内蒙古蒙西水泥股份有限公司主体与2014年度第一期短期融资券跟踪评级报告

大公报SD【2014】518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：4亿元
上次评级时间：2013.12
债券存续期间：2014.02.17 - 2015.02.17

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	7.54	5.45	3.26	2.22
总资产	69.15	66.54	61.54	59.24
所有者权益	26.54	27.92	26.41	23.66
营业收入	2.18	32.60	35.70	35.25
利润总额	-1.47	2.80	3.37	6.53
经营性净现金流	1.96	7.14	7.89	6.40
资产负债率（%）	61.61	58.05	57.09	60.05
速动比率（倍）	0.39	0.39	0.31	0.28
毛利率（%）	-2.89	24.29	24.24	28.36
净资产收益率（%）	-5.22	7.28	11.62	20.38
应收账款周转天数(天)	33.45	2.63	2.76	3.57
存货周转天数（天）	227.77	75.53	85.86	89.50
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	3.91	4.07	3.16
经营性净现金流/流动负债（%）	5.83	23.40	29.16	27.95

注：2014年3月财务数据未经审计。

评级小组负责人：刘蔚
评级小组成员：高悦
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

内蒙古蒙西水泥股份有限公司（以下简称“蒙西水泥”或“公司”）主要从事水泥及熟料产品的生产和销售。评级结果反映了公司仍是内蒙古最大的水泥生产企业，具有较强的规模优势及成本优势，公司经营性净现金流充足等有利因素；同时也反映了内蒙古地区水泥行业竞争激烈，公司流动资产对流动负债的保障程度较低及未来资本支出压力较大等不利因素。

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

- 公司仍是内蒙古地区最大的水泥生产企业，具有较强的规模优势，在蒙西、蒙中、岭西和岭东各区域市场占有率较高；
- 公司煤炭采购具有地域优势和成本优势，自有石灰石矿石储量较为充足，石灰石以皮带运输降低了物流成本，公司仍具有较强的成本优势；
- 公司水泥生产采用新型干法水泥生产工艺，产品质量较好，品牌知名度高；
- 公司经营性净现金流充足，对债务和利息的保障程度较高，现金回笼率较高。

不利因素

- 受内蒙古地区竞争激烈及成本上升影响，2013年公司收入出现下滑，营业利润率持续下降，2014年1～3月公司经营出现亏损；
- 公司速动比率低于行业平均水平，流动资产对流动负债的保障程度较低；
- 公司在建和拟建项目较多，未来资本支出压力较大。

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年七月四日

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

根据蒙西水泥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

蒙西水泥前身为内蒙古蒙西高新材料股份有限公司，由伊克昭盟煤炭集团公司作为主要发起人，联合内蒙古安装工程公司、北京化工大学、中国建筑材料科学研究院、内蒙古建材研究设计院、内蒙古工业大学、内蒙古大学七家发起人于 1999 年 11 月共同发起设立。经过一系列股权变更及增资后，截至 2014 年 3 月末，公司注册资本仍为60,000 万元，实际控制人仍为刘埃林。公司以水泥及熟料的生产和销售为主营业务，业务主要分布于内蒙古西部、东部呼伦贝尔市及黑龙江大庆市、齐齐哈尔市等地区，产品涵盖 32.5、42.5、52.5 型号的普通水泥和高性能水泥。截至 2014 年 3 月末，公司拥有 23 家二级子公司，水泥产能达 1,300 万吨/年，熟料产能为 1,000 万吨/年，水泥熟料产能规模位居内蒙古地区水泥行业第一位，在全国水泥企业中排名第 20 位[1]。

宏观经济和政策环境

2013 年以来，我国国民经济总体较为平稳，GDP 增速趋缓但经济结构调整效果开始初步显现；预计未来 1～2 年，经济下行压力仍然存在，但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下，我国经济整体将保持平稳缓慢增长

2013 年，国民经济运行总体较为平稳，全年实现国内生产总值（GDP）56.88 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%；从 2013 年全年来看，受出口放缓、需求减弱和产能过剩等多重因素影响，上半年我国经济连续两个季度回落，一季度、二季度增速分别为 7.7%和 7.5%。为应对经济下行压力，国务院推出了一系列确保“经济运行在合理区间”的“稳增长”政策，进一步释放改革红利，加大结构调整力度，下半年经济开始企稳回升，三季度 GDP 增速增长至 7.8%；但受 2012 年高基数及季节性因素影响，四季度 GDP 增速同比小幅回落。分产业看，2013 年，第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 6.3%、45.9%和 47.9%，第三产业生产总值占 GDP 的比重首次超过第二产业；2014 年一季度，第三产业生产总值占 GDP 的比重进一步提高到 49.0%，表明我国经济结构调整效果开始初步显现。

[1] 数据来源：中国水泥网。

2014 年 3 月 5 日发布的《2014 年政府工作报告》（以下简称“《报告》”）延续了十八届三中全会精神，一方面确定了“保持经济运行处在合理区间，守住稳增长、保就业的下限和防通胀的上限”的增长目标；同时，《报告》将 2014 年我国 GDP 增长目标设定为 7.5%，同时固定资产投资增速目标下调至 17.5%，进出口总额增速目标下调至 8.5%，社会消费品零售总额增速目标仍为 14.5%，明确对经济结构的进一步调整。另一方面，将进一步推进包括行政体制、财税体制、金融体制、社会体制、所有制经济、农村、城镇化和生态文明等全方位的改革。

总体而言，我国仍处于“增长速度换档期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”三期叠加阶段，经济下行的压力仍然存在，但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下，预计未来 1～2 年，我国经济整体将保持平稳缓慢增长。

行业及区域经济环境

2013 年国内水泥需求维持一定增长，行业产能扩张有所放缓，库存有所回落，整体盈利水平出现回升；但市场竞争仍较为激烈，短期内水泥行业产能过剩压力仍较大

水泥生产与建设投资需求和经济周期高度相关。从需求来看，2013 年，我国固定资产投资累计同比增长 19.60%，房地产开发投资累计同比增长 19.80%，基础设施建设投资累计同比增长 21.18%，增速同比均有所下降。从供给方面来看，2013 年，全国水泥制造业固定资产投资完成额同比下降 9.40%，而内蒙古地区的水泥制造业固定资产投资完成额仍持续增长，但增速同比放缓。库存方面，2013 年以来，水泥行业库存持续回落。 2013 年，我国水泥制造业主营业务收入和利润总额同比分别增长 8.62%和 16.43%，同比明显回升[2]。

综合来看，2013 年我国固定资产投资增长较为平稳，水泥需求维持一定增长。但短期内水泥行业产能过剩的矛盾仍十分突出，将面临较大结构调整压力。

2013 年，内蒙古固定资产投资增速较为稳定，在一定程度上将有助于维持区域内对水泥的需求；受市场竞争加剧影响，2013 年以来内蒙古地区水泥价格同比明显下跌，对区域内水泥企业盈利能力产生一定不利影响

水泥“重量大、价值低”的特性决定了其产品的运输半径较小，一般来说，公路运输半径在 200 公里以内，水路运输半径在 400 公里以内。水泥工业的发展受地区经济发展，尤其是基础建设投资增速的影响较大。水泥需求和竞争格局具有明显的地域性特征，企业的销售区域决定了企业的发展潜力和盈利能力。

[2] 2012 年，我国水泥制造业主营业务收入和利润总额分别同比上升 0.06%和下降 32.81%。

2013年内蒙古固定资产累计投资同比增长19.10%，增速较为稳定，房地产开发投资同比回升11.30%，在一定程度上维持了区域内对水泥需求的增长。2013年，受内蒙古地区水泥市场竞争加剧影响，水泥价格同比明显下跌，除呼伦贝尔外，大部分地区水泥销售价格低于全国水泥价格平均水平，对区域内水泥企业盈利能力产生一定不利影响。

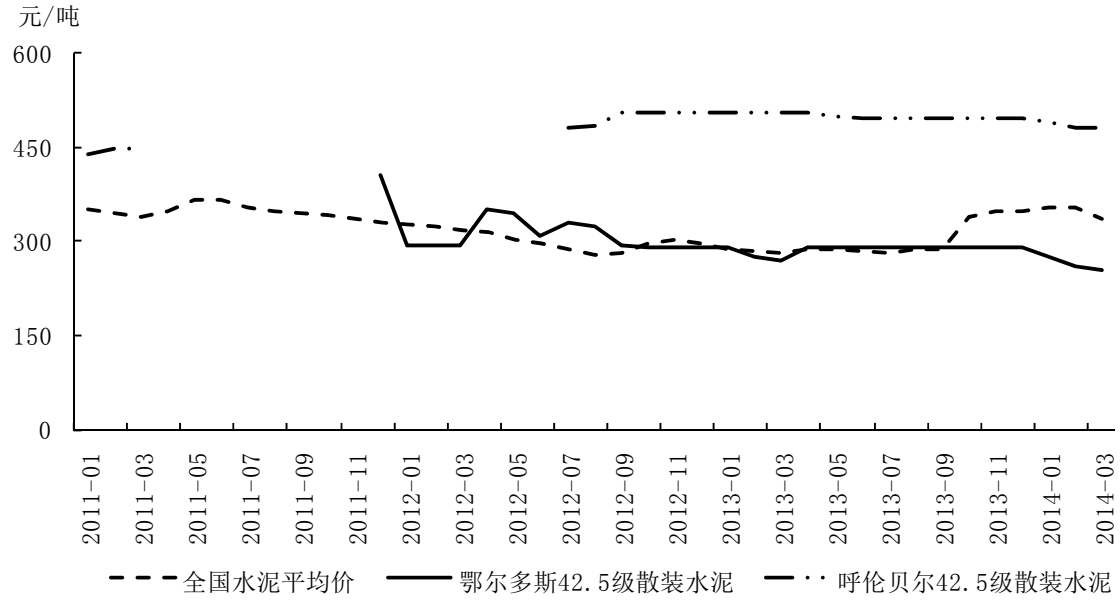


图1　2011年1月～2014年3月内蒙古地区及全国水泥价格变动情况

数据来源：Wind资讯[3]

经营与竞争

公司主营水泥及熟料的生产与销售，水泥仍是最主要的收入和利润来源；2013年受市场竞争加剧影响，公司水泥销量减少、价格下降，导致营业收入同比有所下降

公司主营水泥及熟料的生产和销售，主要面向重点工程、房地产建设等客户销售，“蒙西”和“日当山”水泥品牌在内蒙古水泥市场有较高知名度。2011～2013年，公司收入规模有所波动，2013年，受水泥价格下降影响，营业收入同比减少9.13%。

从收入和毛利润构成看，水泥仍然是公司收入和毛利润的最主要来源，2011年以来占比均超过90%。公司熟料主要是自用，少部分对外销售。毛利率方面，2013年公司毛利率保持稳定。

2014年1～3月，受市场竞争加剧影响，公司水泥销量减少、售价下降，营业收入同比下降15.44%，毛利率为负，主要是公司编织袋毛利率为-68.20%，并且收入占比上升所致。公司其他业务主要是编织袋

[3] Wind数据库中鄂尔多斯和呼伦贝尔的水泥数据存在缺失，造成图像出现断点。

的销售，有较大的亏损，主要是受水泥市场需求下降影响，编织袋销量下降所致。

综上，水泥仍是公司收入和利润的主要来源；由于下游需求受到抑制和市场竞争加剧，2011～2013 年，公司收入有所波动；2014 年 1～3 月，公司水泥销量减少、销价下降导致营业收入同比明显下降。

表 1　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：万元、%）

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	**21,753**	**100.00**	**325,975**	**100.00**	**357,027**	**100.00**	**352,496**	**100.00**
水泥	20,445	93.99	310,422	95.23	341,629	95.69	329,508	93.48
熟料	155	0.71	6,204	1.90	7,512	2.10	18,427	5.23
其他	1,153	5.30	9,348	2.87	7,886	2.21	4,561	1.29
毛利润	**-628**	**100.00**	**79,165**	**100.00**	**86,538**	**100.00**	**99,961**	**100.00**
水泥	138	-	78,067	98.61	84,795	97.99	96,596	97.82
熟料	21	-	1,029	1.30	1,509	1.74	3,735	2.42
其他	-787	-	69	0.09	234	0.27	-370	-0.24
毛利率	**-2.89**		**24.29**		**24.24**		**28.36**	
水泥	0.68		25.15		24.82		29.32	
熟料	13.37		16.58		20.09		20.27	
其他	-68.20		0.74		2.97		-8.11	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司仍是内蒙古最大的水泥生产企业，在内蒙古及周边地区形成蒙西、蒙中、岭西、岭东[4]四大区域布局，具有较强的规模优势

公司仍是内蒙古地区最大的水泥生产企业，水泥产能达 1,300 万吨/年，熟料产能为 1,000 万吨/年，为国家 60 家重点支持的水泥生产企业之一。2013 年公司水泥产能有所增长，熟料的产能保持不变，水泥及熟料的产能利用率分别为 85.08%和 80.60%，水泥产能利用率下降 7.5 个百分点，主要是下游客户对水泥的需求放缓，水泥销量减少导致产量有所下降所致。2014 年 1～3 月，受水泥需求减少影响，公司水泥产能利用率同比下降 1.67 个百分点，熟料产能利用率同比上升 3.80 个百分点。

[4] 蒙西是指内蒙古西部地区，以乌海市及巴盟为主，另包括包头、榆林、鄂尔多斯市等；蒙中是指内蒙古中部地区，以呼和浩特市为主，另包括鄂尔多斯薛家湾等；岭西是指大兴安岭以西地区，包括呼伦贝尔市、牙克石市和满洲里等；岭东是指大兴安岭以东地区，包括大庆市、齐齐哈尔市、阿荣旗等。

表 2　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司水泥及熟料的生产情况

名称	指标名称	2014 年 1～3 月[5]	2013 年	2012 年	2011 年
水泥	产能（万吨/年）	1,300	1,300	1,200	1,000
	产量（万吨）	85	1,106	1,111	1,044
	产能利用率（%）	26.15	85.08	92.58	87.00
熟料	产能（万吨/年）	1,000	1,000	1,000	1,000
	产量（万吨）	111	806	740	890
	产能利用率（%）	44.40	80.60	74.00	89.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在内蒙古及周边地区形成了蒙西、蒙中、岭西和岭东的四大区域水泥熟料产能布局和销售区域。截至 2014 年 3 月末，公司拥有 1 条 5,000 吨/天熟料生产线、1 条 4,800 吨/天熟料生产线、1 条 4,500 吨/天熟料生产线、3 条 4,000 吨/天熟料生产线、2 条 2,000 吨/天熟料生产线、1 条 1,500 吨/天熟料生产线，33 台水泥磨，熟料和水泥产能分别为 1,000 万吨/年和 1,300 万吨/年。

表 3　截至 2014 年 3 月末公司熟料生产基地布局情况

区域	机构名称	生产线（吨/天）	数量（个）	设计产能（吨/天）	实际产量（万吨）
蒙西	生产经营中心	4,000/5,000[6]	2	10,000	24.87
	鄂市建材	2,000/4,000	2	5,000	10.04
岭东	阿荣旗蒙西	4,000/4,800	2	10,000	41.24
蒙中	清水河蒙西	4,500	1	5,000	14.15
岭西	海拉尔蒙西	2,000	1	2,500	19.41
	牙克石蒙西	1,500	1	1,200	0.82
合计	-	-	**9**	**33,700**	**110.52**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司水泥生产采用新型干法水泥生产工艺，产品质量较好，在内蒙古地区知名度较高，拥有较高的市场占有率；公司下游客户分散，集中度较低

公司水泥生产采用新型干法水泥生产工艺，产品的抗压程度很好，水泥碱含量为 0.34%，有较明显的质量优势。公司利用超细粉磨工艺使水泥细度增加，增强了混凝土的抗渗性、抗冻性和抗侵蚀性，解决了因水份冻融而导致混凝土被破坏的现象。公司的水泥产品以其富余标号高、含碱量低、凝结时间短、质量稳定等优点得到客户的认可，具有一定的区域品牌优势，已被用于呼和浩特白塔机场、呼包高速公路（呼和浩特—包头）、东乌铁路（东胜—乌海）、呼和浩特电厂扩建工程等一批国家、内蒙古自治区重点建设工程。

[5] 2014 年 1～3 月产利用率为年化处理后数据。
[6] 表示 1 条 4,000 吨/天，1 条 5,000 吨/天，下同。

公司水泥销售也划分为蒙西、岭东、岭西及蒙中四大区域。蒙西和岭东区域市场规模较大，合计销量占公司总销量的71.27%。2013年蒙西区域市场占有率为27.14%，同比略有提高。蒙西地区主要竞争对手是内蒙古万晨能源股份有限公司千峰水泥分公司（以下简称“千峰水泥”），市场占有率为5.50%。

公司岭东地区最大的竞争对手为黑龙江北疆集团股份有限公司（以下简称“北疆集团”），其市场占有率为12.09%，2013年公司岭东地区市场占有率为28.75%；2011～2013年，公司在岭东地区水泥销量继续保持增长，水泥价格明显上升。截至2014年3月末，公司在阿荣旗有1条日产4,000吨的熟料生产线和1条日产4,800吨的熟料生产线。

公司在岭西地区基本拥有垄断市场地位，市场占有率为81.43%，主要由于呼伦贝尔等地理位置特殊，市场相对封闭，市场供需也保持稳定，2013年公司在岭西地区销量占公司总销量的15.17%，公司在此区域基本无竞争对手，且水泥销售价格较高，2013年平均销售价格为461.42元/吨，公司可以影响该区域的市场销售价格，拥有定价的主导权。

自蒙中生产基地于2011年2月投产以来，公司市场占有率持续上升，2013年市场占有率为17.08%左右，主要以呼和浩特市市区、清水河、托县、准格尔旗等地区为主，最大的竞争对手为唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”），其市场占有率为28.83%。蒙中地区在内蒙古属竞争较激烈的区域，水泥价格相对于其他三大区域处于较低水平。

表4　2011～2013年及2014年1～3月公司在各区域的销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2014年1～3月		2013年		2012年		2011年		主要竞争对手
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价	
蒙西地区	46	225.46	416	259.88	419	299.84	438	358.76	千峰水泥
岭东地区	27	331.43	378	373.02	357	403.54	287	380.74	北疆集团
岭西地区	9	369.03	169	461.42	191	472.03	186	445.78	无
蒙中地区	7	201.28	151	268.41	146	283.20	128	296.06	冀东水泥
合计	**89**	-	**1,114**	-	**1,113**	-	**1,039**	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

2014年1～3月，公司除蒙中地区水泥价格略有下降外，其他区域水泥销售价格均存在不同程度的上升，而销量增减变动有所差异。蒙中地区销售价格同比下降10.20%；销量方面，公司销量略有下降。

公司目前营销模式是“经销为主、直销为辅”，公司正在向“以直销为主”的模式转变。公司的水泥产品20%销往房地产项目、10%销往公路、铁路等工程建设、30%左右销往商混站、农村市场占比20%左右，其他工程等占20%左右。公司下游客户较为分散，前五大客户销售金额

合计占比 7.19%，客户集中度低。

内蒙古地区煤炭资源较为丰富使公司煤炭采购具有地域优势和成本优势；公司自有石灰石矿石储量较为充足，石灰石以皮带运输降低了物流成本，仍具有较强的成本优势

公司水泥生产的原材料主要为煤炭及石灰石，占采购成本比重分别约为 25%和 12%，电力占采购成本比重约为 25%。原材料供应的稳定性和充足性对公司生产经营具有重大影响。

公司在生产布局上依托乌海市、鄂尔多斯市、海拉尔市及牙克石等地的石灰石资源建立熟料基地，截至 2014 年 3 月末，公司共拥有石灰石矿山 8 座，石灰石总储量约 8.63 亿吨，自有石灰石矿石储量较为充足，石灰石供应有稳定保障，公司石灰石全部为自给。同时，公司已建成了两条石灰石皮带输送系统，替代了汽车运输石灰石，降低了公司物流运输成本，公司具有较强的成本优势。

表 5　2011～2013 年公司电力采购（单位：亿度、元/度）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价
外购	7.04	0.55	8.10	0.47	8.42	0.44
自备电厂	0.69	0.44	1.91	0.50	2.39	0.43
余热发电	1.00	0.11	0.85	0.07	0.66	0.11
合计	**8.73**	-	**10.86**	-	**11.47**	-

资料来源：根据公司提供资料整理

2011～2013 年公司电力采购均价持续上升，电力采购以外购为主，占电力采购总量约 80.64%，其余为自备电厂发电及余热发电。外购电力供应来源于当地供电局；公司在乌海及海拉尔两个生产基地拥有自备电厂，装机容量分别为 60.00MW 和 4.50MW；余热发电总装机容量为 31.50MW。采购价格方面，外购电价和自备电厂发电成本相近，余热发电成本较低，但占电力采购总量比重较小。

公司熟料制造基地毗邻乌海、鄂尔多斯、呼伦贝尔等煤炭富集区，煤炭采购（以烟煤为主）具有地域优势和规模成本优势。2013 年公司共采购煤炭约 145.05 万吨，同比下降 5.31%，采购均价为 254.66 元/吨，2014 年 1～3 月煤炭采购量约为 26.31 万吨，采购均价为 256.58 元/吨。公司煤炭采购量约 86%用于生产熟料，其他用于发电。其他原材料方面，公司生产基地所在地区资源丰富，坑口发电站较多，有大量的固体废弃物、粉煤灰、炉渣、脱硫石膏等供应，且价格低廉。

综合来看，公司自备电厂且积极推行低温余热发电项目，有效降低生产成本；公司丰富的石灰石储量有利于公司的长远发展。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2014 年 3 月末，公司注册资本 60,000 万元，实际控制人为自然人刘埃林。公司治理机构健全，内部控制制度完善，已严格按照《公司法》及《公司章程》，建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构和科学决策机制。

战略与管理

公司未来 1～2 年在建和拟建项目较多，资本支出压力较大，对外部融资的依赖将加剧

根据公司发展战略布局，截至 2014 年 3 月末，公司拥有 9 个在建和拟建项目，未来拟投资总额达到 29.50 亿元，以外部融资为主，投资集中在 2014～2015 年。预计未来 1～2 年，公司投资资本支出及外部融资规模较大，资本支出压力较大，对外部融资的依赖将加剧。

表 6　截至 2014 年 3 月末公司在建和拟建项目（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	未来预计资金投入		预计外部融资
		2014 年	2015 年	
阿荣旗蒙西水泥公司三期日产 10,000 吨熟料生产线	10.00	4.00	4.00	6.50
牙克石日产 5000 吨熟料、配套粉磨站余热发电	6.50	1.30	1.93	4.23
岭东区齐齐哈尔、大庆地区配套粉磨站	4.00	1.60	0.20	2.60
克东 100 万吨粉磨站	1.00	0.10	0.10	0.65
铜川蒙西水泥公司年产 200 万吨粉磨站	2.00	-	1.40	1.30
蒙西生产经营中心年产 200 万吨粉磨站技改工程	1.80	0.80	0.30	1.17
清水河蒙西一期熟料生产线配套余热电站项目	0.60	0.20	0.05	0.39
鄂市建材熟料生产线配套余热电站项目	0.60	0.11	0.02	0.39
商混站	3.00	0.00	1.50	1.95
合计	**29.50**	**8.10**	**9.50**	**19.18**

数据来源：根据公司提供资料整理

抗风险能力

截至 2014 年 3 月末，公司是内蒙古规模最大的水泥生产企业，具有较强的规模优势和区域竞争优势。公司在生产管理、人力资源、财务管理、投融资管理、对外担保、内部稽核及子公司管理方面均建立了相关的内部控制制度并严格执行。综合来看，公司内部控制体系较为健全，具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2013 年审计报告及 2014 年 1～3 月财务报表。德勤华永会计师事务所有限公司对公司 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

公司总资产规模保持稳定增长，资产结构仍以非流动资产为主，受水泥生产规模扩张影响，非流动资产增长较快；2013 年公司加强了对库存的量化管理，存货周转效率有所提升

随着公司经营规模的扩大，公司总资产规模保持稳定增长，2013 年末，公司总资产同比增长 8.12%。公司资产仍以非流动资产为主，占总资产比重保持在 70%以上，2014 年 3 月末，公司货币资金增长较快导致非流动资产占比略有下降。

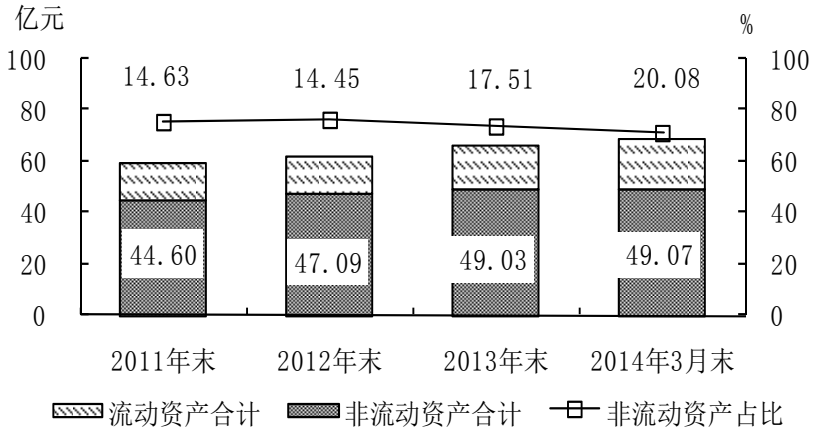


图 2　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产构成

公司流动资产主要为存货、货币资金、应收票据和应收账款等。2013 年末，公司货币资金为 5.45 亿元，全部为非受限资金，同比增加 67.30%，主要是公司短期借款增加所致；存货为 5.05 亿元，公司增加营销力度减少库存量导致存货同比有所减少。应收账款为 0.81 亿元，同比下降 26.14%；应收票据为 4.48 亿元，同比增长 65.45%，主要由于 2013 年水泥市场需求趋缓，公司放宽下游客户的付款条件导致应收票据增加。

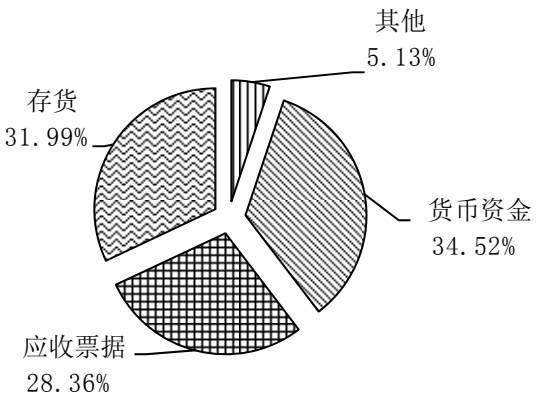


图 3　2013 年末公司流动资产构成

2014 年 3 月末，公司货币资金为 7.54 亿元，较 2013 年末增加 38.35%，主要是借款及发行债券收到的现金增加所致；应收票据为 1.12 亿元，较 2013 年末减少 75.08%，主要是公司水泥销量有所减少所致；其他应收款为 0.59 亿元，较 2013 年末增加 25.09%，主要是包头蒙西代付的政府修路垫支款；存货为 6.28 亿元，较 2013 年末增加 24.35%。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产和长期股权投资等，其中固定资产占非流动资产的比例较大。2013 年末，公司在建工程为 1.21 亿元，同比减少 48.86%，固定资产 38.86 亿元，同比增长 5.41%，主要原因是 2013 年公司水泥熟料生产线、粉磨站等在建工程投产，并且受水泥市场影响公司扩张速度有所放缓所致，受限的固定资产为 1.94 亿元，用于公司的抵押借款；无形资产为 4.30 亿元，主要包括土地使用权和采矿权，无形资产同比增加 7.05%，主要原因是阿荣旗、牙克石、克东蒙西子公司土地使用权的增加。2014 年 3 月末，公司在建工程为 1.39 亿元，较 2013 年末增加 0.18 亿元，固定资产为 38.71 亿元，较 2013 年末变动较小。

2011～2013 年及 2014 年 1～3 月，公司存货周转天数分别为 157.80 天、85.86 天、75.53 天和 227.77 天， 2013 年公司加强了对库存的量化管理，存货周转效率有所提升，2014 年 1～3 月公司存货周转效率有所下降；公司应收账款周转天数分别为 3.57 天、2.76 天、2.63 天和 33.45 天，周转效率优于行业优秀水平[7]，主要是由于公司在内蒙古地区市场竞争力较强，总体销售回款较好，2014 年 1～3 月，公司应收账款周转效率有所下降，主要是水泥生产的季节性因素所致。

总体来看，随着公司经营规模扩张，公司非流动资产和总资产规模增长较快；由于公司市场竞争力较强，对下游客户的回款较好，公司应收账款周转效率好于行业优秀水平。

[7] Wind 资讯：2011～2013 年，水泥行业应收账款周转天数优秀值分别为 15.19 天、16.14 天和 16.00 天。

资本结构

公司负债规模有所波动，负债仍以流动负债为主；公司速动比率低于行业平均水平，流动资产对流动负债的保障程度较低

为保证公司业务扩张的资金需求，2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司总负债规模有所波动；负债结构仍以流动负债为主。

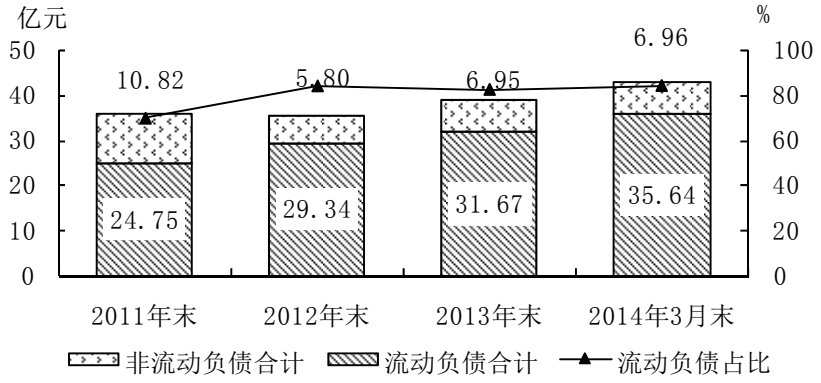


图 4　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司负债构成

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他非流动负债等构成。2013 年末，公司短期借款为 15.66 亿元，同比增加 106.75%，主要是保证借款的增加所致；应付账款为 4.81 亿元，同比有所减少；应付票据为 3.59 亿元，同比增长 57.53%，主要是公司对上游供应商增加票据结算方式缓解流动资金压力；一年内到期的非流动负债为 2.18 亿元；其他流动负债为 3.10 亿元，同比有所下降，主要原因是公司 2012 年发行的短期融资券到期偿还本金所致，公司发行的短期融资券本息全部计入了其他流动负债科目中。

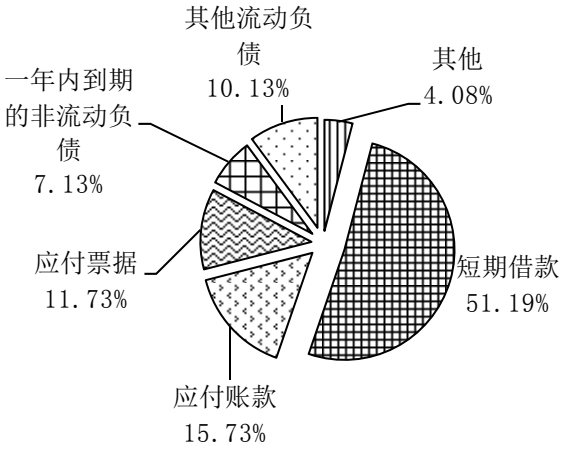


图 5　2013 年末公司流动负债构成

2014 年 3 月末，公司短期借款为 16.32 亿元；由于应付票据均已到期承兑，应付票据为零；预收款项为 5.59 亿元，大幅增加，主要是预收的水泥销售货款；一年内到期的非流动负债为 1.76 亿元，较 2013 年末减少 19.24%；其他流动负债为 7.21 亿元，其他流动负债较 2013 年末增加 132.45%，主要是公司发行的 4 亿元 14 蒙西水泥 CP001 和 3 亿元的 13 蒙西水泥 CP001。

公司非流动负债主要为长期借款。2013 年末及 2014 年 3 月末，公司长期借款均为 5.84 亿元，公司长期借款为保证借款和抵押借款。

2013 年末，公司总有息债务继续增加，总有息债务占总负债的比例为 70.60%，2014 年 3 月末公司总有息债务有所下降；总有息债务中短期有息债务占比较高，短期债务偿还压力较大。

表 7　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司总有息债务及其构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务[8]	25.29	21.43	22.26	16.18
长期有息债务	5.84	5.84	5.00	10.82
总有息债务	**31.12**	**27.27**	**27.26**	**27.00**
总有息债务占总负债比重	**73.07**	**70.60**	**77.58**	**75.91**

截至 2014 年 3 月末，公司有息负债集中在一年以内到期，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	25.29	1.81	3.66	0.36	**31.12**
占比	81.27	5.82	11.76	1.16	**100.00**

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司资产负债率有所波动，2013 年末公司资产负债率低于行业平均水平；流动比率和速动比率均处于较低水平，流动资产对流动负债的保障程度较低，公司速动比率低于行业平均水平。

表 9　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司部分财务指标与行业对比情况（单位：倍、%）

各项指标	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产负债率	62.62	58.05	57.09	60.05
水泥行业资产负债率平均值	-	**60.00**	**62.00**	**58.80**
流动比率	0.56	0.55	0.49	0.59
速动比率	0.39	0.39	0.31	0.28
水泥行业速动比率平均值	-	**0.60**	**0.60**	**0.60**

资料来源：根据 Wind 资讯及公司提供资料整理

[8] 此表中有息债务包括应付票据，但公司应付票据不付息。

2011～2013年末及2014年3月末，公司资产负债率有所波动，2013年末公司资产负债率低于行业平均水平；流动比率和速动比率均处于较低水平，速动比率低于行业平均水平，流动资产对流动负债的保障程度较低。

2013年末及2014年3月末，公司所有者权益分别为27.92亿元和26.54亿元，同比增长，主要是盈余公积和未分配利润增加所致。

截至2014年3月末，公司无对外担保事项。

总体来看，公司负债规模有所波动，负债仍以流动负债为主；资产负债率逐年下降，速动比率低于行业平均水平，流动资产对流动负债的保障程度较低。

盈利能力

2013年受内蒙古地区竞争激烈及成本上升影响，公司收入出现下滑，营业利润率持续下降，2014年一季度经营出现亏损

2013年，受宏观经济增长趋缓影响，内蒙古地区水泥需求也受到较大影响，公司收入同比下降8.70%，毛利率为24.29%。2013年，公司期间费用占营业收入的比重为17.00%，同比上涨1.25个百分点，主要是销售费用增加较多所致。

2013年，公司利润总额为2.80亿元；净利润分别为2.03亿元，分别同比下降17.08%和33.77%；营业外收支净额为0.81亿元，公司营业外收入主要是与资产相关的政府补助。

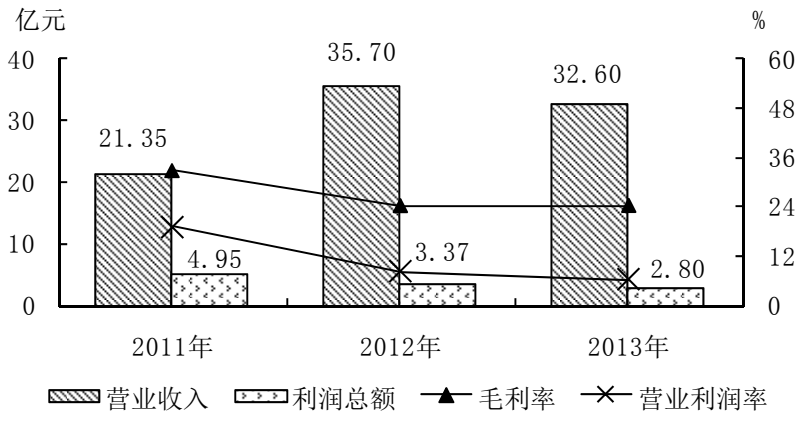


图6　2011～2013年公司收入及盈利情况

2011～2013年，公司总资产报酬率和净资产收益率有所下降，但由于公司具备的成本优势，盈利能力仍高于行业平均水平。

表 10　2011～2013 年公司盈利能力指标与行业对比情况（单位：%）

盈利情况及指标	2013 年	2012 年	2011 年
营业利润率	6.11	8.20	14.86
总资产报酬率	6.92	8.44	13.95
行业总资产报酬率平均值	**5.90**	**7.50**	**7.80**
净资产收益率	7.28	11.62	20.38
行业净资产收益率平均值	**7.10**	**8.70**	**9.30**

资料来源：根据 Wind 资讯及公司提供资料整理

2014 年 1～3 月，由于水泥销量减少以及销价下跌，公司实现营业收入 2.18 亿元，同比下降 15.18%；实现毛利率-2.98%，同比下降 8.56 个百分点，主要是由于其他业务毛利率为负，且收入占比上升所致；期间费用合计占营业收入比重为 66.00%，同比上升 17.63 个百分点，主要是生产线检修导致公司管理费用同比增加较快引起；利润总额为-1.47 亿元，同比下降 34.86%，净利润为-1.38 亿元。

综合来看，2013 年，公司收入有所下降，内蒙古地区竞争激烈及成本上升导致毛利率下降，2014 年 1～3 月，公司营业收入同比有所下降，费用控制能力有所下滑，盈利水平同比下降。

现金流

2013 年，公司经营性净现金流充足，对债务和利息的保障程度较高；公司销售收现较好，现金回笼率较高

2013 年，公司经营性净现金流保持较高水平；公司现金回笼率为 113.45%，在内蒙古地区很强的竞争地位，在一定程度上保证公司销售状况较好；随着熟料生产线和水泥粉磨站等改扩建项目的减少，投资性现金净流出有所减少；由于公司经营性净现金流入较充足，且大部分生产线于 2009 年建设，2013 年筹资性现金流出规模有所下降。

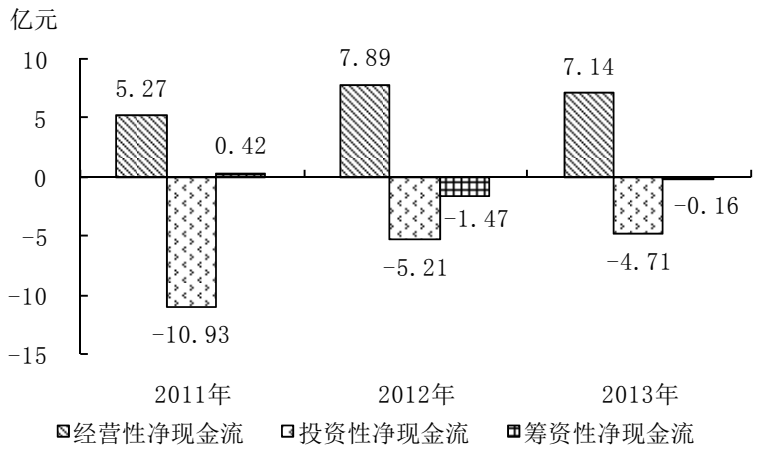


图 7　2011～2013 年公司现金流情况

2014 年 1～3 月，公司经营性净现金流为 1.96 亿元。截至 2014 年 3 月末，从主要在建工程和拟建工程的投资情况看，公司预计资本支出约为 12.44 亿元，未来资本支出压力较大。

2011～2013 年，公司 EBIT 对利息的保障程度有所下降，2013 年公司 EBITDA 对利息的保障倍数同比基本保持不变，但较 2011 年有所下降。由于 2013 年公司经营性净现金流略有下降，公司经营性净现金流对债务和利息的保障程度有所下降。2014 年 1～3 月，公司经营性净现金流对债务和利息的保障程度同比均有所提高。

表 11　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司债务及利息保障指标情况（单位：倍、%）

指标	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
EBIT 利息保障倍数	-	2.52	2.68	4.07
EBITDA 利息保障倍数	-	3.99	3.92	5.12
经营性净现金流/流动负债	5.83	23.40	29.16	27.95
经营性净现金流/总负债	4.83	19.35	22.31	18.43
经营性净现金流利息保障倍数	-	3.91	4.07	3.16

偿债能力

2013 年，公司营业收入与利润总额保持稳定增长，总资产报酬率与净资产收益率优于行业平均值，公司盈利水平仍处于行业较好水平。2013 年末及 2014 年 3 月末，公司负债规模保持稳定，短期有息债务占比有所增加。2013 年，公司经营性净现金流对利息及债务的保障程度有所降低，但经营性净现金流仍保持高位。综合来看，公司仍具有很强的偿债能力。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2014 年 5 月 7 日，海拉尔蒙西共有 9 笔已结清关注类贷款，主要是以前年度当地银行对水泥企业贷款归入关注类所致；截至 2014 年 4 月 15 日，公司本部共有 31 笔已结清关注类贷款，主要是部分被收购企业历史遗留的关注类贷款。截至本报告出具日，公司累计已发行债券总额 14 亿元人民币，其中 4 亿元 12 蒙西水泥 CP001 和 3 亿元 12 蒙西水泥 CP002 的本息已到期兑付，3 亿元 13 蒙西水泥 CP001 和 4 亿元 14 蒙西水泥 CP001 尚未到期兑付。

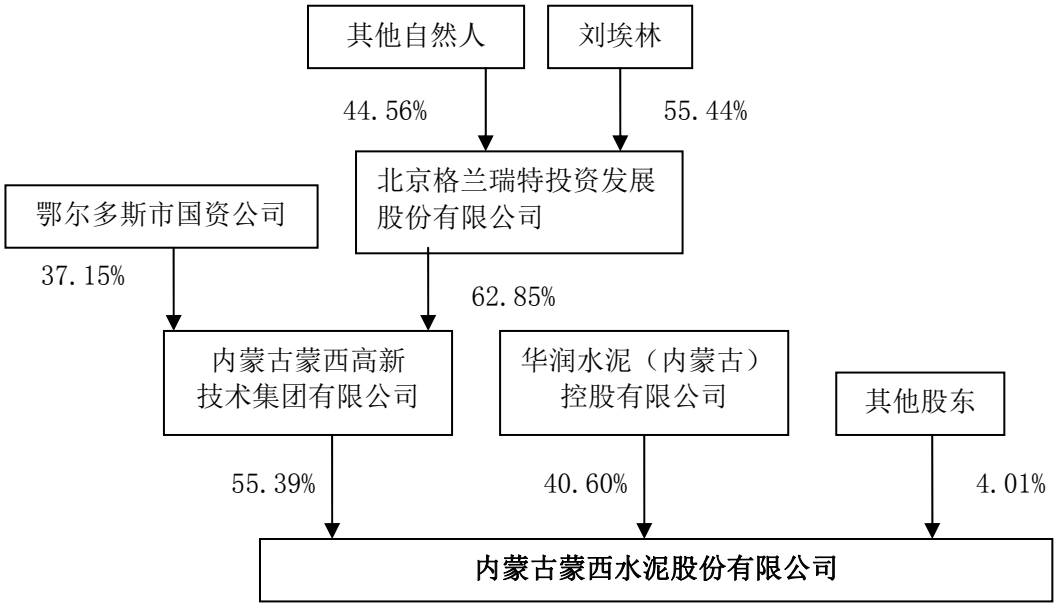
结论

我国水泥行业受宏观经济及固定资产投资增长的影响较大。2013 年，我国宏观经济增速放缓对水泥需求产生不利影响。与此同时，行业产能扩张有所放缓，库存有所回落，水泥行业整体盈利水平出现回升，但市场竞争仍较为激烈，短期内水泥行业产能过剩压力仍较大。

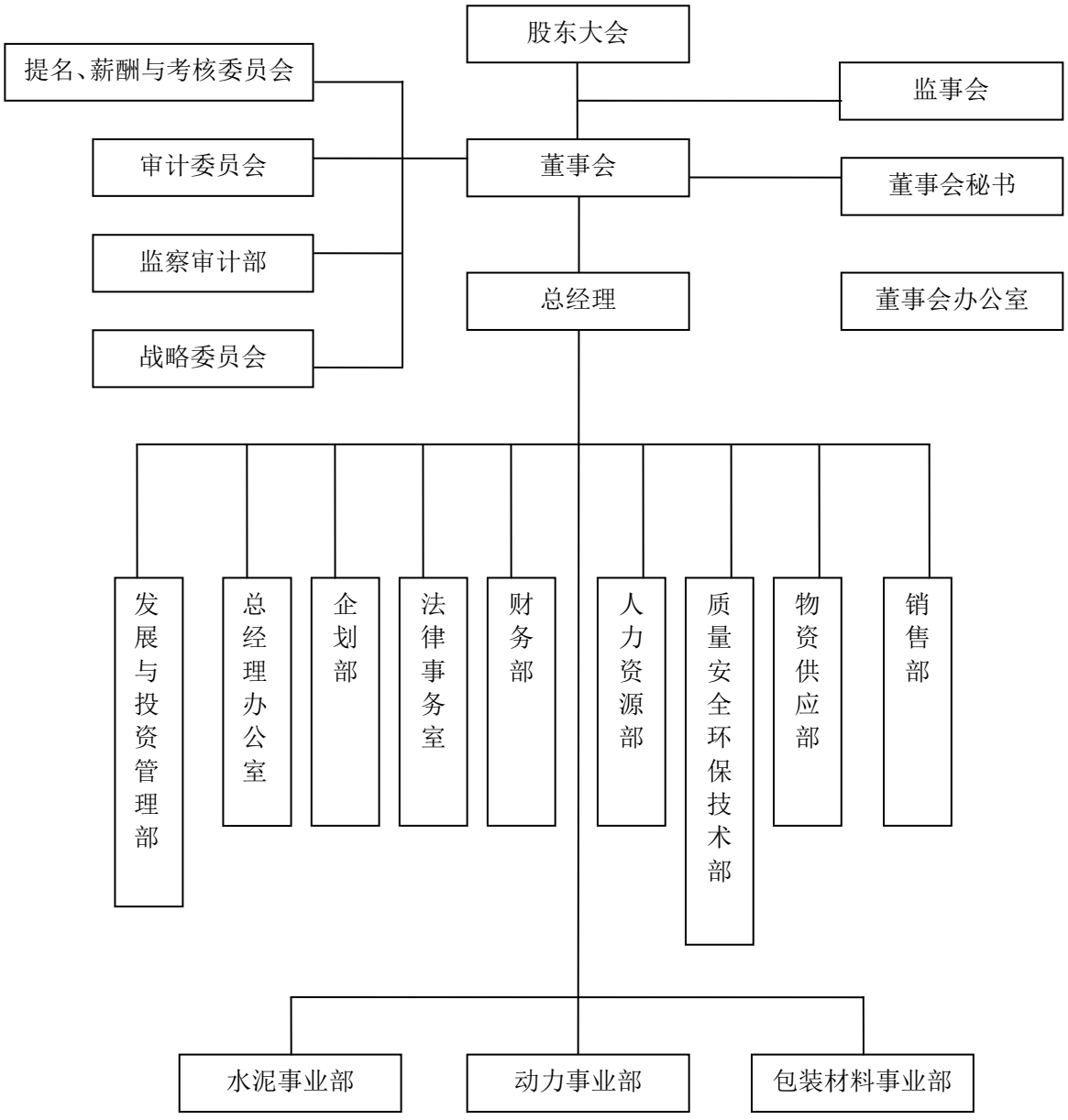
2013 年以来，受内蒙古地区水泥需求下降及市场竞争加剧的影响，公司水泥产能利用率同比降低，水泥销价下降、销量减少导致公司收入同比下降，期间费用同比略有上涨，盈利水平有所下降。预计未来 1～2 年，受公司在建工程完工投产影响，公司产能将有所增加。

总体来看，蒙西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 月末内蒙古蒙西水泥股份有限公司股权结构图



附件 2　截至 2014 年 3 月末内蒙古蒙西水泥股份有限公司组织结构图



附件 3　　内蒙古蒙西水泥股份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	75,379	54,486	32,568	22,216
应收票据	11,157	44,761	27,055	18,719
应收账款	8,072	8,098	10,964	10,910
预付款项	4,441	2,996	7,087	7,952
其他应收款	5,896	4,714	3,824	2,667
存货	62,789	50,495	53,070	75,956
流动资产合计	200,786	175,075	144,480	146,344
长期股权投资	10,245	10,264	9,984	9,669
固定资产	387,114	388,562	368,610	353,570
在建工程	13,867	12,088	23,637	28,844
工程物资	98	89	8,191	7,041
无形资产	42,866	43,011	40,178	27,629
非流动资产合计	490,690	490,347	470,950	446,038
资产总计	691,476	665,421	615,430	592,382
占资产总额比（%）				
货币资金	10.90	8.19	5.29	3.75
应收票据	1.61	6.73	4.40	3.16
应收账款	1.17	1.22	1.78	1.84
预付款项	0.64	0.45	1.15	1.34
其他应收款	0.85	0.71	0.62	0.45
存货	9.08	7.59	8.62	12.82
流动资产合计	29.04	26.31	23.48	24.70
长期股权投资	1.48	1.54	1.62	1.63
固定资产	55.98	58.39	59.89	59.69
在建工程	2.01	1.82	3.84	4.87
工程物资	0.01	0.01	1.33	1.19
无形资产	6.20	6.46	6.53	4.66
非流动资产合计	70.96	73.69	76.52	75.30

附件 3　内蒙古蒙西水泥股份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	163,186	156,596	75,741	112,961
应付票据	0	35,891	22,784	18,263
应付账款	42,312	48,131	55,463	57,809
预收款项	55,863	7,471	5,879	10,233
其他应付款	5,351	5,019	5,183	4,997
其他流动负债	72,051	30,996	71,804	286
一年内到期的非流动负债	17,620	21,817	52,221	30,600
流动负债合计	356,384	316,709	293,352	247,515
长期借款	58,400	58,400	50,020	100,065
非流动负债合计	69,648	69,548	58,001	108,218
负债合计	426,032	386,257	351,353	355,732
占负债总额比（%）				
短期借款	38.30	40.54	21.56	31.75
应付票据	0.00	9.29	6.48	5.13
应付账款	9.93	12.46	15.82	16.25
预收款项	13.11	1.94	1.67	2.88
其他应付款	1.26	1.30	1.48	1.40
其他流动负债	16.91	8.02	20.44	0.08
一年内到期的非流动负债	4.14	5.65	14.86	8.60
流动负债合计	83.65	81.99	83.49	69.58
长期借款	13.71	15.12	14.24	28.13
非流动负债合计	16.35	18.01	16.51	30.42
权益类				
股本	60,000	60,000	60,000	60,000
资本公积	1,318	3,110	1,318	3,110
盈余公积	30,819	26,646	23,302	22,941
未分配利润	165,667	179,064	168,969	141,355
归属于母公司股东权益合计	257,803	271,078	256,149	227,405
少数股东权益	7,640	8,087	7,928	9,245
股东权益合计	265,443	279,165	264,077	236,650

附件 3　内蒙古蒙西水泥股份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	21,753	325,975	357,027	352,496
营业成本	22,381	246,809	270,489	252,535
营业税金及附加	32	2,983	3,356	2,845
销售费用	804	6,190	5,085	3,860
管理费用	8,917	32,496	32,545	25,768
财务费用	4,641	17,789	18,610	14,802
资产减值损失	-	124	192	392
投资收益	103	320	2,518	99
营业利润	-14,918	19,903	29,267	52,392
营业外收支净额	184	8,066	4,463	12,924
利润总额	-14,734	27,968	33,730	65,317
所得税费用	-891	7,645	3,044	17,097
净利润	-13,844	20,323	30,686	48,220
归属于母公司股东的净利润	-13,397	19,439	29,488	46,226
占营业收入比（%）				
营业成本	102.89	75.71	75.76	71.64
营业税金及附加	0.15	0.91	0.94	0.81
销售费用	3.69	1.90	1.42	1.10
管理费用	40.99	9.97	9.12	7.31
财务费用	21.33	5.46	5.21	4.20
资产减值损失	0	0.04	0.05	0.11
投资收益	0.47	0.10	0.71	0.03
营业利润	-68.58	6.11	8.20	14.86
营业外收支净额	0.84	2.47	1.25	4.00
利润总额	-67.73	8.58	9.45	18.53
所得税费用	-4.09	2.35	0.85	4.85
净利润	-63.64	6.23	8.59	13.68
现金流类				
经营活动产生的现金流净额	19,616	71,367	78,866	63,994
投资活动产生的现金流净额	-37,111	-47,089	-52,069	-67,832
筹资活动产生的现金流净额	38,355	-1,565	-14,729	-34,479

附件 3　内蒙古蒙西水泥股份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
财务指标				
EBIT（万元）	-10,086	46,077	51,953	82,626
EBITDA（万元）	-3,137	72,889	75,989	103,828
总有息负债（万元）	239,206	272,703	272,570	270,042
毛利率（%）	-2.89	24.29	24.24	28.36
营业利润率（%）	-68.58	6.11	8.20	14.86
总资产报酬率（%）	-1.46	6.92	8.44	13.95
净资产收益率（%）	-5.22	7.28	11.62	20.38
资产负债率（%）	61.61	58.05	57.09	60.05
债务资本比率（%）	47.40	49.41	50.79	53.30
长期资产适合率（%）	68.29	71.12	68.39	77.32
流动比率（倍）	0.56	0.55	0.49	0.59
速动比率（倍）	0.39	0.39	0.31	0.28
保守速动比率（倍）	0.33	0.31	0.20	0.17
存货周转天数（天）	227.77	75.53	85.86	89.50
应收账款周转天数（天）	33.45	2.63	11.03	8.66
经营性净现金流/流动负债（%）	5.83	23.40	29.16	27.95
经营性净现金流/总负债（%）	4.83	19.35	22.31	18.43
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	3.91	4.07	3.16
EBIT 利息保障倍数（倍）	-	2.52	2.68	4.07
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	3.99	3.92	5.12
现金比率（%）	30.30	17.20	11.10	8.98
现金回笼率（%）	240.26	113.45	118.10	115.75
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00	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[9] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[10] ＝ 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）

[9] 一季度取 90 天。
[10] 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。