能力，或管理流出速度能力可能会对惠誉博华的评估产生正面影响。

在评估投资业绩时，我们会根据投资基金的发行年份、规模和策略，会参考对比公司特定的业绩标准和第三方独立的业绩标准。如果超预期的业绩是由于风险管理存在重大漏洞和/或风格转换驱动，惠誉博华可能会对资产业绩评估进行负面调整。

对某一客户、基金、策略或地域存在过大风险敞口，则会认定管理费用稳定性表现脆弱。如果可行，惠誉博华会以单一策略平均费率来评估投资管理公司的定价能力和承受递增费用压力的能力。

收益和盈利能力

投资管理公司收益和盈利能力的核心指标是与管理费用关联的 EBITDA/管理费用收入。补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*收益和盈利能力*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

收益和盈利能力基准 — 投资管理公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
(F)EBITDA/费用收入 (%)	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10

来源：惠誉博华

惠誉博华会考虑投资管理公司收益的历史表现、跨周期盈利能力、收益的多元化和稳定性。产品组合和各产品业绩表现是重要考量因素，基金是否有锁定期亦是如此。惠誉博华也会按业务组合评估成本结构。不同收入周期员工绩效费用的稳定性是衡量成本结构灵活性的重要标准。

收益和盈利能力的评估主要基于与管理费用相关的收益指标，如(F)EBITDA 利润率。(F)EBITDA（定义见右侧）包括交易费、监督和咨询费，但如果惠誉博华认为这些费用波动很大，可能会将其从经常性现金流计算中扣除。

如果另类投资管理公司从表内投资中获得的利息和/或股息收入被认为是合同收入（例如利息和优先股息），与核心管理费的相关性较小，且随着时间的推移相对稳定，则可以纳入(F)EBITDA 。

在评估投资管理公司的核心收益表现时，惠誉博华会重点关注经常性现金流指标。共同投资收入或激励收入也会考虑在内，因为该类收入可为偿债能力提供额外的缓冲并表明基金管理人的成就，这都有助于公司未来筹集资金，从而再产生管理费。

基金的结构和期限是另一个考虑因素。从收益的角度来看，阶梯式基金和锁定式基金通常也被认为是更有利的，因为它们降低了对费用下降的敏感性。

收益和盈利能力补充指标

管理费/总收入
奖励薪酬/奖励收入
净利润/平均净资产

来源：惠誉博华

(F)EBITDA定义

基本管理佣金
(+) 交易和咨询费
(-) 非激励薪酬
(-) 股权薪酬
(-) 营业费用
(-) 利息费用
(=) 管理费相关收入
(+) 股权薪酬
(+) 利息费用
(+) 折旧与摊销
(-) 非现金收入
(=) (F)EBITDA

来源：惠誉博华

资本和杠杆水平

投资管理公司资本和杠杆水平的核心指标是总债务/(F)EBITDA。补充指标在下页右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*资本和杠杆水平*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

资本和杠杆水平基准 — 投资管理公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
总债务/(F)EBITDA (x)[a]	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<3.0	3.0≤x<5.0	≥5.0
总债务/(F)EBITDA (x)[b]	x<1.0	1.0≤x<2.5	2.5≤x<4.0	4.0≤x<6.0	≥6.0

[a] 适用于投资管理公司，其大部分管理费用基于净资产估值进行评估。
[b] 适用于资产管理公司，其大部分管理费用基于已投资资本金或承诺资本金进行评估。
来源：惠誉博华

杠杆率主要基于现金流进行评估，若投资管理公司大部分费用基于资产净值收取（如传统投资管理公司和对冲基金管理公司），而非基于承诺资本金（如另类投资管理公司），惠誉博华会对其采用更保守的杠杆率基准。

若投资管理公司承担表内风险，则综合采用现金流指标和资产负债表指标对杠杆率进行评估。在其他条件相同的情况下，如果投资管理公司倾向于重资产并投资了弱流动性资产，其资本和杠杆水平评分往往低于轻资产的投资管理公司，除非现金流指标和资产负债表指标同时表现优异。

资本和杠杆水平补充指标
（总债务-现金及等价物）/(F)EBITDA
总债务/（(F)EBITDA+50%的奖励和投资收入）
总债务/有形权益
（总债务-现金及等价物）/有形权益
来源：惠誉博华

融资和流动性

投资管理公司融资和流动性的核心指标是(F)EBITDA/利息支出。补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*融资和流动性*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

融资和流动性基准 - 投资管理公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
(F)EBITDA/利息支出 (x)[a]	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3
(F)EBITDA/利息支出 (x)[b]	x>12	8<x≤12	4<x≤8	2<x≤4	x≤2

[a] 适用于投资管理公司，其大部分管理费用基于净资产估值进行评估。
[b] 适用于资产管理公司，其大部分管理费用基于已投资资本金或承诺资本金进行评估。
来源：惠誉博华

相较于大部分管理费用基于承诺资本金的投资管理公司而言，对于主要管理费用基于净资产估值的投资管理公司，惠誉博华会采用更保守的利息覆盖率基准进行评估，以反映其更容易受到市场估值波动的影响。对于支付优先股股息的投资管理公司，惠誉博华还将计算包含利息支出和优先股股息的(F)EBITDA 覆盖率。

惠誉博华还将评估收益分配政策以及必要时政策调整的灵活性，以及向基金提供财务支持的历史记录，包括频率和规模。如果过往支持记录能够推断未来还可能继续存在重大的支持可能，则会对发行人的融资和流动性形成负面影响。

融资和流动性补充指标
(现金+短期投资）/总资产
(现金+短期投资）/债务
(现金+短期投资+共同投资）/债务
股息/现金收入
（短期债务+1 年内到期的长期债务）/有息债务
（未受限现金+短期投资+未提取信贷承诺）/短期债务
来源：惠誉博华

b.投资公司

本节重点介绍投资公司和投资基金，其资本金主要承担投资或表内风险，同时通过资产增值、交易收益、股息和利息收入创造价值。投资基金通常是开放式产品，存在一定的赎回风险，包括存在大额赎回风险的短期投资基金（如开放式对冲基金）以及中短期赎回压力较小的长期投资基金（如养老基金和主权基金）。

资产质量/资产业绩

对于投资公司和投资基金而言，资产业绩和资产质量主要考量投资回报、投资标的的加权平均信用质量和投资集中度。投资公司多种多样，既有以长期多元化投资为目的的公司（如养老基金），也有以私募股权支持杠杆并购的公司，因此每个考量要素相对重要性也不尽相同。我们首先以投资标的的加权平均信用质量为起点，之后会考虑下表所列因素进行调整得出最终评分。对于投资基金，如果适用，还会考虑净客户流量/初始收费管理资产（(F)AUM）这一指标。

对于集中度较高或单一投资超过 15%的投资公司，惠誉博华会考虑各项底层资产的信用状况、优先级和流动性，以评估整体资产质量状况。这一般通过惠誉博华评级、信用意见、同业对比分析或其他外部信息来源实现。

资产质量补充指标

加权平均投资信用质量/投资组合成员公司

来源：惠誉博华

确定资产质量/资产业绩评分的重要因素

隐含评分	aa 及以上	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
资产业绩	业绩表现持续高于基准或内部回报率目标。	多数情况下达到业绩基准或内部回报率目标，偶尔超额完成。	业绩表现良好，但有略低于基准或内部回报率目标的情况。	业绩表现受市场影响波动较大。	持续较差的业绩表现，很容易受到市场因素影响。	业绩表现极差且极易受到市场因素影响。
资产流动性	几乎都是投资级资产和上市或有报价的资产。	主要是投资级资产和上市或有报价的资产，流动性差的非上市或私募资产占比低。	大部分资产是上市具有良好流动性的资产，但可能会受市场情绪变化影响，存在一定的流动性差的非上市或私募敞口。	资产有一定流动性，但容易受到市场影响，流动性差的非上市或私募敞口较大。	大量非上市或私募资产且难以变现。	主要都是非上市或私募资产且难以变现。
投资组合集中度 [a]	在产品类别、行业和地区具表现多元化；单一最大投资低于 10%，且信用质量高；流动性欠佳资产占比低。	单一最大投资低于 20%，且在行业、地域方面重叠较少。流动性欠佳资产占比较低。	前五到前十大投资占比高，最大投资占比为 20%-40%。地域和行业风险敞口相对分散。	前三或前四投资占比至少 75%，最大投资占比接近或超过 40%。地域或行业风险敞口相对集中。	单一或前二投资占比超过 80%。地域或行业风险敞口集中度高。	单一或前二投资占比接近 100%。地域或行业风险敞口集中度很高，特别是在高风险领域。
标的加权平均信用质量	aa	a	bbb	bb	b	ccc

[a] 集中度评估不包含政府债券。

来源：惠誉博华

收益和盈利能力

对于投资公司和投资基金而言，由于相关投资的市场价值发生变化，未实现损益可能会影响其收益和盈利能力。因此，分析更侧重于收益来源的多样化、已实现收益与未实现收益的比较，以及经常性收入的稳定性，特别是所赚取的股息和利息收入。对于受监管资产或作为少数股东，影响股息和利息分配决策的能力通常较低。但是，如果投资公司或基金的投资战略或其所持股份能够提高收入的可预测性，则有可能对收益和盈利能力评分产生积极影响。

补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*收益和盈利能力*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

收益和盈利能力补充指标

净利润/平均总资产
净利润/平均净资产

来源：惠誉博华

资本和杠杆水平

投资公司资本和杠杆水平的核心指标是总债务/有形权益。补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*资本和杠杆水平*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

杠杆率的评估主要与投资战略有关，但其他考虑因素可能包括监管资本要求、管理层有关杠杆率目标或最低资本比率的政策、股份回购计划、股息派发以及筹集或内部生成资本的能力。

资本和杠杆水平补充指标

合并口径债务/有形权益
合并口径债务/EBITDA

来源：惠誉博华

资本和杠杆水平基准 – 投资公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
总债务/有形权益 (x)	x<0.15	0.15≤x<0.35	0.35≤x<0.50	0.50≤x<1.0	≥1.0

来源：惠誉博华

融资和流动性

投资公司的融资和流动性包含两个核心指标。隐含评分是每个核心指标评分的均值。补充指标在右侧列示，最终评分可能综合考虑*个体实力评级*章节中*融资和流动性*中的调整因素以及补充指标在隐含评分的基础上进行调整。

融资和流动性基准 - 投资公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
一年股息及利息收入/一年利息支出 (x)	x>10	6<x≤10	3.5<x≤6.0	2.5<x≤3.5	x≤2.5
一年股息和利息收入/两年营业支出、利息支出和股息 (x)	x>1.0	x>1.0	x>1.0	x≤1.0	x≤1.0

来源：惠誉博华

对于投资公司而言，流动性覆盖程度主要分析来自投资组合的股息和利息收入，与投资公司营业费用、利息费用和股利支出的比例，能够覆盖两年以上相关费用和支出的则被视为符合投资级的融资和流动性评分。对于没有明确股利政策的私募控股投资公司，惠誉博华可能会将公司股利支出从这一比率的分母中剔除，反映出此类分红具有高度自由裁量的性质，而且不存在类似于上市投资公司因削减分红而可能面临的声誉风险。

对于投资公司和投资基金，惠誉博华会考虑以下因素，包括资产和债务的期限匹配度以及资产流动性、重要债务契约以及当前和近期履约表现。

对于投资基金，惠誉博华更注重资产的流动性，而不是其产生现金流的能力。在流动性管理评估中，初始锁定期结构和后续基金赎回参数（频率、通知期、金额等）都是重要的考虑因素。

融资和流动性补充指标

（短期债务+1 年内到期的长期债务）/有息债务
（未受限现金+短期投资+未提取信贷承诺）/短期债务
非流动性资产总额/资产净值合计
控股公司总债务/控股公司债务期限预计的股利收入
两年平均的利息、股利和实现收益/两年控股公司营业支出、利息支出和股息
（一年股利和利息收入+利息储备账户）/一年控股公司利息支出

来源：惠誉博华

短期主体评级

短期主体评级在通常情况下按照长期和短期主体评级之间的对应表（见右表）进行授予。下文概述了当长期主体评级介于“A+”和“BBB”之间时，惠誉博华如何在短期主体评级中二选一。

惠誉博华运用融资和流动性评分来决定是授予“基准”还是“更高”的短期主体评级，下表展示了达到特定短期主体评级所需的最低评分。

非银行金融机构短期评级的最低融资和流动性评分要求

短期主体评级	最低融资和流动性评分
F1+	aa-
F1	a
F2	bbb+

来源：惠誉博华

如果运营实体及其控股公司处于共同监管且流动性可替换的情况下，惠誉博华可能会根据合并口径下融资和流动性情况的看法，授予两个实体相同的短期主体评级。然而，如果运营实体对控股公司的流动性资源有优先使用权或控股公司无法获得流动性（如，因监管限制资本流动或者其他结构性设计来保障运营实体层面可以获得充足的流动性资源），则控股公司短期主体评级低于运营公司的短期主体评级。

当长期主体评级由股东支持驱动时，惠誉博华通常会在映射表范围内授予较高的短期主体评级，因为支持的倾向通常在短期内更加确定。但例外情况包括，当子公司自身的风险管理存在缺陷，或者惠誉博华认为存在其他潜在的阻碍资金流动的因素，使资金无法从支持方及时流向子公司（例如，由子公司在集团中的角色性质或监管因素而产生支持的潜在障碍）。

当长期主体评级由政府支持驱动时，惠誉博华会考虑政府和非银行金融机构的流动性状况同时恶化的可能性。当认为这种错向风险很大，或者存在其他潜在的阻碍资金流动的因素时，惠誉博华会授予较低的短期主体评级，以反映政府在向金融机构提供支持之前，优先支付其自身债务的可能性。

非银行金融机构的短期主体评级通常不会高于支持提供方的短期主体评级（除非非银行金融机构因控股公司的结构性次级因素而获得更高的级别）。

评级对应表

长期评级	短期评级
从 AAA 至 AA–	F1+
A+	F1 或 F1 +
A	F1 或 F1 +
A–	F2 或 F1
BBB+	F2
BBB	F3 或 F2
BBB–	F3
从 BB+ 至 B–	B
从 CCC+ 至 C	C
RD	RD
D	D

来源：惠誉博华

债项评级

本节概述了惠誉博华如何评估不同类型的非银行金融机构证券的违约/未偿付风险和回收预期，以及如何将这一因素纳入债项评级。

下表概述了惠誉博华对非银行金融机构及其控股公司发行的各类型的债务工具适用的评级标准。

不同类型债务工具适用的评级标准

债务工具类型	特性	适用评级标准	备注
高级担保债务	无	非银行金融机构评级标准	根据回收预期可能高于长期主体评级
高级无担保债务	无	非银行金融机构评级标准	通常与长期主体评级等同
传统次级/混合资本工具	无	非银行金融机构评级标准	部分次级债务可与长期主体评级等同，债项评级调整基于长期主体评级或个体实力评级，调整幅度参考下表
	发行人受类似银行的审慎监管	银行评级标准	无
	发行人受类似保险公司的审慎监管	保险评级标准	无

来源：惠誉博华

注：对于非银行金融机构发行的科技创新债券等创新型债务融资工具，惠誉博华将根据其债券条款认定债项类型，并应用相应的评级调整。

传统次级/混合资本工具调整

债券的核心特性	调整幅度	备注
次级债券	0 或-1	债务的偿付顺序次于高级无担保债务
深度次级/混合债务	0 至-2	债务的偿付顺序在高级无担保债务及次级债务之后

来源：惠誉博华

传统次级/混合资本工具的评级基点通常是非银行金融机构的个体实力评级。这反映了惠誉博华的观点，即额外的支持一般不能延伸到非高级债务。然而，当惠誉博华认为外部支持（股东支持或政府支持）有可能延伸到该部分债务时（例如具有较高系统重要性的机构获得的政府支持可能会延伸至其次级债务），这些债务的评级基点可以为非银行金融机构的长期主体评级。

违约风险和违约损失

惠誉博华对非银行金融机构长期债务的评级包括对违约/未偿付可能性以及潜在损失严重程度的评估。短期债务的评级仅反映违约/未偿付风险。

在评估违约风险时，惠誉博华首先确定最能反映该风险的基准评级。对于高级债务，其基准评级为长期主体评级；对于次级债务（次级债和混合资本工具），其基准评级通常是个体实力评级，但也可能是长期主体评级。

非银行金融机构次级或混合证券的违约定义包含：

- 票息派发的停止或延期；
- 有条件地转换成对投资者不利的更次级的工具（投资者选择的除外）；
- 本金的减记、核销、转换或未偿付；
- 不良债务置换。

当惠誉博华认为违约风险远远低于或高于基准评级时，会对相应债项级别在基准评级基础上进行上调或下调。例如，混合资本债券的违约风险可能高于个体实力评级所反映的风险。

高级无担保债务

高级无担保债务的评级通常与非银行金融机构的长期主体评级一致，原因如下：

- 因为任何高级无担保债务的重大违约通常被视作该实体违约，惠誉博华会将任何高级无担保债务的违约可能性视作非银行金融机构违约可能性（反映在长期主体评级当中）。
- 惠誉博华通常认为非银行金融机构的高级无担保债务回收预期表现处于平均水平。

不过，在下述情况中，高级无担保债务的评级可能会低于或高于非银行金融机构的长期主体评级：

回收预期弱，债项评级则偏低

在发行人拥有大量担保借款的情况下，惠誉博华认为高级无担保债务的回收预期处于低于平均值的水平，从而导致授予的债项级别低于长期主体评级。这可能是出于对非银行金融机构资产质量的考量，违约时这可能损害所有债权人的回收预期；或者可能因为非银行金融机构融资结构的问题导致（例如表内受限资产非常高，或者负债结构中高级无担保债权人处于严重次级地位）。

回收预期强，债项评级则偏高

当实体越接近违约时，回收预期就越明确，当高级无担保债务的债权人的回收预期被评估高于平均时，惠誉博华则可能评定高级无担保债务的级别高于发行人的长期主体评级。

选择性违约

在极少数情况下，惠誉博华可能认为，非银行金融机构可以选择性地对某些高级无担保债务进行违约，但这样的违约并不代表实体彻底经营失败。因为这种违约通常与监管介入有关或所涉债务不构成总体融资的重要部分。在这种情况下，债项评级可能会反映特定相关债务的选择性违约风险，而长期主体评级将继续反映发行人大部分高级债务的违约风险。

替代和变更条款

有时，高级债券条款中包括一些条款，如允许对债券特定条款进行变更，或发行新债券以替代该债券。此等条款可由发行人酌情决定，或须经受托人批准等。惠誉博华根据具体情况评估此类条款是否影响债券的评级。如果认为变更或替代的概率较高，并且替代或变更条款的形式高度明确，则惠誉博华将根据替代或变更债券的条款进行评级。

短期债务

短期债项评级仅反映违约的脆弱性，通常与发行人的短期主体评级保持一致。

对于没有支持受益的发行人的商业票据和其他短期债务，惠誉博华认为流动性储备是授予债项评级和评估长期主体评级的重要因素。惠誉博华通常希望获得投资级评级的商业票据发行人能够为未偿还的商业票据和其他短期债务提供全额（100%）的流动性支持。对于有大量未偿商业票据的发行人，通常会评估是否存在多年期流动性储备。流动性储备的形式不仅包括银行授信，还包括现金或有价证券、预期的经营性现金流、来自母公司有形的流动性支持和其他可靠的流动性支持。

非银行金融机构长期主体评级对应的偿还义务

非银行金融机构长期主体评级通常反映了惠誉博华关于其对第三方非政府债权人的高级债务和次级债务（少数受审慎监管的非银行金融机构除外），或重大租赁或其他合同违约风险的观点。因此，在惠誉博华看来，未能偿付上述债务充分地反映了发行主体自身的违约风险。

根据惠誉博华的评级定义，非银行金融机构的违约可能存在多种形式，包括超过补救期不履行义务、内部纾困、不良债务置换或发行人进入破产程序。

惠誉博华通常不会将以下情况视为外部支持，并且通常不会将此类情景视为发行人经营失败的证据：

- 现有股东注资的主要目的是支持业务增长，而不是解决资本短缺问题；
- 股东因监管资本规则收紧或因轻微的资本短缺（例如缓冲资本要求）而注资；
- 基本面可靠的发行人在金融危机时期运用系统稳定支持措施（如，融资便利保障、资本补充机制）；
- 运用央行提供的抵押融资/流动性工具，或使用与市场上其他发行人一样能够获得的无担保融资工具；和
- 向发行人的债权人或交易对手提供外部支持，使得发行人间接受益。

不良债务置换框架最常见的应用场景是债券和银行贷款不良债务的置换，但并不排除其适用于其他类别的债务，例如租赁或其他主要合同。

是否将债务重组或置换归类为不良债务置换，惠誉博华认为需要考虑以下两点：

i. 与原合同条款相比，重组条款导致债权人权益实质性受损；和

ii. 进行重组或置换是为了避免破产、进入类似破产或处置程序或者一般的支付违约。

债权人权益实质性受损的条款示例

债券、循环信贷及定期贷款
本金减少
利息或费用减少
延期/展期
折价偿还、以物抵债或其他非现金方式还款
债转股
同意以现金形式偿还低于债务票面价值的金额，债务人必须保证一定的最低偿还额，或需要对债务的限制性条款进行修改
部分债权人同意以现金或债务置换的方式偿还，但对债务条款的修改会对另一部分债权人权益产生严重不利影响

来源：惠誉博华

非银行金融机构的政府支持评级或股东支持评级（如适用），也会反映在相关债务的级别当中。例如，惠誉博华会考虑非银行金融机构的外部支持是否充足，来避免第三方、非政府债权人相关债务的违约。

惠誉博华按照如下逻辑定义长期主体评级与相关偿还义务之间的关系：

第三方与集团内部偿还义务

非银行金融机构长期主体评级通常不适用于共同控制下实体（例如母公司/兄弟公司或关联非金融企业）作为债权人的债务违约风险的评级，主要原因包括以下三方面：首先，该类债务可能与非关联方债权人的预期不同，例如与共同控制下实体关联的债务在到期时，债务人可能不会选择偿付，也不会选择滚动循环。第二，惠誉博华认为通常实体对集团内债务的违约定义相对模糊，例如无法界定循环贷款是“自愿的”还是“被迫的”。第三，惠誉博华通常认为共同控制下实体不会依赖评级结果，在大多数情况下该实体有权直接接触债务人财务状况方面的信息。

普通债权人与政府债权人

非银行金融机构大部分通常无法获取来自央行的资金。然而，如果非银行金融机构具有政策职能则可能获得政府的资金支持，特别是在市场压力情景下。在这种情况下，非银行金融机构长期主体评级通常不适用于对央行和其他政府机构的债务违约风险的评级。因为央行作为最终债权人，和发行人存在特殊关系，其向发行人提供的资金支持可能会展期或重组，导致很可能无法认定该重组行为是“自愿的”还是“被迫的”。此外，通常也难以确定发行人是否及时偿还了对央行的债务。

不同类别的债务

在一些情形下，非银行金融机构可能对部分第三方普通债权人选择违约，而偿付其他债权人。惠誉博华认为不同类别的债务存在明显不同的违约风险水平，长期主体评级将对应风险最高债务类别的级别。如果非银行金融机构对第三方普通债权人持有的高级或次级债务违约，但对其他类别的债务仍然履约，其长期主体评级将被下调至“RD”（限制性违约）。

数据来源

信用评级是基于对已知信息和被认为关联信息的全面分析。这些信息包括公开信息、发行人直接提供或在与发行人互动过程中提供的信息、第三方提供的信息以及惠誉博华分析师在与其他发行人互动过程中收集的信息。

所有评级委员会成员都必须核实与评级决策相关的数据是否充分和可靠。在信息不足的情况下，不得授予或维持评级。

公开信息

评级流程所依赖的核心信息是可公开获得的信息，例如年度和中期财务报表（通常至少三年的审计报告）、公开债券交易文件、公开声明、发行人管理层的陈述和其他特别披露内容、公开监管文件和官方行业评论。

非公开信息

发行人向惠誉博华直接提供的其他附加信息往往是公开信息的补充。此类补充信息通常是具有重要分析意义的特定非公开信息，可能采取更加频繁或保密的形式更新。惠誉博华可能会与发行人管理层成员举行会议，讨论所提供的信息，并了解在准备信息时使用的任何假设。评级流程中使用的非财务信息通常包括对机构核心产品、客户群、市场地域分布、风险管理框架、集团结构、股权结构和战略的描述。

报告频率

惠誉博华采用的是最新可用信息。信息公开披露的时间通常是可以预测的；其他信息的更新通常会定期与计划评估同时进行，或者根据实际情况进行临时更新。补充信息可定期提供，由受评主体自主决定。历史信息有重要的参考意义，但最新的历史信息通常对前瞻性的评级意见有更高的影响权重。

合理性验证

惠誉博华根据相关评级方法和标准对所依赖的事实信息进行合理性验证，并尽可能从独立来源（在此类来源可用的情况下）获得信息。

跟踪评级

分析师会对已评级项目开展定期或不定期跟踪评级。在某个因素或趋势可能对评级产生影响的情况下，惠誉博华将确定适当的行动方案，该行动方案可能是以下其中的一项：

- 非银行金融机构评级案例被提交至评级委员会。
- 要求非银行金融机构提供更多具体信息（惠誉博华也可能认为此时将其放在“观察”评级中更为合适）。
- 惠誉博华也可能决定不采取行动。

新的评级分析和跟踪评级分析没有明显区别。

评级假设敏感性

非银行金融机构评级将会基于实际或预期财务和运营绩效进行正面或负面调整。影响评级的主要敏感性因素或导致关键评级驱动因素变动的原因包括但不限于下列所示：

经营环境风险

整体经济环境和金融市场的弱化、监管要求或条件的改变，均可能造成发行人经营环境的恶化。

业务风险

发行人发展并抵御竞争的能力，体现在关键市场地位/影响力、业务模式/多元化、定价能力和运营效率水平等方面。

财务风险

由于经营发展、会计准则变更、发行人财务政策或风险偏好变化，或在市场下行环境下融资便利度变化等方面的影响，均可能影响发行人财务状况。

事件风险

不可预见事件在被明确之前会被排除在现有评级之外。事件风险可以由外部触发，例如法律变更、自然灾害、政治冲击、股权结构变更或网络攻击；也可以由内部触发，例如资本政策变更、重大收购、欺诈、重大运营/合规风险事件、或管理或战略重组。由于大多数非银行金融机构倾向于资产负债错配（资产期限长于融资期限），它们可能容易受到极端流动性压力的影响。融资和流动性是惠誉博华的评级分析的核心部分，有时特殊事件可能导致流动性出现快速且严重的恶化。

支持变动风险

发行人有可能面临重大支持的变化，例如，由于股权结构或处置框架出现变化。

金融工具特定风险

债项级别可能对公司主体级别的变化、与主体级别相关的特征风险（如混合工具）以及此类金融工具的违约风险或回收预期的变化表现敏感，例如，金融工具的优先级、同等债务规模、其他债务的数量和偿付次序、可支配资产的可行性和/或企业价值。

评级标准披露及变动

评级标准披露

惠誉博华的评级报告始终会披露发行人的关键评级驱动因素和评级敏感性，但撤销评级除外。惠誉博华在评级报告中还会披露如下几个方面：

- 若惠誉博华对非银行金融机构采用了多种分析方法而不是单一评级标准，会披露相关评级标准的适用程度。
- 若惠誉博华对非银行金融机构不同子行业（适用于非银行金融机构评级标准框架）采用了多种分析方法，将会详细阐述相关方法。
- 在分析中任何被认为重要的财务指标。
- 任何评级标准变动，包括变动对评级结果的影响（如适用）。

评级标准变动

惠誉博华的评级标准会与委员会的相关经验分析和判断结合使用。通过结合透明的评级标准、针对每笔交易或每位发行人所采用的分析判断以及评级报告的完整披露，旨在强化惠誉博华评级流程并协助市场参与者理解评级背后的分析内容。

评级委员会可能调整应用评级标准体现特定交易或实体风险。这类调整被称为评级标准变动。所有变动均将披露在相应的评级公告中，包括对评级的影响（如适用）。

与授予评级相关的风险、特征或其他因素以及评级方法均包含在评级标准范围内，但根据评级标准对特定交易或实体做出调整时需要通过评级委员会批准。

附件 1：财务指标

惠誉博华非银行金融机构评级分析中使用的核心指标和补充指标基于发行人财务报表或监管报告中公布的数据。

租赁和金融公司指标

指标	定义	核心或补充	公司、零售金融等重资产机构	融资租赁	轻资产机构
资产质量					
减值和不良比率	收入不再累积、重组或认定为减值的贷款或租赁资产/期末贷款或租赁资产	核心	✓	✓	
减值资本比率	（减值贷款或租赁资产-减值准备）/有形权益	补充	✓	✓	
净核销率	（核销额-回收额）/当期平均贷款或租赁资产额	补充	✓	✓	
对减值资产的拨备覆盖率	减值准备/减值贷款或租赁资产	补充	✓	✓	
残值收益（损失）率	租赁资产处置的收益或损失/出售时租赁资产账面价值	补充		✓	
收益和盈利能力					
税前平均资产收益率	税前利润/平均总资产	核心	✓	✓	
EBITDA 利润率	息税折旧摊销前利润/营业收入 若折旧是日常经营费用且预计租赁资产规模不会发生重大变化，惠誉博华会将折旧费用从 EBITDA 剔除。然而，在该情况下，惠誉博华会将租赁资产销售收益加回到现金流计算中，因为这可能被视为偿还债务的重要来源。	核心（轻资产） 补充（重资产）	✓	✓	✓
净利差	租金收入/飞机资产平均账面价值-利息支出/平均债务	核心 [a]		✓	
税前平均净资产收益率	税前利润/平均净资产	补充	✓	✓	✓
税前利润率	税前营业利润/营业收入	补充	✓	✓	✓
成本收入比	营业费用/营业收入	补充	✓	✓	✓
折旧费用率	折旧费用/营业收入	补充		✓	
残值收益（亏损）率	租赁资产处置的收益或亏损/税前利润	补充		✓	
资本和杠杆水平					
有形杠杆倍数	（债务+混合资本工具债务部分）/（所有者权益-商誉-无形资产-递延所得税资产-少数股东权益 [c]+混合资本工具权益部分） 递延所得税资产选取与经营相关，否则选取全部递延所得税资产	核心	✓	✓	
现金流杠杆倍数	总债务/EBITDA（定义同上）	核心（轻资产） 补充（重资产）	✓	✓	✓
核心一级资本充足率	核心一级资本净额/风险加权资产	核心 [b]	✓	✓	
资本充足率	资本净额/风险加权资产	补充	✓	✓	
权益比率	有形权益/有形资产	补充	✓	✓	
留存收益率	（净利润-分红-股票回购）/期初所有者权益	补充	✓	✓	
融资和流动性					
无担保债务率	未进行资产担保的债务/总债务	核心（重资产） 补充（轻资产）	✓	✓	✓
短期流动性覆盖率	（未受限现金+短期投资 [d]+未提取信贷承诺）/短期债务	核心（重资产） 补充（轻资产）	✓	✓	✓
利息保障倍数	EBITDA/利息支出	核心（轻资产） 补充（重资产）	✓	✓	✓
短期融资依赖度	（短期债务+1 年内到期的长期债务）/总债务	补充	✓	✓	✓
可支配资产覆盖度	可支配资产/无担保债务	补充	✓	✓	
股息支付率	股息/净利润	补充	✓	✓	✓

[a] 适用于飞机租赁公司。[b] 部分租赁和金融公司优先适用。[c] 少数股东权益被剔除在外，除非认定其有损失吸收能力。[d] 短期投资包括国债、中央票据和短期银行债券。
注：若其他指标对特定发行人影响重大，该指标会在该发行人的评级行动报告中进行阐述。

来源：惠誉博华

证券公司指标

指标	定义	核心或补充	重资产机构	轻资产机构
资产质量				
减值和不良比率	收入不再累积、重组或认定为减值的融资类资产/期末融资类资产	核心	✓	
减值准备金/减值融资类资产	减值准备金/减值融资类资产	补充	✓	
减值损失/平均融资类资产	减值损失/平均融资类资产	补充	✓	
(减值融资类资产-减值准备金)/有形权益	(减值融资类资产-减值准备金)/有形权益	补充	✓	
融资类资产增资率	（期末融资类资产余额-期初融资类资产余额）/期初融资类资产余额	补充	✓	
市场风险				
平均 VaR/有形权益	VaR 为当期平均值（99%置信区间，观察期为 1 个交易日）	补充	✓	
交易效益率	每日交易收入/平均 VaR（99%置信区间，观察期为 1 个交易日）	补充	✓	
交易贡献度	主要交易收入/营业收入	补充	✓	
收益和盈利能力				
营业利润/平均净资产	营业利润/平均净资产	核心	✓	
EBITDA/营业收入	对 EBITDA 中含有的重大非现金项目（如非现金补偿费用）进行调整	核心		✓
营业费用/营业收入	包含利息费用在内的营业费用占营业收入的比例	补充	✓	
薪酬/营业收入	期间内薪酬费用占营业收入的比例	补充	✓	
资本和杠杆水平				
风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和	核心	✓	✓
净调整后杠杆倍数	（有形资产 – 逆回购 - 融出证券）/有形权益	核心	✓	
总债务/EBITDA	对 EBITDA 中含有的重大非现金项目（如非现金补偿费用）进行调整	核心		✓
总杠杆倍数	总资产/所有者权益	补充	✓	
调整后杠杆倍数	（有形资产 – 逆回购）/有形权益	补充	✓	
融资和流动性				
流动性覆盖率	优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量	核心	✓	✓
EBITDA/利息支出	对 EBITDA 中含有的重大非现金项目（如非现金补偿费用）进行调整	核心		✓
长期融资/低流动性资产	股权和长期融资占非流动性资产的比例	补充	✓	

注：若其他指标对特定发行人影响重大，该指标会在该发行人的评级行动报告中进行阐述。
来源：惠誉博华

附件 2：业务状况阈值

下表列示了金融租赁公司、汽车金融公司和证券公司业务状况的阈值分布。

子行业	指标	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
金融租赁公司	资产市场份额（三年平均，%）	x>6.0	0.8<x≤6.0	0.2<x≤0.8	0.05<x≤0.2	x≤0.05
汽车金融公司	资产市场份额（三年平均，%）	x>15.0	3.0<x≤15.0	0.5<x≤3.0	0.05<x≤0.5	x≤0.05
证券公司	营业收入市场份额（三年平均，%）	x>3.0	0.5<x≤3.0	0.15<x≤0.5	0.01<x≤0.15	x≤0.01

来源：惠誉博华

附件 3：个体实力评级关键评级驱动因素的典型特征

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
经营环境	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供非常好的业务机会，使其在信用周期中持续获益。经济环境异常强劲，收入水平非常高，没有结构性弱点。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供很好的业务机会，使其在信用周期中持续获益。经济环境很强，收入水平很高，结构性弱点有限。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供了较好的业务机会，使其在信用周期中持续获益。经济环境较强，收入水平较高，结构性弱点有限。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供合理的业务机会。经济环境中等，收入水平可接受，结构性弱点可控。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供了中等业务机会。经济环境较弱，收入水平中等，存在结构性弱点。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供有限的业务机会。经济环境弱，收入水平低，有较大的结构性弱点。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供非常有限的业务机会。经济环境非常弱，收入水平很低，有突出的结构性弱点。
业务状况	在多个业务板块或地区占主导地位，拥有强大的竞争优势和定价能力。高度多元化和稳定的业务模式，跨多个业务领域或地区。对不稳定的业务依赖极低。	在多个业务领域或地区占有领先地位，展现出较强的竞争优势和定价能力。非常多元化和稳定的业务模式，跨多个业务领域或地区。对不稳定的业务依赖一般。	在关键市场或业务领域拥有强大的经营地位，展现出一定的竞争优势和定价能力。存在多元化和稳定的业务模式。在关键业务领域或地区具备规模优势。对不稳定业务存在依赖。	具备一定的品牌实力，在欠发达的市场经营，或者在主营业务领域的竞争优势或定价能力有限。业务模式的多元化和稳定性一般。对不稳定业务存在明显依赖。	品牌实力一般，竞争优势有限。欠多元化和稳定的业务模式。对不稳定业务存在严重依赖。	品牌实力有限。在欠发达的市场经营或没有明显的竞争优势。业务模式稳定性有限。可能完全依赖于波动的业务。	在不发达的市场经营或没有明显的业务实力价值或竞争优势。业务模式在不稳定的经济环境中迅速发展。
管理和战略	管理层拥有极高的深度、稳定性和经验。不存在关键人员风险。非常强的公司治理。战略目标阐述明确，反映了业务和财务业绩的长期可持续水平。机构始终能完成既定的业务和财务目标。	管理层拥有非常高的深度、稳定性和经验。关键人物风险有限。非常强的公司治理。战略目标阐述明确，反映了业务和财务业绩的长期可持续水平。机构通常可以完成既定的业务和财务目标，变动性非常有限。	管理层拥有高的深度、稳定性和经验。关键人物风险不大。健全的公司治理。战略目标阐述良好，反映了业务和财务业绩的中期水平。尽管存在适度的变动性，机构一般可以完成既定的业务和财务目标。	管理层具有良好的深度、稳定性和经验。关键人物风险中等。有成文的战略目标，反映了业务和财务业绩的中期水平。机构通常能实现目标业务和财务目标。执行可能更具变动性。	管理层具有可接受的深度、稳定性和经验。关键人物风险较高。战略目标未能明确阐述，和/或反映了业务和财务业绩的短期水平。机构经常无法实现目标业务和财务目标，或者执行记录有限。	管理层可能存在明显的弱点。关键人物风险很高。战略目标未有阐述，反映了业务和财务业绩的短期水平。机构一般无法实现目标业务和财务目标，或者仅有非常有限的执行记录。	管理缺陷可能很严重。治理给债权人带来主要风险，战略目标缺乏或可能极具可变性。机构没有完成业务或财务目标。
风险状况	准入标准高度审慎且在较长经济时期内变化很小。业务增长不可能对偿付能力造成压力或不可持续。风险控制极其稳健且在机构的渗透度高。风险限额高度保守，在较长时期内变化很小。市场风险敞口和非财务风险很小。	准入标准非常审慎且在较长经济时期内变化较小。业务增长不太可能对偿付能力造成压力或不可持续。风险控制非常稳健且在机构的渗透度高。风险限额非常保守，在较长时期内变化较小。市场风险敞口和非财务风险小。	准入标准审慎且在较长经济时期内变化适度。业务增长对偿付能力造成压力小或超过可持续增长率。风险控制稳健且集中。风险限额保守，但可能随业务条件变化而变化。市场风险敞口和非财务风险适度。	准入标准会导致一定重大风险且随经济周期变化。业务增长会对偿付能力造成更频繁的压力或超过可持续增长率。风险控制在机构内渗透度偏低。风险限额健全，但可能会基于业务机会而上下波动。市场风险敞口和非财务风险中等。	准入标准反映了相对激进的风险偏好且随经济周期变化明显。业务增长经常对偿付能力造成压力或超过可持续增长率。风险限额监控频率低且可能会基于业务机会而上下波动。市场风险敞口和非财务风险较大。	准入标准反映了激进的风险偏好且随经济周期变化明显。业务增长通常对偿付能力造成压力或超过可持续增长率。风险限额监控频率低且管理层允许超额操作。市场风险敞口和非财务风险高。	准入标准导致高风险敞口且变动频繁。业务增长可能超过可持续增长率。风险控制存在严重缺陷。市场风险敞口和非财务风险很高。
资产质量	具有极高稳定性，在整个经济和/或利率周期中减值极低和/或损失极小。资产质量指标始终优于同业水平。集中度风险非常低，或得到有效缓释。交易对手多元化且风险管理非常完善。	具有很高稳定性，在多个经济和/或利率周期中减值资产较少和/或损失水平较低。资产质量指标优于同业水平。集中度风险低，或得到有效缓释。交易对手多元化且风险管理完善。	具有高度稳定性，适度的减值资产和/或损失水平。资产质量在经济或利率周期中有适度变化。资产质量指标可能略好于同业机构，或者不太容易受到经济和/或利息率周期的影响。集中度风险适度优于同业水平。交易对手多元化且风险管理合理。	具有一定稳定性，行业平均的减值资产和/或损失水平。资产质量指标可能随经济和/或利率周期波动。资产质量和/或集中度风险措施通常与广泛的行业平均水平一致。交易对手多元化且风险管理充分。	减值资产和损失高于行业平均水平。随着经济/或利率周期的变化，资产质量指标有可能波动性更大，通常比广泛的行业平均水平更差或更脆弱。集中度风险可能高于平均水平。交易对手风险管理低于平均水平，多元化程度有限。	减值资产和损失明显高于行业平均水平。随着经济/或利率周期的变化，资产质量指标有可能波动性很高，通常比广泛的行业平均水平更差或更脆弱。集中度风险可能很高。交易对手风险管理薄弱，集中度高。	具有或可能具有大幅弱于行业基准或历史趋势的资产质量指标。严重的交易对手风险管理不足。

收益和盈利能力	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力是高度稳定的。对交易收入的依赖有限。高可变成本结构。盈利能力始终与风险规避特性相匹配，且表现始终优于同业。	在多个经济和利率周期中，收益和盈利能力稳定性非常高。对交易收入的依赖有限。高可变成本结构。盈利能力指标与低风险相匹配，总体上仍优于同业水平。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力可能适度波动。对交易收入的适度依赖。较为可变的成本结构。盈利能力指标与低风险相匹配，但受可变因素影响。盈利能力通常优于行业平均水平。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力波动。对交易收入的适度依赖。较为可变的成本结构。盈利能力指标反映了内在风险或竞争激烈的环境，并可能受到更多可变因素的影响。盈利能力为平均水平。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力可能波动较大。对交易收入的中度依赖。成本结构变化比同业小。盈利能力指标可能不能充分反映内在风险，并受到可变因素的影响。盈利能力低于平均水平。	收益和盈利能力有波动，并与经济和/或利率周期高度关联。对交易收入的严重依赖。成本结构大致固定。盈利能力指标可能不能充分反映内在风险，并受到可变因素的影响。盈利能力大幅低于平均水平。	从报表或运营的角度来看，可能已无法盈利。恢复盈亏平衡或可持续盈利能力极为不确定。
资本和杠杆水平	资本和杠杆水平非常强劲，与风险和盈利匹配。资本和杠杆水平显著高于最低监管要求和同业机构。资本和杠杆目标考虑了抵御严重市场冲击的能力。全周期可进入资本市场。	资本和杠杆水平强，与风险和盈利匹配。资本和杠杆水平明显高于最低监管要求和同业机构。资本和杠杆目标考虑了抵御重大市场冲击的能力。全周期可进入资本市场。	资本和杠杆水平基本与风险和收益匹配。资本和杠杆水平稳定高于最低监管要求，通常高于同业机构。资本和杠杆水平可能相对波动较大，但可能仅受到重大资产质量和市场冲击的小幅影响。全周期可进入资本市场。	资本和杠杆水平与风险和收益大致匹配。资本和杠杆水平充分满足最低监管要求，通常与同业机构一致。资本和杠杆水平可能更容易受到重大市场冲击的影响。 进入资本市场可能更易受市场条件影响。	资本和杠杆水平可能没有与风险和收益完全匹配。在最低监管要求下，资本和杠杆水平保持适度缓冲，可能低于同业机构。资本和杠杆水平易受重大冲击影响但能抵御中等冲击。不具备进入资本市场的能力。	资本和杠杆水平没有与风险和收益相匹配。资本和杠杆水平较低，超过最低监管要求的缓冲较小。资本和杠杆率水平可能远低于同业机构，并且极易受到市场冲击的影响。不具备进入资本市场的能力。	资本和杠杆水平有明显的缺陷，需要注资。
融资和流动性	融资和流动性极其稳定。相对于近期到期债务或利息而言，运营现金流和流动性缓冲极为充裕。对机构融资依赖性极低。融资不受市场敏感性影响。资金来源和期限结构极为多元化。融资久期明显超过资产的平均期限。融资完全没有担保，由极为稳健的可支配资产池提供支持。备有极其稳健的应急融资计划。	融资和流动性非常稳定。相对于近期到期债务或利息而言，运营现金流和流动性缓冲非常充裕。对短期融资的依赖性很低。机构融资主要是具有成熟投资者偏好提供的长期融资。融资具有相对较低的敏感性。融资来源和期限结构非常多元化。融资久期超过资产的平均期限。融资大多数没有担保，由非常稳健的可支配资产池提供支持。备有非常稳健的应急融资计划。	融资和流动性稳定。相对于近期到期债务或利息而言，运营现金流和流动性缓冲充裕。机构融资主要是长期的。融资可能有一定的市场敏感性。融资来源和期限结构相对多元化。融资久期与资产的平均期限相对应。融资很多没有担保，由稳健的可支配资产池提供支持。备有稳健的应急融资计划。	融资和流动性总体稳定，尽管可能有一定的融资或期限集中度或者依赖不太稳定的机构融资。相对于近期到期债务或利息而言，运营现金流和流动性缓冲充足。融资易受市场影响。融资久期与资产的平均期限相匹配。无担保融资占比高，配有适量可支配资产提供支持。备有合理的应急融资计划。	融资和流动性总体稳定，尽管可能有融资或期限集中度。大量依赖不太稳定的机构融资。相对于近期到期债务或利息而言，运营现金流和流动性缓冲有限。在市场压力时期，获得融资可能存在不确定性。融资久期可能未与资产的平均期限相匹配。担保融资占比高，部分表内资产作为抵押品。应急融资计划可能还不充分。	融资和流动性不太稳定，易受授信方影响。相对于近期到期债务或利息而言，运营现金流和流动性缓冲非常有限。在市场压力时期获得融资是非常不确定的。融资久期没有与资产的平均期限相匹配。大量表内资产作为担保融资。短期内存在一定的债务集中到期。应急融资计划不够完善。	融资和流动性不稳定。没有运营现金流和流动性缓冲来覆盖近期到期债务或利息。融资久期非常短。以全部资产担保融资。短期内存在大量的债务集中到期。应急融资计划不存在。

来源：惠誉博华

[本标准系惠誉博华的内部规章、制度与政策，惠誉博华将在其自身视为合理的范围内结合业务发展，或基于法律法规、监管规定、自律规则的要求，对该等规章、制度与政策进行修改并重新公示。惠誉博华不以任何形式或方式对该等规章、制度与政策的准确性、及时性、完整性或特定用途的适用性作出明示或暗示的保证。]