

# 标普信用评级(中国)补充评级方法论 — 材料行业

## 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。当受评主体属于材料行业时，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采掘和金属冶炼、化工、林业及造纸、建筑材料与包装等。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。

#### 采掘和金属冶炼

本领域通常涵盖采掘和金属冶炼两个细分领域。采掘业属于上游行业，企业的经营收入主要来自于金属和矿产的勘探及开采活动；金属冶炼行业属于中下游行业，企业的经营收入主要来自于金属和矿产的提炼、精炼、加工和销售活动。

#### 化工

本领域内的企业主要收入来自于生产和销售基础化工品或特种化工品。

#### 林业及造纸

本领域内的企业主要收入来自于原木采伐，以及利用木材或再生纤维素纤维生产纸浆、纸张、纸质包装或木制产品等。

## 建筑材料

本领域内的企业主要收入来自于生产和销售建筑材料。

## 包装

本领域内的企业主要收入来自于生产和销售塑料、纸质、金属和玻璃包装产品。

## 2、竞争地位

在分析材料行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，收入规模和市场份额</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

在分析采掘企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：企业通过自身发展提高储量和产量的能力；企业的增长潜力和发展战略；市场进入壁垒、合同特点和议价能力等其他相关因素。在分析金属冶炼企业的竞争优势时，我们通常考虑产品的附加值、市场竞争格局以及企业与客户的关系等。

在分析基础化工企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：市场地位；发展战略是否稳健且可持续；是否有能力维持足够的资本投入以及是否能够成功地执行项目等。此外，分析特种化工企业的竞争优势时，我们还需要考虑企业持续的研发能力，以及产品或服务的一些特点，比如产品差异化程度、技术含量、服务能力等。

在分析建材企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：市场份额；产品差异化程度、多样性和下游需求；产品的分销；对上下游的议价能力；品牌价值等。

在分析林业和造纸企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：产品所占的市场份额；发展战略和市场定位；高附加值产品占营业收入和利润的比例；重要细分市场是否存在进入壁垒；是否有能力和意愿持续进行资本再投入等。

在分析包装企业的竞争优势时，我们通常考虑以下因素：市场地位和吸引力；原材料的影响；产品的差异性；下游需求的稳定性；产品的可替代性；过往是否有成功执行战略规划并维持长期盈利的经验等。

## （2）规模、范围范围和多样性

在分析采掘企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：资产的多样性（业务经营的种类和规模）；矿山的寿命；产品的多样性；业务的地域分布等。在分析金属冶炼企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：产能；工厂的数量和地域分布；产品的多样性；除去金属冶炼以外，是否还整合了其他业务（例如开采及原材料业务）使其业务规模和多样性方面更具优势等。

在分析化工企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：产品的深度和广度；原材料集中度；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；供应商和客户的集中度等。

在分析林业和造纸企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：销售额和销量；相对独立或价格关联度较低的产品或地区对现金流的贡献程度；经营性资产的数量等。某些情况下我们还会考虑供应商或客户的集中度等。

在分析建材企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：与主要竞争对手相比，企业的收入规模如何；价格关联度较低的产品或地区对现金流的贡献程度；经营性资产的数量；产品的多样性；地域分布的多样性；客户或供应商的集中度等。

在分析包装企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑以下因素：产品的深度和广度；收入的相对规模及其目标市场的相对规模；供应商和客户的集中度；包装材料的多样性；终端市场的多样性；营业收入、利润和生产基地之间的地理分布是否均衡等。

### (3) 经营效率

在分析采掘企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：其现金成本在行业内所处的位置；承购协议的达成情况等。在分析金属冶炼企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：原材料、能耗和人工成本的情况；产能利用率和调节生产的灵活性；经营性资产的情况等。

在分析化工企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：与竞争对手相比成本情况如何；成本结构的灵活性如何，能否平抑需求或原材料波动带来的影响；调节生产的灵活性；原材料成本的转嫁能力等。

在分析林业和造纸企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：经营性资产的使用年限、规模和地理位置；低价获得原材料和能源的能力；产业链垂直整合的程度；人力成本的灵活性等。

在分析建材企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：经营性资产的使用年限、规模和地理位置；管理和销售费用占营收的比率；原材料成本的转嫁能力；产业链垂直整合的程度；经营性资产的投资与维护等。

在分析包装企业的经营效率时，我们通常考虑以下因素：与竞争对手相比成本情况如何；原材料成本的转嫁能力；开工率；生产基地与客户的距离等。

### (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

在分析材料企业的财务风险时，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

在分析材料企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用的核心比率包括：营运现金流（FFO）/债务；债务/对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，我们可能会考虑将 EBITDA/利息作为主要的补充比率。

### 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。