中国联合水泥集团有限公司主体与2014年度第一期短期融资券跟踪评级报告

大公报SD【2014】639号

跟踪评级

债项信用等级：A-1
主体信用等级：AA+
评级展望：稳定

上次评级

债项信用等级：A-1
主体信用等级：AA+
评级展望：稳定

本期发债额度：20亿元
上次评级时间：2013.10
债券存续期间：2014.03.05 - 2015.03.05

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2014.3	2013	2012	2011
货币资金	29.89	27 17	41.24	24.82
总资产	667 19	666.22	555.95	373.18
所有者权益	137 95	141.20	125.99	106.23
营业收入	45.30	268.14	202.69	183.14
利润总额	2.40	26.00	32.28	33.66
经营性净现金流	5.08	29.76	10.33	26.61
资产负债率（%）	79.32	78.81	77 34	71.54
速动比率（倍）	0.46	0.47	0.51	0.51
毛利率（%）	24.78	26.40	25.35	29.66
净资产收益率（%）	1.33	14.00	18.61	23.73
应收账款周转天数(天)	124.76	68.17	45.48	15.86
存货周转天数（天）	83.46	49.84	57 60	60.64
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	10.80	6.47	2.36
经营性净现金流/流动负债（%）	1.20	7 95	4.18	18.10

注：2014年3月财务数据未经审计。

评级小组负责人：周凤华
评级小组成员：唐云倩
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

中国联合水泥集团有限公司（以下简称“中联水泥”或“公司”）主要从事水泥、熟料及混凝土产品的生产和销售。评级结果反映了公司具备很强的规模优势，在山东、江苏及河南地区具有很强的竞争实力，以及受到政府及控股股东支持等有利因素；同时也反映了水泥市场竞争激烈对公司经营造成压力，公司负债规模快速增加使偿债压力增大，以及混凝土行业面临资金回笼风险等不利因素。

综合分析，大公对公司2014年度第一期短期融资券信用等级维持A-1，主体信用等级维持AA+，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司各业务板块产能规模快速提升，仍然具备很强的规模优势；
- 公司主要生产线分布于山东、江苏及河南省，在上述地区仍拥有很强的竞争实力；
- 公司石灰石原料储备丰富以及不断进行技术改造提升成本控制能力，混凝土业务规模的扩大延伸了水泥产业链，加强了市场控制能力；
- 公司是中国建材股份有限公司水泥板块重要子公司之一，仍受到政府及控股股东的重点支持。

不利因素

- 水泥需求下降、行业竞争加剧对公司业务有所冲击，公司仍有一定经营压力；
- 业务扩张加快导致公司负债规模迅速增加，资产负债率仍处于较高水平，公司偿债压力较大；
- 混凝土行业面临资金回笼期长、账款回收困难的风险。

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年七月十八日

大公保留对本期融资券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据公司 2014 年度第一期短期融资券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

中联水泥成立于 1999 年，前身为中国联合水泥有限责任公司，原为中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）以及北新集团建材股份有限公司共同持股。后经资产重组，于 2006 年成为中国建材全资子公司，同时更名为现名。此后经过多次增资，截至 2014 年 3 月末，公司注册资本 400,000 万元，法人代表崔星太，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司是国家重点支持的十二家全国性大型水泥企业集团之一，在项目核准、土地审批和信贷投放方面获得国家优先支持。公司主营水泥、熟料及混凝土产品的生产和销售，业务分布于山东、江苏、河南、内蒙古等地。截至 2013 年末，公司水泥及熟料产能分别达到 9,400 万吨/年和 6,450 万吨/年，混凝土产能达到 18,489 万方/年。

宏观经济和政策环境

2014 年一季度国民经济开局平稳且总体向好，结构调整和转型升级继续取得新进展；外部环境复杂多变导致国内经济仍存在下行压力

2014 年一季度我国实现国内生产总值 128,213 亿元，同比增长 7.4%，增速较 2013 年同期回落 0.3 个百分点；从环比看，2014 年一季度国内生产总值增长 1.4%。分产业看，第一产业增加值 7,776 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 57,587 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 62,850 亿元，同比增长 7.8%。分要素看，固定资产投资（不含农户）同比增长 17.6%；社会消费品零售总额同比增长 12.0%；进出口总额同比下降 1.0%，实现贸易顺差 167.4 亿美元。2014 年 3 月份中国制造业 PMI 为 50.3%，较 2014 年 2 月微升 0.1 个百分点，自 2013 年 11 月份后首次回升，预示我国制造业总体平稳向好。从工业景气度看，2014 年一季度工业企业景气指数为 128.0，环比上升 3.7 点；工业企业家信心指数为 124.3，环比提高 3.3 点。

结合宏观数据综合分析发现，2014 年一季度第三产业增加值占 GDP 比重升至 49%，且第二产业中装备制造业和高技术产业增加值增速比规模以上工业增加值平均增速高 3 个百分点，说明在市场机制作用下，产业结构继续得到优化。此外，投资增速有所回落，第三产业与民间投资比重继续提高，居民消费增速有所加快，投资与消费的关系更趋

合理，整体看国民经济结构调整与转型升级取得一定进展。

导致国民经济增速下滑的主要原因是一方面外部环境仍然复杂严峻，新兴经济体下行压力较大，IMF 分别调低 2014 年世界经济增长预期和发展中国家经济增长预期 0.1 个百分点和 0.2 个百分点，世界经济复苏低于预期进而影响我国出口增速；另一方面，我国正处于增速换挡期、结构调整期与前期刺激政策消化期“三期”叠加阶段，加上政府主动调控加大淘汰落后产能与环境污染治理力度，因此经济增速放缓属于阶段性客观反映。

总体来看，2014 年一季度国民经济运行处于合理区间，结构调整和转型升级继续取得新进展。但同时也注意到，外部环境仍然复杂多变导致国内经济仍存在一定的下行压力。

行业及区域经济环境

水泥是国民经济建设中的重要原材料，受经济周期性波动影响较大；行业竞争激烈，存在产能过剩情况；国家提高行业集中度政策，有利于大型企业和区域龙头企业发展

水泥行业属周期性行业，行业增长与宏观经济以及下游行业的发展密切相关，水泥下游需求主要集中在基础设施建设、房地产开发和运输仓储等方面。房地产开发和基础设施建设是全国水泥消费的两大主要领域，拉动了全国水泥需求的 70%左右。

2013 年以来，房地产投资明显好于 2012 年，投资增速均保持了 20%以上的增长速度，其中西部地区房地产投资增速达 24.3%。受益于基础设施和房地产投资趋好，水泥行业需求将得到进一步好转。2013 年下半年，房地产行业投资缓慢复苏，8 月份以来全国房地产新开工面积增长 1.70%，而去年同期为-5.10%，表明房地产行业已经缓慢恢复，虽然自 8 月份以来基础设施建设投资增速由 24.74%下降至 21.78%，房地产新开工回升抵消了部分基础设施需求减缓的影响。从全国施工项目投资额来看，2013 年前 11 个月施工项目计划总投资额为 84 万亿元，同比增长约 18%；新开工项目计划总投资额为 33 万亿元，同比增长约 14%。预计未来，新开工项目总投资额增长对 2014 年水泥需求投资增速产生积极影响。

2013 年，水泥行业盈利水平在经过 2011～2012 年的大幅波动后回归正常。2013 年，全国水泥行业实现利润总额 765.54 亿元，同比增长 16.43%，而同期产量增速 9.57%，价格上涨幅度远高于产量增速，表明供给关系有所改善。

水泥行业仍存在过度的市场竞争和产能过剩现象，新建的新型干法生产线规模仍呈增长趋势，市场实际容量和增长空间仍有限。水泥属于高能源、高资源消耗的产业，自 2006 年至今，相关部门和政策在节能减排、淘汰落后产能上均主导进行产业结构调整。长期来看，水

泥产能过剩的矛盾仍十分突出，水泥行业将面临较大结构调整压力。2013 年 10 月 15 日国务院印发《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》再次强调严格限制新增产能，并首次提出在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感地区进行减量置换，要求尽快取消 32.5 复合水泥生产标准，逐步降低 32.5 复合水泥使用比重等。2012 年及 2013 年全国合计淘汰落后水泥产能 3.52 亿吨，基本完成当年的计划。国家发改委等部门针对水泥行业发布的多份产业政策和规划，为大型水泥企业及各大区域水泥龙头企业的发展提供了有利条件。

水泥竞争格局具有显著的地域性特征，国家的中原崛起规划有利于提升水泥市场需求，中原地区水泥企业面临良好的发展机遇

水泥产品以石灰石为主要原材料，水泥的生产基地根据矿山所在地而建，同时水泥具有质量大、附加值低的特点，其产品运费占售价比重较高，加之产品保质期较短，水泥产品的销售半径过长时，销售成本将会大幅度增加，从而失去市场竞争力。因此，水泥行业具有较明显的区域性特征，水泥企业的产能布局决定了企业的发展潜力和盈利能力。

公司在山东、江苏及河南等核心地区进行生产布局，逐步加强对市场的控制力。山东是我国经济大省，2013 年 GDP 总量排名全国第三位。同时，山东省也是我国的水泥产量最大的省份之一，中联水泥和山东山水水泥集团有限公司（以下简称“山水水泥”）为山东省重点支持的省内大型水泥企业，且市场范围交叉较小，有利于企业提升对市场的控制力。此外，2011 年，国务院出台《关于河南省加快建设中原经济区的指导意见》（以下简称“意见”），明确指出河南省加快建设中原经济区，带动以河南为中心的周边省份，包括江苏、山东、河北等，意见提出总体要求包括：加快新型工业化进程，构建现代产业体系；积极推进城镇化，促进城乡一体化发展；加强基础设施建设，提高发展保障水平。意见明确了中原经济区的战略地位，未来中原经济区的发展将带动水泥的需求，中原地区水泥企业面临良好的发展机遇。

总体而言，水泥行业以大企业集团为主导的重点区域竞争格局已经形成，中原地区的大型水泥企业将获得较大的发展空间。

经营与竞争

公司主营业务仍以水泥、熟料和商品混凝土的生产与销售为主，营业收入继续增长；2013 年以来，水泥行业产能过剩使公司毛利率有所波动；混凝土业务迅速扩大，已成为收入和利润的重要来源

公司的营业收入和毛利润主要来源为水泥、熟料和混凝土的生产和销售，2013 年以来，公司继续对混凝土企业进行联合重组，混凝土产能迅速扩大，混凝土业务为主的其他业务收入及毛利润快速增长，目前已成为公司营业收入及毛利润的重要来源。2013 年，公司营业收

入继续增长，毛利润和毛利率有所回升；继 2012 年水泥行业下游需求增速放缓及行业新增产能的大量投产，导致产品价格下跌，盈利能力下降后，2013 年公司水泥、熟料的收入均有所回升，熟料的毛利率有所增长，但水泥的毛利率继续下降；随着公司商业混凝土的规模逐渐扩大，规模优势逐渐显现出来，混凝土收入继续迅速增长，毛利率逐年增长。

表 1　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1～3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**45.30**	**100.00**	**268.14**	**100.00**	**202.69**	**100.00**	**183.14**	**100.00**
水泥销售	17.82	39.35	110.69	41.28	107.84	53.20	122.25	66.75
熟料销售	8.61	19.01	52.77	19.68	50.39	24.86	55.29	30.19
商混及其他	18.86	41.64	104.68	39.04	44.46	21.93	5.59	3.05
毛利润	**11.23**	**100.00**	**70.78**	**100.00**	**51.38**	**100.00**	**54.32**	**100.00**
水泥销售	4.49	40.00	26.45	37.37	27.47	53.46	36.76	67.69
熟料销售	2.49	22.18	11.78	16.64	10.68	20.79	16.11	29.66
商混及其他	4.25	37.82	32.55	45.99	13.24	25.77	1.44	2.65
毛利率		**24.78**		**26.40**		**25.35**		**29.66**
水泥销售		25.19		23.89		25.47		30.07
熟料销售		28.91		22.32		21.19		29.14
商混及其他		22.51		31.10		29.78		25.76

注：公司商混及其他业务收入主要来源于混凝土，因公司未进一步细分，因此将少量其他业务归为混凝土业务中。其他业务包括石灰石、骨料、石子、粉煤灰等销售，占比不足 1%。

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年 1～3 月，受益于混凝土业务规模的继续扩大，公司营业收入同比增长 31.77%，毛利润同比增长 53.45%，毛利率同比增长 3.50 个百分点。

预计未来 1～2 年，随着公司加大对核心利润区的深度管理与资源整合，公司收入水平将继续增长。

● 水泥及熟料

公司是我国最具竞争力的大型水泥企业之一，产能规模优势明显；公司主要销售区产能过剩明显，水泥及熟料价格继续下降

公司是我国实力最强的水泥企业之一，2005 年以来通过“联合重组为主、新线建设为辅”的发展方式，熟料及水泥产能规模迅速扩大，熟料产能增速超过行业平均水平。2013 年，公司水泥及熟料的产能同比分别增长 6.82%和下降 4.71%，分别为 9,400 万吨/年和 6,450 万吨/年。2013 年以来，随着公司水泥及熟料的产能增速有所放缓。

2013 年，熟料及水泥的产能利用率有所提高。我国水泥行业产能

利用率偏低，行业产能过剩矛盾突出，市场竞争加剧将对水泥价格产生持续的下行压力，2013 年，公司熟料及水泥产品的价格继续下降，对公司的经营造成一定的压力。2014 年，公司所在华东、华中和华北地区水泥价格有望小幅回升。

表 2　2011～2013 年公司水泥及熟料总体生产情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
水泥年产能	9,400	8,800	8,000
水泥产量	4,944	4,259	4,124
水泥生产产能利用率（%）	52.60	48.40	51.55
熟料年产能	6,450	6,769	6,200
熟料产量	5,390	4,635	4,648
熟料生产产能利用率（%）	83.56	68.47	74.97
水泥平均销售价格	251.00	267.00	296.55
熟料平均销售价格	223.00	236.00	278.10

注：表中产能和产量为公司自建产线和联合重组产线的合计数。

数据来源：根据公司提供资料整理

公司水泥产能主要分布于华东、中南地区，其中在山东省的产能占比达到 41.67%%，其次为河南省；山东、江苏和河南等地是公司熟料及水泥产品主产地。

表 3　截至 2014 年 3 月末公司区域的熟料及水泥生产能力情况（单位：万吨/年、%）

地区	熟料		水泥	
	产能	占比	产能	占比
山东省	2,688	41.67	3,815	40.59
江苏省	1,163	18.02	1,680	17.87
河南省	1,391	21.57	2,020	21.49
内蒙古	855	13.26	860	9.15
河北省	198	3.08	350	3.72
安徽省	155	2.40	675	7.18
合计	**6,450**	**100.00**	**9,400**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

随着水泥行业市场结构的调整以及水泥企业市场集中度的提高，预计水泥产品价格降幅将逐步放缓，公司作为行业内大型水泥企业，盈利能力将随行业整合的推进有所提高。

公司是中国建材水泥板块重要子公司之一，受到国家及控股股东的重点支持；公司主要生产线分布于山东、江苏及河南省，在核心地区的市场地位明显，区域竞争优势持续提升

公司是国家重点支持的十二家全国性大型水泥企业集团之一，在项目核准、土地审批和信贷投放方面获得国家优先支持。与此同时，

公司是中国建材水泥业务板块重要子公司之一，除在资金需求方面得到中国建材有力支持外，受益于中国建材的明确市场布局规划，中联水泥与中国建材下属南方水泥、北方水泥有限公司、西南水泥等形成了良好的市场自律。

根据公司的产能布局，公司的业务范围集中于华东、中南地区，其中山东、江苏和河南等地是公司熟料及水泥产品主产地，也是公司核心利润区。在山东省，公司与山水水泥并立为地区行业重组领头企业，受到山东政府的大力支持。截至 2013 年末，两家公司的熟料产能总和超过全省新型干法水泥熟料总产能 50%。其中，公司水泥及熟料产能主要沿鲁南经济带分布，在枣庄、泰安、日照等地占有主导地位。鲁南经济带所在区域煤炭、石灰石资源丰富，发电装机量占山东全省三分之一，公司生产所需能源及原材料供应得到充分保障。山水水泥主要分布于山东北部，在济南、聊城、潍坊等地具有主导优势。

表 4　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司主要产区水泥销量及价格（单位：万吨、元/吨）

地区	指标	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
山东省	销量	297	1,778	1,676	1,614
	价格	281	271	272	301
江苏省	销量	207	1,286	1,146	806
	价格	281	249	252	312
河南省	销量	168	1,106	1,001	767
	价格	238	225	251	278

资料来源：根据公司提供资料整理

公司在江苏省的熟料产能主要围绕石灰石资源布局，集中于苏北地区，在徐州市、连云港等地具有主导地位。公司拥有的石灰石资源约占江苏地区石灰石总储量的三分之一，在原材料储备方面占有巨大优势。2013 年以来公司继续加大在江苏省的整合力度，带动水泥销量的增加，销量同比继续增加 12.22%。此外，河南省也是公司重要的水泥产能分布地区。目前，公司在河南省的产能主要集中于豫中和豫南地区，主要竞争对手包括河南同力水泥股份有限公司和天瑞集团水泥有限公司等，受销售地重合影响，公司与上述两家企业的竞争较为激烈，公司采取小范围整合策略，以南阳、安阳和洛阳三个城市为核心，有重点的拓展下游客户，2013 年河南的水泥销量同比继续增长 10.49%。

总体来看，公司在山东、江苏和河南的市场地位不断提升，在三省的市场占有率保持在 10%以上，其中在山东省的市场占有率最高，2013 年达到 15%。未来，公司将加强核心利润区的深度整合，继续巩固在山东省的行业龙头地位，并加大在苏北及河南地区的重组力度。

公司自有矿产资源丰富，并通过技术协同改造、原材料集中采购、配套余热发电项目建设等方式，提高生产技术水平，生产成本控制能力持续提升

公司保有丰富的石灰石资源。截至 2013 末，公司共拥有石灰石储量 14.85 亿吨，采矿权 13.22 亿元。公司煤炭等主要原材料均采取统一采购方式以降低采购价格，确保对生产成本的控制能力。

与此同时，公司通过技术协同改造、原材料集中采购、配套余热发电项目建设等方式，提高生产技术水平，有效地控制了熟料生产成本。公司强化现有生产线余热发电技术改造，截至 2013 年末，90%以上的生产线配备了余热发电系统，吨熟料发电量达 40kwh 以上，达到国际领先水平。2011 年以来，公司余热发电生产线每年为公司节约成本始终保持在 4 亿元以上。

● 商品混凝土

公司大力重组混凝土企业，目前混凝土产能已位居全国前列，公司对水泥终端市场的渗透能力得到增强；混凝土行业面临资金回笼期长、账款回收困难的风险

2013 年，公司继续通过联合重组方式扩大混凝土产能，混凝土业务得到快速发展，全年共联合重组了 61 家商品混凝土企业，混凝土业务板块对公司收入和利润的贡献度明显提升。公司新增收购混凝土产能主要集中于公司核心市场区域及北京等中心城市，以实现与自身水泥业务的协同发展，进一步加大公司对上述地区水泥终端市场的渗透能力。公司混凝土产能迅速增长，截至 2014 年 3 月末，商品混凝土产能增至 18,489 万立方米/年，混凝土生产规模已位居全国前列。

表 5　2011～2013 年公司混凝土总体生产情况（单位：万方、元/方）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
混凝土年产能	18,489	15,089	210
混凝土产量	3,317	1,401	76
混凝土生产产能利用率（%）	20.70	23.40	36.00
混凝土平均销售价格	304.00	303.70	325.10

数据来源：根据公司提供资料整理

通过兼并重组不断扩大的混凝土业务，对公司原有单一的水泥和熟料产业链进行了合理的延展和补充。混凝土生产和销售主要集中在北京、山东和江苏等地。随着对混凝土业务进行规划和整改，公司的混凝土产能将得到逐步的释放。公司销售的混凝土在江苏地区价格持续上涨，山东地区有所波动，北京地区混凝土价格稳定。未来 1～2 年，公司将减少大规模联合重组，加强对核心利润区的管理与整合，提高产能利用率。

表 6　2012～2013 年及 2014 年 1～3 月公司主要产区混凝土销量情况（单位：万方、元/方）

地区	指标	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年
山东省	销量规模	251.00	1,732.52	553.00
	价格	307.60	292.39	281.00
江苏省	销量规模	230.40	1,149.49	732.00
	价格	323.30	316.13	327.00
北京市	销量规模	55.10	340.90	116.00
	价格	332.50	330.55	331.00

资料来源：根据公司提供资料整理

混凝土行业资金回笼期一般在一年以上，资金回笼期长、回笼困难是混凝土行业一个重要风险。造成应收款风险主要有合同约定的付款方式不佳、土建工程施工周期较长以及混凝土企业恶性竞争等原因。过大的应收款余额会使营运资金周转困难，降低企业资金的使用效率，夸大企业经营成果加大纳税支出以及造成坏账损失等。公司通过严格的内部控制，加强对应收款的关注和管理，尽可能避开中间方，与甲方直接签合同，以及放弃回款风险较大的项目等方式控制资金回笼风险。

公司治理与管理

公司成立于 1999 年，经过一系列资产重组后于 2006 年成为中国建材的全资子公司。截至 2014 年 3 月末，公司注册资本 400,000 万元，法人代表崔星太，公司实际控制人为国务院国资委。公司根据《公司法》等法律法规规定，建立了股东会、董事会、监事会以及经理层以规范公司运作。公司将减缓大规模联合重组，加强对山东、苏北、河南等核心利润区的深度整合，以及利益协同区的战略布局和协调发展，以发挥规模优势，实现利润的增长。此外，公司继续加大对混凝土等水泥产品下游领域的拓展，延伸产业价值链。公司各级管理机构合理分工，权责明确，管理架构完善，充分提升了公司的管理效力，有力的支持了公司“以联合重组为主”的快速扩张模式。长期来看，水泥产能过剩的矛盾仍十分突出，在水泥行业结构调整的压力下，大型水泥企业将在行业整合中受益。综合分析，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2013 年及 2014 年 1～3 月财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2013 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司 2014 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

水泥及混凝土业务规模的不断扩张推动公司总资产快速增长；公司资产以非流动资产为主，混凝土业务的开展导致公司应收账款大幅增加，账款回收风险加大

2013 年末，随着产能规模的迅速扩张，公司总资产继续增长。公司资产以非流动资产为主，资产结构基本保持稳定。

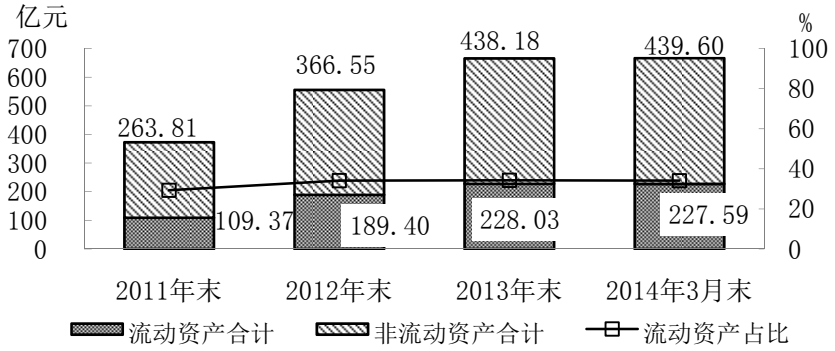


图 1　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产结构

公司流动资产主要由应收账款、预付款项、货币资金、其他应收款、存货及应收票据等构成。2013 年末，公司应收账款为 60.10 亿元，同比增长 44.99%，其中账龄在一年以内的占比为 88.71%，主要为混凝土业务应收账款大幅增加所致，由于混凝土账款回收期较长，公司回款风险有所增加。2013 年末，货币资金为 27.17 亿元，同比减少 34.12%，其中受限货币资金为 7.12 亿元，主要为承兑汇票保证金等。货币资金 2012 年末有较大幅度增长，主要为公司为满足扩张需要，增加银行借款所致，2013 年末又有所回落，主要为公司减缓扩张，减少闲置资金所致。2013 年末，其他应收款为 31.22 亿元，同比减少 14.58%，主要为来自新并表混凝土企业的往来款项以及对其他混凝土企业联合重组的预付资金，其中账龄在一年以内的占比为 62.88%；预付款项为 46.96 亿元，同比增加 48.80%，其中一年以内的占比 86.38%，主要为预付工程款及原材料采购款增加所致；存货为 30.41 亿元，同比增长 25.45%，其中原材料、在产品及产成品的占比分别为 72.32%、14.08%和 12.65%，无明显变化；应收票据为 30.04 亿元，同比增长 141.00%，全部为银行承兑汇票。2014 年 3 月末，公司流动资产构成情况较 2013 年末无明显变化。

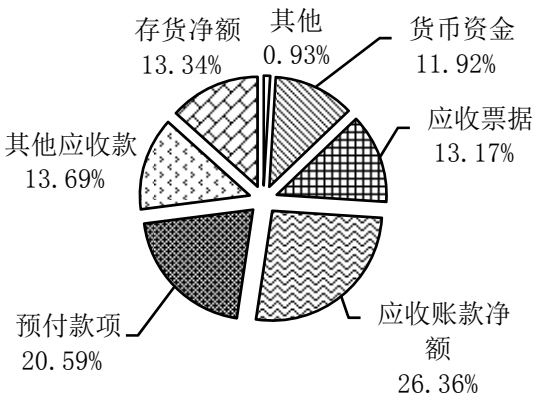


图 2　2013 年末公司流动资产构成

公司非流动资产主要由固定资产、商誉、无形资产及在建工程等构成，2013 年末四项资产合计占非流动资产的比重为 95.42%。2013 年末，公司固定资产为 278.90 亿元，同比增加 18.84%，主要是房屋建筑物及机器设备；在建工程为 22.45 亿元，同比减少 36.66%，主要是新建及技改工程；无形资产为 44.15 亿元，同比增加 19.29%，主要是土地使用权和采矿权；商誉为 65.13 亿元，同比增加 31.31%，主要是联合重组混凝土企业所致。2014 年 3 月末，公司非流动资产构成情况较 2013 年末无明显变化。

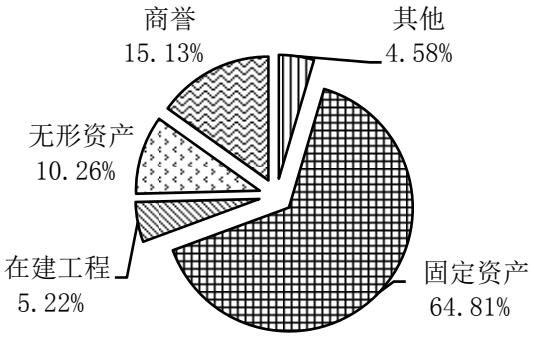


图 3　2013 年末公司非流动资产构成

2013 年，公司存货周转天数为 49.84 天，存货周转效率有所提高；应收账款周转天数为 68.17 天。2014 年 1～3 月，受季节因素影响，公司存货周转天数为 83.46 天，同比变化不大。应收账款周转天数为 124.76 天，同比增长 22.84%，资金周转效率有所降低。

预计未来 1～2 年，随着水泥及混凝土深度整合的推进以及产业链的完善，公司资产规模将继续增加，混凝土业务规模的扩大将推动应收账款、其他应收款以及商誉的继续增长。

资本结构

随着业务规模的持续扩张，公司负债继续快速增加，资产负债率处于较高水平，长期资本对长期资产的覆盖程度较低，公司偿债压力较大

为支持业务快速扩张，公司总负债持续快速增长，以流动负债为主，受合并范围影响，2013 年末负债规模同比增幅为 22.11%。2014 年 3 月末公司负债规模较 2013 年末无明显变化。公司负债以流动负债为主，且流动负债占比逐年提高。

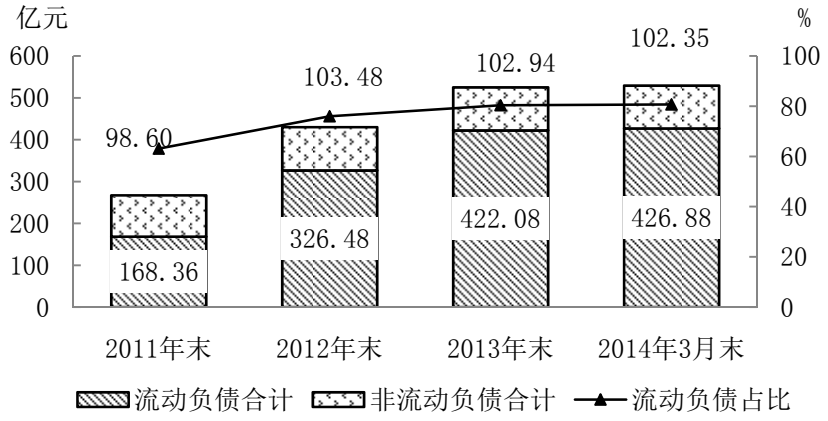


图 4　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司负债结构

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、应付账款、一年内到期非流动负债和其他流动负债等构成。2013 年末，公司短期借款为 181.77 亿元，同比增加 47.96 亿元，主要为公司收购扩张过程中大幅增加保证借款和信用借款所致，其中保证借款和信用借款的占比分别达到 60.63%和 38.27%；其他应付款为 105.00 亿元，同比增加 94.09%，主要为向控股股东中国建材的借款，其余为公司的往来款；应付账款为 47.56 亿元，同比增加 4.53%；一年内到期的非流动负债为 25.64 亿元，同比下降 38.97%；其他流动负债为 25.26 亿元，同比下降 37.20%，主要为公司 2013 年有多期短期融资券到期偿还。2014 年 3 月末，一年内到期的非流动负债减少至 13.37 亿元，其他流动负债增加至 45.05 亿元，其余流动负债科目无明显变化。

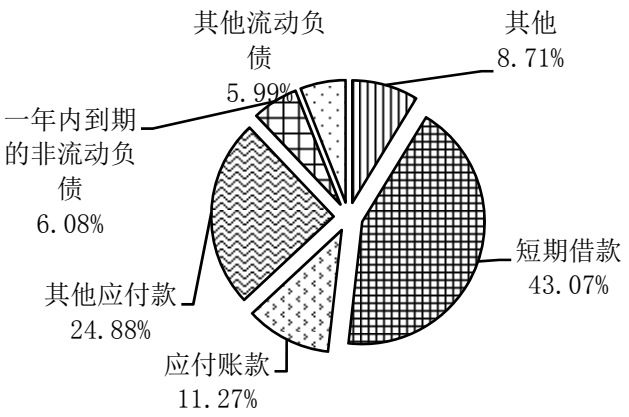


图 5　2013 年末公司流动负债构成

公司非流动负债主要由长期借款构成，占比 92.21%。2013 年末及 2014 年 3 月末，公司长期借款分别为 94.17 亿元和 94.38 亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款，用于水泥项目建设及商品混凝土企业收购。

表 7　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末	2013 年	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	248.15	261.40	263.54	116.83
长期有息债务	94.38	94.17	93.51	93.67
总有息债务	342.53	355.57	357.05	210.50
短期有息债务占总有息债务比重	72.45	73.52	73.81	55.50
总有息债务占总负债比重	64.72	67.73	83.04	78.85

2013 年末，公司总有息债务规模较为稳定，有息债务在总负债中的占比保持高位。2014 年 3 月末，总有息债务在总负债中的占比为 64.72%，偿债压力稍有缓解。从有息债务期限结构来看，一年以内的有息债务占比较大，公司短期偿债压力较大。

表 8　截至 2014 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	（1，2]年	（2，3]年	（3，4]年	合计
金额	248.15	24.38	42.83	27.17	**342.53**
占比	72.45	7.12	12.50	7.93	**100.00**

2013 年末公司所有者权益为 141.20 亿元，同大幅增长，主要由于留存收益的增加所致，2014 年 3 月末所有者权益为 137.95 亿元，主要为未分配利润的减少。

由于以债务融资模式支撑业务快速发展，公司资产负债率仍处于较高水平。公司长期资产适合率继续下降，长期资本对长期资产的覆盖程度不高，公司用较多的流动负债配置非流动资产，造成短期偿债压力较大的财务风险。公司流动比率、速动比率等指标有所下降，流

动资产对流动负债的覆盖程度不高。

表 9　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司部分财务指标情况（单位：%、倍）

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产负债率	79.32	78.81	77.34	71.54
长期资产适合率	31.48	32.38	34.46	40.69
流动比率	0.53	0.54	0.58	0.65
速动比率	0.46	0.47	0.51	0.51
保守速动比率	0.13	0.14	0.16	0.23

总体来看，公司负债规模增长较快，资产负债率处于较高水平并进一步升高。公司以流动负债为主，有息负债占比有所下降，利息偿还压力有所缓解，但总体偿债压力仍较大。

截至 2014 年 3 月末，公司对外担保余额为 86,060 万元，被担保企业均为中国建材的控股子公司，公司担保比率为 6.24%。

表 10　截至 2014 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	企业性质	担保种类	担保总额	担保对象现状
北川中联水泥有限公司	同一控制人关联企业	贷款担保	28,000	经营正常
成都中联水泥有限公司	同一控制人关联企业	贷款担保	2,660	经营正常
北方水泥有限公司	同一控制人关联企业	贷款担保	11,000	经营正常
南方水泥有限公司	同一控制人关联企业	贷款担保	44,400	经营正常
合计	-	-	86,060	-

数据来源：根据公司提供资料整理

盈利能力

2013 年公司收入继续稳定增长，受水泥价格回落及需求增速放缓等影响，2013 年公司利润水平有所下降

2013 年，公司营业收入继续增加，2013 年公司营业收入同比增长 32.29%。水泥及熟料产品价格变化导致公司毛利率有所波动，但始终保持在 25%以上。

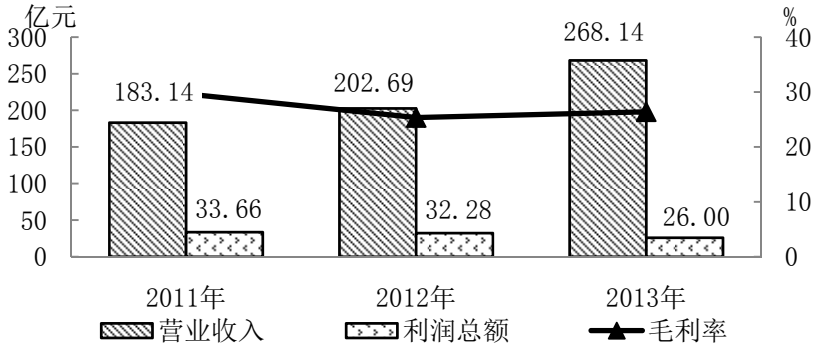


图 6　2011～2013 年公司盈利情况

在期间费用方面，财务费用占比较大，主要是由于公司下属子公司相对分散，且近年新增子公司较多，加大债务融资所致。随着公司联合重组的推进，合并范围进一步扩大，公司期间费用率继续上升，挤占公司的利润空间。

表 11　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
销售费用	2.69	20.41	11.68	6.33
管理费用	1.97	16.05	11.70	9.94
财务费用	5.38	21.37	15.03	10.18
期间费用/营业收入	22.17	21.57	18.95	14.45

2013 年，公司营业外收入 16.00 亿元，营业外收入主要为政府补助，为 15.19 亿元，对公司的利润影响较大。2013 年，公司的净利润为 19.76 亿元，继续下降，主要为期间费用的增长以及政府补贴的减少所致；总资产报酬率为 4.22%；净资产收益率 14.00%，总资产报酬率和净资产收益率均有所下降。

2014 年 1～3 月，受益于混凝土业务规模的继续扩大，公司营业收入同比增长 31.77%，毛利率同比上升 3.5 个百分点；营业外收入 1.39 亿元，对利润形成补充；利润总额和净利润分别为 2.40 亿元和 1.84 亿元。

综合来看，2013 年以来继续受水泥需求增速放缓、行业竞争加剧以及企业自主减排等影响，公司营业收入虽有所增长，但利润水平继续下降。随着水泥行业整合不断推进以及基础设施建设项目开工提振水泥需求，预计公司收入及利润水平将会有所回升。

现金流

2013 年，公司经营性净现金流有所回升，对债务的保障能力有所增强；公司资本支出对筹资性现金流依赖性较大，未来仍存在资本支出压力

2013 年，公司经营性净现金流同比增长 188.09%，主要为公司兼并重组的水泥及混凝土生产线年内陆续投产，增加了销售商品、提供劳务收到的现金所致；投资性现金净现金流出筹资性净现金流入均有所减少，为公司降低联合重组扩张速度所致。

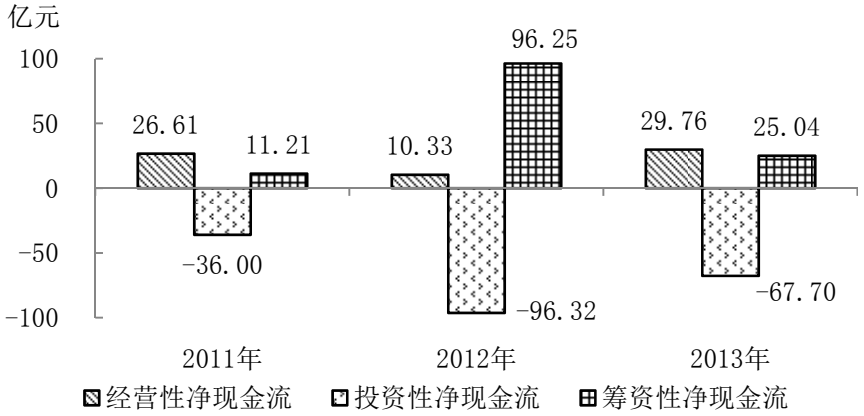


图 7　2011～2013 年公司现金流情况

2013 年，公司 EBIT 和 EBITDA 利息保障倍数继续下降，对利息的保障程度降低；经营性净现金流对流动负债及总负债的覆盖程度有所增强，对利息的保障程度继续上升。

表 12　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司部分债务保障能力指标（单位：倍、%）

偿债指标	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流利息保障倍数	-	10.80	6.47	2.36
EBIT 利息保障倍数	-	10.21	21.21	3.89
EBITDA 利息保障倍数	-	16.32	28.46	4.69
经营性净现金流/流动负债	1.20	7.95	4.18	18.10
经营性净现金流/总负债	0.96	6.23	2.97	10.87

根据公司的投资计划，未来将加强对核心利润区的构建，区域水泥及混凝土行业的深度整合、开拓骨料市场，都将会使公司资金支出规模将保持高位，公司仍面临资本支出压力。

偿债能力

2013 年，公司业务规模的继续快速扩张，公司总资产继续增长，同时资金需求较高，负债规模继续增长。2013 年末，公司负债总计 525.02 亿元，其中有息债务占比为 67.73%。债务结构方面，公司流动负债在总负债中的占比有所增加，2013 年末，短期有息债务占总有息债务的比重达 73.52%，公司存在一定的短期偿债压力。2014 年 3 月末，公司负债总计 529.24 亿元，其中有息债务占比为 64.72%，短期有息债务占总有息债务的比重达 72.45%。

从偿债指标来看，2013 年，由于以债务融资模式支撑业务快速发展，公司资产负债率仍然处于较高水平，2014 年 3 月末，资产负债率增至 79.32%。混凝土业务账期较长导致公司应收账款明显增加，对经营性净现金流产生不利影响，公司经营性净现金流有所波动，对债务及利息的保障能力缺乏稳定性，2013 年，经营性净现金流对总负债的覆盖程度为 6.23%。但作为中国建材水泥业务板块重要子公司之一，公

司在资金方面受到中国建材较大的支持，具有良好的外部融资能力。总体来看，公司偿还债务的能力很强。

债务履约情况

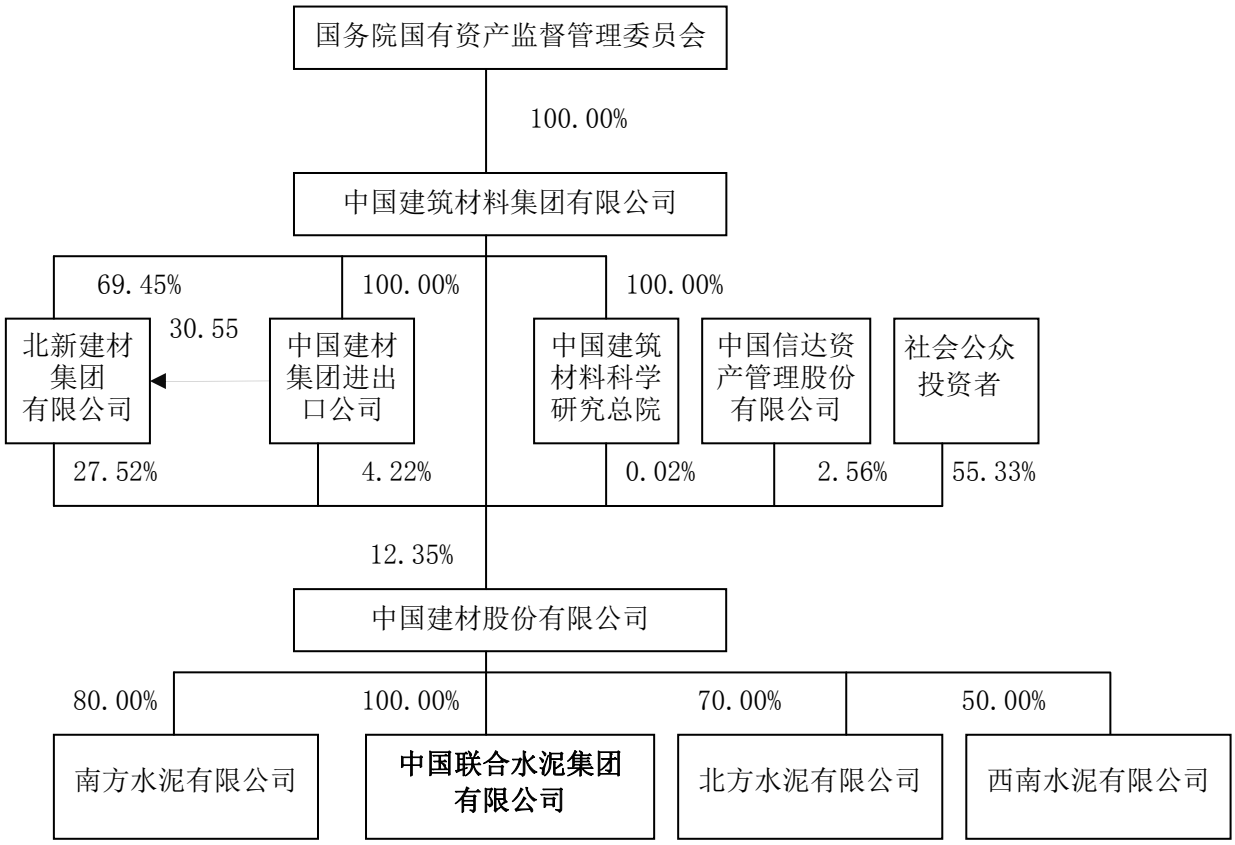
根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告，截至 2014 年 7 月 1 日，公司本部未发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的各类债务融资工具到期本息均已按期支付。

结论

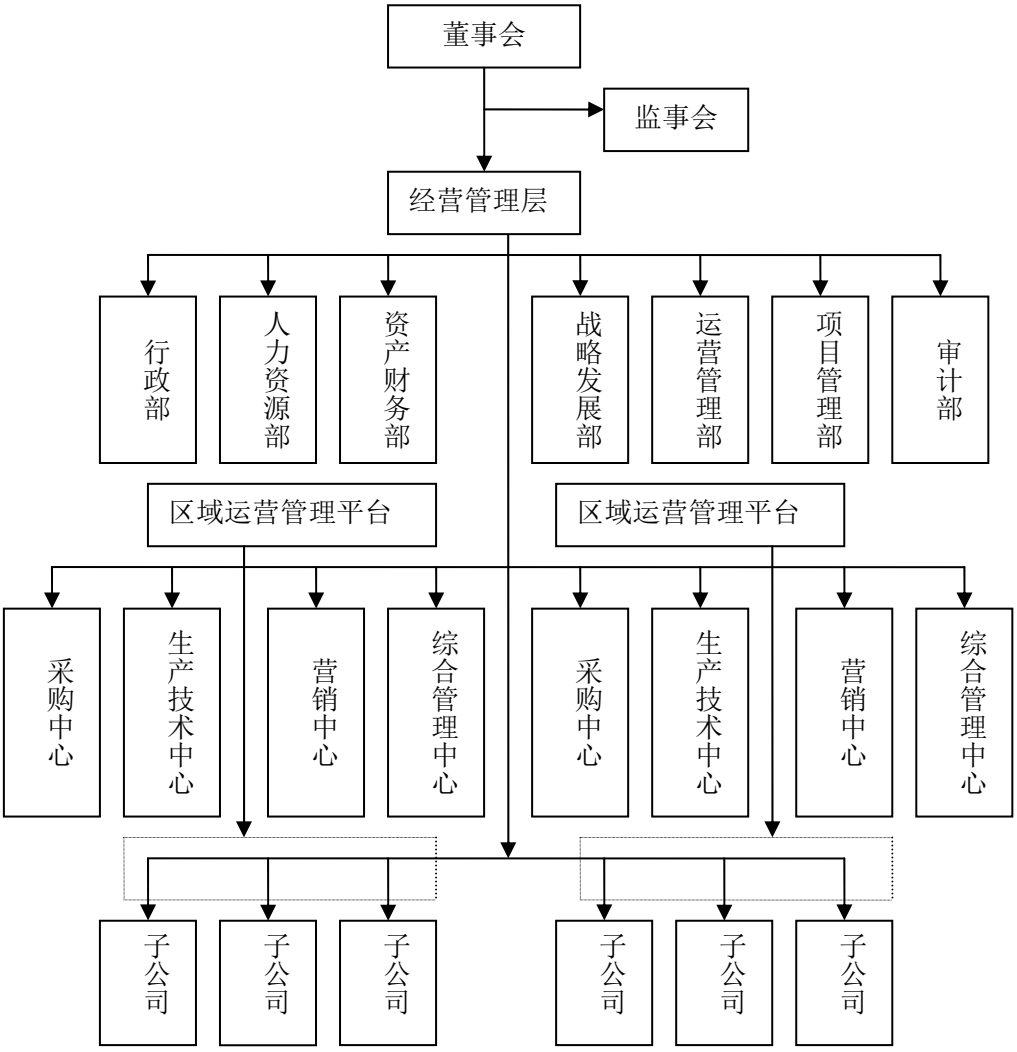
公司是我国大型水泥集团之一，具备很强的规模优势。公司在山东、苏北以及河南等地区已奠定了很强的市场基础，竞争优势明显。与此同时，公司混凝土业务得到快速发展，目前混凝土产能已居全国前列，混凝土业务的开展将进一步提高公司的盈利能力。然而，水泥行业竞争压力的加剧导致公司经营压力增大。2013 年以来，继续受水泥需求增速放缓、产品价格下降影响，公司利润总额继续下降。此外，快速的业务扩张推高公司的债务规模，公司资产负债率始终处于较高水平，有息债务占比较大，公司偿债压力有所增加。预计未来 1～2 年，随着公司对核心利润区的整合，公司市场地位将得到进一步提升。

总体来看，中联水泥偿还债务的能力很强，仍能够为 2014 年度第一期短期融资券提供很强的偿还保障。

附件 1　截至 2014 年 3 月末中国联合水泥集团有限公司股权结构图



附件 2　截至 2014 年 3 月末中国联合水泥集团有限公司组织结构图



附件 3　　中国联合水泥集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	298,890	271,731	412,355	248,184
应收票据	252,352	300,408	124,473	138,339
应收账款	654,886	601,023	414,460	97,626
预付款项	416,166	469,601	315,573	245,819
其他应收款	295,439	312,225	365,490	121,904
存货	327,849	304,086	242,359	241,831
流动资产合计	2,275,859	2,280,324	1,894,032	1,093,703
长期股权投资	177,054	177,054	71,540	49,820
固定资产	2,798,903	2,788,999	2,346,840	1,818,175
在建工程	226,444	224,546	306,835	238,443
无形资产	441,970	441,458	370,099	269,043
商誉	651,342	651,342	496,005	209,275
非流动资产合计	4,396,037	4,381,840	3,665,471	2,638,076
资产总计	6,671,896	6,662,164	5,559,503	3,731,779
占资产总额比（%）				
货币资金	4.48	4.08	7.42	6.65
应收票据	3.78	4.51	2.24	3.71
应收账款	9.82	9.02	7.45	2.62
预付款项	6.24	7.05	5.68	6.59
其他应收款	4.43	4.69	6.57	3.27
存货	4.91	4.56	4.36	6.48
流动资产合计	34.11	34.23	34.07	29.31
固定资产	41.95	41.86	42.21	48.72
在建工程	3.39	3.37	5.52	6.39
无形资产	6.62	6.63	6.66	7.21
商誉	9.76	9.78	8.92	5.61
非流动资产合计	65.89	65.77	65.93	70.69

附件 3　中国联合水泥集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
负债类				
短期借款	1,743,669	1,817,711	1,228,525	528,881
应付票据	154,155	89,916	45,773	10,181
应付账款	474,638	475,568	454,971	281,811
预收款项	76,361	67,345	39,858	41,425
其他应付款	993,500	1,049,967	541,039	435,287
一年内到期非流动负债	133,660	256,414	420,074	299,216
流动负债合计	4,268,848	4,220,766	3,264,841	1,683,557
长期借款	943,798	941,675	927,992	889,496
长期应付款	41,653	44,864	71,209	57,219
非流动负债合计	1,023,506	1,029,435	1,034,751	985,971
负债合计	5,292,354	5,250,201	4,299,592	2,669,528
占负债总额比（%）				
短期借款	32.95	34.62	28.57	19.81
应付票据	2.91	1.71	1.06	0.38
应付账款	8.97	9.06	10.58	10.56
预收款项	1.44	1.28	0.93	1.55
其他应付款	18.77	20.00	12.58	16.31
一年内到期非流动负债	2.53	4.88	9.77	11.21
流动负债合计	80.66	80.39	75.93	63.07
长期借款	17.83	17.94	21.58	33.32
非流动负债合计	19.34	19.61	24.07	36.93
权益类				
实收资本（股本）	400,000	400,000	400,000	400,000
资本公积	6,126	6,126	5,996	7,147
盈余公积	9,001	9,001	6,939	179
未分配利润	714,437	749,057	634,341	501,354
归属于母公司所有者权益	1,129,564	1,164,334	1,047,338	908,739
少数股东权益	249,978	247,629	212,573	153,512
所有者权益合计	1,379,543	1,411,963	1,259,911	1,062,251

附件 3　中国联合水泥集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
损益类				
营业收入	452,993	2,681,422	2,026,901	1,831,415
营业成本	340,743	1,973,636	1,513,090	1,288,270
销售费用	26,902	204,121	116,844	63,319
管理费用	19,706	160,537	117,019	99,440
财务费用	53,804	213,663	150,267	101,839
投资收益	1,001	5,274	16,404	5,517
营业利润	10,151	103,185	125,339	262,103
营业外收支净额	13,850	156,838	197,435	74,470
利润总额	24,001	260,022	322,774	336,573
所得税费用	5,645	62,415	88,343	84,468
净利润	18,356	197,607	234,431	252,105
归属于母公司所有者的净利润	16,006	170,815	200,137	223,686
占营业收入比（%）				
营业成本	75.22	73.60	74.65	70.34
销售费用	5.94	7.61	5.76	3.46
管理费用	4.35	5.99	5.77	5.43
财务费用	11.88	7.97	7.41	5.56
营业利润	2.24	3.85	6.18	14.31
利润总额	5.30	9.70	15.92	18.38
净利润	4.05	7.37	11.57	13.77
归属于母公司所有者的净利润	3.53	6.37	9.87	12.21
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	50,777	297,648	103,317	266,146
投资活动产生的现金流量净额	-87,911	-676,956	-963,186	-359,954
筹资活动产生的现金流量净额	78,697	250,376	962,504	112,134
财务指标				
EBIT	24,001	281,389	338,746	438,736
EBITDA	-	449,525	454,519	529,306
总有息债务	3,425,283	3,555,715	3,570,524	2,104,994

附件 3　中国联合水泥集团有限公司主要财务指标（续表 3）

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
毛利率（%）	24.78	26.40	25.35	29.66
营业利润率（%）	2.24	3.85	6.18	14.31
总资产报酬率（%）	0.36	4.22	6.09	11.76
净资产收益率（%）	1.33	14.00	18.61	23.73
资产负债率（%）	79.32	78.81	77.34	71.54
债务资本比率（%）	71.29	71.58	73.92	66.46
长期资产适合率（%）	31.48	32.38	34.46	40.69
流动比率（倍）	0.53	0.54	0.58	0.65
速动比率（倍）	0.46	0.47	0.51	0.51
保守速动比率（倍）	0.13	0.14	0.16	0.23
存货周转天数（天）	83.46	49.84	57.60	60.64
应收账款周转天数（天）	124.76	68.17	45.48	15.86
经营性净现金流/流动负债（%）	1.20	7.95	4.18	18.10
经营性净现金流/总负债（%）	0.96	6.23	2.97	10.87
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	10.80	6.47	2.36
EBIT 利息保障倍数（倍）	-	10.21	21.21	3.89
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	16.32	28.46	4.69
现金比率（%）	7.00	6.44	12.63	14.74
现金回笼率（%）	104.54	101.78	103.45	110.04
担保比率（%）	6.24	6.10	0.00	

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[1] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[2] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[1] 一季度取 90 天。
[2] 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 5　　企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

AA 级 ：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级 ：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。

CC 级 ：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

C 级 ：不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级、**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 6　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。