

造纸企业主体信用评级方法

2017年9月22日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号 PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

造纸企业主体信用评级方法

作者：联合资信 工商一部

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，即主体违约率评估。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债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。本方法列举了判断造纸企业主体信用风险的主要评级要素，是评定造纸企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖造纸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。造纸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

造纸是指用纸浆或其他原料（如矿渣棉、云母、石棉等）悬浮在流体中的纤维，经过造纸机或其他设备成型，或手工操作而成的纸及纸板的制造活动。根据国民经济行业分类（GB/T4754-2002），造纸属于制造业的子行业，联合资信对造纸企业主体信用评级方法适用于以纸浆制造和造纸为主营业务的企业。

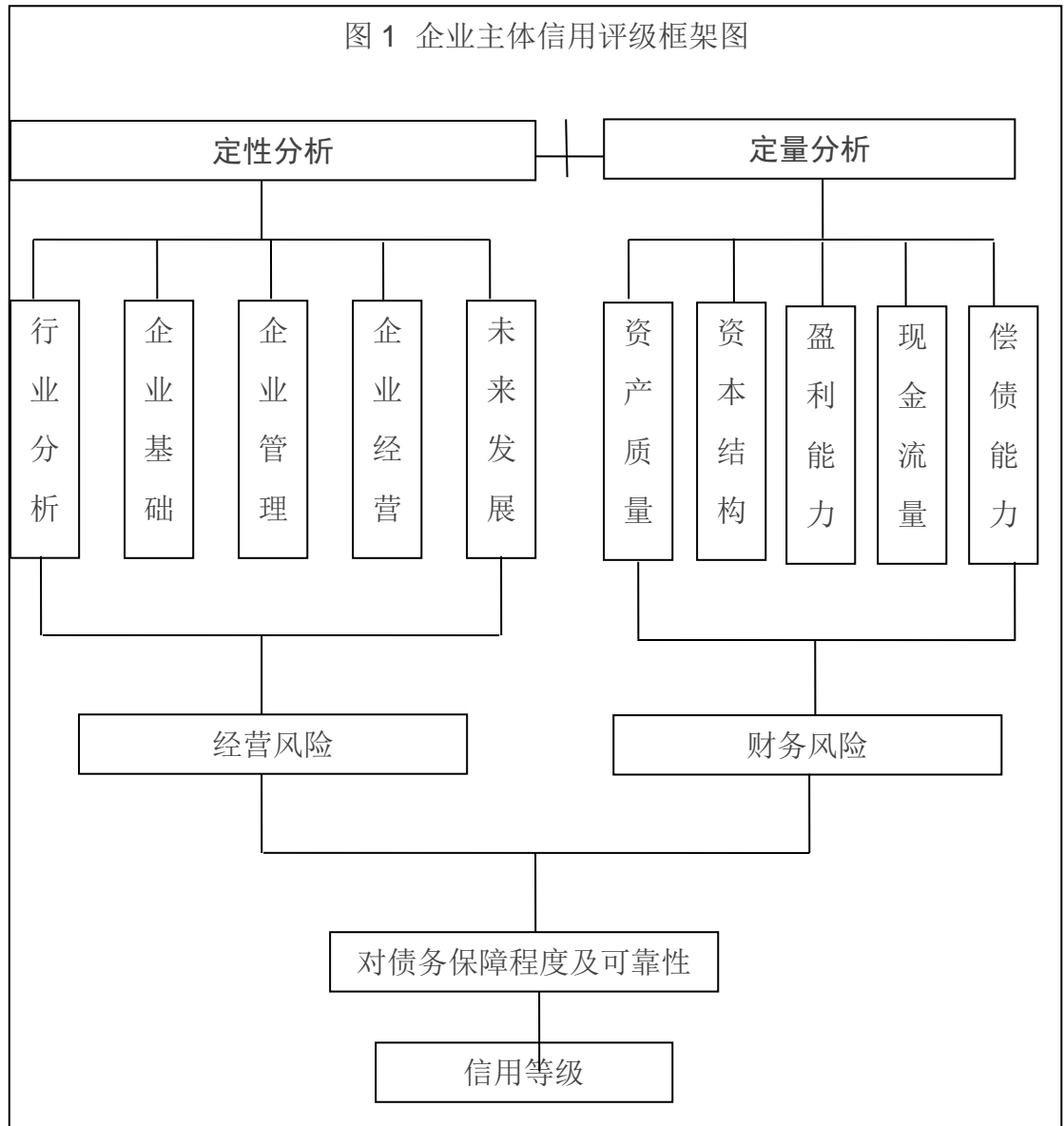
二、 评级框架

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率的大小。受评主体违约率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。从一般的意义上讲，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，可以预测企业未来的发展状况和财务状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，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。

联合资信对造纸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，经营风险因素主要包括行业风险、企业基础素质、企业管理、企业经营、发展战略等；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等。



三、 评级要素

1、 经营风险评级要素

(1) 造纸行业分析

行业发展状况

造纸行业具有周期性和季节性，受宏观经济波动的影响较为明显，具有产业链长（从植物纤维到最终消费品）、主要原材料对进口依赖程度高、产业集

中程度低、受行业政策影响明显等特点。联合资信在造纸行业发展状况分析时主要关注造纸行业市场需求环境（造纸行业细分产品较多，需结合具体纸张种类分析市场需求，如新闻纸、文化纸、包装纸和生活用纸等）、政策环境（节能环保政策和相关产业扶持政策）等外部因素对销量和生产成本的影响；造纸行业以及细分纸种的产销量及变化趋势。

上下游产业

造纸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。中国是一个天然少林的国家，林木资源稀缺，废纸回收机制落后，分类层次少，收购价格混乱，缺乏统一有效的分类标准，基本不成体系。以上状况导致优质长纤维的供应不足，长期以来严重依赖进口。

造纸行业的上游产业分析应重点关注原材料（如木浆、废纸、水源、电力）的供给及价格情况，废纸、木浆等主要造纸原料进口依赖度较高，需关注国际和国内价格表现；若企业自建发电设施的，还应关注燃料价格走势。

造纸行业的下游需求集中在印刷、出版、包装和消费领域，应结合市场需求判断下游产业发展情况对造纸行业获利能力的影响。对于下游周期性比较强的纸种，如包装纸，下游主要是轻纺工业、家电、食品、IT 通讯等，其需求波动较大，所以关键是把握下游周期。对于下游周期性不强的印刷类用纸，其需求比较稳定，关键分析供求关系的变化。

竞争格局

中国造纸行业属于竞争较为激烈的行业，产业集中度较不高，利润水平无法有效提升，具体体现为如下三点：（1）中国造纸行业布局分散，单个造纸企业的市场份额有限；（2）小型纸厂设备比较落后，成本控制难度大；（3）造纸企业主要的生产设备和原材料依赖国外进口。竞争格局分析需重点关注造纸行业集中度、主要企业销量规模排名、行业经济效益、细分行业龙头企业及占有率等。

产业政策

造纸行业产业政策主要围绕引导消费需求、淘汰落后产能、节能减排、可持续发展为中心调整产业结构等方面展开，同时由于造纸企业主要设备和原材

料对进口依赖程度高，行业毛利率不高，造纸企业对国内利率和汇率走势相对敏感。产业政策分析应重点分析造纸行业发展规划、节能减排等环境保护政策、行业去产能、汇率和利率调整等多方面因素对行业发展的影响。

(2) 企业基础素质

区域环境

区域环境重点关注造纸企业主要生产基地所在区域的经济水平、配套设施建设情况（电力供应设施、污水处理设施、给排水设施、铁路和港口等）、资源供应条件（水源、造纸所需的木浆、废纸及其他植物纤维材料）、交通运输条件（部件输入及产品输出）、税收及地方节能环保产业政策。

企业规模及竞争力

造纸企业规模经济效应明显，应重点分析造纸企业整体规模和企业行业中的地位，包括产能和产量、资产规模、收入规模、市场占有率等指标。

技术水平及研发能力

① 技术装备水平

造纸行业技术成熟，是重资产行业。中国造纸行业中规模以上企业主要设备源自国外进口。由于近年来新建产能较多，中国大型造纸企业在设备和技术上都处于国际领先水平。分析造纸企业主要生产设备以及生产能力，现有生产线是否符合国家产业政策，是否列入国家需要淘汰的落后产能。造纸企业与同业相比，生产的工艺技术水平先进与否、设备自动化程度的高低、人员的熟练操作能力等。

② 研发能力

重点关注研发机构的设置（是否得到国家或者省级部门的认可）、研发人员的素质、研发经费的投入（近三年研发投入情况，占受评企业营业收入的比例）、研发成果的水平（受评企业获得专利情况，正在申请的专利情况；主要产品的技术是否具有独创性）；企业主要产品得到国家的支持情况。

人员素质

关注高层管理人员的行业及管理经验、学历水平、奖惩记录等；员工年龄结构分布、岗位分布是否符合企业发展需要。

股东背景与外部支持

重点分析造纸企业的股东背景、股东支持力度大小、当地政府对造纸企业的扶持政策。

股东是央企、省属企业、市属企业，还是民营企业、合资企业，不同的股东背景对企业的管理方式和支持力度不一样。通过分析股东的实力、历史上所获取的股东支持，判断股东对公司支持的可能性及程度。

(3) 企业管理

主要从法人治理结构、管理水平等方面分析企业管理水平。

法人治理结构

企业法人治理结构方面，需关注股权结构与企业独立性，股东权利与保护，董事会的独立性和运作情况，公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制，监事会的运作规则与运作情况等。

管理水平

企业管理制度及执行方面，需关注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，激励措施是否得当等，可从战略管理、人力资源管理、项目管理、招投标体制、工程质量与安全管理、财务管理、资金管理、审计控制、分支机构考核、投资与担保管理等方面对企业进行分析。

(4) 企业经营

主要从原材料采购、生产经营、产品销售、环境保护等方面分析造纸企业经营情况。

原材料采购

原材料采购与管理对造纸企业非常重要，原材料价格波动直接影响企业的经营稳定性。联合资信在分析过程中主要关注如下方面：

①关注企业控制的林木资源和非林木资源情况、木浆的自给率情况。

②关注原材料采购的种类、数量，主要原材料供应商的集中度和稳定性，原材料的运输是否通畅，是否有关联交易。

③原材料采购成本往往占造纸业企业产品成本较大比重，因此采取有效的措施控制和降低成本就很关键。关注主要原材料采购价格的变动情况、付款方式等。

④关注电力（是否拥有自备电厂、污水处理厂，发电自给率，所在区域电力供应是否紧张，是否发生过限电停产情况，）、工业用水供应情况。

生产经营

重点分析造纸企业的产品结构、主要产品产量；附加值相对较高的产品所占比例；主要产品的市场占有率和品牌知名度。

产品销售

①细分产品收入构成、毛利率水平及变动情况计算公式，指标标准（行业平均值）

②主要产品销售价格趋势，是否与国内其他企业的整体趋势相一致。

③企业产品出口情况；出口产品占全部产品的比重；出口政策是否对公司出口产生影响；出口产品的附加值；出口产品的出口地区分布情况。

④造纸企业的销售渠道和结算方式。重点分析企业销售渠道中直销、分销所占比例；目前的销售网络布局情况；销售队伍建设的情况；在销售管理方面的激励措施；产品销售区域分布；销售运输存在限制情况；销售结算方式。

⑤定价策略与原则。关注企业是主要产品价格的制订者还是价格的跟进者；不同级别销售人员的定价权限情况。

环境保护

环境保护方面重点关注生产过程中是否会排放废水、废气、废渣；如何处理三废；企业在环保方面投入情况，采取的环保措施以及通过相关认证情况；受到环保部门的处罚情况。

（5）未来发展

重点关注企业项目投资情况（项目资金来源、项目建设期、预计达产后效益情况），是否围绕主营业务方面展开投资，能否提高企业现有产品的附加值和生产能力；未来重组或者收购行为，收购资金及筹措资金的手段；企业未来发展规划定位的准确性以及可行性。

2、财务风险评级要素

联合资信造纸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。

（1）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；近三年审计机构出具的审计结论，若出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；合并报表重大变化情况和可比性；企业会计政策及变更说明。

造纸行业属于资金密集型行业，财务信息质量分析具有其特殊的行业特征：企业拥有林木等生物性资产的账面价值是否真实；在建工程资本化条件是否合理；固定资产折旧政策对企业盈利影响明显，需关注企业折旧政策与同业竞争者的差异；造纸原材料价格波动明显，需关注企业存货确认方式和跌价准备的计提比例变动对其利润造成的影响。

（2）资产质量

资产质量是指特定资产在企业管理的系统中发挥作用的质量，具体表现为资产构成质量、流动性质量、被利用质量、增值质量以及为企业发展目标做出贡献的质量等方面。造纸属于重资产行业，造纸企业资产质量通常需要关注如下方面：

流动资产在造纸企业资产构成中占比通常较低，主要构成为存货、应收账款和应收票据。造纸企业生产所需废纸、木浆、木片等原材料价格波动较大，原材料账面价值确认方法和周转效率会对其现价值形成显著影响，在存货质量分析过程中需重点关注存货的构成及变化趋势，并结合市场供需情况判断存货跌价准备是否计提充分；造纸企业通常拥有较大规模的应收账款，重点关注造纸企业的应收账款的账龄结构、周转效率、坏账准备的计提比例和坏账的实际发生情况。

造纸企业的非流动资产在资产结构中占比通常较高。固定资产在造纸企业非流动资产中所占比重通常较高，由于其生产设备通常价值较高，折旧政策调整可能对造纸企业当期损益形成重大影响，在固定资产质量分析时要着重关注其折旧政策的合理性；部分造纸企业在建工程长期挂账，质量分析过程中应结合其产能利用率情况判断在建项目是否发生减值并预估资本化利息和实际应计提折旧金额对造纸企业当期损益带来的影响；拥有林木资源的企业要关注其采用的账面价值确认方法，分析该类资源对企业生产过程中是否发挥既定作用；若企业存在大量的其他应收账款（实际账龄在 1 年）、长期应收款和长期投资，应着重关注其金额、收益和预计收回情况。

资产流动性是制约造纸企业资产质量的瓶颈，部分造纸企业存在短期债务压力大，债务结构不合理的问题。重点关注造纸企业资产抵质押情况。

（3）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。

造纸企业的财务弹性受其资本结构制约，维持较低水平的财务杠杆有利于企业在行业低迷时期获得更多的外部融资，缓解财务风险。关注造纸企业债务期限结构与其资产结构的匹配程度，对于存在重大在建项目的企业还需要重点分析其未来投资计划和筹资渠道，分析对大规模外融资可能给企业带来的财务分风险。资本结构主要衡量指标包括资产负债率、债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等，通过指标分析，综合判断企业自身债务负担的大小以及在同行业中的排名情况。

（4）盈利能力

盈利能力考察企业赚取利润的能力，关注①主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有-致性，是否与经营分析相吻合；②近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重，判断生产企业对费用的控制力度；③非经常性损益的规模及稳定性；④盈利能力主要考察的指标包括：营业利润率、总资本收益率和净资产收益率。

（5）现金流量

现金流量是偿还债务的重要来源，重点分析企业获现能力的强弱及稳定性，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。结合未来投资项目的资金支出、融资能力，判断企业未来现金流出规模大小和筹资压力。现金流分析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等。

（6）偿债能力

偿债能力分析重点关注以下方面：

①短期偿债能力，主要分析指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比以及现金类资产对短期债务的保障倍数。通常造纸企业的债务负担较重，短期债务占比较高，面临较大的短期债务偿还压力。计算公式，指标标准

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。

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。

偿债能力主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等，结合偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

（7）其他重大事项

①关注企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。对外担保通过分析担保金额、担保方式、担保对象的经营状况等综合判断或有风险的大小。

②关注企业过往债务履约情况、资产抵质押情况。

③关注企业关联交易情况（判断企业的相关配套设施，如电厂、污水处理厂，是否纳入合并范围，关联交易占企业营业收入比重情况，是否存在表外关联企业向造纸企业输送利益，或造纸企业向表外关联企业移利润的情况）。

四、主要衡量指标

评级要素		细分要素	
经营 风险 评级 要素	行业 分析	行业发展状况	宏观经济形势、行业地位，行业周期性、原料进口依存度、政策环境、细分行业供需变化、造纸行业以及细分纸种的产销量及变化趋势。
		上下游产业	原材料（如木浆、废纸、水源、电力）的供给及价格情况、在建电力配套设施情况、下游行业周期性和供需变化等
		竞争格局	行业集中度、行业主要企业销量规模排名、行业经济效益、细分行业龙头企业及占有率等
		产业政策	造纸行业发展规划、节能减排等环境保护政策、行业去产能、汇率和利率调整
	企业 基础 素质	区域环境	区域经济发展水平、配套设施建设情况、资源供应条件、交通条件和税收及地方节能环保产业政策等
		企业规模和地位	产能产量、产业链完善程度、资产规模、收入规模、市场占有率等
		技术水平及研发能力	生产的工艺技术水平、设备自动化程度、研发机构的设置、研发经费的投入和研发成果的水平
		人员素质	高层管理人员的行业及管理经验、学历水平、奖惩记录等；员工年龄结构分布等
		股东背景和外部支持	企业的股东背景、股东支持力度大小、当地政府对造纸企业的扶持政策
	企业 管理	法人治理结构	股权结构与企业独立性、股东权利与保护、董事会的独立性和运作情况、受评企业实际的领导体制、重大决策的制定机制、董事和高层管理人员的遴选与聘任制度、受评企业对高层管理人员的激励机制、监事会的运作规则与运作情况等。
		管理水平	组织机构设置完备性、管理职责明确性、规章制度健全程度，内部控制效果，人事管理和激励措施有效性等。
	企业 经营	原材料采购	企业控制的林木资源和非林木资源情况、木浆的自给率情况、发电自给率、主要原材料采购量、价格变动情况、采购的结算方式、供应商的稳定性和集中度、运输条件、采购成本和质量管控等
		生产经营	产品产量、产品结构、高附加值产品占比、市场份额、品牌知名度等
		产品营销	细分产品收入构成、毛利率水平及变动情况、销售价格趋势、产品出口情况、销售渠道和结算方式、产品定价策略与原则、产品销售毛利率、等
		环境保护	三废排放及处理；环保投入、环保措施、环保认证、环保部分处罚情况等
		未来发展	项目投资情况（项目资金来源、项目建设期、预计达产后效益情况），并购和重组计划、资金筹措手段、未来规划定位的准确性和可行性等
素 风 险 评 级 要 素 财 务	财务信息质量	审计机构从业资质、审计结论、合并报表重大变化和可比性、会计政策调整等	
	资产质量	存货构成及变化趋势、存货周转效率及跌价准备的计提、应收账款的账龄结构、周转效率、坏账准备的计提比例和坏账的实际发生情况、固定资产折旧政策、资产抵质押情况等	

资本结构	资产负债率、债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等
盈利能力	主营业务收入与成本变动趋势一致性、销售费用、管理费用和财务费用情况、经常性损益的规模及稳定性、净资产收益率、总资本收益率、营业利润率等
现金流量	获现能力的强弱及稳定性，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等。
偿债能力	流动比率、速动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 和其他信用支持等
其他重大事项	或有事项、企业过往债务履约情况、关联交易和抵质押情况等