

# 标普信评（中国）补充评级方法论—工业行业

## 一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于工业行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括：资本品；建筑工程施工；周期性运输；铁路货运、包裹运输和物流等。本方法论通常与标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论结合使用。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

## 二、方法论

### （一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

#### 1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度；以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒；2) 盈利水平及趋势；3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革；4) 行业增长的可持续性。

#### 资本品

本领域通常涵盖以制造或维护工业设备为主要收入来源的企业，例如重型和轻型工业设备制造商、机械设备制造商、工业零部件制造商、系统提供商以及提供相关服务的企业（如建筑设备租赁商、工业分销商等）。此外，本领域也包括主要收入源于以下板块的企业：设计、制造或维修民用飞机，以及供应相关零部件或系统；设计、制造或维护武器系统，以及供应相关零部件；为政府机构或军队提供国防相关服务等。

#### 建筑工程施工

本领域通常涵盖以工程设计、建造和维护为主要收入来源的企业。

#### 周期性运输

本领域通常涵盖航空公司、航运企业、货车运输公司以及各种其他运输公司（如公交公司）等。

#### 铁路货运、包裹运输和物流

本领域通常涵盖铁路货运企业、包裹运输企业及在供应链上提供货物运输服务的物流企业（如从事仓储、货运中介、存货管理和材料处理的企业）。

## 2、竞争地位

在分析工业企业的竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- (1) 竞争优势；
- (2) 规模、范围和多样性
- (3) 经营效率；
- (4) 盈利能力。

### 竞争地位分析要素

分析要素	释义	一般考量因素
1. 竞争优势	公司产品或服务的战略定位及对客户的吸引力，商业模式的稳定性和可持续性	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 战略</li> <li>• 差异化/独特性/定位</li> <li>• 品牌声誉和营销</li> <li>• 产品和服务质量</li> <li>• 进入壁垒</li> <li>• 技术优势</li> <li>• 资产密集程度</li> </ul>
2. 规模、范围和多样性	经营活动的规模和多样化程度	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 产品或服务的多样性</li> <li>• 销量，市场规模，收入规模 and 市场份额</li> <li>• 产品或服务的成熟度</li> </ul>
3. 经营效率	企业资产质量和灵活性，成本管理和成本结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 成本结构</li> <li>• 生产流程</li> <li>• 营运资金管理</li> <li>• 技术</li> </ul>
4. 盈利能力		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 多种盈利指标分析</li> </ul>

#### (1) 竞争优势

在分析资本品企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：业务发展战略和市场地位；产品或服务特点，包括差异性和客户粘性；分销战略的有效性；过往项目执行的情况；未执行订单的情况等。

在分析建筑工程施工类企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：核心市场或地区的市场份额，并以此衡量品牌效力和执行能力；声誉和品牌认可度；财务稳定性；技术能力等。

在分析周期性运输类企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：运输网络的广度；市场地位；运输队伍的规模和整体吸引力，一般会通过车龄和主要技术特性来衡量；服务标准和声誉；所处市场的吸引力等。

在分析铁路货运、包裹运输和物流企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：整体运输网络的情况；市场地位；服务标准，一般会通过运输速度、派送时效性、坏损率和遗失率、运输过程中是否易于追踪来衡量；服务声誉；收入规模和客单收入（是否享受规模经济带来的好处）；营销战略的有效性和销售团队的能力等（这一点对包裹运输企业非常关键，并且对于物流企业和铁路货运企业也越发重要）。

## （2）规模、范围和多样性

在分析资本品企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：收入的规模及其目标市场的相对规模；产品的深度和广度；终端市场的集中度；营业收入、利润和生产基地之间的地理分布是否均衡；客户和供应商的集中度等。

在分析建筑工程施工类企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：主营业务收入规模；施工量；工程地域的集中度；下游市场的多样性；客户和合同的集中度；服务种类和范围等。

在分析周期性运输类企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑运输网络的区域覆盖度；在各细分行业和终端市场的渗透度；客户集中度等。对于航空公司，我们可考虑其商务乘客、休闲旅客和其他不涉及乘客业务的组合情况。对于航运企业，我们可以考虑其船队规模及船型种类的多样性，因为这些因素与终端市场和客户的多样性息息相关。对于货车运输公司，我们还可以考虑其运输量，一般可使用的衡量指标有日运输重量和日运输次数等。

在分析铁路货运企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：业务规模，其衡量标准包括货运收入、运输量、轨道长度、客户和终端市场的多样化程度、服务的种类等；轨道网络覆盖度等。对于包裹运输企业，我们通常考虑的因素包括：运输网络和集散中心状况，其衡量标准包括是否形成一套综合网络以处理各种运输需求、是否已接入主要市场、网络是否能覆盖全国或全球等；服务地区的多样化程度，一般可以通过各地区营业收入和利润的贡献度来衡量；客户和所服务的行业的多样化程度等。对于物流企业，我们主要考虑其业务规模（一般可以通过营业收入来衡量）、客户和终端市场的规模和多样化程度、服务种类的数量和专业化程度、地域分布以及市场的特征和多样性等。

## （3）经营效率

在分析资本品企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：与竞争对手相比成本控制如何；成本结构的灵活性（例如：能否平抑需求或投入成本的波动带来的影响）；成本管理能力和营运资金的特点等。

在分析建筑工程施工类企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：与竞争对手相比，其中标率、未执行订单量以及订单取消率处于怎样的水平（在评估这些因素的时候，我们一般会按照市场划分）；损失合同的数量和发生频率；成本结构的灵活性等。

在分析周期性运输类企业的经营效率时，我们通常考虑其成本结构、资产利用率和效率指标，如每单位资产所创造的收益、营业利润率等。我们认为成本结构比营业收入更具区分度，尤其在市场情况发生变化时尤其如此。因此在进行相关分析时，我们会更加注重经营成本的分析。

在分析铁路货运、包裹运输和物流企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：成本结构；资产利用率和效率指标，如单位载重量或单位交货量所对应的营业收入和成本；营业利润率，如息税前利润(EBIT)率；服务质量相关指标，如派送的时效性等。

#### (4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

## (二) 财务风险分析

在分析工业企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所使用的方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

### 1、核心比率

在分析工业企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用以下核心指标：营运现金流（FFO）/债务；债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）。

### 2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

在指标的选取方面，对于资本支出水平高的企业，我们通常会考虑以自由经营性现金流（FOCF）/债务作为主要的补充比率。对于营运资金需求很高的企业，我们通常会考虑以经营性现金流（CFO）/债务作为主要的补充比率。而对于派发高额股息的企业，我们通常会考虑使用自由支配现金流（DCF）/债务作为主要的补充比率。

如果核心比率处于较弱的水平，我们可能会考虑使用利息覆盖率作为主要的补充比率，例如（FFO+利息）/现金利息；EBITDA/利息等。

## 三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。