

Rating Methodology

中证指数有限公司评级方法 ——汽车制造行业

2014 年 4 月

根据中国汽车工业协会的汽车分类标准，汽车分为乘用车和商用车。其中，乘用车包括基本型乘用车、MPV、SUV和交叉型乘用车；商用车分为客车（九座以上）、货车、半挂牵引车、客车非完整车辆和货车非完整车辆。本评级方法适用于中国汽车制造行业中的所有乘用车和商用车企业。

本评级方法是中证指数有限公司在深入研究中国汽车行业内运行的运行规律以及固有的行业特征基础上的评级路径指引，主要阐述了中证指数有限公司对国内汽车企业进行信用评价的整体框架和基本逻辑思路，着眼于中长期的信用要素，以保持我们评级的一致性。

一、业务风险及其信用要素

在企业主体信用风险评价中，我们将企业在一定环境下为实现其目标和战略，未来经营活动现金流对债务保障的不确定因素归纳为业务风险。在业务风险评估中，我们首先充分考察中国汽车制造行业所处的宏观环境和行业风险因素，以界定行业整体的信用空间。在此基础上，我们着重考察企业之间在经营规模、市场地位、产品结构、产业链完善程度、装备及技术研发水平、品牌价值以及盈利能力等方面的排序，进而评估这些因素对企业未来一段时间现金流的影响，最终定性或定量区分其业务风险处于何种状态。

（一）宏观环境

1、世界经济

中国汽车产业的发展，主要受益于国内巨大的汽车市场以及全球范围内的产业转移，中国汽车制造企业参与全球竞争的程度也在不断提高，因此世界经济及其发展趋势成为影响中国汽车制造行业信用的一个要素。全球实体经济增长速度将对汽车的需求、汽车的售价、汽车的生产成本产生影响，从而对汽车行业的信用环境产生影响，但是我们认为该因素目前对中国汽车行业的信用影响还不是很大，我们主要考虑全球汽车行业新技术的研发和应用对中国汽车企业的影响。

2、中国经济

中国是全球最大的汽车生产和消费国，中国所处的经济发展阶段、经济增长水平和稳定状况是影响中国汽车制造行业信用品质的最大环境要素。

汽车行业具有较强的周期性特征，其发展与国民经济周期紧密相关。在具体考察世界和中国经济因素的影响时，我们重点围绕其对汽车产品供求状况的影响来分析。一般而言，汽车行业与宏观经济的波动周期在时间和振幅上有较为明显的正相关关系。在经济繁荣时期，经济增长刺激固定资产投资增加，居民消费水平提高，汽车产品市场需求也随之上涨；在经济不景气时期，市场需求疲软，汽车生产企业的产品销售不可避免地会受到影响。

近几年受国际经济不景气、国内经济增速下滑的影响，加之紧缩性货币政策和刺激汽车消费优惠政策的退出，我国汽车销量增速迅速下滑，市场面临调整，从而影响汽车生产企业盈利能力和信用水平。

3、政策环境

由于中国经济发展模式是国家主导的商品经济模式，国家意志通过经济政策指导或指令国内各经济部门、经济行业的发展。因此，国家政策环境对汽车制造行业发展的预测十分重要。

（1）宏观经济政策。宏观经济政策对汽车行业中商用车子行业的影响主要是通过固定资产投资进行传导的。中国政府的财政政策和货币政策等宏观经济政策是影响固定资产投资最直接的措施，从而会间接影响商用车行业的发展，而政府公务车采购政策将会对乘用车行业产生一定的影响。此外，基于中国汽车行业参与国际竞争程度的逐渐提高，中国政府的对外经济政策也将在较大程度上关系到中国汽车行业的波动性。我们通常通过敏感性分析揭示宏观经济政策的变动对汽车行业未来发展的影响程度。

（2）产业政策。汽车行业的产业政策通常会对行业发展目标、发展模式、结构调整、产业布局、市场准入及监管等方面进行全面系统地规定与规范，相关政策将对行业竞争格局和整体经营环境产生重要影响，进而作用于个体的汽车制造企业。

环保政策是近年来备受关注的行业政策之一。随着全球对环保问题的日益重视，我国也颁布了一系列法令法规对汽车环保和节能提出了更高的要求。除了对乘用车的油耗和排放标准提出明确的量化指标，国家还制订了许多优惠政策鼓励新型节能环保小排量汽车的研发。自2011年7月1日起，我国开始全面实行汽车国IV排放标准，自2012年1月1日，凡不满足国IV标准要求的压燃式新车，不得销售和注册登记；不满足国IV标准要求的压燃式新发动机不得销售和投入使用。2013年9月17日，新一轮的新能源汽车补贴政策正式公布。新的政策进一步推进了私人购买领域的新能源汽车的推广，也给车企带来了更严苛的挑战。国家政策要求汽车产业朝着更环保节能的方向发展，这给汽车生产企业的研发创新和成本控制能力提出了更高的要求。

（3）日常监管政策。日常监管政策的宽严更能反映国家政府影响产业发展的意愿强弱。强力性的监管政策往往会规定很多技术经济指标或者法规性要求，对行业中企业的经营性活动具有更大的影响。我们一般也把地方政府的监管政策归于此类考察。目前部分城市为解决城市交通拥堵问题，陆续出台汽车限购政策，将会给汽车产业的发展带来一定的负面影响。

（4）进出口政策。2011年7月，商务部等11部委联合发布《关于十二五期间促进机电产品出口持续健康发展的意见》，其中，汽车行业被列为25个重点行业之一。虽然中国汽车出口只占总产量的5%左右，但随着中国汽车产业的技术进步，出口规模将会越来越大。考察国家进出口政策，可以了解企业原材料和产品世界范围流动的鼓励或限制因素，其对企业成本或者收入有较大的环境影响。

（二）行业风险

在基本评估汽车制造行业外部宏观环境的基础上，我们将进一步建立对该行业信用空间的看法。这种行业信用空间的评估主要采用相对比较法，即将其风险状况与其他行业进行比较。

我们对汽车制造行业风险的分析是建立在行业供求这个整体框架上的。行业供求关系及变化趋势是影响行业整体盈利水平和信用品质的核心因素，行业内企业现金流的波动趋势归根到底需要考察其动态的供需平衡状况。在行业供求关系分析的基础上，我们进一步考察行业的竞争格局，其主要目的在于分析竞争格局对行业整体议价能力的影响，从产业链角度判断行业生产成本变动趋势和经营的稳定性。因此，对于行业风险的评估我们重点关注供求状况和竞争格局两个信用要素。

1、供求状况

汽车行业供给与需求的关系及变化趋势直接影响到行业的竞争激烈程度及产品的价格水平，对行业盈利能力及现金流状况有重大影响。

从行业供给角度看，汽车制造行业供给能力和变化趋势对行业供求关系及竞争格局存在较为直接的影响，其主要取决于行业产能、行业固定资产投资额及零部件的保障能力。产能是行业目前供给能力的重要衡量指标，而行业固定资产投资额能在一定程度上反映未来产能的变化趋势。由于汽车制造所需零部件、元器件数量众多，行业内具备自主开发能力的整车企业一般自行生产发动机等关键零部件，其余大部分零部件从外部采购，目前我国汽车零部件的协作配套能力较弱，所以零部件的供应保障能力是影响行业供给能力的一个重要因素。

近两年主要汽车制造企业每年新增产能累计超过 600 万辆，而同期销量仅增长不到 100 万辆，行业供给压力增加，在未来需求增速回落的背景下，行业结构性产能过剩压力将在未来一段时间内持续存在。低水平的重复建设导致我国自主品牌车企产能呈现过剩状态，产能利用率低下是行业信用空间的制约性因素，淘汰落后和过剩产能政策的实施则是影响行业未来有效供给的重要因素。在此背景下，我们关注兼并重组对汽车制造行业供给的影响。国家汽车产业政策也多次鼓励优势企业进行资产并购整合。汽车制造行业龙头企业通过兼并重组实现的规模化发展有助于加强整个行业的市场竞争力和国际竞争力，集中优势资源提升行业技术水平，增强行业整体的抗风险能力。我们需要考虑这一因素对行业信用空间提升的影响。

而汽车行业需求则与国家、地区经济发展水平、居民可支配收入、人口基数、汽车保有量、公路里程数及路网便利程度、旅客及货物周转量等因素密切相关，但不同产品的需求驱动因素有所区别：乘用车以公务需求和家庭消费为主，且家庭消费占比逐年提升；商用车更多扮演的是生产资料或生产工具角色而非消费品的角色，具有生产工具的性质。具体来说，乘用车需求的影响因素包括人口基数、居民可支配收入、居民消费观念、成品油价格、税收政策、区域性限购政策等；货车需求的影响因素包括固定资产投资额、进出口额、计重收费政策、排放标准的升级、成品油价格等；客车需求的影响因素包括城市化进程、居民出行需求、其他交通方式替代等。

基于汽车产业作为支柱产业，产业链长，与国民经济的发展具有高度相关性，我们对行业供求关系的评估是与宏观环境因素综合在一起考察的。这些因素并不是行业内生的，而是动态环境下的动态因素，对行业风险的影响并非固定不变。在供给层面，我们关注世界汽车产业的转移、中国经济结构调整的步骤和效果和行业固定资产投资等方面；在需求层面，我们关注中国市场变化、成品油价格、城镇化进程，关注国际宏观经济环境及政策变化对汽车进出口的影响。

2、竞争格局

对于所有制造类企业来说，行业竞争格局是决定行业内企业获利能力和现金流稳定性的重要因素，对行业整体信用水平有着重要影响。在竞争程度低、产业集中度高的行业中，企业面临的经营压力较小，盈利空间较大，具有较强的定价权并能够实现有效的成本转嫁，有助于保持相对稳定的盈利水平和现金流状况；竞争程度高、产业集中度低的行业竞争秩序差，企业难以获得超额利润，需要面临较大的经营压力，对上下游议价能力弱，经营稳定性差。

我国汽车行业集中度相比国外市场依然较低，整体呈现出小、弱、散的特点，但不同细分市场竞争格局不同。从汽车市场整体销量上来看，近年来行业销量前十位企业累计市场份额在 85% 以上。在乘用车市场，合资品牌为主导，自主品牌处于发展初期，市场竞争格局相对稳定，行业销量前十位企业累计市场份额在 60% 左右。在商用车市场，由于自主品牌性价比优势较好，占据市场主导地位，重型卡车、大型客车的竞争格局较为清晰，但中低端产品的市场竞争格局相对混乱。近年国内车企海外并购行为以及国内车企兼并重组增多且未来可能继续增加，其对行业及细分市场的竞争格局也会产生一定影响。

我们在考察这一因素时主要关注行业集中度及变化趋势、国内主要企业销量排名、自主品牌与合资品牌的竞争态势、细分车型市场竞争情况、行业兼并重组情况等。

另外我们需要关注的是，由于我国大多数国有汽车企业都与跨国汽车企业建立有合资公司，合资公司的销量占前者的销售比例很高，而且也更是其主要的利润来源，所以国有车企的信用品质和合资公司以及与其合资的外方密切相关。

（三）经营风险

在充分考察中国汽车制造行业宏观环境和行业风险因素后，我们基本可以界定行业整体的信用空间。本部分和其后的部分将基于行业内企业的特性对企业进行相对比较。这种比较是建立在行业信用要素基础上的。我们尽量用定量可比的明细指标来细化这些信用要素，以便更好地进行比较。但同时，一些我们认为重要的，但无法或难以有意义量化的信用要素，我们将在评级时定性予以讨论。

1、经营规模及市场地位

经营规模和市场地位是判断汽车企业综合竞争实力和信用水平的重要指标。经营规模不仅是企业规模经济和抗风险能力的综合反映，也能在一定程度上反映企业竞争中的定价话语权。汽车制造企业规模经济效应明显，规模越大、市场地位越高，意味着市场知名度越大、获得资源和客户的可能性越大、议价能力越强、越能有效的摊薄成本，抵御经济周期性波动的能力也越强，经营风险也越小。反之，企业的抗风险能力越弱。我们对经营规模的考量，主要采用定量指标，利用企业最近一期年度主营业务收入直接反映其经营规模。尽管企业的主营业务收入受产品价格波动影响会有所不同，但基本可以反映出公司的规模水平。

市场地位往往是企业竞争关系的成果性反映。我们通常采用企业主营产品在其所有渗透区域内（或核心市场）的综合市场份额来衡量其市场地位。市场份额的趋势变动是衡量一家汽车制造企业能否维持其行业竞争地位的一个重要指标。企业的经营业绩和财务表现与市场份额的变动关系较为密切。在评价企业的市场份额趋势时，我们关注到市场份额会随着企业新产品的导入周期所处的阶段而变化。企业导入一个具有高利润率、战略意义重要的车型可以快速提升其市场份额和经营业绩。随着产品老化，市场地位和业绩将逐渐弱化，直到导入下一个新产品。我们在对企业进行评级时，需要关注那些长期来看产品组合的竞争优势正在逐渐丧失或者削弱的企业，以及那些正在阶段性丧失竞争优势但是随着产品更新未来可能会出现优势反转的企业。

我们评估一家企业的市场份额趋势时，一般是考量三年内的变化趋势。许多汽车制造企业常常根据 5-7 年产品规划来更新车型，以便错开不同车型的更新时间，避免在某一个单一年度内大量更新车型。通过三年的市场份额变化趋势我们可以观察一家汽车企业的车型更新如何影响其在消费者心中的形象。在实际评级工作中，我们可以根据企业在未来三年市场份额变化趋势的预测，给予企业不同等级的信用级别。例如我们预测某企业在未来三年内市场份额有可能增加 2 个百分点，则我们可给予该企业这一评级因素很高的评分。

但是，考虑到市场份额是一个动态指标，且不同区域对整体市场的影响力难以准确计量，因此不同区域的市场份额很难有意义地估量出综合权重。我们考察市场地位的目的在于通过企业市场影响力反映企业未来经营稳定性，并非对未来现金流的准确计量。基于上述因素，我们更多地从市场份额排序角度进行市场地位的考量，但对于某些专业厂商也会结合其主导产品在细分市场的规模与份额，综合评价其市场地位。此外，企业市场地位的考察还可以通过企业对原材料或产品定价权的影响程度来进行。

2、产品结构

评价汽车制造企业的产品结构通常分析其产品线的广度和强度。产品线的强度对维持其竞争地位和产生盈利以及现金流的能力至关重要,汽车制造商必须在提高汽车安全和性能上持续不断地进行投入,以便消费者在市场上能够有效识别其产品。汽车产品差异较大,生产高端产品的汽车企业一般具有较强的盈利能力,而低端产品盈利能力通常较差;同时不同细分产品需求的驱动因素也存在差异,细分产品市场供求关系有很大差异。由于生产不同产品的汽车制造企业其盈利能力和稳定性往往会存在较大的差异,因此需要考察汽车制造企业的产品结构。那些拥有较为宽广的产品谱系的汽车企业可以使企业降低因过于依赖某一个或几个产品所带来的经营风险,更能经受得起市场需求的不利变化,增加其利润、现金流以及信用品质的稳定性。

我们可以从三个角度来分析汽车企业产品线的广度和强度。

(1) 产品系列和销售区域多样性。一家汽车企业在其主要区域竞争市场如果能够提供一个系列多样化的产品,则可以有效巩固其竞争优势,增强其应对需求波动的能力。如果一家企业在几个主要的区域竞争市场,而且在不同的产品系列(豪华型、高档型、经济型轿车、SUV、交叉型、新能源汽车)都有很强的竞争优势和市场份额,该企业可以获得较高的信用评级。

(2) 产品系列的盈利宽度。多个不同产品线的不同盈利能力可以给企业提供更持久、更有防御性的利润流。对于产品覆盖面广的汽车企业首先要考察产品覆盖的细分行业的数量,其次考察高、中、低档次产品的比例,并判断其对生产企业经营和财务稳定性的影响;对属于某一细分行业的汽车制造企业,产品结构主要分析其产品定位,判断其主流产品的市场前景和获利空间的大小;另外,即便生产单一类型汽车的企业,其产品品种、规格方面的多样化程度也会对其经营稳定性造成影响。

(3) 产品的更新换代速度。汽车产品的开发周期较长,一般在 2~3 年,在分析现有产品结构的基础上,还要结合企业新产品的导入速度以及车型储备情况对未来产品结构的变动趋势进行预测。稳健的产品更新速度对企业保持其竞争地位较为重要。那些产品更新换代速度忽高忽低的公司市场份额经常变动较大,从而影响其经营业绩和信用的稳定性。

3、品牌价值

品牌价值是品牌知名度、美誉度和普及度的综合评判,与企业产品/服务的本身的质量、功能和价值密切相关。一般情况下,品牌价值越高,企业对产品的定价能力越强,盈利能力越强,企业实际价值越高于其账面资产价值。

对汽车产品而言,品牌是决定消费者是否购买的重要因素之一,高品牌知名度、美誉度和普及度对促进销售、提高产品售价的作用非常明显。目前国内市场外资和合资公司利用其品牌优势主导了乘用车市场。与合资品牌相比,自主品牌在品牌力、产品力、盈利能力、产销规模等领域存在着明显劣势。

良好的品牌知名度可以为汽车企业的经营发展提供强大的品牌支撑力和市场竞争力,获得更高的利润回报,同时较高的品牌忠诚度也有助于提升企业经营的稳定性。在评价企业的品牌价值时,主要考虑其主导品牌的知名度、美誉度、市场影响力以及由此对其产品销售和盈利产生的影响。

4、装备及技术研发水平

汽车产业属于技术密集型产业,汽车制造企业的装备和技术水平在较大程度上决定了其现阶段的竞争地位,而研发投入和技术储备则能在一定程度上反映其未来竞争地位的变化趋势。

一般情况下,汽车企业的生产装备、生产技术及工艺水平越先进,则其运营稳定性越好,产品竞争力越强,运行效率越高,生产成本越低,经营风险越小。就研发投入和技术储备而言,企业现

阶段的研发投入和技术储备越多，越有利于其长远发展。

核心技术能力决定了汽车企业将技术资源向技术优势转换的能力和水平，是打造和提升核心竞争力的源泉。在考虑技术因素时，不仅要评价汽车企业现有技术的先进性、适用性、可替代性和易模仿性，即现有核心技术的属性，还要评价企业的技术创新能力和技术的外部性。

我们主要通过三年平均研发投入与销售收入之比这一定量指标，并结合企业研究机构实力、研发成果水平、装备及技术的先进性、行业技术实力相对排序等定性指标，来衡量这一因素对企业信用状况的影响。

5、盈利能力

盈利能力是企业经营现金流的源泉，是企业偿债能力的根本保障。尽管我们在衡量盈利能力时是基于企业经营相对平稳的假设，采用的是过去的财务资料，但我们尽量予以平滑，以体现预测价值。

我们的盈利能力的衡量是建立在现金流基础上的。衡量盈利能力的指标为 EBITDA 利润率，并采用最近三年的平均值，即年 EBITDA 除以年营业收入，然后取 3 年平均值。我们之所以更多采用 EBITDA（息税及折旧摊销前利润）的概念，是因为 EBIT 与净利润的主要区别就在于剔除了资本结构和所得税政策的影响。而资本结构的比较我们将在财务风险部分进行，企业所得税减免更多与国家地方生产力布局等政策相关，也会在其他因素中考虑，为了避免重复性因素，我们的计算方法采用 EBIT 替代净利润。在此基础上，EBITDA 再剔除摊销和折旧因素，是因为折旧和摊销中包含的是以前会计期间取得固定资产和无形资产时支付的沉没成本，而并非我们更关注的当期的现金支出。这与我们在评价财务风险中要充分估计未来的投资计划的现金支出是匹配的，另外，需要指出的是，在计算企业 EBIT 时，如果存在较大的非经常性的收入和支出，我们会予以剔除调整。

同时，我们还采用总资产报酬率指标（ROA）作为补充。该项指标的意义在于如果该指标大于市场利率，则表明企业可以充分利用财务杠杆，进行负债经营，获取尽可能多的收益。这是与财务风险部分的资本结构相配套。

6、产品营销和服务体系

汽车企业主要是通过经销商（4S 店等形式）实现产品销售，通过服务商提供售后服务保障，因此渠道布局和经销商、服务商的实力是决定企业营销和售后服务能力的关键因素。不同的汽车产品营销和服务的渠道也不同。在评价汽车企业的营销和服务体系时，我们关注企业不同品牌的经销商数量及区域分布情况、企业的市场研究水平和定价策略、企业产品的出口占比及国家地区分布。另外，那些拥有汽车金融公司的汽车企业一般可以通过汽车消费信贷业务有效地扩大销售规模，我们在评级时应当考虑这一因素，同时也要考量其可能带来的风险。

（四）其他讨论事项

其他讨论事项包括对企业信用水平存在重要影响，但无法或难以量化的其他信用要素，其中包括但不限于以下几个方面。

1、发展战略

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向且符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的

可能性就越大，对企业未来发展则越有利。反之，不符合企业实际的战略，可能导致企业投资决策的失败和重大的资本损失，可能会严重影响企业现有业务的正常经营。

对于发展战略考察的实质是基于企业的战略意图和其可动用实现战略的资源对企业长期发展状况和信用水平变化趋势做出判断，主要关注企业战略及其实施与企业资源的匹配性、重大资本开支计划、企业兼并与重组、企业经营资源分布、技术进步路径和方案、风险管理机制等要素。

中国大型汽车集团往往有较多的下属合资企业，一般是中方、外方各持股 50%，而且合资企业是主要收入和利润来源，对其管控能力对集团整体债务偿还能力有较大影响。对于此类企业，需要重点关注中方在制定企业发展战略方面的参与程度与控制能力。

2、公司治理结构

良好的公司治理结构有助于发展战略和经营决策的科学性、合理性，亦有助于经营目标的实现和管理制度的贯彻执行；而治理结构的不完善，将使得经营决策和经营目标随意性增加，最终可能导致生产经营的混乱。一般情况下，治理结构越完善，责权利平衡得越好，监督就越有效，企业风险越低。

我们难以以定量标准衡量一个企业治理结构的优劣，中国公司制企业按统一模式构建的治理结构实际也难以相互比较。因此，在治理结构方面，我们更加重视企业与投资者之间的关系，聚焦在企业的偿债意愿以及股东的信用支持，主要包括：

（1）信息披露。企业信息披露得完整、真实、充分可理解，反映了企业经营者对投资者的良好意愿。我们通过对企业定期和不定期披露信息的数量和质量进行比较，对其中可能存在的问题进行讨论和查询，最终确定其对企业信用水平的影响程度。

（2）股东背景。我们关注股东背景更多地在于关注当企业风险暴露时可能存在的股东非法律约定性的信用支持。不同企业的股东背景存在较大差异，所获得的外部支持力度也不尽相同，在这方面我们关注企业主要股东信用支持（主要是现金流支持）的能力和意愿。

二、财务风险及其信用要素

财务风险是指企业财务结构不合理、融资不当使公司可能丧失偿债能力而产生的风险。财务风险评估主要基于对行业内企业的相对比较，重点考察财务政策、现金流和流动性三个方面。

（一）财务政策

企业的财务政策与其战略和管理紧密相关。尽管我们在业务风险中对企业战略和管理作了一定的定性讨论，但是，由于企业财务政策对企业信用评估相对更加直接，激进的财务政策可能来自于对未来的过于乐观，也可能是过于紧张的融资环境所致，但两者都可能带来较大的财务风险；而过于保守的财务政策可能使企业失去发展机会，也不利于未来的发展，因此我们有必要进行进一步的分析比较。这对具有明显周期性特征的汽车制造行业尤为重要，高稳健性的财务政策对抵御较长周期的市场低迷具有关键性的作用。

1、资本结构

从综合财务政策的表现形态来看，我们关注企业的资本结构。资本结构从债务杠杆利用的角度

反映了企业在债务风险和杠杆收益之间的偏好。我们衡量企业资本结构采用的指标为最近一年末资本化比率：长期负债合计/（长期负债合计+所有者权益合计）。

上述指标中，我们将流动负债剔除在外，主要是考虑到汽车制造行业前期投入规模较大，生产建设周期较长，长期负债是其主要的融资方式，长期偿债压力更为突出。同时，我们将在后续分析中重点比较企业的流动性因素，为避免重复，此处以长期资本分析为主。

此外，企业出于节约融资成本的考虑，或者由于企业信贷政策较为激进，可能会存在短借长用。我们会重点关注在一定的资本结构下，企业的现金流入对全部债务的保障能力，用近三年平均的“总债务/EBITDA”指标作为反映企业资本结构风险状况的补充。

在大多数情况下，上述指标可以较好反映企业财务政策的激进程度或风险偏好程度。但是，由于企业投融资活动处于不断变化中，上述指标有时可能会出现对企业财务政策反映的误差（如即期并购重组、巨额股权融资等事项导致资本结构指标大幅变化），特别是这种误差并不反映将来有可能发生类似活动，从而对未来的预测产生不当影响。基于上述因素，我们在必要情况下，会采用一些定性讨论因素进行调整，如剔除非常规因素、考察管理层财务政策的历史表现、分析财务政策的变化趋势等。

2、会计政策

由于企业所处经营环境和经营状况的复杂性，对同一经济业务可能存在多种会计处理或会计报表编制原则、方法的选择，企业对会计政策的选择偏好体现其财务政策取向。

在对企业会计政策的评估中，我们首先会定性判断企业会计政策是激进、稳健还是保守，从而评估企业整体财务政策的风险偏好。其次，同一行业不同企业在具体会计政策的选择上存在差异，如果单纯依据企业提供的财务数据进行分析会影响同行业内企业财务数据之间的可比性，进而影响对受评对象财务风险的判断。因此，在对同一行业内不同企业进行以会计数据为基础的比较时，我们会剔除会计政策选择的不同带来的影响，或者对不同会计政策下的数据进行适当的调整。

汽车制造企业属于资本密集型行业，前期设备投入规模大，机器设备和技术类无形资产可能会随着某个车型的淘汰而迅速贬值，因此固定资产折旧政策以及摊销政策的选择对企业盈利有较大影响，需要考察企业折旧、摊销政策的差异。另外，钢材、有色金属、橡胶、塑料、玻璃等原材料价格的波动较大，生产成本中的原材料价格的确认方式及存货跌价准备计提政策也会企业的盈利造成显著的影响；由于汽车产品单位价值较大，销量、销售政策调整对存货和应收款项金额的影响较大。

（二）现金流

汽车制造行业资本投入规模大以及与经济正相关的周期性特征需要企业产生足够的经营性现金流才能有效覆盖其庞大的维护和开发资本支出、利息支出以及债务保障。尽管我们所有信用要素都是围绕企业未来现金流的预测评估而展开，但对历史现金流财务指标的分析仍然是必要的，因为这是我们得出企业获现能力状况强弱和稳定性的结论并与行业其他企业进行比较的基础。

除直接采用财务报表上的现金流数据进行分析外，我们主要采用两个定量指标分层次衡量企业现金流状况：EBITDA 利息保障倍数和自由现金流对总债务比率。上述指标均采用近三年平均进行平滑以体现预测价值。

EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/利息支出。从长期来看，企业首先需要保障债务利息的偿还

（包括计入财务费用的利息支出和资本化利息支出），因此该指标主要衡量企业的长期偿债能力。EBITDA 在 EBIT 的基础上扣除了折旧和摊销的影响。与直接使用经营性现金净流量不同的是，EBITDA 中不包括营运资本的增减变动，但包括已支付的税金；与自由现金流相比，EBITDA 较少受营运资本和资本支出的影响。因此，EBITDA 利息保障倍数更能体现公司在持续经营中盈利对利息偿付的保障程度。

自由现金流对总债务比率=自由现金流/总债务。自由现金流是指在不危及企业生存与发展的前提下可供偿还债务的最大现金额（不考虑再融资情况）。汽车制造企业要维持稳定的生产经营和竞争优势，生产设备的维护以及新的投资性开支是必不可少的，且金额较大，我们有必要在企业持续经营的假设下，首先考虑该部分现金开支。自由现金流对债务总额比率反映了企业自身产生的资金覆盖债务的能力，也反映其通过增加资本支出来维持或增强其竞争地位的灵活性，或者通过自愿性债务偿还来改变其资本结构的灵活性。从这个指标中我们也可以观察到企业战略与自身投资匹配程度的财务表现。

需要进一步指出的是，关于营运资本变化和长期资本性支出等因素，我们认为适度增加对企业未来的投资，有助于维持企业的长期综合竞争力；但过度的投资于长期资本领域，尽管可能产生更高的盈利预期，但同时会对企业的偿债能力带来更大的压力，更加直接地影响企业的信用质量。

我们在分析中仍然可能要用到定性调整因素，评级人员需要结合企业的发展战略，对偶发的大额投资性支出在未来发生的可能性进行充分讨论后作出相关调整。

（三）流动性

流动性也是我们在分析企业财务风险时需要重点考察的一个因素，短期的流动性危机也有可能造成长期偿债能力较强企业信用风险的爆发。我们对企业流动性的考察建立在对现金及其等价物的来源和运用的综合平衡分析之上。

对于现金及其等价物的来源，我们同时考察企业现金存量和财务弹性两方面因素。虽然持有大额现金存量会带来企业收益率的下降，但是面对原材料价格的高波动性，以及外部技术冲击等因素，我们认为这是必要的，尤其是当企业处于下降周期时。

此外，重大的资本性开支计划或者收购兼并预期也可能形成企业流动性存量的上升，由于我们在相关要素中已经讨论了这些方面对企业信用能力的影响，而这些计划范围内的现金我们将定性调整为非流动性的现金，除非计划取消。

我们考量流动性要素时，还会考虑以下一些定性讨论的财务弹性因素：

（1）即期的再融资空间。这里的再融资是指信贷融资，包括主要信贷银行支持或不支持的证据（流动性支持的承诺或信贷额度的承诺）；

（2）未抵押资产质量。可转让、或抵押融资的标的物，但这种资产的转让或抵押不至于影响企业的经营稳定性；

（3）资产转让难度。实物资产转让更难，我们讨论时会对其价值进行折扣处理来预测；股权资产会根据转让的限制或变现能力综合讨论。

最后我们需要指出的是，股东现金支持往往是更主要的流动性支持。但是，我们在业务风险中关于治理结构的评估中已经做了充分的定性讨论，这里不再重复论述。