

石化企业信用分析要点

联合资信主体评级方法主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的所有要素进行分析和判断，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级别。本文仅列举了石化行业评级时需要考察的重点要素，由于非重点要素较多，影响程度也会因受评主体的实际情况差异较大，所以并不一一列举。

石化生产企业信用分析主要考察以下几个要点：1、宏观经济和产业发展环境；2、企业基础素质；3、企业管理；4、生产、经营和销售；5、财务实力。

一、宏观经济及产业分析

1、宏观经济

石化行业周期性较强，与宏观经济走势高度相关。主要分析因素包括：GDP 和全社会固定资产投资的增长情况，工业化和城市化的进程；国内能源消费结构、供给结构和定价机制；全球经济及主要发达国家的经济增长状况；主要经济体能源消费结构及近年变化趋势。

2、产业特点

主要分析因素包括：产业所处的板块，产业的周期性、产品的生命周期、进入和退出壁垒、产业的发展历史和整体趋势。

3、产业现状

主要分析因素包括：主要产品的产销规模和增长情况；进出口规模和增长情况；中国主要的原油天然气资源供给来源和稳定性；近年来石化产业的重大投资、合作和兼并重组情况；技术革新和新品、替代品研发和生产情况；国际石油石化行业的发展情况。

4、行业地位

主要分析因素包括：石化行业在国民经济中所处的地位，对其他产业的带动和影响；石化产业对上下游产业发展的影响程度和议价能力；近年煤炭等能源及其它新型化工材料产业迅速增长对石化产业的影响及未来可能出现的替代效应。

5、竞争格局

石化产业竞争格局分析主要包括以下几个方面：石化行业各产业板块的产业集中度、市场竞争格局；细分板块中主要生产企业经营情况、主要财务指标变动情况；产业链上下游构成对比、各板块企业对上下游的议价能力；可替代品和潜在的进入者。

6、产业政策

石化产业受国家产业政策影响较大，对石化产业政策的分析主要包括以下几点：国家整体的能源发展战略和能源消费政策；政府对于原油、成品油市场主体资质、竞争格局的规划和相关政策；原油、天然气资源税、特别收益金的征收情况以及对资源开采企业的影响；石化产业的整体发展规划以及政府能源机构改革的进程。

7、产品价格及定价机制

中国石化产业定价机制比较复杂，对于产品价格方面主要分析：国际油价波动情况和相应定价机制；国内各类石油、天然气和石化产品的定价机制、历史变动情况和目前的价格水平；未来定价机制的改革方案及对各板块及整体行业的影响。

8、产业发展前景及未来关注

主要分析因素包括：未来国内外宏观经济基本面情况和能源消费结构调整，重点关注煤炭、天然气等资源对石油产品的替代作用；未来石化产业的发展趋势和可能出现的产业结构调整；产业政策对未来的影响和未来可能出现的政策调整；未来影响石化企业发展的关键因素和行业面临的风险。

二、企业基础素质

1、区域环境

主要分析因素包括：所处区位的资源环境；地理位置和周边经济发展环境；消费市场和配套的人才、技术环境；交通状况。

2、股东背景

中国石化行业上游为几家国有石油公司垄断，因此，股东结构和背景对下游企业资源保障影响较大。目前来看，中石油、中石化、中海油和石化集团旗下的化工企业在资源供应和原料成本方面都能够获得一定的保障，但系统外的企业在油价上升或资源紧俏时却面临较大的经营压力。

3、企业规模及竞争力

主要分析内容包括：石化企业产业板块构成和产业链完善程度；企业主要产品产销规模及在行业中所处的地位；主要产品或品牌在区域市场的占有率和影响力。

4、资源储备

(1) 自有资源储备

该部分分析主要针对拥有上游资源的原油和天然气开发企业，目前主要包括中石油、中石化和中海油，分析要点主要包括：油气资源所有权的法律归属；油气资源储备规模及变化情况；油气资源分布区域、地质条件、探采风险和成本；油气资源品位、特点和市场售价。

（2）外部资源保障

该部分分析主要针对于资源需要外购的石化企业，对于油气资源不能完全自给的中国大部分石化企业均适用，分析要点包括：原油、天然气、成品油等其他资源对外依赖程度；上游油气供应商的资源实力和保障程度；企业油气资源的采购渠道、议价能力及供货方式。

5、产品结构

石化行业产品较多，不同产品由于资源禀赋、技术含量、市场竞争等因素附加值存在较大差别。分析要点主要包括：产品属性（资源型或产成品）；技术含量；市场竞争和可替代性。

6、科研及技术水平

通过分析石化企业的科研实力，评价其增长潜力和可持续发展能力，主要分析内容包括：企业近年主要科研机构、科研成果、人员构成、科研投入及对外合作情况；研发投入的主要领域和未来前景，存在的经济风险和政策风险；科研成果产业化能力，对油气勘探、油品、化工产品生产的促进和推动；政府或其他外部组织对部分特定科研项目的支持。

三、企业管理

1、治理结构

关注要点包括：公司股权结构是否清晰，治理结构是否规范，三会制度是否健全；对于地方、民营石化企业，需要重点分析企业的创始人在公司经营决策方面的影响力，以及公司各项制度运营的规范性。

2、管理体制

石化企业需要重点分析公司本部对子公司的管理体制和相关制度执行效果，主要包括：母子管控架构；集团本部对子公司主要管理人员的任命和管理；生产管理、销售管理、人力资源管理、财务管理、信息化管理等方面建设及执行情况。

3、内部控制

内部控制主要关注对下属公司的控制力度，从战略管理、投资管理、审计控制、分支机构考核、分支机构高管人员管理等方面进行分析。

4、环保及安全生产管理

分析要点包括：企业近年是否发生过安全生产或环保事故，发生原因和认定结论；企业中负责安全生产和节能环保工作的常设机构；企业在安全生产、节能环保方面的投入和制度执行情况；分析潜在的安全和环保隐患对未来经营可能产生的影响。

四、生产、经营和销售

1、产品生产

分析石化企业生产经营的稳定性，生产效率和生产过程中的成本控制能力，主要关注以下几点：主要石化产品产能、产量及在行业中所处的位置，近年变动情况；主要生产设备、生产工艺的先进程度和稳定性；生产成本构成情况，与同行业主要竞争对手或行业平均水平的对比，近年成本对标考核完成情况；生产所需原油、成品油等原料的储备能力。

2、市场销售

根据石化产业各板块业务构成，中国石化产品市场主要包括三个层面：原油市场、成品油市场和化工产品市场，三个市场格局有明显不同，需要区别分析。

主要分析以下要点：主要产品销量、产销率变动情况，市场占有率；主要细分市场、区域市场近年需求情况；主要竞争对手表现，相应竞争优势和应对措施；产品的销售模式和销售渠道，主要分析稳定性和控制能力；主要生产单位所处区域交通便利程度，运力保障情况和储备设施；产品销售价格波动和销售毛利率的变动情况，与同行业主要竞争对手或行业平均水平对比；货款结算方式和回款效率；替代品和潜在替代品的研发、生产情况，未来可能产生的市场冲击和应对措施。

3、发展战略和投资规划

重点分析公司五年发展规划；未来重组或者收购行为，收购资金及筹措资金的手段；对公司经营预测进行分析，分析实现的可能性。

五、财务实力

1、财务信息质量

重点分析近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论、报表是否拥有可比性、公司所采用会计政策是否与企业的客观实际情况相符合，判断企业有关财务数据的证实性和有效性。

2、资产质量

重点关注公司资产构成及稳定性、流动资产的应收项目回收难度、存货计价方式和变现能力、固定资产成新率与帐面价值是否相符，从而对整个公司资产质量形成判断。

3、资本及债务结构

重点关注企业资产负债程度的高低、有息债务规模大小、债务负担的程度、债务结构于资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等。

4、盈利能力

盈利能力分析主要考察主业盈利能力、费用控制能力和整体盈利能力三个层面。（1）主业盈利能力方面，由于近年国际油价的持续上升，以及国内对成品油价格的调控，中国石化产业链各板块盈利能力出现了较大差别。上游油气资源开采业务营业利润率基本能够保持 40%以上；炼油企业从 2006 年开始基本陷入亏损；化工企业主业盈利能力则因终端产品附加值不同而存在明显差异，很多化工终端产品市场波动较大，需要重点考察营业利润率的稳定性。（2）费用控制能力主要分析近年三项费用的变化情况，与经营收入的变动是否匹配。（3）整体盈利能力，主要分析净资产收益率、总资产收益率等指标。

5、现金流

主要分析要点包括：（1）经营活动现金流入、净流入规模、收入实现质量等指标，对于票据结算规模较大的企业而言，需要综合考虑票据变现能力对现金流的支持，一般而言，中国大型石化企业的生产经营情况比较稳定，经营性现金流不会出现大幅波动，但小型企业受资源供应和油价波动的影响，现金流可能出现较大波动。（2）投资活动方面，主要关注投资活动的现金流出规模和流向、投资活动现金净流入规模、筹资活动前净现金流情况及对债务和利息的保障能力。（3）筹资活动方面，主要分析企业筹资来源、现金流对筹资活动的依赖程度，以及筹资活动对现金流的保护能力。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于石化企业偿债能力的分析，主要分析短期偿债能力、长期偿债能力和其他信用支持。主要分析以下方面：（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；（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作出判断；（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作出判断。