



远东资信
FAREAST CREDIT

中国包装印刷行业企业 信用评级方法

版本号：FECR-BZYS-FFV01-202101

远东资信评估有限公司

二〇二一年一月

目 录

一、制定说明	1
二、适用业务类别	1
三、行业界定	1
四、评级基本假设	2
五、评级方法：行业特征、评级思路和评级要素	3
六、评级方法的局限性	14

一、制定说明

为适应评级业务发展的需要和相关监管规定，远东资信制定了《中国包装印刷行业企业信用评级方法》（版本号为：FECR-BZYS-FFV01-202101，以下简称“本方法”或“本评级方法”）。本方法经过公司内部评估审核等相关流程，现正式生效。

本方法的主要内容如下：

- 1.制定说明；
- 2.适用业务类别；
- 3.行业界定；
- 4.评级基本假设；
- 5.行业特征、评级思路和评级要素；
- 6.评级方法的局限性。

本方法的制定、生效将增加远东资信的行业覆盖范围，有利于新业务的拓展。

本方法经公司评级标准委员会于 2021 年 1 月 29 日审议通过，自 2021 年 2 月 3 日生效。

二、适用业务类别

本方法适用于中国包装印刷行业企业的主体信用评级。

对于中国包装印刷行业企业主体发行的债券的信用评级，远东资信以发行主体的信用评级为基础，并结合有关债券条款等因素综合评定。

三、行业界定

本评级方法所指的包装印刷行业，按照中国国家统计局制定的《国民经济行业分类》（GB/T 4754—2017），是属于制造业门类下的印刷和记录媒介复制业（C23）的包装印刷行业，具体是指包装装潢及其他印刷。

表 3.1：包装印刷行业分类

中类名称及代码	小类名称及代码	说明
印刷（C231）	包装装潢及其他印刷（C2319）	指根据一定的商品属性、形态，采用一定的包装材料，经过对商品包装的造型结构艺术和图案文字的设计与安排来装饰美化商品

中类名称及代码	小类名称及代码	说明
		的印刷，以及其他印刷活动

资料来源：公开资料，远东资信整理

包装印刷是包装与印刷两个领域的结合，既是包装领域中的一个重要组成部分，又是印刷领域的一个分类。从学科上来看，包装印刷是包装与印刷两个学科的结合，或者说是两者之间的边缘学科。根据国务院颁布的《印刷业管理条例》，“包装装潢印刷品，包括商标标识、广告宣传品及作为产品包装装潢的纸、金属、塑料等的印刷品”。包装行业一般可分为包装印刷、纸和纸板容器、塑料包装箱及容器、塑料包装薄膜、金属包装容器、玻璃包装容器。除包装印刷之外，其他包装子领域的印刷技术和工艺含量一般较低。本评级方法所指的包装印刷行业不包含包装行业中的纸和纸板容器、塑料包装箱及容器、塑料包装薄膜、金属包装容器、玻璃包装容器。

包装印刷行业的上游主要包括纸料、塑料等包装材料（印刷承载物）以及印刷设备、油墨等。包装印刷下游主要是消费品行业，比如食品饮料、烟酒、日化、电子电器，等等。

适用于本评级方法的包装印刷行业企业是指：1. 包装印刷行业相关业务所贡献的营业收入占企业总营业收入总额的比重大于或等于 50%；2. 不满足上述情况，但综合考察企业的运营模式、资产结构、收入结构、成本结构、利润结构和中长期发展战略等，判定该企业包装印刷行业经营特征明显。本评级方法仅适用于中国包装印刷行业企业及相关债券。

四、评级基本假设

1. 外部环境相对稳定性假设

远东资信针对包装印刷行业受评主体的评级，是建立在对受评主体发展的外部环境相对稳定性假设基础上的，包括假定宏观经济和金融环境、法律和政治环境、社会环境、行业竞争环境等外部环境不会发生重大意外变化，不会发生不可控的自然灾害、重大公共卫生事件、武装冲突乃至战争等突发性、不可抗力事件。

2. 企业未来状况可预期假设

远东资信针对包装印刷行业受评主体的评级，体现了对受评主体未来偿还债务的能力和意愿的预测，需假定：基于对受评企业的历史和现状的考察，以及针对未来企业发展环境和条件等发展趋势的合理推断，能够预测企业未来经营和财务状况的变化，并假定企业未来经营状况具有可持续性，不会发生影响信用质量的突发性重大事件等异常情形。

3. 企业信息质量可靠性假设

远东资信针对包装印刷行业受评主体的评级，有赖于从受评主体或监管机构等第三方所搜集的

受评主体经营和财务等信用质量相关信息的真实性、完整性、准确性、合法性，不存在受评主体信用质量相关信息的隐瞒、信息延迟披露等任何影响所掌握信息的质量，并进而影响针对受评企业的信用评级结果的情形。

五、评级方法：行业特征、评级思路和评级要素

（一）行业特征

1. 周期性和季节性不明显

包装印刷行业与国民经济发展有密切联系，但其受到经济周期波动的影响不大。包装印刷行业的下游主要包括食品饮料、烟草、日化、酒类、电子电器、医药，等等；其中，食品饮料、烟草、日化、酒类等消费行业是包装印刷行业的主要下游。由于这些消费行业的需求通常较为刚性，周期性不强，因此，包装印刷的周期性不明显。尽管如此，由于下游消费行业众多，包装印刷的子行业或子领域的稳定性、成长性和增长潜力仍有所区别。受益于消费变革和网上购物的子行业或子领域将获得稳定增长或打开增长空间。

同样地，在季节性方面，总体来看，包装印刷的下游行业需求季节性不强。如果遇到节假日，尤其是春节，食品饮料和烟酒类消费类产品的需求量可能会比平时有所增加。为保证节假日供货充足，包装印刷行业的产量可能会相应增加，但是整体影响并不大。

总的来说，由于下游消费行业的需求较为刚性，波动不大，包装印刷行业的周期性和季节性并不明显。

2. “以销定产”特征明显

和其他一些行业的产品不同，包装印刷行业生产的绝大部分包装印刷产品是根据客户需求、按照客户指定的印刷内容进行印刷，因此所生产的产品通用性较差。也就是说，包装印刷行业的经营模式属于典型的“以销定产”，即包装印刷企业完全按照下游客户的订单要求安排生产。

一方面，以销定产的经营模式意味着包装印刷企业生产的产品不存在滞销或存货积压问题；另一方面，以销定产的经营模式又意味着包装印刷企业需要获得下游客户的订单才能够组织生产，即生产的自主性较差。同时，由于存在所谓的供应商资质认定制度，包装印刷企业需要首先获得下游客户认定的合格供应商资质，然后才有可能获得客户的包装印刷订单。因此，客户资源的多样性以及稳定性就对包装印刷企业格外重要。

3. 区域性特征较明显

由于以销定产的模式，包装印刷行业需要及时完成产品的生产和运输，以此来满足下游客户

的包装需求。因此，包装印刷企业通常都具有固定的销售半径，或者说，时间和运输成本造成了行业的区域性特征。对于下游客户来说，在挑选合格供应商时，包装印刷企业的服务半径也是主要考量因素之一。此外，在一定程度上，包装印刷行业的区域性特征也造成了企业的客户集中风险。

总的来说，为了实现销售最大化和成本最小化，包装印刷企业的区域性特征较为明显。

4. 企业受原材料影响较大

包装印刷产品的原材料主要涉及包装材料和印刷材料两部分，其中，包装材料主要包括纸、塑料、金属、玻璃等，印刷材料主要包括油墨等。上游原材料占成本的比重通常较大，原材料价格的波动将直接影响企业的盈利能力。

对于造纸以及塑料、金属、玻璃制造行业来说，其上游原材料和下游需求都可能会发生较大波动，因此价格随着上游供给和下游需求波动发生较大变化。即便是在短期内，纸、塑料、金属、玻璃等发生大幅度波动的可能性也仍不小。因此，对于包装印刷行业来说，由于以下游客户为主导的生产经营模式，包装印刷企业将上游原材料价格传导到下游存在一定困难。因此，包装印刷企业的盈利能力将受原材料价格影响。

5. 政策监管较严

包装印刷行业受国家发展和改革委员会、国务院出版行政部门、国家新闻出版广电总局等多个部门管理，各部门出台法规政策较多，且会对包装印刷行业造成不同的影响。同时，由于包装印刷行业的生产过程对环境会造成一定污染或损害，因此行业也受到环保政策监管的影响。此外，包装印刷行业的自律组织为中国包装联合会、中国印刷技术协会。

根据国务院颁布的《印刷业管理条例》，该条例适用于包装印刷行业涉及的包装装潢印刷品和其他印刷品的印刷经营活动。根据《印刷业管理条例》，国家实行印刷经营许可制度，未依照《印刷业管理条例》规定取得印刷经营许可证的，任何单位和个人不得从事印刷经营活动。

从环保方面来看，包装印刷行业在生产过程中可能产生废水、废气、固体废弃物、噪声，处理、排放不当会对生态环境造成难以逆转的损伤。由于环保政策的强监管，相关法规不断出台，监管机构执法力度也在不断加大。一方面，一些不符合环保法规政策规定的企业可能面临停产限产；另一方面，包装印刷行业企业为谋求可持续发展，也越来越重视产品的环保性，这也在一定程度上提高了生产成本，但同时也促进了技术发展和产品创新。

6. 进入壁垒较高

包装印刷行业在客户认证和长期服务、规模和资金、技术和工艺水平等方面具有较高的进入

壁垒。

包装印刷行业的市场进入壁垒首先体现在下游客户的供应商审核认证制度上。由于下游客户主要是消费行业，为了维持品牌优势，下游客户在选择包装产品的供应商时都遵循非常严格的审核制度。因此，一般来说，包装供应商必须符合下游客户的一系列严格的筛选标准，且通过漫长的考察流程，才能逐步同客户确立合作关系。在确立合作关系之后，包装印刷企业可能还需要经过从小批量、中批量到大批量供应的一个较为漫长的逐步建立客户信任的过程。然而，一旦包装印刷企业同客户建立起稳定的合作关系，从包装品质的一致性与稳定性来看，下游客户通常不会轻易更换包装供应商。

在规模和资金方面，由于行业特性，企业需要通过扩大生产规模和加大资金投入，才能及时为下游客户提供大批量、高品质的包装产品，才能在客户占据选择主导权的经营模式下维持竞争力。而规模较小、资金实力不足的包装印刷企业则有可能在行业兼并整合的过程中被淘汰。规模和资金对建立和维持高水平的产品生产线也至关重要。对想进入包装印刷行业的企业而言，大量的初始资金投入必不可少，而生产设备的更新维护和一整套生产线的建立和调试，也都需要大量持续的资金投入，因此也就是形成了资金壁垒。

在技术和工艺水平方面，壁垒主要体现在设备先进性、技术先进性、环保要求、设计水平等四个方面。设备的先进性除了需要初始和持续的资金投入之外，还需要企业生产人员在生产过程中不断地调试和改进。技术的先进性则主要体现在企业的研发体系和技术成果。其中，研发体系离不开研发队伍的建设管理和研发资金的持续投入；技术成果则体现为企业掌握的专利数量及其技术含量。随着法规政策对环保要求的不断提高，企业在经营过程中也形成了一整套的提高环保水平的经验和技術，比如绿色环保材料的选择和使用、绿色低碳的生产工艺，等等。最后，包装印刷产品还需要为客户提供和实现设计构思，帮助客户提升产品及品牌形象，这需要包装印刷企业在设计水平上不断精益求精。

（二）评级思路

远东资信对企业主体信用评级的核心是向投资者揭示被评对象的违约风险。远东资信采用宏观与微观相结合、定性与定量相结合的方法，在着重对被评对象自身信用状况的考察基础上，同时考虑外部支持因素，由此判断被评对象未来的偿债能力和偿债意愿，并最终确定其信用等级。

1. 宏观和微观相结合

首先分析被评对象所处的宏观经济环境、区域经济环境和行业环境，这是同行业内所有企业共同面临的经营风险；但是，这些风险对每个企业的影响程度是不同的，因为不同企业的经营模式和管理战略不尽相同，对待外部风险所做出的反应也会不同。因此，接下来，远东资信在充分

考虑行业特点和发展趋势的基础上，归纳出决定该行业成功的关键驱动因素，由此确定行业内企业自身特有的经营风险评价要素；最后，考虑股东和政府可能给予被评对象的外部支持因素。

具体对包装印刷生产企业：

(1) 外部经营环境方面：由于下游主要面对的是消费行业，包装印刷行业的经济周期性不明显，如果子行业或子领域的需求长期稳定增长，那么包装印刷企业的规模也将稳定增长；包装印刷行业进入壁垒较高；原材料的获取渠道是否多样、稳定以及原材料价格的波动与否均会对包装印刷企业的生产运营造成较大影响，进而对企业的盈利能力造成影响；安全生产、绿色环保相关政策频繁出台增加了部分包装印刷企业的运营成本压力。因而，宏观经济环境、行业竞争状况、行业政策变化在包装印刷生产企业信用评级时应当充分考虑。值得注意的是，虽然包装印刷下游行业大多属于消费行业，但是包装印刷行业涉及子行业或子领域众多，且各个子行业或子领域的基本面仍有一定差异性，因此我们在分析时需细化到具体子行业或子领域层面进行分析。

(2) 企业运营方面：规模较大和市场地位较高的包装印刷企业在原材料获取、产品议价、获取外部资源的能力、成本控制等方面具有明显的竞争优势；大型包装印刷企业的跨区域跨领域布局，可以在一定程度上打破区域性特征、有效分散单一区域内客户需求的波动对企业盈利能力的影响；研发投入较大及稳定、生产工艺较先进、产品高端化的包装印刷企业的产品附加值相对较高；包装印刷企业对上游原材料依赖程度较高，能否通过提高供应商的多样性和稳定性来确保原材料供给的品质，直接影响企业的盈利水平和持续经营能力；受制于以销定产的经营生产模式，包装印刷企业的客户多样性和稳定性对企业经营稳定性和持续性有较大影响。因此，远东资信在考察企业运营时，主要从规模、子行业市场地位、区域多元化、产品结构、研发实力、工艺及技术水平、上游原材料获取能力和议价能力、下游客户的多样性及稳定性等方面进行衡量。

(3) 管理与战略方面：企业的管理能力能否适应发展的需要将对行业企业的信用状况产生重要的影响。对企业管理能力的评估主要包括公司治理状况、管理制度的健全程度、人力资源状况、内部控制制度的执行情况、决策机制的科学合理性、危机应对措施的全面有效性方面，同时将企业管理目标与实际业绩进行对比，考察管理层绩效管理和危机处理能力。管理层对企业的市场定位和经营风险是否有足够的认识，是否能根据企业的实际情况和经营环境的变化制定切实可行的发展战略是企业未来生产和发展的关键。

(4) 外部支持因素方面：股东实力较强的包装印刷企业在资金、人力资源等方面可能获得更多股东的支持，有助于包装印刷企业降低信用风险，在包装印刷企业信用评级时应当给予关注。在少数极端条件下（如出现地震、海啸等自然灾害时），结合现实情况考虑政府提供的外部支持。

2.定性和定量相结合

对于企业所处宏观和行业环境、运营与管理、外部支持因素等方面的分析过程都难以量化，

属于定性分析范畴。我们还要进行财务实力方面的定量分析，其是定性分析的有效补充；它验证了一个企业的竞争能力、经营风险和管理能力的强弱，有助于识别企业债务负担、偿债能力和抗风险能力。对于包装印刷行业企业，财务实力方面远东资信主要考察：会计信息质量、资本结构、资产质量及运营效率、盈利能力、现金流、财务杠杆、财务弹性和或有事项。

（三）评级要素

1. 宏观环境

虽然包装印刷行业的周期性不明显，但是行业景气程度难免会受到宏观经济环境及宏观经济政策变动的影 响。在对受评对象进行分析时，首先应评价宏观经济环境，包括对宏观经济形势、经济周期和宏观经济政策的分析，重点关注宏观经济形势和政策变化对下游需求的影响。需指出的是，由于包装印刷行业各子领域上游和下游行业不同，其上游原材料价格和下游行业景气程度将影响相应的包装印刷行业子领域的行业表现。上游原材料获取渠道的多样性和稳定性越高，以及下游行业景气程度越高，相应的包装印刷行业子领域的经营风险越小。

远东资信对宏观环境的分析主要关注：纸、塑料、金属、玻璃、油墨等重要原材料价格，GDP 增长率，固定资产投资增长率，社会消费品零售总额增长率，财政政策，货币政策，绿色环保相关政策，所对应下游行业在当前宏观经济形势和政策下的发展前景和增长空间等。

2. 行业环境

（1）行业供需

行业供求关系变动直接影响产品价格，进而影响行业整体的盈利水平。包装印刷行业的下游主要包括食品饮料、烟酒、日化、电子电器等行业，可根据我国宏观经济环境对下游行业的需求变化趋势做出判断，并结合包装印刷行业子领域以及区域的产能利用及扩张情况，对行业供需进行分析。目前中国部分包装印刷行业子领域行业中，中低端产能过剩，行业核心竞争力不强。近年，包装印刷行业在进行资源整合，淘汰部分中低端产能，改善行业供给和需求的结构性不匹配状况，增强行业竞争力。

远东资信对行业供需的分析主要关注：包装印刷行业各子行业的固定资产投资规模、子行业的产能利用率情况、子行业所对应的下游行业需求情况、子行业的区域供需状况等。

（2）竞争格局

行业竞争格局可以通过行业集中度来反映。行业集中度越低，行业内企业竞争越激烈，对上下游的议价能力越弱，企业信用风险越大；行业集中度越高，企业控制市场的能力越强，对上下游拥有一定的议价能力。

总的来看，包装印刷行业进入壁垒较高。但各子领域的行业发展前景不同，进入壁垒有所区

别，竞争状况也有所差异。在对受评对象进行评级时，需细化到具体子领域层面进行分析。

远东资信对行业竞争的分析主要关注：企业所属子行业或子领域的进入壁垒和规模、子领域主要客户的供应商格局、行业集中度、子行业龙头企业情况及其市场占有率、新技术对子领域行业竞争格局的影响等。

(3) 行业政策

中国包装印刷业的主管部门较多，国家各部委和相关行业协会在包装印刷行业发展规划、市场准入、限制和淘汰落后产能、安全生产、环保等方面出台了诸多相关政策，对包装印刷行业的各个子领域的企业经营产生了不同的影响。在对受评对象进行评级时，需细化到具体子领域层面进行分析。

远东资信对行业政策的分析主要关注：行业发展规划、行业准入门槛、子领域的淘汰落后产能、安全生产、环保以及节能减排等相关政策。

3. 企业运营

(1) 规模及市场地位

企业规模较大的包装印刷企业在成本控制、行业竞争力、上下游议价能力等方面具有优势，收入与盈利水平稳定性较好，具备更强大的抗风险能力。通常来讲，市场地位与企业规模正相关。市场地位较高的企业在保护及扩展业务版图方面更具优势，并能在一定程度上影响行业标准的制定和升级，甚至是对行业政策的变革产生影响。同时，因为包装印刷行业具有较明显的区域性特征，企业的产品存在一定的销售半径，所以企业在其区域的规模和地位就至关重要。

远东资信对规模及市场地位的分析主要关注：在企业总资产、营业收入、净资产、区域产能规模、区域地位、产量等方面与同行业中其他企业进行对比；同时，综合考虑品牌知名度、市场占有率等方面。

(2) 多样性及稳定性

多样性及稳定性可以体现在客户和供应商两个方面。

在客户的多样性及稳定性方面，由于存在以销定产的经营模式，包装印刷企业的产能利用以及收入情况对客户的依赖度很高。如果包装印刷企业的客户集中度过高且处在同一下游行业，那么企业的收入将在不利情况下面临较大挑战。如果客户分布在不同的下游行业、不同的区域、而且集中度较低，那么包装印刷企业的订单和收入的波动性会相对较小。此外，包装印刷企业的客户稳定性也对企业的经营状况有较大影响力。如果企业拥有长期稳定的主要客户，那么企业的生产和收入就有了较大保障。

在供应商的多样性及稳定性方面，由于下游客户对包装印刷产品的一致性和品质的要求通常

较高，且包装印刷企业受原材料波动影响较大，所以上游供应商能否持续为包装印刷企业提供原材料就显得格外重要。如果企业的供应商集中度过高，那么一旦供应商出现经营问题，无法及时提供原材料，那么企业可能需要临时寻找替代者，这会给包装印刷产品的生产造成不利影响。

远东资信对多样性及稳定性的分析主要关注：客户的集中度、客户所处行业的多样性、客户的区域分布多样性、主要客户的稳定性、供应商的集中度、供应商的供货能力的稳定性，等等。

(3) 研发投入

研发投入是包装印刷企业主要竞争优势之一。持续的高水平的研发投入有助于提升生产工艺技术、改进产品性能，也有利于降低企业生产成本，优化产品结构，提高产品竞争力。目前一些子行业包装印刷企业仍以中低端产品为主。随着我国经济转型升级以及下游消费行业的转型升级，包装印刷行业面临产品升级和创新的不断挑战，企业需不断加大自主研发投入，从而形成核心竞争力。

远东资信对研发实力的分析主要关注：近年来企业研发投入占营业收入的比重、研发人员数量及能力、先进科研设备的投入、技术转化能力等。

(4) 技术和工艺水平

对于包装印刷企业来说，技术和工艺水平在很大程度上决定了包装印刷企业的生产效率、生产成本和产品的竞争力及质量稳定性等。一般来说，技术和工艺水平较高的企业通常在产品销售价格或生产成本方面有较大优势。在对受评对象进行评级时，远东资信将细化到具体子领域层面，根据企业所在子领域内的技术和工艺水平进行分析。

远东资信对技术和工艺水平的分析主要关注：企业是否为国家高新技术企业，获得专利的类型和数量，主要技术和工艺情况，生产设备的先进性、维护情况（含维护成本），产能利用率，各项能耗指标等。

(5) 环保与节能减排技术水平

包装印刷属于污染和排放程度较高的行业。如果企业环保和节能减排技术水平未达到国家相关政策要求，则企业将面临较大的环保整改压力，严重时甚至会威胁到企业经营的可持续性。

远东资信在考察该因素时主要关注：原材料的综合利用率，企业的废水、废气、废物的处理和排放相关技术水平和指标，管理层对环保及节能减排的态度，以往因环保问题受到监管处罚的情况等。

4. 管理与战略

(1) 管理素质

在管理素质方面，远东资信主要关注公司治理结构、组织架构、内控制度和人力资源状况等

方面。

良好的公司治理结构有利于保障企业平稳运行，并能较好的保障债权人的利益。包装印刷企业公司治理结构方面主要关注股东、董事会、管理层之间的权责明晰状况和激励约束机制等。

有效的内控制度有助于企业战略的实施、提高经营的效率和效果、有效防范经营风险，保证会计和管理信息的真实可靠、保障资产安全、确保国家法律法规和监管要求在企业内的遵守和落实。包装印刷行业内控制度主要关注以下几个方面：（1）受评主体相关质量管理体系的建设情况（如 ISO9000、ISO14000 等），以及监管机构跟踪检查情况。（2）关注企业财务管理、投融资管理、营销管理、供应链管理、人力资源管理内控制度的完备性、监督程序、以往发生重大内控问题的情况及应对解决的有效性等。（3）关注企业的生产安全和环保治理是否符合国家要求，是否制定了完善的安全管理措施，有无投保环境污染强制责任保险、雇主责任险、团体意外险等。（4）质量控制措施对包装印刷企业比较重要，远东资信重点关注企业的检测和质量控制程序、工作环境控制程序、生产过程控制程序、仓库存储控制程序等方面的具体措施是否健全、规范。

人力资源是经济发展中最重要战略资源，是企业能够进行发展的重要依托，也是对企业发展的一种重要保障。对于包装印刷行业，远东资信主要关注管理层的背景、素质和稳定性，同业评价、行业经验、管理水平及历史业绩，管理层变动对公司的影响程度（对某些个人的依赖性）；此外，研发、工艺及生产技术人员的文化水平、年龄结构、培训情况以及员工的来源等需符合包装印刷企业所处行业特点，满足包装印刷企业的经营需要。

（2）发展战略

发展战略从长期上决定企业的发展方向和途径，发展战略规划的合理性及可行性决定了公司持续经营的可能及前景。

对于包装印刷企业远东资信在考察该因素时主要关注：决策层对行业的认识，公司对自身优势、劣势的认识以及定位的合理性，公司是否制定了具有前瞻性且符合行业发展趋势的战略，并制定了相应的经营目标，近三年公司战略及经营目标的实施与完成情况，公司战略与潜在资源的匹配程度，即实施战略目标的可行性。在很多情况下，公司战略并不能简单的用对或错来划分，重要的是，从公司的历史考察其制定的战略能否得到切实的执行，是否达到预期的目的，对偏离目标的原因是否有正确的认识并做出相应的改进。

5. 财务分析

企业业务的性质和风险状况决定了财务风险的内容和大小，财务风险评价很大程度上依赖于定量的手段，特别是财务指标的比较和分析。财务指标的计算和比较有助于分析企业主要的风险因素，形成优势和劣势的判断，最终获得对偿债能力的判断。使用财务指标有必要将其放在业务风险的环境中，并充分考虑到不同企业在业务类型、经营风险、会计质量、指标计算方法等各方

面的差异。同时，因为信用评级是基于长期基础上的评价，跨越整个行业周期，某一时点的财务指标并不能综合反映公司的信用状况。对于财务风险，远东资信主要从会计信息质量、资本结构、资产质量及运营效率、盈利能力、现金流分析、财务弹性、或有事项等方面进行分析。

(1) 会计信息质量

财务数据是企业经营管理结果的综合体现，会计信息质量则反映向财务信息使用者提供与企业财务状况、经营成果等相关信息的真实性、完整性和相关性，直接关系到对信用风险判断是否合理。审计机构是对企业财务报表进行审计的专业机构，其对财务报表的审计意见是评级机构判断会计信息质量的基础。在对同一行业内的不同企业进行可比分析时，需要注意的是，由于会计政策选择的差异可能导致财务信息不具可比性，需要进行相关调整，然后进行分析，否则，将影响对受评对象财务实力的判断。

远东资信在进行财务分析之前，会对财务报表近三年的审计意见、审计机构的从业资质、审计机构是否频繁变动及原因进行查看，并据此提出客观的表述。同时，需关注过去一年的重大会计政策变更、收入确认原则的合理性和连贯性、存货确认方式、各项风险准备计提政策、摊销和表外事项的会计处理等。此外，对于下属子公司较多的企业，在编制合并财务报表时需关注合并范围的准确性；包装印刷企业主要原材料及经营产品价格波动时，需关注存货跌价准备计提的充足性等；企业并购带来较高比重的商誉时，需关注计提商誉减值的合理性。

(2) 资本结构

包装印刷行业属资本密集型行业，目前部分子领域处于产业结构调整期和行业资源整合期，一些企业可能有较多的项目建设、工艺升级、环保投入和其他资本性支出，而外部筹资等为其主要的资金来源。

远东资信在考察包装印刷企业资本结构时主要关注：（1）历史财务杠杆水平及变动趋势，可以由资产负债率、总债务资本化比率、“总债务/EBITDA”等指标反映。财务杠杆水平一般情况下与风险程度呈正相关。在同等条件下，财务杠杆水平越高，进一步融资的空间越小，利息支付压力越大，信用风险也越大。当然，这里需结合业务风险来分析财务杠杆水平，现金流相对稳定前提下的适当的高负债不一定意味着更为激进的财务政策。（2）债务期限结构，尤其是短期债务的占比，以及偿还时间的集中程度。（3）资本结构与资产结构的匹配程度。假如用短期资金来源满足长期资金需求，资金使用成本较低，但会面临较大的短期偿债压力；用长期资金来满足短期资金需求，资金的使用效率较低，成本较高。（4）未来资本性支出预测及相应的融资安排，对企业财务杠杆水平的影响。

(3) 资产质量及运营效率

资产在企业经营中的作用主要表现为变现能力、利用效率、各类资产组合增值的能力，是企

业发展目标实现可能性判断的基础。远东资信对于资产质量及运营效率的分析侧重于对企业资产实际价值的判断，及与账面价值的差异。

对于包装印刷企业来说，从资产构成来看，企业的应收账款和生产设备通常较多，需关注其应收账款周转速度以及总资产利用效率。

包装印刷企业的非流动资产主要为厂房、生产设备等固定资产，其保值和变现能力较低，需关注固定资产折旧政策及变化、设备成新率；对于在工艺上不符合环保要求即将淘汰的设备，还要关注是否已计提减值准备。对于无形资产中的专利权，需关注其入账价值是否合理等。另外，由于受限资产限制了企业对外融资的能力，需关注受限资产情况。

流动资产方面，需关注流动资产的构成，重点分析金额占比较大的项目：（1）关注企业现金类资产的充足性，有无因质押或冻结等而使用受限、存放在境外或有潜在回收风险的款项等。（2）应收账款。对于包装印刷企业，应收账款可能占比较高，需关注应收账款周转速度、应收账款集中度及账龄、应收账款坏账准备计提政策及变化。（3）存货。对于包装印刷企业而言，为了应对原材料价格波动，通常会对原材料进行一定规模储备，需关注存货计价方式、存货跌价准备计提政策及变化、存货周转速度。（4）其他应收款余额较大的，需分析债务人与被评对象关系、账龄等，并对账款回收的可能性做出判断。

远东资信在考察该因素时主要关注：各类资产的变现能力、总资产周转速度、应收账款周转速度、存货周转速度等。

（4）盈利能力

盈利能力显示出企业经营资产的财务业绩，也是管理战略实施效果的证明，盈利稳定的企业具有较强的持续经营能力，亦可对债务的偿还形成保障。盈利能力评价有必要建立在业务类型的基础上，包装印刷行业的下游对应众多消费领域，产品种类繁多，但同一领域可能存在低端化竞争，因此成本控制能力成为影响企业竞争力的重要因素，具备低成本优势的企业盈利能力相对较强。产品结构方面，高端包装印刷产品毛利率较高，该类产品占比较高的企业，综合毛利率相对较高。从期间费用来看，大型包装印刷企业下属子公司较多，管理费用规模一般较大，且管理能力的差异亦会导致企业间管理费用存在较大差距；债务规模较大的包装印刷企业财务费用较高。

远东资信在考察该因素时主要关注：收入结构与成本结构分析变化情况及原因、主要利润来源及稳定性（有必要对非经常性损益的项目进行调整）、公司发展规划对盈利能力的影响。主要考核指标包括毛利率、EBITDA 利润率、营业利润率、总资产报酬率和净资产收益率等，对主要指标变动趋势进行分析，并和同业水平进行比较，判断受评对象在行业中的竞争地位。

（5）现金流和偿债能力

未来经营性现金净流入的稳定性和可预测性，是评价企业信用等级的核心。一定的业务规模、

良好的业务质量、业务多元化等各方面因素有助于企业在不同时期获得均衡的现金净流入。对于包装印刷企业来说,远东资信主要考察目前企业经营性现金流入的主要来源以及未来可能的变动;经营性现金净流入在不同时期的均衡性以及与其债务期限结构的匹配性;经营性现金净流入对利息支出的保障程度;经营性现金净流入对短期债务的保障程度;经营性现金净流入对流动负债的保障程度;关联方资金往来情况及对经营性现金净流入稳定性的影响等。

另外,投资性现金流状况也是影响公司偿债资金来源的重要方面。对于包装印刷企业来说,未来投资主要为新建设施、购买设备等方面的投入,需了解企业在建项目及未来拟建项目的规模和资金安排,结合企业的发展战略分析企业未来资本性支出的规模和投资性现金流出情况。

远东资信在考察该因素时主要关注:经营性现金流净额对总债务或短期债务的覆盖程度、非筹资性现金流净额(为经营性现金流净额和投资性现金流净额的合计值)对总债务或短期债务的覆盖程度、EBITDA 利息保障倍数、流动比率、营业收入现金率、筹资活动与企业实际资金需求匹配度等。

(6) 财务弹性

企业的扩张若得到良好财务弹性的支持,有利于平衡巨大资本性支出对财务状况的不利影响。财务弹性首先表现于企业的融资能力,即其能在多大范围内和多大程度上获取现金以维持资产的流动性、保障债务的偿还。而企业的资产质量及运营效率,一方面体现在其产生可持续现金流的能力,另一方面则体现在其迅速变现的能力,因此也是财务弹性的反映。另外,企业的财务政策与财务弹性间也具有密切联系,过于激进的财务政策往往会影响其的再融资能力,降低其财务弹性。

评价受评企业的财务弹性需结合行业融资环境、经营性现金流状况、财务政策、资产质量及流动性等因素进行分析,这方面主要关注:(1) 银行综合授信额度,可能的融资便利,银行信用记录;(2) 资本市场融资历史和信用状况,监管机构对其历史经营状况的评价,再融资条件或标准的比较;(3) 抵/质押资产数量及其对再融资的影响;(4) 是否具有易变现的金融资产或其它资产;(5) 融资方式是否多元化,是否能够有效降低综合融资成本。

(7) 或有事项

在对企业自身的账面债务及潜在的债务压力进行判断的同时,需要考虑企业可能承担的表外责任。对外担保、未决诉讼或仲裁等或有事项可能会对企业的偿债能力产生重要影响,成为评级的不利因素。远东资信对于或有事项主要关注:(1) 对外担保,过多的对外担保将产生或有风险,影响经营的稳定性,从而引发财务风险。需关注对外担保规模与企业净资产的比例、担保对象与被评对象的关联关系、担保对象的经营状况;(2) 企业未决诉讼或仲裁。这些有可能形成企业或有负债,亦进而增加企业的债务压力。

6. 外部支持分析

远东资信主要从股东（或实际控制人）支持和政府支持两个方面来考察受评企业可获得的外部支持程度。

股东支持方面，强大的股东实力和对受评主体较高的支持力度能够对企业的偿债能力形成保障，有效降低企业违约风险。远东资信主要考察主要股东的实力及对被评对象的持股比例、被评对象对主要股东的重要性（被评对象的主营业务在股东业务构成、未来战略中的重要性以及资产、收入、利润占比情况）、主要股东历史上对被评对象的支持意愿、支持方式、支持力度以及主要股东未来是否有针对被评对象的注资、偿还债务等方面的承诺。

政府支持方面，重点考察受评企业在地区经济发展中的地位和重要性，远东资信主要关注：（1）政府是否为保障企业持续发展而出台制定了相关政策性法律或文件；（2）政府在资本金注入、业务来源、税收优惠以及财政补贴等方面给予的支持情况；（3）被评企业的业务公益性，如提供必要的基础设施或公共服务；（4）受评企业历史上获得政府支持的实际情况和具体的支持方式。另外，远东资信还将考察政府的行政级别、区域经济环境、财政实力、地方政府债务状况等，一般来说，政府综合实力越强，潜在的支持能力也越大。

中国包装印刷行业市场化程度较高，包装印刷企业可能获得的外部支持以股东支持为主，只有在少数极端情况下（如出现重大自然灾害等），才会考虑政府提供的外部支持。因此，远东资信在考察包装印刷企业可获外部支持时，主要关注来自股东的支持。

7. 其他因素

远东资信针对包装印刷行业受评主体的其他因素考察，包括但不限于：受评主体的历史信用记录、股东（或实际控制人）的负面影响、品牌风险与声誉风险、竞争者竞争战略的变化、突发性重大事件等。

六、评级方法的局限性

远东资信的评级方法主要基于历史信息，通过受评主体的过往表现、现状与目前政策导向，对其未来表现进行合理预测。但影响受评企业信用风险变化的因素是动态变化的，对未来的预测难以避免的存在不准确的风险，本评级方法不能保证完全符合客观情况与进行适时调整。

为了避免评级方法过于复杂，本方法中仅涵盖关键评级因素，未能涵盖所有影响企业信用风险的因素。具体比如，评估企业内控制度的实际执行的好坏是极为困难的，因此我们的评级方法未能将企业的质量管理体系实际运行质量纳入考虑。企业规模方面，在建生产设施的实际价值未被纳入评级方法考虑范畴，由于企业的固定资产投资在未来可能带来的收益是无法准确估计的，其投资质量对企业的影响既可能是正面的也可能是负面的，而且这种影响具有一定的时滞性，如果纳入评级方法将会让评估变得极为复杂且不能得到准确的结果。此外，对于众多难以预测的突

发因素，如重大自然灾害、公共卫生事件、战争等，本方法也未能全部涵盖。针对方法中部分定性要素，主观判断依然是不能避免的，远东资信会利用专家的长期经验实施尽可能严谨的评估。

远东资信将定期或不定期对本评级方法进行审查，适时对关键评级因素进行优化调整。

此外，本评级方法所使用的数据主要由受评主体与监管认定的专业机构所提供，评级结果受数据采集难度、数据可靠性与完整性影响。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本评级方法由远东资信提供。其中引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供保证。

远东资信对本评级方法内容持客观中立态度。其中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。其中内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本评级方法版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行包括但不限于展示、修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，须注明出处，且不得篡改或歪曲。

远东资信对于本声明条款具有最终解释权。