

天瑞集团水泥有限公司

公开发行 2015 年公司债券  
2020 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：

谭璇

## 天瑞集团水泥有限公司公开发行 2015 年公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪第  
【483】号 01

债券简称：PR 天瑞债

债券剩余规模：1.06 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 刘玮

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  
方法已披露于中证鹏元  
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](http://www.cspengyuan.com)

	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	2020 年 06 月 24 日	2019 年 06 月 26 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 2020 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；2019 年供需格局持续改善推动公司水泥销售量价齐升，主业盈利能力继续增强，经营净现金流仍表现良好，财务安全性进一步提高。同时中证鹏元也关注到，河南省水泥市场整合对省内水泥企业经营影响有待观察，辽宁水泥市场需求依旧低迷、价格走低，公司水泥产能利用率仍较低，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 2020 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。

- **2019 年供需格局持续改善推动公司水泥销售量价齐升，主业盈利能力继续增强，经营净现金流仍表现良好。**2019 年公司受益中部区域（河南、安徽）水泥需求向好，以及东北区域（辽宁、天津）受益华东水泥价格上涨、通过海运销往南方市场拓宽了市场范围，当年公司水泥销量同比增长 6.19%至 3,122.57 万吨；加之错峰生产、环保督查等限制产能释放进一步改善水泥供需格局，公司水泥销售均价同比上涨 12.82%至 350.73 元/吨；推动公司当年营业收入同比增长 19.60%至 120.77 亿元，综合毛利率提高 5.21 个百分点至 39.25%，实现利润总额 25.60 亿元，同比增长 26.94%；经营活动现金净流入 25.25 亿元，仍表现良好。
- **公司财务安全性进一步提高。**2019 年公司经营业绩提升推动资产负债率进一步下降至 46.18%，当年末流动比率及速动比率均有所提高，EBITDA 随利润同步增加，其对债务本息的保障能力亦进一步提升，公司财务安全性进一步提高。

#### 关注：

- **河南省水泥市场整合对域内市场供给与水泥企业经营的影响以及辽宁水泥市场需求依旧低迷、价格走低值得关注。**2019 年中国联合水泥集团有限公司（以下简称“中联水泥”）与河南投资集团有限公司（以下简称“河南投资集团”）成立合营公司整合其所属河南省水泥业务，中联水泥及河南投资集团旗下同力水泥在河南省水泥产能均属前列，两者合并将提高区域市场集中度、增强对河南省水泥市场的影响力；公司所属辽宁区域水泥需求依旧低迷、价格持续走低，上述因素对域内市场供给及水泥企业经营影响值得关注。
- **公司水泥产能利用率仍较低。**受错峰生产、环保限产以及辽宁省本地市场需求低迷影响，公司水泥产能利用率为 55.61%，仍处较低水平。
- **公司有息债务规模较大。**截至 2019 年末，公司有息债务增至 114.42 亿元，占负债总额的比重为 84.56%，有息债务规模仍较大，其中 2020 年及 2021 年分别需偿还 59.86 亿元和 33.96 亿元。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额合计 10.23 亿元，占期末净资产的比重为 6.49%，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	2018 年	2017 年
总资产	2,930,464.37	2,644,297.60	2,495,325.58

归属于母公司所有者权益合计	1,444,648.39	1,271,059.77	1,124,865.25
有息债务	1,144,244.30	1,018,884.89	1,000,368.37
资产负债率	46.18%	50.94%	53.66%
流动比率	1.71	1.63	1.09
速动比率	1.58	1.51	0.99
营业收入	1,207,719.10	1,009,786.14	885,754.75
营业利润	258,067.74	201,699.05	147,835.02
净利润	193,294.18	150,246.19	111,981.49
综合毛利率	39.25%	34.04%	32.21%
总资产回报率	12.52%	11.00%	9.14%
EBITDA	461,521.51	372,899.16	313,674.35
EBITDA 利息保障倍数	4.96	4.47	4.17
经营活动现金流净额	252,531.51	359,427.41	268,211.93

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，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5亿元计划用于偿还公司债务，5亿元计划用于补充流动资金。截至2020年6月5日，本期债券募集资金专项账户余额为785.98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2019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，公司股权关系详见附录二。

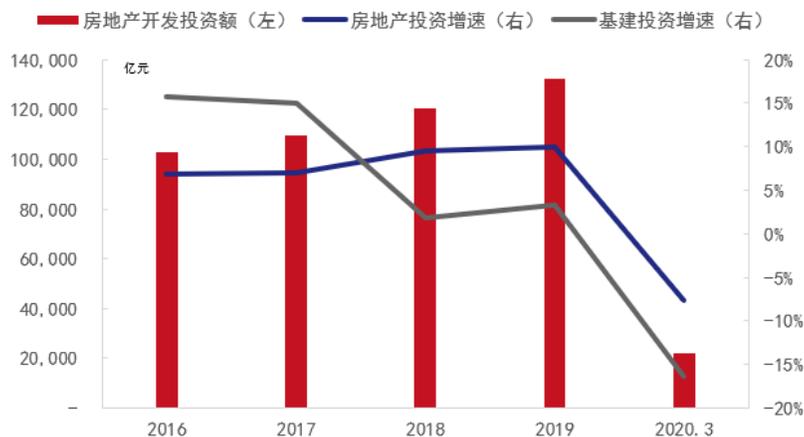
跟踪期内，公司主营业务未发生变更，仍为水泥及熟料等建材产品的生产与销售。2019年公司纳入合并报表范围的子公司未发生变化，截至2019年12月31日，公司纳入合并报表范围的子公司共35家，详见附录三。

## 三、运营环境

**2019年我国房地产投资加速、基建投资回暖拉升水泥需求，但短期内受房地产增量投资减少、基建投资边际拉动作用减弱叠加COVID-19疫情冲击影响，水泥需求将趋于下降**

2019年我国房地产投资加速、基建投资回暖拉升水泥需求。2019年受益房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置时滞效果体现，当年房地产销售超预期，推动当年房地产开发投资同比增长9.9%至13.22万亿元，增速同比提高0.4个百分点。在当前我国经济增长乏力环境下，基建投资作为经济增长稳定器作用增强，2019年我国基建投资同比增长3.33%，较2018年提高1.54个百分点。

图 1 2019 年我国房地产投资加速、基建投资回暖拉升水泥需求



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

2020 年国内房地产投资增速受增量减少叠加 COVID-19 疫情冲击将明显放缓。2020 年我国延续“房住不炒”调控总基调，同时棚改货币化安置力度走弱、房企以价换量提前释放潜在需求导致商品房销售承压，加之我国房地产融资管控常态化、房企短期有息债务维持高位等收紧房企流动性对房地产开发投资形成“挤出效应”，预计我国房地产开发增量投资趋于减少。此外，2020 年 1 季度我国爆发的 COVID-19 疫情导致当期商品房开发投资及销售面积同比分别下降 7.70%和 26.30%，考虑到疫情对我国经济运行、就业、居民收入及消费都产生较大负面影响，部分中小房企因流动性困难出现破产，谨慎性投资及消费将加剧我国房地产投资减少。虽然 2019 年我国房屋施工面积续创新高可对 2020 年房地产开发投资形成支撑，但预计 2020 年我国房地产开发投资受增量减少叠加 COVID-19 疫情冲击增速同比将降至 0%-3%，若销售端受疫情冲击高于预期甚至可能导致房地产开发投资出现下滑。

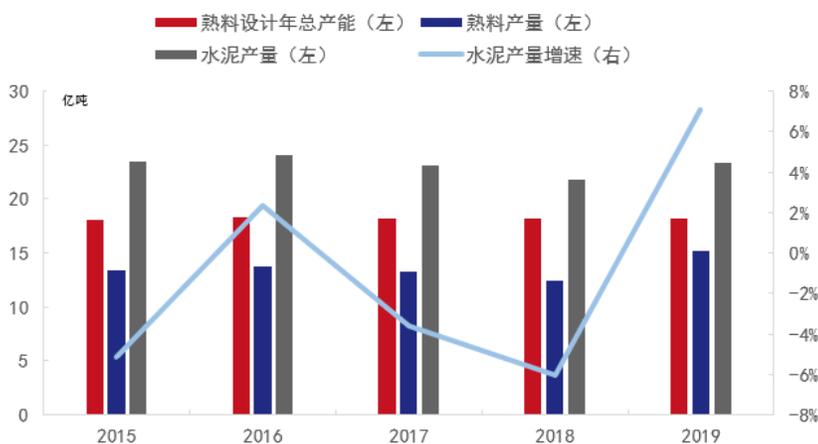
2020年我国基建投资将继续加码，但对水泥需求边际拉动作用将弱化。2019年我国 GDP增速降至6.1%，叠加COVID-19疫情对经济的冲击，2020年我国经济下行压力陡增，基建投资作为经济发展稳定器作用将更加凸显，宏观政策逆周期调控力度将加大。截至2020年3月10日，我国25个省市区未来规划投资的2.2万个项目总投资额达49.6万亿元，其中2020年度计划投资总规模7.6万亿元；截至2020年3月20日，全国各地发行新增的地方政府债券达14,079 亿元，其中专项债10,233亿元全部用于基础设施建设。按照较2019年新增1.5万亿元投资计算，预计2020年将拉动我国基建投资增速超8%。但需关注的是，地方政府债务压力加大及项目建设资本金到位不足亦可能削弱年度基建投资力度，同时“5G、人工智能、工业互联网”等新基建相较于传统基建对水泥需求边际拉动作用也将弱化。

### 2019年我国水泥产量及产能利用率提升，进口量保持增长，但仍面临产能去化压力

2019年我国水泥产量及产能利用率提升，进口量保持增长。在需求增长拉动下，2019年我国水泥产量同比增长7.06%至23.30亿吨；熟料总产量达15.2亿吨，创历史新高，按熟料设计产能计算，其产能利用率提高至83.52%。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继续推动我国水泥熟料进口量大幅增长，2019年我国进口水泥和熟料合计2,474万吨，同比增长81.64%，而出口量同比下降39%至553万吨。

我国水泥行业仍面临产能去化压力。供给改革限制产能释放推动行业利润可观不利水泥产能市场化出清、“僵尸产能”及“无效产能”通过产能置换新增产能等导致水泥行业去产能进度缓慢。据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019年我国新增新点火水泥熟料生产线共有16条，新点火熟料设计产能2,372万吨/年，截至2019年末，我国新型干法水泥生产线累计1,624条，设计熟料产能维持在18.2亿吨<sup>1</sup>，实际年熟料产能依旧超过20亿吨。根据跟踪的在建生产线进度情况看，预计2020年仍将会有3,000万吨左右熟料产能新点火，考虑到产业结构调整下我国水泥需求长期呈下降趋势，未来水泥行业仍面临产能去化压力。

图2 我国熟料产能及水泥、熟料产量情况<sup>2</sup>



资料来源：Wind、数字水泥网，中证鹏元整理

### 2019年供需格局改善进一步推动水泥价格上涨，行业经济效益续创新高，2020年水泥价格有望维持高位，但价格中枢将趋于下移，水泥行业利润拐点将至

2019年我国水泥价格延续上涨态势，水泥行业经济效益续创新高。得益于下游需求旺盛以及供给侧改革控制产能释放节奏，2019年我国水泥市场供需格局进一步改善，2019年我国水泥价格<sup>3</sup>同比增长3.79%至460.06亿元，受益于四季度水泥需求及供给压缩均有超预期

<sup>1</sup> 部分于2016年以前已经获得备案的在建产能延后建成，冲抵了减量置换腾出的产能空间。

<sup>2</sup> 2017年及2018年熟料产量系根据公开数据自行测算。

<sup>3</sup> 运营环境中水泥价格均以42.5级散装普通水泥价格为例。

表现，年末全国水泥价格涨至494.63元/吨。得益于量价齐升，2019年我国水泥行业实现营业收入1.01万亿元，同比增长12.5%；利润1,867亿元，同比增长19.6%。

2020年水泥价格维持高位，但价格中枢将趋于下移，行业利润拐点将至。2020年下游需求仍具韧性及停产限产措施仍具空间可支撑水泥价格维持高位，但需求对水泥价格边际拉动作用难及2019年水平，同时国内水泥产能去化缓慢，水泥产能延续“由北向南”置换将对南方水泥市场价格产生一定冲击，水泥进口量增加继续打压沿江沿线水泥价格，叠加COVID-19疫情导致下游复工推迟、水泥库存高企、市场竞争加剧，4月底我国水泥价格已较年初下降10.24%，同比下降2.33%，预计全年水泥价格中枢趋于下移，水泥行业利润拐点将至。

**图3 2019年我国水泥价格延续上涨态势，2020年以来受COVID-19疫情冲击快速回落**



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

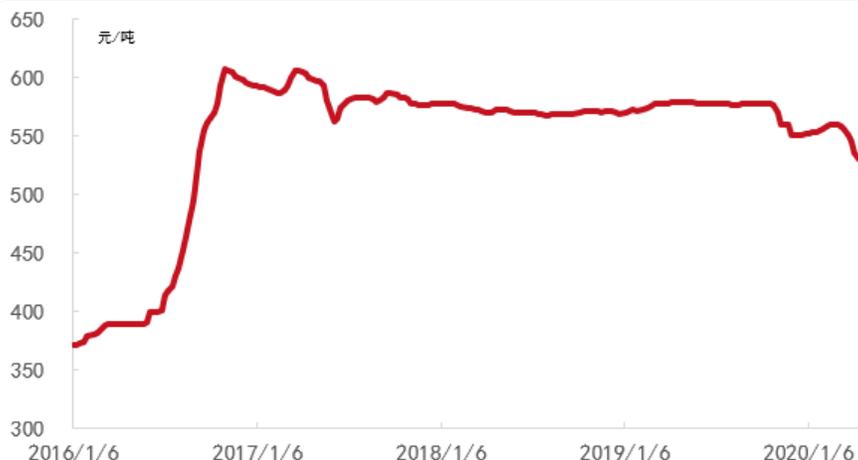
### 2019年我国煤炭价格高位运行，2020年受COVID-19疫情影响将趋于下降，进而加速水泥价格中枢下移

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，后续政府部门通过库存标准、长协合同等行业监管手段旨在将煤炭价格维持在绿色区间内，2019年我国煤炭价格<sup>4</sup>在550元/吨~579元/吨之间波动，同比无明显变化。受COVID-19疫情影响，2020年1-2月煤企复工延迟导致煤炭短期供给偏紧，煤炭价格小幅上涨，但后续受下游复工延迟、煤电及钢铁企业库存高企、需求不达预期影响，3月以来煤炭价格急降，4月末较3月初下降5.19%，同比下降8.46%。考虑到疫情对国内经济及国际贸易产生的消极影响仍在持续，给我国制造业及出口带来沉重打击，进而影响煤炭下游需求，短期内我国煤炭价格将趋于下降。由

<sup>4</sup> 运营环境中煤炭价格均指环渤海动力煤(Q5500K)综合平均价格指数。

于煤炭-水泥价格的快速传导机制，煤炭价格下降将加速水泥价格中枢下移。

图 4 2019 年我国煤炭价格高位运行，2020 年以来受 COVID-19 疫情影响趋于下降



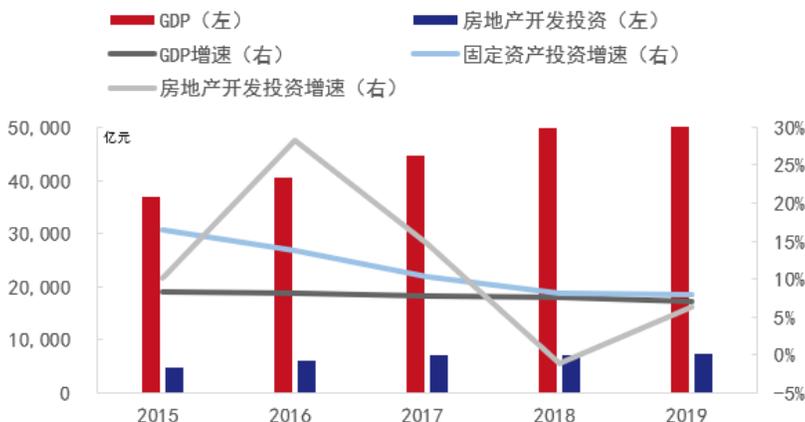
注：图中价格系环渤海动力煤(Q5500K)综合平均价格指数。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年河南省水泥价格受益供需格局向好延续上涨态势，辽宁省水泥价格受产能过剩、加速释放影响呈下行趋势；受新冠疫情叠加淡季、疫情控制及旺季来临影响，2020年一季度河南省水泥价格呈“深V”走势，辽宁水泥价格受需求不足延续下降趋势；河南省水泥市场整合对域内市场供给及水泥企业经营影响尚待观察

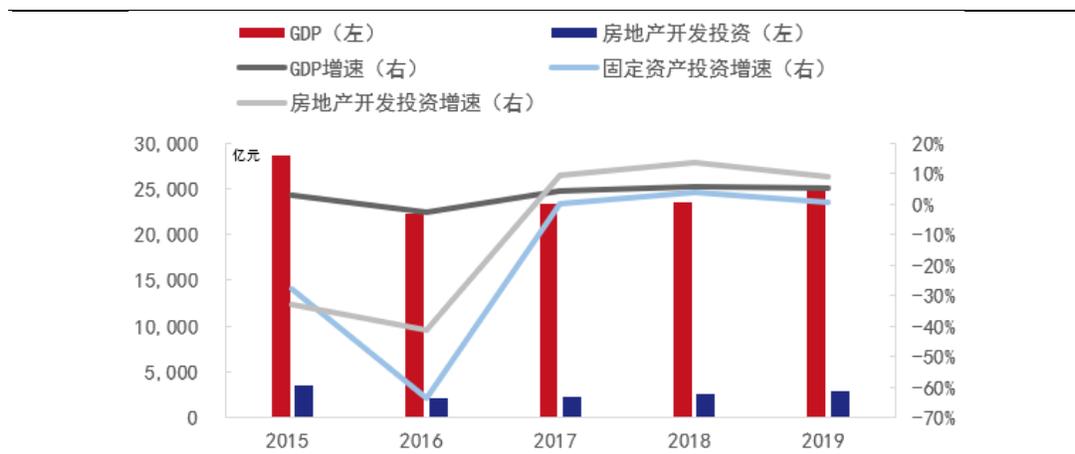
2019年河南省固定资产投资保持平稳增长，房地产开发投资止跌回升，全年固定资产投资（不含农户）同比增长8.0%；完成房地产开发投资7,464.59亿元，同比增长6.4%，较2018年提高7.5个百分点，支撑水泥需求。2019年辽宁省固定资产及房地产开发投资增速均有所放缓，同比分别下降3.2个百分点和4.5个百分点至0.50%和9.00%，全年完成房地产开发投资2,833.5亿元。

图 5 2019 年河南省投资平稳增长，房地产投资止跌回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

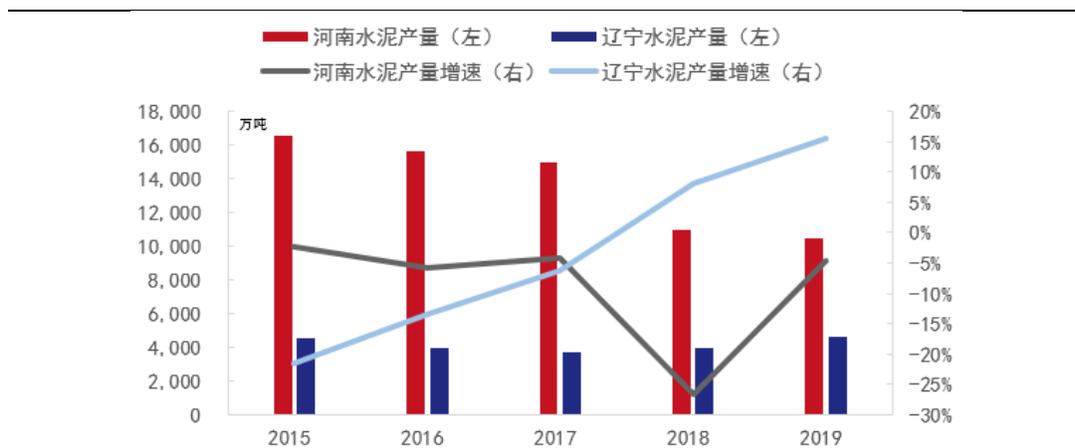
图 6 2019 年辽宁省固定资产及房地产投资增速均放缓



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年河南省错峰生产等供给侧改革措施得以延续，当年水泥产量同比下降4.55%至10,465.59万吨；辽宁省水泥产量受需求增长、市场集中度不高加速产能释放等因素叠加影响，全年生产水泥4,608.13万吨，同比增长15.50%。

图 7 近年河南省及辽宁省水泥产量



资料来源：Wind，中证鹏元整理

在需求增长、错峰生产限制产能释放等叠加影响下，2019年河南省水泥供需格局向好，推动当年水泥价格延续上涨态势，以郑州市42.5散装普通水泥价格为例，价格由年初的572元/吨最高涨至2019年11月末的694元/吨，全年水泥均价同比增长20.67%至567.14元/吨。辽宁省水泥需求虽延续增长趋势，但产能过剩严重、市场集中度不高导致产能释放加速，供过于求加重形势下，水泥价格持续下行，沈阳市42.5散装普通水泥价格由2019年初的387元/吨降至年末的333元/吨，全年水泥均价同比下降6.55%至359.78元/吨。受新冠疫情叠加淡季影响，2020年1季度河南省水泥价格降幅较大，郑州市42.5散装普通水泥价格由当年年初的

607元/吨降至3月末的425元/吨，随着疫情控制及旺季需求回暖，4月份以来水泥价格快速回升。辽宁省因季节性因素影响淡季较长，需求受新冠疫情影响相对较小，但受需求不足影响，价格亦小幅下行，2020年4月以来沈阳市42.5散装普通水泥价格较年初下降20元/吨。

图 8 2019 年郑州水泥价格震荡上行，沈阳水泥价格持续下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

区域市场供给方面，2019年中联水泥与河南投资集团成立合营公司，中联水泥河南区域附属公司及河南投资集团旗下同力水泥业务将统归合营公司运营，中联水泥持股60%，河南投资集团持股40%。中联水泥及同力水泥在河南省水泥产能均属前列，两者合并将提高区域市场集中度、增强对河南省水泥市场的影响力，未来对域内市场供给及水泥企业经营影响尚待观察。

#### 四、经营与竞争

2019年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。受益公司所在区域水泥价格继续上涨以及产销量增长，2019年公司实现主营业务收入118.99亿元，同比增长18.94%。受水泥价格上涨及成本下降叠加影响，2019年公司主营业务毛利率同比提高5.22个百分点至39.18%。

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		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
水泥	1,095,183.51	38.30%	914,170.66	33.50%
熟料	62,654.63	34.73%	70,983.81	34.30%
其他	32,067.64	77.84%	15,269.37	60.35%
合计	1,189,905.78	39.18%	1,000,423.85	33.96%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，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，2019年中部区域需求向好及东北区域市场范围扩大推动公司水泥产量及产能利用率提高，但水泥产能利用率仍处较低水平

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2020年全国水泥熟料产能前50家企业排名中位列第9名。2019年以来公司熟料生产线及水泥磨机数量未发生变化，截至2019年末，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%
<b>合计</b>	<b>20</b>	<b>59</b>	<b>2,842.5</b>	<b>100.00%</b>	<b>5,668</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年在政府推动一系列稳增长政策推动下，中部区域基建投资平稳增长，房地产投资止跌回升，拉升水泥需求；东北区域（辽宁、天津）受益华东水泥价格上涨、通过海运销往南方市场拓宽了市场范围；受上述利好因素综合影响，2019年公司水泥及熟料产能利用率均有所提高，全年分别生产熟料和水泥2,478.41万吨和3,152.07万吨，同比分别增长16.01%和7.83%，熟料和水泥产能利用率分别提高12.03和4.04个百分点，但水泥产能利用率仅为55.61%，仍处于较低水平。

**表 3 公司水泥及熟料生产情况**

产品	项目	2019 年	2018 年
水泥	产能（万吨/年）	5,668.00	5,668.00
	产量（万吨）	3,152.07	2,923.23
	产能利用率	55.61%	51.57%
熟料	产能（万吨/年）	2,842.50	2,842.50

	产量（万吨）	2,478.41	2,136.43
	产能利用率	87.19%	75.16%

资料来源：公司提供

**2019年供需格局持续改善推动公司水泥销售量价齐升，主业盈利能力继续增强，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市场整合对公司在该区域市场竞争力的影响以及辽宁水泥市场需求依旧低迷、价格走低**

同样受益中部区域水泥需求增长、东北区域市场水泥海运销往南方市场拓宽市场范围，2019年公司水泥销量同比增长6.19%至3,122.57万吨；除需求增长外，错峰生产、环保督查等限制产能释放进一步改善水泥供需格局，推动2019年公司水泥销售均价同比上涨12.82%至350.73元/吨。2019年公司熟料销售238.83万吨，同比下降9.46%，主要系河南省水泥需求增长导致外销熟料规模下降；价格略降至262.34元/吨，主要系价格较低的东北区域熟料销售占比提高所致。

**表 4 公司水泥及熟料产销情况**

产品	项目	2019年	2018年
水泥	产量（万吨）	3,152.07	2,923.23
	销量（万吨）	3,122.57	2,940.65
	销售均价（元/吨）	350.73	310.87
	产销率	99.06%	100.60%
熟料	产量（万吨）	2,478.41	2,136.43
	销量（万吨）	238.83	263.78
	销售均价（元/吨）	262.34	269.11
	产销率	9.64%	12.35%

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市场供需格局继续向好，2019年该区域收入占比及毛利率继续提高，当年中部区域收入同比增长21.87%至91.23亿元，占主营业务收入的比重提高至76.67%，受益水泥价格上涨，该区域毛利率提高5.59个百分点至41.37%。2019年南方水泥价格延续上涨，公司东北区域销往南方市场水泥熟料同比增加，推动该区域水泥销量及均价同比均有所提升，因而该区域收入及毛利率亦有所提高。但需关注的是，中联水泥及河南投资集团整合河南省水泥产能将增强其对河南水泥市场影响力，对公司在该区域市场竞争力影响尚待观察，同时还需关注辽宁本地市场需求依旧低迷，水泥价格持续走低。

**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	2019 年			2018 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
中部区域	912,291.87	41.37%	76.67%	748,606.29	35.78%	74.83%
东北区域	277,613.91	31.96%	23.33%	251,817.56	28.56%	25.17%
<b>合计</b>	<b>1,189,905.78</b>	<b>39.18%</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,000,423.85</b>	<b>33.96%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019 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、贸易商及下游混凝土公司，其中贸易商客户主要系公司通过中间贸易商垫款销售以减少赊销、降低应收账款风险形成，终端客户仍是重点项目工程项目。2019年公司前5大客户销售收入占主营业务收入的比重为7.21%，集中度仍较低，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
2019 年	河南希亿商贸有限公司	46,206.16	3.88%
	郑州宇恒供应链管理有限公司	15,694.54	1.32%
	河南中睿建材有限公司	9,158.90	0.77%
	漯河市金海岸混凝土有限公司	7,745.78	0.65%
	宿州佳熙商贸有限公司	7,008.10	0.59%
	<b>合计</b>	<b>85,813.48</b>	<b>7.21%</b>
2018 年	无锡海螺水泥销售有限公司	27,410.55	2.74%
	中国中铁股份有限公司	12,910.93	1.29%
	郑州宇恒供应链管理有限公司	8,754.98	0.88%
	中国铁建股份有限公司	7,329.94	0.73%
	漯河市金海岸混凝土有限公司	7,063.06	0.71%
	<b>合计</b>	<b>63,469.46</b>	<b>6.34%</b>

资料来源：公司提供

**2019年公司石灰石依然完全自给，煤炭价格及能耗下降降低了公司生产成本，是当年公司主业毛利率提高的原因之一**

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。2019年公司水泥及熟料产量增加推动煤炭及电力采购量均有所增加，受市场价格整体下降、公司加大煤矿直购比例以及通过预付款降低采购价格等综合影响，当年公司煤炭采购均价同比下降2.15%；电价有所上涨主要系河南省发电企业给予公司直供电优惠幅度下降所致。受煤炭价格下降而电力价格上涨影响，煤炭采购金额占当年采购总金额的比重下降至46.92%。同时煤炭采购价格

下跌有利于降低公司生产成本。

**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
2019 年	煤炭	334.62	677.27	226,629.70	46.92 %
	电力	182,536.02	0.52	95,324.20	19.73%
	石灰石	3,818.96	23.43	89,463.27	18.52%
	硫酸渣	41.18	89.14	3,670.83	0.76%
	石膏	180.58	55.80	10,075.73	2.09%
	混合材	492.72	80.11	39,470.97	8.17%
	其他材料	-	-	18,402.56	3.81%
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%

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，2019年公司在节能、降耗、减排等方面持续加大研发及技改投入，当年研发费用投入3.92亿元，得益于此，2019年公司给熟料电耗、熟料煤耗及水泥粉磨电耗均有所下降，随着产量增长，2019年公司低温余热发电8.16亿度，同比增长18.43%。

**表 8 公司能耗及电力自给情况**

项目	2019 年	2018 年
熟料电耗（千瓦时/吨）	56.74	57.06
熟料煤耗（千克/吨）	135.86	138.90
水泥粉磨电耗（千瓦时/吨）	33.01	33.36
低温余热发电量（万千瓦时）	81,636.67	68,934.42

资料来源：公司提供

**2019年公司骨料业务业绩提升，同时在建项目完工投产将有助于推动该业务收入增长，但目前该业务规模仍较小**

骨料线生产方面，2019年公司对卫辉骨料线提产改造，荥阳骨料线受益政府整合辖区内矿山资源、关停小规模骨料企业，当年该两地骨料线产销量均有所增加；光山及新登骨料线受环保管控影响导致其产量有所下降。价格方面，由于政府推动矿山资源整合、加大环保管控力度，导致环保不达标或矿山权证到期的小规模骨料生产企业被关停，骨料供给

减少，推动公司市场区域骨料价格均呈不同程度上涨。2019年该4条骨料生产线合计实现收入2.51亿元，同比增长70.48%。

**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	2019年				2018年			
		产量	销量	价格	收入	产量	销量	价格	收入
卫辉骨料线	100	165.69	165.69	51.79	8,581.46	37.01	39.35	39.64	1,559.60
光山骨料线	150	142.41	101.57	51.76	5,257.48	153.97	119.44	46.62	5,567.72
新登骨料线	100	102.74	102.26	63.49	6,492.63	130.94	129.31	49.31	6,375.62
荥阳骨料线	150	76.42	72.45	66.07	4,787.14	32.60	29.41	41.85	1,230.90

注：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

此外，公司在建的荥阳年产600万吨的建筑骨料及机制砂生产线、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已进入（试）生产阶段；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、辽阳年产200万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目、卫辉年产200万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目部分产线于2020年3-4月进入试生产阶段，未来随着该等项目正式运营，将有助于推动公司骨料生产业务收入继续增长。

**表 10 截至 2019 年末公司主要在建骨料生产线项目情况（单位：万元）**

项目	产能规划	计划总投资	已投资	预计投产期
辽阳骨料线	年产 200 万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目	19,546.00	5,223.09	2020 年 3 月试生产
卫辉骨料线	年产 200 万吨的建筑骨料石灰石输送及资源综合利用项目	11,947.80	5,490.79	2020 年 4 月试生产
萧县骨料线	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	7,841.87	2020 年 4 月试生产
合计		<b>44,351.80</b>	<b>18,555.75</b>	-

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2018年、2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司纳入合并报表范围的子公司未发生变化，截至2019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

公司资产规模及流动资产占比均有所提升，但流动资产中货币资产多使用受限，应收及预付款项规模较大，受限股权及资产规模较大，整体资产流动性有所减弱

受益于利润累积，2019年末公司资产总额同比增长10.82%至293.04亿元，其中流动资产146.43亿元，占总资产比重提高至49.97%，资产流动性进一步改善。

2019年末公司货币资金47.29亿元，其中33.44亿元作为银行承兑汇票保证金等使用受限，另有0.19亿元定期存款。随着票据结算增加及执行赊销政策的重点工程占比提升，2019年末公司应收票据及应收账款均有所增加，其中应收票据大幅增至24.35亿元，包括银行承兑汇票0.76亿元和商业承兑汇票23.58亿元；应收账款账面余额6.28亿元，其中一年以内5.00亿元，占比79.55%，部分款项账龄较长，按账龄分析法剔除坏账准备后账面价值5.95亿元，未来需关注部分应收账款坏账风险。公司预付款主要为预付熟料款及原煤款、材料款等，2019年末公司账面价值增至29.21亿元，一方面系因环保管控导致河南市场熟料供不应求，公司通过预付款方式锁定其他企业的熟料供应；另一方面系通过预付款方式降低煤炭采购价格；其中前五名预付20.92亿元，主要包括预付10.37亿元熟料款、8.76亿元原煤款。公司其他应收款主要为股权、矿山收购款及往来款等，2019年末总额28.94亿元，其中2年以内应收金额22.59亿元，占比78.07%；其他应收款前五名应收金额21.50亿元（详见表12），剔除坏账准备后，2019年末公司其他应收款账面价值28.06亿元；考虑到公司其他应收款规模较大，部分款项账龄较长，未来需关注其坏账风险。2019年末公司存货账面价值10.78亿元，主要包括原材料6.37亿元及库存商品4.07亿元。

**表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	472,884.94	16.14%	599,400.32	22.67%
应收票据	243,463.78	8.31%	12,992.90	0.49%
应收账款	59,513.10	2.03%	32,138.66	1.22%
预付款项	292,098.60	9.97%	201,273.14	7.61%
其他应收款	280,600.91	9.58%	291,300.34	11.02%
存货	107,763.89	3.68%	89,400.78	3.38%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,464,319.69</b>	<b>49.97%</b>	<b>1,232,929.07</b>	<b>46.63%</b>
长期股权投资	74,036.17	2.53%	26,964.86	1.02%
固定资产	925,562.24	31.58%	955,529.07	36.14%
在建工程	91,922.95	3.14%	66,601.79	2.52%

无形资产	178,785.75	6.10%	154,909.71	5.86%
商誉	40,975.63	1.40%	40,975.63	1.55%
长期待摊费用	136,113.64	4.64%	150,181.07	5.68%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,466,144.68</b>	<b>50.03%</b>	<b>1,411,368.53</b>	<b>53.37%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,930,464.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,644,297.60</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**表 12 截至 2019 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
第一名	并购款	99,000.00
第二名	并购款	53,000.00
第三名	并购款	39,000.00
第四名 <sup>5</sup>	并购款	18,943.11
第五名 <sup>6</sup>	并购前股东款项	5,079.22

资料来源：公司提供

2019年公司新增投资新安中联万基水泥有限公司（以下简称“中联万基水泥”）4.66亿元，年末长期股权投资账面价值增至7.40亿元，此外，公司长期股权投资还包括天瑞集团财务有限责任公司2.75亿元。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，2019年末主要受折旧影响账面价值减至92.56亿元。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，2019年末账面价值增至9.19亿元。公司无形资产主要为土地使用权和矿山开采权，2019年末账面价值增至17.88亿元，主要系新增购置采矿权及土地所致。公司商誉主要系收购子公司所产生，2019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，2019年末账面价值减至13.61亿元。

受限资产方面，2019年末公司所有权受到限制的资产合计72.86亿元，其中主要包括33.63亿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4.95亿元的土地使用权、6.22亿元的房屋建筑物、20.46亿元的机械设备、4.24亿元的其他固定资产（含运输设备及电器设备）及3.36亿元的采矿权用于借款抵质押；此外，公司账面价值47.81亿元的子公司及长期股权投资股权已质押。

整体来看，公司资产规模及流动资产占比均有所提升，但流动资产中货币资金多使用受限、应收及预付款项明显增加，对营运资金形成较大占用；非流动资产多为生产经营用

<sup>5</sup> 公司收购新安中联万基水泥有限公司原股东持有其 49%股权，新安中联万基水泥有限公司欠原股东债务一并转至公司形成的应收款项。

<sup>6</sup> 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。

厂房、设备、矿山开采权及开采准备费用；此外，2019年末公司账面价值120.66亿元的股权及资产已用于抵质押，整体资产流动性有所减弱。

## 资产运营效率

### 公司资金周转效率下降，但仍保持较高水平，资产运营效率继续提高

2019年受票据结算以及赊销增加影响，公司应收票据及应收账款周转效率明显下降，当年应收票据及应收账款周转天数同比增加37.22天；下游需求改善推动存货周转效率提高，2019年存货周转天数减少2.25天；同年公司应付票据及应付账款周转天数同比增加11.39天。综合来看，2019年公司净营业周期增加至-0.06天，资金周转效率下降，但仍保持较高水平。得益于需求向好、收入增加，2019年公司资产周转效率均有所提高，其中流动资产、固定资产及总资产周转天数同比分别减少0.21天、70.90天和85.30天。

**表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年
应收票据及应收账款周转天数	51.88	14.66
存货周转天数	48.37	50.62
应付票据及应付账款周转天数	100.31	88.92
<b>净营业周期</b>	<b>-0.06</b>	<b>-23.64</b>
流动资产周转天数	402.00	402.21
固定资产周转天数	280.36	351.26
<b>总资产周转天数</b>	<b>830.87</b>	<b>916.17</b>

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 2019年水泥量价齐升推动公司经营收益继续提升，但期间费用对利润侵蚀加深

受益于水泥量价齐升，2019年公司实现营业收入120.77亿元，同比增长19.60%，综合毛利率提高5.21个百分点至39.25%。但公司销售、管理、研发及财务费用均有所增加导致2019年公司期间费用率提高至18.75%，对利润侵蚀加深，其中销售费用增加主要来自辽宁水泥熟料向南方市场运输发生的运杂费，管理费用增加主要系绿色矿山建设和矿山恢复治理投入增加所致，研发费用增加主要因节能降耗及研发新品投入增加。2019年公司获得增值税返还3.84亿元，计入其他收益。综合来看，2019年公司实现利润总额25.60亿元，同比增长26.94%，营业利润率亦提高至21.37%。得益于利润水平的提高，2019年公司总资产回报率及净资产收益率分别提高至12.52%和13.45%。整体来看，2019年水泥量价齐升推动公司经营收益继续提升，但期间费用对利润侵蚀加深。

**表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	1,207,719.10	1,009,786.14
其他收益	38,403.78	38,307.28
营业利润	258,067.74	201,699.05
利润总额	255,964.27	201,647.50
净利润	193,294.18	150,246.19
综合毛利率	39.25%	34.04%
期间费用率	18.75%	16.07%
营业利润率	21.37%	19.97%
总资产回报率	12.52%	11.00%
净资产收益率	13.45%	12.25%
营业收入增长率	19.60%	14.00%
净利润增长率	28.65%	34.17%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金净流入规模有所下降，但仍保持良好水平，继续为投资及偿债提供支持**

2019年公司实现净利润19.33亿元，同比增长28.65%，剔除非付现费用及非经营损益影响后，当年公司FFO同比增长26.24%至40.67亿元，主业现金生成能力继续提升。但受存货及经营性应收项目增加以及经营性应付项目减少综合导致对营运资本占用增加15.42亿元影响，2019年公司经营活动现金净流入25.25亿元，同比减少29.74%。

2019年公司投资活动支出规模较大，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金9.83亿元，主要用于骨料线建设、购买矿山、购置生产经营用机器及办公设备等，投资支付4.66亿元，用于购买中联万基水泥49%股权，支付其他与投资活动有关的现金21.79亿元，主要用于支付承兑汇票保证金。综合来看，2019年公司投资活动现金净流出36.18亿元。

筹资活动方面，2019年公司通过借款筹集资金63.13亿元，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息，其中支付的其他与筹资活动有关的现金12.23亿元包括支付建信金融资产投资有限公司（以下简称“建信金融”）股权回购款11.34亿元（含收益）和金融机构手续费等0.89亿元。综合来看，2019年公司筹资活动现金净流出4.73亿元。

**表 15 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
净利润	193,294.18	150,246.19
非付现费用	119,955.32	89,891.27
非经营损益	93,467.56	82,039.07
<b>FFO</b>	<b>406,717.06</b>	<b>322,176.53</b>
营运资本变化	-154,185.55	37,250.89
其中：存货减少	-18,363.11	8,517.88
经营性应收项目的减少	-83,151.94	-13,211.01
经营性应付项目的增加	-52,670.51	41,944.02
经营活动产生的现金流量净额	252,531.51	359,427.41
投资活动产生的现金流量净额	-361,813.79	-151,200.72
筹资活动产生的现金流量净额	-47,284.46	-151,576.27
现金及现金等价物净增加额	-156,566.71	56,650.52

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

**2019年盈利能力增强进一步提高了公司财务安全性，但公司有息债务规模增加，经营性净现金流对债务偿还的保障能力有所减弱**

2019年末公司债务规模略增至135.32亿元，利润累积推动年末所有者权益同比增长21.59%至157.73亿元。得益于所有者权益增长较快，2019年末公司产权比率降至85.79%。

**表 16 公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
负债总额	1,353,159.69	1,347,033.76
所有者权益	1,577,304.68	1,297,263.84
<b>产权比率</b>	<b>85.79%</b>	<b>103.84%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

受票据结算及一年内到期的长期债务增加影响，2019年末公司流动负债占比提高至63.34%。2019年末公司短期借款28.45亿元，包括保证借款12.97亿元、信用借款7.38亿元、抵押借款4.41亿元和质押借款3.68亿元。随着票据结算增加，2019年末公司应付票据增至12.77亿元，均为银行承兑汇票。随着部分款项结算，2019年末公司应付账款减至9.13亿元，主要包括应付运输费、电费、材料款等。公司预收款项主要系预收水泥销售款，2019年末减至2.78亿元。随着经营收益增加，2019年末公司应交税费增至6.36亿元，其中主要包括应交企业所得税5.68亿元、增值税0.38亿元。2019年末公司其他应付款6.46亿元，除应付利

息1.47亿元以外，主要为应付往来款、保证金及材料质保金等。2019年末公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的本期债券1.06亿元和一年内到期的长期借款17.59亿元。

**表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	284,465.00	21.02%	344,470.00	25.57%
应付票据	127,663.40	9.43%	58,930.00	4.37%
应付账款	91,257.16	6.74%	131,006.87	9.73%
预收款项	27,842.08	2.06%	39,924.04	2.96%
应交税费	63,558.86	4.70%	49,574.77	3.68%
其他应付款	64,607.99	4.77%	65,030.48	4.83%
一年内到期的非流动负债	186,481.25	13.78%	62,446.61	4.64%
<b>流动负债合计</b>	<b>857,081.86</b>	<b>63.34%</b>	<b>757,279.75</b>	<b>56.22%</b>
长期借款	259,525.00	19.18%	150,913.65	11.20%
应付债券	195,609.65	14.46%	202,124.63	15.01%
长期应付款	4,031.92	0.30%	203,885.17	15.14%
<b>非流动负债合计</b>	<b>496,077.83</b>	<b>36.66%</b>	<b>589,754.02</b>	<b>43.78%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,353,159.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,347,033.76</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	1,144,244.30	84.56%	1,018,884.88	75.64%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司长期借款增至25.95亿元，主要包括抵押借款12.50亿元、保证借款6.45亿元、质押借款5.00亿元和信用借款2.00亿元。本期债券将于2020年9月到期，其余1.06亿元转至一年内到期的非流动负债，2019年末公司应付债券减至19.56亿元，均为“13天瑞水泥债”。随着公司回购建信金融10.95亿元股权回购款、剩余股权投资款因投资子公司股权转让至少数股东权益，2019年末公司长期应付款减至0.40亿元。

受票据结算增加影响，2019年末公司有息债务增至114.42亿元<sup>7</sup>，其中2020年及2021年分别需偿还59.86亿元和33.96亿元。

**表 18 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布情况（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
偿还金额	598,609.65	339,634.65	115,500.00	90,500.00

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，得益于权益资本增长较快，2019年末公司资产负债率降至46.18%。

<sup>7</sup> 建信金融股权投资款 9.05 亿元按性质划分为有息债务。

流动比率及速动比率受流动资产增长较快影响，均有所提升。得益于盈利能力提高，2019年公司实现EBITDA46.15亿元，同比增长23.77%，其对有息债务本息的保障能力亦有所提升，当年公司EBITDA利息保障倍数提高至4.96，年末有息债务与当年EBITDA的比值下降至2.48。由于经营性净现金流规模下降，其对债务偿还的保障能力亦有所减弱。

**表 19 公司偿债能力指标**

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	46.18%	50.94%
流动比率	1.71	1.63
速动比率	1.58	1.51
EBITDA（万元）	461,521.51	372,899.16
EBITDA 利息保障倍数	4.96	4.47
有息债务/EBITDA	2.48	2.73
债务总额/EBITDA	2.93	3.61
经营性净现金流/流动负债	0.29	0.47
经营性净现金流/负债总额	0.19	0.27

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告、公司提供，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2017年1月1日至报告查询日（2020年6月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额合计10.23亿元，占期末净资产的比重为6.49%，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 2019 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	5,000	2020.05.07	无
天瑞旅游集团股份有限公司	10,000	2020.05.12	无
天瑞旅游集团股份有限公司	54,000	2024.10.14	无
天瑞集团股份有限公司	2,000	2020.04.12	无

天瑞集团股份有限公司	5,000	2020.11.12	无
天瑞集团股份有限公司	2,000	2020.11.29	无
天瑞集团铸造有限公司	2,000	2020.11.14	无
天瑞集团铸造有限公司	21,000	2020.09.16	无
汝州天瑞煤焦化有限公司	1,301	2021.05.31	无
<b>合计</b>	<b>102,301</b>	-	-

注：公司与被担保方存在互保关系。

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；2019年供需格局持续改善推动公司水泥销售量价齐升，主业盈利能力继续增强，经营净现金流仍表现良好；经营业绩提升推动公司资产负债率继续下降，偿债能力指标趋于优化，财务安全性进一步提高。

同时中证鹏元也关注到，2019年中联水泥与河南投资集团成立合营公司整合其所属河南省水泥业务，中联水泥及河南投资集团旗下同力水泥在河南省水泥产能均属前列，两者合并将提高区域市场集中度、增强对河南省水泥市场的影响力；公司所属辽宁区域水泥需求依旧低迷、价格持续走低；2019年公司水泥产能利用率为55.61%，仍处较低水平；2019年末公司有息债务增至114.42亿元，占负债总额的比重为84.56%，有息债务规模仍较大；对外担保余额合计10.23亿元，占期末净资产的比重为6.49%，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。

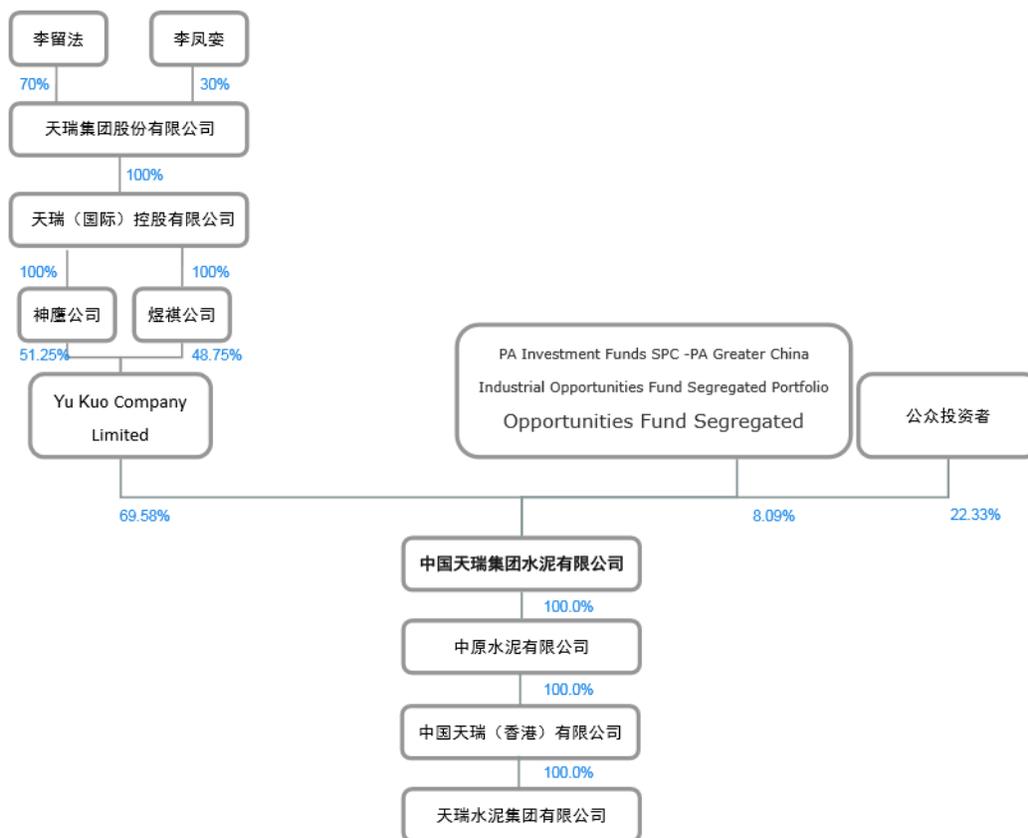
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	472,884.94	599,400.32	414,402.17
固定资产	925,562.24	955,529.07	1,014,935.11
资产总计	2,930,464.37	2,644,297.60	2,495,325.58
短期借款	284,465.00	344,470.00	347,350.00
应付票据	127,663.40	58,930.00	0.00
一年内到期的非流动负债	186,481.25	62,446.61	286,118.37
长期借款	259,525.00	150,913.65	66,900.00
应付债券	195,609.65	202,124.63	300,000.00
长期应付款	4,031.92	203,885.17	3,894.00
负债合计	1,353,159.69	1,347,033.76	1,339,094.19
有息债务	1,144,244.30	1,018,884.89	1,000,368.37
所有者权益	1,577,304.68	1,297,263.84	1,156,231.39
营业收入	1,207,719.10	1,009,786.14	885,754.75
营业利润	258,067.74	201,699.05	147,835.02
净利润	193,294.18	150,246.19	111,981.49
经营活动产生的现金流量净额	252,531.51	359,427.41	268,211.93
投资活动产生的现金流量净额	-361,813.79	-151,200.72	-29,384.82
筹资活动产生的现金流量净额	-47,284.46	-151,576.27	-213,153.23
财务指标	2019年	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数（天）	51.88	14.66	17.04
存货周转天数（天）	48.37	50.62	52.21
应付票据及应付账款周转天数（天）	100.31	88.92	86.39
净营业周期（天）	-0.06	-23.64	-17.14
流动资产周转天数（天）	402.00	402.21	404.03
固定资产周转天数（天）	280.36	351.26	400.02
总资产周转天数（天）	830.87	916.17	997.03
综合毛利率	39.25%	34.04%	32.21%
期间费用率	18.75%	16.07%	17.37%
营业利润率	21.37%	19.97%	16.69%
总资产回报率	12.52%	11.00%	9.14%
净资产收益率	13.45%	12.25%	10.26%
营业收入增长率	19.60%	14.00%	42.93%
净利润增长率	28.65%	34.17%	224.46%
资产负债率	46.18%	50.94%	53.66%
流动比率	1.71	1.63	1.09
速动比率	1.58	1.51	0.99
EBITDA（万元）	461,521.51	372,899.16	313,674.35

EBITDA 利息保障倍数	4.96	4.47	4.17
有息债务/EBITDA	2.48	2.73	3.19
债务总额/EBITDA	2.93	3.61	4.27
经营性净现金流/流动负债	0.29	0.47	0.29
经营性净现金流/负债总额	0.19	0.27	0.20

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019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2019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	主营业务
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
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
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
天瑞集团汝州水泥有限公司	25,213.62	71.39%	71.39%	水泥 水泥熟料的生产与销售; 石灰石的开采、加工、运输、销售
天瑞集团光山水泥有限公司	46,830.57	59.79%	59.79%	水泥、水泥熟料、水泥制品制造销售
天瑞集团郑州水泥有限公司	75,638.13	100.00%	100.00%	水泥及相关产品的制造、销售、销售水泥包装品; 水泥用石灰岩开采、加工、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
天瑞集团南召水泥有限公司	20,000.00	100.00%	0.00%	水泥生产与销售
大连天瑞水泥有限公司	47,971.49	100.00%	100.00%	水泥、熟料制造、原料矿山开采、商品混凝土、其他水泥制品的生产及在中国的內销及出口; 余热发电; 水泥助磨剂的生产及销售
辽阳天瑞水泥有限公司	23,168.00	100.00%	100.00%	水泥、水泥熟料、水泥制品生产; 余热发电
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
卫辉市天瑞水泥有限公司	33,486.82	71.67%	71.67%	水泥及相关制品的制造、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

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
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(限分公司经营),建材销售,石灰岩、建筑用石加工
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;粉煤灰及制品生产加工、销售;普通货运。
辽阳天瑞诚兴水泥有限公司	2,000.00	70.00%	0.00%	水泥、超细矿渣粉的生产,销售
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
辽宁辽东水泥集团有限公司	1,000.00	100.00%	0.00%	制造水泥(粉磨站生产);钢材销售
辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	20,500.00	100.00%	100.00%	水泥制造
信阳天瑞水泥有限公司	1,800.00	100.00%	100.00%	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%	0.00%	通用水泥 42.5 制造、销售;一般经营项目: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%	露天开采建筑石材用灰岩
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
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。
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。
河南永安水泥有限责任公司	57,260.00	100.00%	0.00%	生产、销售:水泥。
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***
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 + 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 <sup>8</sup>
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

<sup>8</sup> 长期应付款中建信金融资产投资有限公司投资款。

## 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。