



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪096号

华新水泥股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“华新水泥股份有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持“华新水泥股份有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年四月二十五日

华新水泥股份有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	华新水泥股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）		
债券简称	16 华新 01（代码：136647）		
发行主体	华新水泥股份有限公司		
发行规模	人民币 12 亿元		
存续期限	5 年期，2016/08/22—2021/08/22		
上次评级时间	2018/04/20		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

华新水泥	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	113.74	131.56	183.19
总资产（亿元）	274.27	304.99	331.62
总债务（亿元）	110.62	102.91	72.08
营业总收入（亿元）	135.26	208.89	274.66
营业毛利率（%）	26.28	29.55	39.65
EBITDA（亿元）	28.84	49.50	91.87
所有者权益收益率（%）	5.46	16.81	31.14
资产负债率（%）	58.53	56.87	44.76
总债务/EBITDA（X）	3.84	2.08	0.78
EBITDA 利息倍数（X）	4.93	9.04	19.95

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2018 年，受益于供给侧结构性改革等政策的深入贯彻落实，水泥行业维持高景气度，华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”或“公司”）收入规模及经营效益同步提升。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了华新水泥区域优势地位稳固、整体竞争实力增强、环保业务保持较快发展和财务结构稳健性增强等优势因素。同时，中诚信证评也关注到公司面临一定的资本支出需求、水泥行业产能过剩和行业景气度波动风险、错峰限产及环保监管等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持华新水泥主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“华新水泥股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

正面

- 区域优势地位稳固，整体竞争实力增强。2018 年公司在湖北地区的市场份额扩大至 30%，市场占有率已连续 8 年超过 20%，有利于稳固其区域优势地位。此外，随着公司对拉豪集团西南地区水泥工厂的并购整合以及水泥产能置换项目稳步推进，公司整体竞争实力进一步增强。
- 收入规模和经营效益均实现大幅提升。2018 年，在供给侧结构性改革等政策持续引导下，水泥行业延续高景气度，公司全年营业总收入同比增长 31.48%，净利润同比增长 157.96%，整体经营情况向好。
- 环保业务保持较快发展。截至 2018 年末，公司水泥窑协同处置业务已覆盖湖北、湖南、重庆等八个省市，年生活垃圾处置量已占全国水泥窑协同处置总量的 70% 以上。当年公司新签约项目 6 个，实现竣工项目 4 个，在建项目 10 个，运行和在建的环保工厂共计 31 家，得益

分析师

郭敏军 mjwu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月25日

于新增产能的投放以及对环保政策的契合，该业务仍具有一定发展前景。

- 财务结构稳健性增强。受益于盈利及经营活动净现金流的增加，2018年公司压缩债务规模，当年末资产负债率为44.76%，同比下降12.11个百分点；总资本化比率为28.23%，同比下降15.66个百分点，财务杠杆比率进一步回落，且处于行业合理水平，财务结构稳健性增强。

关注

- 资本支出需求。公司黄石年产285万吨水泥熟料生产线建设项目和昆明崇德4,000T/D 禄劝二线生产线项目等水泥熟料生产线产能置换项目计划总投资25.98亿元（2019年尚需投入23.08亿元），加之环保业务在建项目有序推进，公司后续面临一定的资本支出需求。
- 水泥行业产能过剩及行业景气度波动风险。水泥行业景气度易受宏观经济运行的周期性波动及国家经济政策调整影响，加之目前水泥行业产能过剩形势依然严峻，中诚信证评将持续关注未来水泥行业过剩产能化解情况，以及行业景气度波动对业内企业经营和发展的影响。
- 错峰限产及环保监管政策的影响。近年来国家对水泥等产能过剩行业的环保排放控制要求愈加严格，水泥行业错峰生产覆盖面趋广，相关政策的后续落实情况可能影响行业供给状况。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

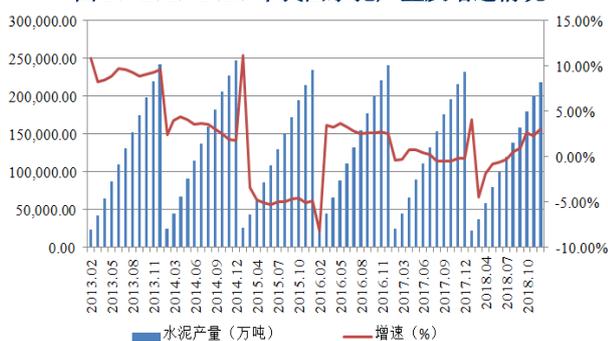
6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

2018年，在行业去产能及环保限产等政策趋严执行下，水泥新增产能维持低位，产量延续下滑态势，但当前产能过剩状态未得到根本性扭转，未来错峰生产等相关政策的变动及执行效果对水泥供应的影响需予以关注。

2018年水泥行业在环保整治、错峰限产、集中停产、优化产能结构和加强产能置换等政策推动下，整体产能规模保持相对稳定。据中国水泥协会统计，2018年全国新点火水泥熟料生产线合计14条，全部为产能置换项目，年度新点火熟料设计产能为2,043万吨，与2017年基本持平。截至2018年末，全国新型干法水泥生产线累计1,681条，新型干法熟料设计年产能为18.20亿吨，增速为-0.05%，全国新增生产线数和新增设计产能均在相对低位。2018年实际熟料年产能依旧超过20亿吨，产能总量与2017年相当，水泥熟料生产线平均规模继续提升，从2017年的3,424吨/天提升至3,491吨/天。2018年我国水泥产量分别为21.77亿吨，同比下降6.03%，水泥产量延续下滑态势，供给端控制成效显著。

图1：2013~2018年我国水泥产量及增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从环保限产来看，2018年全国范围内大多省份继续执行错峰生产或环保限产的政策，并强调环保要禁止一刀切，需因地制宜地推进错峰生产。当年环保限产的频繁程度和力度均有所增强，其中东北、京津冀和长三角部分地区采暖季限产时长均较上年延长。2018年我国水泥熟料产能利用率在70%左右，产能过剩情况依然严重，水泥行业整体去产能压力仍较大。差别化错峰生产的推行，有助于鼓励企业提高环保标准，并减轻停产带来的不利影

响，但同时亦增加了市场的不公平竞争和行业自律的难度，未来需关注差别化错峰生产政策的执行效果以及相关政策的变动对水泥供应产生的影响。

区域政策及执行方面，按照湖北省经信委、省环保厅《关于进一步规范全省水泥行业错峰生产工作的通知》（鄂经信重化【2018】21号）和《关于全省水泥行业错峰生产工作的补充通知》（鄂经信重化函【2018】39号）要求，湖北省经信委会同省环保厅对相关市（州）审核上报的水泥企业2018年错峰生产备案计划进行审定，并编制2018年全省水泥企业错峰生产计划，计划涵盖全省59条生产线，全年停窑天数在20~365天不等，平均停窑时间为79.4天。截至2018年末，中南地区熟料产能合计44,534.60万吨，前五大水泥企业熟料产能集中度占比为48.73%（其中中华新水泥产能规模排名第四），市场集中度相对较高。

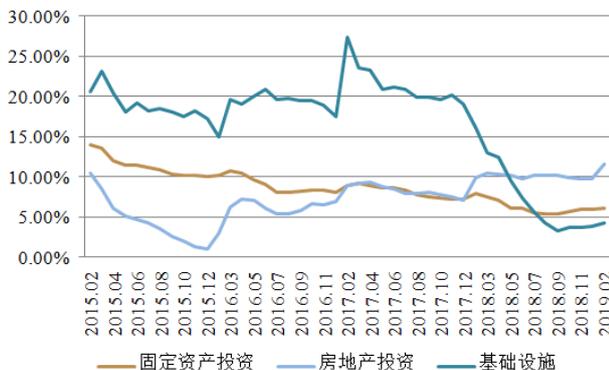
总体看，在水泥行业去产能和产能置换等政策趋严执行下，短期内水泥行业总产能规模或有望小幅下降，但同时需关注短期内仍难以化解的产能过剩矛盾以及行业政策变动对水泥供应的影响。

2018年我国基建投资增速显著下降，但得益于房地产市场增长的需求平滑效应，整体水泥需求未有明显下滑，短期内依托于政策导向对基础设施建设的拉动以及以稳为主的房地产政策调控，水泥需求仍有支撑。

从水泥行业的下游消费需求结构来看，基础设施建设和房地产开发投资在总的水泥消费中占比分别约为40%和30%，近三年水泥行业需求总量均保持在20亿吨以上。水泥行业与国民经济的增长速度密切相关，因此宏观经济运行的周期性波动以及国家经济政策调整，将通过影响全社会固定资产投资，进而对水泥行业的经营和发展造成较大的影响。2018年，全国房地产开发投资120,264亿元，同比增长9.5%，增速较上年提高2.5个百分点。随着2019年中央经济工作会议“房住不炒”基调的确立以及住房和城乡建设工作会议提出“稳地价、稳房价、稳预期为目标”，短期内房地产价格大幅上涨的可能性较小，价格方面对房地产需求和供给的刺激或均较为有限。受益于当前仍较为丰富的土

地储备, 2019 年上半年乃至前三季度房地产投资或仍将保持较高增速。后期待开发土地面积存量的消耗、销售端持续低迷影响房地产企业新开工的积极性, 或将加大下半年尤其是四季度的房地产投资压力。但综合来看, 受益于上半年房地产投资预期高速增长拉动, 全年房地产投资或仍有望保持增长。基建投资受宏观降杠杆、PPP 清库以及地方政府债务约束等影响, 增速大幅回落, 2018 年全国基础设施建设投资 145,325 亿元, 同比增长 3.8%, 增速同比下降 15.2 个百分点。自 2018 年下半年开始央行释放定向 MLF 鼓励银行投放信贷、投资中低等级产业债、资管新规细则落地对过渡期内的存量产品以及非标融资边际放松, 另外国务院会议及政治局会议提出系列经济政策, 确立了“保基建促投资”的发展基调; 2018 年 8 月, 财政部要求加快专项债发行的速度; 12 月, 政治局会议要求积极的财政政策要加力提效, 较大幅度扩大地方政府专项债券规模。在政策大力推进基建稳增长之下, 未来基建投资增速有望逐步企稳回升, 但涨幅尚待观察。

图 2: 我国月度累计固定资产投资、房地产投资和基建投资增速对比



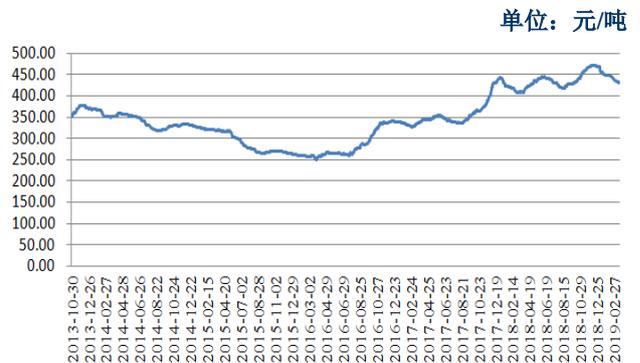
资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

2018 年基础设施建设投资增速虽大幅下滑, 但在较强的房地产市场需求平滑下, 水泥需求依然得以支撑。地方专项债发行资金到位以及政策导向等对 2019 年的基础设施建设投资起到良好的促进作用。同时, 在以稳为主的房地产政策调控下, 房地产开发投资或仍将保有一定增速, 短期内对水泥需求提供支撑作用。但我国房地产和基建投资受政策调控影响较大, 其投资波动及政策变化对水泥需求的影响将持续存在。

2018 年水泥行业整体延续高景气度, 水泥价格涨势明显, 推动行业效益水平上升, 同时在国家供给侧改革、市场阶段性供需错配以及煤炭供需转向宽松等因素下, 行业效益仍可期。

价格方面, 截至 2018 年末全国 P.O42.5 水泥价格为 469.00 元/吨, 较年初仍上涨 4.65%, 全年全国 P.O42.5 水泥均价为 434.76 元/吨, 同比大幅上涨 22.74%。春节期间, 各地工人返乡、工程停工, 各地水泥市场进入休市状态, 同时南方各地企业开启错峰生产或自律停窑检修, 价格持续回调, 截至 2019 年 3 月末, 全国 P.O42.5 水泥均价为 429.95 元/吨, 较年初下降 9.22%。在国家供给侧结构改革的引导和行业自律水平不断提高的背景下, 市场阶段性供需错配仍将持续, 短期内我国水泥市场价格仍能得到一定支撑, 出现大幅回落的可能性较小。分区域看, 中南地区为我国水泥的主产区之一, 截至 2018 年末, 中南地区的 P.O42.5 水泥价格为 493.00 元/吨, 同比上涨 10.29%。

图 3: 全国水泥均价 (散装 P.O42.5) 趋势图



资料来源: 百年建筑网, 中诚信证评整理

行业盈利状况方面, 2018 年, 政策段的持续发力及下游需求端的有效支撑, 助推水泥价格继续攀升, 行业效益创下新高, 2018 年水泥行业实现利润总额 1,546 亿元, 同比增长 76.28%。

成本方面, 水泥成本对煤炭价格波动的敏感性相对较高。2018 年国内煤炭供给仍呈现紧平衡状态, 全国煤炭价格指数高位震荡, 使得水泥企业生产成本维持在相对较高的位置。其中, 秦皇岛动力煤 5,500K 价格整体仍处于高位, 由年初的 580 元/吨降至 2018 年 6 月末的 570 元/吨, 随后降至 2018 年 8 月末的 565 元/吨, 2018 年末已回升至 570 元/

吨，截至2019年3月29日为580元/吨。2018年，煤炭行业供给侧改革深入推进，行业由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能，煤炭供应能力增加，煤炭消费小幅增长，行业效益持续转好，但随着国家治理大气环境节能减排，非化石能源对煤炭的替代作用不断增强，煤炭消费增速将有所下降。从供给来看，当前煤炭产能仍然较大，但结构性问题依然突出，随着煤矿安全生产设施不断完善、环保措施逐步到位，煤炭行业产能利用率提高，煤炭有效供给质量提升，全国煤炭市场供需将逐步向宽松方向转变，有利于稳定煤炭价格的市场预期，降低水泥企业生产成本的控制压力。

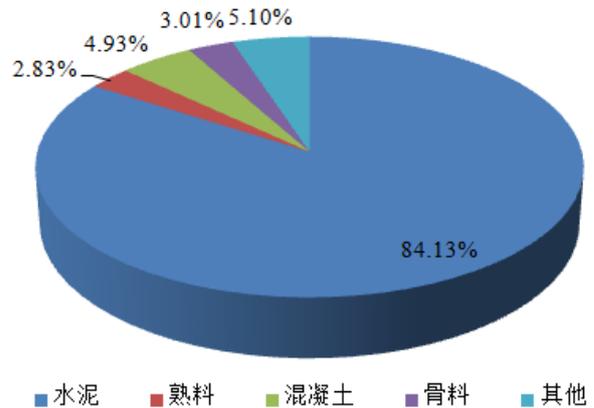
2018年，水泥行业整体维持高景气度，全年水泥价格涨幅明显，业内企业经营效益大幅提升，同时在行业供给侧改革和市场阶段性供给错配的持续执行下，短期内水泥价格不会大幅回落，加之生产成本或因煤炭市场供需转向宽松化而得到控制，行业效益仍可期。

业务运营

公司主营水泥、熟料和混凝土的生产与销售，已逐步形成以水泥为主业，以熟料和混凝土为延伸的纵向一体化发展模式。同时，公司积极推动废弃物预处理及水泥窑协同处置等环保综合利用项目，形成循环经济产业链，增强自身竞争实力和抗风险能力。主要受益于水泥价格的大幅上涨，2018年公司实现营业总收入274.66亿元，同比增长31.48%。其中，公司水泥销售收入231.07亿元，同比增长29.88%；混凝土销售收入13.55亿元，同比增长43.81%；骨料销售收入8.27亿元，同比增长61.11%；商品熟料销售收入7.78亿元，同比增长5.40%。全年上述产品销售收入占公司营业总收入的比重分别为84.13%、4.93%、3.01%和2.83%。此外，公司实现其他业务收入14.00亿元，同比增长54.68%，主要为矿粉、EPC工程、环保和运输等业务收入，其中工程建造收入3.48亿元，同比增长397.00%；环保业务收入（不含RDF¹收入）2.64亿元，同比增长23.94%。

¹ 可替代衍生燃料。

图4：2018年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018年，受益于在建项目的陆续投产和资源的并购整合，公司产能布局进一步扩大，综合竞争实力得以提升，但由于供给端控制政策的有力推进，当年水泥和熟料产量仅实现小幅增长，整体产能利用情况维持稳定。

2018年，公司西藏山南三期3,000吨/日及日喀则二期3,000吨/日项目建成投产，合计新增水泥产能477万吨/年。骨料业务方面，西藏山南300万吨/年、云南红河100万吨/年项目建成投产，四川渠县、湖南郴州、湖北长阳、云南景洪和临沧合计年产能共1,300万吨骨料项目开工建设。在国家供给侧改革深入推进及产能置换等政策严格执行背景下，2018年公司新建项目均为产能置换项目，2017年获得黄石年产285万吨水泥熟料生产线建设项目（以下简称“黄石项目”）和昆明崇德4,000T/D禄劝二线生产线项目（以下简称“昆明崇德项目”）的建设许可。其中昆明崇德项目于2018年3月开工建设，预计于2019年7月完工，计划总投资7.50亿元，2019年尚需投入5.93亿元；黄石项目于2018年9月开工建设，预计于2019年10月完工，计划总投资18.48亿元，2019年尚需投入17.15亿元。上述水泥产能置换项目的实施，一方面体现公司对环保监管政策的贯彻执行，另一方面亦有利于增强公司对湖北和云南等核心区域产能布局的合理性，为业务的可持续发展提供动力，同时骨料产能规模的扩大，或将为公司创造新的利润点，但上述建设项目的推进将一定程度增加公司的资本支出需求。

2016年以来，公司对拉豪集团国内资源的并购

整合较为活跃，完成以人民币13.75亿元的价格收购拉法基中国水泥有限公司（以下简称“拉法基中国”）直接或间接持有的云南拉法基建材投资有限公司等6家公司的股权；2018年3月22日，公司与拉法基中国签订《关于重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司100%的股权之股权转让协议》，公司拟以人民币25,330万元的价格，收购拉法基中国持有的重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司（于2018年7月24日更名为重庆华新参天水泥有限公司，以下简称“重庆华新水泥”或“被购买方”）100%股权；以2018年4月1日为购买日，公司完成了对重庆华新水泥的收购，购买日至期末被购买方的收入为5.86亿元，净利润为2.49亿元。随着并购整合资源的陆续完成，公司产能布局将进一步扩大，并增强公司在水泥市场的竞争力和综合实力。

受益于公司在建项目的陆续投产以及对拉豪集团国内资源的整合，公司水泥和熟料产能持续增长。截至2018年末，公司水泥和熟料年产能规模分别为9,370万吨和6,005万吨，同比分别增长4.00%和4.76%；混凝土年产能为2,330万方/年，同比下降2.10%；2018年，公司继续利用自身矿山资源优势，扩张骨料产能，当年末骨料年产能为2,500万吨，同比增长19.05%。2018年，在供给端与需求端双向引导下，水泥行业维持高景气度，但由于环保整治和错峰生产等政策对供给端的严格控制，当年公司熟料和水泥产量分别为5,444万吨（含自用）和6,876万吨，同比分别增长4.09%和4.01%，增幅较小；同期熟料和水泥产能利用率分别为90.66%和73.38%，基本较上年持平，产能利用情况维持稳定。

表 1：2016~2018 年公司主导产品产能、产量情况

产能	2016	2017	2018
熟料（万吨/年）	5,615	5,732	6,005
水泥（万吨/年）	8,690	9,010	9,370
产量	2016	2017	2018
熟料（万吨）	3,960	5,230	5,444
水泥（万吨）	4,995	6,611	6,876

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

熟料产能分布方面，2018 年末湖北地区熟料产能占公司熟料产能的比重为 40.05%，较上年末小幅下降 1.91 个百分点，产能分布区域集中度仍较高。

从水泥产能布局来看，公司水泥产能主要分布在湖北、云南和湖南地区，占到水泥产能的比重分别为 39.70%、17.29%和 14.94%，其余地区水泥产能分布相对分散，与公司主要展业区域基本匹配，有利于减少运输半径对销售业务开展形成的制约影响。

表 2：截至 2018 年末公司熟料生产线情况

单位：条、万吨/年

所在区域	熟料生产线	熟料产能	水泥产能
湖北	21	2,405	3,720
云南	12	1,100	1,620
湖南	5	745	1,400
重庆	4	495	720
四川	2	250	420
西藏	5	340	480
河南	1	155	250
塔吉克斯坦	2	185	240
广东	1	125	200
柬埔寨	1	105	150
贵州	2	100	170
合计	56	6,005	9,370

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，公司建立并完善专业审计及综合工业审计机制，系统化、规范化评估工厂运行状况，解决瓶颈及疑难问题，持续提升年修质量管理水平，实现了 30 家窑线工厂净运转率超过 98%。当年公司通过建立“总部、事业部、工厂”三级环保管理网络，年内公司 18 家工厂通过了国家安全生产总局的国家一级安全生产标准化评审，并顺利通过中央环保督察“回头看”现场检查，在强化监控预警和防范环保风险方面成效显著。同时，公司熟料生产线全部采用新型干法生产工艺，并配备余热发电系统，利用新型干法生产线窑头、窑尾产生的废气进行发电，发电技术达到国内先进水平，形成很强的成本控制方面的竞争优势。

总体看，随着在建工程的陆续投产及对拉豪集团国内资源的整合，2018 年公司产能布局进一步扩大，且强有力的环保监控及成本控制技术增强其竞争实力，但在环保限产等政策的控制下，当年水泥和熟料产量增幅有限，产能利用情况维持稳定。

2018年公司在核心区域的市场份额扩大，有利于稳固其优势地位，加之水泥销售价格的大幅上涨消化了部分成本上升压力，带动公司当年初始获利水平显著提升。

2018年，公司灵活运用直、分销并举的营销模式，当年直销和分销比例分别为48%和52%，并成立价格管理委员会，进一步规范价格管理，由总部协同事业部定期对供需变化、价格策略进行研究，避免了价差过大导致的损失与风险。此外，公司进一步强化营销创新文化，推进以客户和价值创造为导向的营销创新，精品装修水泥和精品民用水泥等创新产品销量增长率达21%。得益于对核心市场区域的全力开拓和维护，2018年公司水泥销售在湖北地区的市场占有率为30%，同比提高6个百分点，并已连续八年超过20%，市场份额扩大，区域市场地位日益稳固。在供给侧改革深化推进及供需阶段性错配持续的引导下，全国水泥价格继续大幅攀升，2018年公司水泥平均销售价格（不含税）为340元/吨，同比上涨24.82%，主要受益于此，当年营业毛利率同比提高10.10个百分点至39.65%。当年公司水泥销量为6,797万吨，同比增长4.07%；熟料自用比例的上升使得对外销量明显减少，销量同比下降19.35%；商品混凝土实现销量356万立方米，同比增长11.49%；销售骨料1,450万吨，同比增长25.80%，随着骨料产能规模的扩张及利润贡献占比的增加，公司骨料销售业务或将其提供新的利润增长源。

表 3：2016~2018 年公司主导产品销售状况

销量	2016	2017	2018
熟料（万吨）	342	341	275
水泥（万吨）	4,928	6,531	6,797
平均售价	2016	2017	2018
熟料（元/吨）	162	216.60	283
水泥（元/吨）	230	272.40	340

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

销售区域方面，公司在市场区域划分国内和国外两个部分。目前公司在国内基本形成了湖北、湖南、川渝、云南和西藏五大生产基地和区域销售布局。2018年，公司在湖北省、云南省、湖南省和重庆分别实现营业收入96.63亿元、46.40亿元、29.26

亿元和23.26亿元，分别同比增长34.91%、17.94%、47.07%和53.02%，占当期营业总收入的比重分别为35.18%、16.89%、10.65%和8.47%，主要业务区域的收入规模及占比均实现不同程度地提升。在海外市场，目前海外市场主要在塔吉克斯坦和柬埔寨，2018年公司境外营业收入为13.15亿元，占比4.79%，同比下降0.89个百分点。

采购方面，石灰石是水泥企业的主要原料，2018年公司生产所需石灰石自产自供所占比例为93%，外购所占比例为7%。公司掌握储量丰富的石灰石矿产资源，大部分生产基地均依矿石资源而建，绝大部分石灰石运距在3公里以内，直接通过传送带运输，有效地降低运输成本，并保证原材料供应的稳定。截至2018年末，公司共拥有44处石灰石和砂页岩矿山，已获得采矿许可证的石灰石总储量约17.90亿吨，开采能力为7.9亿吨/年，能够为公司原材料石灰石的供应提供充足保障。为减少资源的消耗量，公司大力改进矿山开采技术和装备，对剥离物、矿石夹层、低品位石灰石实施全面搭配使用，提高了石灰石矿产资源利用率。目前，公司石灰石综合利用率达95%。此外，公司水泥产品中煤炭、电力等能源消耗的购置成本占产品综合成本的比例平均为60%左右。公司煤炭主要来源于陕西、山西和内蒙古等地区，2018年公司采购量同比增长3.91%，采购价格同比上涨0.84%，近年煤炭价格持续高位震荡使得公司生产成本控制压力加大。电力方面，为降低用电成本，公司现有生产线全部配备了余热发电系统，截至2018年末，公司已投运余热发电机组37套，余热发电装机容量298.5MW，供电自给率达30%。

总体看，公司石灰石资源储备较为丰富，原材料供应稳定，尽管煤炭价格的高位震荡走势一定程度加大成本控制压力，但2018年公司在核心区域的市场份额扩大，区域领先地位趋于稳固，加之水泥销售价格的大幅上涨消化了部分成本上升压力，有效提升公司当年的初始获利水平。

得益于较深厚的技术沉淀及政策发展契机，2018年公司在废弃物预处理及水泥窑协同处置领域继续保持较快发展，且随着新增产能的投放以及环保政策层面重视程度的加大，该板块业务未来仍具有一定的发展潜力。

公司的水泥窑协同处置技术是在引进和吸收豪瑞集团在全球废物处理技术基础上，结合中国城市生活垃圾、市政污泥和工业危废等特点，自行研发出的适合中国国情的涵盖废弃物预处理及水泥窑协同处置一体化技术。经过多年积累，截至2018年末，公司在废弃物预处理及水泥窑协同处置领域已拥有29项发明专利和67项实用新型专利，形成具有自主知识产权，涵盖市政生活垃圾、市政污泥、工业危废、医疗危废、污染土、漂浮物的六大处置平台和装备系统。

截至2018年末，公司水泥窑协同处置业务已

覆盖湖北、湖南、重庆、广东、河南、云南、四川和上海等八个省市，全年新签约项目6个，实现竣工项目4个，在建项目10个，计划总投资2.89亿元，当年末已累计投资1.97亿元，运行和在建的环保工厂共计31家（全部项目投产后，环保业务处置能力能达到550万吨/年）。2018年公司完成湖北南漳危废、湖北宜都、重庆云阳及云南华坪等生活垃圾环保项目的建设，开工建设云南剑川和湖北巴东生活垃圾、广东恩平和黄石危废等项目。目前公司的环保业务主要展业区域集中于湖北省。2018年全年公司处置各类废弃物214.40万吨，同比增长18.06%，各类废弃物处置量在行业中处于领先地位，年生活垃圾处置量已占全国水泥窑协同处置总量的70%以上。2018年公司环保业务实现营业收入（不含RDF收入）2.64亿元，同比增长23.94%，占整体业务收入的比重仍较小。

表4：截至2018年末公司环保业务主要在建项目情况

项目	计划总投资 (亿元)	后续投资需求 (亿元)	开工时间	预计完工 时间	预计带来的 新增产能(万吨/年)
华新环境工程云阳县有限公司	0.84	0.03	2015/10	2019/4	12.60
株洲华新环境危废处置有限公司	0.58	0.19	2018/3	2019/4	1.50
华新(南漳)再生资源利用有限公司	0.56	0.07	2018/12	2019/11	1.00
华新环境(十堰)再生资源利用有限公司	0.36	0.04	2017/8	2018/12	0.70

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司在废弃物预处理及水泥窑协同处置领域拥有较深厚的技术沉淀，环保业务快速发展，带动相应收入显著增长，但整体体量对收入的贡献率仍较低，随着公司新增产能的投放以及政府提升环保与可持续发展权重趋势的延续，公司环保业务具有长远布局意义，并具备一定的发展潜力。

财务分析

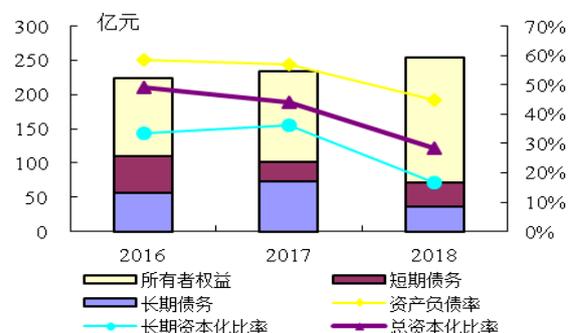
以下财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2017年审计报告及经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告。

资本结构

随着公司对拉豪集团国内资源的并购整合的推进以及经营规模的扩大，整体资产规模逐步上升，2018年末资产总额331.62亿元，同比增长

8.73%；随着经营效益的大幅提升及自有资金的充盈，公司偿还部分债务，使得负债总量减少，当年末负债总额为148.42亿元，同比下降14.42%。同时，受益于留存收益的积累，2018年末公司所有者权益同比增长39.25%至183.19亿元。

图5：2016~2018年末公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要由非流动资产构成，截至2018年末，非流动资产合计226.11亿元，占总资产的比重为68.18%。公司非流动资产主要由

固定资产、在建工程和无形资产构成，当年末上述三项资产规模分别为 161.19 亿元、13.23 亿元和 34.04 亿元，分别占非流动资产总额的 71.29%、5.85% 和 15.05%，其中固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备；在建工程主要为昆明崇德项目、黄石项目等产能置换项目和华新环境工程系列垃圾处理项目等，年末在建工程同比增长 6.00%；无形资产主要系土地使用权及矿山采矿权。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成，2018 年末四项合计占流动资产总额的 89.84%，其中盈利的持续向好带动货币资金大幅增加，年末货币资金为 53.27 亿元，同比增长 47.71%，基本为银行存款和现金，流动性强；水泥行业的高景气度使得公司销售环节回款进一步加快，当年末应收票据为 15.49 亿元，同比下降 9.48%，均为银行承兑汇票；应收账款为 5.25 亿元，同比下降 18.32%，公司按组合风险特征组计提应收款项的坏账准备，对于重大及重点项目应收账款不计提坏账准备，对除上述项目之外的应收账款采用账龄分析法计提坏账准备，当年末按账龄分析法计提的应收账款账面余额为 2.22 亿元，其中账龄 1 年以内的占比 87.05%，当年新增应收账款坏账准备 0.41 亿元，年末应收账款坏账准备余额 1.66 亿元，坏账计提较充分；受业务规模扩大及燃料成本增加的影响，2018 年末存货为 20.79 亿元，同比增长 28.19%，主要为原材料、在产品和库存商品，合计占当年末存货的 83.02%，年末累计计提的存货跌价准备 0.53 亿元。

负债结构方面，截至 2018 年末，公司流动负债合计 101.52 亿元，占负债总额的比重为 68.40%，主要包括短期借款 6.21 亿元、应付账款 37.89 亿元、预收款项 6.39 亿元、应交税费 9.36 亿元、其他应付款 8.98 亿元和一年内到期的非流动负债 28.77 亿元。随着外部融资需求的降低，2018 年末短期借款为 6.21 亿元，同比下降 45.60%；应付账款主要系应付材料款、应付工程及设备款，同比下降 8.46%；预收款项均为预收货款，同比增长 13.51%；应交税费主要为企业所得税和增值税，盈利规模的扩大致使相应的税负增加，当年末应交税费同比增长 84.22%；其他应付款主要为应付股权收购款及往来

款、保证金等；公司 2012 年发行的一期公司债券 10 亿元和二期公司债券 11 亿元将分别于 2019 年 5 月 17 日和 2019 年 11 月 9 日到期偿付，重分类至一年内到期的非流动负债，2018 年末一年内到期的非流动负债同比增长 70.98%。非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动负债合计 46.90 亿元，主要包括长期借款 24.44 亿元和应付债券 11.97 亿元，其中长期借款主要为信用借款，同比下降 39.78%；应付债券系 2016 年发行的一期公司债券，同比下降 63.68%。

财务杠杆比率方面，截至 2018 年末公司资产负债率为 44.76%，同比下降 12.11 个百分点；总资本化比率为 28.23%，同比下降 15.66 个百分点，财务杠杆比率明显回落，且与同行业部分上市公司相比处于合理水平，资本结构稳健性增强。

表 5：公司与我国主要水泥企业资本结构比较表

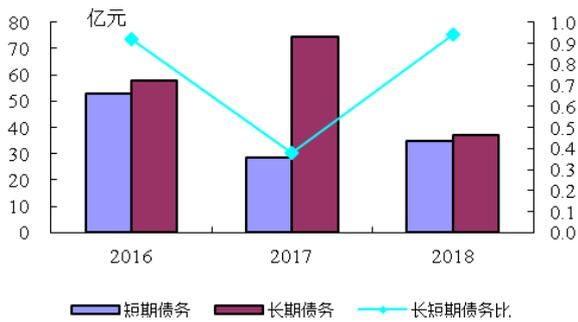
（截至 2018 年 12 月 31 日）

公司简称	资产（亿元）	资产负债率（%）	总资本化比率（%）
海螺水泥	1,495.47	22.15	8.08
冀东水泥	619.93	61.56	45.48
华新水泥	331.62	44.76	28.23
天山股份	170.34	46.11	34.21
万年青	100.54	39.38	23.25

数据来源：Choice，中诚信证评整理

债务期限结构方面，受益于盈利及经营性净现金流的增加，2018 年公司偿还部分银行借款，压缩有息负债规模，当年末总债务为 72.08 亿元，同比下降 29.96%。由于部分应付债券重分类至一年内到期的非流动负债，以及部分长期借款的偿还，长期债务同比下降 50.23% 至 37.09 亿元，短期债务同比增长 23.23% 至 34.98 亿元，当年末长短期债务比（短期债务/长期债务）0.94 倍。尽管短期债务规模有所增长，但整体债务压力得以减轻，债务期限结构仍较合理。此外，考虑到在建水泥产能置换项目和环保业务在建工程的持续推进，公司后续仍面临一定的资本支出需求。

图 6: 2016~2018 年末公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体看，2018 年随着对重庆华新水泥收购的完成及经营规模的进一步扩大，公司资产规模增长，同时受益于盈利的积累，自有资本实力得到夯实，债务规模明显压缩，财务杠杆比率大幅回落，财务结构韧性增强。

盈利能力

公司营业收入主要来自于水泥及水泥制品的销售收入。2018 年，在供给侧改革及错峰生产等政策的持续推进下，水泥行业维持高景气度，公司水泥销售价格涨幅显著，当年实现营业总收入 274.66 亿元，同比增长 31.48%。分板块来看，水泥销售为公司的主导业务，2018 年水泥销售收入为 231.07 亿元，同比增长 29.88%，占公司营业总收入的比重为 84.13%；同期，混凝土、骨料、熟料和其他业务收入分别为 13.55 亿元、8.27 亿元、7.78 亿元和 14.00 亿元，同比分别增长 43.81%、61.11%、5.40% 和 54.68%，均较上年有不同程度增长。

表 6: 公司 2017~2018 年营业收入结构与毛利率情况

单位：亿元、%

业务板块	2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	177.91	29.76	231.07	40.81
混凝土	9.42	21.50	13.55	23.54
骨料	5.13	52.73	8.27	63.84
熟料	7.38	16.80	7.78	30.18
其他	9.05	30.96	14.00	27.13
合计	208.89	29.55	274.66	39.65

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2018 年，公司水泥等主要产品价格涨幅明显，有效抵御了燃料等成本高企的影响，全年综合毛利率 39.65%，同比提升 10.10 个百

分点，初始获利水平显著提高，且处于行业较高水平。同时，中诚信证评将持续关注下游需求的波动、政策变动对水泥市场行情的影响以及煤炭价格的震荡对生产成本控制的影响。

表 7: 2018 年公司与我国主要水泥企业盈利能力指标

单位：亿元、%

企业简称	营业总收入	毛利率
海螺水泥	1,284.03	36.74
冀东水泥	308.49	30.64
华新水泥	274.66	39.65
万年青	102.08	32.55
天山股份	79.32	36.18

资料来源：Choice，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 35.15 亿元，同比增长 7.60%。随着经营规模的扩大，以交通费、运输费、搬运劳务费、物料消耗和员工成本为主的销售费用同比增长 21.38% 至 17.02 亿元，以员工成本、折旧及摊销费和业务招待费为主的管理费用同比增长 11.76% 至 13.37 亿元。此外，受益于部分债务的偿还，公司利息支出减少，当年财务费用为 4.66 亿元，同比下降 29.52%。2018 年，公司期间费用收入占比为 12.80%，同比下降 2.84 个百分点，期间费用控制能力进一步增强。

表 8: 2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元

项目	2016	2017	2018
销售费用	11.06	14.02	17.02
管理费用	9.39	11.96	13.37
研发费用	-	0.08	0.11
财务费用	5.69	6.61	4.66
期间费用合计	26.14	32.67	35.15
营业总收入	135.26	208.89	274.66
期间费用收入占比	19.33%	15.64%	12.80%

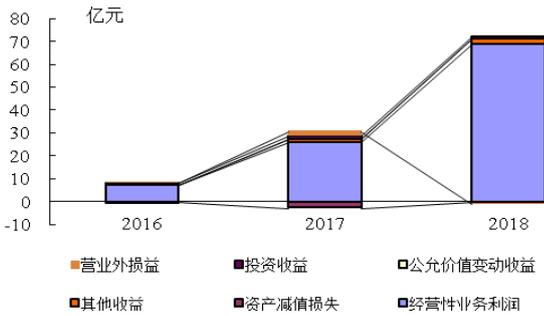
注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，2017 年度进行重述，2016 年度未重述。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和其他收益构成。2018 年，水泥行业延续高景气度，水泥价格的进一步攀升成为公司经营获利能力大幅提升的主要驱动力，当年公司经营性业务利润为 68.76 亿元，涨幅达 167.09%。主要得益于

资源综合利用税收返还的增加，当年其他收益为 2.57 亿元，同比增长 55.54%，为整体盈利提供助力。当年公司利润总额为 71.31 亿元，同比增长 153.59%，取得净利润 57.05 亿元，同比增长 157.96%，当年所有者权益收益率为 31.14%，同比提高 14.33 个百分点，整体盈利水平继续大幅提升。

图 7：2016~2018 年公司利润总额构成



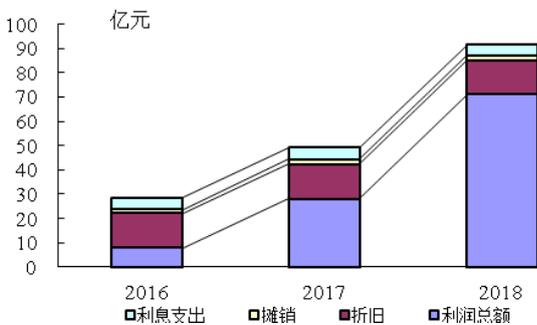
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体看，2018 年公司水泥产品价格涨幅显著，带动全年营收规模继续扩张，盈利能力显著增强。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。在水泥行情持续向好背景下，公司获现能力大幅提升，2018 年 EBITDA 为 91.87 亿元，同比增长 85.62%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，当年公司总债务/EBITDA 指标为 0.78 倍，EBITDA 利息保障倍数为 19.95 倍，分别较上年下降 1.30 倍和上升 10.91 倍。整体看，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力显著增强，总体保持较高水平。

图 8：2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018 年公司盈利能力增强，且销售回款加快，使得经营活动产生的现金流量净额大

幅增长，当年经营性现金净流入为 79.00 亿元，同比增长 102.34%，经营活动净现金/利息支出提高 10.02 倍至 17.15 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力进一步提升，且保持在较好水平。

表 9：2016~2018 年公司主要偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
EBITDA (亿元)	28.84	49.50	91.87
经营活动净现金流 (亿元)	30.96	39.04	79.00
资产负债率 (%)	58.53	56.87	44.76
总资本化比率 (%)	49.30	43.89	28.23
经营活动净现金流/利息支出 (X)	5.30	7.13	17.15
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.28	0.38	1.10
EBITDA 利息倍数 (X)	4.93	9.04	19.95
总债务/EBITDA (X)	3.84	2.08	0.78

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

作为上市企业，公司在资本市场融资渠道较为通畅。同时，公司与多家金融机构保持良好的合作关系，截至 2018 年 12 月 31 日，公司已获得中国银行、建设银行和农业银行等多家银行共计 152.54 亿元的授信额度，可使用的授信余额为 79.40 亿元。整体看，公司融资渠道较为顺畅，备用流动性较充足，具备较强的财务弹性。

受限资产方面，截至 2018 年末公司 0.91 亿元的货币资金作为矿山复垦、保函等保证金；5.57 亿元的房屋及建筑物和机器设备作为银行借款抵押物，0.14 亿元的土地使用权作为银行借款的抵押物。此外，公司部分子公司的股权质押给银行以取得长期借款，该等股权对应的账面净资产合计 14.31 亿元。年末受限资产账面价值合计 21.21 亿元，占净资产的比重为 11.58%。

或有负债方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司担保总额 18.74 亿元，均为对子公司的担保，公司因对外担保事项产生的或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司与湖北国新置业有限公司、北方重工集团有限公司、襄阳建山科技有限公司等公司存在未决诉讼事项，未决诉讼形成的预计负债 52.18 万元，规模较小，公司因未决诉讼产生的风险较低。

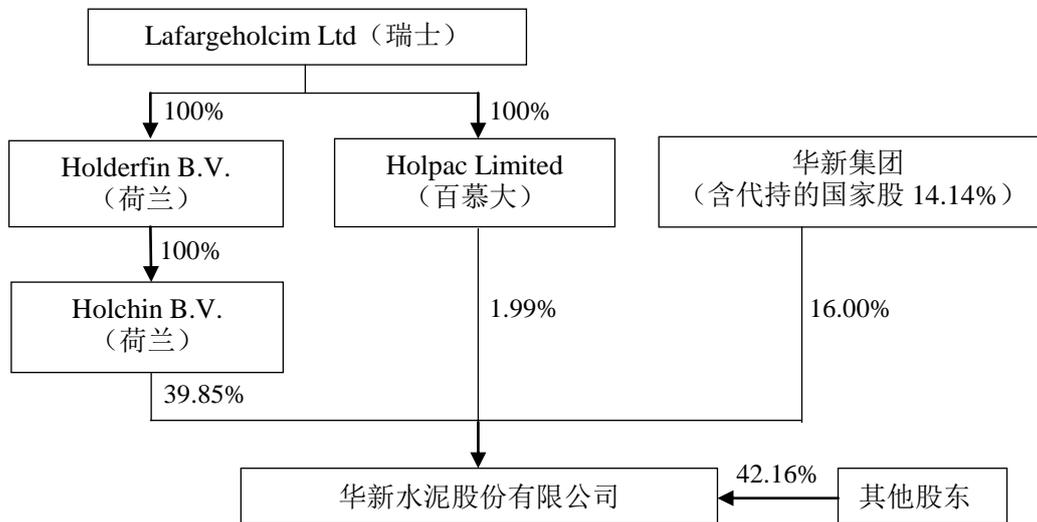
整体看，2018 年，水泥市场高景气度的延续下，水泥价格保持较高涨幅，公司营收及盈利规模继续

大幅增长，整体经营情况向好。同时，当年公司资产规模稳步增长，自有资本得到充实，债务规模收缩，财务结构稳健性增强，且较好的获现能力和经营性现金流水平对债务本息偿还的保障提升，整体偿债能力极强。

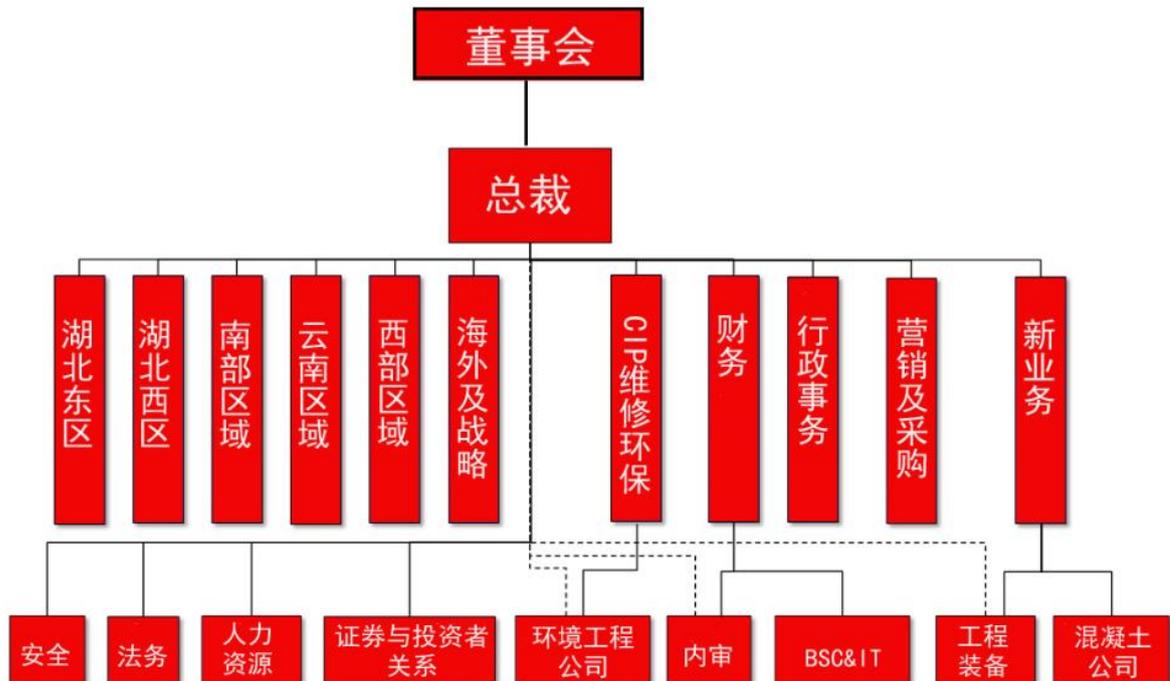
结 论

综上，中诚信证评维持华新水泥主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“华新水泥股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：华新水泥股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：华新水泥股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附三：华新水泥股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	371,937.82	360,624.63	532,676.19
应收账款净额	50,237.17	64,221.09	52,453.64
存货净额	117,426.20	162,148.27	207,856.69
流动资产	742,480.62	876,704.15	1,055,047.27
长期投资	45,676.11	50,620.23	57,295.68
固定资产合计	1,615,185.56	1,706,162.55	1,744,183.22
总资产	2,742,674.94	3,049,932.32	3,316,150.56
短期债务	529,534.13	283,868.36	349,821.72
长期债务	576,630.54	745,244.88	370,930.66
总债务	1,106,164.68	1,029,113.24	720,752.38
总负债	1,605,305.20	1,734,375.21	1,484,211.65
所有者权益（含少数股东权益）	1,137,369.74	1,315,557.11	1,831,938.91
营业总收入	1,352,575.95	2,088,929.20	2,746,604.45
三费前利润	334,719.88	584,098.81	1,039,065.50
投资收益	8,551.16	10,840.96	8,351.23
净利润	62,083.27	221,175.82	570,549.48
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	288,403.77	494,951.38	918,740.32
经营活动产生现金净流量	309,615.09	390,407.60	789,960.61
投资活动产生现金净流量	-200,453.64	-163,430.72	-182,888.33
筹资活动产生现金净流量	67,995.21	-235,948.58	-438,390.08
现金及现金等价物净增加额	177,980.80	-10,997.72	170,391.32
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	26.28	29.55	39.65
所有者权益收益率（%）	5.46	16.81	31.14
EBITDA/营业总收入（%）	21.32	23.69	33.45
速动比率（X）	0.64	0.77	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.28	0.38	1.10
经营活动净现金/短期债务（X）	0.58	1.38	2.26
经营活动净现金/利息支出（X）	5.30	7.13	17.15
EBITDA 利息倍数（X）	4.93	9.04	19.95
总债务/EBITDA（X）	3.84	2.08	0.78
资产负债率（%）	58.53	56.87	44.76
总资本化比率（%）	49.30	43.89	28.23
长期资本化比率（%）	33.64	36.16	16.84

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、已将公司“长期应付款”科目中的有息债务计入长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。