

2013 年天瑞集团水泥有限公司
公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【528】号 01

增信方式：保证担保
担保主体：天瑞集团铸
造有限公司和天瑞集团
旅游发展股份有限公司
债券剩余规模：20 亿元
债券到期日期：2021 年
02 月 04 日
债券偿还方式：本期债
券按年付息，到期一次
还本，附第 5 年末投资
者回售选择权

分析师

姓名：
罗力 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
luol@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司水泥制造
企业主体长期信用评级
方法，该评级方法已披
露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼
电话：0755-82872897
网址：www.pyrating.cn

2013 年天瑞集团水泥有限公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 06 月 22 日	2016 年 06 月 27 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对天瑞集团水泥有限公司（以下简称“天瑞水泥”或“公司”）及其 2013 年 02 月 04 日发行的 20 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到跟踪期内，公司水泥生产规模较大，在河南省及辽宁省市场占有率仍然较高；公司盈利能力提升，经营性现金流表现良好；天瑞集团铸造有限公司（以下简称“天瑞铸造”）与天瑞旅游集团股份有限公司（以下简称“天瑞旅游”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能对本期债券本息偿付提供保障。同时我们也关注到公司主要所属区域市场经济增速放缓，水泥产量有所下降；煤炭价格大幅上涨导致公司面临一定成本上升压力；公司期间费用较高、面临一定偿债压力及或有负债等风险因素。

正面：

- 公司水泥生产规模较大，在河南省及辽宁省市场占有率仍然较高。截至2017年3月末，公司拥有18条熟料生产线，熟料产能为2,583万吨/年；水泥磨机55台，水泥产能达到5,263万吨/年；2016年公司水泥在河南省及辽宁省的市场占有率分别为21.80%和27.90%，市场占有率仍然较高。
- 公司盈利能力提升，经营性现金流表现良好。水泥及熟料价格提升提高了公司盈利能力，2016年公司综合毛利率同比提高6.39个百分点，经营活动现金净流入18.23亿元，同比增长94.61%；2017年1季度公司综合毛利率提高至32.57%，经营活动现金净流入13.87亿元。

- **天瑞铸造与天瑞旅游提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能对本期债券本息偿付提供一定保障。**2016年天瑞铸造与天瑞旅游经营相对稳定，其中天瑞铸造实现营业收入8.65亿元，利润总额0.47亿元；天瑞旅游实现营业收入4.71亿元，利润总额1.54亿元。上述两家公司提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能对本期债券本息偿付提供一定保障。

关注：

- **公司主要所属区域市场经济增速放缓，水泥产量有所下降。**2016年河南省区域经济与固定资产投资增速继续放缓，辽宁省GDP、固定资产投资及房地产开发投资均出现下滑，受此影响，2016年辽宁省及河南省水泥产量同比分别下降4.70%和4.50%。
- **2016年下半年以来煤炭价格大幅上涨，公司面临一定成本上升压力。**受政策调控影响，我国煤炭价格指数由2016年6月初的125.90提高至2016年11月初的157.80，涨幅为25.34%，后续趋于稳定，但保持在高位；2016年公司煤炭采购价格453.16元/吨，同比上涨12.83%；2017年1季度公司煤炭采购均价上涨至689.33元/吨，面临一定成本上升压力。
- **公司期间费用率仍较高，对利润构成一定侵蚀。**2016年公司期间费用率虽有所下降，但仍高达24.49%，对利润构成一定侵蚀。
- **公司有息债务规模仍较大，面临一定偿债压力。**2016年末，公司有息债务110.43亿元，占期末负债余额的比重为79.73%，而流动比率与速动比率分别为1.34和1.23，EBITDA利息保障倍数为2.35，有息债务与EBITDA的比值为5.14，各项偿债能力指标表现一般，面临一定偿债压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至2017年3月末，公司对外担保余额合计11.27亿元，占当期末净资产的比重为10.89%，且无反担保措施，存在一定或有负债风险。

主要财务指标:

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	2,403,705.79	2,410,943.26	2,675,255.71	2,192,469.42
所有者权益合计(万元)	1,035,251.30	1,025,833.73	947,252.46	772,424.16
有息债务(万元)	1,080,920.70	1,104,328.13	1,487,284.81	1,139,995.84
资产负债率	56.93%	57.45%	64.59%	64.77%
流动比率	1.36	1.34	1.06	0.81
速动比率	1.24	1.23	0.99	0.67
营业收入(万元)	129,019.71	619,712.25	637,294.66	915,161.29
营业利润(万元)	7,874.71	19,525.43	6,025.61	43,252.85
利润总额(万元)	12,532.74	45,317.52	32,695.91	77,176.85
综合毛利率	32.57%	27.44%	21.05%	23.72%
总资产回报率	-	5.20%	5.18%	7.79%
EBITDA(万元)	50,300.35	214,707.10	200,323.75	242,941.70
EBITDA 利息保障倍数	2.67	2.35	1.98	2.51
经营活动现金流净额(万元)	138,748.34	182,346.46	93,697.79	163,832.62

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

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]186号文件批准，公司于2013年2月4日公开发行20亿元公司债券，票面利率为7.10%。本期债券募集资金中1.6亿元用于补充公司营运资金，18.24亿元用于收购10个粉磨站、3个熟料生产线和1座矿山（配套熟料生产线），已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年，公司收到控股股东中国天瑞（香港）有限公司（以下简称“天瑞香港”）对公司增资款43,707.28万元，公司控股股东、实际控制人及主营业务均未发生变更。截至2017年3月31日，公司注册资本为59,405.25万美元，实收资本55,676.00万美元，天瑞香港为公司控股股东，李留法为公司实际控制人，公司产权关系如附录五所示。

2016年公司完成对盘锦金润水泥有限责任公司及辽阳天瑞辽塔矿业有限公司的收购，于当年纳入合并报表范围，这两个子公司主要从事水泥生产及水泥用石灰石开采业务，提高了公司水泥生产及石灰石供应能力。截至2017年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共32家，具体明细见附录六。

表 1 2016 年公司新增纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册资本	持股比例	业务性质
盘锦金润水泥有限责任公司	1,000.00	100.00%	水泥生产、销售；地砖生产等
辽阳天瑞辽塔矿业有限公司	50.00	100.00%	水泥用石灰石开采

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为241.09亿元，所有者权益为102.58亿元，资产负债率为57.45%；2016年度，公司实现营业收入61.97亿元，利润总额4.53亿元，经营活动现金净流入18.23亿元。

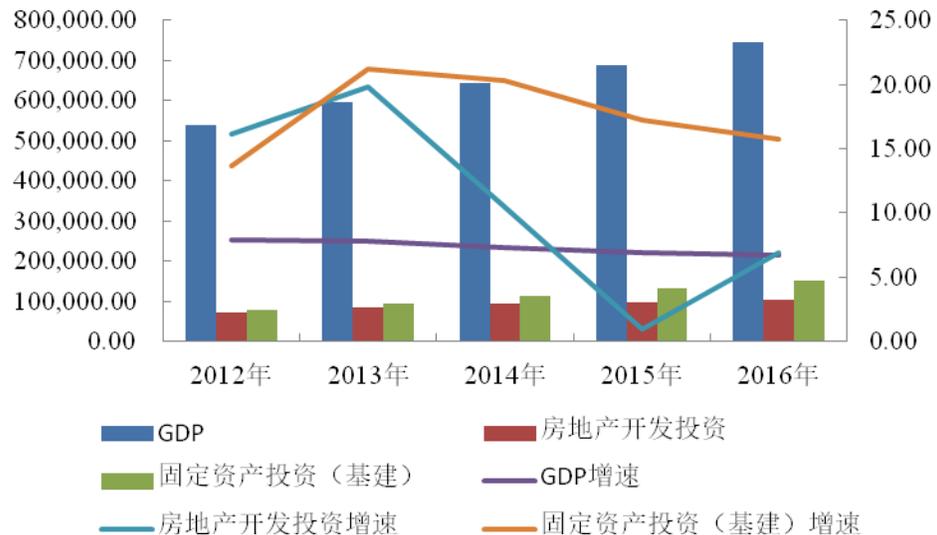
截至2017年3月31日，公司资产总额为240.37亿元，所有者权益为103.53亿元，资产负债率为56.93%；2017年1季度，公司实现营业收入12.90亿元，利润总额1.25亿元，经营活动现金净流入13.87亿元。

三、运营环境

2016年水泥行业供需格局有所改善,水泥价格及水泥行业经济效益明显提升,未来“一带一路”等战略实施将为水泥市场打开一定需求空间,但水泥行业产能过剩局面仍未改变,预期我国水泥价格未来大幅上涨的可能性不大

2016年我国仍处于经济转型及产业结构调整期,在通过“供给侧改革”提高经济发展质量的同时,经济增速进一步放缓,全年实现国民生产总值74.41万亿元,同比增长6.7%,较2015年下降0.2个百分点。受经济下行压力较大影响,我国持续通过高投资缓解经济下行压力,2016年我国完成基建投资15.20万亿元,同比增长15.71%。房地产市场方面,2015年我国房地产投资增速大幅下滑至1.0%,而2015年及2016年商品房销售面积增速分别为6.5%和22.5%,房地产库存得以消化,推动2016年房地产投资同比增长6.9%。

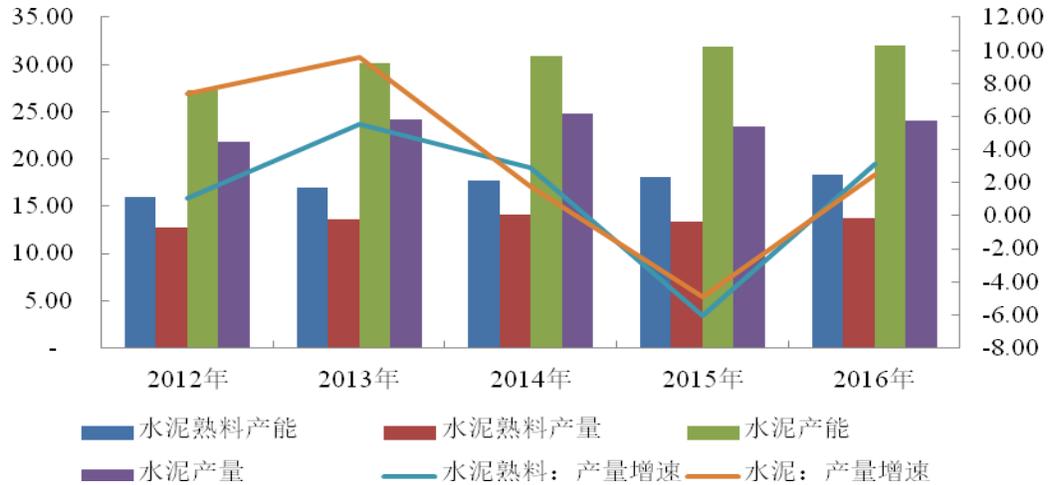
图1 2012-2016年我国GDP、房地产及基建投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

受淘汰落后产能、严控新增产能等“去产能”政策的调整影响,2016年末我国水泥熟料生产线1,769条,较2015年同期仅增加5条;设计产能增加至18.3亿吨,同比仅增长1.10%,较2015年下降1.56个百分点。产量方面,在基建投资保持高速增长以及房地产投资回暖叠加影响下,2016年我国水泥熟料、水泥产量分别为13.76亿吨和24.03亿吨,同比分别增长3.09%和2.50%,增速较2015年分别提高9.14和7.40个百分点。

图2 近年我国水泥及熟料产能、产量及其增长情况（单位：亿吨、%）

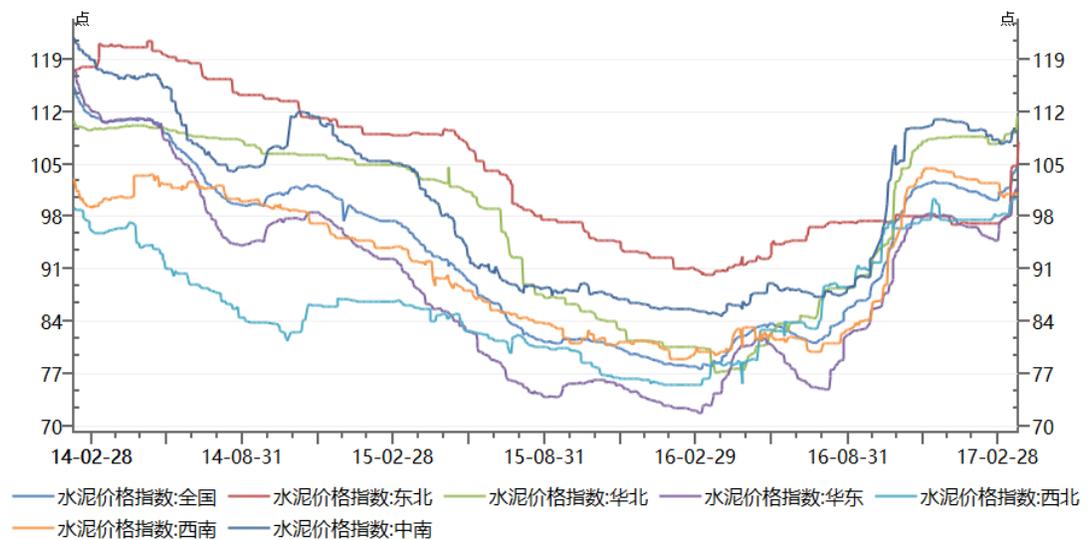


注：未考虑水泥行业实际产能大于设计产能的情况， i 年水泥产能= i 年水泥熟料产能* (i 年水泥产量/ i 年水泥熟料产量)

资料来源：wind 资讯，鹏元整理

在基建投资高增长、房地产市场回暖等需求好转以及政策与企业协力控制产量的共同作用下，我国水泥行业供需格局有所改善，加之煤炭价格上升的成本推动作用，2016年3月以来我国水泥行业价格逐步回升，我国水泥价格指数由2016年3月初的77.76最高提升至2016年末的102.54，价格大幅提升推动水泥行业经济效益明显好转，国家统计局数据显示，2016年我国水泥行业实现收入8,764亿元，同比增长1.2%，实现利润518亿元，同比大幅增长55%。

图3 2014年1月-2017年3月我国水泥价格指数走势情况



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

受房价大幅上涨影响，2017年以来我国各地区先后出台新一轮限购政策，房地产行业政策收紧将一定程度上抑制房地产投资。为缓解经济下行压力，未来我国投资规模有望保持高速增长，“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”以及“新一轮振兴东北老工业基地”战略的层层推进，基础设施、产业布局、生态环保等方面重大工程的实施将为我国水泥行业打开一定需求空间。

然而，目前我国水泥行业产能过剩的局面仍未改变，2016年末我国水泥产能31.95亿吨，过剩7.93亿吨。持续推进水泥行业供给侧改革，淘汰落后产能、严控新增产仍是水泥行业政策调控的主基调。同时我们关注到，在水泥行业经济效益大幅好转的情况下企业间协同限产在利益的驱动下能否有效执行存在不确定性，同时水泥价格提升一定程度上也刺激部分亏损停产的中小水泥企业复产，进而扩大水泥供给。

整体而言，2016年水泥行业供需格局有所改善，水泥价格及水泥行业经济效益明显提升，未来“一带一路”等战略实施将为水泥市场打开一定需求空间，但水泥行业产能过剩局面仍未改变，预期我国水泥价格未来大幅上涨的可能性不大。

电价调整以及电力自给率提升有助于降低水泥行业生产成本，但2016年下半年以来煤炭价格大幅上涨，未来需关注政策调整、供需变化等对煤炭价格产生的影响

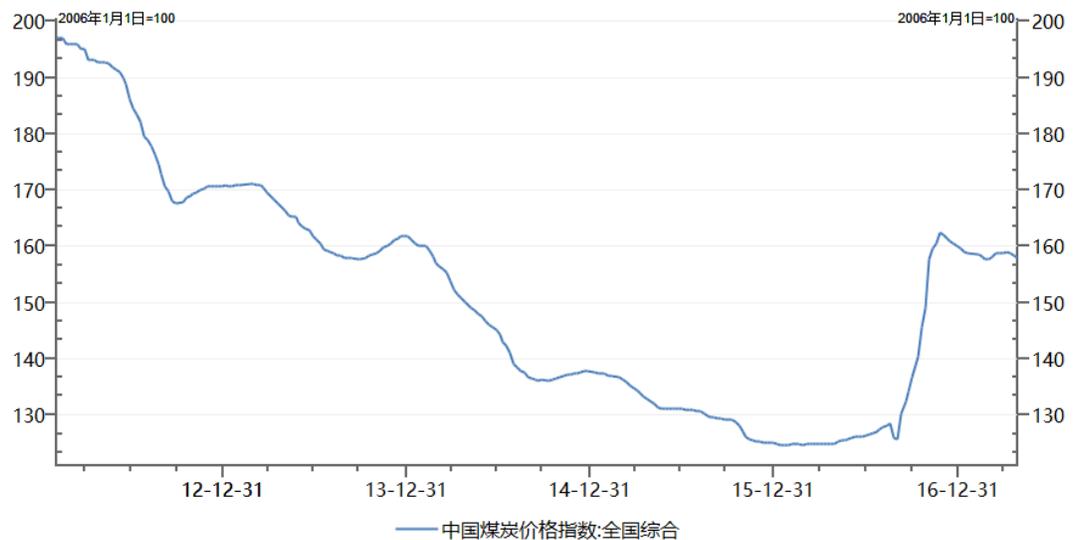
水泥行业生产成本主要包括煤、电等能源成本、石灰石原材料成本以及折旧和物流等成本，其中煤、电等能源成本和石灰石原材料成本约占水泥生产成本的70%左右。我国水泥企业大多分布在矿山资源丰富的区域，石灰石自给率普遍较高；煤炭主要来自外部采购；电力供应以往主要通过外购，现在多数大型水泥企业通过建设低温余热发电站对余热循环利用来降低外购电力的比例进而降低生产成本，但电力外购部分的价格主要受政策因素影响，水泥企业议价能力较差。

近年煤炭价格下跌导致煤炭企业亏损加剧，为抑制煤炭价格下跌，2016年3月，国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，通知规定从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日重新确定生产能力，即直接将现有合规产能乘以0.84（276除以330）的系数后取整，作为新的合规生产能力。受此政策影响，全国煤炭产量大幅下降，煤炭库存情况得到明显改善。受益于去产能政策的不断推进导致煤炭产量及库存下降，2016年下半年以来我国煤炭价格快速上涨，受煤价上涨过快影响，2016年9月8日，国家发展改革委、能源局、煤矿安监局及煤炭工业协会召开稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案启动会议；同时，国家发改委明确部分先进煤矿产能可以按照330个工作日进行生产，但应保证煤矿年度产量不突破276个工作日核定的产能。上述政策实施后，煤炭价格仍然没有停止上涨势头，煤炭价格指数由2016

年6月初的125.90提高至2016年11月初的157.80，涨幅为25.34%。2016年11月16日，国家发改委宣布：所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在2017年采暖季结束前都可按330个工作日组织生产，2016年11月份以后煤炭价格才整体维持平稳。

综合来看，近年自身和下游产能过剩及环保监管趋严导致煤炭价格持续下行，政策调整推动2016年下半年以来煤炭价格快速上涨，考虑到煤炭及下游行业仍处于较严重的产能过剩状态，面临结构性调整，预期煤炭价格指数大幅上涨的可能性较低，但需关注政策调整、供需变化等对煤炭价格产生的影响。

图4 近年我国煤炭价格指数变动情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

电力价格则受政策因素影响较大，从电价政策调整方向来看，近年国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）一方面通过差别化电价来提高淘汰类水泥的生产成本以加速其退出，如2016年1月国家发改委和工信部发布《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，对高能耗企业实行高电价；另一方面通过降低工商企业的用电价格来减轻企业负担（2015年4月20日开始全国工商企业电价降低0.18元/度）。此外，在外购电价高于自身发电成本的情况下，水泥企业也有动力提高水泥窑低温余热发电比例以降低生产成本。

整体而言，电价调整以及电力自给率提升有助于降低水泥行业生产成本，但2016年下半年以来煤炭价格大幅上涨，未来需关注政策调整、供需变化等对煤炭价格产生的影响。

政策一定程度上抑制了水泥行业新增产能，预计未来水泥行业集中度将进一步提高

2016年以来，我国水泥行业政策主要围绕严控新增产能、淘汰落后产能以及提高行业集中度等方面。2016年5月国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长

调结构增效益的指导意见》，要求“到2020年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间，水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右”，各省、自治区等积极出台相应配套政策，对其所在区域在限制新增产能、淘汰落后产能、提高产能集中度等方面做了整体部署。从政策执行效果来看，2016年我国水泥熟料新增设计产能2,558万吨，较2015年减少2,154万吨，新增产能得到抑制。

此外，我国水泥市场在水泥生产技术趋同、产业处于成熟期及政策鼓励等多因素影响下，行业集中度不断提高。行业内部分企业通过技术改造、并购等实现自身产能的扩张及市场竞争力的提升，企业间强强联合、兼并重组不断推进，主要体现在全国性大型企业集团并购地方性企业及地方性龙头企业并购当地二三线企业。从国家重点支持的12家全国大型水泥企业来看，其中11家企业（未包含山东山水水泥集团有限公司）2015年水泥熟料产能占全国水泥熟料设计产能的比重为38.56%，较2014年提高1.16个百分点。此外，在水泥生产技术趋同、产业处于成熟期及政策鼓励等多因素影响下，预计未来我国水泥行业集中度将进一步提高。

表 2 2016 年以来我国水泥行业主要政策梳理

发布时间	发布单位	政策文件	主要内容
2016.1	国家发改委、工信部	《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》	自2016年1月起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。
2016.5	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	到2020年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间，水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右。
2016.7	福建省人民政府	《福建省推进供给侧结构性改革总体方案（2016-2018年）》	严禁违规建设钢铁、煤炭、水泥、平板玻璃、船舶等行业新增产能项目。
2016.8	云南省工信委	《云南省建材工业稳增长调结构增效益实施方案》	到2020年，水泥熟料总产能控制在8,600万吨以内，其中前5户企业产能占全省总量70%以上，全省水泥熟料产能平均发挥率保持在80%以上； 2020年底前，各级投资主管部门严禁备案扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目，严防借开展协同处置、发展工业玻璃之名建设新增水泥熟料、平板玻璃产能的项目； 淘汰落后产能、促进联合重组。
2016.8	工信部	《工业绿色发展规划（2016-2020年）》	水泥行业实施高固气比熟料煅烧、大推力多通道燃烧等技术改造；因地制宜推进水泥窑协同处置固体废物；开展水泥生产原料替代，利用工业固体废物等非碳酸盐原料生产水泥，减少生产过程二氧化碳排放。
2016.9	甘肃省人民政府办公厅	《甘肃省建材工业转型发展实施方案》	到2020年，全省水泥行业产能集中度达到85%以上，产能发挥率达到80%以上； 2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥

			熟料、平板玻璃建设项目；未按规定进行产能置换的项目不得再行建设。
2016.9	安徽省人民政府办公厅	《安徽省人民政府办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的实施意见》	2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产；停止生产32.5等级复合硅酸盐水泥，重点生产42.5及以上等级产品。
2016.10	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的实施意见》	到2020年，产业结构进一步优化，水泥熟料产能控制在1.1亿吨以内，排名前10家水泥熟料生产企业的生产集中度达80%以上；2020年底前，各地、各部门要严格落实国务院部署要求，不得以任何名义、任何方式备案水泥熟料、平板玻璃新增产能项目；淘汰落后产能、推进联合重组；停止生产32.5等级复合硅酸盐水泥，提高生产和使用42.5及以上等级水泥产品比重。
2016.11	山西省人民政府办公厅	《山西省促进建材工业稳增长调结构增效益实施方案》	到2020年，压减水泥熟料产能1,000万吨以上，产业集中度明显提高，各行业产能利用率回到合理区间；2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目。
2016.11	新疆维吾尔自治区人民政府办公厅	《关于转发新疆水泥行业稳增长调结构增效益实施方案》	2017年力争实现水泥行业盈亏平衡，退出产能500万吨，到2020年，通过错峰生产，压减产能3,000万吨。通过法律与经济手段，力争挤压退出产能3,000万吨；2020年底前，严禁以任何名义、任何方式备案和新建扩大产能的水泥项目；2017年5月1日起，取消全部32.5等级水泥，全面提高水泥产品档次。

资料来源：数字水泥网，鹏元整理

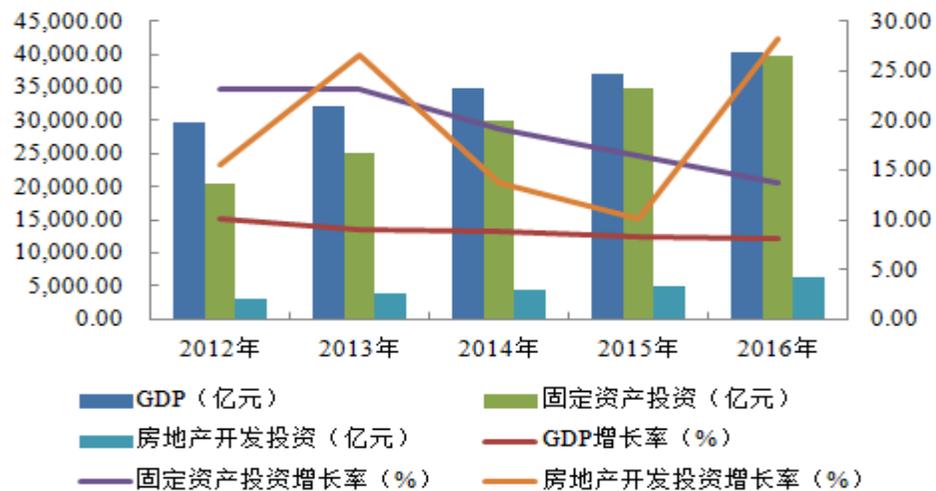
根据目前行业发展趋势，预计未来我国水泥行业集中度将继续提高。首先，我国水泥产能过剩情况仍存在，且目前我国正处于产业结构调整期，经济下行压力依然较大，市场需求或难以有效回暖，部分规模小、抗风险能力较弱的企业将逐步被兼并或淘汰；其次，淘汰落后产能以及行业准入门槛提高等政策因素将加速部分实力较弱的水泥企业被整合、转型或淘汰，而拥有较强实力的水泥企业则通过技术改造、兼并收购等方式扩大产能，增强自身实力；最后，水泥市场的区域性特征也会驱使水泥企业通过规模效应、提高市场占有率及议价能力等因素来提高自身综合竞争力。

同时我们关注到，除全国性大型水泥企业并购地方性企业以及地方性龙头企业并购当地其他水泥企业，大型水泥企业集团之间的整合预期也呈加强之势。如冀东发展集团有限责任公司与北京金隅股份有限公司已完成股权重组，正积极推动资产重组，天瑞集团股份有限公司（以下简称“天瑞集团”）成为中国山水水泥集团有限公司控股股东。

受区域经济、固定资产及房地产投资增长放缓甚至下降影响，辽宁省及河南省水泥产量有所下降，2016年10月以来受政策影响水泥价格大幅回升，但基本面尚未好转，仍需关注投资放缓甚至下滑对水泥需求及价格产生的不利影响

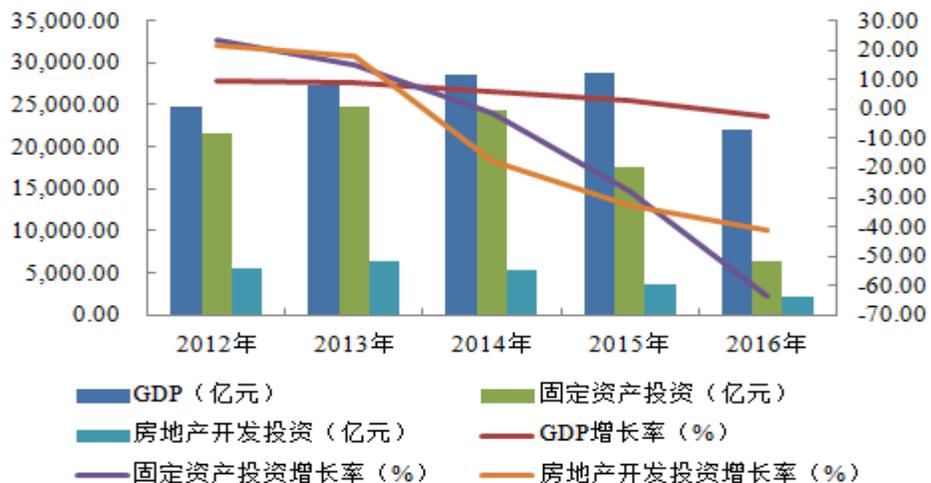
2016年河南省区域经济及固定资产投资增速继续放缓，当年河南省GDP和固定资产投资分别为4.02万亿元和3.98万亿元，同比分别增长8.1%和13.70%，增速分别较2015年下降0.2和2.8个百分点；而河南省房地产市场有所好转，2016年完成房地产开发投资6,179.13亿元，同比增长28.20%，增速较2015年提高18.10个百分点。但辽宁省GDP、固定资产投资及房地产开发投资均出现下滑，2016年辽宁省GDP、固定资产及房地产开发投资同比分别下降2.5%、63.50%和41.10%，经济下滑明显。

图5 2012-2016年河南省GDP、固定资产及房地产开发投资情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

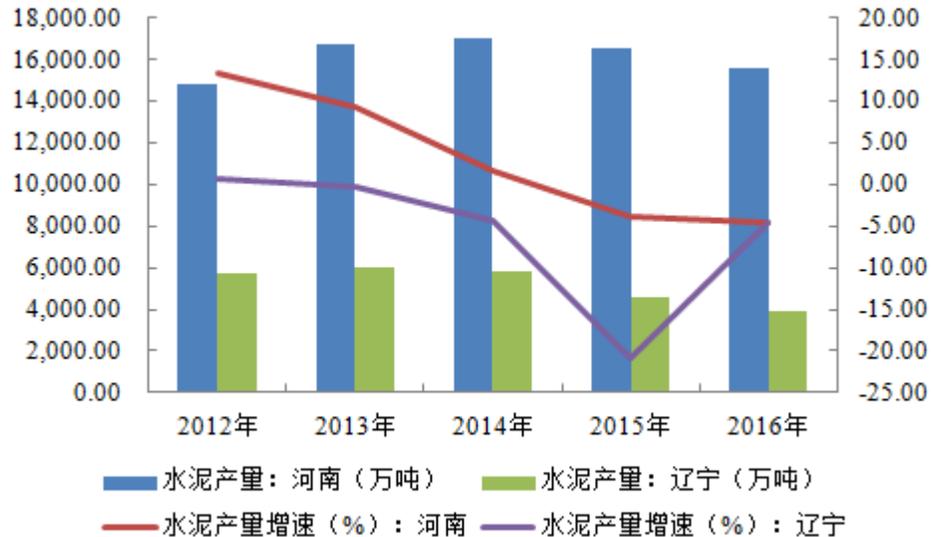
图6 2012-2016年辽宁省GDP、固定资产及房地产开发投资情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

受区域经济、固定资产及房地产投资增长放缓甚至下降影响，2016年辽宁省及河南省水泥产量分别为3,931.37万吨和15,604.21万吨，同比分别下降4.70%和 4.50%。

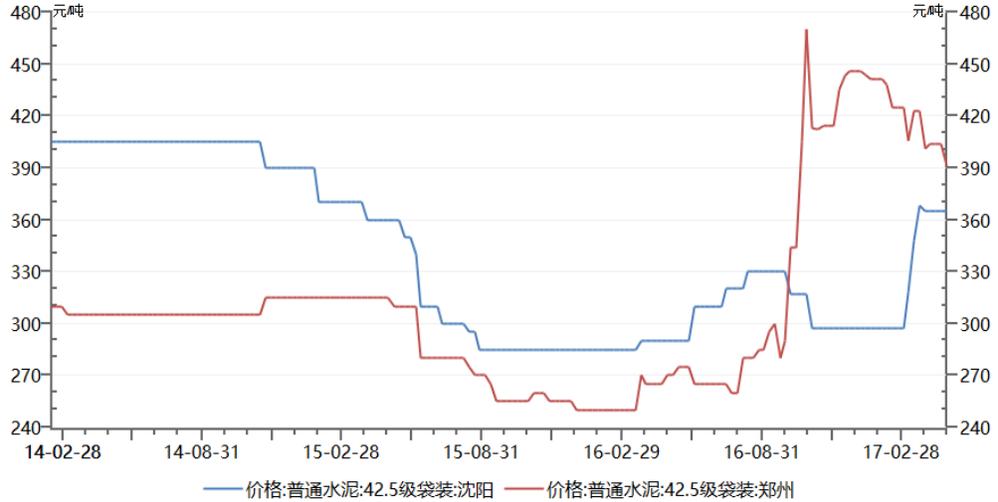
图7 2012-2016年河南省和辽宁省水泥产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

水泥市场需求的低迷也影响该区域内水泥价格走势，2016年1-9月辽宁省及河南省水泥价格依旧维持低位。值得注意的是，2016年10月，工业和信息化部、环境保护部联合发布《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》（工信部联原【2016】351号），要求包括北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等15个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产，在具体时间安排上，错峰生产时间为：辽宁、吉林、黑龙江、新疆自11月1日至次年3月底；北京、天津、河北、山西、内蒙古、山东、河南自11月15日至次年3月15日；陕西、甘肃、青海、宁夏自12月1日至次年3月10日。受此政策影响，2016年10月以来，河南省水泥价格大幅上涨，以郑州市PO42.5水泥价格为例，最高涨至470元/吨，截至2016年末，郑州市PO42.5水泥价格为446元/吨，较2015年末上涨74.90%；但沈阳市PO42.5水泥价格变化不大，主要系区域经济低迷，且第四季度为生产淡季所致。我们认为错峰生产能一定程度上缓解河南和辽宁地区水泥产能过剩的局面，对区域内水泥价格起到一定的支撑作用，但经济增长、固定资产投资仍是决定水泥需求的最重要因素，在宏观环境没有较大改变的情况下，预计水泥需求仍然较为低迷，未来水泥价格涨势是否能维持存在一定不确定性。

图8 2014-2017年4月郑州和沈阳水泥价格情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

整体来看，受区域经济、固定资产及房地产投资增长放缓甚至下降影响，辽宁省及河南省水泥产量有所下降，2016年10月以来受政策影响水泥价格大幅回升，但基本面尚未好转，仍需关注投资放缓甚至下滑对水泥需求及价格产生的不利影响。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，收入仍主要来自水泥及熟料的生产和销售。受2016年上半年水泥市场低迷、水泥价格维持低位以及错峰生产限产影响，2016年公司主营业务收入615,840.86万元，同比下降2.68%。2016年错峰生产政策助推公司水泥及熟料价格上涨，进而推动当年公司主营业务毛利率同比提高6.47个百分点。2017年1季度，公司实现主营业务收入128,550.76万元，毛利率较上年提升5.15个百分点至32.58%，主营业务盈利能力进一步改善。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1季度		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
水泥	124,272.08	32.30%	576,669.05	27.40%	587,596.43	20.83%
熟料	1,641.16	31.81%	27,394.17	19.52%	35,858.73	9.84%
其他	2,637.52	46.58%	11,777.63	47.26%	9,350.66	72.03%
合计	128,550.76	32.58%	615,840.86	27.43%	632,805.81	20.96%

注：其他主要包括销售的矿渣微粉、骨料、石灰石、助磨剂等收入。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司水泥生产规模较大,但公司水泥及熟料产量受市场需求低迷及政策限产影响有所下降,产能利用率降低

公司是国家重点支持的12家大型水泥企业集团之一,是河南省重点扶持的建材(水泥)生产企业、工信部确定的中部水泥行业兼并重组五大龙头企业之一,在中国水泥协会公布的2016年全国水泥熟料产能前50家企业排名中位列第11名。2016年公司完成盘锦金润水泥有限责任公司1台年产100万吨水泥磨机收购。截至2017年3月末,公司拥有18条熟料生产线,熟料产能为2,583万吨/年;水泥磨机55台,水泥产能达到5,263万吨/年。公司水泥及熟料产能分布在河南、辽宁、安徽以及天津地区,其中河南地区和辽宁地区熟料产能占比分别为61.77%和32.48%,水泥产能占比分别为59.34%和32.30%。

表 4 截至 2017 年 3 月末公司水泥及熟料产能分布情况

地区	生产线数量		设计产能	
	熟料(条)	磨机(台)	熟料(万吨/年)	水泥(万吨/年)
河南	10	32	1,595.5	3,123
辽宁	7	19	839	1,700
安徽	1	2	148.5	200
天津	0	2	0	240
合计	18	55	2,583	5,263

注:截至2017年3月末公司水泥及熟料生产线条数、产能同比有所变化主要系部分生产线2016年同期未纳入统计。

资料来源:公司提供

受辽宁省经济下滑导致投资环境更趋严峻、冬季错峰生产及企业间协同限产等因素叠加影响,公司水泥及熟料产量进一步下降,2016年公司水泥及熟料产量分别为2,924.84万吨和2,030.75万吨,同比分别下降5.55%和7.62%,因而导致公司产能利用率有所下降,2016年公司水泥及熟料产能利用率分别为55.57%和78.62%,同比分别下降4.41和6.48个百分点。2017年1季度公司水泥及熟料产量分别为468.92万吨和293.42万吨,产能利用率分别为35.64%和45.44%,主要受季节性因素及冬季错峰生产影响所致。2016年全国熟料产能利用率为75.19%,我国水泥行业产能过剩局面仍未改变,房地产调控政策或将抑制水泥需求,公司熟料产能利用率虽高于行业平均水平,但水泥产能利用率较低,后续需关注产能消化风险。

表 5 公司水泥及熟料生产情况(单位:万吨)

产品	项目	2017年1季度	2016年	2015年
水泥	产能	5,263.00	5,263.00	5,163.00
	产量	468.92	2,924.84	3,096.58

	产能利用率	35.64%	55.57%	59.98%
熟料	产能	2,583.00	2,583.00	2,583.00
	产量	293.42	2,030.75	2,198.26
	产能利用率	45.44%	78.62%	85.10%

注：2017年1季度产能利用率经过年化处理，2015年水泥及熟料产能数据较上次评级有差异主要系部分生产线当期未纳入统计。

资料来源：公司提供

此外，2014年中国天瑞及其附属子公司与天瑞集团签订以公司为受益人的经修订不竞争承诺契据（以下简称“契据”），据此，天瑞集团获准从事与公司业务直接或间接构成竞争的业务，但受限于若干限制及有关天瑞集团其后发展的业务以公司为受益人的选择权，即公司有权利向天瑞集团购买其收购的业务，且价格不高于天瑞集团当初收购的成本。截至2017年3月末，天瑞集团投资了四家水泥公司，分别持有河南同力水泥股份有限公司（以下简称“河南同力”）4.66%股权、中国山水水泥集团有限公司（以下简称“山水水泥”）28.16%股权、天瑞新登郑州水泥有限公司（以下简称“新登水泥”）55%股权和河南永安水泥有限责任公司（以下简称“永安水泥”）100%股权。此前于2016年11月，中国天瑞已与天瑞集团签订收购协议，收购永安水泥100%股权及新登水泥55%股权，作价9.19亿元人民币，该事项目前尚未完成。鉴于上述情况，我们判断，未来公司仍可能通过并购来实现产能及规模扩张，规模不断扩大的同时也将给公司带来一定资金压力。

公司水泥产品在河南省和辽宁省市场占有率仍然较高，受水泥及熟料价格提升影响，公司盈利能力有所提升，但水泥和熟料销量下降导致公司收入有所下降

受区域市场低迷及错峰生产导致公司水泥及熟料产量下降影响，2016年公司分别销售水泥及熟料2,949.31万吨和171.64万吨，同比分别下降5.52%和25.23%。公司水泥产销率基本保持在100%左右，由于公司熟料主要用于水泥生产，因此熟料的销售规模相对较小且产销率相对较低。由于公司水泥及熟料销量下降，加之2016年上半年水泥市场低迷、水泥价格维持低位，2016年公司实现主营业务收入615,840.86万元，同比下降2.68%。随着原材料价格上涨、错峰生产及企业间协同限产控制水泥产量，加之河南省房地产市场好转带来水泥需求增长，水泥市场供需格局改善，2016年下半年尤其是错峰生产通知下发以来，公司水泥价格大幅上涨，推动2016年公司水泥销售均价同比增长3.87%，熟料价格同比增长2.18%；2017年1季度公司水泥及熟料销售均价分别为266.57元/吨及226.78元/吨，较2016年分别增长36.33%和42.09%，主要系2016年水泥及熟料价格上涨后2017年以来维持在高位所致。水泥及熟料价格的上涨提升了公司的盈利能力，2016年公司主营业务毛利率为27.43%，同比提高6.47个百分点。错峰生产政策在一定程度上能缓解区域水泥产能过剩的局面，对水泥价格形成一定的支撑，有助于提高公司的盈利能力；但同时我们关注到影响

水泥需求的固定资产投资等因素并未发生大的改变，加之房地产行业限购政策更趋严格，未来仍需关注水泥需求变动及其对公司收入及盈利能力产生的不确定性影响。

表 6 公司水泥及熟料产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2017年1季度	2016年	2015年
水泥	产量	468.92	2,924.84	3,096.58
	销量	466.18	2,949.31	3,121.46
	销售均价	266.57	195.53	188.24
	产销率	99.42%	100.84%	100.80%
熟料	产量	293.42	2,030.75	2,198.26
	销量	7.24	171.64	229.57
	销售均价	226.78	159.60	156.20
	产销率	2.47%	8.45%	10.44%

资料来源：公司提供

从产品销售区域来看，由于公司产能主要分布在河南省及辽宁省，而水泥存在一定的销售半径，故公司收入主要来源于这两个区域。2016年公司中部区域（包含河南和安徽）收入进一步下降，主要系错峰生产导致水泥产销量下降所致。2017年1季度中部区域主营业务收入占比91.47%，东北区域占比较小主要系传统生产淡季及错峰生产导致其产销量较低所致。

表 7 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2017年1季度		2016年		2015年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
中部	117,589.23	91.47%	464,363.56	75.40%	489,507.04	77.36%
东北	10,961.53	8.53%	151,477.30	24.60%	143,298.77	22.64%
合计	128,550.76	100.00%	615,840.86	100.00%	632,805.81	100.00%

资料来源：公司提供

市场占有率方面，公司结合自身水泥销量以及中国水泥协会提供的区域销量计算得出，2016年公司水泥在河南省及辽宁省的市场占有率分别为21.80%和27.90%，较2015年均有所下降，但市场占有率仍较高。考虑到未来公司仍可能以并购的方式实现产能扩张，预计公司水泥在该区域市场占有率将有所提高。

除原有签订的郑州地铁、郑州城际等大型项目合同继续执行外，2016年以来公司新签订了郑万高铁（河南段），商合杭高铁（河南段）、郑阜铁路（河南段）、出山店水库等重点项目，公司前五大客户主要为交通、水利等基建类工程公司及下游混凝土公司，客户关系相对较为稳定。2016年公司前五大客户销售额占主营业务收入的比重为11.43%，较2015年提高3.73个百分点，公司客户集中度仍较低，有利于分散经营风险。

表 8 公司前五大客户情况（单位：万元）

时间	客户	金额	占比
2017 年 1 季度	中国中铁股份有限公司	14,752.36	11.48%
	中国铁建股份有限公司	2,616.67	2.04%
	西安谦安商贸有限公司	1,894.50	1.47%
	武汉航科物流有限公司	1,503.48	1.17%
	鞍山市建华合成彩色水泥有限公司	1,286.20	1.00%
	合计	22,053.21	17.16%
2016 年	中国中铁股份有限公司	32,746.34	5.32%
	温州融金经贸有限公司	12,450.58	2.02%
	中国铁建股份有限公司	10,709.34	1.74%
	长春志诚石泰商贸有限公司	8,233.31	1.34%
	河南省第一建筑工程集团有限责任公司	6,248.51	1.01%
	合计	70,388.09	11.43%
2015 年	中国铁建股份有限公司	17,452.15	2.76%
	中国中铁股份有限公司	15,830.04	2.50%
	南阳市鑫冠商品混凝土有限公司	5,557.73	0.88%
	中国交通建设集团有限公司	5,132.32	0.81%
	许昌腾飞建设工程有限公司	4,744.66	0.75%
	合计	48,716.89	7.70%

资料来源：公司提供

煤炭价格上涨将增加公司成本压力

原材料方面，公司拥有的12个熟料生产基地均拥有自备矿山，石灰石能够满足公司自身熟料生产需求，石灰石自给率达100%，天然石膏及煤炭等依靠外购，电力部分实现自给，自给率约30%。公司原材料采购以煤炭和电力为主，电力价格相对稳定。受供给侧改革、化解煤炭产能过剩等政策影响，2016年公司煤炭采购价格同比上升12.83%，2017年1季度公司煤炭采购均价689.33元/吨，较2016年提高52.12%，煤价上涨提高了公司单位生产成本，如后续煤炭价格保持高位，将增加公司成本压力，但煤炭及下游行业产能过剩状态没有得到根本改变，长期来看煤炭价格大幅上涨概率较低。

表 9 公司原材料采购情况（单位：万吨、万千瓦时、元/吨、元/千瓦时、万元）

时间	项目	数量	均价	金额	占比
2017 年 1 季度	煤炭	40.76	689.33	28,096.84	45.29%
	电力	27,022.20	0.55	14,977.08	24.14%
	石灰石	369.27	18.27	6,747.89	10.88%
	硫酸渣	10.35	78.18	809.39	1.30%
	石膏	30.31	62.54	1,895.37	3.05%

	混合材	133.58	60.78	8,119.45	13.09%
	其他材料	-	-	1,398.31	2.25%
2016年	煤炭	266.97	453.16	120,979.19	37.38%
	电力	157,475.58	0.53	82,937.58	25.62%
	石灰石	2,718.51	18.27	49,671.23	15.35%
	硫酸渣	34.67	67.49	2,339.85	0.72%
	石膏	143.11	70.67	10,114.15	3.12%
	混合材	948.25	50.94	48,303.60	14.92%
	其他材料	-	-	9,323.13	2.88%
	2015年	煤炭	272.66	401.63	109,509.49
电力		166,975.19	0.56	94,115.65	28.36%
石灰石		2,919.59	17.33	50,596.03	15.24%
硫酸渣		43.37	69.39	3,009.33	0.91%
石膏		170.27	78.02	13,284.29	4.00%
混合材		939.18	55.73	52,340.71	15.77%
其他材料		-	-	9,048.74	2.73%

注：石灰石是公司自采，由于公司将石灰石作为材料进行核算，所以统计在采购项目中。

资料来源：公司提供

公司欲发展砂石骨料、垃圾处理、危废品处理等业务，有望拓展公司收入来源，但后续经营效果尚待观察

除传统水泥业务，公司未来计划投资建设骨料线、城市垃圾处理以及危废品处理等项目。骨料线分布在公司矿山周边，取料自公司矿山产生的废矿，生产的砂石骨料供应周边100公里以内的客户。目前天瑞郑州骨料生产线项目计划总投资2.6亿元，可形成年产600万吨的建筑骨料及机制砂生产能力，截至2017年3月末已完成投资2.1亿元，萧县、南召及禹州砂石骨料项目以及城市垃圾处理项目、危废处理项目尚未开工。整体而言，随着砂石骨料等项目完工投产有望拓展公司收入来源，但项目运营效果受市场环境、运营经验等因素影响尚待观察。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1季度财务报表，报告采用新会计准则编制。2016年公司新增2家子公司纳入合并范围。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降，以生产性资产为主的非流动资产占比较大，其他应收款、预付款项等经营性应收款项对营运资金形成一定占用，且受限资产规模较大，资产流动性一般

随着债务偿还，2016年末公司资产总额241.09亿元，同比下降9.88%；2017年3月末公司资产总额进一步下降至240.37亿元。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2017年3月末公司非流动资产占总资产的比重为59.09%，较2015年末提高4.19个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。受公司偿还到期债务影响，2016年末公司货币资金同比下降29.29%至38.26亿元，其中主要包括银行存款18.84亿元和其他货币资金19.38亿元；随着销售回款增加，2017年3月末公司货币资金增加至45.66亿元。公司应收账款主要为应收直销客户的水泥销售款，2016年末公司应收账款总额4.47亿元，其中前5名应收账款合计0.70亿元，占比15.55%，从账龄来看，公司应收账款账龄主要集中在1年以内及1-2年，占应收账款总额的比重分别为53.12%和38.32%，剔除坏账准备后，2016年末公司应收账款账面价值4.40亿元。公司预付款项主要为预付的材料款及工程款等，2016年末公司预付款项17.42亿元，由于1季度为传统淡季以及错峰生产导致采购减少，2017年3月末公司预付款项下降至13.89亿元。公司其他应收款主要为对其他水泥企业的收购款、应收融资租赁保证金及矿山收购款等，随着部分单位完成收购，相应股权收购款减少，2016年末公司其他应收款账面余额减少至27.97亿元；从账龄来看，公司其他应收款账龄集中在两年以内，其中1年以内占比42.75%，1-2年占比53.84%；从主要应收对象来看，公司其他应收款前5名占其总额的比重为57.66%。公司存货主要为原材料和库存商品，受公司产销量下降以及公司主动调整库存规模等叠加影响，2016年末公司存货账面价值7.62亿元，同比下降9.97%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	45.66	19.00%	38.26	15.87%	54.11	20.23%
应收账款	4.39	1.83%	4.40	1.82%	3.87	1.45%
预付款项	13.89	5.78%	17.42	7.22%	17.20	6.43%
其他应收款	24.76	10.30%	27.78	11.52%	36.69	13.71%
存货	8.67	3.61%	7.62	3.16%	8.47	3.17%
流动资产合计	98.34	40.91%	96.48	40.02%	120.67	45.10%
固定资产	94.95	39.50%	95.35	39.55%	100.30	37.49%

在建工程	7.20	2.99%	9.33	3.87%	10.16	3.80%
无形资产	9.44	3.93%	9.58	3.98%	9.31	3.48%
商誉	4.10	1.70%	4.10	1.70%	3.41	1.27%
长期待摊费用	15.88	6.60%	15.75	6.53%	14.37	5.37%
其他非流动资产	7.61	3.17%	7.61	3.16%	6.79	2.54%
非流动资产合计	142.03	59.09%	144.62	59.98%	146.86	54.90%
资产总计	240.37	100.00%	241.09	100.00%	267.53	100.00%

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

表 11 截至 2016 年末公司其他应收款前五名明细情况

应收对象	应收金额	账龄	具体事项	占其他应收款总额的比重
河南永安水泥有限责任公司	46,000.00	一年以内	收购款	16.45%
天瑞新登郑州水泥有限公司	45,900.00	一年以内	收购款	16.41%
平顶山瑞平石龙水泥有限公司	34,000.00	一至两年	收购款	12.16%
牡丹江丹林水泥有限公司	32,377.40	一年以内	收购款	11.58%
兴业金融租赁有限责任公司	2,954.09	四至五年	融资租赁保证金	1.06%
合计	161,231.49	-	-	57.66%

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产、商誉、长期待摊费用和其他非流动资产。公司固定资产主要为房屋、机器设备及运输设备等，受折旧影响，2016 年末公司固定资产账面价值 95.35 亿元，同比下降 4.94%。公司在建工程主要系水泥熟料生产线技改工程和生产线工程，随着部分技改工程逐渐完工并转固，2016 年末账面价值 9.33 亿元，同比下降 8.13%，2017 年 3 月末进一步下降至 7.20 亿元。公司无形资产主要为土地使用权和矿山开采权，2016 年末公司无形资产账面价值 9.58 亿元，其中包括矿山开采权 2.01 亿元，土地使用权账面价值为 7.40 亿元。公司商誉主要为收购子公司所产生的，2016 年末账面价值 4.10 亿元，较 2015 年末增加 0.69 亿元主要系收购盘锦金润水泥有限责任公司和辽阳天瑞辽塔矿业有限公司股权时形成。公司长期待摊费用主要是矿山开采准备费用，按矿山预计使用年限进行摊销。公司其他非流动资产为期权，系根据中国天瑞与天瑞集团签订的以公司为受益人的经修订不竞争承诺契据所确认，2016 年较 2015 年确认的公允价值变动 0.82 亿元计入公允价值变动损益，2016 年末公司其他非流动资产账面价值 7.61 亿元。

从资产受限情况来看，公司货币资金、长期股权投资、房产土地和机器设备等存在一定受限情况。截至 2017 年 3 月末，公司货币资金中受限资产包含银行承兑汇票保证金、保函保证金、信用证保证金及质押存款等合计 26.39 亿元，占期末货币资金比例为 57.80%；长期股权投资方面，公司将所持有的天瑞集团郑州水泥有限公司、天瑞集团光山水泥有限公司、天瑞集团萧县水泥有限公司、卫辉市天瑞水泥有限公司、海城市第一水泥有限公司

等全部股权均已质押给银行，质押股权账面价值28.28亿元；此外，公司账面价值7.08亿元的机器设备和8.83亿元的土地房产已用作贷款抵押。

整体来看，公司资产规模有所下降，以生产性资产为主的非流动资产占比较大，其他应收款、预付款项等经营性应收款项对营运资金形成一定占用，且受限资产规模较大，资产流动性一般。

资产运营效率

净营业周期缩短有利于缓解公司资金周转压力，但营业收入下降导致公司资产周转效率下降

2016年公司应收账款周转效率变化不大，受公司水泥及熟料产销量下降以及主动调整库存影响，公司存货周转效率得到提高，2016年公司存货周转天数同比减少14.04天。随着技改工程以及原材料采购引起应付工程款、采购款及运费增加，近年公司应付账款持续增加，加之产量下降引致的生产成本降低，2016年公司应付账款周转天数同比增加20.10天。存货周转效率提高及公司对上游供应商占款增加，缩短了公司净营业周期，有利于缓解公司资金周转压力。但收入下降导致公司资产周转效率下降，2016年公司流动资产及总资产周转天数同比分别增加67.17天和102.46天。

表 12 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	24.02	24.74
存货周转天数	64.42	78.46
应付账款周转天数	113.07	92.97
净营业周期	-24.63	10.23
流动资产周转天数	630.71	563.54
固定资产周转天数	568.27	566.31
总资产周转天数	1,477.32	1,374.86

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

盈利能力提升及税收优惠提高了公司利润水平，但公司营业收入下降，期间费用率高对利润构成一定侵蚀

受公司所在区域市场下游需求低迷以及错峰生产等限产因素影响，2016年公司实现营业收入61.97亿元，同比下降2.76%。随着2016年10月出台的错峰生产政策带动河南省水泥

价格快速上涨，公司水泥销售均价有所提升，推动2016年公司综合毛利率同比提高6.39个百分点至27.44%。随着融资规模下降减少财务费用，加之销售费用及管理费用也有所下降，2016年公司期间费用率较2015年下降1.93个百分点至24.49%，但当年公司期间费用仍高达15.18亿元，对公司利润构成一定侵蚀。公司公允价值变动损益来自公司收购天瑞集团相关水泥业务之期权的公允价值变动，2016年公司公允价值变动损益为0.82亿元，较2015年下降81.70%。得益于盈利能力的提升及期间费用率下降，2016年公司实现营业利润1.95亿元，此外，2016年公司获得营业外收入2.62亿元，主要系根据《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）和《财政部、国家税务总局关于资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》（财税【2015】78号），公司及下属子公司享受增值税即征即退政策获得的增值税返还收入，提高了公司的利润水平。2017年1季度，公司实现营业收入12.90亿元，水泥价格维持高位推动公司当期综合毛利率较2016年提高5.13个百分点，但公司当期期间费用率仍较高，公司当期实现营业利润0.79亿元，加之营业外收入0.48亿元，2017年1季度公司实现利润总额1.25亿元。

整体而言，2016年公司水泥价格上涨提升了公司盈利能力，加之公司享有税收优惠政策，公司利润水平得到提升；但受水泥及熟料产销量下降影响，公司营业收入下降，此外，期间费用率较高仍对利润构成一定侵蚀。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1季度	2016年	2015年
营业收入	129,019.71	619,712.25	637,294.66
公允价值变动损益	-	8,225.60	44,956.90
营业利润	7,874.71	19,525.43	6,025.61
营业外收入	4,773.50	26,182.80	27,246.10
利润总额	12,532.74	45,317.52	32,695.91
净利润	9,417.57	34,513.28	32,241.56
综合毛利率	32.57%	27.44%	21.05%
期间费用率	24.59%	24.49%	26.42%
总资产回报率	-	5.20%	5.18%

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

现金流

公司经营性现金流表现较好，但预计仍不能满足外部并购持续进行、计划投资新领域以及现有债务还本付息等产生的资金需求，未来仍需依赖外部融资

2016年公司净利润有所提升，剔除非付现费用及非经营损益影响后，当年公司FFO为

19.40亿元，公司主业现金生成能力仍较强。虽然存货及经营性应收项目均有所减少，但经营性应付项目的减少仍加大了对营运资金的占用。综合来看，2016年公司营运资金占用增加1.16亿元，但较2015年大幅减少。受益于公司主业现金生成能力较强以及经营性应收应付款项等对营运资本占用大幅减少，2016年公司经营活动现金净流入18.23亿元，同比增长94.61%。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较小，随着技改工程陆续完成、技改支出减少以及并购支出减少，2016年公司投资活动现金净流出规模大幅下降。考虑到公司外部并购持续进行，预计未来水泥业务投资活动现金支出仍将维持在较大规模，而计划投资的新领域也存在一定的资本支出需求，将给公司带来一定的资金压力。筹资活动方面，2016年公司收到股东增资款4.37亿元，此外，公司通过借款及发行债券收到现金89.09亿元。公司筹资活动主要用于偿还债务本息，由于公司偿还有息债务规模较大，2016年公司筹资活动现金净流出33.31亿元。

整体而言，公司经营现金流表现较好，但预计仍不能满足公司外部并购持续进行、计划投资新领域以及现有债务还本付息等产生的资金需求，未来仍需依赖外部融资。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年1季度	2016年	2015年
净利润	9,417.57	34,513.28	32,241.56
非付现费用	19,066.02	82,443.66	75,183.76
非经营损益	20,088.66	77,011.24	87,798.28
FFO	48,572.25	193,968.18	195,223.59
营运资本变化	90,176.09	-11,621.72	-101,525.80
其中：存货减少	-10,444.67	8,441.97	49,952.04
经营性应收项目的减少	85,670.67	13,283.71	-109,058.78
经营性应付项目的增加	14,950.09	-33,347.40	-42,419.06
经营活动产生的现金流量净额	138,748.34	182,346.46	93,697.79
投资活动产生的现金流量净额	-1,235.25	-7,809.11	-201,760.99
筹资活动产生的现金流量净额	-63,546.18	-333,060.59	408,487.20
现金及现金等价物净增加额	73,966.90	-158,522.99	300,627.67

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

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，面临一定偿债压力

随着部分债务到期偿还，2016年末公司负债总额138.51亿元，同比下降19.84%，加之公司收到股东增资款以及利润累积推动2016年末所有者权益同比增长8.30%至102.58亿

元，2016年末公司产权比率为135.02%，同比下降47.40个百分点；债务规模下降及所有者权益增加推动2017年3月末公司产权比率进一步下降至132.19%，但公司所有者权益对负债的保障能力仍较低。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	1,368,454.49	1,385,109.53	1,728,003.25
所有者权益	1,035,251.30	1,025,833.73	947,252.46
产权比率	132.19%	135.02%	182.42%

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

从负债结构来看，随着票据兑付，应付短期融资券及定向融资工具（1年以内）到期兑付，2017年3月末，公司流动负债72.20亿元，占负债总额的比重为52.76%，较2015年末下降13.1个百分点，但公司负债仍以流动负债为主。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应付利息、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016年末公司短期借款42.49亿元，同比增长21.80%，其中包括抵押借款20.47亿元，抵押物为公司下属子公司的土地及房产；质押借款10.27亿元，质押物为公司持有下属子公司股权及银行保证金存款等；保证借款10.15亿元和信用借款1.60亿元。2016年末公司应付票据减少至0元。公司应付账款主要为应付工程款、矿山采矿权价款及原材料采购款。公司预收款项主要是预收货款，受收入规模下降影响，2016年末下降至1.43亿元；受水泥价格上涨影响，2017年3月末公司预收款项增加至3.82亿元。公司其他应付款主要为应付往来借款以及供应商的质量保证金、投标保证金等，随着应付往来借款及质保金增加，2016年末公司其他应付款增加至4.76亿元。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款及应付债券，2016年末规模为4.45亿元。随着公司2015年发行的短期融资券及定向融资工具到期偿付，2016年末公司其他流动负债规模减少至0元。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	42.89	31.34%	42.49	30.68%	34.89	20.19%
应付票据	0.00	0.00%	0.00	0.00%	5.80	3.36%
应付账款	14.71	10.75%	14.91	10.76%	13.34	7.72%
预收款项	3.82	2.79%	1.43	1.04%	2.22	1.28%
应付利息	1.49	1.09%	2.31	1.67%	4.31	2.49%
其他应付款	3.77	2.76%	4.76	3.44%	1.74	1.01%
一年内到期的非流动负债	3.35	2.45%	4.45	3.21%	13.65	7.90%

其他流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	38.00	21.99%
流动负债合计	72.20	52.76%	72.22	52.14%	113.82	65.87%
长期借款	6.85	5.00%	8.20	5.92%	1.55	0.90%
应付债券	55.00	40.19%	55.00	39.71%	54.00	31.25%
非流动负债合计	64.64	47.24%	66.29	47.86%	58.98	34.13%
负债合计	136.85	100%	138.51	100%	172.80	100%
有息债务	108.09	78.99%	110.43	79.73%	142.93	82.71%

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

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。2016年末公司长期借款8.20亿元，其中包括抵押借款4.90亿元，抵押物为子公司资产及天瑞集团采矿权；质押借款0.30亿元，质押物为子公司海城市第一水泥有限公司股权；保证借款3.00亿元。受部分债券转入一年内到期的非流动负债以及2016年公司发行公司债券综合影响，2016年末公司应付债券55.00亿元（明细情况详见表17）。

表 17 截至 2016 年末公司应付债券明细情况（单位：亿元）

债券简称	债券剩余规模	票面利率	债券期限
本期债券	20	7.10%	8年
15天瑞债	10	5.95%	5年
15瑞水泥PPN001	5	8.50%	3年
16瑞泥01	5	7.00%	2年
16瑞泥02	9	7.00%	2年
16瑞泥03	6	7.00%	2年

资料来源：wind 资讯，鹏元整理

随着公司偿还短期融资券及2015年发行的1年内到期定向融资工具38.00亿元，2016年末公司有息债务110.43亿元，同比下降25.75%，占期末负债总额的比重为79.73%，公司有息债务规模仍较大。从公司各项偿债能力指标来看，受所有者权益增加及负债下降叠加影响，2017年3月末公司资产负债率较2015年末下降7.66个百分点至56.93%，低于行业平均水平¹；公司流动比率与速动比率虽持续提高，但仍较低，短期偿债能力指标表现一般；2016年公司EBITDA提高，加之有息债务规模及其利息支出均下降，公司EBITDA对债务本息的保障能力有所提升，但公司EBITDA利息保障倍数及有息债务与EBITDA的比值分别为2.35和5.14，其对债务本息的保障度仍一般。

整体而言，公司有息债务有所下降，偿债能力有所加强，但债务规模仍较大，面临一定偿债压力。

¹根据国务院国资委财务监督与考核评价局《企业绩效评价标准值》（2016），我国水泥制造业企业资产负债率平均值为60%，良好值为55%。

表 18 公司偿债能力指标

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	56.93%	57.45%	64.59%
流动比率	1.36	1.34	1.06
速动比率	1.24	1.23	0.99
EBITDA (万元)	50,300.35	214,707.10	200,323.75
EBITDA 利息保障倍数	2.67	2.35	1.98
有息债务/EBITDA	21.49	5.14	7.42

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

六、债券偿还保障分析

本期债券担保方经营相对稳定，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能对本期债券本息偿付提供一定保障

1. 担保条款

天瑞铸造和天瑞旅游为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

2. 担保人基本情况

天瑞集团铸造有限公司

跟踪期内，天瑞铸造注册资本、控股股东及其持股比例、主营业务均未发生变更。截至2016年末，天瑞集团和李凤婵分别持有天瑞铸造87.75%和12.25%股权。天瑞铸造经营范围为铸造件设计制造、机械制造、冶金铸造、工业设备设计制造等，于1998年被铁道部定为“铁路产品定点生产厂”，与铁道部机车车辆总公司及部属企业保持着良好的合作关系，同时，产品先后通过了美国、俄罗斯等国家的认证。目前天瑞铸造已形成30万吨/年的铸钢件生产能力，主要产品为摇枕和侧架，主要销往铁道部的所属企业以及出口美国与俄罗斯等。

截至2016年12月31日，天瑞铸造资产总额为109.59亿元，所有者权益合计为80.69亿元，资产负债率为26.37%。2016年度，天瑞铸造实现营业收入8.65亿元，实现利润总额0.47亿元，经营活动现金净流入1.44亿元。

表 19 天瑞铸造主要财务指标

项目	2016年	2015年
总资产（万元）	1,095,939.17	816,872.03
所有者权益合计（万元）	806,898.17	550,573.60
资产负债率	26.37%	32.60%
流动比率	1.03	0.99
速动比率	0.91	0.85
营业收入（万元）	86,499.90	77,251.86
营业利润（万元）	-671.79	6,832.99
政府补助（万元）	3,107.62	2,559.27
利润总额（万元）	4,721.63	9,408.36
综合毛利率	7.31%	17.74%
EBITDA（万元）	17,554.15	24,013.26
经营活动现金流净额（万元）	14,368.63	9,763.57

资料来源：天瑞铸造2016年审计报告，鹏元整理

天瑞旅游集团股份有限公司

跟踪期内，天瑞旅游股东新疆神农股权投资合伙企业（有限合伙）将其持有公司29.70%的股权转让给天瑞集团，同时以资本公积转增注册资本97.90亿元，截至2016年末，天瑞旅游注册资本108.00亿元，其中天瑞集团通过直接和间接方式持有其99.80%股权，为其控股股东。2017年1月天瑞旅游名称由天瑞集团旅游发展股份有限公司变更为现名。

天瑞旅游主营旅游资源和旅游项目的开发经营业务，自成立以来，天瑞旅游陆续开发了尧山景区、中原大佛景区、佛泉大酒店、尧山福泉养生中心、六羊山景区、南召真武顶风景区等7个景区，均处在河南省鲁山县伏牛山生态旅游区，其中中原大佛景区为国家5A级旅游景区。目前，天瑞旅游拥有“山、佛、汤”三大资源，已建成尧山、中原大佛、福泉酒店、尧山福泉养生中心等重点项目，形成了游尧山、拜大佛、泡温泉、住福泉四大旅游品牌。

截至2016年12月31日，天瑞旅游资产总额为241.57亿元，所有者权益合计为182.38亿元，资产负债率为24.50%。2016年度，天瑞旅游实现营业收入4.71亿元，实现利润总额1.54亿元，经营活动现金净流入6.10亿元。

表 20 天瑞旅游主要财务指标

项目	2016年	2015年
总资产（万元）	2,415,741.02	1,359,016.19
所有者权益合计（万元）	1,823,806.95	872,567.40
资产负债率	24.50%	35.79%

流动比率	1.13	0.85
速动比率	1.12	0.84
营业收入（万元）	47,117.95	46,619.84
营业利润（万元）	14,928.32	16,532.92
利润总额（万元）	15,449.10	17,298.83
综合毛利率	73.57%	75.42%
EBITDA（万元）	54,373.62	52,665.98
经营活动现金流净额（万元）	61,007.36	20,191.86

资料来源：天瑞旅游2016年审计报告，鹏元整理

整体来看，跟踪期内，天瑞铸造和天瑞旅游经营情况未发生重大变化，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能在一定程度上为本期债券的本息偿付提供保障。

七、或有事项

截至2017年3月末，公司对汝州天瑞煤焦化有限公司和天瑞旅游等担保余额合计11.27亿元，占当期末净资产的比重为10.89%，均为关联担保且无反担保措施，面临一定或有负债风险。

表 21 截至 2017 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	与公司关系	是否有反担保
汝州天瑞煤焦化有限公司	21,700.00	2018-05-17	关联方	无
天瑞旅游	66,000.00	2024-08-30	关联方	无
天瑞铸造	21,000.00	2019-09-16	关联方	无
天瑞集团股份有限公司	4,000.00	2017-11-28	关联方	无
合计	112,700.00	-	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

跟踪期内，公司水泥生产规模较大，在河南省及辽宁省市场占有率仍然较高；盈利能力提升，经营性现金流表现良好；天瑞铸造与天瑞旅游提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能对本期债券本息偿付提供一定保障。同时我们关注到，公司主要所属区域市场经济增速放缓，水泥产量有所下降，煤炭价格大幅上涨导致公司面临一定成本上升压力，公司期间费用率仍较高，对利润构成一定侵蚀；有息债务规模仍较大，面临一定偿债压力；此外，公司面临一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	456,586.76	382,619.86	541,142.86	393,203.61
应收票据	7,279.57	2,768.98	3,218.73	20,716.79
应收账款	43,900.25	43,980.58	38,726.38	48,849.38
预付款项	138,904.74	174,157.84	171,997.86	86,366.74
其他应收款	247,580.45	277,758.90	366,883.39	104,783.72
存货	86,689.10	76,244.43	84,686.40	134,636.43
其他流动资产	2,418.73	7,247.99	0.00	0.00
流动资产合计	983,359.60	964,778.58	1,206,655.61	788,556.67
长期股权投资	10,952.26	10,952.26	10,527.12	0.00
固定资产净额	949,454.07	953,493.25	1,002,988.71	1,002,051.47
在建工程	71,988.02	93,332.07	101,588.07	127,052.22
工程物资	0.00	216.88	243.53	4,853.53
固定资产清理	58.45	58.45	320.65	315.14
无形资产	94,387.89	95,839.93	93,124.78	94,289.88
商誉	40,975.63	40,975.63	34,088.18	34,088.18
长期待摊费用	158,756.89	157,523.24	143,743.37	133,763.97
递延所得税资产	17,666.47	17,666.47	14,094.80	7,498.36
其他非流动资产	76,106.50	76,106.50	67,880.90	0.00
非流动资产合计	1,420,346.19	1,446,164.69	1,468,600.10	1,403,912.75
资产总计	2,403,705.79	2,410,943.26	2,675,255.71	2,192,469.42
短期借款	428,938.66	424,909.40	348,860.32	347,937.80
应付票据	0.00	0.00	58,000.00	0.00
应付账款	147,063.97	149,062.27	133,391.80	126,468.30
预收款项	38,233.52	14,339.59	22,201.60	30,587.17
应付职工薪酬	6,457.88	5,551.17	2,199.81	3,197.10
应交税费	15,184.50	13,128.26	-3,445.87	-4,212.13
应付利息	14,912.06	23,097.06	43,069.07	29,913.99
其他应付款	37,727.16	47,635.63	17,442.08	71,323.11
一年内到期的非流动负债	33,500.00	44,500.00	136,500.00	142,000.00
其他流动负债	0.00	0.00	380,000.00	230,000.00
流动负债合计	722,017.74	722,223.39	1,138,218.80	977,215.34
长期借款	68,482.04	82,032.61	15,500.00	27,000.00
应付债券	550,000.00	550,000.00	540,000.00	379,460.00
长期应付款	1,953.06	4,839.17	10,377.54	16,391.09

预计负债	1,294.86	1,268.02	1,137.73	1,088.49
递延收益	5,744.25	5,783.80	5,502.03	3,128.49
递延所得税负债	18,962.54	18,962.54	17,267.14	15,761.84
非流动负债合计	646,436.75	662,886.15	589,784.45	442,829.92
负债合计	1,368,454.49	1,385,109.53	1,728,003.25	1,420,045.26
实收资本	372,293.55	372,293.55	328,586.27	208,947.37
资本公积	184,227.32	184,227.32	183,130.70	159,387.40
盈余公积	1,410.70	1,410.70	1,165.78	1,055.13
利润分配	481,772.20	472,179.31	435,526.11	400,521.76
归属于母公司所有者权益合计	1,039,703.76	1,030,110.87	948,408.86	769,911.67
少数股东权益	-4,452.47	-4,277.14	-1,156.39	2,512.49
所有者权益合计	1,035,251.30	1,025,833.73	947,252.46	772,424.16
负债和所有者合计	2,403,705.79	2,410,943.26	2,675,255.71	2,192,469.42

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1季度	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	129,019.71	619,712.25	637,294.66	915,161.29
其中：营业收入	129,019.71	619,712.25	637,294.66	915,161.29
二、营业总成本	121,145.00	608,837.56	676,253.07	871,908.44
其中：营业成本	86,992.68	449,657.90	503,131.06	698,042.12
税金及附加	2,424.54	7,401.12	3,959.38	5,809.88
销售费用	6,061.79	31,372.74	33,431.45	38,995.44
管理费用	5,609.65	33,359.32	37,849.90	39,130.74
财务费用	20,056.33	87,034.43	97,067.68	89,593.85
资产减值损失	0.00	12.04	813.59	336.41
加：公允价值变动收益	0.00	8,225.60	44,956.90	0.00
投资收益	0.00	425.14	27.12	0.00
三、营业利润	7,874.71	19,525.43	6,025.61	43,252.85
加：营业外收入	4,773.50	26,182.80	27,246.10	34,769.63
减：营业外支出	115.47	390.71	575.80	845.62
四、利润总额	12,532.74	45,317.52	32,695.91	77,176.85
减：所得税费用	3,115.17	10,804.24	454.35	19,226.00
五、净利润	9,417.57	34,513.28	32,241.56	57,950.85
其中：归属于母公司所有者的净利润	9,592.89	36,907.36	35,115.00	60,263.28
少数股东损益	-175.32	-2,394.08	-2,873.44	-2,312.44

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1季度	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	209,707.55	712,637.98	794,028.01	1,034,445.86
收到的税费返还	3,469.27	23,350.49	22,476.53	24,933.87
收到其他与经营活动有关的现金	92.96	21,218.49	21,128.99	11,441.36
经营活动现金流入小计	213,269.79	757,206.96	837,633.53	1,070,821.09
购买商品、接受劳务支付的现金	56,243.50	473,704.47	640,427.15	751,852.80
支付给职工以及为职工支付的现金	8,830.11	31,397.87	37,001.44	38,406.82
支付的各项税费	9,344.91	58,516.94	58,164.19	88,164.60
支付其他与经营活动有关的现金	102.92	11,241.22	8,342.95	28,564.24
经营活动现金流出小计	74,521.44	574,860.49	743,935.74	906,988.47
经营活动产生的现金流量净额	138,748.34	182,346.46	93,697.79	163,832.62
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	1,500.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收到的现金净额	24.04	19.89	1.21	132.35
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	65.55	3,259.13
投资活动现金流入小计	24.04	19.89	66.76	4,891.48
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,259.29	7,828.99	189,664.05	109,644.90
投资支付的现金	0.00	0.00	12,163.70	7,826.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	8,012.40
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	7.42
投资活动现金流出小计	1,259.29	7,828.99	201,827.75	125,490.73
投资活动产生的现金流量净额	-1,235.25	-7,809.11	-201,760.99	-120,599.25
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	0.00	43,707.28	119,938.89	0.00
取得借款收到的现金	208,263.00	890,900.00	1,139,700.00	818,113.14
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	140,720.50	0.00
筹资活动现金流入小计	208,263.00	934,607.28	1,400,359.39	818,113.14
偿还债务支付的现金	228,550.57	1,166,067.39	847,560.00	698,139.14
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	43,101.25	99,582.23	131,282.45	79,093.34
支付其他与筹资活动有关的现金	157.36	2,018.24	13,029.75	25,374.38

筹资活动现金流出小计	271,809.18	1,267,667.87	991,872.19	802,606.86
筹资活动产生的现金流量净额	-63,546.18	-333,060.59	408,487.20	15,506.28
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.01	0.23	203.66	303.55
五、现金及现金等价物净增加额	73,966.90	-158,522.99	300,627.67	59,043.20
加：期初现金及现金等价物余额	382,619.86	541,142.86	240,515.18	181,471.98
六、期末现金及现金等价物余额	456,586.76	382,619.86	541,142.86	240,515.18

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年1季度	2016年	2015年	2014年
净利润	9,417.57	34,513.28	32,241.56	57,950.85
加：资产减值损失	0.00	12.04	813.59	336.41
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16,813.76	73,092.15	66,298.28	69,880.44
无形资产摊销	836.44	3,246.76	3,316.55	2,610.29
长期待摊费用摊销	1,415.82	6,092.71	4,755.33	5,418.61
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	32.33	-269.98	-341.14	-76.46
公允价值变动损失	0.00	-8,225.60	0.00	0.00
财务费用	20,056.33	86,957.95	93,257.68	87,855.50
投资损失	0.00	425.14	-27.12	0.00
递延所得税资产减少	0.00	-3,571.67	-6,596.44	-5,442.27
递延所得税负债增加	0.00	1,695.40	1,505.30	4,785.38
存货的减少	-10,444.67	8,441.97	49,952.04	-38,738.41
经营性应收项目的减少	85,670.67	13,283.71	-109,058.78	5,577.92
经营性应付项目的增加	14,950.09	-33,347.40	-42,419.06	-26,325.65
经营活动产生的现金流量净额	138,748.34	182,346.46	93,697.79	163,832.62

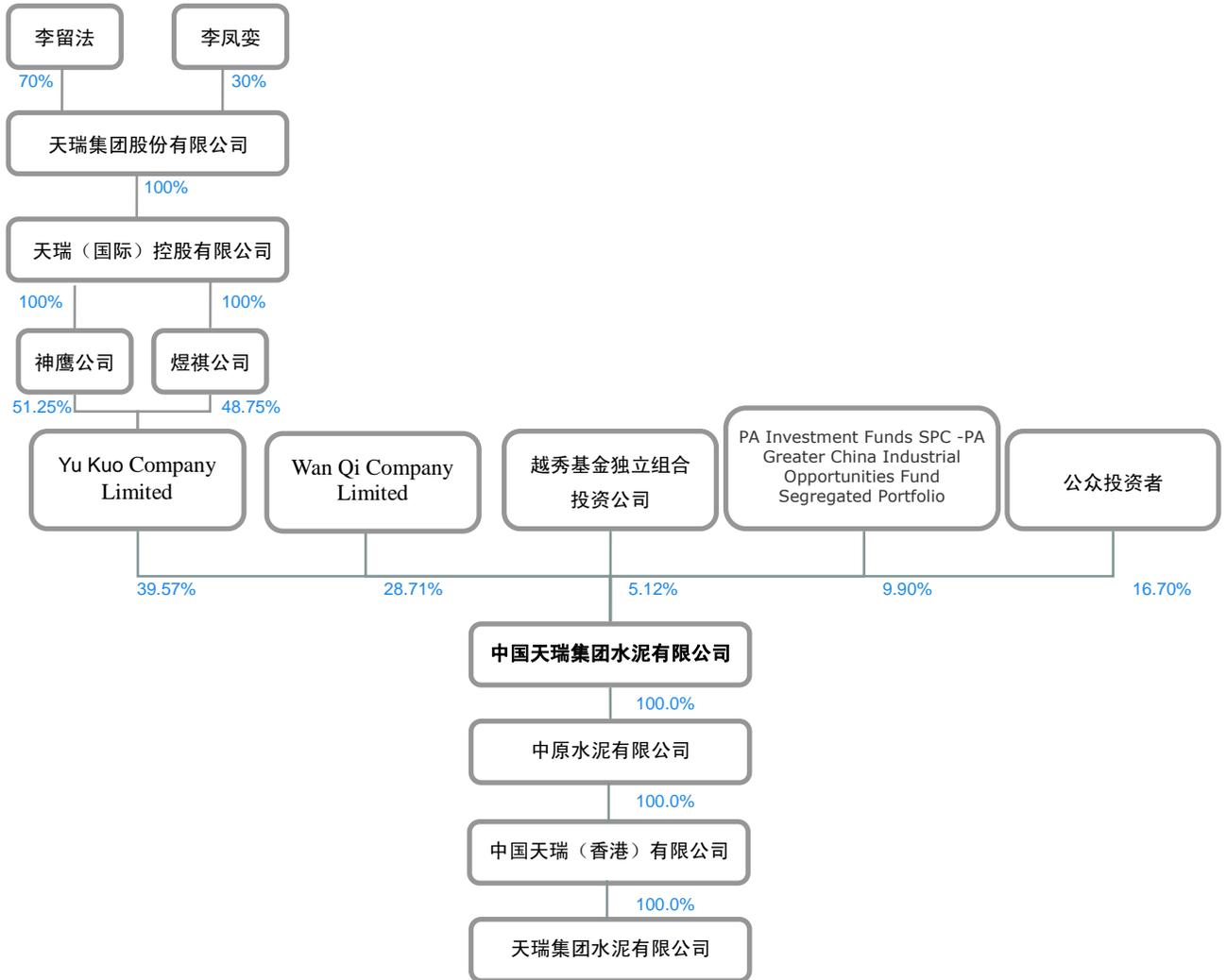
资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数(天)	-	24.02	24.74	16.87
存货周转天数(天)	-	64.42	78.46	59.45
应付账款周转天数(天)	-	113.07	92.97	55.91
净营业周期(天)	-	-24.63	10.23	20.41
流动资产周转天数(天)	-	630.71	563.54	304.16
固定资产周转天数(天)	-	568.27	566.31	397.14
总资产周转天数(天)	-	1,477.32	1,374.86	833.17
资产负债率	56.93%	57.45%	64.59%	64.77%
产权比率	132.19%	135.02%	182.42%	183.84%
流动比率	1.36	1.34	1.06	0.81
速动比率	1.24	1.23	0.99	0.67
有息负债(万元)	1,080,920.70	1,104,328.13	1,487,284.81	1,139,995.84
综合毛利率	32.57%	27.44%	21.05%	23.72%
期间费用率	24.59%	24.49%	26.42%	18.33%
总资产回报率	-	5.20%	5.18%	7.79%
EBITDA(万元)	50,300.35	214,707.10	200,323.75	242,941.70
EBITDA 利息保障倍数	2.67	2.35	1.98	2.51

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

附录五 截至 2017 年 3 月 31 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附录六 截至 2017 年 3 月 31 日公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）

序号	子公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
1	天瑞集团郑州水泥有限公司	52,000.00	100.00%	水泥及相关产品的制造、销售、销售水泥包装品
2	大连天瑞水泥有限公司	35,000.00	100.00%	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和出口
3	天瑞集团光山水泥有限公司	28,000.00	100.00%	水泥、水泥熟料、水泥制品制造与销售
4	天瑞集团禹州水泥有限公司	25,000.00	100.00%	水泥生产销售
5	天瑞集团萧县水泥有限公司	24,195.80	100.00%	水泥、水泥熟料、水泥混凝土生产、加工、销售
6	卫辉市天瑞水泥有限公司	24,000.00	100.00%	水泥及相关产品的制造、销售、水泥包装品
7	辽阳天瑞水泥有限公司	23,168.00	100.00%	水泥、水泥熟料、水泥制品生产
8	天瑞集团南召水泥有限公司	20,000.00	100.00%	水泥生产和销售
9	天瑞集团汝州水泥有限公司	18,000.00	100.00%	水泥、水泥熟料的生产与销售
10	营口天瑞水泥有限公司	11,130.00	100.00%	水泥、矿渣微粉及水泥制品的生产、销售、货物进出口
11	天津天瑞水泥有限公司	10,000.00	60.00%	水泥、商品混凝土及其他水泥制品的生产与销售
12	天瑞集团周口水泥有限公司	8,100.00	100.00%	水泥及相关产品的生产与销售
13	天瑞集团许昌水泥有限公司	8,000.00	100.00%	水泥、商品混凝土及其他水泥制品的生产与销售
14	商丘天瑞水泥有限公司	6,300.00	100.00%	水泥、水泥熟料、水泥混凝土的生产、加工、销售
15	郑州天瑞水泥有限公司	5,500.00	100.00%	水泥、水泥助磨剂、商品混凝土、建筑材料、水泥包装品的制造与销售
16	鲁山县安泰水泥有限公司	2,135.74	100.00%	水泥制造
17	天瑞集团宁陵水泥有限公司	2,000.00	100.00%	水泥、水泥混凝土生产、加工、销售
18	禹州市中锦矿业有限公司	100.00	100.00%	石灰岩、建筑用石的开采
19	平顶山天瑞姚电水泥有限公司	2,000.00	91.00%	水泥及其制品、商品混凝土生产、加工销售；普通货运
20	辽阳天瑞威企水泥有限公司	3,900.00	100.00%	水泥、新型建筑材料的生产、销售
21	辽阳天瑞诚兴水泥有限公司	2,000.00	70.00%	水泥、超细矿渣粉生产、销售
22	大连天瑞金海岸水泥有限公司	4,500.00	100.00%	水泥、水泥制品制造、销售；混凝土搅拌服务；粉煤灰收购、销售
23	辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	20,500.00	100.00%	水泥制造
24	辽宁辽东水泥集团有限公司	1,000.00	100.00%	制造水泥

25	信阳天瑞水泥有限公司	1,800.00	100.00%	水泥、混凝土、粉煤灰制品生产及销售，编织袋生产销售
26	海城市第一水泥有限公司	10,000.00	100.00%	通用水泥 42.5 制造、销售、经销熟料
27	沈阳老虎水泥有限公司	2,033.00	60.00%	水泥及水泥制品加工、制造、批发、零售
28	庄河天瑞水泥有限公司	2,000.00	100.00%	水泥、水泥制品、石膏、粉煤灰超细粉制造、水泥袋加工
29	海城市天鹰建筑石材采掘有限公司	15.00	100.00%	露天开采建筑石料用灰岩
30	天瑞集团信息科技有限公司	5,000.00	90.00%	信息技术服务
31	盘锦金润水泥有限责任公司	1,000.00	100.00%	水泥生产、销售；地砖生产；建材（不含油漆）销售
32	辽阳天瑞辽塔矿业有限公司	50.00	100.00%	水泥用石灰石开采

注：禹州市中锦矿业有限公司系公司通过子公司天瑞集团禹州水泥有限公司间接持有其 100% 股权。
 资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 预付款项周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 公允价值变动损益 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产的减少 + 递延所得税负债的增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
资产负债率	负债总额 / 资产总计 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的应付融资租赁
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。