

# 跟踪评级公告

联合[2015] 1062 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天瑞集团股份有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14天瑞集团债02/14天瑞02”、“14天瑞集团债03/14天瑞03”、“15天瑞集团债01/15天瑞01”和“15天瑞集团债02/15天瑞02”AA<sup>+</sup>的信用等级。

特此公告。

  
联合资信评估有限公司  
二零一五年六月二十九日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 天瑞集团股份有限公司公司债券跟踪评级报告

### 主体长期信用

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

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02	10 亿元	2014/06/25-2024/06/25	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03	15 亿元	2014/10/16-2021/10/16	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01	15 亿元	2015/1/5-2021/1/5	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02	10 亿元	2015/2/6-2021/2/6	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 29 日

### 财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	54.69	53.38	59.69
资产总额(亿元)	461.16	502.54	538.73
所有者权益(亿元)	207.98	221.12	229.97
短期债务(亿元)	99.61	100.48	98.69
全部债务(亿元)	146.31	166.12	186.41
营业收入(亿元)	91.74	105.22	109.08
利润总额(亿元)	16.97	15.58	11.32
EBITDA(亿元)	32.40	36.20	35.49
经营性净现金流(亿元)	13.47	26.65	23.52
营业利润率(%)	25.81	24.43	23.71
净资产收益率(%)	6.79	5.27	3.99
资产负债率(%)	54.90	56.00	57.31
全部债务资本化比率(%)	40.91	38.82	40.88
流动比率(%)	71.92	82.16	85.72
全部债务/EBITDA(倍)	4.45	3.88	4.48
EBITDA 利息倍数(倍)	3.21	3.05	2.97
经营现金流/流动负债(%)	7.96	14.95	12.83

### 分析师

李苏磊 董蓁洋  
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

天瑞集团股份有限公司(以下简称“公司”)是集水泥、铸造、旅游、煤化工等业务的跨行业大型企业集团。跟踪期内,公司在行业地位、政府支持、区域垄断优势、产能规模、技术水平等方面依然具备显著优势。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司主营板块水泥行业景气度较低迷,未来资金支出压力大,债务规模持续增加,盈利能力下行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。

公司存续期内债券由实际控制人李留法及公司第二大股东李留法夫人李凤雯为债券的到期兑付提供连带责任保证的承诺,公司与国开行河南分行签署了《开发性金融支持协议》,为公司存续期内债券偿付本息,以解决公司本息偿付困难。上述承诺及协议对债券的安全性提供了一定的保障作用有助于提高公司存续期内债券偿付的安全性。

综合考虑,联合资信评估有限公司维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”、“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”、“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”和“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02” AA<sup>+</sup>的信用等级。

### 优势

1. 公司作为河南省水泥行业整合的主体,跟踪期内,通过兼并重组,水泥板块经营规模不断扩大。

2. 跟踪期内，公司水泥、铸造板块技术水平依然在其行业中具有明显优势。
3. 公司存续期内债券由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债券的到期兑付提供连带责任担保，有效的提升债券本息的偿还能力。

#### 关注

1. 跟踪期内，中国水泥行业景气度不高，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. 跟踪期内，公司债务负担加重。
4. 跟踪期内，公司营业利润持续下降，营业外收入对公司利润影响大。

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

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于天瑞集团股份有限公司主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、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2014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。

截至2014年底，公司（合并）资产总额538.73亿元，所有者权益229.97亿元（含少数股东权益55.12亿元）；2014年实现营业收入109.08亿元，利润总额11.32亿元。

公司注册地址：汝州市广成东路南侧；法

定代表人：李留法。

## 三、宏观经济和政策环境

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

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

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长

8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

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

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

#### 四、行业及区域经济环境

##### （一）水泥行业

##### （1）、行业概况

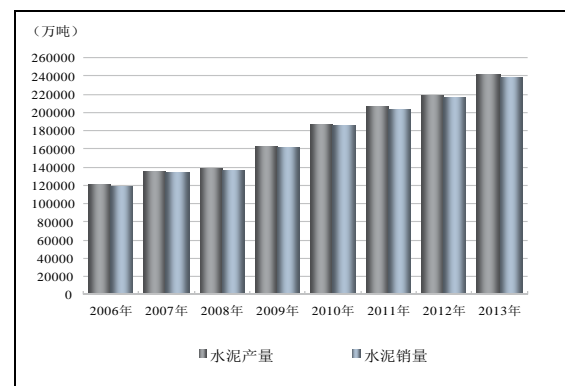
水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。

##### 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%。

根据国家统计局数据，2014 年全年水泥产量为 24.76 万吨，同比增长 1.8%，增速显著放缓，是自 1991 年以来的历史最低增速。

图 1 中国水泥行业产销量



资料来源：Wind 资讯

从区域市场来看，2014 年 1~11 月产量增长整体呈现“南高北低”的特点。西南和中南增长相对较快，分别达到 8% 和 5% 以上，北部大部分省份为负增长。尤其是华北地区 5 省，全部负增长，需求形势较为严峻。产量下降最快的是河北省，已经连续 3 年呈现负增长，且下降幅度逐年扩大。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的 30% 和 25%。2012 年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。近年来，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。

图2 2014年1~11月水泥产量增速情况



资料来源：数字水泥网

2014年1~11月，全国水泥投资完成998亿元，同比下降16%，水泥投资连续4年下降；据中国水泥协会统计，2014年全国新增投产水泥熟料生产线共有54条，合计年度新增熟料产能7030万吨，比2013年新增减少2400万吨。截至2014年底，全国新型干法水泥生产线累计1758条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达17.7亿吨，累计产能比上年增长4%；但由于2014年的整体需求形势差于预期，仅增长2%左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。

图3 历年水泥投资与投资增速情况



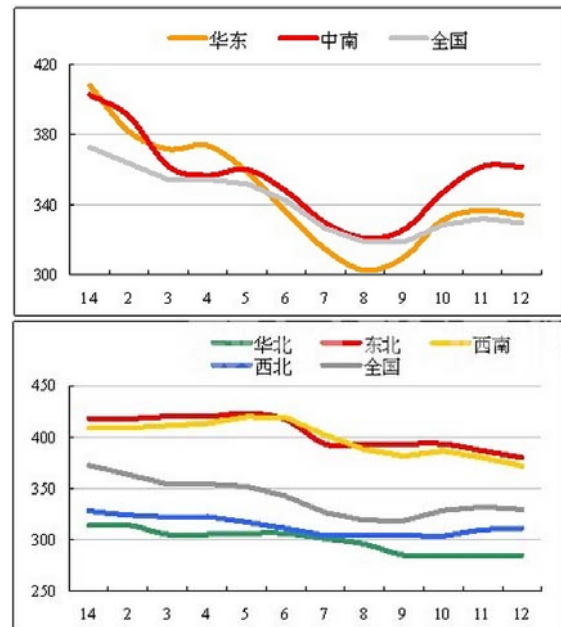
资料来源：数字水泥网

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。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。

图4 2014年六大区域P.O42.5价格走势（元/吨）



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

进入2014年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与2013年走势相反，与2012年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前8个月从380元/吨的高位持续下降至8月底最低位的325元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且12月份又有向下回调。

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区2014年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区2014年

延续2013年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过100元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。

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

#### 水泥行业经济效益

进入2014年，水泥需求增长大幅放缓，水泥市场价格仍然是低位运行，需求动力明显不足。得益于煤炭价格下滑而得以进行低成本生产，2014年前11个月全行业利润总额达696亿元，比去年同期增长5.5%，表现出利润增长前高后低态势，主要原因是在需求整体疲软的情况下，下半年水泥价格没能走出2013年大幅反弹的行情，尤其是中国主要利润贡献区域的华东地区，虽然价格呈现环比上升趋势，但上升幅度与去年同期相比有明显差距。2014年前11个月，盈利水平南北分化越加明显：南部的华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势；然而，北部的华北、东北和西北三个地区比2013年有较大幅度的下滑。

造成中国北方地区利润走低的主要原因：

①北部市场需求更低迷，北方地区固定资产投资和房地产投资增速均小于南部省份（华东、中南、西南）的增速。②北部省份企业间竞争环境无根本改善：整体集中度偏低，尤其是华北地区；然而，2014年南部的兼并重组更为活跃，南部主导企业台泥水泥、海螺水泥、亚洲水泥、葛洲坝水泥等均有表现积极，先后在四

川、湖南、湖北等有产能收购；北部省份联合并购行为明显较弱，在市场下滑的情况下，企业间竞争激烈，缺乏龙头企业引导，恶性竞争不断，价格滑至低谷。③北部个别省份新增产能集中释放，新疆和山西由于前两年新增产能建设项目过多，造成2014年产能集中产能释放，产能过剩进一步加剧。

水泥行业中，公司盈利水平差距较大。如，水泥上市公司中，2013年海螺水泥的毛利率达32.73%，而福建水泥毛利率仅为12.58%；但部分非上市且处于产能严重过剩地区的水泥企业亏损程度严重，根据国家统计局发布的数据，2013年，水泥、石灰和石膏的制造业亏损企业943家，占行业总企业单位的比重为21.38%，亏损总额81.16亿元，同比下降0.02%，2014年1~8月，水泥、石灰和石膏的制造业亏损企业1061家，占行业总企业单位的比重为25.73%，亏损总额76.35亿元，同比下降0.17%。盈利水平差距及25%以上的企业亏损说明，目前中国水泥行业两极分化趋势明显，在国家淘汰落后产能及水泥企业兼并重组进程中，中小型水泥企业利润状况恶化。

资产负债率方面，在产能快速扩张的背景下，水泥行业资产负债率水平一直保持在60%左右高位，2013年底及2014年6月底，水泥行业资产负债率分别为59.99%和60.65%。

综合来看，2013年房地产和基础设施建设投资拉动了全国水泥需求，在此带动下，2013年全国水泥行业景气度较2012年的萧条状态有较大改善，进入2014年，水泥行业需求动力不足，得益于成本压力缓解，水泥企业利润仍有所上升。但需要注意的是负债水平较高位运行、经营效率整体有待改善以及两极分化趋势明显给水泥生产企业带来一定的偿债风险，特别是短期内对一些中小型水泥生产企业形成较大压力；但长期来看，大型水泥生产企业仍可通过扩大规模、提高区域竞争力等手段维持其信用质量的稳定。



(2) 竞争格局

从全国范围来看,近年来,由于新建产能受到限制,并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式,中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范,在一定程度上解决了企业产能盲目扩张,价格无序竞争等

问题。中国水泥产业集中度较低,全国前十大生产厂商市场占有率不到 20%,但随着大型水泥企业兼并重组的推进,行业集中度在逐步提升。

根据中国水泥网的统计,2014年中国水泥企业熟料产能排名中,中国建材、海螺水泥产能以绝对优势位居第一和第二。

表 1 截至 2014 年底全国水泥企业熟料产能排名 (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	29986.3	11	天瑞水泥	3270.5
2	海螺水泥	17877.7	12	亚洲水泥	2867.5
3	中材集团	8794.7	13	拉法基瑞安	2300.0
4	冀东水泥	7030.8	14	亚泰水泥	1937.5
5	华润水泥	5849.7	15	尧柏水泥	1798.0
6	台泥水泥	5446.7	16	青松建化	1627.5
7	山水集团	5328.9	17	云南昆泥	1608.9
8	华新水泥	4417.5	18	葛洲坝水泥	1413.6
9	红狮水泥	3534.0	19	金圆水泥	1410.5
10	北京金隅	3366.6	20	江西万年青	1333.0

资料来源:中国水泥网

注:统计截至 2014 年底已建成点火的新型干法熟料生产线产能,不统计其他窑型及粉磨站产能;全年窑的运转率按 310 天计算产能;中国建材产能统计包含其合并范围内南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥;中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材。

与其他行业不同的是,水泥行业有一个很典型的销售半径,一般来看,水泥的销售辐射在周边 300 公里左右(华东地区在 500 公里左右),超过这个半径,其运输成本的增加将使其销售优势大幅削弱。因此,水泥市场的区域性更为明显,形成了目前多范围、多格局并存的区域水泥市场。

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差

异,将中国分成 7 个区域分析,其中华东区域为较为稳定的成熟类区域,每年的水泥产销增速基本保持稳定,以新建为主的发展方式已经结束。西南地区受宏观经济环境和地区基本情况影响,水泥行业处于较快增长阶段,虽然水泥产量占比不大,但每年增速较高。西北地区在资源拉动下市场步入发展的快车道。

表 2 水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发,以及山西、内蒙古的能源基地建设,中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	中国建材(子公司北方水泥、滨州水泥)、亚泰集团、辽源金隅,冀东水泥、天瑞水泥、山水集团, CRH	振兴东北区域经济发展战略出台,有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。
西北	中材集团(子公司赛马实业、天山股份、祁连山水泥)、冀东水泥、西部水泥	受益于西部大开发,此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起,基础设施建设的高投入拉动水泥需求,中材集团对此市场主控力强。
华东	中国建材(子公司南方水泥和中联水泥)、海螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团	华东地区已步入成熟市场,是中国最大的水泥消费区,区域集中度高,是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、鱼峰	竞争激烈,整合趋势明显,已步入成熟市场。

华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞水泥、同力、葛洲坝等	得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段。
西南	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基等	除中国建材、拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高。

资料来源：数字水泥网

目前中国国内水泥市场的竞争已从区域化竞争逐步进入全国性竞争阶段：如目前海螺水泥在取得华东地区霸主地位后，将其重心转到两广市场；冀东水泥的三北战略“华北、东北、西北”；华新水泥在巩固其在湖北的龙头地位后，积极向北发展等。大型水泥企业集团对各区域市场的争夺呈梯队演进，之前在华东地区、西南地区，目前在华南地区，继而是河南、华北地区，其后的顺序为东北、西北市场；目前，海螺水泥、中材股份和冀东水泥等大型水泥企业均加大了对西北市场开拓力度，通过新建、兼并等方式大力布局西北市场。各大水泥企业转移发展目标至西北市场，同时辅以近年来愈发大力推进的去产能政策，预计未来全国水泥产能重心将逐步向西移动。

大型水泥企业通过区域拓展，在提高行业集中度的同时降低行业竞争的无序性，从而有助于中国水泥行业的有序发展。

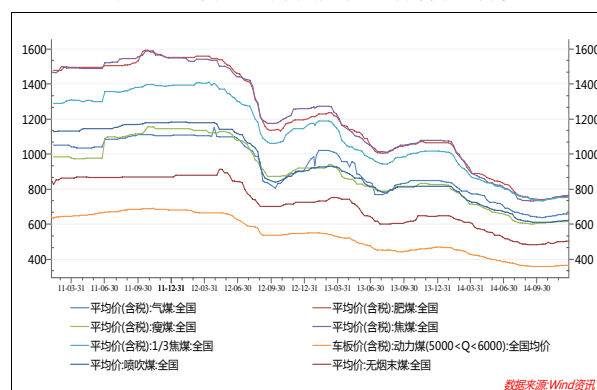
### （3）上下游分析

#### 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36%，电费接近总成本的16%。

## 煤炭

图5 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind资讯

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；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12月31日环渤海动力煤价为525元/吨，较2013年底下降16.80%。总体上，2012年至今煤炭价格呈下滑趋势。

## 电力

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，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30%的用电。

#### 下游需求

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，工业、农业生产建设以及公共事业分别各占水泥市场需求的15%。因此，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量。

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业，2013年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为9.35万亿元，同比增长21.18%，较2012年提高7.46个百分点；2014年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为11.22万亿元，同比增长19.93%，较2013年增速下降1.25个百分点。

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

根据国家统计局公布的数据显示，2014年全国水泥产量仅增长1.8%，状况低迷，为近24年新低；同时由于行业新增产能的不断投放及全面的产能过剩，以及下游房地产新开工项目

增量不足，水泥行业供给端压力增大，造成水泥价格的持续低迷。

#### （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。

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。

2014年9月1日，发改委、财政部、环保部就调整排污费征收标准等问题发布通知，要求

2015年底前水泥等行业严格核定排污费。具体内容包括：调整排污费征收标准，促进企业治污减排；加强污染物在线监测，提高排污费收缴率；实行差别收费政策，建立约束激励机制；加强环境执法检查，主动接受社会监督等。

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

#### （5）行业发展

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

短期内，水泥行业供需关系难以得到根本改善，盈利形势面临一定的短期压力。未来，“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大经济战略的推进，将带动基建投资增速上行，对水泥需求总量形成有力的支撑，但预计房地产投资复苏缓慢，水泥整体需求预计保持平稳。此外，随着新环保法的实施，为应对高标准的环保要求，水泥行业存在整体行业利润降低的可能性。长期看，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有望得到缓解，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇，进而大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

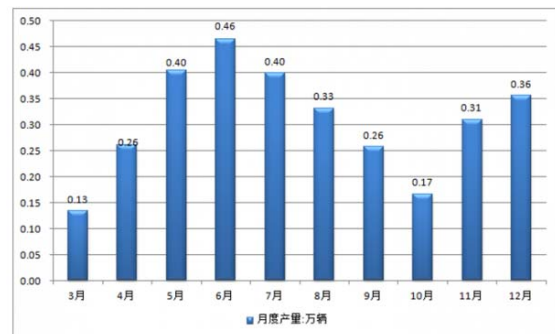
## （二）铸造行业

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 6 2014 年 1~12 月全国货车年产量



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 2014 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。2014 年，公司位列中国企业 500 强第 382 名，较上年上升 72 位。根据中国水泥协会公布的 2015 水泥熟料产能 20 强名单，公司排名第十。

截至 2014 年底，公司共拥有纳入合并报表范围内的子公司 49 家。其中四家骨干企业天瑞集团水泥有限公司<sup>1</sup>（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 2014 年底，天瑞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

跟踪期内，公司主要管理人员无变化。

### 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。

<sup>1</sup>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。

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

炉熔化于 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，可减少二氧化碳约 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，把伏牛山核心景区培育成 5A 级旅游区，使之成为国内著名的生态旅游目的地、河南旅游产业的增长和伏牛山

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

跟踪期内，公司治理结构和管理制度无重大变化。

## 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四大业务板块。

2014 年公司实现主营业务收入 108.39 亿

元，较 2013 年上升 4.05%；主营业务毛利率为 24.41%，较 2013 年下降 0.08 个百分点。

表 3 2013~2014 年公司主营业务收入和毛利率（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铸造收入	8.48	8.14	28.48	7.40	6.83	14.22
旅游、餐饮收入	4.16	3.99	87.76	3.36	3.10	75.49
水泥及熟料收入	87.26	83.77	22.23	89.90	82.94	23.17
煤焦化收入	1.35	1.29	-21.88	4.99	4.60	10.85
其他	2.92	2.81	29.55	2.74	2.53	54.65
<b>合计</b>	<b>104.17</b>	<b>100.00</b>	<b>24.99</b>	<b>108.39</b>	<b>100.00</b>	<b>24.41</b>

资料来源：公司年报，联合资信整理

从主营业务收入构成看，水泥及熟料收入仍为公司主要收入来源，2014 年该板块收入为 89.90 亿元，同比增长 3.03%，占比为 82.94%。受国内宏观经济增速放缓，铁路货运市场疲软影响，2014 年铸造板块和旅游板块收入均有所下降。煤焦化板块得益于 100 万吨/年捣固焦项目投产，收入从 2013 年 1.35 亿元大幅上升至 4.99 亿元。

从毛利来看，得益于煤炭等原材料成本下降，水泥及熟料板块毛利率略有上升。铸造板块和旅游板块由于收入下降，折旧成本维持较高水平，毛利率均有所下降。煤焦化板块得益于产能释放，收入大幅提升，2014 年扭亏为盈。总的来看，公司主营业务收入和毛利率保持相对稳定。

## 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。2014 年，在行业景气度不佳的情况下，公司通过自身规模优势，实现水泥及熟料收入 89.90 亿元，同比增长 3.03%。

### 产品生产

跟踪期内，公司积极开展并购活动，收购河南永安水泥有限责任公司 100% 的股份，河南同力水泥股份有限公司 15.03% 的股份和中国山水水泥集团有限公司 28.16% 的股份等。水泥产能有所提高，熟料产能保持上年规模。截至 2014 年底，公司熟料产能为 3209 万吨/年，

与上年持平；水泥产能为 4693 万吨/年，同比增长 6.34%。

2014 年公司共生产水泥 3816.37 万吨，销售水泥 3805.40 万吨，产销量均较 2013 年有所增长，产销率为 99.71%，维持较高水平。2014 年公司生产熟料 2830.72 万吨，销售熟料 388.29 万吨，产销率为 13.72%，产量继续上升，销量和产销率均有所下降，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 4 公司水泥及熟料产销情况

（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2012 年	2013 年	2014 年
熟料	产能	2116.00	3209.00	3209.00
	产量	2081.70	2629.38	2830.72
	产能利用率	98.38	81.94	88.21
	销量	364.06	411.51	388.29
	产销率	17.49	15.65	13.72
	销售均价	238.75	202.10	195.71
水泥	产能	3983.00	4413.00	4693.00
	产量	2536.39	3646.07	3816.37
	产能利用率	63.68	82.62	81.32
	销量	2609.63	3662.52	3805.40
	产销率	102.89	100.45	99.71
	销售均价	259.28	219.68	216.5

资料来源：公司提供

从产能利用率情况来看，2014 年公司熟料和水泥产能利用率分别为 88.21% 和 81.32%，熟料产能利用率有所上升，水泥略有下降。

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，2014年水泥产量为2784.97万吨，同比增长1.49%，市场占有率为16.41%，市场占有率较上年下降3.29个百分点。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。2014年辽宁省水泥产量为774.69万吨，同比增长6.82%，市场占有率为13.38%，较上年下降6.52个百分点。

表5 2012~2014年公司分地区水泥产量及市场占有率情况(单位:万吨、%)

区域	2012年		2013年		2014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	281.60	19.34	404.37	20.51	348.63	17.94
豫西地区	100.83	7.30	122.73	7.32	114.28	4.99
豫南地区	293.12	10.42	467.27	11.54	487.67	17.08
豫北地区	258.50	16.54	298.50	16.57	321.11	8.8
豫中地区	974.94	24.91	1451.33	25.21	1513.26	36.07
河南省合计	1908.99	14.82	2744.20	19.70	2784.97	16.41
辽宁省合计	508.50	11.23	725.24	19.90	774.69	13.38
其他省份	118.90	-	176.63	-	256.71	-
合计	2536.39	-	3646.07	-	3816.37	-

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。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。受此影响,2014年公司水泥产品中该品种占比有所下降。

表6 公司水泥产品构成(单位:万吨、%)

产品	2012年		2013年		2014年	
	产量	占比	产量	占比	产量	占比
复合32.5	1029.07	40.57	1503.95	41.25	1,458.11	38.2
普通42.5	1386.82	54.68	1973.43	54.13	2,171.87	56.9
普通52.5	63.91	2.52	51.12	1.40	80.79	2.2
低碱42.5	56.59	2.23	117.57	3.22	105.60	2.7
合计	2536.39	100	3646.07	100	3816.37	100

资料来源:公司提供

### 市场销售

跟踪期内,公司销售及结算模式无重大变化。

从销售区域来看,河南省为公司主要销售区域,2014年公司河南地区销量为2780.24万吨,销量相对稳定,占比为71.48%,占比较上年下降3.61个百分点;辽宁地区销量为776.69万吨,较上年上升6.69%,占比上升至21.77%。

表7 公司水泥产品销量区域分布(单位:万吨、%)

区域	2013年		2014年	
	销量	占比	销量	占比
河南地区	2750.10	75.09	2780.24	71.48
辽宁地区	728.00	19.88	776.69	21.77
其他地区	184.42	5.03	248.47	6.75
合计	3662.52	100.00	3805.40	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设和重点工程,2014年农村市场销售占比继续下降至44.07%,重点客户和重点工程分别为29.65%和26.28%。

表 8 公司水泥产品销量市场分布

(单位: 万吨、%)

市场	2013 年		2014 年	
	销量	占比	销量	占比
农村市场	1662.79	45.40	1,676.95	44.07
重点客户	1025.87	28.01	1,128.43	29.65
重点工程	976.86	26.59	1,000.02	26.28
合计	3665.52	100.00	3,805.40	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。2014 年公司向前 5 名销售商销售金额为 8.69 亿元, 占公司此板块全部销售收入的 9.50%, 集中度较低, 公司没有对单一客户

产生销售依赖。

表 9 2014 年公司水泥及熟料板块前 5 大销售客户

(单位: 万元、%)

企业名称	金额	占比	销售内容
中国中铁股份有限公司	34368.93	3.76	水泥
中国铁建股份有限公司	29420.50	3.21	水泥
中国水利水电建设股份有限公司	8451.22	0.92	水泥
中国交通建设股份有限公司	8060.71	0.88	水泥
沈阳九九商品混凝土有限公司	6593.50	0.72	水泥
合计	86894.85	9.50	

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%。

跟踪期内, 公司采购模式无重大变化。原煤采购来源仍主要为河南省、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 2012~2014 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	2012 年			2013 年			2014 年		
	数量	金额	占比	数量	金额	占比	数量	金额	占比
煤炭	309.72	21.69	49.74	373.29	21.94	42.60	389.26	20.53	39.78
电力	153468.06	8.82	20.21	200257.82	11.36	22.05	218573.61	12.32	23.89
石灰石	2868.71	5.09	11.67	3621.23	6.86	13.32	3340.15	5.65	10.94
硫酸渣	107.40	0.84	1.93	163.76	1.18	2.29	70.05	0.56	1.09
石膏	140.55	1.32	3.02	203.18	1.76	3.42	211.96	1.85	3.58
混合材料	694.21	5.04	11.55	1009.17	7.10	13.79	1505.21	8.97	17.39
其他材料		0.82	1.88		1.30	2.53	-	1.72	3.33
合计		43.62	100.00		51.50	100.00		51.61	100.00

资料来源: 公司提供

煤炭采购方面 2014 年采购量为 389.26 万吨, 采购金额为 20.53 亿元。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, 2014 年采购量为 218573.61 万 kwh, 金额为 12.32 亿元, 占比为 23.89%, 采购金额和占比均有所上升。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所致。

石灰石矿山资源方面，截至 2014 年底，公司拥有的 12 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 2014 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)	2329	16	146
辽阳天瑞水泥有限公司	18118	44	412
大连天瑞水泥有限公司	15770	26	607
卫辉市天瑞水泥有限公司	12796	43	298
天瑞集团禹州水泥有限公司	12297	33	373
天瑞集团郑州水泥有限公司	10718	26	412
天瑞集团南召水泥有限公司	8970	49	183
天瑞集团萧县水泥有限公司	7972	44	181
天瑞集团汝州水泥有限公司	5185	17	305
天瑞集团光山水泥有限公司	5257	26	202
辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	1930	27	70
海城市第一水泥有限公司	1890	27	70
<b>合计</b>	<b>103262</b>		<b>3259</b>

资料来源: 公司提供

原材料供应商方面，2014 年公司向前 5 名供应商采购金额合计为 19.04 亿元，占公司全部原材料采购金额的 27.28%。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 2014 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	82521.58	11.82	电力
陕西省煤炭运销(集团)有限责任公司	48472.47	6.94	煤炭
辽宁省电业公司	30817.24	4.41	电力
河南财鑫科技有限公司	15069.42	2.16	煤炭
陕西火石咀煤矿有限责任公司	1,512.82	1.94	煤炭
<b>合计</b>	<b>190393.53</b>	<b>27.28</b>	

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。2014 年，受国内铁路货运市场疲软影响，该板块收入有所下降，实现收入 7.40 亿元，同比下降 12.74%；产量为 64942 吨，同比上升 8.67%；销量为 65972 吨，同比下降 7.45%；产销率下降至 101.70%。

销售和采购方面，2014 年公司销售和采购模式及客户均无重大变化。

表 13 公司铸造板块产销情况

(单位: 吨、%、元/吨)

产品	项目	2012 年	2013 年	2014 年
铸钢件	产能	100000	100000	100000
	产量	110071.90	59762.12	64942
	产能利用率	110.07	59.76	64.94
	销量	95060.36	71279.54	65972
	产销率	86.36	119.27	101.70
	销售均价	12798.36	12731.76	11265.71

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），其中一座五星级酒店已于 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。2014 年公司旅游酒店板块收入为 3.36 亿元。2014 年，公司旅游酒店板块接待游客合计 313.39 万人次，其中尧山景区接待游客 67.37 万人次，实现收入 0.93 亿元；大佛景区接待游客 156.83 万人次，实现经营收入 1.62 亿元。

#### 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，2014 年正式投产。得益于于此，该板块收入从 2013 年 1.35 亿元大幅上升至 4.99 亿元，收入大幅提升，并扭亏为盈。

#### 6. 在建项目

截至 2014 年底，公司在建项目 35 个，在建项目合计预算总投资 74.67 亿元，已完成投资 49.90 亿元，尚需投资 24.77 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 2014 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 2014 年底已完成投资	工程进度	尚需投资金额
水泥及熟料板块	南召生产线工程	11302.02	11302.02	100	0
	卫辉生产线工程	34000	29144.43	85	4855.57
	光山生产线工程	15518.79	14277.29	92	1241.5
	荥阳生产线工程	38000	31877.26	83.8	6122.74
	辽塔生产线工程	12000	11494.15	95	505.85
	禹州生产线工程	5655.65	4799.01	85	856.64
	萧县生产线工程	13000	7339.18	56	5660.82
	海城余热发电	10000	7104.5	71	2895.5
	老虎生产线工程	13600	6715.77	49	6884.23
	金海岸生产线工程	8800	6902.97	78	1897.03
铸造板块	车轮生产线项目工程	38485.81	37169.09	96.6	1316.72
	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
	三厂设施建设工程	620	464.56	75	155.44

	四厂技术改造工程项目	15259.95	12207.96	80	3051.99
	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）	46385.16	41746.65	90	4638.51
焦化板块	捣固焦生产线	79469.71	50981.81	64.15	28487.9
	大佛景区基础及配套设施	21565.4	17036.67	79	4528.73
	芦堤度假酒店工程	66940.93	60916.25	91	6024.68
	旅游管理中心工程	2747.73	1103.67	40.2	1644.06
	温泉度假酒店工程	12097.4	11218.11	92	879.29
	温泉养生中心工程	50890.82	45801.74	90	5089.08
	归根园项目	27826.25	20869.69	75	6956.56
	圣像景区	10052.62	10052.62	100	--
旅游板块	游客服务中心	7202.32	2880.93	40	4321.39
	佛尧轻轨工程	65300	653	1	64647
	高尔夫球场工程	20000	1738.07	8	18261.93
	国际会议中心工程	371.2	111.26	30	259.84
	景区快捷酒店工程	1200	315.8	26	26
	玉皇顶建设工程	3675	2205	60	1470
	其他旅游项目工程	71310	21393	30	49917
	其他工程项目	29084.61	18905	65	10179.61
	<b>合计</b>	<b>746665.66</b>	<b>499013.01</b>		<b>247652.65</b>

资料来源：公司提供

## 八、财务分析

公司 2014 年合并财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。截至 2014 年底，公司纳入合并范围的子公司共 49 户，较 2013 年增加 6 家，合并范围的变化对公司财务报表影响较小，报表具有较好可比性。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 538.73 亿元，所有者权益合计 229.97 亿元（其中少数股东权益 55.12 亿元）。2014 年公司实现营业收入 109.08 亿元，利润总额 11.32 亿元。

### 1. 盈利能力

2014 年，受益于合并报表范围的扩大，2014 年公司营业收入为 109.08 亿元，较 2013

年增长 3.67%，营业成本为 82.39 亿元，同比增长 4.72%，毛利率保持相对稳定。同期，公司期间费用 21.59 亿元，较 2013 年增加 1.82 亿元，主要是由于公司有息债务规模有所上升，相应的利息支出增加所致，2014 年公司财务费用支出 10.86 亿元，较 2013 年增加 1.53 亿元。2014 年公司获得投资收益 0.39 亿元，较上年下降 0.1 亿元。受利息支出上升以及投资收益减少，2014 年公司实现营业利润 4.64 亿元，较上年的 6.33 亿元下降了 26.70%。2014 年公司营业外收入继续下降至 6.81 亿元。2014 年公司实现利润总额 11.32 亿元，净利润 9.18 亿元，分别较上年下降 27.34% 和 21.20%，总资产收益率为 2.36%，同比下降 1.4 个百分点，净资产收益率为 3.99%，同比下降 1.27 个百分点，盈利指标有所下滑。

总体看，受益于合并报表范围的扩大以

及水泥价格的小幅上升，2014 年公司收入规模有所增长，毛利率相对稳定，但由于外部融资规模上升，财务费用明显增加，公司盈利能力有所下滑。

## 2. 现金流

经营活动方面，从现金流入看，公司经营现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金，2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 118.30 亿元（占经营活动现金流入的 57.00%），较 2013 年上升 7.54%，主要由于销售增长和收现质量提高；由于和关联方之间的往来频繁，2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金 86.43 亿元，较 2013 年增长 36.26%。从现金流出看，公司经营现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金，2014 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 85.69 亿元（占经营活动现金流出的 46.56%），较 2013 年减少 2.24%；支付其他与经营活动有关的现金为 83.09 亿元，同比上升 79.11%，主要是公司与关联方之间的资金往来及工程款增加所致；同期经营活动现金流出 184.03 亿元，较 2013 年增加 23.28%。

2014 年，公司经营现金净流量为 23.51 亿元，较 2013 年的 26.65 亿元减少 11.78%。

2014 年，公司投资活动现金流入为 18.46 亿元，以收回投资收到的现金（占比 87.38%）为主，其中主要是购买理财产品款收回的现金；投资活动现金流出为 53.99 亿元，以投资支付的现金（占比 71.23%）为主，主要用于购买银行理财产品。由于公司项目投资支出和股权投资的减少，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比下降 24.49%，取得子公司等支付的现金净额减少 75.16%。2014 年公司投资活动净现金流为 -35.53 亿元，投资活动净流出规模较上年有所

上升。

筹资活动方面，公司取得借款收到的现金为 100.40 亿元，较上年增长 44.25%。2014 年公司筹资活动现金流入 125.76 万元，同比小幅上升 3.56%。2014 年公司偿还债务支付的现金 94.17 亿元，基本与 2013 年持平，但由于利息支出增加，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 10.24 亿元，较 2013 年上升 15.45%。由于公司间接融资规模显著上升，2014 年筹资产生的现金流量净额为 18.53 亿元。

总体看，公司经营现金流入规模较大，收入实现质量提高；但由于关联往来频繁、投资需求较大等原因，公司仍存在一定外部融资需求。

## 3. 资本及债务结构

### 资产

截至 2014 年底，公司资产总额 538.73 亿元，同比增加 7.20%，其中流动资产和非流动资产分别占 29.17% 和 70.83%，与 2013 年相比变化不大，仍以非流动资产为主。

### 流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产为 157.15 亿元，同比增长 7.27%，流动资产主要由货币资金（占比 36.63%）、预付款项（占比 14.37%）、其他应收款（占比 45.49%）和存货（占比 13.59%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金为 57.56 亿元，同比上升 14.48%，其中受限制的货币资金为 34.75 亿元（占比 60.36%），主要为银行保证金存款。

截至 2014 年底，公司预付款项 22.59 亿元，同比减少 25.86%，主要是由于当年公司工程项目投资减少所致。

截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 45.72 亿元，扣除坏账准备后为 45.49 亿元，同比增加 25.11%，其中，一年内应收金额 22.93 亿元，占比 50.41%；一至两年内的应收

金额 14.15 亿元，占比 31.11%。

截至 2014 年底，公司存货净额为 21.36 亿元，同比增加 42.59%，主要由原材料和库存商品构成，其中原材料净额 12.13 亿元，占比 56.79%；库存商品 8.57 亿元，占比 40.12%。

#### 非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产为 381.58 亿元，同比增长 7.17%，以长期股权投资（占比 7.74%）、固定资产（占比 30.76%）、在建工程（占比 13.08%）和无形资产（占比 43.25%）为主，非流动资产结构变化不大。

总体看，公司货币资金中受限部分较多，应收类科目和存货占比较大，占用较多营运资金，公司资产流动性一般；非流动资产中，固定资产和无形资产规模占比较高，随着在建工程的逐渐完工，固定资产占比预计将呈增长趋势。

#### 负债

截至 2014 年底，公司负债总额 308.76 亿元，同比上升 9.71%。流动负债合计 183.33 亿元，占比 59.38%，其中，应付票据由于采购过程中票据结算大幅减少，降至 7.20 亿元，同比减少 63.64%。应付账款 19.62 亿元，同比上升 27.07%，主要是由于 2014 年公司票据使用大幅减少所致。预收款项 3.26 亿元，同比增长 68.04%，主要是因为公司为平衡上下游结算方式，对预收政策作出了相应调整。由于债券融资规模上升，公司应付利息 3.66 亿元，同比上升 55.74%。其他应付款 57.32 亿元，较上年末小幅增长 2.08%，主要是应付关联方往来款及工程款。一年内到期的非流动负债 20.32 亿元，同比上升 38.33%。其他流动负债 23 亿元，较上年末增加 2 亿元，全部为公司发行的短期融资券。非流动负债占比 40.62%，较 2013 年底有上升 21.63%，主要由于应付债券增加 27.76 亿元。2014 年，公司为了减少财务费用支出，增加了债务融资工具的融资比例，置换了部分利率较高的短期、长期借款。截至 2014 年末，公司长期

借款 20.59 亿元，同比下降 20.19%；应付债券 62.76 亿元，同比大幅增长 79.31%。

截至 2014 年底，公司全部债务为 186.41 亿元，较 2013 年底上升 12.21%；同期的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.31%、40.88% 和 26.60%，三者均比 2013 年底有所上升。

总体看，公司负债水平有所上升，债务负担仍然较重。

#### 所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 229.97 亿元，同比小幅上升 4.01%。其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 5.44%、58.76% 和 11.33%，少数股东权益占 23.97%，所有者权益结构较稳定。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 85.72% 和 74.07%，较 2013 年底分别上升 3.56 个和 0.31 个百分点。2014 年，经营性现金流净额出现下滑，经营现金流动负债比由 2013 年的 14.95% 降至 12.83%。公司经营活动现金流入量规模大，经营活动现金流入量对公司流动负债的覆盖程度较高，但由于受限货币资金规模大。总体来看，公司存在一定的短期偿债压力。

2014 年，由于期间费用上升等原因，公司盈利能力有所下降，使得同期 EBITDA 小幅减少，从 2013 年的 36.20 亿元降至 35.49 亿元；同期债务规模有所上升，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 4.48 倍和 2.97 倍，全部债务/EBITDA 有所上升，EBITDA 利息倍数有所下降。整体看，公司偿债能力尚可但有所下滑。

截至 2015 年 3 月底，公司获得银行授信额度 591.33 亿元，尚未使用 421.71 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2014 年底，公司对外担保合计 4.06

亿元。

#### 5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

#### 6. 抗风险能力

基于对公司自身经营情况和财务风险，联合资信认为公司的抗风险能力强。

### 九、存续期内债券及募集资金使用情况

公司于 2014 年发行的“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”和“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”，2015 年发行的“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”和“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02”共募集资金 50 亿元，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。整体项目总投资 123 亿元。其中，公司收购河南省和辽宁省的水泥企业，收购项目及后续技术改造所需资金为 114.66 亿元，对现有项目进行技术改造，所需资金约 8.34 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司使用募集资金收购了河南永安水泥有限责任公司 100% 股份，河南同力水泥股份有限公司 15.03% 股份和中国山水水泥集团有限公司 28.16% 股份等。实际募集资金用途与核准的发债用途一致。

### 十、存续期内债券偿债能力

2014 年公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为 35.49 亿元、207.54 亿元和 23.51 亿元，对上述存续期内债券的保护倍数分别为 0.71 倍、4.15 倍和 0.47 倍，对上述存续期内债券的保障程度一般。

### 十一、增信分析

公司实际控制人李留法（持有公司 70% 股份）、股东李凤变（持有公司 30% 股份，与李留法系夫妻关系）承诺：同意以个人全部财产为公司存续期内债券的到期兑付（包括本金、利息及其他应承担的费用）承担连带责任保证。

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，债券存续期内，当公司对债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，每次付息和本金兑付首日前 20 个工作日给予公司不超过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），该贷款仅用于为公司存续期内债券偿付本息，以解决公司本息偿付困难。

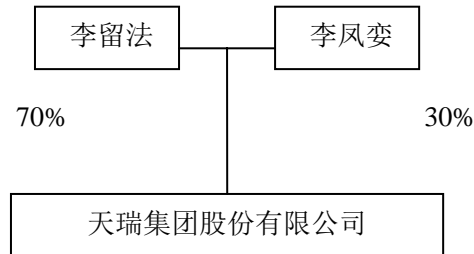
上述承诺对存续期债券的安全性提供了一定保障作用。

### 十二、结论

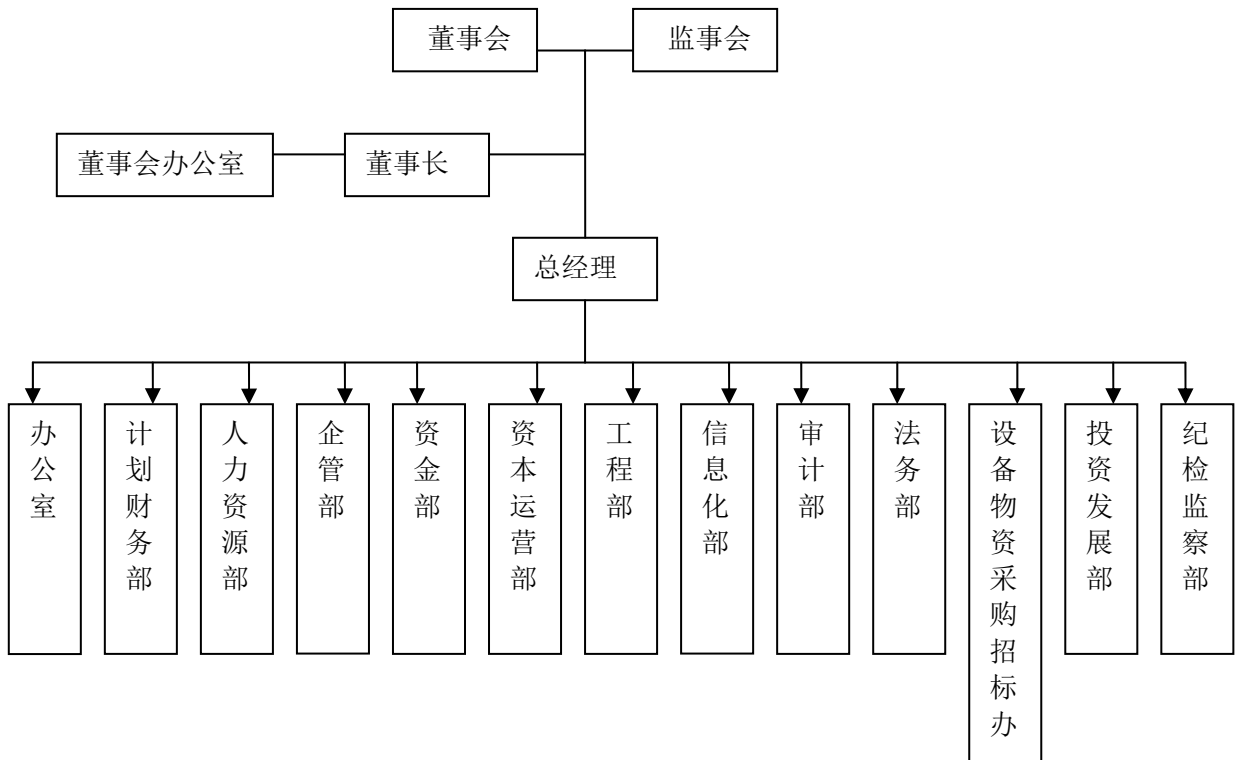
综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”、“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”、“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”和“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02” AA<sup>+</sup> 的信用等级。



附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2012 年	2013 年	2014 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	54.69	53.38	59.69
资产总额(亿元)	461.16	502.54	538.73
所有者权益(亿元)	207.98	221.12	229.97
短期债务(亿元)	99.61	100.48	98.69
长期债务(亿元)	46.70	65.64	87.72
全部债务(亿元)	146.31	166.12	186.41
营业总收入(亿元)	91.74	105.22	109.08
利润总额(亿元)	16.97	15.58	11.32
EBITDA(亿元)	32.40	36.20	35.49
经营性净现金流(亿元)	13.47	26.65	23.52
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	12.39	8.73	9.94
存货周转次数(次)	4.94	5.34	4.53
总资产周转次数(次)	0.25	0.22	0.21
现金收入比(%)	111.94	104.55	108.46
营业利润率(%)	25.81	24.43	23.71
总资本收益率(%)	4.61	3.76	2.36
净资产收益率(%)	6.79	5.27	3.99
长期债务资本化比率(%)	17.59	21.57	26.60
全部债务资本化比率(%)	40.91	38.82	40.88
资产负债率(%)	54.90	56.00	57.31
流动比率(%)	71.92	82.16	85.72
速动比率(%)	63.37	73.76	74.07
经营现金流动负债比(%)	7.96	14.95	12.83
EBITDA 利息倍数(倍)	3.21	3.05	2.97
全部债务/EBITDA(倍)	4.45	3.88	4.48

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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 / 主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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