

# 标普信用评级(中国)补充评级方法论 一非必需消费品行业

## 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。当受评主体属于非必需消费品行业时,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普通零售、耐用消费品、汽车和商用车制造、休闲体育以及媒体娱乐等。本方法论通常与标普信用评级(中国)一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

我们在评估行业风险时,通常会考虑行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景。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)行业变革及产品、服务或技术被替代的风险;4)行业增长的可持续性。

#### 普通零售

本领域通常涵盖直接通过商店、商品目录或者在线网络销售(或以上方式的组合)的方式向个人消费者出售货物或提供服务的企业,例如餐厅以及销售纺织品、鞋类、服装和奢侈品的零售商等。普通零售也包含直接向消费者提供服务的企业,例如提供儿童护理、教育、自动零售、以及法律和税务咨询服务的企业。

#### 耐用消费品

本领域内的企业主要收入来自于制造和营销各类耐用消费品,包括家用电器、家具、家居装饰品、小家电、运动设备和其他耐用品等。

#### 汽车和商用车制造

本领域内的企业主要收入来自于制造和销售机动车辆,包括乘用车、卡车以及小部分的厢式货车和公共汽车等。此外,汽车和卡车零部件供应商也归为此类。

#### 休闲体育

本领域内的企业主要收入来自于娱乐、住宿提供、酒店服务、经营分时度假酒店、经营游轮、经营体育运动俱乐部和其它与体育相关的实体、经营健身俱乐部、运营主题公园和其他旅游景区、以及制造玩具和其他休闲娱乐用品等。

## 媒体娱乐

本领域内的企业主要收入来自于广告代理、营销服务、运营电视台和广播电台、出版发行、电子商务服务、运营影剧院、印刷、贸易展览、制作电影和电视节目等。

## 2、竞争地位

在分析非必需消费品企业的竞争地位时，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

在分析普通零售商的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：营销策略；在理念、产品与购物体验上与竞争对手的差异性；品牌声誉；市场营销；产品和服务质量等。

在分析耐用消费品企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：经营战略和市场地位；在消费品市场和经销渠道的渗透程度；产品范围和差异化；品牌价值和潜在定价能力；在生产、创新、销售和营销方面的资本支出计划；是否有合适的经营策略使得企业在规模增长与盈利增长之间取得平衡等。

在分析汽车和商用车制造企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：与业内竞争对手相比市场份额如何；其主要产品的市场份额在行业内所处的地位等。

在分析休闲体育企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：品牌认知度或特许经营优势；所处市场的相对吸引力和竞争力；资产和服务质量等。

在分析媒体娱乐企业的竞争优势时，我们通常考虑的因素包括：品牌优势；市场地位；收入稳定性（尤其是考虑到整个行业向数字化转型）；资产质量；能够使企业拥有价格话语权的其他因素等。

### (2) 规模、范围和多样性

在分析普通零售企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：产品或服务范围的多样性；店铺的地域分布；核心市场的前景；细分市场的销量、规模、市场份额以及地位；所处市场的相对吸引力，例如：规模、人口、预期增长以及竞争的激烈程度等。

在分析耐用消费品企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：基于区域市场和产品市场的规模和增长潜力来评估其主营业务收入和盈利规模；产品供应的深度和广度；主营业务收入和盈利的地域分布；生产力及其本地化程度、分销网络是否能满足产品需求；供应商和消费者的集中度等。

在分析汽车和商用车制造企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：各地区的收入和盈利能力；终端市场的集中度；生产网络的分布和地域分布的多样性；供应商集中度等。

在分析休闲体育类企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：市场的地域分布多样性；品牌、资产及细分市场的集中度；资本支出的规模以及筹措大规模资本支出的能力。

在分析媒体娱乐企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：在各种产品、服务、内容、受众、书刊及其他细分领域的盈利多样化程度；地域分布；业务的群聚效应。

### (3) 经营效率

在分析普通零售企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：同店销售额或同比销售额；毛利率；管理、销售费用占营收的比重；单位面积销售额；债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；存货周转率；应付账款周转天数；资金周转周期等。

在分析耐用消费品企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：成本结构的灵活性，能否平抑需求或原材料波动带来的影响；成本管理；营运资金的管理；与竞争对手相比成本控制如何等。

在分析汽车和商用车制造企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：与竞争对手相比成本控制如何；工厂分布地点、产能利用率、产品的共性；成本结构的灵活性，包括固定成本和可变成本分别所占的比重、经济低迷时降低成本与管理存货的能力，以及成本增加的转嫁能力；过往削减成本和调整产能的能力；营运资金的管理及其相关指标呈现的趋势；过往对所收购业务的整合能力等。

在分析休闲体育企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：资产利用率和效率指标，如每单位资产所创造的收益；在经济低迷时期，与竞争对手相比在管理固定和可变成本方面取得的成效；过往对于大规模资本投入项目的管理能力等。

在分析媒体娱乐企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：成本结构；应对来自客户或竞争对手的压力时是否有能力消减成本以提高竞争力，以及在此情况下所维持的 EBITDA 的水平等。

#### (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

在分析非必需消费品企业的财务风险时，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

在分析非必需消费品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/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。

## 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。