

宁夏建材集团股份有限公司

2016 年公开发行公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010448】

评级对象: 宁夏建材集团股份有限公司 2016 年公开发行公司债券(本次债券/债项)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA(未安排增级)

评级时间: 2016 年 9 月 12 日

计划发行: 5.00 亿元

本次发行: 不超过 5.00 亿元

存续期限: 不超过 5 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还银行借款, 补充流动资金

偿还方式: 每年付息一次, 一次性还本

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	1.82	2.25	2.70	3.62
刚性债务	9.20	14.27	14.27	14.61
所有者权益	29.18	30.08	31.54	32.81
经营性现金净流入量	3.10	0.27	0.39	-1.23
合并数据及指标:				
总资产	79.97	81.30	77.66	78.43
总负债	34.92	36.30	33.25	34.56
刚性债务	21.29	22.15	21.82	22.16
所有者权益	45.05	45.00	44.41	43.87
营业收入	42.07	38.93	31.84	14.25
净利润	3.74	3.30	0.55	-0.29
经营性现金净流入量	5.41	4.57	3.09	1.40
EBITDA	10.03	9.71	6.28	—
资产负债率[%]	43.66	44.65	42.82	44.07
权益资本与刚性债务 比率[%]	211.63	203.14	203.56	197.95
流动比率[%]	98.58	89.78	94.21	99.83
现金比率[%]	35.26	29.44	33.01	25.94
利息保障倍数[倍]	3.86	4.33	1.58	—
净资产收益率[%]	8.64	7.33	1.23	-0.66
经营性现金净流入量与负 债总额比率[%]	15.40	12.85	8.90	4.12
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	7.54	8.16	7.86	3.50
EBITDA/利息支出[倍]	6.34	7.63	5.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.42	0.45	0.29	—

注: 根据宁夏建材经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com

吴晓丽 wxl@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势/机遇:

- **区域发展空间较大。**“一带一路”规划的提出与实施将推进西北地区基础设施建设和城市化进程, 给西北地区水泥行业带来广阔的发展空间。
- **区域市场地位稳固。**宁夏建材是宁夏水泥行业龙头企业, 区域内品牌优势明显, 在宁夏区域内的市场份额约为 50%, 市场地位稳固。
- **财务结构稳健。**宁夏建材执行较为稳健的财务政策, 近几年资产负债率均维持在 50%以下。考虑到公司主业现金回笼能力较强且暂无大规模投资计划, 未来财务结构有望进一步改善。
- **股东支持。**宁夏建材作为中材股份的控股子公司, 可在技术、资金等发面得到股东的持续支持。

主要劣势/风险:

- **盈利明显下滑。**受区域水泥产能过剩、下游需求乏力以及煤炭价格下跌等多重因素影响, 水泥市场波动大。2015 年因水泥价格持续下跌, 行业盈利水平明显下滑, 且短期内难有明显好转。宁夏建材 2015 年盈利大幅下滑, 2016 年上半年度公司开始出现例行性亏损。
- **即期偿债压力较大。**宁夏建材资产流动性一般, 短期刚性债务占总负债的比例较大, 存在较大的即期偿债压力。
- **销售回收风险。**宁夏建材商品混凝土的销售采用票据方式结算, 且结算周期较长, 造成公司应收账款规模较大, 存在较大的回款以及流动性风险。
- **环保压力。**随着新环保法的实施, 宁夏建材环保运营成本将增加。

➤ 未来展望

通过对宁夏建材及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《建材行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

宁夏建材集团股份有限公司 2016 年公开发行公司债券

信用评级报告

一、公司概况

该公司原名宁夏赛马实业股份有限公司（简称“赛马实业”），成立于 1998 年 12 月 4 日，是经宁夏回族自治区经济体制改革委员会宁体改发（1998）66 号文批准，由宁夏赛马水泥（集团）有限责任公司[2003 年 12 月 4 日变更登记为“宁夏建材集团有限责任公司”]（简称“宁夏建材集团”）等五家公司以发起方式设立，注册资本 7,500 万元。

经中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）“证监发行字[2003]93 号”文核准，该公司于 2003 年 8 月 14 日向社会公开发行人民币普通股 4,800 万股，总股本增至 12,300 万股，并在上海证券交易所上市（股票代码：600449）。2006 年 8 月 15 日，公司用资本公积金向流通股股东转增人民币普通股 2,121.6 万股，转增后公司总股本增至 14,421.6 万股。2008 年 5 月 8 日，经证监会“证监[2008]558 号”文核准，公司向社会公开增发人民币普通股 5,091.79 万股，增发后总股本增至 19,513.39 万股。

2011 年 12 月 22 日，经证监会“证监发行字[2011]1795 号”文核准，该公司向中国中材股份有限公司（简称“中材股份”）发行股份换股吸收合并宁夏建材集团。宁夏建材集团持有的公司 6,975 万股股票予以注销，中材股份所持宁夏建材集团的股东权益以 22.13 元/股的价格转换为公司的限售流通股 11,377.55 万股。吸收合并后，公司控股股东变更为中材股份，原控股股东宁夏建材集团注销，公司更名为现名，股本增至 23,915.94 万股。2012 年 3 月 31 日公司实施 2011 年度利润分配方案，向股东每 10 股送 10 股红股，送股后总股本增至 47,831.88 万股。2014 年 4 月 15 日公司召开 2013 年股东大会，会议批准公司总股本由 47,831.88 万股减少为 47,818.10 万股。原因系根据公司 2011 年吸收合并时相关协议约定，中材股份应补偿的 137,792 股股份于 2014 年 8 月 21 日被公司以 1.00 元实施回购后注销，中材股份持有公司的股份由 227,551,086 股变为 227,413,294 股。截至 2015 年末，中材股份持股比例为 47.56%，仍是公司的第一大股东。

该公司经营范围包括：水泥制造和销售，水泥制品、水泥熟料等的制造和销售。公司生产经营的主要产品为普通硅酸盐水泥、复合硅酸盐

水泥和商品混凝土。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

二、债项概况

（一）本次债券概况

经该公司第六届董事会第七次会议及公司 2016 年度第一次临时股东大会决议通过，公司拟向中国证监会申请公开发行不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）的公司债券，期限为 5 年。公司拟将发行公司债券所募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金。

2016 年 8 月 5 日，经中国证监会证监许可[2016]1762 号文核准，发行人获准面向合格投资者公开发行不超过 5 亿元的公司债券。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	宁夏建材集团股份有限公司 2016 年公开发行公司债券
总发行规模:	5 亿元人民币
本次发行规模:	不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）
本次债券期限:	不超过 5 年
债券利率:	本次债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	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。
增级安排:	无

资料来源：宁夏建材

截至 2016 年 8 月末，该公司待偿债券本金余额为 9 亿元，为 2012 年 8 月 16 日发行的 2012 年度第一期中期票据（如图表 2 所示）。

图表 2. 截至 2016 年 8 月末宁夏建材已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
12 宁建材 MTN1	9.00	5	5.61	2012 年 8 月	正常付息
14 宁建材 CP001	5.00	1	5.56	2014 年 9 月	已到期兑付
15 宁建材 CP001	5.00	1	3.75	2015 年 8 月	已到期兑付

资料来源：宁夏建材

（二）本次债券募集资金用途

1. 偿还银行借款

该公司拟将本次公司债券所募集资金中的 4.50 亿元用于偿还公司本部及下属子公司的银行借款，以优化融资结构，降低融资成本。

2. 补充营运资金

该公司拟将本次公司债券所募集资金中的 0.50 亿元用于补充营运资金。近年，公司经营规模不断扩大，营运资金需求不断增加。

三、宏观经济和政策环境

在国际经济弱势复苏的过程中，国内经济增速在回落中趋稳。从中长期看，我国经济仍将保持稳定的增长，但会伴随诸多结构性风险。

2016 年上半年，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济经历复苏过程后正逐渐企稳，但外部环境波动性的增加导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧盟经济总体上保持温和复苏的态势，并且主权信用风险有所缓解。但是英国脱欧公投等事件的扰动增加了欧盟经济复苏过程中的不确定性。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，并且其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年上半年，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速的增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济仍然处于衰退状态，但是程度有些微收敛；巴西的经济风险和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐近期偏于保守；在经济不确定性增加的情况下，欧元区为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，将继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策，并有可能加大财政刺激的力度。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年上半年，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年上半年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，但是流动性注入实体经济的过程略显不畅，未来的经济政策力度可能更加偏向财政政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第二季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，与第一季度持平，说明经济下行压力虽然存在但近期有一定程度的缓和。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持一定的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持中高速增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

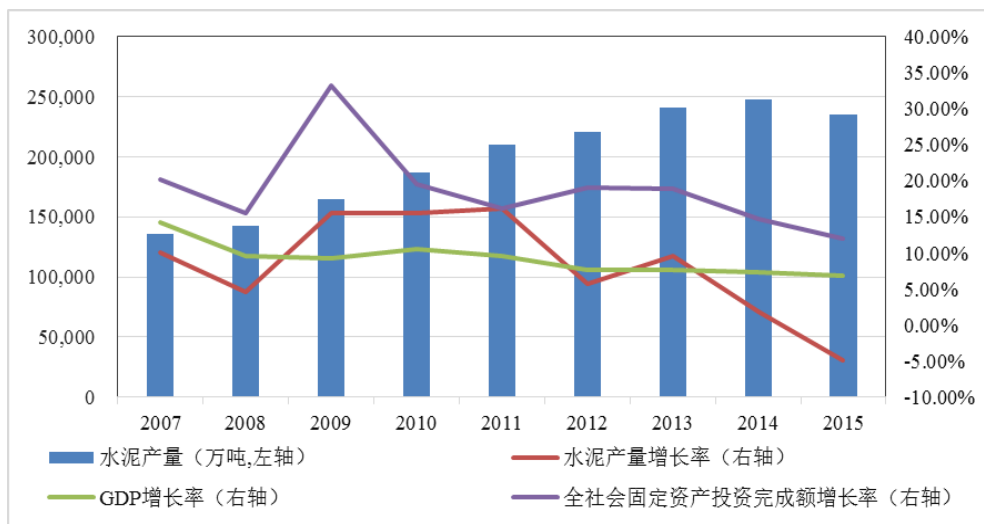
四、公司所处行业及区域经济环境

近年来，宏观经济持续低迷，固定资产投资增速放缓，水泥行业下游需求乏力，水泥价格持续下降，虽然成本压力有所减轻，但行业盈利能力仍呈下降态势，经营压力明显增大。

水泥系国民经济建设中重要的基础原材料，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。我国经济的快速增长为我国水泥行业的发展提供了较好的外部环境，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设等形成了对水泥的迅猛需求。但经过多年的快速发展，我国水泥行业产能严重过剩，市场竞争程度高，终端市场分散。2000-2015 年，我国水泥产量从 5.83 亿吨增至 23.50 亿吨。截至 2015 年末，全国水泥熟料产能达 18.10 亿吨，当年水泥熟料产能利用率仅为 67%。

近几年，我国宏观经济增速有所放缓，固定资产投资增速下滑，其中房地产行业正处于结构性下行阶段，短期内增长动力主要源于基础设施建设投资。虽然国家发改委加快了基建项目审批力度，但当年实际投资并未见增长。固定资产投资增速的下滑导致水泥需求乏力，全国水泥产量增长速度逐年大幅回落，2015 年出现了负增长。2013~2015 年，我国水泥产量增长率分别为 9.6%、1.8%、-4.9%。

图表 3. 2007~2015 年我国水泥产量、GDP 和全社会固定资产投资情况



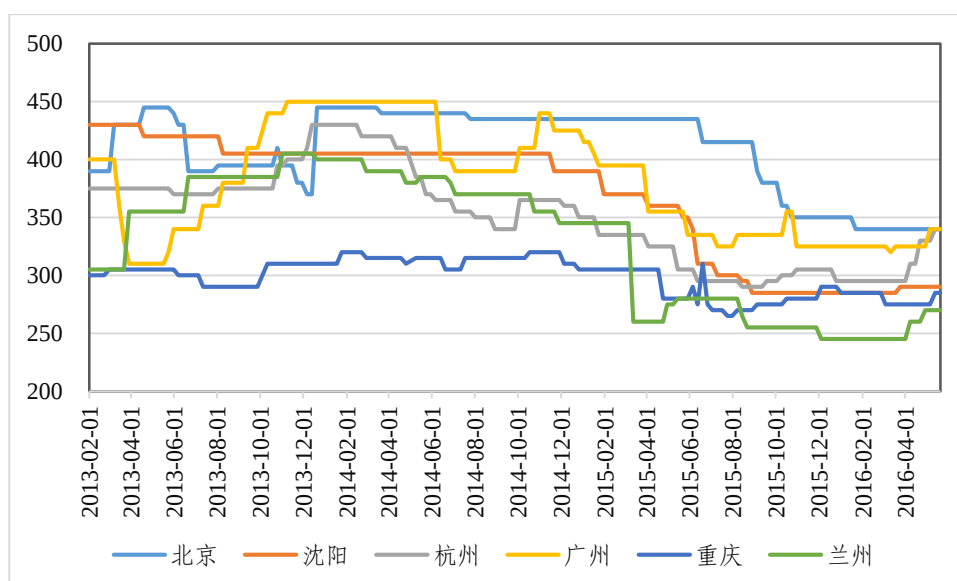
资料来源：Wind 资讯、国家统计局

近年，水泥价格主要受产能过剩、需求增速减缓与淘汰落后产能、行业协同限产等双向影响波动频繁。2014 年，虽然经济增长速度放缓，但水泥行业的新增产能继续放缓，供应过剩问题有所改善，同时煤炭价格下行使行业成本压力减轻，全年水泥行业实现利润 780 亿元，同比增

长 1.4%，利润率达到 7.97%，为仅次于 2011 年的历史最高水平。2015 年需求减弱导致各区域水泥价格基本呈震荡下行态势，水泥行业的盈利能力同比出现明显下滑。2013~2015 年，水泥行业利润总额分别为 765.5 亿元、780.2 亿元和 330.0 亿元。

2016 年以来，国内固定资产投资增速放缓，但房地产投资增速有所回升，我国水泥需求增速回升，产品价格回升但仍处于低价位，行业经济效益继续下滑。1-6 月，全国水泥产量 110905 万吨，同比增长 3.2%(上年同期为下降 5.3%); 商品混凝土产量 79569 万立方米，增长 7.2% (增速同比提高 3.2 个百分点)。与上年末相比，6 月末水泥价格有所回升，但上半年水泥平均价格仍低于上年同期 40 元/吨，降幅为 13%。1-6 月，全国水泥销售收入为 3828 亿元，同比下降 4.7%; 全行业实现水泥利润总额 95.5 亿元，同比下降 26.6%，利润总额为“十二五”以来的最低水平。预计 2016 年下半年，水泥行业仍将面临产能过剩、需求不足的问题，行业内产品结构不合理的局面短期内难以改观。

图表 4. 近年部分地区每周 Po42.5 级散装水泥价格走势 (单位: 元/吨)



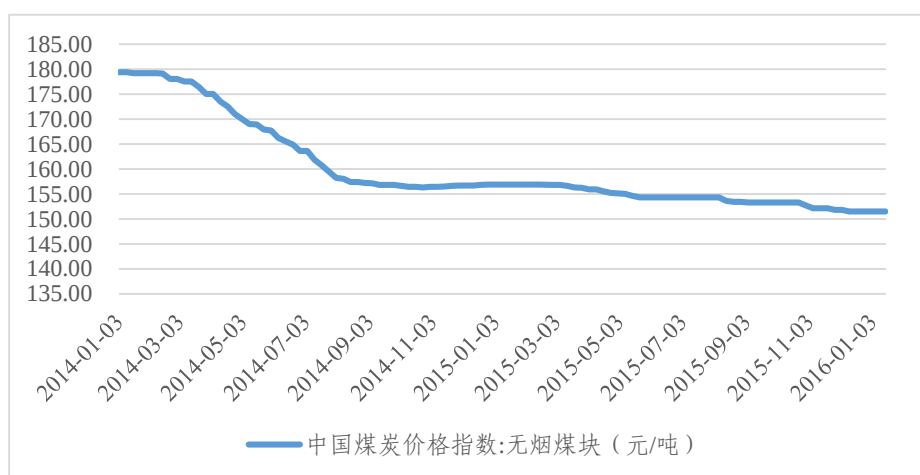
资料来源: Wind 资讯

作为水泥行业的主要成本，煤炭价格近几年维持低位运行，电力价格较为稳定。综合看，水泥行业成本压力有所缓解。

水泥行业属于能源消耗性行业，煤炭、电力是水泥生产过程中所需主要燃料和能源，占生产成本的比例约为 50%。水泥行业生产技术已相当成熟，单位产品的物耗和能耗相对稳定，内部挖潜降低成本的空间有限，而向上游煤、电行业议价能力较弱，因此煤、电价格波动直接关系行业成本压力。

煤炭方面，2012 年以来，受外部经济低迷影响，我国经济增长放缓，煤炭需求下滑而新增产能大量释放，煤炭市场出现供求逆转，价格快速下滑。2014 年下半年以来，针对煤炭经济的严峻形势，国家有关部门多次提及控制总量政策。2014 年 8 月国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》，以遏制超能力生产，国内煤炭产量得到一定控制。2015 年内煤炭价格降幅收窄，但价格仍低于上年同期。电力方面，2015 年电力改革进一步深化，出台了《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，并于 4 月 8 日下调全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约 0.02 元。受益于煤炭价格的持续低位运行，水泥行业成本压力有所减轻。

图表 5. 2014 年以来煤炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

为节约成本和减少环境污染，国家推动水泥熟料生产线配套建设纯低温余热发电装置。目前国内新型干法生产线配套纯余热发电装置中吨熟料热余热发电量约为 35 千瓦时，而单位熟料耗电约为 75 千瓦时，即纯余热发电可提供单位熟料生产约 45%的用电。近年我国水泥新型干法生产线配套建成余热发电装置的比例逐年提升，一定程度上减少了外购电力的数量。

针对我国水泥行业整体存在总量过剩、结构不合理的矛盾，国家采取的一系列措施将有助于促进行业产业结构调整、提高产业集中度，行业内兼并重组加快，大型水泥企业将在竞争中占据优势。但由于行业的高度市场化和产业集中度不高，“去产能”、行业供给侧结构性改革等政策或将难以落实。

为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自 2009 年起，国

家加大水泥行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整，减少低标号水泥产量。总体来看，目前产业调控政策主要集中在四个方面：一是提高行业准入门槛，二是严控新增产能，三是淘汰落后产能，四是促进行业兼并重组。这些政策的执行将有利于水泥行业的健康持续发展。

同时，由于水泥行业属于高耗能、高污染行业，节能减排亦是国家管制重点。从建设的源头就要求配置相应的装置以降低能耗，节约能源，减少污染物排放。国家环保标准的提高，使行业环保成本上升。另一方面，水泥行业的下游房地产行业受国家调控，间接受到房产调控政策的影响。

从近几年去产能的情况看，受地区经济利益和企业规模扩张驱动影响，水泥行业产能仍处于扩张状态。中国水泥协会数据显示，“十二五”期间，国家累计淘汰落后水泥产能约 7 亿吨，这主要包括淘汰立窑生产线和水泥粉磨站，真正淘汰落后熟料产能仅 3 亿吨，而“十二五”期间累计实际净增水泥产能 6.5 亿吨。“十三五”期间，我国将大力推进水泥行业的“去产能”，遏制产能盲目扩张，严格执行能耗限额、污染物排放等强制性标准，倒逼竞争乏力产能退出。但行业的高度市场化和产业集中度不高，“去产能”、行业供给侧结构性改革等政策或将难以落实。

水泥行业区域特征的存在促使水泥企业在区域内做大做强。水泥产品较高的同质性又使水泥行业成为规模效应显著和较利于规模扩张的行业之一。基于以上特点，主要的水泥生产商都是通过扩大经营规模，提高区域市场的占有率，获得区域内产品的定价权，从而获得较高的利润水平。因此行业内的兼并重组成为产业结构优化升级的重要手段之一。根据资料显示，2014 年水泥行业并购案例发生了 32 起，尤以年底表现最为活跃，集中爆发了 6 起。截至 2014 年末，水泥行业集中度达到 52%，目前中国建材与中国中材正进行重组，如重组完成，水泥产业的集中度将得到提升。经过近几年的兼并重组和新建生产线，水泥行业的区域龙头格局基本形成，其中西北地区以中材集团¹为主，冀东水泥、海螺水泥及当地的水泥企业为辅。虽然整个行业已经形成一批龙头企业，竞争格局的稳定性得到加强，但行业在产能过剩、环保压力下的限产停产和需求增速波动等因素的影响下存在较大的波动性。

2016 年，水泥行业仍将面临产能过剩、需求不足的问题，行业内产品结构不合理的局面短期内难以改观，节能减排是外部环境对行业的持

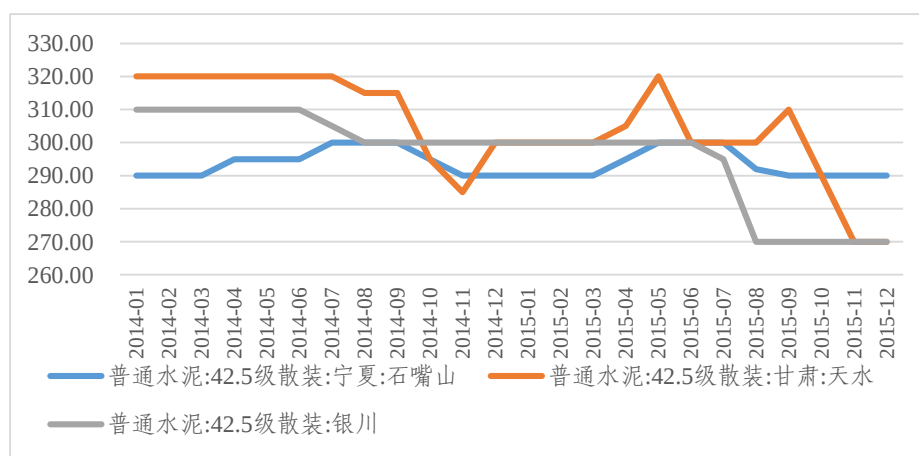
¹ 中材集团在西北的下属企业为天山水泥、祁连山水泥和宁夏建材。

续要求，行业经营环境严峻。长远看，我国将持续推进城镇化建设，以及“一带一路”、京津冀一体化、长江经济带等重大战略实施，基础设施建设投入仍将持续，为水泥行业创造着持续发展空间。但由于国民经济发展步入新常态，主要靠投资拉动的市场需求增长将非常有限。

国家西部大开发带动了西北地区水泥的巨大需求，但该地区水泥产能已严重过剩，水泥价格受供需关系影响波动大。未来随着“一带一路”战略的推进实施，以及当地城镇化以及配套基础设施建设的持续展开，水泥行业的经营压力将得到一定程度的缓解。宁夏建材作为区域重要的水泥生产企业，具有较大的竞争优势。

该公司业务主要集中于宁夏回族自治区、甘肃省白银和天水地区，内蒙古蒙西地区和赤峰市亦有少量销售。2015 年宁夏回族自治区完成全社会固定资产投资 3,144.17 亿元，比上年同期增长 12.74%，其中，房地产开发投资 633.64 亿元，略低于上年同期。水泥产量方面，2015 年宁夏累计水泥产量 1,742.48 万吨，同比基本持平。当年宁夏没有新增产能，但受制于需求疲软，全年水泥销售量和价格预计出现较大下滑。

图表 6. 2014 年以来天水、石嘴山、银川水泥价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

宁夏区内共有水泥生产企业 20 多家，其中以该公司和瀛海集团、明峰萌成排前列。公司目前新型干法水泥产能占区内新型干法水泥产能的比重约为 40%，水泥产品市场占有率约 50%。公司深耕宁夏市场多年，品牌知名度高，是宁夏地区最具竞争优势的水泥企业。

甘肃白银、天水地区水泥市场是甘肃省内竞争最激烈的地区之一。当地汇集了祁连山水泥、海螺水泥等大型企业。乌海属于内蒙古蒙西地区，该地区水泥产能严重过剩，竞争激烈。

受益于“一带一路”计划的推进，宁夏作为丝绸之路上的重要一站，其区域地理优势将会进一步得到彰显。为此宁夏提出“进一步打造丝绸之路经济带战略支点”的定位，大力推进以沿黄城市带为核心的城镇化发展战略，加快铁路、公路、航空等基础设施建设。2016年，宁夏自治区将上马大量交通基础设施投资计划，包括河东机场三期扩建工程，银西、甘武铁路，太中银铁路银川至定边增建二线以及银川至宁东轻轨前期工程等。长期来看，宁夏区内水泥行业下游刚性需求长期存在，作为西部地区重要的建材龙头企业，该公司将受益于“一带一路”和城镇化的进一步推进，预计2016年区域需求有望复苏，全年行业运行状况比2015年或将有所改善。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司实际控制人中材集团是国资委直属的国有独资有限公司，在建材行业拥有很强的综合竞争优势，对公司控制较为稳定。

截至2016年6月末，中材股份持有公司股份为227,413,294股，占公司股本总额的47.56%，仍是公司的第一大股东，实际控制人仍为中国中材集团公司（以下简称“中材集团”）。中材集团持有中材股份41.84%的股权，为中材股份的控股股东，因此中材集团是公司的实际控制人。公司产权状况详见附录一。

该公司控股股东中材股份系根据国务院国有资产监督管理委员会“国资改革[2007]313号”文和“国资厅改革[2007]366号”文批准，由中材集团联合泰安市国有资产经营有限公司、中国信达资产管理公司、北京金隅集团有限责任公司、华建国际集团有限公司、新疆天山建材（集团）有限责任公司和淄博高新技术风险投资股份有限公司作为发起人，分别以评估资产、股权和货币资金出资，将中材集团所属二级全民所有制企业中国非金属材料总公司整体改制设立而成，注册成立于2007年7月，并于2007年12月在香港联交所上市（证券代码HK01893）。中材股份主要主营水泥技术装备与工程服务、水泥和新材料业务，主要成员单位包括祁连山水泥、泰山玻璃纤维有限公司、宁夏建材、新疆天山水泥股份有限公司、中材水泥有限责任公司和中国中材国际工程股份有限公司等多家全资或控股子公司。截至2015年末，中材股份股本为35.71亿股，总资产为1033.98亿元，股东权益合计336.42亿元；2015年度实现营业收入

533.03 亿元，实现净利润 7.72 亿元。

该公司实际控制人中材集团组建于 1983 年，是国资委直属的国有独资有限公司，为国务院首批 56 家大型试点企业集团之一。中材集团经营范围涉及水泥技术装备及工程服务、水泥制品、高新材料等，拥有非金属材料制作业、非金属材料技术装备与工程业、非金属矿业三大主导产业，集科研、设计、制造、工程建设和国际贸易于一体，下属子公司包括中材股份、中国建材装备有限公司和天津水泥工业设计研究院有限公司等，在建材行业拥有很强的综合竞争优势。

（二）公司法人治理结构

作为上市公司，该公司按照有关法律法规的要求，不断完善治理结构，在资产、业务、人员、机构和财务方面与控股股东保持应有的独立性。

作为上市公司，该公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规及规范性文件的要求，以及《宁夏建材集团股份有限公司章程》（简称“《公司章程》”），独立开展生产经营活动，控股股东依照相关法律法规和《公司章程》的约定实现对公司的管理和控制。

该公司与控股股东在业务、人员、资产、机构、财务上实行“五分开”，除控股股东管理人员在公司担任董事、监事职务外，人员严格分开，不存在与控股股东职能部门之间的从属关系。公司具有独立完整的业务及自主经营能力，不存在股东违规占用公司资金、资产及其它资源而损害公司利益的情况。

该公司关联交易包括与日常经营相关的关联交易、非经常性的担保等，这些关联交易的定价原则为协议价。整体看，公司关联交易较为正常。公司接受关联方的劳务和商品，定价方式主要为招标、参考市场价格或第三方合同。因生产线的设计、施工及设备采购，2015 年度公司接受苏州中材建设有限公司、中材科技股份有限公司等关联方提供的劳务和商品金额为 1.07 亿元。年末由此形成的关联往来款项数额较小，对公司资金运作的影响有限。

（三）公司管理水平

该公司组织机构设置较合理，职能分工明确，并建立了较完善的内部管理体系，各项制度执行情况较好，经营管理较为规范。公司管理层素质较高，员工队伍稳定，能够满足公司日常生产经营的需要。

该公司根据运营管理需要，设立了 10 个职能部门，各职能部门之间职责划分明确，能够满足其经营管理的需要。公司组织机构的设置与管理目标匹配情况较好，可保障公司业务的较快发展。公司组织架构详见附件二。

该公司建立了中高级管理人员激励约束机制和绩效考核体系。根据董事局制订的年度经营目标，将高级管理人员的奖惩、岗位业绩评估同公司的经营业绩、成本费用支出等考核指标挂钩，为高级管理人员履行职责提供了必要的制度保障。

该公司对高级管理人员的选用主要采取公司内部竞聘和外部招聘相结合的方式，推行经营者职业化、市场化。公司现有高级经营管理人员具有较丰富的行业经历、知识背景以及五年以上上市公司经营管理经验。近年公司技术人员/高学历人员的比例不断上升，员工素质逐年提高，较好地满足了日常生产经营管理的需要。同时公司员工的薪酬水平高于当地的平均水平，员工队伍稳定，有利于公司的长远发展。

该公司主要采取集中管理与分级管理相结合的方式对下属子公司进行管理。同时，公司内部管理制度较为完善，能够对各项业务实行制度化、规范化管理。

在下属子公司管理方面，该公司本部主要履行战略管理、投资决策、运营管控、监督检查职能；子公司履行利润创造和成本管控责任。公司对子公司高级管理人员的任免，重大投资决策（包括股权投资，债权投资，重大固定资产投资，重大项目投资等），年度经营预算及考核等将充分行使股东权利，同时将赋予子公司经营者日常经营管理工作的充分自主权，确保子公司有序、规范，健康发展。

在财务管理方面，该公司财务管理内容主要包括全面预算管理、筹资活动管理、投资活动管理、营运资金管理和担保业务管理等 15 个方面。公司财务管理以资金管理为中心，以预算管理为手段，按统一核算，分级财务管理的要求组织实施。公司本部财务部门以制度建设和业绩考核为主，组织、监督、检查和考评基层财务管理部门工作，下属子公司财务部门以资金、资产、成本费用、税金作为财务管理重点，贯彻实施公司财务管理制度。

在生产管理方面，该公司通过技术对标管理，优化工艺参数，并对老旧设备及落后工艺进行淘汰、改造，控制能耗以及推进清洁生产。同时公司实行安全生产目标管理，以确保生产有序进行。公司及所属企业必须建

立健全本单位的安全生产目标体系，并将安全生产目标逐级分解到每一个机构、每一位员工、每一个生产过程，并按照合法合规、“横向到边，纵向到底”原则，设置合规可行的、与生产经营相适应的安全生产组织体系。

在采购管理方面，该公司采购工作坚持“分类管理、集中采购、合理库存、阳光透明”的管理原则，实行集中采购与分散采购结合的方式，列入集中采购物资（或劳务）目录的物资（或劳务）由公司统一组织集中采购，目录外的物资由各企业自行采购，所有采购业务均须在公司规定的信息管理系统中办理。物资（或劳务）采购原则上应通过招标方式采购，不具备招标条件的采购业务，必须采取询价、比价方式采购，价值较低且采购量较少的物资可采取谈判后签约或直接购买的方式采购。

在销售管理方面，该公司重大销售原则由公司本部制定，销售业务规范由公司本部统一，各子公司自主开展销售工作，但实行统一的全过程的销售登记制度。公司实行统一的 CIS 形象标识，销售业务原则上采取先收款后发货的方式，严格管理控制赊销行为。公司本部制度销售预算并分解至各子公司，子公司在完成公司本部下达的年度预算销售目标任务外，确保销售货款及时、安全足额回笼。

（四）公司经营状况

该公司是宁夏回族自治区水泥行业龙头企业，近年在区外的布点使公司产业布局得到优化。公司在区域内具有较强的竞争优势，对宏观经济波动的抗风险能力较强。2015 年因产品价格持续下跌，公司业绩明显下滑，经营压力较大。

该公司专注于水泥及其商品混凝土的生产，水泥生产线主要沿铁路线如包兰线（包头至兰州）布局。近年，公司通过新建生产线和兼并重组的模式扩大产能，经营规模快速扩张。2013 年为调整在内蒙古自治区的水泥企业股权，增强在内蒙古乌海市的水泥市场竞争力，公司出资 26,411 万元收购了内蒙古西水创业股份有限公司（简称“西水股份”）所持有的乌海市西水水泥有限责任公司（简称“乌海西水”）55%的股权，7 月份收购完成后，公司持有乌海西水 100%的股权，同时以 5,961 万元向西水股份转让所持有的包头市西水水泥有限责任公司（简称“包头西水”）45%的股权，新增水泥产能 200 万吨；2012 年 6 月公司出资 4,900 万元与赤

峰市青山水泥有限公司合资设立了喀喇沁草原水泥有限责任公司²（简称“喀喇沁公司”），2015年8月，喀喇沁公司4,500t/d熟料水泥项目投产，新增产能200万吨。截至2015年末，公司拥有19条熟料生产线，2个粉磨站，合计熟料产能1,571万吨/年、水泥产能2,100万吨/年。公司在宁夏自治区的水泥市场占有率近50%，具有较强的竞争优势。

为延伸水泥产业链，带动水泥、骨料协同发展；同时也因商品混凝土业务毛利率高于水泥，公司推进扩大新的利润增长点，对于提高公司盈利能力和综合竞争力大有帮助，该公司于2009年起通过设立、收购等方式涉入商品混凝土业务。截至2015年末，公司拥有商品混凝土搅拌站16个，产能1,020万方。

此外，2011年开始，该公司将青铜峡、银川旧有水泥矿山破碎系统改造成骨料生产线，同时在太阳山建设新的骨料生产线。公司于2014年进入混凝土骨料产业，目前骨料业务的规模很小，对公司业绩影响有限。

图表 7. 2016 年 6 月末公司水泥及熟料生产布局及产能情况(单位：万吨/年)

子公司	生产线	项目建设地	产能	配套余热发电机组
区内	12 条		1,100	
赛马水泥	1 条 2300t/d 水泥生产线	宁夏银川	92	6000KW 纯低温余热电站
	2 条 2500t/d 水泥生产线		200	9000KW 纯低温余热电站
	1 条 4500t/d 水泥生产线		200	9000KW 纯低温余热电站
青铜峡股份	1 条 1000t/d 水泥生产线	宁夏青铜峡	50	合建一座 6000KW 纯低温余热电站
	1 条 2500t/d 水泥生产线		100	
	1 条 2500t/d 新型油井干法水泥生产线	宁夏吴忠	100	4500KW 纯低温余热电站
	1 条 2000t/d 新型油井干法水泥生产线		100	4500KW 纯低温余热电站
	1 条 2000t/d 新型油井干法水泥生产线		100	4500KW 纯低温余热电站
中宁赛马	1 条 1000t/d 水泥生产线	宁夏中宁	48	合建一座 6000KW 纯低温余热电站
	1 条 1200t/d 水泥生产线		60	
六盘山公司	1 条 1200t/d 水泥生产线	宁夏固原	50	未配套预热发电
区外	7 条		1,000	-
天水中材	2 条 2500t/d 水泥生产线	甘肃天水	200	合建一座 9000KW 纯低温余热电站
中材甘肃	1 条 4500t/d 水泥生产线	甘肃白银	200	9000KW 纯低温余热电站
乌海赛马	1 条 2500t/d 水泥生产线	内蒙古乌海	100	4500KW 纯低温余热电站

² 成立时公司持股 98%，2015 年 2 月出资 338.60 万元收购赤峰市青山水泥有限公司持有的喀喇沁公司 2% 的股权，于 3 月完成股权过户手续，公司持有的喀喇沁公司股权增至 100%。

喀喇沁公司	1 条 4,500t/d 水泥生产线	内蒙古赤峰	200	9000KW 纯低温余热电站
乌海西水	1 条 2500t/d 水泥生产线	内蒙古乌海	300	合建一座 150,000KW 纯低温预热电站 ³
	1 条 4500t/d 水泥生产线			
合计	19 条		2,100	

注：①根据宁夏建材提供的数据绘制；②未计入水泥磨粉线

2013~2015 年度，受制于市场需求疲软，该公司产品销售量价齐跌，营业收入下滑明显，尤其是商品混凝土业务。同期，公司分别实现营业收入 42.07 亿元、38.93 亿元和 31.48 亿元，年环比增长率分别为 33.64%、-7.47%和-18.19%；其中，水泥及熟料销售收入分别为 32.11 亿元、30.69 亿元和 26.17 亿元，占营业收入的比例分别为 76.32%、79.22%和 82.68%；商品混凝土销售收入分别为 9.84 亿元、8.01 亿元和 5.40 亿元，占营业收入的比例分别为 23.38%、20.57%和 17.15%。

2016 年上半年度，该公司实现营业收入 14.25 亿元，较上年同期增长 7.56%；净亏损 2.92 亿元，亏损较上年同期收窄 1.67%。

1. 原材料及燃料

水泥生产的原材料主要为石灰石和粉煤灰、脱硫石膏等混合材料，燃料主要包括煤炭、电力。

该公司掌握着储量较为充裕的石灰石矿产资源，现有的熟料生产基地均拥有石灰石矿山，且绝大部分基地石灰石运距在 12 公里以内。从公司所属石灰石矿的质量看，西北地区被中国工程院确定为粘土质碱性较高的地域。但公司矿山所在地宁夏贺兰山脉水泥原材料的品位较高，所生产的水泥碱含量低于 0.42%，属西北地区最低，确立了公司产品的低碱优势。

随着生产基地不断增多，经营规模不断扩大，该公司为了保证煤炭及时供应并降低能源成本，推行煤炭统一采购模式，以公司本部为采购中心，与主要供应商签订战略合作协议。公司生产基地靠近我国煤炭主产区，煤炭供应较有保障，且由于运距短，煤炭成本占总成本的比例低于行业平均水平。近年公司的电力供应较为稳定，不存在因拉闸限电而停产的情况。

³该余热发电站由中材节能股份有限公司负责投资建设以 BOT 方式。根据合同约定，供电量达到 70,000 万千瓦时后，中材节能无条件将该余热电站转让给乌海西水，转让价格 1.00 元。

图表 8. 水泥产品成本构成情况

年度	直接材料 (%)	原煤 (%)	电力 (%)	制造费用及人工 (%)	成本 (元/吨)	煤电合计 (%)
2013 年	29.00	21.51	20.80	27.45	175.81	42.31
2014 年	26.65	22.77	22.23	27.25	164.08	45.00
2015 年	19.91	20.57	24.75	32.59	154.17	45.32

资料来源：宁夏建材

2. 生产

该公司生产基地除石嘴山赛马为水泥粉磨站外，其余均为全密生产线，且全部为新型干法水泥生产线。近年受区域市场需求增速下降和产能释放不平衡影响，公司熟料产能利用率出现波动，2013~2015 年分别为 78.45%、83.37%和 71.63%。公司熟料大部分自行消化，小部分对外销售。公司水泥产品覆盖 2 大类（普通水泥和特种水泥）14 个品种，主导产品是 42.5 级及以上的高标号水泥。2013~2015 年公司水泥产量分别为 1,410.63 万吨、1,418.76 万吨及 1,400.60 万吨，水泥产能利用率分别为 74.24%、74.67%和 71.22%。2016 年上半年，公司生产熟料 494.11 万吨，生产水泥 647.30 万吨。

图表 9. 公司 2013~2015 年产品生产情况（单位：万吨/年，万立方米/年）

产品名称		生产能力	产量	产能利用率 (%)	产销率 (%)
2013 年	熟料	1,416.00	1,110.79	78.45	20.54
	水泥	1,900.00	1,410.63	74.24	100.09
	商品混凝土	1,020.00	327.00	32.06	100.00
2014 年	熟料	1,416.00	1,181.55	83.37	12.98
	水泥	1,900.00	1,418.76	74.67	100.10
	商品混凝土	1,020.00	268.12	26.29	100.00
2015 年	熟料	1467.67	1,051.34	71.63	9.39
	水泥	1966.67	1,400.60	71.22	99.83
	商品混凝土	1,020.00	169.07	16.58	100.00

注：①根据宁夏建材提供的资料整理；②熟料产销率指对外销售部分；③水泥产销率未抵消公司下属商品混凝土公司的采购比率；④喀喇沁公司新建 200 万吨/年生产线于 2015 年 8 月投产，故当年新增产能按该生产线产能的 1/3 计算。

由于目前宁夏水泥产能严重过剩，该公司的扩张方向选择在水泥产能相对不足的内蒙古东部。2012 年喀喇沁公司建设的一条 4,500t/d 熟料水泥生产线协同工业尾矿处理及配套 9MW 纯低温余热发电项目于 2015 年 8 月建造完成并投入生产。该项目概算投资 7.76 亿元，截至 2015 年末累计投入资金 6.53 亿元，工程进度达到 99%。除此项目外，公司后续无大规模投资计划。

商品混凝土方面，由全资子公司宁夏赛马科进混凝土有限公司（简称“赛马科进”）负责运营。赛马科进现控股宁夏中宁赛马混凝土有限公司、宁夏青铜峡赛马混凝土有限公司、喀喇沁赛马混凝土有限公司、宁夏金长城混凝土有限公司和宁夏煜皓砼业有限公司五家商品混凝土生产企业，在宁夏自治区内的银川、石嘴山、吴忠、中卫及内蒙赤峰等地共有 16 个搅拌站，为宁夏最大的预拌商品混凝土企业。此外，公司还在甘肃的天水拥有 3 个混凝土搅拌站。

3. 销售

该公司产品在宁夏回族自治区水泥市场具有很高的知名度，宁夏重要基建项目大多选用公司产品。公司通过直销和经销的方式进行销售，其中直销占比约为 80%，销售对象主要为重点建设项目、房产项目和商品混凝土搅拌站；经销的销售对象主要为地区经销商。公司销售结算方式以现款交易为主，赊销和预收为辅，近两年现款交易的票据结算的比例有所增加，赊销比例较小，主要系商品混凝土为了扩大销售而部分采取赊销方式。2013~2015 年公司分别销售水泥 1,411.89 万吨、1,420.14 万吨和 1,398.20 万，水泥产销率保持在 99%以上；销售均价分别为 236.17 元/吨、224.06 元/吨和 193.64 元/吨；同期，分别销售商品混凝土 327.00 万方、268.12 万方和 169.07 万方。2016 年上半年度，公司销售水泥 647.30 万吨，销售均价 187.88 元/吨，产销率 99.75%；销售混凝土 64.68 万方，销售均价，308.49 元/方。

图表 10. 2013~2015 年产品销售情况（万吨、万立方米、元/吨或立方米）

产品		2013 年		2014 年		2015 年	
		数量	单价	数量	单价	数量	单价
水泥	32.5 级	332.02	209.15	324.76	187.74	433.33	164.22
	42.5 级	1034.64	236.47	1043.68	225.35	921.62	198.78
	52.5 级	13.87	429.52	24.93	439.06	15.83	398.93
	特种	31.33	426.90	26.77	414.19	27.40	367.18
熟料		228.14	169.47	153.24	142.78	98.73	137.03
商品混凝土		327.00	301.00	268.12	301.80	169.07	320.79

注：①根据宁夏建材提供的资料整理；②水泥销量未抵消公司下属商品混凝土公司的采购量。

该公司的销售区域主要为宁夏区内和甘肃的天水和白银、内蒙古乌海和赤峰市。2013~2015 年区外销售占比分别为 34.09%、41.21%和 38.38%，有所波动。2013 年下半年乌海西水进入合并范围，区外销售占比提高；2014 年，宁夏区域内水泥市场竞争激烈，房地产投资增速放缓，基建设施开工不足，水泥市场需求乏力，区外的销售则随着甘肃基础设施建设增

加，市场份额提高而增长明显；2015 年，区内、区外水泥市场需求进一步萎缩，但区内营业收入下滑幅度更大，为 22.04%，导致区外销售占比较上年有所下降。2015 年，随着喀喇沁公司新建的 4500000t/d 熟料水泥生产线的正式投产，公司在内蒙古的产能布局和销售情况进一步获得优化和提升。综合来看，由于供需关系转换，公司水泥和熟料售价呈持续下降趋势，毛利率除受产品售价影响外，还因成本下降的影响呈波动态势。

4. 循环经济

该公司在产能扩张的同时，积极执行国家推动水泥产业结构调整的政策，淘汰落后产能，重视既有线的技术改造。目前公司生产线全部为新型干法生产线，1,000 吨以下的生产线已全部淘汰。未来，公司将优先发展 4,500t/d 以上生产线，以实现规模效应。

该公司通过利用水泥窑纯低温余热发电、水泥粉磨系统辊压机节能技改、窑头新型喷煤管推广使用等手段，不断降低系统散热，不断改进工艺技术，提高工艺操作水平，降低煤耗取得了较可观的经济效益和社会效益。公司现有生产线除六盘山公司的 1,000t/d 生产线未配置纯余热发电装置外，其他生产线均配置了纯低温余热发电装置。

此外，该公司部分子公司在生产原料中掺兑粉煤灰、脱硫石膏等废渣的比例达到 30%，既有益于环境，又降低了原料成本，同时还符合国家产业政策，可享受资源综合利用产品增值税即征即退资格，每年因此获得一定数额的财政补贴。

（五）公司财务质量

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2013~2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总计为 77.66 亿元，所有者权益为 44.41 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 41.65 亿元）；当年度实现营业收入 31.84 亿元，净利润 0.55 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.20 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 3.09 亿元。

截至 2015 年末，该公司纳入合并范围的子公司共有 19 家。其中 2013 年增加 5 家，分别为赛马公司、乌海西水、喀喇沁赛马混凝土有限公司、宁夏骏升物业服务有限公司和宁夏青苑物业服务有限公司。2014 年减少 1 家，原因系公司决定暂停在青海省发展水泥业务，注销中材青海水泥有

限责任公司。

近三年该公司负债经营程度适中且较为稳定，财务结构稳健，但短期刚性债务增长明显，即期偿付压力增大。近年来受区域市场产能过剩、需求乏力，以及煤炭价格下降等多重因素影响，公司经营业绩存在一定的波动，但总体状况仍较好。公司主营业务收现能力较强，经营性现金流状态良好，投资性支出减少，资金压力较小。

六、公司财务分析

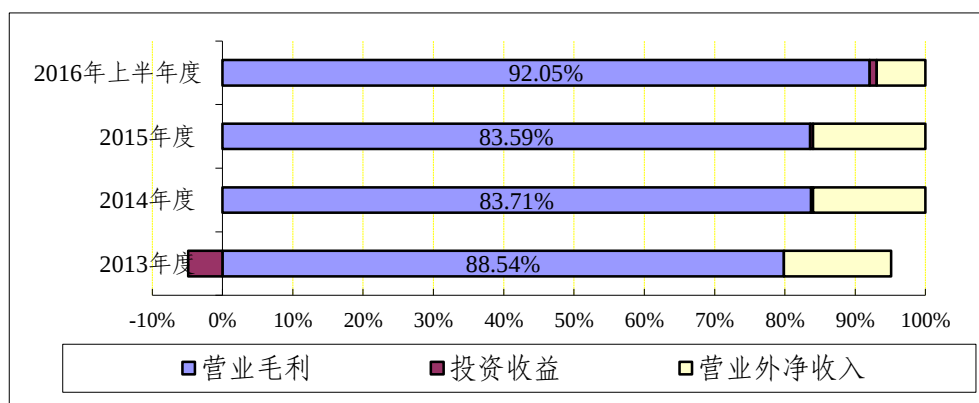
（一）公司盈利能力

受制于市场需求疲软，尽管原材料价格有所下降，但该公司近年营业收入和净利润均持续下滑，2015 年因量价齐跌，业绩显著下降。

该公司盈利主要来源于主业。2013~2015 年公司分别实现营业收入 42.07 亿元、38.93 亿元和 31.84 亿元，综合毛利率分别为 28.40%、28.48% 和 24.41%。2013 年，生产成本因煤炭等原燃料价格下降而减少，带动毛利率上升。2014 年，受区域市场需求持续低迷，水泥价格维持在低位运行，但是煤炭等原材料价格的下行致使生产成本减少，两者相抵，毛利率略有上升；2015 年，上游原材料价格有所下降，但受限需求的大幅下滑导致销售价格下跌，公司毛利大幅走低。2013~2015 年公司营业毛利分别为 11.95 亿元、11.09 亿元和 7.77 亿元。

图表 11. 2013 年以来盈利贡献构成情况（单位：亿元）

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 上半年度
营业毛利	11.95	11.09	7.77	3.44
投资净收益	-0.73	0.04	0.04	0.04
营业外净收入	2.28	2.12	1.49	0.26
合计	13.50	13.24	9.30	3.73



注：根据宁夏建材经审计的 2013~2015 年财务数据整理、计算

随着经营规模的扩张，该公司期间费用趋增，期间费用率逐年上升，2013~2015 年期间费用率分别为 18.56%、21.22%和 25.26%。销售费用方面，2014 年公司为开拓区外水泥市场和商品混凝土市场，销售费用明显增加，2015 年由于销售压力加大，销售费用进一步增加；管理费用方面，内蒙古地区由于水泥产能严重过剩存在间断性停产，受此影响停产期间计提的固定资产折旧及其他费用转入管理费用而导致管理费用波动较大；公司财务费用随融资规模和利率变化而呈现逐年减少的趋势。

图表 12. 2013~2015 年公司期间费用情况（单位：亿元）

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年
销售费用	3.53	3.68	3.83
管理费用	2.90	3.43	3.12
财务费用	1.37	1.15	1.09
期间费用	7.81	8.26	8.04
期间费用率 (%)	18.56	21.22	25.26

注：根据宁夏建材经审计的 2013-2015 年财务数据计算、绘制

该公司的营业外净收益成为公司主营利润的有力补充。公司的多条生产线在生产原料中掺兑粉煤灰、脱硫石膏等废渣的比例达到 30%，符合国家推行的相关环保政策，每年均获得一定数额的增值税返还和增值税免税。此外还有公司淘汰落后产能、节能减排等获得的奖励，2015 年由于公司水泥产销量减少，获得的政府补贴收入有所下降。2013~2015 年公司获得的政府补贴分别为 2.28 亿元、2.14 亿元和 1.54 亿元。

主要受水泥价格下跌的影响，近年该公司利润规模持续下滑，虽然燃煤价格也下降，但只使到减缓利润下滑的作用，2015 年更是显著下降。2013~2015 年归属于母公司所有者的净利润分别为 3.00 亿元、2.72 亿元和 0.20 亿元，净利润率分别为 8.90%、8.47%和 1.72%。公司资产获利能力也随之波动，2013~2015 年总资产报酬率分别为 7.77%、6.83%和 2.36%；

净资产收益率分别为 8.64%、7.33%和 1.23%。

2016 年上半年度，该公司实现营业收入 14.25 亿元，综合毛利率 24.11%；实现营业毛利 3.44 亿元，基本和上年同期持平；净亏损-0.29 亿元，较一季度有所收窄，属于季节性亏损。

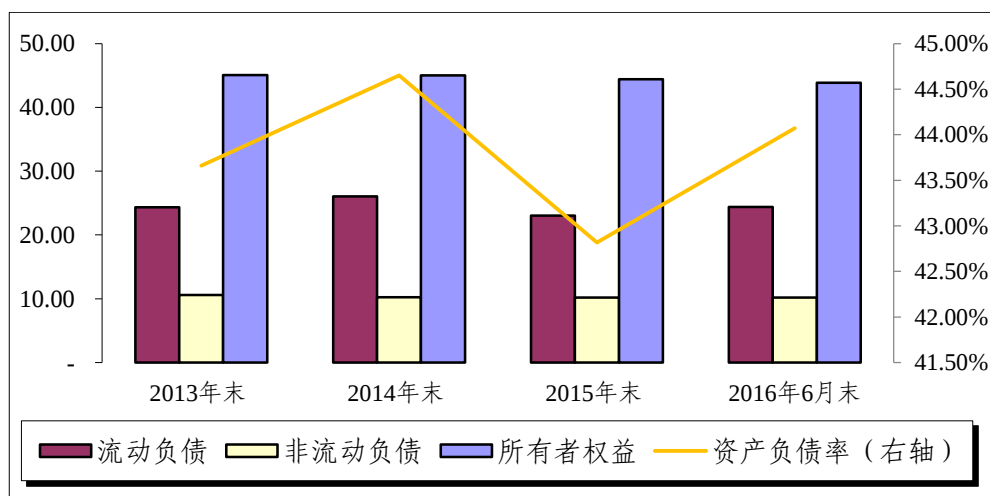
总的来看，受需求乏力水泥价格持续下跌影响，该公司业绩显著下滑。2016 年，水泥行业仍将面临产能过剩、需求不足的问题，短期内公司业绩改善的压力较大。

（二）公司偿债能力

该公司负债经营程度适中且较为稳定，但短期刚性债务占比较高，存在一定的即期偿付压力。尽管公司资产流动性一般，但经营性现金流状态良好，现金资产充裕，对即期债务偿付形成了良好支撑，偿债能力强。随着公司投资性支出减少，公司资产流动性不足的压力将有效减轻。

1. 债务分析

图表 13. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
流动负债	24.31	26.04	23.05	24.38
非流动负债	10.60	10.26	10.21	10.18
所有者权益	45.05	45.00	44.41	43.87
资产负债率	43.66%	44.65%	42.82%	44.07%

资料来源：根据宁夏建材所提供资料整理、绘制

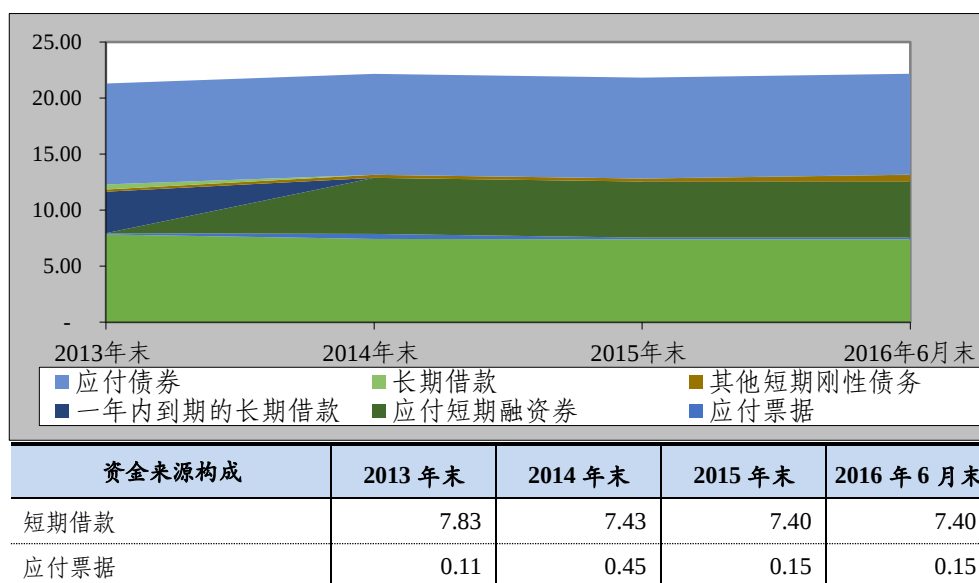
该公司专业从事水泥及其制品的生产和销售业务，水泥行业属于资本密集型行业，资金需求量大。近年来，公司一方面积极抢占区内区外的水泥市场，另一方面加强了在商品混凝土领域的布局，固定资产投资和流动资金需求增加，债务规模总体呈增长态势。2013~2015 年末，公司负债

总额分别为 34.92 亿元、36.30 亿元和 33.25 亿元，资产负债率较为稳定（如图表 13 所示）。公司负债经营程度适中，财务结构稳健。2016 年 6 月末，公司负债总额 34.56 亿元，其中流动负债 24.38 亿元，资产负债率 44.07%，负债经营程度较 2015 年末变化不大。

随着项目建设的结束和部分长期借款到期偿付，该公司债务期限结构逐渐向短期倾斜。2013~2015 年末公司长短期债务比分别为 43.60%、39.42%和 44.28%，即期偿债压力有所增大。2015 年末，公司流动负债规模比上年末有所下降，主要系公司支付投资款导致其他应付款减少，同时经营规模下降导致应付账款等经营性科目余额减少所致。

从负债构成情况看，该公司流动负债中由短期借款、短期融资券⁴、应付票据、应付利息等构成的短期刚性债务占比较大，其次为应付账款，其他科目占比很小。2015 年末，短期刚性债务合计为 12.82 亿元，占流动负债的 55.60%，较上年末提升 6.38 个百分点；应付账款为 7.40 亿元，占流动负债的 32.12%，同比增幅下降 1.59 个百分点；其他应付款 0.93 亿元，大部分为工程保证金、运费和股权转让款等。公司非流动负债主要包括应付债券和递延收益，2015 年末分别为 9.00 亿元和 1.03 亿元，占非流动负债的比例分别为 88.1%和 10.10%。公司应付债券为于 2012 年 8 月 14 日发行的 9 亿元中期票据（期限 5 年，发行利率 5.61%）；递延收益主要为补助资金、水泥生产线项目建设专项资金、技术改造专项资金等。2016 年 6 月末，公司刚性债务合计 22.16 亿元，负债结构基本保持稳定，详情如图表 14 所示。

图表 14. 公司刚性债务构成分析（单位：亿元）



⁴ 公司的短期融资券纳入“短期借款”科目核算。

资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
应付短期融资券	-	5.00	5.00	5.00
一年内到期的长期借款	3.70	-	-	-
其他短期刚性债务	0.20	0.27	0.27	0.61
长期借款	0.45	-	-	-
应付债券	9.00	9.00	9.00	9.00
合计	21.29	22.15	21.82	22.16

资料来源：根据宁夏建材所提供资料整理、绘制。

截至 2015 年末，该公司未对合并范围外的公司提供担保，亦没有未决诉讼，产生或有负债的风险较小。

根据该公司 2016 年 4 月 28 日的《企业基本信用信息报告》，公司不存在债务违约记录。公司目前在存续期内的 2012 年度第一期中期票据付息正常。

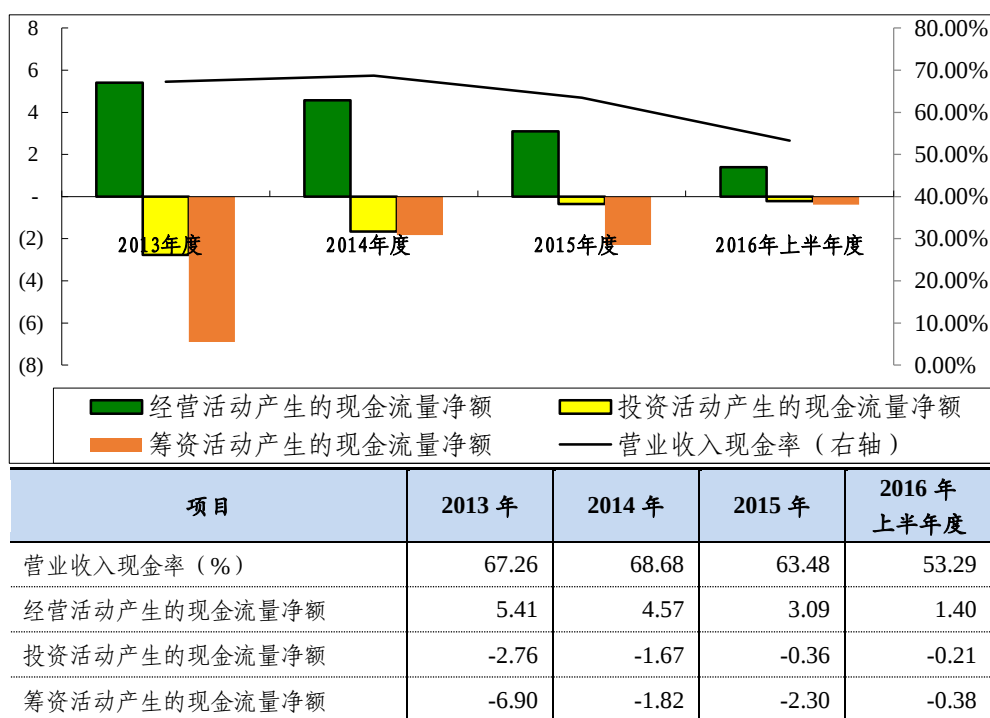
2. 现金流分析

该公司近年来销售资金回笼情况总体良好。但公司购销环节的票据结算量较大，部分应收票据直接背书予供货商以支付原燃料款，导致账面现金流入量较低。2013~2015 年公司营业收入现金率分别为 67.26%、68.68% 和 63.48%。

经营性现金流方面，2013~2015 年，该公司经营活动产生的现金净流量分别为 5.78 亿元、4.93 亿元和 3.09 亿元。2013 年营业收入大幅增长和年末大量承兑汇票到期解付，经营性现金流入增加，经营性现金流对短期债务偿付的保障程度得到增强；2014 年由于区域内市场需求乏力，营业收入减少，经营性现金净流入较上年减少 5.97%；2015 年，市场需求进一步下滑，公司经营性现金净流入较上年减少 21.18%，下滑幅度较大。

水泥产业属于资金密集型和规模经营型产业。该公司前些年产能扩张较快，2013~2014 年度仍在投入期，新增投资及技改资金需求量持续增加，投资环节存在较大的资金缺口，2015 年公司在结束存续投资项目后未再进行大规模投资。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -2.76 亿元、-1.67 亿元和 -0.36 亿元。公司的投资高峰期已过，随着投资新建的生产线陆续建成，后续投资性支出将减少。

图表 15. 公司现金流量分析 (单位: 亿元)



资料来源: 根据宁夏建材所提供资料整理、绘制

由于投资环节资金需求逐年减少, 同时经营环节现金流净额相对较大, 近年该公司非筹资环节的现金流均呈净流出状态。2013~2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.49 亿元、-6.90 亿元和-2.23 亿元。

2016 年上半年度, 该公司经营活动产生的现金流量净额为 1.40 亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-0.21 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为-0.38 亿元。公司经营活动获取的现金能满足公司资金需求。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额、固定资产折旧和利息支出。其中, 利润总额受供需关系影响波动较大; 近两年因在建生产线陆续投产转入固定资产, 固定资产折旧增长明显, 在 EBITDA 的占比逐年提高; 利息支出则随融资规模和利率变化而呈现逐年减少的趋势。2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 10.03 亿元和 9.71 亿元和 6.28 亿元, 对利息支出和刚性债务的覆盖程度有所波动, 但保障程度仍较高。

该公司大规模建设期已过, 后续投资主要用于技改支出, 投资规模相对较小, 资金需求有限。公司经营性现金流状况良好, 对债务的保障程度较高。

3. 资产质量分析

该公司上市以来, 实现了良好的经营积累, 并通过增发使资本实力逐步增强, 资产规模和权益资本逐年扩大。2015 年受行业需求影响, 公司

存货、应收账款等经营性资产规模有所下降，同时因折旧导致长期资产规模有所下滑。2015 年末公司资产总额为 77.66 亿元，较上年末减少 3.64 亿元；股东权益 44.41 亿元（其中归属于母公司股东权益合计为 41.65 亿元），与年初基本持平。当年末公司实收资本、资本公积和盈余公积合计占归属于母公司股东权益的 60.31%，公司权益资本结构尚属稳健。

该公司自成立以来专注于主业发展，因此公司资产与主业的相关度高。公司资产集中表现为厂房、机器设备、矿产资源等长期资产，非流动资产占总资产的比例较大。2015 年末，公司流动资产、非流动资产占总资产的比例分别为 27.96%和 72.04%。

该公司 2015 年末流动比率和速动比率分别为 94.21%和 73.88%，较上年末有所上升，主要原因系 2015 年末公司流动负债规模有所下降。2015 年由于市场需求不景气，公司业务量整体萎缩，经营性项目如存货、应收账款及应付账款等科目余额均有一定程度的减少。2013~2015 年公司应收账款周转率分别为 5.18 次/年、4.21 次/年和 3.64 次/年；存货的周转速度因产品销售较顺畅，分别为 6.17 次/年、6.31 次/年和 5.96 次/年。总体看，公司资产流动性一般。

图表 16. 公司核心资产分布及变化趋势（单位：亿元、%）

项目	2013 年末		2014 年末		2015 年末		2016 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.59	4.49	5.07	6.23	5.52	7.11	6.33	8.07
存货	4.47	5.59	4.35	5.35	3.73	4.80	3.82	4.87
应收账款及应收票据	14.67	18.35	11.93	14.67	10.92	14.06	12.35	15.74
固定资产	46.84	58.57	48.27	59.37	49.07	63.18	47.05	59.99
在建工程	4.84	6.05	4.22	5.20	1.16	1.50	1.41	1.80
无形资产	3.14	3.93	3.60	4.43	3.58	4.61	3.50	4.47
资产总额	79.97	100.00	81.30	100.00	77.66	100.00	78.43	100.00

资料来源：根据宁夏建材所提供资料整理

从流动资产构成看，该公司流动资产主要体现为货币资金、应收票据、应收账款和存货。2015 年末，货币资金余额为 5.52 亿元，较上年增加 0.46 亿元，绝大部分为不受限制的现金；应收票据余额为 2.29 亿元，同比减少 0.80 亿元，其中银行承兑汇票 2.09 亿元，商业承兑汇票 0.20 亿元；应收账款为 8.64 亿元，比上年末减少 0.21 亿元，账龄大多在一年以内，已计提坏账准备 1.40 亿元；存货余额为 3.73 亿元，同比下降 14.25%，近三年呈现逐年减少的态势，主要由于公司对主要经济技术指标实行定额管理，降低了企业库存，减少了资金占用。公司 2015 年末现金比率为 33.01%，即期付现能力较强。公司较大规模的现金资产能够满足日常资金周转、随时支付工程款和偿付即期债务的需要。

从非流动资产构成看，2015 年末该公司非流动资产主要体现为固定资产、在建工程 and 无形资产。其中，固定资产净额为 49.07 亿元，比上年末增加 0.80 亿元，主要由于喀喇沁公司 4500t/d 熟料生产线和其他技改项目转固而抵消了折旧；在建工程余额为 1.16 亿元，比上年末减少 3.06 亿元，减少原因系建成项目转固；无形资产为 3.58 亿元，主要为土地使用权和采矿权，比上年末略有减少。

2016 年 6 月末，该公司资产总额 78.43 亿元，其中流动资产及非流动资产分别为 24.34 亿元及 54.09 亿元，资产结构基本保持稳定。

总体看，该公司资产质量总体较好，但资产结构与债务期限结构匹配程度较弱，资产流动性一般。公司主业现金回笼能力较强，在市场萎缩的情况下仍能维持较稳定的现金流量，考虑到公司短期内不存在重大投资项目，未来公司负债经营情况有望改善。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司所在区域未来的水泥市场需求较大，公司面临良好的发展机遇。公司在宁夏地区的市场地位稳固，规模效应较明显；公司具有较大的技术优势，抗风险能力很强。

（1）“一带一路”区位优势

随着“一带一路”规划的提出和推进，国家会加大对西部地区基础设施和交通体系建设的投入。处在古丝绸之路带上的宁夏，甘肃等地将会存在巨大的市场需求。作为该地区水泥和商品混凝土行业的龙头，该公司具备良好的发展机遇。

（2）区域市场地位稳固

该公司是宁夏水泥行业龙头企业，在宁夏自治区内拥有的熟料产能约占宁夏新型干法熟料产能的 50%，规模效应较明显。多年来公司深耕宁夏及其周边地区市场，在区域内品牌美誉度较高，在宁夏区域内的市场份额约为 50%，市场地位稳固。2012 年 4 月，公司的“赛马”牌商标被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”，进一步提高了品牌影响力。

（3）技术优势

该公司注重技术开发和合作，先后与宁夏建材研究院、武汉理工大学等科研院所建立长期合作关系，进行人才培养、技术交流。公司开发的特种水泥销量良好，西北地区多数机场、油井等重点工程建设都使用公司生产的特种水泥。公司已开发出利用工业废料（电厂炉渣、窑灰）进行水泥生产的技术，工业废料用量已经达到原材料的 30%以上，被宁夏回族自治区政府评为“循环经济试点单位”，可享受资源综合利用产品增值税即征即退资格，每年因此获得一定数额的财政补贴，且持续性强，对公司的营业利润形成较强的补充。

（4）资源优势

该公司掌握着储量较为丰富的石灰石矿产资源，截至 2016 年 3 月末，公司本部及控股子公司拥有采矿权的石灰石矿山明确可采的实际保有储量为 2.84 亿吨，核心矿山的剩余可开采年限均为 10 年以上。从公司所属石灰石矿的质量看，西北地区被中国工程院确定为粘土质碱性较高的地域。但公司矿山所在地宁夏贺兰山脉水泥原材料的品位较高，所生产的水

泥碱含量低于 0.42%，属西北地区最低，确立了公司产品的低碱优势。

（二）外部支持

该公司实际控制人中材集团是国资委直属的国有独资公司，业务范围涉及水泥技术装备及工程服务，集科研、设计、制造、工程建设于一体，在建材行业拥有很强的综合竞争优势，可在技术、工程及融资方面给予公司一定支持。

该公司具有较好的偿债信用记录，已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，可获得一定的授信额度。截至 2016 年 3 月末，公司共取得各金融机构授信总额为 10.70 亿元，尚未使用的授信额度为 3.30 亿元。

八、本次债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

2013~2015 年该公司营业收入分别为 42.07 亿元、38.93 亿元和 31.84 亿元；净利润分别为 3.74 亿元、3.30 亿元和 0.55 亿元，近三年平均净利润基本能支付本次债券及已发行未到期债券一年利息。

（二）偿债资金来源保障分析

该公司销售环节获取现金的能力较强，经营性现金流状况良好。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金净流量分别为 5.78 亿元、4.93 亿元和 3.09 亿元，对债务的保障程度较高。此外，公司负债经营程度较低，2016 年 6 月末资产负债率仅为 44.07%，财务弹性良好。

九、结论

国家西部大开发带动了西北地区水泥的巨大需求，但该地区水泥产能已严重过剩，水泥价格受供需关系影响波动大。未来随着“一带一路”战略的推进实施，以及当地城镇化以及配套基础设施建设的持续展开，水泥行业的经营压力将得到一定程度的释放。该公司作为区域重要的水泥生产企业，具有较大的竞争优势。

作为上市公司，该公司按照有关法律法规的要求，不断完善治理结构，在资产、业务、人员、机构和财务方面与控股股东保持应有的独立性。

公司组织机构设置较合理，职能分工明确，并建立了较完善的内部管理体系，各项制度执行情况较好，经营管理较为规范。公司管理层素质较高，员工队伍稳定，能够满足公司日常生产经营的需要。

该公司是宁夏回族自治区水泥行业龙头企业，近年在区外的布点使公司产业布局得到优化。公司在区域内具有较强的竞争优势，对宏观经济波动的抗风险能力较强。受制于市场需求疲软，尽管原材料价格有所下降，但公司近年营业收入和净利润均持续下滑，2015 年因量价齐跌，业绩显著下降，经营压力增大。

该公司负债经营程度适中且较为稳定，但短期刚性债务占比较高，存在一定的即期偿付压力。尽管公司资产流动性一般，但经营性现金流状况良好，现金资产充裕，对即期债务偿付形成了良好支撑，偿债能力强。随着公司投资性支出减少，公司资产流动性不足的压力将有效减轻。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

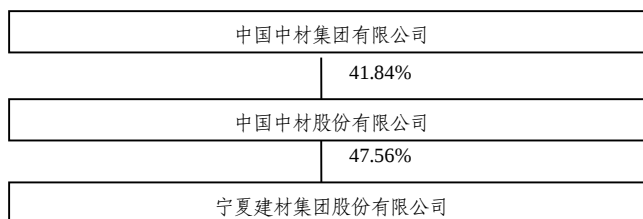
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

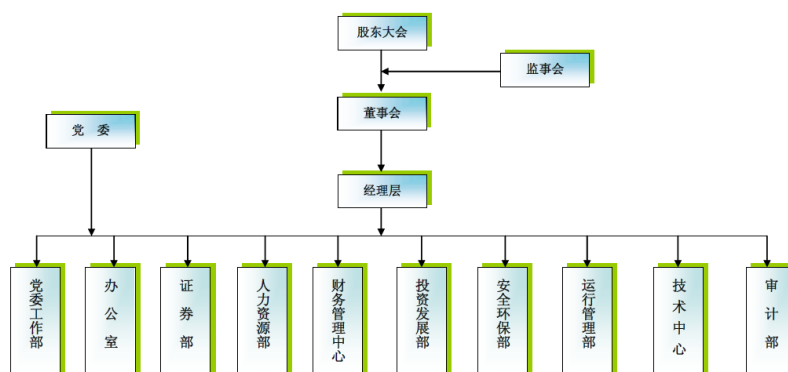
公司与实际控制人关系图



注：根据宁夏建材集团股份有限公司提供的资料绘制（截至2016年6月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据宁夏建材集团股份有限公司提供的资料绘制（截至2016年6月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司持 股比例 (%)	主营业务	备注
全称	注册地			
宁夏赛马水泥有限公司	宁夏银川市	100.00	水泥、熟料制造和销售	2013年1月成立
宁夏青铜峡水泥股份有限公司	宁夏青铜峡市	87.19	水泥、熟料制造和销售	
宁夏石嘴山赛马水泥有限责任公司	宁夏石嘴山市	100.00	水泥、熟料制造和销售	
固原六盘山水泥有限责任公司	宁夏固原市	100.00	水泥、熟料制造和销售	
宁夏中宁赛马水泥有限公司	宁夏中宁市	100.00	水泥、熟料制造和销售	
天水中材水泥有限责任公司	甘肃天水市	80.00	水泥、熟料制造和销售	
中材甘肃水泥有限责任公司	甘肃白银市	98.42	水泥、熟料制造和销售	
乌海赛马水泥有限责任公司	内蒙古乌海市	100.00	水泥、熟料制造和销售	
喀喇沁草原水泥有限责任公司	内蒙古赤峰市	100.00	水泥、熟料制造和销售	2012年8月成立
乌海市西水水泥有限责任公司	内蒙古乌海市	100.00	水泥、熟料制造和销售	2013年7月完成收购
宁夏赛马科进混凝土有限公司	宁夏银川市	100.00	商品混凝土的生产和销售	
宁夏青铜峡赛马混凝土有限公司	宁夏青铜峡市	100.00	商品混凝土的生产和销售	三级子公司
宁夏中宁赛马混凝土有限公司	宁夏中宁市	100.00	商品混凝土的生产和销售	三级子公司
天水华建混凝土工程有限公司	甘肃天水市	60.00	商品混凝土的生产和销售	三级子公司
宁夏金长城混凝土有限公司	宁夏平罗县	100.00	商品混凝土的生产和销售	三级子公司
宁夏煜皓砼业有限公司	宁夏银川市	100.00	商品混凝土的生产和销售	三级子公司
喀喇沁赛马混凝土有限公司	内蒙古赤峰市	100.00	商品混凝土的生产和销售	三级子公司
宁夏骏升物业服务有限公司	宁夏银川市	100.00	物业服务及房屋租赁	三级子公司
宁夏青苑物业服务有限公司	宁夏青铜峡市	100.00	物业服务	三级子公司

注：根据宁夏建材 2015 年度审计报告附注整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
资产总额 [亿元]	79.97	81.30	77.66	78.43
货币资金 [亿元]	3.59	5.07	5.52	6.33
刚性债务[亿元]	21.29	22.15	21.82	22.16
所有者权益 [亿元]	45.05	45.00	44.41	43.87
营业收入[亿元]	42.07	38.93	31.84	14.25
净利润 [亿元]	3.74	3.30	0.55	-0.29
EBITDA[亿元]	10.03	9.71	6.28	—
经营性现金净流量[亿元]	5.41	4.57	3.09	1.40
投资性现金净流量[亿元]	-2.76	-1.67	-0.36	-0.21
资产负债率[%]	43.66	44.65	42.82	44.07
长期资本固定化比率[%]	100.62	104.82	102.44	100.08
权益资本与刚性债务比率[%]	211.63	203.14	203.56	197.95
流动比率[%]	98.58	89.78	94.21	99.83
速动比率 [%]	76.58	68.06	73.88	78.51
现金比率[%]	35.26	29.44	33.01	25.94
利息保障倍数[倍]	3.86	4.33	1.58	—
有形净值债务率[%]	83.39	87.82	81.66	85.82
营运资金与非流动负债比率[%]	-3.26	-25.94	-13.08	-0.40
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	5.18	4.21	3.64	1.53
存货周转速度[次]	6.17	6.31	5.96	2.86
固定资产周转速度[次]	0.95	0.82	0.65	0.30
总资产周转速度[次]	0.54	0.48	0.40	0.18
毛利率[%]	28.40	28.48	24.41	24.11
营业利润率[%]	5.80	5.78	-2.18	-3.16
总资产报酬率[%]	7.77	6.83	2.36	-0.24
净资产收益率[%]	8.64	7.33	1.23	-0.66
净资产收益率*[%]	7.62	6.53	0.47	-1.00
营业收入现金率[%]	67.26	68.68	63.48	53.29
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	24.79	18.17	12.61	5.88
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	15.40	12.85	8.90	4.12
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	12.14	11.55	11.14	5.00
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	7.54	8.16	7.86	3.50
EBITDA/利息支出[倍]	6.34	7.63	5.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.42	0.45	0.29	—

注：表中数据依据宁夏建材经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年上半年度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。