

## 制造业企业信用分析要点

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。在相同财务风险的情况下，经营风险低的受评主体所获得的信用级别会高于经营风险高的受评主体；同样，经营风险相同的情况下，财务风险低的受评主体其所获得的信用级别也会高于财务风险高的受评主体。

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。需要指出的是，本报告并未涵盖制造业企业评级时需要考虑的所有因素，但是以下评级要点对于判断企业基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有较强的参考作用。

制造业企业信用分析主要考察行业、企业基础素质、企业管理、经营和财务等方面。

### 一、行业

主要从行业前景、行业地位、竞争格局、产业政策、行业关注等方面分析。

#### 1、行业前景

##### (1) 行业发展状况

一般分为三个档次，即稳定发展、发展波动大和发展波动很大。一般而言，传统行业的发展较为稳定，新兴行业的发展则不是很稳定。有些行业属于周期性行业，如耐用消费品行业等；有些行业如食品、制药等则受经济周期波动的影响较小。信用评级时应对被评对象是否经过经济周期、在经济周期中的表现进行分析，并对其在未来经济周期的低谷状态时的情况做出判断。可以参考近年来行业产、销量，生产总值等数据，以及与 GDP 增长率、全社会固定资产投资总额等的相关性。

##### (2) 行业景气度分析

判别所处行业是处于成长期、成熟期、成熟后期，还是衰退期。一般说来，处于成长期的行业，在技术工艺、市场前景、企业经营管理，以及国家政策法律等方面尚有很多的

不确定因素，受这些不确定因素的影响，行业内的企业很难有较好的发展环境和良好的经济效益，其面临的各种风险相对较大；处于成熟期的行业，由于技术工艺日趋成熟，市场前景较为明朗，企业经营管理逐步走上正轨，国家的政策法规也相应的明确等等。处于这一周期的企业大多发展速度较快，企业的经济效益显著。处于成熟后期的行业，基本上已度过了成熟期的繁荣，行业内的竞争加剧，经营环境出现困难，企业发展速度放缓，经济效益一般；而处于衰退期的行业，虽不是完全退出市场舞台，但其经营环境十分恶劣，企业盈利空间十分狭小，经济效益较差。可以参考行业近年来新增投资额、产能扩张速度等。

## 2、行业地位

行业地位是决定行业抗风险能力的重要因素，行业地位的分析主要判断行业在整个国民经济中的地位，判断行业对整个国民经济的影响，进而判断行业地位的高低。同时，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，应重点关注主要涉及到原材料的供给及价格情况；下游客户群的构成及结构，产品销售价格的变化趋势，判断上下游对行业获利能力的影响。

## 3、竞争格局

行业竞争程度大体可以分为独家垄断，寡头垄断、充分竞争。这主要可以从行业的集中度来衡量。制造业行业往往处于充分竞争的状态。可参考行业集中度、大型企业数量、生产规模、高附加值产品的比重等因素。

此外，部分行业参与全球竞争，出口比例较高，则需要分析该行业在国际竞争中的地位，参与国际竞争能力的强弱。

## 4、产业政策

根据国家的产业政策导向，确定被评对象所处产业在国民经济整体中受重视和支持的程度。按照产业政策的支持程度划分，国民经济中的所有行业大致可分为鼓励/支持发展的行业、一般性行业和限制发展的行业三类。对于国家产业政策鼓励发展的行业，该行业一般会得到国家一系列的政策支持和诸多优惠，发展环境较为宽松，发展前景较为乐观，行业整体的发展速度也相对较快；对于产业政策既不扶持，也不限制的一般性行业来说，行业的发展环境一般，行业整体获得的政策支持较少，大多数行业内部竞争激烈，行业内同等规模的企业利润率趋向大致相当；而产业政策限制发展的行业，其业内企业的生存环境较为差，发展前景很不乐观。除了分析受评对象所属产业是否能获得相关国家政策支持外，还应当关注受评对象所属产业近期的产业政策变化情况，判断这些产业政策对受评对象经营及盈利能力的影响。

部分出口比例较高的行业，需要关注国家对“两高一低”（高污染、高能耗、低附加值）产品出口的政策限制以及出口退税、出口关税等政策调整的影响。

## 二、企业基础素质

### 1、区域环境

考察企业所处区域的经济水平、产业结构等。

### 2、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经营管理特点。

### 3、企业规模及地位

公司是单一企业还是集团类企业，是否有投资控股的子公司；主要产品的产能，在所处行业的地位（可通过资产规模、收入规模、市场占有率等指标衡量）。

### 4、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，公司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。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

公司研发机构的设置（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，占公司营业收入的比例）、研发成果的水平（公司获得专利情况，正在申请的专利情况；主要产品的技术是否具有独创性？）；公司主要产品是否得到国家的支持？

公司研发机构的设置（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，占公司营业收入的比例）、研发成果的水平（公司获得专利情况，正在申请的专利情况；主要产品的技术是否具有独创性？）等。对于技术密集型行业（如 IT 行业），应关注其科技进步、产品升级换代的周期与速度。

### 5、股东背景

企业的股东背景如何，是央企、省属企业、市属企业，还是民营企业、合资企业，不

同的股东背景对企业的管理方式和支持力度不一样。

### 三、企业管理

主要从法人治理结构、管理水平等方面分析。

#### 1、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，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。

#### 2、管理水平

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，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。

### 四、企业经营

主要从原辅材料采购、生产经营、产品营销、环境保护、未来发展等方面分析。

#### 1、原辅材料采购

原辅材料采购与管理对制造业企业非常重要。

(1) 企业保证正常生产经营所需要的原辅材料的种类、数量，对主要供应商的依赖度，主要供应商的供应稳定性，原辅材料的运输是否通畅。此外，电力（是否拥有自备电厂，所在区域电力供应是否紧张，是否发生过限电停产情况）、工业用水供应情况也值得关注。

(2) 原辅材料采购的成本管理。原辅材料采购成本往往占制造业企业产品成本的 50%左右，因此采取有效的措施控制和降低成本就很重要。近年来主要原辅材料的采购价格的变化情况，采购的付款方式等。

(3) 采购中的质量控制。

#### 2、生产经营

(1) 主要产品产量

分析近三年公司主要产品产量，产品结构。公司附加值相对较高的产品所占比例。

(2) 产品的市场占有率

公司主要产品的市场占有率？主要产品是否具有垄断性？

### 3、产品营销

(1)公司的销售渠道和组织形式

公司的销售渠道中直销、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？销售运输是否存在限制？

(2)定价策略与原则

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？

(3)公司主要产品销售毛利情况，列示近三年主要产品盈利情况。

(4)公司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？

(5)公司产品出口情况？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、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？是否受到环保部分的处罚？

### 5、未来发展

公司现有项目的进展情况？是否在公司主业方面进行投资？能否提高公司产品的附加值？是否能够提高现有产品的生产能力？项目资金来源情况？未来几年，公司将要进行重大投资建设情况？主要资金来源？自有资金所占比例？上述项目是否围绕公司主业进行？上述项目的建成对公司生产经营的影响？

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。

## 四、财务状况

主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

### 1、财务信息质量

近三年会计师事务所对公司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；近三年公司合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否拥有可比性。另外，应对公司所采用会计政策作出说明，

如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

## 2、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。对于制造业企业，要关注：(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。

## 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。主要衡量指标包括长短期债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、资产负债率等，在考虑了上述三项因素后，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

(1)主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有-致性，应与经营分析相吻合；(2)分析近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重，可以判断生产企业对费用的控制力度；(3)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，做出判断；(4)根据公司预测判断未来几年盈利趋势。

## 5、现金流

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是偿还债务的基础，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。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。

## 6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。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。

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，结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

