

山东钢铁股份有限公司

08 莱钢债跟踪评级报告

主体信用等级： AA⁺ 级

08 莱钢债信用等级： AAA 级

评级时间： 2015 年 5 月 8 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

山东钢铁股份有限公司 08 莱钢债跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2015]100123】

存续期间 10 年期公司债券 20 亿元人民币, 2008 年 3 月 - 2018 年 3 月

本次跟踪:	主体信用等级 AA 级	评级展望 负面	债项信用等级 AAA 级	评级时间 2015 年 5 月
前次跟踪:	AA 级	负面	AAA 级	2014 年 5 月
首次评级:	AA 级	稳定	AA 级	2007 年 11 月

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人:			
总资产	532.01	515.55	469.63
货币资金	28.14	21.16	22.17
刚性债务	254.62	169.97	192.54
所有者权益	129.09	130.60	116.65
营业收入	733.04	704.70	518.65
净利润	-38.35	1.64	-13.94
经营性现金净流入量	30.92	31.82	-12.55
EBITDA	2.14	32.80	13.14
资产负债率[%]	75.74	74.67	75.16
流动比率[%]	42.90	38.39	27.59
利息保障倍数[倍]	-1.93	1.06	-0.50
经营性现金净流入与 负债总额比率[%]	7.66	8.08	-3.40
非筹资性现金净流入 与负债总额比率[%]	1.56	4.34	-4.96
EBITDA/利息支出[倍]	0.16	2.77	1.30
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.15	0.08
担保人:			
	2012 年	2013 年	2014 年
总资产	1,719.65	1,845.23	2000.85
货币资金	177.77	132.62	191.88
经营性现金净流入量	15.46	-42.94	22.30
资产负债率[%]	77.21	79.46	79.91
总资产报酬率[%]	0.74	1.94	0.59

注: 发行人数据根据山东钢铁经审计的 2012~2014 年财务数据整理、计算; 担保人数据根据山钢集团经审计的 2012~2014 年财务数据整理、计算。

分析师

刘云 熊梓

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

2014 年以来, 山东钢铁继续实施产品结构调整、降本增效等措施, 但在国内经济增速放缓, 钢铁产能严重过剩, 下游需求持续疲弱及钢材价格低迷等因素下, 公司继续面临经营风险增加、主业巨额亏损、刚性债务负担重等方面压力或挑战。担保人山钢集团作为担保方, 其资本实力较强, 货币资金存量较充裕, 可为本期债券的本息偿付提供较好保障。

- 2014 年国内钢铁行业未出现实质性好转, 继续面临产能布局不合理, 产品结构性过剩、上游铁矿石对外依存度高、下游需求持续疲软且同质化竞争严重等问题, 钢铁企业普遍面临较大的经营压力。
- 山东钢铁主导产品价格出现整体下滑, 产品毛利率很低, 2014 年出现较大的经营亏损, 公司继续面临经营压力持续加大、产能利用率偏低等问题。
- 山东钢铁刚性债务规模大, 债务结构短期化, 流动性压力持续加大; 同时, 公司经营性现金流也出现较大的净流出, 面临即期债务偿付压力很大。
- 山东钢铁拟采取置换产能方式建设日照钢铁精品基地, 计划总投资达 393.39 亿元, 项目投融资压力很大。
- 山东钢铁关联交易规模较大, 且关联交易对公司财务状况影响较大。
- 山钢集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 可为本期债券的本息偿付能力有望增强。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对山东钢铁 08 莱钢债的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期债券的一种建议。报告中引用的资料主要由山东钢铁提供, 所引用资料的真实性由山东钢铁负责。

跟踪评级报告

按照山东钢铁股份有限公司 08 莱钢债（简称“08 莱钢债”，“本期债券”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据山东钢铁股份有限公司（简称“山东钢铁”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2014 年财务报表及相关经营数据，对山东钢铁的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

2008 年 1 月 22 日，中国证券监督管理委员会公布了《关于核准莱芜钢铁股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2008]116 号文），核准莱芜钢铁股份有限公司（简称“原莱钢股份”）向社会公开发行面值不超过 20 亿元（含 20 亿元）的公司债券。

原莱钢股份于 2008 年 3 月 27 日发行了待偿还余额为 20 亿元人民币的 10 年期公司债券，并于 2008 年 4 月 18 日在上海证券交易所挂牌交易（证券代码“122007”），发行利率为固定利率 6.55%。本期债券所募集资金中 17 亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充原莱钢股份的流动资金。

2011 年，济南钢铁股份有限公司（简称“济南钢铁”）以换股方式完成吸收合并莱芜钢铁股份有限公司后，“08 莱钢债”的权利和义务由济南钢铁（后更名为山东钢铁股份有限公司，简称“山东钢铁”）承继。同时，本期债券的担保方变更为山东钢铁集团有限公司（简称“山钢集团”）。

截至 2014 年末，本期债券付息正常。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

2014 年以来，该公司股权结构未发生变化，即第一大股东济钢集团有限公司（简称“济钢集团”）持股比例 39.59%，第二大股东莱芜钢铁集团有限公司（简称“莱钢集团”）持股比例 36.59%，实

际控制人为山东省国有资产监督管理委员会（简称“山东国资委”）。

2014年11月，该公司启动了非公开发行A股股票预案¹，拟募集资金不超过50亿元，拟发行股票不超过27.62亿股，发行价格不低于1.81元/股，用于日照钢铁精品基地项目建设。该方案已于2014年12月11日获得山东国资委原则上同意本方案的批复（鲁国资收益字[2014]62号），2015年1月非公开发行申请获得中国证监会的受理。该增发方案一旦实施将对公司股权结构产生一定影响，但预计不会造成前两大股东及实际控制人发生变化。该方案对应的募投项目实施主体是日照公司，将实现年产铁810万吨、钢坯850万吨，钢材790万吨的生产能力，总动态投资额为393.39亿元，建设期三年，项目面临的投融资压力很大。日照钢铁精品基地建设是实现山东省钢铁产业改革的核心内容，即利用精品钢取代落后产能。通过此项目淘汰落后产能，推进企业联合重组，实现钢铁产能向沿海地区转移。从项目效益测算看，该项目建成并全面达产后，税后内部收益率9.39%，投资回收期11.36年（含建设期）。

跟踪期内，该公司逐步改善法人治理结构，并进一步健全治理制度。2014年以来，公司董事、监事以及高级管理人员未发生重大调整。制度建设上，公司修订完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《董事会风险管理与审计委员会工作细则》和《募集资金管理办法》等规章制度。

2014年，该公司的工作重点集中在减亏、扭亏方面，具体措施包括深度挖潜、降本增效，产品结构调整等方面。在财务策略上，公司2013年底处置济钢国贸公司、莱钢国贸公司导致合并范围减少，相应的2014年公司营业收入和营业成本，经营环节现金收入与支出均有一定的影响²。此外，公司2013年以经营租赁方式将济南分公司的炼钢4#转炉和宽厚板4,300mm生产线租给山钢集团，资产原值共63.74亿元（净值58.54亿元，年折旧额4.21亿元），租赁合同在2014年3月到期后，不再继续出租。该生产线年产能180万吨板材³，2014年板材销量大幅增长（如图表1所示）。

¹ 非公开发行A股股票预案（简称“该方案”）定价基准日为2014年11月8日，发行对象为包括山钢集团在内的10名（含10名）定向投资者，其中山钢集团认购不少于10%的本次定向增发股票数量。

² 济钢集团国贸公司和莱钢集团国贸公司不再纳入合并报表后，使得2014年公司营业收入及营业成本分别减少135.70亿元、100.15亿元。

³ 2013年，该生产线开始试生产，当年实际产量仅约10万吨。

在关联购销方面，该公司 2014 年关联采购额为 259.84 亿元，较上年下降 6.74%，占当年营业成本的 52.24%；关联销售额由上年的 243.89 亿元降至 171.75 亿元，占当年营业收入的 33.11%。其中，济钢集团国贸公司和莱钢集团国贸公司不再纳入合并报表，使得公司关联方采购额和销售额分别减少 35.95 亿元、3.92 亿元。当年公司关联销售额大幅下滑还由于主要产品钢材价格走低，以及鲁银投资集团带钢公司股权置换后与公司主业无关联业务发生，关联销售额较 2013 年减少 24.59 亿元。

在关联方资金拆借方面，该公司共拆入资金余额由上年末 44.67 亿元增至 60.21 亿元，当年支付关联资金拆借利息 2.91 亿元，主要以短期借款为主，资金成本略低于同期基准贷款利率⁴。此外，公司在山钢集团财务公司存放存款 12.69 亿元。

（二）业务运营

2014 年以来，我国钢铁行业原燃料成本压力继续缓解，但持续面临产能严重过剩、同质化竞争、下游需求增速放缓以及钢材价格低迷等诸多不利因素，行业整体处于低位运营的态势。据中钢协 2015 年 2 月发布 2014 年钢铁行业运营情况显示统计，2014 年大中型钢铁企业实现销售收入 3.59 万亿元，同比下降 2.98%；实现利润 304.44 亿元，增长 40.35%；累计亏损面 14.77%，同比下降 4.55 个百分点；亏损额 117.47 亿元，同比下降 8.02%；销售利润率为 0.85%，同比提高 0.26%。可见，大中型钢铁企业盈利略有好转，但整体盈利水平依然低下。

2015 年以来，随着“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带三大战略的实质性推进，将有利于钢铁行业的发展环境的改善。同时，我国政府将继续加大化解产能严重过剩、大气污染防治、淘汰落后产能等工作力度。未来各项政策措施的实施将对钢铁产能释放产生一定影响，但产能过剩的局面短期内仍难以改观。该公司地处山东省内陆，该区域面临较重的淘汰落后产能和环保压力。

该公司的中厚板产量居国内首位，造船板市场占有率为国内第一，3,500mm 中厚板生产线装备水平处于国内先进水平；型钢也是其优势产品之一，公司是我国规模最大、品种最全的 H 型钢生产基

⁴ 山钢集团实现资金统一管控，由集团财务公司负责。公司拆入关联方资金以短期资金为主，反映在财务报表“短期借款”科目中。

地，在 H 型钢产品中保持很强的市场优势。2014 年，公司不再将济南分公司炼钢 4#转炉和 4,300mm 宽厚板生产线租赁给济钢集团，对公司 2014 年的财务报表产生较大影响，尤其对主营业务收入/主营业务成本有着较大影响，也使得公司板材产能恢复到 2012 年的水平，板材产量较 2012 年增长 14.21%（如图表 1 所示）。

图表 1. 公司的主导产品的产能、产量之比较（单位：万吨）

	2012 年		2013 年		2014 年	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
螺纹钢	385	396	385	351	385	323
板材	480	359	300	258	480	375
热轧钢带	250	132	250	89	250	100
冷轧钢带	80	31	80	32	80	47
型钢	220	244	220	222	220	218
优钢	130	141	230	144	230	134
合计	1,545	1,303	1,465	1,096	1,645	1,197

资料来源：山东钢铁

2014 年，该公司共生产铁 1,083 万吨，钢 1,265 万吨，材 1,197 万吨；实现营业收入 518.65 亿元，净亏损 13.98 亿元。2014 年以来，公司钢铁主业的核心生产设施和产能情况未发生重大的变化，产能利用率仅 72.77%，主要与螺纹钢、热轧钢带和优钢等产品的市场价格低迷有关（如图表 2 所示）。产品结构调整方面，公司板材产能释放有所好转，但继续面临优钢产能释放压力。整体上，公司主要钢材产品的产能利用率欠佳，后续产品结构调整、转型压力大，并持续面临业绩改善压力。

图表 2. 公司近年的主导产品的销售情况（单位：万吨、百元/吨）

产品名称	2012 年		2013 年		2014 年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
型钢	254.66	40.42	237.63	37.81	219.44	32.96
板材	356.38	42.71	259.54	39.25	411.38	36.00
螺纹	396.56	39.93	351.24	35.42	324.41	30.75
热轧钢带	132.00	41.47	88.64	37.48	98.74	33.09
冷轧钢带	34.84	45.74	35.25	43.62	47.0	38.98
优钢	135.69	43.82	136.37	41.17	135.42	35.52
合计	1,310.13	—	1,108.67	—	1,236.39	—

资料来源：山东钢铁

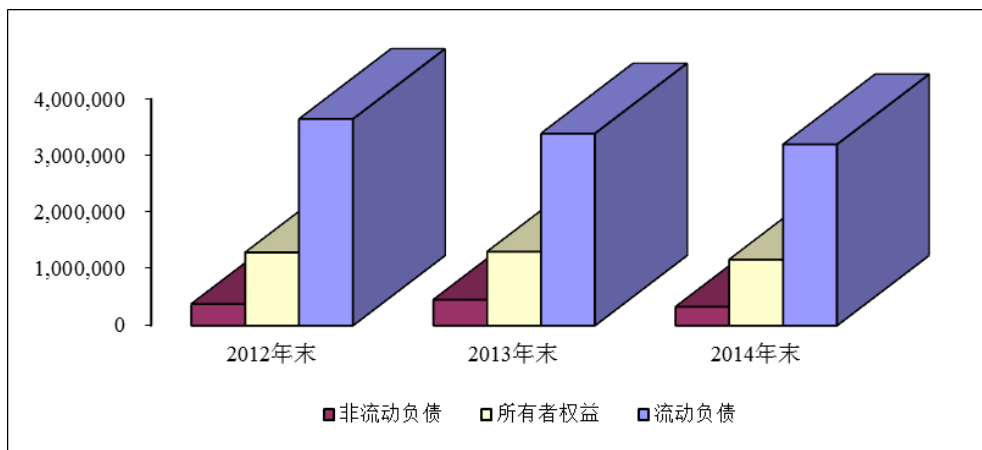
2014 年，该公司优势产品的销售均价仍呈下滑趋势，主要系国

内经济下行，主要产品的下游市场需求较为低迷。但受板材销量增长影响，公司主导产品的销量随产量变化也呈同步增长，整体产销率约为 99.03%。

（三）财务质量

2014 年，该公司在建项目仍以技改工程为主，资本性支出规模相对较小，投资环节现金净流出规模继续减少，但受商业信用规模缩小（其中应付账款较上年末下降 34.52%，主要与合并范围缩小及销售价格下滑导致资金占用下降等有关）导致年末负债总额较上年末减少 8.31%，为 352.98 亿元。公司财务杠杆水平较高，年末资产负债率为 75.16%，较 2013 年末上升 0.49 个百分点，主要与净资产规模缩小（未分配利润由 2013 年末-18.19 亿元降至-32.17 亿元）有关。

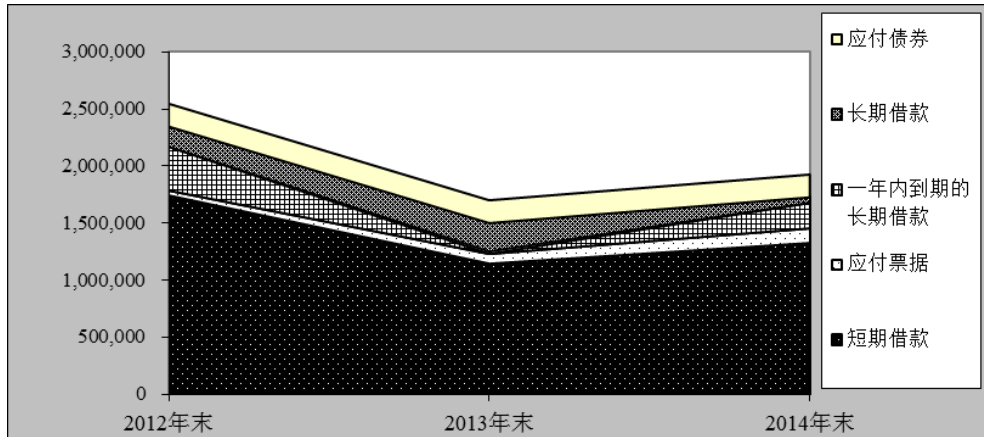
图表 3. 公司 2012 年以来资金来源变化（单位：万元）



注：新世纪评级根据山东钢铁提供资料整理绘制

该公司债务结构以流动负债为主，负债结构持续欠合理，2014 年末长短期债务比为 10.37%。公司年末刚性债务余额为 192.54 亿元，较上年末增加 13.28%（如图表 4 所示），其中短期刚性债务占比为 87.10%。公司的短期刚性债务主要由短期借款和一年内到期的长期借款构成，其中短期借款为 133.06 亿元，增幅 16.09%。从承债主体看，公司银行借款全部由母公司所筹借。

图表 4. 公司近年来的刚性债务变化 (单位: 万元)



注: 新世纪评级根据山东钢铁提供资料整理绘制

2014 年以来, 该公司原燃料成本压力继续得到缓解, 产品销量受板材影响有所回升, 但主要产品的价格下滑。当年, 公司实现营业收入 518.65 亿元, 同比减少 26.40%, 主要与济钢集团国贸公司和莱钢集团国贸公司不再纳入合并范围及型材、棒材及钢筋等产品毛利率下滑有关 (如图表 5 所示)。同期, 公司的综合毛利率仍处于较低水平, 为 4.10%, 发生净亏损 13.94 亿元, 公司持续面临扭亏压力。

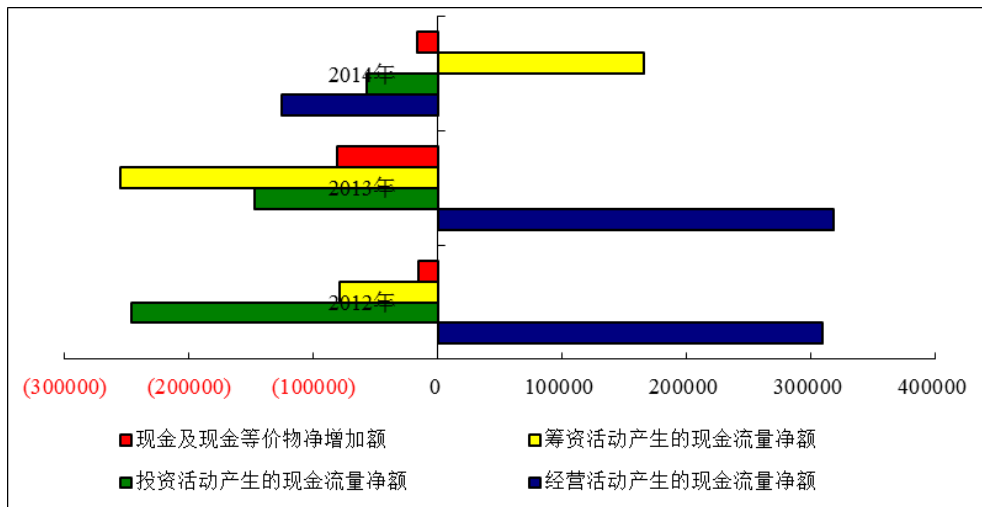
图表 5. 2014 年公司主要产品销售额及销售毛利率变化分析 (单位: 万吨)

分产品	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入增减 (%)	毛利率较上年增减 (%)
型材	63.39	0.14	-19.97	减少 3.60 个百分点
板材	126.22	7.13	0.45	增加 3.29 个百分点
棒材	41.09	-1.08	-8.90	减少 1.85 个百分点
卷材	60.58	4.20	47.11	增加 4.01 个百分点
钢筋	85.90	-0.44	-20.41	减少 3.33 个百分点
钢坯、生铁	32.60	-0.74	-44.02	减少 8.06 个百分点
焦化、动力	57.33	12.81	-33.46	增加 0.57 个百分点

资料来源: 山东钢铁

该公司钢铁主业资金回笼能力很强, 受票据结算规模较大影响, 近三年营业收入现金率均低于 60%, 2014 年 54.86%, 经营性净现金流为 -12.55 亿元, 主要系合并范围减小及销售现款规模下降。公司投资环节以技改工程为主的资本性支出需求很小, 2014 年投资性现金净流出量由上年 14.72 亿元降至 5.74 亿元。同期, 主要受经营环节现金出现大额净流出影响, 相应的筹资环节出现较大的现金净流入, 为 16.59 亿元。

图表 6. 公司近三年的现金流变化 (单位: 万元)



注：新世纪评级根据山东钢铁提供资料整理绘制

2014年主要受经营亏损影响，该公司权益资本与上年末相比减少10.68%，年末净资产为116.65亿元，其中归属于母公司所有者权益合计为116.13亿元。年末，公司资产规模继续减少，主要系应收票据和存货等流动资产减少所致。2014年末，公司货币资金余额为22.17亿元，较上年末增长4.75%，主要与年末债务规模扩大有关。应收票据规模大幅减少，由上年末33.21亿元减至8.85亿元，主要与公司偿还欠款以及票据贴现及已背书规模等有关⁵。公司应收账款规模相对较小，为3.83亿元，减幅17.10%。公司存货余额40.87亿元⁶，较上年末减少36.42%，其中原辅材料账面价值由上年末38.80亿元减至19.53亿元，主要系当年加强存货管理，严格控制库存所致。年末公司的流动比率、速动比率分别为27.59%、12.28%，上述指标值持续下降且均处于行业较低水平，公司整体资产流动性较差。

该公司由于流动负债规模大，且银行承兑汇票余额大幅减少，现金比率处于较低水平，2014年末为9.64%。公司系上市公司，且实际控制人为山东省国资委。较好的股东背景是公司拥有畅通的融资渠道的基础条件，一定程度也能缓解公司的资金压力。

(四) 增级因素

本期债券由山钢集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证

⁵ 公司已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期的应收票据的年末终止确认金额为87.51亿元，未终止确认金额为0。

⁶ 当年，公司计提存货跌价准备为0.75亿元，转回或转销1.63亿元，年末存货跌价准备余额0.78亿元。

担保。

截至 2014 年末，山钢集团经审计的合并会计报表口径资产总额为 2000.85 亿元，所有者权益为 361.26 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 140.67 亿元）；2014 年实现营业收入 1094.24 亿元，发生净亏损 10.41 亿元（其中归属于母公司所有者的净亏损为 23.46 亿元）。

山钢集团资本实力较强，但近年来受钢铁主业经营业绩下滑并出现连续亏损影响，权益资本较上年末略有下降，财务杠杆水平较高，2014 年末资产负债率 79.91%，较上年末上升了 0.45 个百分点，整体负债经营程度很高。山钢集团的货币资金存量相对充裕，2014 年末为 191.88 亿元，能为即期债务偿付提供一定的保障。

综上所述，该公司钢铁主业持续面临较大的经营压力，且财务杠杆水平较高，刚性债务规模加大，已积累较大的即期债务偿付压力。本期债券担保人山钢集团资本实力较强，货币资金存量较为充裕，所提供的保证担保可为本期债券本息的到期偿付提供一定的支持。

同时，我们仍将持续关注（1）钢铁工业经营环境及下游需求的变化；（2）公司改善经营业绩相关措施是否得到继续落实，尤其是产品结构调整进展；（3）节能减排措施及环保支出压力；（4）流动性压力的缓解措施；（5）关联方交易等重大事项。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据或指标	2012年	2013年	2014年
金额单位：人民币亿元			
资产总额	532.01	515.55	469.63
货币资金	28.14	21.16	22.17
刚性债务	254.62	169.97	192.54
所有者权益	129.09	130.60	116.65
营业收入	733.04	704.70	518.65
净利润	-38.35	1.64	-13.94
EBITDA	2.14	32.80	13.14
经营性现金净流入量	30.92	31.82	-12.55
投资性现金净流入量	-24.61	-14.72	-5.74
资产负债率[%]	75.74	74.67	75.16
长期资本固定化比率[%]	224.38	218.38	254.57
权益资本与刚性债务比率[%]	50.70	76.84	68.57
流动比率[%]	42.90	38.39	27.59
速动比率[%]	25.76	18.21	12.28
现金比率[%]	14.00	16.02	9.64
利息保障倍数[倍]	-1.93	1.06	-0.50
有形净值债务率[%]	315.53	298.41	306.69
担保比率[%]	—	—	-
应收账款周转速度[次]	16.18	31.55	122.86
存货周转速度[次]	10.98	11.08	9.46
固定资产周转速度[次]	2.12	2.10	1.49
总资产周转速度[次]	1.33	1.35	1.05
毛利率[%]	0.38	4.93	4.10
营业利润率[%]	-5.02	0.40	-2.62
总资产报酬率[%]	-4.59	2.40	-1.03
净资产收益率[%]	-25.82	1.26	-11.27
营业收入现金率[%]	53.71	58.82	54.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.19	9.04	-3.81
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.66	8.08	-3.40
EBITDA/利息支出[倍]	0.16	2.77	-5.55
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.15	-4.96

注：表中数据依据山东钢铁经审计的 2012~2014 年度财务数据整理、计算；

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率	(期末资产总计 - 期末流动资产合计)/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率[%]	期末所有者权益合计/期末刚性负债合计×100%
流动比率	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)×100%
有形净值债务率	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)×100%
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	= EBITDA/((期初刚性债务 + 期末刚性债务)/2)

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性负债=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。