跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1495 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16尧柏水泥CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二〇一六年七月二十日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

尧柏特种水泥集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 尧柏水泥 CP001	8 亿元	2016/3/15-2017/3/15	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 20 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.31	7.01	5.01	5.04
资产总额(亿元)	97.03	98.17	104.81	103.38
所有者权益合计(亿元)	47.89	50.15	52.51	51.91
短期债务(亿元)	6.09	6.92	6.23	14.52
全部债务(亿元)	33.39	29.50	34.54	34.83
营业收入 (亿元)	38.96	37.12	33.27	5.53
利润总额 (亿元)	4.47	3.76	0.29	-0.51
EBITDA(亿元)	11.49	10.34	8.81	--
经营性净现金流(亿元)	6.24	9.06	1.47	1.57
营业利润率(%)	17.74	15.71	14.75	7.16
净资产收益率(%)	7.83	5.96	-0.12	--
资产负债率(%)	50.64	48.91	49.91	49.79
全部债务资本化比率(%)	41.08	37.04	39.68	40.16
流动比率(%)	88.65	73.65	87.15	67.29
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	2.85	3.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.82	10.55	5.64	--
经营现金流动负债比(%)	29.51	36.79	6.44	--

注：2016 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

李海宸　李 嘉
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“公司”）水泥产能有所提升，产销率保持较高水平。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到水泥行业整体景气度持续下行，公司产能利用率不高，所在区域竞争激烈，公司盈利能力下降出现亏损等不利影响。

公司在陕西省内的市场地位显著，但水泥行业整体景气度低迷和激烈的市场竞争环境短期内难以得到快速改善，公司仍将面临较大的经营压力。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持稳定，并维持“16 尧柏水泥 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司作为陕西省水泥行业龙头企业，具有较强的规模优势和区域市场影响力。
2. 跟踪期内，公司产销率保持在较高的水平。
3. 跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“16 尧柏水泥 CP001”保障能力较好。

关注

1. 陕西省水泥行业新增产能持续释放，目前公司面临的市场竞争压力较大。
2. 水泥行业的持续低迷造成公司盈利能力下降，主业出现亏损情况，公司面临较大经营压力。
3. 跟踪期内，公司收现质量仍处于较低水平。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与尧柏特种水泥集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与尧柏特种水泥集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因尧柏特种水泥集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由尧柏特种水泥集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至本期债券“16 尧柏水泥 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用及“16 尧柏水泥 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“公司”或“尧柏水泥”）前身为始建于 1977 年的蒲城县罕井镇镇办水泥厂，1996 年改名为陕西尧柏特种水泥有限公司，2000 年 10 月完成了股份制改革；2006 年 8 月更名为现名。2006 年 12 月在英属维尔京群岛设立的中国西部水泥有限公司（以下简称“西部水泥”，西部水泥在英国伦敦 AIM 资本市场上市，是公司的境外融资平台）收购了公司全部股权，公司性质变更为外商独资企业。西部水泥为了弃英赴港在香港主板上市，2010 年 4 月经过陕西省商务厅批准，西部水泥以股权转让的方式将其持有公司 100%股权转让给集诚有限公司（以下简称“集诚公司”，集诚公司（Faithful Alliance Limited）是由西部水泥在中国香港依法成立并有效存续的全资子公司）。变更后公司直接股东变为集诚公司，西部水泥成为公司的间接股东。2010 年 8 月西部水泥在香港主板上市（02233.HK），共募集资金 16 亿元港币（折合人民币约 14 亿元），成为陕西省第八家香港交易所上市公司。2015 年 6 月 26 日，公司母公司西部水泥完成了配售新股相关事项，本次配售的新股 9.03 亿股全部由海螺国际控股（香港）有限公司（以下简称“海螺国际”，海螺国际为海螺水泥的全资子公司）认购，配售完成后海螺国际持有西部水泥 16.67%的股权，西部水泥取得的款项净额为 15.10 亿港元，并计划将配售事项所得款项用于公司运营及未来的收购与投资。2015 年 10 月 22 日海螺国际通过二级市场增持西部水泥股份，增持完成后，海螺国际持有西部水泥 21.20%的股权。

2015 年 9 月，集诚公司以人民币向公司注资 2.70 亿元，注资经陕西兴华会计师事务所有限责任公司验资，并出具陕兴验字（2015）第 035 号验资报告。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 18.90 亿元，公司实际控制人为张继民先生。

2015 年 11 月 27 日，西部水泥发布《联合公告》，海螺水泥以其下属的宝鸡凤鸣山、宝鸡金陵河、乾县水泥和千阳水泥股权（股权总计 45.94 亿港元）收购西部水泥股份，本次收购完成后，海螺国际将持有西部水泥 51.57%的股份，海螺水泥成为西部水泥控股股东和公司实际控制人。2016 年 6 月 30 日，西部水泥发布《第四份补充联合公告》，本次交易因若干条件于最后截止日期未达成或获豁免，收购协议与 2016 年 6 月 30 日终止。该公告称海螺水泥及西部水泥将继续探索未来业务合作机会。联合资信将持续关注本次交易事项后续进展。

公司经营范围为：水泥的生产；水泥机械的制造；本公司产品的销售。

截至 2016 年 3 月底，公司合并子公司共计 19 家；本部设行政部、生产技术部、财务部、人力资源部、市场部、总裁办、监审部 7 个职能部门。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 104.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.90 亿元）52.51 亿元；2015 年公司实现营业收入 33.27 亿元，利润总额 0.29 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 103.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.87 亿元）51.91 亿元；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 5.53 亿元，利润总额-0.51 亿元。

公司注册地址：西安市高新区高科广场 A 座 19 层；法定代表人：马维平。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，经济运行保持在合理区间，结构调整取得积极进展，发展新动能加快成长，人民生活进

一步改善。初步核算，全年国内生产总值 67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。创新驱动发展战略持续推进，互联网与各行业加速融合，新兴产业快速增长。大众创业、万众创新蓬勃发展，全年新登记注册企业增长 21.6%，平均每天新增 1.2 万户。2015 年底，中国城镇登记失业率 4.1%，较 2014 年底略有下降，就业形势总体稳定；全年城镇新增就业 1312 万人，完成城镇新增就业 1000 万人以上、城镇登记失业率控制在 4.5%以内的目标。国居民人均可支配收入实际增长 7.4%，快于经济增速。去年末居民储蓄存款余额增长 8.5%，新增 4 万多亿元。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售稳定增长，固定资产投资继续增速下行，进出口大幅回落。社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%。固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%）。全年进出口总额值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。我国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年底，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。截至 2015 年底，社会融资规模存量为 138.1 万亿元，同比增长 12.4%，增速较上年末（14.3%）有所放缓。

2016 年是中国“十三五”开局之年，李克强总理的政府工作报告指出，2016 年发展的主要预期目标是：国内生产总值增长 6.5%~7%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前中国水泥产量占世界总产量的 60%左右。水泥行业与宏观经济整体

发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著。

市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著，近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。同时，由于水泥不能长期储存，运输半径较小，水泥产销率一直保持较高水平，水泥库存比较低。

2015 年受固定资产投资增速大幅下滑的影响，全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 5.18%，是自 1991 年以来中国水泥产量首次出现负增长。

2016 年 1~4 月，房地产开发投资和基础设施建设投资恢复性增长拉动水泥需求回升，全国水泥产量累计 6.59 亿吨，同比增长 3.20%，其中华东地区、华北地区是主要产量上涨区域。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的 30%和 25%。2013 年以来，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近三年，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，合计年度新增熟料产能 4712 万吨，比 2014 年减少 2319 万吨，已经连续三年新增产能呈递减走势。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。由于 2015 年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015 年水泥熟料实际产能富余量超过 6 亿吨。

2015 年，从水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 15.77%；其次是华北地区，水泥产量同比也大幅下滑了 14.60%；西北和华东地区产量也有一定程度的下滑，同比分别下降 7.19%和 8%；中南地区产量仅有小幅下滑，同比下降 1.72%。

根据近 5 年全国熟料产能利用率的情况看，2015 年为同期最低水平，仅为 67%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的所占比例下降到只有3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

图 1　2010~2016 年 5 月全国水泥月度价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网

受经济形势低迷的影响，近年来水泥价格不断下滑。2013 年上半年全国水泥平均价格处于金融危机以来的低位，四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

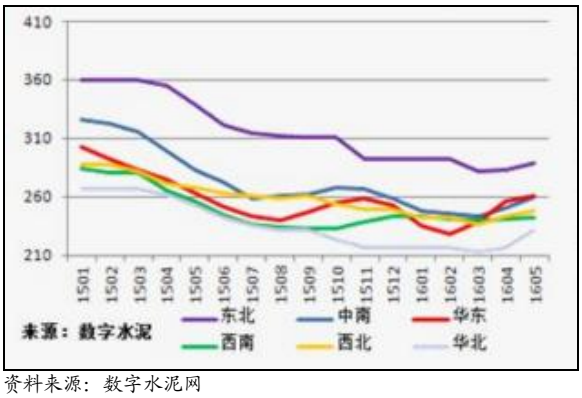
2014 年，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显较弱，且 12 月份受季节性因素影响，水泥价格又有短暂回调。

2015 年，在产能过剩和下游需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行。2015 年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降。截至 2015 年 12 月 31 日，中国水泥价格指数降至 79.25，价格走势与水泥行业景气度保持一致。

2016 年 1~5 月，水泥价格呈波动增长趋势，一季度行业淡季之后，随着需求开始明显恢复，水泥价格开始回升，截至 2016 年 5 月底，中国水泥价格指数 83.80，较 2015 年底增长 5.74%。

图 2　2015 年~2016 年 5 月份区域水泥价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网

从区域水泥价格方面看，2015年从区域来看，华北、西北、东北地区价格持续下跌，西南、华东、中南随二四季度有小幅反弹行情，但力度微弱，全年同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑，在第三季度甚至一度跌至六大区域中的最低水平；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。2016年1~2月，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，3月份市场需求增长和生产随着错峰停产或春季停窑检修结束恢复，华东地区引领全国水泥价格开始触底反弹，西北的陕西、新疆，东北的辽宁、西南的贵州及中南的河南部分地区价格也出现上调，华北地区价格仍然疲软。4月以后，北方地区随着气温的回升需求开始明显恢复，华北地区领涨全国水泥价格，南方地区涨势逐渐消退，华东部分地区开始出现价格下行走势，从全国平均价格来看仍保持上涨趋势。根据Wind资讯数据显示，截至2016年5月27日，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区PO42.5水泥均价分别为244.00元/吨、318.33元/吨、285.00元/吨、277.14元/吨、282.50元/吨和286.67元/吨，较2015年底变动率分别为-1.61%、4.37%、7.95%、7.48%、5.61%和2.69%。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和房地产投资回暖、国内基础设施建设加快对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。预计2016年全年水泥价格不会继续2015年下滑趋势，但仍将保持低位。

行业经济效益

2014年水泥全行业利润总额达780亿元，比2013年增长1.8%。2015年，在行业产能过剩严重及下游需求下滑的形势下，水泥市场呈现出量价齐跌的趋势，企业亏损加大。根据国家统计局统计数据，2015年中国水泥行业累计实现收入8897亿元，同比下降9.4%，行业亏损企业额达到历史新高的215亿元，比2014年增长119%，亏损面达到35%；行业销售利润率仅为3.7%，是近十年以来最低的一年。

从区域来看，2015年华北全行业亏损，东北、西北和西南下滑幅度超过90%，两大利润区华东和中南地区也分别下滑接近50%。从利润率来看，华北地区创历史新低为-5.7%，连续3年低于行业平均水平，是目前区域效益最差区域。东北、西北和西南表现接近，利润率不到1%，形势堪忧。华东和中南地区利润率好于全国平均，保持在5%左右的水平。利润及利润率的下滑首先是由于需求下滑的同时产能仍然在增加，供需矛盾严峻；其次，在行业竞合上，部分大企业主导低价竞争拼实力，不采取自律协同的做法，通过低价提高市场占有份额，而

生产技术相对较落后的企业，不愿意主动退出，不断降低水泥销售价格，均压缩了水泥行业的利润空间；另外还有随着产量下滑，水泥生产线产能利用率进一步降低，折旧等成本无法充分摊薄，以及受增值税退税政策改革等因素影响。

2. 竞争格局

从全国范围来看，近年来，由于新建产能受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式，中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范，在一定程度上解决了企业产能盲目扩张，价格无序竞争等问题。根据中国水泥协会公布的数据，截止到2015年底，前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.5亿吨，占全国总产能的75%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的54%，预期中的水泥行业并购大潮未在2015年大规模出现。进入2016年，水泥行业联合重组步伐加速，中材集团与中国建筑材料集团正在筹划战略重组事宜，重组方案尚未确定，方案确定后尚需获得有关主管部门批准。金隅股份与冀东集团已开始进行战略重组。

表1 截至2015年底全国水泥企业熟料产能排名（单位：万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	31453	11	天瑞水泥	3209
2	海螺水泥	20376	12	亚洲水泥	2062
3	中材集团	8784	13	亚泰水泥	1981
4	冀东水泥	7080	14	尧柏水泥	1907
5	拉法基豪瑞中国	6479	15	云南昆泥	1727
6	华润水泥控股有限公司	6324	16	青松建化	1606
7	山水集团	5460	17	金峰水泥	1318
8	红狮水泥	4241	18	蒙西水泥	1302
9	台湾水泥	4067	19	葛洲坝水泥	1280
10	北京金隅	3460	20	河南同力水泥	1225

资料来源：中国水泥网

注：统计截至 2015 年 12 月 31 日已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能；全年窑的运转率按 310 天计算产能；中国建材产能统计包含其合并范围内南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥；中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材；拉法基豪瑞中国产能统计包含其合并范围内华新水泥、双马水泥等。

根据中国水泥协会公布的数据，2015 年中国水泥企业熟料产能排名中，中国建材、海螺水泥产能以绝对优势位居第一和第二。

水泥行业具有典型的销售半径，一般来看，水泥的销售辐射在周边 300 公里左右（华东地区在 500 公里左右），超过这个半径，其运输成本的增加将使其销售优势大幅削弱。因此，水泥市场的区域性更为明显，形成了目前多范围、多格局并存的区域水泥市场。

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差异，将中国分成 7 个区域分析，其中华东区域为较为稳定的成熟类区域，每年的水泥产销增速基本保持稳定，以新建为主的发展方式已经结束。西南地区受宏观经济环境和地区基本情况影响，水泥行业处于较快增长阶段，虽然水泥产量占比不大，但每年增速较高。西北地区在资源拉动下市场步入发展的快车道。

大型水泥企业通过区域拓展，在提高行业集中度的同时降低行业竞争的无序性，从而有助于中国水泥行业的有序发展。

表 2 水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古

		的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	中国建材（子公司北方水泥、宾州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，CRH	振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。
西北	中材集团（子公司赛马实业、天山股份、祁连山水泥）、冀东水泥、西部水泥	受益于西部大开发，此市场在2008年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。
华东	中国建材（子公司南方水泥和中联水泥）、海螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，区域集中度高，是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、鱼峰	竞争激烈，整合趋势明显，已步入成熟市场。
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞水泥、同力、葛洲坝等	得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段。
西南	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基等	除中国建材、拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高。

资料来源：数字水泥网

3. 上下游分析

上游原材料

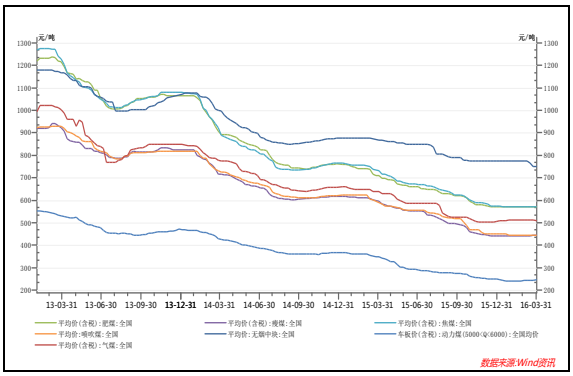
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

煤炭

国内整体煤炭行业仍处供大于求形势，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道，煤炭行业仍旧持续低迷。2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。总体上看，煤炭价格的下跌一定程度上缓解了水泥行业的成本端压力，煤炭价格仍将维持底部整理格局。

图3　截至2016年3月底国内主要煤炭品种含税均价

（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

电力

2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号)规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。电价小幅下调一定程度上减轻水泥企业用电成本。

2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，

售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。同时，国内水泥行业为了节约成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完纯低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供约30%的用电。相对而言，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

下游需求

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，工业、农业生产建设以及公共事业分别各占水泥市场需求的15%。因此，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量。

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业。2015年，上述三大行业合计的城镇基建固定资产投资累计为13.13万亿元，同比增长17.27%。近年来，基础设施建设投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应减弱。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2013年，全国房地产开发投资8.60万亿元，对水泥需求形成一定拉动。2014年全国房地产开发投资9.50万亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速较2013年显著放缓，增速为近10年来的最低值；其中住宅投资增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，比上年下降10.7%，其中住宅新开工面积下降14.4%。2015年，全国房地产开发投资9.60万亿元，同比名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增幅较去年下降9.5个百分点；其中，住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%，增速大幅回落。

2016年1~3月，全国房地产开发投资1.77万亿元，同比名义增长6.2%（扣除价格因素实际增长9.1%），增速有所回升。2016年1~3月，商品房销售面积24299万平方米，增长33.1%。；房屋新开工面积28281万平方米，增长19.2%；房屋竣工面积20001万平方米，增长17.7%。2016年一季度，房地产投资出现企稳回暖趋势，主要是前期刺激政策效果显现，以及国家陆续出台了降息、降低首付比例、公积金政策调整等一系列行业政策所致。

由此看出，基建投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应有所减弱，而房地产投资增速的快速下滑是导致 2015 年水泥需求增速大幅下降的主要原因。不过，2016 年一季度基建和房地产投资有所回暖，水泥行业下游需求情况有所改善，对水泥需求形成了一定支撑。未来下游需求行业走势仍值得关注。

4. 行业政策和关注

随着水泥产能过剩问题的日益凸显，有关控制水泥产能过快增长、促进高标号水泥产品发展的政策密集出台（详见下表3）。具体来看，2015年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①倡导逐步取消32.5复合硅酸盐水泥，32.5复合水泥标准取消有望增加高标号水泥产量、一定程度上化解熟料过剩产能；此外，根据之前的增值税退税政策，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于30%，实行增值税100%即征即退，2015年7月1日起，资源综合利用退税由100%即征即退改为退税比例为70%，且对环境标准更加从严，而且42.5及以上等级水泥的原料20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料40%以上来自废渣，使生产低标号水泥的企业难度加大，目的是鼓励高标号水泥生产，促使企业进行技术创新，在提高废渣的掺兑比例的同时确保产品的质量。然而，中国水泥产量中32.5强度等级复合硅酸盐水泥约占50%，对水泥企业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消32.5复合水泥历程将较为漫长；②严禁新增产能，2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料产能置换。在建项目须实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等

环境敏感区域，实施减量置换；③试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑（新型干法水泥熟料生产线）协同处置项目开展试点。目前，已建成的水泥窑协同处置生活垃圾项目的水泥企业包括：海螺水泥、华新水泥、中国中材集团、拉法基瑞安水泥有限公司和河南同力水泥股份有限公司等。

表 3　2014 年底以来水泥行业相关政策

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2014.12.2	关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告	复合硅酸盐水泥的强度等级分为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 五个等级，不再包含 32.5。
2015.4.20	《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015]127 号）	产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；新（改、扩）建项目产能置换指标，须为 2013 年及以后列入工业和信息化部公告或省级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能；支持跨地区产能置换。
2015.4.23	《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》（工信厅联节[2015]28 号）	试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和国家投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线，试点及评估工作期限为 2 年。
2015.6.12	关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知	将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：42.5 及以上等级水泥的原料 20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40%以上来自废渣；纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。
2015.8.31	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知（工信部联原[2015]309 号）	发展高品质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用 C35 及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。
2015.11.13	《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号）	为减轻大气污染，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产。
2016.1.14	《两部门关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》（发改价格[2016]75 号）	对 GB16780-2012《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高，加速淘汰落后生产线。
2016.5.18	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）	严禁新增产能，淘汰落后产能，推进联合重组，加快转型升级；到 2020 年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料前 10 家企业的生产集中度达 60%左右。

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

2015年11月13日，工信部和环境保护部联合下发《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542号），为减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产，但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外。2015年冬天，水泥错峰生产的试行范围进一步扩大，这将对遏制产能严重过剩和增加企业效益发挥一定作用，但对水泥企业经营效益会造成一定影响。

2016年5月18日，国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》是国务院近20年来首个专门为建材工业制定的文件，不仅是行业当前降本增效实现脱困发展的政策指导，也是行业“十三五”期间化解产能过剩、推进供给侧结构性改革的纲领性文件，在坚决去产能，在严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等方面都提出了新要求和新措施，目标是到2020年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；建材产品深加工水平和绿色建材产品比重稳步提高，质量水平和高端产品供给能力显著增强，节能减排和资源综合利用水平进一步提升；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。

总体看，上述政策旨在推进高标号水泥产品及绿色建材的推广使用，逐步淘汰低标号水

泥产品，但该项调控短期内对企业影响有限；而继续严控新增产能，倡导跨区域产能等量或减量置换，产品结构调整、产能优化整合和严控污染物排放、提倡错峰生产等仍是水泥行业的主要基调；此外，对于水泥行业用电价格机制的合理运用，也是水泥行业调控政策的新尝试。

5. 行业发展

展望 2016 年水泥行业，从行业需求来看，中国城镇基础设施的建设，将一定程度上促进水泥需求，但应重点关注其投资落地的时效性，或存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用尚待观察；此外，受宽松的货币环境及房地产政策环境影响，一线及二线房地产市场急剧升温，但三四线城市库存压力仍较为严峻，新开工、施工数据转好，数据持续性仍待检验，预计全年保持投资增速平稳的趋势。总体来看，2016 年下半年水泥行业需求存在一定回暖预期，但水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，随 2015 年部分产能投产加之 2015 年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016 年新增产能同比增速将保持继续下滑；对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，包括产能供给侧减量和结构调整两个方面。

在行业需求预期没有显著改善的背景下，供给端“去产能”效果不会短期迅速体现，水泥供需矛盾依旧很突出，尤其是区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同，行业内南北区域分化现象严重。总体来看，预计短期内，中国水泥市场价格以平稳或小幅回升为主，但仍将保持低位，行业整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

五、基础素质分析

公司是陕西省大型水泥生产企业之一。公司是香港交易所上市公司西部水泥（02233.HK）的间接控股公司，也是西部水泥主要的经营实体。

2015 年 6 月 26 日，公司母公司西部水泥完成了配售新股相关事项，本次配售的新股 9.03 亿股全部由海螺国际控股（香港）有限公司（以下简称“海螺国际”）认购，配售完成后海螺国际持有西部水泥 16.67%的股权，西部水泥取得的款项净额为 15.10 亿港元，西部水泥计划将配售事项所得款项用于公司运营及未来的收购与投资。2015 年 10 月 22 日海螺国际通过二级市场增持西部水泥股份，增持完成后，海螺国际持有西部水泥 21.20%的股权。由于海螺国际为安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺股份”）的全资子公司，海螺股份为公司在陕西市场的最大竞争者之一，本次新股配售事项的完成有助于进一步整合陕西省水泥行业，减少区域内的恶性竞争，对区域内水泥价格的稳定有着促进作用。

2015 年 11 月 27 日，西部水泥发布《联合公告》，海螺水泥以其下属的宝鸡凤鸣山、宝鸡金陵河、乾县水泥和千阳水泥股权（股权总计 45.94 亿港元）收购西部水泥股份，本次收购完成后，海螺国际将持有西部水泥 51.57%的股份，海螺水泥成为西部水泥控股股东和公司实际控制人。2016 年 6 月 30 日，西部水泥发布《第四份补充联合公告》，本次交易因若干条件于最后截止日期未达成或获豁免，收购协议与 2016 年 6 月 30 日终止。该公告称海螺水泥及西部水泥将继续探索未来业务合作机会。

截至 2016 年 3 月底，公司共拥有 17 个水泥生产基地，包括 20 条熟料生产线、20 条采用新型干法水泥工艺的水泥生产线；分布在蒲城、韩城、富平、蓝田、旬阳、江华、镇安、

丹凤、洋县、勉县、西乡、鲁新、和田、药王山、贵州花溪和伊犁地区等地；具备年产1956.10万吨熟料、2700万吨水泥的生产能力。此外，公司还拥有10座大型余热发电站。

公司主要产品有“尧柏”牌32.5R、42.5R等普通硅酸盐水泥及425#低热矿渣、525#道路、525#中热硅酸盐水泥等各种强度等级的中热硅酸盐水泥、低热硅酸盐水泥、低热矿渣硅酸盐水泥、道路水泥等特种水泥，广泛应用于铁路、机场、水利、交通、石油等国家和省重点工程项目。“尧柏”牌水泥是陕西省名牌产品。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、法人治理结构和管理制度无变化。

七、 经营分析

1. 经营情况

2015年，受行业整体不景气所影响，公司实现营业收入33.27亿元，同比下降10.38%；公司实现利润总额0.29亿元，同比下降92.19%。从营业收入构成来看，跟踪期内水泥依然是公司的核心主业。2016年一季度，公司实现营业收入5.53亿元，同比下降0.18%，实现利润总额-0.60亿元。

从毛利率来看，2015年公司水泥毛利率为15.38%，较2014年下降1.64个百分点，主要是受市场竞争加剧影响，水泥销售价格有所下降所致；2016年一季度，水泥业务毛利率大幅下降，为6.97%，主要系2016年水泥市场持续低迷，市场需求和销售均价同比下降所致。

表4 近年来公司经营情况（单位：万元、%）

项目	营业收入				毛利率			
	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
1．主营业务小计	389323.19	370626.88	329062.81	53490.22	18.98	16.89	15.33	7.00
其中:水泥、熟料	386393.94	367600.27	326224.84	52862.42	19.00	17.02	15.38	6.97
运输收入	2929.25	3026.61	2837.97	627.80	16.30	1.06	8.66	9.09
2．其他业务小计	254.48	587.88	3628.03	1786.80	94.07	80.85	78.91	5.38
合计	**389577.67**	**371214.76**	**332690.84**	**55277.02**	**19.03**	**16.99**	**16.02**	**7.16**

资料来源：公司提供

从公司主要产品收入构成来看，2014年，公司42.5水泥产品对收入贡献占比有所提升，主要是随着西安地区商混站需求量的增加，以及西成高铁从2013年开始进入全面施工阶段，42.5水泥的需求有所上升。2015年至2016年公司32.5水泥产品仍占据总收入的较大比重，主要是因为民用市场的相对活跃和公司在民用市场所占比例的优势扩大。

原材料方面，公司原材料主要为石灰石，能源方面为原煤和电力，石灰石、煤炭、电力分别在水泥成本中占30.40%、15.29%和19.89%。2015年，公司石灰石、煤炭和电力的采购价格分别为16.91元/吨、319.23元/吨和0.42元/千瓦时，石灰石采购与电力采购价格较上年有所增长，煤炭采购价格较上年有所下降。

表5 原材料采购量和采购价格

原料	项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
煤炭	采购量（万吨）	179.01	171.17	165.33	25.50
	采购均价（元/吨）	470.05	410.27	319.23	283.11

电力	采购量（亿千瓦时）	13.77	13.84	12.66	2.10
	采购均价（元/千瓦时）	0.45	0.45	0.42	0.44
石灰石	采购量（万吨）	1312.06	1275.41	1258.87	194.90
	采购均价（元/吨）	15.81	15.96	16.91	17.29
硫酸渣	采购量（万吨）	49.03	44.29	37.90	3.29
	采购均价（元/吨）	117.18	112.73	102.59	89.37
粘土	采购量（万吨）	139.09	126.53	115.27	14.47
	采购均价（元/吨）	7.52	7.76	7.18	7.62
废石	采购量（万吨）	375.2	374.72	278.81	29.11
	采购均价（元/吨）	16.83	16.39	15.01	14.65

资料来源：公司提供

生产方面，2015 年公司熟料产能为 1912 万吨、水泥产能扩大至 2700 万吨/年的水平，2014 年公司在建的生产线位于伊犁、贵州，这两条生产线已于 2015 年 3 月决算转入固定资产开始正式投入使用；2015 年 12 月公司收购的铜川药王山生态水泥有限公司，其 2 条日产 2500 吨新型干法水泥生产线建成。2015 年公司实现水泥产量 1572.27 万吨，较 2014 年下降 0.84%，产能利用率 64.59%，较上一年下降 0.92 个百分点。2016 年一季度，公司水泥产量 282.22 万吨，同比增长 11.92%。

销售方面，2015 年公司水泥销售 1592.59 万吨，同比增长 2.05%；销售均价 236.00 元/吨，同比下降 9.59%。2016 年一季度，水泥销量 282.23 万吨，占 2015 年全年的 17.72%，销售均价持续下降，为 226.00 元/吨。

表 4　水泥产销情况（单位：万吨、元/吨、%）

时间/项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
水泥产能	2380.00	2380.00	2700.00	2700.00
产量	1616.60	1559.15	1572.27	282.22
产能利用率	67.92	65.51	64.59	41.37
销量	1611.25	1560.54	1592.59	282.23
产销率	99.67	100.00	100.00	100.00
价格	267.13	261.02	236.00	226.00

资料来源：公司提供

从公司客户分布来看，跟踪期内，房地产行业在公司客户分布中的占比有所增长，为 33.81%，民用水泥群体占比有所下降，为 43.46%，公路工程行业在公司客户分布中占比持续上升，为 12.03%。

表 5 公司客户分布情况（单位：%）

行业分类	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
房地产	26.87	24.02	33.81	33.11
铁路工程	5.09	8.21	9.66	8.78
公路工程	5.49	10.23	12.03	10.61

内河航道工程	0.60	1.10	1.02	0.28
轨道交通	0.07	0.00	0.02	--
其他	61.93	56.44	43.46	47.23
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

综合来看，跟踪期内，公司产量有所增长，同时受制于下游需求的疲软，公司产能利用率不高，水泥销售价格持续下降，促使公司整体收入同比有所下降。

2.未来发展

截至 2016 年 3 月底，公司无在建工程。

未来五年，公司将以陕西省内的发展为重点，向外延伸发展周边市场，继续完善新疆产业布局，并拓展西南市场，在优势区域配套混凝土和骨料业务。

八、募集资金使用情况

“16 尧柏 CP001”募集资金 8 亿元（扣除手续费后实际募集 79280 万元），募集资金用途为：3 亿元用于支付控股子公司的建设工程款及设备款；5 亿元用于分别用于偿还公司本部在农业银行短期借款 2.8 亿元，西安银行中期借款 1.6 亿元，浦发银行短期借款 0.6 亿元，以降低融资成本，优化财务结构。

截至 2016 年三月底，公司所募集资金资金 8 亿元，已使用 7.64 亿元，具体使用情况如下表：

表 6　公司募集资金使用明细表（单位：亿元）

资金用途	收款人	用款金额
支付建设工程款及设备款	天津水泥工业设计研究院有限公司等	3.00
归还贷款	西安银行	1.60
	浦发银行	0.60
	农业银行	2.44
合计		**7.64**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2013 年至 2015 年财务报表经希格玛会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2016 年一季度报表未经审计。截至 2015 年底，公司共有一级子公司 19 家，公司合并范围较上期新增铜川药王山生态水泥有限公司，合并范围变化对财务数据影响不大，财务可比性强。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 33.27 亿元，同比下降 10.38%，主要是因为水泥销售价格和销量下降所致。2015 年公司营业成本 27.94 亿元，同比下降 9.33%，公司营业收入下降速度快于营业成本下降速度。2015 年，公司营业利润-0.71 亿元，同比大幅下降 130.29%，利润总额 0.29 亿元，同比下降 92.19%。

从期间费用来看，公司 2015 年期间费用合计 4.34 亿元，较上年增长 21.91%。期间费用占营业收入比重为 13.04%，较上年 9.60%增长了 3.44 个百分点，主要系公司利息支出大幅增长所致。

非经常性损益方面，2015 年，公司营业外收入 1.10 亿元，主要为增值税退税收入、政府补助款项和其他款项。2015 年，公司资产减值损失为 1.30 亿元，同比大幅上升，主要系公司计提渭南莆田水泥生产线在建工程减值准备所致。非经常性损益对利润总额有一定影响。

受水泥价格下降影响，2015 年公司营业利润率为 14.75%，较 2014 年下降 0.96 个百分点。总资本收益率和净资产收益率也分别大幅下降至 1.72%和-0.12%。

2016 年一季度，公司实现营业收入 5.53 亿

元，占 2015 年全年的 16.62%，实现利润总额-0.51 亿元，延续了 2015 年的亏损态势；公司营业利润率持续下滑至 7.16%。

总体来看，跟踪期内受制于水泥行业低迷的影响，公司盈利能力大幅下降，出现亏损情况。

2. 现金流及保障

2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别 29.96 亿元和 31.76 亿元，分别较上年同期下降 7.18%和 5.52%；公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出分别为 14.84 亿元和 30.28 亿元，分别较上年同期下降 6.27%和增长 23.36%；公司经营活动现金流量净额为 1.47 亿元，较上年大幅下降 83.73%。2015 年，公司现金收入比为 90.05%，较上年 86.94%上升 3.11 个百分点。

从投资活动看，2015 年公司投资活动产生的现金流入量为 0.03 亿元，2015 年投资活动现金流出为 8.11 亿元，主要为公司投资支付的现金。2015 年投资活动现金流量净额为-8.08 亿元。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入量有所增长，为 14.85 亿元；公司筹资活动现金流出量为 10.56 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2015 年公司筹资活动现金流量净额表现为净流入，为 4.28 亿元。

2016 年一季度，公司经营性活动产生的现金流入和流出量分别为 5.55 亿元和 3.98 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-0.34 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.27 亿元。

总体来看，跟踪期内公司经营活动获现能力持续维持在较弱水平，投资活动资金需求缺口较大，公司筹资压力较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 104.81 亿元，较上年增加 6.77%，其中流动资产占 19.04%，非流动资产占 80.96%，公司仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产合计 19.96 亿元，较上年同期增长 9.99%，主要由货币资金（占 21.08%）、应收账款（占 16.53%）、其他应收款（占 14.44%）和存货（占 26.05%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金 4.21 亿元，较上年底下降 35.59%，其中银行存款 4.19 亿元，现金 0.02 亿元，公司无受限货币资金。

截至 2015 年底，公司应收账款 3.30 亿元，同比增长 34.22%，其中 1 年以内的应收账款占 95.54%，1~2 年的占 3.55%，2 年以上的占 0.91%，公司共计提坏账准备 622.37 万元，计提比例尚可。

截至 2015 年底，公司其他应收款 2.88 亿元，较上年同期增长 7.04%，从账龄上看，1 年以内的占 98.34%，1 至 2 年的占 0.04%，2 至 3 年的占 0.02%，3 年以上的占 1.60%。

截至 2015 年底，公司存货合计 5.20 亿元，同比增长 6.92%，主要以原材料（占 48.27%）和自制半成品（占 47.69%）为主，公司未计提存货跌价准备。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产 84.85 亿元，同比增长 6.03%，主要由固定资产（占 87.63%）、在建工程（占 1.08%）和无形资产（占 8.67%）构成。

截至 2015 年底，公司固定资产合计 74.36 亿元，同比增长 25.12%，主要由机器设备和房屋及建筑物构成。固定资产成新率 70.72%，成新率较高。公司及控股子公司以部分机器设备抵押借入短期借款 0.48 亿元。2015 年，水泥生产线、矿山设施及其他零星工程转入固定资产 12.32 亿元，主要为公司伊犁和贵州的生产线建成投产所致。

截至 2015 年底，公司在建工程合计 0.92 亿元，同比下降 92.66%。

2016 年一季度，公司资产总额 103.38 亿元，

其中流动资产占 19.57%，非流动资产占 80.43%，资产结构基本与 2015 年底保持一致。

跟踪期内，公司仍以非流动资产为主，流动资产占比略有提高，公司固定资产占比较大，固定资产成新率较高，公司资产构成符合行业特点，整体来看，公司资产质量尚可。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 52.31 亿元，较上年同期增长 8.93%，其中流动负债占 43.78%，非流动负债占 56.22%。公司非流动负债占比有所上升。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债合计 22.90 亿元，较上年同期下降 7.04%，主要由短期借款（占 20.02%）、应付账款（占 24.77%）、应付利息（占 18.47%）和其他应付款（占 17.96%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 4.58 亿元，同比下降 30.77%，其中质押借款占 19.71%，抵押借款占 80.29%。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 5.67 亿元，同比下降 22.71%。从账龄来看，1 年以内的占 90.12%，1 至 2 年的占 7.05%，2 年以上的占 2.83%。公司应付账款综合账龄较短。

截至 2015 年底，公司应付利息 4.23 亿元，同比增长 5.30%。

截至 2015 年底，公司其他应付款 4.11 亿元，同比增长 3.26%。从账龄来看，1 年以内的占 62.53%，1 至 2 年的占 29.44%，2 至以上的占 8.03%。整体来看，公司其他应付款综合账龄较短。

非流动负债方面，2015 年底公司非流动负债合计 29.40 亿元，同比增长 25.77%，主要由长期借款（占 69.08%）和应付债券（占 27.17%）等构成。

截至 2015 年底，公司长期借款 20.31 亿元，同比增长 39.01%，全部为信用借款。

从债务结构看，截至 2015 年底，公司全部债务 34.54 亿元，同比增长 17.08%，其中短期债务占比 18.05%，长期债务占比 81.95%，债务结构以长期债务为主。

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 49.91%、39.68%和 35.03%，同比均有所增长，公司债务指标有所增长。

2016 年一季度，公司负债总额 51.47 亿元，其中流动负债占 41.68%，非流动负债占 58.32%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.79%、40.16%和 28.13%。

跟踪期内，公司债务负担有所加重，流动负债占比有所下降，公司债务以长期债务为主，债务结构较合理。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 52.51 亿元（含少数股东权益 0.90 亿元），同比增长 4.69%，主要系公司实收资本的增长所致。2015 年 11 月根据公司董事会决议，决定公司股东集诚有限公司以货币形式向公司注资 2.70 亿元，本次增资已经陕西兴华会计师事务所出具陕兴验字（2015）035 号验资报告。公司 2015 年所有者权益主要由实收资本（占 36.62%）和未分配利润（占 58.45%）构成。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 51.91 亿元，与 2015 年底基本持平。

总体看来，公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015 年公司流动比率和速动比率分别为 87.15%和 64.45%，均较上年同期有所增长。2015 年公司经营现金流动负债比为 6.44%，较上年 36.79%大幅降低。整体来看，公司短期偿债能力一般。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 67.29%和 51.42%。

从长期偿债指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 8.81 亿元，EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 分别为 5.64 倍和 3.92 倍，

均较上年同期有所弱化。同时考虑到公司所处行业景气度下行，区域内行业竞争加剧，公司产能利用率不高，水泥售价仍处低位等情况，公司仍面临较大的经营压力。综合来看，公司整体偿债能力一般。

截至2016年3月底，公司无对外担保情况。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至2016年3月底，公司共获得各商业银行累计授信总额10.69亿元，其中已使用额度为6.35亿元，尚未使用额度4.34亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 存续期内债券偿还能力分析

公司2016年发行了存续期为365天，发行额度为8亿元的尧柏特种水泥集团有限公司2016年度第一期短期融资券（“16尧柏水泥CP001”）。

2015年，公司EBITDA为8.81亿元，为16尧柏水泥CP001的1.10倍，对存续期债券保障程度较好。公司经营活动现金流入量与净流量分别为31.76亿元和1.47亿元，分别为16尧柏水泥CP001的3.97倍和0.18倍，经营活动现金流入量对16尧柏水泥CP001的保障能力较好。

6. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G10610113009487801），截至2016年6月8日，公司无未结清不良信贷信息记录。

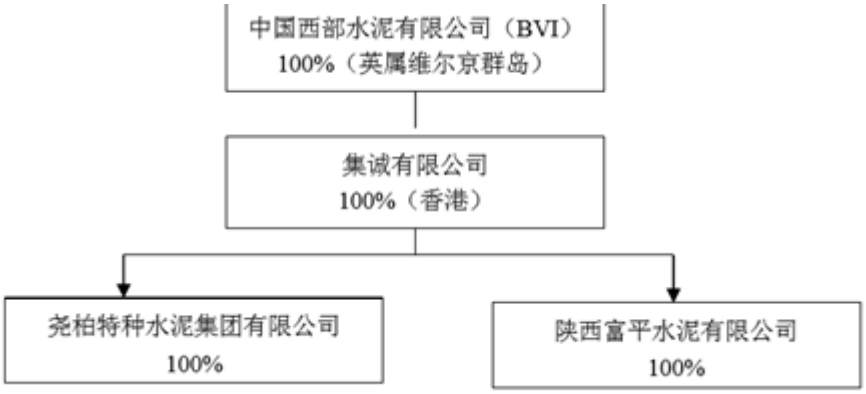
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及陕西和新疆水泥行业发展的综合分析，和未来公司发展的综合判断，公司整体抗风险能力强。

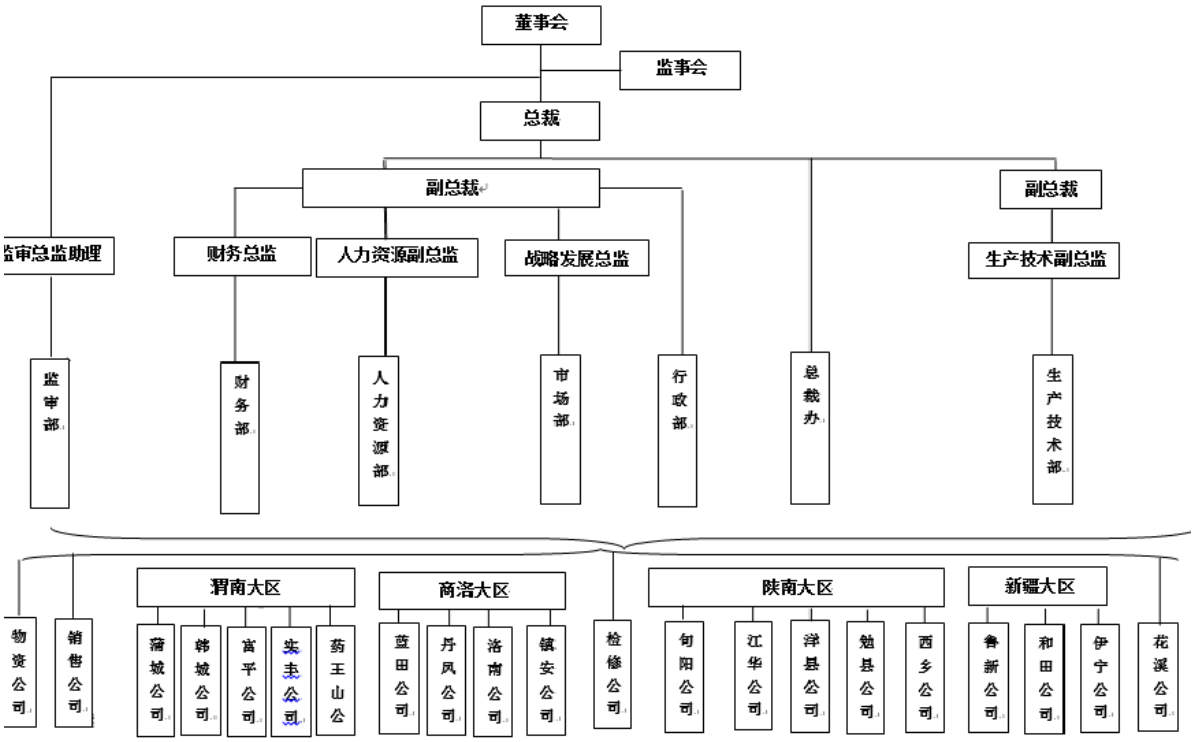
十、结论

综合考虑，联合资信维持尧柏特种水泥集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望维持稳定，并维持“16尧柏水泥CP001”A-1的信用级别。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.31	7.01	5.01	5.04
资产总额(亿元)	97.03	98.17	104.81	103.38
所有者权益(亿元)	47.89	50.15	52.51	51.91
短期债务(亿元)	6.09	6.92	6.23	14.52
长期债务(亿元)	27.30	22.58	28.30	20.31
全部债务(亿元)	33.39	29.50	34.54	34.83
营业收入(亿元)	38.96	37.12	33.27	5.53
利润总额(亿元)	4.47	3.76	0.29	-0.51
EBITDA(亿元)	11.49	10.34	8.81	--
经营性净现金流(亿元)	6.24	9.06	1.47	1.57
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.14	12.65	8.12	--
存货周转次数(次)	6.69	6.34	5.37	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.38	0.32	--
现金收入比(%)	85.00	86.94	90.05	97.08
营业利润率(%)	17.74	15.71	14.75	7.16
总资本收益率(%)	6.69	4.98	1.72	--
净资产收益率(%)	7.83	5.96	-0.12	--
长期债务资本化比率(%)	36.30	31.04	35.03	28.13
全部债务资本化比率(%)	41.08	37.04	39.68	40.16
资产负债率(%)	50.64	48.91	49.91	49.79
流动比率(%)	88.65	73.65	87.15	67.29
速动比率(%)	66.32	53.91	64.45	51.42
经营现金流动负债比(%)	29.51	36.79	6.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.82	10.55	5.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	2.85	3.92	--

注：公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

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