

天瑞集团水泥有限公司

公开发行 2015 年公司债券
2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【377】号 02

债券简称：15 天瑞债

债券剩余规模：2.11 亿
元

债券到期日期：2020 年
09 月 25 日

债券偿还方式：本期债
券按年付息，附第 3 年
末投资者回售选择权，
第 4、5 年末分别偿还本
期债券余额的 50%

分析师

姓名：
罗力 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
luol@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
水泥制造企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

天瑞集团水泥有限公司公开发行 2015 年公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 26 日	2018 年 06 月 21 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对天瑞水泥集团有限公司（2017 年公司名称由天瑞集团水泥有限公司变更为现名，以下简称“天瑞水泥”或“公司”）及其 2015 年 09 月 25 日发行的 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司是国家重点支持的 12 家大型水泥企业集团之一，水泥及熟料在河南省及辽宁省具有规模优势；供给侧改革推动公司水泥及熟料价格保持上涨、主业盈利能力增强，经营净现金流表现良好，财务安全性提高；同时中证鹏元也关注到，水泥行业仍面临产能过剩，辽宁省水泥市场分散、2018 年河南省水泥下游需求放缓对公司业绩不利，公司水泥及熟料产能利用率继续下降且水泥产能利用率较低，有息债务规模较大及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司是国家重点支持的 12 家大型水泥企业集团之一，水泥及熟料在河南省及辽宁省具有规模优势。公司是国家重点支持的 12 家大型水泥企业集团之一，是河南省重点扶持的建材（水泥）生产企业、工信部确定的中部水泥行业兼并重组五大龙头企业之一，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；截至 2019 年 3 月末，公司拥有 20 条熟料生产线，熟料设计产能 2,842.5 万吨/年，水泥磨机 59 台，水泥产能 5,668 万吨/年，其中河南省及辽宁省水泥产能分别为 3,558 万吨/年和 1,670 万吨/年，具有规模优势。

- **供给侧改革推动公司水泥及熟料价格保持上涨、主业盈利能力增强，经营净现金流表现良好。**得益于错峰生产及环保限产等供给侧改革措施，2018 年公司水泥及熟料价格同比分别上涨 15.18%和 8.56%，推动公司营业收入同比增长 14.00%至 100.98 亿元，综合毛利率提高 1.83 个百分点至 34.04%；加之期间费用率降低及增值税返还增加，当年公司实现净利润 15.02 亿元，同比增长 34.17%；主业回款情况良好，2018 年公司经营活动现金净流入 35.94 亿元，同比增长 34.01%。
- **公司财务安全性提高。**公司流动性改善、盈利水平提升及良好的经营净现金流提升了公司财务安全性，2018 年末公司资产负债率下降至 50.94%，速动比率提高至 1.51，且货币资金占总资产比重提高至 22.67%；2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数提高至 4.47，2018 年末有息债务及债务总额与 EBITDA 的比值分别下降至 2.73 和 3.61；经营性净现金流与年末流动负债及负债总额的比重分别提高至 0.47 和 0.27。

关注：

- **水泥行业仍面临产能过剩，未来需关注河南省水泥下游需求放缓及辽宁省水泥市场分散对区域水泥供需关系及价格、公司经营业绩产生的不利影响。**根据中华人民共和国工业和信息化部数据，2018 年我国水泥熟料产能仍过剩 2.94 亿吨；当年河南省固定资产投资增速同比下降 2.3 个百分点至 8.1%、房地产开发投资同比下降 1.1%，同时辽宁省水泥市场分散不利于水泥价格高位运行，未来需关注河南省水泥下游需求放缓及辽宁省水泥市场分散等对区域水泥供需及价格、公司经营业绩产生的不利影响。
- **公司水泥及熟料产能利用率继续下降且水泥产能利用率低。**受河南省下游需求放缓、错峰生产及环保限产等供给侧改革措施影响，2018 年公司水泥及熟料产能利用率分别下降至 51.57%和 75.16%，水泥产能利用率低。
- **公司有息债务规模仍较大。**截至 2018 年末，公司有息债务合计 101.89 亿元，占负债总额的比重为 75.64%，有息债务规模仍较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额合计 10.45 亿元，占期末净资产的比重为 8.06%，被担保对象均为公司关联方且未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	2,664,790.91	2,644,297.60	2,495,325.58	2,410,943.26
归属于母公司所有者权益合计	1,288,856.97	1,271,059.77	1,124,865.25	1,030,110.87
有息债务	1,035,593.01	1,018,884.89	1,000,368.37	1,104,328.13
资产负债率	50.62%	50.94%	53.66%	57.45%
流动比率	1.93	1.63	1.09	1.34
速动比率	1.78	1.51	0.99	1.23
营业收入	179,565.96	1,009,786.14	885,754.75	619,712.25
营业利润	25,406.74	201,699.05	147,835.02	19,525.43
净利润	18,635.11	150,246.19	111,981.49	34,513.28
综合毛利率	34.27%	34.04%	32.21%	27.44%
总资产回报率	-	11.00%	9.14%	5.20%
EBITDA	68,300.60	372,899.16	313,674.35	214,707.10
EBITDA 利息保障倍数	3.35	4.47	4.17	2.35
经营活动现金流净额	33,181.81	359,427.41	268,211.93	182,346.46

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年9月25日面向合格投资者公开发行10亿元公司债券，票面利率为5.95%。本期债券募集资金5亿元用于偿还公司债务，5亿元用于补充流动资金。截至2019年6月6日，本期债券募集资金专项账户余额为4,744.81元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及其持股比例、实际控制人均未发生变更。截至2018年12月31日，公司注册资本为59,405.25万美元，中国天瑞（香港）有限公司持有公司100%股权，为公司控股股东，李留法为公司实际控制人，公司产权关系见附录二。2018年李和平辞任公司董事职务，由高运红接任。

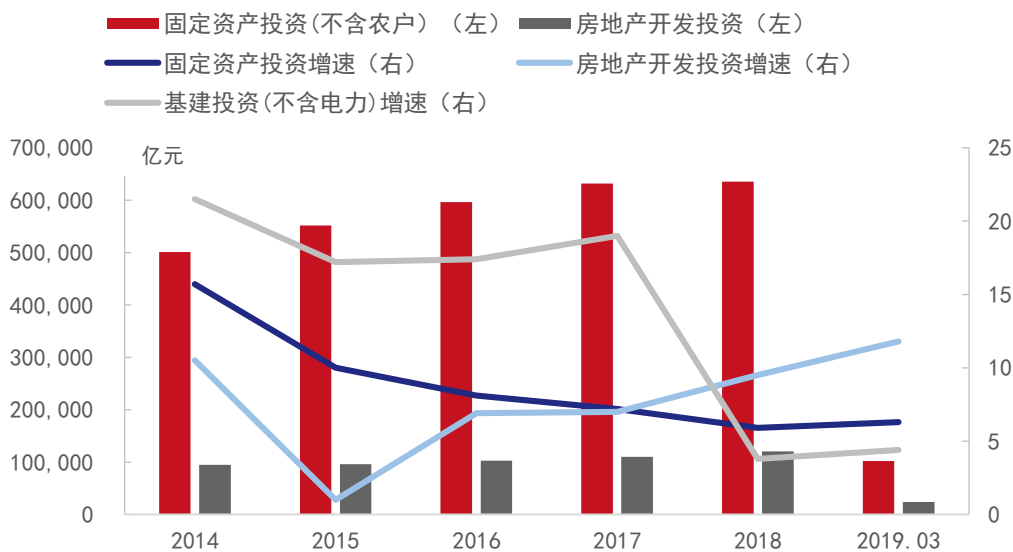
跟踪期内，公司主营业务未发生变更，仍为水泥及熟料等建材产品的生产与销售。2018年8月公司将天瑞集团信息科技有限公司股权转由天瑞集团股份有限公司（以下简称“天瑞集团”）代持，由于公司对其实际控制，仍纳入合并报表范围，截至2018年12月31日，公司纳入合并报表范围的子公司共35家，详见附录三。

三、运营环境

2018年房地产投资提速对冲基建投资增速下滑稳定水泥需求，短期内我国水泥需求将趋于低速增长

2018年我国房地产开发投资提速对冲基础建设投资失速下滑影响，稳定了水泥需求。2018年我国基础设施建设投资（不含电力）同比仅增长3.8%，增速较2017年下降15.2个百分点；同期完成房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.5%，较2017年提高2.5个百分点；综合来看，2018年我国完成固定资产投资（不含农户）63.56万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点。

图 1 我国固定资产、房地产开发及基础设施建设投资情况



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

我国房地产行业“房住不炒”政策总基调不变，虽部分区域房地产调控政策趋向松动，2019年1季度我国房地产投资完成2.38万亿元，同比增长11.80%，较2018年同期提高1.4个百分点，但棚改货币化退坡及棚改导致三四五线城市已超前消费住房需求、一二线城市限购政策不松、乡村民建住房趋于减少、2018年房地产开工面积增速显著高于商品房销售增速延长去化周期以及投资增长主要源于三四线城市土地购置、2019年房企大量债务偿付对投资形成挤出等因素将制约后续房地产销售及后续投资，预计短期内房地产开发投资增速放缓。

在全球贸易摩擦、国内经济结构下行压力加大等背景下，财政部将适度扩大支出规模，同时较大幅度增加地方政府专项债规模并支持重大在建项目建设和补短板，国家发改委密集批复铁路、轨道交通等建设，预计2019年基建投资加码，2019年1季度我国基础设施建设投资（不含电力）同比增长4.40%，自2018年9月以来，环比持续提高，但基建投资作为经济增长的稳定器其稳定作用大于拉动作用，同时对水泥需求的边际拉动作用低于房地产，其对水泥需求拉动作用有限。

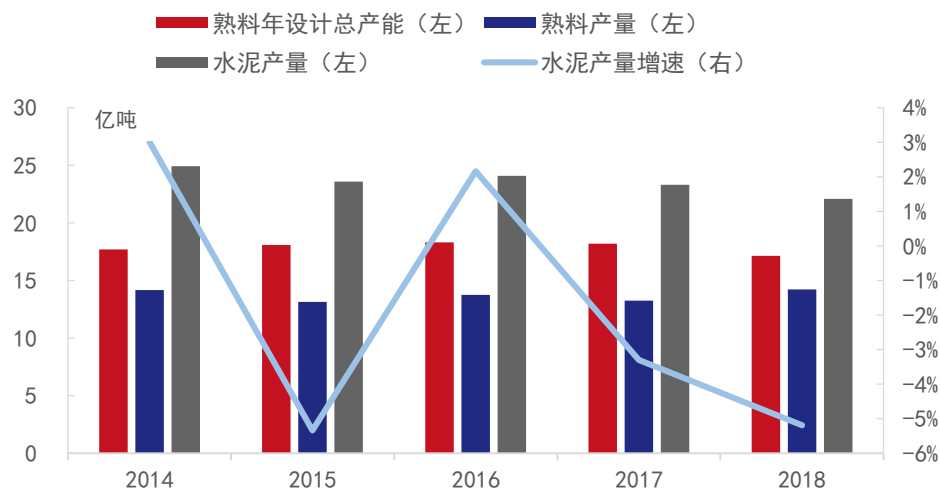
整体而言，2018年房地产投资提速对冲基建投资增速下滑稳定水泥需求，考虑到未来房地产投资受多因素叠加影响增速放缓，基建投资加码虽有助于拉动水泥需求，但预计作用有限，短期内我国水泥需求将趋于低速增长。

我国水泥产能去化取得一定成效，但供给侧改革限制国内水泥产能释放的同时导致水泥供应阶段性偏紧及价格偏高、进口量增加，考虑到下游需求增长乏力以及我国水泥产能

过剩局面犹存，未来行业发展仍需产能去化

随着水泥行业供给侧改革的持续推进，2018年我国水泥熟料产能继2017年首降后继续减少，根据中华人民共和国工业和信息化部数据，2018年末我国水泥熟料设计总产能已下降至17.16亿吨。水泥生产方面，受下游需求趋缓、错峰生产、环保以及企业协同限产等因素叠加影响，2018年我国生产水泥22.10亿吨，同比下降5.18%。随着产能规模下降，我国水泥行业产能去化取得一定成效，根据中华人民共和国工业和信息化部数据，2018年我国水泥熟料产能利用率已提高至82.87%，产能利用率趋于合理，但水泥熟料产能仍过剩2.94亿吨，同时考虑到水泥熟料实际产能大于设计产能以及水泥生产的乘数效应，我国水泥行业产能过剩更甚于此。2019年1季度，房地产投资延续加速增长态势、基建投资增速环比提升等推动水泥需求及产量有所增长，当期我国生产水泥3.9亿吨，同比增长9.4%。

图2 我国熟料产能及水泥、熟料产量情况¹



资料来源：Wind、国家统计局，中证鹏元整理

同时值得注意的是，错峰生产及环保限产导致部分沿江沿海市场水泥熟料出现阶段性紧张和价位偏高情况，刺激国外水泥进口增加，2018年我国水泥及熟料进口总量为1,363万吨，高于出口总量459万吨；2019年1季度我国水泥进口继续大幅增加，当期进口水泥和熟料406万吨，同比增加122%。

整体而言，我国水泥产能去化取得一定成效，供给侧改革限制国内水泥产能释放的同时导致水泥供应阶段性偏紧及价格偏高、进口量增加，2019年1季度我国水泥产量虽有所增加，但考虑到我国水泥需求增长乏力以及水泥产能过剩局面犹存，未来水泥行业健康发

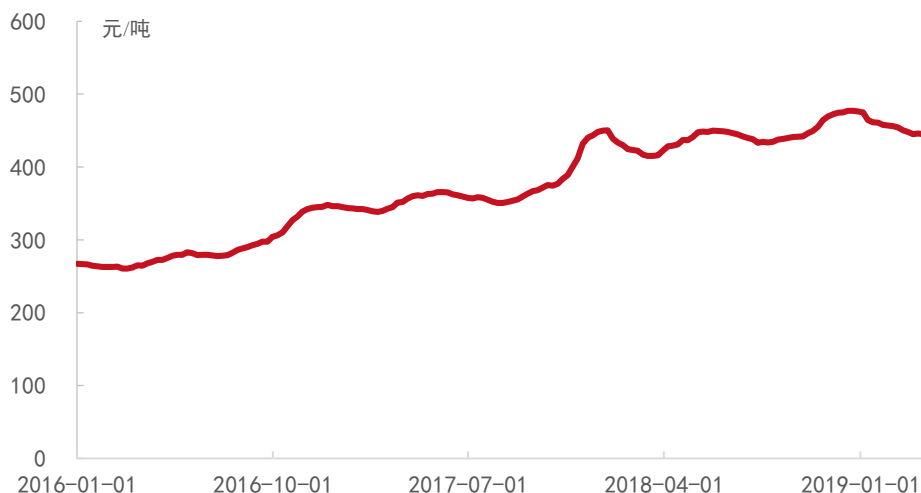
¹ 2014-2017年熟料设计总产能、2014-2016年熟料产量及产量增速来自Wind，2018年熟料设计总产能及熟料产量来自工信部，水泥产量为国家统计局年度数据，其余数据以上述数据为基础自行计算，其中2017年熟料产量=2017年水泥产量/SUM(i年水泥产量/i年熟料产量)/5；i=2012, 2013, 2014, 2015, 2016。

展仍需产能去化。

供需格局改善推动我国水泥价格及行业经济效益持续提升，短期内受供需关系作用仍有望提升，但涨幅将收窄

一方面，2018年我国房地产开发投资提速对冲基础建设投资失速下滑影响，稳定了水泥需求；另一方面，错峰生产、环保及企业协同限产等多因素限制水泥产能释放，2018年我国水泥产量继续下降；供需格局改善推动2018年我国水泥价格持续上涨。以42.5级普通散装水泥为例，2018年均价为452.29元/吨，同比上涨23.67%。2019年1季度，水泥行业价格受淡季影响虽有所回落，但仍高于2018年同期水平。

图3 2016年以来我国水泥价格走势（普通水泥:42.5级散装）



注：注：数据取自省、自治区省会及直辖市42.5级散装普通水泥价格均值，未包含拉萨水泥价格，下同。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

得益于水泥市场供需格局改善、价格上涨，2018年我国水泥行业经济效益明显提升。根据中华人民共和国工业和信息化部数据，2018年我国规模以上水泥企业实现主营业务收入8,823亿元，同比增长25%；利润1,546亿元，同比增长114%。随着水泥价格高位运行、房地产投资同比大幅增长以及基建投资环比提升，2019年1季度水泥行业经济效益进一步提升，根据国家发改委数据，2019年1季度我国水泥行业营业收入1,798亿元，同比增长20.7%；利润总额246.8亿元，同比增长38.8%。

整体而言，2018年水泥供需格局改善推动水泥价格持续上涨、行业经营效益明显提升。但考虑到下游需求增长乏力，产能置换及环保达标推动合格产能占比提升、后续产能去化空间有限，2018-2019年冬季部分省市停窑时间缩短或实行差异化错峰生产，其衍生的公平问题以及水泥价格处于高位将弱化企业协同、刺激水泥产能释放，加之水泥进口对其价格上涨的抑制作用，预计2019年我国水泥价格及行业经济效益在下游需求低速增长、供给

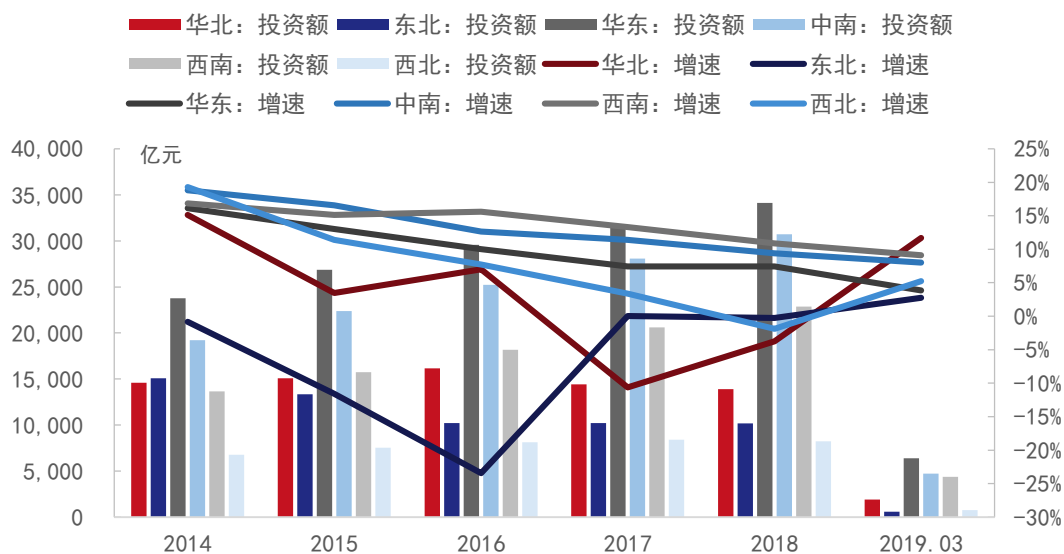
略有增加共同作用下有望保持提升，但涨幅将收窄。

随着华东、中南及西南地区水泥产量占比提升以及“南北”水泥价差扩大，我国水泥行业“南强北弱”形势进一步加强

水泥行业区域性特征较为明显，受区域²投资水平及增速、产能过剩程度、市场集中度以及生产成本等多因素叠加影响，2018年我国水泥价格及行业经济效益仍维持“南强北弱”状态。

投资方面，受“去杠杆”政策影响，2018年我国各区域投资增速整体趋于下降，具体来看，华东及中南地区经济发展水平较高，人口众多且吸附能力强，西南地区高投资拉动区域经济高速增长，基建及房地产投资需求旺盛，2018年投资规模及增速均保持较高水平；华北、西北及东北地区受地广人稀、经济体量较小且增长乏力等因素影响投资规模及增速均较低，其中固定资产投资均呈负增长状态。

图 4 我国各区域固定资产投资均值及同比增长情况

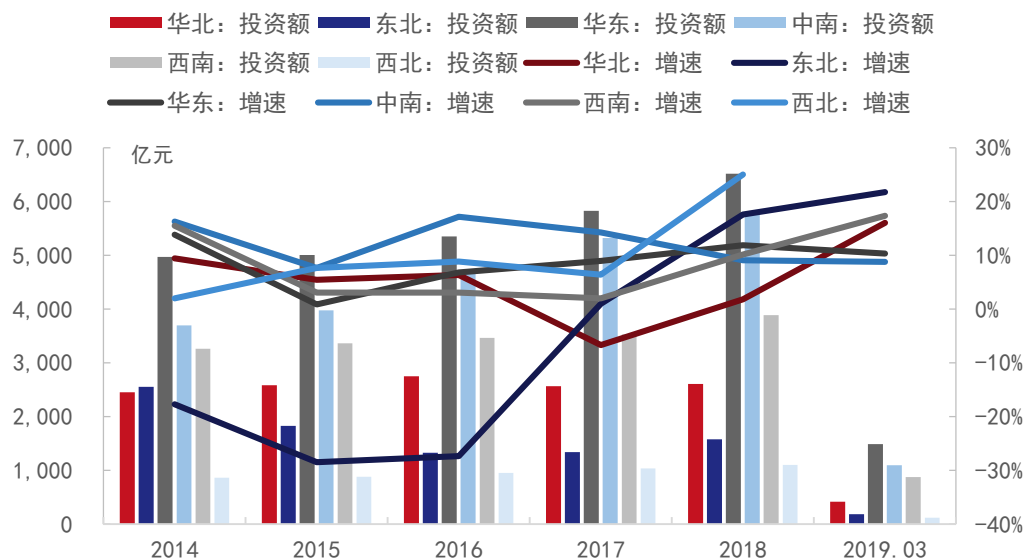


注：投资额左轴，投资增速右轴，图 5 同。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

² 水泥行业的区域主要分为华东（上海、江苏、浙江、安徽、江西、福建和山东）、中南（河南、湖北、湖南、广东、广西、海南）、西南（重庆、四川、贵州、云南）、华北（北京、天津、河北、山西和内蒙古）、西北（陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆和西藏）和东北（辽宁、吉林和黑龙江）六个区域。

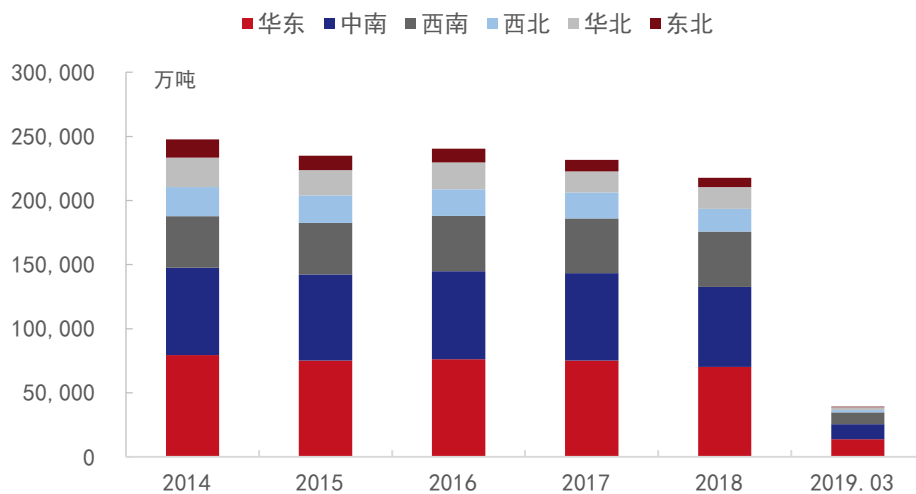
图 5 我国各区域房地产开发投资均值及同比增长情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

供给方面,由于华东、中南及西南地区经济总量较大,随着该区域投资保持较快增长,2018年该区域水泥产量在全国水泥产量中占比进一步提升,当年华东、中南及西南地区水泥产量合计为12.32亿吨,占当年全国水泥产量的比重为80.78%,较2017年提高0.47个百分点。而投资需求不足导致“三北”地区水泥产量仍处于较低水平。

图 6 我国各区域水泥产量情况

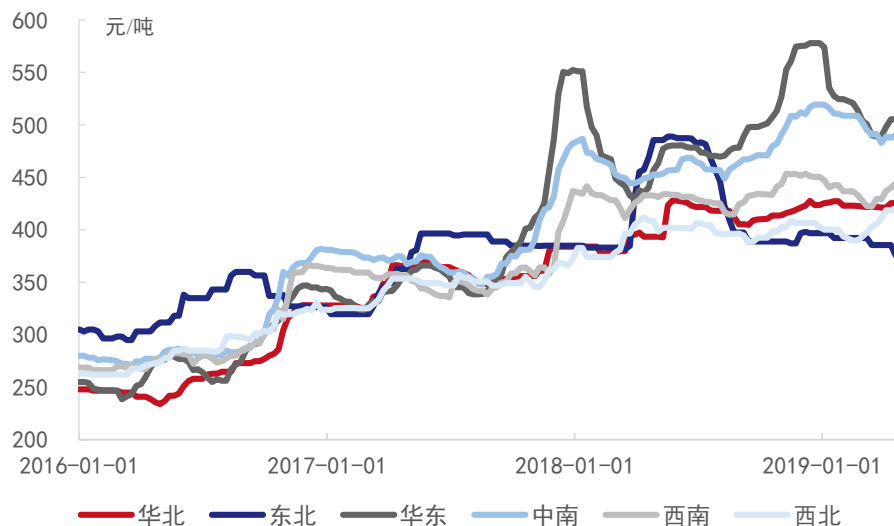


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

受供需格局改善程度差异化、水泥产能过剩不一、市场集中度不同等因素叠加影响,2018年华东、中南及西南地区水泥价格涨幅居前,随着西南地区水泥价格超越东北,华东、中南及西南水泥价格已全面领先。由于华东、中南及西南地区水泥产量占比提升以及“南

北”价差扩大，2018年水泥行业盈利能力“南强北弱”形势加强。

图 7 2016 年以来分区域水泥价格走势（普通水泥:42.5 级散装）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体来看，随着华东、中南及西南地区水泥产销量占比提升以及价差扩大，我国水泥行业“南强北弱”形势进一步加强。

2018年煤炭价格中枢有所下移，但整体仍维持高位，未来仍需关注政策调整、供需变化等不确定因素导致煤炭价格波动对水泥企业生产成本的传导作用

水泥行业生产成本主要包括煤、电等能源成本、石灰石原材料成本以及折旧和物流等成本，其中煤、电等能源成本和石灰石原材料成本约占水泥生产成本的70%左右。我国水泥企业大多分布在矿山资源丰富的区域，石灰石自给率普遍较高，煤炭及电力等原燃料主要通过外购，此外，多数水泥企业通过低温余热发电降低外购电力比例进而降低生产成本，但电力外购部分的价格主要受政策因素影响，水泥企业议价能力较差。

我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、水泥等行业。受益于行业供给侧改革，2016年下半年以来煤炭价格大幅回升，其中环渤海动力煤价格由2016年初的371元/吨最高涨至11月的607元/吨，涨幅高达63.61%，之后价格维持在高位。其中，2017年环渤海动力煤价格在562元/吨~606元/吨之间波动，2018年在567元/吨~578元/吨之间波动，2018年价格中枢较2017年有所下移，但整体仍维持在高位。从2016年实行供给侧改革以来，经过三年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，中证鹏元预计中短期内煤炭价格仍有望维持高位，但价格中枢或有下移，动力煤价格有望在绿色区间（500元/吨~570元/吨）内波动，同时需关注政策调整、供需变化等不确定因素对煤炭价格产生的影响。

图 8 2016 年以来我国环渤海动力煤(Q5500K) 综合平均价格指数

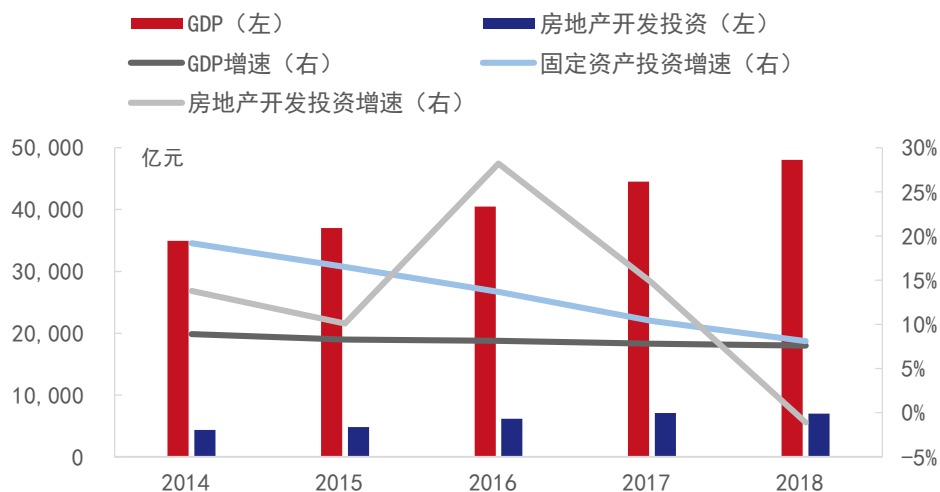


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018年河南省及辽宁省受水泥供需格局改善影响，水泥价格均有所上涨，但需关注河南省水泥下游需求放缓以及辽宁省水泥市场分散对区域水泥供需关系及价格产生的不利影响

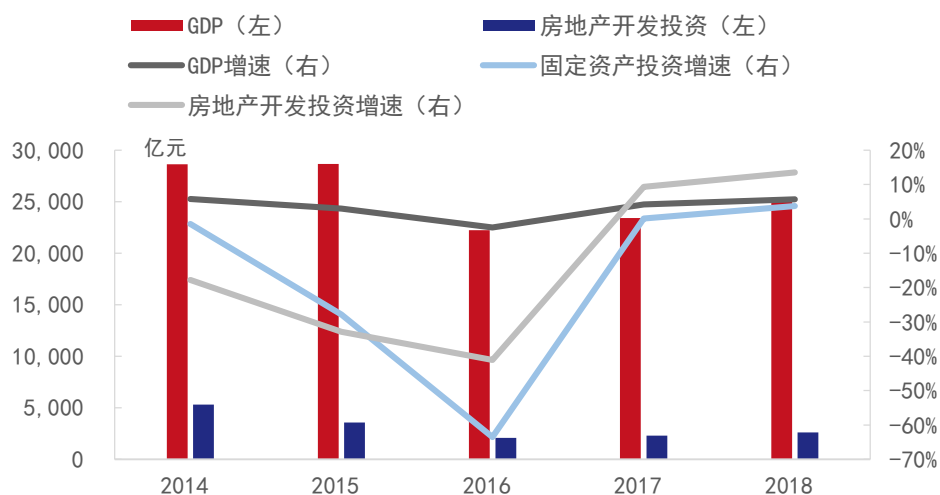
2018年河南省经济发展速度及投资增速均放缓、房地产开发投资下滑，当年河南省实现地区生产总值48,055.86亿元，同比增长7.6%，较2017年下降0.2个百分点；固定资产投资增速同比下降2.3个百分点至8.1%；完成房地产开发投资7,015.47亿元，同比下降1.1%，系近年首次出现下滑。2018年辽宁省GDP、投资继2017年止跌回升后继续保持加速增长，当年实现地区生产总值25,315.40亿元，同比增长5.7%，较2017年提高1.5个百分点；固定资产投资增速同比提高3.6个百分点至3.7%；完成房地产开发投资2,599.27亿元，同比增长13.5%，较2017年提高4.2个百分点。

图 9 近年河南省经济与投资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

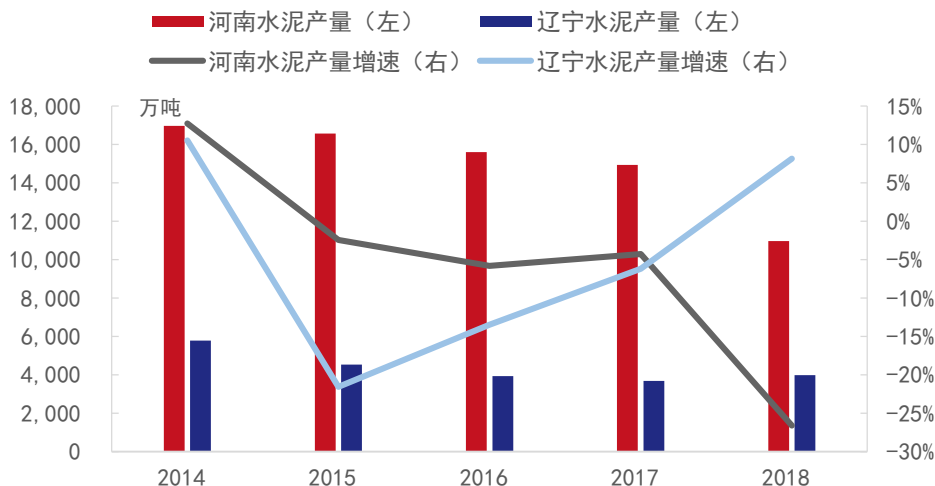
图 10 近年辽宁省经济与投资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

随着错峰生产、环保限产等供给侧改革措施的持续推进以及河南省投资趋缓尤其房地产投资下滑，2018年河南省生产水泥10,964.97万吨，同比下降26.60%。由于经济及投资持续回升推动下游需求增长，以及辽宁省市场较为分散、水泥价格上涨刺激产能释放，2018年辽宁省生产水泥3,989.56万吨，同比增长8.17%。

图 11 近年河南省及辽宁省水泥产量



资料来源：Wind，中证鹏元整理

在供给侧改革限制产能释放、产量下降明显作用下，2018年河南省水泥市场供需格局改善推动价格延续上涨态势，虽然1季度以来淡季价格回调，但较2017年仍持续高位运行，以郑州市42.5散装普通水泥价格为例，价格最高上涨至2018年底的572元/吨，全年均价为469.98元/吨，同比增长16.93%。随着旺季到来，2018年4月辽宁省水泥价格启动上涨，沈阳市42.5散装普通水泥价格最高上涨至2018年6月的457元/吨，但受市场分散、产能快速释放影响，2018年8月开始价格大幅下降至363元/吨，后续持续盘整，从全年情况来看，沈阳市42.5散装普通水泥均价为385元/吨，同比上涨17.06%。

图 12 近年郑州及沈阳水泥价格走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

综合来看，2018年河南省水泥产能释放受抑制、产量明显下降，辽宁省经济及投资明

显持续好转等均推动区域水泥供需格局改善、水泥价格上涨，但河南省投资增速放缓、房地产投资下滑，辽宁省水泥市场分散、竞争相对激烈，未来关注其对区域水泥市场供需关系及价格产生的不利影响。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，收入仍主要来自水泥及熟料的生产与销售。随着公司所在区域水泥价格进一步上涨，2018年公司实现主营业务收入100.04亿元，同比增长13.47%。得益于水泥及熟料价格上涨推动其毛利率提高，2018年公司主营业务毛利率提高1.76个百分点至33.96%。2019年1季度公司实现主营业务收入17.64亿元，主营业务毛利率为33.45%。

表 1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1季度		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
水泥	168,854.87	33.12%	914,170.66	33.50%	815,680.38	31.35%
熟料	4,375.89	24.65%	70,983.81	34.30%	46,750.69	32.85%
其他	3,178.24	62.87%	15,269.37	60.35%	19,211.44	66.82%
合计	176,409.00	33.45%	1,000,423.85	33.96%	881,642.50	32.20%

注：其他主要包括销售的矿渣微粉、骨料、石灰石、助磨剂等收入。

资料来源：公司2018年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司是国家重点支持的12家大型水泥企业集团之一，水泥及熟料在河南省及辽宁省具有规模优势，受供给侧改革及河南省水泥需求放缓影响，公司水泥及熟料产量及产能利用率下降，水泥产能利用率低

公司是国家重点支持的12家大型水泥企业集团之一，是河南省重点扶持的建材（水泥）生产企业、工信部确定的中部水泥行业兼并重组五大龙头企业之一，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。2018年以来公司熟料生产线及水泥磨机数量未发生变化，但根据产品结构及设备运行情况对部分产能数据进行调整，截至2019年3月末，公司拥有20条熟料生产线，熟料设计产能2,842.5万吨/年，水泥磨机59台，水泥产能5,668万吨/年，分布在河南、辽宁、安徽以及天津地区，其中位于河南省内的熟料及水泥产能分别为1,859万吨/年和3,558万吨/年，辽宁省内熟料及水泥产能分别为835万吨/年和1,670万吨/年，在该两省份具有规模优势。

表 2 截至 2019 年 3 月末公司水泥及熟料产能分布情况

地区	生产线数量		设计产能（万吨/年）			
	熟料（条）	磨机（台）	熟料	占比	水泥	占比
河南	12	36	1,859	65.40%	3,558	62.77%
辽宁	7	19	835	29.38%	1,670	29.46%
安徽	1	2	148.5	5.22%	200	3.53%
天津	0	2	0	0.00%	240	4.23%
合计	20	59	2,842.5	100.00%	5,668	100.00%

注：公司根据产品结构调整及设备运行情况，2018 年对部分产能数据进行调整。

资料来源：公司提供

受河南省下游需求放缓、错峰生产及环保限产等供给侧改革措施影响，2018 年公司熟料及水泥产量均有所下降，当年公司分别生产熟料及水泥 2,136.43 万吨和 2,923.23 万吨，同比分别下降 3.46% 和 3.23%，产能利用率分别下降至 75.16% 和 51.57%，产能利用率仍处于较低水平。受冬季错峰生产影响，2019 年 1 季度公司熟料及水泥产量分别为 357.62 万吨和 475.20 万吨，产能利用率分别下降至 50.33% 和 33.54%。

表 3 公司水泥及熟料生产情况

产品	项目	2019 年 1 季度	2018 年	2017 年
水泥	产能（万吨/年）	5,668.00	5,668.00	5,663.00
	产量（万吨）	475.20	2,923.23	3,020.91
	产能利用率	33.54%	51.57%	53.34%
熟料	产能（万吨/年）	2,842.50	2,842.50	2,893.00
	产量（万吨）	357.62	2,136.43	2,212.94
	产能利用率	50.33%	75.16%	76.49%

注：2019 年 1 季度产能利用率经过年化处理。

资料来源：公司提供

供给侧改革推动公司水泥熟料价格保持上涨、主业盈利能力进一步增强，同时客户集中度低有利于分散经营风险，但需关注河南省水泥下游需求放缓及辽宁省市场分散对区域水泥供需关系及价格、公司经营业绩产生的不利影响

由于需求放缓、错峰生产及环保限产导致公司中部区域（包含河南和安徽）水泥及熟料产量下降，2018 年公司水泥销量同比下降 2.70%；熟料销量同比增长 39.87%，主要系东北地区熟料对南方市场销量增加所致。由于错峰生产及环保限产等措施改善水泥供需关系，2018 年公司水泥及熟料销售均价同比分别上涨 15.18% 和 8.56%。

表 4 公司水泥及熟料产销情况

产品	项目	2018 年	2017 年
水泥	产量（万吨）	2,923.23	3,020.91
	销量（万吨）	2,940.65	3,022.13
	销售均价（元/吨）	310.87	269.90
	产销率	100.60%	100.04%
熟料	产量（万吨）	2,136.43	2,212.94
	销量（万吨）	263.78	188.59
	销售均价（元/吨）	269.11	247.89
	产销率	12.35%	8.52%

资料来源：公司提供

区域方面，公司在中部区域产能布局规模较大且中部市场供需格局相对较好，2018年该区域收入占比及毛利率保持较高水平，同时随着水泥价格上涨，公司中部区域收入同比增长9.97%至74.86亿元，毛利率提高1.27个百分点至35.78%。东北区域（包含辽宁及天津）受益需求改善推动量价齐升，2018年该区域收入同比增长25.34%至25.18亿元，毛利率提高4.20个百分点至28.56%。

表 5 公司主营业务收入及毛利率分区域情况（单位：万元）

分区域	2018 年			2017 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
中部区域	748,606.29	35.78%	74.83%	680,730.58	34.51%	77.21%
东北区域	251,817.56	28.56%	25.17%	200,911.92	24.36%	22.79%
合计	1,000,423.85	33.96%	100.00%	881,642.50	32.20%	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司主要客户主要为交通、水利等基建类工程公司及下游混凝土公司，客户关系相对稳定。2018年公司前5大客户销售收入占主营业务收入的比重为6.34%，集中度较低，有利于分散经营风险。

表 6 公司前五大客户情况（单位：万元）

时间	客户	金额	占主营业务收入比重
2018 年	中国中铁股份有限公司	12,910.93	1.29%
	中国铁建股份有限公司	7,329.94	0.73%
	无锡海螺水泥销售有限公司	27,410.55	2.74%
	郑州宇恒供应链管理有限公司	8,754.98	0.88%
	漯河市金海岸混凝土有限公司	7,063.06	0.71%
	合计	63,469.46	6.34%
2017 年	中国中铁股份有限公司	50,587.63	5.74%

无锡海螺水泥销售有限公司	12,138.23	1.38%
营口金地球水泥有限公司	9,743.50	1.11%
大连凯立矿业有限公司	7,320.66	0.83%
商丘中信混凝土搅拌有限公司	5,925.10	0.67%
合计	85,715.14	9.72%

资料来源：公司提供

整体来看，得益于供给侧改革改善水泥供需关系，2018年公司水泥及熟料价格保持上涨，推动公司水泥及熟料分别实现营业收入91.42亿元和7.10亿元，同比分别增长12.07%和51.83%；毛利率分别提高2.15和1.45个百分点至33.50%和34.30%，主业盈利能力增强，同时公司客户集中度较低，有利于分散经营风险。但需关注的是，2018年河南省投资增速放缓、房地产投资下滑，辽宁省水泥市场分散，不利于水泥价格维持高位运行，未来需关注上述因素对区域水泥供需及价格、公司经营业绩产生的不利影响。

公司石灰石完全自给，但煤炭价格上涨及混合材价格波动增加了公司成本控制压力

原材料方面，公司拥有的14个熟料生产基地均拥有自备矿山，石灰石能够满足公司自身熟料生产需求，石灰石自给率达100%，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%。目前公司需采购的原材料以煤炭和电力为主，随着煤炭价格上涨及采购量增加，2018年公司煤炭采购金额占当年采购总金额的比重提高至50.87%。随着水泥及熟料产量下降，2018年公司电力采购量同步下降，电力采购价格未发生变化。混合材受种类多、价格参差不齐影响价格波动较大，当年混合材采购均价下降至63.25元/吨。

表 7 公司原材料采购情况（单位：万吨、万千瓦时、元/吨、元/千瓦时、万元）

时间	项目	数量	均价	金额	占比
2018 年	煤炭	310.53	692.17	214,936.14	50.87%
	电力	167,164.02	0.51	84,942.70	20.11%
	石灰石	2,988.91	20.70	61,876.62	14.65%
	硫酸渣	42.43	76.54	3,247.26	0.77%
	石膏	174.18	58.84	10,247.76	2.43%
	混合材	509.65	63.25	32,234.01	7.63%
	其他材料	-	-	15,001.57	3.55%
2017 年	煤炭	304.66	651.62	198,522.12	46.18%
	电力	171,704.64	0.51	88,223.14	20.52%
	石灰石	3,057.56	19.64	60,044.79	13.97%
	硫酸渣	45.59	73.73	3,361.24	0.78%
	石膏	161.96	60.43	9,786.97	2.28%
	混合材	742.58	78.53	58,316.90	13.57%
	其他材料	-	-	11,613.23	2.70%

注：石灰石是公司自采，由于公司将石灰石作为材料进行核算，所以统计在采购项目中。

资料来源：公司提供

生产能耗方面，2018年公司熟料电耗同比有所减少，熟料煤耗增加主要系受煤炭价格上涨影响，公司为降低生产成本购置部分发热量低的煤炭与发热量高的煤炭掺和使用；水泥粉磨电耗增加主要系产品结构调整导致耗电量低的32.5型号水泥产量占比下降所致。2018年公司低温余热发电6.89亿度，同比变化不大。

表 8 公司能耗及电力自给情况

项目	2018年	2017年
熟料电耗（千瓦时/吨）	57.06	57.43
熟料煤耗（千克/吨）	138.90	136.80
水泥粉磨电耗（千瓦时/吨）	33.36	32.92
低温余热发电量（万千瓦时）	68,934.42	68,566.02

资料来源：公司提供

骨料业务丰富了公司收入来源，同时在建项目如完工投产将有助于增厚公司业绩，但目前该业务规模较小，在建项目收益存不及预期可能性

在传统水泥业务基础上，公司计划拓展骨料线、城市垃圾处理以及危废品处理等项目。骨料线分布在公司矿山周边，取料自公司矿山产生的废矿，生产的砂石骨料供应周边100公里以内的客户。公司运营项目包括卫辉、光山、新登及荥阳骨料线，骨料业务丰富了公司收入来源，但目前该业务收入规模较小。

表 9 公司骨料线运营情况（万吨/年、万吨、元/吨、万元）

项目名称	规划产能	2018年				2017年			
		产量	销量	价格	收入	产量	销量	价格	收入
卫辉骨料线	-	37.01	39.35	39.64	1,559.60	77.78	112.70	33.29	3,752.19
光山骨料线	150	153.97	119.44	46.62	5,567.72	177.54	147.21	44.52	6,554.15
新登骨料线	100	130.94	129.31	49.31	6,375.62	64.31	57.40	26.80	1,538.52
荥阳骨料线	150	32.60	29.41	41.85	1,230.90	48.93	55.97	30.98	1,733.95

注：1. 新登骨料线系 2017 年新建，2018 年设计产能增至 100 万吨/年；卫辉骨料线系原有的矿石生产线可以部分对外销售；荥阳骨料线设计产能 150 万吨/年，实际产能 120 万吨/年；

2. 卫辉、光山及荥阳骨料线受环保检查力度加大影响，骨料产量下降、价格上涨；

3. 光山骨料线部分骨料自用，产销量有差异。

资料来源：公司提供

在建项目方面，公司在建项目主要包括荥阳年产600万吨的建筑骨料及机制砂生产线、萧县年产220万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目、南召年产220万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目和禹州年产200万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目，计划总投资7.89亿元，截至2019年3月末已完成投资3.66亿元。在建项目如顺利

完工将有助于增厚公司业绩，但需关注项目进度或市场环境变化导致盈利不及预期的可能性。

表 10 截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	产能规划	计划总投资	已投资	预计投产期
荥阳骨料生产线	年产 600 万吨的建筑骨料及机制砂生产线	49,600.00	32,121.22	2019.07
萧县骨料生产线	年产 220 万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目	12,858.00	1,983.50	2019.10
南召骨料生产线	年产 220 万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目	8,854.00	1,431.00	2019.10
禹州骨料生产线	年产 200 万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目	7,600.00	1,076.21	2019.09
合计		78,912.00	36,611.93	-

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年、2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年8月公司将天瑞集团信息科技有限公司股权转让由天瑞集团代持，由于公司对其实际控制，仍纳入合并报表范围，截至2018年12月31日，公司纳入合并报表范围的子公司共35家。

资产结构与质量

公司资产流动性有所改善，但仍以非流动资产为主，且规模较大的应收款项对营运资金形成占用，加之受限资产规模较大，整体资产流动性仍一般

得益于盈利水平提升，2018年末公司资产总额同比增长5.97%至264.43亿元，同时资产流动性得到改善，当年末流动资产占总资产的比重提高5.62个百分点至46.63%，但公司资产仍以非流动资产为主。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款及存货。由于公司实现盈利并较好回笼资金以及建信金融资产投资有限公司（以下简称“建信金融”）投资20.00亿元对公司下属子公司增资扩股，2018年末公司货币资金增至59.94亿元，同比增长44.64%，其中主要包括银行存款32.30亿元和其他货币资金27.63亿元。随着收入增长，2018年末公司应收票据及应收账款增至4.51亿元，其中应收票据1.30亿元，均

为银行承兑汇票，应收账款总额3.39亿元，账龄2年以上占比24.36%；应收账款前五名应收金额合计0.44亿元，占其总额的比重为12.98%；剔除坏账准备后，公司应收账款账面价值3.21亿元。公司预付款项主要为预付熟料、原煤、备品备件等原材料采购款及工程款，2018年末账面价值20.12亿元，其中账龄1年以内12.13亿元，占比60.28%；2年以上5.19亿元，占比25.81%；预付款项前五名预付金额12.77亿元；2019年3月末公司预付款项增加至23.19亿元。公司其他应收款主要为股权、矿山收购款及往来款等，受并购款增加影响，2018年末公司其他应收款总额增至29.44亿元，其中2年以内应收金额28.42亿元，占比96.56%；其他应收款前五名应收金额20.11亿元（详见表12），剔除坏账准备后，2018年末公司其他应收款账面价值29.13亿元；考虑到公司其他应收款规模较大，未来需关注款项回收风险。2018年末公司存货账面价值8.94亿元，主要包括原材料6.34亿元及库存商品2.40亿元。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	59.58	22.36%	59.94	22.67%	41.44	16.61%
应收票据及应收账款	5.27	1.98%	4.51	1.71%	3.71	1.49%
预付款项	23.19	8.70%	20.13	7.61%	21.36	8.56%
其他应收款	27.75	10.41%	29.13	11.02%	25.22	10.11%
存货	9.71	3.64%	8.94	3.38%	9.79	3.92%
流动资产合计	125.51	47.10%	123.29	46.63%	102.34	41.01%
长期股权投资	2.70	1.01%	2.70	1.02%	2.64	1.06%
固定资产	93.85	35.22%	95.55	36.14%	101.50	40.68%
在建工程	7.28	2.73%	6.66	2.52%	5.97	2.39%
无形资产	15.87	5.96%	15.49	5.86%	15.85	6.35%
商誉	4.10	1.54%	4.10	1.55%	4.10	1.64%
长期待摊费用	15.45	5.80%	15.02	5.68%	15.56	6.23%
非流动资产合计	140.97	52.90%	141.14	53.37%	147.19	58.99%
资产总计	266.48	100.00%	264.43	100.00%	249.53	100.00%

资料来源：公司2018年审计报告级未经审计的2019年1季度财务报表，中证鹏元整理

表 12 截至2018年末公司其他应收款前五名情况（单位：万元）

应收对象	款项性质	应收金额
河南省瑞象物资贸易有限公司	并购款	99,000.00
平顶山市瑞平煤电有限公司	并购款	53,000.00
中原大易科技有限公司	并购款	39,000.00

大连三和能源有限公司 ³	并购前股东款项	5,079.220
汪爱敏	并购款	5,000.00

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、商誉及长期待摊费用。2018年末公司长期股权投资2.70亿元，均系对天瑞集团财务有限责任公司投资。公司固定资产主要系生产经营用房屋、厂房、机器设备及运输设备等，2018年末受当年折旧影响账面价值减至95.55亿元。公司在建工程主要系水泥熟料生产线技改工程和砂石骨料生产线工程，随着建设投入，2018年末账面价值增至6.66亿元。公司无形资产主要为土地使用权和矿山开采权，2018年末账面价值随摊销减少至15.49亿元。公司商誉主要系收购子公司所产生，2018年末账面价值4.10亿元。公司长期待摊费用主要是矿山开采准备费用，按矿山预计使用年限进行摊销，2018年末账面价值减至15.02亿元。

受限资产方面，2018年末公司所有权受到限制的资产合计78.26亿元，其中包括12.83亿元货币资金作为信用证保证金、银行承兑汇票保证金、保函保证金及定期存款使用受限，账面价值11.66亿元的土地及房产、19.66亿元的机械设备、2.31亿元的其他固定资产（含运输设备及电器设备）及0.54亿元的采矿权用于借款抵质押，账面价值31.25亿元的子公司股权用于借款及银行承兑汇票质押。

整体来看，公司流动资产及货币资金在总资产中占比提升，资产流动性有所改善，但仍以生产经营用非流动资产为主，同时规模较大的其他应收款及预付款项对营运资金形成一定占用，加之受限资产规模较大，整体资产流动性仍一般。

资产运营效率

公司资金周转效率表现良好，资产运营效率提高

得益于公司主业收入提升及回款情况良好，2018年公司应收票据及应收账款周转天数同比减少2.38天；同期公司存货周转效率亦有所加快，当年存货周转天数同比减少1.59天。受票据结算供应商款项规模增加影响，2018年公司应付票据及应付账款周转天数增加2.53天。综合来看，2018年公司净营业周期缩短至-23.64天，公司资金周转效率进一步提高。得益于收入增长，2018年公司流动资产、固定资产及总资产周转效率均有所提高。

³ 应收大连三和能源有限公司款项系公司收购大连天瑞金海岸水泥有限公司和海城市第一水泥有限公司时，根据公司与被收购公司原股东签订的股权转让协议约定，并购之日前的债权债务由被收购公司原股东承担，因此形成的应收款项。

表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年
应收票据及应收账款周转天数	14.66	17.04
存货周转天数	50.62	52.21
应付票据及应付账款周转天数	88.92	86.39
净营业周期	-23.64	-17.14
流动资产周转天数	402.21	404.03
固定资产周转天数	351.26	400.04
总资产周转天数	916.17	997.03

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受益于水泥及熟料价格上涨，2018年公司主业盈利能力进一步增强

受益于水泥及熟料价格上涨，2018年公司实现营业收入100.98亿元，同比增长14.00%，综合毛利率同比提高1.83个百分点至34.04%。随着收入提高，2018年公司期间费用率同比下降1.30个百分点至16.07%，同年公司获得增值税返还3.83亿元，计入其他收益。综合来看，受收入增长、综合毛利率提高、期间费用率下降以及增值税退税增加叠加影响，2018年公司实现营业利润20.17亿元，同比增长36.44%，营业利润率提高3.28个百分点至19.97%；利润总额同比增长34.82%至20.16亿元，总资产报酬率提高1.86个百分点至11.00%；净利润为15.02亿元，同比增长34.17%，净资产收益率同比提高1.99个百分点。2019年1季度，得益于营业收入及毛利率同比提高、增值税退税增加以及期间费用率下降，当期公司实现净利润1.86亿元，同比增长87.86%。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年 1 季度	2018 年	2017 年
营业收入	179,565.96	1,009,786.14	885,754.75
其他收益	7,280.36	38,307.28	32,664.54
营业利润	25,406.74	201,699.05	147,835.02
利润总额	25,432.85	201,647.50	149,569.23
净利润	18,635.11	150,246.19	111,981.49
综合毛利率	34.27%	34.04%	32.21%
期间费用率	22.26%	16.07%	17.37%
营业利润率	14.15%	19.97%	16.69%
总资产回报率	-	11.00%	9.14%
净资产收益率	-	12.25%	10.26%

营业收入增长率	44.80%	14.00%	42.93%
净利润增长率	87.86%	34.17%	224.46%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动净现金流表现良好，为投资及偿债提供有力支持

2018年公司净利润同比增长34.17%至15.02亿元，得益于此，当年公司FFO为32.22亿元，同比增长13.42%，主业现金生成能力增强。2018年末公司存货规模减少，同时随着水泥行业地位的提升，当年公司销售回款情况较好，加之增加供应商票据结算规模减少了现金支出，上述因素叠加影响对2018年营运资金占用减少3.73亿元，同比有所好转。综合来看，在主业盈利水平提高并较好转化为现金流入以及票据结算供应商货款规模增加共同作用下，2018年公司经营活动现金流表现良好，当年经营活动现金净流入35.94亿元，同比增长34.01%。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入规模较小，除购建固定资产、工程建设投入2.28亿元外，当年公司支付其他与投资活动有关的现金，主要系支付的承兑汇票保证金。筹资活动方面，2018年公司收到建信金融资产投资有限公司20.00亿元投资款，除此外公司筹资活动现金流入主要来自银行等金融机构借款。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息，2018年公司筹资活动现金净流出15.16亿元。

2019年1季度公司经营活动现金净流入3.32亿元，投资及偿债分别净流出5.92亿元和2.76亿元。整体来看，公司经营活动净现金流表现良好，为投资及偿债提供有力支持。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年1季度	2018年	2017年
净利润	18,635.11	150,246.19	111,981.49
非付现费用	22,468.40	89,891.27	91,806.09
非经营损益	28,424.21	82,039.07	80,274.58
FFO	69,527.72	322,176.53	284,062.16
营运资本变化	-36,345.91	37,250.89	-15,850.23
其中：存货减少	-7,712.57	8,517.88	-14,691.37
经营性应收项目的减少	-16,465.54	-13,211.01	-17,904.18
经营性应付项目的增加	-12,167.80	41,944.02	16,745.32
经营活动产生的现金流量净额	33,181.81	359,427.41	268,211.93
投资活动产生的现金流量净额	-59,196.61	-151,200.72	-29,384.82
筹资活动产生的现金流量净额	-27,568.41	-151,576.27	-213,153.23

现金及现金等价物净增加额	-53,583.25	56,650.52	25,673.77
--------------	------------	-----------	-----------

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，但盈利水平提升、现金流表现良好及资产流动性改善提高了公司财务安全性

2018年末公司负债总额略增长至134.70亿元，利润累积推动公司所有者权益同比增长12.20%至129.73亿元，产权比率下降11.98个百分点至103.84%，所有者权益对负债的保障能力有所提高。随着利润累积，2019年3月末公司产权比率进一步下降至102.50%

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	1,348,870.01	1,347,033.76	1,339,094.19
所有者权益	1,315,920.90	1,297,263.84	1,156,231.39
产权比率	102.50%	103.84%	115.82%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

公司债务结构虽有所改善，2019年3月末流动负债占总负债的比重下降至48.20%，主要包括短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款及一年内到期的非流动负债。2018年末公司短期借款34.45亿元，主要包括抵押借款18.19亿元、保证借款9.31亿元和质押借款6.45亿元，2019年3月末随部分债务偿还减少至25.80亿元。随着票据结算供应商货款规模增加，2018年末公司应付票据及应付账款余额18.99亿元，其中应付票据5.89亿元，应付账款13.10亿元，主要为应付工程款、材料及备件款、电费等，账龄1年以内10.73亿元、1-2年1.18亿元。公司预收款项主要为预收水泥及熟料货款，2018年末余额3.99亿元，其中1年以内3.84亿元。公司应交税费主要系应交企业所得税及增值税，随利润水平提高，2018年末公司应交税费增长至4.96亿元，其中企业所得税4.44亿元，增值税0.30亿元。随往来借款及应付利息减少，2018年末公司其他应付款减少至6.50亿元，主要为往来款、保证金及应付利息，2019年3月末进一步减少至5.31亿元。2018年末公司一年内到期的非流动负债6.24亿元，包括一年内到期的应付债券1.06亿元⁴和一年内到期的长期借款5.19亿元。

⁴ 根据偿债计划安排，本期债券 2019 年及 2020 年分别偿还未回售金额 21,135.20 万元的 50%。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	25.80	19.12%	34.45	25.57%	34.74	25.94%
应付票据及应付账款	19.80	14.68%	18.99	14.10%	13.91	10.39%
预收款项	3.93	2.91%	3.99	2.96%	3.34	2.49%
应交税费	4.82	3.57%	4.96	3.68%	3.13	2.34%
其他应付款	5.31	3.94%	6.50	4.83%	9.19	6.87%
一年内到期的非流动负债	4.57	3.39%	6.24	4.64%	28.61	21.37%
流动负债合计	65.02	48.20%	75.73	56.22%	93.57	69.87%
长期借款	26.09	19.34%	15.09	11.20%	6.69	5.00%
应付债券	20.31	15.06%	20.21	15.01%	30.00	22.40%
长期应付款	20.19	14.96%	20.39	15.14%	0.39	0.29%
非流动负债合计	69.87	51.80%	58.98	43.78%	40.34	30.13%
负债合计	134.89	100.00%	134.70	100.00%	133.91	100.00%
有息债务	103.56	76.77%	101.89	75.64%	100.04	74.70%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券及长期应付款。2018年末公司长期借款增至15.09亿元，其中包括保证借款11.14亿元、质押借款2.95亿元和抵押借款1.00亿元，2019年3月末进一步增至26.09亿元。随着本期债券2018年回售7.89亿元及1.06亿元转入一年内到期的非流动负债，2018年末公司应付债券余额20.21亿元，其中13天瑞水泥债19.16亿元、本期债券1.06亿元。2018年12月，建信金融与公司签订增资扩股协议，建信金融以20亿元向公司下属子公司天瑞集团汝州水泥有限公司、天瑞集团光山水泥有限公司、天瑞集团郑州水泥有限公司、大连天瑞水泥有限公司、卫辉市天瑞水泥有限公司增资扩股，投资期限4-5年不等，当月公司收到上述20亿元投资款，因工商变更发生在2018年后，且公司与建信金融相关后续协议仍未完成，故该款项列示于长期应付款，当年末公司长期应付款增至20.39亿元。

有息债务方面，2018年末公司包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及建信金融投资款在内的有息债务合计101.89亿元，其中2019-2022年分别需偿还46.58亿元、16.15亿元和20.00亿元。

表 18 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布情况（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
偿还金额	465,847	161,482	200,000	191,555.89

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，随着利润累积推动所有者权益增加，2018年末公司资产负债率下

降至50.94%。资产流动性改善及流动负债下降改善了公司短期偿债能力指标，2019年3月末公司流动比率与速动比率分别提高至1.93和1.78。受益于利润增长，公司EBITDA及其对有息债务本息的保障能力均有所提高，2018年公司EBITDA同比增长18.88%至37.29亿元，EBITDA利息保障倍数提高至4.47，年末有息债务及债务总额与当年EBITDA的比值分别下降至2.73和3.61。2018公司经营活动现金流表现良好，与当年末流动负债及负债总额的比值分别提高至0.47和0.27，对债务偿还的保障能力提升。

整体来看，公司有息债务规模仍较大，2019年3月末有息债务总额103.56亿元，占总负债的比重为76.77%，但公司资产流动性改善、盈利水平提升及经营活动净现金流表现良好提升了其财务安全性。

表 19 公司偿债能力指标

项目	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	50.62%	50.94%	53.66%
流动比率	1.93	1.63	1.09
速动比率	1.78	1.51	0.99
EBITDA（万元）	68,300.60	372,899.16	313,674.35
EBITDA 利息保障倍数	3.35	4.47	4.17
有息债务/EBITDA	15.16	2.73	3.19
债务总额/EBITDA	19.75	3.61	4.27
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.47	0.29
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.27	0.20

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，存在3笔已结清欠息，根据银行出具的说明，非公司原因所致；除此之外，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额合计10.45亿元，占期末净资产的比重为8.06%，被担保对象均为公司关联方且未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 20 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	有无反担保
天瑞旅游集团股份有限公司	57,500.00	2024/10/14	无
天瑞旅游集团股份有限公司	5,000.00	2019/05/09	无
天瑞旅游集团股份有限公司	10,000.00	2019/05/13	无
天瑞集团股份有限公司	2,000.00	2019/04/13	无
天瑞集团股份有限公司	5,000.00	2019/11/12	无
天瑞集团股份有限公司	2,000.00	2019/11/29	无
天瑞集团铸造有限公司	21,000.00	2019/09/16	无
天瑞集团铸造有限公司	2,000.00	2019/11/14	无
合计	104,500.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

公司是国家重点支持的12家大型水泥企业集团之一，水泥及熟料在河南省及辽宁省具有规模优势；得益于错峰生产及环保限产等供给侧改革措施，2018年公司水泥及熟料价格继续上涨，加之期间费用率降低及增值税返还增加，当年公司主业盈利能力增强，同时经营活动净现金流表现良好；流动性改善、盈利水平提升及良好的经营性净现金流提升了公司财务安全性。

同时中证鹏元也关注到，水泥行业仍面临产能过剩，辽宁省水泥市场分散不利于水泥价格高位运行以及2018年河南省水泥下游需求放缓；公司水泥及熟料产能利用率受河南省水泥下游需求放缓及供给侧改革限制产能释放影响继续下降，水泥产能利用率低；2018年末公司有息债务合计101.89亿元，占负债总额的比重为75.64%，有息债务规模仍较大；对外担保余额合计10.45亿元，占期末净资产的比重为8.06%，被担保对象均为公司关联方且未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

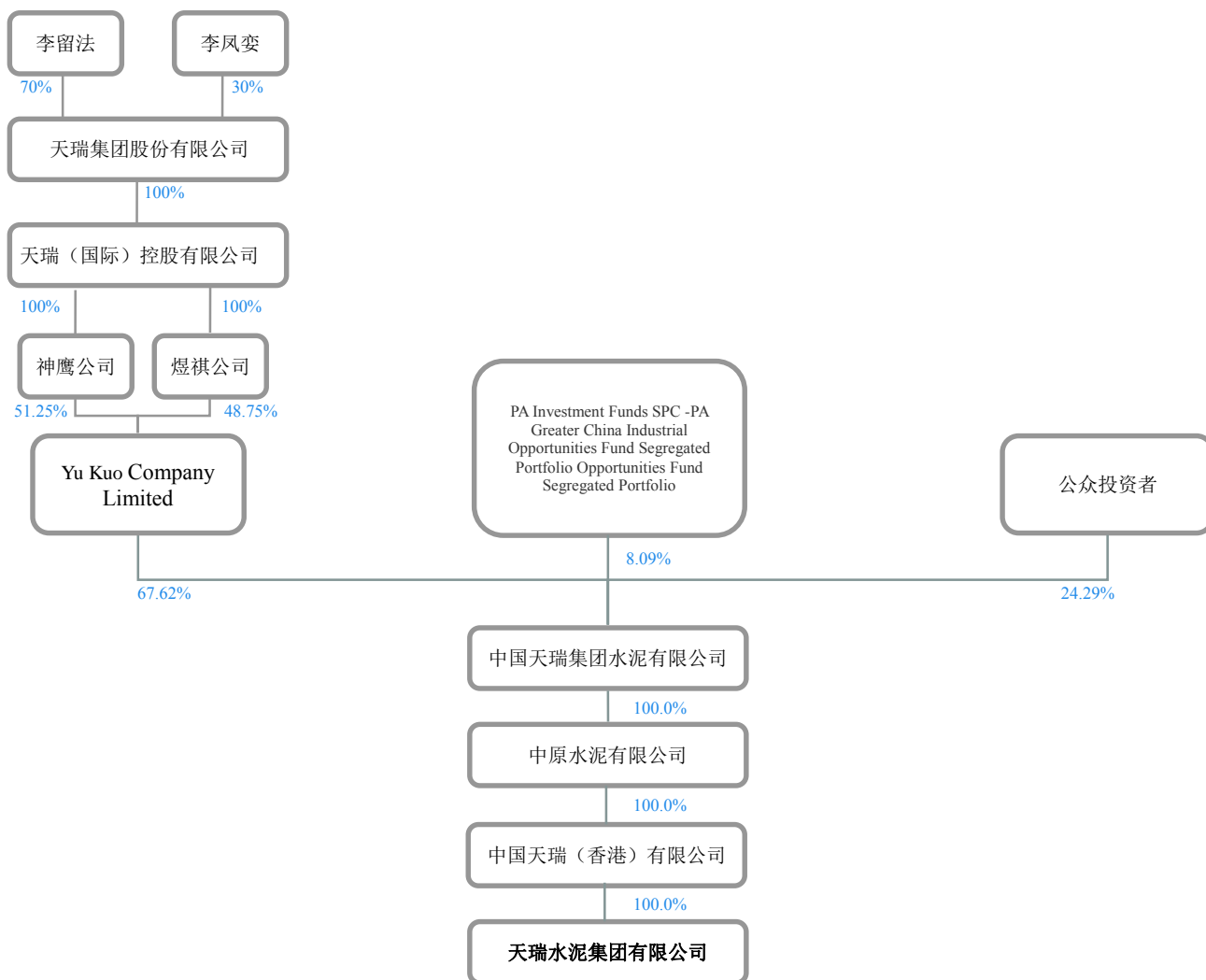
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	595,817.08	599,400.32	414,402.17	382,619.86
其他应收款	277,528.98	291,300.34	252,225.60	277,758.90
固定资产	938,536.83	955,529.07	1,014,993.56	953,551.70
资产总计	2,664,790.91	2,644,297.60	2,495,325.58	2,410,943.26
短期借款	257,950.00	344,470.00	347,350.00	424,909.40
应付票据及应付账款	198,030.98	189,936.87	139,123.54	149,062.27
一年内到期的非流动负债	45,668.27	62,446.61	286,118.37	44,500.00
长期借款	260,933.65	150,913.65	66,900.00	82,032.61
应付债券	203,137.78	202,124.63	300,000.00	550,000.00
长期应付款	201,853.05	203,885.17	3,894.00	4,839.17
负债合计	1,348,870.01	1,347,033.76	1,339,094.19	1,385,109.53
有息债务	1,035,593.01	1,018,884.89	1,000,368.37	1,104,328.13
所有者权益	1,315,920.90	1,297,263.84	1,156,231.39	1,025,833.73
营业收入	179,565.96	1,009,786.14	885,754.75	619,712.25
营业利润	25,406.74	201,699.05	147,835.02	19,525.43
净利润	18,635.11	150,246.19	111,981.49	34,513.28
经营活动产生的现金流量净额	33,181.81	359,427.41	268,211.93	182,346.46
投资活动产生的现金流量净额	-59,196.61	-151,200.72	-29,384.82	-7,809.11
筹资活动产生的现金流量净额	-27,568.41	-151,576.27	-213,153.23	-333,060.59
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收票据及应收账款周转天数（天）	-	14.66	17.04	25.76
存货周转天数（天）	-	50.62	52.21	64.42
应付票据及应付账款周转天数（天）	-	88.92	86.39	136.29
净营业周期（天）	-	-23.64	-17.14	-46.11
流动资产周转天数（天）	-	402.21	404.03	630.71
固定资产周转天数（天）	-	351.26	400.04	568.38
总资产周转天数（天）	-	916.17	997.03	1,477.32
综合毛利率	34.27%	34.04%	32.21%	27.44%
期间费用率	22.26%	16.07%	17.37%	24.49%
营业利润率	14.15%	19.97%	16.69%	3.15%
总资产回报率	-	11.00%	9.14%	5.20%
净资产收益率	-	12.25%	10.26%	3.50%
营业收入增长率	44.80%	14.00%	42.93%	-2.76%

净利润增长率	87.86%	34.17%	224.46%	7.05%
资产负债率	50.62%	50.94%	53.66%	57.45%
流动比率	1.93	1.63	1.09	1.34
速动比率	1.78	1.51	0.99	1.23
EBITDA (万元)	68,300.60	372,899.16	313,674.35	214,707.10
EBITDA 利息保障倍数	3.35	4.47	4.17	2.35
有息债务/EBITDA	15.16	2.73	3.19	5.14
债务总额/EBITDA	19.75	3.61	4.27	6.45
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.47	0.29	0.25
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.27	0.20	0.13

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 年 12 月 31 日公司股权关系图



资料来源：公司提供

附录三 截至2018年12月31日公司纳入合并报表范围子公司情况 (单位: 万元)

子公司名称	注册 资本	持股 比例	质押 比例	经营范围
天瑞集团郑州水泥有限公司	52,000.00	100.00%	100.00%	水泥及相关产品的制造、销售、销售水泥包装品
大连天瑞水泥有限公司	35,000.00	100.00%	100.00%	水泥、熟料制造、原料矿山开采、商品混凝土及其他水泥制品的生产及在中国的内销和出口
天瑞集团光山水泥有限公司	28,000.00	100.00%	100.00%	水泥、水泥熟料、水泥制品制造与销售
天瑞集团禹州水泥有限公司	25,000.00	100.00%	100.00%	水泥生产销售
天瑞集团萧县水泥有限公司	24,195.80	100.00%	100.00%	水泥、水泥熟料、水泥混凝土生产、加工、销售
卫辉市天瑞水泥有限公司	24,000.00	100.00%	100.00%	水泥及相关产品的制造、销售、水泥包装品
辽阳天瑞水泥有限公司	23,168.00	100.00%	0.00%	水泥、水泥熟料、水泥制品生产
天瑞集团南召水泥有限公司	20,000.00	100.00%	0.00%	水泥生产和销售
天瑞集团汝州水泥有限公司	18,000.00	100.00%	100.00%	水泥、水泥熟料的生产与销售
营口天瑞水泥有限公司	11,130.00	100.00%	100.00%	水泥、矿渣微粉及水泥制品的生产、销售、货物进出口
天津天瑞水泥有限公司	10,000.00	60.00%	0.00%	水泥、商品混凝土及其他水泥制品的生产与销售
天瑞集团周口水泥有限公司	8,100.00	100.00%	100.00%	水泥及相关产品的生产与销售
天瑞集团许昌水泥有限公司	8,000.00	100.00%	100.00%	水泥、商品混凝土及其他水泥制品的生产与销售
商丘天瑞水泥有限公司	6,300.00	100.00%	100.00%	水泥、水泥熟料、水泥混凝土的生产、加工、销售
郑州天瑞水泥有限公司	5,500.00	100.00%	100.00%	水泥、水泥助磨剂、商品混凝土、建筑材料、水泥包装品的制造与销售
鲁山县安泰水泥有限公司	2,135.74	100.00%	0.00%	水泥制造
天瑞集团宁陵水泥有限公司	2,000.00	100.00%	0.00%	水泥、水泥混凝土生产、加工、销售
禹州市中锦矿业有限公司	100.00	100.00%	0.00%	石灰岩、建筑用石的开采
平顶山天瑞姚电水泥有限公司	2,000.00	91.00%	0.00%	水泥及其制品、商品混凝土生产、加工销售; 普通货运
辽阳天瑞威企水泥有限公司	3,900.00	100.00%	0.00%	水泥、新型建筑材料的生产、销售
辽阳天瑞诚兴水泥有限公司	2,000.00	70.00%	0.00%	水泥、超细矿渣粉生产、销售
大连天瑞金海岸水泥有限公司	4,500.00	100.00%	0.00%	水泥、水泥制品制造、销售; 混凝土搅拌服务; 粉煤灰收购、销售
辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	20,500.00	100.00%	0.00%	水泥制造
辽宁辽东水泥集团有限公司	1,000.00	100.00%	0.00%	制造水泥

信阳天瑞水泥有限公司	1,800.00	100.00%	0.00%	水泥、混凝土、粉煤灰制品生产及销售，编织袋生产销售
海城市第一水泥有限公司	10,000.00	100.00%	100.00%	通用水泥 42.5 制造、销售、经销熟料
沈阳老虎水泥有限公司	2,033.00	60.00%	0.00%	水泥及水泥制品加工、制造、批发、零售
庄河天瑞水泥有限公司	2,000.00	100.00%	0.00%	水泥、水泥制品、石膏、粉煤灰超细粉制造、水泥袋加工
海城市天鹰建筑石材采掘有限公司	15.00	100.00%	0.00%	露天开采建筑石料用灰岩
天瑞集团信息科技有限公司	5,000.00	90.00%	0.00%	信息技术服务及软件开发服务
盘锦金润水泥有限责任公司	1,000.00	100.00%	0.00%	水泥生产、销售；地砖生产；建材（不含油漆）销售
辽阳天瑞辽塔矿业有限公司	50.00	100.00%	0.00%	水泥用石灰石开采
天瑞新登郑州水泥有限公司	29,466.76	55.00%	0.00%	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
河南永安水泥有限责任公司	57,260.00	100.00%	100.00%	生产、销售：水泥
中原天瑞电力有限公司	5,000.00	100.00%	0.00%	电力销售；电线、电缆、电力设备销售

资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 ⁵
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

⁵ 长期应付款中建信金融资产投资有限公司投资款及融资租赁款。

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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