

信用等级公告

联合〔2020〕1794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
二〇二〇年六月二十四日



天瑞集团股份有限公司 2020 年度跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天瑞集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
14 天瑞集团债 02 /14 天瑞 02	AA+	稳定	AA+	稳定
14 天瑞集团债 03 /14 天瑞 03	AA+	稳定	AA+	稳定
15 天瑞集团债 01 /15 天瑞 01	AA+	稳定	AA+	稳定
15 天瑞集团债 02 /15 天瑞 02	AA+	稳定	AA+	稳定

评级观点

天瑞集团股份有限公司（以下简称“公司”或“天瑞集团”）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，受益于水泥市场行情较好，公司经营情况延续向好趋势，营业收入和利润总额均实现同比增长，盈利水平小幅提升。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司货币资金受限比例较高，应收类科目占用较多营运资金；无形资产规模大，关联方往来频繁；债券集中偿还压力大等因素对公司基本面带来的不利影响。

经营活动现金流入量和 EBITDA 对公司存续债券的保障程度较好。

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鸾及李玄煜（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提供支持贷款，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。

公司水泥板块运营主体天瑞水泥集团有限公司是国家重点支持的 12 家水泥企业集团之一，在河南省和辽宁省市场占有率高，市场竞争力较强，随着水泥板块供给侧改革，近年来水泥行情较好；加之公司实施多元化发展战略，可以平抑各个板块市场波动风险；联合资信对公司评级展望为稳定。

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。

优势

1. 公司水泥业务在河南、辽宁市场占有率继续保持优势。2019 年，公司水泥业务河南市场占有率为 22.58%，同比增长 2.36 个百分点；辽宁省市场占有率为 17.12%。
2. 公司经营情况延续向好趋势。2019 年，水泥市场行情较好，公司营业收入和利润总额分别同比 24.71%和 14.53%；经营活动现金流量净额为 36.18 亿元。
3. 公司实际控制人的承诺及国家开发银行股份有限公司河南分行的《开发性金融支持协议》，对债券的安全性提供了一定的保障作用。公司实际控制人同意以个人全部财

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 天瑞集团债 02 /14 天瑞 02	10.00	10.00	2024/06/25
14 天瑞集团债 03 /14 天瑞 03	15.00	5.43	2021/10/16
15 天瑞集团债 01 /15 天瑞 01	15.00	12.03	2021/01/15
15 天瑞集团债 02 /15 天瑞 02	10.00	7.56	2021/02/06

注：单位为亿元；上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

产为公司存续期内债券的到期兑付承担连带责任保证。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
财务风险	F1	现金流	经营分析	2
			资产质量	2
			盈利能力	2
		现金流量	3	
		资本结构	1	
调整因素和理由				调整子级
无形资产规模大；因无形资产评估增值而产生的其他资本公积规模较大，公司实际债务负担较重。				-1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

《开发性金融支持协议》约定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）。

关注

1. 公司货币资金受限比例较高，应收类科目占用较多营运资金。截至 2019 年底，公司货币资金受限比例为 46.88%；应收类科目合计为 76.46 亿元。
2. 无形资产规模大。截至 2019 年底，公司无形资产 255.21 亿元，由旅游景区土地及其租赁合约和经营权形成。由无形资产评估增值而产生的其他资本公积为 69.98 亿元。公司实际债务负担较重。
3. 公司关联方往来频繁。2019 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金和支付的其他与经营活动有关的现金分别为 329.04 亿元和 359.58 亿元。
4. 债券集中偿还压力大。2021 年，公司应偿还到期债券余额 45.02 亿元。

分析师：王 聪 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

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	55.79	73.30	83.76
资产总额(亿元)	688.05	709.22	711.16
所有者权益(亿元)	338.88	356.09	358.07
短期债务(亿元)	107.74	90.72	99.89
长期债务(亿元)	118.34	112.14	116.05
全部债务(亿元)	226.08	202.86	215.94
营业总收入(亿元)	159.23	186.81	232.97
利润总额(亿元)	18.32	25.76	29.50
EBITDA(亿元)	52.27	60.70	62.79
经营性净现金流(亿元)	30.33	46.68	36.18
营业利润率(%)	22.44	23.73	23.90
净资产收益率(%)	4.15	5.68	6.15
资产负债率(%)	50.75	49.79	49.65
全部债务资本化比率(%)	40.02	36.29	37.62
流动比率(%)	78.92	95.00	92.98
经营现金流流动负债比(%)	15.71	25.51	18.18
EBITDA 利息倍数(倍)	3.29	3.48	3.48
全部债务/EBITDA(倍)	4.33	3.34	3.44

公司本部（母公司）口径

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	358.33	390.29	449.36
所有者权益（亿元）	122.67	120.35	114.79
全部债务(亿元)	55.08	54.34	48.95
营业总收入(亿元)	0.49	1.95	1.14
利润总额(亿元)	-0.65	-3.03	-5.52
资产负债率（%）	65.77	69.16	74.45
全部债务资本化比率(%)	30.99	31.11	29.89
流动比率（%）	81.55	83.18	68.85
经营现金流流动负债比(%)	4.74	2.38	7.97

注：1.集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目组成员	评级方法/模式	评级报告
15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02 15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01 14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03 14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02	AA+	AA	稳定	2019/06/21	唐岩、尹金泽	水泥企业主体信用评级方法 (2017 年)	阅读全文
15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02	AA+	AA	稳定	2015/01/16	霍焰、李苏磊	水泥企业信用分析要点 (2013 年)	阅读全文
15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01	AA+	AA	稳定	2014/12/26	霍焰、李苏磊	水泥企业信用分析要点 (2013 年)	阅读全文
14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03	AA+	AA	稳定	2014/08/26	霍焰、李苏磊	水泥企业信用分析要点 (2013 年)	阅读全文
14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02	AA+	AA	稳定	2014/06/13	候煜明、霍焰	水泥企业信用分析要点 (2013 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年度跟踪评级报告

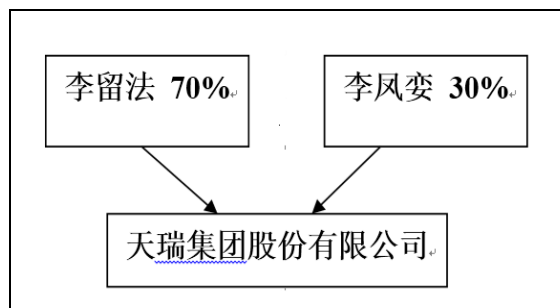
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于天瑞集团股份有限公司（以下简称“天瑞集团”或“公司”）及相关债券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、李凤变出资 3000 万元。后经多次变更及增资，截至 2019 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%，自然人股东李凤变（李留法夫人）持股 30%。李留法为公司实际控制人。

图 1 截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2019 年底，公司（合并）资产总额 711.16 亿元，所有者权益合计 358.07 亿元（含少数股东权益 81.18 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 232.97 亿元，利润总额 29.50 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

表 1 公司经联合资信评级的存续期内债券情况
(单位：亿元)

名称	发行规模	债券余额	到期日
14 天瑞集团债 02 /14 天瑞 02	10.00	10.00	2024/06/25
14 天瑞集团债 03 /14 天瑞 03	15.00	5.43	2021/10/16
15 天瑞集团债 01 /15 天瑞 01	15.00	12.03	2021/01/15
15 天瑞集团债 02 /15 天瑞 02	10.00	7.56	2021/02/06
合计	50.00	35.02	

注：1. “14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”为 5+5 年期，第 5 年末公司可调整票面利率和投资者回售选择权

2. “14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”为 5+2 年期，第 5 年末公司可调整票面利率和投资者回售选择权

3. “15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”为 4+2 年期，第 4 年末公司可调整票面利率和投资者回售选择权

4. “15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02”为 4+2 年期，第 4 年末公司可调整票面利率和投资者回售选择权

资料来源：公司提供

2019 年，“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”本期不调整票面利率，回售金额 8.62 亿元，回售债券不注销，实施转售金额 8.62 亿元。截至目前，债券余额 10.00 亿元。

2019 年，“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”本期不调整利率，回售并注销金额 9.57 亿元。截至目前，债券余额 5.43 亿元。

2019 年，“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”票面利率调整至 8.00%，回售金额 5.87 亿元，注销金额 2.97 亿元，转售金额 2.90 亿元。截至目前，债券余额 12.03 亿元。

2019年,“15天瑞集团债02/15天瑞02”上调票面利率111个BP,为8.00%,在存续期第5和第6个计息年度不变;回售金额6.74亿元,转售4.30亿元,注销2.44亿元。截至目前,债券余额7.56亿元。

截至目前,公司经联合资信评定的存续债券募集资金均已按募集使用用途使用完毕,跟踪期内,公司存续债券正常付息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,国际动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增速进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,财政收支缺口扩大,就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行,全年GDP同比增长6.1%(见表2),为2008年国际金融危机以来之最低增速;其中一季度累计同比增长6.4%,前二季度累计同比增长6.3%,前三季度累计同比增长均为6.2%,逐季下滑态势明显。2020年一季度,受新冠肺炎疫情的严重冲击,GDP同比下降6.8%,是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
GDP(万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速(%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6

城镇失业率(%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速(%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速(%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注:1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率,GDP为不变价规模

4. 城镇失业率统计中,2016—2017年为城镇登记失业率,

2018年开始为城镇调查失业率,指标值为期末数

数据来源:联合资信根据国家统计局和wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态,对外贸易总额同比减少,2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年,社会消费品零售总额同比增长8.0%,较上年下滑1.0%,其中网上零售额10.6万亿元,同比增长16.5%。全国固定资产投资(不含农户)同比增长5.4%,比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看,制造业投资增速为3.1%,比上年低6.4个百分点;基础设施投资增速为3.8%,与上年持平;房地产投资增速为9.9%,比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%,比上年低4.0个百分点;国有投资增速为6.8%,比上年高4.9个百分点。2019年,货物进出口总额31.54万亿元,同比增长3.4%,增速比上年回落6.3个百分点。其中,出口增长5.0%,进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元,同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%,对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元,增长10.8%。2020年一季度,社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额(不含农户)和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%,三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落,服务业较快发展,2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年,国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%,占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国

规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，

较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提

前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加

强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确

定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 水泥行业 行业概况

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。

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，具有明显的销售市场半径。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。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

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。

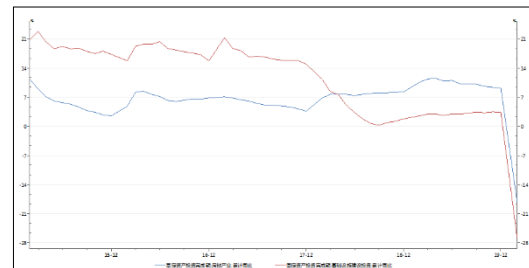
行业运行状况

尽管水泥行业产能过剩矛盾依然突出，但随着国家供给侧结构性改革的进一步深化，水泥生产企业积极落实错峰生产和环保限产，行业盈利水平大幅提升，行业总体收益保持增长趋势。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，房地产调控政策空前加

强，但房地产投资增速仍维持在 9.5% 左右的较高的水平。2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。2019 年，基础设施建设投资完成额同比增长 3.33%，较去年同期增速上升 1.54 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 12 月，房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续水泥需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

图 2 2015 年以来，全国房地产和基础设施建设投资同比变动情况



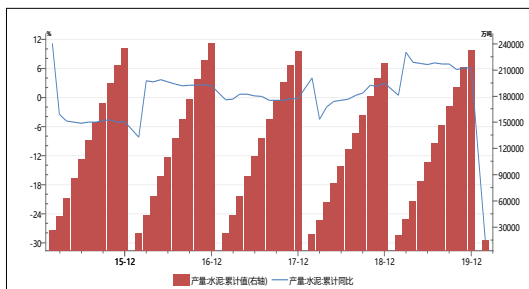
资料来源：Wind

水泥市场供给方面，2019 年以来，水泥供给端基本保持稳定，随着蓝天保卫战进入攻坚战，各地水泥行业错峰生产政策只紧不松，2019 年，河南实行“开二停一”，贵州推出刚性错峰，内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件，通过环保手段来倒逼去产能。

据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019 年全国新点火水泥熟料生产线共有 16 条，新点火熟料设计产能 2372 万吨/年。截至 2019 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1624 条，设计熟料产能维持在 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。产能总量与去年基本相

当，新型干法熟料总产能变化不大。2019年，全国水泥产量约为23.30亿吨，同比增长6.10%；熟料用量逐年增加，2019年全国水泥熟料产量为15.20亿吨，创历史新高。受疫情及季节影响，2020年1—2月份水泥和熟料产量均大幅下降。据国家统计局数据显示，2020年1—2月，全国累计水泥产量1.50亿吨，同比下降29.50%，其中，南方华东、中南、西南三地水泥产量占全国92%，同比下降30%。全国水泥熟料产量1.45亿吨，同比下降15.90%。南方华东、中南、西南三地熟料产量占全国88%，低于水泥产量占比4个百分点。

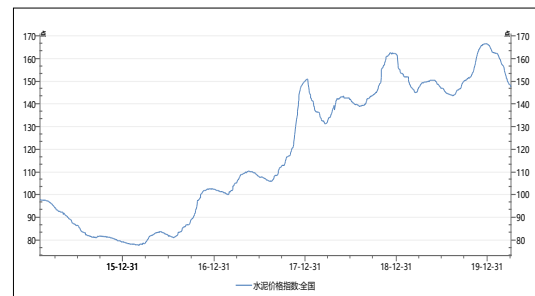
图3 近年中国水泥行业产量及变化情况
(单位：万吨、%)



资料来源：Wind

2019年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2019年全国水泥均价¹达449元/吨，较2018年上涨15元/吨。2019年12月，全国水泥均价增长至484元/吨，环比增长3.48%。2019年水泥行业价格持续高位运行，“量价齐升”的表现和国务院出台了一系列减税降费、支持实体经济发展的政策措施，改革红利逐步释放，拉高了整个水泥行业效益的增长，使得2019年水泥行业利润创造了历史最高水平。2019年，水泥行业实现营业收入1.01万亿元，同比增长12.5%，利润1867亿元，同比增长19.6%。

图4 近年来，全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图（单位：元/吨）

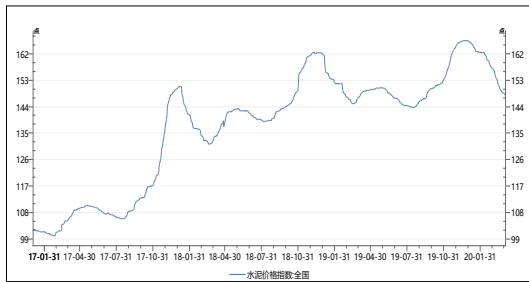


资料来源：Wind

从全年走势来看，全国水泥价格基本延续了2018年整体走势，价格高位运行。2019年以来，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因：一是2019年全年水泥需求量上涨，尤其是进入四季度旺季，又遇到暖冬，受前期雨季和环保影响的区域为完成全年任务，加快工程施工进度，由此带来水泥用量集中爆发，需求明显高于2018年，导致四季度市场供应偏紧，水泥价格出现快速上涨，华南珠三角地区表现最为突出；二是2019年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律，新增夏季错峰，并且冬季停产时间明显加长，产能发挥率不足，长时间停产导致水泥供给减少，在供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。截至2019年底，全国水泥价格指数为166.44点，较2018年底的162.27点上涨4.17点。2020年初，新冠肺炎疫情爆发，截至2020年2月21日，华东和华南主要城市水泥熟料库容比基本已达到80%，库存压力较大。西南地区中川、渝、贵区域同样面临较大库存压力。2020年3月底全国水泥价格指数为148.51点，与年初水平相比下降了17.85点。

¹下列表述中，水泥价格均以PO42.5散装水泥价格为准

图5 近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）

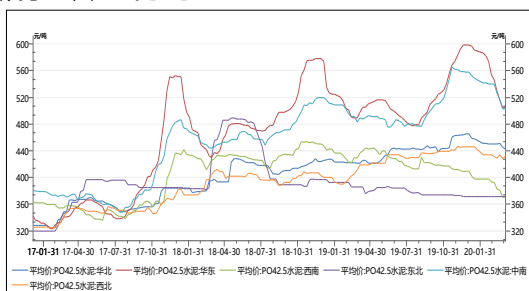


资料来源：Wind

分区域来看，各区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南北依然存在一定差距。

华东和中南地区表现突出，华东地区连续2年保持六大区域中价位最高，2019年均价518元/吨，且比2018年有所增长，涨幅4.89%。价位其次是中南地区，2019年均价503元/吨，价格略低于华东，较2018年同期增长7.01%。华北地区价格涨幅最大，2019年均价437元/吨，较2018年同期上涨7.41%。东北和西南地区价格均低于去年，分别较2018年同期下降9.68%和1.56%。西北地区价格虽然比去年增长6.90%，但整体价格仍较低，2019年，西北地区平均价格为424元/吨。

图6 2017年以来各地区水泥（P.O42.5）散装市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

行业政策

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，2019年主要是细节上的指导和优化，保持了政策的一贯性。

在《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41号）以及《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34号）的要求基础上，2019年以来工信部、国家发改委

以及中国建筑材料联合会等机构进一步完善了水泥行业去产能机制，建立了规范有序的产能减量置换机制，确立了全国总产能“天花板”，并配套实施了分省生产线清单制度和跨省置换听证会制度。

2019年1月，工信部发布了《产业发展与转移指导目录（2018年本）》（水泥篇），明确了北京市、河北省等引导不再承接水泥产业转移的省市，上海市等逐步退出水泥产业的省市以及西藏自治区等优先承接发展的产业，对各区域水泥产业转移有一定规范作用。

2019年4月，国家发改委发布了《产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）》。目录将部分水泥生产技术、装备和产品分为鼓励类、限制类和淘汰类。其中对干法中空窑（生产铝酸盐水泥等特种水泥除外）、水泥机立窑、立波尔窑、湿法窑，直径3米（不含）以下水泥粉磨设备（生产特种水泥除108外），无覆膜塑编水泥包装袋生产线等技术装备明确要求进行淘汰，有利于推动水泥行业高质量发展和优化升级，加快破除无效供给。同月，国家发改委、工信部和能源局联合发布了《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2019〕785号），尽管通知内容主要针对钢铁、煤炭等化解产能过剩重点领域，但在产能置换、加快“僵尸企业”出清、资产债务处置等方面对水泥行业亦存在重要指导意义。

2019年6月，中国建筑材料联合会发布了《2019年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》（以下简称“《实施方案》”），明确提出要将打赢蓝天保卫战与水泥行业的供给侧结构性改革相结合，严格控制新增产能带来的排放总量，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，压减过剩产能等，通过结构调整实现总量减排。《实施方案》在水泥行业大气污染防治总目标，2019年去产能、淘汰落后目标和措施，2019年结构调整目标和措施，2019年技术改造升级目标和措施和2019年综合措施五个方面，提出

了 2019 年水泥行业单位产品能耗和污染物排放全面达标、单位产品能耗达到先进值的水泥企业不低于 80%；2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7000 万吨，进一步提升产能利用率，使全国平均产能利用率达到 70% 以上；2019 年前十家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60% 以上，以及实现水泥产量 32.5 等级水泥产品产量占比降低到 50% 以下等具体目标，并要求以“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术升级改造。《实施方案》对于水泥行业淘汰落后产能，实现产业升级和节能减排相关措施做出了布置，为 2019 年水泥行业发展规划了方向。

2020 年 1 月 3 日，工业和信息化部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》（以下简称“《操作问答》”），对水泥产能置换政策进行细化和完善。《操作问答》对产能减量置换指标提出了更严格的要求，严格限制僵尸产能“死灰复燃”；明确表示已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换（自 2021 年 1 月 1 日起实行）。

总体看，国家频繁出台针对水泥产能过剩的调控政策，反映了国家对水泥行业进行的大力治理，包括设置高准入门槛，严防行业重复性建设，对行业内企业进行整合等，以此引导水泥行业健康发展，同时政策支持优势企业进行行业兼并重组，提高行业竞争力和集中度。

行业关注

（1）全行业去产能缓慢，产能仍过剩，局部区域供给持续增加，去产能成效有待巩固。由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2018 年以来，中国严禁水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解，但全行业产能利用率仍不高。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进度缓慢。

（2）安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

（3）原材料和燃料价格波动影响

水泥产品的主要原材料和燃料为石灰石、煤炭和电力，煤炭和电力对水泥企业利润影响较大，煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比在 60% 以上，占比较高。因此，煤炭、电力价格波动会对水泥行业的成本控制带来压力，对行业整体经济效益的影响显著。

未来发展

预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势，保持在较高水平。产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物，可以减免停产天数，并获取政府补贴。近年来，危废协同处理技术逐步成熟，未来将成为水泥企业重点发展方向之一。

2020 年是“十三五”收官之年，是全面建成小康社会的关键时期。基建方面，国家提前下达地方政府专项债额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，加快补短板项目建设，推动重大项目开工建设，基建投资增速有望出现回升。房地产方面，中央明确不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产调控以“稳”为主，房地产投资增速或将出现回落，但仍将保持较强的韧性。2020 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，大气污染治理不会放松，地方管控措施会更加严格，加上道路运输超载治理趋紧，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望在高位波动，预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量有望提升。

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，陆续委托中国铸造协会开展了《中国铸造业准入制度研究》、《中国制造业节能减排政策研究》、《关于制定铸造产业政策重大问题研究》等课题项目，已经出台和正在酝酿一系列有利于铸造业发展的相关政策，实施《铸造业准入制度》和发展铸造业集群将是保障中国铸造业持续发展的战略举措。

从铁路货车铸钢配件这一细分行业来看，摇枕、侧架和车钩是铁路车辆的三大关键部件也是主要铁路货车铸钢件产品，其质量直接影响到铁路运输的发展和生命财产的安全。

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

2019 年，公司继续巩固和发展水泥产业，公司水泥业务在河南、辽宁市场占有率继续保持优势；铸造板块、焦化板块和旅游板块已初具规模，公司逐步实现多业务协调发展，整体竞争实力增强。

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水泥集团有限公司（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，公司水泥销量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。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 30 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的旅游企业。天瑞旅游下辖的尧山—中原大佛、六羊山、南召真武顶等 7 个景区均地处河南省伏牛山生态游经济区，是河南省政府确定的面向国内外旅游市场重点推介的六大景区之一。其中尧山—中原大佛风景区于 2011 年 3 月顺利通过国家 5A 级验收。

天瑞焦化是一家集焦炭、煤气生产销售、煤焦油、粗苯生产、原煤洗选为一体的焦化加工企业。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。

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

2019 年，随着水泥和贸易板块收入的增长，公司营业收入快速增长；毛利率稳中有升。

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。

收入方面，2019 年，公司主营业务收入为 230.23 亿元，同比增长 25.19%，主要系水泥和贸易板块收入增长所致；煤焦化板块收入略有增长，熟料、旅游餐饮和铸造板块收入同比下降。

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率为 24.69%，同比增长 0.51 个百分点；毛利率同比增长的板块主要有水泥板块、熟料板块、铸造板块和贸易板块，其余板块毛利率出现不同程度下降。

表 3 公司主营业务收入和毛利率（单位：万元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥板块	119.68	75.84	22.44	91.42	49.71	33.5	109.52	47.57	38.30
熟料板块	4.69	2.97	32.73	7.10	3.86	34.37	6.27	2.72	34.73
铸造板块	9.67	6.13	15.67	7.56	4.11	9.92	5.52	2.4	33.31
旅游、餐饮板块	4.96	3.14	71.81	4.99	2.71	71.54	4.50	1.95	68.94
煤焦化板块	17.21	10.91	17.79	20.87	11.35	23.72	21.25	9.23	20.94
贸易板块	--	--	--	49.12	26.71	1.19	79.07	34.34	2.71
其他	1.59	1.01	39.53	2.85	1.55	54.22	4.11	1.79	29.19
合计	157.80	100.00	23.55	183.91	100.00	24.18	230.23	100.00	24.69

注：1. 数据略有差异系四舍五入造成；2. 其他业务收入主要系天瑞财务公司收入及对外销售骨料收入
资料来源：公司提供

2. 水泥及熟料板块

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，2017 年以来，水泥价格持续上涨，公司水泥和熟料板块收入持续提升。

原材料采购

2019 年，公司采购模式无重大变化；随着水泥和熟料产量的增长，除石膏外，公司原材料采购金额均出现不同程度上涨。

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 30.9%。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。2019 年，公司采购金额为 48.31 亿元，同比增长 14.34%，主要系水泥和熟料产量增加带动原材料采购增加所致。

表 4 公司水泥及熟料板块原材料和能源采购情况 (单位: 万吨、亿千瓦时、亿元、元/吨、元/千瓦时、%)

采购项目	2017 年			2018 年			2019 年			2019 年采 购金额同比 增长
	数量	金额	采购 均价	数量	金额	采购 均价	数量	金额	采购 均价	
煤炭	304.66	19.85	651.55	310.53	21.49	692.04	334.62	22.66	677.19	5.44
电力	17.17	8.82	0.51	16.72	8.49	0.51	18.25	9.53	0.52	12.25
石灰石	3057.56	6.00	19.62	2988.91	6.19	20.71	3818.96	8.94	23.41	44.43
硫酸渣	45.59	0.34	74.58	42.43	0.32	75.42	41.18	0.37	89.85	15.63
石膏	161.96	0.98	60.51	174.18	1.02	58.56	180.58	1.01	55.93	-0.98
混合材料	742.58	5.83	78.51	509.65	3.22	63.18	492.72	3.95	80.17	22.67
其他材料	--	1.16	--	--	1.50	--	--	1.84	--	22.67
合计	--	42.99	--	--	42.25	--	--	48.31	--	14.34

注: 数据略有差异系四舍五入造成
资料来源: 公司提供

煤炭采购方面, 2019 年, 公司煤炭采购量为 334.62 万吨, 同比增长 7.76%; 采购均价为 677.19 元/吨, 同比下降 2.15%; 采购金额为 22.66 亿元, 同比增长 5.44%; 煤炭采购金额占公司原材料采购总额的 46.91%。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, 有利于分散煤炭价格波动风险。

电力采购方面, 2019 年, 公司采购电量和采购金额分别为 18.25 亿千瓦时和 9.53 亿元, 分别同比增长 9.15% 和 12.25%, 主要系熟料和水泥产量增加所致。采购均价 0.52 元/kwh, 同比略有提升。

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 5 截至 2019 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

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, 2019 年公司吨熟料煤耗和吨熟料电耗分别为 135.86 千克和 56.74 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, 2019 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。

生产及销售

2019年,公司水泥和熟料产量持续增长;受益于环保和市场行情较好,水泥销售均价进一步提升,带动公司水泥收入和毛利率同比均有所提升;市场占有率方面,公司水泥和熟料销量在河南和东北市场继续保持市场优势。

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。公司全部水泥生产线均采用新型干法进行生产,“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。截至2019年底,公司拥有20条熟料生产线,熟料产能为3385.20万吨/年;水泥磨机59台,水泥产能达到5668万吨/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2278.50万吨/年和951.70万吨/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2019年全国水泥熟料产能前50家企业排名中位列第9名。

生产方面,2019年,熟料产能未发生变化;水泥产能变化很小;熟料产能利用率同比提升10.10个百分点,熟料产量同比增长16.01%,主要系熟料市场行情好,熟料以销定产所致;水泥产能利用率同比提升3.99个百分点,产量同比增长7.83%,主要系市场行情好,水泥需求量大所致。

销售方面,2019年,公司熟料销量同比下降9.46%,产销率下降2.71个百分点,主要系自用增加所致;水泥销量同比增长6.19%,产销率同比下降1.54个百分点;熟料销售价格变化不大,水泥销售均价同比增长12.82%,主要系环保政策等利好因素,水泥销售均价提升所致。2019年,随着水泥销量和销售均价的提升,公司水泥销售收入同比增长19.80%至109.52亿元,毛利率同比增长4.80个百分点至38.30%。

表6 天瑞水泥及熟料产销情况

(单位:万吨/年、万吨、%、元/吨)

产品	项目	2017年	2018年	2019年
熟料	产能	3524.70	3385.20	3385.20
	产量	2212.94	2136.43	2478.41
	产能利用率	62.78	63.11	73.21
	销量	188.59	263.78	238.83
	产销率	8.52	12.35	9.64
	销售均价	247.89	269.11	262.34
	水泥	产能	5663.00	5663.00
产量		3020.91	2923.23	3152.07
产能利用率		53.34	51.62	55.61
销量		3022.13	2940.65	3122.57
产销率		100.04	100.60	99.06
销售均价		269.90	310.87	350.73

资料来源:公司提供

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,2019年中部区域水泥及熟料销售收入88.02亿元,同比增长20.03%,主要系水泥价格上涨所致,河南省市场占有率为22.58%,市场占有率同比增长2.36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。2019年东北区域水泥及熟料销售收入27.76亿元,同比增长10.25%,公司在辽宁省市场占有率为17.12%,同比下降0.59个百分点。

表 7 公司分地区水泥销售及熟料收入情况
(单位: 万元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
中部	68.07	77.21	73.33	74.44	88.02	76.02
东北	20.09	22.79	25.18	25.56	27.76	23.98
合计	88.16	100.00	98.52	100.00	115.78	100.00

资料来源: 公司提供

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。

3. 铸造板块

2019 年, 受国际贸易形势影响, 公司铸造板块产能利用率、销量和收入均出现不同程度下降; 但受益于原材料价格下降及管理效益提升, 铸造板块毛利率明显提升。

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 30 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。2019 年, 天瑞铸造产能利用率同比下降 9.03 个百分点至 45.01%, 销量同比下降 2.57% 至 6.07 万吨, 铸造板块收入同比下降 26.98% 至 5.52 亿元, 主要系受国际贸易形势影响, 订单量低于去年同期所致; 但随着原材料价格下降及管理效益提升, 铸造板块毛利率同比增长 23.39 个百分点至 33.31%。

表 8 公司铸造板块产销情况
(单位: 吨/年、吨、%)

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
铸钢件	产能	10.00	10.00	12.00
	产量	7.66	5.40	5.40
	产能利用率	76.59	54.04	45.01
	销量	7.57	6.23	6.07
	产销率	98.85	115.35	112.37

资料来源: 公司提供

4. 旅游餐饮板块

2019 年, 随着大佛进入维护期, 大佛景区暂停营业, 公司旅游餐饮板块收入和毛利率均

出现下滑。但该板块毛利率仍保持较高水平。

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和旅游项目的开发与经营、温泉洗浴养生、住宿、餐饮服务、旅游商品纪念品制作与销售、园林绿化工程等业务的旅游企业, 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。

2019 年, 随着大佛进入维护期, 大佛景区暂停营业, 公司旅游餐饮板块收入和毛利率均出现下滑。其中, 该板块收入同比下降 9.82% 至 4.50 亿元; 毛利率同比下降 2.60 个百分点至 68.94%, 毛利率虽有所下降, 但仍保持较高水平, 符合旅游行业特征。

5. 煤焦化板块

2019 年, 煤焦化板块收入小幅增长, 毛利率小幅下滑, 该板块经营相对稳定。

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。2019

年，公司煤焦化板块收入为 21.25 亿元，同比增长 1.82%，主要系焦炭以及附属生产产品价格的上涨，收入优于往期所致；煤焦化板块毛利率为 20.94%，同比下降 2.78 个百分点，主要系原煤单价上涨所致。

6. 其他

2019 年，公司贸易板块收入大幅增长，其他业务收入对公司收入形成一定补充。

贸易板块主要为水泥贸易收入，2019 年为 79.07 亿元，同比增长 60.97%，主要系河南省内水泥供应不足，公司加大从周边区域采购并进行销售增加；贸易板块毛利率为 2.71%，同比提升 1.52 个百分点，主要系采购规模增加，议价能力增强，导致采购成本降低所致。

公司其他业务收入主要系天瑞财务公司收入及采购外部骨料并对外销售收入，2019 年，公司其他业务收入为 4.11 亿元，毛利率为 29.19%。

7. 在建项目

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。

截至 2019 年底，公司在建项目已完成投资 52.05 亿元。公司在建工程项目以旅游景区配套建设为主，截至 2019 年底已投资 30.24 亿元，后续具体投资项目及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。

8. 经营效率

公司经营效率一般。

2019 年，公司销售债权周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 9.69 次、10.91 次和 0.33 次，分别同比减少 7.03 次、增加 1.75 次和增加 0.06 次。

九、财务分析

公司提供了 2019 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，出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 72 户，较 2018 年新增子公司 7 家。公司新增加子公司规模较小，合并范围变化一般，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 711.16 亿元，所有者权益合计 358.07 亿元（含少数股东权益 81.18 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 232.97 亿元，利润总额 29.50 亿元。

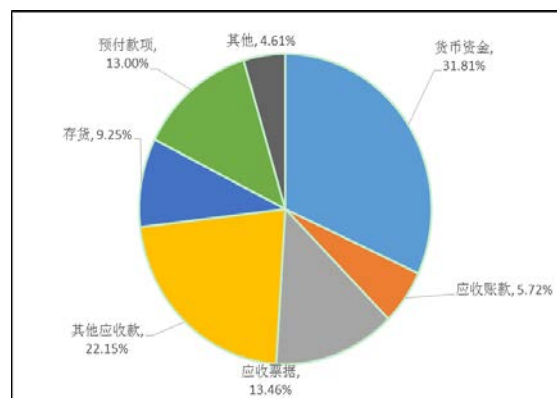
1. 资产质量

2019 年，公司资产规模和结构变化不大；货币资金中受限比例较高，应收类科目规模较大，占用较多营运资金且计提减值损失较少；非流动资产中，无形资产规模大且占比高，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。

流动资产

截至 2019 年底，公司资产总额为 711.16 亿元，较上年底增长 0.27%。其中，流动资产占 26.01%，非流动资产占 73.99%，资产结构较上年底变化不大，仍以非流动资产为主，符合水泥行业特点。

图 7 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告绘制

截至 2019 年底，公司流动资产为 185.00 亿元，较上年底增长 6.40%，主要系应收票据和拆出资金增加所致。公司流动资产构成见图 7。

截至 2019 年底，公司货币资金为 58.86 亿元，较上年底下降 17.57%，主要系银行存款下降所致。公司货币资金主要由银行存款（占 18.42%）和其他货币资金（占 81.52%）构成；货币资金受限金额 27.59 亿元，主要系银行承兑汇票保证金、保函保证金和定期存款，受限比例为 46.88%，受限比例较高。

截至 2019 年底，公司应收票据为 24.91 亿元，较上年底增长 1213.60%，主要系水泥客户使用商业承兑汇票结算货款大幅度增加所致。

截至 2019 年底，公司应收账款为 10.58 亿元，较上年底下降 1.07%；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建设给予信用销售政策，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；全部采用余额百分比分析法计提坏账准备，共计提坏账准备 0.05 亿元，计提比例为 0.50%；从账龄上看，1 年以内的占 64.06%，1~2 年的占 13.09%，2~3 年的占 10.55%，3 年以上的占 12.30%。公司前五名欠款方合计应收金额 3.99 亿元，占比为 37.50%，集中度较高。

公司预付款项主要由采购预付款和工程建设预付款构成。截至 2019 年底，公司预付款项为 24.06 亿元，较上年底下降 17.62%，主要系收到预付工程结算款发票，转在建工程所致。从账龄看，1 年以内占 56.58%，1~2 年占 15.87%，2~3 年占 13.95%，3 年以上占 13.60%。预付款项前五名预付金额合计 12.87 亿元，占比为 53.51%，集中度较高。

截至 2019 年底，公司其他应收款为 40.97 亿元，较上年底下降 6.16%；全部采取余额百分比法计提坏账准备，共计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例为 0.50%；从账龄看，1 年以

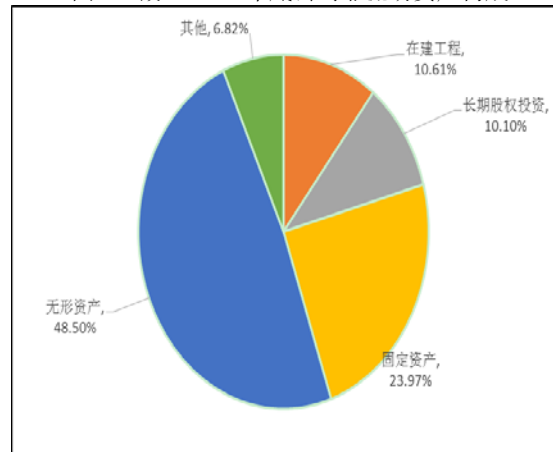
内的占 32.43%，1~2 年的占 37.29%，2~3 年的占 24.39%，3 年以上的占 5.90%；其他应收款前五名应收金额合计 36.81 亿元（主要为非关联方往来款），占比为 89.39%，集中度很高。

截至 2019 年底，公司存货为 17.11 亿元，较上年底增长 14.41%，主要系季节（冬季）原因，增加水泥原材料所致。公司存货主要由原材料（占 48.79%）和库存商品（占 45.53%）构成；共计提坏账准备 12.97 万元，计提比例为 0.01%。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 526.16 亿元，较上年底下降 1.72%。公司非流动资产构成见图 8。

图 8 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告绘制

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 53.14 亿元，较上年底下降 25.28%，主要系对外减少投资所致；长期股权投资确认的投资收益为 7.52 亿元。

表 9 截至 2019 年底公司长期股权投资金额较大企业
(单位：亿元、%)

企业名称	账面价值	持股比例
中原大福国际机场有限公司	8.44	50.00
青海万象集团有限公司	7.15	39.00
平顶山市瑞平煤电有限公司	4.31	40.00
中国山水水泥集团有限公司	26.00	21.85
洛阳农村商业银行股份有限公司	2.59	8.57
新安中联万基水泥有限公司	4.66	49.00

合计	53.14	--
----	-------	----

注：合计数尾差系四舍五入造成

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司固定资产为 126.14 亿元，较上年底下降 6.39%。公司固定资产主要由土地房屋建筑物（占 67.03%）和机器设备（占 24.64%）构成；累计计提折旧 91.27 亿元；共计提减值准备 6.24 万元。

公司在建工程主要为旅游景区基础及配套基础设施建设工程和铸造工程。截至 2019 年底，公司在建工程为 55.81 亿元，较上年底增长 40.69%，主要系新增车轮生产线工程（新增投资金额 3.73 亿元）、四厂技术改造工程（新增投资金额 1.22 亿元）以及对存续在建项目（大佛景区基础及配套设施、其他旅游工程、萧县生产线工程和荥阳生产线技改工程）持续投入所致。

截至 2019 年底，公司无形资产为 255.21 亿元，较上年底下降 0.08%；无形资产主要由土地（占 39.37%）、土地租赁合同（占 34.10%）、采矿权（占 3.87%）和景区经营权（占 20.55%）构成。累计摊销 22.34 亿元；未提减值准备。公司无形资产规模大占比高，其价值有待进一步确认。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 150.09 亿元，占总资产的 21.10%。

表 10 截至 2019 年底公司受限资产情况
(单位：亿元、%)

受限资产	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	27.59	3.88	信用证保证金、银行承兑汇票保证金、保函保证金
土地和房产	10.83	1.52	融资借款抵押
机器设备	20.90	2.94	融资借款抵押
电器设备		0.00	融资借款抵押
采矿权	4.62	0.65	融资借款抵押
旅游公司股权	31.48	4.43	融资借款抵押
水泥公司股权	37.80	5.32	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	0.50	0.07	股权质押给鲁山联社
旅游土地房产抵押	9.48	1.33	银行借款
铸造房产抵押	2.10	0.30	农行项目贷款
焦化公司土地房产抵押	4.80	0.67	农行项目贷款
合计	150.09	21.10	--

注：合计数尾差系四舍五入造成

资料来源：公司提供

2. 负债及所有者权益

所有者权益

公司权益中无形资产评估价值而形成的资本公积金占比大，权益质量一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计为 358.07 亿元，较上年底增长 0.56%。其中，归属于母公司所有者权益占 77.33%，少数股东权益占 22.67%。母公司所有者权益主要由实收资本（占 7.22%）、资本公积金（占 67.00%）和未分配利润（占 26.35%）构成。

截至 2019 年底，公司资本公积金为 185.53 亿元，较上年底下降 13.62%，主要系其他资本公积下降所致。其中，资本溢价为 115.55 亿元，较上年底无变化；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，截至 2019 年底为 69.98 亿元，较上年底下降 29.47%，主要系对外投资减少所致。

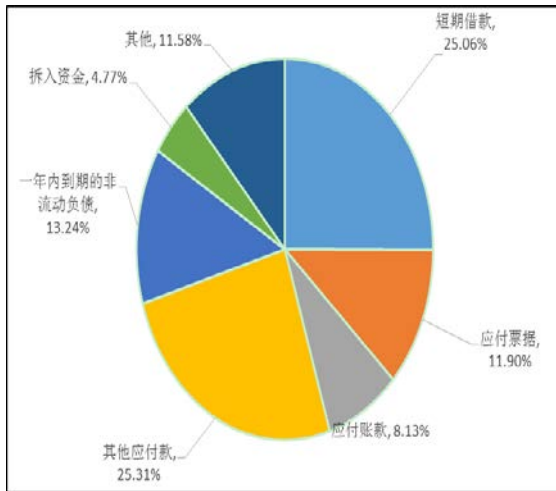
负债

2019 年，公司负债规模和负债结构变化不大；有息债务有所增长，短期债务占比较高，面临一定的债务偿还压力。

截至 2019 年底，公司负债合计为 353.09 亿元，较上年底下降 0.01%。其中，流动负债占 56.35%，非流动负债占 43.65%，负债结构较上年底变化不大。

截至 2019 年底，公司流动负债为 198.96 亿元，较上年底增长 8.71%，主要系拆入资金和应付票据增加所致。公司流动负债构成见图 9。

图9 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告绘制

截至2019年底，公司短期借款为49.86亿元，较上年底下降16.27%，主要系资金量较充裕，偿还部分到期短期借款，同时减少借款规模所致。公司短期借款主要由质押借款（占26.60%）、抵押借款（占19.41%）和保证借款（占52.23%）构成。

截至2019年底，公司应付票据为23.68亿元，较上年底增长70.56%，主要系银行承兑汇票增加所致；应付票据主要由银行承兑汇票（占97.89%）构成。

公司应付账款主要为应付工程款及应付货款。截至2019年底，公司应付账款为16.18亿元，较上年底下降19.18%，主要系结算款项所致。从账龄看，公司应付账款1年以内占73.43%、1~2年占8.58%、2~3年占2.24%、3年以上的占15.75%。

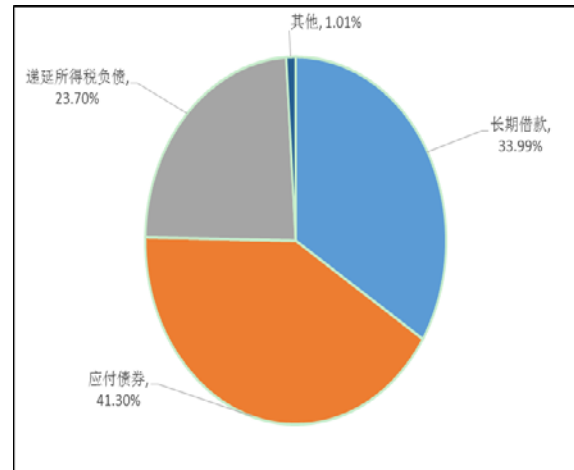
公司其他应付款主要为往来款。截至2019年底，公司其他应付款为50.36亿元，较上年底下降3.85%；从账龄看，公司其他应付款1年以内占30.58%、1~2年占29.90%、2~3年占20.59%、3年以上占18.93%；其他应付款前五名应付金额合计16.84亿元，占比为33.44%，集中度较高。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债为26.35亿元，较上年底增长52.39%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。其

中，一年内到期的长期借款为25.29亿元（占95.99%），一年内到期的应付债券为1.06亿元（占4.01%）。

截至2019年底，公司非流动负债合计为154.13亿元，较上年底下降9.39%。公司非流动负债构成见图10。

图10 截至2019年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告绘制

截至2019年底，公司长期借款为52.40亿元，较上年底增长26.74%，主要系抵押借款和质押借款增加所致。公司长期借款主要由抵押借款（占38.80%）、保证借款（占30.36%）和质押借款（占30.84%）构成。

截至2019年底，公司应付债券为63.65亿元，较上年底下降10.09%，主要系公司债持有人选择回售债券所致。

截至2019年底，公司长期应付款为0.40亿元，较上年底下降98.02%，主要系提前偿还建信投资款10.95亿元，剩余投资款9.05亿元转为少数股东权益所致。

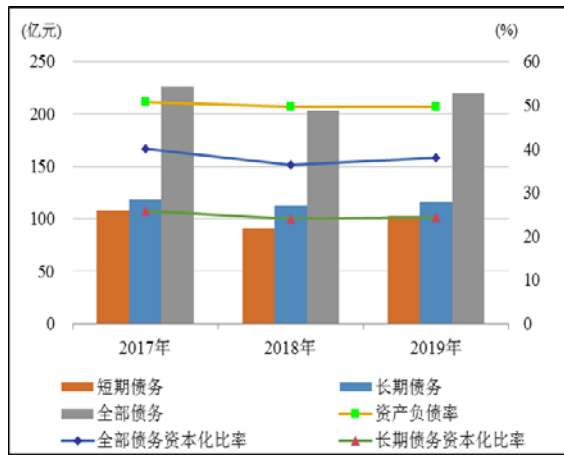
截至2019年底，公司递延所得税负债为36.53亿元，较上年底下降1.05%。

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务为215.94亿元，较上年底增长6.45%。其中，短期债务占46.26%，长期债务占53.74%，短期债务占比较上年底增加1.54个百分点。

债务指标方面，截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务

资本化比率分别为 49.65%、37.62% 和 24.48%，分别较上年下降 0.14 个百分点、增长 1.33 个百分点和增长 0.53 个百分点。

图 11 公司债务指标走势



资料来源：根据公司财务报告计算绘制

3. 盈利能力

2019 年，公司经营情况延续向好趋势，营业收入和利润总额均同比增长，盈利水平小幅提升。

2019 年，公司营业收入为 232.97 亿元，同比增长 24.71%，主要系水泥和煤焦化板块收入增加所致；营业成本为 174.93 亿元，同比增长 24.81%；营业利润率为 23.90%，同比增加 0.17 个百分点。公司主业盈利水平较高。

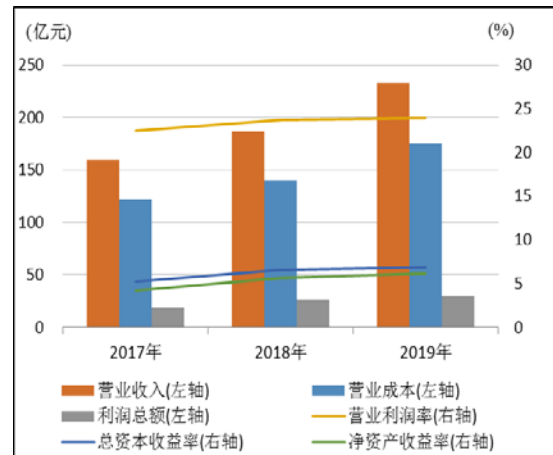
2019 年，公司期间费用为 37.21 亿元，同比增长 27.08%，主要系销售费用、管理费用、研发费用和财务费用均发生不同程度增长所致。其中，销售费用为 5.12 亿元，同比增长 10.64%，主要系水泥销量增加相应销售费用增加所致；管理费用为 8.77 亿元，同比增长 6.84%；财务费用为 18.69 亿元，同比增长 14.42%，主要系有息债务增加以及资本化利息减少所致；期间费用占营业收入比重为 15.99%。

2019 年，公司非经常损益为 11.74 亿元。其中，投资收益为 7.53 亿元，其他收益为 4.04 亿元（主要为增值税返还）；非经常损益占利润总额比重为 39.80%，对利润总额影响较大。

2019 年，公司利润总额为 29.50 亿元，同

比增长 14.53%，主要系政府加大力度推进水泥行业错峰生产，水泥价格上涨，利润上升所致。

图 12 公司盈利指标走势



资料来源：根据公司财务报告计算绘制

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.88% 和 6.15%，分别同比提升 0.30 个百分点和 0.47 个百分点，公司盈利水平有所提升。

4. 现金流及保障

2019 年，公司关联往来活动比较频繁，收到的其他与经营活动有关的现金和支付的其他与经营活动有关的现金规模很大，公司经营净现金流入规模有所下降，但仍呈净流入状态；考虑到公司待偿还到期债务规模较大、在建工程尚需一定的投资等因素，公司存在一定的外部融资需求。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流呈净流入状态，为 36.18 亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金均同比增加；公司收到的其他与经营活动有关的现金和支付的其他与经营活动有关的现金均保持很大规模，关联往来活动比较频繁；现金收入比为 88.38%，同比提升 9.09 个百分点。整体看，公司经营获现质量较好。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入规模较小，为 1.90 亿元；投资活动

现金流出为 40.26 亿元,同比增加 19.15 亿元,主要系本年 3 个月以上到期的承兑汇票保证金增加、新增项目投资以及收购活动所致;投资活动现金流量净额为-38.36 亿元,净流出规模较大。

2019 年,公司筹资活动前现金流量净额为-2.18 亿元,经营活动现金流无法覆盖资本支出。公司筹资活动现金流量净额为-14.18 亿元,呈净流出状态

表 11 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入小计	470.58	477.27	549.62
经营活动现金流出小计	440.26	430.58	513.45
销售商品、提供劳务收到的现金	139.50	148.13	205.89
购买商品、接受劳务支付的现金	85.72	77.50	121.73
收到其他与经营活动有关现金	327.63	325.28	329.04
支付其他与经营活动有关现金	335.34	330.02	359.58
经营活动现金流量净额	30.33	46.68	36.18
投资活动现金流入小计	6.32	4.83	1.90
投资活动现金流出小计	4.62	21.11	40.26
投资活动现金流量净额	1.71	-16.28	-38.36
筹资活动现金流入小计	144.43	128.84	132.51
筹资活动现金流出小计	178.53	154.09	146.99
筹资活动现金流量净额	-34.10	-25.25	-14.48
筹资活动前现金流量净额	32.03	30.40	-2.18
现金收入比	87.61	79.29	88.38

资料来源:公司财务报告

5. 偿债能力

跟踪期内,公司短期偿债能力指标表现一般,长期偿债能力较强。同时考虑存续债券由公司实际控制人个人财产担保以及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》,提升了公司存续债券的偿还安全性,同时公司银行授信比较充足,公司整理偿债能力较强。

从短期偿债能力指标看,截至 2019 年底,公司流动比率、速动比率和经营现金流流动负债比均同比有所下降,现金流资产/短期债务同比无变化。整体看,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看,2019 年,公司 EBITDA 和全部债务/EBITDA 均有所增长,EBITDA 利息倍数不变。整体看,公司长期偿债能力较强。

表 12 公司偿债能力指标(单位:%、倍、亿元)

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标	流动比率	78.92	95.00	92.98
	速动比率	70.82	86.83	84.38
	经营现金流流动负债比	15.71	25.51	18.18
	现金类资产/短期债务	0.52	0.81	0.81
长期偿债能力指标	EBITDA	52.27	60.70	62.79
	全部债务/EBITDA	4.33	3.34	3.49
	EBITDA 利息倍数	3.29	3.48	3.48

资料来源:公司财务报告

截至 2019 年底,公司银行授信总额 269.14 亿元,尚未使用 101.38 亿元。公司融资渠道比较畅通。

截至 2019 年底,公司对外担保总额为 7.64 亿元,对外担保比率为 2.13%,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2020年5月11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,另外两笔主要系银行系统升级问题,造成贷款利息未及时划扣,银行已出具非客户恶意欠息证明。公司过往履约情况良好。

7. 母公司财务分析

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。

截至2019年底，公司本部资产总额449.36亿元，其中流动资产占45.20%，非流动资产占54.80%；流动资产构成以其113.21亿元)为主；非流动资产构成以长期股权投资(204.16亿元)、无形资产(33.43亿元)为主。

截至2019年底，公司本部负债总额为334.57亿元。其中，流动负债占88.18%，非流动负债占11.82%；流动负债构成以其他应付款(101.46亿元)和其他流动负债(178.97亿元)为主，非流动负债主要是应付债券(33.55亿元)；资产负债率为74.45%，同比上升5.29个百分点。

截至2019年底，公司本部所有者权益为114.79亿元，其中实收资本20.00亿元，资本公积91.23亿元。

2019年，公司本部实现营业收入1.14亿元，利润总额为-5.52亿元，主要系财务费用规模较大所致；经营活动净现金流23.51亿元，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。

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很强。

十、存续期内债券偿债能力

经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对存续期内债券的保障程度较好。公司 2021 年到期规模较大，债券集中偿还压力较大。

目前，公司存续期内债券共 7 期，经联合资信评定的债券分别为“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，经联合资信评级的公司债券的剩余额度为 35.02 亿元。

表 13 公司存续期内债券情况 (单位: 亿元)

名称	发行规模	债券余额	到期日
联合资信评级债券			
14 天瑞集团债 02 /14 天瑞 02	10.00	10.00	2024/06/25
14 天瑞集团债 03 /14 天瑞 03	15.00	5.43	2021/10/16
15 天瑞集团债 01 /15 天瑞 01	15.00	12.03	2021/01/15
15 天瑞集团债 02 /15 天瑞 02	10.00	7.56	2021/02/06
非联合资信评级债券			
13 天瑞水泥债	20.00	20.00	2021/02/04
15 天瑞债/PR 天瑞债	10.00	1.06	2020/09/25
合计	80.00	56.08	--

资料来源：公司提供

联合资信评级债券偿还能力测算

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 25.02 亿元；公司 2024 年到期债券为“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”，额度 10.00 亿元。以最高偿还债券额度 25.02 亿元为测算基准。

2019 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和经营活动现金流量净额对分别为 2021 年待偿还债券余额的 2.51 倍、21.97 倍和 1.45 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，经营活动现金流入为 2021 年待偿还债券余额 8.82 倍。

公司所有债券偿还能力测算

公司一年内到期的债券 40.65 亿元，截至 2019 年底公司现金类资产为一年内到期债券的 2.06 倍；公司 2021 年到期债券共计 45.02 亿元，为公司偿债高峰期，2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 2021 年待偿还债券余额的 12.21 倍、0.80 倍和 1.39 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，经营活动现金流入为 2021 年待偿还债券余额 4.90 倍。

十一、增信分析

承诺对存续期债券偿付的安全性提供了一定保障。

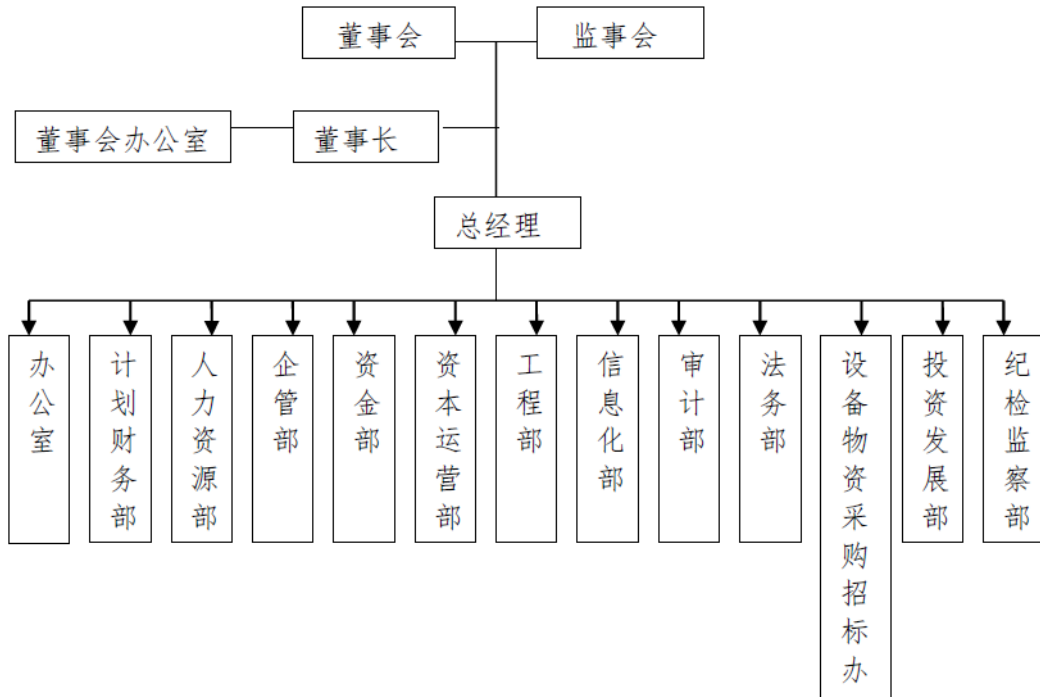
公司实际控制人李留法（持有公司 70% 股份）、股东李凤变（持有公司 30% 股份，与李留法系夫妻关系）及李玄煜（李留法之子）承诺：同意以个人全部财产为公司存续期内债券的到期兑付（包括本金、利息及其他应承担的费用）承担连带责任保证。

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。

十二、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 截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2019 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	旅游资源和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	69888.21	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	59405.2471 (万美元)	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	25213.62	水泥水泥熟料的生产与销售;石灰石的开采、加工、运输、销售	48.27
24	天瑞集团光山水泥有限公司	46830.57	水泥、熟料、商品混凝土及其他水泥制品的生产与销售	40.43
25	天瑞集团郑州水泥有限公司	75638.13	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、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	47971.49	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公司	33486.82	水泥及相关制品的制造与销售、水泥包装物	48.46
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、代理业务等。	100.00
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
66	天安（贵州省）互联网金融资产交易中心股份有限公司	44444.43	互联网金融产品的信息服务；金融资产交易服务及其他相关服务；金融产品（含理财产品）的咨询、开发、设计、设立、发行、管理、转让、登记、结算、中介及交易服务；	70.00

			投资管理、资产管理、投融资咨询、金融和经济咨询服务;金融类应用软件开发;电子商务	
67	上海焯翰企业发展有限公司	500.00	企业管理咨询,从事环保设备、计算机科技专业领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务,商务咨询,会展会务服务。	70.00
68	中原龙龟山金宅建设有限公司	5000.00	房屋工程建筑施工;市政工程建筑施工;其他工程建筑施工。	90.00
69	中原尧山金宅文化发展有限公司	5000.00	设计、制作、发布广告;园林、园艺景观设计。商品住房销售。	90.00
70	天瑞集团园林绿化工程有限公司	5000.00	园林绿化工程设计、施工;林木、花卉种植(不含育种);花卉销售;林业服务	73.07
71	鲁山县凤凰台索道有限公司	500.00	索道客运服务	43.84
72	鲁山福泉文化旅游建设有限公司	5000.00	旅游资源开发;建筑工程施工运营及管理;会议及展览服务;大型活动组织服务;企业形象策划服务;广告的设计、制作、代理、发布;文艺创作与表演;游览景区管理服务。(涉及许可经营项目,应取得相关部门许可后方可经营)	73.07

资料来源:公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并范围)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	55.79	73.30	83.76
资产总额(亿元)	688.05	709.22	711.16
所有者权益(亿元)	338.88	356.09	358.07
短期债务(亿元)	107.74	90.72	99.89
长期债务(亿元)	118.34	112.14	116.05
全部债务(亿元)	226.08	202.86	215.94
营业收入(亿元)	159.23	186.81	232.97
利润总额(亿元)	18.32	25.76	29.50
EBITDA(亿元)	52.27	60.70	62.79
经营性净现金流(亿元)	30.33	46.68	36.18
财务指标			
销售债权周转次数(次)	14.18	16.72	9.69
存货周转次数(次)	8.47	9.16	10.91
总资产周转次数(次)	0.23	0.27	0.33
现金收入比(%)	87.61	79.29	88.38
营业利润率(%)	22.44	23.73	23.90
总资本收益率(%)	5.26	6.58	6.88
净资产收益率(%)	4.15	5.68	6.15
长期债务资本化比率(%)	25.88	23.95	24.48
全部债务资本化比率(%)	40.02	36.29	37.62
资产负债率(%)	50.75	49.79	49.65
流动比率(%)	78.92	95.00	92.98
速动比率(%)	70.82	86.83	84.38
经营现金流流动负债比(%)	15.71	25.51	18.18
EBITDA 利息倍数(倍)	3.29	3.48	3.48
全部债务/EBITDA(倍)	4.33	3.34	3.44

附件 2-2 主要财务数据及指标 (母公司/公司本部)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.69	1.34	6.54
资产总额(亿元)	358.33	390.29	449.36
所有者权益(亿元)	122.67	120.35	114.79
短期债务(亿元)	5.31	4.51	14.00
长期债务(亿元)	49.77	49.83	34.95
全部债务(亿元)	55.08	54.34	48.95
营业收入(亿元)	0.49	1.95	1.14
利润总额(亿元)	-0.65	-3.03	-5.52
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	8.60	5.12	23.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	44.40	238.30	14.71
存货周转次数(次)	8485.47	--	131.24
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.00
现金收入比(%)	4.44	0.19	49.14
营业利润率(%)	6.15	99.17	38.18
总资本收益率(%)	--	--	--
净资产收益率(%)	-0.50	-1.93	-4.84
长期债务资本化比率(%)	28.86	29.28	23.34
全部债务资本化比率(%)	30.99	31.11	29.89
资产负债率(%)	65.77	69.16	74.45
流动比率(%)	81.55	83.18	68.85
速动比率(%)	81.55	83.18	68.84
经营现金流流动负债比(%)	4.74	2.38	7.97
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

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