

信用等级公告

联合〔2019〕1628号

联合资信评估有限公司通过对天瑞集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天瑞集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，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”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月二十一日



天瑞集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

本次主体长期信用: AA

上次主体长期信用: AA

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 天瑞集团债 02 /14 天瑞 02	10.00 亿元	2024/06/25	AA ⁺	AA ⁺
14 天瑞集团债 03 /14 天瑞 03	15.00 亿元	2021/10/16	AA ⁺	AA ⁺
15 天瑞集团债 01 /15 天瑞 01	12.03 亿元	2021/01/15	AA ⁺	AA ⁺
15 天瑞集团债 02 /15 天瑞 02	7.56 亿元	2021/02/06	AA ⁺	AA ⁺

评级展望

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 6 月 21 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	75.25	55.79	73.30
资产总额(亿元)	702.54	688.05	709.22
所有者权益合计(亿元)	324.36	338.88	356.09
短期债务(亿元)	104.39	107.74	90.72
长期债务(亿元)	142.02	118.05	112.14
全部债务(亿元)	246.41	225.79	202.86
营业收入(亿元)	93.56	159.23	186.81
利润总额(亿元)	7.92	18.32	25.76
EBITDA(亿元)	39.93	52.26	60.70
经营性净现金流(亿元)	34.23	30.33	46.68
营业利润率(%)	24.52	22.44	23.73
净资产收益率(%)	1.96	4.15	5.68
资产负债率(%)	53.83	50.75	49.79
全部债务资本化比率(%)	43.17	39.99	36.29
流动比率(%)	82.66	78.92	95.00
经营现金流流动负债比(%)	17.31	15.71	25.51
全部债务/EBITDA(倍)	6.17	4.33	3.34
EBITDA 利息倍数(倍)	2.23	3.29	3.48

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、煤焦化等业务为一体的跨行业大型企业集团。跟踪期内,在水泥板块和煤焦化板块的带动下,公司收入规模和盈利水平均有所提升。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时关注到公司关联方往来款规模大、在建项目未来资金支出压力大、无形资产占比高、应付债券集中兑付规模大等因素对公司基本面带来的不利影响。

公司实际控制人李留法及公司第二大股东李留法夫人李凤姝及李玄煜(李留法之子)为存续期内公司债券的到期兑付提供连带责任保证的承诺,公司与国家开发银行股份有限公司河南分行签署了《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偿付的安全性提供了一定的保障作用。

综合评估,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA,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”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

分析师

唐岩 尹金泽

邮箱: 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)

网址: www.lhratings.com

优势

1. 公司水泥业务在河南、辽宁市场占有率位居前列;跟踪期内,受益于水泥价格高位运行,公司营业收入和利润总额明显提升。
2. 公司实际控制人李留法及公司第二大股东李留法夫人李凤婵及李玄煜(李留法之子)为存续期内公司债券的到期兑付提供连带责任保证的承诺,同时,公司与国家开发银行股份有限公司河南分行签署了《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。

关注

1. 随着煤炭价格上涨,公司燃料成本持续提升。
2. 公司应付债券集中兑付规模较大,存在较大支付压力。
3. 公司资产构成中无形资产占比高;无形资产评估增值金额大,导致所有者权益中资本公积占比高,权益质量一般。
4. 公司货币资金受限比例较高,应收类科目占比较大,占用较多营运资金。
5. 公司关联方往来频繁导致收到和支付的其他与经营活动有关现金流量规模大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由天瑞集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天瑞集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于天瑞集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，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2018年底，公司注册资本20.00亿元，其中：自然人股东李留法持股70%，自然人股东李凤婵（李留法夫人）持股30%。李留法为公司实际控制人。

公司主营业务包括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。

截至2018年底，公司（合并）资产总额709.22亿元，所有者权益合计356.09亿元（含少数股东权益63.61亿元）；2018年度实现营业收入186.81亿元，利润总额25.76亿元。

公司注册地址：河南省汝州市广成东路南侧；法定代表人：李留法。

三、存续期债券概况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2018年底，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。目前募集资金已全部使用完毕。

“14天瑞集团债03/14天瑞03”有部分投资人行使了回售选择权，回售金额13.76亿元，已于2017年10月16日按募集说明书约定将回售部分债券13.76亿元进行了转售，另外0.70亿元在上交所予以注销，同时转入中债平台，公司上调票面利率至8%。债券余额不变。

“15天瑞集团债01/15天瑞01”有部分投资人行使了回售选择权，回售金额为13.44亿元，公司已于2017年1月15日按募集说明书约定将回售部分债券进行了转售。2019年1月7日，“15天瑞集团债01/15天瑞01”进入第二个回售期，部分投资者行使回售权，回售债券5.87亿元，其中2.90亿元债券被转售，剩余2.97亿元债券未转售并全部注销。

“15天瑞集团债02/15天瑞02”有部分投资人行使了回售选择权，回售金额为7.67亿元，公司已于2017年2月6日按募集说明书约定将回售部分债券进行了转售。2019年1月25日，“15天瑞集团债02/15天瑞02”进入第二次回售期，部分投资者行使回售权，回

售债券 6.73 亿元，其中 4.30 亿元债券被转售，
 剩余 2.43 亿元未转售并全部注销。

跟踪期内，上述债券均已按时付息。

表 1 公司存续期内债券情况（单位：亿元）

名称	余额	发行日期	到期日	还本付息方式
14 天瑞集团债 02 /14 天瑞 02	10.00	2014/06/25	2024/06/25	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
14 天瑞集团债 03 /14 天瑞 03	15.00	2014/10/16	2021/10/16	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
15 天瑞集团债 01 /15 天瑞 01	12.03	2015/01/15	2021/01/15	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
15 天瑞集团债 02 /15 天瑞 02	7.56	2015/02/06	2021/02/06	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

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿

元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影

响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总

值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实

施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 水泥行业

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，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，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为32.5水泥、42.5水泥及其他高标号（如52.5、62.5）水泥等。

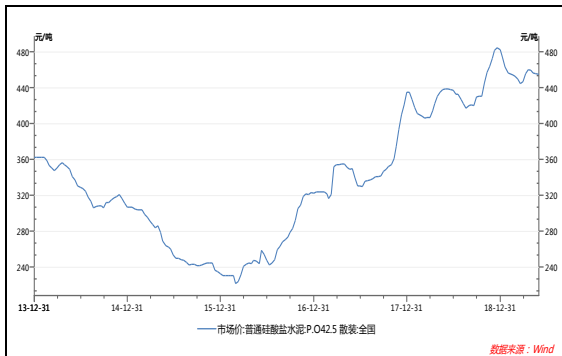
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导地位。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大。煤、电成本在水泥熟料生产成本中占比达60%左右，煤炭、电力价格变化对水泥成本影响大。

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。目前中国水泥产量占世界总产量的60%左右。

行业运行概况

随着宏观经济放缓，2012年以来水泥市场景气度有所波动。2012—2015年，受下游需求下降影响，水泥行业景气度持续下降，2015年年受固定资产投资增速大幅下滑的影响，全年水泥产量23.48亿吨，同比下降5.18%，是自1991年以来中国水泥产量首次出现负增长。2016年以来，在“供给侧改革”的大背景下，环保限产日趋严格，市场兼并重组推动过剩产能市场化出清，同时水泥行业自律的协同效应逐步发挥效力，水泥行业景气度触底回升，特别是2018年以来水泥价格持续高位运行，2018年去年水泥行业净利润预计在1600亿元左右，行业经济效应创造历史最好水平。

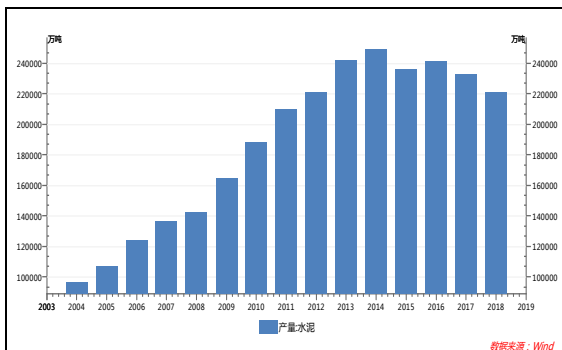
图1 水泥价格变动情况



资料来源：Wind

以散装普通硅酸盐水泥价格为例，2016年3月10日，P.O42.5水泥价格223.6元/吨，处于2012年以来的最低价格区域，随后价格开始持续触底反弹，截至2018年底已上涨至482.3元/吨，涨幅达2.15倍。2019年初以来，水泥价格受市场淡季等因素影响有所回落，但仍处在较高水平，截至2019年5月31日，P.O42.5水泥价格为455.1元/吨。

图2 水泥产量变动情况



资料来源：Wind

在水泥价格上涨的同时，受宏观经济增速放缓影响，水泥产量波动中有所下降，据国家统计局数据（不同年份数据可比口径有所差异），2014年水泥产量为24.92亿吨，为历史高点，随后水泥产量波动下降，2016—2018年分别为24.10亿吨、23.31亿吨和22.08亿吨。

由于水泥产品质重价低，销售中存在销售半径的限制，区域市场特征明显。全国范围内，水泥销售可分为东北、华北、西北、

华东、中南和西南6个区域。据数字水泥网统计，从水泥和熟料增速来看，2018年，西北、东北部明显偏弱，以京津冀为代表的华北和西南产量走强，华东和中南总体平稳。全国31个省份，有11个省份是同比负增长，其中有6省位于北方地区。新疆、宁夏、黑龙江、吉林下滑超过2位数。西藏、山西、浙江、海南需求增速表现突出，呈2位数增长；从水泥价格变动来看，2018年，华东地区无论是价位还是涨幅均位居各区域首位，以散装PO42.5为例，华东区域2018年均价472元/吨，比2017年增长30%，12月份更是达到了历史最高位的553元/吨，局部地区甚至突破600元/吨。其次是中南地区，2018年均价453元/吨，比2017年增长25%，12月份也达到了历史高位的504元/吨。西南地区表现也不俗，2018年均价422元/吨，比2017年增长25%。华北、东北和西北整体价格虽然比2017年也均有所上涨，但绝对价和涨幅都无法与南部区域相比，均价普遍低于400元/吨。

总体看，水泥行业已经度过了2015年的行业低点，目前行业景气度维持在良好水平；不同区域市场受需求差异影响，水泥价格水平和涨幅差异明显，总体呈现南强北弱的格局。

行业供需

2012年之前，中国水泥熟料产能保持快速增长趋势，随后宏观经济增速放缓，水泥熟料产能的增速随之放缓，个别年份水泥熟料产能甚至出现了负增长。

据中国水泥协会统计，2015年全国新增投产水泥熟料生产线共有31条，合计年度新增熟料产能4712万吨，截至2015年底，全国新型干法水泥生产线累计1764条（去除部分2015年已拆除生产线），设计熟料产能达18.1亿吨，实际年熟料产能达到20亿吨，累计产能比上年增长2%。由于2015年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015年水泥熟料实际产能富余量超

过6亿吨。2015年产能利用率为同期最低水平，仅为67%。2016年全年新点火水泥熟料产能2558万吨，同比下降46%。新增产能连续四年下降。截至2016年水泥熟料设计总产能约为18.3亿吨。

2017年以来，在水泥行业面临国家严格限制新增产能、提高行业准入门槛以及环保督查等背景下，尽管缺乏行政化去产能的手段，全国整体水泥熟料产能维持稳定，截至2018年底，全国新型干法水泥生产线累计1681条，设计熟料产能维持在18.20亿吨左右，实际产能可达20亿吨左右。

产能利用率方面，2016年以来，水泥全行业产能利用率持续提升，总体保持在70%-80%之间。受区域市场需求和成本控制能力差异影响，行业内各企业产能利用率差别较大，据各上市水泥企业公开披露数据，除海螺水泥、华润水泥、万年青和塔牌水泥产能利用率在90%左右，以及祁连山和华新水泥产能利用率在70%-80%之间以外，其他水泥企业的产能利用率均低于60%。

区别于钢铁和煤炭行业的行政化去产能，当期水泥行业的产能退出主要依靠于行业自律、环保限产以及市场出清等相对温和的方式来压缩过剩产能，产能缩减速度较为缓慢，同时需求端支撑较弱，预计未来一段时间内，行业供需矛盾仍然存在。

行业竞合

水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。受各地区供需结构、竞争激烈程度、地理位置（影响生产成本和运输费用）等影响，各区域间的水泥价格和利润水平有一定差异。

历史上水泥行业长期呈市场分散、自律缺

失、行规不健全的状态，2012年以来随着宏观经济增速放缓，水泥需求下降，行业恶性竞争、资源利用率低、产业规模优势不明显等问题逐步显现，水泥价格持续走低。2015年水泥行业亏损面达到34%，水泥企业对恶性低价竞争带来的不利影响认识加深，行业竞合环境有所改善，对水泥价格的回升起到了重要影响。2016年主导水泥企业和水泥行业的协会在组织、市场整合和协同中表现突出，各级行业协会围绕国务院办公厅34号文件开展区域市场协调工作，推进联合重组、开展错峰生产，水泥行业设立产业结构调整专项资金、开展区域整合、维护行业自律的措施，推动水泥价格多轮上涨。

2015年以来水泥行业整合不断加速。2016年中国水泥行业内多家大型企业发生并购重组：（1）2015年世界建材行业巨头拉法基（LAFARGE）和豪瑞（HOLCIM）完成合并，新的拉法基豪瑞集团也开始对中国区水泥资产进行整合。拉法基中国区部分非上市水泥资产注入原豪瑞中国业务平台华新水泥，拉法基也将部分原下属上市公司双马水泥股权转让，不再为其实际控制人，从而避免违反上市公司同业竞争承诺。（2）2016年8月，中国建材行业两大央企中国建筑材料集团有限公司（下称“中国建材集团”）与中国中材集团公司（下称“中国中材”）宣布实施重组，中国中材将无偿划转进入中国建材集团；两大集团在水泥业务重合区域较小，两者合并对降低总体同业竞争的程度有限，合并后有助于新集团实现产能的全国布局。（3）2016年5月金隅股份通过对冀东集团增资扩股及收购股权，实现对冀东集团及冀东水泥的控股，金隅股份计划以通过冀东水泥发行股份及支付现金购买资产的方式实现对冀东水泥的直接控股，两家水泥企业重组后，在京津冀地区产能占比约为50%，有利于改善华北区域低价恶性竞争、市场秩序混乱的市场现状。除了并购重组，水泥企业间的参股合作、战略合作，也成为了较为普遍的合作方

式。近年来，华润水泥参股了福建水泥、昆钢水泥，天瑞水泥参股了山水水泥，华润水泥与金隅股份签订了长期战略合作协议，计划携手开拓国内外市场，建立市场沟通机制、定期进行生产、技术、经营管理方面的交流，中材装备与蒙西水泥、海螺集团与亚洲水泥、同力水泥与中联水泥也签订了类似的战略合作协议或者合作框架协议。

行业政策

2016年以来，随着水泥产能过剩问题的日益凸显，不管是中央还是地方都出台了化解水泥过剩产能的规划目标和政策手段；而针对近年来日益严重的空气质量等环境问题，相关部门也对水泥的电耗、煤耗、污染源排放计划出台了规范和针对性的调控措施。

国家部委2016年以来出台的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①严禁备案和新建新增产能项目、依法依规淘汰不达标产能。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；2017年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换；强化依法行政和标准实施，对经整改达不到环保、能耗、安全、质量等强制性标准要求的产能，依法有序关停退出。逐步淘汰砖瓦轮窑。②实行差别化政策，倒逼过剩产能退出。开展能耗、排放等对标达标，明确了到2020年，规模以上单位工业增加值能耗下降18%，吨水泥综合能耗降到85千克标准煤；贯彻落实高耗能行业差别电价、阶梯电价等政策，研究提高享受资源综合利用财税政策的技术门槛，倒逼竞争乏力产能主动退出。③支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，并结合联合重组、技术改造，主动经营性压减过剩产能。④推进水泥窑协同处置、资源化利用城市和产业废弃物。实施水泥窑炉能量梯级利用、能效提升改造，高效节能粉磨粉尘低成本、高效减排改造，高硫石灰石地区氮氧化物、二氧化硫综合减排改造。

作为行业协会自律组织，中国水泥协会于

2017年12月印发《水泥行业去产能行动计划(2018—2020)》，该报告提到三大目标，首先，三年压减熟料产能39270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能利用率达到70%；其次，前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%。力争10个省区内前2家大企业熟料产能集中度达到65%；第三，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，2017年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2018年上半年正式启动运行去产能机制，力争在10个省区组建水泥投资管理公司，形成去产能的有效机制。

联合资信关注到，行业协同是2016年以来水泥价格持续上涨的重要因素之一，但随着水泥价格的持续上涨，水泥下游行业，尤其是混凝土行业面临的成本压力不断上升。在此背景下，2018年以来混凝土协会多次举报水泥行业成立区域联合平台公司统一销售的行为涉嫌垄断。2019年4月，国家市场监督管理总局反垄断局召开建材领域垄断行为告诫会，该会议要求参会的水泥企业积极自查在市场销售中是否形成了垄断协议，是否限制了区域销售，是否存在限价销售等行为；各个协会在日常工作中是否制定了会员间限制产销量、制定排除竞争、限价控价的行为。目前，反垄断局尚未就水泥行业的相关协同行为是否形成反垄断形成决议，联合资信对此将保持关注并评估其对水泥价格走势可能带来的负面影响。

行业展望

随着水泥价格的回升，水泥行业自律和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度大，水泥价格有所回升，行业盈利能力有所增强，北方地区水泥企业盈利水平整体仍弱于南方，区域内企业分化加剧。未来基建投资虽有望保持较高增速但房地产投资增速回调可能性大，水泥需求预计以企稳为主；供给侧改

革背景下，错峰生产、行业集中度提升以及行业自律的继续推进，水泥价格有望保持高位运行。

2. 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，陆续委托中国制造协会开展了《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。

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。

六、基础素质分析

公司经历二十余年的发展，目前已成为集水泥、铸造、旅游、煤焦化等业务于一体的跨

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。天瑞集团一直以水泥业务为核心，长期处于河南、辽宁水泥市场的领军地位。

公司四家骨干企业天瑞集团水泥有限公司（以下称“天瑞水泥”）、天瑞集团铸造有限公司（以下称“天瑞铸造”）、天瑞旅游集团股份有限公司（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。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。

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 10 万吨/年的铸钢件生产能力。天瑞铸造能生产 A、B、C 级钢等 20 多种铁路配件产品，其主要产品是铁路机车成套铸钢件，包括：摇枕、侧架、电机壳、火车挂钩、铸钢车轮等。此外，天瑞铸造还是铁道部定点生产铁路铸钢件的厂家之一，其铁路铸件在全国市场上的占有率在 50% 以上。

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。天瑞煤焦化 100 万吨捣固焦项目的主要外销产品为冶金焦炭。

整体看，跟踪期内，公司继续巩固和发展水泥产业，不断提升在河南、辽宁地区的市场份额；铸造板块、焦化板块和旅游板块已初具规模，公司逐步实现多行业协调发展，整体竞争实力增强。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度

和高管人员方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括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。

2018 年公司实现主营业务收入 183.91 亿元，同比增长 16.54%，主营业务毛利率为 24.18%，较 2017 年上升 0.63 个百分点。

表 2 公司主营业务收入和毛利率（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥收入	655495.13	70.62	25.28	1196778.78	75.84	22.44	1399664.22	76.10	22.60
熟料收入	28886.25	3.11	19.75	46941.54	2.97	32.73	70983.81	3.86	34.37
铸造板块	51819.13	5.58	3.39	96689.55	6.13	15.67	75592.96	4.11	9.92
旅游、餐饮 板块	48265.63	5.2	82.26	49595.79	3.14	71.81	49945.66	2.72	71.54
煤焦化板块	92401.95	9.96	18.67	172103.55	10.91	17.79	208741.29	11.35	23.72
其他	51305.48	5.53	14.55	15871.50	1.01	39.53	34205.26	1.86	32.75
合计	928173.57	100.00	25.77	1577980.70	100.00	23.55	1839133.20	100.00	24.18

注：水泥收入含部分贸易收入。
资料来源：公司提供

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。受国家加快水泥供给侧结构性改革，政府、协会加大力度推进水泥错峰生产，水泥价格持续上涨的影响，2018 年公司水泥和熟料收入均大幅上涨，分别实现收入 139.97 亿元和 7.10 亿元。2018 年铸造板块收入有所下降，为 7.56 亿元，同比下降 21.82%。煤焦化板块收入规模持续提升，2018 年实现收入 20.87 亿元。

从毛利来看，受销售价格上涨的影响，2018 年公司水泥和熟料板块毛利率均有所上升，分别为 22.60% 和 34.37%；受产能利用率下降、原材料成本上升和销售价格下降等因素影响，铸造板块毛利率有所下降，为 9.92%；

随着产品价格上涨，煤焦化板块毛利率上升至 23.72%。2018 年，公司旅游、餐饮板块毛利率维持在较高水平，为 71.54%。

总体看，跟踪期内，在水泥板块和煤焦化板块的带动下，公司收入规模和盈利水平均有所提升。

2. 水泥及熟料板块¹

天瑞水泥是公司水泥及熟料板块的主要经营主体。受水泥行业供给侧结构性改革影响，政府、协会加大力度推进水泥错峰生产，2016 年以来，水泥价格持续上涨，公司水泥和

¹ 不包含河南圣水水泥销售有限公司水泥贸易业务。

熟料板块收入持续提升。

产品生产

受中国严控新增水泥熟料产能政策影响，公司近年主要通过水泥熟料生产线并购以及生产线技术改造来扩大生产规模。截至 2018 年底，公司拥有 20 条熟料生产线，熟料产能为 2893 万吨/年；水泥磨机 59 台，水泥产能达到 5663 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分别为 1859 万吨/年和 835 万吨/年；河南地区和辽宁地区水泥产能分别为 3558 万吨/年和 1670 万吨/年。天瑞水泥在中国水泥协会公布的 2018 年全国水泥熟料产能前 50 家企业排名中位列第 9 名。

表 3 天瑞水泥及熟料产销情况

(单位: 万吨/年、万吨、%、元/吨)

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
熟料	产能	2583.00	2893.00	2893.00
	产量	2030.75	2212.94	2136.43
	产能利用率	78.62	76.49	73.85
	销量	171.64	188.59	263.78
	产销率	8.45	8.52	12.35
水泥	销售均价	159.60	247.89	269.11
	产能	5263.00	5663.00	5663.00

表 4 公司分地区水泥销售收入情况 (单位: 万元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
中部	464363.56	75.40	680730.58	77.21	748606.29	74.83
东北	151477.30	24.60	200911.92	22.79	251817.56	25.17
合计	615840.86	100.00	881642.50	100.00	1000423.85	100.00

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，天瑞水泥生产的“天瑞牌”系列水泥具有强度高、富裕标号大、碱含量低、水化热低等特点，主要用于公路、铁路、隧道、大型桥梁、高层建筑的建设。根据市场不同，天瑞水泥主导产品分为 52.5 级普通硅酸盐水泥（代号 PO52.5）、42.5 级普通硅酸盐水泥（代号 PO42.5）、32.5 级普通硅酸盐水泥（代号 PO32.5）、32.5 级复合硅酸盐水泥（代号 PC32.5）。其中，PC32.5 水泥主要面

产量	2924.84	3010.91	2923.23
产能利用率	55.57	53.34	51.62
销量	2949.31	3022.13	2940.65
产销率	100.84	100.04	100.6
销售均价	195.53	269.90	310.87

资料来源: 公司提供

受季节性因素及冬季错峰生产影响，公司水泥及熟料产能利用率持续下降，2018 年，公司水泥产能利用率下降至 51.62%；熟料产能利用率下降至 73.85%。

市场销售

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。在中部区域，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，2018 年中部区域水泥销售收入 74.86 亿元，同比增长 9.98%，主要系水泥价格上涨所致，河南省市场占有率为 20.22%，市场占有率较上年增长 0.97 个百分点。在东北区域，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。2018 年东北区域水泥销售收入 25.18 亿元，同比上涨 25.34%，公司在辽宁省市场占有率为 17.71%，同比下降 6.48 个百分点。

对农村市场；PO42.5 水泥主要面对城市建设、重点工程；PO52.5 水泥主要用于对水泥强度要求高的工程；其它特种水泥如低碱水泥用于高速铁路的建设。

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，公司产能也较为分散，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。

从水泥产品定价能力上看，公司在河南省市场占有率第一，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。

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%。目前公司水泥生产所需

的石灰石均来自自备矿山，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。

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，受煤炭价格上涨的影响，煤炭采购成本占比有所提升，电力采购成本占比有所下降。

表 5 公司水泥及熟料板块原材料和能源采购情况（单位：万吨、万千瓦时、亿元、%）

采购项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	数量	金额	占比	数量	金额	占比	数量	金额	占比
煤炭	266.97	12.10	37.38	304.66	19.85	46.18	310.53	21.49	50.87
电力	157475.58	8.29	25.62	171704.64	8.82	20.52	167164.02	8.49	20.11
石灰石	2718.51	4.97	15.35	3057.56	6.00	13.97	2988.91	6.19	14.65
硫酸渣	34.67	0.23	0.72	45.59	0.34	0.78	42.43	0.32	0.77
石膏	143.11	1.01	3.12	161.96	0.98	2.28	174.18	1.02	2.43
混合材料	948.25	4.83	14.92	742.58	5.83	13.57	509.65	3.22	7.63
其他材料	--	0.93	2.89	--	1.16	2.70	--	1.50	3.54
合计	--	32.37	100.00	--	42.99	100.00	--	42.25	100.00

资料来源：公司提供

石灰石矿山资源方面，公司拥有的 14 个熟料生产基地均拥有自备矿山，石灰石基本能够满足公司自身熟料生产需求。需要采购的原材料，公司采用“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，由物资部统一招标采购；对于设备和重点设备的备机备件，由工程部负责统一招标采购；其他价值较小的物资由各子公司自行采购，报公司主管部门备案和管理。原材料采购结算主要采取银行转账和银行承兑汇票方式，先供货后付款，账期一般在 3 个月以内。

表 6 截至 2018 年底公司拥有矿山情况

（单位：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）	1745	12	146
辽阳天瑞水泥有限公司	16470	40	412
大连天瑞水泥有限公司	13342	22	607
卫辉市天瑞水泥有限公司	11604	39	298
天瑞集团禹州水泥有限公司	10805	29	373
天瑞集团郑州水泥有限公司	9070	22	412
天瑞集团南召水泥有限公司	8238	45	183
天瑞集团萧县水泥有限公司	7248	40	181

天瑞集团汝州水泥有限公司	3965	13	305
天瑞集团光山水泥有限公司	4449	22	202
辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	1650	23	70
海城市第一水泥有限公司	1610	23	70
河南永安水泥有限责任公司	5720	24	130
天瑞新登郑州水泥有限公司	20910	41	510
合计	116826	--	3899

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，2018 年，公司采购煤炭为 310.53 万吨，采购金额为 21.49 亿元，受煤炭价格大幅上涨的影响，公司采购煤炭均价为 692.16 元/吨，同比增长 6.22%。煤炭采购价格的持续上涨增加了公司成本压力。

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，满足生产所需；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。随着规模效应将逐步显现，有利于逐步缓解公司面临的煤炭原材料成本上涨的压力。

电力采购方面，2018 年，公司采购电量为 167164.02 万千瓦时，金额为 8.49 亿元。采购均价 0.51 元/kwh，同比持平。

生产效率方面，公司近年主要推进了荥阳

生产线技改工程、卫辉生产线技改工程、光山生产线技改工程以及南召生产线技改工程等技改项目建设，目前技改工程已基本完工。得益于技改工程，公司生产效率得到提升，2018年公司吨熟料煤耗和吨熟料电耗分别为138.90千克和57.06千瓦时，同比变化不大，处于行业较好水平。

原材料供应商方面，2018年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。

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。2018年，受市场疲弱影响，天瑞铸造产能利用率有所下降，为54.04%，同期吨铸钢件销售价格由1.28万元下降至1.14万元，受此影响，公司铸造板块收入和毛利率均较上年有所下降，分别为7.56亿元和9.92%。

表7 公司铸造板块产销情况

(单位: 吨/年、吨、%)

产品	项目	2016年	2017年	2018年
铸钢件	产能	100000	100000	100000
	产量	74591	76590	54035
	产能利用率	74.59	76.59	54.04
	销量	74007	75710	62333
	产销率	99.22	98.85	115.35

资料来源: 公司提供

4. 旅游餐饮板块

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。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 and 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，是河南省重点旅游企业之一。

公司经营的主要景区有尧山-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，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，机场项目将会进一步提高景区交通的便利程度。

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，并于2014年正式投产。2017—2018年，公司该板块收入持续上升，分别为17.21亿元和20.87亿元，主要系煤焦化产品价格提升所致。

6. 在建项目

截至2018年底，公司在建项目已完成投资39.67亿元。公司在建工程项目以旅游景区配套建设为主，截至2018年底已投资23.77亿元，后续具体投资金额根据公司引进战略投资者进度来确定。随着景区在建工程的完工，公司旅游业务收入未来有望成为公司主营业务的重要补充。

公司水泥板块在建工程主要为生产线技改工程，总投资7.52亿元，截至2018年底已投资5.56亿元。

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一定支撑。

7. 经营效率分析

2018年，公司销售债权周转次数上升至16.72次；存货周转次数上升至9.16次；同期，总资产周转次数上升至0.27次。

整体看，公司经营效率一般。

九、财务分析

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 65 户，较 2017 年新增一家，为辽宁圣业建材销售服务有限公司。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 709.22 亿元，所有者权益合计 356.09 亿元（含少数股东权益 63.61 亿元）；2018 年度实现营业收入 186.81 亿元，利润总额 25.76 亿元。

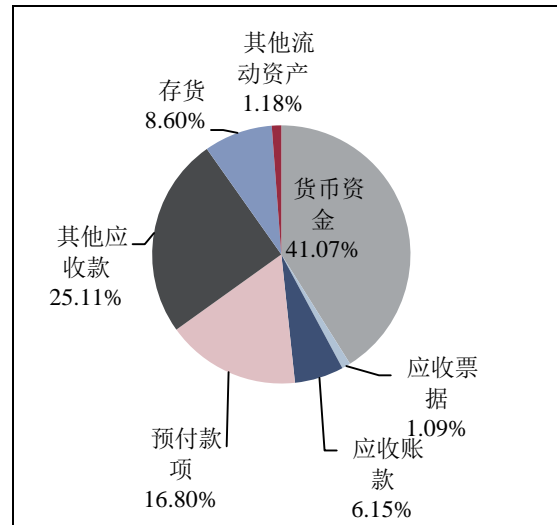
1. 资产质量

资产

截至 2018 年底，公司资产总额 709.22 亿元，同比增长 3.08%，其中流动资产和非流动分别占 24.51% 和 75.49%，与 2017 年相比变化不大，仍以非流动资产为主，符合水泥行业特点。

截至 2018 年底，公司流动资产为 173.87 亿元，同比增长 14.11%，流动资产主要由货币资金（占 41.07%）、预付款项（占 16.08%）、其他应收款（占 25.11%）和存货（占 8.60%）构成。

图 3 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金为 71.40 亿元，同比增长 34.01%，主要是银行存款下降所致；货币资金中受限制的货币资金为 24.58 亿元（占比 34.43%），主要为银行保证金存款和信用证保证金。

截至 2018 年底，公司应收账款账面余额为 10.75 亿元，计提坏账准备 0.05 亿元，账面净值为 10.69 亿元，同比增长 20.51%。公司水泥销售主要是先付款后发货，除了针对国家重点项目给予信用销售政策，其余赊销情况很少；应收账款主要来自天瑞铸造、天瑞旅游等其他子公司。采取账龄分析法分析，1 年以内的占 60.62%，1~2 年的占 26.71%，2 年以上的占 12.66%。截至 2018 年底，公司应收账款前五名公司合计占应收账款余额的 35.92%，集中度较高。

截至 2018 年底，公司预付款项 29.20 亿元，同比下降 3.96%，主要是采购预付款和工程建预付款。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 43.88 亿元，计提坏账准备 0.22 亿元，扣除坏账准备后为 43.66 亿元，同比增长 7.74%，其中，1 年内其他应收款占 45.04%；1~2 年的占 26.69%；2 年以上的占 28.27%；其他应收款前 5 大欠款方合计占比 74.82%，集中度较

高。截至 2018 年底，公司其他应收款主要为关联方往来款。

表 8 截至 2018 年底，公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元)

单位名称	与公司关系	金额	占比	备注
河南省瑞象物资贸易有限公司	非关联方	9.90	22.56	往来款
三门峡天元铝业股份有限公司	关联方	7.40	16.87	往来款
中国山水水泥集团有限公司	关联方	9.22	21.00	借款
平顶山市瑞平煤电有限公司	关联方	5.30	12.08	往来款
中原大易商贸有限公司	非关联方	1.02	7.61	往来款
合计	--	30.00	73.65	

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司存货净额为 14.95 亿元，同比下降 4.36%；公司存货主要由原材料和库存商品构成，共计提跌价准备 12.97 万元，计提比例较低。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 535.36 亿元，同比下降 0.06%，以长期股权投资（占 13.28%）、固定资产（占 25.17%）、在建工程（占 7.41%）和无形资产（占 47.71%）为主，非流动资产结构变化不大。

截至 2018 年底，公司长期股权投资合计 71.11 亿元，同比增长 9.55%，主要为中国山水的投资收益增长所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资主要为对中国山水的投资，为 48.82 亿元，公司持有中国山水 28.16% 的股权且在中国山水董事会中派有一名执行董事，对中国山水构成重大影响，因此公司采用权益法列报。

截至 2018 年底，公司固定资产账面原值合计 217.24 亿元，累计折旧合计 82.49 亿元，计提减值准备 6.24 万元，固定资产账面价值合计 134.74 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 39.67 亿元，同比下降 5.11%。公司在建工

程主要为旅游景区基础及配套设施建设工程和铸造工程。

截至 2018 年底，公司无形资产合计 255.40 亿元，同比下降 1.16%，主要为土地（100.40 亿元）、土地租赁合同（94.64 亿元）和景区经营权（49.10 亿元）。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产合计 6.61 亿元，全部为预付投资款。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 172.68 亿元，占总资产的 24.35%。

表 9 截至 2018 年底，公司受限资产情况
(单位：亿元)

受限资产	账面价值	所担保债务的债务人、担保类型及担保金额(如有)
货币资金	2.16	信用证保证金
货币资金	15.47	银行承兑汇票保证金
货币资金	0.70	保函保证金
货币资金	6.25	定期存款
土地和房产	11.66	融资借款抵押
机器设备	24.17	融资借款抵押
电器设备	-	融资借款抵押
采矿权	0.54	融资借款抵押
旅游公司股权	64.15	融资借款抵押
水泥公司股权	31.25	融资借款和银行承兑汇票保证金
尧山/六羊山景区收费权质押	2.50	股权质押给鲁山联社
旅游土地房产抵押	9.01	银行借款
铸造房产抵押	3.78	农行项目贷款
焦化公司土地房产抵押	1.04	农行项目贷款
合计	172.68	--

资料来源：公司提供

总体看，公司货币资金中受限部分较多，应收类科目占比较大，占用较多营运资金且计提减值损失较低，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，无形资产主要由旅游景区土地及其租赁合同和经营权形成。公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 356.09 亿元，同比增长 5.08%。所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占归属于母公司权益的 6.84%、73.43%和 20.06%。

截至 2018 年底，公司资本公积合计 214.77 亿元，其中 99.22 亿元为资本溢价，115.55 亿元为其他资本公积，主要为天瑞旅游与政府合作项目导致无形资产中的土地使用权、租约和经营权的评估增值。

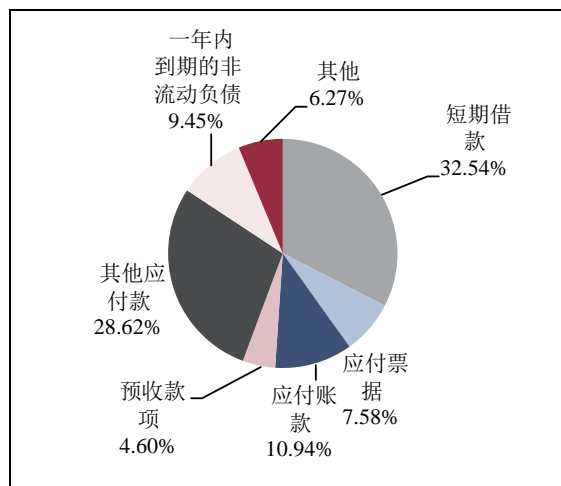
总体看，公司权益中无形资产评估价值占比大，权益质量一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 353.13 亿元，同比增长 1.14%。流动负债占 51.83%，非流动负债占 48.17%，流动负债占比略高。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 183.02 亿元，同比下降 5.20%，主要由以短期借款（占 32.54%）、应付账款（占 10.94%）、其他应付款（占 28.62%）和一年内到期的非流动负债（占 9.45%）为主。

图 4 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司短期借款合计 59.55 亿元，同比下降 4.11%，主要为抵押借款（19.79 亿元）和保证借款（30.58 亿元）。

截至 2018 年底，公司应付票据为 13.88

亿元，同比增长 40.93%，全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应付账款 20.02 亿元，同比变化不大，应付账款主要为应付工程款及应付货款。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 52.37 亿元，同比增长 4.62%，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 35.23%，1~2 年的占 33.28%，2 年以上的占 31.49%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 17.29 亿元，同比下降 51.68%，其中一年内到期的长期借款 16.23 亿元，一年内到期的应付债券 1.06 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 170.11 亿元，同比增长 8.97%，主要是长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 24.30%）、应付债券（占 41.62%）和递延所得税负债（占 23.82%）构成。

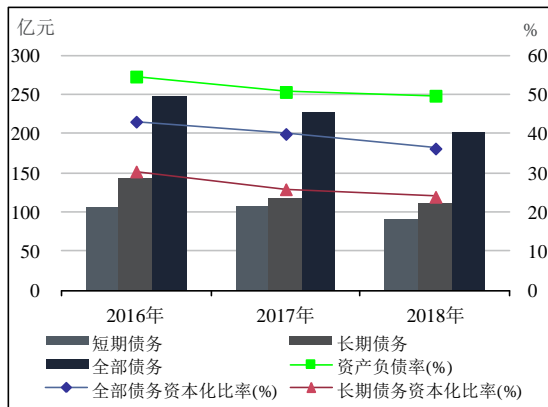
截至 2018 年底，公司长期借款为 41.34 亿元，同比增长 10.07%，主要是质押借款和保证借款。

截至 2018 年底，公司应付债券合计 70.80 亿元，同比下降 12.05%，主要系“15 天瑞债”、到期回售后金额由 10 亿元下降至 1.06 亿元所致。

截至 2018 年底，公司长期应付款为 20.39 亿元，同比增幅较大，主要系本期新增预收建信金融 20 亿元投资款（债转股资金）所致。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 202.86 亿元，同比下降 9.23%，其中短期债务为 90.72 亿元，长期债务为 112.14 亿元；同期资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.79%、36.29%和 23.95%，三者均 2017 年底有所下降。

图 5 近三年公司债务指标



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内，公司负债水平持续下降，债务负担有所减轻；考虑到公司所有者权益质量一般，公司实际债务负担较重。

3. 盈利能力

2018 年公司营业总收入为 186.81 亿元，同比增长 17.32%，营业成本为 140.16 亿元，同比增长 15.09%，收入增长幅度大于成本的增长幅度，公司营业利润率较上年增长 1.29 个百分点，为 23.73%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用 29.28 亿元，较 2017 年增长 6.41%，主要是公司管理费用增长所致。2018 年，公司期间费用率为 15.67%，较上年下降 1.61 个百分点，公司期间费用控制能力有所提升。

非经常性损益方面，2018 年公司获得投资收益 6.70 亿元，同比略有增长，主要系权益法核算投资收益大幅增长所致；同期，公司其他收益 4.19 亿元，同比略有增长，主要为增值税返还。总体看，跟踪期内，公司非经常性损益对公司营业利润贡献大。

2018 年，公司实现利润总额 25.76 亿元，同比增长 40.58%。2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比稳中上升，分别为 6.58% 和 5.68%。

总体看，跟踪期内，公司经营情况延续向好趋势，营业收入和利润总额稳中有升，盈利能力进一步提升。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2018 年公司经营活动现金流入 477.27 亿元，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。受公司营业收入增加的影响，2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 148.13 亿元，同比增长 6.19%；公司收到其他与经营活动有关的现金为 325.28 亿元，同比基本持平，主要为暂借及往来款。从现金流流出看，2018 年公司经营活动现金流出量为 430.58 亿元，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，2018 年上述两项现金流入分别为 77.50 亿元和 330.02 亿元。2018 年，公司经营活动现金净流量为 46.68 亿元，同比增长 53.94%。2018 年，公司经营活动现金流入 477.27 亿元，同比增长 1.42%；现金收入比为 79.30%，同比下降 8.31 个百分点。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入有所下降，为 4.83 亿元，同比下降 23.62%，主要为收到其他与投资活动有关的现金；投资活动现金流出 21.11 亿元，同比大幅增长，其中购建固定资产、无形资产等支付现金 4.52 亿元，支付其他与投资活动有关现金 16.59 亿元。2018 年，公司投资活动净现金流为 -16.28 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 128.84 亿元，同比下降 10.79%，主要为取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出为 154.09 亿元，同比下降 13.69%，主要为偿还债务支付的现金。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -25.25 亿元。

总体看，跟踪期内，随着公司盈利能力提升，公司经营活动净现金流可以覆盖投资活动和筹资活动的净流出；由于关联方往来频繁，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金规模大；考虑到公司待偿还到期债务规模较大、在建工程投资需求较大等原因，

公司存在较大的外部融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 95.00% 和 86.83%，同比分别上升 16.08 和 16.01 个百分点。2018 年，公司经营现金流动负债比为 25.51%，同比上升 9.80 个百分点。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司全部债务/EBITDA 有所下降，为 3.34 倍，EBITDA 利息倍数为 3.48 倍，同比有所上升。

整体看，跟踪期内，公司各项偿债指标均有所提升，整体偿债能力有所提升。

截至 2018 年底，公司银行授信总额 108.70 亿元，目前已使用 98.16 亿元，尚未使用 10.54 亿元；其他金融机构融资授信额度 126.45 亿元，已使用 33.90 亿元，尚未使用 92.55 亿元。

截至 2018 年底，公司对外担保总额为 7.64 亿元，对外担保比率为 2.15%，或有负债规模较小。

6. 过往债务履约情况

根据人民银行查询的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码 G1041048200003650Q），截至 2019 年 6 月 13 日，公司无未结清的关注类与不良类信贷信息记录，公司已结清的信贷信息记录中存在 3 笔不良和关注类银行承兑汇票，其中一笔系受经济形势下滑影响，中国农业银行股份有限公司汝州市支行将天瑞铸造公司一笔贷款调整为关注类，随着经济形势回暖及经营状况的好转，天瑞铸造的贷款风险分类级别将会逐步回调，另外两笔主要系公司财务人员操作不当导致贷款卡出现不良信息记录，并无恶意拖欠行为。公司过往履约情况良好。

7. 母公司财务报表分析

截至 2018 年底，公司本部资产总额 390.29 亿元，其中流动资产占 45.94%，非流动资产占

54.06%；流动资产构成以其他应收款（106.62 亿元）和其他流动资产（70.87 亿元）为主；非流动资产构成以长期股权投资（168.66 亿元）、无形资产（33.45 亿元）为主。

截至 2018 年底，公司本部负债总额为 269.94 亿元，其中流动负债占 79.84%，非流动负债占 20.16%；流动负债构成以其他应付款和其他流动负债为主，非流动负债主要是应付债券；资产负债率为 69.16%，同比上升 3.39 个百分点。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益为 120.35 亿元，其中实收资本 20.00 亿元、资本公积 91.23 亿元。

2018 年，公司本部实现营业收入 1.95 亿元，利润总额为 -3.03 亿元；经营活动净现金流 5.12 亿元，主要来自收到和支付其他与经营活动有关的现金流量差额。

总体看，公司本部主要承担经营管理和融资职能，资产负债构成和收入盈利情况复合其职能定位；本部不具备盈利能力，自身债务负担较重，其偿债能力依赖子公司的正常经营和其对子公司的控制力。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营情况和财务风险的分析，联合资信认为公司的抗风险能力强。

十一、存续期内债券偿债能力

公司于 2014 和 2015 年共发行四期公司债券，分别为“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”，发行额度合计 50 亿元，截至到目前，上述四期公司债券的剩余额度为 44.59 亿元。

公司 2021 年到期债券包括“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”，共计 34.59 亿元，集中兑付压力较大；公司 2024 年到期债券包括“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”，

共计额度 10 亿元。以最高偿还债券额度(34.59 亿元)为测算额度。

2018 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对测算额度 34.59 亿元的保障倍数分别为 1.75 倍、13.80 倍和 1.35 倍。剔除公司经营活动现金流入中收到其他与经营活动有关的现金流，经营活动现金流入对测算额度保障倍数为 4.39 倍。

总体看，公司存续债券 2021 年集中兑付规模较大，届时公司存在较大短期支付压力；经营活动产生的现金流入量对上述债券的保障程度较好，EBITDA 和现金流量净额保障程度一般。

十二、 增信分析

公司实际控制人李留法（持有公司 70% 股份）、股东李凤鸾（持有公司 30% 股份，与李留法系夫妻关系）及李玄煜（李留法之子）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。

公司与国家开发银行股份有限公司河南分行签署了《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支持贷款（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。

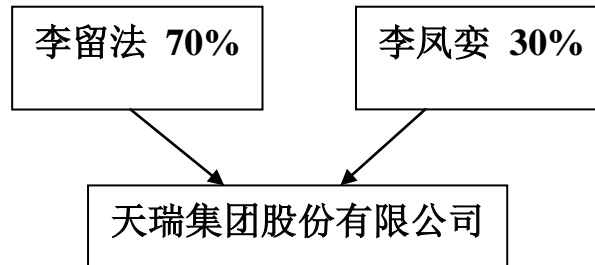
上述承诺对存续期债券偿付的安全性提供了一定保障。

十三、 结论

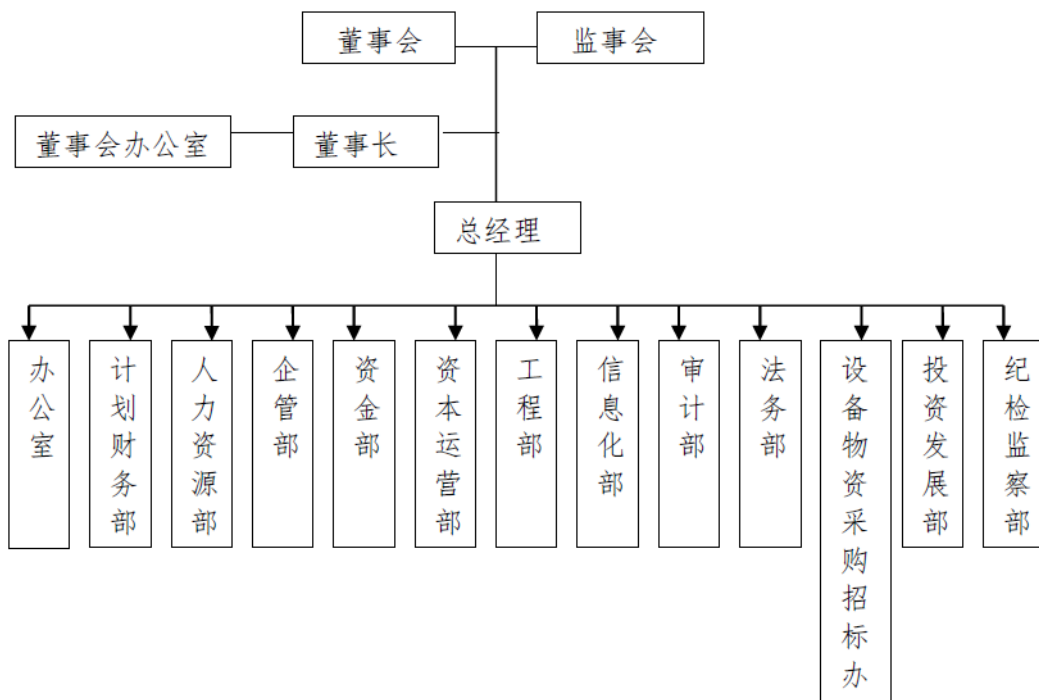
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”“14 天瑞集团债 03/14 天瑞

03”“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”和“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

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 截至 2018 年底纳入公司合并范围子公司

序号	企业名称	注册资本(万元)	经营范围	所占权益 (%)
1	天瑞旅游集团股份有限公司	1080000.00	旅游资源 and 旅游项目的开发经营等	73.07
2	河南天瑞尧山旅游有限公司	1000.00	游览景区管理服务；销售：旅游纪念品。	73.07
3	天瑞集团南召旅游有限公司	1000.00	九龙瀑布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、零售	73.07
4	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。	73.07
5	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等。	87.75
6	汝州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
7	鲁山县六羊山旅游开发有限公司	50.00	旅游商品、纪念品（不含金银）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。	65.76
8	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
9	汝州天瑞煤焦化有限公司	68888.21	焦煤、煤气生产销售；煤焦油、粗苯生产；原煤洗选	80.51
10	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
11	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
12	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
13	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
14	天瑞万象商贸物流有限公司	10000.00	仓储及物流代理服务；钢材、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***	87.75

15	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
16	中原旅游有限公司	1000.00	旅游咨询服务。	100.00
17	天瑞水泥集团有限公司	29405.2471 (美元)	原料矿山开采、石灰石销售水泥及辅料、熟料、建材产品的生产、销售等	67.62
18	天瑞集团禹州水泥有限公司	25000.00	水泥生产与销售	67.62
19	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	67.62
20	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；石料加工、销售；水泥用石灰岩露天开采	67.62
21	鲁山县安泰水泥有限公司	2135.74	水泥制造	67.62
22	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	67.62
23	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；石灰石的开采、加工、运输、销售	67.62
24	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	67.62
25	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	67.62
26	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	67.62
27	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	67.62
28	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	67.62
29	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	67.62
30	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	67.62
31	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	67.62
32	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	40.57
33	卫辉市天瑞水泥有限	24000.00	水泥及相关制品的制造与销售、水泥包装物	67.62

	公司			
34	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	67.62
35	禹州市中锦矿业有限公司	100.00	石灰岩、建筑用石的开采(限分公司经营)建材销售石灰岩、建筑用石加工	67.62
36	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;粉煤灰及制品生产加工、销售;普通货运。	61.53
37	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	47.33
38	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	67.62
39	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	67.62
40	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	67.62
41	辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	20500.00	水泥制造	67.62
42	信阳天瑞水泥有限公司	1800.00	水泥、混凝土、粉煤灰制品生产及销售,编织袋生产销售	47.33
43	海城市第一水泥有限公司	10000.00	许可经营项目:通用水泥 42.5 制造、销售;一般经营项目:经销:熟料	67.62
44	沈阳老虎水泥有限公司	2033.00	水泥及水泥制品加工、制造、批发、零售	40.57
45	庄河天瑞水泥有限公司	2000.00	水泥、水泥制品、石膏、粉煤灰超细粉制造,水泥袋加工	67.62
46	海城市天鹰建筑石材采掘有限公司	15.00	露天开采建筑石料用灰岩	67.62
47	天瑞新登郑州水泥有限公司	29466.76	水泥熟料及水泥成品、水泥用石灰岩的生产和销售;利用余热发电***	37.19
48	河南永安水泥有限责任公司	57260.00	生产、销售:水泥。	67.62
49	天瑞集团财务有限责任公司	100000.00	对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务;协助成员单位实现交易款项的收付;经批准的保险代理业务;对成员单位提供担保;办理成员单位之间的委托贷款及委托投资;对成员单位办理票据承兑与贴现;办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、	100.00

			清算方案设计；吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；从事同业拆借。	
50	汝州天瑞物资有限公司	10000.00	矿产品、煤炭、建筑材料、金属材料、机电设备、管道设备、机械设备等销售	100.00
51	汝州瑞象物资有限公司	10000.00	矿产品、煤炭、建筑材料、金属材料、机电设备、管道设备、服务等	87.75
52	天瑞集团信息科技有限公司	5000.00	信息技术服务及软件开发等	67.62
53	天瑞（国际）控股有限公司	246000.00	投资	100.00
54	煜阔有限公司	100.00 美元	投资	100.00
55	卡莱斯有限公司	1 港元	投资	100.00
56	中国天瑞集团水泥有限公司	2400.90 万港元	投资	67.62
57	中原水泥有限公司	1 美元	投资	67.62
58	中国天瑞（香港）有限公司	1 美元	投资	67.62
59	辽阳天瑞辽塔矿业有限公司	50.00	水泥用石灰石开采。	67.62
60	盘锦金润水泥有限责任公司	1000.00	水泥生产、销售；地砖生产；建材（不含油漆）销售。	67.62
61	河南圣业水泥销售有限公司	12000.00	水泥、熟料、粉煤灰微粉、矿渣微粉、商品混凝土及其他水泥制品的销售	100.00
62	汝州三源文化博览股份有限公司	1005.00	文化艺术品的设计、开发、展览、鉴定、评估、销售及咨询服务；会务服务；文化交流活动策划；珠宝、玉器、古玩、收藏品、景观石、木雕工艺品、字画的销售	99.50
63	河南智慧旅游电子商务有限公司	1000.00	网上销售：景区门票、旅游商品（不含许可项目）；计算机及辅助设备；信息系统集成服务；软件开发；互联网信息服务；国内旅游业务、入境旅游业务；广告的设计、制作、代理、发布；会议及展览服务	47.50
64	中原天瑞电力有限公司	5000.00	电力销售；电线、电缆、电力设备销售***	67.62
65	辽宁圣业建材销售服务有限公司	5000.00	水泥、熟料、粉煤灰微粉、矿渣微粉、商品混凝土、水泥制品的销售。(依法须经批准的项目经相关部门批准后方可开展经营活动)	100.00

资料来源：公司年报

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	75.25	55.79	73.30
资产总额(亿元)	702.54	688.05	709.22
所有者权益(亿元)	324.36	338.88	356.09
短期债务(亿元)	104.39	107.74	90.72
长期债务(亿元)	142.02	118.05	112.14
全部债务(亿元)	246.41	225.79	202.86
营业收入(亿元)	93.56	159.23	186.81
利润总额(亿元)	7.92	18.32	25.76
EBITDA(亿元)	39.93	52.26	60.70
经营性净现金流(亿元)	34.23	30.33	46.68
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.41	14.18	16.72
存货周转次数(次)	5.11	8.47	9.16
总资产周转次数(次)	0.14	0.23	0.27
现金收入比(%)	112.31	87.61	79.30
营业利润率(%)	24.52	22.44	23.73
总资本收益率(%)	3.90	5.27	6.58
净资产收益率(%)	1.96	4.15	5.68
长期债务资本化比率(%)	30.45	25.84	23.95
全部债务资本化比率(%)	43.17	39.99	36.29
资产负债率(%)	53.83	50.75	49.79
流动比率(%)	82.66	78.92	95.00
速动比率(%)	76.01	70.82	86.83
经营现金流流动负债比(%)	17.31	15.71	25.51
EBITDA 利息倍数(倍)	2.23	2.94	3.16
全部债务/EBITDA(倍)	6.17	4.33	3.34

附件 3 主要财务指标指标的计算公式

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/主营业务收入×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%

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变