

天瑞集团水泥有限公司

2013 年公司债券 2015 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【400】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, 第 5 年末附投资
者回售选择权

分析师

姓名:
王晨 杨建华

电话:
010-66216006

邮箱:
wangch@pyrating.cn

天瑞集团水泥有限公司 2013 年公司债券 2015 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	2015 年 06 月 25 日	2014 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2月发行的20亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的2015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公司生产规模不断扩大、营业收入保持增长、经营现金流表现较好、生产成本有所降低,且天瑞集团铸造有限公司(以下简称“天瑞铸造”)和天瑞集团旅游发展股份有限公司(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在一定程度上保障了本期债券的本息偿付,同时我们也关注到水泥行业产能过剩、市场需求不振、水泥价格持续下降、公司短期偿债压力较大、盈利能力受水泥价格下跌及期间费用增长而有所削弱以及存在或有负债风险等风险因素。

正面:

- 公司水泥与熟料产能继续提升,生产规模持续扩大,营业收入保持增长。截至2015年3月末,公司熟料产能为2,335万吨/年,较2013年末提高95万吨/年;水泥产能达到4,843万吨/年,较2013年末提高430万吨/年;2014年公司水泥产量同比提高4.67%,熟料产量同比提高7.66%,全年公司实现营业收入91.52亿元,同比增长1.88%。
- 煤炭价格下降及技改工程等降低了公司生产成本。2014年公司煤炭采购均价为527.45元/吨,较2013年下降10.26%;2014年公司吨熟料均煤耗较2013年下降5.33千克/吨,吨熟料综合电耗较2013年下降1.72千瓦时/吨,PC水泥平均工序电耗较2013年下降0.61千瓦时/吨,PO水泥平均工序电耗较2013年下降0.64千瓦时/吨。

- **公司经营活动现金流表现较好。**2014年公司经营活动现金流保持稳定，实现现金净流入16.38亿元。
- **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在一定程度上提高本期债券的本息偿付能力。**2014年天瑞铸造与天瑞旅游经营情况良好，其中天瑞铸造实现营业收入7.43亿元，利润总额0.77亿元；天瑞旅游实现营业收入3.85亿元，利润总额1.58亿元，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在一定程度上提高本期债券的本息偿付能力。

关注：

- **水泥行业短期内产能过剩局面仍较为严峻，且需求不振，价格持续下跌。**以PO42.5水泥为例，2014年部分地区全年价格跌幅超过10%，最低跌幅也有3.8%左右。2015年以来各地区水泥价格继续下跌，2015年3月我国PO42.5水泥均价为303.40元/吨，较2014年12月下降4.07%。
- **水泥价格持续下降削弱了公司盈利能力，预计未来价格下行仍将对公司盈利产生不利影响。**受水泥价格下降影响，2014年公司水泥销售收入同比增速仅为2.40%，较2013年下降16.43个百分点；受水泥行业产能过剩及需求不振等因素影响，未来公司水泥价格仍存在下降的可能。
- **公司有息债务规模较大且以短期负债为主，短期偿债压力较大。**截至2015年3月末，公司有息债务125.38亿元，占负债总额的比重为87.08%，其中短期有息债务78.63亿元，占有息债务的比重为62.71%，短期偿债压力较大。
- **以财务费用为主的期间费用规模较大且存在一定刚性，对公司利润形成一定侵蚀。**2014年公司期间费用率同比提高2.37个百分点，其中财务费用达到8.96亿元，同比增长26.34%，销售费用达到3.90亿元，同比增长12.34%，受此影响，2014年公司营业利润同比下降12.53%；上述费用存在一定刚性，预计未来仍将对公司利润产生不利影响。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2015年3月末，公司对外担保的余额合计为80,065.00万元，占2015年3月末所有者权益的比重为10.26%，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
----	--------------	--------	--------	--------

总资产（万元）	2,220,348.28	2,192,469.42	2,043,533.39	1,804,105.88
归属于母公司所有者权益（万元）	777,268.21	769,911.67	711,761.17	654,179.99
有息债务（万元）	1,253,803.69	1,139,995.84	1,147,628.73	1,007,890.67
资产负债率	64.85%	64.77%	64.92%	63.62%
流动比率	0.89	0.81	0.88	0.72
速动比率	0.82	0.67	0.77	0.61
营业收入（万元）	142,771.20	915,161.29	898,287.29	783,370.02
营业利润（万元）	6,800.17	43,252.85	49,504.01	75,616.22
营业外收入（万元）	3,487.67	34,769.63	26,564.44	29,194.44
利润总额（万元）	10,172.89	77,176.85	75,287.37	104,304.74
综合毛利率	27.10%	23.72%	22.32%	26.22%
EBITDA（万元）	52,890.23	242,941.70	212,460.52	216,870.11
EBITDA 利息保障倍数	2.21	2.51	2.99	3.75
经营活动现金流净额（万元）	21,256.68	163,832.62	167,796.53	142,921.69

资料来源：公司2013-2014年审计报告及未经审计的2015年1季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

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20亿元公司债券，票面利率为7.10%。

本期债券的起息日为2013年2月4日，按年计息，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。2014年至2021年每年的2月4日为上一个计息年度的付息日；如投资者行使回售权，则其回售部分债券的付息日为2014年至2018年每年的2月4日。本期债券的兑付日为2021年2月4日，如投资者行使回售权，则其回售部分债券的兑付日为2018年2月4日。截至2015年5月31日，本期债券本息兑付情况见表1。

表1 截至2014年5月31日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年2月4日	200,000	-	14,200	200,000
2015年2月4日	200,000	-	14,200	200,000

资料来源：公司提供

截至2015年3月末，本期债券募集资金已全部使用完毕，其中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）。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本仍为2.94亿美元（人民币20.89亿元），未发生变更；控股股东、实际控制人以及主营业务均未发生变化。2014年公司新增4家纳入合并范围的子公司，详见下表。截至2014年末，公司合并范围子公司情况见附录四。

表2 2014年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	业务性质	注册资本	持股比例
海城市第一水泥有限公司	水泥	10,000	100%
沈阳老虎水泥有限公司	水泥	2,033	60%
庄河天瑞水泥有限公司	水泥	2,000	100%
海城市天鹰建筑石材采掘有限公司	采掘	15	100%

资料来源：公司提供

截至2014年12月31日，公司资产总额为2,192,469.42万元，归属于母公司的所有者权益为769,911.67万元，资产负债率为64.77%；2014年度，公司实现营业收入915,161.29万元，利润总额77,176.85万元，经营活动现金净流入163,832.62万元。

截至2015年3月31日，公司资产总额2,220,348.28万元，归属于母公司的所有者权益为

777,268.21万元，资产负债率为64.85%；2015年1季度，公司实现营业收入142,771.20万元，利润总额10,172.89万元，经营活动现金净流入21,256.68万元。

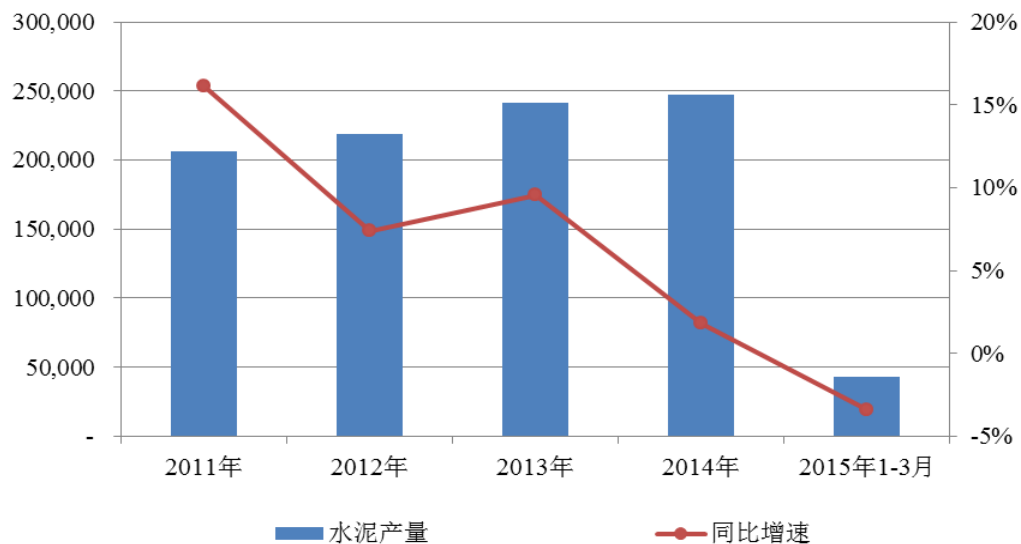
三、运营环境

水泥行业短期内产能过剩局面仍较为严峻，且房地产投资增速继续回落，水泥市场需求不振，价格持续下跌，未来我国城镇化与“一带一路”战略的推进将为水泥需求带来一定保障

2014年，我国宏观经济增速仍处于放缓阶段，GDP同比增速为7.4%，创下了1990年以来的新低，较2013年下降0.3个百分点。2015年第一季度，我国GDP增速同比进一步下滑至7.0%，较2014年同期下降0.4个百分点。2015年我国政府工作报告将2015年GDP增长目标下调至7%左右。随着近几年我国宏观经济增速不断放缓，水泥行业产能过剩的局面愈发凸显。根据中国水泥协会初步统计，2014年全国新增水泥熟料生产线54条，其中日产5,000吨以上熟料生产线31条，全年新增熟料产能7,030万吨。据Wind资讯，截至2014年末，我国水泥熟料生产线累计1,758条，产能达到17.7亿吨，2014年我国水泥熟料总产量为14.17亿吨，产能过剩约3.5亿吨。

2014年，我国水泥总产量为24.76亿吨，同比增长1.8%，是1991年以来增长速度最低的一年。2015年1季度，我国水泥总产量4.30亿吨，同比下降3.40%。水泥产量增速大幅下降，一方面是因为宏观经济放缓导致水泥行业下游需求疲软，同时也有1、2月份水泥需求淡季因素的影响；另一方面，也是水泥行业错峰生产（水泥生产期与采暖高峰期错开）的结果。2014年11月1日西北地区新疆水泥企业熟料线开始停窑，2015年1月20日泛华北区域各省水泥企业普遍进入停窑状态，错峰生产已覆盖北方大部分省份。随着3月中下旬北方供暖期的结束，水泥企业已陆续开工生产，未来水泥产量有望实现恢复。

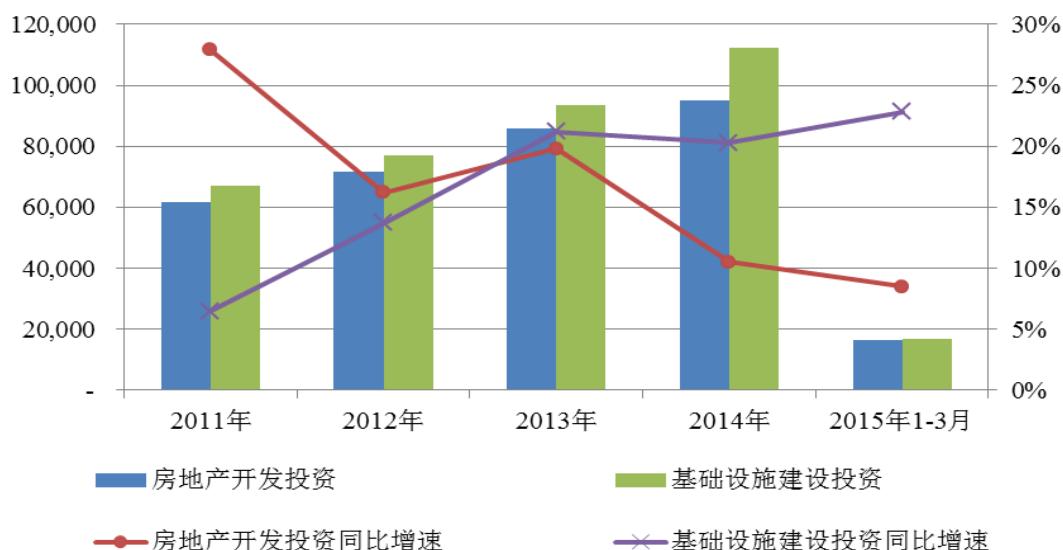
图1 2011-2015年3月我国水泥产量与增速情况（单位：万吨）



数据来源：Wind 资讯，鹏元整理

我国水泥产销率保持在较高水平，2014年全国水泥销量为24.47亿吨，产销率为99.10%。但需求方面仍不乐观，2014年我国固定资产投资增速继续放缓，全年全社会固定资产投资512,761亿元，同比增长15.3%，增速较2013年下降4个百分点，扣除价格因素，实际增长14.7%，增速较2013年下降4.2个百分点。从目前我国水泥主要需求端——基建和地产投资情况来看，房地产开发投资增速在2013年小幅回升之后，2014年又出现较大幅度下滑，同比增速下滑9.3个百分点至10.5%。基础设施建设投资增速在经过2012-2013年的持续提高后，2014年也有所下滑，全年基础设施建设投资同比增速为20.29%，较2013年下降0.89个百分点。从2015年第一季度的情况来看，我国房地产投资增速继续下滑，基础设施建设投资增速则保持较高速度增长。2015年1-3月，我国房地产开发投资16,651亿元，同比增长8.50%，增速较2014年同期下降8.3个百分点；基础设施建设投资16,786亿元，同比增长22.83%，增速较2014年同期提高1.94个百分点。

图2 2011-2015年3月我国基建与房地产开发投资情况（单位：亿元）

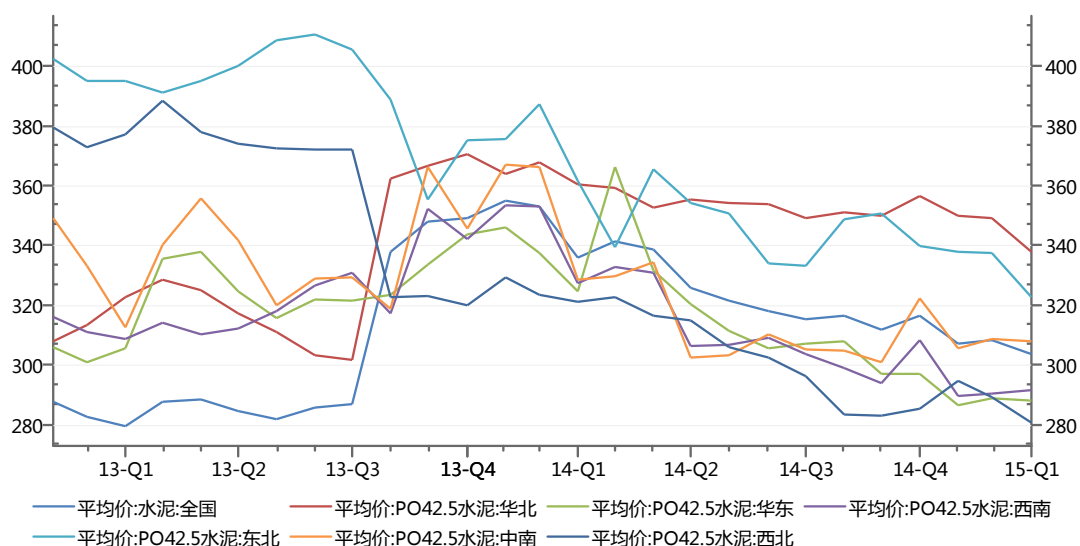


数据来源：Wind 资讯，鹏元整理

需要关注的是，2014年以来，我国房地产市场出现较大转变，景气度持续下滑，并延续至2015年。2015年1-3月，全国商品房销售面积18,254万平方米，同比下降9.2%，其中，住宅销售面积下降9.8%，办公楼销售面积下降23.3%；商品房销售额12,023亿元，同比下降9.3%，其中，住宅销售额下降9.1%，办公楼销售额下降26.5%。销售不畅对房地产新开工面积造成较大不利影响，2015年1-3月，全国房屋新开工面积23,724万平方米，同比下降18.4%。销售与新开工面积的下降必将影响房地产后续的投资情况，房地产行业对水泥的需求将受到影响，未来水泥行业的需求将主要依靠我国城镇化的不断推进，据《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》，目前我国常住人口城镇化率为53.7%，未来常住人口城镇化率要达到60%左右。此外，随着“一带一路”战略的层层推进，交通基础设施将带动我国中西部与亚洲多国铁路、公路互联互通，将为我国水泥行业带来新的需求空间。整体来看，在我国经济增长处于调整期的大背景下，水泥市场需求保持低速增长，将成为水泥行业今后的一种新常态。

2014年我国各个主要地区水泥价格处于下跌过程中，以PO42.5水泥为例，部分地区全年价格跌幅超过10%，最低跌幅也有3.8%左右。从全国情况来看，2014年12月我国PO42.5水泥均价为316.27元/吨，较2013年12月下降9.39%。价格持续下跌的原因在于需求疲软，此外，较高的库存也对水泥价格形成一定打压，据Wind资讯，2014年末我国水泥库存较年初增长28.6%。2015年以来水泥价格仍未得到改善，各地区水泥价格继续下跌，2015年3月我国PO42.5水泥均价为303.40元/吨，较2014年12月下降4.07%。

图3 2013.01-2015.03水泥价格走势情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

水泥行业经营状况有所变差，全行业已进入同质化竞争阶段，短期内难以改变

产能过剩，下游需求不振，价格持续下跌，此外环保要求的提升也加大了运营成本，水泥行业经营状况受到了不利影响。2014年我国水泥制造行业实现主营业务收入9,792.11亿元，同比增长0.92%，增速较2013年下降7.7个百分点；实现利润总额780.20亿元，同比增长1.38%，增速较2013年下降15.05个百分点。2015年以来，水泥行业经营效益继续大幅下滑，1-2月累计实现利润仅为0.78亿元，较2014年同期下降97.42%，主要是水泥价格继续走低所致。从目前水泥价格走势来看，尚未见到明显改善，4月之后随着销售旺季的到来，市场需求或将有所恢复，但2015年水泥行业面临的形势依然严峻。

随着我国水泥行业的不断发展，产业结构不断优化，新型干法水泥熟料生产工艺日趋完善和成熟。截至2014年末，我国新型干法熟料占熟料总产能的比重已超过97%，其中日产4,000吨及以上规模大型生产线已经占到62.3%，年生产规模500万吨及以上企业集团，大型生产线比重已超过70%，产业规模化的基本完成导致产业进入同质化竞争阶段，但由于产业技术储备不足，水泥行业短时间内难以突破现有产业技术瓶颈，打破同质化竞争格局，实现差异化竞争。

淘汰落后产能、严控新增产能仍是水泥行业政策调控的主基调

面对产能过剩的严峻形势，我国正不断加大力度淘汰落后产能。自2003年对钢铁、电解铝、水泥行业实施宏观调控以来，国家陆续对水泥等产能过剩行业提出了加快推进结构调整的一系列政策措施。2009年11月，国务院批转了国家发展改革委员会等十部门上报的《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见的通知》，要求对水泥现有在建项目和未开工项目进行清理。2010年4月，国务院发布《国务院关于进一步加

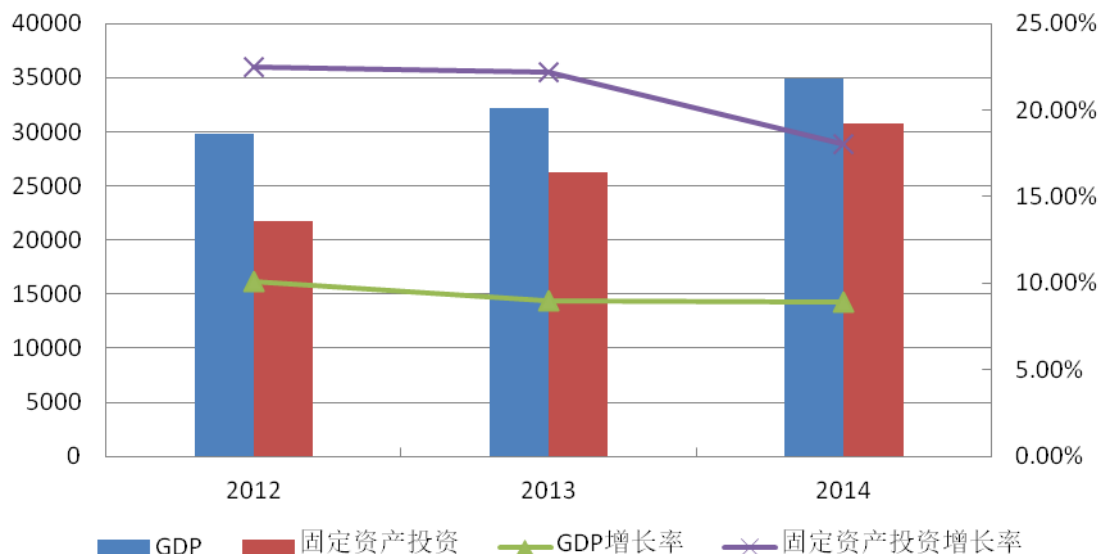
强淘汰落后产能工作的通知》，要求2012年底前淘汰窑径3.0米以下水泥机械化立窑生产线、窑径2.5米以下水泥干法中空窑（生产高铝水泥的除外）、水泥湿法窑生产线（主要用于处理污泥、电石渣等的除外）、直径3.0米以下的水泥磨机（生产特种水泥的除外）以及水泥土（蛋）窑、普通立窑等落后水泥产能。为促进水泥行业节能减排、淘汰落后产能和结构调整，2010年11月，工业和信息化部（以下简称“工信部”）制定并发布《水泥行业准入条件》（下称“《条件》”），《条件》在项目建设条件与生产线布局、生产线规模及工艺与装备、能源消耗和资源综合利用、环境保护等方面对水泥行业准入条件做了明确规定；随后工信部依据《条件》于2011年8月印发了《水泥行业准入公告管理暂行办法》，将行业准入条件落到实处。2011年11月，依据《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》和《工业转型升级规划（2011-2015年）》，工信部制定了《建材工业“十二五”发展规划》以及《水泥工业“十二五”发展规划》，提出2015年末淘汰落后水泥产能2.5亿吨的目标，并提高前10家水泥企业生产集中度至35%。2013年10月，国务院印发《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），针对水泥等产能过剩行业，《指导意见》提出坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能（水泥（熟料及粉磨能力）1亿吨）、调整优化产业结构等方面主要任务。2014年8月，根据《指导意见》，国家发展和改革委员会产业协调司发布《关于做好产能严重过剩行业违规项目清理整顿有关事项的通知》，要求严格清理整顿产能过剩行业违规项目建设，坚决遏制新增产能。2014年8月，工信部印发的《工业和通信业节能与综合利用领域技术标准体系建设方案》要求重点围绕水泥等产能过剩行业的强制性能耗限额标准执行情况进行专项监察。2014年10月，工信部发布《关于做好“十三五”期间重点行业淘汰落后和过剩产能目标计划制订工作的通知》，要求继续淘汰现有目录界定的落后产能、推进结构调整加快过剩产能退出，并制定水泥等产能过剩行业2015年和“十三五”淘汰目标。2014年政府工作报告中提到，2014年要淘汰水泥落后产能4,200万吨，实际淘汰8,100万吨，完成比率192.9%。据中国水泥网，2015年我国要再淘汰落后水泥产能约1亿吨，淘汰落后产能仍是化解水泥行业产能过剩的重要手段之一。从政策执行效果来看，我国水泥过剩的局面并未有效改善，大型水泥企业凭借自身实力通过并购及技改不断扩大产能，实力较弱、产能落后的中小水泥企业逐步被市场淘汰，行业集中度进一步提高。

河南省和辽宁省GDP和固定资产投资增速均呈现不同程度的回落且未来下行压力较大，将对当地水泥消费需求产生一定不利影响

近年来，河南省和辽宁省经济增速持续放缓，固定资产投资增速也有所回落，且辽宁省2014年固定资产投资出现下滑。2014年河南省实现生产总值34,939.38亿元，按可比价格

计算，同比增长8.9%，高于全国平均水平，但较2013年下降0.1个百分点。2012-2014年河南省GDP增长率分别为10.1%、9.0%和8.9%。近年河南省固定资产投资持续增长，但增速持续下滑，2012-2014年河南省固定资产投资分别为21,761.54亿元、26,220.92亿元和30,772.16亿元，增速分别为22.5%、22.2%和18.0%；其中房地产投资增速存在一定波动，2013年河南省房地产投资3,843.76亿元，同比增长26.6%，较2012年提高11.0个百分点，但2014年受房地产市场低迷影响，房地产投资增速较2013年下降12.8个百分点。项目建设方面，2014年河南省亿元及以上固定资产投资在建项目12,516个，完成投资21,519.21亿元，同比增长25.7%，增速较2013年下降17.2个百分点。2013年河南省亿元及以上固定资产投资在建项目10,689个，完成投资17,281.07亿元，同比增长42.9%，增速较2012年下降14.2个百分点。2015年1季度河南省实现GDP 7,720.21亿元，按可比价格计算，同比增长7.0%；固定资产投资4,326.65亿元，同比增长16.3%。

图4 2012-2014年河南省GDP及固定资产投资情况（单位：亿元）

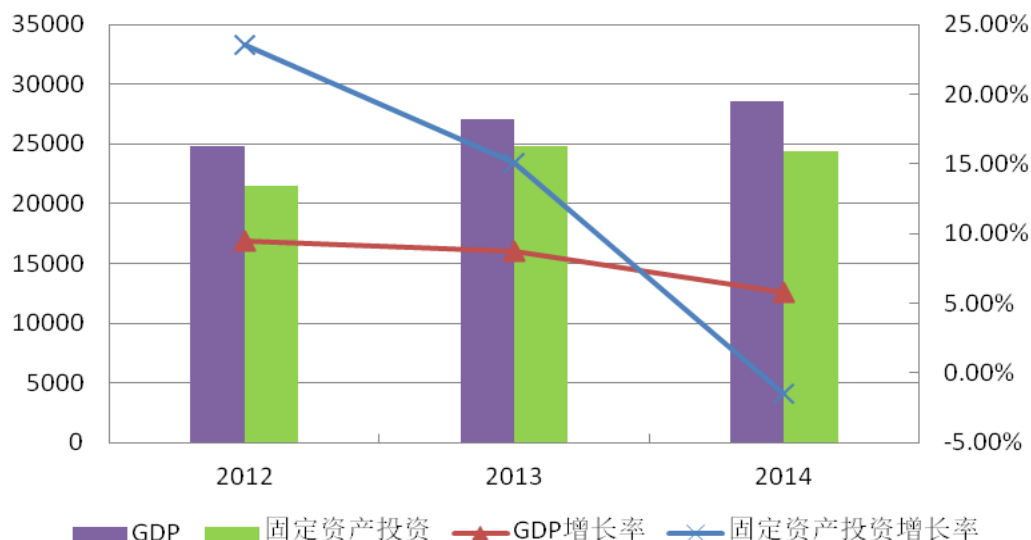


数据来源：2012-2014年河南省国民经济与社会发展统计公报

2014年辽宁省实现生产总值28,626.6亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%，较2013年下降2.9个百分点，且落后于全国平均水平。2012-2014年辽宁省GDP增速分别为9.5%、8.7%和5.8%，下降明显。固定资产投资方面，2014年辽宁省固定资产投资（不含农户）24,426.8亿元，同比下降1.5%，主要系房地产投资下滑较多所致。2014年辽宁省房地产开发投资5,301.3亿元，同比下降17.8%。项目建设方面，辽宁省项目投资19,125.5亿元，同比增长4.3%，其中新建项目投资15,083.2亿元，同比增长6.8%；改、扩建项目投资3,359.7亿元，同比下降3.5%。2013年辽宁省GDP及固定资产投资增速较2012年也呈现不同程度的

回落。2015年1季度辽宁省经济增速仅为1.9%，全国排名垫底。

图5 2012-2014年辽宁省GDP及固定资产投资情况（单位：亿元）



资料来源：2012-2014年辽宁省国民经济与社会发展统计公报

综合来看，近年我国宏观经济增速持续放缓，河南省及辽宁省GDP和固定资产投资增速均呈现不同程度的回落，尤其是房地产及项目建设的增速下滑甚至负增长将对区域水泥等建材行业的消费需求带来不利影响。

四、经营与竞争

公司主要从事熟料及水泥的生产和销售，主要业务分部在河南省各地，此外还包括辽宁、安徽和天津等地。2014年水泥价格持续下跌，公司市场所在区域房地产及基建投资增速有所趋缓，因而公司水泥销售收入增速放缓，全年实现水泥销售收入823,883.39万元，同比仅增长2.40%，较2013年下降16.43个百分点，导致2014年公司主营业务收入同比增速仅为1.76%。2014年公司继续推进技术改造，生产成本得到一定降低，主营业务毛利率同比提高1.55个百分点。2015年1-3月，公司实现主营业务收入142,195.23万元，毛利率为26.98%。

表3 近两年又一期公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年1-3月		2014年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	130,060.23	27.13%	823,883.39	23.74%	804,592.29	22.27%
熟料	10,525.87	23.41%	75,104.02	16.93%	83,166.43	20.95%
其他	1,609.13	37.85%	11,262.23	69.00%	6,766.27	26.74%
合计	142,195.23	26.98%	910,249.65	23.73%	894,524.99	22.18%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年1季度财务报表，鹏元整理

公司继续推进并购和改造水泥熟料生产线，生产规模不断扩大

跟踪期内，公司继续推进水泥熟料生产线并购业务，2014年公司共完成1条熟料生产线与3台水泥磨机的收购，分别来自沈阳老虎水泥有限公司（1台水泥磨机）、海城市第一水泥有限公司（1条熟料生产线和1台水泥磨机）和庄河天瑞水泥有限公司（1台水泥磨机）。2015年1季度公司新增2台水泥粉磨机，为子公司辽阳天瑞辽塔水泥有限公司的原有的2台矿渣磨改造为2台水泥粉磨生产线。截至2015年3月末，公司拥有16条熟料生产线，产能为2,335万吨/年，较2013年末提高95万吨/年；水泥磨机50台，产能达到4,843万吨/年，较2013年末提高430万吨/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，其中河南地区产能占比约为70%。

表4 截至2015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	31	1,595.5	3,023
辽宁	5	16	591	1,480
安徽	1	1	148.5	100
天津	-	2	-	240
合计	16	50	2,335	4,843

资料来源：公司提供

随着产能扩大，公司水泥及熟料产量也稳步提升，2014年公司水泥产量达到3,816.37万吨，较2013年增长4.67%；熟料产量为2,830.72万吨，较2013年增长7.66%。与2013年相比，2014年公司产能利用率变化不大，其中水泥产能利用率同比下降1.30个百分点，熟料产能利用率同比提高3.85个百分点。2015年1季度，公司水泥及熟料产能利用率均下降较多，主要系冬季错峰生产所致。

表5 近两年又一期公司水泥及熟料生产情况（单位：万吨）

产品	项目	2015年1-3月	2014年	2013年
水泥	产能	4,843.00	4,693.00	4,413.00
	产量	607.38	3,816.37	3,646.07
	产能利用率	50.17%	81.32%	82.62%
熟料	产能	2,335.00	2,335.00	2,240.00
	产量	343.36	2,830.72	2,629.38
	产能利用率	58.82%	121.23%	117.38%

注：2015年1季度产能利用率经过年化处理

资料来源：公司提供

未来公司仍计划通过并购来实现产能的扩张，产量水平或将进一步提升。但产能不断

扩大的同时也会给公司带来一定的资金压力。此外，我国水泥产能过剩的形势依然严峻，经济下行及房地产等下游行业投资增速下滑将在一定程度上抑制水泥需求，后续需关注产能消化风险。

并购及营销策略调整提高了公司水泥销量和市场占有率，收入水平持续增长，毛利率有所提高，但目前水泥价格持续下跌，预计未来仍将对公司收入及盈利能力产生不利影响

得益于铁路、基建等大型项目水泥需求的带动，跟踪期内公司水泥销量保持增长，但受限於外部需求的下降及产能过剩带来的市场竞争压力，2014年水泥销量增速有所回落。2014年公司销售水泥3,805.40万吨，同比增长3.90%，增速较2013年下降36.45个百分点。近两年又一期，公司水泥产销率一直保持在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。受产能过剩、市场竞争加剧及公司营销战略向提高市场占有率转变影响，近年公司水泥及熟料销售价格持续下降，但降幅有所收窄，2014年公司水泥销售均价同比下降1.45%，降幅较2013年减少13.83个百分点。2015年1季度公司销售水泥618.40万吨，熟料55.60万吨，2015年以来公司水泥及熟料价格进一步下滑。

表6 近两年又一期公司水泥及熟料销量情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年
水泥	产量	607.38	3,816.37	3,646.07
	销量	618.40	3,805.40	3,662.52
	销售均价	210.32	216.50	219.68
	产销率	101.81%	99.71%	100.45%
熟料	产量	343.36	2,830.72	2,629.38
	销量	55.60	388.29	411.51
	销售均价	189.33	195.71	202.10
	产销率	16.19%	13.72%	15.65%

资料来源：公司提供

受水泥销量增长带动，2014年公司收入规模持续增长，但增速有所放缓，除销量放缓外，产品价格持续下跌对收入增长产生了不利影响，2014年公司主营业务收入增速为1.76%，较2013年下降13.58个百分点。盈利能力方面，受益于煤炭等原材料价格下降以及公司技改使得成本控制取得一定成效，2014年水泥销售毛利率同比提高1.47个百分点，带动公司主营业务毛利率提高1.55个百分点。受水泥产能过剩及市场竞争加剧影响，预计未来水泥价格仍存在下行压力，将继续对公司的收入及盈利能力产生不利影响。

从产品销售区域来看，由于公司产能主要分布在河南及辽宁地区，而水泥存在一定的销售半径，故2014年公司收入仍主要来源于河南与辽宁两省。2014年公司在河南省和辽宁省实现主营业务收入合计占当年主营业务收入的比重为92.22%，与2013年相比变化不大，

2015年1季度占比为92.87%。2014年以来，河南省及辽宁省房地产及固定资产投资均出现不同程度回落，市场需求波动或将对公司水泥销售产生一定冲击。

表7 近两年又一期公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2015年1-3月		2014年		2013年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
河南	113,023.72	79.48%	593,074.77	65.16%	551,541.99	61.66%
辽宁	19,043.23	13.39%	246,334.28	27.06%	27,787.62	31.06%
安徽	7,869.72	5.53%	45,753.00	5.03%	49,822.65	5.57%
天津	2,258.57	1.59%	25,087.59	2.76%	15,284.16	1.71%
合计	142,195.23	100.00%	910,249.65	100.00%	894,524.98	100.00%

资料来源：公司提供

产销量扩大的同时，公司在河南省及辽宁省的市场占有率也不断提高。据公司统计，2014年公司水泥销售在河南的市场占有率达到16.41%，较2013年提高0.21个百分点；在辽宁省的市场占有率达到13.38%，较2013年提高1.30个百分点。未来公司仍主要以并购的方式实现产能扩张，预计公司水泥产销量及市场占有率将进一步提高。

表8 2013-2014年公司水泥销量在河南省及辽宁省市场占有率

年份	河南	辽宁
2014年	16.41%	13.38%
2013年	16.20%	12.08%

资料来源：公司提供

2010年以来，公司的市场定位由农村向基础设施建设及重点工程转移，承揽了一些基建类项目的水泥供给业务。目前公司水泥主要供给的国家大型项目包括郑徐高铁、郑焦铁路客运、郑州地铁二号线、鹤辉高速公路、信阳出山店水库、辽西北供水工程、京沈客运专线以及大连铁路枢纽改造等。因而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。2014年公司前五大客户销售额占主营业务收入的比重为9.55%，较2013年提高1.19个百分点。整体而言，公司客户集中度相对较低，有利于分散经营风险。

表9 2013-2014年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户	金额	占主营业务收入的比重
2014年	中国中铁股份有限公司	34,368.93	3.78%
	中国铁建股份有限公司	29,420.50	3.23%
	中国水利水电建设股份有限公司	8,451.22	0.93%
	中国交通建设股份有限公司	8,060.71	0.89%
	沈阳九九商品混凝土有限公司	6,593.50	0.72%
	合计	86,894.85	9.55%

2013 年	中国铁建股份有限公司	20,656.55	2.31%
	中国中铁股份有限公司	18,094.92	2.02%
	中国水利水电建设股份有限公司	11,228.84	1.26%
	中国建筑股份有限公司	16,964.73	1.90%
	辽宁辽东水泥集团诚信水泥有限公司	7,807.97	0.87%
	合计	74,753.01	8.36%

资料来源：公司提供

主要原材料煤炭价格下跌及技改工程降低生产能耗，有利于降低公司的生产成本

原材料供应方面，截至2015年3月末，公司拥有的12个熟料生产基地均拥有自备矿山，石灰石主要通过自有矿山供应，基本能够满足公司自身熟料生产需求。煤炭及电力等原材料主要依靠外购，其中煤炭在原材料中占比最大。近年煤炭价格的下降，一定程度上缓解了水泥价格下降带来的毛利下滑压力，2014年公司煤炭采购均价为527.45元/吨，同比下降10.26个百分点。此外，公司余热发电不断得到改进，2014年熟料生产线平均吨熟料发电量较2013年提高1.54千瓦时/吨，全年余热发电达到98,375亿度，供电自给率为31.04%。

表10 2013-2014年公司原材料采购情况（单位：万吨、亿元、亿千瓦时、元/吨、元/千瓦时）

项目	2014 年			2013 年		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价
煤炭	389.26	20.53	527.45	373.29	21.94	587.73
电力	21.86	12.33	0.56	20.03	11.36	0.57
硫酸渣	70.05	0.56	80.39	163.76	1.18	71.96
石膏	211.96	1.85	87.15	203.18	1.76	86.84
混合材	1,505.21	8.97	59.61	1,009.17	7.10	70.37

资料来源：公司提供

短期内，我国水泥行业的主基调仍然是淘汰落后产能及严控新增产能，公司积极响应国家政策，不断进行现有生产线的技术改造与优化提升。跟踪期内公司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，截至2014年末，公司部分技改工程已完工。得益于技改工程，公司生产效率有所提升，2014年公司吨熟料均煤耗较2013年下降5.33千克/吨，吨熟料综合电耗较2013年下降1.72千瓦时/吨，PC水泥平均工序电耗较2013年下降0.61千瓦时/吨，PO水泥平均工序电耗较2013年下降0.64千瓦时/吨。

表11 截至2014年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资额度	预计工期
卫辉生产线技改工程	34,000	29,144	2015 年上半年完工
荥阳生产线技改工程	38,000	31,877	2015 年完工

萧县生产线工程	13,000	7,339	2015 年完工
辽塔生产线工程	12,000	11,494	2015 年上半年完工
海城余热发电	10,000	7,105	2015 年上半年完工
老虎生产线工程	13,600	6,716	2015 年完工
金海岸生产线工程	8,800	6,903	2015 年上半年完工
光山生产线技改工程	15,000	14,277	2015 年上半年完工
合计	144,400	114,855	-

资料来源：公司提供

随着技改工程的完工，公司生产效率有所提升且趋于稳定；短期内煤炭价格难以实现大幅回升，仍有利于降低原材料采购成本。综合来看，煤炭价格下行及技改工程完工带来的生产效率提高未来将进一步降低公司生产成本。

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2014年审计报告及2015年1季度未经审计财务报表。公司会计报表按照新会计准则编制。2014年，公司新增4家纳入合并范围的子公司，分别为海城市第一水泥有限公司、沈阳老虎水泥有限公司、庄河天瑞水泥有限公司和海城市天鹰建筑石材采掘有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但以固定资产为主，且部分资产已用于抵押，资产流动性一般

随着公司的经营发展，公司资产规模持续增长，截至2015年3月末，公司资产总额222.03亿元，较2013年末增长8.65%。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，截至2015年3月末，非流动资产占比61.81%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。截至2014年末，公司货币资金39.32亿元，其中银行存款9.61亿元，其他货币资金29.68亿元，主要包括23.07亿元的银行承兑保证金和6.41亿元的定期存款。公司应收票据均为银行承兑汇票。公司应收账款主要为应收水泥销售款，截至2014年末为4.88亿元，同比增长32.35%，主要是由于公司收入的增长主要来源于房地产及工程项目类直销客户，上述客户

回款相对较慢；公司应收账款前5名应收款项合计为1.15亿元，占应收账款总额的比重为23.38%，从账龄来看，公司应收账款账龄主要集中在1年以内，占应收账款总额的比重为92.19%。公司预付款主要为预付的材料款及工程款等。受材料于2014年底集中到货及原材料价格下降影响，公司预付款项减少。公司其他应收款主要为应收融资租赁保证金及矿山收购款等，其中前5名占公司其他应收款总额的比重为9.15%。从账龄来看，公司其他应收款主要集中在2年以内，占其他应收款的比重为92.04%，其中1年以内占比27.18%。2014年末公司其他应收款有所下降，但规模依然较大，未来回款时间存在一定不确定性。公司存货主要为原材料和库存商品，随着公司并购带来水泥生产线的增加，2014年末公司原材料及库存商品均有所增加。

表12 近两年又一期公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	49.38	22.24%	39.32	17.93%	31.52	15.42%
应收票据	1.47	0.66%	2.07	0.94%	2.72	1.33%
应收账款	5.22	2.35%	4.88	2.23%	3.69	1.81%
预付款项	11.23	5.06%	8.64	3.94%	15.82	7.74%
其他应收款	10.41	4.69%	10.48	4.78%	12.30	6.02%
存货	7.07	3.18%	13.46	6.14%	9.59	4.69%
流动资产合计	84.79	38.19%	78.86	35.97%	75.79	37.09%
固定资产	98.14	44.20%	100.21	45.70%	101.71	49.77%
在建工程	12.27	5.53%	12.71	5.79%	8.32	4.07%
无形资产	9.40	4.23%	9.43	4.30%	9.10	4.45%
商誉	3.41	1.54%	3.41	1.55%	2.30	1.13%
长期待摊费用	13.25	5.97%	13.38	6.10%	6.79	3.32%
非流动资产合计	137.25	61.81%	140.39	64.03%	128.57	62.91%
资产总计	222.03	100.00%	219.25	100.00%	204.35	100.00%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年1季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产、商誉和长期待摊费用。公司固定资产主要为房屋、机器设备及运输设备等，截至2014年末，公司固定资产100.21亿元，占总资产的比重为45.70%，规模较大。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，随着上述工程建设的持续推进，公司在建工程保持增长。公司无形资产主要为矿山开采权和土地使用权，跟踪期内变化不大，截至2014年末，公司矿山开采权账面价值为1.85亿元，土地使用权账面价值为7.25亿元。公司商誉主要为收购子公司所产生的，截至2014年公司商誉3.41亿元，较2013年增加48.18%，主要系2014年收购海城市第一水泥有限公司股东股权产生商誉0.71亿元和收购庄河天瑞水泥有限公司股东股权产生商誉0.30

亿元。公司长期待摊费用主要是矿山开采准备费用，截至2014年末，公司长期待摊费用13.38亿元，同比增长96.95%，主要系技改工程转入所致。此外，公司已有账面价值合计为17.14亿元的土地及机械设备等已用于抵押借款。

综合来看，公司资产规模保持增长，但以固定资产为主，且部分资产用于抵押，资产流动性一般。

资产运营效率

公司净营业周期保持稳定，整体资产运营效率有所下降

受房地产及工程项目类直销客户销售规模扩大影响，公司应收账款增速高于营业收入增速，导致应收账款周转率有所下降。公司并购带来生产规模的扩大，存货持续增加，存货周转率也有所下降。受技改工程投入较多及生产规模扩大带来的应付账款增加影响，公司应付账款周转天数相应增加。综合来看，2014年公司净营业周期保持稳定。2014年公司固定资产周转率有所提高，主要系固定资产规模较为稳定而营业收入上升所致。但流动资产和总资产周转率有所下降，主要系资产增长的速度大于营业收入增速所致，2014年公司流动资产周转天数和总资产周转天数分别同比提高26.39天和62.17天。

表13 2013-2014年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	16.87	12.79
存货周转天数	59.45	47.99
应付账款周转天数	55.91	40.26
净营业周期	20.41	20.52
流动资产周转天数	304.16	277.77
固定资产周转天数	397.14	404.79
总资产周转天数	833.17	771.00

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持增长，但增速下滑较大，综合毛利率小幅提升，但期间费用也有所上升，公司利润受到一定侵蚀；公司期间费用存在一定刚性，且未来水泥价格仍存下行压力，公司收入及利润仍将受到一定不利影响

随着公司规模的扩大，水泥销量有所提升，公司营业收入保持增长，但增幅有所下降，2014年公司实现营业收入91.52亿元，同比增长1.88%，增速较2013年下降12.79个百分点，主要系公司水泥销量增速趋缓及售价下降所致。城镇化的推进及国家“一带一路”战略的

实施有望释放水泥需求，但目前国内水泥产能过剩的局面未得到有效改善，水泥价格下行压力依然较大，未来公司收入或将继续受到不利影响。

得益于煤炭价格的下跌以及公司技改带来生产成本的下降，2014年公司综合毛利率有所提升。但营业利润有所下滑，主要系期间费用率提升所致。2014年公司财务费用及销售费用均有所增长，随着公司并购及技改带来融资规模扩大，财务费用增加；市场竞争加剧及水泥需求下降导致了销售费用的增加，公司利润受到侵蚀。预计未来随着经营规模扩大及公司对债务融资的依赖，公司期间费用率存在一定刚性且可能进一步增加，同时水泥价格仍存在下行压力，公司收入及利润仍将受到一定不利影响。

公司营业外收入主要是增值税返还，即根据《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），公司及下属子公司享受增值税即征即退政策，得益于水泥销量的增加，公司享受的政府补贴有所增加，对公司的利润形成一定补充。2014年公司实现利润总额7.72亿元，较2013年增长2.52%。

表14 近两年又一期公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
营业收入	14.28	91.52	89.83
营业利润	0.68	4.33	4.95
营业外收入	0.35	3.48	2.66
利润总额	1.02	7.72	7.53
净利润	0.64	5.80	5.55
综合毛利率	27.10%	23.72%	22.32%
期间费用率	21.94%	18.33%	15.96%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年1季度报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但未来资金需求较大，仍将依赖于外部融资

2014年公司净利润小幅提升，同时非付现费用及非经营损益也保持增长，公司经营活动现金生成能力有所增长。随着公司并购带来生产规模的扩大，2014年公司存货对营运资本的占用有所增加，同时经营性应付项目有所减少，因此相对于公司经营活动现金生产能力，当年度公司经营活动现金净流入规模有所减少。但综合来看，跟踪期内公司经营活动现金流表现稳定，整体水平较好。

2014年公司投资活动仍表现为现金净流出，主要系并购活动以及技改工程等投入资金所致。随着技改工程逐步完工，2014年投资活动现金支出规模有所减小，净流出规模有所下降。未来公司仍计划依靠外部并购扩张生产规模，资本性支出预计规模较大，仍将面临

一定的资金压力。

2014年公司筹资活动现金净流入规模大幅下降，一方面，公司外部融资规模有所下降，另一方面，公司偿还债务本息规模有所上升。由于公司债务融资规模较大，2014年公司偿还债务及支付利息支付的现金规模也较大。整体来看，相对于外部并购所需资金以及现有债务的还本付息，公司经营活动所产生的现金仍显不足，预计未来公司仍需要通过外部融资缓解资金压力。

表15 2013-2014年公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年
净利润	5.80	5.55
非付现费用	7.82	7.01
非经营损益	8.71	7.55
FFO	22.33	20.11
营运资本变化	-5.95	-3.33
其中：存货的减少（减：增加）	-3.87	-0.57
经营性应收项目的减少（减：增加）	0.56	-4.31
经营性应付项目的增加（减：减少）	-2.63	1.55
经营活动产生的现金流量净额	16.38	16.78
投资活动产生的现金流量净额	-12.06	-29.83
筹资活动产生的现金流量净额	1.55	25.26
现金及现金等价物净增加额	5.90	12.18

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且以短期负债为主，短期偿债压力较大

公司负债规模持续增长，截至2015年3月末，公司负债总额为143.99亿元，较2013年末增长8.53%。从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至2015年3月末，公司流动负债为94.91亿元，占负债总额的比重为65.91%。得益于公司持续盈利，公司所有者权益不断增加。截至2015年3月末公司所有者权益为78.05亿元，较2013年末增长8.89%。跟踪期内，公司产权比例保持基本稳定，截至2015年3月末为184.49%，水平较高，所有者权益对负债的保障程度较弱。

表16 近两年又一期公司资本结构情况（单位：亿元）

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年
负债总额	143.99	142.00	132.67
其中：流动负债	94.91	97.72	85.74
非流动负债	49.08	44.28	46.93

所有者权益	78.05	77.24	71.68
产权比率	184.49%	183.84%	185.09%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年1季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。截至2014年末，公司短期借款34.79亿元，其中信用借款12.50亿元；抵押借款6.78亿元，抵押物为公司下属子公司土地、房产等；质押借款5.63亿元，由下属子公司的银行保证金存款提供质押担保；保证借款9.88亿元，由公司及其下属子公司提供担保。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，2014年末公司应付账款规模增长明显，一方面是生产规模扩大带来的应付原材料采购款增加，另一方面是技改工程应付工程款增加；2015年1季度，公司对上述部分款项进行了结算，应付账款规模大幅下降。公司预收账款主要是预收货款，2014年末有所增长，但整体规模不大。公司其他应付款主要为应付供应商的质量保证金、投标保证金等。截至2014年末，公司其他应付款7.13亿元，同比增长91.91%，主要系应付供应商质保金增加所致。随着部分长期借款及债券到期，2014年公司一年内到期的非流动负债同比增加127.56%。截至2014年末，公司一年内到期的非流动负债14.20亿元，其中一年内到期的长期借款7.20亿元，此外公司于2012年5月和9月发行的2亿元和5亿元中期票据均于2015年到期。公司其他流动负债主要系短期融资券和定向融资工具。公司于2014年发行3期非公开定向债务融资工具，额度分别为10亿元（1年）、10亿元（1年）和3亿元（3个月）。

表17 近两年又一期公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	42.43	29.47%	34.79	24.50%	30.78	23.20%
应付账款	6.48	4.50%	12.65	8.91%	9.03	6.81%
预收款项	2.34	1.63%	3.06	2.15%	1.24	0.93%
其他应付款	5.34	3.71%	7.13	5.02%	3.72	2.80%
一年内到期的非流动负债	8.20	5.69%	14.20	10.00%	6.24	4.70%
其他流动负债	28.00	19.45%	23.00	16.20%	21.00	15.83%
流动负债合计	94.91	65.91%	97.72	68.82%	85.74	64.63%
长期借款	2.70	1.88%	2.70	1.90%	8.30	6.26%
应付债券	42.95	29.83%	37.95	26.72%	35.00	26.38%
长期应付款	1.39	0.96%	1.64	1.15%	2.12	1.60%
非流动负债合计	49.08	34.09%	44.28	31.18%	46.93	35.37%
负债总额	143.99	100.00%	142.00	100.00%	132.67	100.00%
其中：有息债务	125.38	87.08%	114.00	80.28%	114.76	86.50%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015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、应付债券、长期应付款。截至2014年末，公司长期借款2.70亿元，其中抵押借款2亿元，抵押物主要为公司及下属子公司机械设备、土地房产等。截至2014年末，公司应付债券余额37.95亿元，其中包括本期债券、2013年发行的两期额度均为4亿元的非公开定向债务融资工具（期限均为3年）、2014年公司发行2年期非公开定向债务融资工具5亿元、3年期中小企业私募债券2.50亿元以及子公司天瑞集团萧县水泥有限公司发行3年期中小企业私募债券2.45亿元。截至2014年末，公司长期应付款1.64亿元，主要包括应付融资租赁款1.36亿元。

跟踪期内，公司有息债务保持稳定，截至2014年末为114.00亿元，占负债总额的比重为80.28%，其中短期有息债务71.99亿元。截至2015年3月末，公司有息债务125.38亿元，占负债总额的比重为87.08%，其中短期有息债务78.63亿元，短期偿债压力较大。

截至2015年3月末，公司资产负债率为64.85%，处于较高水平。从短期偿债能力指标来看，公司流动比率与速动比率变化不大，目前水平均较低，短期偿债能力指标表现较弱，且2015年公司需偿还的短期有息债务71.99亿元，公司短期偿债压力较大。2014年公司EBITDA有所增长，但受利息支出规模增加较快影响，EBITDA利息保障倍数有所下降，从有息债务与EBITDA的比例来看，公司盈利能力对债务的保障能力有限。考虑到未来并购所需资金以及现有债务的偿还，公司还需通过外部融资缓解偿债压力，债务规模或将进一步上升。

表18 近两年又一期公司偿债能力指标

项目	2015年3月	2014年	2013年
资产负债率	64.85%	64.77%	64.92%
流动比率	0.89	0.81	0.88
速动比率	0.82	0.67	0.77
EBITDA（万元）	52,890.23	242,941.70	212,460.52
EBITDA 利息保障倍数	2.21	2.51	2.99
有息债务/EBITDA	-	4.69	5.40

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年1季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

本期债券担保方天瑞集团铸造有限公司与天瑞集团旅游发展股份有限公司经营情况良好，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提高本期债券的本息偿付保障

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、股权结构、主营业务均未发生变更。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2014年12月31日，天瑞铸造资产总额为77.51亿元，所有者权益合计为49.86亿元，资产负债率为35.67%。2014年度，天瑞铸造实现营业收入7.43亿元，实现利润总额0.77亿元，经营活动产生的现金流量净额1.20亿元。

表19 2013-2014年天瑞铸造主要财务指标

项目	2014 年	2013 年
总资产（万元）	775,104.34	768,640.05
所有者权益合计（万元）	498,597.22	490,490.47
资产负债率	35.67%	36.19%
流动比率	1.00	0.92
速动比率	0.86	0.78
营业收入（万元）	74,322.15	90,751.43
营业利润（万元）	-704.69	15,205.79
政府补助（万元）	2,794.72	8,396.78
利润总额（万元）	7,728.37	24,653.09
综合毛利率	9.64%	29.30%
EBITDA（万元）	22,018.07	47,501.60
经营活动现金流净额（万元）	11,963.92	36,728.21

资料来源：天瑞铸造审计报告

➤ 天瑞集团旅游发展股份有限公司

跟踪期内，天瑞旅游注册资本、股权结构、主营业务均未发生变更。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2014年12月31日，天瑞旅游资产总额为113.68亿元，所有者权益合计为73.35亿元，资产负债率为35.48%。2014年度，天瑞旅游实现营业收入3.85亿元，实现利润总额1.58亿元，经营活动产生的现金流量净额4.97亿元。

表20 2013-2014年天瑞旅游主要财务指标

项目	2014 年	2013 年
总资产（万元）	1,136,770.85	1,127,836.34
所有者权益合计（万元）	733,473.37	719,472.36
资产负债率	35.48%	36.21%
流动比率	1.25	1.16
速动比率	1.24	1.14
营业收入（万元）	38,499.12	40,358.72
营业利润（万元）	15,614.78	22,218.43
利润总额（万元）	15,782.25	20,137.43
综合毛利率	74.17%	88.62%
EBITDA（万元）	42,126.86	26,352.12
经营活动现金流净额（万元）	49,657.87	-66,580.21

资料来源：天瑞旅游审计报告

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提高本期债券的本息偿付保障。

七、或有事项

截至2015年3月末，公司对天瑞集团云阳铸造有限公司、汝州天瑞煤焦化有限公司和天瑞旅游担保的余额合计为80,065.00万元，占2015年3月末所有者权益的比重为10.26%，存在一定的或有负债风险。

表21 截至2014年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保主体	担保金额
天瑞集团云阳铸造有限公司	19,500.00
汝州天瑞煤焦化有限公司	43,200.00
天瑞集团旅游发展有限公司	17,365.00
合计	80,065.00

资料来源：公司提供

八、评级结论

跟踪期内，公司水泥与熟料产能继续提升，生产规模持续扩大，营业收入保持增长，经营活动现金流表现较好，且煤炭价格下降及技改工程等降低了公司生产成本。此外，天瑞铸造与天瑞旅游经营情况良好，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提高本期债券的本息偿付能力。

同时值得关注的是，水泥行业短期内产能过剩局面仍较为严峻，且需求不振，价格持续下跌，同时，以财务费用为主的期间费用保持增长，削弱了公司盈利能力；目前水泥价格仍有所下降，且公司期间费用存在一定刚性，预计未来仍将对公司盈利产生不利影响。公司有息债务规模较大且以短期负债为主，短期偿债压力较大。此外，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

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	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
货币资金	493,843.11	393,203.61	315,212.54	276,542.75
应收票据	14,697.94	20,716.79	27,158.70	46,695.05
应收账款	52,156.73	48,849.38	36,909.40	26,924.13
预付款项	112,344.43	86,366.74	158,195.31	138,996.25
其他应收款	104,137.61	104,783.72	122,977.68	49,021.04
存货	70,701.19	134,636.43	95,898.02	90,162.08
其他流动资产	-	-	1,500.00	-
流动资产合计	847,880.99	788,556.67	757,851.65	628,341.31
长期股权投资	-	-	-	1,545.80
固定资产	981,404.24	1,002,051.47	1,017,084.37	1,003,024.57
在建工程	122,729.77	127,052.22	83,245.29	17,442.55
工程物资	-	4,853.53	1,028.38	4,301.59
固定资产清理	315.14	315.14	315.14	315.14
无形资产	93,964.69	94,289.88	91,028.36	77,899.69
商誉	34,088.18	34,088.18	23,005.07	5,022.12
长期待摊费用	132,466.92	133,763.97	67,919.04	64,879.98
递延所得税资产	7,498.36	7,498.36	2,056.09	1,333.13
非流动资产合计	1,372,467.29	1,403,912.75	1,285,681.74	1,175,764.58
资产总计	2,220,348.28	2,192,469.42	2,043,533.39	1,804,105.88
短期借款	424,281.64	347,937.80	307,800.16	374,066.07
应付票据	-	-	116,000.00	259,700.00
应付账款	64,820.43	126,468.30	90,335.87	65,724.73
预收款项	23,421.46	30,587.17	12,351.44	24,745.56
应付职工薪酬	3,540.31	3,197.10	3,569.96	672.07
应交税费	-13,013.13	-4,212.13	-5,732.47	-5,304.80
应付利息	30,646.64	29,913.99	23,544.86	7,557.97
其他应付款	53,353.26	71,323.11	37,164.40	35,425.14
一年内到期的非流动负债	82,000.00	142,000.00	62,400.00	16,178.53
其他流动负债	280,000.00	230,000.00	210,000.00	100,000.00
流动负债合计	949,050.61	977,215.34	857,434.22	878,765.27
长期借款	27,000.00	27,000.00	83,000.00	135,000.00
应付债券	429,460.00	379,460.00	350,000.00	100,000.00
长期应付款	13,855.11	16,391.09	21,221.63	26,579.12
预计负债	1,151.16	1,088.49	741.59	483.00

递延所得税负债	15,761.84	15,761.84	10,976.46	3,502.84
其他非流动负债	3,606.17	3,128.49	3,352.39	3,500.56
非流动负债合计	490,834.28	442,829.92	469,292.07	269,065.52
负债合计	1,439,884.89	1,420,045.26	1,326,726.29	1,147,830.80
实收资本	208,947.37	208,947.37	208,947.37	208,947.37
资本公积	159,387.40	159,387.40	90,769.48	91,068.48
盈余公积	1,055.13	1,055.13	794.48	794.48
未分配利润	407,878.30	400,521.76	411,249.83	353,369.66
归属于母公司所有者权益合计	777,268.21	769,911.67	711,761.17	654,179.99
少数股东权益	3,195.18	2,512.49	5,045.94	2,095.09
所有者权益合计	780,463.39	772,424.16	716,807.10	656,275.09
负债和所有者权益总计	2,220,348.28	2,192,469.42	2,043,533.39	1,804,105.88

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业总收入	142,771.20	915,161.29	898,287.29	783,370.02
二、营业总成本	135,971.03	871,908.44	847,237.48	705,065.08
其中：营业成本	104,084.24	698,042.12	697,819.77	577,972.52
营业税金及附加	567.68	5,809.88	5,794.20	5,209.10
销售费用	6,637.89	38,995.44	34,712.11	27,302.11
管理费用	8,380.53	39,130.74	37,724.61	37,714.44
财务费用	16,300.69	89,593.85	70,915.89	56,788.54
资产减值损失	-	336.41	270.90	78.37
加：投资收益	-	-	-1,545.80	-2,688.72
三、营业利润	6,800.17	43,252.85	49,504.01	75,616.22
加：营业外收入	3,487.67	34,769.63	26,564.44	29,194.44
减：营业外支出	114.95	845.62	781.08	505.92
其中：非流动资产处置损失	-	21.82	-	93.27
四、利润总额	10,172.89	77,176.85	75,287.37	104,304.74
减：所得税费用	3,768.18	19,226.00	19,785.01	26,216.52
五、净利润	6,404.71	57,950.85	55,502.36	78,088.21

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年 1 季度	2014 年	2013 年	2012 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	177,749.15	1,034,445.86	995,629.18	866,578.64
收到的税费返还	2,251.29	24,933.87	21,862.34	23,927.79
收到其他与经营活动有关的现金	145.48	11,441.36	9,825.27	1,896.03
经营活动现金流入小计	180,145.92	1,070,821.09	1,027,316.80	892,402.46
购买商品、接受劳务支付的现金	139,860.68	751,852.80	726,610.39	615,873.61
支付给职工以及为职工支付的现金	9,601.24	38,406.82	30,199.22	27,800.83
支付的各项税费	9,256.30	88,164.60	94,173.22	95,931.99
支付其他与经营活动有关的现金	171.01	28,564.24	8,537.44	9,874.35
经营活动现金流出小计	158,889.24	906,988.47	859,520.27	749,480.77
经营活动产生的现金流量净额	21,256.68	163,832.62	167,796.53	142,921.69
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	1,500.00	-	61,415.00
取得投资收益收到的现金	-	-	-	30.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.21	132.35	102.04	171.9
收到其他与投资活动有关的现金	77.20	3,259.13	8,747.27	9,891.10
投资活动现金流入小计	78.41	4,891.48	8,849.32	71,508.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	12,548.72	109,644.90	234,263.48	140,344.22
投资支付的现金	800.00	7,826.00	40,631.54	96,015.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	8,012.40	32,210.00	3,075.37
支付其他与投资活动有关的现金	-	7.42	-	57,966.92
投资活动现金流出小计	13,348.72	125,490.73	307,105.02	297,401.51
投资活动产生的现金流量净额	-13,270.30	-120,599.25	-298,255.70	-225,893.51
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	-	69,233.90
取得借款收到的现金	221,500.00	818,113.14	509,083.49	390,900.87
发行债券收到的现金	-	-	486,900.00	168,970.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	-	20,130.88
筹资活动现金流入小计	221,500.00	818,113.14	995,983.49	649,235.65
偿还债务支付的现金	105,300.00	698,139.14	683,610.72	520,251.77
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23,315.24	79,093.34	55,313.63	42,790.02

支付其他与筹资活动有关的现金	264.12	25,374.38	4,503.09	6,217.49
筹资活动现金流出小计	128,879.36	802,606.86	743,427.44	569,259.27
筹资活动产生的现金流量净额	92,620.64	15,506.28	252,556.05	79,976.38
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	32.48	303.55	-318.01	0.02
五、现金及现金等价物净增加额	100,639.50	59,043.20	121,778.86	-2,995.42

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年 1 季度	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	6,404.71	57,950.85	55,502.36	78,088.21
加：资产减值损失	-	336.41	270.90	78.37
固定资产折旧	17,300.39	69,880.44	63,062.11	54,289.96
无形资产摊销	652.40	2,610.29	2,704.57	1,861.49
长期待摊费用摊销	1,630.66	5,418.61	4,102.70	3,506.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“—”号填列）	-98.30	-76.46	-107.98	93.27
财务费用（收益以“—”号填列）	16,300.69	87,855.50	67,303.78	56,788.54
投资损失（收益以“—”号填列）	-	-	1,545.80	2,688.72
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）	-	-5,442.27	-722.96	-1,001.15
递延所得税负债增加（减少以“—”号填列）	-	4,785.38	7,473.62	2,636.43
存货的减少（增加以“—”号填列）	63,935.24	-38,738.41	-5,735.94	125.27
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	-28,638.92	5,577.92	-43,115.81	-84,363.01
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	-56,230.19	-26,325.65	15,513.38	28,129.28
经营活动产生的现金流量净额	21,256.68	163,832.62	167,796.53	142,921.69

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表，鹏元整理

附录四 截至2014年12月31日公司纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	经营范围	持股比例
天瑞集团禹州水泥有限公司	25,000.00	水泥生产与销售	100%
天瑞集团许昌水泥有限公司	8,000.00	水泥、商品混凝土等生产与销售	100%
天瑞集团萧县水泥有限公司	24,195.80	水泥等生产与销售	100%
鲁山县安泰水泥有限公司	2,135.74	水泥制造	100%
天瑞集团宁陵水泥有限公司	2,000.00	水泥等生产与销售	100%
天瑞集团汝州水泥有限公司	18,000.00	水泥等生产与销售	100%
天瑞集团光山水泥有限公司	28,000.00	水泥等生产与销售	100%
天瑞集团郑州水泥有限公司	52,000.00	水泥等生产与销售	100%
天瑞集团周口水泥有限公司	8,100.00	水泥等生产与销售	100%
商丘天瑞水泥有限公司	6,300.00	水泥等生产与销售	100%
天瑞集团南召水泥有限公司	20,000.00	水泥等生产与销售	100%
大连天瑞水泥有限公司	35,000.00	水泥等生产与销售	100%
辽阳天瑞水泥有限公司	23,168.00	水泥等相关制品的试生产	100%
营口天瑞水泥有限公司	11,130.00	水泥等生产与销售	100%
天津天瑞水泥有限公司	10,000.00	水泥等生产与销售	60%
卫辉市天瑞水泥有限公司	24,000.00	水泥等生产与销售	100%
郑州天瑞水泥有限公司	5,500.00	水泥等生产与销售	100%
禹州市中锦矿业有限公司	100.00	石灰岩、建筑用石的开采	100%
平顶山天瑞姚电水泥有限公司	2,000.00	水泥等生产与销售	91%
辽阳天瑞诚兴水泥有限公司	2,000.00	水泥等生产与销售	70%
辽阳天瑞威企水泥有限公司	3,900.00	水泥等生产与销售	100%
大连天瑞金海岸水泥有限公司	4,500.00	水泥等生产与销售	100%
辽宁辽东水泥集团有限公司	1,000.00	制造水泥（粉磨站生产；钢材销售）	100%
辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	20,500.00	水泥制造	100%
信阳天瑞水泥有限公司	1,800.00	水泥等生产与销售	70%
海城市第一水泥有限公司	10,000.00	水泥等生产与销售	100%
沈阳老虎水泥有限公司	2,033.00	水泥等生产与销售	60%
庄河天瑞水泥有限公司	2,000.00	水泥等制造，水泥袋加工	100%
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	100%

资料来源：公司 2014 年审计报告

附录五 主要财务指标表

项目	2015 年 1 季度	2014 年	2013 年	2012 年
应收账款周转天数（天）	-	16.87	12.79	11.07
存货周转天数（天）	-	59.45	47.99	56.20
应付账款周转天数（天）	-	55.91	40.26	40.02
净营业周期（天）	-	20.41	20.52	27.25
流动资产周转天数（天）	-	304.16	277.77	259.05
固定资产周转天数（天）	-	397.14	404.79	441.00
总资产周转天数（天）	-	833.17	771.00	775.87
综合毛利率	27.10%	23.72%	22.32%	26.22%
期间费用率	21.94%	18.33%	15.96%	15.55%
非付现费用（亿元）	-	7.82	7.01	5.97
非经营损益（亿元）	-	8.71	7.55	6.12
FFO（亿元）	-	22.33	20.11	19.90
营运资本变化（亿元）	-	-5.95	-3.33	-5.61
产权比率	184.49%	183.84%	185.09%	174.90%
资产负债率	64.85%	64.77%	64.92%	63.62%
流动比率	0.89	0.81	0.88	0.72
速动比率	0.82	0.67	0.77	0.61
EBITDA（万元）	52,890.23	242,941.70	212,460.52	216,870.11
EBITDA 利息保障倍数	2.21	2.51	2.99	3.75
有息债务/EBITDA	-	4.69	5.40	4.65

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

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

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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