

徵求意見：製造業評級方法

摘要

中國誠信（亞太）信用評級有限公司（“中誠信亞太”）擬發佈新的評級方法以評估製造業企業的信用質量。本評級方法以 2019 年 4 月發佈的通用企業評級方法為基礎制訂的行業專用評級方法。本評級方法提供了具體的評級指引，並詳細解釋每個評級因素。本評級方法還討論了其他評級因素和外部支持的考量，以及方法的假設和限制。

本評級方法的適用範圍包括但不限於負責設計及生產重型裝備、軌道交通、發電機組、半導體、家用電器及個人電子用品等零部件或最終商品的製造業企業。但本評級方法並不包括汽車、醫藥製造等行業，這些企業的評級將會使用其對應的方法。

對評級的影響

中誠信亞太沒有對製造業企業進行評級，因此本評級方法的發佈不會對任何存量評級造成影響。

如何提交意見

中誠信亞太誠邀各市場人士對本評級方法提出寶貴的書面意見，並於 2021 年 3 月 10 日或之前電郵至 info@ccxap.com。中誠信亞太將考慮及討論每一個收到的意見，並發佈正式評級方法。

製造業評級方法

摘要

中國誠信（亞太）信用評級有限公司（“中誠信亞太”）採用的本評級方法適用於全球製造業企業。

本評級方法的適用範圍包括但不限於負責設計及生產重型裝備、軌道交通、發電機組、半導體、家用電器及個人電子用品等零部件或最終商品的製造業企業。但本評級方法並不包括汽車、醫藥製造等行業，這些企業的評級將會使用其對應的方法。

本評級方法介紹了主要的考慮因素及解釋了中誠信亞太評估製造業企業的方法。

評級方法概述

主要評級因素分為定性和定量因素。本評級方法是重要評級因素的概括性指引，但並非包括所有的評級考慮因素。因此，未必每一家企業的映射評級結果與其最終評級結果完全一致。

本評級方法包括 5 大評級因素和 9 個評級指標，如下所示：

因素	指標
規模	總收入
運營實力	行業競爭格局、產品多元化、市場地位及利潤穩定性
盈利能力	EBITDA 利潤率 總資產收益率
財務實力	總債務/總資本 總債務/EBITDA CFO/總債務 EBITDA 利息覆蓋倍數
財務政策	財務政策

除了以上的評級因素外，中誠信亞太還會評估其他方面，包括公司治理和管理和事件風險，以及外部支持。

關鍵評級因素

本章節將對每一個關鍵因素及其所包含的指標進行詳細說明，包括指標的評價原因、衡量方法以及如何影響級別評定。

1. 規模

由於製造業具有較強的週期性，規模是評估企業信用資質的重要因素。產品需求及原材料價格的波動會影響製造業企業的運營及財務表現。由於規模較大的企業在與供應商及客戶的交易中有較強的議價能力，加上擁有經濟規模及業務和財務資源獲取等優勢，因此公司有較強的能力抵禦行業週期性波動。相反，規模較小的企業成本吸收能力較弱，在行業下行時公司的收入出現較大的波動，削弱其信用質量。

(1) 總收入

中誠信亞太使用總收入以評估受評主體的規模。較高的收入反映受評主體有較大的運營規模及在行業下行時有較強的抵禦風險能力，反之亦然。

2. 運營實力

在評估運營實力時，中誠信亞太會對受評主體運營情況進行全面的評估。因為本評級方法覆蓋多個子行業，加上部分企業的業務涉及供應鏈多個階段，而不同的子行業和產品有不同的特性，因此中誠信亞太主要通過定性方法去分析受評主體的運營實力，其中包括行業競爭格局、受評主體的產品多元化程度、市場地位及利潤穩定性等因素。部分行業對公司的科技和資本實力有一定的要求，較高的進入壁壘將降低行業的潛在競爭，為公司業務運營及信用質量帶來一定的穩定性及正面影響。相反，在相對分散的市場中，行業的競爭激烈及週期性將為公司業務帶來較大的不確定性，因此公司的信用質量在行業下行時會被明顯削弱。

供應鏈佈局完整的製造業企業具有更強的議價能力和成本控制能力，從而為公司運營提供穩定性。相較於生產單一產品的企業，製造業企業可以通過多元化的產品佈局以降低行業週期性對公司的負面影響，從而擁有更強的抗風險能力。但是，即使公司從事多種產品的生產，亦不一定反映公司擁有更好的信用質量，因為如果公司缺乏相關的運營經驗，公司仍將承受較大的信用風險。因此，除產品佈局的多元化程度外，中誠信亞太還將考慮不同產品的過往業績和協同作用，同時還會評估產品佈局與公司業務策略的一致性。

市場地位是評估運營實力的關鍵指標，特別是對於行業競爭激烈的公司而言。通過品牌、先進技術及研發等方面的優勢，市場份額較大的公司擁有較強的可持續性和競爭力。市場份額較小的企業反映其業務較易被競爭對手替代，可持續性較弱，行業下行將對其業務帶來更大的負面影響。因為新技術的推出及應用會影響當前的競爭格局，因此除了當前的市場份額外，中誠信亞太還會根據市場趨勢及技術的演化以判斷受評主體未來的市場份額及競爭實力。我們認為市場份額較大的公司將擁有更強大的業務實力，反之亦然。

因為製造業企業的運營實力較易受到行業環境波動影響，所以中誠信亞太在評估運營實力時亦會考慮受評主體業務的穩定性。公司在市場週期中仍能維持穩定的運營表現反映公司有較強的抗風險能力，相反，運營表現出現波動則反映公司面臨較大的不確定性及信用風險。除了下遊客戶外，終端市場需求亦會影響業務的穩定性，我們認為穩定的終端市場需求可以為公司的業務帶來穩定性。同時，中誠信亞太認為如果公司的產品能夠適用於多種類型的終端產品，其業務表現會相對穩定。中誠信亞太評估業務穩定性時主要考慮採購訂單、收入和運營利潤等運營指標。此外，我們認為長期或獨家供應合同會為業務穩定性帶來積極的影響。公司擁有穩定或持續改善的運營表現會獲得更好的信用評級，反之亦然。

3. 盈利能力

製造業是週期性行業，因此公司的收入和成本會出現波動。製造業企業在行業下行時或會面臨虧損，從而損害其償債能力。但是，如果公司可以在週期內保持較高的盈利水準，公司可以將利潤重新投資於研發活動以提高其競爭實力，從而增強信用質量。因此盈利能力是評估公司成本控制和產品競爭力的關鍵因素。中誠信亞太在評估盈利能力時會考慮 EBITDA 利潤率和總資產收益率。

(1) EBITDA 利潤率

EBITDA 利潤率是 EBITDA 與總收入之比。由於不同製造業企業可能在折舊和攤銷方面採用不同的會計政策，因此中誠信亞太在計算利潤率時會使用稅息折舊及攤銷前利潤。如果非經常性項目對公司的利潤帶來重大影響，計算時中誠信亞太會考慮將該項目剔除。

(2) 總資產收益率

在評估盈利能力時，中誠信亞太亦會考量總資產收益率，即 EBIT 與總資產平均餘額之比。製造業多是資本密集行業，因此公司大多擁有較大規模的固定資產。此指標反映了公司的資產創造利潤的能力和效率。

4. 財務實力

中誠信亞太會評估受評主體的債務杠杆及償債能力以分析其財務實力。償債能力包括公司盈利能力及生現能力對其債務及利息的覆蓋程度。中誠信亞太主要考量總債務/總資本、總債務/EBITDA、CFO/總債務及 EBITDA 利息覆蓋倍數。

(1) 總債務/總資本

總債務包含債券、票據、短期及長期借款等有息債務。根據永續債的條款，中誠信亞太在計算指標時有可能將永續債調整為債務。較高的總債務/總資本比率反映公司債務杠杆較高，反之亦然。

(2) 總債務/EBITDA

中誠信亞太通過總債務/EBITDA 比率評估公司的償債能力。利潤是公司重要的償債來源，激進的財務政策會帶來較大的債務規模，或導致公司未有足夠的利潤償還其債務。而且，即便公司的債務杠杆相同，但利潤的差異性會導致公司的償債能力有所差異。較高的總債務/EBITDA 比率反映公司的信用質量較弱，反之亦然。

(3) CFO/總債務

中誠信亞太通過經營活動淨現金流/總債務比率評估公司的現金水平對債務的覆蓋能力。較高的比率反映公司的現金流能更有效地覆蓋其債務及獲得較高評級，反之亦然。

(4) EBITDA 利息覆蓋倍數

中誠信亞太使用 EBITDA 利息覆蓋倍數，即 EBITDA/利息支出，包括費用化及資本化利息，用來衡量公司利潤水準對利息支出的覆蓋程度。較高的比率反映較強的利息覆蓋能力，反之亦然。

5. 財務政策

中誠信亞太會評估受評主體的財務政策。激進的財務政策會導致較高的財務杠杆及分紅政策。同時，公司積極地尋找投資及擴張機會可能面臨更高的信用風險及損害債權人的利益。相反，公司擁有保守的財務政策和相對較低的杠杆水準將會保障債權人的利益，公司在市場下行時亦擁有較大的財務彈性以應對衝擊。

在分析財務政策時，中誠信亞太亦會衡量公司的流動性管理。流動性是製造業企業的重要評級因素，特別對於非投資級企業，因為這些公司運營和財務靈活性較低，在市場下行時通常會受到更大衝擊。中誠信亞太會評估受評主體可靠的流動資金來源，例如未使用的授信額度及公司過往的融資情況等。此外，中誠信亞太亦會考慮其現金循環週期，較短的週期為公司提供較大的財務靈活性。

其他評級因素

除了之前討論的因素和指標外，在評估公司整體信用資質時，中誠信亞太還考慮到公司治理、管理政策、事件風險及地緣政治風險等因素。

公司治理

公司治理是公司控制和指導的規則、實踐和流程體系，是一個重要的評估考慮。具有完善的公司治理的公司具有公平和透明的規則和控制能力，而且所有利益相關者都有一致的目的，有利於其信用資質。

管理政策

管理政策可以影響公司的信用狀況。中誠信亞太將評估公司戰略規劃和風險管理的可行性和執行情況，以分析公司的未來業績。有效的長期戰略規劃和保守的風險管理可以提高公司的信用資質。

事件風險

中誠信亞太考慮可能會導致發行人整體信用狀況突然大幅改變的事件風險，包括重大資產出售、分拆、資本重組計劃、主要股東變動、收並購和其他重大重組計劃等。

地緣政治風險

製造業企業通常在世界各地擁有廣泛的客戶群，導致公司的業務或會受到地緣政治風險上升而帶來的關稅和制裁等政策的影響。這些政策或會擾亂公司的日常運營以及融資能力，對其信用質量產生不利影響。

外部支持

外部支持方面，中誠信亞太評估公司受到的股東支持和政府支持的可能性，這有助降低公司的違約風險。

股東支持

股東支持影響公司的未來發展和信用狀況。股東實力方面，中誠信亞太主要考察股東的企業性質、競爭能力和財務狀況；股東支持可能性方面，中誠信亞太重點考察企業在股東整個戰略定位中的位置、在股東業務體系裡面的地位、所有權關係和重要性等。

政府支持

政府支持指當公司面臨嚴重的償債壓力時，政府可能提供支持以避免違約。我們主要考慮公司的資產對於政府的重要性、法律要求、政府的監督力度、過往的救助記錄及政府的財實力等因素，以評估政府支持的可能性。

假設及局限性

中誠信亞太評級中的前瞻性預測都假設宏觀經濟環境與我們的預測相符，不會出現如自然災害及戰爭等意外變化。

中誠信亞太假設主權評級與受評主體有著密切的關聯，並且再融資能力是信用風險的主要驅動因素之一。評級方法針對債項的評級是假設受償順序是導致債項評級結果產生差異的重要因素。同時，我們假設評級時所使用的資訊是真實、合法和不存在重大誤導性陳述。

中誠信亞太評級中包含對受評主體未來表現的合理預測，而這些預測資料主要是通過我們的前瞻性模型從歷史資訊中得出的。一些情況下，預測可能以不能披露的保密資訊為基礎。並且，往往也會參考行業趨勢、競爭對手的行為及其他因素。無論是何種情況，我們對未來的預測不可避免的存在不準確的風險。因此，多數情況評級模型指示的級別不一定與受評主體的最終級別吻合。評級模型亦會包含一些定性評估因素，儘管中誠信亞太在評級時會通過客觀且謹慎的機制進行評估，但特定情況下不可避免地會存在主觀判斷成分。因此，評級中可能出現某一因素的權重與評級模型建議的權重存在偏離的情況，特別是在受評主體違約或即將面臨違約時。

同時，評級依賴公開信息及受評主體和承銷商提供的資料。儘管中誠信亞太會確保資訊的完整性和真實性，但在某些情特定情況下仍然可能因受評主體的提供資料的延遲而未能及時地反映受評主體的信用風險。

此外，評級結果最終由信用評級委員會討論決定，而判定有賴於各專家委員的經驗判斷，各專家委員在做出自身的判定結論時往往都會考慮超出評級模型範圍的更多因素。因此最終評級結果可能與評級模型指示的結果存在差異。

Important Information

All information published in this document belongs to China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited (CCXAP) and is subject to change without prior notice by CCXAP. CCXAP considers the information contained in this document reliable. However, all information is provided on an "AS IS" and "AS AVAILABLE" basis and CCXAP does not guarantee the accuracy, adequacy, completeness or timeliness of any information included in this document. None of the information may be used, including without limitation reproducing, amending, sending, distributing, transferring, lending, translating, or adapting the information, for subsequent use without CCXAP's prior written permission.

CCXAP is not liable for any in whole or part caused by, resulting from or relating to any error (neglect or otherwise) or other circumstances or other circumstance or contingency within or outside the control of CCXAP's or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, interpretation, analysis, editing, transcription, publication, communication or delivery of any such information, or any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if CCXAP, or representatives thereof, are advised of the possibility of such damage, losses or expenses.

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong

Website: www.ccxap.com

Email: info@ccxap.com

Tel: +852-2860 7111

Fax: +852-2868 0656