

华西能源工业股份有限公司

2012 年公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间  
变更信用评级。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证券信用  
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>



## 华西能源工业股份有限公司 2012 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号：  
鹏信评【2017】跟踪第  
【151】号 01

债券剩余规模：6 亿元  
债券到期日期：2017 年  
11 月 05 日  
债券偿还方式：每年付  
息一次，到期一次还本

分析师

姓名：  
熊冲 钟继鑫

电话：  
0755-82872123

邮箱：  
xiongch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法，该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

鹏元资信评估有限公司  
地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

|            | 本次跟踪评级结果         | 上次信用评级结果         |
|------------|------------------|------------------|
| 本期债券信用等级   | AA               | AA               |
| 发行主体长期信用等级 | AA               | AA               |
| 评级展望       | 负面               | 稳定               |
| 评级日期       | 2017 年 05 月 24 日 | 2016 年 05 月 25 日 |

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对华西能源工业股份有限公司（以下简称“华西能源”或“公司”）及其 2012 年 11 月 5 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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，评级展望调整为负面。该评级结果是考虑到 2016 年公司业务发展重心进一步向总承包转移，公司在手订单数量较多，短期内业务收入较有保障，公司参股恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司（以下简称“恒力盛泰”），积极布局石墨烯等新材料产业。但我们也关注到公司的锅炉及配套产品业绩逐年下滑，应收账款规模较大，存在一定的回收风险，资产运营效率进一步下降，经营活动现金流状况较差，有息债务大幅增加，短期内存在集中偿付压力，存在一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- **业务发展重心进一步向总承包转移。**2016 年公司实现总承包项目收入 167,506.06 万元，同比增长 12.33%，占公司营业收入比例为 49.26%；毛利率 26.29%，同比增加了 4.54 个百分点。此外，公司借助 PPP 模式进入市政工程领域，已签订自贡市东部新城生态示范区一期工程 PPP 项目等项目，这些项目将进一步丰富公司总包业务结构。
- **公司在手订单数量较多，短期内业务量充足。**2016 年，公司共签订各类生效订单合同总金额 74.52 亿元，新签订单在 2016 年度的执行比例约 35%。截至 2016 年末，公司在手订单余额约 103.42 亿元；已中标尚未签约订单金额约 48.28 亿元，预计短期内公司业务量充足。

- **公司积极布局石墨烯等新材料产业。**2016年，公司出资13.5亿元参股恒力盛泰共计15%的股份。恒力盛泰是目前国内唯一一家实现单层石墨烯工业化量产、并提供石墨烯运用方案解决的高科技企业，公司有望借此进入石墨烯等新材料领域，培育新的利润增长点。

### 关注：

- **锅炉及配套产品业绩逐年下滑。**由于市场竞争加剧及发展战略已向总承包业务转移，2016年公司锅炉及配套产品收入同比进一步下滑了17.19%，占营业收入比例为41.26%；毛利率同比减少1.93个百分点，仅为11.77%。
- **公司应收账款规模较大，存在一定的回收风险。**截至2016年末，公司应收账款为289,156.02万元，应收账款规模较大，且近期下游行业景气度较差，存在一定的回收风险；公司应收账款占当年营业收入比重为85.03%，营运资本占用规模较大，资金周转压力较大。
- **运营效率进一步下降。**由于市场景气度持续下滑，公司应收账款和存货均维持在较高水平，周转天数分别为290.75天、429.49天，相比2015年增加56.70天、114.88天，进而使得2016年公司的净营业周期也随之延长至302.15天。
- **经营活动现金流状况较差。**由于总包业务占用资金，加之公司所支付的工程保证金大幅增加，且账款持续增长，2016年公司经营活动现金流呈大额净流出状态，净额为-47,515.92万元。
- **有息债务大幅增加，短期内存在集中偿付压力。**截至2016年末公司资产负债率为70.43%，同比增加2.46个百分点；截至2016年末，有息债务为253,084.65万元，随着“17华源01”的发行及长期借款的增加，2017年3月末有息负债攀升至444,868.52万元，较2015年末增长83.62%。从偿还期限来看，由于本期债券即将到期，加之短期借款及一年内到期非流动负债，2017年度公司至少应偿还有息债务145,050.00万元，将使公司面临集中偿还的压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至2016年末，公司对外担保金额合计126,800.00万元，占公司净资产的比重为40.36%，存在一定的或有负债风险。

### 主要财务指标：

| 项目          | 2017年3月      | 2016年        | 2015年      | 2014年      |
|-------------|--------------|--------------|------------|------------|
| 总资产（万元）     | 1,237,978.02 | 1,062,342.29 | 916,697.10 | 716,450.53 |
| 所有者权益合计（万元） | 315,868.27   | 314,152.08   | 293,637.08 | 274,266.29 |

|                   |            |            |            |            |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| 有息债务（万元）          | 444,868.52 | 253,084.65 | 242,278.49 | 166,170.88 |
| 资产负债率             | 74.49%     | 70.43%     | 67.97%     | 61.72%     |
| 流动比率              | 1.59       | 1.32       | 1.31       | 1.43       |
| 速动比率              | 0.80       | 0.70       | 0.70       | 0.80       |
| 营业收入（万元）          | 92,263.97  | 340,051.67 | 369,973.90 | 326,858.54 |
| 营业利润（万元）          | 2,694.60   | 20,212.54  | 22,191.20  | 15,749.24  |
| 利润总额（万元）          | 2,602.97   | 21,487.31  | 23,483.32  | 16,866.99  |
| 综合毛利率             | 18.12%     | 20.03%     | 17.59%     | 18.69%     |
| 总资产回报率            | -          | 3.41%      | 3.86%      | 3.88%      |
| EBITDA（万元）        | -          | 39,442.81  | 36,699.10  | 28,315.01  |
| EBITDA 利息保障倍数（万元） | -          | 3.23       | 4.59       | 3.95       |
| 经营活动现金流净额（万元）     | -69,031.64 | -47,515.92 | -10,583.15 | -54,092.80 |

注：2016 年及 2017 年 3 月有息负债不包含应付票据。

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年11月5日公开发行5年期6亿元公司债券，募集资金拟用于补充流动资金，截至2017年3月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

## 二、发行主体概况

2016年，公司控股股东、实际控制人和实收资本均未发生变化。截至2016年末，黎仁超持有公司股份170,131,990股，占注册资本总额的23.05%，仍为公司第一大股东和实际控制人。

2016年，公司主营业务范围无变化，仍为各类锅炉及其配套产品的设计、制造和销售，以及基于节能环保等领域部分或全过程的工程总承包服务。2016年公司新纳入财务报表合并范围的子公司2家，无减少合并子公司，具体情况如表1所示。

**表 1 2016 年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

| 子公司名称          | 持股比例   | 注册资本      | 主营业务            | 合并方式 |
|----------------|--------|-----------|-----------------|------|
| 云南惠康再生能源开发有限公司 | 70.00% | 200.00    | 再生能源技术研究及开发等    | 收购股权 |
| 自贡华西东城投资建设有限公司 | 89.00% | 50,000.00 | 城市开发建设、投资、资产经营等 | 投资设立 |

资料来源：公司 2016 年审计报告、鹏元整理

2016年度，公司实现营业收入34.01亿元，利润总额2.15亿元，经营活动现金流净流出4.75亿元。截至2017年3月31日，公司资产总额为123.80亿元，所有者权益合计为31.04亿元，资产负债率为74.49%；2017年1-3月，公司实现营业收入9.23亿元，利润总额0.26亿元，经营活动现金流净流出6.90亿元。

## 三、运营环境

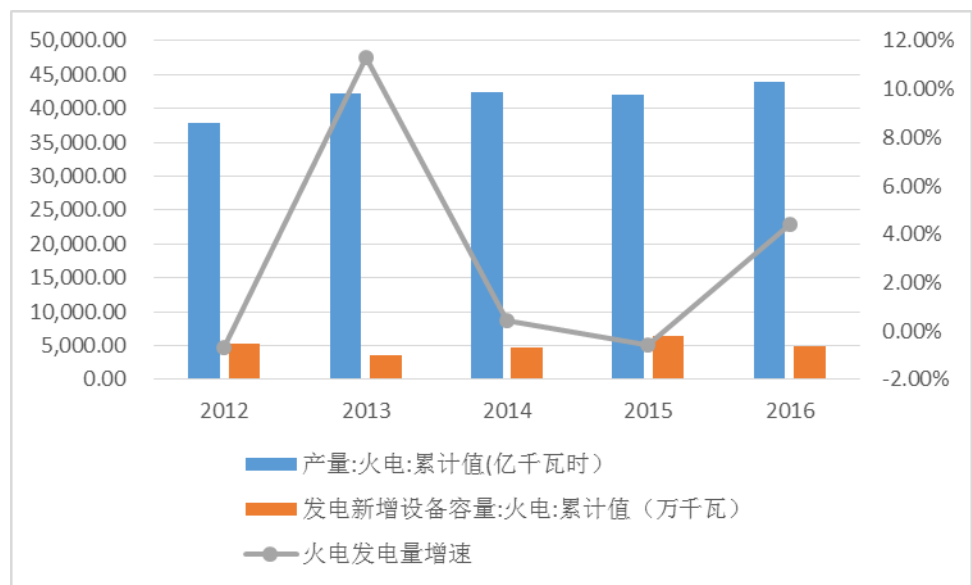
**2016年，我国实体经济运行稳中趋好，以火电为主的全社会用电量需求持续增加；但受煤电去产能政策影响，电源基本建设投资有所下降**

2016年，受实体经济运行稳中趋好影响，全社会用电量同比增长5.0%，增速同比提高4.0个百分点。具体来看，即使在国家推进去产能政策、基建投资快速增长、房地产和汽车市场回暖等综合影响下，建材、黑色和有色金属冶炼等重要生产资料价格总体呈上升态势，市场预期好转，其主要产品产量增速逐步提高，共同支撑全社会用电量保持较快增长。从



电力消费结构来看，第二产业用电量同比增长2.9%，第三产业用电量同比增长11.2%，城乡居民生活用电量同比增长10.8%，三者占全社会用电量的比重分别为71.1%、13.4%和13.6%。火电作为最主要的发电方式，受实体经济企稳趋好，用电量需求增加影响，根据中电联发布的《2016-2017年度全国电力供需形势分析预测报告》，2016年全口径火电发电量同比增长2.4%，自2013年以来首次实现正增长；全国火电装机容量10.5亿千瓦，新增装机容量5,338万千瓦，设备平均利用小时4,165小时，同比降低199小时，再创历史新低。

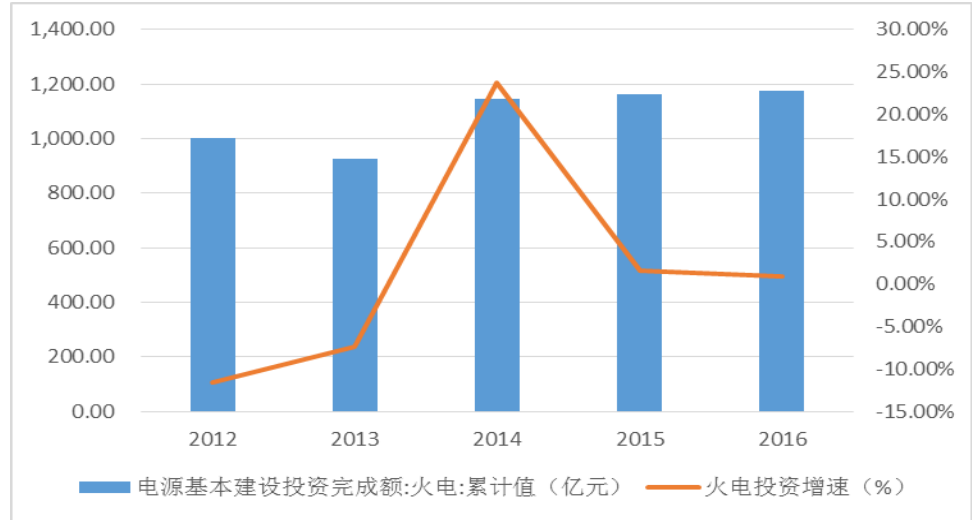
图1 近年全国火电发电及新增装机容量情况



资料来源：Wind资讯

在国家促进燃煤发电有序发展等一系列政策措施影响下，2016年，全国电源基本建设投资完成3,429亿元，同比下降12.9%，为近5年来最大降幅。受国家出台的促进煤电有序发展系列政策影响，2016年，火电电源工程建设投资额为1,174亿元，同比小幅增长0.9%，其中煤电投资同比下降4.7%，扭转了前两年煤电投资持续快速增长的势头。随着火电设备利用小时数持续走低、煤炭行业去产能政策效果逐步显现以及动力、消费结构持续转换、调整，未来火电投资增速仍有可能下滑。

图2 近年全国火电投资完成额

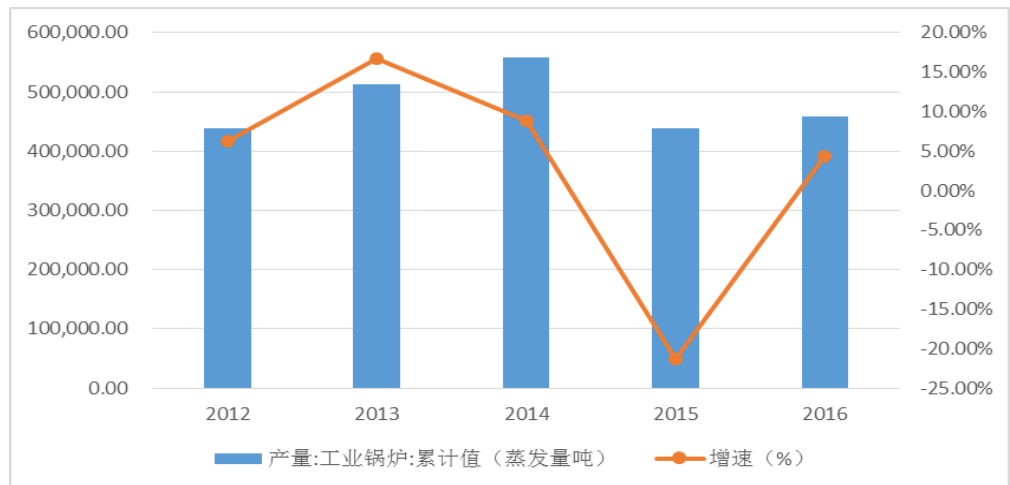


资料来源：Wind资讯

**2016年，工业锅炉行业产量虽有小幅提升，但仍维持较低水平**

电站锅炉作为火力电站的三大主机设备之一，伴随着我国火电行业的发展而发展。国内已有超过20家企业具有成套制造电站锅炉的资质和规模化生产能力，并形成三个梯队，市场竞争较为充分。受经济形势企稳趋好、电力需求增加等影响，工业锅炉产量在经历了2015年快速下滑之后，2016年企稳回升，同比增长4.38%，但与前几年相比仍处于低位。未来随着火电设备利用小时持续走低，锅炉行业将面临较大的挑战。

图3 2012-2016年工业锅炉产量情况



资料来源：Wind资讯

**2016年，原材料钢材价格大幅上涨，进一步挤压了锅炉企业的利润空间**

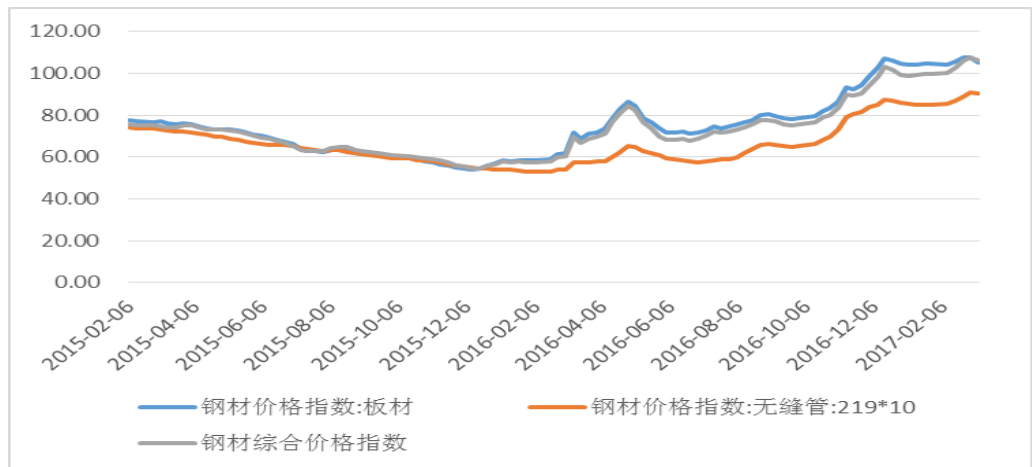
锅炉产品的主要原材料包括钢板、合金钢、钢管、型材以及外包部件，钢材既是锅炉



制造直接用原材料，又是外包部件的主要组成部分。由于锅炉产品的生产周期和总承包项目的工程周期较长，生产用主要原材料价格在此期间可能发生变化从而导致锅炉行业业务利润波动的风险。

2016年钢材价格打破五年下跌趋势大幅上涨，整体呈现过山车行情，4月及12月分别为近两年高点及次高点。2016年钢材价格大幅上升的原因主要系：1.国内经济企稳回升，供给侧改革给经济注入了新的活力；2.资产配置荒背景下资金轮动效应明显，大量资金的进入加速期货产品的波动；3.2016年人民币汇率持续走低，对大宗原料形成较为明显的成本支撑，这也是国内商品特别是工业品价格上涨的重要因素之一。钢价的上涨抬升了锅炉价格，加之锅炉行业人工成本上升、产品价格下滑等固有因素，锅炉行业利润进一步受到挤压，毛利率仍在低位徘徊。

图4 2015年2月-2017年2月国内钢材价格指数图



注：假设 1994 年 4 月价格指数为 100。

资料来源：Wind 资讯

**在国家经济政策支持和市场需求双重作用下，节能环保和新能源等高端装备制造业经济运行态势良好，将长期保持稳定增长**

国务院于 2015 年 5 月印发《中国制造 2025》，部署全面推进实施制造强国战略，这是我国实施制造强国战略第一个十年的行动纲领。《中国制造 2025》明确，通过政府引导、整合资源，实施国家制造业创新中心建设、智能制造、工业强基、绿色制造、高端装备创新等五项重大工程，实现长期制约制造业发展的关键共性技术突破，提升我国制造业的整体竞争力。

我国工业和信息化部于 2016 年 3 月 15 日发布了《工业节能管理办法（征求意见稿）》，意见稿鼓励工业企业加强节能技术创新和技术改造，开展节能技术应用研究，开发节能关键技术，促进节能技术成果转化，采用高效的节能工艺、技术、设备（产品）。2015 年国

家能源局出台《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020年）》提出改造提升传统煤化工产业，稳步推进现代煤化工产业发展，到2020年，淘汰落后燃煤锅炉目标提升至60万蒸吨。根据国家发改委、环保部、能源局发布的《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014—2020年）》，我国积极发展超低排放燃煤发电，并加快现役燃煤机组升级改造，扩大整体煤气化联合循环（IGCC）技术示范应用，提高国产化水平和经济性。在环保政策的强力推动下，工业锅炉节能环保改造业务有望开启千亿级的市场空间。在“稳增长”的政策目标指导下，财政、货币政策将更加积极和宽松，金融改革、电力体制改革将推动利率、汇率的进一步市场化和电力市场的开放，国内电力设备企业有望分享到政策红利。

与此同时，随着国家“十三五”规划相关产业政策的出台和“一带一路”战略的实施，新能源、新材料、清洁能源、高端制造及市政工程等领域将有更加广阔的市场前景，在东南亚、南亚以及中亚、非洲、东欧等沿线地区的电力及相关基础设施建设有望得到持续的拉动。

#### 四、经营与竞争

公司主营业务涵盖装备制造、工程总包以及投资运营三大板块。受国内外经济疲软以及电源结构逐步向核电、水电等清洁能源调整影响，2016年公司收入和利润双双下滑。2016年，公司主营业务收入同比减少8.53%，按产品分类来看，受市场需求疲软影响，锅炉及配套产品和商贸土建收入同比分别下降17.19%和43.55%，是公司业绩下滑的主要原因。从毛利率来看，总承包项目毛利率同比增长4.54个百分点，主要系2016年承接的总承包项目质量较好，毛利率相对较高所致；锅炉及配套产品和商贸土建毛利率同比分别下降了1.93个百分点和3.45个百分点，主要受产品价格下调及原材料价格上涨所致。综上因素，2016年主营业务毛利率同比增长2.06个百分点。2017年1-3月，公司总承包项目毛利率较2016年末下降了6.68个百分点，主要系大部分是国内项目且进入执行尾期，毛利率较低；商贸土建业务毛利为下降至-20.97%，主要系公司一般在年初进行材料备货，原材料成本较高所致。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目        | 2017年1-3月        |               | 2016年             |               | 2015年             |               |
|-----------|------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|           | 金额               | 毛利率           | 金额                | 毛利率           | 金额                | 毛利率           |
| 总承包项目     | 63,926.36        | 19.61%        | 167,506.06        | 26.29%        | 149,115.16        | 21.75%        |
| 锅炉及配套产品   | 23,792.66        | 14.17%        | 140,319.46        | 11.77%        | 169,449.92        | 13.70%        |
| 商贸土建      | 3,082.03         | -20.97%       | 26,506.69         | 7.81%         | 46,953.87         | 11.26%        |
| <b>小计</b> | <b>90,801.04</b> | <b>16.80%</b> | <b>334,332.20</b> | <b>18.73%</b> | <b>365,518.95</b> | <b>16.67%</b> |

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 总承包业务实现快速发展，建设投入面临较大的营运资金压力

由于经济附加值更高，运营模式上，公司从传统的装备制造逐渐向工程总包、投资运营发展。公司自2012年开始重点发展了以电站锅炉EPC工程总包和BTG工程总包为主的总承包业务。公司每个总包项目工程量和合同金额不同，毛利率会有一些波动。公司总包业务的经营模式为按照客户需求，提供设计、采购、集成安装发电设备、设备调试与运行、投产和管理人员培训等一系列服务，根据完工百分比法和销售商品确认收入，受钢材等原材料波动影响相对较小。结算方面，公司总包业务工程建设期一般在2-3年，每季度或每半年按照工程进度结算，剩余10%作为工程的质量保证金，在工程验收合格后一年后收回，从采购款项支出至完全回款周期较长，占用了较多的营运资金。2016年度，公司承接的电厂EPC工程总包、电站BTG工程总包等电力工程施工总承包较去年同期有所增长且施工进度较快，使得总承包收入增长12.33%，毛利率增加4.54个百分点。

此外，2016年公司通过PPP模式进入市政公用工程施工总承包领域。项目采用BOT（建设-经营-移交）模式实施，由当地政府部门、公司及当地平台公司签订PPP项目合同后，华西能源再与相关方协商合资组建项目公司，由项目公司按照有关法规要求作为本项目实施主体，承担项目融资、建设、特许经营和维护、移交等工作。项目公司完成工程投资、建设并经验收合格后，根据与政府签订的PPP项目合同的约定，享有对配套设施进行特许经营，获得政府按约定期限和比例支付的工程建设费用，以及运营管理、维护服务等。2016年5月，公司与自贡市城乡规划建设局和住房保障局、四川星星建设集团有限公司签订了“自贡市东部新城生态示范区一期工程PPP项目”合同，合同金额为231,623万元，建设期为26个月，经营服务期为8年，截至2016年末，该项目已结转收入1.16亿元。

值得注意的是，公司的总承包合同大部分为电站总承包（项目明细可参考表8），合同金额大、建设周期长。一般情况下，公司在开工前收取10%工程款，开工后按进度结算，分批付款，剩余10%款项作为质保金，这种支付结算模式需占用公司大量的营运资金，使公司面临较大的资金压力。如果项目工程建设贷款不能按期回收，甚至影响公司的经营发展。另外，随着PPP项目投入规模的增加，公司将面临较大的资金压力。

### 锅炉及配套产品业绩下降，未来仍然面临继续下滑风险

公司主要产品包括煤粉锅炉和特种锅炉，特种锅炉又包括循环流化床锅炉、垃圾发电锅炉、碱回收锅炉、生物质锅炉、污泥焚烧锅炉、高炉煤气锅炉、油泥沙锅炉等。

由于市场竞争加剧，生产大型锅炉的东方电气、哈尔滨电气、上海电气等龙头企业开始触及中小型锅炉市场，侵蚀了公司市场份额，加上公司发展重心向总承包业务转移，公司锅炉及配套产品收入已连续两年下滑，2016年实现收入140,319.46万元，同比下滑17.19%，

毛利率同比减少1.93个百分点。受此影响，2016年国内市场收入30.51亿元，同比下滑了10.73%。

按组成成分分类来看，由于公司2016年新增了哈尔滨锅炉、北京巴威锅炉产品分包业务，导致公司锅炉重要部件及附件的产销量有所提升，锅炉受压件产量销量均增加了6.55%，结构件及外包部件（不含外购）产量销量均增加了11.42%。按产品分类来看，2016年，公司煤粉锅炉产量销量均同比减少8.77%；垃圾发电锅炉等特种锅炉产量销量均同比减少48.39%，是降幅最大的产品种类，主要系由于市场需求变化，2016年公司特种锅炉订单主要以小吨位为主，加之产品结构调整，向总承包业务倾斜所致。

国内经济面临结构调整和增长方式转变，经济继续下行，电力需求增速继续低位徘徊，行业需求不足、产能过剩。作为最主要的发电方式，全国火电装设备平均利用小时4,165小时，同比降低199小时，再创历史新低。在经济新常态下，电力需求可能继续减少，产能过剩更加严重。同时，随着《环境保护法》、《大气污染防治法》等法律法规的出台，火电行业受到的限制将越来越多，份额将越来越低，公司传统锅炉产品市场空间将进一步受到限制。此外，2016年随着总投资分别为38,500.00万元和7,600.00万元的华西科技园、龙泉二期项目顺利投产，将进一步提升公司锅炉产品的生产能力，但产能尚未达到预期。

**表 3 按组成成分分类锅炉的产销情况**

| 项目             | 产/销量  | 2016年  | 2015年  |
|----------------|-------|--------|--------|
| 锅炉受压件          | 产量（吨） | 31,574 | 29,634 |
|                | 销量（吨） | 31,574 | 29,634 |
| 结构件及外包部件（不含外购） | 产量（吨） | 55,789 | 50,073 |
|                | 销量（吨） | 55,789 | 50,073 |

注：以上数据均包含总包业务及外包业务。

资料来源：公司提供

**表 4 按产品分类锅炉的产销情况**

| 产品   | 产/销量   | 2016年 | 2015年 |
|------|--------|-------|-------|
| 煤粉锅炉 | 产量（蒸吨） | 5,296 | 5,805 |
|      | 销量（蒸吨） | 5,296 | 5,805 |
| 特种锅炉 | 产量（蒸吨） | 3,788 | 7,339 |
|      | 销量（蒸吨） | 3,788 | 7,339 |

注：以上数据均包含总包业务。

资料来源：公司提供

### 2016年公司部分产品新增订单下滑，目前在手订单仍较多，使得短期内业务量充足

受国内外经济持续疲软以及国内电力需求增速继续低位徘徊，行业需求不足、产能过剩等因素影响，公司2016年除煤粉锅炉外，特种锅炉和锅炉配套产品新增订单均出现下滑，分别同比下降了17.42%和51.42%。2016年，公司共签订各类生效订单合同总金额74.52亿元，



新签订单在2016年度的执行比例约35%。截至2016年末，公司在手订单余额约103.42 亿元；已中标尚未签约订单金额约 48.28 亿元，预计短期内公司收入较有保障。公司在超临界机组电厂总包项目方面实现突破，签订了土耳其伊兹德密尔能源公司370MW超临界高效清洁电厂总承包合同，合同金额10.88亿元；此外，公司开始对外承接分包加工订单，签订并完成了哈尔滨锅炉、北京巴威锅炉产品分包加工订单，形成了600MW超临界、1000MW超临界制造能力，丰富了公司产品订单结构，有利于公司抵御传统市场萎缩的影响。

**表 5 公司 2015-2016 年锅炉及锅炉配套产品主要的订单情况（单位：亿元）**

| 项目           | 2016 年     | 2015 年     |
|--------------|------------|------------|
| 煤粉锅炉当年新增订单   | 8.43       | 6.71       |
| 特种锅炉当年新增订单   | 6.54       | 7.92       |
| 锅炉配套产品当年新增订单 | 36.39（含总包） | 74.90（含总包） |
| 煤粉锅炉年末在手订单   | 9.28       | 5.71       |
| 特种锅炉年末在手订单   | 8.32       | 6.50       |
| 锅炉配套产品年末在手订单 | 98.81（含总包） | 74.68（含总包） |

资料来源：公司提供

公司所拥有的电站工程总包、电力工程施工总承包等资质和能力，在国家“一带一路”等战略的推动下，公司积极开拓国内外工程总包市场。此外，公司通过PPP模式获取市政基础设施总包项目，2016年公司市政工程业务实现突破，签订了自贡市东部新城生态示范区一期工程PPP项目合同，合同金额23.16亿元；截至2016年末，公司累计投入2.39亿元，尚需投资20.77亿元，对拉动工程总包业绩，推动公司产业转型具有重要的促进作用。

2016-2017年1季度公司签订了“自贡市东部新城生态示范区一期工程PPP项目”、“宜宾市滨水文化特色街区 D、E 地块市政基础设施、综合管廊和翠屏区岷江路小学迁建 PPP项目”和“宜宾市滨水文化特色街区滨江路道路管网、绿化工程和旧州塔城市绿地工程建设PPP项目”，合同金额分别为23.16亿元、6.60亿元和7.67亿元，随着该些项目的逐步竣工能丰富公司总包业务收入，但公司承担项目融资职责，未来将需大规模的资金投入，存在较大的资金压力。

**表 6 截至 2016 年末公司总承包项目在履行主要的订单情况（单位：万元）**

| 项目名称              | 合同金额       | 已确认收入<br>(不含税) | 预计未来<br>可确认收入 | 完工<br>比例 | 预计完<br>成时间 |
|-------------------|------------|----------------|---------------|----------|------------|
| 玉林川能华西环保发电有限公司    | 29,000.00  | 23,902.94      | 2,917.57      | 89.12%   | 2017 年     |
| 肇庆市博能再生资源发电有限公司   | 40,000.00  | 26,765.38      | 9,903.33      | 72.99%   | 2018 年     |
| 鄂伦春自治旗鑫昌泰吉文水泥有限公司 | 45,000.00  | 26,152.45      | 14,488.57     | 64.35%   | 2018 年     |
| 五常龙冶生物能源热电有限公司    | 15,558.00  | 3,312.38       | 11,155.72     | 22.89%   | 2017 年     |
| 平罗县滨河碳化硅制品有限公司    | 105,000.00 | 75,647.37      | 19,073.07     | 79.86%   | 2017 年     |

|  |                     |                   |                   |        |       |
|--|---------------------|-------------------|-------------------|--------|-------|
| 宣威市鸿志新能源有限公司   | 21,002.19           | 11,373.75         | 7,941.82          | 58.88% | 2017年 |
| 广西贵港甘化股份有限公司   | 8,579.00            | 1,207.43          | 6,244.20          | 16.20% | 2017年 |
| 巴基斯坦 Grange Power 150MW 燃煤电站项目 EPC 工程总包合同  | 118,300.00          | 0.00              | 118,300.00        | 0.00%  | 2019年 |
| 泰国 SPS1999 公司 9.5MW 生活垃圾焚烧发电项目 EPC 总包合同  | 66,700.00           | 0.00              | 66,700.00         | 0.00%  | 2018年 |
| 泰国 SPS1999 公司 9.5MW 生活垃圾焚烧发电项目 EPC 总包合同  | 105,100.00          | 0.00              | 105,100.00        | 0.00%  | 2019年 |
| 瑞典 EcoEnergy Scandinavia Holding AB 公司《23.5MW 生物质热电联产项目 EPC 总承包》和《500TPD 城市生活垃圾热电联产项目 EPC 总承包》 | 51,700.00           | 0.00              | 51,700.00         | 0.00%  | 2018年 |
| 塞内加尔非洲能源公司 (Africa Energy S.A)   | 334,650.00          | 0.00              | 334,650.00        | 0.00%  | 2019年 |
| 老挝 PSG 集团  | 104,880.00          | 0.00              | 104,880.00        | 0.00%  | 2019年 |
| 自贡市东部新城生态示范区一期工程 PPP 项目  | 231,623.00          | 11,621.53         | 55,378.47         | 17.35% | 2019年 |
| <b>合计</b>  | <b>1,277,092.19</b> | <b>179,983.23</b> | <b>908,432.75</b> | -      | -     |

资料来源：公司提供

受传统锅炉市场低迷及现有技术相对成熟影响，2016年公司研发进程有所放缓。2016年，公司研发投入7,946.94万元，同比略微下滑了0.8%；研发人员186人，同比降低了10.33%。2016年公司的研发方向主要是对现有项目的优化，主要完成了贺州铝电子项目超临界机组、玉林垃圾发电项目、鑫昌泰吉文水泥公司等项目方案的优化设计等工作。产品结构的不断优化将有利于公司在锅炉市场低迷情况下保持竞争力。

### 公司积极进行外延式扩张

公司于2015年6月开始筹划非公开发行股票不超过16,050.05万股，募集资金不超过29.50亿元。其中，公司拟使用募集资金16.80亿元用于收购天河环境60%的股权。鉴于市场环境变化和国家宏观政策调整，为保证公司重大资产购买事项的顺利推进，综合考虑资本市场环境、融资时机、以及公司业务发展规划等因素，公司于2016年9月决定终止非公开发行股票事宜。

2016年5月，公司与拟购买资产标的公司实际控制人张博增先生签署了《华西能源工业股份有限公司与张博增关于拟收购石墨烯相关资产之合作意向书》，拟用现金收购恒力盛泰。鉴于恒力盛泰资产和生产经营状况需要时间进行进一步优化和整合，存在不确定性等因素，2016年10月公司董事会审议通过了《关于终止筹划重大资产重组的议案》，收购恒力盛泰进程延缓。由于公司传统锅炉业绩表现不佳，2015年以来公司积极寻求转型，希望通过收购优质标的公司增加公司新的利润增长点，但公司转型进程有所延缓。

公司于2016年10月9日召开第三届董事会四十一次会议，审议通过《关于收购恒力盛泰

（厦门）石墨烯科技有限公司15%股权的议案》，并与蜂巢新能源科技有限公司、富星国际商贸有限公司签署股权收购协议，分别以9亿元、4.5亿元收购两家公司持有的恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司的10%、5%的股份。截至2016年12月31日，公司已完成本次股权收购的工商变更登记。

**表 7 截至 2016 年末恒力盛泰股东情况**

| 股东名称   | 实缴出资额            | 持股比例           |
|--|------------------|----------------|
| 蜂巢新能源科技有限公司（Honeycomb Energy Company Limited）              | 15,000.00        | 41.00%         |
| 富星国际商贸有限公司（Richstar International Commercial Co., Limited） | -                | 39.00%         |
| 华西能源工业股份有限公司   | 15,000.00        | 15.00%         |
| 周燕   | 5,000.00         | 5.00%          |
| <b>合计</b>  | <b>35,000.00</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供

恒力盛泰是以自主知识产权进行工业化量产单层石墨烯和石墨烯应用产业化的石墨烯新材料科技平台公司，于2015年12月11日成立，注册资本为100,000.00万元，实际控制人为张博增。截至2016年末，恒力盛泰共获得25项石墨烯专利及非专利技术的许可使用权。

恒力盛泰主要产品包括单层石墨烯、单层氧化石墨烯、少数层石墨烯、石墨烯浆料和氧化石墨烯溶液，作为高科技新材料，该产品毛利率较高，这为公司转型带来重大的机遇。截至2016年12月末，恒力盛泰资产总额15.29亿元，净资产规模8.51亿元；2016年实现收入7.47亿元，营业利润6.71亿元，净利润5.01亿元。由于公司于2016年末尚未完成股权收购款支付，2016年度尚未取得投资收益。

但值得注意的是，国内石墨烯产业在研究和应用方面正处于起步阶段，尚未达到量产阶段，未来能否达到预期效益具有不确定性。截至2016年8月末，在生产方面，恒力盛泰尚处于调试及试生产阶段，仍未完成生产经营所必须的建设项目环境影响评价审批程序及建设工程消防验收程序；在销售方面，恒力盛泰向台湾安固强企业有限公司（系一家注册在台湾地区的公司，该公司与恒力盛泰同受同一控制人控制）采购原材料（石墨烯半成品），并通过委托加工方式完成石墨烯产品的生产，关联交易占比较高；截至2016年末，上述情况有所好转。公司高价投资恒力盛泰，能否按取得相应回报存在一定不确定性。

## 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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保

留意见的2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1季报，报告均采用新会计准则编制。

2016年新纳入财务报表合并范围的子公司2家，无减少子公司，具体情况见表1。

## 资产结构与质量

**公司资产规模稳步增长，资产主要以应收账款和已完工未结算资产为主，资产质量一般**

随着公司生产规模的扩大，公司应收账款和存货规模的增加，2016年末公司资产规模同比增长15.89%，达到106.23亿元，其中流动资产占比70.95%，占比基本与上年持平。

流动资产方面，截至2016年末公司货币资金余额为65,756.53万元，同比增长21.44%，主要系16年发行5亿元私募债募集资金到位所致，其中其他货币资金占比63.42%，其他货币资金的占比较上年末明显增长，主要为票据及保函保证金等，使用权受到限制，而且值得注意的是公司总包业务投资规模较大，公司资金较为紧张；“17华源01”发行以及新增借款导致2017年3月末货币资金增加至109,334.93万元，较2016年末增长66.27%。截至2016年末公司应收账款余额为289,156.02万元，主要由锅炉建造及总包工程业务产生，其中一年期以上的应收款占比61.90%，平均账龄较长，存在一定的回收风险，对此公司按账龄分析法共计提了4.92亿元坏账准备。欠款最大的客户为新疆其亚铝电有限公司（以下简称“新疆亚铝”），受铝价上升影响，新疆亚铝经营状况有所好转，2016年公司收回欠款15,102.08万元，但仍有欠款达44,511.05万元，其中账面价值29,900.00万元用于借款抵押，计提坏账准备7,910.79万元；由于该客户还款能力与铝价关联较大，未来能否收回剩余欠款具有不确定性。

**表8 截至2016年末余额前五名的应收账款情况（单位：万元）**

| 欠款单位名称             | 余额               | 占比            | 坏账准备             |
|--------------------|------------------|---------------|------------------|
| 新疆其亚铝电有限公司         | 44,511.05        | 13.20%        | 7,910.79         |
| 惠民县汇宏新材料有限公司       | 17,783.02        | 5.20%         | 1,314.94         |
| TRN ENERGY PVT.LTD | 12,890.36        | 3.77%         | 1,938.90         |
| 四川省能投华西生物质能开发有限公司  | 13,049.24        | 3.82%         | 582.08           |
| 中国电力工程顾问集团中南电力设计院  | 9,533.61         | 2.79%         | 1,136.05         |
| <b>合计</b>          | <b>97,767.29</b> | <b>28.60%</b> | <b>12,882.75</b> |

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年末，公司存货同比增长18.30%，主要系在产品增加所致；公司存货主要由建造合同形成的已完工未结算资产构成，截至2016年末公司存货账面价值为351,646.71万元，占总资产比例为33.10%，其中建造合同形成的已完工未结算资产账面价值为218,988.09



万元，由于规模较大，公司大量营运资金被占用。

非流动资产方面，截至2016年末公司长期股权投资同比增长20.05%，主要系公司对广东博海昕能环保有限公司、玉林川能华西环保发电有限公司追加投资和新增对黑龙江龙冶新能源投资管理有限公司的股权投资所致；2017年3月末，公司长期股权投资为183,477.10万元，较2016年末增长66.86%，主要系收购恒力盛泰15%股权导致。截至2016年末，公司长期股权投资确认投资收益9,507.40万元。公司固定资产主要以房屋建筑物为主，截至2016年末同比小幅增长3.93%，其中账面价值23,108.84万元固定资产用于抵押借款，占固定资产的比重为19.67%。截至2016年末公司在建工程同比增长了9.66%，主要在建项目为张掖市生活垃圾焚烧发电项目和自贡市东部新城生态示范区一期工程。

总体而言，公司资产规模稳步增长，但应收账款和已完工未结算资产占比较高，占用了公司较大规模的资金。此外，客户新疆亚铝欠款规模大且账龄长，其偿还能力易受铝价影响，存在一定的回收风险。

**表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2017年3月             |                | 2016年               |                | 2015年             |                |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 金额                  | 占比             | 金额                  | 占比             | 金额                | 占比             |
| 货币资金           | 109,334.93          | 8.83%          | 65,756.53           | 6.19%          | 54,147.78         | 5.91%          |
| 应收账款           | 270,459.34          | 21.85%         | 289,156.02          | 27.22%         | 260,117.77        | 28.38%         |
| 存货             | 430,956.91          | 34.81%         | 351,646.71          | 33.10%         | 297,245.85        | 32.43%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>860,618.89</b>   | <b>69.52%</b>  | <b>753,681.70</b>   | <b>70.95%</b>  | <b>643,703.39</b> | <b>70.22%</b>  |
| 长期股权投资         | 183,477.10          | 14.82%         | 109,957.66          | 10.35%         | 91,592.14         | 9.99%          |
| 固定资产           | 113,678.34          | 9.18%          | 117,469.08          | 11.06%         | 113,022.96        | 12.33%         |
| 在建工程           | 46,483.57           | 3.75%          | 48,124.32           | 4.53%          | 43,885.11         | 4.79%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>377,359.12</b>   | <b>30.48%</b>  | <b>308,660.59</b>   | <b>29.05%</b>  | <b>272,993.71</b> | <b>29.78%</b>  |
| <b>资产总额</b>    | <b>1,237,978.02</b> | <b>100.00%</b> | <b>1,062,342.29</b> | <b>100.00%</b> | <b>916,697.10</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

## 资产运营效率

### 公司净营业周期继续延长，运营效率仍维持在较低水平

2016年由于作为公司传统业务的锅炉及配套产品行业景气度持续下滑，应收账款规模持续扩大，平均账龄较长；同时，同期营业收入较上年下降8.09%，造成公司应收账款周转天数进一步延长。截至2016年末公司存货较上年增长18.30%，加之业务规模下降导致营业成本同比下降10.81%，公司存货周转水平下降；由于下游回款放慢，公司对供应商付款期间也随之延长，进而使得应付账款周转天数大幅延长。综上因素，公司净营业周期进一步

增长至302.15，相比上年增加44天天，公司运营效率仍较差。截至2016年末公司流动资产、固定资产和总资产均维持在较大规模，且公司营业收入下滑导致流动资产、固定资产和总资产周转水平均有所下降。

**表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）**

| 项目       | 2016 年   | 2015 年 |
|----------|----------|--------|
| 应收账款周转天数 | 290.75   | 234.05 |
| 存货周转天数   | 429.49   | 314.61 |
| 应付账款周转天数 | 418.09   | 290.51 |
| 净营业周期    | 302.15   | 258.15 |
| 流动资产周转天数 | 739.68   | 571.59 |
| 固定资产周转天数 | 122.01   | 101.54 |
| 总资产周转天数  | 1,047.57 | 794.56 |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

**公司营业收入规模有所下降；加上有息债务规模较大且计提坏账准备较多，导致财务成本较高，影响公司利润水平**

由于下游电力行业产能过剩且发展趋缓，加之公司在新增订单、集团化改革、产业结构调整、投资并购等重点工作方面没有完全达成预期目标，使得锅炉及配套产品等业务收入下滑，2016年公司营业收入为34.01亿元，较上年下降8.09%，其中锅炉及配套产品和商贸土建收入同比分别下降了17.19%和43.55%。受益于总承包项目毛利率的提升，2016年公司综合毛利率为20.03%，较上年提高了2.44个百分点。

公司期间费用率有所提高，2016年公司期间费用率为12.29%，较上年提升了2.13个百分点，主要由于技术开发投入、职工薪酬和折旧费等费用规模较大，使得公司管理费用由2015年的24,895.23万元上升至26,142.70万元；有息债务规模较大导致利息负担加重，公司财务费用由2015年的7,719.21万元上升至11,167.91元，同比增长44.68%。公司期间费用的提高挤压了公司的利润水平，同时公司计提坏账准备规模较大，2016年公司营业利润和利润总额为20,212.54万元和21,487.31万元，较上年分别下滑8.92%和8.50%，总资产回报率下降至3.41%。此外，2016年公司实现投资收益9,844.49万元，同比增长了70.43%，主要系公司投资自贡市商业银行股份有限公司确认的投资收益所致，该笔长期股权投资能为公司提供较为稳定的投资收益，是公司利润总额的有益补充。

整体来看，公司营业收入规模有所下降，总承包项目占比进一步提高，公司综合毛利率有所提高；由于公司有息债务规模较大导致财务成本较高，影响了公司的利润水平。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目     | 2017年1-3月 | 2016年      | 2015年      |
|--------|-----------|------------|------------|
| 营业收入   | 92,263.97 | 340,051.67 | 369,973.90 |
| 投资收益   | 1,651.14  | 9,844.49   | 5,776.34   |
| 营业利润   | 2,694.60  | 20,212.54  | 22,191.20  |
| 利润总额   | 2,602.97  | 21,487.31  | 23,483.32  |
| 净利润    | 1,685.20  | 20,447.59  | 20,407.67  |
| 综合毛利率  | 18.12%    | 20.03%     | 17.59%     |
| 期间费用率  | 14.85%    | 12.29%     | 10.16%     |
| 营业利润率  | 2.92%     | 5.94%      | 6.00%      |
| 总资产回报率 | -         | 3.41%      | 3.86%      |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金流状况表现不佳，投资活动持续大规模净流出，对筹资活动存在一定的依赖，存在较大的资金压力

2016年公司净利润较上年变化不大，但由于折旧等非付现费用规模较大，且财务费用增长较快，使得公司FFO（经营所得现金）较上年增长17.13%。但公司的存货和应收账款增加较多，占用较大规模的营运资金，使得营运资本持续减少，加之公司PPP项目等总包业务规模扩大，使得2016年新增支付保证金26,408.10万元，导致经营现金流净流出47,515.92万元，随着未来公司总承包项目投入增加，预计短期内公司经营活动现金流将难以改善。

近年，随着公司新设自贡华西东城投资建设有限公司和收购恒力盛泰15%股权，同时积极参与投资广东博海昕能环保有限公司等垃圾发电公司，使得投资活动现金流持续大额净流出，2016年净流出额为35,911.74万元。

为满足公司发展所需的大额经营支出和投资支出，公司进行了较多的外部融资。2016年以来，公司新增较多的银行借款及发行“16华源01”私募公司债，使得筹资活动现金流大幅净流入94,490.54万元。此外，2017年1季度，由于公司新增银行借款及新发行“17华源01”，导致公司筹资活动净流入189,881.58万元。大规模的债权融资增加了利息支出，偿债压力也将加大。

**表 12 公司现金流情况（单位：万元）**

| 项目     | 2017年1-3月 | 2016年      | 2015年      |
|--------|-----------|------------|------------|
| 净利润    | 1,685.20  | 20,447.59  | 20,407.67  |
| FFO    | -         | 39,992.13  | 34,144.02  |
| 营运资本变化 | -         | -85,342.92 | -44,727.16 |

|                      |                   |                   |                   |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 其中：存货减少（减：增加）        | -                 | -21,343.34        | -76,262.67        |
| 经营性应收项目的减少（减：增加）     | -                 | 32,823.38         | -64,473.02        |
| 经营性应付项目的增加（减：减少）     | -                 | -96,822.96        | 96,008.53         |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>-69,031.64</b> | <b>-47,515.92</b> | <b>-10,583.15</b> |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-77,934.57</b> | <b>-35,911.74</b> | <b>-39,618.77</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>189,881.58</b> | <b>94,490.54</b>  | <b>67,983.94</b>  |
| 现金及现金等价物净增加额         | 42,914.96         | 11,092.27         | 17,774.68         |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司负债水平较高，有息债务规模持续增长，短期偿债压力加大

2016年，公司经营积累带动了资本实力的提升，截至2016年末，公司所有者权益合计31.42亿元，同比增长6.99%。同期，受银行借款、应付账款及应付债券增加影响，公司负债总额同比增长20.08%；由于“17华源01”的发行及新增银行借款，导致2017年3月末公司负债总额攀升至92.21亿元，较2016年末增长23.25%，进而使得公司负债与所有者权益比率提升至291.93%，公司所有者权益对负债的保障程度进一步减弱。

**表 13 公司资本结构情况（单位：万元）**

| 指标名称       | 2017年3月    | 2016年      | 2015年      |
|------------|------------|------------|------------|
| 负债总额       | 922,109.75 | 748,190.21 | 623,060.02 |
| 所有者权益      | 315,868.27 | 314,152.08 | 293,637.08 |
| 负债与所有者权益比率 | 291.93%    | 238.16%    | 212.19%    |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

从负债构成来看，流动负债仍是公司负债的主要构成部分，但占比有所下降，尤其是随着债券及长期借款增多，2017年3月末流动负债占比下降至59.59%。公司短期借款以抵押借款、信用借款为主，2016年末同比增长53.41%；应付票据由银行承兑汇票（占比49.53%）和商业承兑汇票（占比50.47%）组成，一定程度上缓解了公司的营运资金压力；应付账款以应付工程款及采购款为主，随着工程规模的增加，年末余额也有所增加；公司预收账款同比增长12.33%，其中账龄在1年以上的预收账款占比为54.58%，主要为暂停项目预收的货款。

非流动负债方面，截至2016年末，公司长期借款余额为18,800.00万元，主要为信用借款，同比变化不大；2017年3月末长期借款75,200.00万元，较2016年末增长300%。截至2016年末，公司应付债券同比增长47.90%，主要系新增“16华源01”私募公司债所致，该债券发行规模为5亿元，发行期限为5年，票面利率为5.9%；2017年3月末，公司应付债券较2016



年末增长100.33%，主要系新增“17华源01”所致，该债券发行规模为15亿元，发行期限为3年，票面利率为5.9%。

**表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2017年3月           |                | 2016年             |                | 2015年             |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 短期借款           | 62,500.00         | 6.78%          | 67,500.00         | 9.02%          | 44,000.00         | 7.06%          |
| 应付票据           | 49,551.20         | 5.37%          | 69,765.34         | 9.32%          | 78,374.04         | 12.58%         |
| 应付账款           | 342,978.79        | 37.20%         | 339,736.73        | 45.41%         | 291,921.34        | 46.85%         |
| 预收款项           | 51,647.77         | 5.60%          | 55,196.25         | 7.38%          | 49,137.28         | 7.89%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>540,225.06</b> | <b>58.59%</b>  | <b>572,408.97</b> | <b>76.51%</b>  | <b>492,906.70</b> | <b>79.11%</b>  |
| 长期借款           | 75,200.00         | 8.16%          | 18,800.00         | 2.51%          | 18,350.00         | 2.95%          |
| 应付债券           | 298,968.52        | 32.42%         | 149,234.65        | 19.95%         | 100,904.45        | 16.19%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>381,884.69</b> | <b>41.41%</b>  | <b>175,781.24</b> | <b>23.49%</b>  | <b>130,153.33</b> | <b>20.89%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>922,109.75</b> | <b>100.00%</b> | <b>748,190.21</b> | <b>100.00%</b> | <b>623,060.03</b> | <b>100.00%</b> |
| 其中：有息债务        | 444,868.52        | 48.24%         | 253,084.65        | 33.83%         | 242,278.49        | 38.89%         |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

截至2016年末，公司有息债务规模上升至253,084.65万元，同比增长4.46%；截至2017年3月末，有息负债攀升至444,868.52万元，占负债总额的比重也攀升至48.24%。从偿还期限来看，截至2016年末公司短期借款、一年内到期的非流动负债以及即将到期的本期债券，2017年度公司至少应偿还有息债务145,050.00万元。本期债券将于2017年11月5日到期，公司需兑付本金6.00亿元，考虑到公司处在偿债高峰期，且金额较大，公司将面临较大的兑付压力。

从偿债指标来看，截至2016年末，公司资产负债率持续攀升到70.43%，主要系受银行存款、应付债券增加所致。由于流动资产和流动负债增加幅度相近，公司流动比率和速动比率同比变化不大。2016年公司EBITDA为39,442.81万元，同比增长7.48%；由于公司盈利能力有所下降，且利息支出规模增长幅度较大，公司EBITDA利息保障倍数出现下滑，有息债务/EBITDA有所增长，整体来看，公司偿债指标有所弱化，偿债压力进一步加大。

**表 15 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2017年3月 | 2016年     | 2015年     |
|---------------|---------|-----------|-----------|
| 资产负债率         | 74.49%  | 70.43%    | 67.97%    |
| 流动比率          | 1.59    | 1.32      | 1.31      |
| 速动比率          | 0.80    | 0.70      | 0.70      |
| EBITDA（万元）    | -       | 39,442.81 | 36,699.10 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -       | 3.23      | 4.59      |
| 有息债务/EBITDA   | -       | 6.42      | 6.60      |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

## 六、或有事项分析

截至2016年12月31日，公司为外部单位提供担保余额合计126,800.00万元（详见表16），占期末净资产的比重为40.36%，存在一定的或有负债风险。

**表 16 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保明细（单位：万元）**

| 担保对象名称         | 担保金额              | 担保期限      | 担保方式   |
|----------------|-------------------|-----------|--------|
| 佳木斯博海环保电力有限公司  | 33,000.00         | 不超过 9 年   | 连带责任保证 |
| 天河（保定）环境工程有限公司 | 20,000.00         | 不超过 2 年   | 连带责任保证 |
| 玉林川能华西环保发电有限公司 | 36,300.00         | 不超过 13 年  | 连带责任保证 |
| 五常龙冶生物能源热电有限公司 | 20,000.00         | 不超过 7 年   | 连带责任保证 |
| 广东博海昕能环保有限公司   | 2,500.00          | 不超过 6 年   | 连带责任保证 |
| 广元博能再生能源有限公司   | 15,000.00         | 不超过 9.5 年 | 连带责任保证 |
| <b>合计</b>      | <b>126,800.00</b> | -         | -      |

资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

公司与重庆万盛煤化有限责任公司（以下简称“万盛煤化”）存在供货合同纠纷。2011年7月27日，万盛煤化以锅炉设备运行不达标为由，向重庆市第五中级人民法院（以下简称“重庆五中院”）提起诉讼，要求公司赔偿4,199.4万元。法院于2016年4月25日作出一审判决，法院以鉴定意见系基于修正条件以及在交付后作出为由，认定鉴定意见不能客观反映公司交付产品时的锅炉状态，判决公司向万盛煤化支付改造延误违约金1,245,630.25元，驳回了万盛煤化其他诉讼请求。目前，公司已向重庆市高级人民法院提交了上诉状。2017年4月14日，公司收到重庆市高级人民法院民事判决书，驳回万盛煤化上述请求、维持一审原判。

公司与中机新能源开发有限公司（以下简称“中机新能源”）存在供货服务合同纠纷。2013年12月20日，中机新能源向中国建设银行自贡分行发出索赔通知，称公司未能完全履行合同约定，索取保函项下的款项2,565万元。公司于2014年1月15日向自贡市中级人民法院提起了以中机新能源为被告的侵权起诉。截至2016年末，该案仍在审理中。

## 七、评级结论

2016年，公司业务重心进一步向总承包转移，且借助PPP模式进入市政工程领域，公司总包业务结构得以进一步丰富。公司在手订单规模较大，短期内业务量较充足。公司积极布局石墨烯等新材料产业，借助恒力盛泰的石墨烯技术，公司有望借此进入石墨烯等新

材料领域，培育新的利润增长点。

同时我们也注意到，锅炉及配套产品销售收入和毛利率逐年下降，考虑到经济继续下行，火电产能过剩、环保法规趋严等因素，公司传统的锅炉产品可能进一步受到限制。公司资产运营效率进一步下降。公司应收账款规模较大，存在一定的回收风险，并且加大了资金周转压力。由于总包业务的持续发展，公司所支付的工程保证金大幅增加，加之营业收入的下滑，经营活动现金流状况较差。随着长期借款及新增债券的发行，公司有息债务大幅增加，短期内存在集中偿付压力。公司对外担保增长较快，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，经综合评定，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，评级展望调整为负面。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目             | 2017年3月             | 2016年               | 2015年             | 2014年             |
|----------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金           | 109,334.93          | 65,756.53           | 54,147.78         | 36,372.78         |
| 应收票据           | 8,412.22            | 7,901.81            | 8,001.87          | 4,037.72          |
| 应收账款           | 270,459.34          | 289,156.02          | 260,117.77        | 220,960.67        |
| 预付款项           | 21,108.01           | 18,809.69           | 12,048.80         | 18,025.04         |
| 其他应收款          | 12,425.06           | 13,453.70           | 12,141.32         | 16,004.58         |
| 存货             | 430,956.91          | 351,646.71          | 297,245.85        | 235,673.38        |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>860,618.89</b>   | <b>753,681.70</b>   | <b>643,703.38</b> | <b>531,150.54</b> |
| 可供出售金融资产       | 265.92              | 247.10              | 274.51            | 289.24            |
| 长期股权投资         | 183,477.10          | 109,957.66          | 91,592.14         | 59,234.38         |
| 固定资产           | 113,678.34          | 117,469.08          | 113,022.96        | 95,692.80         |
| 在建工程           | 46,483.57           | 48,124.32           | 43,885.11         | 14,133.01         |
| 无形资产           | 9,500.21            | 9,586.91            | 9,784.41          | 9,603.28          |
| 递延所得税资产        | 9,775.63            | 9,664.17            | 8,002.227         | 6,347.27          |
| 其他非流动资产        | 1,421.88            | 1,421.88            | 6,421.88-         | -                 |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>377,359.12</b>   | <b>308,660.59</b>   | <b>272,993.72</b> | <b>185,299.99</b> |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,237,978.02</b> | <b>1,062,342.29</b> | <b>916,697.10</b> | <b>716,450.53</b> |
| 短期借款           | 62,500.00           | 67,500.00           | 44,000.00         | 39,500.00         |
| 应付票据           | 49,551.20           | 69,765.34           | 78,374.04         | 62,501.22         |
| 应付账款           | 342,978.79          | 339,736.73          | 291,921.34        | 200,178.64        |
| 预收款项           | 51,647.77           | 55,196.25           | 49,137.28         | 54,807.11         |
| 应付职工薪酬         | 223.98              | 924.94              | 1,001.31          | 726.05            |
| 应交税费           | 2,599.36            | 2,155.04            | 3,944.35          | 5,320.24          |
| 应付利息           | 6,060.08            | 2,229.49            | 26.42             | 369.43            |
| 其他应付款          | 16,148.61           | 17,035.91           | 23,505.46         | 3,599.64          |
| 一年内到期的非流动负债    | 8,200.00            | 17,550.00           | 650.00            | 4,000.00          |
| 其他流动负债         | 315.27              | 315.27              | 96.50             | 96.50             |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>540,225.06</b>   | <b>572,408.97</b>   | <b>492,906.70</b> | <b>371,098.84</b> |
| 长期借款           | 75,200.00           | 18,800.00           | 18,350.00         | -                 |
| 应付债券           | 298,968.52          | 149,234.65          | 100,904.45        | 60,169.66         |
| 预计负债           | 1,828.95            | 1,813.06            | 3,936.69          | 4,368.30          |
| 递延所得税负债        | 63.40               | 60.57               | 64.69             | 33.44             |
| 递延收益-非流动负债     | 5,823.83            | 5,872.95            | 6,897.50          | 6,514.00          |
| 非流动负债合计        | 381,884.69          | 175,781.24          | 130,153.32        | 71,085.40         |
| <b>负债合计</b>    | <b>922,109.75</b>   | <b>748,190.21</b>   | <b>623,060.02</b> | <b>442,184.24</b> |

|                      |                     |                     |                   |                   |
|----------------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| 股本                   | 73,800.00           | 73,800.00           | 73,800.00         | 36,900.00         |
| 资本公积                 | 125,520.14          | 125,520.14          | 125,520.14        | 162,420.14        |
| 其它综合收益               | 120.60              | 101.37              | 157.08            | 169.28            |
| 专项储备                 | 669.40              | 657.65              | 673.60            | 333.33            |
| 盈余公积                 | 11,266.94           | 11,266.94           | 9,683.26          | 8,865.34          |
| 未分配利润                | 99,011.85           | 97,190.99           | 80,838.58         | 65,504.92         |
| <b>归属于母公司所有者权益合计</b> | <b>310,388.94</b>   | <b>308,537.09</b>   | <b>290,672.67</b> | <b>274,193.01</b> |
| 少数股东权益               | 5,479.32            | 5,614.98            | 2,964.41          | 73.29             |
| <b>所有者权益合计</b>       | <b>315,868.27</b>   | <b>314,152.08</b>   | <b>293,637.08</b> | <b>274,266.29</b> |
| <b>负债和所有者权益总计</b>    | <b>1,237,978.02</b> | <b>1,062,342.29</b> | <b>916,697.10</b> | <b>716,450.53</b> |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报



## 附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目             | 2017年1-3月        | 2016年             | 2015年             | 2014年             |
|----------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>一、营业总收入</b> | <b>92,263.97</b> | <b>340,051.67</b> | <b>369,973.90</b> | <b>326,858.54</b> |
| 其中：营业收入        | 92,263.97        | 340,051.67        | 369,973.90        | 326,858.54        |
| <b>二、营业总成本</b> | <b>91,220.52</b> | <b>329,683.62</b> | <b>353,559.04</b> | <b>314,745.78</b> |
| 其中：营业成本        | 75,545.78        | <b>271,948.87</b> | 304,901.54        | 265,783.09        |
| 营业税金及附加        | 299.38           | 1,526.09          | 2,774.72          | 1,615.48          |
| 销售费用           | 1,169.24         | 4,479.04          | 4,963.53          | 6,239.20          |
| 管理费用           | 6,698.36         | 26,142.70         | 24,895.23         | 24,628.83         |
| 财务费用           | 5,831.46         | 11,167.91         | 7,719.21          | 9,232.35          |
| 资产减值损失         | 1,676.29         | 14,419.00         | 8,304.81          | 7,246.84          |
| 投资收益           | 1,651.14         | 9,844.49          | 5,776.34          | 3,636.47          |
| <b>三、营业利润</b>  | <b>2,694.60</b>  | <b>20,212.54</b>  | <b>22,191.20</b>  | <b>15,749.24</b>  |
| 加：营业外收入        | 61.44            | 1,517.20          | 1,337.47          | 1,150.27          |
| 减：营业外支出        | 153.06           | 242.43            | 45.34             | 32.52             |
| <b>四、利润总额</b>  | <b>2,602.97</b>  | <b>21,487.31</b>  | <b>23,483.32</b>  | <b>16,866.99</b>  |
| 减：所得税          | 917.77           | 1,039.72          | 3,075.66          | 1,956.64          |
| <b>五、净利润</b>   | <b>1,685.20</b>  | <b>20,447.59</b>  | <b>20,407.67</b>  | <b>14,910.35</b>  |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

| 项目                      | 2017年1-3月         | 2016年             | 2015年             | 2014年             |
|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金          | 42,734.10         | 259,636.52        | 269,929.97        | 184,630.80        |
| 收到的税费返还                 | 4.02              | 52.74             | 903.5             | 2,132.54          |
| 收到其他与经营活动有关的现金          | 833.46            | 27,152.76         | 1,764.87          | 4,521.17          |
| <b>经营活动现金流入小计</b>       | <b>43,571.58</b>  | <b>286,842.02</b> | <b>272,598.34</b> | <b>191,284.51</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金          | 96,258.05         | 249,552.19        | 240,361.47        | 207,197.83        |
| 支付给职工以及为职工支付的现金         | 5,355.97          | 17,267.40         | 15,832.19         | 14,587.80         |
| 支付的各项税费                 | 1,425.97          | 20,649.23         | 18,413.92         | 8,453.31          |
| 支付其他与经营活动有关的现金          | 9,563.22          | 46,889.11         | 8,573.92          | 15,138.37         |
| <b>经营活动现金流出小计</b>       | <b>112,603.22</b> | <b>334,357.94</b> | <b>283,181.50</b> | <b>245,377.30</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>    | <b>-69,031.64</b> | <b>-47,515.92</b> | <b>-10,583.15</b> | <b>-54,092.80</b> |
| 取得投资收益收到的现金             | 100.00            | 2.18              | 0.28              | -                 |
| 收到其他与投资活动有关的现金          | 158.85            | 280.78            | 1,728.72          | 4,718.46          |
| <b>投资活动现金流入小计</b>       | <b>262.03</b>     | <b>692.96</b>     | <b>1,730.44</b>   | <b>4,718.80</b>   |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 5,096.60          | 26,424.70         | 9,946.33          | 30,568.75         |
| 投资支付的现金                 | 73,100.00         | 10,180.00         | 26,392.88         | -                 |
| 支付其他与投资活动有关的现金          | 1.57              | -                 | 5,010.00          | 2,500.00          |
| <b>投资活动现金流出小计</b>       | <b>78,198.18</b>  | <b>36,604.70</b>  | <b>41,349.21</b>  | <b>33,068.75</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>    | <b>-77,936.14</b> | <b>-35,911.74</b> | <b>-39,618.77</b> | <b>-28,349.95</b> |
| 吸收投资收到的现金               | -                 | 2,748.94          | -                 | 84,727.81         |
| 取得借款收到的现金               | 216,010.00        | 156,330.00        | 102,640.00        | 57,500.00         |
| 收到其他与筹资活动有关的现金          | -                 | 115.46            | 20,617.70         | -                 |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>       | <b>216,010.00</b> | <b>159,194.40</b> | <b>123,257.70</b> | <b>142,227.81</b> |
| 偿还债务支付的现金               | 24,375.78         | 44,650.00         | 44,000.00         | 53,300.00         |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金       | 1,608.33          | 14,903.58         | 11,263.66         | 9,079.67          |
| 支付其他与筹资活动有关的现金          | 144.31            | 5,150.29          | 10.1              | -                 |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>       | <b>26,128.42</b>  | <b>64,703.86</b>  | <b>55,273.76</b>  | <b>62,379.67</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>    | <b>189,881.58</b> | <b>94,490.54</b>  | <b>67,983.94</b>  | <b>79,848.14</b>  |
| <b>汇率变动对现金的影响</b>       | <b>1.16</b>       | <b>29.40</b>      | <b>-7.34</b>      | <b>-356.65</b>    |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>42,914.96</b>  | <b>11,092.27</b>  | <b>17,774.68</b>  | <b>-2,951.25</b>  |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目                      | 2016年             | 2015年             | 2014年             |
|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>净利润</b>              | <b>20,447.59</b>  | <b>20,407.67</b>  | <b>14,910.35</b>  |
| 加：资产减值准备                | 14,419.00         | 8,304.81          | 7,246.84          |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 5,398.26          | 4,887.57          | 4,019.02          |
| 无形资产摊销                  | 343.53            | 321.32            | 267.51            |
| 长期待摊费用摊销                | 4.89              | 4.19              |                   |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失   | -                 | -296.45           | -7.67             |
| 财务费用                    | 10,618.35         | 7,642.03          | 6,663.03          |
| 投资损失                    | -9,573.43         | -5,776.34         | -3,636.47         |
| 递延所得税资产减少               | -1,661.95         | -1,350.78         | -1,757.69         |
| 递延所得税负债增加               | -4.11             | -                 | -                 |
| 存货的减少                   | -21,343.34        | -76,262.67        | -103,001.89       |
| 经营性应收项目的减少              | 32,823.38         | -64,473.02        | -68,773.31        |
| 经营性应付项目的增加              | -96,822.96        | 96,008.53         | 89,977.50         |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>    | <b>-47,515.92</b> | <b>-10,583.15</b> | <b>-54,092.80</b> |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

| 项目            | 2017年3月 | 2016年     | 2015年     | 2014年     |
|---------------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 综合毛利率         | 18.12%  | 20.03%    | 17.59%    | 18.69%    |
| 期间费用率         | 14.85%  | 12.29%    | 10.16%    | 12.27%    |
| 营业利润率         | 2.92%   | 5.94%     | 6.00%     | 4.82%     |
| 总资产回报率        | -       | 3.41%     | 3.86%     | 3.88%     |
| 负债与所有者权益比率    | 291.93% | 238.16%   | 212.19%   | 161.22%   |
| 资产负债率         | 74.49%  | 70.43%    | 67.97%    | 61.72%    |
| 流动比率          | 1.59    | 1.32      | 1.31      | 1.43      |
| 速动比率          | 0.80    | 0.70      | 0.70      | 0.80      |
| EBITDA        | -       | 39,442.81 | 36,699.10 | 28,315.01 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -       | 3.23      | 4.59      | 3.95      |
| 有息债务/EBITDA   | -       | 6.42      | 6.60      | 5.87      |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

## 附录五 截至 2016 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

| 公司名称               | 注册资本（万元）      | 持股比例    | 主营业务       |
|--------------------|---------------|---------|------------|
| 重庆东工实业有限公司         | 1,900         | 94.74%  | 化工、五金等销售   |
| 重庆市华西耐火材料有限公司      | 600           | 100.00% | 耐火材料的生产、销售 |
| 华西能源（印度）有限公司       | 924,220（印度卢比） | 100.00% | 工程总包、安装、测试 |
| 华西能源工程有限公司         | 20,000        | 100.00% | 工程总包       |
| 自贡华西能源工业有限公司       | 30,000        | 100.00% | 锅炉制造       |
| 华西能源张掖生物质发电有限公司    | 28,560        | 100.00% | 项目管理       |
| 四川鼎慧商贸有限公司         | 1,000         | 100.00% | 商品贸易       |
| 四川易迪泰网络有限公司        | 500           | 100.00% | 互联网        |
| 成都华西流体控制科技有限公司     | 2,040.82      | 51.00%  | 生产销售       |
| 浙江华西铂瑞重工有限公司       | 3,000.00      | 50.00%  | 能源产业       |
| 华西能源（香港）国际投资股份有限公司 | 3,000.00 万美元  | 100.00% | BOT 项目投融资  |
| 华西能源（香港）国际控股有限公司   | 1,000.00 万美元  | 100.00% | 工程总承包方     |
| 北京华西京川投资管理有限公司     | 1,000.00      | 40.00%  | 投资管理       |
| 自贡华西东城投资建设有限公司     | 50,000.00     | 89.00%  | 项目管理       |
| 云南惠康再生能源开发有限公司     | 200.00        | 70.00%  | 项目管理       |

资料来源：公司 2016 年审计报告



## 附录六 主要财务指标计算公式

|            |               |   |
|------------|---------------|---|
| 资产运营效率     | 固定资产周转率（次）    | 营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]                |
|            | 应收账款周转率       | 营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]                |
|            | 存货周转率         | 营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]                        |
|            | 应付账款周转率       | 营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]                |
|            | 净营业周期（天）      | 应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数                    |
|            | 总资产周转率（次）     | 营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]                    |
| 盈利能力       | 综合毛利率         | （营业收入-营业成本）/营业收入×100%                       |
|            | 总资产回报率        | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100% |
|            | 期间费用率         | （销售费用+财务费用+管理费用）/营业收入×100%                  |
| 现金流        | EBIT          | 利润总额+计入财务费用的利息支出                            |
|            | EBITDA        | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销                     |
|            | EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）                |
| 资本结构及财务安全性 | 资产负债率         | 负债总额/资产总额×100%                              |
|            | 流动比率          | 流动资产合计/流动负债合计                               |
|            | 速动比率          | （流动资产合计-存货）/流动负债合计                          |
|            | 负债与所有者权益比率    | 负债总额/所有者权益总额×100%                           |
|            | 长期有息债务        | 长期借款+应付债券                                   |
|            | 短期有息债务        | 短期借款+1年内到期的长期借款                             |
|            | 有息债务          | 长期有息债务+短期有息债务                               |

## 附录七 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 | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C   | 债务无法得到偿还。       |

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，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体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（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。

### 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。 |