

评级方法

2021 年 4 月 1 日

制造业

行业专用评级方法

中诚信亚太发布制造业评级方法

摘要

中国诚信（亚太）信用评级有限公司（“中诚信亚太”）拟发布新的评级方法以评估制造业企业的信用质量。本评级方法以 2019 年 4 月发布的通用企业评级方法为基础制订的行业专用评级方法。

本评级方法的适用范围包括但不限于负责设计及生产重型装备、轨道交通、发电机组、半导体、家用电器及个人电子用品等零部件或最终商品的制造业企业。但本评级方法并不包括汽车、医药制造等行业，这些企业的评级将会使用其对应的方法。

本评级方法介绍了主要的考虑因素及解释了中诚信亚太评估制造业企业的方法。

分析师联系人

张果 +852-2860 7119

董事总经理

guo_zhang@ccxap.com

胡辰雯 +852-2860 7120

评级总监

elle_hu@ccxap.com

客户服务

香港 +852-2860 7111

本文为 2021 年 4 月 1 日发布的 Rating Methodology for Manufacturing Industry 的翻译版本，如中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，请以英文版本为准。

评级方法概述

主要评级因素分为定性和定量因素。本评级方法是重要评级因素的概括性指引，但并非包括所有的评级考虑因素。因此，未必每一家企业的映射评级结果与其最终评级结果完全一致。

本评级方法包括 5 大评级因素和 9 个评级指标，如下所示：

因素	指标
规模	总收入
运营实力	行业竞争格局、产品多元化、市场地位及利润稳定性
盈利能力	EBITDA 利润率 总资产收益率
财务实力	总债务/总资本 总债务/EBITDA CFO/总债务 EBITDA 利息覆盖倍数
财务政策	财务政策

除了以上的评级因素外，中诚信亚太还会评估其他方面，包括公司治理和管理和事件风险，以及外部支持。

关键评级因素

本章节将对每一个关键因素及其所包含的指标进行详细说明，包括指标的评价原因、衡量方法以及如何影响级别评定。

1. 规模

由于制造业具有较强的周期性，规模是评估企业信用资质的重要因素。产品需求及原材料价格的波动会影响制造业企业的运营及财务表现。由于规模较大的企业在与供应商及客户的交易中有较强的议价能力，加上拥有经济规模及业务和财务资源获取等优势，因此公司有较强的能力抵御行业周期性波动。相反，规模较小的企业成本吸收能力较弱，在行业下行时公司的收入出现较大的波动，削弱其信用质量。

(1) 总收入

中诚信亚太使用总收入以评估受评主体的规模。较高的收入反映受评主体有较大的运营规模及在行业下行时有较强的抵御风险能力，反之亦然。

2. 运营实力

在评估运营实力时，中诚信亚太会对受评主体运营情况进行全面的评估。因为本评级方法覆盖多个子行业，加上部分企业的业务涉及供应链多个阶段，而不同的子行业和产品有不同的特性，因此中诚信亚太主要通过定性方法去分析受评主体的运营实力，其中包括行业竞争格局、受评主体的产品多元化程度、市场地位及利润稳定性等因素。部分行业对公司的科技和资本实力有一定的要求，较高的进入壁垒将降低行业的潜在竞争，为公司业务运营及信用质量带来一定的稳定性及正面影响。相反，在相对分散的市场中，行业的激烈竞争及周期性将为公司业务带来较大的不确定性，因此公司的信用质量在行业下行时会被明显削弱。

供应链布局完整的制造业企业具有更强的议价能力和成本控制能力，从而为公司运营提供稳定性。相较于生产单一产品的企业，制造业企业可以通过多元化的产品布局以降低行业周期性对公司的负面影响，从而拥有更强的抗风险能力。但是，即使公司从事多种产品的生产，亦不一定反映公司拥有更好的信用质量，因为如果公司缺乏相关的运营经验，公司仍将承受较大的信用风险。因此，除产品布局的多元化程度外，中诚信亚太还将考虑不同产品的过往业绩和协同作用，同时还会评估产品布局与公司业务策略的一致性。

市场地位是评估运营实力的关键指标，特别是对于行业竞争激烈的公司而言。通过品牌、先进技术及研发等方面的优势，市场份额较大的公司拥有较强的可持续性和竞争力。市场份额较小的企业反映其业务较易被竞争对手替代，可持续性较弱，行业下行将对其业务带来更大的负面影响。因为新技术的推出及应用会影响当前的竞争格局，因此除了当前的市场份额外，中诚信亚太还会根据市场趋势及技术的演化以判断受评主体未来的市场份额及竞争实力。我们认为市场份额较大的公司将拥有更强大的业务实力，反之亦然。

因为制造业企业的运营实力较易受到行业环境波动影响，所以中诚信亚太在评估运营实力时亦会考虑受评主体业务的稳定性。公司在市场周期中仍能维持稳定的运营表现反映公司有较强的抗风险能力，相反，运营表现出现波动则反映公司面临较大的不确定性及信用风险。除了下游客户外，终端市场需求亦会影响业务的稳定性，我们认为稳定的终端市场需求可以为公司的业务带来稳定性。同时，中诚信亚太认为如果公司的产品能够适用于多种类型的终端产品，其业务表现会相对稳定。中诚信亚太评估业务稳定性时主要考虑采购订单、收入和运营利润等运营指标。此外，我们认为长期或独家供应合同会为业务稳定性带来积极的影响。公司拥有稳定或持续改善的运营表现会获得更好的信用评级，反之亦然。

3. 盈利能力

制造业是周期性行业，因此公司的收入和成本会出现波动。制造业企业在行业下行时或会面临亏损，从而损害其偿债能力。但是，如果公司可以在周期内保持较高的盈利水平，公司可以将利润重新投资于研发活动以提高其竞争实力，从而增强信用质量。因此盈利能力是评估公司成本控制和产品竞争力的关键因素。中诚信亚太在评估盈利能力时会考虑 EBITDA 利润率和总资产收益率。

(1) EBITDA 利润率

EBITDA 利润率是 EBITDA 与总收入之比。由于不同制造业企业可能在折旧和摊销方面采用不同的会计政策，因此中诚信亚太在计算利润率时会使用税息折旧及摊销前利润。如果非经常性项目对公司的利润带来重大影响，计算时中诚信亚太会考虑将该项目剔除。

(2) 总资产收益率

在评估盈利能力时，中诚信亚太亦会考量总资产收益率，即 EBIT 与总资产平均余额之比。制造业多是资本密集行业，因此公司大多拥有较大规模的固定资产。此指标反映了公司的资产创造利润的能力和效率。

4. 财务实力

中诚信亚太会评估受评主体的债务杠杆及偿债能力以分析其财务实力。偿债能力包括公司盈利能力及生现能力对其债务及利息的覆盖程度。中诚信亚太主要考量总债务/总资本、总债务/EBITDA、CFO/总债务及 EBITDA 利息覆盖倍数。

(1) 总债务/总资本

总债务包含债券、票据、短期及长期借款等有息债务。根据永续债的条款，中诚信亚太在计算指标时有可能将永续债调整为债务。较高的总债务/总资本比率反映公司债务杠杆较高，反之亦然。

(2) 总债务/EBITDA

中诚信亚太通过总债务/EBITDA 比率评估公司的偿债能力。利润是公司重要的偿债来源，激进的财务政策会带来较大的债务规模，或导致公司未有足够的利润偿还其债务。而且，即便公司的债务杠杆相同，但利润的差异性会导致公司的偿债能力有所差异。较高的总债务/EBITDA 比率反映公司的信用质量较弱，反之亦然。

(3) CFO/总债务

中诚信亚太通过经营活动净现金流/总债务比率评估公司的现金流水平对债务的覆盖能力。较高的比率反映公司的现金流能更有效地覆盖其债务及获得较高评级，反之亦然。

(4) EBITDA 利息覆盖倍数

中诚信亚太使用 EBITDA 利息覆盖倍数，即 EBITDA/利息支出，包括费用化及资本化利息，用来衡量公司利润水平对利息支出的覆盖程度。较高的比率反映较强的利息覆盖能力，反之亦然。

5. 财务政策

中诚信亚太会分析受评主体的分红政策、投资策略及资本结构等因素评估其财务政策。激进的财务政策会导致较高的财务杠杆及分红政策。同时，公司积极地寻找投资及扩张机会可能面临更高的信用风险及损害债权人的利益。相反，公司拥有保守的财务政策和相对较低的杠杆水平将会保障债权人的利益，公司在市场下行时亦拥有较大的财务弹性以应对冲击。

其他评级因素

除了之前讨论的因素和指标外，在评估公司整体信用资质时，中诚信亚太还考虑到公司治理、管理政策、事件风险、地缘政治风险及流动性管理等因素。

公司治理

公司治理是公司控制和指导的规则、实践和流程体系，是一个重要的评估考虑。具有完善的公司治理的公司具有公平和透明的规则和控制能力，而且所有利益相关者都有一致的目的，有利于其信用资质。

管理政策

管理政策可以影响公司的信用状况。中诚信亚太将评估公司战略规划和风险管理的可行性和执行情况，以分析公司的未来业绩。有效的长期战略规划和保守的风险管理可以提高公司的信用资质。

事件风险

中诚信亚太考虑可能会导致发行人整体信用状况突然大幅改变的事件风险，包括重大资产出售、分拆、资本重组计划、主要股东变动、收并购和其他重大重组计划等。

地缘政治风险

制造业企业通常在世界各地拥有广泛的客户群，导致公司的业务或会受到地缘政治风险上升而带来的关税和制裁等政策的影响。这些政策或会扰乱公司的日常运营以及融资能力，对其信用质量产生不利影响。

流动性管理

流动性是制造业企业的重要评级因素，特别对于非投资级企业，因为这些公司运营和财务灵活性较低，在市场下行时通常会受到更大冲击。中诚信亚太会评估受评主体的可靠的流动资金来源，例如未使用的授信额度及公司过往的融资情况等。此外，中诚信亚太亦会考虑其现金循环周期，较短的周期为公司提供较大的财务灵活性。

外部支持

外部支持方面，中诚信亚太评估公司受到的股东支持和政府支持的可能性，这有助降低公司的违约风险。

股东支持

股东支持影响公司的未来发展和信用状况。股东实力方面，中诚信亚太主要考察股东的企业性质、竞争能力和财务状况；股东支持可能性方面，中诚信亚太重点考察企业在股东整个战略定位中的位置、在股东业务体系里面的地位、所有权关系和重要性等。

政府支持

政府支持指当公司面临严重的偿债压力时，政府可能提供支持以避免违约。我们主要考虑公司的资产对于政府的重要性、法律要求、政府的监督力度、过往的救助记录及政府的财实力等因素，以评估政府支持的可能性。

假设及局限性

中诚信亚太评级中的前瞻性预测都假设宏观经济环境与我们的预测相符，不会出现如自然灾害及战争等意外变化。

中诚信亚太假设主权评级与受评主体有着密切的关联，并且再融资能力是信用风险的主要驱动因素之一。评级方法针对债项的评级是假设受偿顺序是导致债项评级结果产生差异的重要因素。同时，我们假设评级时所使用的信息是真实、合法和不存在重大误导性陈述。

中诚信亚太评级中包含对受评主体未来表现的合理预测，而这些预测数据主要是通过我们的前瞻性模型从历史信息中得出的。一些情况下，预测可能以不能披露的保密信息为基础。并且，往往也会参考行业趋势、竞争对手的行为及其他因素。无论是何种情况，我们对未来的预测不可避免的存在不准确的风险。因此，多数情况评级模型指示的级别不一定与受评主体的最终级别吻合。评级模型亦会包含一些定性评估因素，尽管中诚信亚太在评级时会通过客观且谨慎的机制进行评估，但特定情况下不可避免地会存在主观判断成分。因此，评级中可能出现某一因素的权重与评级模型建议的权重存在偏离的情况，特别是在受评主体违约或即将面临违约时。

同时，评级依赖公开信息及受评主体和承销商提供的资料。尽管中诚信亚太会确保信息的完整性和真实性，但在某些情特定情况下仍然可能因受评主体的提供资料的延迟而未能及时地反映受评主体的信用风险。

此外，评级结果最终由信用评级委员会讨论决定，而判定有赖于各专家委员的经验判断，各专家委员在做出自身的判定结论时往往都会考虑超出评级模型范围的更多因素。因此最终评级结果可能与评级模型指示的结果存在差异。

本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址： 香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室

网站： www.ccxap.com

邮箱： info@ccxap.com

电话： +852-2860 7111

传真： +852-2868 0656