

鹏元资信评估有限公司

信用等级通知书

鹏信评【2014】跟踪第【477】号

天瑞集团水泥有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司对贵公司及其 2013 年 2 月 4 日发行的 20 亿元公司债券进行了跟踪分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，决定发行人长期主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期 20 亿元公司债券的信用等级为 AA+。

如果贵公司对上述评级结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

二零一四年六月二十五日

天瑞集团水泥有限公司

**2013 年 20 亿元公司债券
2014 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



天瑞集团水泥有限公司

2013年20亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

债券剩余规模：20亿元

债券到期日期：2021年02月04日

评级日期：2014年06月27日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对天瑞集团水泥有限公司（以下简称“天瑞水泥”或“公司”）及其2013年2月4日发行的20亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	2,043,533.39	1,804,105.88	1,572,509.15
归属于母公司所有者权益（万元）	711,761.17	654,179.99	574,000.82
资产负债率	64.92%	63.62%	63.24%
流动比率	0.88	0.72	0.68
速动比率	0.77	0.61	0.56
营业收入（万元）	898,287.29	783,370.02	844,657.50
营业利润（万元）	49,504.01	75,616.22	146,968.69
营业外收入（万元）	26,564.44	29,194.44	22,513.38
利润总额（万元）	75,287.37	104,304.74	169,088.72
综合毛利率	22.32%	26.22%	30.25%
EBITDA（万元）	212,460.52	216,870.11	272,095.82
EBITDA 利息保障倍数	2.99	3.75	5.12
经营活动净现金流净额（万元）	167,796.53	142,921.69	187,877.47

资料来源：公司审计报告

正面：

- 公司主动调整销售策略，水泥销量实现快速增长，收入水平增长较快；
- 公司经营活动现金流表现良好；
- 天瑞铸造与天瑞旅游经营情况良好，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能在一定程度上提高本期债券的本息偿付能力。

关注：

- 国内水泥产能过剩，短期内仍以淘汰落后产能为主，同时水泥下游行业投资增速回落，水泥需求增长或将受到一定抑制，价格存在进一步下滑的可能；
- 受水泥价格下跌影响，公司综合毛利率有所下降，利润水平有所下滑，未来公司收入及盈利能力或仍将受到不利影响；
- 公司在建技改项目以及未来水泥生产线并购面临一定的产能释放风险，新增产能能否达到预期收益存在一定不确定性；
- 公司资产中固定资产占比较大，其中部分已用于抵押，整体资产流动性一般；
- 公司预付款项与其他应收款规模较大，对资金形成了一定占用；
- 预计未来公司水泥技改以及生产线并购需投资规模较大，面临一定的资金压力；
- 公司有息负债规模较大，面临一定的偿债压力；
- 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

姓名：王晨 李飞宾

电话：010-66216006

邮箱：wangch@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]186号文件批准，公司于2013年2月4日公开20亿元公司债券，票面利率为7.10%。

本期债券的起息日为2013年2月4日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2014年至2021年每年的2月4日为上一个计息年度的付息日；如投资者行使回售权，则其回售部分债券的付息日为2014年至2018年每年的2月4日。本期债券的兑付日为2021年2月4日，如投资者行使回售权，则其回售部分债券的兑付日为2018年2月4日。截至2014年5月31日，本期债券本息兑付情况见表1。

表1 截至2014年5月31日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年2月4日	200,000	-	14,200	200,000

资料来源：公司提供

扣除发行费用后，本期债券募集资金19.84亿元。截至2013年末，本期债券募集资金已全部使用完毕，其中1.6亿元用于补充公司营运资金，18.24亿元用于收购10个粉磨站、3个熟料生产线和1座矿山（配套熟料生产线）。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本仍为20.89亿元，未发生变更；控股股东、实际控制人以及主营业务均未发生变化。2013年，公司新增6家纳入合并范围的子公司，详见下表。

表2 2013年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	业务性质	注册资本	持股比例
辽阳天瑞诚兴水泥有限公司	水泥	2,000	70%
辽阳天瑞威企水泥有限公司	水泥	3,900	100%
大连金海岸建材集团有限公司	水泥	4,500	100%
辽宁辽东水泥集团有限公司	水泥	1,000	100%
辽宁辽塔集团水泥有限公司	水泥	20,500	100%
信阳金龙水泥有限责任公司	水泥	1,800	70%

资料来源：公司提供

截至2013年12月31日，公司资产总额为204.35亿元，归属于母公司所有者权益合计为71.18亿元，资产负债率为64.92%。2013年度，公司实现营业收入89.83亿元，实现利润总额7.53亿元，经营活动产生的现金流量净额16.78亿元。

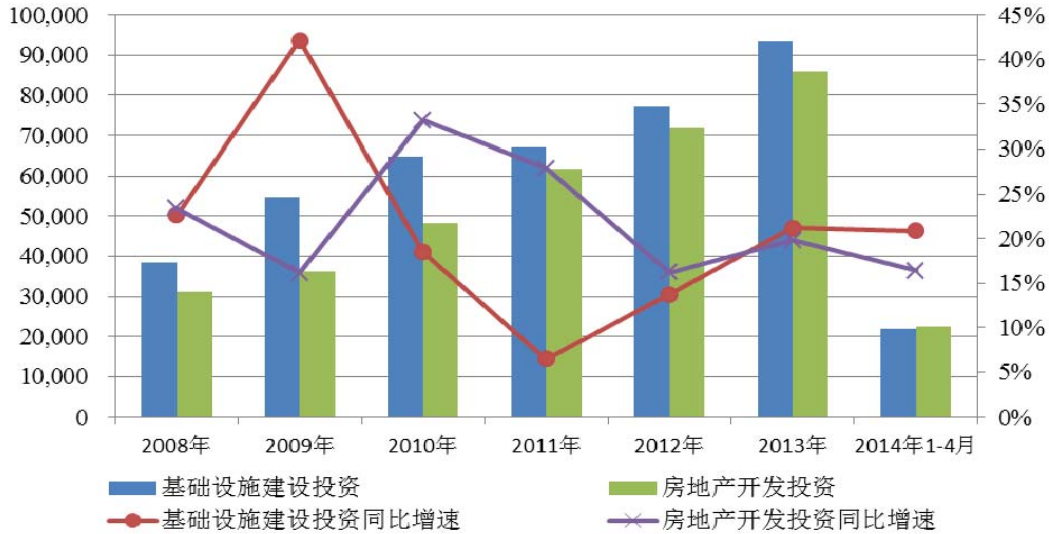
三、运营环境

水泥行业短期内产能过剩局面仍较为严峻，同时受房地产等下游行业投资增速回落影响，水泥需求增长或将受到一定抑制，价格仍存在进一步下滑的可能

2013年，我国宏观经济增速仍处于放缓阶段，GDP同比增速为7.7%，与2012年持平。随着近几年我国宏观经济增速不断放缓，水泥行业产能过剩的局面愈发凸显。根据中国水泥协会初步统计，2013年全国新增水泥熟料生产线72条，全年新增水泥熟料年设计产能9,430万吨，日产4,000吨以上生产线49条；日产2,000-4,000吨生产线23条。截至2013年末，我国水泥熟料生产线累积1,714条，产能达到17亿吨。2013年我国水泥熟料总产量为13.62亿吨，产能过剩约3.5亿吨；截至2013年末，我国水泥产能约为32亿吨，全年水泥总产量24.14亿吨，产能过剩约8亿吨。

2014年1-4月，我国水泥总产量6.72亿吨，同比增长4.34%，增速较2012年同期下降4.06个百分点，增速回落一方面是1、2月份水泥需求淡季因素的作用，另一方面也有基建、地产投资需求回落的影响。尽管房地产开发投资增速2013年有所回升，但与此前年度相比处于较低水平。从2014年前4个月的情况来看，我国基建与房地产投资增速均出现了下滑。2014年1-4月，我国基础设施建设投资21,880.23亿元，同比增长20.85%，增速较2013年同期下降3.18个百分点；房地产开发投资22,321.56亿元，同比增长15.40%，增速较2013年同期下降4.7个百分点。

图1 2008-2014年4月我国基建与房地产开发投资情况（单位：亿元）

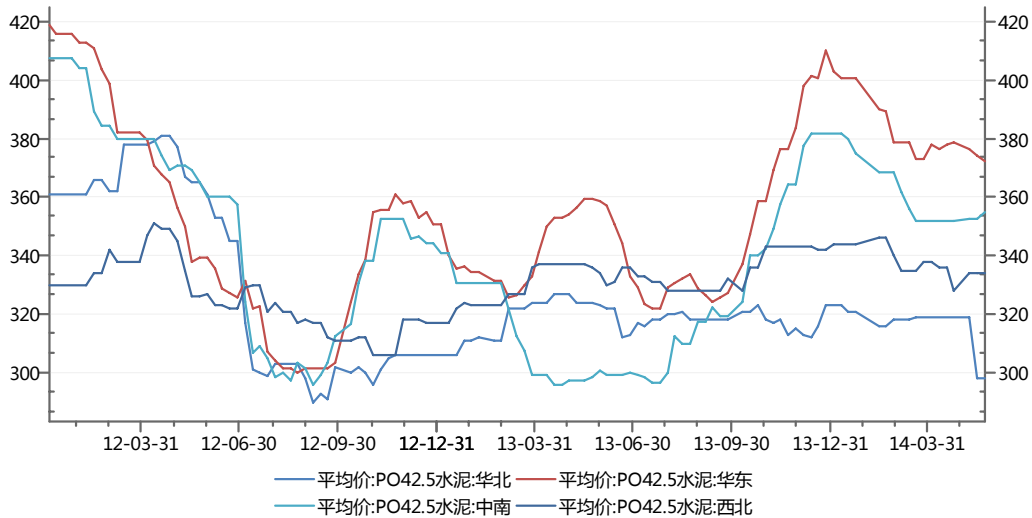


数据来源：Wind

2014年以来，房地产行业出现较大转变，2014年1-4月，全国商品房销售面积27,709万平方米，同比下降6.9%，降幅比1-3月份扩大3.1个百分点，其中，住宅销售面积下降8.6%，办公楼销售面积下降0.2%；商品房销售额18,307亿元，同比下降7.8%，降幅比1-3月份扩大2.6个百分点，其中，住宅销售额下降9.9%，办公楼销售额下降10.2%。销售的不利对房地产新开工面积造成了较大影响，2014年1-4月，全国房屋新开工面积4.32亿平方米，同比下降22.10%。销售与新开工面积的下降必将影响房地产后续的投资情况，水泥下游需求将受到一定抑制。

由于基建与房地产开发投资增速在2013年有所回升，因此，水泥价格也有所提高，2013年末达到高点，部分地区全年价格增幅超过15%，最低增幅也有5%左右。然而，进入2014年以来，一方面下游需求行业增速回落，另一方面，较高的库存也对水泥价格形成一定打压，2013年末水泥库存较年初增长25.1%，此外，1-3月份为水泥消费淡季，上述不利因素共同导致水泥价格转入下跌通道，截至2014年5月下旬，部分地区水泥价格与年初相比跌幅已接近10%。

图2 2012.01-2014.04水泥价格走势情况（单位：元/吨）



数据来源: Wind

目前,我国水泥行业仍不断有新增产能投产,但规模已有所下滑,据公开资料,2014年一季度,全国新投产熟料生产线约为11条,预计全年新增熟料产能在6,000万吨左右。面对产能过剩的严峻形势,国家不断加大力度淘汰落后产能,2013年水泥行业淘汰落后产能任务为7,345万吨,2014年政府工作报告中提到,全年要淘汰水泥落后产能4,200万吨,2014年5月,我国工业和信息化部公布,2014年水泥(熟料及磨机)淘汰落后产能目标为5,050万吨,较政府工作报告提高850万吨,淘汰落后产能仍是化解水泥行业产能过剩的重要手段之一。

整体来看,短期内,水泥行业产能过剩的局面仍较为严峻,同时房地产等下游行业投资增速回落,水泥需求增长或将受到一定抑制,水泥价格仍存在进一步下滑的可能。长期来看,落后产能的不断淘汰将对水泥行业的良性发展起到积极地促进作用,随着西部大开发的不断推进以及我国城镇化率的不断提高,水泥行业的需求还是有一定保障。

四、经营与竞争

公司主要从事熟料及水泥的生产和销售,是河南省规模最大的水泥生产企业。跟踪期内,公司收入水平保持稳定增长,全年实现主营业务收入89.45亿元,较2012年增长15.34%,但受水泥价格下跌影响,公司主营业务毛利率有所下滑,2013年为22.18%,较2012年下降3.61个百分点。

表3 2012-2013年公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2013年		2012年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
水泥	804,592.29	22.27%	677,070.41	25.21%

熟料	83,166.43	20.95%	87,050.67	21.30%
其他	6,766.27	26.74%	11,406.19	94.72%
合计	894,524.99	22.18%	775,527.28	25.79%

资料来源：公司提供

公司水泥产销量实现快速增长，收入水平增长较快，但受价格下跌影响，盈利能力有所下滑，未来公司收入及盈利能力或仍将受到水泥价格下跌的不利影响

跟踪期内，公司继续推进水泥熟料生产线并购业务，全年共完成1条熟料生产线与6台水泥磨机的收购，分别为辽宁辽塔集团水泥有限公司124万吨熟料生产线、辽宁辽东水泥集团有限公司70万吨水泥磨机、信阳金龙水泥有限责任公司100万吨水泥磨机、辽阳天瑞威企水泥有限公司2台60万吨水泥磨机、辽阳天瑞诚兴水泥有限公司80万吨水泥磨机和大连金海岸建材集团有限公司60万吨水泥磨机。截至2013年末，公司拥有15条熟料生产线，产能为2,240万吨/年；水泥磨机45台，产能达到4,413万吨/年。公司水泥熟料产能分布在河南、辽宁、安徽以及天津地区，其中河南地区产能占比约为70%。

表4 截至2013年末公司水泥与熟料产能分布情况

地区	生产线数量		设计产能	
	熟料（条）	磨机（台）	熟料（万吨/年）	水泥（万吨/年）
河南	10	31	1,595.5	3,023.0
辽宁	4	11	496.0	1,050.0
安徽	1	1	148.5	100.0
天津	-	2	-	240.0
合计	15	45	2,240.0	4,413.0

资料来源：公司提供

2013年，公司水泥销量实现快速增长，全年销售水泥3,662.52万吨，较2012年增长40.35%。跟踪期内，一方面，公司主动调整销售政策，确定了以市场占有率作为目标的营销战略；另一方面，依托河南与辽宁两省的公路、铁路、水利等重点项目，公司大力开拓市政项目市场，目前公司水泥销售已覆盖郑州-徐州、丹东-大连、沈阳-丹东、沈阳-北京高铁与登封-汝州、商丘-少林寺高速公路以及南水北调郑州至南阳段水利工程等。随着销量的不断提升，公司水泥熟料产量也出现较大增长，2013年公司熟料产量为2,629.38万吨，较2012年增长26.31%，产能利用率由98.38%提升至117.38%；水泥产量为3,646.07万吨，较2012年增长43.75%，产能利用率由63.68%提升至82.62%。

表5 2012-2013年公司水泥与熟料产销情况（万吨/年、万吨、元/吨）

项目		2013年	2012年
熟料	产能	2,240.00	2,116.00

	产量	2,629.38	2,081.70
	销量	411.51	364.06
	平均售价	202.1	239.11
	产能利用率	117.38%	98.38%
水泥	产能	4,413.00	3,983.00
	产量	3,646.07	2,536.39
	销量	3,662.52	2,609.63
	平均售价	219.68	259.45
	产能利用率	82.62%	63.68%

资料来源：公司提供

随着销量的快速增长，公司水泥销售收入保持较快增长，2013年为80.46亿元，较2012年增长18.83%。然而，受水泥行业景气度下降影响，公司水泥熟料产品销售均价有所下滑，其中水泥平均售价同比下降15.33%，熟料平均售价同比下降15.48%。受此影响，公司熟料销售收入同比下降4.46%，同时水泥及熟料盈利能力均出现下降，2013年公司水泥销售毛利率为22.27%，较2012年下降2.94个百分点；熟料销售毛利率为20.95%，较2012年下降0.35个百分点。目前，我国水泥行业产能过剩局面仍较为严峻，水泥价格仍存在进一步下滑的可能，未来公司收入以及盈利能力或将受到不利影响。

从产品销售区域上来看，由于公司产能主要分布在河南与辽宁地区，而水泥存在一定的销售半径，故公司收入主要来源于河南与辽宁两省。2013年，公司在河南省实现主营业务收入55.15亿元，占公司主营业务收入的比重达到61.66%；辽宁省实现主营业务收入27.79亿元，占比为31.06%。从盈利水平上看，2013年公司河南省盈利能力相比与辽宁省略高，主要系河南省生产成本相对较低所致。

表6 2012-2013年公司主营业务收入区域分布情况（万元）

项目	2013年		2012年	
	收入	比重	收入	比重
辽宁	277,876.18	31.06%	206,936.38	26.68%
河南	551,541.99	61.66%	528,320.37	68.12%
安徽	49,822.65	5.57%	33,731.75	4.35%
天津	15,284.17	1.71%	6,538.79	0.84%
合计	894,524.99	100.00%	775,527.28	100.00%

资料来源：公司提供

随着在建技改项目投产以及水泥并购业务的不断开展，未来公司收入水平有望实现持续增长，但仍将面临一定的产能释放风险，新增产能能否达到预期收益存在一定不确定性

短期内，国内水泥行业以淘汰落后产能为主，公司积极响应国家政策，不断推进现有生

产线的技术改造与优化提升。目前公司主要进行的水泥生产线技改项目如下表所示，总投资规模为10.96亿元，截至2013年末已投资8.14亿元，未来尚需投资2.82亿元。目前，公司多数水泥技改项目工程进度已超过80%，将在1-2年内实现投产。同时，未来公司将继续推进水泥熟料生产线的并购业务，水泥及熟料产能将继续提升，业务规模将继续扩大，收入水平有望实现持续增长。

表7 截至2013年末公司主要在建水泥技改项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资
南召生产线技改工程	12,138.40	10,560.41
卫辉生产线技改工程	24,529.67	22,076.70
光山生产线技改工程	14,130.50	13,000.06
荥阳生产线技改工程	50,231.16	27,627.14
辽塔生产线技改工程	2,957.86	2,514.18
禹州生产线技改工程	5,655.65	5,655.65
合计	109,643.24	81,434.14

资料来源：公司提供

然而，需要关注的是，目前国内水泥产能过剩较为严峻，同时受房地产等下游行业增速回落影响，水泥需求增长或将受到一定抑制，公司水泥业务仍将面临一定的产能释放风险，新增产能能否达到预期收益存在一定不确定性。

公司主要原材料采购均价有所下跌，同时公司不断推进降低能耗工作，并取得一定效果，生产成本在一定程度上得到降低

原料供应方面，目前公司10个熟料生产基地均拥有自己的矿山，石灰石主要通过自有矿山供应，基本能够满足公司自身熟料生产需求。除此之外，煤炭和电力是公司主要的原材料，其中煤炭采购金额最大，2013年达到21.94亿元。受益于煤炭价格不断下跌，2013年公司煤炭采购均价同比下降16.09%，公司生产成本得到了一定程度下降。跟踪期内，公司电力采购均价未发生变化，随着公司业务规模的扩大，电力采购金额同比增长28.80%。其他原材料主要包括硫酸渣、石膏、混合材等，跟踪期内，上述原材料的采购均价较2012年分别下降8.14%、7.24%和3.07%。

表8 2012-2013年公司主要原材料采购情况（万吨、万元、万千瓦时、元/吨、元/千瓦时）

项目	2013年			2012年		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价
煤炭	373.29	219,392.36	587.73	309.72	216,938.15	700.43
电力	200,257.82	113,567.50	0.57	153,468.06	88,172.34	0.57
硫酸渣	163.76	11,784.81	71.96	107.40	8,413.33	78.34

石膏	203.18	17,643.60	86.84	140.55	13,157.98	93.62
混合材	1,009.17	71,014.20	70.37	694.21	50,396.34	72.60

资料来源：公司提供

面对水泥行业产能过剩的不利局面，跟踪期内，公司通过技术改造与加强管理等方面不断推进降低水泥生产能耗工作。2013年，公司尝试利用钢渣代替硫酸渣，并改进煅烧操作方法，目前已取得一定效果，截至2013年末，公司已在卫辉、大连等分子公司实现钢渣替代硫酸渣进行生料配料。同时，公司还通过加强原料质量控制、对部分生产系统进行技改，优化工艺参数，并不断加强生产管理，在能耗方面取得了一定实效。2013年，公司吨熟料均煤耗较2012年下降6.5千克/吨，吨熟料综合电耗较2012年下降2.6千瓦时/吨，PC水泥平均工序电耗较2012年下降1.2千瓦时/吨，PO水泥平均工序电耗较2012年下降2.6千瓦时/吨。此外，跟踪期内，公司余热发电不断得到改进，2013年熟料生产线平均吨熟料发电量较2012年提高1.1千瓦时/吨，全年余热发电达到8.99亿度，供电自给率为30.37%。

整体来看，跟踪期内，公司主要原材料采购均价有所下跌，同时公司不断推进降低能耗工作，并取得一定效果，生产成本在一定程度上得到降低。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2012-2013年审计报告，公司会计报表按照新会计准则编制。2013年，公司新增6家纳入合并范围的子公司。

财务分析

资产结构与质量

公司资产稳定增长，但固定资产占比较大，其中部分已用于抵押，且预付款项与其他应收款规模较大，对资金形成了一定占用，整体资产流动性一般

截至2013年末，公司资产总额为204.35亿元，较2012年末增长13.27%，资产规模稳定增长。从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，截至2013年末，非流动资产占总资产的比重为62.91%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要包括现金、银行存款和其他货币资金，截至2013年末为31.52亿元，其中使用受到限制的货币资金合计为13.37亿元，占全部货币资金的比重为42.43%，主要系银行承兑汇票、保函、信用证等保证金。应收票据均为银行承兑汇票，2013年末较2012年末下降41.84%。公司应收账款主要为应收水泥销售款，截至2013年末为3.69亿元，其中应收前五名单位款项合计为1.30亿元，占应收账款账面余额的比重为34.85%，存在一定的集中度风险。公司预付款项主要为预付原料采购款，截至2013年末为15.82亿元，较2012年末增长13.81%。公司其他应收款主要系往来款，截至2013年末为12.30亿元，较2012年末增长150.87%，其中应收前五名单位款项合计为1.49亿元，占其他应收款账面余额的比重为12.02%，集中度不高。公司预付款项与其他应收款规模较大，对公司资金形成了一定占用。公司存货相对稳定，截至2013年末为9.59亿元，其中主要包括原材料7.04亿元和库存商品2.36亿元。

表9 2012-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	315,212.54	15.42%	276,542.75	15.33%
应收票据	27,158.70	1.33%	46,695.05	2.59%
应收账款	36,909.40	1.81%	26,924.13	1.49%
预付款项	158,195.31	7.74%	138,996.25	7.70%
其他应收款	122,977.68	6.02%	49,021.04	2.72%
存货	95,898.02	4.69%	90,162.08	5.00%
流动资产合计	757,851.65	37.09%	628,341.31	34.83%
固定资产	1,017,084.37	49.77%	1,003,024.57	55.60%
在建工程	83,245.29	4.07%	17,442.55	0.97%
无形资产	91,028.36	4.45%	77,899.69	4.32%
非流动资产合计	1,285,681.74	62.91%	1,175,764.58	65.17%
资产总计	2,043,533.39	100.00%	1,804,105.88	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司非流动资产主要为固定资产、在建工程 and 无形资产。公司固定资产主要包括房屋建筑物与机器设备，截至2013年末为101.71亿元，占公司总资产的比重为49.77%，规模较大。无形资产主要为矿山开采权与土地使用权，截至2013年末合计为9.10亿元。目前，公司已用于抵押的房屋建筑物、机器设备、矿山开采权与土地使用权的账面价值合计为22.80亿元。在建工程主要系熟料水泥生产线技改工程，截至2013年末为8.32亿元，较2012年末增长

377.25%，主要系上述生产线技改工程于2013年开展所致。

总体来看，跟踪期内公司资产稳定增长，但固定资产占比较大，其中部分已用于抵押，且预付款项与其他应收款规模较大，对资金形成了一定占用，整体资产流动性一般。

资产运营效率

公司资产运营效率相对稳定

跟踪期内，公司应收账款与应付账款周转率保持相对稳定，随着业务规模的扩大，存货周转率有所提升，因此公司净营业周期有所下降。整体来看，公司资产运营效率相对稳定，2013年公司流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数同比增速分别为7.23%、-8.21%和0.63%。目前，公司业务规模保持稳定提升，但随着产能的不断增长，固定资产仍将保持较大规模，预计未来公司资产运营效率难有较大提升。

表10 2012-2013年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2013年	2012年
应收账款周转天数	12.79	11.07
存货周转天数	47.99	56.20
应付账款周转天数	40.26	40.02
净营业周期	20.52	27.25
流动资产周转天数	277.77	259.05
固定资产周转天数	404.79	441.00
总资产周转天数	771.00	775.87

资料来源：公司审计报告

盈利能力

公司营业收入保持稳定增长，但受水泥价格下跌影响，综合毛利率有所下降，利润水平有所下滑

跟踪期内，公司收入水平继续保持稳定增长，2013年实现营业收入89.83亿元，同比增长14.67%，主要系得益于水泥销量提升，公司水泥产品销售收入同比增长18.83%。公司收入主要来源于熟料与水泥的生产与销售，但目前我国水泥行业产能过剩局面仍较为严峻，水泥价格仍存在进一步下滑的可能，未来公司收入水平或将受到一定不利影响。

受水泥价格下跌影响，跟踪期内，公司综合毛利率有所下滑，2013年为22.32%，较2012年下降3.90个百分点，由此导致了营业利润的下降，同比降幅为34.53%。受此影响，2013

年公司利润总额为7.53亿元，较2012年下降27.82%。此外，跟踪期内，公司营业外收入仍保持在较大规模，达到2.66亿元，其中政府补助2.54亿元，包括1.93亿元增值税返还¹和0.61亿元其他政府补助，对公司利润形成了一定补充，2013年公司营业外收入占公司利润总额的比重为35.28%。

表11 2012-2013年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013年	2012年
营业收入	898,287.29	783,370.02
营业利润	49,504.01	75,616.22
营业外收入	26,564.44	29,194.44
利润总额	75,287.37	104,304.74
净利润	55,502.36	78,088.21
综合毛利率	22.32%	26.22%
期间费用率	15.96%	15.55%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司经营活动现金流表现良好，但预计未来投资规模较大，面临一定的资金压力

尽管净利润有所下滑，但非付现费用与非经营损益均有所增长，公司现金生成能力保持相对稳定，FFO达到20.11亿元，较2012年增长1.06%。跟踪期内，公司经营活动现金流表现较好，主要原因在于公司现金生成能力较强，但经营性应收项目的持续增加对公司经营活动现金流净额产生了一定负面影响。从销售收现比率来看，公司收入的现金回笼情况良好，且保持稳定，2013年销售收现比率为110.84%。

跟踪期内，公司投资活动继续保持较大规模的现金净流出。2013年，公司投资活动现金流出主要包括两个方面：在建工程不断推进所带来的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与收购子公司所支付的现金。未来，公司将继续推进现有生产线的技术改造，同时将继续通过并购来扩大业务规模，资本性支出预计规模较大，仍将面临一定的资金压力。跟踪期内公司继续依赖于外部融资，其中取得借款收到现金50.91亿元、发行债券收到现金48.69亿元，因此，2013年公司筹资活动现金净流入规模较2012年增长215.79%。目前公司投资资金需求较大，经营活动现金流尚不能覆盖，未来仍将依靠外部融资解决资金压力。

表12 2012-2013年公司现金流情况表（单位：万元）

¹根据《财政部、国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的补充的通知》（财税[2009]163号），公司及下属子公司享受增值税即征即退政策。

项目	2013年	2012年
净利润	55,502.36	78,088.21
非付现费用	70,140.27	59,736.12
非经营损益	75,492.26	61,205.82
FFO	201,134.89	199,030.15
营运资本变化	-33,338.37	-56,108.46
其中：存货的减少（减：增加）	-5,735.94	125.27
经营性应收项目的减少（减：增加）	-43,115.81	-84,363.01
经营性应付项目的增加（减：减少）	15,513.38	28,129.28
经营活动产生的现金流量净额	167,796.53	142,921.69
投资活动产生的现金流量净额	-298,255.70	-225,893.51
筹资活动产生的现金流量净额	252,556.05	79,976.38
现金及现金等价物净增加额	121,778.86	-2,995.42

资料来源：公司审计报告

资本结构和财务安全性

公司有息负债规模较大，面临一定的偿债压力

跟踪期内，公司负债规模继续保持增长，截至2013年末达到132.67亿元，较2012年末增长15.59%，其中，流动负债占负债总额的比重下降11.93个百分点至64.63%。截至2013年末，公司所有者权益为71.68亿元，较2012年末增长9.22%；产权比率为185.09%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

表13 2012-2013年公司资本结构（单位：万元）

项目	2013年	2012年
负债合计	1,326,726.29	1,147,830.80
其中：流动负债	857,434.22	878,765.27
非流动负债	469,292.07	269,065.52
所有者权益合计	716,807.10	656,275.09
产权比率	185.09%	174.90%

资料来源：公司审计报告

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债构成。截至2013年末，公司短期借款为30.78亿元，其中包括信用借款10.44亿元、抵押借款4.99亿元、保证借款12.44亿元和质押借款2.91亿元。应付票据均为银行承兑汇票。应付账款主要为原料采购款与工程建设款；其他应付款主要为设备质保金。其他流动负债为短期融资券，截至2013年末为21亿元。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款3.24亿元和一年内到期的应付债券3.00亿元。

表14 2012-2013年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	307,800.16	23.20%	374,066.07	32.59%
应付票据	116,000.00	8.74%	259,700.00	22.63%
应付账款	90,335.87	6.81%	65,724.73	5.73%
其他应付款	37,164.40	2.80%	35,425.14	3.09%
其他流动负债	210,000.00	15.83%	100,000.00	8.71%
一年内到期的非流动负债	62,400.00	4.70%	16,178.53	1.41%
流动负债合计	857,434.22	64.63%	878,765.27	76.56%
长期借款	83,000.00	6.26%	135,000.00	11.76%
应付债券	350,000.00	26.38%	100,000.00	8.71%
长期应付款	21,221.63	1.60%	26,579.12	2.32%
非流动负债合计	469,292.07	35.37%	269,065.52	23.44%
负债总额	1,326,726.29	100.00%	1,147,830.80	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2013年末，公司长期借款为8.30亿元，其中包括信用借款6.00亿元、保证借款0.30亿元和抵押借款2.00亿元。应付债券包括中期票据和本期债券，其中中期票据规模为15亿元，包括两期中期票据（规模分别为2亿元和5亿元）和两期非公开定向债务融资工具（规模均为4亿元）。长期应付款主要为应付融资租赁款，截至2013年末为1.84亿元。

截至2013年末，公司资产负债率为64.92%，水平仍较高。截至2013年末公司有息负债达到114.76亿元，规模较大，占公司负债总额的比重为86.50%，其中短期有息负债为69.62亿元，占公司有息负债的比重为60.66%。跟踪期内，尽管公司流动比率与速动比率有所提高，但目前水平仍较低，EBITDA保持相对稳定，但受利息支出增长影响，公司EBITDA利息保障倍数有所下滑，目前水平较低。整体而言，公司有息负债规模较大，面临一定的偿债压力，且预计未来资本性支出规模较大，仍将依赖于外部融资，债务压力有可能进一步增大。

表15 2012-2013年公司偿债能力指标

项目	2013年	2012年
资产负债率	64.92%	63.62%
流动比率	0.88	0.72
速动比率	0.77	0.61
EBITDA（万元）	212,460.52	216,870.11
EBITDA 利息保障倍数	2.99	3.75

资料来源：公司审计报告

六、债券偿还保障分析

本期债券担保方天瑞集团铸造有限公司与天瑞集团旅游发展股份有限公司经营情况良好，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能在一定程度上提高本期债券的本息偿付保障

1.担保条款

天瑞集团铸造有限公司（以下简称“天瑞铸造”）和天瑞集团旅游发展股份有限公司（以下简称“天瑞旅游”）为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

2.担保人基本情况

➤ 天瑞集团铸造有限公司

跟踪期内，天瑞铸造注册资本、股权结构、主营业务均未发生变更。天瑞铸造于1998年被铁道部定为“铁路产品定点生产厂”，与铁道部机车车辆总公司及部属企业保持着良好的合作关系，主要产品为摇枕和侧架，主要销往铁道部的所属企业以及出口美国与俄罗斯等。

截至2013年12月31日，天瑞铸造资产总额为76.86亿元，所有者权益合计为49.05亿元，资产负债率为36.19%。2013年度，天瑞铸造实现营业收入9.08亿元，实现利润总额2.47亿元，经营活动产生的现金流量净额3.67亿元。

表16 2012-2013年天瑞铸造主要财务指标

项目	2013年	2012年
总资产（万元）	768,640.05	695,658.88
所有者权益合计（万元）	490,490.47	468,633.58
资产负债率	36.19%	32.63%
流动比率	0.92	0.85
速动比率	0.78	0.60
营业收入（万元）	90,751.43	122,287.69
营业利润（万元）	15,205.79	19,263.56
政府补助（万元）	8,396.78	6,012.23
利润总额（万元）	24,653.09	25,289.95
综合毛利率	29.30%	25.08%
EBITDA（万元）	47,501.60	43,082.51
经营活动现金流净额（万元）	36,728.21	5,070.86

资料来源：天瑞铸造审计报告

➤ 天瑞集团旅游发展股份有限公司

2013年12月，天瑞旅游增加注册资本3亿元，截至2013年末，天瑞旅游注册资本为10.10亿元，控股股东仍为天瑞集团股份有限公司，持股比例由61.69%下降至43.37%。跟踪期内，天瑞旅游主营业务未发生变更。

天瑞旅游主营旅游资源和旅游项目的开发经营业务，下辖景区主要包括尧山风景名胜区、中原大佛、世纪吉祥钟、六羊山通天河景区、真武顶风景区等。2013年2月，天瑞旅游投入使用一座五星级度假酒店和温泉养生洗中心，其中度假酒店拥有客房550间。目前，天瑞旅游尚有一座五星级酒店正在建设，预计2014年10月投入使用。

截至2013年12月31日，天瑞旅游资产总额为112.78亿元，所有者权益合计为71.95亿元，资产负债率为36.21%。2013年度，天瑞旅游实现营业收入4.04亿元，实现利润总额2.01亿元，经营活动产生的现金流量净额0.82亿元。

表17 2012-2013年天瑞旅游主要财务指标

项目	2013年	2012年
总资产（万元）	1,127,836.34	1,037,212.10
所有者权益合计（万元）	719,472.36	675,225.53
资产负债率	36.21%	34.90%
流动比率	1.16	0.81
速动比率	1.14	0.80
营业收入（万元）	40,358.72	9,670.48
营业利润（万元）	22,218.43	-933.03
政府补助（万元）	305.00	1,980.00
利润总额（万元）	20,137.43	987.67
综合毛利率	88.62%	62.42%
EBITDA（万元）	26,352.12	6,873.47
经营活动现金流净额（万元）	8,185.93	16,669.81

资料来源：天瑞旅游审计报告

整体来看，跟踪期内，天瑞铸造和天瑞旅游经营情况未发生重大变化，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能在一定程度上提高本期债券的本息偿付保障。

七、或有事项

截至2013年末，公司分别为天瑞集团云阳铸造有限公司和汝州天瑞煤焦化有限公司提供2.5亿元和5.22亿元的担保，担保金额合计为7.72亿元，占公司期末净资产的比重为10.77%，

存在一定的或有负债风险。

表18 截至2013年末公司对外担保情况

被担保企业名称	担保金额（万元）
天瑞集团云阳铸造有限公司	25,000.00
汝州天瑞煤焦化有限公司	52,200.00
合计	77,200.00

资料来源：公司提供

八、评级结论

跟踪期内，公司主动调整销售策略，水泥销量实现快速增长，收入水平增长较快，同时经营活动现金流表现良好；天瑞铸造与天瑞旅游经营情况良好，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能在一定程度上提高本期债券的本息偿付能力。

同时值得关注的是，国内水泥产能过剩，短期内仍以淘汰落后产能为主，同时水泥下游行业投资增速回落，水泥需求增长或将受到一定抑制，价格存在进一步下滑的可能，受此影响，公司综合毛利率有所下降，利润水平有所下滑，未来公司收入及盈利能力或仍将受到不利影响；公司在建技改项目以及未来水泥生产线并购需投资规模较大，存在一定的资金压力，且面临一定的产能释放风险，新增产能能否达到预期收益存在一定不确定性；公司资产中固定资产占比较大，其中部分已用于抵押，且预付款项与其他应收款规模较大，对资金形成了一定占用，整体资产流动性一般；有息负债规模较大，面临一定的偿债压力；公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
流动资产：			
货币资金	315,212.54	276,542.75	159,781.33
交易性金融资产	-	-	25,000.00
应收票据	27,158.70	46,695.05	16,605.61
应收账款	36,909.40	26,924.13	21,245.06
预付款项	158,195.31	138,996.25	98,176.80
其他应收款	122,977.68	49,021.04	87,972.80
存货	95,898.02	90,162.08	90,287.35
其他流动资产	1,500.00	-	-
流动资产合计	757,851.65	628,341.31	499,068.95
非流动资产：			
可供出售金融资产	-	-	400.00
长期股权投资	-	1,545.80	4,262.78
固定资产	1,017,084.37	1,003,024.57	916,211.29
在建工程	83,245.29	17,442.55	23,778.87
工程物资	1,028.38	4,301.59	8,000.97
固定资产清理	315.14	315.14	315.14
无形资产	91,028.36	77,899.69	64,637.75
商誉	23,005.07	5,022.12	4,353.15
长期待摊费用	67,919.04	64,879.98	51,148.27
递延所得税资产	2,056.09	1,333.13	331.98
非流动资产合计	1,285,681.74	1,175,764.58	1,073,440.20
资产总计	2,043,533.39	1,804,105.88	1,572,509.15
流动负债：			
短期借款	307,800.16	374,066.07	296,849.77
应付票据	116,000.00	259,700.00	187,494.28
应付账款	90,335.87	65,724.73	62,766.91
预收款项	12,351.44	24,745.56	29,160.10
应付职工薪酬	3,569.96	672.07	158.95
应交税费	-5,732.47	-5,304.80	4,306.28
应付利息	23,544.86	7,557.97	2,411.83
其他应付款	37,164.40	35,425.14	23,627.45
一年内到期的非流动负债	62,400.00	16,178.53	76,323.97
其他流动负债	210,000.00	100,000.00	50,000.00
流动负债合计	857,434.22	878,765.27	733,099.55
非流动负债：			

长期借款	83,000.00	135,000.00	224,630.65
应付债券	350,000.00	100,000.00	30,000.00
长期应付款	21,221.63	26,579.12	3,880.33
专项应付款	-	-	1,580.00
预计负债	741.59	483.00	264.13
递延所得税负债	10,976.46	3,502.84	866.41
其他非流动负债	3,352.39	3,500.56	186.15
非流动负债合计	469,292.07	269,065.52	261,407.68
负债合计	1,326,726.29	1,147,830.80	994,507.22
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	208,947.37	208,947.37	208,947.37
资本公积	90,769.48	91,068.48	91,068.48
盈余公积	794.48	794.48	794.48
未分配利润	411,249.83	353,369.66	273,190.49
归属于母公司所有者权益合计	711,761.17	654,179.99	574,000.82
少数股东权益	5,045.94	2,095.09	4,001.10
所有者权益合计	716,807.10	656,275.09	578,001.92
负债和所有者权益总计	2,043,533.39	1,804,105.88	1,572,509.15

附录二 合并利润表（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	898,287.29	783,370.02	844,657.50
二、营业总成本	847,237.48	705,065.08	696,333.85
其中：营业成本	697,819.77	577,972.52	589,129.81
营业税金及附加	5,794.20	5,209.10	4,890.18
销售费用	34,712.11	27,302.11	26,078.34
管理费用	37,724.61	37,714.44	25,758.51
财务费用	70,915.89	56,788.54	50,178.13
资产减值损失	270.90	78.37	298.88
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-1,545.80	-2,688.72	-1,354.96
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	49,504.01	75,616.22	146,968.69
加：营业外收入	26,564.44	29,194.44	22,513.38
减：营业外支出	781.08	505.92	393.36
其中：非流动资产处置损失	-	93.27	238.71
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	75,287.37	104,304.74	169,088.72
减：所得税费用	19,785.01	26,216.52	41,749.42
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	55,502.36	78,088.21	127,339.30
归属于母公司所有者的净利润	57,880.17	80,179.17	127,338.20
少数股东损益	-2,377.82	-2,090.95	1.10
六、综合收益总额	55,502.36	78,088.21	127,339.30
归属于母公司所有者的综合收益总额	57,880.17	80,179.17	127,338.20
归属于少数股东的综合收益总额	-2,377.82	-2,090.95	1.10

附录三-1 合并现金流量表（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	995,629.18	866,578.64	1,046,632.04
收到的税费返还	21,862.34	23,927.79	18,418.71
收到其他与经营活动有关的现金	9,825.27	1,896.03	2,437.69
经营活动现金流入小计	1,027,316.80	892,402.46	1,067,488.43
购买商品、接受劳务支付的现金	726,610.39	615,873.61	740,499.87
支付给职工以及为职工支付的现金	30,199.22	27,800.83	23,222.29
支付的各项税费	94,173.22	95,931.99	102,303.64
支付其他与经营活动有关的现金	8,537.44	9,874.35	13,585.16
经营活动现金流出小计	859,520.27	749,480.77	879,610.96
经营活动产生的现金流量净额	167,796.53	142,921.69	187,877.47
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	61,415.00	-
取得投资收益收到的现金	-	30.00	3.99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	102.04	171.90	173.56
收到其他与投资活动有关的现金	8,747.27	9,891.10	1,173.07
投资活动现金流入小计	8,849.32	71,508.00	1,350.62
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	234,263.48	140,344.22	166,660.08
投资支付的现金	40,631.54	96,015.00	25,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	32,210.00	3,075.37	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	57,966.92	5,883.71
投资活动现金流出小计	307,105.02	297,401.51	197,543.78
投资活动产生的现金流量净额	-298,255.70	-225,893.51	-196,193.16
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	69,233.90	4,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	4,000.00
取得借款收到的现金	509,083.49	390,900.87	341,712.45
发行债券收到的现金	486,900.00	168,970.00	79,530.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	20,130.88	-
筹资活动现金流入小计	995,983.49	649,235.65	425,242.45
偿还债务支付的现金	683,610.72	520,251.77	349,640.27
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	55,313.63	42,790.02	43,288.30
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	-	21.00
支付其他与筹资活动有关的现金	4,503.09	6,217.49	3,242.09
筹资活动现金流出小计	743,427.44	569,259.27	396,170.66
筹资活动产生的现金流量净额	252,556.05	79,976.38	29,071.79

四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-318.01	0.02	-0.05
五、现金及现金等价物净增加额	121,778.86	-2,995.42	20,756.05
加：期初现金及现金等价物余额	59,693.12	62,688.55	41,932.50
六、期末现金及现金等价物余额	181,471.98	59,693.12	62,688.55

附录三-2 合并现金流量表补充资料（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	55,502.36	78,088.21	127,339.30
加：资产减值准备	270.90	78.37	298.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	63,062.11	54,289.96	49,311.69
无形资产摊销	2,704.57	1,861.49	1,686.73
长期待摊费用摊销	4,102.70	3,506.29	1,730.82
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-107.98	93.27	238.71
财务费用（收益以“-”号填列）	67,303.78	56,788.54	50,178.13
投资损失（收益以“-”号填列）	1,545.80	2,688.72	1,354.96
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-722.96	-1,001.15	-177.70
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	7,473.62	2,636.43	242.12
存货的减少（增加以“-”号填列）	-5,735.94	125.27	-41,302.78
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-43,115.81	-84,363.01	-101,713.80
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	15,513.38	28,129.28	98,690.40
经营活动产生的现金流量净额	167,796.53	142,921.69	187,877.47

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产报酬率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	流动资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2]$
	存货周转率(次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率(次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2]$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{应付融资租赁款}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{短期融资券}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。