家电行业主体信用评级方法

2017 年 12 月 28 日

联合资信评估有限公司

电话： 010-85679696　地址: 北京市朝阳区建国门外大街　邮箱: lianhe@lhratings.com

传真： 010-85679228　2 号 PICC 大厦 17 层　网 址：www.lhratings.com

家电行业主体信用评级方法

作者：联合资信　工商企业一部

主体信用评级也称债务人评级、发行人评级，是以企业或经济主体为对象进行的信用评级。

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，即主体违约可能性（概率）的评估。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响受评主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断家电制造企业（以下简称“该类企业”）主体信用风险的主要评级要素，是评定该类企业长期信用等级的重要参考，但并未涵盖该类企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。该类企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

一、　适用范围

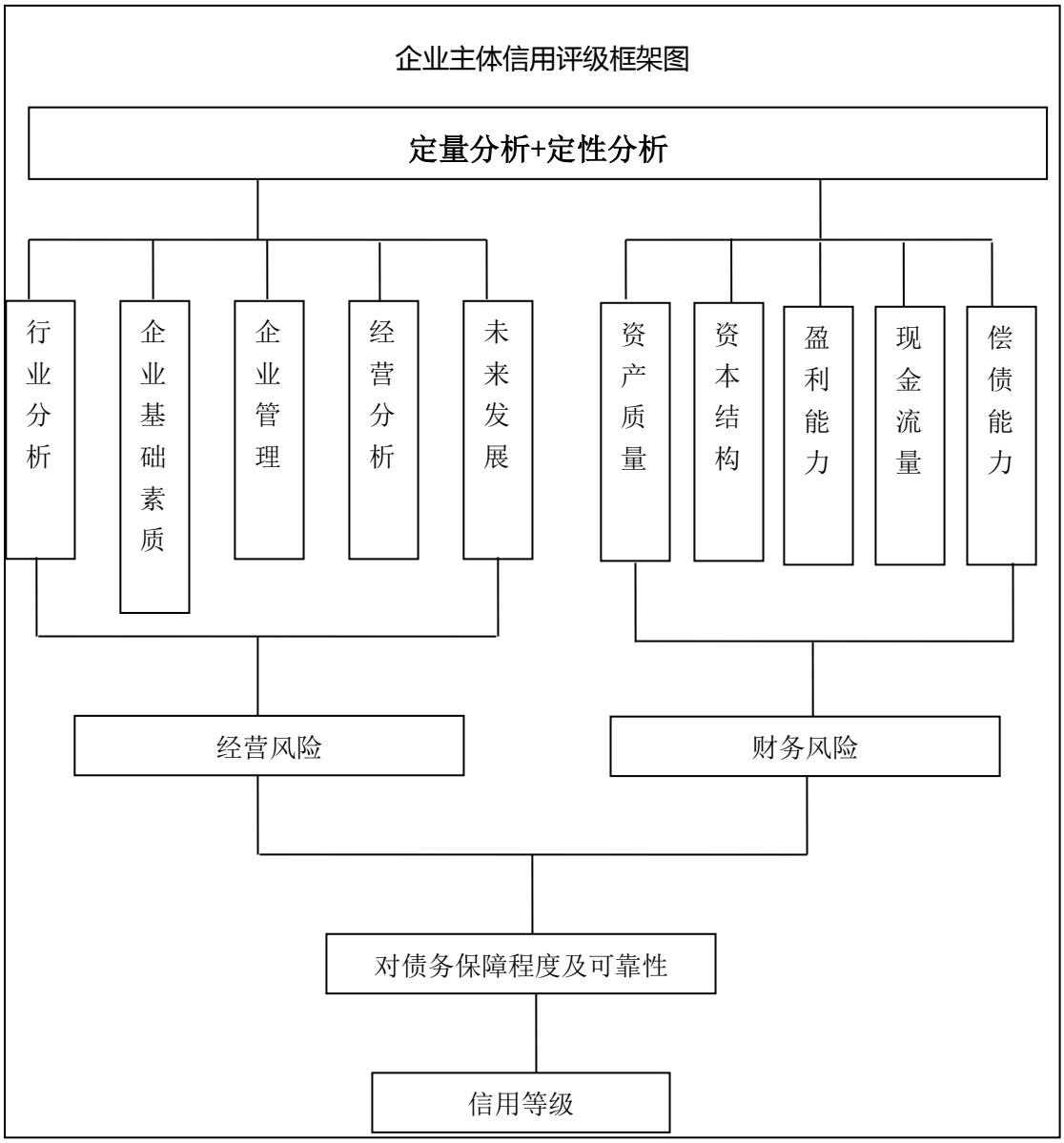
根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2011），家电行业属于制造行业下的家用电力器具制造子行业，指使用交流电源或电池的各种家用电器的制造。联合资信对家电企业主体信用评级方法适用于家电业务的营业收入或利润贡献占比 50%以上的企业。以家电行业为主要收益来源的投资管理型企业及后续收益预计主要依赖家电行业的企业，一般也可参考本方法进行信用质量评估。

二、 评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约可能性。受评主体违约可能性的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。一般的意义上讲，从企业的目前状态和历史表现，再结合未来一些特别的重要因素，是可以预测企业未来的经营发展和财务表现，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从评级方法上来看，联合资信以定量分析为基础，以定性分析为主，定性分析和定量分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对家电企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。


企业主体信用评级框架图
定量分析+定性分析
行业分析
企业基础素质
企业管理
经营分析
未来发展
资产质量
资本结构
盈利能力
现金流量
偿债能力
经营风险
财务风险
对债务保障程度及可靠性
信用等级

一、 评级要素

（一）经营风险评级要素

1. 行业分析

行业概况

家用电器行业是国民经济的重要组成部分，主要包含大家电（空调、冰箱、洗衣机、电视机）和小家电（厨电、吸尘器、电磁炉等）两大类；中国已成为家电大国，总产量占全球 80%以上，多项产品销量达到世界第一；中国家电行业呈现出技术创新能力显著提高、行业集中度不断提升、节能环保达到国际先进水平、全球竞争参与度不断加强等特征。

中国家电行业发展状况与宏观经济运行状况密切相关，家电行业总产值增长趋势与国民经济增长趋势基本吻合；近年来，家电行业占国民经济比重呈下降趋势，但其在制造业和国民经济中的地位依旧稳固。国家统计局数据显示，2016 年家电行业主营业务收入 1.46 万亿元，同比增长 3.78%；利润总额 1196.9 亿元，同比增长 20.37%。

中国家电行业经过前期快速发展，目前处于行业成熟期，行业增速放缓、市场化程度高，竞争充分。细分行业可参考近年来家电产品产销量变化情况、出口市场变动（含汇率变动）新增固定资产投资情况、企业经营效益和政策影响（相关产业政策的推出和退出）等方面分析。

上下游产业

家用电器行业是重要的中游行业，上游承载原材料（钢、铝、铜、塑料等）及相应压缩机、电机、面板、集成电路等零部件制造业，下游直接连接终端销售渠道。行业在上下游产业链中的地位也是决定行业获利能力的关键因素，行业内生产规模大、研发能力强、品牌知名度高的企业拥有更强的成本转嫁能力。

上游方面，结合行业内企业零部件自配套能力，重点关注主要原材料供给

及价格波动情况、核心零部件（技术）供应商议价能力和技术水平、供应商集中度（是否存在进口依赖）；下游方面，重点关注客户群体构成、消费需求及其影响因素、产品价格、销售模式等因素，对企业所涉及的产品种类做细化分析。综合上述分析，判断上下游对行业获利能力的影响。

行业竞争

中国家电行业处于成熟期，市场化程度高，竞争充分，品牌数量较多，行业集中度有待加强。具体来看，大家电市场接近寡头垄断态势；小家电市场品牌众多，差异化竞争激烈。可参考主要企业生产销量规模排名、大型企业数量、品牌知名度、高附加值产品的比重等因素。此外，中国家电行业全球竞争参与度不断提高，出口比例明显提升，需分析在国际竞争中的地位，参与国际竞争能力的强弱。

中国家电行业龙头企业市场份额不断提升，综合竞争力持续增强，已经形成了美的、格力、海尔、海信四家大家电生产企业寡头竞争的格局。其中，海尔和美的产品较为全面，覆盖冰箱、洗衣机、空调三大家电，格力主要集中在空调产品。空调和洗衣机市场前二名企业市占率总和超过 50%，冰箱市场前二名企业市占率也近 40%，而产品品种众多、产品普及率差异化明显、进入门槛相对较低的小家电行业集中度有待提高。

行业政策

家电行业同时与出口和拉动内需紧密相关，在国家大力推行产业升级、拉动内需、鼓励出口等相关政策的背景下，从政策层面来看，家电行业属于受惠行业。重点关注城镇化建设、家电下乡补贴、以旧换新补贴、智能制造、能效补贴、物联网、出口退税等对家电行业影响较大的政策法规。

针对出口比例较高的产品，需要关注主要销售国家对产品进口的政策限制以及进口关税等政策的影响。

行业周期性和季节性

家电行业总体上与宏观经济契合度高，周期性不明显；但受技术升级、国家政

策、消费观念等因素影响在短期内存在阶段性波动。总体看家电产品有一定季节性，销售相对集中在主要节假日；部分产品如冰箱、空调夏季销售相对较多。

行业发展

结合国家十三五发展规划，城镇化将推升家电行业需求，消费升级成为产品价格提升主要动力，环保节能智能化产品更加普及，国际化竞争更加深入。中怡康预测，城镇化进程将会累计带动 9600 亿元的新增潜在家电市场需求；到 2020 年中国家电产品平均单价较 2015 年增长 18%；节能家电产品的市场占比将由 2015 年的 50%提升至 2020 年的 75%。此外，针对细分行业发展前景需关注竞争激烈程度、产品结构优化、消费者需求变化、革命性科技技术等因素。

2. 企业基础素质

区域环境

分析企业主要经营区域经济发展水平、城镇化水平、产业结构、居民收入水平、人口结构、交通运输条件、上下游配套产业状况。

企业所有制性质

企业所有制性质如何，是央企、省属企业、市属企业，还是民营企业、合资企业，不同的企业所有制性质有不同的抗风险能力和经营管理特点。此外，上市公司需关注控股股东股权质押情况。

企业规模及竞争力

公司是单一企业还是集团类企业、是否上市，企业产业链完整度、产品种类覆盖，销售区域覆盖情况，旗下品牌数量及质量，主要产品的产能（生产基地布局），员工素质，行业地位排名（可通过资产规模、收入规模、市场占有率等指标衡量）。

技术水平及研发能力

（1）技术装备水平

公司主要生产设备以及生产能力，生产工艺先进程度，设备自动化程度，人员操作能力，信息化水平等。

（2）研发能力

公司研发机构设置（是否设立国家级研究中心或称为国家课题项目-相应专项补贴）、合作机构素质、研发人员素质及稳定性、研发经费投入（近三年研发投资情况，占公司营业收入的比例）、研发成果（公司获得专利情况，正在申请的专利情况，获得的省部级科研奖励，主要产品技术的独创性，是否得到国家支持）、技术进步及产品升级换代的周期与速度等。

外部支持

政府支持：关注企业在地方经济中的地位；企业以往获得的政府资本金注入、财政补贴、税收优惠等。

股东支持：关注股东实力（其实际控制人除受评主体外的其他资产）、公司在股东系统内的地位、股东资金或资产注入、股东担保、股东资源共享、历史支持记录。

人员素质

分析高管人员设置、管理层业务经验和管理水平；公司员工的岗位、学历和年龄结构，是否符合行业特征并能满足业务需要。

3. 企业管理

法人治理结构

股权结构与企业管理层独立性，股东权利与保护，董事会和监事会的独立性和实际运作情况。

企业实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事、监事和高层管理人员

的遴选与聘任制度；内部监督机构设置等。重点是根据企业的所有制性质，判断其是否建立了与其发展相适应的决策与监督机制。对于股权比例分散的企业，应关注实际控制人稳定性。此外，需关注管理层变动频率、实际控制人或董事长政治法律风险。

管理水平

企业组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当、是否有违规违法或质量安全事故历史、是否经常延迟公告财务数据或粉饰财务报表等，从战略管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、资金管理、审计控制、分支机构考核等方面进行分析。

对于经营主体是下属合资子公司的集团企业，本部属于投资控股型，侧重对投资项目进行收益、风险管理，需关注本部对下属子公司的人员管理、投资决策、绩效考核、资产管理等方面的管理条款和落实情况。

4. 经营分析

主要从原材料采购、产品生产和销售、投资项目、发展战略、重大事项、经营效率等方面，对受评企业近三年的业务构成、经营情况的稳定性进行分析。

原材料采购

（1）企业方面，分析其采购模式、原材料及核心零部件对外依赖程度、进口比重、采购流程、结算周期及方式、质量控制、关联采购等因素。

（2）采购对象方面，分析外采原材料及核心零部件成本占比情况、近年来价格走势及影响其价格变化的关键因素、近年来采购数量等因素。

（3）供应商方面，分析集中度、稳定性（包括质量、数量、价格等方面）、所处区域、运输半径、供应商选择和管理方法、供应商行业地位等。

此外，对需大量进口的原材料和零部件，需关注相应汇率风险、信用风险、地缘政治风险及其应对措施。

生产经营

（1）产能：近三年产能及产能利用率变动、生产基地及产能分布、产能提升的制约因素；目前在建产能（如有）的建设进度及效益分析。

（2）生产环节：生产流程、生产模式（销定产、产定销）、库存数量及仓储管理、生产周期、是否柔性生产线、排产方式、智能化水平、能耗水平。

（3）产品：主要产品竞争优势、高附加值产品占比、质量控制（次品比重）、是否存在重大召回事项、媒体报道产品质量事项。

产品销售

（1）销售渠道

分析企业销售体系（销售层级、直销和代理比例、分支机构数量、销售队伍、激励措施、销售半径、销售区域等）、下游客户（集中度、结算方式及周期、稳定性、信用政策）、运输方式和运输设施。

（2）销售产品

分析企业主要销售产品占比情况、定价方法、销售均价及销售数量变化情况、各产品毛利率变化情况、产品出口情况（出口占比）、出口地区分布情况、受政策影响情况（积极/消极）。对出口占比大的企业关注投保情况、汇率波动影响、地缘政治风险和信用风险。

环境保护

生产过程中是否会排放废水、废气、废渣，如何处理，在环保方面投入情况，主要进行的环保措施有哪些，是否通过相关认证，是否受到环保部门的处罚。

投资项目

企业在建项目进展、在建项目盈利预测与投资收回年限、拟建项目、资产收购计划及进展（是否涉及境外收购）；资金投入情况、未来投资计划、资金来源安排，分析并判断其对企业未来经营竞争力、债务负担及盈利水平的影响。

未来发展

经营：上下游产业链延伸及资源配置情况、新产品研发情况、产能扩张计划、管理提升措施、横向相关产业发展等。

资金与融资：融资规划（IPO、定增、发债等）、融资渠道（来源、金额）、债务管控目标、风险储备金、项目建设资金配比。

经营效率

分析企业近年销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数。

重大事项

近年来，中国家电行业集中度不断提升，为实现产业链布局和提高企业竞争力，国内外并购活动更加活跃（如海尔收购 GE 家电业务、长虹入主美菱、美的收购东芝家电等）。

此部分关注对企业经营及财务状况有重大影响的事项，包括但不限于 IPO、定增、并购、企业性质或实际控制权变更、重大合同、重大安全质量问题等。对上述事项需结合数据分析其对企业经营及财务状况可能产生的影响，并提示相关风险。

此外，2015 年以来行业中出现节能补贴退回事件，关注该类事件对企业利润、现金流以及市场诚信度方面的影响。

（二）财务风险评级要素

联合资信家电企业财务风险评级要素涵盖财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面，旨在通过对企业过去和现在的财务状况分析为信用评级提供客观依据。

财务信息质量

财务信息可以反映企业的经营业绩和管理水平，财务数据准确和可靠性是进行财务分析的前提。重点分析审计机构从业资质、审计机构延续性、近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年企业合并报表是否发生重大变化，如果对企业报表产生实质影响，分析报表是否有可比性。另外，应说明企业所采用会计政策，如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

资产质量

重点关注：（1）资产构成，关注流动资产、固定资产、长期投资、无形资产等占比；（2）资产流动性，流动资产中货币资金、应收票据等现金类资产的情况；对应收账款、其他应收款的质量进行分析；对存货分析中，要注意关注存货的具体构成，原材料与库存商品是否处于相对合理的比例，存货跌价可能性，是否已计提跌价准备；（3）对于固定资产，需要分析固定资产的明细，相应设备折旧情况，关注固定资产成新率；对于在建工程，关注项目进展情况，与公司在建项目应相一致。（4）科目变动较大原因、资产受限情况。

资本结构

企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高。股权和债权资金构成了企业的资本来源，股权资金的注入代表股东对企业长期发展的支持，而债权资金投资以获取利息盈利为目的，大规模债权资金意味着企业风格较为激进，同时也面临债务到期后的兑付压力。

应关注企业有息债务规模及债务负担、债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时

间的集中程度，权益的结构及稳定性等。

资本结构主要考察的指标包括资产负债率、债务结构、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率等。

盈利能力

重点关注：主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有一致性；分析近三年期间费用（经营费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重；对净资产收益率、总资本收益率、主营业务利润率等指标进行分析；部分企业的利润主要来源于合资子公司的投资收益，关注投资收益稳定性及子公司分红情况。主要考察指标包括营业利润率、期间费用率、总资本收益率和净资产收益率等。

以生产销售大家电为主业的龙头家电企业营业利润率相对较稳定，收入利润规模变动趋势与行业景气度变化基本吻合，期间费用占比相对较高，且以销售费用为主，政府补贴等营业外收入有一定规模，向下游转嫁成本的能力较强。小家电生产企业及其他中小品牌家电企业盈利能力根据产品类型，细分市场规模及占有率的不同而有所分化，总体向下游转移成本的能力较弱。

现金流

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础，将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。结合企业的采购及销售政策，分析经营获现能力及收入实现质量、经营获现对债务的保护程度及对投资需求的覆盖程度。

主要考察的指标包括经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、盈利现金比、经营现金流动负债比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等指标。

偿债能力

偿债能力分析是信用分析的关键。对于家电企业偿债能力主要分析以下几点：

（1）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；如果企业短期债务规模大，需进一步细化未来一年内各类债务的到期分布、偿债资金来源，并结合可变现资产分析进行偿债压力测试。

（2）长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断。EBITDA 是未计利息、税项、折旧及摊销前的利润，是利润衡量的重要指标。EBITDA 利息倍数应考虑 EBITDA 对费用化利息支出和资本化利息支出

的覆盖程度，EBITDA 对利息的覆盖倍数越高，对长期债务的保护能力越强。

（3）其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

主要考察的指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等，结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

母公司财务状况

部分集团企业依赖下属经营实体开展具体业务，本部报表与合并报表相比差异大，对子公司控制力不强，需单独分析集团本部（母公司）财务报表数据，关注本部的资本结构、资产质量、盈利状况及偿债能力等。尤其对母公司加杠杆完成并购的子公司，需关注子公司资产受限情况、对母公司分红、业绩承诺完成情况、对母公司债务保障等因素。

其他重大事项

表外科目：若存在对信贷销售有回购或担保责任，需关注债权的规模、回收情况、预期情况、是否发生回购，进而判断对财务报表未来可能发生的影响；

抵质押情况：是否存在股权、土地、设备、厂房等资产的抵质押，抵质押比重；

或有事项（对外担保、诉讼等）、关联交易及资产负债表日后事项。

对外担保风险重点关注：1）对外担保规模和担保比率（担保责任额/所有者权益）是否高于 30%（含），有无反担保措施；2）担保对象企业性质，是否民营企业，行业及区域集中度情况；3）被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件。

未决诉讼风险重点关注：1）诉讼涉及金额大小，是否占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失；2）因诉讼事件导致企业直接损失达到企业所有者权益的 10%（含）以上；3）诉讼可能导致公司经营受到严重影响。

关联交易风险重点关注：1）企业是否制定明确的关联交易制度，是否存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；2）企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比情况，是否超 50%以上；3）企业提供的对外担保或委托贷款中针对关联企业的占比情况，是否超 50%（含）以上。

关注企业过往债务履约情况，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

（三）主要衡量指标

评级要素		细分要素指标
行业分析	行业概况	宏观经济形势、行业地位、居民消费习惯、行业周期、行业内企业经济效益、环保要求
	上下游产业	原材料价格、汇率波动、政策影响、下游品牌、消费需求、销售区域
	行业政策	产业升级、环境保护、税收减免、城镇化建设、产业补贴、进出口政策
	行业竞争	行业集中度、境内外大型重组并购、区域竞争、品牌知名度、经济效益排名、全球竞争
	行业周期性和季节性	敏感度、形成原因、具体表现
	行业发展	需求变化、技术升级、政策变动
基础素质	区域环境	区域经济水平、人口数量、收入水平、消费结构、交通运输条件、上下游配套情况
	企业规模及地位	企业性质、产业链完整度、行业排名、品牌数量及质量、销售区域覆盖
	外部支持	地方经济地位、政府财政补贴、税收优惠、股东资金或资产注入，股东资源共享，股利分配政策
	技术水平	研发中心、更新换代周期、技术独创性、信息化建设、研发团队、研发投入、获奖及发明专利、细分品种技术指标
	人员素质	高管人员设置，管理层零售业务经验和管理水平；员工的岗位、学历和年龄构成
	管理治理水平	股权结构及股东表决权，治理结构是否符合公司法的要求，重大决策的制定机制，决策与监督机制与企业所有制的适应程度，组织机构设置，管理职责划分，规章制度及执行，人员激励措施，对子公司的管控方式、合作户管控能力
经营分析	原材料采购	原材料品种、价格、采购量、汇率波动、供应集中度及稳定性、采购流程、结算方式、运输半径
	产品生产	生产基地产能分布、生产工艺、生产流程、排产方式、生产周期、质量控制、产品竞争优势、环保措施、设备智能化水平、能耗水平
	产品销售	销售模式、销售体系、汇率影响、销售区域、客户集中度、结算方式、运力保障、产品价格、销售数量、产品毛利率、定价方法、品牌价值、激励方式
	经营效率	销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数
	未来发展	在建拟建项目、资金安排、管理提升措施、上下游延伸
财务分析	财务信息质量	审计机构从业资质，近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论；合并范围变动，会计政策一致性；存货减值的衡量、应收账款计提方式、投资性房地产和无形资产计价方式等会计处理方式

	资产质量	资产流动性、存货构成及减值准备，其他应收款形成原因及账龄、资金回收风险、坏账准备计提及其对流动资金的占用程度，非经营性投资的盈利能力、回收风险及风控措施；长期股权投资盈利情况、分红情况、减值计提，投资性房地产计价，固定资产折旧方式、成新率、自有物业价值，在建工程及商誉价值风险
	资本结构	有息债务规模及债务负担，债务结构与资产结构的匹配程度，债务偿还时间的集中程度，权益的结构及稳定性；资产负债率，长期债务资本化比率，全部债务资本化比率
	盈利能力	收入变动，营业利润率，期间费用率，非经营性损益来源及稳定性，资产收益率，总资本收益率
	现金流	现金收入比，经营活动现金流净额及稳定性，各类现金流与资产负债表的勾稽关系，对外投资资金来源及去向，未来投资规模及资金需求
	母公司财务状况	集团本部（母公司）财务报表数据，关注本部的资本结构、资产质量、盈利状况及偿债能力
	偿债能力	流动比率、速动比率、经营性现金流动负债比，全部债务/ EBITDA、EBITDA 利息倍数，直接及间接融资渠道
其他重大事项	--	资产抵质押，对外担保，未决诉讼，关联交易情况，信贷履约历史记录