

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1608 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持“13尧柏MTN1” AA的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

尧柏特种水泥集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 负面
上次评级结果: AA 评级展望: 负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 尧柏 MTN1	8 亿元	2013/3/29-2016/3/29	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.61	7.31	7.01	6.30
资产总额(亿元)	93.70	97.03	98.17	100.11
所有者权益合计(亿元)	45.09	47.89	50.15	50.49
短期债务(亿元)	9.74	6.09	6.92	7.30
全部债务(亿元)	32.53	33.39	29.50	29.89
营业收入(亿元)	35.69	38.96	37.12	5.54
利润总额(亿元)	4.40	4.47	3.76	0.44
EBITDA(亿元)	10.62	11.49	10.34	--
经营性净现金流(亿元)	9.98	6.24	9.06	0.84
营业利润率(%)	18.68	17.74	15.71	17.81
净资产收益率(%)	8.31	7.83	5.96	--
资产负债率(%)	51.88	50.64	48.91	49.57
全部债务资本化比率(%)	41.91	41.08	37.04	37.19
流动比率(%)	70.94	88.65	73.65	74.51
全部债务/EBITDA(倍)	3.06	2.91	2.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.47	6.82	10.55	--
经营现金流/流动负债(%)	41.39	29.51	36.79	--

注: 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

孙晨歌 李嘉

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 尧柏特种水泥集团有限公司(以下简称“公司”)水泥产能水平有所提升, 产销率保持较高水平, 经营规模和市场地位得以巩固。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到跟踪期内水泥行业整体景气度下行, 公司所在区域竞争加剧, 产能利用率不高, 公司盈利能力下降等不利影响。

虽然公司在陕西省内的市场地位显著, 但水泥行业整体景气度低迷和激烈的区域竞争环境短期内难以得到快速改善, 公司仍将面临较大的经营压力。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望维持负面, 并维持“13 尧柏 MTN1”的信用等级为 AA。

优势

1. 公司作为陕西省水泥行业龙头企业, 具有较强的规模优势和区域市场影响力。
2. 母公司西部水泥新股配售的完成有利于陕西省水泥行业的整合, 对公司未来的稳定发展起到促进作用。
3. 跟踪期内, 公司产能有所增加, 产销率保持在较高的水平。
4. 跟踪期内, 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期债券保障能力较好。

关注

1. 陕西省水泥行业新增产能不断释放, 目前公司面临的市场竞争压力较大。
2. 水泥行业的持续低迷造成公司盈利能力下降, 经营压力仍然较大。
3. 受区域行业竞争大影响, 公司收现质量较差。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与尧柏特种水泥集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与尧柏特种水泥集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因尧柏特种水泥集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由尧柏特种水泥集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用及“13 尧柏 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“公司”或“尧柏水泥”）前身为始建于 1977 年的蒲城县罕井镇镇办水泥厂，1996 年改名为陕西尧柏特种水泥有限公司，2000 年 10 月完成了股份制改革；2006 年 8 月更名为现名。2006 年 12 月在英属维尔京群岛设立的中国西部水泥有限公司（以下简称“西部水泥”，西部水泥在英国伦敦 AIM 资本市场上市，是公司的境外融资平台）收购了公司全部股权，公司性质变更为外商独资企业。西部水泥为了弃英赴港在香港主板上市，2010 年 4 月经过陕西省商务厅批准，西部水泥以股权转让的方式将其持有公司 100% 股权转让给集诚有限公司（以下简称“集诚公司”，集诚公司（Faithful Alliance Limited）是由西部水泥在中国香港依法成立并有效存续的全资子公司）。变更后公司直接股东变为集诚公司，西部水泥成为公司的间接股东。2010 年 8 月西部水泥在香港主板上市（02233.HK），共募集资金 16 亿元港币（折合人民币约 14 亿元），成为陕西省第八家香港交易所上市公司。截至 2014 年底，公司注册资本 16.20 亿元；公司实际控制人为张继民先生。

公司经营范围为：水泥的生产；水泥机械的制造；本公司产品的销售。

截至 2014 年底，公司合并子公司共计 18 家；本部设行政部、生产技术部、财务部、人力资源部、市场规划部、工程部、监审部 7 个职能部门。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 98.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.87 亿元）50.15 亿元；2014 年公司实现营业收入

37.12 亿元，利润总额 3.76 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 100.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.87 亿元）50.49 亿元；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 5.54 亿元，利润总额 0.44 亿元。

公司注册地址：西安市高新区高科广场 A 座 19 层；法定代表人：张继民。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）

75860 亿元, 比上年增长 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增长 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增长 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增长 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施 “一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品, 目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高, 受宏观经济影响显著。

根据国家统计局数据, 2014 年全年水泥产量为 24.76 亿吨, 同比增长 1.8%, 增速显著放缓, 是自 1991 年以来的历史最低增速; 2014 年 1~9 月, 全国累计销售水泥 17.92 亿吨, 较 2013 年同期增长 4.25%。

从中国水泥的消费需求结构来看, 基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位, 分别约占水泥市场需求的 30% 和 25%。2012 年以来, 中国固定资产投资增速有所下降, 经济增速放缓, 建筑业施工和新开工面积增速有所下降, 中国水泥需求出现阶段性转弱。基础设施建设是水泥需求的主要动力, 其中, 交通运输、仓储和邮政业, 水利环境和公共设施管理业, 以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业, 2014 年, 上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为 11.22 万亿元, 同比增长 19.93%, 较 2013 年增速下降 1.25 个百分点。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2014 年全国房地产开发投资 9.50 万亿元, 同比名义增长 10.5% (扣除价格因素实际增长 9.9%), 增速较 2013 年显著放缓, 增速为近 10 年来的最低值; 其中住宅投资增长 9.2%, 房屋新开工面积 17.96 亿平方米, 比上年下降 10.7%, 其中住宅新开工面积下降 14.4%。由此看出, 基建投资的较快增长, 为 2014 年水泥需求总量的稳定提供了重要支撑, 但房地产投资增速的快速下滑是导致 2014 年水泥需求增速大幅下降的主要因素。

表 1 2014 年分地区投资完成增速情况 (单位: %)

地区	固定资产投资	房地产投资
全国	15.70	10.50
华北	13.32	9.41
东北	2.89	-17.73
华东	16.09	13.79
中南	18.04	16.21
西南	16.93	15.85
西北	19.18	11.49

资料来源: 中国水泥协会、数字水泥网

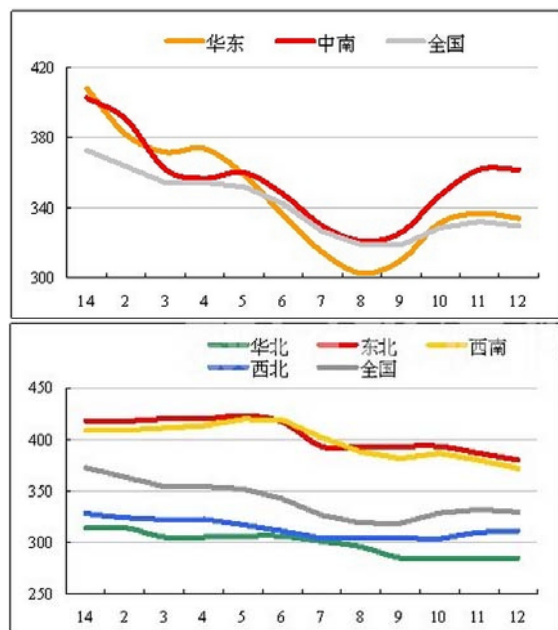
从区域来看, 投资区域分化依然明显, 东

北和华北固定资产投资增速明显低于全国增速；中南、西南和华东均高于全国增速；西北固定资产投资增速最高，高于全国增速近 4 个百分点。

2014 年房地产投资呈现出南高北低的特点，北部：东北房产投资表现为负增长，华北低于全国，西北略高于全国；南部：中南、西南和华东均高于全国。

2014 年全国水泥投资完成 1080 亿元，同比下降 19%，是继 2011 年的大幅下滑后，水泥投资连续 4 年下降。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。据中国水泥协会统计，2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨，累计产能比上年增长 4%；但由于 2014 年的整体需求形势差于预期，仅增长 2% 左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。

图 1 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势（元/吨）



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区 2014 年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区 2014 年延续 2013 年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过 100 元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。

2. 行业经济效益

根据国家统计局统计数据，2014 年，水泥全行业利润总额达 780 亿元，比 2013 年增长 1.8%。从月度看，利润同比增长表现出“前高后低”的特点。主要是由于 2013 年下半年价格“翘尾”明显，而 2014 年下半年价格以下跌为主，水泥行业盈利能力较去年同期下降。4~7 月份，虽水泥产品价格持续下跌，但成本端煤炭价格跌幅更大（煤炭均价同降 12%），单月盈利能力始终高于去年同期。9 月进入旺季，价格环升，但上升幅度不及 2013 年同期，盈利能力同比下降。12 月上中旬，库存高需求弱促水泥

价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

从区域来看，盈利水平南北分化愈加明显。盈利能力南部强于北部，华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势。然而，华北、东北和西北三个地区区域景气度差，产能过剩、需求负增，产品价格降幅大，利润比去年有较大幅度的下滑。根据数字水泥网统计显示，华北五省的利润率均列全国倒数，山西、北京地区更是全行业亏损。

造成中国北方地区利润走低的主要原因：

①北部市场需求更低迷，北方地区固定资产投资和房地产投资增速均小于南部省份（华东、中南、西南）的增速。②北部省份企业间竞争环境无根本改善：整体集中度偏低，尤其是华北地区；然而，2014年南部的兼并重组更为活跃，南部主导企业台泥水泥、海螺水泥、亚洲水泥、葛洲坝水泥等均有表现积极，先后在四川、湖南、湖北等有产能收购；北部省份联合并购行为明显较弱，在市场下滑的情况下，企业间竞争激烈，缺乏龙头企业引导，恶性竞争不断，价格滑至低谷。③北部个别省份新增产能集中释放，新疆和山西由于前两年新增产能建设项目过多，造成2014年产能集中产能释放，产能过剩进一步加剧。

2015年一季度水泥市场需求弱势开局，累计生产水泥4.28亿吨，同比2014年一季度下降3.4%，是本世纪以来首次在一季度出现负增长的年份。固定资产、房地产投资双双回落，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，投资失速致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。

2015年一季度，水泥市场价格行情呈现逐月走低态势。据中国水泥协会数字水泥网监测数据显示，今年一季度国内水泥市场成交价为298元/吨（全品种含税落地价），降幅为13.5%，创下近7年以来同期新低。

多重因素叠加导致水泥价格深度下跌：一是，一季度水泥行业传统淡季，价格环比上年四季度均会有所回落，加之2015年开局便遭遇

持续雨雪天气，对市场成交产生一定阻碍；二是，固定资产、房地产投资双双回落，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧；三是，大部分区域下游搅拌站上年度回款率只有50%左右，驱使2015年资金状况更加紧张，普遍不急于开工；四是，西南和西北地区因新增产能释放影响，价格高位回落带动全国均价大幅下滑；五是，由于2014年四季度市场表现旺季不旺，行业对2015年一季度已有较差预期，为稳定行业效益，在中国水泥协会和地方水泥协会的引导下，从南到北实施了大面积的错峰停产措施。此外，煤炭价格不断走低，成本下降也为水泥价格下调腾出空间。受上述因素影响，全国各大区域水泥和熟料价格无一例外全线下跌。

量价齐跌，行业盈利堪忧，根据国家统计局统计，2015年前2个月，中国水泥行业累计实现利润仅为0.78亿元，同比去年大幅下滑97%。效益大幅下滑，主要是2015年1、2月份水泥价格延续了2014年底的水泥价格走低影响。从近10年来看，前2个月利润走势来看，目前已经是较差水平，仅次于2006年。从区域来看，表现为北方亏损加大，南方盈利收窄。前2个月是北方省份是行业最淡季节，大部分地区下游基本处于停工状态，如往年一样，华北、东北、西北整体亏损，但2015年亏损额比2014年进一步拉大，2015年前两个月北方省份总体亏损超过44亿元（去年亏损38亿元）。其中，亏损额最大的是河北省，整体亏损25亿元。4月份随着市场需求逐步恢复，利润有望小幅回升。预计上半年行业效益仍较为严峻。

3. 行业政策

2014年3月，国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，强调兼并重组是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构的重要途径，后续将更加侧重于兼并重组市场环境的改善、逐渐减少行政审批事项，取消下

放部分审批事项，取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责。取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）等。

2014年5月8日，工信部下发《2014年淘汰落后产能任务》，其中，淘汰水泥（熟料及磨机）5050万吨。

2014年9月1日，发改委、财政部、环保部就调整排污费征收标准等问题发布通知，要求2015年底前水泥等行业严格核定排污费。具体内容包括：调整排污费征收标准，促进企业治污减排；加强污染物在线监测，提高排污费收缴率；实行差别收费政策，建立约束激励机制；加强环境执法检查，主动接受社会监督等。

“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调，有利于大力推进节能减排、兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，水泥行业将进入价值回归的健康发展态势。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

4. 行业发展

根据2014年底召开的中央经济工作会议精神，2015年投资将进入新常态，投资驱动的经济增长模式发生变化，投向将更加精细化，而不再强调过高的增长速度。投资将转向城市改造、基建投资重点突出在中西部铁路与城市轨道交通。分结构来看，基建投资维持高位并有上行趋势，房地产和制造业投资增速将继续低位运行，但总体来说房地产和制造业投资将拖累整体投资增长，投资增长仍将低位运行。作为与固定资产投资密切相关的水泥行业，需求

增速放缓将成为必然趋势。

长期看，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有望得到缓解，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇，进而大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。但是未来相当一段时间内，北方地区水泥行业供需关系难以得到根本改善，景气度持续低迷，盈利形势面临较大的短期压力。此外，随着新环保法的实施，为应对高标准的环保要求，水泥行业存在整体行业利润降低的可能性。

五、基础素质分析

公司是陕西省大型水泥生产企业之一。公司是香港交易所上市公司西部水泥（02233.HK）的间接控股公司，也是西部水泥主要的经营实体。

2015年6月26日，公司母公司西部水泥完成了配售新股相关事项，本次配售的新股9.03亿股全部由海螺国际控股（香港）有限公司（以下简称“海螺国际”）认购，配售完成后海螺国际持有西部水泥16.67%的股权，西部水泥取得的款项净额为15.10亿港元，西部水泥计划将配售事项所得款项用于公司运营及未来的收购与投资。由于海螺国际为安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺股份”）的全资子公司，海螺股份为公司在陕西市场的最大竞争者之一，本次新股配售事项的完成有助于进一步整合陕西省水泥行业，减少区域内的恶性竞争，对区域内水泥价格的稳定有着促进作用。

截至2015年3月底，公司共拥有15个水泥生产基地，包括18条熟料生产线、18条采用新型干法水泥工艺的水泥生产线；分布在陕西省中南部地区的西安、渭南、汉中、安康、商洛以及新疆和田、于田等地；具备年产1772万吨熟料、2710万吨水泥的生产能力。此外，公司还拥有9座大型余热发电站，以及1个在建纯低温余热发电站。

公司主要产品有“尧柏”牌 32.5R、42.5R 等普通硅酸盐水泥及 425#低热矿渣、525#道路、525#中热硅酸盐水泥等各种强度等级的中热硅酸盐水泥、低热硅酸盐水泥、低热矿渣硅酸盐水泥、道路水泥等特种水泥，广泛应用于铁路、机场、水利、交通、石油等国家和省重点工程项目。“尧柏”牌水泥作为陕西省名牌产品，连续多年被评定为“优秀外商投资企业”，连续三年进入世界知名商业杂志《福布斯》“中国潜力 100 强”排行榜。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事会同意张继民先生辞去公司董事长、法人职务、田振军先生辞去公司总裁职务、李文育先生辞去公司副总裁职务、陈志信先生辞去公司行政总监兼董事职务，公司董事会聘任马维平先生为公司董事长兼总裁，并担任尧柏集团法人代表；增加刘建军先生为公司副总裁。公司新一届董事成员由马维平、田振军、王建礼、李文育、王九军、刘建军、王蕊组成。

马维平先生，1961 年生，1982 年 2 月毕业于上海同济大学建筑材料专业，于美国宾夕法尼亚州立大学获得材料科学博士学位、美国密西根州立大学获得工商管理硕士学位。1996~2002 年，在美国豪瑞（Holcim）公司先后担任高级工艺工程师、项目经理、产品与发展部经理；2002~2009 年，先后担任拉法基（中国）和拉法基瑞安水泥副总裁，拉法基骨料与混凝土分支总经理、副总裁等。2015 年 2 月 5

日至今，担任公司总裁。

刘建军先生，1969 年生，2014 年 12 月获得陕西省工信厅和人力资源保障厅高级工程师，1998~2014 年，先后担任蒲城县第二水泥厂烧成车间主任、陕西尧柏特种水泥公司三厂厂长、西安蓝田尧柏总经理及尧柏汉中大区总经理。于 2015 年至今，担任公司副总裁。

总体看，公司新任高管经营管理经验丰富。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度无变化。

七、经营分析

1. 经营情况

2014 年，受行业整体不景气所影响，公司实现营业收入 37.12 亿元，同比下降 4.71%；公司实现利润总额 3.76 亿元，同比下降 15.95%。从营业收入构成来看，跟踪期内水泥依然是公司的核心主业。2015 年一季度，公司实现营业收入 5.54 亿元，同比下降 17.44%，实现利润总额 0.44 亿元，占 2014 年全年的 11.70%。

从毛利率来看，2014 年公司水泥毛利率为 17.02%，较 2013 年下降 1.98 个百分点，主要是受市场竞争加剧，水泥销售价格有所下降，且区域水泥市场趋于饱和，部分生产线产能利用率不足，影响折旧上升等因素影响；2015 年一季度，水泥业务毛利率有所上升，为 19.17%，主要原因系原煤价格持续走低使水泥成本下降，石灰石、电费较年初也有不同程度下降所致。

表 2 近年来公司经营情况（单位：万元、%）

项目	营业收入				毛利率			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
1. 主营业务小计	356716.72	389323.19	370626.88	54981.51	19.86	18.98	16.89	19.02
其中:水泥、熟料	355573.02	386393.94	367600.27	54439.46	19.87	19.00	17.02	19.17
运输收入	1143.70	2929.25	3026.61	542.05	17.56	16.30	1.06	3.30
2. 其他业务小计	149.00	254.48	587.88	432.99	38.47	94.07	80.85	92.31
合计	356865.72	389577.67	371214.76	55414.50	19.87	19.03	16.99	19.59

资料来源：公司提供

从公司主要产品收入构成来看，2014 年，公司 42.5 水泥产品对收入贡献占比有所提升，主要是随着西安地区商混站需求量的增加，以及西成高铁从 2013 年开始进入全面施工阶段，42.5 水泥的需求有所上升。

表 3 近年来公司水泥销售情况占比

水泥型号	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
42.5R 水泥	1%	1%	0%
42.5 水泥	35%	42%	42%
42.5 低碱水泥	3%	3%	3%
32.5R 复合水泥	31%	30%	34%

42.5R 低碱水泥	4%	3%	1%
32.5 复合水泥	25%	19%	18%
42.5 商砼水泥	1%	2%	2%
合计	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

原材料方面，公司原材料主要为石灰石，能源方面为原煤和电力，石灰石、煤炭、电力分别在水泥成本中占 9.80%、19.93%和 19.88%。2014 年，公司石灰石、煤炭和电力的采购价格分别为 15.96 元/吨、410.27 元/吨和 0.45 元/千瓦时，煤炭采购价格较上年有所下降，石灰石采购价格与电力采购价格基本与同期持平。

表 4 原材料采购量和采购价格

原材料	采购量（万吨、亿千瓦时）			采购价格（元/吨、元/千瓦时）		
	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
煤炭	179.01	171.17	25.90	470.05	410.27	365.61
电力	13.77	13.84	1.85	0.45	0.45	0.44
石灰石	1,312.06	1275.41	184.46	15.81	15.96	15.06
硫酸渣	49.03	44.29	7.17	117.18	112.73	111.12
粘土	139.09	126.53	12.76	7.52	7.76	7.66
废石	375.20	374.72	59.28	16.83	16.39	14.61

资料来源：公司提供

生产方面，2014 年公司水泥产能维持在 2380 万吨/年的水平，2014 年公司在建的生产线位于伊宁、贵州，这两条生产线已于 2015 年 3 月决算转入固定资产开始正式投入使用。2014 年公司实现水泥产量 1559.15 万吨，较 2013 年下降 3.55%，产能利用率 65.51%，较上一年 67.92%下降 2.41 个百分点。2015 年一季度，公

司水泥产量 252.17 万吨，同比下降 12.69%。

销售方面，2014 年公司水泥销售 1560.54 万吨，同比下降 3.15%；销售均价 261.02 元/吨，同比下降 2.29%。2015 年一季度，水泥销量 242.72 万吨，占 2014 年全年的 15.55%，销售均价持续下降，为 256.17 元/吨。

表 5 水泥产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品	产销量	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
水泥	产能	2380.00	2380.00	2710.00
	产量	1616.60	1559.15	252.17
	销量	1611.25	1560.54	242.72
	销售均价（含税）	267.13	261.02	256.17

资料来源：公司提供

从公司客户分布来看，跟踪期内，房地产行业在公司客户分布中的占比略微下降，为 24.02%，民用水泥群体占比有所下降，为 56.44%，公路工程行业在公司客户分布中占比上升，为 10.23%。

表 6 公司客户分布情况（单位：%）

行业分布	2012 年	2013 年	2014 年
房地产	16.02	26.87	24.02
铁路工程	8.25	5.09	8.21
公路工程	11.47	5.45	10.23
内河航道工程	0.41	0.60	1.10
轨道交通	0.43	0.07	0.00
民用	63.42	61.93	56.44
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

综合来看，跟踪期内，公司产销有所下降，但受制于下游需求的疲软，公司产能利用率不高，水泥销售价格持续下降，促使公司整体收入同比有所下降。

2. 未来发展

截至 2015 年 3 月底，公司在建工程总投资 21.87 亿元，已投资 13.96 亿元，未来尚需投资 7.91 亿元，未来资金需求仍较大，但考虑到公司较强的经营活动获现能力，公司对外融资需求压力不大。

表 7 截至 2014 年 3 月底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	截至 15 年 3 月底 已投资金额	15 年 4-12 月计划投资
伊犁尧柏 3000t/d 熟料新型干法水泥生产线项目	主体工程已完成 96%	59357.36	56922.74	2434.62
花溪尧柏 2500t/d 熟料新型干法水泥生产线项目	主体工程已完成 90%	75528.34	64924.29	10604.05
渭南尧柏 4500t/d 熟料新型干法水泥生产线项目	主体工程完成 28%	65000.00	--	--
研发培训基地项目	主体工程已完成	18842.07	17741.07	1101.00
合计		218727.77	139588.10	14139.67

资料来源：公司提供

未来五年，公司将以陕西省内的发展为重点，向外延伸发展周边市场，继续完善新疆产业布局，并拓展西南市场，在优势区域配套混凝土和骨料业务。

八、募集资金使用情况

公司 2013 年第一期中期票据募集资金 8 亿元（扣除手续费后实际募集 79280 万元），募集资金用途为：2 亿元用于支付和田尧柏水泥有限公司（以下简称“和田公司”）一条 4500t/d 熟料水泥生产线在建项目的工程建设及设备款

项；3 亿元用于补充下属子公司日常经营过程的流动资金需求，保证生产经营的顺利进行；3 亿元用于偿还公司本部中国银行短期借款 1.55 亿元，中信银行短期借款 1 亿元，浦发银行短期借款 0.45 亿元，以降低融资成本，优化财务结构。

和田公司熟料生产线项目总投资 7.5 亿元，4500t/d 熟料水泥生产线主体已于 2013 年 4 月完工，截至目前，该项目已经完全竣工并投产。

截至 2015 年一季度末，公司所募集资金资金 8 亿元已使用完毕，具体使用情况如下表：

表 8 公司募集资金使用明细表 (单位: 万元)

资金用途	收款人	用款金额
流动资金	韩城尧柏阳山庄水泥有限公司	10000
	商洛尧柏龙桥水泥有限公司	10000
	陕西实丰水泥股份有限公司	10000
归还贷款	尧柏特种水泥集团有限公司	4500
	尧柏特种水泥集团有限公司	10000
	尧柏特种水泥集团有限公司	15500
项目款	和田尧柏水泥有限公司	20000
合计		80000

资料来源: 公司提供

九、财务分析

公司提供的 2012 年至 2014 年财务报表经希格玛会计师事务所审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年一季度报表未经审计。截至 2014 年底, 公司共有一级子公司 18 家, 公司合并范围较上期无变化, 财务可比性强。

1. 盈利能力

2014 年, 公司实现营业收入 37.12 亿元, 同比下降 4.71%, 主要是因为水泥销售价格和销量下降所致。2014 年公司营业成本 30.81 亿元, 同比下降 2.32%, 公司营业收入下降速度快于营业成本下降速度。2014 年, 公司营业利润 2.33 亿元, 同比下降 12.86%, 利润总额 3.76 亿元, 同比下降 15.95%。

从期间费用来看, 公司 2014 年期间费用合计 3.56 亿元, 较上年下降 15.64%。期间费用占营业收入比重为 9.60%, 较上年 10.84%下降了 1.24 个百分点。

非经常性损益方面, 2014 年, 公司营业外收入 1.46 亿元, 主要为政府补助款项, 非经常性损益对利润总额有一定影响。

受水泥价格下降影响, 2014 年公司营业利润率为 15.71%, 较 2013 年的 17.74% 有所下降。总资本收益率和净资产收益率也分别下降至 4.98% 和 5.96%。

2015 年一季度, 公司实现营业收入 5.54 亿元, 占 2014 年全年的 14.92%, 实现利润总额

0.44 亿元, 占 2014 年全年的 11.70%; 公司营业利润率为 17.81%, 较 2014 年有所增长。

总体来看, 跟踪期内受制于水泥行业低迷的影响, 公司盈利能力有所下降。

2. 现金流及保障

2014 年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别 32.27 亿元和 33.61 亿元, 分别较上年同期下降 2.54% 和 4.48%; 公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出分别为 15.84 亿元和 24.55 亿元, 分别较上年同期下降 16.00% 和 15.21%; 公司经营活动现金流量净额为 9.06 亿元, 较上年增长 45.32%。2014 年, 公司现金收入比为 86.94%, 较上年 85.00% 略有提升。

从投资活动看, 2014 年公司投资活动产生的现金流入量为 1.24 亿元, 主要为收到其他与投资活动有关的现金, 系公司赎回理财 5000 万元和贵州项目建设期间收到的货款 7140 万元, 2014 年投资活动现金流出为 4.11 亿元, 主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2014 年投资活动现金流量净额为 -2.87 亿元。

筹资活动方面, 2014 年公司现金流入与流出均有不同程度的减少, 分别为 10.21 亿元和 15.53 亿元, 2014 年公司筹资活动现金流量净额表现为净流出, 为 -5.32 亿元。

2015 年一季度, 公司经营性活动产生的现金流入和流出量分别为 5.39 亿元和 4.55 亿元; 公司投资活动产生的现金流量净额为 -0.30 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为 -1.13 亿元。

总体来看, 跟踪期内公司经营活动获现能力较强, 经营活动能满足投资活动资金需求, 公司筹资压力较小。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底, 公司资产总额 98.17 亿元, 较上年增加 1.17%, 其中流动资产占 18.48%,

非流动资产占 81.52%，公司仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2014 年底，公司流动资产合计 18.14 亿元，较上年同期下降 3.15%，主要由货币资金（占 35.99%）、应收账款（占 13.54%）、其他应收款（占 14.84%）和存货（占 26.80%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金 6.53 亿元，较上年底增加 15.53%，其中银行存款 6.51 亿元，现金 0.02 亿元，公司无受限货币资金。

截至 2014 年底，公司应收账款 2.46 亿元，同比增长 36.25%，其中 1 年以内的应收账款占 94.07%，1~2 年的占 3.74%，2 年以上的占 2.19%，公司共计提坏账准备 0.04 亿元，计提比例尚可。

截至 2014 年底，公司其他应收款 2.69 亿元，较上年同期下降 25.76%，从账龄上看，1 年以内的占 97.72%，1 至 2 年的占 0.39%，2 至 3 年的占 1.57%，3 年以上的占 0.32%。公司其他应收款主要是公司应收垫付富平公司的往来款项 6733 万元，及各公司应收增值税进项税款 7183 万元，应收集诚公司垫付利息、股息所得税 3649 万元。

截至 2014 年底，公司存货合计 4.86 亿元，同比增长 3.06%，主要以原材料（占 55.81%）和自制半成品（占 39.76%）为主，公司为计提存货跌价准备。

非流动资产方面，截至 2014 年底，公司非流动资产合计 80.02 亿元，同比增长 2.20%，主要由固定资产（占 74.27%）、在建工程（占 15.65%）和无形资产（占 7.11%）构成。

截至 2014 年底，公司固定资产合计 59.43 亿元，同比下降 2.89%，主要由机器设备（占 43.47%）和房屋及建筑物（占 36.52%）构成。固定资产成新率 71.08%，成新率较高。公司及控股子公司韩城尧柏阳山水泥有限公司、西安蓝田尧柏水泥有限公司和汉中勉县尧柏水泥有限公司以部分机器设备抵押借入短期借款 0.51 亿元。2014 年，水泥生产线、矿山设施及

其他零星工程转入固定资产 3.42 亿元。

截至 2014 年底，公司在建工程合计 12.52 亿元，同比增加 32.42%，主要仍以水泥生产线（占 98.80%）为主。

2015 年一季度，公司资产总额 100.11 亿元，其中流动资产占 19.53%，非流动资产占 80.47%，非流动资产占比有所降低。

跟踪期内，公司仍以非流动资产为主，流动资产占比略有提高，公司固定资产占比较大，固定资产成新率较高，公司资产构成符合行业特点，整体来看，公司资产质量尚可。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 48.02 亿元，较上年同期下降 2.29%，其中流动负债占 51.31%，非流动负债占 48.69%。公司流动负债占比有所上升。

流动负债方面，截至 2014 年底，公司流动负债合计 24.64 亿元，较上年同期增长 16.57%，主要由短期借款（占 26.88%）、应付账款（占 29.79%）、应付利息（占 16.30%）和其他应付款（占 16.17%）构成。

截至 2014 年底，公司短期借款合计 6.62 亿元，同比增长 8.66%，其中质押借款占 26.89%，抵押借款占 73.11%。

截至 2014 年底，公司应付账款合计 7.34 亿元，同比增长 7.15%。从账龄来看，1 年以内的占 94.14%，1 至 2 年的占 3.54%，2 年以上的占 2.32%。公司应付账款综合账龄较短。

截至 2014 年底，公司应付利息 4.02 亿元，同比增长 22.26%，主要是 2014 年公司计提集诚公司的借款利息未支付 7313 万元，导致应付利息增加。

截至 2014 年底，公司其他应付款 3.98 亿元，同比增长 10.98%。从账龄来看，1 年以内的占 88.94%，1 至 2 年的占 2.51%，2 至 3 年的占 7.04%，3 年以上的占 1.51%。整体来看，公司其他应付款综合账龄较短。

非流动负债方面，公司 2014 年底非流动负债合计 23.38 亿元，同比下降 16.52%，主要由

长期借款（占 62.50%）和应付债券（占 34.07%）构成。

截至 2014 年底，公司长期借款 14.61 亿元，同比下降 24.50%，其中信用借款占比 89.05%，抵押借款占比 10.95%。

从债务结构看，截至 2014 年底，公司全部债务 29.50 亿元，同比下降 11.65%，其中短期债务占比 23.46%，长期债务占比 76.54%，债务结构以长期债务为主。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 48.91%、37.04%和 31.04%，同比均有所下降，公司债务指标有所降低。

2015 年一季度，公司负债总额 49.63 亿元，其中流动负债占 52.88%，非流动负债占 47.12%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.57%、37.19%和 30.91%。

跟踪期内公司债务负担有所减轻，流动负债占比有所上升，公司债务以长期债务为主，债务结构较合理。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 50.15 亿元（含少数股东权益 0.87 亿元），同比增长 4.72%，主要由未分配利润的增长所致。公司 2014 年所有者权益主要由实收资本（占 32.30%）和未分配利润（占 60.89%）构成。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 50.49 亿元，与 2014 年底基本持平。

总体看来，公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较好。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，公司 2014 年流动比率和速动比率分别为 73.65%和 53.91%，均较上年同期的 88.65%和 66.32%有所下降。2014 年公司经营现金流动负债比为 36.79%，较上年 29.51%有所上升。整体来看，公司短期偿债能力一般。截至 2015 年一季度末，公司流动比率

和速动比率分别为 74.51%和 55.38%。

从长期偿债指标来看，2014 年，公司 EBITDA 为 10.34 亿元，EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 分别为 10.55 倍和 2.85 倍，均较上年同期有所优化。但考虑到公司所处行业景气度下行，区域内行业竞争加剧，公司产能利用率不高，水泥售价仍处低位等情况，公司仍面临较大的经营压力。整体来看，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保情况。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 5 月 31 日，公司共获得各商业银行累计授信总额 10.69 亿元，其中尚未使用额度 4.15 亿元。

5. 存续期内债券偿还能力分析

公司 2013 年发行了存续期为 3 年，发行额度为 8 亿元的尧柏特种水泥集团有限公司 2013 年度第一期中期票据（“13 尧柏 MTN1”）。

2014 年，公司 EBITDA 为 10.34 亿元，为存续期债券的 1.29 倍，对存续期债券保障程度较好。公司经营活动现金流入量与净流量分别为 33.61 亿元和 9.06 亿元，分别为存续期债券的 4.20 倍和 1.13 倍，经营活动现金流对存续期债券的保障能力较好。

6. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G10610113009487801），截至 2015 年 5 月 27 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

7. 抗风险能力

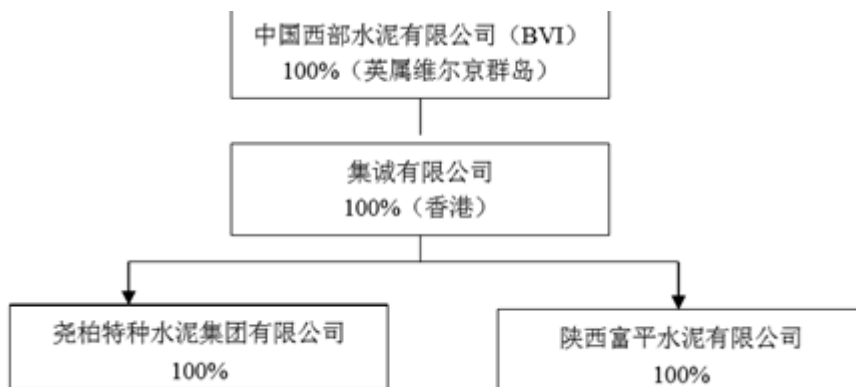
基于对公司自身经营和财务状况，以及陕西和新疆水泥行业发展的综合分析，和未来公司发展的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、结论

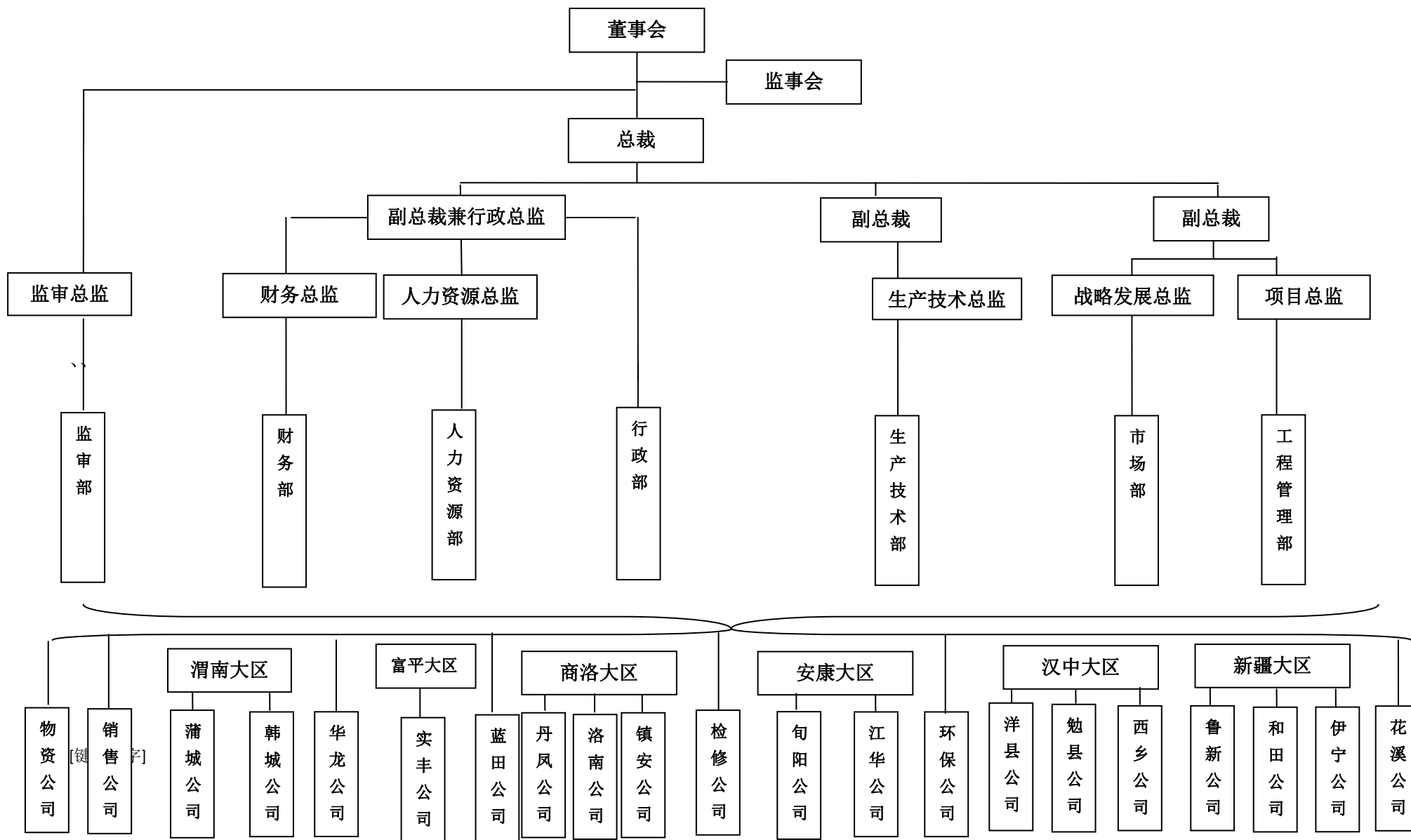
综合考虑，联合资信维持尧柏特种水泥集

团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望维持负面，并维持“13尧柏MTN1”AA的信用级别。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.61	7.31	7.01	6.30
资产总额(亿元)	93.70	97.03	98.17	100.11
所有者权益(亿元)	45.09	47.89	50.15	50.49
短期债务(亿元)	9.74	6.09	6.92	7.30
长期债务(亿元)	22.79	27.30	22.58	22.59
全部债务(亿元)	32.53	33.39	29.50	29.89
营业收入(亿元)	35.69	38.96	37.12	5.54
利润总额(亿元)	4.40	4.47	3.76	0.44
EBITDA(亿元)	10.62	11.49	10.34	--
经营性净现金流(亿元)	9.98	6.24	9.06	0.84
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.55	16.02	12.59	--
存货周转次数(次)	13.81	7.12	6.43	--
总资产周转次数(次)	0.76	0.41	0.38	--
现金收入比(%)	96.91	85.00	86.94	95.01
营业利润率(%)	18.68	17.74	15.71	17.81
总资本收益率(%)	6.94	6.69	4.98	--
净资产收益率(%)	8.31	7.83	5.96	--
长期债务资本化比率(%)	33.58	36.30	31.04	30.91
全部债务资本化比率(%)	41.91	41.08	37.04	37.19
资产负债率(%)	51.88	50.64	48.91	49.57
流动比率(%)	70.94	88.65	73.65	74.51
速动比率(%)	53.77	66.32	53.91	55.38
经营现金流动负债比(%)	41.39	29.51	36.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.47	6.82	10.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.06	2.91	2.85	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
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-营业税金及附加) / 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/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。