

旅游企业信用评级方法及模型

(RTFC017202208)



东方金诚国际信用评估有限公司

Golden Credit Rating International Co.,LTD.

目 录

一、 概述.....	1
二、 适用业务类别.....	1
三、 旅游企业信用风险特征.....	2
四、 评级基本假设和分析框架.....	3
五、 评级模型.....	7
六、 方法及模型的局限性.....	12

一、概述

（一）版本和制定日期

本方法及模型经公司技术委员会审议通过，版本编码为 RTFC017202208，自 2022 年 8 月 6 日起施行。

（二）制定或修订说明

本方法及模型由评级方法和模型工作组对 2020 年 4 月生效的《旅游企业信用评级方法及模型》的实施效果进行了评估，依据东方金诚的信用评级概念框架、五部委《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》等相关监管规定和自律指引进行修订。主要修订内容如下：

1、将评级模型调整为个体信用状况（BCA）+外部支持结构，其中个体信用状况以原模型基础评分和调整项中的流动性、公司治理为基础构成，外部支持以原模型外部支持调整因素为基础进行了细化。

2、基础评分模型以提升个体信用状况区分度为导向调整了部分评级指标，在此基础上调整了相应指标的阈值及权重：

（1）规模和市场地位方面，删除“资产总额”；将“营业总收入”权重由 15%上调至 20%；将市场地位单独移出并调整为市场竞争力。

（2）市场地位方面，将“市场地位”调整为“市场竞争力”；市场竞争力指标新增“资源禀赋及品牌竞争力”和“交通基础设施的完备度”两个指标，权重分别为 15%和 15%。

（3）盈利能力和运营效率方面，新增毛利率指标，权重为 5%，“利润总额”指标权重由 15%下调至 10%。

（4）调整评分指标阈值，以更符合旅游企业目前经营情况并提高各指标区分度。

3、将原模型中与环境、社会责任、公司治理、财务信息质量相关的指标与调整项合并为环境、社会和治理（Environmental, Social and Governance，以下简称“ESG”）评价，作为对个体信用状况的重要调整因素。

4、将原模型中的流动性调整项改为财务弹性调整因素，并从可动用现金资源对短期刚性债务的覆盖程度、其他流动性来源两个维度进行评价。

5、针对外部支持，明确了政府、企业等外部支持方的支持能力和支持意愿评价指标。

经测试，本次方法及模型的修订未对尚处于东方金诚信用等级有效期的受评主体评级结果产生影响。

二、适用业务类别

本方法及模型适用于旅游企业，旅游行业是为旅游者提供各类旅游产品或服务的产业总称，具体包括以下一项或多项内容：

1. 自然景区经营；
2. 主题公园经营；
3. 酒店餐饮；

4. 旅行社、免税店等旅游服务；
5. 其他旅游活动。

本方法及模型适用的旅游企业必须满足以下条件之一：

1. 公司旅游业务收入占营业收入比重大于或等于 50%。
2. 公司旅游业务收入占营业收入比重靠前，且毛利润占比超过 50%。
3. 其他东方金诚认为可归于旅游行业的情形。

三、旅游企业信用风险特征

旅游企业具有资源壁垒较高、市场竞争激烈、易受不可抗力 and 政策法规变动影响等特征。

（一）资源壁垒较高

旅游行业产品主要依托于旅游景区的自然资源或人文景观，对于传统景区和大型主题公园企业来说，其旅游资源具有不可移动的特性，且资源的人文景观与自然环境有紧密的联系性，而自然资源具有稀有性、不可再生性、排他性和垄断性，故旅游行业对旅游资源存在较大依赖性。此外，由于景区资源的特殊性，拥有各传统景区经营权的公司大多由地方国资委或景区管委会控制，因此行业进入壁垒相当高；另一方面，目前我国能够提供给游客观赏的景点资源仍然十分有限，尤其是 4A 级以上景区的供不应求使得这些景区拥有了独特的资源垄断优势。而且，我国旅游消费还处于观光型旅游阶段，景区的供不应求将使景区子行业资源的垄断优势更加凸显，拥有景点经营权特别是景点门票收费权的企业更是拥有突出的竞争力。此外，虽然景点企业仍存在一定的竞争，但由于景区的特性不同，并不形成直接竞争关系，其信用风险较小。

具有丰富旅游自然资源和人文景观的地区属于旅游热点，游客接待量明显高于其他地区，所以旅游资源的数量和质量对旅游企业发展有着重要影响。如果自然资源及人文景观由于意外原因遭到破坏，都将对旅游企业造成不利影响。

（二）市场竞争激烈

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层次结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对较小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当大的差距。A 股上市公司中，旅游类企业占比较小，这与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

（三）不可抗力风险

旅游行业属经济敏感性行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境和突发公共事件影响。突发公共事件包括突发性灾害和旅游安全事故。突发性灾害就其致灾成因而言可分为两类：自然性和人为性。无论是突发性自然灾害、人为灾害以及旅游安全事故等，都可对旅游业造成极大的冲击，而且由于其不可预测性、突发性以及不可抗性，导致企业难以及时应对且缺乏有效应对措施。此类事件的发生，都会动摇旅游者的消费信心，抑制出游需求，

对旅游企业经营业绩造成一定不利影响，因而导致信用风险加大。

近年来随着旅游业的蓬勃兴起，各种旅游安全事故也频频发生，造成重大人员伤亡和财产损失，严重影响旅游行业的正常发展。

（四）政策法规变动风险

旅游行业属第三产业，相关产业发展政策和法规变动对其信用风险均有不同程度影响。如中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》明确严禁利用公款私自旅游消费行为，该条例对部分依赖政府、商务接待的度假村及高端消费场所影响显著，其年接待游客人次、入住率、平均房价和利润均下降明显。2018年6月29日，国家发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》（以下简称“《意见》”）指出2018年推进完善国有景区门票价格形成机制。《意见》的实施，对以门票收入为主的企业短期内的盈利能力形成一定的冲击。

四、评级基本假设和分析框架

（一）评级基本假设

东方金诚的旅游企业评级主要基于以下三个基本假设：

1. 持续经营假设

东方金诚通常假定受评主体处于持续经营状态，即受评主体在可以预见的将来有能力将现有生产经营活动持续下去，在此基础上进行相应的评级分析或预测。如受评主体出现破产清算、受到重大监管处罚、连续亏损、债务大幅上升、流动性枯竭等可能导致其持续经营能力产生重大疑虑的情形，东方金诚将改用非持续经营假设对评级分析或预测进行相应调整。

2. 企业业务结构相对稳定假设

东方金诚通常假定预测期内受评主体的业务结构与历史期相比没有结构性变化，因而基于受评主体的历史数据以及业务的自然增长特性做出相应评级分析或预测。当受评主体出现实际控制人变更、并购重组、发展战略重大调整、重大资产划出或者划入等结构性变化从而导致主营业务类型、业务模式、盈利模式等可能发生重大变化时，东方金诚将基于新的业务结构对评级分析或预测做出必要调整。

3. 治理和数据可靠性假设

东方金诚通常假定受评主体的治理机制足以保障其提供的数据是可以合理信赖的，因而引用受评主体提供的数据进行评级分析和预测。但如受评主体频繁更换审计机构、财务报表被审计机构出具否定意见或无法表示意见、公司治理和信息披露方面曾受到监管部门或自律机构处罚、引发了相关诉讼、经营或财务数据明显异常等合理怀疑情形，东方金诚将对已由其他中介服务机构出具专业意见的数据进行一般注意义务项下的审慎核查评估，对无其他中介服务机构出具专业意见的重要数据进行特别注意义务项下的核查评估，并根据核查评估结果，对相应数据进行必要的独立计算、调整，或终止评级。

（二）评级分析框架

东方金诚对旅游企业信用评级分为个体信用状况和外部支持两部分。

其中，个体信用状况主要考察不考虑外部支持情况下受评主体自身的信用风险程度，包

包括基础评分和调整因素。基础评分主要考察经营与竞争（企业规模、市场竞争力等）和财务实力（盈利能力和运营效率、债务负担和保障程度等）。调整因素主要考察财务弹性、ESG（即环境、社会和公司治理，下同）和其他因素。

外部支持主要考察支持方对受评主体的支持意愿和支持能力。

图表 1：东方金诚旅游企业评级分析框架



（三）个体信用状况

1. 市场环境 with 行业风险

市场环境是旅游企业共同面临的风险，包括经济环境、政策风险等方面。

（1）经济环境

旅游业作为综合性的服务行业，涉及旅行、观光、服务等多方面内容，被称为“无烟工业”，具有资源消耗低、带动系数大、就业机会多、综合效益好等诸多特点，是各国重要的经济部门，也是我国战略性产业。同时，旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对自然环境、外部经济和政治等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感性行业。自然环境优良、区域经济实力雄厚、景区质量优质，则对旅游企业的发展具有正面影响，反之企业将面临业务不足的经营风险。

（2）政策风险

旅游行业属于第三产业，相关产业发展政策和法规变动对其信用风险均有不同程度影响。如中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》明确严禁利用公款私自旅游消费行为，该条例对部分依赖政府、商务接待的度假村及高端消费场所影响显著，其年接待游客人次、入住率、平均房价和利润均下降明显。2018年6月29日，国家发改委发布的《意见》将对以门票收入为主的企业短期内的盈利能力形成一定的冲击。

东方金诚在设定模型指标及预测受评主体未来经营情况时将综合考虑上述影响。

2. 企业规模

旅游企业的规模直接影响其在行业内相对其他旅游企业的信用风险水平。东方金诚主要通过营业总收入等来考察旅游企业规模。

通常来说，规模大的旅游企业具有较好的竞争优势。主要由于：1）规模大的企业拥有

较强的市场竞争力和持续经营的能力；2）规模大的企业在获取政府、金融机构等外部支持时更具优势；3）在行业景气度下降时，规模大的企业具有更强的抗风险能力。旅游企业的竞争力同时也受到企业经营区域及市场专业领域多元化、政策法规等要素影响。

东方金诚对规模因素的分析关注企业收入规模等。收入是企业可持续经营和现金流生成的基础，能在很大程度上反映企业的市场份额和市场地位。较高的营业收入也意味着企业业务范围不会局限于单一区域和单一细分市场，相对具有更好的市场多元化和区域多元化，更有助于抵御单一市场风险。

3. 市场竞争力

东方金诚对旅游企业的市场竞争力主要考察资源禀赋及品牌竞争力、交通基础设施的完备度等。

(1) 资源禀赋及品牌竞争力

旅游资源是景区类旅游企业发展的基础。旅游资源主要包括自然风景旅游资源和人文景观旅游资源。自然风景旅游资源包括高山、峡谷、森林、江河、湖泊、海滩、温泉、野生动植物等；人文景观旅游资源包括历史文化古迹、古建筑、民族风情、文化艺术和体育娱乐等。优质的旅游资源是旅游企业盈利能力的重要保障。对于自然景区企业，重点考察核心景区等级、自然资源的稀缺性、年客流量等要素，同时还需考察其拥有的景区收益权类型及分成比例等。具有优质资源禀赋且拥有景区核心收益权的企业，其后续业绩的保障程度更高。

对于主题乐园运营、酒店餐饮类企业以及旅行社、免税企业等旅游服务类企业，品牌竞争力要素至关重要。主题乐园类企业重点考察乐园打造水平、品牌知名度、年客流量、商业模式复制能力等要素。而对于酒店餐饮企业重点考察酒店品牌知名度、连锁酒店客房数量规模、酒店区位、酒店客房数量、直营酒店等级、平均每间可供出租客房收入 RevPAR（全拼为 Revenue Per Available Room）、入住率等要素；旅游服务类企业重点考察旅行社品牌、连锁门店数量、免税牌照资质、门店数量等。

(2) 交通基础设施的完备度

旅游企业的发展状况很大程度上依赖于外部环境，优质的旅游产业配套对旅游企业竞争力、可持续发展能力、抗风险能力的提升均起到很大的促进作用。消费者选择景区及酒店时对于其交通可达性的考察较多，核心景区、酒店所在地市的大交通便利程度可起到导流的作用。因此在分析旅游企业时需将核心景区、酒店的交通基础设施的完备度纳入考虑范围，重点考察景区、酒店等所在区域交通基础设施的完备度，包括周边一定距离内是否有便利可达的高铁线路、公路及水路交通及航空线路等。

4. 盈利能力和运营效率

盈利能力是旅游企业现金流的主要来源，也是偿债能力的重要保障。盈利水平较好的旅游企业一般成本控制机制更完善，市场竞争力更强。东方金诚在考察盈利能力时主要关注旅游企业的毛利率、利润总额等。旅游企业毛利率的高低一般由产品服务结构、成本控制水平等因素决定，总资产周转次数综合反映旅游企业经营效率和盈利能力。

5. 债务负担和保障程度

债务负担和保障程度是旅游企业对一定时期内到期债务的偿还、变现、再融资及抵抗风

险的综合能力，是东方金诚对旅游企业信用风险水平的重要考量因素。

(1) 资产负债率

一般情况下，资产负债率越低表明该企业的长期偿债能力越好，债务负担越轻，但过低的资产负债率也可能反映企业的融资能力较差，不能够获得银行或非银机构的支持。

(2) 经营现金流流动负债比

经营现金流流动负债比主要用来衡量短期偿债能力，该指标越高代表短期偿债能力相对同类企业越高。

(3) EBITDA 利息倍数

EBITDA 利息倍数主要用来衡量 EBITDA 对费用化利息和资本化利息的保障程度，通常情况下，EBITDA 利息倍数越高，对债务保障程度相对越高。

6. 财务弹性

财务弹性反映公司应对经济环境波动和市场状况变化的能力，即其能在多大程度上获取现金以维持资产的流动性、保障债务的偿还。若受评主体缺乏财务弹性，则可能因无法保障营运资金而减弱盈利能力，甚至导致无法偿付到期债务。

东方金诚通过综合分析受评主体可动用现金资源对短期刚性债务的覆盖程度、其他流动性来源，对其财务弹性进行评价，以此判断财务弹性对受评主体信用风险程度的影响。

7. ESG

环境、社会和公司治理（Environmental, Social and Governance, ESG）因素可能从多个维度或路径影响企业的可持续经营发展潜力，并影响企业盈利的持续性和稳定性。同时，社会责任和公司治理表现也是影响受评主体财务信息质量和偿债意愿的关键因素。

东方金诚评估可辨别的 ESG 因素对受评主体信用质量产生的影响，包括环境、社会、治理三个方面以及相应的评价维度。

8. 其他

如受评对象还存在财务弹性、ESG 之外影响受评主体信用风险程度的因素，东方金诚将额外考虑其对受评主体的影响并进行必要调整。

(四) 外部支持

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

股东、实际控制人或地方政府等利益相关方是常见的支持主体，东方金诚主要从支持能力和支持意愿两个方面综合考察外部支持情况。支持能力指支持方对受评主体进行流动性及偿债方面支持的能力，政府支持能力主要考察政府的经济、财政实力；企业支持能力主要考察支持方的综合实力。支持意愿指当受评主体面对偿债危机或者流动性压力时，支持方提供支持的主观愿望或者可能性，政府的支持意愿主要考察受评主体与提供支持政府的关联性（包括但不限于股权关系、公益属性或民生属性、历史支持记录）和对于政府的重要性（包

括但不限于对经济、税收和就业贡献，对社会稳定的影响）；企业支持意愿主要通过支持方与受评主体的股权关系、支持方对受评主体的历史支持记录、受评主体对支持方收入、利润贡献以及受评主体在支持方运营业务板块中的重要性等方面进行综合判断。

五、评级模型

与评级分析框架相对应，评级模型分为个体信用状况和外部支持两部分。个体信用状况由基础评分和调整项组成，其中基础评分主要从企业规模、市场竞争力、盈利能力、债务负担和保障程度等四个方面对受评对象表现进行评分，在基础评分基础上结合财务弹性、ESG及其他等评级调整因素评定个体信用状况；在个体信用状况基础上，根据外部支持方的支持能力和支持意愿评价结果综合确定外部支持对受评主体信用等级的影响。

受评主体的信用等级由信用评级委员会参考评级模型结果综合分析后以投票形式最终评定。

（一）个体信用状况

1. 基础评分模型

基础评分从企业规模、市场竞争力、盈利能力、债务负担和保障程度等四个方面对受评主体信用基础表现进行评分。

一般情况下，基础评分会应用二级指标的近两年历史数据及未来一年预测值数据进行测算，各年数据相应赋予 40%、40%和 20%的权重。但如果有足够的理由认为按该权重比例不能较好反映受评主体的未来变化，东方金诚可能对各年权重进行调整；当有证据表明某个报表数据不能准确反映受评主体实际偿债能力时，东方金诚可能进行独立估算。

图表 2：旅游企业基础评分指标

一级指标	权重	二级指标	权重
企业规模	20%	营业总收入（亿元）	20%
市场竞争力	30%	资源禀赋及品牌竞争力	15%
		交通基础设施的完备度	15%
		毛利率（%）	5%
盈利能力和运营效率	20%	利润总额（亿元）	10%
		总资产周转次数（次）	5%
		资产负债率（%）	10%
债务负担和保障程度	30%	经营现金流动负债比（%）	10%
		EBITDA 利息倍数（倍）	10%

（1）企业规模

企业规模主要用营业总收入指标来衡量。

图表 3：企业规模指标评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档
营业总收入（亿元）	$X \geq 800$	$450 \leq X < 800$	$50 \leq X < 450$	$15 \leq X < 50$	$6 \leq X < 15$	$3 \leq X < 6$	$1 \leq X < 3$	$X < 1$

(2) 市场竞争力

市场竞争力主要用资源禀赋及品牌竞争力、交通基础设施的完备度指标来衡量。

①资源禀赋及品牌竞争力，该指标的打分若单一景区企业仅考虑资源禀赋指标；若为单一酒店/主题乐园/旅行社等企业仅考虑品牌竞争力指标；若为综合型企业¹须同时考虑 2 个指标。

图表 4：资源禀赋评价参考

档位	指标含义	得分
一档	核心景区名列世界文化遗产、世界自然遗产双遗目录，5A 级风景区、景区资源极度稀缺、年客流量极大	100
二档	核心景区名列世界文化遗产或世界自然遗产，核心景区为 5A 级风景区、景区资源稀缺，年客流量很大	80
三档	核心景区为非世界文化遗产或世界自然遗产的 5A 级风景区、景区资源较好，年客流量较大	60
四档	核心景区为 4A 级风景区、景区资源一般、年客流量一般	40
五档	核心景区为 3A 级风景区、景区资源一般、年客流量较小	20

注：参考世界遗产委员会每年颁布的《世界遗产名录》。

图表 5：品牌竞争力评价参考

档位	指标含义	得分
一档	品牌知名度高，酒店/旅行社门店数量极多/主题公园年接待游客人次极多	100
二档	品牌知名度高，酒店/旅行社门店数量很多/主题公园年接待游客人次很多	80
三档	品牌知名度较高，酒店/旅行社门店数量多/主题公园年接待游客人次多	60
四档	品牌知名度一般，酒店/旅行社门店数量较多/主题公园年接待游客人次较多	40
五档	品牌知名度低，酒店/旅行社门店数量较少/主题公园年接待游客人次较少	20

② 交通基础设施的完备度

图表 6：交通基础设施的完备度指标评价参考

档位	指标含义	得分
一档	景区或酒店所在区域交通基础设施十分完善，同时拥有高铁、普通铁路、高速公路、航空线路 4 种交通方式	100
二档	景区或酒店所在区域交通基础设施很便利，包括高铁、普通铁路、高速公路、航空线路其中 3 种交通方式	80
三档	景区或酒店所在区域交通基础设施较便利，包括高铁、普通铁路、高速公路、航空线路其中 2 种交通方式	60
四档	景区或酒店所在区域交通基础设施一般，包括高铁、普通铁路、高速公路、航空线路其中 1 种交通方式	40
五档	景区或酒店所在区域无高铁、普通铁路、高速公路、航空线路等大型交通基础设施	20

注：其中高铁站辐射直径为 50 公里、机场辐射直径为 100 公里，普通列车、高速公路辐射直径为 30 公里。

(3) 盈利能力和运营效率

盈利能力主要用毛利率和利润总额两个指标来衡量；运营效率主要用总资产周转次数指标来衡量。

毛利率：（营业收入-营业成本）/营业收入×100%。

¹ 综合型企业指主营业务包含 2 项及以上旅游细分业务（景区、酒店、旅游服务），且其单项细分收入或利润占营业收入的比重 30%以上。

总资产周转次数：营业收入/平均资产总额。

图表 7：盈利能力指标评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档
毛利率（%）	$X \geq 55$	$35 \leq X < 55$	$20 \leq X < 35$	$10 \leq X < 20$	$8 \leq X < 10$	$6 \leq X < 8$	$4 \leq X < 6$	$X < 4$
利润总额（亿元）	$X \geq 60$	$20 \leq X < 60$	$3 \leq X < 20$	$1 \leq X < 3$	$0.3 \leq X < 1$	$0.1 \leq X < 0.3$	$-2 \leq X < 0.1$	$X < -2$
总资产周转次数（次）	$X \geq 0.8$	$0.25 \leq X < 0.8$	$0.20 \leq X < 0.25$	$0.15 \leq X < 0.20$	$0.10 \leq X < 0.15$	$0.05 \leq X < 0.10$	$0 \leq X < 0.05$	$X < 0$

（4）债务负担和保障程度

债务负担和保障程度主要用资产负债率、经营现金流流动负债比和 EBITDA 利息倍数三个指标来衡量。

资产负债率：负债总额/资产总额×100%。

经营现金流流动负债比：经营性净现金流/流动负债×100%。

EBITDA 利息倍数：（利润总额+利息费用+折旧+摊销）/（利息费用+资本化利息支出）。

图表 8：债务负担和保障程度指标评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档
资产负债率（%）	$X \leq 40$	$40 < X \leq 60$	$60 < X \leq 70$	$70 < X \leq 75$	$75 < X \leq 80$	$80 < X \leq 85$	$85 < X \leq 90$	$X > 100$
经营现金流流动负债比（%）	$X \geq 55$	$20 \leq X < 55$	$8 \leq X < 20$	$4 \leq X < 8$	$1 \leq X < 4$	$-2 \leq X < 1$	$-15 \leq X < -2$	$X < -15$
EBITDA 利息倍数（倍）	$X \geq 40$	$8 \leq X < 40$	$3 \leq X < 8$	$1 \leq X < 3$	$0.5 \leq X < 1$	$-1 \leq X < 0.5$	$-5 \leq X < -1$	$X < -5$

东方金诚将基础评分指标取值的档位转化为分值。其中当定量指标取值落在档位参考的阈值范围内时，采用线性插值法计算该定量指标得分。东方金诚基础评分由各指标得分乘以其权重并将结果相加得出。

图表 9：基础评分指标各档位得分参考

指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档
营业总收入（亿元）	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
资源禀赋及品牌竞争力	100	80	60	40	20	0	-	-
交通基础设施的完备度	100	80	60	40	20	0	-	-
毛利率（%）	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
利润总额（亿元）	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
总资产周转次数（次）	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
资产负债率（%）	100	100~80	80~60	60~45	45~30	30~15	15~0	0
经营现金流流动负债比（%）	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
EBITDA 利息倍数（倍）	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0

2. 调整因素

除基础评分中涉及的指标因素外，东方金诚还会考虑一些其他评级因素对部分旅游企业信用风险的重要影响，包括但不限于财务弹性、ESG 和其他等调整因素，东方金诚对受评主体在每个评级调整因素的表现进行分档，分档结果用于综合确定对个体信用状况的影响程度。

（1）财务弹性调整因素

东方金诚通过综合分析受评主体可动用的现金资源对短期刚性债务的保障程度和其他

流动性来源，对受评主体进行财务弹性评价，分为“强”、“中”、“较弱”和“很弱”四个档位。

可动用的现金资源是受评主体短期刚性债务偿付的重要保障，东方金诚通过判断受评主体未来一年筹资活动前净现金流以及当前存量易变现资产规模，分析其对未来一年内到期的刚性债务的保障程度，并根据保障程度的不同，设置“很强”、“较强”、“一般”、“弱”和“很弱”五个档位。

在考虑受评主体可动用的现金资源的基础上，东方金诚对受评主体其他流动性来源进行评价，主要考察受评主体银行授信、融资成本、资产抵质押、债务期限结构、债务来源结构几个方面，同时还会对受评主体存量债券二级市场表现、上市公司股权融资能力进行判断。东方金诚将其他流动性来源划分为“很强”、“较强”、“一般”和“弱”四个档位。

(2) ESG 调整因素

东方金诚评估可辨别的 ESG 因素对受评主体信用质量产生的影响，包括环境、社会、治理三个方面以及相应的评价维度。

其中，在环境方面，综合考虑碳转型、污染物排放及环保处罚、环保体系建设等评价维度；在社会方面，综合考察安全生产及处罚、产品质量及处罚、员工发展等评价维度；在治理方面，综合考察战略规划、公司制度与组织架构、财务信息质量、违法违规事件等评价维度。

东方金诚对评级过程中发现的受评主体上述各维度存在的缺陷进行判断，在此基础上确定 ESG 评价结果。

图表 10：ESG 分析要素及评价维度

分析要素	评价维度
环境	碳转型
	污染物排放及环保处罚
	环保体系建设
社会	安全生产及处罚
	产品质量及处罚
	员工发展
治理	战略规划
	公司制度与组织架构
	财务信息质量
	违法违规事件

(3) 其他

根据受评主体的实际情况，东方金诚还将考虑财务弹性、ESG 外的其他因素，判断其对受评主体信用水平产生的影响。

(二) 外部支持

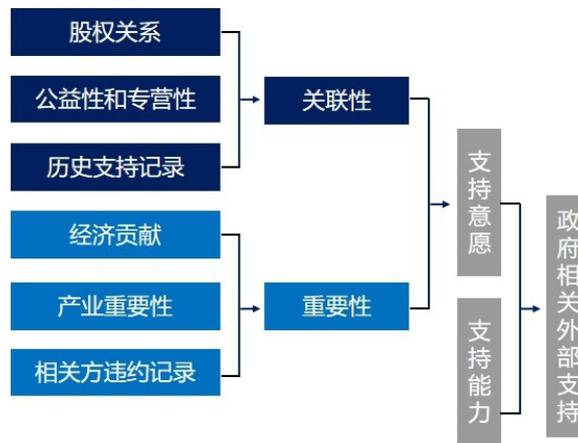
东方金诚在对外部支持方对受评主体的支持能力和支持意愿评价基础上确定外部支持对受评主体信用等级的影响。

根据外部支持提供方的不同，东方金诚将外部支持分为政府相关外部支持和企业相关外部支持。

1. 政府相关外部支持

政府相关外部支持包括支持意愿和支持能力。

图表 11：政府相关外部支持框架



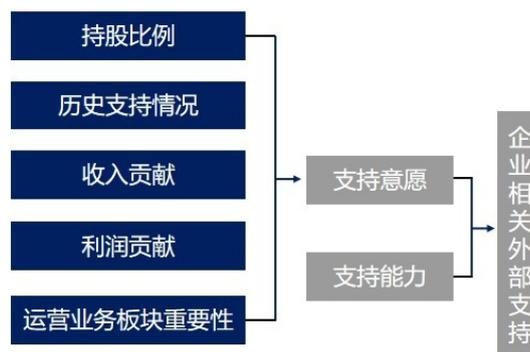
政府支持方的支持意愿主要考察受评主体与提供支持政府的关联性及对于提供支持政府的重要性。关联性主要通过政府部门与受评主体的股权关系、受评主体所从事业务的公益性和专营性以及受评主体历史上受到的政府支持情况进行综合判断。重要性主要通过受评主体对于所属政府的经济、税收和就业贡献、受评主体所从事产业对当地经济发展的重要性进行判断。一般情况下，与提供支持政府关联性越高、对提供支持政府越重要的企业，在面临流动性困难和难以履行债务承诺时获得支持的可能性越大。

政府支持能力主要考察提供支持政府的经济和财政实力，东方金诚参照地方政府信用评级方法和评级标准，通过 GDP、一般公共预算收入、财政自给率、政府债务率等指标对政府支持能力进行综合评价。

2. 企业相关外部支持

企业相关外部支持包括支持意愿和支持能力。

图表 12：企业相关外部支持框架



企业相关外部支持意愿主要通过支持方与受评主体的股权关系、支持方对受评主体的历史支持记录、受评主体对支持方收入、利润贡献以及受评主体在支持方运营业务板块中的重要性等方面进行综合判断。一般情况下，支持方持有企业的股权比例越高、企业对支持方的收入、利润贡献越多、企业在支持方运营业务板块中的重要性越高，支持方对企业的支持意愿越强；此外，历史支持情况也可反映支持方对企业的支持意愿。

企业支持能力主要考察提供支持企业的综合实力，综合实力越强的企业通常提供支持的

能力越强。

六、方法及模型的局限性

第一，由于影响受评企业信用风险变化的因素众多且存在动态变化，本方法及模型仅对关键评级因素和主要指标进行分析和说明，未能穷尽所有判断企业信用风险的影响因素；

第二，本方法及模型仅评估了常规的短期流动性风险，但受评主体存在受突发因素影响导致短期流动性紧张引发信用违约的可能，由于这些突发因素众多且难以预测，本方法及模型并未能全部纳入。

第三，本方法及模型包括了东方金诚对该行业企业信用风险评估时通常最重要的评级要素，评级模型各指标的权重为通常情况下东方金诚认为该指标在评估信用风险中的重要性，但实际重要性可能因个体差异及外部环境等差异而不完全固定。

东方金诚将定期或不定期评估本评级方法及模型的表现，对本方法及模型进行相应优化调整，同时测试和检验评级方法及模型调整对信用评级结果的影响。