

版本号：V3.0.201907

水泥企业信用评级方法



2019年7月

水泥企业信用评级方法

一、修订说明

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应水泥行业的发展变化，完善对水泥企业的评级体系，联合资信对水泥企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次公布的《水泥企业信用评级方法（版本号：V3.0.201907）》（以下简称“本方法”）以2018年版本为基础，已经联合资信评级技术委员会审议通过，2019年8月1日起施行。

本次修订主要内容包括，增加适用业务类别、评级方法局限性、关键性假设等内容，并进一步细化对水泥企业分析要素及相关评价标准，以便更为充分地揭示企业风险。联合资信关于水泥企业的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，故本次修订不会对联合资信现有水泥企业级别产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

本方法适用于中国大陆地区水泥企业及其发行的相关普通无担保优先债券（包括中期票据、普通企业债、普通公司债等）。有关水泥企业发行的短期融资券、永续债、次级债券、担保债券、优先股等债项评级的方法，参见相关评级方法。

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者说是对其违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券

（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资产支持证券（信贷资产支持证券、企业资产支持票据、资产支持计划等）、其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度的评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合资信一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

一般来说，企业主体发行的普通优先债券的信用等级等同于主体评级（如发行债券对主体信用等级影响不大）；次级债券等二级资本工具（偿还顺序劣后于普通优先债券）要低于主体信用等级一个子级；优先股等混合资本工具信用等级要根据有关条款进一步降低。具体方法参见联合资信有关评级方法。

三、行业定义

根据国家统计局公布的国民经济行业分类（GB/T4754-2017），水泥行业指以水泥熟料加入适量石膏或一定混合材，经研磨设备（水泥磨）磨制到规定的细度，制成水凝水泥的生产活动，还包括水泥熟料的生产活动。本评级方法所指水泥企业是指水泥资产规模、销售收入或利润 50%以上来自于水泥、熟料生产和销售的企业。

四、水泥企业信用评级的关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，企业的违约风险主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以考量。

企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等

外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

债券偿还优先权会影响不同类型债券的信用风险。

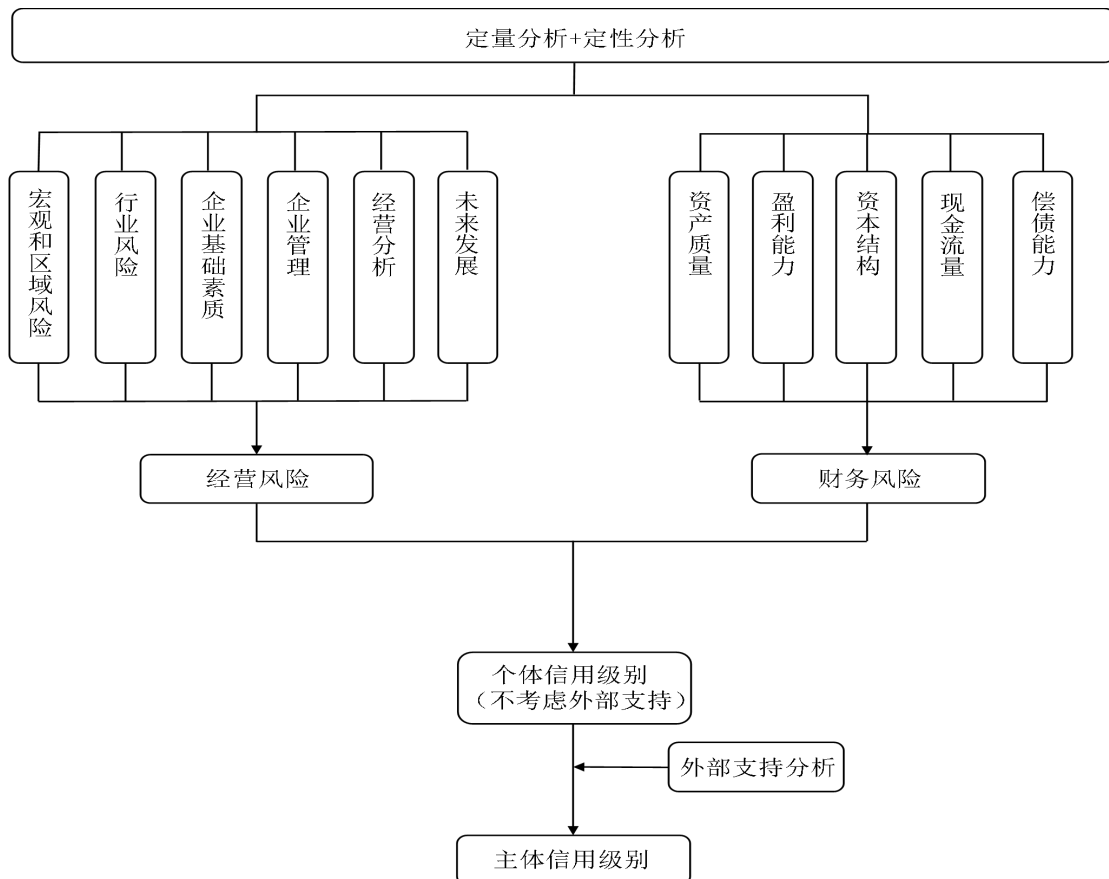
经营风险方面，企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业基础素质越好、企业管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险；通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低。

定性调整方面，通常情况下，不良信用记录、表外重要风险和未来重大不利事项等因素也将影响企业面临的风险。

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将降低企业面临的风险。

图 1 水泥企业评级框架



五、评级方法局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以前历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有重要考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

打分表所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，打分表并未考虑可能损失的程度。

打分表所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响打分表结果。

打分表所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况。打分表中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与打分表中所列示的权重存在显著差异。

六、水泥企业信用评级的主要要素（定性和定量指标）

（一）宏观和区域风险

对宏观和区域风险的分析主要从两方面进行：一是分析宏观经济形势和宏

观政策及其变化对水泥行业发展的影响；二是分析区域经济水平和财政实力、固定资产投资增速等情况来判断地区经济发展水平和发达程度对水泥企业未来发展的影响。

1. 宏观经济分析

水泥行业是国民经济的基础材料工业，因此水泥行业发展与宏观经济发展水平、固定资产投资、人口增长、城镇化水平、产业结构等因素密切相关。在经济健康运行时，工业化和城镇化水平不断提高、固定资产投资力度加大，水泥行业市场空间增大，发展较快；经济下行周期中，城镇化、工业化进程放缓，水泥行业市场空间受到一定挤压，发展放缓。联合资信通过 GDP 增速变化、固定资产投资、基础设施投资增速来判断经济周期，进而评估水泥行业发展的环境；通过财政政策、货币政策等宏观调控政策及其变化趋势及可能性判断未来经济增速、固定资产投资水平的变化。

2. 区域经济分析

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，因此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，同时水泥的价格具有明显的区域分化特征，因此，水泥行业具有较明显的区域性特征，其经营区域的经济水平、固定资产投资增速、供需结构等都会对水泥企业的经营产生较大影响。

（1）区域经济发展水平

区域经济分析重点分析经济发展质量、产业结构合理程度、城镇化进程、居民收入水平等情况来判断地区经济发展水平和发达程度，主要考察指标包括 GDP 及其增速、固定投资增速、城镇化率、人均可支配收入和人均 GDP 等。一般来讲，区域经济发展水平越高，固定投资增速越快，水泥容量越大，业务也越稳定；区域经济增速越快，水泥企业的市场增长空间越大。

（2）供需结构

中国水泥行业与宏观经济发展高度相关，市场化程度高，区域内企业竞争相对充分，产品同质化程度高，行业发展以需求为导向，区域内供需关系将直接影响水泥价格走势，从而影响水泥企业盈利水平和经营稳定性。水泥行业景气度短期内依赖于水泥企业的错峰生产，长期来看，随着政策调整到位，过剩

产能有望持续化解，“一带一路”“京津冀一体化”及雄安新区设立等政策有望带来需求的提振，供需格局有望改善。

联合资信在考察区域经济这一风险要素时要特别关注：区域内经济发展情况及对水泥的需求程度，如房地产、建筑等行业在全行业中所占比例以及基础设施建设投资规模及城镇化推进力度。

（二）行业风险

1. 行业概况

水泥行业是国民经济的基础性产业，具有较强的周期性，且变动趋势与国民经济、全社会固定资产投资规模的变动较为一致，下游主要是房地产和基础设施建设行业，其发展速度与其他行业的关联性较强。大型水泥企业资本密集程度相对较高，需要有较大的资金投入，经营需要形成规模效应，具有较高的进入壁垒和较大的退出成本。从整体上来看，我国除西藏和青海外，其他地区均处在产能过剩状态。水泥行业具有较强的区域性。水泥生产与市场的陆地距离一般在 300 公里以内。目前，中国已经形成了多范围、多格局并存的区域水泥市场。水泥行业销售呈现一定的季节性，从全国大多数地区来看，春节期间建筑活动较少，通常为水泥销售的淡季，大部分水泥厂在此期间停窑大修；三季度南方地区是雨季，土建活动少，是水泥销售的淡季；12 月份及一季度，受气候因素影响，是北方地区水泥行业淡季。

2. 行业政策

水泥行业作为高耗能、高污染、产能过剩的传统行业，相关政策主要涉及推进传统制造业改造、加强节能减排和节能监察力度、提升行业节能标准指标、鼓励推广先进工艺、促进绿色建材生产和水泥窑协同处置生活垃圾水泥等方面。从产能控制方面，国家鼓励水泥工业通过资产重组、联合等形式发展企业集团，力求提高水泥企业的生产集中度和竞争能力。从产业升级方面，国家通过在水泥行业内推行节能减排政策，力求节能降耗、降低环境污染，提高行业进入门槛。这些产业政策有利于大型企业通过并购方式实现规模的增长和市场控制力的迅速扩张，最终改善行业供给关系，使行业利润回归合理水平。

联合资信在考察行业政策时主要关注：（1）淘汰落后产能、化解过剩产能

政策对水泥行业结构、产业布局、行业准入等方面的影响；（2）环保政策对水泥企业技术改造、产品成本、生产线升级等方面的影响，以及对下游需求量的影响。

3. 行业周期性

行业的周期性特征，对于分析行业风险大小、预测行业未来的动向具有重要意义。周期性越强，行业风险波动性越大，总体行业风险越高。处于周期波动不同周期节点，水泥企业将有明显的表现差异。处于上升周期时，水泥产品需求旺盛，水泥企业生产满负荷运营，买卖活跃，财务状况良好；反之，处于下降周期时，水泥产品需求萎靡，生产能力过剩，产品滞销，水泥价格下跌。衡量行业周期性风险的指标可以通过计算各行业在经济周期下降过程中的营业收入和 EBITDA 利润率的平均下降幅度（简称 PTT）来判断。根据分析，水泥行业属于强周期性行业，对宏观经济运行周期的敏感度较高。

4. 行业竞争

行业竞争的程度将会影响到行业内经营企业的盈利水平及其稳定性；行业竞争分析主要从行业准入壁垒、行业竞争格局等方面进行分析。由于水泥产品销售存在销售半径的问题，因此水泥行业的市场竞争主要分析区域内企业的竞争。

大型水泥企业集团之间已形成了比较稳定的区域布局，虽然在部分地区仍存在着不同程度的竞争，但区域竞争格局较为稳定，整体属于垄断竞争的市场格局。具体来说，由于水泥的原料石灰石以及水泥成品均具有价值低、重量大的特点，存在经济运输半径，水泥生产企业需要靠近原料地和销售市场，区域外竞争者若进入本区域则没有价格优势。因此，水泥具有天然的区域竞争的特点。由于中国幅员辽阔，经济发展不平衡，固定资产投资规模和投资增速差异较大，导致跨区域经营的大型水泥生产企业能够规避单一区域经济发展波动的风险，具有较好的抗风险能力和较高的信用水平。

在单一区域市场中，主要关注企业的市场占有率和价格控制能力，具有较高市场占有率的水泥生产企业能够在一定程度上影响区域内水泥价格，降低市场竞争带来的经营风险，具有相对较好的信用风险水平。

5. 行业增长性与盈利能力

行业增长率越高，说明行业发展越快，行业风险越小。行业盈利水平越高，表明行业风险越小。行业的盈利和增长，需要判断上下游行业的影响，要对这些因素进行深入分析。水泥行业具有明显的周期性，水泥行业增长性主要由供需情况决定，通常与人口总量增速、经济发展水平、产业政策关系较紧密。从指标看，行业增长性可以通过行业（样本企业）营业收入增长率、行业增加值增长率、利润总额的增长率、行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等判断。联合资信主要通过行业收入增长趋势、行业利润增长趋势、营业利润率和总资本收益率四个方面对行业增长性与盈利能力进行分析。

6. 行业财务杠杆与偿债能力

行业风险与行业杠杆水平有比较密切的关系。行业特征基本决定了行业的财务杠杆。水泥行业为重资产行业，行业财务杠杆相对较高。衡量行业杠杆与偿债能力的指标包括全部债务资本化比率、资产负债率、全部债务/EBITDA 或经营现金流量净额/EBITDA 等。

联合资信认为水泥行业作为强周期行业，其发展受宏观经济情况、区域经济发展水平和行业政策影响较大，呈现行业进入门槛低、区域内垄断竞争及盈利水平较低等特征。

（三）企业基础素质

企业基础素质分析中，联合资信对受评对象的股东背景、企业规模、资源禀赋及区位条件、技术水平、安全环保、人员素质、外部支持、企业信用记录等方面进行考察和评判，这些因素直接关系到受评对象的生存与发展前景。

1. 股东及股权状况

联合资信通过对股权结构的分析，研究是否有实际控制人（实际控制人是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人或政府）。股权结构比较复杂的，要进行穿透分析。对于无实际控制人的企业，其得到股东支持的可能性就会较低。

有实际控制人的，要以此来分析判断企业性质。企业性质影响到其运营机制，重大决策形成机制等，也直接影响了企业可能获得的外部支持。对于国有

企业，要看是否实行现代企业制度，实际股东情况；对于集体和私营企业，需关注其产权是否明晰，股东是否控制企业。

另外，还要关注企业与母公司及兄弟公司之前的法律关系。对于母子公司而言，母子公司的关系越紧密，子公司对母公司经营成功的作用越是不可缺少，母公司对子公司的干涉就会越多，子公司的违约对母公司的财务状况也会产生很大的影响。因此，需要考察的关键因素是母公司对子公司的投资规模，如果投资额很大，子公司的违约足以威胁到母公司的生存时，母公司就会出于更强的经济动机来关注子公司。兄弟公司之间有可能存在资金互相挪用、生产经营相互依赖等情况，需关注兄弟公司之间的经营往来等。对于家族式民营企业，要关注其家族的整体情况。

2. 企业规模

企业规模并不等同于企业的信用质量，但企业规模大小在一定程度上反映其行业地位和企业抵御风险能力的强弱，此部分主要考察水泥企业的产品生产能力是否已达到经济生产规模；主要产品的产能和产量；与同业比较的规模实力，在行业内或地区内的地位，产品市场占有率等。水泥产品同质性高，且销售半径较短，因此对水泥企业来说，经济规模对其发展尤为重要，取得规模优势能降低生产成本并增强风险抵御能力，因为实现规模经济的水泥企业，其生产规模大、产能高，导致其规模效益突出、上下游议价能力强，因此其利润空间大，价格调节空间大，盈利能力强，竞争力强，在面对行业周期性波动以及抵御外部系统性风险方面，有一定优势。联合资信主要从通过企业的水泥和熟料产能和产量、实际产量、区域内市场占有率、石灰石矿产储量等经营层面因素及资产总额、所有制权益、销售收入、利润等财务层面因素综合判断受评企业的规模。

3. 资源禀赋及区位条件

(1) 资源禀赋

水泥企业与生俱来的资源禀赋对其经营活动有着多方面的影响。水泥行业的上游产业主要是石灰石、煤炭和电力等行业，在水泥的全部成本中，三者占比 60%~70%，因此原材料和能源供应成本的高低对水泥企业的盈利水平影响较

大。如果水泥企业拥有一定规模的资源以及较优的地域分布、数量，这将有助于其控制生产成本和降低价格风险，水泥企业生产成本的控制能力对其盈利能力的影 响十分明显。

（2）区位条件

水泥产品销售半径较小且不易储存，我国各地区经济发展水平不同，对水泥的需求也不尽相同，因此对水泥企业来说，所处区位尤为重要。同时适应当地水泥需求的变化，是决定水泥企业是否具备持续经营和良好未来发展的关键所在。

此外，水泥企业成本费用的控制不仅取决于其自身控制能力，同时也受到当地运输条件的影 响。如果水泥企业所处区域临海、或地处内河航道、或与主要铁路线相连，均有利于水泥企业的运输成本控制，从而提高水泥企业的盈利水平，因而可将其作为判断水泥企业信用风险水平的重要因素之一。同时，水泥企业所处区域的交通条件对水泥企业实现跨区域竞争有十分重要的作用，是否能够加入跨区域竞争，对于水泥企业形成自身优势产品，拓展全国范围内市场占有率有较大促进作用。

联合资信在考察资源禀赋与区位条件这一风险要素时，主要关注：企业所处区域经济发展趋势、经济规模、固定资产投资完成情况，区域内交通条件、运输成本等。

4. 技术水平

（1）生产工艺及设备技术

企业的技术能力是企业发展的根本，此部分主要考察水泥企业所掌握的生产工艺及所使用的生产设备的技术含量、先进程度、利用情况，与国内外同行业相比所处的水平。水泥企业的生产线规格和技术水平决定了其生产效率、产品质量稳定性和成本高低，工艺先进的生产线可以达到降低能耗的目的，工艺落后的生产线不仅会增加能耗成本，还可能因为水泥行业限定标准或环保标准的改变而面临被淘汰的风险。一般来说，在其他条件相同的情况下，工艺水平越高，生产设备越先进，则产品质量越可靠，单位成本越低，且对环境影 响越小。对于具体某一水泥企业，联合资信主要关注其落后水泥产能的比重、生产设备的成新水平、平均单线产能，以及生产线是否符合环保标准等情况。

（2）主导产品技术水平

此部分主要考察水泥企业所生产的主导产品在国内外处于什么水平，市场竞争力如何。水泥按用途和性能一般可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，其中通用水泥高度同质化，技术水平普遍较为成熟，为大多数水泥企业所掌握；专用水泥和特性水泥附加值相对较高，是水泥企业未来研发的主要方向。如果水泥企业在专用水泥和特性水泥拥有自主专利技术，则表明该水泥企业产品技术水平较高，具有较强的市场竞争力；相反，则可能面临被淘汰的风险。联合资信在考察生产工艺及设备技术这一风险要素时，主要关注：水泥产品种类与区域内/同规模企业相比所处的水平，企业的研发投入及技术团队等。

5. 安全环保

此部分主要考察水泥企业的安全生产和环保指标数据，是否满足基本的环保标准，有无节能减排制度安排，成本控制效果如何。联合资信主要关注水泥企业对国家有关安全生产和环保的法律、法规、标准等的贯彻落实情况；在安全和环保方面的制度建设及其落实情况；是否发生过安全或环保责任事故，是否因此受到过主管部门处罚；在安全、环保方面的投入情况及未来投资计划。此外，水泥行业属于高耗能、易产生污染的行业，在向节能、环保、循环经济的方向发展上，采取余热利用、自备电厂等节能环保措施的水泥企业往往更具有成本优势。

6. 人员素质

企业员工素质，尤其是决策管理层的素质对一个企业的信用状况往往有决定性作用。联合资信对高级管理人员素质的考察内容一般包括高管的学历、技术职称、年龄等基本素质，以及工作经历与管理经验、决策力、高层管理团队的稳定性。员工素质主要考察年龄分布、学历分布、职称结构等。对于企业决策管理层在执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般情况外，还应对企业决策管理层应付突发事件和处理危机的能力、财务会计政策的态度、对未来可能发生的影响的预见、对日常经营活动的风险控制，以及实现经营目标的能力等予以特别关注。

7. 外部支持

企业所能获得的外部支持越广泛，支持力度越大，该企业的经营状况、信用状况会相应提高，抗风险能力会强于外部支持少的企业，债务的信用风险也相对较小。水泥企业所能获得的外部支持主要来自股东、地方政府及其下属部门等。

水泥企业的外部支持分析应主要考察两个方面：政府支持与股东支持。政府支持应重点考察受评主体在地方政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续支持，且支持力度较大；（2）有政府明确担保且有政府救助历史；（3）经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业；（4）承担一定的公共职能，如提供必要的基础设施或公共服务；（5）对当地政府的经济、社会、政治或政策目标起到重要作用，其违约/信贷压力导致企业经营活动中断时，可能对经济部门产生重大影响；（6）其他因素。

股东支持应重点考察受评主体在股东集团架构和发展战略中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）股东背景雄厚且受评主体在股东的发展战略上比较重要；（2）获得股东注资支持和补贴等力度大；（3）股东为受评主体债务提供担保；（4）存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款；（5）从历史支持记录看，控股股东对子公司支持程度较强；（6）对集团当前发展定位或未来战略有重要影响；（7）其他因素。

8. 企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合资信主要通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由，查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，还要关注负面事件对公司整体信用水平造成的影响，例如：公司被立案调查、被列为失信被执行人、受到监管处罚、被监管问询；公司的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人；公司的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

（四）企业管理

企业管理决定了企业的财务成果、企业的现金流及企业未来发展方向，是企业信用质量的内在决定因素。一般说来，企业的管理水平越高，其经营管理的效率就高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。对企业管理的考察，联合资信一般主要考察企业的法人治理结构、内部管理机制、管理制度与实际管理效果等。

1. 企业法人治理结构

企业法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。企业的短期表现可能受各种偶然因素影响，但中长期表现却取决于这些制度性安排的效率。企业法人治理结构对于企业实现长期稳定增长、降低风险方面有特别积极的作用。良好的企业法人治理结构并不能保证企业一定会取得成功，但能制造有助于成功的环境。良好的企业法人治理结构也能在阻止企业出现玩忽职守和腐败方面发挥巨大作用。一个企业可能会由于受到外部因素影响陷入困境，只有治理机制良好的企业才更容易走出困境。

对企业法人治理结构的考察主要体现在以下几方面，一是企业股权分散程度与企业独立性。二是企业股东会与董事会的运作机制实际运行情况，独立董事制度情况。三是公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况。四是高层管理人员的激励机制，是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况。五是信息披露情况。

法人治理结构，主要功能之一就是保证企业的重大决策的可靠和企业经常受到监督。企业经营决策的正确与否，很大程度上取决于决策程序是否科学，而任何决策都会关系到企业的经营状况的好坏和未来的发展前景。企业的经营发展决策如果总是倚重于一两位企业的主要领导者，或是少数几个高层主管，即使这些主要领导者的个人素质和能力极为突出，也很难保证决策总是正确的。对企业法人治理结构的考察，主要通过分析股权构成及企业独立性、董事会及监事会的独立性和运作情况、企业对高级管理人员的考核与激励机制、重大事项决策机制，从而评价法人治理结构的合理性及分析是否存在重大的管理缺陷。

2. 管理水平分析

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业管理及营运。管理制度是企业组织制度和企业管理制度的总称，指组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构，组织功能，组织目的的明确和界定，现代企业管理制度的主要管理对象：人、财、物。规范的管理制度搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。评级时，在对企业制度完善性的考察后需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

(1) 管理架构

管理架构主要体现在组织结构的搭建，是组织在职、责、权方面的动态结构体系，完整的组织结构要做到不重不漏、有效沟通，对企业组织结构的考察主要集中于两个方面，一是纵向由上至下层级是否清晰，信息传递是否通畅，管理幅度与管理层次是否配比等；二是横向部门设置是否完全涵盖公司业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。水泥企业因业务种类、股权结构差异而在组织结构设置上有所差异。对于以水泥、熟料生产和销售业务占主导的传统水泥企业以水泥生产业务部门及职能部门为主，对于多元化业务的水泥企业相应增加其他业务部门；此外，企业管理理念的先进性，也会对管理架构和部门设置产生一定影响。因此，评级时需要根据水泥企业的经营特征判定组织结构的横、纵向设置是否合理。

(2) 财务和资金管理

主要考察企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

(3) 资产管理

水泥行业属于重资产行业，资产管理的有效性是企业高效运营的保障。主要关注企业资产管理内容是否全面且有效，是否覆盖本部及子公司资产采购、更新改造、核销、运营等内容。

(3) 投融资管理

由于水泥企业属于产能过剩行业，所投资的项目要符合区域经济发展现状

和政府及相关行业主管部门确定的投资方针和产业政策，因此在评级分析时，要关注企业对投建项目的投资风险控制，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。融资管理主要概述企业的项目融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。

（4）安全生产管理

主要考察企业安全生产制度完善及执行情况，主要关注企业是否制定了各级安全生产职责落实体系、是否具有专职的安全管理岗位、安全生产教育培训体系是否完善、安全生产制度是否涵盖生产全过程、是否制定生产安全事故应急预案，对安全生产时间是否能迅速反映等。此外，还需要分析企业相关项目管理制度执行能力与执行效果，可以用安全生产事故率为核心，考察企业在这方面的综合表现。

（5）环境保护管理

主要考察企业贯彻执行国家环境保护的方针、政策和法规，开展污染预防和治理工作，防范杜绝环境污染事故和不良事件发生的能力。主要关注企业是否制定了有效的环境保护的相关制度、相关制度是否符合国家及地方的环境保护法律、法规和相关规定、是否对企业职工进行环境保护教育，出台相应制度并进行考核、是否建立完善的环保治理设施和监测设施台账、对环保治理设施和监测设施运行情况是否实施有效监控、对工业固体废物和危险废物是否实施分类管理、是否建立环境风险应急机制，及时处理企业发生的环境污染事故等。

（6）对子公司管理

主要考察公司对下属子公司的管理制度，从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司委派并接受公司的管理、子公司日常运营重大决策的流程审批模式、子公司资金管理等多方面从而来判断母公司对子公司的管控能力。

（7）其他管理

需要关注企业关联制度的制定和执行方面对公司整体信用水平造成的不良影响，如企业未制定明确的关联交易制度，存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；企业在原材料采购、销售等方面关联

交易收入占比高，或企业对关联方提供担保规模大等。

通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理效率如何，企业的经济效益与其经营活动的规模是否相当等。对这些因素的考察，需要评级人员充分了解企业的管理架构和 workflows，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，实地观察和与企业管理人员的交流等方式感知与判别。

联合资信在考察组织管理模式这一风险要素时主要关注：公司上市情况、法人治理结构是否完善、董事、监事以及高管是否正常履职、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况、管理人员的行业经验和员工素质、核心管理团队是否受到处罚等。

（五）经营分析

对水泥企业的经营分析主要包括企业的主要业务构成与收入规模（经营稳定性、成长性）、运营能力（行业地位、市场占有率、客户类型、持续经营能力）、运营效率（产能利用率、产销率、单位成本）等三个方面。

1. 业务构成与收入规模

企业的业务构成会在较大程度上影响到企业的经营规模与经营效率。业务构成主要看企业的业务是单一结构的还是多元结构，主营业务是否突出，通过业务结构来判断企业运营的稳定性和成长性；收入规模则分析企业的市场竞争力和行业地位。

（1）业务构成

业务构成主要考察企业水泥业务的类型和占比情况。水泥产业包括水泥、熟料、混凝土、骨料等产品的生产和销售等，多元化的水泥企业的业务一般会涉及多个环节，拥有相对比较完整的产业链，容易形成规模效应，经营效率会明显高于业务结构单一的企业，其运营的稳定性、成长潜力和抗风险能力等也会优于单一业务结构的水泥企业。业务结构分析还应包括企业客户结构、收入结构的分析，一般来说，水泥企业的下游客户以基础设施建设和房地产企业为主，受宏观经济环境影响较大。如果水泥企业涉及到其他行业业务，要对其业务构成进行分析。

在分析业务构成时，应重点分析公司三年的收入和毛利率变化情况、对于同比变动情况做出分析、公司的收入板块构成状况、各个板块收入占比及对整体营业收入及毛利率的影响、各个板块的收入及毛利率变动情况。

（2）收入规模

主要考察总收入规模和主营业务规模。主营业务收入规模是指水泥、熟料等产品销售收入，总收入规模除了水泥、熟料等产品销售收入，还包括其他收入。

2. 运营能力

（1）水泥、熟料产能

企业规模是水泥企业在规模方面综合实力和竞争力的体现，其核心指标为水泥和熟料产能，直接反映了水泥企业的产量，也是影响企业收入规模变动的重要因素，同时还体现了水泥企业能否满足市场需求及未来发展的空间。

（2）主要产品的销售渠道、价格政策

主要考察水泥企业的销售渠道及价格政策，包括营销策略对主要客户的依赖程度、销售管理的主要措施，如激励措施、定价权限、定价策略与原则，销售网络的拓展和开发。水泥销售一般包括渠道销售和终端销售。其中，渠道销售即所谓的分销，通过培养经销商，可以比较容易地控制应收账款，便于管理，有助于开拓市场；终端销售主要指直销，直销的对象多是重点工程，其中间环节少，有助于提高企业的获利能力。同时，水泥企业的定价策略与原则、对其下游客户的议价能力、主要产品销售毛利率、主要产品销售价格都需要重点分析与关注。

联合资信在考察主要产品的销售渠道、价格风险控制这一风险要素时主要关注：企业营销策略、销售渠道、客户集中度、产品价格变动趋势、主要产品销售毛利率、收款方式、前5大客户集中度情况及近三年变动情况、销售渠道配比等情况；企业距离销售区域的远近、销售网络完善程度等情况等。

（3）主要原材料的供应情况

主要考察水泥企业原材料的供应保障情况，包括市场供应状况、采购渠道、采购政策、信用额度、对主要供应商的依赖程度、价格敏感度等。同时，企业石灰石储备、电力供应情况对其经营活动有着多方面的影响，应关注其储

备与供应情况。

水泥产品中原材料品质与数量对产品影响较大，因此原材料的保障性关系到水泥企业产能的实现、存货的管理、应对市场需求的产量变化等方面。此外，若水泥企业拥有一定规模的石灰石资源以及充足的电力供应，这将有助于其控制生产成本，从而对其信用水平有正面影响。

联合资信在考察主要原材料供应情况这一风险要素时主要关注：成本构成、成本控制能力、企业自有石灰石资源、石灰石自给率、国内/进口煤炭供应情况、前5大煤炭供应商集中度情况、公司距主要煤炭产区距离、原材料稳定性、电力自给率等。以及一些技术经济指标，如单位能耗、管理费用率、设备完好率、安全达标等。

3. 经营效率

水泥企业运营效率对企业的信用状况有着重要影响。水泥行业运营效率指标主要有产能利用率、产销率等经营性指标，同时包括销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数等财务指标。联合资信主要通过对企业近三年的产能利用率、产销率、销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数增长变化情况的考察，对企业经营效率进行分析。

（六）未来发展

每一个企业都会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。要从企业历史上的计划制订、计划完成情况的考察和分析。对于水泥企业战略发展应从短期阶段性规划和长期整体规划两个方面考察。一方面需注意短期阶段性规划的落实是否匹配长期整体规划的实现，同时需持续关注每个阶段性规划推进进度、调整和再推进的情况；一方面需关注企业发展战略是否符合当前或未来行业发展趋势，考察企业发展战略的合理性和可行性。还需要注意的是企业战略发展的推进，相关投资、资金安排和债务偿还情况。如资金落实情况、建设周期、项目收益，以及项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等。分析企业的未来发展规划主要从以下几个方面展开：

（1）企业未来经营发展策略

了解企业为其自身发展的整体规划，分阶段的实施目标，判断这些计划是否与行业整体发展情况、企业自身实力相符，判断企业分阶段的实施目标的可行性。

（2）重大投资项目

投资项目的分析之所以重要，是因为项目可能直接影响到企业今后的经营状况，影响到企业今后的财务构成、盈利能力、现金流量的变化等。对投资项目应重点进行以下方面内容的调查：

投资项目的的基本情况，项目建设的合法性，项目可行性报告的编制及批复，初步设计的编制与批复，开工报告的批复等。

投资规模及分年度投资计划，投资概算及投资概算的调整情况，实际将可能发生的投资额。

分年度资金来源计划及已落实的情况，资金的落实计划及实际已落实情况，已完成的工程进度及相应资金来源，资金缺口及后续资金的解决途径。

计划和实际预计的投产时间。项目建设期可能受资金、自然条件等的变化情况影响而出现延期。建设期的延迟，可能造成建设成本上升、效益无法如期实现，影响未来经营预测目标的实现。

投资将会对企业经营带来的影响。应注意在编制可行性报告时的市场情况与项目完工投产后的市场情况差异，这种差异可能直接导致预测效益与实际效益的巨大差异。考虑到产能过剩是目前水泥行业面临的普遍问题，在分析水泥企业重大经营项目或在建项目时，需重点结合区域内产能和需求情况，分析判断新建、在建产能的消化前景，对于潜在需求增长空间不大，但还是在大幅扩产的水泥企业，存在未来经营情况恶化的风险。此外，还需要考虑在建工程投资额对水泥企业带来的支出压力和筹资压力。

（3）其他影响企业发展的重大事项

如企业改制、上市、重组、购并等。

（七）财务分析

1. 财务信息质量及会计政策及会计估计

（1）. 财务信息质量

财务分析是信用评级核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果的

最终反映，也是决定企业信用状况的根本。在进行财务分析时，首先应注意一些基本问题，诸如企业的财务报表是否经过审计、审计机构的资质如何、财务资料的真实性与准确性如何、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况等等，这是研究分析企业财务状况的先决条件。

财务报表一般分为母公司报表和合并报表。合并财务报表的优点是可以全面反映了企业全部资产、负债和损益的内容。母公司财务报表的优点是可以更清晰看到企业本身的运营情况（假设不能简单动用子公司资产时）。对于合并财务报表，需要了解企业报表中是否存在应合并而未合并的内容、或重复记帐的情况，是否存在连续几年报表口径不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并，或母企业报表中没有包含对这些下属企业的投资等情况。

一般来讲，应以较弱或风险较高的报表为评判企业信用风险的基础。

（2）会计政策及会计估计

此部分主要考察水泥企业会计政策及会计估计，包括合并报表、收入确认、折旧、库存估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法。财务数据的可比性与会计政策的一致性是进行水泥企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同水泥企业甚至同一水泥企业不同期间执行的会计政策会产生一定的变化，应分析会计政策变化的原因以及对合并报表和财务指标比率的影响。水泥企业会计政策是否符合相关规定及近三年会计政策变化趋势，在分析水泥企业的会计政策时，应重点关注：折旧政策；坏账准备计提标准；研发投入；存货计价方式等。

联合资信在考察信息披露与采纳准则这一风险要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等。

2. 资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。企业资产管理的效率很大程度上影响其资产质量以及未来资产质量的变动趋势，联合资信通过考察企业对其重要资产（包括货币资金、存货、无形资产、固定资产和在建工程、应收账款、其他应收款等）的配置安排并结合近三年企业资产变动情况，判断未来资产质量变动趋势。

对企业资产质量的考察，一般从结构和质量两个方面着手。结构主要是分析各项资产在总资产中的比例，质量主要是分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值进行分析。水泥行业属于资本密集型行业，非流动资产占比往往较大，需重点关注无形资产、固定资产和在建工程类科目；此外，水泥企业的存货和应收类款项规模较大，对公司资产流动性影响大，因此相关科目也需要进行调查和分析。

资产质量分析要抓住重点，按照重要性、审慎性原则开展调查，对主要或关键资产进行必要的核查验证。

（1）存货

水泥企业的存货主要由原材料、在产品和库存商品组成。对其分析主要体现在：一是存货中煤炭规模大，近年来煤炭价格维持高位，需关注存货跌价风险。二是关注存货周转效率，周转效率越高，公司运营效率越好，经营风险越小。三是分析存货规模的变化及在资产中的占比，存货变动趋势是否与公司资产和生产销售情况保持一致。四是调查存货抵质押情况，反应存货的可变现或再融资能力。

（2）应收类款项

应收类款项包含应收账款、长期应收款和其他应收款。应收帐款是企业偿还债务的重要资金来源，其他应收款应主要是内部往来。对其分析主要体现在：一是帐龄结构，帐龄越长，风险也就越大。二是应收方分布，如果应收类款项集中于少数几个客户，一旦发生坏帐损失，企业就可能面临较大的风险。对于账款余额大或经营有风险的重点客户，必要时应具体分析其经营状况以确定其风险。三是应收类款项的变化及在资产中的占比。四是调查应收类款项质押情况。五是其坏帐准备提取政策、依据和金额。

（3）固定资产及在建工程

水泥企业的固定资产一般为房屋建筑和机器设备等，这类资产变现能力较弱，应关注固定资产折旧方式和资产的成新率。应与现金流量表中的折旧进行对比核对。

对在建工程的分析，应当关注在建工程的规模，建设进度，与企业在建项目是否一致，建设资金到位情况，以及今后的发展趋势等。此外，一种情况需

要特别注意，在进行评级时，个别企业提供的报表中在建工程不全，反映的企业财务构成、债务负担均较理想，这是因为未将全部在建工程考虑在内，而借款大多因基建发生，生产报表不能全面反映企业的长期借款情况。

（4）无形资产

土地使用权、矿山采矿权和非专利技术等是水泥企业无形资产重要组成部分，需要关注无形资产的评估价值、摊销情况，此外，土地使用权方面，应关注土地资产性质及用途、评估方法和入账价值等。

（5）关注受限资产

此外，需要关注资产抵质押对资产流动性的影响，计算受限的资产占净资产比例，包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产的抵质押规模及比例。

母公司持有的优质子公司（上市公司）股权被质押、冻结的情况也要特别关注。如果出现前述情况，一般代表企业融资弹性严重降低，融资能力将接近极限，需要特别关注。

联合资信在考察资产质量这一风险要素时主要关注：流动资产及非流动资产占比，资产类型，无形资产和固定资产规模及折旧方式，应收账款以及其他应收账款的规模、应收对象、账龄分布、集中度以及历史回收情况，资产受限情况，总资产周转次数等。

3. 资本结构

企业资本结构主要是对企业资金来源和结构的考察和分析。

（1）企业资本结构管理

企业负债管理或资本结构管理旨在保障其资金来源的稳定性、资金成本的可控性以及债务期限结构的合理性。企业的资金来源主要由股东的投入和各种负债组成。首先要关注企业的融资管理目标，企业是否有资产负债管理目标；企业是否有比较明确的股权、债权融资计划；该目标、计划或实际运作是激进还是保守等。联合资信通过对企业负债管理办法及目标的了解并结合近三年其资本构成及变动情况，判断企业未来资本结构及债务风险的变化趋势。

（2）所有者权益

所有者权益是企业资本结构的最重要的组成部分，是企业债务的重要保护基础。所有者权益的调查和分析重点是对各年的变化情况进行核实，对于新增的权益要有切实的来源。如果权益存在虚假的情况，则可能很多指标的计算就会失真。如有些企业的权益增加主要是评估增值，就要对评估的资产进行必要的调查和评价；水泥企业需重点关注所有者权益结构及稳定性。

此外，还要关注一些事项对权益稳定性及公司信用水平产生重大或者不利影响，例如：通过股东增资、定向增发、公开发行人股票、混合资本工具融资等方式使所有者权益增长；通过资产剥离、股东减资等方式，使所有者权益减少等。

（3）负债与债务

负债作为企业资金来源的重要方面，在评级过程中，评级人员对企业的短期借款、应付票据、应付帐款、其他应付款、长期借款、长期债券等科目应着重考察。对企业短期借款的考察，应关注其资金成本的高低、与主要借款人的关系等，这在很大程度上关系到企业短期支付能力的强弱，如企业不能如期偿还借款本息，则可能致使企业支付更多的财务费用，甚至使企业破产。

对企业应付帐款应关注其付款期限、金额、付款方式、是否有宽限期等，因为一个企业在一个特定时期，其运营资金是有限的，如在资金较为紧张或偿还银行借款较多的情况下，如能得到供应商的宽限，则对企业的短期支付能力会有所帮助。

对企业长期借款应关注借款性质、偿还期限的集中度、高峰时的偿还金额等。另外，企业债务期限结构与业务的匹配程度也是决定企业财务风险的因素之一，短债长用往往更易带来兑付压力。

债务通常指的是企业的有息债务，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、长期借款和应付债券，同时应该考虑长期应付款、其他应付款中的有息债务。对水泥企业债务的分析要考虑其全部债务的结构，即长、短期债务占比，全部债务余额变化等，同时需要关注企业债务负担和变化趋势。

此外，还要考虑如公司存在较大规模的民间借贷或表外融资（实际债务负担比表内看起来严重的情况）；公司债务结构不合理，债务集中在短期；公司债务在某一时间段内面临较大规模的集中到期；公司融资渠道单一或受到限

制，银行融资规模下降而债券市场融资及非标融资规模上升等因素对公司整理的信用水平造成的影响。

(4) 相关指标

在考察企业资本结构时，联合资信主要关注以下指标：

全部资本化比率（全部资本化比率=（长期债务+短期债务）/（长期债务+短期债务+所有者权益+少数股东权益）*100%），该指标反映的是企业全部资本中，通过借贷形式筹措的资本所占比例。一般说来，该指标过高，企业的债务负担过重，当企业收益下降时，很有可能发生利息支付、债务偿还等困难。该指标低，则企业面临的债务偿还压力较小，债务偿还风险较小。而从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好，一般情况下该指标不应超过 55%，40%以下较为理想。

长期资本化比率（长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益+少数股东权益）*100%），反映企业的长期资本中，通过借贷等方式筹措的资本所占的比例。该指标过高，表明企业长期债务负担过重，当企业收益下降时，有可能发生利息支付、债务偿还等困难。从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好，一般情况下该指标不应超过 40%，20%以下较为理想。

资产负债比率（资产负债比率=负债总额/资产总额*100%），该指标反映的是企业全部资产中，多大比例是由负债而来的，多大比例是属于股东的，是评价企业财务状况、偿债能力，以及衡量企业在清算时债权人利益受保护程度的重要指标。对于这个指标的判断标准，各个行业差异会比较大，一般依据行业平均的数据作为判断其负债程度高低的依据。

联合资信在考察资本结构这一风险要素时主要关注：有息债务规模、有息债务期限结构、有息债务到期分布、债务与负债水平的变化趋势，所有者权益规模、所有者权益结构稳定性及质量等。

4. 盈利能力

盈利能力是企业经营模式、业务多元化、技术水平、管理水平等多因素的综合体现，盈利能力的考察包括对企业收入和盈利的分析：一方面要关注收入和利润的构成和增长变动情况；另一方面要判断未来盈利趋势。

（1）营业收入的变动和构成

营业收入和利润的构成需要结合企业经营业务类型和模式进行分析，企业的营业收入一般由主营业务收入和其他业务收入构成。分析主营业务收入的水平、构成及变动情况，主营业务板块构成具有协同效应，相对更有利于成本控制；主营业务收入的稳定增长，可以反映出企业经营的主业有稳定的市场基础和较好的发展趋势；而一个企业的其他收入占比过高，则显示出企业主业不突出，市场竞争力可能不强，收入的稳定性需给予高度重视。主要分析指标为近3年营业收入增长率以及波动性。要与企业的经营情况适当结合分析。

如果有其他业务，还应分析其他业务收入增长率和稳定性。

（2）成本管理与经营效率

成本方面，应对各项业务的成本、费用支出情况加以细致的考察和分析，其重点是考察收入与成本、费用是否匹配，成本、费用变动趋势及支出的原则，并由此分析和判断企业的盈利水平的可靠性和盈利结构的合理性。

营业利润率（ $\text{营业利润率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{销售收入} * 100\%$ ），该指标是衡量企业经营效率的指标，反映了在考虑营业成本和税金的情况下，企业管理者通过经营获取利润的能力。一般来说，该指标越高越好，由于这项指标与行业关系紧密，因此应在同行业内进行比较。水泥企业受区域水泥价格和原材料成本价格差异影响较大，一般毛利率高于25%、营业利润率在20%左右的企业较优。同时，需要重点关注水泥企业在建工程转固时间和固定资产折旧政策变化对该指标的带来的波动。

$\text{期间费用率} = (\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$ ；该指标体现费用控制能力。一般水泥企业的管理成本在期间费用中占比较高，管理能力的差异对水泥企业盈利能力影响较大，需要关注管理水平较弱的企业其期间费用对营业利润的侵蚀；由于水泥项目投资规模大，投入运营前期财务费用一般规模较大。稳定运营情况下，期间费用率在10%及以下，表明企业费用控制能力较强。

（3）盈利水平

水泥企业的盈利能力是其业务能力的一个重要表现，在分析盈利性时需要关注水泥企业的盈利及其业务水平的匹配程度。基于重要性、全面性和非相关

性（或相关性较弱）原则，联合资信重点以水泥企业最近三年的总资本收益率和净资产收益率对其盈利能力进行评估。此外还需要关注：因重大投产项目使得企业整体营业收入和利润增长；企业通过整合并购资产有效扩展业务规模，提升了公司整体收益水平和竞争力；企业项目储备规模较大，投产后预计将使营业收入增长等对企业的信用水平产生的影响。

总资本收益率（总资本收益率=（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%），这一指标可反映出企业以其拥有的全部资本获取利润的能力或水平，如该指标高于社会平均的投资收益率，则企业会因此获得良好收益。通常而言，该指标应当高于社会平均的投资收益率，否则表明企业融资经营是不划算的，资本存在着某种程度的贬值。社会平均的投资收益率一般可选择银行同期贷款利率作为参考。

净资产收益率（净资产收益率=净利润/所有者权益×100%），该指标要说明的是企业股东权益的收益水平。这一指标是考察企业盈利能力的核心指标，因为投资利润及股东财富最大化是股东投资的根本目的，指标数值越高，表明股东投资与该企业所能获得的收益越高，指标数值越低，则反映出股东投资在某种意义上的减值。通常情况下，该指标应高于社会平均投资收益率，可将该指标与银行一年期贷款利率相比较。

联合资信在考察盈利水平这一风险要素时主要关注：收入和利润规模、结构的稳定性及变化趋势，期间费用规模，总资本收益率、净资产收益率等。

5. 现金流

现金流作为清偿债务的基础，是评级分析的重点。将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。

（1）经营活动产生的现金流

水泥企业日常业务资金需求主要为购买原材料的现金流支出，较好的收现质量基本可以满足日常经营。一般来讲，水泥企业经营应产生良好的净现金流。如果经营活动产生的净现金流为负，应重点分析。此外，股东或关联方往来款一般计在“收到的其他与经营活动相关的现金流量”或者“收到的其他与

投资活动相关的现金流量”中，需关注其规模和款项性质。

现金收入比（现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入*100%）代表当年公司收入回笼程度，为当年销售商品提供劳务收到的现金除以当年营业收入，当该比率超过 100%时，公司收入实现质量较好，反之则较差。

（2）筹资活动前产生的现金流

考虑到产能过剩是目前水泥行业面临的普遍问题，水泥企业筹资活动前产生的现金流一般为正，需要分析公司经营活动产生现金流量净额是否能满足企业自身资金需求，企业是否还需要大规模的筹资来满足投资需求。

（3）投资、筹资活动产生的现金流

当企业发生扩产能、业务扩张等对外投资活动时，往往会产生较大的资金需求，需要分析公司筹资活动现金流量净额是否能满足企业资金需求。从筹资活动现金流量情况以及其变动情况，可以看出企业在此期间的资金压力、融资成本等情况。

联合资信在考察现金流这一风险要素时主要关注：经营活动现金流入、流出及净现金流规模、现金收入比、筹资前产生的现金流、投资活动现金流入、流出及净现金流规模，筹资活动现金流入、流出及净现金流规模。

6. 偿债能力

对企业偿债能力的考察和判断，主要侧重于企业偿还到期有息债务的能力，通常根据企业以往的债务偿还能力及状况，结合企业偿债管理分析，预测未来一个时期企业现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别企业在未来的一定时期能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。

（1）短期偿债能力

短期偿债能力反映企业偿付日常到期债务的能力，如果短期偿债能力不佳，会影响债权人本息获得的安全性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本。

首先要分析企业资金头寸管理的基本做法，了解是否有控制指标何标准。银行的授信，流动性的一般来源等。

分析时主要考察的指标包括现金类资产/短期债务、流动比率、速动比率、

经营现金流流动负债比。

现金类资产/短期债务衡量的是企业某个时点上账上现金对短期债务的保护程度。保守的头寸管理，可能会要求随时可以偿付到期的债务。对于现金类资产，要考虑将受限的现金类资产扣除，应该是随时可以变现而不受限制的。

流动比率（流动比率=流动资产/流动负债*100%）和速动比率（速动比率=（流动资产-存货）/流动负债*100%）都是映企业以其流动资产支付流动负债的能力。速动比率较流动比率而言剔除了存货，其资产流动性更强。流动比率和速动比率一般应达到 100%和 150%以上，短期偿债能力才处于良好状态。

经营现金流流动负债比率（经营现金流流动负债比率=经营活动现金流量净额/流动负债合计*100%），是企业一定时期的经营现金净流量同流动负债的比率，它可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。

（2）长期偿债能力

长期偿债能力的分析是企业偿还长期债务本息的能力，或者说企业未来长期的偿债能力。分析时主要考察的指标有 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA、现金流对债务的覆盖倍数等。

EBITDA 利息倍数（EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息支出）和全部债务/EBITDA，均反映企业以税息、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力。利息倍数越高，全部债务/EBITDA 越低，企业融资的空间越大，财务弹性就越高，也就意味着企业偿债能力越强。

企业经营活动产生的现金流量净额对债务的保障倍数（或者其倒数），也是衡量企业偿债能力的重要指标。这是从企业产生现金流的角度衡量企业的偿债能力的指标。为了更好分析现金流对债务的保障，还可以分析筹资前净现金流与债务的关系。

考虑到债务偿还能力是一种预测，如果有条件，还应对未来一定时期现金流和债务进行预测，对其偿债能力进行分析和判断。

企业偿债能力还考虑企业可能获得的其他信用支持，主要包括银行授信、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信等。在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

（3）或有负债与其它风险

其他重大事项包括企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。提供担保可能会给企业带来潜在义务，在分析企业对外担保情况时，主要考察的指标包括对外担保规模、担保比率、被担保主体情况等。对于对外担保规模较大，对外担保比率高；担保对象以民企为主，且行业及区域集中度较高；因部分被担保企业出现贷款逾期而发生重要代偿事件；诉讼涉及金额占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失等重大事项，需根据实际情况分析其对企业信用水平的影响。

联合资信在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、长短期债务比、现金短期债务比等短期偿债能力指标，全部债务比/EBITDA 等长期偿债能力指标，融资环境、担保比率、重大未决诉讼等。

7. 母公司财务风险分析

对于集团企业，母公司对子公司的管控能力和自身信用品质往往对债务的偿还产生一定影响。从集团的经营管理模式（集权式管理还是分权式管理）、母公司控股比例及少数股东权益占比、母子公司的财务控制关系等方面判断评估母公司对核心子公司的管控能力、资金调度使用能力。重点分析母公司的业务经营情况、资产规模、资本结构和债务负担变化、偿债能力等。当公司优质资产集中在子公司时，重点关注母公司长期股权投资等主要资产变现能力和投资收益质量以及母公司持有的股权价值及质押情况。

附件 1 信用等级设置及其含义

1、主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

2、评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 2 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年均复合增长率	
营业收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件3 主要财务指标的计算公式（旧准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1)) - 1]×100%
净资产年均复合增长率	
主营业务收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-税金及附加)/主营业务收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益