

信用等级公告

联合[2014] 109 号

联合资信评估有限公司通过对天瑞集团股份有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期 15 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

天瑞集团股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

天瑞集团股份有限公司

2015 年度第一期 15 亿元公司债券的信用等级为

AA⁺

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

天瑞集团股份有限公司

2015 年度第一期 15 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA⁺

本期债券发行额度: 15 亿元

本期债券期限: 2+2+2 年

偿还方式: 每年付息一次, 附第 2 年末、第 4 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权, 剩余本金于第 6 年末一次偿还。

发行目的: 河南、辽宁区域收购及淘汰落后产能项目

评级时间: 2014 年 12 月 26 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	258.87	461.16	502.54
所有者权益(亿元)	67.69	207.98	221.12
长期债务(亿元)	50.55	46.70	65.64
全部债务(亿元)	134.14	146.31	166.12
营业收入(亿元)	96.23	91.74	105.22
利润总额(亿元)	16.82	16.97	15.58
EBITDA(亿元)	31.17	32.40	36.20
经营性净现金流(亿元)	18.27	13.47	26.65
营业利润率(%)	28.27	25.81	24.43
净资产收益率(%)	18.68	6.79	5.27
资产负债率(%)	73.85	54.90	56.00
全部债务资本化比率(%)	66.46	41.30	42.90
流动比率(%)	79.57	71.92	82.16
全部债务/EBITDA(倍)	4.30	4.52	4.59
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	3.21	3.05
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.08	2.16	2.41

注: 2013 年其他流动负债中短期融资券调整至短期债务; 2012 年及 2013 年长期应付款中融资租赁款及股权信托融资款调整至长期债务。

分析师

霍 焰 李苏磊

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对天瑞集团股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为集水泥、铸造、旅游、煤焦化等业务的跨行业大型企业集团, 在行业地位、政府支持、区域垄断优势、产能规模、技术水平等方面具备的显著优势。同时, 联合资信也关注到公司主营板块水泥行业景气程度下行, 未来资金支出压力大, 债务规模持续增加, 对三门峡天元铝业股份有限公司(以下简称“天元铝业”)应收账款回收风险等因素对公司经营发展带来的不利影响。

公司作为河南省水泥行业整合的主体, 近年通过兼并重组, 水泥板块经营规模不断扩大, 加之公司实施多元化、规模化等发展战略, 不断加大其他板块投资规模, 公司整体盈利能力有望随水泥行业景气度的回升及其他各板块对公司收入支撑力度的提高得以恢复。联合资信对公司评级展望为稳定。

针对本期债券, 国家开发银行股份有限公司河南省分行(以下简称“国开行河南分行”)对本期债券偿债资金进行监管, 并且国开行河南分行承诺提供流动性支持。此外, 公司实际控制人李留法及其夫人李凤变和公司第二大股东李玄煜为本期债券的到期兑付提供连带责任保证的承诺, 为本期债券的安全性提供了一定的保障作用; 公司设置募集资金专项账户, 由中国工商银行股份有限公司汝州支行和中国农业银行股份有限公司汝州市支行共同对募集资金进行监管。以上措施有助于提高本期债券偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为河南省水泥行业整合的主体，在政府扶持、信贷投放等方面获得优先支持。
2. 公司水泥产量位居全国前列，在河南省和辽宁省市场占有率高，区域规模优势明显。
3. 公司水泥、铸造板块技术水平在其行业中具有明显优势。
4. 公司 EBITDA、经营活动现金流入量对本期债券发行额度保障能力较强。

关注

1. 近年中国水泥行业景气度下行，煤炭、电力及原材料价格波动增加了公司生产成本的控制难度；期间费用增长幅度较快也对公司盈利形成一定不利影响。
2. 公司水泥板块投资大，未来将面临一定资金支出压力。
3. 公司有息债务规模持续增加，剔除评估增值因素债务负担较重，债务结构有待改善。
4. 公司对天元铝业应收款存在一定回收风险。
5. 公司营业利润持续下降，营业外收入对公司利润影响大。
6. 若本期债券与“14 天瑞集团债 02”及“14 天瑞集团债 03”偿付时点（年）发生重合，公司将面临一定集中偿付风险。

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）与天瑞集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天瑞集团股份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，未因天瑞集团股份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天瑞集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、天瑞集团股份有限公司 2015 年度第一期 15 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

天瑞集团股份有限公司（以下简称“天瑞集团”或“公司”）前身是河南天瑞企业集团有限公司，于2004年12月21日成立的有限责任公司，初始注册资本62000万元，由天瑞集团铸造有限公司实物出资26100万元、汝州市通用废旧金属回收有限公司实物出资158万元、天瑞集团水泥有限公司实物出资11332万元、鲁山县安泰水泥有限公司实物出资3900万元、天瑞集团汝州水泥有限公司实物出资10500万元、天瑞集团旅游发展有限公司实物出资4650万元、宝丰天瑞发电有限公司实物出资2360万元、李凤婵出资3000万元。后经多次变更及增资，截至2013年底，公司注册资本125000万元，其中：自然人股东李留法出资人民币65000万元，占比52%，为公司实际控制人，自然人股东李玄煜（李留法之子）出资人民币60000万元，占比48%。2013年4月9日，根据股东会决议，公司整体改制为股份有限公司，并在河南省工商行政管理局办理了工商登记手续。

公司经营范围：控股、投资；计算机及软件应用服务；科技服务；机器设备及矿山设备销售、非金属加工专用设备销售，铁路机车车辆配件销售；建筑材料批发；企业管理服务；工程管理服务和其他专业服务；旅游开发经营；铝业经营；资源开发经营。

公司目前下设办公室、计划财务部、资金部、资本运营部、工程部等13个业务职能部门。截至2013年底，公司拥有职工14919人，43家纳入合并范围的子公司。

截至2013年底，公司（合并）资产总额502.54亿元，所有者权益221.12亿元（含少数股东权益51.74亿元）；2013年实现营业收入105.22亿元，利润总额15.58亿元。

公司注册地址：汝州市广成东路南侧；法定代表人：李留法。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划分期发行总额为50亿元的公司债券，并已于2014年6月25日发行第一期10年期10亿元债券（以下简称“14天瑞集团债02”），于2014年10月16日发行第二期7年期15亿元债券（以下简称“14天瑞集团债03”），本期拟发行金额为15亿元（以下简称“本期债券”）。本期债券期限为6年，附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。在存续期的第2年末，公司有权选择上调本期债券存续期第3、第4个计息年度的票面利率0至300个基点（含本数），存续期第3、第4个计息年度的债券票面年利率为本期债券存续期前2年票面年利率加上上调基点，在债券存续期第3、第4个计息年度固定不变；在存续期的第4年末，公司有权选择上调本期债券存续期第5、第6个计息年度的票面利率0至300个基点（含本数），存续期第5、第6个计息年度的债券票面年利率为本期债券存续期第3、第4个计息年度的票面年利率加上上调基点，在债券存续期第5、第6个计息年度固定不变。在各期票面利率选择时点，投资者拥有回售选择权。本期债券采用单利按年计息，在存续期内每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

公司实际控制人李留法（持有公司52%股份）、股东李玄煜（持有公司48%股份）及李凤婵（与李留法系夫妻关系）承诺：同意以个人全部财产为公司发行本期债券的到期兑付（包括本金、利息及其他应承担的费用）承担连带责任保证。

2. 本期债券投资项目概况

公司计划分期发行总额为50亿元的公司债券（“14天瑞集团债02”募集资金10亿元，“14天瑞集团债03”募集资金15亿元，本期债券拟发行额度为15亿元），拟全部用于在河

南、辽宁相关区域收购、拆除、转产、节能环保改造等一揽子化解水泥过剩产能项目。整体项目计划总投资 123 亿元。其中，公司将收购河南省和辽宁省的水泥企业，收购水泥产能为 1978 万吨，收购后计划化解产能 600 万吨，收购项目及后续技术改造所需资金为 114.66 亿元。此外，公司还将对现有项目进行技术改造，计划化解产能 400 万吨，所需资金约 8.34 亿元。本期债券募集资金 15 亿元主要用于河南、辽宁等省相关区域的收购及节能环保项目。本期债券发行额度占募投项目计划总投资的 12.20%。

根据公司初步测算，全部收购完成后，公司将收购河南省和辽宁省的水泥企业产能为 1978 万吨，收购后计划化解产能 600 万吨，公司在河南和辽宁地区的市场份额将均有所提升，通过市场占有率的提升，将逐渐使上述地区水泥价格上涨约 5~10%，由此公司将新增销售收入约 80.2 亿元/年，新增净利润约 10.98 亿元/年，新增经营性净现金流约 17 亿元/年。基于上述测算，公司水泥产能和盈利能力将进一步提高。同时，联合资信也关注到，本期债券募集资金到位后，公司整体募投项目尚存在资金缺口，且剩余额度公司债券发行具有一定不确定性。此外，水泥价格易受经济周期、原材料价格波动等影响。上述因素都将使公司预期收益的实现具有一定不确定性。

从收购管理风险控制来看，水泥行业运营管理、生产设备、生产工艺及产品同质化程度较高，企业间兼并重组后的管理难度低于其他行业。同时，公司投资近 5000 万元建立了数字水泥与集团管控系统，该系统将公司原有的生产、设备、办公、财务、资金、供应、销售、质检等应用系统集成，实现整个公司管理的网络化、智能化和自动化，提高了公司的管理效率，有利于控制兼并收购中的管理风险。另外，公司在拟收购企业的区域市场占有率已经较高，且公司将会在收购后把部分设备拆除报废或者转移国外，收购后的管理范围并没有过度

扩张。最后，公司对于已经收购的全资企业，仅董事长、财务总监由公司（集团本部）派驻，被收购企业原来的员工基本保持不变，管理层及员工结构稳定。总体看，公司收购管理风险控制机制较健全，有望进一步降低企业收购对公司未来经营带来的风险。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开对中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。

据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，中国继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国

债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年全年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿元，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全年社会融资规模为 17.29 万亿元，比上年多 1.53 万亿元；其中人民币贷款增加 8.89 万亿元，同比增长 6879 亿元；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加 2.55 亿元和 1.84 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，

2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。

全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

公司是集水泥、铸造、旅游、煤焦化为一体跨行业大型民营企业集团。按照国民经济行业分类，公司的主要业务分别属于制造业非金属矿物制品（水泥产品）、黑色金属冶炼和压延加工（铸造产品）、炼焦加工（捣固焦产品）和旅游服务行业。

（一）水泥行业

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。

市场供需

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。近年，国民经

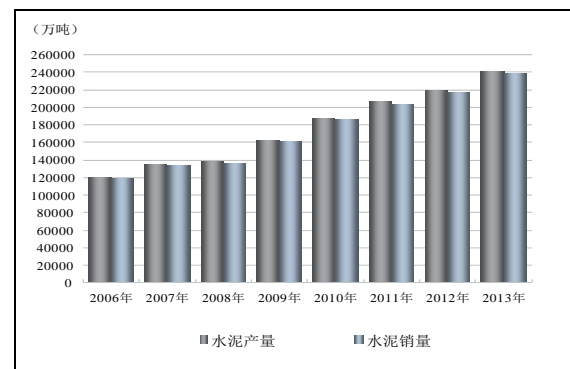
济持续快速发展、固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高（见图1）。水泥产销率维持在98%以上，其中，2011~2013年分别为98.58%、98.97%和98.97%。

2011年，在保证经济平稳较快发展的前提下，全社会固定资产投资增速仍然保持在高位，加之中国水泥企业的日益成熟，水泥市场供需仍保持较高水平，2011年全国水泥产量为20.63亿吨，同比增长16.12%，水泥销量20.34亿元，同比增长9.6%。从产能方面看，根据国家发改委、工信部等有关部门的统计，2011年国内水泥企业平均产能利用率在75%左右，产能过剩较为明显。

2012年以来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度弱于往年，2012年全年累计完成水泥产量21.84亿吨，同比增长5.86%，水泥销量21.61亿吨，同比增长6.27%，增速下降明显，但与此同时，国内水泥产能仍在持续增长，根据工信部数据，2012年底，全国水泥产能达30亿吨左右，产能利用率降低至72.7%。

进入2013年，受“稳增长”政策的提振，尤其是3月以来新开工以及在在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，2013年水泥产量24.14亿吨，同比增长10.55%，增速比2012年提升4.69个百分点；销量23.89亿吨，同比增长10.54%。2013年，水泥产能利用率为75.9%，为2006年以来首次回升到75%以上。2014年一季度，水泥产量4.47亿吨。

图1 中国水泥行业产销量



资料来源：Wind 资讯

水泥需求方面，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。2013 年，全国固定资产投资（不含农户）43.65 万亿元，同比名义增长 19.6%（扣除价格因素实际增长 19.2%）；2013 年，全国房地产开发投资 8.60 万亿元，比上年名义增长 19.8%（扣除价格因素实际增长 19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。各区域中，华东、中南供需改善最为明显，三北地区则维持底部徘徊。

2012 年全国水泥累计完成固定资产投资较 2011 年同比降低 7.0%，继 2011 年后仍保持下降趋势；全国新投产新型干法水泥生产线 124 条，全年新增水泥熟料产能 1.6 亿吨，其中，新疆、安徽、河北、湖南新增产能居前，而新增规模较 2011 年下降 20.79%。2013 年，全国新增熟料产能 0.94 亿吨，较 2012 年新增产能 1.6 亿吨明显回落；全国水泥行业固定资产投资完成 1421 亿元，同比继续下滑 6.5%。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得明显改善。

水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的所占比例下降到只有 3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

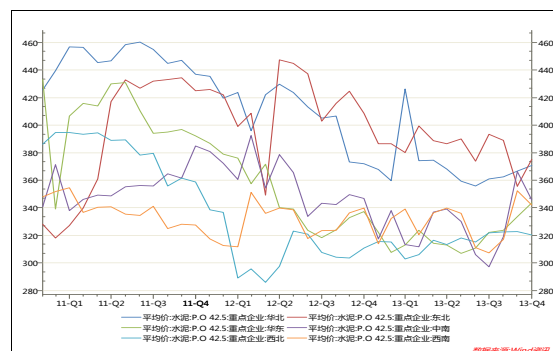
2010 年，中国实施了一系列楼市新政，对建材行业需求抑制作用逐渐显现，且 2010 年国家重申淘汰落后产能，建材水泥行业面临重整兼并，尤其部分省市针对高载能行业施行拉闸限电以来，水泥产能扩张受限，产量增幅已呈下行趋势，价格上涨在所难免，2011 年前三季度，水泥价格持续上涨，全国水泥价格指数均高于去年同期。2011 年四季度开始，中国水泥价格回落，主要因素包括：①2011 年中国处于通货膨胀高峰期，国家先后 3 次加息，6 次上调准备金利率，在货币政策紧缩和经济增长放缓的背景下，企业面临严重的资金运转压

力，许多项目只能节能停产，导致水泥市场低迷，价格普遍下跌；②受限购等房地产政策影响，房地产行业低迷，销售率急速下滑，导致部分在建项目直接停建，间接导致水泥价格下滑；③铁路建设项目速度放缓降低水泥需求，进而拉低水泥价格；④随着 4 万亿投资进入尾声，水泥需求回落是必然趋势，而水泥产能仍处于高位，随着新增产能的逐渐释放，水泥价格下行压力较大。

2012 年一季度水泥价格呈小幅上涨态势；二至三季度，在全国经济形势低迷的影响下，到三季度前期全国水泥价格已处于行业平均价格最低水平；8 月底开始，水泥行业市场行情好转，全国平均水泥价格由中期的历史最低点 309.25 元 / 吨开始上扬；四季度，随之水泥需求逐渐由强转弱，水泥价格先升后降。全国水泥价格由 10 月的 324.25 元 / 吨持续升至 11 月的 337.92 元 / 吨，实现超预期上涨，主要由于建筑施工工期加紧带动水泥需求所致，之后受天气等因素影响施工放缓，水泥需求减弱，从而水泥价格下降至 12 月的 326.50 元 / 吨。

2013 年前三季度，中南、西南、华北区域的水泥价格基本延续了自 2012 年年底以来一直震荡走低趋势；西北地区在 4-5 月份小幅回暖；华东在 3 月中下旬到 5 月中上旬有过强劲表现，但之后快速下跌；东北地区前 5 个月走势平稳，6 月以来走势偏强。2013 年四季度，东北地区水泥价格震荡下行，西北地区价格企稳，其余地区水泥价格均有不同程度的回升，其中西南地区和中南地区涨势明显。

图 2 2011~2013 年中国水泥平均价格（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

整体看,2013年以来全国水泥平均价格为金融危机以来的较低水平,2013年三季度末跌至最低水平,为287元/吨,但是随着2013年第四季度水泥价格反弹,煤炭价格继续走低使得水泥制造成本明显下降,这也是水泥企业2013年获利的关键因素,截至2013年底,全国水泥产品平均价格约为349.06元/吨。2013年水泥行业实现利润766亿元,同比增长16.43%。

2014年一季度全国生产水泥4.47亿吨,同比增长4%,产量增速相比上年同期明显放缓。由于2013年四季度水泥价格基数较高,水泥价格在2014年一季度下滑幅度达到了40元/吨,但比上年同期均价仍高30元/吨以上。因此,大部分水泥上市企业在今年一季度仍然延续了去年的业绩回升态势。当年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。

2、竞争格局

水泥市场大致可分为成熟市场和成长型

市场两种,长江下游和沿海发达地区水泥市场已经向成熟市场转变,其标志是水泥消费量维持在高位,增速保持相对稳定;以新建为主的发展方式已经结束,水泥产业技术结构调整基本完成,兼并重组成为发展主流;大企业调控市场能力增强,水泥价格相对稳定。沿京广线的河北、河南、湖南、江西等地是成长型市场,处在高速成长阶段,以新建线和淘汰落后为主线的结构调整正在加速进展过程中。西北、东北、西南处在高速增长的起步阶段,西北在资源能源拉动下市场步入发展的快车道。

在中国整个水泥市场产业格局中,新疆地区水泥市场比较封闭,但西部大开发战略的实施对新疆水泥市场带来较大机遇。新疆水泥具有原材料和能源丰富的优势,但交通尚不发达,运费较高,另外新型干法生产工艺覆盖面较低。江苏地区是中国水泥发展最发达的地区,总体生产工艺较高,水泥需求量较高,但煤、石灰石等矿产资源不丰富。

近年来,中国水泥产业的集中度不断提高,由于新建产能受到限制,并购成为企业扩大生产规模以其增强市场控制力的主要发展方式。根据中国水泥网统计,2013年中国水泥企业熟料产能排名中,中国建材、海螺水泥产能位居前列。

表1 截至2013年底全国水泥企业水泥熟料产能排名(单位:万吨/年)

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	30005	11	金隅集团	3181
2	海螺水泥	16774	12	拉法基瑞安	2031
3	中国中材	8396	13	亚泰水泥	2018
4	冀东水泥	7080	14	青松建化	1606
5	华润水泥	5664	15	西部水泥	1581
6	山水集团	4747	16	亚洲水泥	1566
7	华新水泥	4263	17	金峰水泥	1318
8	台泥水泥	3602	18	蒙西水泥	1302
9	红狮水泥	3311	19	同力水泥	1225
10	天瑞水泥	3209	20	葛洲坝	1178

资料来源:数字水泥网

3、上下游分析

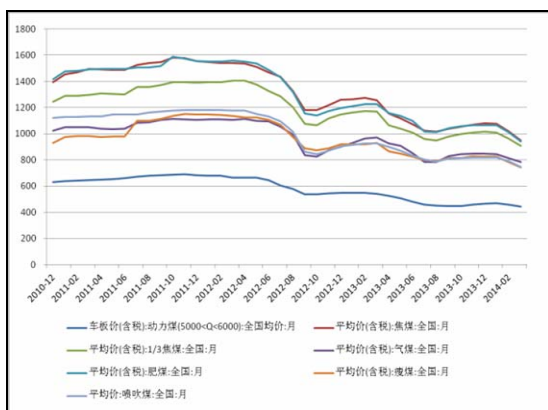
上游原材料

水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的35%，电费接近总成本的1/3。

煤炭

近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

图3 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind资讯

电力

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出。

2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省（区、市）天然气发电上网电价，于9月25日起执行。自煤电联动机制建立后，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。

由于电价受政府主导，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小，但基于煤电联动政策，在煤价上涨过程中存在电价调整的可能性。国内水泥行业为了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，余热发电可提供单位水泥生产约60%的用电。

下游需求

拉动水泥需求主要靠固定资产投资和房地产投资。

水泥需求的增长和固定资产投资的增长关系紧密，建筑、房地产、能源和交通四大行业约占中国水泥消费总量的80%，是拉动水泥需求增长的主导力量。2013年，中国固定资产投资及房地产市场保持持续增长，加之政府大力投资保障性住房和棚改房的建设，上述因素在一定程度上产生了对水泥的新增需求。

4、行业政策和关注

水泥产业政策集中于五个方面：一是提高行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行

等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“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。

2011年1月12日，工信部下发《关于进一步做好淘汰水泥落后产能工作的通知》，强调了从政策和技术上从严促进水泥落后产能淘汰；2011年1月19日，工信部下发《水泥行业准入条件》，对水泥行业准入设置了较高的门槛，同时提出鼓励现有水泥企业间的重组联合，支持大企业对外中小企业并购重组后的改造投资；2011年4月19日，工信部确定水泥工业2011年的落后产能淘汰总量的1.3亿吨。

2012年4月，工信部确定水泥工业2012年的落后产能淘汰总量为2.19亿吨。

2013年1月，根据工信部、国家发改委等多部门联合下发的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，到2015年前，前10家水泥企业产业集中度达到35%，形成3-4家熟料产能1亿吨以上，矿山、骨料、商品混凝土、水泥基材料制品等产业链完整的建材企业集团。鼓励水泥企业延伸上下游产业链，优化物流配送、整合发展预拌砂浆、商品混凝土及建筑预制构件产业。

2013年10月，根据国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，伴随着环保压力（大气污染治理）和国家整顿过剩产能行业力度的加大，将逐步取消32.5复合水泥标准、减量置换、进一步增加淘汰力度等新的治理手段，力度空前。

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。

“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。

5、行业发展

目前，水泥市场价格各地不一，水泥行业集中度较低，全国前十大水泥企业市场占有率不到20%，未来行业并购整合，并从区域竞争逐渐扩张到全国性竞争将成为不可避免的趋势。随着经济发展方式加快转变，国内市场对水泥总量需求将由高速增长逐步转为平稳增长，增速明显趋缓。

从长远看，控制产能和淘汰落后相关政策对水泥行业是一项长期利好。未来，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，大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

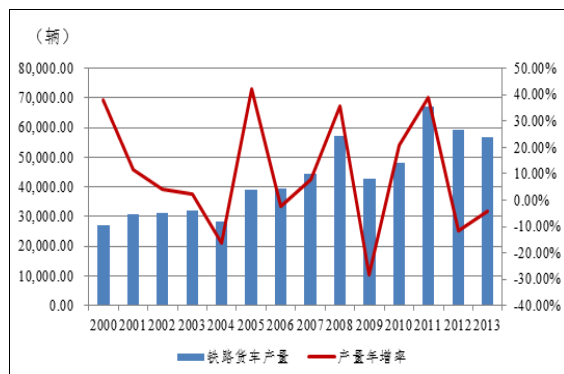
总体看，受投资增速放缓影响，水泥行业景气度有所下行，水泥价格出现大幅下降。但受益于煤炭价格的下滑，2013年水泥行业企业经营状况有所改善。短期看，行业景气度的恢复还有赖于中国基础设施、房地产等下游行业投资规模的增长和新增产能的控制。长期看，未来城镇化建设将成为推动中国经济发展的重点。水泥作为大宗基础性建材产品，城镇化建设的大力推进将为水泥行业提供较大的需求驱动。未来，随行业兼并重组进程推进，行业集中度将逐步提高，行业龙头企业对区域市场的控制力将得到增强，水泥行业的淘汰落后产能和节能减排工作将继续推进，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇。

（二）铸造行业

铸造是制造业的基础，也是国民经济的基础产业之一。中国是当今世界上最大的铸件生产国，铸件产量占世界铸件产量的 1/4 左右，铸件产品产值占全国国民经济的 1% 左右。为保证中国铸造业持续健康发展，促进中国铸造业由大做强，相关部门积极开展工作。近几年，国家发改委、工业和信息化部等国家机关对铸造业给予高度关注，陆续委托中国铸造协会开展了《中国铸造业准入制度研究》、《中国制造业节能减排政策研究》、《关于制定铸造产业政策重大问题研究》等课题项目，已经出台和正在酝酿一系列有利于铸造业发展的相关政策，实施《铸造业准入制度》和发展铸造业集群将是保障中国铸造业持续发展的战略举措。

从铁路货车铸钢配件这一细分行业来看，摇枕、侧架和车钩是铁路车辆的三大关键部件，也是主要铁路货车铸钢件产品，其质量直接影响到铁路运输的发展和生命财产的安全。

图 4 2000~2013 年全国货车年产量及年增长率



数据来源：国家统计局

目前，全国铁路货车产量处于较为波动的状态。因此，在国内市场逐渐饱和的情况下，中国铁路货车铸钢配件正大量出口欧美、澳洲等发达国家，这说明中国铁路货车产品已在世界范围内被广泛认可。从铸造技术来看，自 20 世纪 80 年代日本铸造协会发明真空密封造型法（即 V 法造型）以来，在铸造行业得到广泛应用。因此，提升 V 法造型技术的产品、工艺和生产制造的柔性，同时保证低污染、环境影

响小，成为铁路货车铸钢造型工艺创新的主要方向。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 年底，公司注册资金 12.50 亿元。公司第一、二大股东分别为自然人李留法和李玄煜，持股比例分别为 52% 和 48%。公司实际控制人为李留法。

2. 企业规模

公司经历二十余年的发展，目前已成为集水泥、铸造、旅游、煤焦化等业务的跨行业的大型企业集团，是河南省重点支持的百户工业企业之一。2010 年 1 月，“天瑞”商标被国家工商总局商标评审委员会认定为中国驰名商标。2013 年，公司位列中国企业 500 强第 454 名，位列中国制造企业 500 强第 238 名。根据中国水泥协会公布的 2014 水泥熟料产能 20 家强名单，公司排名第十。

截至 2013 年底，公司共拥有纳入合并报表范围内的子公司 43 家。其中四家骨干企业天瑞集团水泥有限公司¹（以下称“天瑞水泥”）、天瑞集团铸造有限公司（以下称“天瑞铸造”）、天瑞集团旅游发展股份有限公司（以下称“天瑞旅游”）及汝州天瑞煤焦化有限公司（以下称“天瑞焦化”）分别为公司水泥、铸造、旅游及煤焦化业务板块的经营主体。

天瑞水泥是国家重点支持的 12 家水泥企业集团之一，并被工信部确定为中部水泥行业五大重组龙头企业之一，是河南省规模最大的水泥生产企业，其生产区域分布于河南、辽宁、安徽和天津等省市。截至 2013 年底，天瑞水

¹截至 2014 年 11 月 17 日，公司根据《企业会计准则》及其他相关文件规定，将天瑞水泥纳入公司财务报表之合并范围。2014 年 11 月 18 日，李留法及李玄煜将其持有的天瑞水泥之上级母公司的股权全部转让予子公司全资子公司天瑞（国际）控股有限公司（2014 年成立并纳入公司合并范围），本次股权转让对公司将天瑞水泥纳入合并报表范围未产生影响。

泥下辖 25 家控股子公司，拥有 11 个熟料生产基地、15 条熟料生产线、45 台粉磨机，熟料产能达到每年 3209 万吨，水泥产能达到每年 4413 万吨，其中 2009 年建成投产的郑州荥阳日产 12000 吨水泥生产线是世界上单线产能最大、工艺装备最先进的水泥熟料生产线之一。天瑞水泥是河南省最大的熟料生产商，熟料产能位列中国第 10 位。

天瑞铸造是铁道部指定的“铁路产品定点生产厂”，是全国最大的合金钢铸造企业之一，拥有世界上最先进的德国“V 法造型”生产线，已形成 30 万吨/年的铸钢件生产能力。天瑞铸造产品已通过中国质协质量保证中心 ISO9001-2000 质量管理体系认证、美国铁路协会（AAR）质量管理体系认证、俄罗斯联邦铁路运输认证局质量管理体系认证。天瑞铸造生产的铁路货车摇枕侧架占中国铁路车辆改造市场份额的 50% 以上，产品出口美国、俄罗斯、乌克兰等国家。

天瑞旅游为一家专业从事旅游资源和旅游项目的开发与经营、温泉洗浴养生、住宿、餐饮服务、旅游商品纪念品制作与销售、园林绿化工程等业务的旅游企业。天瑞旅游下辖的尧山—中原大佛、六羊山、南召真武顶等 7 个景区均地处河南省伏牛山生态游经济区，是河南省政府确定的面向国内外旅游市场重点推介的六大景区之一。其中尧山—中原大佛风景区于 2011 年 3 月顺利通过国家 5A 级验收。

天瑞焦化是一家集焦炭、煤气生产销售、煤焦油、粗苯生产、原煤洗选为一体的焦化加工企业。2011 年 4 月 1 日公司 100 万吨/年捣固焦项目开工建设，截至目前，该项目已经投产。

3. 人员素质

截至 2013 年底，公司主要高级管理人员包括董事长（兼总经理）1 人、副总经理 5 人和财务总监 1 人，共 7 人。

公司董事长李留法先生，汉族，河南省汝

州市人，出生于 1957 年 6 月，北京大学光华管理学院 EMBA，高级经济师，第十届、十一届、十二届全国人大代表；1975~1979 年在汝州市化肥厂工作；1983 年创建汝州市铸钢厂，后更名为汝州市通用铸造公司，任总经理；2004 年成立天瑞集团有限公司至现今，任董事长，兼任总经理职务。

截至 2013 年底，公司拥有职工 14919 人，从学历程度看，大专学历及以上的占 26.67%，中专及高中学历的占 60.79%，高中学历以下的占 12.54%；从职能类别看，管理人员占 19.48%，技术研发人员占 6.61%，生产人员占 48.28%，销售及市场推广人员占 5.49%，质量控制人员占 10.84%，后勤人员占 9.30%；从年龄构成看，30 岁以下的占 37.92%，30~50 岁的占 52.01%，50 岁以上的占 10.07%。

总体看，公司高层领导具有深厚的专业背景和丰富的管理经验；公司员工生产人员所占比重较高，年龄结构合理，符合公司主营行业特点，能够满足公司发展需求。

4. 技术水平

水泥核心技术

天瑞水泥生产过程全部采用新型干法水泥生产技术，该技术是以悬浮预热和窑外预分解技术为核心，形成一套具有现代高科技特征和符合优质、高产、节能、环保以及大型化、自动化的水泥生产方法；主要工艺过程为“两磨一烧”，按主要生产环节为矿山采运（自备矿山时，包括矿山开采、破碎、均化）、生料制备（包括物料破碎、原料预均化、原料的配比、生料的粉磨和均化等）、熟料煅烧（包括煤粉制备、熟料煅烧和冷却等）、水泥的粉磨（包括粉磨站）与水泥包装（包括散装）等。天瑞水泥拥有河南省新型干法水泥工程技术研究中心，该中心是目前河南省唯一一家建材行业省级技术中心。

天瑞水泥所有的生产线目前均已使用新型干法水泥以及余热发电技术，其中于 2009

年9月投产的日产12000吨新型干法水泥熟料生产线是目前世界上单线生产能力最大的生产线。

铸造核心技术

在铸造工艺方面，天瑞铸造于2004年试验成功“V法造型”新工艺并完成在铁路关键配件摇枕、侧架上的应用，提高了铁道产品的尺寸精度和表面质量。2006年，天瑞铸造从德国HWS（豪斯）公司引进一条现代化的“V法造型”生产线，可批量生产K6铁道摇枕及侧架。

“V法造型”是将真空技术与砂型铸造结合，用不加水分的原砂造型，靠塑料薄膜将砂型的型腔面和背面密封起来，借助真空泵抽气产生负压，造成砂型内、外压差使型砂紧固成型，经下芯、合箱、浇注，待铸件凝固，解除负压或停止抽气，型砂便随之溃散而获得铸件。此工艺具有简化砂处理、提高旧砂回收率、减少模样磨损、提升铸件精度等优点。

天瑞铸造采用整体芯技术以消除铸件组芯缝隙、减少毛刺和应力集中源，使铸件更安全；整体芯可不用芯撑，杜绝了因芯撑熔合不良造成的铸件缺陷；通过整体制芯，芯子尺寸更精确，从而使铸件尺寸更精确；整体芯技术更有利于实现全自动机械化下芯，不但下芯定位精度更高，而且减少下芯散落砂。

在检测技术方面，天瑞铸造采用大型工业断层扫描（CT）机、工业数字化射线成像（DR）无损检测系统对铸件内部缺陷检测。该系统具有穿透力强、检测工件尺寸大、图像清晰、检测精度高、扫描速度快、适用范围广等特点，能有效检测铸件内部的气孔、砂眼、夹杂物、缩孔、缩松、裂纹等缺陷。

在冶炼技术方面，天瑞铸造采用HP偏心炉熔炼于LF精炼炉精炼相结合的双联熔炼技术，能够提高钢水纯净度，降低有害元素含量，能降低硫、磷含量至0.02%以下，使机械性能大幅度提高。

总体看，公司水泥和铸造方面生产工艺先

进，有助于公司降低生产成本、提高资源利用率，减少三废排放，并有效提升公司的综合竞争力。

5. 环境保护

公司所从事的水泥、铸造和焦化行业均为高耗能、污染行业，公司努力实现低消耗、低排放、低污染、高效率的生产环境，在各下属企业及生产车间均安装了环保设施。

水泥业务方面，公司目前正在进行的利用水泥工业新型干法窑处理生活垃圾工程是一项水泥行业十二五规划重点工程，该工程采用先进的城市生活垃圾流化床气化处理技术，结合水泥厂新型干法预分解生产中的高温煅烧工艺，处理郑州市城市生活垃圾。项目建设完成后每年可以处理生活垃圾20万吨，约占郑州年产垃圾总量的15%，减少占地100亩/年。

公司在建另一项目是能源管理中心系统，该项目是集过程监控、能源管理、能源调度为一体的公司级管控一体化计算机系统。能源管理中心系统使企业包括原煤、电的能源消耗减少3~5%，按年节约6.44万吨标煤计算，可减排二氧化碳约16.1万吨，二氧化硫约1060吨，粉尘1.61万吨。

公司在铸造和焦化生产方面均通过了省级环保验收。尤其是天瑞焦化，在原厂址上新建的100万吨捣固焦项目，采用先进的环保技术，能够循环利用能源。

总体看，近年来公司大力开展节能减排工作，积极发展循环经济发展模式，环保风险较低。

6. 外部环境

区位优势

水泥和熟料体积庞大且运输费用高昂，区域性较强，对交通运输的要求相对较高。河南是全国的交通枢纽，客货运铁路通车里程居全国首位，其中铁路、公路线路交叉纵横，郑州、商丘、洛阳、南阳、信阳等都是国家铁路交通

十字枢纽。郑州铁路枢纽是国内交通最为繁忙的客货运国家综合交通枢纽。郑州北站是亚洲最大的铁路客货运编组站，郑州东站是国内最大的铁路运输业务中转站。新郑州东站、郑州高铁火车站是世界上首座、规模最大的设计时速 350 公里国家高速铁路特大型综合交通枢纽，郑西高铁、京港高铁、郑徐高铁、郑渝高铁纵横中原腹地。辽宁位于中国东北地区，南濒渤海与黄海，背幅广袤的工业腹地，沿海城市众多，港口密集，交通发达，公路密度居全国第二。天瑞的生产设施均布局在石灰石资源、终端市场和交通干线的结合处，合理的战略布局使得公司对运输成本的控制能力强。

外部支持

优先支持方面，2009 年 12 月 11 日，国家工业和信息化部发布了《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》（工信部原[2009]664 号），提出要“进一步发挥海螺、中国建材、中材、华新、天瑞、三峡新材、长利玻璃等龙头企业的带动作用，推动水泥、玻璃、耐火材料、新型建材等行业的兼并联合重组，提高产业集中度。”天瑞水泥被国家确定为对中部地区水泥市场进行兼并整合的五大牵头企业之一。另一方面，国家发改委颁发的《中原经济区规划（2012—2020 年）》中，明确的将天瑞旅游经营的平顶山尧山—中原大佛景区列为需重点开发的精品旅游线路的 5A 级景区之一；同时省政府出台了《河南省人民政府进一步加快伏牛山生态旅游发展的意见》，意见中提出力争 3 至 5 年内，把伏牛山核心区培育成 5A 级旅游区，使之成为国内著名的生态旅游目的地、河南旅游产业的成长和伏牛山区域经济发展的重要支柱，把伏牛山旅游提到了河南旅游的重要战略高度，打造“中原大佛、神奇尧山、观音祖庭、近悦远来”旅游品牌。

外部融资方面，按照《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》（国办发[2013]67 号），积极引导和督促金融机构优化信贷结构，按照“消化一批、转移

一批、整合一批、淘汰一批”的要求，对产能过剩行业区分不同情况实施差别化政策，部分商业银行已将水泥、炼钢等十大产能过剩行业涉及扩大产能的新增贷款，授信权限将收归总行。天瑞水泥作为国家政策支持的水泥行业龙头企业之一，各大银行在授信及贷款上给予了极大的支持。

税收优惠方面，根据《财政部、国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的补充的通知》（财税[2009]163 号），天瑞水泥享受增值税即征即退政策；天瑞铸造作为安置残疾人就业企业，根据《财政部、国家税务总局关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》（财税字[2007]92 号）的规定，享受在按照支付给残疾职工工资据实扣除的基础上，可以在计算应纳税所得额时按照支付给残疾职工工资 100% 加计扣除，并且还享受增值税限额即征即退的优惠政策，同时对于增值税退税收入免征企业所得税；根据《关于安置残疾人就业单位城镇土地使用税等政策的通知》（财税[2010]121 号）的规定，天瑞铸造享受城镇土地使用税减半征收的优惠政策。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》等相关法律的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事、监事，审议批准年度财务决算方案，利润分配方案等。公司每年至少召开一次年度股东大会，在《公司法》及《公司章程》规定的情形下召开临时股东大会。股东大会确保所有股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。董事会是公司的决策机构，对股东大会负

责。

公司董事会严格按照《公司章程》及《董事会议事规则》等制度，在规定的职责范围内行使经营决策权，并负责公司内部控制体系的建立和监督，对公司内部控制制度的制定和有效执行负责。公司董事会由5名董事组成，非由职工代表担任的董事由股东大会选举产生；职工代表董事由公司职工通过职工代表大会民主选举产生。董事任期三年，任期届满，可连选连任。

公司监事会是公司的监督机构，监事会由3名监事组成，监事会中职工代表监事由公司职工通过职工代表大会民主选举产生，其比例为三分之一。监事的任期为三年，任期届满可连选连任。监事会严格按照《公司章程》及《监事会议事规则》等制度履行对公司董事和高管的行为进行监督、检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、向股东大会提出提案等职权。

公司总经理行使执行权，由董事会聘任，向董事会负责，执行董事会决议，负责公司的日常经营管理工作。

公司董事会及管理层在不断完善公司治理结构的基础上，设置了各职能部门，组织结构体系比较健全、完整。公司明确了各部门、层级的职责与权限，建立了监督与考核制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配，保证了董事会与管理层的决策得以顺利贯彻执行。

总体看，公司已建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理水平

目前公司本部设有办公室、计划财务部、人力资源部、资金部、资本运营部、工程部、审计部、法务监察部、物资部、投资发展部、信息化部、纪检监察部及设备物资采购招标办13个职能部门。

公司依据《公司法》、《公司章程》及相关

法律法规要求，结合公司实际状况和特点，建立和完善了各项管理制度，保障了公司有效的内部控制和稳定运行，有效提升了管理水平。

在控股子公司管理方面，公司严格依照有关法律法规对控股子公司进行管理，控股子公司根据《公司法》的要求依法管理和监督经营活动，并结合其实际情况建立健全经营和财务管理制度。公司通过行使股东权力决定公司各控股子公司董事会及主要领导的任命和重要决策，这样可以保证对控股子公司的控制权牢固掌握，对于公司的各种决策和制度能有效、快速地在子公司贯彻执行，达到整个公司各项工作的高度统一。公司制订了《资金管理办法》、《财务预算管理办法》、《分子公司财务管理制度》等规定，对控股子公司实施资金管理、预算管理，制定财务预算、年度计划、进行经营分析，并督促和指导控股子公司建立相应的内部控制制度，有效地形成对控股子公司重大业务事项和风险的控制。

在对外融资管理方面，公司财务部为公司对外融资的管理部门，负责制订公司融资计划，负责融资工作。公司制订了《资金管理办法》，对公司的对外融资进行管理控制。

在投资管理方面，为规范公司及其附属公司的投资行为，实现投资决策与管理规范化、制度化和科学化，提高投资效益，公司制订了《资本支出管理办法》对公司的对外投资进行管理。公司对各项投资实行集中控制、分级授权管理。各级公司新增投资，应以经济利益为中心，以本身现有业务和资源为基础，以外部环境和行业发展为条件，以公司发展战略为依归，以协同、稳健为准则。

在财务管理方面，公司按照《会计法》、《企业会计准则》等法律法规及其补充规定的要求制定了《会计核算规程》、《财务会计制度》等有关财务制度，出台发布了《财务手册》，明确规定了重要财务决策程序与规则，规范了会计凭证、会计账簿和会计报告的处理程序。公司还明确了会计人员的岗位职责，制定了凭证

流转程序。公司的会计核算体系健全、制度完善，符合相关法律法规的规定。公司对下属分子公司实现了会计科目处理以及操作规范统一。

在资金管理方面，为了加强资金管理，公司制定了《资金管理办法》，通过编制和实施年度资金预算、月度资金计划，实现对各所属单位的资金集中化管理和统一调控。财务部及各所属单位的资金收支，必须按本办法规定编制年度资金预算和月度资金计划，报公司财务部审核并汇总，经公司资金管理委员会审议批准后执行。

在生产管理方面，公司先后制定下发了《关于实行生产计划统一调度的通知》、《区域生产管理办法》、《关于统一各分、子公司生产能力、消耗等指标核算口径的规定》、《集团公司劳动竞赛考核方案》、关于实施《管理体系规范化项目方案》的通知等生产管理方面的制度和规定，确保了公司集团化统一生产管理的正常进行。另外，为了确保安全生产，公司特制订了《各级领导和各部门的安全职责》，建立了《安全生产管理八项基本制度》、《安全生产月度评价制度》、《外委队伍安全准入条例》、《建设项目安全管理办法》、《事故报告与调查分析制度》、《安全领域违章行为处罚暂行规定》、《员工职业健康安全手册》等制度。各分子公司也相应建立了所有岗位责任制和安全

操作规程。

在预算管理方面，为了加强预算管理，降低公司的成本费用，公司制定了《财务预算管理办法》，明确预算管理机构及其职责、预算编制与审批、预算执行与控制、预算调整、预算分析与考核等预算管理流程及关键控制点，对公司的成本费用进行控制。为了加强成本控制管理，公司又制定了《标准成本考核办法》，进一步明确标准成本的考核规则：对各分子公司按照产品品种和成本明细下达单位标准成本指标，各分子公司要对考核指标进行细化、分解，保证指标的完成；明确标准成本考核的对象，保证责任落实到人；将标准成本考核结果与考核对象的薪金挂钩。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事水泥及熟料的生产销售、旅游酒店、铁路铸钢配件及煤焦化五大业务板块。

2011~2013年，公司主营业务收入分别为95.75亿元、90.80亿元和104.17亿元，年均复合增长4.31%。

表2 2011~2013年公司主营业务收入和毛利构成（单位：亿元、%）

业务板块	2011年			2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铸造收入	9.95	10.39	16.38	12.16	13.39	25.22	8.48	8.14	28.48
旅游、餐饮收入	0.92	0.96	54.07	1.09	1.20	60.12	4.16	3.99	87.76
水泥及熟料收入	82.93	86.61	29.91	76.41	84.15	24.77	87.26	83.77	22.23
煤焦化收入	0.66	0.69	3.29	0.0007	0.00	-33.99	1.35	1.29	-21.88
其他	1.30	1.35	48.58	1.14	1.26	96.25	2.92	2.81	29.55
合计	95.76	100.00	28.81	90.80	100.00	26.15	104.17	100.00	24.99

资料来源：公司年报，联合资信整理

从主营业务收入构成看，2011~2013年，水泥及熟料板块收入占主营业务收入比重分别为86.61%、84.15%和83.77%，为公司主营业务收入的主要组成部分。2012年在中国宏观经济

增速放缓，水泥产业处于市场结构与产品结构的双向调整中，水泥及熟料价格出现下滑，以及公司采取降价策略以促进并购活动开展的双重影响下，公司此板块收入有所下降。

2013年，伴随公司区域内行业并购效果初显，水泥及熟料销售量大幅增长，带动该板块收入迅速提升。受国际金融危机影响，铸造板块2009及2010年部分海外订单延迟供货，造成此板块业务收入于2010年大幅下降，之后伴随国际形势的好转，铸造板块于2010年8月恢复供货，2011~2012年随着销售量的上升此板块收入持续增长，2013年，由于国内铁路货运市场疲软，该板块产销量均有所下滑，收入相应下降。旅游酒店板块中公司下辖尧山大风景区于2011年3月顺利通过国家旅游局5A验收，加之景区内各项配套服务设施的不断完善，此板块收入近三年快速增长，但在公司主营业务收入中占比较小。煤焦化板块由于2011年3月30日为执行国家节能减排政策实施停产，并开始建设100万吨/年捣固焦项目，该项目于2013年8月投产试运行，产能未充分发挥，因此该板块尚处于亏损状态。

2011~2013年，在水泥及熟料市场价格下滑及公司以压价促并购战略实施的影响下，水泥及熟料板块毛利率持续下降，由于该板块收入占比大，因此带动公司整体毛利率持续下滑；受铸造产品销售均价波动增长及废钢采购价格下滑的影响，铸造板块毛利率持续快速增长，2013年为28.48%，抵消了部分水泥及熟料板块毛利率下降对整体毛利率带来的不利影响；旅游酒店板块毛利率高且呈现上升态势，但对公司整体贡献较小。2011~2013年，公司整体毛利率分别为28.81%、26.15%和24.99%。

2. 水泥及熟料板块

天瑞水泥是公司水泥及熟料板块的经营主体。近三年，在天瑞水泥生产规模扩大的带动下公司水泥及熟料板块收入规模有所扩大，但受行业景气度波动影响，水泥价格有所波动，此板块收入规模呈波动增长态势。2011~2013年，水泥及熟料板块营业收入分别为82.93亿元、76.41亿元和87.26亿元。

产品生产

2013年，伴随公司多条生产线的建成投产及并购活动的开展，公司水泥及熟料产能均有不同程度的提高。截至2013年底，公司熟料产能为3209万吨/年，同比增长51.65%；水泥产能为4413万吨/年，同比增长10.80%。

2011~2013年，公司水泥的产销量整体呈增长态势，熟料的产销量有所波动。2012年，伴随产能的扩张，公司水泥产量有所增长，但受行业景气度下滑影响，熟料产量有一定程度的下降，公司共生产水泥2536.39万吨，同比增长8.03%；生产熟料2081.70万吨，同比下降9.61%；销售水泥2609.63万吨，同比增长10.73%；熟料在满足自身水泥生产需要外，实现销售364.06万吨，同比下降43.50%。2013年，在公司区域内行业并购及化解产能效果初步显现的带动下，水泥及熟料产销量具有明显提升。当年公司共生产水泥3646.07万吨，同比增长43.75%；生产熟料2629.38万吨，同比增长26.31%；销售水泥和熟料分别为3662.52万吨和411.51万吨，同比分别增长40.35%和13.03%。2011~2013年，公司水泥产销率均维持在100%以上，熟料产销率分别为27.98%、17.49%和15.65%，呈逐年递减趋势，主要是由于伴随公司水泥产量的增长，直接供给公司内部自用生产水泥部分增加，外销部分减少所致。

表3 公司水泥及熟料产销情况

(单位: 万吨、%、元/吨)

产品	项目	2011年	2012年	2013年
熟料	产能	1976.50	2116.00	3209.00
	产量	2302.93	2081.70	2629.38
	产能利用率	116.52	98.38	81.94
	销量	644.36	364.06	411.51
	产销率	27.98	17.49	15.65
	销售均价	269.27	238.75	202.10
水泥	产能	3523.00	3983.00	4413.00
	产量	2347.79	2536.39	3646.07
	产能利用率	66.64	63.68	82.62
	销量	2356.72	2609.63	3662.52
	产销率	100.38	102.89	100.45
	销售均价	277.10	259.28	219.68

资料来源: 公司提供

从产能利用率情况来看, 2011~2013年, 公司熟料产能利用率分别为 116.52%、98.38% 和 81.94%, 呈下降趋势, 主要原因是近年来公司规模扩张使熟料产能增长较快所致; 公司水泥产能利用率近三年波动中有所增长, 分别为 66.64%、63.68% 和 82.62%。水泥产能与实际产量之间差异较大的主要原因为: ①一般生产线的运转率为 80%-90%, 产能得不到最大释放; ②部分熟料直接销售, 占用了部分产能, 不统计在水泥产量之中。

从地域分布来看, 公司目前是河南省最大

的水泥熟料生产企业。在河南市场, 公司拥有规模、管理、资金和政策优势, 并且该地区为公司行业并购战略主要实施区域, 2011~2013年水泥产量持续增长, 分别为 1666.47 万吨、1908.99 万吨和 2744.20 万吨, 公司水泥省内市场占有率增长迅速, 分别为 14.81%、14.82% 和 19.70%。在辽宁市场, 公司将目标市场主要定位于大连和沈阳两市, 并向周边区域辐射。近三年公司在辽宁省水泥产量分别为 585.10 万吨、508.50 万吨和 725.24 万吨, 市场占有率分别为 11.24%、11.23% 和 19.90%。

表 4 2011~2013 年公司分地区水泥产量及市场占有率情况 (单位: 万吨、%)

区域	2011 年		2012 年		2013 年	
	产量	市场占有率	产量	市场占有率	产量	市场占有率
豫东地区	248.48	19.36	281.60	19.34	404.37	20.51
豫西地区	92.36	7.10	100.83	7.30	122.73	7.32
豫南地区	333.80	10.50	293.12	10.42	467.27	11.54
豫北地区	220.12	16.40	258.50	16.54	298.50	16.57
豫中地区	771.71	24.90	974.94	24.91	1451.33	25.21
河南省合计	1666.47	14.81	1908.99	14.82	2744.20	19.70
辽宁省合计	585.10	11.24	508.50	11.23	725.24	19.90
其他省份	96.22	-	118.90	-	176.63	-
合计	2347.79	-	2536.39	-	3646.07	-

资料来源: 公司提供

从产品结构来看, 公司全部水泥生产线均采用新型干法进行生产, 针对不同市场, 其主导产品主要分为 32.5 级复合硅酸盐水泥(代号 PC32.5)、42.5 级普通硅酸盐水泥(代号 PO42.5)、42.5 级低碱硅酸盐水泥(代号低碱 PO42.5)、52.5 级普通硅酸盐水泥(代号 PO52.5)。其中, PC32.5 水泥主要面对农村市场; PO42.5 水泥主要面对城市建设和重点工程; 低碱 PO42.5 主要用于高速铁路的建设; PO52.5 水泥主要用于对水泥强度要求高的工程。2011 年以来, 公司的市场定位逐渐由农村市场向基础设施建设和重点工程转变, 因此, 公司 PO42.5 水泥在产量中占的比重波动中有所增长。同时, 联合资信关注到, 2013 年 10 月, 根据国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》, 将逐步取消 32.5 复合水泥标准。公司水泥产品中该品种占比较高, 未来面临淘

汰风险。

表 5 公司水泥产品构成 (单位: 万吨、%)

产品	2011 年		2012 年		2013 年	
	产量	占比	产量	占比	产量	占比
复合 32.5	1036.01	44.13	1029.07	40.57	1503.95	41.25
普通 42.5	1144.60	48.75	1386.82	54.68	1973.43	54.13
普通 52.5	51.40	2.19	63.91	2.52	51.12	1.40
低碱 42.5	115.78	4.93	56.59	2.23	117.57	3.22
合计	2347.79	100	2536.39	100	3646.07	100

资料来源: 公司提供

市场销售

公司在市场区域划分的基础上, 推行直销为主、分销为辅的销售模式, 直销占公司销售比例约 90% 左右, 分销占公司销售比例约 10% 左右。直销模式主要为公司直接对终端用户进行销售的模式, 分销模式为公司对水泥经销商

进行销售，然后由水泥经销商再销售给终端客户的模式。针对农村市场，公司建立了县、乡、村三级直销网络，主要采用客户先付款再发货的结算模式。针对重点工程市场则通过销售专员进行市场的拓展和服务，并采用先发货客户再付款的结算模式，账期一般在 45 天以内。公司主要采用银行存款、现金或银行承兑汇票的方式结算收款。针对特殊市场，如新开发市场以及特殊工程市场等，为防止货款结算风险，公司采用分销模式，由中间代理商先代垫付款再发货。

从销售区域来看，河南省为公司主要销售区域，公司的销售市场涉及了河南省 75% 的市场。2011~2013 年，公司河南地区水泥销售量分别为 1669.23 万吨、1998.43 万吨和 2750.10 万吨，占水泥销售总量比重分别为 70.83%、76.58% 和 75.09%；公司辽宁地区水泥销售量分别为 594.24 万吨、498.20 万吨和 728.00 万吨，占水泥销售总量比重分别为 25.21%、19.09% 和 19.88%。

表 6 公司水泥产品销量区域分布（单位：万吨、%）

区域	2011 年		2012 年		2013 年	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
河南地区	1669.23	70.83	1998.43	76.58	2750.10	75.09
辽宁地区	594.24	25.21	498.20	19.09	728.00	19.88
其他地区	93.25	3.96	113.00	4.33	184.42	5.03
合计	2356.72	100.00	2609.63	100.00	3662.52	100.00

资料来源：公司提供

从销售市场和产品结构来看，随着 2011 年以来公司市场定位由农村逐步转向基础设施建和和重点工程，2011~2013 年，公司水泥产品农村市场销量和所占比重呈下降趋势，同时重点客户和重点工程水泥销售量及所占比重呈明显上升趋势，总体看，农村市场依然是公司主要销售市场；在公司目标市场转变的影响下，公司 PO32.5 水泥近三年销售量占比持续下降，而 PO42.5 水泥的销售量和占比逐年上升。

表 7 公司水泥产品销量市场分布

（单位：万吨、%）

市场	2011 年		2012 年		2013 年	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
农村市场	1147.19	48.68	1200.69	46.01	1662.79	45.40
重点客户	642.87	27.28	727.83	27.89	1025.87	28.01
重点工程	566.66	24.04	681.11	26.10	976.86	26.59
合计	2356.72	100.00	2609.63	100.00	3665.52	100.00

资料来源：公司提供

表 8 公司水泥产品销量结构分布（单位：万吨、%）

产品	2011 年		2012 年		2013 年	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
复合 32.5	1042.99	44.26	1092.83	41.88	1512.43	41.29
普通 42.5	1153.99	48.96	1380.08	52.88	1974.00	53.90
普通 52.5	49.51	2.10	59.95	2.30	51.98	1.42
低碱 42.5	110.23	4.68	76.77	2.94	124.11	3.39
合计	2356.72	100.00	2609.63	100.00	3662.52	100.00

资料来源：公司提供

从水泥产品定价能力上看，公司在河南省连续十二年销量位居第一，已形成了庞大的市场网络，使得公司在河南地区水泥市场上占据强有力的地位，对当地水泥产品定价具有掌控能力；伴随兼并重组活动的开展，公司目前也是辽宁省较大的水泥和熟料生产商之一，在当地处于相对领先地位。

从客户集中度来看，由于水泥产品具有运输半径受限的特点，公司产能较为分散，因此不存在对单一客户的销量占整个营业额比重很大的情况。2013 年公司向前 5 名销售商销售金额为 7.48 亿元，占公司此板块全部销售收入的 8.57%，集中度较低，公司没有对单一客户产生销售依赖。

表 9 2013 年公司水泥及熟料板块前 5 大销售客户

（单位：亿元、%）

企业名称	金额	占比	销售内容
中国铁建股份有限公司	2.07	2.37	水泥
中国中铁股份有限公司	1.81	2.07	水泥
中国水利水电建设股份有限公司	1.12	1.28	水泥
中国建筑股份有限公司	1.70	1.95	水泥
辽宁辽东水泥集团诚信水泥	0.78	0.89	熟料

有限公司			
合计	7.48	8.56	

资料来源：公司提供

原材料采购

生产水泥所需的主要原材料为石灰石、天然石膏等，所需能源动力主要为原煤和电力。其中煤炭、电力在制造成本中占比较大，合计超过产品成本的 50%。

公司在采购上采用“统分结合”的管理模式。对原煤、石灰石、天然石膏、硫酸渣、混合材、水泥包装袋、助磨剂、耐火砖、钢球等主要能源、大宗原材料和辅料，由公司物资部统一招标采购；对于设备和重点设备的备机备件，由公司工程部负责统一招标采购；其他类

价值较小物资由各子公司自行采购，报公司主管部门备案和管理。

主要原材料和能源采购方面，公司熟料生产基地均有自备石灰石矿山，其中部分矿山采用外包开采，公司再以约定价格购买用于生产，运输方式大部分通过传送带输送，只有汝州水泥、禹州水泥通过汽车运输。天然石膏及煤炭依靠外购，运输方式为铁路运输和汽车运输，主要采用供应商先供货再付款的结算模式，账期一般在 10 天至 90 天之内，通过银行转账或签发承兑汇票方式支付。原煤采购来源主要为河南省、陕西省、辽宁省、吉林省和山东省，各主要采购项目中，煤炭采购成本占比逐年下降，电力采购成本占比逐年有所上升。

表 10 2011~2013 年公司水泥及熟料板块原材料和能源采购情况（单位：万吨、万 kwh、亿元、%）

采购项目	2011 年			2012 年			2013 年		
	数量	金额	占比	数量	金额	占比	数量	金额	占比
煤炭	363.56	27.46	56.52	309.72	21.69	49.74	373.29	21.94	42.60
电力	166771.40	9.01	18.55	153468.06	8.82	20.21	200257.82	11.36	22.05
石灰石	3083.01	4.92	10.13	2868.71	5.09	11.67	3621.23	6.86	13.32
硫酸渣	105.31	0.81	1.67	107.40	0.84	1.93	163.76	1.18	2.29
石膏	139.98	1.32	2.72	140.55	1.32	3.02	203.18	1.76	3.42
混合材料	664.54	4.41	9.07	694.21	5.04	11.55	1009.17	7.10	13.79
其他材料		0.65	1.34		0.82	1.88		1.30	2.53
合计		48.58	100.00		43.62	100.00		51.50	100.00

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，2011~2013 年，采购量分别为 363.56 万吨、309.72 万吨和 373.29 万吨，采购均价分别为 755.31 元/吨、700.31 元/吨和 587.75 元/吨。2011~2013 年，随着国内煤炭市场价格的下滑，公司煤炭采购价格相应下降。

在煤炭采购方式上，公司一方面与大的煤炭供应商建立长期合作伙伴，购进高质量低价格的烟煤与本地明煤搭配使用，降低生产成本，满足生产使用所需；另一方面公司扩大煤场容积，每年利用煤炭淡季加大储存优质低价煤。随着公司水泥产量的快速增长，规模效应将进一步显现，这也会在一定程度上抵消原材料价格上升的影响。

电力采购方面，2011~2013 年，采购量分

别为 166771.40 万 kwh、153468.06 万 kwh 和 200257.82 万 kwh，分别占总采购金额的 18.55%、20.21% 和 22.05%。公司电力采购比例逐年上升，主要是由于公司水泥生产和销售持续增长以及电力价格上涨所致。

在电力采购方式上，公司利用电力低谷时期开足马力生产，在用电高峰期进行检修，降低电力的采购成本，主要采用当月电费当月支付的结算方式。公司还对现有的水泥熟料生产线逐步进行纯低温余热发电技术改造，回收窑头窑尾的废气进行发电，将电力循环使用到水泥生产过程中，以较大幅度降低水泥生产成本。目前，大部分余热发电系统已实现并网发电。配套装机总容量将达到 163MW，供电自给率接近 30%。

石灰石矿山资源方面，截至 2013 年底，公司拥有的 10 个熟料生产基地均拥有自己的矿山，各子公司的石灰石矿山均能满足熟料生产的需要，石灰石自给率达到 100%（部分矿山采用外包开采，故产生部分采购成本）。优质石灰石矿山资源有利于公司原材料的及时有效供应，同时也形成对其他水泥生产企业的区域市场进入壁垒。

表 11 截至 2013 年底公司拥有矿山情况

(单位：万吨、年、万吨/年)

子公司	剩余可开采量	剩余开采年限	年开采量
天瑞集团水泥有限公司（本部）	2475	17	146
辽阳天瑞水泥有限公司	18530	45	412
大连天瑞水泥有限公司	16377	27	607
卫辉市天瑞水泥有限公司	13094	44	298
天瑞集团禹州水泥有限公司	12670	34	373
天瑞集团郑州水泥有限公司	11130	27	412
天瑞集团南召水泥有限公司	9153	50	183
天瑞集团萧县水泥有限公司	8153	45	181
天瑞集团汝州水泥有限公司	5490	18	305
天瑞集团光山水泥有限公司	5459	27	202
合计	102531		3119

资料来源：公司提供

原材料供应商方面，2013 年公司向前 5 名供应商采购金额合计为 16.06 亿元，占公司全部原材料采购金额的 23.17%，公司不存在向单一供应商采购金额超过采购总额 50% 的情况，不存在严重依赖个别供应商的风险。

表 12 2013 年公司前 5 大原材料供应商情况

(单位：亿元、%)

企业名称	金额	占比	采购内容
河南省电业公司	7.28	10.51	电力
陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司	4.26	6.14	煤炭
辽宁省电业公司	2.49	3.59	电力
陕西火石咀煤矿有限责任公司	1.07	1.54	煤炭
旬邑县中达燕家河煤矿有限公司	0.96	1.39	煤炭
合计	16.06	23.17	

资料来源：公司提供

3. 铸造板块

天瑞铸造是公司铸造板块的经营主体。从产品生产方面看，公司铁路铸钢件年产能 10 万吨，产品涵盖 A、B、C 级钢等 20 多种铁路

配件产品，主要产品为铁路机车成套铸钢件，包括摇枕、侧架、电机壳、火车挂钩及铸钢车轮等。

表 13 公司铸造板块产销情况

(单位：吨、%、元/吨)

产品	项目	2011 年	2012 年	2013 年
铸钢件	产能	90000	100000	100000
	产量	88782.90	110071.90	59762.12
	产能利用率	98.65	110.07	59.76
	销量	86773.67	95060.36	71279.54
	产销率	97.74	86.36	119.27
	销售均价	11462.29	12798.36	12731.76

资料来源：公司提供

在海外形势转好的带动下，2010 年 8 月海外订单恢复供货，公司产量、产能利用率及销量均快速增长，2012 年，公司铸钢件产量达到 110071.90 吨，同比增长 23.98%；产能利用率为 110.07%；销量达到 95060.36 万吨，同比增长 9.55%。2013 年，在国内铁路货运市场疲软的影响下，公司铸钢件产销量均有所下降，分别为 59762.12 吨和 71279.54 吨，同比分别下降 45.71% 和 25.02%。

从产品销售方面看，公司在国内市场的主要经营方式为“生产厂—中介—车辆厂”。公司销往美国、俄罗斯市场产品的主要经营方式为“生产厂—国内中介—国外公司”，其中国内的中介公司为公司长期合作伙伴，分别为：河南天诚华瑞商贸有限公司、山东恒协经贸有限公司、洛阳京灵商贸有限公司。

公司目前的主要产品及营业收入均来自俄罗斯、乌克兰和美国市场。其中俄罗斯、乌克兰市场占营业收入的 70%、美国市场约占营业收入 10%，而国内市场仅占 20% 左右。

2013 年公司向前 5 名销售商销售金额为 7.79 亿元，占公司此板块全部销售收入的 91.86%，由于公司国内外销售模式均是依赖贸易公司，因此前 5 大销售客户集中度较高。

表 14 2013 年公司铸造板块前 5 大销售客户情况

(单位：亿元、%)

客户名称	销售金额	占比
河南天诚华瑞商贸有限公司	3.50	41.27

济南轨道交通装备有限责任公司	1.73	20.40
中车集团济南车辆有限公司	1.26	14.86
山东恒协经贸有限公司	0.83	9.79
洛阳京灵商贸有限公司	0.47	5.54
合计	7.79	91.86

资料来源：公司提供

从原材料方面看，公司进行铸钢件生产涉及的主要原料为废铁及电耗，也是公司主要的成本构成。2011~2013年，随着公司产量的波动，废钢及电力的采购量相应波动。其中2012年由于优质废钢资源缺乏，公司使用渣钢比重增大，渣钢价格较低，公司2012年废钢采购均价有所下降，但渣钢出钢率较低，抵消了采购均价的下降。2013年，随公司产量的下降，废钢和电力的采购规模相应减小。

表 15 2011~2013 年公司铸造板块原材料和能源采购情况

(单位：吨、元/吨、万 kwh、元/kwh)

原料	项 目	2011	2012	2013
废钢	采购量	112097.20	140364.71	59994.94
	采购均价	2928.12	2313.54	2183.69
电力	采购量	23248.83	28102.81	14049.78
	采购均价	0.57	0.60	0.61

资料来源：公司提供

2013年公司向前5名供应商采购金额合计为2.40亿元，占公司全部原材料采购金额的56.29%，公司不存在向单一供应商采购金额超过采购总额50%的情况，不存在严重依赖个别供应商的风险。

表 16 2013 年公司前 5 大原材料供应商情况

(单位：亿元、%)

企业名称	金额	占比
汝州市通用废旧金属有限公司	0.97	22.84
洛阳树德工贸有限公司	0.94	21.99
新密市华丰耐火材料有限公司	0.29	6.73
长葛市中博金属有限公司	0.11	2.65
临漳县锦源社会福利碳素有限公司	0.09	2.08
合计	2.40	56.29

资料来源：公司提供

4. 旅游酒店板块

天瑞旅游是公司旅游酒店板块的经营主体。目前天瑞旅游下辖天瑞温泉大酒店、福泉大酒店、尧山福泉、天瑞农业公司、天瑞大福

国际机场等分子公司，是专业从事旅游资源和旅游项目的开发与经营、温泉洗浴养生、住宿、餐饮服务、旅游商品纪念品制作与销售、园林绿化工程等业务旅游企业，是河南省重点旅游企业之一。

公司下辖尧山-中原大佛景区、六羊山景区、南召真武顶风景区、世纪吉祥钟等多处景区，均处在伏牛山生态旅游区，拥有得天独厚的山水（山）、佛文化（佛）和温泉（汤）核心旅游资源。景区配套设施方面，郑尧高速直达尧山景区，联通京港澳高速、二广高速、南洛高速等高速公路，交通便利。目前尧山中原大福国际机场项目正在申报审批过程中，机场项目将会极大提高景区交通的便利程度。公司在鲁山温泉景区兴建两座五星级温泉度假酒店、芦堤酒店和一处温泉洗浴中心，酒店拥有客房1500余间（套），其中一座星级酒店已于2013年2月投入试运营。

公司旅游酒店板块营业收入主要由旅游、酒店收入、景区娱乐项目收入、景区纪念商品销售收入、房地产及物业收入和其他业务收入等构成。2011~2013年，公司旅游酒店板块收入持续增长，分别为0.92亿元、1.09亿元及4.16亿元。2013年，公司旅游酒店板块接待游客合计298.7万人次，比2012年同期增长201.11%，其中尧山景区接待游客83万人次，实现收入0.75亿元，同比增长101.05%；大佛景区接待游客213万人次，实现经营收入2.08亿元，同比增长294.81%。

5. 煤焦化板块

天瑞焦化是公司煤焦化板块的经营主体。天瑞焦化是一个集焦炭、煤气生产销售、煤焦油、粗苯生产、原煤洗选为一体的焦化加工企业。天瑞焦化原年设计生产能力为23万吨/年冶金焦，2011年3月30日公司为执行国家节能减排政策实施停产，淘汰23万吨/年冶金焦炉，2011年4月1日，公司100万吨/年捣固焦项目开工建设，该项目预算总投资12.96亿

元。截至 2013 年底，该项目建设进展顺利，累计完成投资 8.42 亿元，将于近期正式投产。根据公司预测，项目建成后，每年可实现销售收入 19 亿元，利润总额 2.40 亿元。公司涉足焦化板块目的是为整合公司内部资源，完善产业链。目前天瑞焦化还承担为汝州市区供气以及为汝州工业园区提供相关化工副产品的任务。2012 年，由于停产公司煤焦化板块仅营业收入 7.32 万元。2013 年，该板块实现营业收入 1.35 亿元，但由于新生产线于 2013 年 8 月投产试运行，产能未充分发挥，当年该板块仍处于亏损状态。

6. 经营效率

2011~2013 年，公司销售债权周转次数持续下降，分别为 19.41 次、12.39 次和 8.73 次，三年加权平均数为 11.97 次，整体下降主要由于公司铸造及旅游板块为了扩大销售，对部分优质客户提供赊销、接受银行承兑汇票的结算方式，导致应收账款和应收票据有一定增加。

2011~2013 年，公司存货周转次数有所波动，分别为 5.35 次、4.94 次和 5.34 次，三年加权平均数为 5.22 次。

2011~2013 年，公司总资产周转次数持续下降，分别为 0.37 次、0.25 次和 0.22 次，下

降的原因主要是由于公司水泥、旅游及煤焦化板块有多个项目处于投入建设期，近三年资产规模快速增长，但尚未形成销售收入。

总体看，公司经营效率保持适宜水平。

7. 在建项目

截至 2013 年底，公司在建项目 22 个，其中 3 个项目实际已全部完工并投入使用，由于部分工程尾款暂未支付，因此项目未进行转固账务处理。公司在建项目合计预算总投资 50.75 亿元，截至 2013 年底已完成投资 39.18 亿元，尚需投资 11.58 亿元。

公司在建工程项目主要为旅游景区配套工程，公司对旅游板块业务投资规模的加大，有助于景区的完善和接待能力的提高，随着景区未来收入的增长，公司旅游业务板块未来有望成为公司主营业务的重要补充。此外，公司水泥及熟料板块行业并购战略的实施，促使该板块形成较大规模的生产线技改在建工程。总体看，公司整体在建工程规模较大，建成后有望对公司各板块收入的增长提供有力支撑，但公司尚存在一定规模的资金缺口，加之行业并购未来对资金的需求，公司将面临一定的投资压力。

表 17 截至 2013 年底公司主要在建项目情况 (单位: 万元、%)

板块	项目名称	预算总投资	截至 2013 年底已完成投资	工程进度	尚需投资金额
水泥及熟料板块	砂金砂矿道路工程	20549.16	17466.79	85	3082.37
	南召生产线工程	12138.4	10560.41	87	1577.99
	卫辉生产线工程	24529.67	22076.7	90	2452.97
	光山生产线工程	14130.5	13000.06	92	1130.44
	荥阳生产线工程	50231.16	27627.14	55	22604.02
	辽塔生产线工程	2957.86	2514.18	85	443.68
	禹州生产线工程	5655.65	5655.65	100	
铸造板块	车轮生产线项目工程	38485.81	37010.92	96.17	1474.89
	一厂设施建设工程	2990.31	2355.93	78.79	634.38
	二厂设施建设工程	1604.24	1304.85	81.34	299.39
	V 法建设工程	3728.17	1221.22	32.76	2506.95
	厂区其他设施建设工程	5981.57	5403.55	90.34	578.02
	新建年产 10 万吨铸件项目(云阳铸造)	36770.88	36770.88	100	
焦化板块	捣固焦生产线	129583.51	84229.28	65	45354.23
旅游板块	大佛景区基础及配套设施	9852.42	9556.85	97	295.57

芦堤度假酒店工程	60476.71	55328.44	91.49	5148.27
旅游管理中心工程	2747.73	1099.09	40	1648.64
温泉度假酒店工程	12097.4	5872.43	48.54	6224.97
温泉养生中心工程	43631.05	39250.89	89.96	4380.16
归根园项目	16266.2	2439.93	15	13826.27
圣像景区	9642.68	9642.68	100	
游客服务中心	3495.05	1398.02	40	2097.03
合计	507546.13	391785.89		115760.24

资料来源：公司提供

8. 未来发展

目前公司总体战略定位于将天瑞集团打造成为集合水泥、旅游、铸造、煤焦化等业务的跨行业全国领先的大型集团企业。

水泥和熟料板块方面，公司按照“巩固河南、辽宁，拓展安徽、天津”的战略定位将通过继续开展重组整合活动，争取未来3~5年达到年产能1亿吨水泥，实现年销售收入500亿元，利润总额50亿元，在河南市场的占有率达到50%，在辽宁市场的占有率达到35%，在全国的市场占有率达到5%。公司未来的业务会延伸到水泥行业下游产业链，其销售收入将不仅来自与水泥，还来自于骨料的销售和下游商品混凝土等产品的销售。

铸造板块方面，公司未来将充分发挥在国内铁路配件领先的产能优势、技术优势和质量优势，立足国内市场，积极拓展国外市场，力争五年后净利润达到5亿元以上，销售额达到30亿元以上。

煤焦化板块方面，公司100万吨捣固焦项目投产后第一年达到设计生产能力的80%，投产后第二年达到设计生产能力的100%，年产优质冶金焦100万吨、焦炉煤气2.29亿立方米、焦油4.6万吨、粗苯1.3万吨、硫铵1.3万吨、硫磺0.15万吨，计划实现销售收入19亿元，利润总额约2.3亿元。

旅游酒店板块方面，在2011~2015年期间公司计划通过与其他大企业财团或与政府合作开发的模式，即公司以土地入股，大财团或政府出资，对旅游酒店板块再投资100亿元，建设连接尧山-大佛景区的佛尧轻轨、大庄社区以及中原大佛国际机场。其中，机场和轻轨建

设目的是为了提升景区交通条件以吸引来自全国各地游客。大庄社区的建设一方面旨在响应中央新农村建设的号召，整合景区内部及周边地区村庄；另一方面则是通过多功能化社区平台的建设为尧山-佛泉寺景区提供农家乐、商贸等配套设施的同时，也为景区内重点项目缓解目前景区接待能力偏低的瓶颈，从而完善尧山镇的综合发展功能，服务整个镇区。

总体看，公司未来发展重点为在河南省及辽宁省的水泥兼并业务和完善旅游景区相关基础设施及配套设施的建设。公司未来水泥板块投资较大，将面临一定资金支出压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

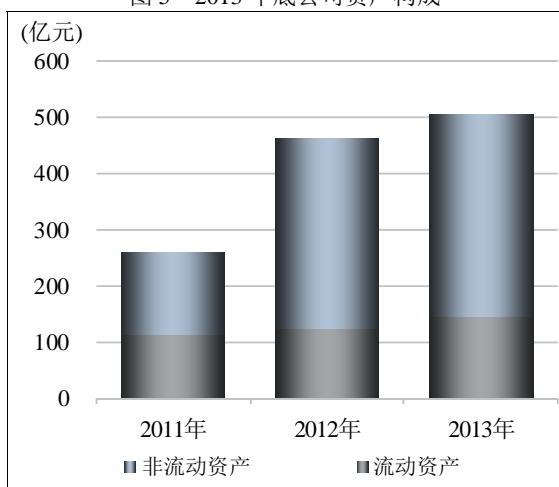
公司提供的2011~2013年财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。

截至2013年底，公司（合并）资产总额502.54亿元，所有者权益221.12亿元（含少数股东权益51.74亿元）；2013年实现营业收入105.22亿元，利润总额15.58亿元。

2. 资产质量

2011~2013年，公司资产总额年均增长39.33%，截至2013年底为502.54亿元，同比增长8.97%，其中流动资产合计占比29.15%，非流动资产合计占比70.85%。

图 5 2013 年底公司资产构成

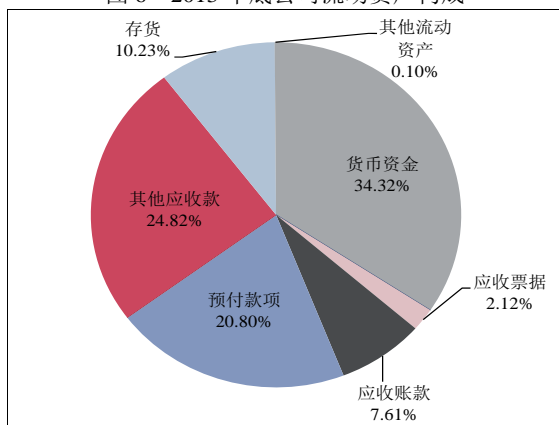


资料来源：公司年报

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年均增长 14.70%，截至 2013 年底，公司流动资产合计 146.50 亿元，同比增长 20.28%。流动资产中货币资金占 34.32%，预付款项占 20.80%，存货占 10.23%，其他应收款占 24.82%，应收票据占 2.12%，应收账款占 7.61%、其他流动资产占 0.10%。

图 6 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司的货币资金有所增长，年均增长 9.94%，截至 2013 年底，公司货币资金为 50.28 亿元，同比增长 2.99%，其中银行承兑保证金、保函保证金、信用证保证金等各类受限资金合计 35.48 亿元，受限资金占比为 70.56%。

截至 2011 年底，公司交易性金融资产为

2.51 亿元，主要是天瑞水泥于 2011 年 12 月 31 日申购了中国建设银行股份有限公司发行的乾元-日日鑫高资产组合性人民币理财产品，该理财产品已于 2012 年 1 月 17 日前全部赎回。

2011~2013 年，公司应收账款账面价值快速增长，年均复合增长 95.31%。截至 2013 年底，公司应收账款为 11.16 亿元，同比增长 179.90%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为 11.21 亿元，其中 1 年以内的应收账款占比为 91.34%，计提坏账准备 0.05 亿元。天瑞水泥正常销售是先付款后发货，除了针对国家重点項目给予信用销售政策，其余赊销情况很少，因此公司应收账款主要来自天瑞铸造、天瑞旅游等其他子公司，其中天瑞铸造应收账款增加主要系应收河南天诚华瑞商贸有限公司货款增加所致，天瑞旅游应收账款增加主要系根据该板块新的营销策略，公司和各大企事业单位、社会团体、街道小区建立面对面、点对点服务，签订了大批的合作协议，由于是周期结账，所以使应收账款大幅增长。公司应收账款前五名公司合计占应收账款余额的 40.16%。

表 18 截至 2013 年底公司应收账款金额前五名情况 (单位：万元)

单位名称	金额	账龄
河南天诚华瑞商贸有限公司	33459.58	1 年以内
沈阳市天禹顺物资有限责任公司	3263.45	2 年以内
河南晔瑞商贸有限公司	3184.85	1 年以内
中车集团济南车辆有限公司	2810.00	1 年以内
中铁十九局集团有限公司东通道前庄项目经理部	2305.15	2 年以内
合计	45023.03	

资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司预付款项有所波动，年复合增长率为 4.47%。截至 2013 年底，公司预付款项为 30.47 亿元，同比增长 26.50%。公司的预付款项主要包括预付原材料款及预付工程款等。公司的预付款中，1 年以内的部分占 70.85%。公司预付账款前五名公司合计占预付账款的 43.12%。

表 19 2013 年公司预付款项金额前五名情况
(单位: 万元)

单位名称	金额	账龄
中原裕阔商贸有限公司	84516.61	1年以内
河南天诚华瑞商贸有限公司	18675.00	1年以内
河北冶金建设集团有限公司第四工程分公司	10544.40	3年以内
天津矿山工程有限公司禹州分公司	10344.47	1年以内
中国建筑第八工程局有限公司	7295.03	3年以内
合计	131375.51	

资料来源: 公司年报

2011~2013 年, 公司其他应收款快速增长, 年均复合增长 29.95%。截至 2013 年底, 公司其他应收款账面余额为 36.36 亿元, 同比增长 48.04%, 共计提坏账准备 0.18 亿元, 计提比例为 0.50%, 计提不充分。公司其他应收款账龄在 1 年以内的占比为 72.36%。公司其他应收款中控股股东李留法和参股东李玄煜分别欠款 0.16 亿元和 0.12 亿元, 其余主要为关联及非关联公司的暂借款。公司其他应收款前五名公司合计占比为 27.95%, 且期限较长, 对公司资金形成一定占用。公司其他应收款第一大债务人三门峡天元铝业股份有限公司(以下简称“天元铝业”)于 2012 年 11 月停产, 公司对天元铝业的应收款存在一定回收风险, 公司对其按 0.50% 计提坏账准备, 计提不充分。

表 20 2013 年公司其他应收款金额前五名情况
(单位: 万元)

单位名称	金额	账龄	性质
三门峡天元铝业股份有限公司	50601.14	5年以内	暂借款
中原安泰物流有限公司	27060.00	2年以内	暂借款
中原裕阔商贸有限公司	10050.00	1年以内	暂借款
天瑞集团三门峡铝业有限公司	7362.49	4年以内	暂借款
三门峡鼎盛铝业有限公司	7050.13	4年以内	暂借款
合计	102123.76		

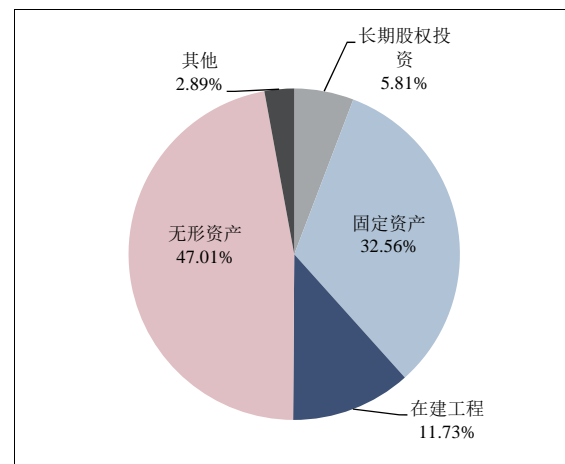
资料来源: 公司年报

2011~2013 年, 公司存货年均复合增长 8.19%。截至 2013 年底, 公司存货账面价值为 14.98 亿元, 其中主要为原材料(占 62.81%) 库存商品(占 33.30%)。2013 年公司共计提存货跌价准备 12.97 万元。

非流动资产

2011~2013 年, 公司的非流动资产年均增长 55.36%, 截至 2013 年底, 公司非流动资产合计 356.05 亿元, 同比增长 4.92%。其中长期股权投资占 5.81%, 固定资产占 32.56%、在建工程占 11.73%、无形资产占 47.01%、其他占 2.89%。

图 7 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源: 公司年报

2011~2013 年, 公司的长期股权投资年均复合增长 77.42%。截至 2012 年底, 公司长期股权投资为 20.67 亿元, 同比增长 214.69%, 增长的主要原因为公司 2012 年新增对中原大福国际机场有限公司的合营企业投资 7.94 亿元和对青海万象集团有限公司的联营企业投资 5.15 亿元。公司对天元铝业投资 2.66 亿元, 占天元铝业 68.11% 股权, 但由于 2009 年 12 月 29 日, 公司与中原安泰物流有限公司(以下简称“安泰物流”)签署了《托管协议》, 天元铝业由安泰物流托管, 因此未纳入公司合并报表范围。《托管协议》有效期至公司出让天元铝业股权完毕之日止。根据公司与汝州天瑞实业有限公司(以下简称“汝州实业”)于 2013 年 4 月 26 日签署的《三门峡天元铝业股份有限公司股份转让协议》, 公司将持有天元铝业 68.11% 的股权全部无偿转让给汝州实业, 转让后, 公司不再持有天元铝业任何股份。公司对天元铝业的长期股权投资 2.66 亿元已全部计

提投资减值准备。2013年8月22日，公司完成天元铝业股份转让过户登记，公司长期股权投资相应减少2.66亿元，同时投资减值准备一并调减。截至2013年底，公司长期股权投资20.67亿元，与上年底基本持平。

2011~2013年，公司的固定资产账面价值年均复合增长5.26%。截至2013年底，公司固定资产账面价值为115.94亿元，同比增长1.14%。其中房屋及建筑物占54.97%，机器设备占37.79%。截至2013年底，公司固定资产累计折旧为36.82亿元，其中2013年公司增加的折旧为11.71亿元。

2011~2013年，公司的在建工程年均增长64.23%。截至2013年底，公司在建工程账面价值为41.78亿元，同比增长69.71%。其中，公司主要的在建工程包括捣固焦生产线项目8.42亿元、芦堤度假酒店工程项目5.53亿元、温泉养生中心工程项目3.93亿元、年产10万吨铸造件项目3.68亿元等。

2011~2013年，公司无形资产年均复合增长295.21%。截至2012年底，公司无形资产账面价值为167.83亿元（增加151.83亿元评估值），同比大幅增加1466.25%，其中主要为土地使用权由2011年的7.96亿元增长至102.77亿元，景区经营权新增57.02亿元。土地使用权方面，2012年公司子公司天瑞旅游启动股份制改造并于下半年聘请河南龙源智博联合资产评估事务所（以下简称“龙源智博”）对其资产进行全面清理与评估，经评估（评估基准日为2012年10月31日）确认，天瑞旅游取得鲁山及其周边景区经营权时，存在大量土地未入账或入账价值低，随着景区的开发与投入，天瑞旅游景区商服用地498.23万平方米及公司子公司鲁山县六羊山旅游开发有限公司景区商服用地394.27万平方米土地评估增值合计38.65亿元；另外，经龙源智博评估（豫龙源智博评报字[2013]第004号，评估基准日为2012年10月31日），公司（集团本部）、天瑞铸造、天瑞集团云阳铸造有限公司（以下

简称“云阳铸造”）、天瑞焦化等公司土地使用权增值合计56.07亿元，其中公司（集团本部）商业及商务金融出让用地17.89万平方米，合计评估增值30.80亿元；天瑞铸造工业出让及租赁用地211.40万平方米，合计评估增值9.03亿元；云阳铸造工业出让用地80.92万平方米，合计评估增值2.34亿元；天瑞焦化工业出让用地65.08万平方米，合计评估增值1.54亿元；公司子公司运城天瑞关公文化有限公司景区商业用地287.64万平方米，合计评估增值12.37亿元。景区经营权方面，天瑞旅游景区经营权及景区景观资产一直未入账，随着旅游景区的开发日趋成熟，景区经营权及景观资产增值57.02亿元。截至2013年底，公司无形资产167.37亿元，与上年基本持平。无形资产摊销方面，截至2013年底，公司景区经营权为57.02亿元，其中天瑞旅游（本部）39.86亿元，按40年进行摊销，下属子公司南召旅游17.16亿元，当年未进行摊销，主要原因系南召旅游目前刚开始经营，人员客流量较小，根据未来经营预计，客流量将逐渐大幅度增加，因此，南召旅游是根据客流量来摊销景区经营权。土地使用权摊销方面，公司拥有土地使用权的土地根据土地证的使用年限进行摊销；无土地证土地根据租赁年限进行摊销。

总体看，公司流动资产中货币资金占比较高，非流动资产中固定资产和无形资产（土地使用权和景区经营权）占比较高，公司资产结构以非流动资产为主，资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为80.73%，主要是由于公司实收资本、资本公积及未分配利润增长所致。截至2013年底，公司所有者权益合计为221.12亿元（含少数股权权益51.74亿元），同比增长6.31%。

截至2012年底，公司实收资本为12.50

亿元，同比增长 52.44%，增长原因为 2012 年 2 月 8 日，根据公司股东会决议，同意增加注册资本 1.85 亿元，其中李留法以货币出资 0.95 亿元，李玄煜以货币出资 0.90 亿元。增资完成后，公司注册资本变更为 10.05 亿元；2012 年 2 月 10 日，根据公司股东会决议，同意新增注册资本 2.45 亿元，李留法以货币出资 1.32 亿元，李玄煜以货币出资 1.13 亿元。增资完成后，公司注册资本变更为 12.50 亿元。截至 2013 年底，公司实收资本较上年底无变化。

截至 2012 年底，公司资本公积为 127.60 亿元，同比大幅增长 1011.90%，增长主要来自新增资本溢价 115.49 亿元。公司以 2012 年 12 月 31 日为基准日，以股东李留法和股东李玄煜享有天瑞集团有限公司母公司净资产出资整体改制为天瑞集团股份有限公司，扣除股本 12.50 亿元后，将剩余净资产 115.49 亿元计入资本公积—资本溢价。截至 2013 年底，公司资本公积 128.12 亿元，同比小幅增长 0.41%。

截至 2013 年底，公司未分配利润为 28.29 亿元，同比增长 37.69%。

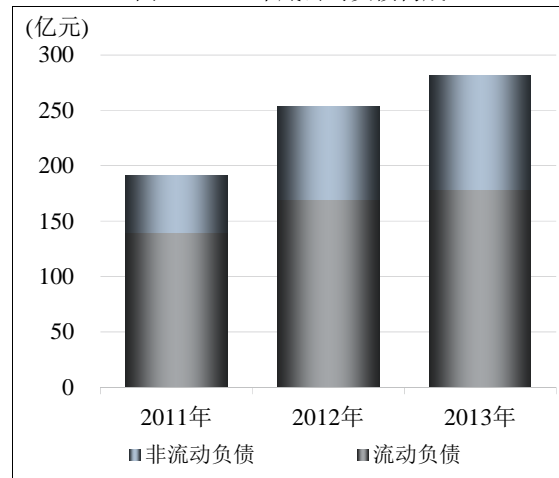
截至 2013 年底，公司所有者权益中实收资本占 5.65%、资本公积占 57.94%、专项储备占 0.05%、盈余公积占 0.16%、未分配利润占 12.80%、少数股东权益占 23.40%。

整体看，受益于股改，公司资本公积大幅增加带动所有者权益快速增长，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2011~2013 年，公司负债合计年均增长 21.33%。截至 2013 年底，公司负债合计 281.43 亿元，同比增长 11.16%，其中流动负债占比 63.36%，非流动负债占比 36.64%。

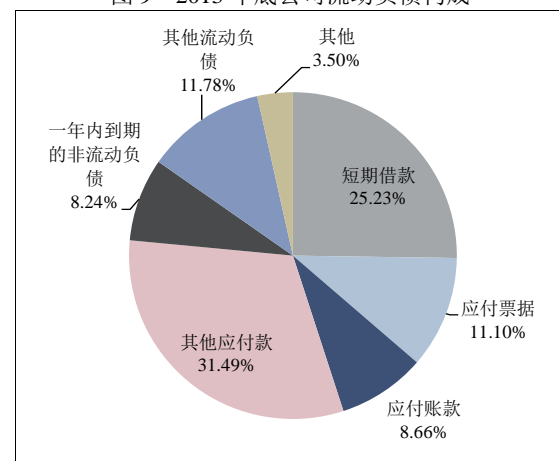
图 8 2013 年底公司负债构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年公司流动负债合计年均增长 12.87%。截至 2013 年底，公司流动负债合计 178.30 亿元，同比增长 5.29%，其中以短期借款（占 25.23%）、应付票据（占 11.10%）、应付账款（占 8.66%）、其他应付款（占 31.49%）、一年内到期非流动负债（占 8.24%）及其他流动负债（占 11.78%）为主。

图 9 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 4.63%。截至 2013 年底，公司短期借款为 44.99 亿元，同比下降 15.21%，其中信用借款 10.76 亿元、抵押借款 8.07 亿元、保证借款 20.10 亿元、质押借款 6.06 亿元。

2011~2013 年，公司应付票据波动下降，年均复合下降 19.83%。截至 2013 年底，公司

应付票据为 19.80 亿元，同比下降 40.04%，其中全部为银行承兑汇票。

2011~2013 年，公司应付账款年均复合增长 27.14%。截至 2013 年底，公司应付账款 15.44 亿元，同比增长 51.67%，其中主要为应付工程款及应付货款。公司应付账款中账龄 1 年以内的部分占比 77.96%。

2011~2013 年，公司其他应付款年均复合增长 15.44%。截至 2013 年底，公司其他应付款为 56.15 亿元，同比小幅下降 0.41%，其中主要为与物流和商贸公司的往来款。公司其他应付款中账龄在 1 年以内的占 59.52%，1~2 年的占 26.67%，2~3 年的占 3.57%，3 年以上的占 10.24%。

2011~2013 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 12.09%。截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债为 14.69 亿元，同比增长 8.57%，其中一年内到期的长期借款 11.69 亿元，一年内到期的应付债券 3.00 亿元，为天瑞水泥于 2011 年 12 月 6 日发行的 2011 年度第一期中期票据。

截至 2013 年底，公司其他流动负债 21.00 亿元，为天瑞水泥于 2013 年 2 月 1 日、2013 年 4 月 27 日、2013 年 5 月 21 日、2013 年 10 月 17 日发行的面值分别为 6.00 亿元、5.00 亿元、5.00 亿元和 5.00 亿元的短期融资券。

2011~2013 年公司非流动负债快速增长，年复合增长率为 41.88%。截至 2013 年底，公司非流动负债合计 103.13 亿元，同比增长 23.02%，主要是由于应付债券增长所致。公司非流动负债中长期借款占 25.02%，应付债券占 33.94%，长期应付款占 4.97%，预计负债占 0.07%，递延所得税负债占 35.68%，其他非流动负债占 0.32%。

2011~2013 年，公司长期借款快速下降，年复合下降 26.34%。截至 2013 年底，公司长期借款为 25.80 亿元，同比下降 25.01%，主要是由于公司抵押借款和保证借款分别减少 8.62 亿元和 12.84 亿元，同时，公司新增质押

借款 6.86 亿元，信用借款 6.00 亿元。

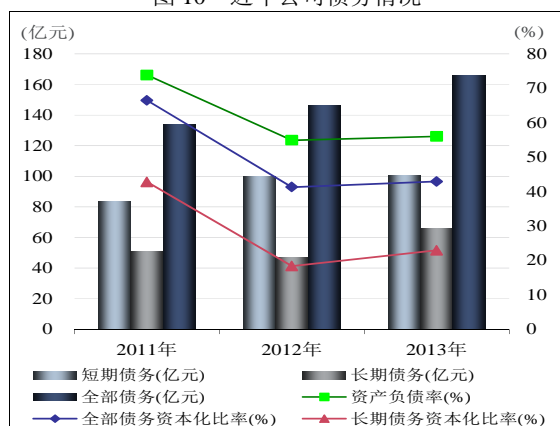
截至 2012 年底，公司应付债券为 10.00 亿元，同比增长 233.33%，增长主要是由于天瑞水泥于 2012 年 5 月 9 日发行 3 年期中期票据 2.00 亿元（“12 瑞水泥 MTN1”）及 2012 年 9 月 17 日发行 3 年期中期票据 5.00 亿元（“12 瑞水泥 MTN2”）。截至 2013 年底，公司应付债券 35.00 亿元，同比增长 250.00%，主要由于 2013 年 4 月 2 日天瑞水泥发行了 3 年期 2013 年度第一期非公开定向债务融资工具 4.00 亿元，于 2013 年 8 月 8 日发行了 3 年期 2013 年度第二期非公开定向债务融资工具 4.00 亿元，于 2013 年 2 月 6 日发行了 8 年期公司债券 20 亿元（“13 天瑞水泥债”）。

2011~2013 年，公司长期应付款年复合增长率为 263.32%。截至 2012 年底，公司长期应付款为 2.66 亿元，同比大幅增长 584.97%，其中应付融资租赁款 2.29 亿元。截至 2013 年底，公司长期应付款为 5.12 亿元，同比增长 92.71%，主要由于天瑞旅游于 2013 年 12 月 12 日取得新疆神农股权投资合伙企业（有限合伙）3 亿元股权式融资信托款，期限 3 年。截至 2013 年底，公司长期应付款中融资租赁款为 1.84 亿元。

2011~2013 年，公司递延所得税负债快速增长。截至 2012 年底，公司递延所得税负债为 36.37 亿元，较 2011 年底增长 36.29 亿元，主要是由于公司 2012 年实施股份制改造，评估资产增值使递延所得税负债一次性大幅增加所致。截至 2013 年底，公司递延所得税负债 36.80 亿元，同比小幅增长 1.16%。

2011~2013 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 11.28%。截至 2013 年底，公司全部债务为 166.12 亿元，同比增长 13.54%。公司全部债务中短期债务 100.48 亿元（占 60.49%），同比增长 0.87%，长期债务 65.64 亿元（占 39.51%），同比增长 40.57%。

图 10 近年公司债务情况



资料来源：公司年报

债务指标方面，由于公司 2012 年所有者权益大幅增长，当年公司负债水平明显降低，2013 年底，伴随公司债务规模的增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率相应有所回升，分别为 56.00%、42.90% 和 22.89%。

整体看，近年来公司负债总额及有息债务规模不断增长，但受所有者权益增长影响，债务指标呈现波动态势。公司账面整体债务负担尚可，但剔除评估增值因素，债务负担较重。公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司的主营业务收入波动增长，年均复合增长 4.31%，分别为 95.75 亿元、90.80 亿元和 104.17 亿元；公司的主营业务成本随收入同步波动增长，年均复合增长 7.07%，分别为 68.17 亿元、67.06 亿元和 78.14 亿元。

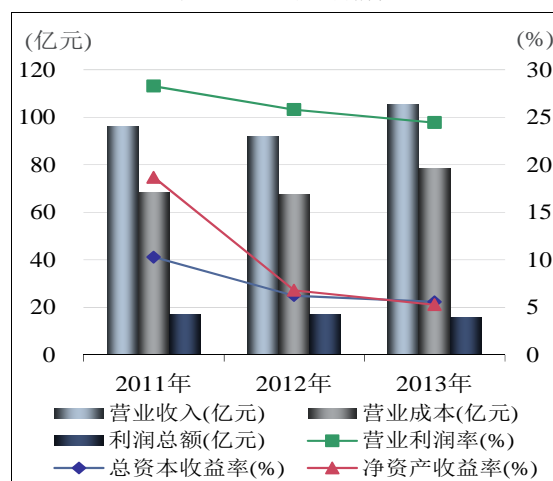
期间费用方面，2011~2013 年，随公司投资规模和业务的增长，三项期间费用持续增长，占营业收入比重分别为 15.54%、17.94% 和 18.79%。2013 年公司期间费用为 19.77 亿元，同比增长 20.13%，其中，销售费用 4.12 亿元，同比增长 29.33%，管理费用 6.32 亿元，同比增长 26.56%，财务费用 9.33 亿元，同比增长 12.72%。总体看，公司期间费用控制有待改善。

非经常性损益方面，2011~2013 年，公司营业外收入分别为 3.68 亿元、9.64 亿元和 9.35 亿元。其中 2012 年公司营业外收入的增长主要来自无法支付的应付款项和增值税返还，分别较 2011 年增长 5.81 亿元和 1.08 亿元，其中无法支付的应付款项增长是由于 2012 年公司股份制改造审计时公司及其子公司将之前逾期三年未清理的无法支付的应付款项全部计入营业外收入所致。2013 年，公司营业外收入中主要包含无法支付的应付款项 5.56 亿元，取得的增值税返还 2.76 亿元及公司及子公司获得当地政府给予的相关补贴及政府奖励。

2011~2013 年，公司利润总额波动中有所下降，分别为 16.82 亿元、16.97 亿元和 15.58 亿元。其中 2012 年和 2013 年营业外收入对公司利润总额影响大。

盈利指标方面，2011~2013 年，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率均呈下降趋势，上述指标三年平均值为 25.61%、6.71% 和 8.41%，2013 年分别为 24.43%、5.57% 和 5.27%。

图 11 公司盈利情况



资料来源：公司年报

总体看，公司营业收入波动增长，但由于营业成本及期间费用增长较快，营业利润持续下降，公司利润总额波动下降，且 2012 年和 2013 年对营业外收入依赖程度高。公司盈利指标均呈现持续下降态势，但仍处于正常水平，

公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动看, 2011~2013年, 公司经营活动现金流入量随公司业务规模扩大波动增长, 分别为165.50亿元、162.66亿元和175.93亿元, 其中以销售商品、提供劳务收到的现金为主, 分别为121.31亿元、102.70亿元和110.00亿元, 同期公司现金收入比分别为126.06%、111.94%和104.55%, 收现质量有所下降, 但仍处于适宜水平。2011~2013年, 公司经营活动现金流出分别为147.23亿元、149.19亿元和149.28亿元, 其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为86.89亿元、74.31亿元和87.65亿元。2011~2013年, 公司收到其他与经营活动相关的现金分别为42.15亿元、56.88亿元和63.43亿元, 支付其他与经营活动相关的现金分别为45.61亿元和59.37亿元和46.39亿元, 主要为公司与安泰物流和中原裕阔商贸有限公司(以下简称“中原裕阔”)等公司在物流和采煤等方面发生的资金往来款和暂借款, 此类公司为公司及其子公司提供运输、集中采购等服务。2011~2013年, 公司经营产生的现金流量净额分别为18.27亿元、13.47亿元和26.65亿元, 公司经营产生现金能力有所增强。

从投资活动看, 2011~2013年, 公司投资活动现金流入量波动较大, 分别为5.61亿元、7.22亿元和2.89亿元, 其中2011和2012年主要是公司收回投资。2011~2013年, 公司投资活动产生的现金流出量波动增长, 分别为35.37亿元、31.75亿元和37.37亿元, 其中主要系公司在建工程持续投入产生的购建固定资产、无形资产等支付的现金。2011~2013年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-29.76亿元、-24.53亿元和-34.48亿元。

2011~2013年, 公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-11.49亿元、-11.06亿元和-7.83亿元。公司存在一定的外部融资需求。

从筹资活动看, 2011~2013年, 公司筹资活动产生的现金流入量持续增长, 三年分别为81.43亿元、93.59亿元和121.44亿元, 其中银行借款是公司的主要融资手段, 同时发行债券已逐渐成为公司重要的辅助融资方式。2011~2013年, 公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2011~2013年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为9.12亿元、15.80亿元和16.45亿元。

2011~2013年, 公司现金净增加额分别为-2.37亿元、4.74亿元和8.59亿元。

总体看, 公司经营产生的现金净额波动中有所增长, 现金收入水平适宜; 公司投资规模较大, 存在一定外部融资需求; 公司筹资主要依靠银行借款及发行债券, 整体规模持续增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看, 由于公司流动负债规模较大, 2011~2013年, 公司流动比率分别为79.57%、71.92%和82.16%; 公司速动比率三年分别为70.43%、63.37%和73.76%。公司近三年经营现金流动负债比分别为13.06%、7.96%和14.95%。整体看, 受公司流动负债规模快速增长的影响, 公司短期偿债指标表现一般, 短期偿债存在一定压力。

从长期偿债能力来看, 2011~2013年, 公司EBITDA持续增长, 三年分别为31.17亿元、32.40亿元和36.20亿元。公司全部债务/EBITDA三年分别为4.30倍、4.52倍和4.59倍; 同期, 公司EBITDA利息保障倍数三年分别为3.26倍、3.21倍和3.05倍, 公司EBITDA对利息的保障能力较强。整体看, 公司整体偿债能力尚可。

或有负债方面, 截至2013年底, 公司为河南金大地化工有限责任公司、河南环宇电源股份有限公司、安泰物流、天元铝业及河南天诚华瑞商贸有限公司等公司提供对外担保, 担保金额合计9.16亿元, 其中对天元铝业担保金

额为 0.50 亿元，担保比率为 4.14%（剔除评估增值因素，担保比率为 13.22%）。2009 年 12 月 29 日，公司与李留法先生控制的安泰物流签订协议，由安泰物流对天元铝业进行托管。2013 年 4 月 26 日，公司与李留法先生控股的汝州实业签订协议，将公司持有的天元铝业的股权无偿转让给汝州实业。公司与天瑞铸造对天元铝业共四笔贷款进行共同担保，四笔贷款合计为 16000 万元，其中两笔各 3000 万元为交行贷款，还款日为 2013 年 10 月 15 日，该贷款已分别于 2013 年 10 月 31 日、2013 年 11 月 29 日和 2013 年 12 月 23 日偿还；一笔为洛阳银行的贷款 5000 万元，到期日 2013 年 11 月 22 日，已于 2013 年 11 月 21 日偿还；两笔各 2500 万元汉口银行贷款，到期日分别为 2014 年 2 月 6 日和 2015 年 2 月 6 日，其中一笔 2500 万元已于 2014 年 1 月 29 日偿还，另一笔 2500 万元尚在借款期限内，未偿还。2012 年 11 月，天元铝业停产，根据天元铝业在香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）自 2012 年 3 月 30 日至 2014 年 4 月 30 日发布的多次公告，天元铝业延迟公布 2011 年全年业绩、2012 年第一季度业绩、2012 年中期业绩、2012 年第三季度业绩、2012 年全年业绩、2013 年第一季度业绩、2013 年中期业绩及 2013 年年度业绩。联交所自 2012 年 3 月 30 日正式暂停天元铝业 H 股的交易，直至其发表上述业绩公告为止。

根据天元铝业于 2013 年 8 月 23 日收到联交所的通知函，联交所上市科正在考虑是否开始对天元铝业进行退市程序，并要求天元铝业于 2013 年 9 月 30 日前提供状态更新，尤其是关于生产设施是否恢复电力供应；倘若天元铝业未能如此行事或者倘若并未恢复电力供应，上市科将向上市委员会作出开始根据创业板上市规则第 9.14 条进行退市程序的推荐意见；倘若天元铝业电力供应已经恢复，上市科将准备给予其额外的两个月期间，即于 2013 年 11 月 30 日前天元铝业须提交一份可行恢复建议，

以展示其遵守联交所创业板上市规则第 17.26 条的情况，并展示其 H 股自预计的恢复买卖日期起至少 12 个月的营运资金充足性，以及公布其所有未公布的财务业绩及处理任何审核资格。根据天元铝业于 2013 年 10 月 25 日收到联交所的通知函，根据联交所创业板上市规则第 9.15 条，创业板上市委员会根据创业板上市规则第 9.14 条，决定着取消天元铝业的上市地位。根据天元铝业于 2014 年 4 月 30 日发布的关于复牌建议状况的公告，天元铝业按照联交所 2013 年 10 月 25 日的通知函要求，复牌建议已呈交联交所，天元铝业将努力寻求回复其 H 股于联交所的买卖，并将于适当时候就复牌建议作出进一步公布。根据天元铝业于 2014 年 6 月 6 日发布的《建议收购铝土矿有关复牌建议之更新资料及撤销清盘呈请》，公司于 2014 年 4 月 9 日分别与渑池天瑞矿业有限公司及独立第三方签署收购河南豪瑞实业有限公司股权的协议，天元铝业拟从渑池天瑞矿业有限公司及独立第三方分别收购河南豪瑞实业有限公司 30.6% 和 20.4% 的股权，河南豪瑞实业有限公司唯一资产为位于河南省渑池县的高铝粘土矿，矿区面积为 1.81 平方公里。2014 年 5 月 30 日，天元铝业收到联交所创业板上市委员会函件，根据函件中委员会对上述收购交易规模、业务变动及资产品质等方面的审定，委员会决定容许天元铝业于 2014 年 11 月 30 日前就函件中的各项建议呈交新上市申请，若天元铝业未能于规定日期前呈交申请，或交易所反对天元铝业呈交的新上市申请，或新上市申请因其他原因未能继续进行，委员会将取消天元铝业 H 股上市地位。根据天元铝业于 2014 年 9 月 19 日发布的《截至二零一三年十二月三十一日止三个年度之未经审核财务资料；恢复电解铝生产之更新资料及建议收购铝土矿之更新资料》，自 2014 年 4 月 9 日天元铝业与卖家（即上述“渑池天瑞矿业有限公司及独立第三方”）订立收购协议以来，天元铝业已安排人员开展相关工作。尤其是，于联交

所发出上市委员会考虑复牌建议之决定后，天元铝业积极协调若干专业人士进行尽职调查。在尽职调查的过程中发现若干问题，其中包括目标矿的质量及技术问题。该等问题与天元铝业原本理解不符。天元铝业一直与卖方及有关方积极协商以推进交易。天元铝业将适时另行公布。

总体看，公司对天元铝业应收款存在一定回收风险。

截至 2014 年 10 月底，公司（集团本部）、天瑞铸造、天瑞旅游和天瑞焦化获得多家商业银行授信额度分别为 5.26 亿元、8.97 亿元、18.15 亿元和 4.67 亿元，公司（集团本部）尚未使用授信额度为 0.34 亿元，上述其余子公司授信额度均已全部使用，公司（集团本部）及以上子公司授信备用额度紧张，间接融资渠道亟待拓宽；截至 2014 年 10 月底，天瑞水泥获得多家商业银行授信额度为 153.32 亿元，尚未使用的授信额度为 30.93 亿元，天瑞水泥间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2014 年 11 月 18 日，公司（集团本部）无不良信贷信息，过往债务履约情况良好；截至 2014 年 11 月 10 日，天瑞旅游无不良信贷信息，过往债务履约情况良好；截至 2014 年 11 月 21 日，天瑞水泥无不良信贷信息，过往债务履约情况良好；截至 2014 年 11 月 06 日，天瑞焦化无不良信贷信息，过往债务履约情况良好；截至 2014 年 11 月 18 日，天瑞铸造无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

表 21 公司及其子公司机构信用代码

企业名称	机构信用代码
公司（集团本部）	G1041048200003650Q
天瑞水泥	G10410482000008709
天瑞铸造	G1041048210968231N
天瑞焦化	G1041048200000040F
天瑞旅游	G10410423000029105

资料来源：公司提供

8. 抗风险能力

公司是集水泥、铸造、旅游、煤焦化等业务的跨行业的大型企业集团，是河南省重点支持的百户工业企业之一，天瑞水泥是国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业；天瑞铸造是铁道部唯一一家定点生产铁路铸钢件的民营企业，技术先进，生产规模逐年扩大，国内市场占有率高，国外市场具有一定的竞争力；天瑞旅游拥有国家 5A 级景区并得到当地政府扶持；公司整体管理制度健全，高管层管理经验丰富。总体看，公司具备一定的抗风险能力。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券拟发行额度为 15 亿元，占 2013 年底公司长期债务和全部债务的比重分别为 22.85% 和 9.03%，对公司现有债务规模具有一定影响。

截至 2013 年底，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 56.00%、42.90% 和 22.89%。以 2013 年底公司财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债券发行后，上述指标将分别上升至 57.28%、45.03% 和 26.72%；若综合考虑公司于 2014 年 6 月 25 日发行的“14 天瑞集团债 02”10 亿元、2014 年 10 月 16 日发行的“14 天瑞集团债 03”15 亿元，上述指标将分别上升至 59.24%、48.24% 和 32.33%。总体看，综合考虑“14 天瑞集团债 02”和“14 天瑞集团债 03”，本期债券发行后，公司债务负担将有一定程度的加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2011~2013 年公司 EBITDA 值分别为 31.17 亿元、32.40 亿元和 36.20 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 2.08 倍、2.16 倍和 2.41 倍；2011~2013 年公司经营活动的现金流入量分别为 165.50 亿元、162.66 亿元和 175.93 亿

元，分别为本期债券拟发行额度的 11.03 倍、10.84 倍和 11.73 倍；2011~2013 年公司经营活动现金流量净额分别为 18.27 亿元、13.47 亿元和 26.65 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 1.22 倍、0.90 倍和 1.78 倍。总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强。

综合考虑本期债券及“14 天瑞集团债 02”10 亿元、“14 天瑞集团债 03”15 亿元，发行总额为 40 亿元，2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为发行总额度的 0.78 倍、0.81 倍和 0.90 倍；公司经营活动的现金流入量分别为发行总额度的 4.14 倍、4.07 倍和 4.40 倍；公司经营活动现金流量净额分别为发行总额的

0.46 倍、0.34 倍和 0.67 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券及“14 天瑞集团债 02”、“14 天瑞集团债 03”发行总额度保障能力尚可。

考虑到“14 天瑞集团债 02”及“14 天瑞集团债 03”的发行期限安排，公司对总计三期债券偿付时点（年）可能存在重合。假设本期债券于 2015 年发行，上述三期债券集中偿付将可能发生在 2019 年，最大集中偿付额度为 40 亿元，即为三期债券发行总额度，测算指标数值与上段描述相同。公司经营活动现金流入量对最大集中偿付额度保障能力尚可。若上述三期债券偿付时点（年）发生重合，公司将面临一定集中偿付风险。

表 22 公司三期债券偿债压力测算表（单位：亿元）

债券名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年
14 天瑞集团债 02	-	-	-	-	10	-	-	10	-	10
14 天瑞集团债 03	-	-	15	-	15	-	15	-	-	-
本期债券	-	-	15	-	15	-	15	-	-	-
合计	-	-	30	15	40	15	30	10	-	10

资料来源：公司提供

公司实际控制人李留法（持有公司 52% 股份）、股东李玄煜（持有公司 48% 股份）及李凤婵（与李留法系夫妻关系）承诺：同意以个人全部财产为公司发行本期债券的到期兑付（包括本金、利息及其他应承担的费用）承担连带责任保证。上述承诺对本期债券的安全性提供了一定保障作用。

公司计划分期发行总额为 50 亿元的公司债券（“14 天瑞集团债 02”已募集资金 10 亿元，“14 天瑞集团债 03”已募集资金 15 亿元，本期债券拟发行额度为 15 亿元），拟全部用于在河南、辽宁相关区域收购、拆除、转产、节能环保改造等一揽子化解水泥过剩产能项目。从盈利能力方面看，根据公司初步测算，收购完成后，公司将收购河南省和辽宁省的水泥企业产能为 1978 万吨，收购后计划化解产能 600 万吨，公司在河南和辽宁地区的市场份额将均有所提升，通过市场占有率的提升，将逐渐使上述地区水泥价格上涨约 5~10%，由此公司

将新增销售收入约 80.2 亿元/年，新增净利润约 10.98 亿元/年，新增经营性净现金流约 17 亿元/年。

总体看，公司水泥并购计划正在逐步实施，根据公司预测，整体收购完成后，公司收入规模及盈利能力均有所提高，对本期债券的偿付具备一定的保障能力。但联合资信也关注到，本期债券募集资金到位后，公司整体募投项目尚存在资金缺口，且剩余额度公司债券发行时间尚不确定，加之未来水泥价格走势具有其不确定性，如果价格及销售未达到公司预期水平，上述预测收益则难以实现，这将对本期债券的偿付带来一定不利影响。

十、债权保护条款分析

为维护本期债券投资者的权益，公司与中国工商银行股份有限公司汝州支行（以下简称

“工行汝州支行”)和中国农业银行股份有限公司汝州市支行(以下简称“农行汝州支行”)分别签署了《公司债券募集资金专项账户监管协议》。根据两份《公司债券募集资金专项账户监管协议》，募集资金使用专项账户设立后，公司应按照《募集说明书》的约定使用募集资金，并由两家银行共同进行监管。

公司与工行汝州支行(下称“债权代理人”)签署了《公司债券债权代理协议》，并与国家开发银行股份有限公司河南省分行(以下简称“国开行河南分行”或“监管银行”)签署了《公司债券偿债资金专项账户监管协议》。根据上述两份协议，公司在监管银行指定营业机构开立偿债资金专项账户，并按照本期债券《募集说明书》的约定，最迟于兑付日和/或付息日前 5 个工作日将债券本金和/或利息存入在监管银行开立的偿债专项账户。债权代理人应于兑付日和/或付息日前 10 日，书面通知公司如期支付应偿还的本金和/或利息金额。监管银行应核对公司是否按时将应偿还的本息金额划拨至偿债资金专项账户中。如监管银行发现公司在协议约定的本金和/或利息存入日期的前 5 个工作日仍未划拨至偿债专户，监管银行应通知债权代理人，债权代理人应书面通知公司，进行追缴。如兑付日和/或付息日前 1 日公司仍未补足本期应偿还本金和/或利息款项，债权代理人、监管银行应立即启动债券清偿程序：1、债权代理人应再行通知公司，要求其在兑付日和/或付息日前将本期应偿还本金和/或利息款项划至对应的偿债资金专项账户；2、如公司在从兑付日和/或付息日算起的 5 个工作日内仍未将本期应偿还本金和/或利息款项划至对应的偿债资金专项账户，监管银行应通知债权代理人，债权代理人应根据《公司债券债权代理协议》及其他协议的约定采取相应的措施或法律程序进行追缴。

根据《公司债券偿债资金专项账户监管协议》，若发生对本期债券的市场价格、偿债资金的提取或本息兑付产生较大影响的重大事

项时，公司有义务立即或不得迟于公司知悉相关事项之日起两日内将有关该重大事件的报告提交债权代理人、监管银行和本期债券评级机构。

公司与国开行河南分行签署了《开发性金融支持协议》。根据此协议，本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，应在付息和本金兑付首日前 80 个工作日通知国开行河南分行，国开行河南分行承诺在符合国开行河南分行各项贷款条件并经该行贷款审批程序批准前提下，每次付息和本金兑付首日前 20 个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的开发性金融贷款支持(具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准)，该贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付困难。

总体看，募集资金监管、专项偿债账户监管以及银行流动性贷款支持，能够在一定程度上加强本期债券本息偿还的安全性，对本期债券有一定的保障作用。

十一、 结论

国内水泥行业产能过剩压力加大，行业竞争加剧，有待进一步行业整合。国家淘汰落后产能的产业政策以及基础设施重点项目建设，有助于区域水泥龙头企业巩固竞争优势和扩大市场占有率。

公司是集水泥、铸造、旅游、煤焦化等业务的跨行业的大型企业集团，是河南省水泥行业整合的主体。天瑞水泥是国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业；天瑞铸造是铁道部唯一一家定点生产铁路铸钢件的民营企业；天瑞旅游拥有国家 5A 级景区并得到当地政府扶持；公司整体管理制度健全，高层管理经验丰富。

近年来公司经营规模不断扩大；公司资产结构以非流动资产为主；公司所有者权益快速

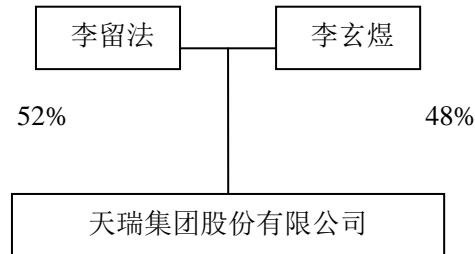
增长；公司负债总额及有息债务规模不断增长，但受土地使用权及景区经营权估值增长影响，债务指标波动下降，公司整体债务负担（剔除评估增值因素）较重；公司债务以短期债务为主；公司盈利指标呈现持续下降态势，但整体盈利能力尚可。经联合资信评定，公司主体长期信用评级展望为稳定。

公司 EBITDA、经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强。

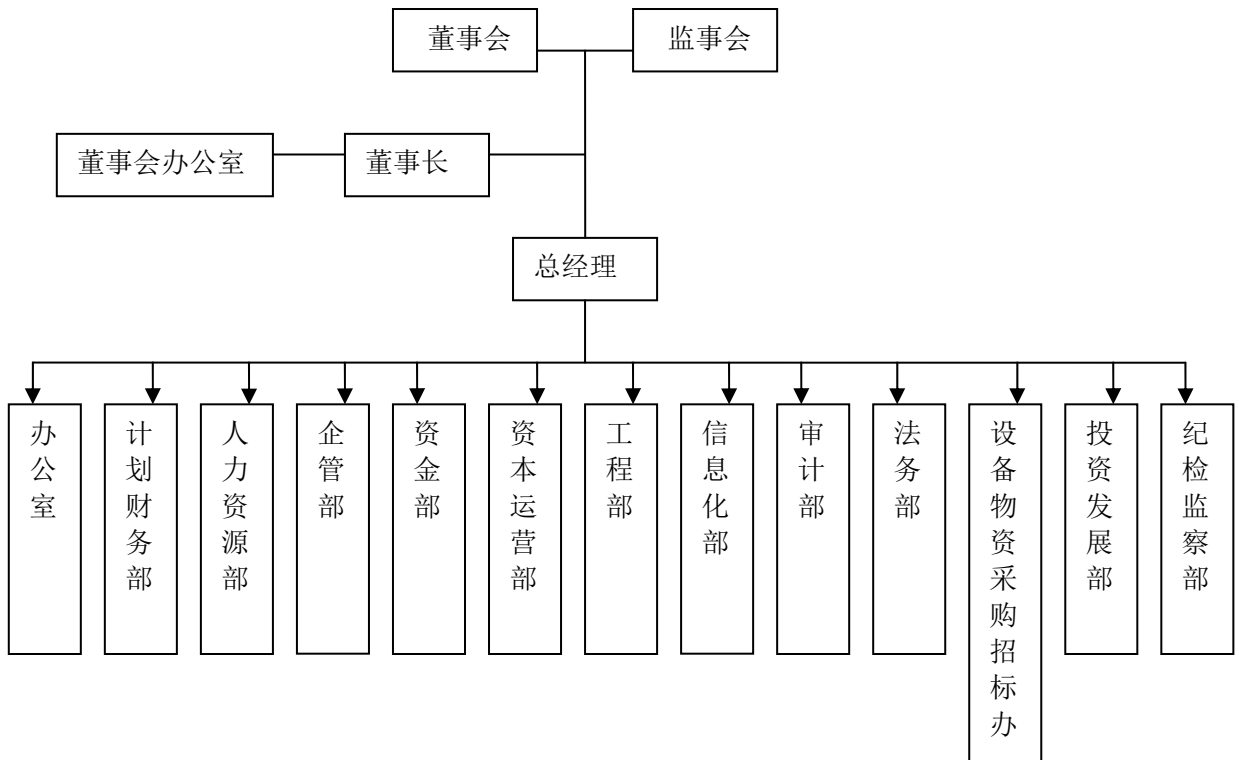
针对本期债券，国开行河南分行对本期债券偿债资金进行监管，并且国开行河南分行承诺提供流动性支持。此外，公司实际控制人李留法及其夫人李凤婵和公司第二大股东李玄煜为本期债券的到期兑付提供连带责任保证的承诺，为本期债券的安全性提供了一定的保障作用；公司设置募集资金专项账户，由中国工商银行股份有限公司汝州支行和中国农业银行股份有限公司汝州市支行共同对募集资金进行监管。以上措施有助于提高本期债券偿付的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 2013 年底公司纳入合并范围子公司

公司名称	注册资本 (万元)	经营范围	所占权益 (%)
天瑞集团旅游发展股份有限公司	101000.00	住宿、餐饮（中餐类制售）、百货的销售，停车服务（以上内容仅限分支机构经营）；旅游商品、纪念品（不含金银）的销售。旅游资源和旅游项目的开发经营，预包装食品零售、卷烟、雪茄烟零售（凭许可证经营），农副产品销售，机票代理。	43.37
河南天瑞尧山旅游有限公司	1000.00	尧山景区管理、服务；加工、销售；旅游纪念品。	43.37
鲁山县尧山风景区旅游服务有限公司	10.00	景区内旅游服务。	43.37
天瑞集团南召旅游有限公司	1000.00	真武顶景区旅游资源开发、文化交流，林木培育和种植，工艺品批发和零售。	43.37
鲁山县天瑞农业开发有限公司	1000.00	农作物种植；畜禽养殖；果木花卉栽培；对农业项目开发观光。	43.37
天瑞集团铸造有限公司	50000.00	铸造件设计制造，机械制造，冶金铸造工业设备设计制造、计算机应用服务、技术推广和科技服务；从事货物和技术进出口业务。	87.75
天瑞机车车辆配件有限公司	1000.00	机车车辆配件制造；机械制造；铸钢件制造；冶金工业专用设备制造；技术推广和科技服务以及相关产品销售；对外贸易经营。	87.75
鲁山县六羊山旅游开发有限公司	50.00	旅游商品、纪念品的销售；百货的销售；旅游资源和旅游项目的开发经营；停车服务。	100.00
汝州市通用废旧金属回收有限公司	3800.00	废旧物资收购、废黑色金属收购。	92.11
汝州天瑞煤焦化有限公司	29888.21	焦煤、煤气生产销售；煤焦油、粗苯生产；原煤洗选。	94.43
天瑞集团云阳铸造有限公司	19432.00	生铁冶炼、铸造、铁精粉购销、机械设备制造、机械零部件制造、铁矿采选、发电、供电。	93.82
天瑞中州饭店有限公司	5000.00	住宿、餐饮服务；日用品零售。	99.60
运城天瑞关公文化有限公司	2700.00	关公故里旅游资源开发，关帝圣象景区开发，关公文化交流及相关工艺品批发、零售。	100.00
中原国贸置业有限公司	10000.00	房地产开发经营；建筑材料批发；企业管理服务。	100.00
天瑞集团水泥有限公司	29405.2471 (美元)	原料矿山开采、水泥、熟料、粉煤灰微粉、矿渣微粉、商品混凝土、其他水泥制品的生产及在中国内销和出口。	39.57
天瑞集团禹州水泥有限公司	25000.00	水泥生产与销售。	39.57
天瑞集团许昌水泥有限公司	8000.00	水泥、商品混凝土及其他水泥制品的生产与销售。	39.57
天瑞集团萧县水泥有限公司	24195.80	水泥、水泥熟料、水泥混凝土生产、加工、销售。	39.57
鲁山县安泰水泥有限公司	2135.74	水泥制造。	39.57
天瑞集团宁陵水泥有限公司	2000.00	水泥、水泥混凝土制品的生产、加工与销售。	39.57
天瑞集团汝州水泥有限公司	18000.00	水泥、水泥熟料的生产与销售。	39.57
天瑞集团光山水泥有限公司	28000.00	水泥、水熟料、商品混凝土及其他水泥制品的生产与销售。	39.57
天瑞集团郑州水泥有限公司	52000.00	水泥及相关产品的制造、销售、销售水泥包装品。	39.57
天瑞集团周口水泥有限公司	8100.00	水泥及相关制品的生产与销售。	39.57
商丘天瑞水泥有限公司	6300.00	水泥、水熟料、水泥混凝土的生产、加工与销售。	39.57
天瑞集团南召水泥有限公司	20000.00	水泥及相关产品的生产与销售。	39.57
大连天瑞水泥有限公司	35000.00	水泥、熟料制造、原料矿山开采、商品混凝土及其他水泥制品的生产及在中国的内销及出口。	39.57
辽阳天瑞水泥有限公司	23168.00	水泥、水泥熟料、水泥相关制品的试生产。	39.57
营口天瑞水泥有限公司	11130.00	水泥、矿渣微粉及水泥制品的生产与销售、货物进出口。	39.57
天津天瑞水泥有限公司	10000.00	水泥、水泥混凝土及其他水泥制品的生产与销售。	39.57
卫辉市天瑞水泥有限公司	24000.00	水泥及相关制品的制造与销售、水泥包装物。	39.57
郑州天瑞水泥有限公司	5500.00	水泥、商品混凝土、建筑材料、水泥包装品的制造与销售。	39.57
禹州市中锦矿业有限公司	100.00	石灰岩、建筑用石的开采。	39.57
平顶山天瑞姚电水泥有限公司	2000.00	水泥及其制品、商品混凝土生产、加工销售；普通货运。	36.01
天瑞万象商贸物流有限公司	10000.00	仓储（不含危险化学品及污染环境的物品）及物流代理服务；建筑材料、矿产品、化工产品（不含危险化学品）的销售；煤炭零售经营、道路普通货物运输；企业管理服务和其他专业服务。	100.00
新疆和谐昆仑矿业有限公司	20000.00	矿业投资、咨询；矿产品销售。	67.50
中原旅游有限公司	1000.00	旅游咨询服务。	100.00
辽阳天瑞诚兴水泥有限公司	2000.00	水泥、超细矿渣粉的生产，销售。	
辽阳天瑞威企水泥有限公司	3900.00	水泥、新型建筑材料生产、销售。	
大连金海岸建材集团有限公司	4500.00	水泥、水泥制品制造、销售；混凝土搅拌服务；粉煤灰收购、销售。	
辽宁辽东水泥集团有限公司	1000.00	制造水泥；粉磨站生产；钢材销售。	
辽宁辽塔水泥集团有限公司	20500.00	水泥制造。	
信阳金龙水泥有限责任公司	1800.00	水泥、混凝土、粉煤灰制品生产及销售，编织袋生产销售。	

注：截至 2014 年 11 月 17 日，公司根据《企业会计准则》及其他相关文件规定，将天瑞水泥纳入公司财务报表之合并范围。2014 年 11 月 18 日，李留法及李玄煜将其持有的天瑞水泥之上级母公司的股权全部转让予公司全资子公司天瑞（国际）控股有限公司（2014 年成立并纳入公司合并范围），本次股权转让对公司将天瑞水泥纳入合并报表范围未产生影响。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	46.14	54.69	53.38
资产总额(亿元)	258.87	461.16	502.54
所有者权益(亿元)	67.69	207.98	221.12
短期债务(亿元)	83.59	99.61	100.48
长期债务(亿元)	50.55	46.70	65.64
全部债务(亿元)	134.14	146.31	166.12
营业收入(亿元)	96.23	91.74	105.22
利润总额(亿元)	16.82	16.97	15.58
EBITDA(亿元)	31.17	32.40	36.20
经营性净现金流(亿元)	18.27	13.47	26.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	19.41	12.39	8.73
存货周转次数(次)	5.35	4.94	5.34
总资产周转次数(次)	0.37	0.25	0.22
现金收入比(%)	126.06	111.94	104.55
营业利润率(%)	28.27	25.81	24.43
总资本收益率(%)	10.27	6.23	5.57
净资产收益率(%)	18.68	6.79	5.27
长期债务资本化比率(%)	42.75	18.34	22.89
全部债务资本化比率(%)	66.46	41.30	42.90
资产负债率(%)	73.85	54.90	56.00
流动比率(%)	79.57	71.92	82.16
速动比率(%)	70.43	63.37	73.76
经营现金流动负债比(%)	13.06	7.96	14.95
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	3.21	3.05
全部债务/EBITDA(倍)	4.30	4.52	4.59
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	11.03	10.84	11.73
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.22	0.90	1.78
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.08	2.16	2.41

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%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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(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

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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 天瑞集团股份有限公司 2015年度第一期15亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

天瑞集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。天瑞集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，天瑞集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天瑞集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现天瑞集团股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如天瑞集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送天瑞集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

