



**联 洲**®

# 造纸行业信用评级方法

联洲国际信用评级有限公司

2018年7月



## 目 录

一、引言.....	1
二、业务风险.....	2
(一)外部运营环境.....	2
1、经济环境对企业的影响.....	2
2、社会环境对企业的影响.....	3
3、技术环境对企业的影响.....	3
4、微观环境对企业的影响.....	3
(二)公司治理能力.....	4
1、企业管理者.....	4
2、企业基础能力.....	4
(三)公司经营竞争力.....	5
1、企业经营规模.....	5
2、业务运营管理.....	6
(四)外部支持.....	7
三、财务风险.....	7
(一)公司规模.....	7
(二)运营能力.....	8
(三)盈利能力.....	10
(四)偿债能力.....	11
(五)成长能力.....	12
四、本评级方法的不足之处.....	13

## 一、引言

造纸工业是一个与国民经济发展和社会文明建设息息相关的重要产业。2013年4月份以来，整个造纸行业的需求整体不大，但是人民币汇率中间价已经7次创出新高，4天升值幅度超去年的全年，利好造纸行业。利好主要体现在三个方面：一是目前造纸行业原材料纸浆70%依赖进口，纸浆消费量占全球比重超过一半，人民币升值会导致进口原料的实际价格下降；二是进口机器设备的成本下降；三是造纸企业现有外债偿还成本下降。受全球造纸业的影响，全球包装纸市场基本正在逐步转暖，显示下游需求的缓慢复苏。再加上，2012年下半年开始，造纸行业库存增速持续下降，表明行业供需关系正在改善。目前纸质产品的分类可分为新闻纸、包装纸和生活这几种，从行业的基本面来观察，新闻纸目前产能最过剩，包装纸里的瓦楞、白卡景气度适中；生活消费类纸毛利率最高，业绩弹性也最大。考虑到生活消费类纸属于消费品范畴，终端销售价格具有向上刚性。联洲国际信用评级有限公司（以下简称“联洲”或“我们”）通过研究我国造纸行业的发展过程和特点，结合委托项目的评级实践经验，制定了联洲国际信用评级有限公司造纸行业信用评级方法（以下简称“本方法”）。本方法反映了联洲在评价国内造纸企业信用风险时所参考的维度及主要因素。

本方法由以下两个部分构成：

第一部分对造纸企业的业务风险进行分析，根据外部运营环境、

公司治理与运营管理、公司经营竞争力、公司背景与外部支持等方面构建造纸行业的部分信用评级要素及其指标

第二部分对造纸企业的财务风险进行分析，根据公司规模、运营能力、盈利能力、偿债能力等方面，构建造纸行业的部分信用评级要素及其指标。

## 二、业务风险

### (一) 外部运营环境

企业外部环境是对企业外部的政治环境、社会环境、技术环境、经济环境等的总称。企业信用评级不仅要对企业当前使命、目标、战略、政策进行评价，而且要对企业环境进行分析，以确定其中所存在的关键战略要素。

#### 1、经济环境对企业的影响

宏观经济环境，是指构成企业生存和发展的社会经济状况及国家的经济政策，包括社会经济结构、经济体制、发展状况、宏观经济政策等要素。通常衡量经济环境的指标有国内生产总值、就业水平、物价水平、消费支出分配规模、国际收支状况，以及利率、通货供应量、政府支出、汇率等国家货币和财政政策等。经济环境对企业生产经营的影响更为直接具体。

宏观经济发展导致的造纸行业需求变化是引领造纸行业整体运行态势的主要因素。工业化进程、固定资产投资、国民消费等多方面

因素会对造纸需求造成影响。

## 2、社会环境对企业的影响

社会文化环境，是指企业所处的社会结构、社会风俗和习惯、信仰和价值观念、行为规范、生活方式、文化传统、人口规模与地理分布等因素的形成和变动。自然环境，是指企业所处的自然资源与生态环境，包括土地、森林、河流、海洋、生物、矿产、能源、水源、环境保护、生态平衡等方面的发展变化。这些因素关系到企业确定投资方向、产品改进与革新等重大经营决策问题。

## 3、技术环境对企业的影响

技术环境，是指企业所处的环境中的科技要素及与该要素直接相关的各种社会现象的集合，包括国家科技体制、科技政策、科技水平和科技发展趋势等。技术环境影响到企业能否及时调整战略决策，以获得新的竞争优势。

## 4、微观环境对企业的影响

企业的微观环境主要包括产业环境和市场环境两个方面。产品生命周期、产业五种竞争力、产业内的战略群体、成功关键因素等分析方法是微观环境分析的重要内容。市场需求与竞争的经济学分析能够深化对微观环境的理解与认识。以下对产业的生命周期、产业结构分析、市场结构与竞争、市场需求状况、产业内的战略群体和成功关键因素分析进行简要介绍。

联洲关于外部运营环境将重点研究：

- (1) 造纸行业宏观经济发展状况；
- (2) 行业政策对造纸行业的影响；
- (3) 造纸行业的未来发展趋势；

## (二) 公司治理能力

公司治理是决定企业能否健康、可持续发展的基础性因素。良好的公司治理一方面能够降低代理成本，另一方面，也有助于保护员工的利益。据权威机构统计结果：很多失败企业在内部控制和公司治理层面都存在很大问题。而绝大多数的成功企业都解决了两个根本问题：一是能持续确保企业经营的效率和效果；二是能持续确保企业资产的增值与安全。

### 1、企业管理者

企业管理者的能力。即企业决策能力，计划能力，组织能力，控制能力，协调能力以及他们共同依赖的管理基础工作的能力，这些管理能力直接决定企业的人、财、物种的潜力和潜在优势的充分发挥。

### 2、企业基础能力

它包括企业的基础设施对生产的适应能力，技术设备能力，工艺能力，职工文化技术能力，职工劳动能力和职工团结协作、开拓创新和民主管理的能力。

联洲关于公司治理能力重点研究：

- (1) 管理者素质；
- (2) 基础员工素质；
- (3) 企业文化等；

### (三) 公司经营竞争力

评估企业在当地造纸市场占有率的能力。造纸企业在市场上的占有率反映了企业在市场环境中实现价值的能力。其体现在造纸企业经营规模、业务经营情况及成本优势等方面。

#### 1、企业经营规模

造纸行业小型企业占绝大多数、投资规模小等是造纸行业的特点，由此考虑得：造纸企业的经营规模效应是评级指标中的关键考虑因素。

核心竞争力的概念对于正在致力于规模扩张的中国大企业来说具有重要的指导意义。因为公司在一定时期所拥有的资源是有限的，而且其采取不同活动所能产生规模经济的潜力是不同的，因此集中公司资源，在企业价值链中选取最能创造价值的“战略环节”，致力于形成有竞争力的规模优势就显得格外重要。近年来，随着竞争的加剧，一些企业不再单纯追求经营规模的扩大，而是通过分拆、重组、将不相关的业务出卖，或变成独立的公司，甚至缩小企业的规模，使之集中于主业，从而培养自己的核心竞争力。这种变化即是基于对规模的

重新理解，即规模不只是总的规模，而是具体在某些产品、产业上的规模和核心竞争力。

核心竞争能力带来企业规模扩张，而规模优势又强化了企业的核心竞争力。因此面对激烈的国际竞争，企业突出主营行业优势，明确企业的规模、产业边界，加强培养自身的核心竞争力，形成专业化的规模优势，才能取得成功。

## 2、业务运营管理

运营的目的，就是使得更多的目标用户，来使用企业产品。运营的工作就是围绕着用户展开的，它大概可以分为三个方面：

(1) 引流。产品上线之后，需要通过各种渠道触达目标用户，让他来使用产品。这其中就需要知道，用户的核心需求是什么，产品哪些方面满足客户的需求。

(2) 保持用户粘性。用户使用过公司产品以后，需要通过运营手段，持续有效地推动用户的活跃与留存。

(3) 用户流失管理。这部分工作主要是两个，用户流失预警和用户挽回。用户流失预警，需要从已经流失的用户中发现一些特征，对潜在的流失用户进行及时的干预，预防流失的发生；如果用户已经流失了，再进行挽回的难度极大。对于运营工作来讲，主要是预警。

联洲关于公司竞争力将重点研究：



- (1) 企业的经营规模；
- (2) 企业的业务运营能力；
- (3) 成本优势；
- (4) 预警能力；

#### **(四) 外部支持**

造纸作为国民经济中的基础产业，并且随着需求的增加，造纸企业在建设、管理与经营等方面都得到大力支持。造纸企业较大的支出在于技术改造、环保投入、出口关税等，资金来源大多为股东拨款、自筹、银行贷款、发行债券、股票等方式，其中银行贷款占主导地位。

联洲对外部支持重点研究：

- (1) 股东背景；
- (2) 造纸企业内部融资支持度；
- (3) 造纸企业融资渠道广度；
- (4) 造纸企业融资方式的改进；

### **三、财务风险**

#### **(一) 公司规模**

企业规模表示劳动力、生产资料和产品在企业中的集中程度。一般分为大企业、中企、小企三级。不同规模的企业在经济中的作用亦不相同。



大型企业产量大、技术高、生产集中，是工业生产的骨干企业，在经济中起主导作用；中小型企业投资少、建设周期短、见效快，便于实现生产专业化，且适应市场变化能力较强，生产易接近原料地和市场，生产经营灵活。

联洲关于公司规模重要研究：

- (1) 公司注册资本；
- (2) 企业性质；
- (3) 总资产；
- (4) 下属机构数量；

## (二) 运营能力

企业营运能力分析就是要通过对反映企业资产营运效率与效益的指标进行计算与分析，评价企业的营运能力，为企业提高经济效益指明方向。

反映企业营运能力的指标有许多，要正确分析评价企业资产营运能力，首先必须正确设计评价营运能力的指标体系。

根据营运能力分析的含义与目的，企业营运能力分析的内容主要包括以下几方面

1、全部资产营运能力分析 全部资产营运能力分析的内容包括：

- (1) 全部资产产值率分析；



(2) 全部资产收入率分析；

(3) 全部资产周转率分析。

2、流动资产营运能力分析 流动资产营运能力分析的内容包括：

(1) 全部流动资产周转率分析；

(2) 全部流动资产垫支周转率分析；

(3) 流动资产周转加速效果分析；

(4) 存货周转率分析；

(5) 应收账款周转率分析。

3、固定资产营运能力分析 固定资产营运能力分析的内容包括：

(1) 固定资产产值率分析；

(2) 固定资产收入率分析。

联洲关于企业运营能力重点研究：

(1) 企业应收账款周转率；

(2) 存货周转率；

(3) 流动资产周转率；

(4) 固定资产周转率；

(5) 总资产周转率。

### （三）盈利能力

盈利能力是指公司获得利润的能力。总的来说，公司的盈利能力是指正常的营业状态。非正常的营业状态也能给公司带来利润或损失，但这仅仅是个别情况的特例，无法解释公司的能力。因此，在分析公司盈利能力时，应排除以下因素：异常项目、已经或将要停止的业务项目、重大事故或法律变更、特殊项目等。反映公司盈利能力的指标很多，通常使用的主要有主营业务净利润率、资产净利润率、资本收益率等。

主营业务净利润率是反映企业盈利能力的一项重要指标，这项指标越高，说明企业从主营业务收入中获取的利润的能力越强。影响该指标的因素较多，主要有商品质量、成本、价格、销售数量、期间费用及税金等。

资产净利润率主要用来衡量企业利用资产获取利润的能力，反映了企业总资产的利用效率，表示企业每单位资产能获得净利润的数量，这一比率越高，说明企业全部资产的盈利能力越强。该指标与净利润率成正比，与资产平均总额成反比。

资本收益率是指企业净利润（即税后利润）与实收资本（或股本）的比率。用以反映企业运用资本获得收益的能力。也是财政部对企业经济效益的一项评价指标。

联洲关于企业盈利能力重点研究：

(1) 企业的主营业务净利润率；

(2) 企业的资产净利润率；

(3) 资本收益率；

#### (四) 偿债能力

企业的偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力。企业有无支付现金的能力和偿还债务能力，是企业能否生存和健康发展的关键。企业偿债能力是反映企业财务状况和经营能力的重要标志。偿债能力是企业偿还到期债务的承受能力或保证程度，包括偿还短期债务和长期债务的能力。

##### 1、短期偿债指标

###### (1) 运营资金与流动比率

运营资金是指流动资金减去流动负债的差额，代表企业可以长期自由支配的流动资金，是反映短期偿债能力的绝对数指标；流动比率是指企业的流动资产与流动负债之比。该指标不受企业资产规模的影响，更加适合进行同行比较和历史比较。

###### (2) 速动比率与现金比率

速动比率是指速动资产与流动负债之比，考虑到流动资产中的存货往往存在流动性问题，即变现能力差，因此速动比率相比于流动比率更能很好的反映公司偿债能力，更具有说服力；现金比率是指现金及现金等价物和有色证券与流动负债之比。

## 2、长期偿债能力

### (1) 利息保障倍数

利息保障倍数是指公司年度获得的盈利对年度利息支出费用的倍数。

### (2) 资产负债率与产权比率

资产负债率表明企业的全部资金来源中有多少是由债权人提高的,可以反映企业的资本结构;产权比率是指债务与权益的直接比较,反映债权人利息受所有者的保证程度,主要是用于衡量企业资本结构是否稳定的重要指标。

### (3) 经营现金净流量与债务总额比

经营现金净流量与债务总额比是指营业现金净流量与负债总额之比,该比率是用营业现金净流量而非全部现金流量,是因为从长期来看,营业现金流量较之于筹资和投资现金流量而更具有可持续性。

## (五) 成长能力

企业成长能力分析是对企业扩展经营能力的分析。用于考察企业通过逐年收益增加或通过其他融资方式获取资金扩大经营的能力。企业成长能力是指企业未来发展趋势与发展速度,包括企业规模的扩大,利润和所有者权益的增加。企业成长能力是随着市场环境的变化,企业资产规模、盈利能力、市场占有率持续增长的能力,反映了企业未来的发展前景。

通常,一个企业要发展,长期资产的规模必须增加,其投资活动

中现金净流出量就会大幅度提高。对内投资的现金流出量大幅度提高，往往意味着该企业面临一个新的投资机会；对外投资的现金流出量大幅度提高，则说明该企业在通过对外投资来寻求新的获利机会或发展机遇。在分析企业成长能力时，常常将投资活动与筹资活动所产生的现金流量联系起来考察和分析。如果投资活动的现金流出量与筹资活动的现金流入量在本期的数额都相当大，说明该企业在保持内部经营稳定进行的前提下，从外界筹集了大笔资金以扩大其生产经营规模。反之，如果投资活动产生的现金流出量与筹资活动产生的现金流入量在数额上比较接近且数额较小，说明企业在保持内部经营稳定进行的前提下，收回大笔对外投资的资金支付到期债务，意味着企业没有扩张动机。

联洲关于企业成长能力重点研究：

- (1) 主营业务增长率；
- (2) 主营利润增长率；
- (3) 净利润增长率；
- (4) 利润保留率；
- (5) 再投资率。

#### 四、本评级方法的不足之处

本评级方法往往是对某个时刻或者某个时期内造纸企业的信用评估，是静态的。但是企业内外环境的改变会影响其企业状况，进而



影响其信用状况。所以，联洲致力于开发更加精密的评级方法，对企业信用进行跟踪评级，更加动态、准确地反映企业的信用形象。





## 版权声明

本文件的版权及解释权归联洲国际信用评级有限公司所有。

未经联洲国际信用评级有限公司书面授权或许可，不得以任何方式对文件内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售。对于任何侵犯版权的行为，联洲国际信用评级有限公司均保留追究法律责任的权力。