

信用评级公告

联合〔2022〕4494号

联合资信评估股份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”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十二日

天瑞集团股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

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

跟踪评级债项概况：

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 亿元	10.00 亿元	2024/06/25

注：本债券于2022年6月27日行权；上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水泥企业信用评级方法	V3.1.202205
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

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	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
公司无形资产规模大，因无形资产评估增值产生的其他资本公积规模较大。				-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

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，公司营业收入有所增长；公司保持其在河南、辽宁市场的优势地位。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到煤炭价格上涨，公司成本控制难度加大；公司应收类科目规模较大，应收类科目占用较多营运资金且存在一定回收风险；公司短期债务占比高或面临一定短期支付压力及公司无形资产规模大等因素对公司基本面带来的不利影响。

公司实际控制人李留法及公司第二大股东李留法夫人李凤婵及李玄煜（李留法之子）为存续期内公司债券的到期兑付提供连带责任保证的承诺，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。

公司水泥业务在河南省和辽宁省市场占有率高，市场竞争力较强；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。

综合评估，联合资信确定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”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司水泥业务在河南、辽宁市场占有率继续保持优势。2021 年，河南省市场占有率为 23.11%；公司在辽宁省市场占有率为 20.27%。

2. 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产为公司存续期内债券的到期兑付承担连带责任保证。《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

分析师：蒋智超 赵兮

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

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. **煤炭价格上涨，公司成本控制难度加大，公司盈利能力有所下降。**2021年，煤炭等大宗商品价格上涨导致公司原材料成本增加，成本控制难度上升。

2. **无形资产规模大。**截至2021年底，公司无形资产223.07亿元，由旅游景区土地及其租赁合同和经营权形成。由无形资产评估增值而产生的其他资本公积为70.18亿元。

3. **公司应收类科目规模较大，占用较多营运资金且存在一定的回收风险。**公司其他应收款主要为关联方往来款。截至2021年底，公司应收类科目合计为63.01亿元；公司其他应收款（合计）余额39.83亿元，累计计提减值准备15.71亿元，账面价值24.12亿元。

主要财务数据:

合并口径			
项目	2019年	2020年	2021年
现金类资产(亿元)	83.76	76.54	88.48
资产总额(亿元)	711.16	706.92	730.52
所有者权益(亿元)	358.07	384.11	422.99
短期债务(亿元)	109.45	123.49	140.07
长期债务(亿元)	116.05	83.09	53.13
全部债务(亿元)	225.50	206.58	193.20
营业收入(亿元)	232.97	242.16	272.64
利润总额(亿元)	29.50	28.57	22.18
EBITDA(亿元)	62.79	62.56	53.85
经营性净现金流(亿元)	36.18	43.33	36.41
营业利润率(%)	23.90	22.34	15.94
净资产收益率(%)	6.15	7.11	4.75
资产负债率(%)	49.65	45.66	42.10
全部债务资本化比率(%)	38.64	34.97	31.35
流动比率(%)	92.98	84.46	84.87
经营现金流动负债比(%)	18.18	21.37	16.72
现金短期债务比(倍)	0.77	0.62	0.63
EBITDA利息倍数(倍)	3.48	3.45	3.96
全部债务/EBITDA(倍)	3.59	3.30	3.59
公司本部(母公司)			
项目	2019年	2020年	2021年
资产总额(亿元)	449.36	383.73	293.03
所有者权益(亿元)	114.79	113.74	151.70
全部债务(亿元)	48.95	44.77	16.34
营业收入(亿元)	1.14	6.07	7.31
利润总额(亿元)	-5.52	-3.33	0.39
资产负债率(%)	74.45	70.36	48.23
全部债务资本化比率(%)	29.89	28.24	9.72
流动比率(%)	68.85	52.22	95.05
经营现金流动负债比(%)	7.97	4.87	8.86
现金短债比(倍)	0.47	0.04	0.32

注: 1. 集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 3. 长期应付款有息部分已计入公司长期债务、吸收存款及同业存放和拆入资金计入短期债务
数据来源: 公司财务报告、联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
14 天瑞集团 债 02 /14 天瑞 02	AA ⁺	AA	稳定	2021/06/23	王安 娜、王 彦	联合资信评估有限 公司水泥企业信用 评级方法 V3.0.201907 水泥企业主体信用评 级模型(打分表) V3.0.201907	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受天瑞集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

天瑞集团股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天瑞集团股份有限公司（以下简称“公司”或“天瑞集团”）及其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

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，后经多次变更及增资，截至 2021 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%，自然人股东李凤奕（李留法夫人）持股 30%。李留法为公司实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务无变化。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 730.52 亿元，所有者权益 422.99 亿元（含少数股东权益 75.72 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 272.64 亿元，利润总额 22.18 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	兑付日	期限
14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02	10.00	10.00	2024/06/25	10 年

注：本债券于 2022 年 6 月 27 日行权

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注: 1.GDP 数据为当季值, 其他数据均为累计同比增速; 2.GDP 总额按现价计算, 同比增速按不变价计算; 3.出口增速、进口增速均以美元计价统计; 4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值; 5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速; 6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端, 消费市场受到疫情冲击较大, 固定资产投资增速处于相对高位, 出口仍保持较高景气度。消费方面, 2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元, 同比增长 3.27%, 不及上年同期两年平均增速水平 (4.14%), 主要是 3 月疫情对消费, 特别是餐饮等聚集型服务消费, 造成了较大冲击。投资方面, 2022 年一季度全国固定资产投资 (不含农户) 10.49 万亿元, 同比增长 9.30%, 处于相对高位。其中, 房地产开发投资继续探底; 基建投资明显发力, 体现了“稳增长”政策拉动投资的作用; 制造业投资仍处高位, 但 3 月边际回落。外贸方面, 出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元, 同比增长 13.00%。其中, 出口 8209.20 亿美元, 同比增长 15.80%; 进口 6579.80 亿美元, 同比增长 9.60%; 贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳, PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%, 猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%, 各月同比增速回落幅度有所收敛; PPI 环比由降转升, 上行动力增强, 输入型通胀压力抬升。地

缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动, 带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张, 财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元, 比上年同期多增 1.77 万亿元; 3 月末社融规模存量同比增长 10.60%, 增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看, 财政前置带动政府债券净融资大幅增长, 是支撑社融扩张的主要动力, 一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳, 民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度, 全国一般公共预算收入 6.20 万亿元, 同比增长 8.60%, 财政收入运行总体平稳。其中, 全国税收收入 5.25 万亿元, 同比增长 7.70%, 主要是受工业企业利润增长带动, 但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面, 2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元, 同比增长 8.30%, 为全年预算的 23.80%, 进度比上年同期加快 0.30 个百分点。

民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 行业概况

2021 年，水泥产量同比小幅下降，下游需求疲软；水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2021 年以来，水泥价格波动增长至历史高位后大幅下滑至高位震荡。

2021 年，GDP 同比增长 4.7%，固定资产投资（不含农户）完成额增速 4.9%。其中，全国房地产开发投资增速 4.4%，但增速持续下降，较 2020 年下降 2.6 个百分点；基建投资增速 0.4%，同比下降 3 个百分点。对水泥需求支撑不足，水泥下游需求整体疲软。

水泥供给方面，据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至 2021 年底，全国新型干法水泥生产线累计共有 1622 条，实际熟料年产能超过 18.1 亿吨。2021 年全国新增 21 条水泥熟料线投产，新投熟料产能约在 3199 万吨左右，较去年同期有所下降，主要分布在安徽、广东、贵州、云南、广西、陕西等地，新增产能主要为置换产能，产能净增加有限，但部分产线涉及异地置换，对当地原有竞争格局将会产生一定影响。整体看，水泥行业去产能进度缓慢，地区之间发展仍不均衡，云南、广西、广东以及福建等华南、西南及周边地区省份净增产能较多，东北和西北等省份处于产能净减状态。

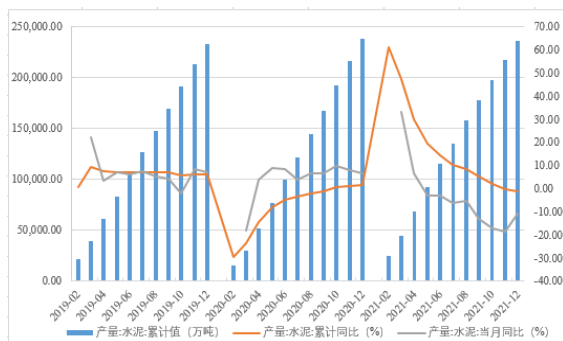
限产政策方面，2021 年为完成能耗双控目标，各地区加强高耗能产业生产管理，进入 9 月后，部分省份城市通过限制高耗能企业用电总量、提高电价、限制用电时段等方式促进能耗减排。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上造成一定压力。

2021 年，全国水泥产量 23.63 亿吨，同比减少 1.2%。其中，一季度全国各区域需求同比大幅增长，产能利用率同比上升；进入二季度后北方地区由于“能耗双控”政策停窑时间较长、降雨天气导致淡季提前以及华南和西南云贵一带受限电影响，水泥产量开始持续回落。2022 年 1—2 月，水泥产量 19933 万吨，同比下降 17.8%，

一方面系地产新开工延续下降趋势且降幅进一步扩大，同比下降 12.2%；另一方面虽然建设投资增速同比增长 8.1%，但结构出现分化，对水泥需求驱动有限，同时多数企业仍在冬季错峰停窑，致使水泥产量出现较大幅度下降。

2020 年以来，水泥价格呈先降后升态势：一季度受新冠疫情影响水泥价格由 2019 年末高位下行，4 月后小幅回升后，5—8 月受梅雨天气影响再次下滑；9 月后随着需求的强势复苏，水泥价格持续回升。2021 年一季度，水泥行业进入淡季，多地水泥产销双弱，水泥价格同比有所下降，3 月开始回升；5 月后进入淡季，水泥价格进入了较长的下行区间；8 月后，需求上涨但供给受能耗双控等政策影响而持续下降，致使水泥供需趋紧，叠加煤炭价格大幅上涨影响，水泥价格持续上涨至历史新高；10 月底，受需求下降及煤炭价格大幅下调影响，水泥价格持续下降后高位震荡。

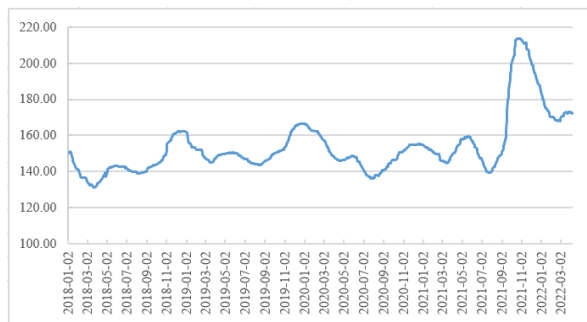
图 1 2019 年以来中国水泥行业产量及变化情况



资料来源：Wind

行业效益方面，2021 年水泥行业全年实现水泥销售收入 10754 亿元，同比增长 7.3%；利润总额 1694 亿元，同比下降 10.0%。

图 2 2018 年以来全国水泥价格指数走势图（单位：点）



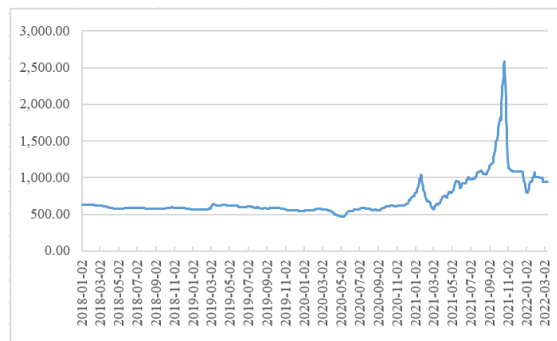
资料来源：Wind

2. 上游原燃料情况

煤炭价格波动对水泥行业的成本控制带来压力，2021 年煤价同比涨幅较大，对水泥企业盈利产生一定负面影响。

煤炭价格方面，2021 年初，煤炭价格延续 2020 年底持续走高态势，进入 2 月，春节效应导致需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势。2021 年 4 月以来，伴随着迎峰度夏及下游工业需求增速提升，煤炭下游需求增速持续大于原煤产量增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升至历史高位。随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始波动回落，但截至 2022 年 2 月底，煤炭价格同比增幅仍较大，处于相对高位。2021 年，水泥行业利润总额同比下降 10.0%，主要系煤炭价格大幅上升，对水泥企业的成本控制带来负面影响。

图 3 2018 年以来煤炭价格走势（单位：元/吨）



注：上图煤炭价格为动力煤（Q5500,山西产）:秦皇岛市场价

资料来源：Wind

矿石方面，随着中国加大矿山环保治理力度，石灰石价格整体走高，但由于大型水泥企业普遍具备石灰石资源的较高自给率，石灰石价格波动对水泥企业成本影响基本可控。

3. 行业发展

2021 年房地产板块受政策调控过紧冲击，行业基本面数据处于下降期，房企新开工面积和成交土地规模均呈不同程度下滑，预计 2022 年房地产投资增速或将持续下降，受此影响，水泥需求或将有所下降。

2021年12月召开的全国发展和改革工作会议表示,扎实推进“十四五”规划102项重大工程项目建设,适度超前开展基础设施投资,2022年基建投资增速有望出现回升,基建对水泥需求的拉动或将进一步释放。

但仍应关注到,2021年房地产板块受政策调控过紧冲击,行业基本面数据处于下降期,2021年,全年新开工面积19.89亿平方米,同比下降11.4%;全国房屋施工面积达97.54亿平方米,同比增长5.2%;全国房屋竣工面积10.14亿平方米,同比增长11.2%,预计2022年在建项目规模将有所下降。同时2021年,300城成交各类用地规划建筑面积同比下降17.1%,预计2022年房地产新开工面积仍将持续下降,因此2022年房地产投资增速或将持续下降。综合来看,预计2022年全年水泥需求或将较2021年有所下降。

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,推动行业产能置换升级,并指出水泥行业向智能化发展的方向。随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出,水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大。

2020年1月,工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》,明确了水泥行业产能置换项目的范围、指标要求、置换比例、操作程序。2020年12月,工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法(修订稿)》,进一步提高产能置换比例,明确要求,位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料建设项目,产能置换比例为2:1;位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料建设项目,产能置换比例为1.5:1。

2020年9月,在第七十五届联合国大会上,中国向世界宣布将提高国家自主减排贡献力度,二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,努力争取2060年前实现碳中和。水泥行业也是二氧化碳排放的主要工业行业之一。控制水泥行业的碳排放主要通过减少水泥用量、提高能效水平、提升产品利用效率和优化产品材料结构等路径。未来,节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

工信部于2021年7月20日发布了《工业和信息化部关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》。该通知主要在《水泥玻璃行业产能置换实施办法》(工信部原(2017)337号)的基础上进行修订,对水泥项目产能置换比例和范围作出了调整,并强调了严格对产能指标的认定和规范产能置换的操作程序。新的产能置换实施办法特别指出“2013年以来,连续停产三年及以上的水泥熟料生产线不能用于产能置换”,有助于补充前期“僵尸产能”被置换为新建项目的漏洞。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021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。

2. 企业规模及竞争力

2021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的格局。

跟踪期内,水泥业务仍为核心业务,铸造、旅游、煤焦化等板块为公司综合发展提供补充。

公司四家骨干企业天瑞水泥集团有限公司(以下简称“天瑞水泥”)、天瑞集团铸造有限公司(以下简称“天瑞铸造”)、天瑞旅游集团股份有限公司(以下简称“天瑞旅游”)及汝州天瑞煤焦化有限公司(以下简称“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。跟踪期内,公司水泥业务在河南、辽宁市场占有率继续保持优势。2021年,公司在河南省市场占有率为23.11%,较上年上升1.02个百分点。在东北区域,公司目标

市场主要定位于大连和沈阳两市，并向周边区域辐射。2021年，公司在辽宁省市场占有率为20.27%，较上年上升1.54个百分点。

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。

天瑞旅游为一家专业从事旅游资源和旅游项目的开发与经营、温泉洗浴养生、住宿、餐饮服务、旅游商品纪念品制作与销售、园林绿化工程等业务旅游企业。天瑞旅游下辖的尧山—中原大佛、六羊山、南召真武顶等7个景区均地处河南省伏牛山生态游经济区，是河南省政府确定的面向国内外旅游市场重点推介的六大景区之一。其中尧山—中原大佛风景区于2011年3月顺利通过国家5A级验收。

天瑞焦化是一家集焦炭、煤气生产销售、煤焦油、粗苯生产、原煤洗选为一体的焦化加工企业。天瑞焦化100万吨捣固焦项目的主要外销产品为冶金焦炭。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况较好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2022年5月20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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年5月30日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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

2021年，公司营业收入有所增长，但受煤价上涨影响，综合毛利率下降明显。

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；公司水泥板块为重要的收入和利润来源。

2021年，公司主营业务收入同比增长12.56%，综合毛利率较上年下降明显，主要系水泥板块毛利率下降所致。2021年，公司水泥板块收入小幅增长，主要系价格小幅上升所致；水泥板块毛利率水平较上年下降16.46个百分点，主要系煤炭价格上涨所致。公司熟料板块收入增长主要系价格上涨所致，受益于价格上涨，毛利率水平显著上升。贸易板块主要系水泥、熟料、原煤等产品的贸易；公司贸易板块收入有所增长，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所致。受益于煤价上涨，煤焦化板块收入同比增长34.68%，毛利率亦有所上升。公司旅游餐饮板块较上年变化不大；公司铸造板块收入增长较快主要系订单增长所致；毛利率仍为负，主要系产能利用率低、固定成本高所致。公司贸易及煤焦化板块为公司提供收入补充。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
水泥板块	109.52	47.57	38.30	108.79	45.99	38.29	113.31	42.56	21.83
熟料板块	6.27	2.72	34.73	13.67	5.78	16.17	17.56	6.60	49.03
铸造板块	5.52	2.4	33.31	1.59	0.67	-3.14	3.25	1.22	-4.62
旅游、餐饮板块	4.50	1.95	68.94	3.14	1.33	64.65	3.24	1.22	69.14
煤焦化板块	21.25	9.23	20.94	20.30	8.58	22.12	27.34	10.26	28.79
贸易板块	79.07	34.34	2.71	85.53	36.16	1.54	98.66	37.05	0.83
其他	4.11	1.79	29.19	3.53	1.49	66.57	2.90	1.09	29.31
合计	230.23	100.00	24.69	236.56	100.00	22.83	266.26	100	16.90

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

(1) 原材料采购

2021年，受煤炭价格上涨影响，公司原材料采购金额较上年快速增长。公司煤耗和电耗有所下降。

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，合计大概超过产品成本的45%~55%。目前公司水泥生产所需的石灰石主要来自自备矿山，天然石膏及煤炭等依靠外购，电力部分实现自给，自给率约25.27%。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。2021年，公司采购金额较上年增长32.57%，主要系煤炭价格上涨所致。

煤炭采购方面，2021年，煤炭采购额占公司原材料采购总额的52.01%；公司煤炭采购量小幅增长；受煤价上涨影响采购均价明显上升；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。电力采购方面，2021年，电力采购金额和采购量较上年变化不大。

表4 公司原材料采购情况（单位：万吨、亿千瓦时、亿元、元/吨、元/千瓦时）

采购项目	2019年末			2020年末			2021年末		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价	数量	金额	均价
煤炭	334.62	22.66	677.19	329.23	20.38	618.91	311.76	33.85	1094.86
电力	18.25	9.53	0.52	20.49	10.69	0.52	21.35	11.25	0.53
石灰石	3818.96	8.94	23.41	4121.29	9.95	24.15	4239.24	10.51	24.79
硫酸渣	41.18	0.37	89.85	35.51	0.29	82.04	43.27	0.38	87.68
石膏	180.58	1.01	55.93	245.75	1.49	60.80	224.04	1.22	54.67
混合材料	492.72	3.95	80.17	489.03	3.83	78.34	504.65	3.90	77.35
其他材料	--	1.84	--	--	2.46	--	--	3.96	--
合计	--	48.31	--	--	49.09	--	--	65.08	--

资料来源：公司提供

公司石灰石矿山储量及开采量较上年变化不大。得益于技改工程，公司生产效率得到提升，2021年公司吨熟料煤耗和吨熟料电耗分别

为128.94千克和55.06千瓦时，吨熟料煤耗和吨熟料电耗较上年分别下降2.11千克和0.49千瓦时。

表5 截至2021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）	1307	9	146
辽阳天瑞水泥有限公司	15234	37	412

大连天瑞水泥有限公司	11521	19	607
卫辉市天瑞水泥有限公司	10710	36	298
天瑞集团禹州水泥有限公司	9686	26	373
天瑞集团郑州水泥有限公司	7834	19	412
天瑞集团南召水泥有限公司	7689	42	183
天瑞集团萧县水泥有限公司	6705	37	181
天瑞集团汝州水泥有限公司	3050	10	305
天瑞集团光山水泥有限公司	3843	19	202
辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	1440	20	70
海城市第一水泥有限公司	1400	20	70
河南永安水泥有限责任公司	5330	21	130
天瑞新登郑州水泥有限公司	19380	38	510
合计	105129	--	3899

资料来源：公司提供

(2) 生产及销售

2021年，公司水泥产销量有所增长，水泥和熟料销售均价均有所上升；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。

截至2021年底，公司拥有20条熟料生产线，水泥磨机58台。公司水泥及熟料产能分布在河南、辽宁、安徽以及天津地区，其中河南地区和辽宁地区熟料产能分别为1859万吨/年和835万吨/年；河南地区和辽宁地区水泥产能分别为3528万吨/年和1670万吨/年。公司错峰生产的周期每年大约3个月左右。

2021年，水泥和熟料生产方面无重大变化；水泥销售均价小幅上升；熟料销售量下降明显，价格上升明显，主要系部分东北区域的熟料运至华东等区域销售所致。

2021年，公司在河南省市场占有率为23.11%，较上年上升1.02个百分点。在东北区域，公司目标市场主要定位于大连和沈阳两市，并向周边区域辐射。2021年，公司在辽宁省市场占有率为20.27%，较上年上升1.54个百分点。

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。公司水泥销售余除销情况很少。

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	2019年	2020年	2021年
熟料	产能	3385.20	3385.20	3385.20

	产量	2478.41	2557.09	2505.78
	产能利用率	73.21	75.54	74.02
	销量	238.83	179.63	135.34
	产销率	9.64	7.02	5.40
	销售均价	262.34	237.76	292.51
水泥	产能	5668.00	5638.00	5638.00
	产量	3152.07	3588.27	3606.02
	产能利用率	55.61	63.64	63.96
	销量	3122.57	3589.69	3618.85
	产销率	99.06	100.04	100.35
	销售均价	350.73	302.28	313.12

资料来源：公司提供

3. 煤焦化板块

2021年，煤焦化板块收入有所提升；毛利率有所提升，该板块经营相对稳定。

2021年，受煤价上涨影响，公司煤焦化板块收入同比增长34.68%，煤焦化板块毛利率较上年上升6.67个百分点。

4. 贸易板块

2021年，公司贸易板块收入有所增长，对公司收入形成一定补充。

贸易板块主要系水泥、孰料、原煤等产品的贸易；2021年该板块收入同比增长15.35%，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所致；贸易板块毛利率小幅下降，主要系采购成本上升所致。

5. 经营效率

2021年，公司经营效率有所提升，但总体一般。

表 7 公司经营效率情况

项目	2019年	2020年	2021年
销售债权周转次数（次）	9.69	7.99	9.85
存货周转次数（次）	10.91	10.75	13.30
总资产周转次数（次）	0.33	0.34	0.38

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

6. 在建工程及未来发展

截至2021年底，在建工程面临一定的资金压力；公司发展战略较为清晰。

截至 2021 年底，公司在建项目主要包括大佛景区基础及配套设施及年产 10 万吨铸件项目；公司在建项目²总投 177.08 亿元，已投资 96.26 亿元，尚需投资 80.82 亿元；未来，公司将继续巩固和发展水泥主业，积极参与资源整合重组，实现并购扩张和跨区域发展，不断强化行业领先优势。此外，公司将持续推进旅游、铸造、煤焦化及商贸物流等业务的发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，亚太（集团）

表 8 公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	185.00	26.01	171.24	24.22	184.80	25.30
货币资金	58.86	31.81	60.03	35.06	68.34	36.98
应收票据	24.91	13.46	16.15	9.43	19.31	10.45
应收账款	10.58	5.72	9.00	5.26	10.59	5.73
预付款项	24.06	13.00	20.92	12.22	35.84	19.39
其他应收款（合计）	40.98	22.15	37.86	22.11	24.12	13.05
存货	17.11	9.25	17.36	10.14	16.60	8.98
非流动资产	526.16	73.99	535.68	75.78	545.72	74.70
长期股权投资	53.14	10.10	69.45	12.97	77.00	14.11
固定资产（合计）	126.15	23.97	122.24	22.82	117.36	21.51
在建工程（合计）	56.03	10.65	74.61	13.93	96.45	17.67
无形资产	255.21	48.50	239.81	44.77	223.07	40.88
资产总额	711.16	100.00	706.92	100.00	730.52	100.00

注：科目占比数据为该科目所属类别的占比情况

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产184.80亿元，较上

会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 730.52 亿元，所有者权益 422.99 亿元（含少数股东权益 75.72 亿元）；2021 年，公司营业总收入 272.64 亿元，利润总额 22.18 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，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较大的减值损失；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。

截至2021年底，公司合并资产总额730.52亿元，较上年底变化不大。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

年底增长7.92%，主要系预付款项增长所致。

截至 2021 年底，公司货币资金 68.34 亿

² 公司在建项目投资额包含无形资产评估增值摊销计入，具体明细金额未逐一统计

元，较上年底增长 13.85%，主要系销售状况提升所致。

公司水泥销售主要是先付款后发货，除了针对国家重点项目给予信用销售政策，其余赊销情况很少；应收账款部分来自天瑞铸造、天瑞旅游等其他子公司。截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 10.59 亿元，较上年底增长 17.62%，主要系水泥下游业务中基建业务规模扩大所致。应收账款账龄以 1 年以内（占比 78.04%）为主，累计计提坏账 2.76 亿元，计提比例 20.67%；应收账款前五大欠款方合计占比为 53.46%，集中度高。

截至 2021 年底，公司应收票据 19.31 亿元，较上年底增长 19.54%，主要系公司业务规模扩大所致。

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 2021 年底，公司预付款项 35.84 亿元，较上年底增长 71.33%，主要系预付的收购定金增长所致。

截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）余额 39.83 亿元，累计计提减值准备 15.71 亿元，账面价值 24.12 亿元，账面价值较上年底下降 36.29%，主要系公司于 2021 年 1 月 1 日开始执行新金融工具准则，本期计提较大规模的减值准备所致。按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款占其他应收款总额的 46.04%，主要来自关联方中国山水水泥集团有限公司和上海昊唐投资管理有限公司等单位，存在一定的占用和回收风险。从账龄看，1 年以内（含 1 年）占 22.50%、1 至 2 年占 18.86%、2 至 3 年占 19.83%，3 年以上占 38.81%，账龄长。

截至 2021 年底，公司存货 16.60 亿元，较上年底变化不大；存货主要由原材料 7.89 亿元和库存商品 7.54 亿元构成，累计计提跌价准备 161.73 万元。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 545.72 亿元，较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 77.00

亿元，较上年底增长 10.86%，主要系中国山水水泥集团有限公司的确认的投资收益 6.09 亿元所致。公司权益法核算的投资收益 7.57 亿元。

表 9 截至 2021 年底公司主要长期股权投资情况

（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	5.28	40.00
中国山水水泥集团有限公司	39.10	21.85
洛阳农村商业银行股份有限公司	2.80	8.61
新安中联万基水泥有限公司	5.29	49.00
新疆长城新盛信托有限责任公司	8.26	35.00

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 2021 年底，公司固定资产（合计）117.36 亿元，较上年底下降 3.99%。固定资产主要由土地房屋建筑物 80.75 亿元和机器设备 26.77 亿元构成，累计计提折旧 110.26 亿元。

公司在建工程主要为旅游景区基础及配套设施建设工程和铸造工程。截至 2021 年底，公司在建工程（合计）96.45 亿元，较上年底增长 29.27%，主要系本期新增投资 11.31 亿元及早期评估增值的摊销部分 13.58 亿元所致。公司在建工程主要由大佛景区进出设施和配套项目 37.79 亿元和年产 10 万吨铸件项目 10.51 亿元构成。

截至 2021 年底，公司无形资产 223.07 亿元，较上年底下降 6.98%。公司无形资产主要由土地（61.52 亿元）、土地租赁合同（85.18 亿元）和景区经营权（60.68 亿元）构成。公司无形资产累计摊销 44.30 亿元；未计提减值准备，公司无形资产规模大占比高，其价值有待进一步确认。

截至 2021 年底，公司受限资产受限比例 12.39%，受限比例一般。

表 10 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）
货币资金	35.74
土地房产	27.11
机器设备	21.15

采矿权	1.18
股权	4.15
景区收费权	1.21
合计	90.54

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益有所增长。公司权益中无形资产评估增值而形成的资本公积金占比大，权益质量一般。

截至2021年底，公司所有者权益422.99亿元，较上年底增长10.12%，主要系其他权益工具增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为82.10%，少数股东权益占比为17.90%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占4.73%、9.46%、43.72%、0.28%和23.46%。

公司其他权益工具系公司与汝州天瑞实业有限公司（以下简称“天瑞实业”）签订的永续债借款协议，天瑞实业将对公司40亿元的债权转为永续借款，此永续借款无到期日，永续借款利率为年息2.5%。公司可根据自身的经营和资金情况决定是否支付利息以及何时支付利息，延期支付利息无任何次数限制，天瑞实业无权要求公司赎回此永续借款。

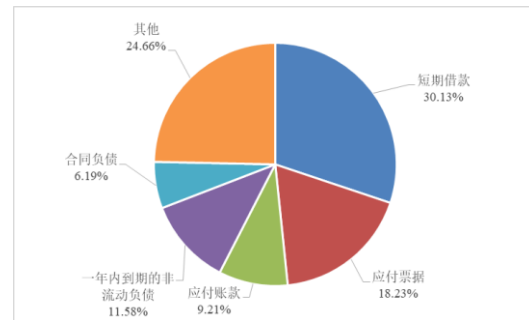
截至2021年底，公司其他资本公积70.18亿元，较上年底变化不大，主要为天瑞旅游与政府合作项目导致无形资产中的土地使用权、租约和经营权的评估增值。

(2) 负债

截至2021年底，公司债务规模有所下降，若考虑永续债公司债务负担有所上升；但公司债务负担一般，公司短期债务占比高，或面临一定短期支付压力。

截至2021年底，公司负债总额307.53亿元，较上年底下降4.73%。其中，流动负债占70.80%，非流动负债占29.20%。公司负债结构较上年底变化不大。截至2021年底，公司流动负债217.73亿元，较上年底增长7.39%，主要系短期借款增长所致。

图4 截至2021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整理

截至2021年底，公司短期借款65.60亿元，较上年底增长57.33%，主要系公司补充流动性需求所致。

截至2021年底，公司应付票据39.70亿元，较上年底增长25.97%，主要系采购额增加，开具承兑汇票金额增加所致。

截至2021年底，公司应付账款20.04亿元，较上年底下降2.01%，较上年底变化不大。公司应付账款主要为应付工程款及应付货款。应付账款账龄以一年内为主。

公司其他应付款主要为往来款。截至2021年底，公司其他应付款（合计）34.94亿元，较上年底下降19.81%，主要系往来款下降所致。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债25.22亿元，较上年底下降37.99%，主要系一年到期的长期借款下降所致。

截至2021年底，公司合同负债及预收款项13.47亿元，较上年底增长59.60%，主要系预收款增长所致。

截至2021年底，公司非流动负债89.80亿元，较上年底下降25.21%，主要系长期借款下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占44.75%）和应付债券（占12.12%）构成。

截至2021年底，公司长期借款40.18亿元，较上年底下降43.35%，主要系抵押及保证类长期借款到期所致。公司长期借款主要由保证借款和质押借款为主。

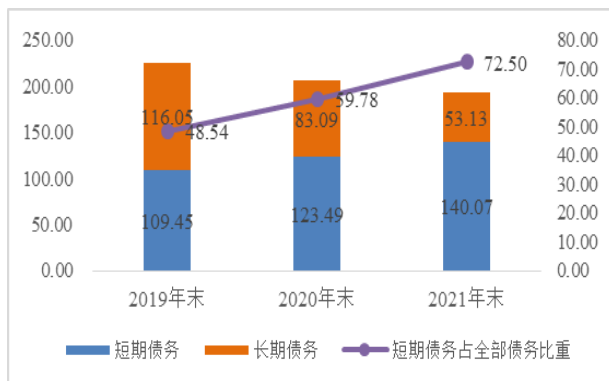
截至2021年底，公司应付债券10.89亿元，主要为“14天瑞集团债02”。

截至2021年底，公司全部债务193.20亿元，

较上年底下降6.48%。但公司短期债务占比快速上升，公司债务以短期债务为主；公司债务指标来看，截至2021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较上年底分别下降3.57个百分点、下降3.62个百分点和下降6.63个百分点。

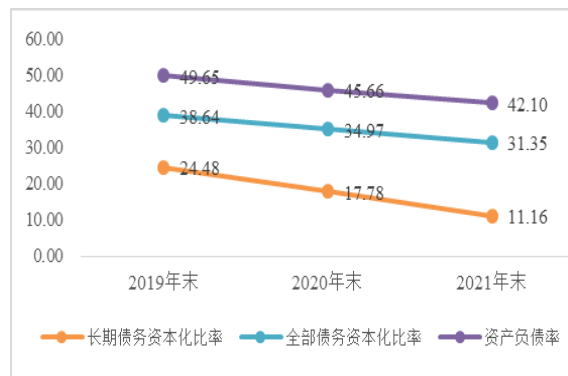
如将永续债调入长期债务，截至2021年底，公司全部债务增至233.20亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为47.57%、37.85%和19.56%，较调整前分别上升5.48个百分点、6.49个百分点和8.40个百分点。

图 5 公司债务结构 (单位: 亿元、%)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

图 6 债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

表 11 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年及以后	合计
偿还金额 (亿元)	130.41	13.57	38.89	182.87

注: 公司有息债务计算口径不含应付票据

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2021 年，受煤价上涨影响，公司利润规模下降明显；公司盈利能力有所下滑；投资收益对营业利润影响较大。

公司营业收入详见经营分析。公司营业成本 225.80 亿元，同比增长 21.86%，主要系煤炭价格的上涨所致；受营业成本上升影响，公司利润总额同比下降 22.38%。

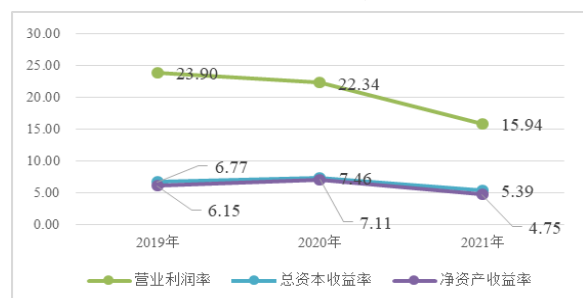
2021 年，公司费用总额为 29.19 亿元，同比下降 21.42%，主要系公司控制费用支出规模所致。2021 年，公司期间费用率为 10.71%，同比下降 4.63 个百分点。

2021 年，公司投资收益 7.78 亿元，同比下降 5.44%，主要系权益法核算的收益下降所致，投资收益占营业利润比重为 34.75%，对营业利润影响较大；其他收益 3.03 亿元，同比下降 19.97%，主要系增值税返还收益下降所致，

其他收益占营业利润比重为 13.53%，对营业利润有一定影响。

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.39% 和 4.75%，较上年分别下降 2.07 个百分点、下降 2.36 个百分点。

图 7 公司盈利指标 (单位: %)



与所选公司比较，公司整体盈利能力处于较弱水平。

表 12 2021 年盈利情况同业对比情况

(单位: 亿元、%)

公司名称	营业收入	利润总额	毛利率	净资产收益率
西南水泥有限公司	264.59	4.78	20.08	0.77
南方水泥有限公司	725.91	140.29	27.75	30.78
华新水泥股份有限公司	324.64	73.73	34.10	19.76
公司	272.64	22.18	17.18	4.75

资料来源: Wind

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金仍为净流入状态，但净流入规模有所下降；经营活动净现金流可以覆盖资本支出。考虑到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。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长14.24%，主要系销售状况提升所致；经营活动现金流出同比增长16.89%，主要系煤炭价格上涨所致。2021年，公司经营活动现金净流入36.41亿元，同比下降15.96%。2021年，公司现金收入比为104.81%，较上年提高15.23个百分点。

投资活动方面，2021年，公司投资活动现金流入规模一般；投资活动现金流出同比下降18.39%，主要系公司新增项目投资以及收购活动较上年有所减少所致；投资活动现金流量呈净流出状态。

2021年，经营活动净现金流可以覆盖资本支出。

从筹资活动来看，2021年，公司收到其他与筹资活动有关的现金 21.73 亿元，主要系收到天瑞实业的借款所致；公司偿还债务支付的现金有所增长，公司筹资活动现金净流出 18.99 亿元。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入量	549.62	537.32	613.85
经营活动现金流出量	513.45	494.00	577.44
经营活动现金流量净额	36.18	43.33	36.41
投资活动现金流入量	1.90	5.20	7.96
投资活动现金流出量	40.26	28.71	23.43
投资活动现金流量净额	-38.36	-23.51	-15.48
筹资活动前现金流量净额	-2.18	19.81	20.94
筹资活动现金流入量	132.51	68.78	98.26
筹资活动现金流出量	146.99	88.08	117.25
筹资活动现金流量净额	-14.48	-19.29	-18.99

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标一般。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，公司整体偿债能力较强。

公司短期偿债能力指标变化不大；整体看，公司短期偿债指标较弱。

受利润规模下降影响，2021年，公司EBITDA为53.85亿元，同比下降13.92%。EBITDA对利息的覆盖程度略有提升；EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可；公司长期偿债能力指标变化不大。整体看，公司长期偿债指标一般。

表 14 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债指标	流动比率（%）	92.98	84.46	84.87
	速动比率（%）	84.38	75.90	77.25
	经营现金/流动负债（%）	18.18	21.37	16.72
	经营现金/短期债务（倍）	0.33	0.35	0.26
长期偿债指标	现金类资产/短期债务（倍）	0.77	0.62	0.63
	EBITDA（亿元）	62.79	62.56	53.85
	全部债务/EBITDA（倍）	3.59	3.30	3.59
	经营现金/全部债务（倍）	0.16	0.21	0.19
	EBITDA/利息支出（倍）	3.48	3.45	3.96
	经营现金/利息（倍）	2.00	2.39	2.68

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

对外担保方面，截至2021年底，公司对外担保总额为10.98亿元，对外担保比率为2.60%，或有负债规模较小。

未决诉讼方面，截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年底，公司共计获得银行授信额度129.60亿元³，尚未使用7.77亿元。

7. 公司本部（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符合其职能定位；

³ 仅统计银行口径

本部不具备盈利能力，自身债务负担尚可，但货币资金规模较小，其偿债能力依赖于公司的正常经营和其对子公司的控制力。

截至2021年底，母公司资产总额293.03亿元，较上年底下降23.64%，主要系长期股权投资下降所致。其中，流动资产120.46亿元（占比41.11%），非流动资产172.57亿元（占比58.89%）。从构成看，流动资产主要由预付款项（占10.68%）、其他应收款（合计）（占85.84%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占77.73%）、无形资产（占14.90%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为1.96亿元。

截至2021年底，母公司负债总额141.34亿元，较上年底下降47.65%，主要系其他流动负债下降所致。其中，流动负债126.73亿元（占比89.66%），非流动负债14.61亿元（占比10.34%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占93.54%）构成；非流动负债主要由应付债券（占70.10%）、递延所得税负债（占29.90%）构成。母公司2021年资产负债率为48.23%，较2020年下降22.13个百分点。截至2021年底，母公司全部债务16.34亿元。其中，短期债务占37.33%、长期债务占62.67%。截至2021年底，母公司短期债务为6.10亿元；截至2021年底，母公司现金短债比为0.32倍；母公司全部债务资本化比率9.72%。若将永续债计入债务考虑，母公司全部债务资本化比率上升至27.08%

截至2021年底，母公司所有者权益为151.70亿元，较上年底增长33.37%，主要系其他权益工具增长所致。

2021年，母公司营业总收入为7.31亿元，营业收入为7.31亿元，利润总额为0.39亿元。同期，母公司投资收益为0.99亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为11.23亿元，投资活动现金流净额-0.09亿元，筹资活动现金流净额-10.12亿元。

8. 存续期内债券偿还能力

截至2022年5月25日，公司存续期内债券1只，余额总计10.00亿元。此外，若“14天瑞集

团债02/14天瑞02”全额回售，达到单年偿还债券的峰值。公司经营活动现金流入量和EBITDA对单年偿还债券的峰值保障能力强。公司现金类资产对一年内到期债券保障能力一般。

表 15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2021年
未来待偿债券本金峰值	10.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券余额	0.88
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	61.39
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	3.64
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	5.39

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

此外，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。

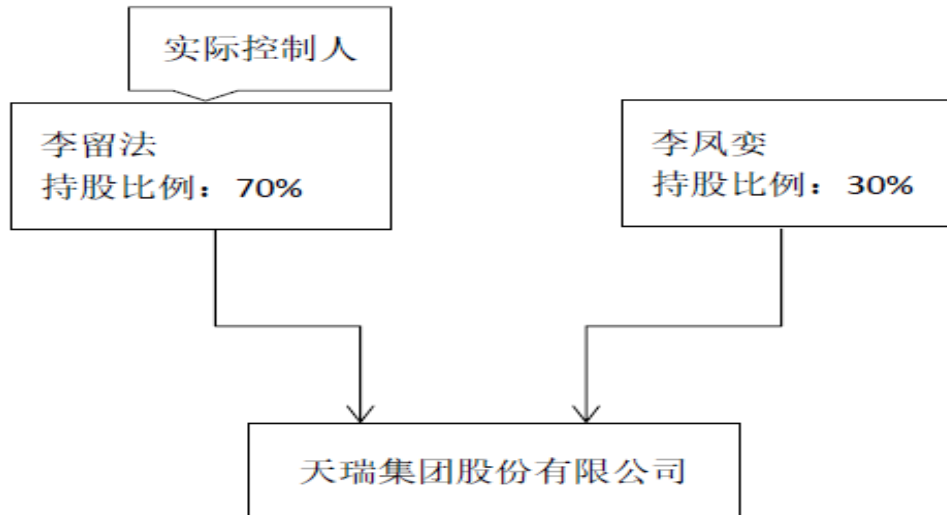
公司与国家开发银行股份有限公司河南分行签署了《开发性金融支持协议》。根据此协议，债券存续期内，当公司对债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，每次付息和本金兑付日前20个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该贷款仅用于为公司存续期内债券偿付本息，以解决公司本息偿付困难。

上述承诺对存续期债券偿付的安全性提供了一定保障。

十、结论

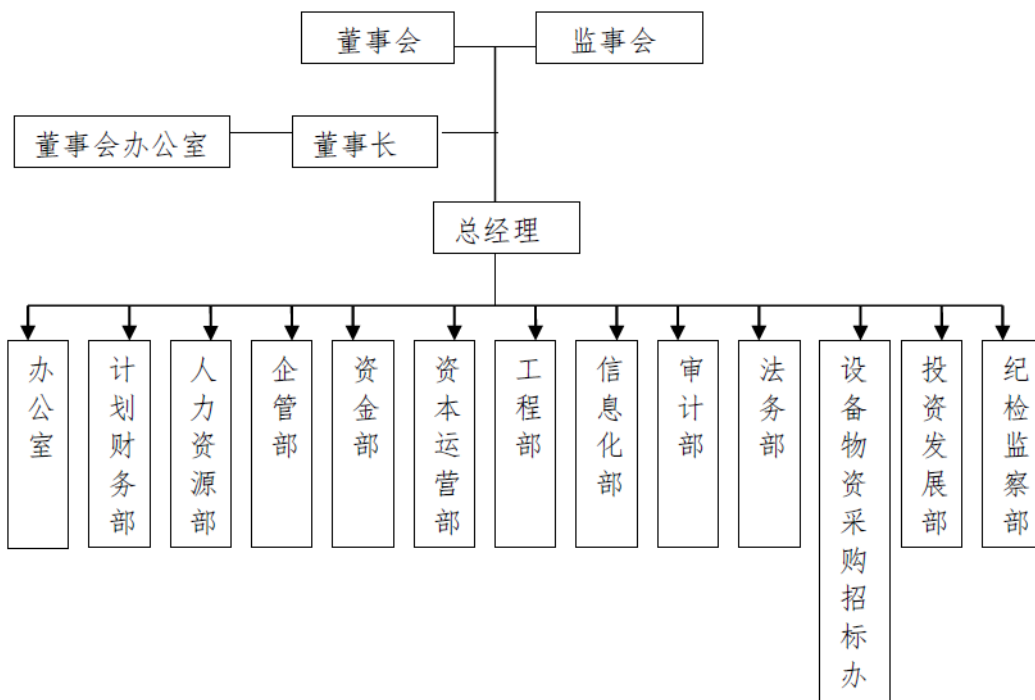
基于对公司经营风险和财务风险和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“14天瑞集团债 02/14 天瑞 02”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司子公司情况

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	96.53
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。	96.53
3	鲁山县凤凰台索道有限公司	500.00	索道客运服务	57.92
4	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	96.53
5	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。	96.53
6	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。	86.87
7	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	96.53
8	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）	96.53
9	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	96.05
10	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	62.74
11	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。（以上范围中凡涉及专项许可的项目凭许可证和有关批准文件经营）；从事货物和技术进出口业务。（国家法律法规规定应经审批方可经营或者禁止进出口的货物和技术除外）。	87.75
12	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
13	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、计算机软硬件及配件、电子产品、化工产品 & 原料（不含危化品）、文化用品、办公用品、环保产品、劳保用品、工艺品批发与销售；废旧物资购销、加工；预包装食品销售；仓储管理、物流运输、工程管理、设备安装维修服务；商务信息服务；企业管理咨询***	87.75
14	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、计算机软硬件及配件、电子产品、化工产品 & 原料（不含危险化学品）、文化用品、办公用品、劳保用品、工艺品的批发、零售，废旧物资购销，仓储服务（不含危险化学品），物流运输服务，工程管理服务，设备安装维修服务，商务信息咨询，企业管理咨询***	87.75
15	天瑞万象商贸物流有限公司	10000.00	仓储（不含危险化学品及污染环境的物品）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
16	汝州市通用废旧金属回收有限公司	5000.00	废旧物资、废旧金属的回收、加工与销售***	92.11

17	汝州天瑞煤焦化有限公司	69888.21	焦炭、煤气、煤焦油、粗苯、硫酸铵、硫磺的生产及厂区内销售；原煤洗选；精煤销售；国内贸易代理服务（国家限定或禁止的贸易代理除外）；普通货物道路运输	97.61
18	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
19	天瑞中州饭店有限公司	5000.00	住宿、餐饮服务；物业管理服务；停车服务；日用品零售；会议展览服务	99.60
20	运城天瑞关公文化有限公司	2700.00	关公故里旅游资源开发，“关帝圣像”景区开发；关公文化交流及相关工艺品批发、零售（不含象牙及其制品）。（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
21	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
22	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。	92.50
23	中原旅游有限公司	5000.00	旅游咨询服务。	99.13
24	天瑞集团财务有限责任公司	100000.00	对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；经批准的保险代理业务；对成员单位提供担保；办理成员单位之间的委托贷款及委托投资；对成员单位办理票据承兑与贴现；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；从事同业拆借。	90.87
25	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、建筑石料、干粉砂浆、商品混凝土及其他水泥制品的销售	100.00
26	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
27	天安（贵州省）互联网金融资产交易中心股份有限公司	44444.43	法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（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；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。）	70.00
28	上海焯翰企业发展有限公司	500.00	许可项目：房地产开发经营。（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，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：销售日用百货，五金交电，通信设备及相关产品，计算机、软件及辅助设备，家用电器；企业形象策划，企业管理咨询，室内装饰装修，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，货物运输代理，从事货物及技术的进出口业务。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）	70.00
29	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
30	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
31	河南天瑞绿色矿业科技有限公司	500.00	矿产开采技术研究；矿产开采咨询服务；矿产资源（不含危险化学品和国家限制、禁止类矿产资源）的开采（凭环评等许可开展生产经营活动）；地质勘探服务；园林绿化工程设计、施工；信息科技技术开发咨询服务；工程管理服务****（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）	100.00
32	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、出口；机械设备、仪器仪表、电子设备（不含汽车电子装置）、零配件的生产、销售、进口；煤炭、化工产品、耐火材料经营；机械设备、电子设备、房屋租赁业	69.58

			务；道路货物运输业务；技术咨询服务；企业管理咨询（不含市场调查）；购电、售电。（国家专项规定的业务除外；需许可证的凭证经营）	
33	天瑞集团禹州水泥有限公司	25000.00	水泥生产、销售；建筑用石加工及精品砂石骨料、商混预制构件、管桩生产、销售；水泥熟料制造；商品混凝土、其他水泥制造的生产、销售；干粉砂浆生产、销售；经营进出口业务。	69.58
34	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	69.58
35	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（以上经营范围中涉及专项审批或行政许可的取得专项审批或行政许可后方可经营）**	69.58
36	鲁山县安泰水泥有限公司	2135.74	水泥制造	69.58
37	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	69.58
38	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	49.67
39	天瑞集团光山水泥有限公司	46830.57	水泥、水泥熟料、水泥制品制造销售	41.60
40	天瑞集团郑州水泥有限公司	103395.24	水泥、水泥熟料及相关产品制造、销售；销售水泥包装品；水泥用石灰岩开采、加工、销售；余热发电；利用水泥窑协同处置危险废物；建筑石材开采、加工、销售；信息技术咨询服务；企业管理服务；工矿工程建设；建材批发；其他能源矿产地质勘察服务；粘土及其他土砂石开采；普通货物道路运输；通用仓储；装卸搬运；货物运输代理。	50.90
41	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	69.58
42	商丘天瑞水泥有限公司	6300.00	水泥、水泥熟料、水泥混凝土生产、加工、销售。	69.58
43	天瑞集团南召水泥有限公司	20000.00	水泥制造、销售；销售水泥包装品；水泥用石灰岩开采、加工、销售（仅限分支机构）**（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）	69.58
44	大连天瑞水泥有限公司	47971.49	水泥、熟料制造；原料矿山开采（凭资质证书经营）；商品混凝土、其他水泥制品的生产及在中国内销和出口（国家专项规定的业务除外；需许可证的凭证经营）；余热发电（凭许可证经营）；水泥助磨剂的生产及销售。（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）	69.58
45	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	69.58
46	营口天瑞水泥有限公司	11130.00	许可项目:水泥生产（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具体经营项目以审批结果为准）一般项目:水泥制品制造水泥制品销售货物进出口非金属矿物制品制造非金属矿及制品销售（除依法须经批准的项目外凭营业执照依法自主开展经营活动依法自主开展经营活动）	69.58
47	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	41.75
48	卫辉市天瑞水泥有限公司	33486.82	水泥及相关产品的制造、销售；水泥包装品、砂岩、石料的加工、销售；石灰岩、砂岩的开采、销售；利用水泥窑协同处置固体废物、城市生活污水；余热发电、余热市政供暖**	49.88
49	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	69.58
50	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	69.58
51	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。	63.32
52	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	48.71

资料来源：公司审计报告

53	辽阳天瑞威企水泥有限公司	3900.00	水泥, 新型建筑材料(国家法律、法规规定需要报经审批的未获得批准前不得生产经营)。生产, 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。)	69.58
54	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	69.58
55	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。	69.58
56	辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	20500.00	水泥制造	69.58
57	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	69.58
58	海城市第一水泥有限公司	10000.00	水泥、熟料制造及销售; 商品混凝土、其它水泥制品的生产及在中国内销及出口。(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。)	69.58
59	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; 信息咨询服务; 商务代理服务。	41.75
60	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	69.58
61	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	69.58
62	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***	38.27
63	河南永安水泥有限责任公司	57260.00	生产、销售水泥。	69.58
64	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	69.58
65	辽阳天瑞辽塔矿业有限公司	50.00	水泥用石灰石开采。	69.58
66	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。(全国工业产品生产许可证有效期至2014年12月10日)(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。)	69.58
67	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***	69.58
68	河南天瑞建材科技有限公司	5790.00	新材料技术推广服务; 信息科技服务; 企业管理服务; 石灰石及建筑材料开采、加工、销售; 干粉砂浆、商品混凝土及建材产品的生产、销售; 矿山地质服务; 普通货物装卸、搬运服务; 普通货物仓储服务、货运代理服务。涉及许可经营项目, 应取得相关部门许可后方可经营	69.58
69	天瑞集团郑州新材料有限公司	5000.00	新材料技术推广服务; 信息科技服务; 石灰石及建筑石料开采、加工、销售; 建材产品的生产、销售; 矿山地质技术服务; 道路普通货物运输; 仓储、物流、装卸搬运及货物运输代理服务。	69.58
70	通许县天瑞建材科技有限公司	5500.00	许可项目: 水泥生产; 道路货物运输(不含危险货物)(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, 具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准)一般项目: 水泥制品制造; 水泥制品销售; 建筑材料销售; 铸造用造型材料生产; 砼结构构件制造; 砼结构构件销售; 新型建筑材料制造(不含危险化学品); 装卸搬运(除依法须经批准的项目外, 凭营业执照依法自主开展经营活动)	69.58
71	河南天瑞水泥有限公司	5000.00	许可项目: 水泥生产(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, 具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准)一般项目: 建筑装饰材料销售; 轻质建筑材料销售; 建筑砌块销售; 建筑材料销售; 建筑砌块制造(除依法须经批准的项目外, 凭营业执照依法自主开展经营活动)	69.58
72	河南天瑞万基新材料有限公司	10000.00	一般项目: 建筑砌块制造; 建筑砌块销售; 水泥制品制造; 水泥制品销售; 建筑材料销售; 石灰和石膏制造; 石灰和石膏销售; 再生资源销售; 普通货物仓储服务(不含危险化学	48.71

			品等需许可审批的项目); 技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广 (除依法须经批准的项目外, 凭营业执照依法自主开展经营活动) 许可项目: 道路货物运输 (不含危险货物) (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, 具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准)	
73	天瑞 (国际) 控股有限公司	246000.00	投资	100.00
74	煜阔有限公司	100.00 美元	投资	100.00
75	卡莱斯有限公司	1 港元	投资	100.00
76	中国天瑞集团水泥有限公司	2400.90 万港元	投资	69.58
77	中原水泥有限公司	1 美元	投资	69.58
78	中国天瑞 (香港) 有限公司	1 美元	投资	69.58
79	天瑞资本 (香港) 有限公司	1 美元	投资	69.58
80	天瑞供应链管理有限公司	30000.00	一般项目: 供应链管理服务; 物联网应用服务; 软件开发; 信息技术咨询服务; 信息咨询服务 (不含许可类信息咨询服务); 国内货物运输代理; 建筑材料销售; 水泥制品销售; 煤炭及制品销售; 非金属矿及制品销售; 金属材料销售; 轻质建筑材料销售; 耐火材料销售; 专用化学产品销售 (不含危险化学品); 电子产品销售; 机械设备销售。	69.58
81	辽宁大易材料装备科技有限公司	64207.52	许可项目: 港口经营, 水泥生产 (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, 具体经营项目以审批结果为准) 一般项目: 水泥制品制造, 水泥制品销售, 建筑材料销售, 砼结构构件制造, 砼结构构件销售, 国内货物运输代理, 普通货物仓储服务 (不含危险化学品等需许可审批的项目), 金属结构制造, 金属结构销售, 物联网技术研发, 船舶港口服务, 港口设施设备和机械租赁维修业务, 装卸搬运, 国内船舶代理, 无船承运业务 (除依法须经批准的项目外, 凭营业执照依法自主开展经营活动)	69.58

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	83.76	76.54	88.48
资产总额 (亿元)	711.16	706.92	730.52
所有者权益 (亿元)	358.07	384.11	422.99
短期债务 (亿元)	109.45	123.49	140.07
长期债务 (亿元)	116.05	83.09	53.13
全部债务 (亿元)	225.50	206.58	193.20
营业收入 (亿元)	232.97	242.16	272.64
利润总额 (亿元)	29.50	28.57	22.18
EBITDA (亿元)	62.79	62.56	53.85
经营性净现金流 (亿元)	36.18	43.33	36.41
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	9.69	7.99	9.85
存货周转次数 (次)	10.91	10.75	13.30
总资产周转次数 (次)	0.33	0.34	0.38
现金收入比 (%)	88.38	89.58	104.81
营业利润率 (%)	23.90	22.34	15.94
总资本收益率 (%)	6.77	7.46	5.39
净资产收益率 (%)	6.15	7.11	4.75
长期债务资本化比率 (%)	24.48	17.78	11.16
全部债务资本化比率 (%)	38.64	34.97	31.35
资产负债率 (%)	49.65	45.66	42.10
流动比率 (%)	92.98	84.46	84.87
速动比率 (%)	84.38	75.90	77.25
经营现金流动负债比 (%)	18.18	21.37	16.72
现金短债比 (倍)	0.77	0.62	0.63
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.48	3.45	3.96
全部债务/EBITDA (倍)	3.59	3.30	3.59

注: 1. 集团类客户提供公司本部 (母公司) 财务信息 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 3. 长期应付款有息部分已计入公司长期债务、吸收存款及同业存放和拆入资金计入短期债务
资料来源: 公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	6.54	1.45	1.96
资产总额 (亿元)	449.36	383.73	293.03
所有者权益 (亿元)	114.79	113.74	151.70
短期债务 (亿元)	14.00	35.28	6.10
长期债务 (亿元)	34.95	9.49	10.24
全部债务 (亿元)	48.95	44.77	16.34
营业收入 (亿元)	1.14	6.07	7.31
利润总额 (亿元)	-5.52	-3.33	0.39
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	23.51	12.47	11.23
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	15.79	43.98	28.56
存货周转次数 (次)	131.24	192.07	201.80
总资产周转次数 (次)	0.00	0.01	0.02
现金收入比 (%)	49.14	100.81	90.43
营业利润率 (%)	38.18	51.33	39.31
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	-4.84	-0.93	0.10
长期债务资本化比率 (%)	23.34	7.70	6.32
全部债务资本化比率 (%)	29.89	28.24	9.72
资产负债率 (%)	74.45	70.36	48.23
流动比率 (%)	68.85	52.22	95.05
速动比率 (%)	68.84	52.21	95.03
经营现金流动负债比 (%)	7.97	4.87	8.86
现金短期债务比 (倍)	0.47	0.04	0.32
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1. 集团类客户提供公司本部 (母公司) 财务信息, 未对母公司债务数据进行调整; 2. “/” 表示数据未获取
资料来源: 公司提供

附件 3 主要财务指标计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持