

信用等级公告

联合[2019] 222 号

联合资信评估有限公司通过对尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用等级为 AA，2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年一月二十五日



尧柏特种水泥集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA
 评级展望: 稳定
 本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 5 亿元
 本期中期票据期限: 3 年
 偿还方式: 按年付息, 到期一次性兑付本金
 发行目的: 补充流动资金

评级时间: 2019 年 1 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	5.01	14.89	15.95	11.17
资产总额(亿元)	104.81	103.31	107.95	114.17
所有者权益(亿元)	52.51	55.44	63.57	68.95
短期债务(亿元)	6.23	13.63	9.84	8.94
长期债务(亿元)	28.30	20.31	21.91	20.31
全部债务(亿元)	34.54	33.94	31.75	29.25
营业收入(亿元)	33.27	35.96	45.00	41.03
利润总额(亿元)	0.29	4.07	8.64	13.16
EBITDA(亿元)	8.81	12.95	17.52	--
经营性净现金流(亿元)	1.47	10.74	9.11	10.53
营业利润率(%)	14.75	19.61	25.76	35.09
净资产收益率(%)	-0.12	5.32	11.07	--
资产负债率(%)	49.91	46.34	41.12	39.60
全部债务资本化比率(%)	39.68	37.97	33.31	29.78
流动比率(%)	87.15	93.05	134.14	146.60
经营现金流流动负债比(%)	6.44	40.46	42.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.92	2.62	1.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.93	6.89	10.47	--

注: 2018 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

王兴萍 尹金泽

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对尧柏特种水泥集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为陕西省大型水泥生产企业之一,在区域竞争实力、经营规模等方面具备的优势;联合资信同时关注到行业产能过剩,公司产能利用率较低,原材料价格上涨和安全生产管理方面存在不足等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建工程规模不大,未来资本支出可控;同时在中国供给侧改革的背景下,水泥行业虽然没有行政化去产能的制约,但在市场化优胜劣汰、环保限产以及行业自律的推动下,水泥行业产能过剩突出的矛盾得到一定缓解,水泥价格有望在未来保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险较低,安全性较高。

优势

1. 公司作为陕西省水泥行业龙头企业,具有较强的区域规模优势和市场竞争力。
2. 随着水泥价格在2016年开始回升,公司收入及利润总额持续增长,盈利能力明显改善。
3. 公司整体债务规模优势下降且债务负担轻,财务弹性良好。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

关注

1. 当前水泥行业仍属于产能过剩行业,行业

景气度波动对行业盈利水平影响大；现阶段行业景气度的维持有赖于行业自律的持续良好推动。

2. 2016年以来，煤炭价格持续上涨，给公司带来一定成本控制压力。
3. 公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。
4. 公司水泥生产线分布在多个区域，对公司的安全生产管理及相应制度落实构成挑战，近期安全事故的发生对公司的安全生产管理能力提出了更高要求。

声 明

一、本报告引用的资料主要由尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本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。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

尧柏特种水泥集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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，是公司的境外融资平台，公司是西部水泥主要经营实体）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（Faithful Alliance Limited，以下简称“集诚公司”，集诚公司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）。2015 年 9 月，集诚公司向公司注资人民币 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 2018 年 9 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。

公司经营范围为：水泥、石料的生产；水泥机械的制造；相关技术服务；销售自产产品。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 107.95 亿元，所有者权益 63.57 亿元（含少数股东权益 2.43 亿元）；2017 年公司实现营业收入 45.00 亿元，利润总额 8.64 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产

总额 114.17 亿元，所有者权益 68.95 亿元（含少数股东权益 3.17 亿元）；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 41.03 亿元，利润总额 13.16 亿元。

公司注册地址：西安市航天基地神舟四路 336 号；法定代表人：张继民。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2019 年注册总金额为 15 亿元的中期票据，本期计划发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 5 亿元，期限 3 年。本期中期票据按年付息，到期一次偿还本金，募集资金用途为补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购

进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1-6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1-6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1-6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1-6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以

来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1-6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1-6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或

呈稳中趋缓态势,主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险,且在房地产行业宏观调控持续影响下,房地产投资增速或将继续放缓。但是,受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用,基础设施建设投资增速有望回升。居民消费(尤其是升级类消费)有望维持较快增长,主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善,个人所得税新政下半年有望推出,以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓,主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看,2018年下半年中国消费有望维持较快增长,但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落,经济增速或将继续小幅回落,预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 水泥行业

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,水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品,目前仍属不可替代的基础建筑材料,并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类,按照抗压强度可分为32.5水泥、42.5水泥及其他高标号(如52.5、62.5)水泥等。

作为基础材料,水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用,水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高,受宏观经济影响显著。目前中国水泥产量占世界总产量的60%左右。2017年,中国水泥产量23.16亿吨。

行业需求

近年来,随着宏观经济放缓,水泥市场景

气度持续下行。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;全国累计销售水泥23.08亿吨,较2014年下降5.68%。2016年,在基建投资平稳增长和房地产投资回暖的支撑下,全年水泥产量24.03亿吨,同比增长2.34%。

2017年,水泥需求量较上年略有下滑,全年中国水泥产量23.16亿吨,同比下降3.61%,为2015年后第二次负增长,各区域水泥产量均呈现不同程度的回落,其中华北和东北地区降幅较大,同比分别下降22.54%和15.08%。逐月来看,1~2月为传统淡季,3~5月随着下游房地产、基础设施建设投资需求启动以及北方停窑结束,水泥产量保持平稳增长趋势;6~7月,受南方地区进入梅雨季节、农忙及高温天气等淡季因素影响,下游需求疲弱,水泥产量同比增速有所回落;进入8月,随着天气状况好转,水泥需求出现超预期萎缩,导致累计增速由正转负;9~10月,受假期和将于影响,各区域水泥需求恢复具有一定差异,大部分地区以继续推涨价格为主;进入11月,北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季,加之下游工程赶工,需求集中释放,南方局部区域因环保和能耗压力生产阶段性受限;12月中下旬,北方大部分地区进入冬季错峰停窑时间,并将持续至来年3月份,水泥供需停滞。

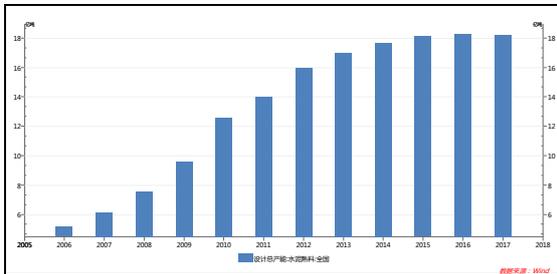
2018年上半年,水泥市场区域分化特征延续南稳北降的特点,产量方面,西南地区因扶贫力度大,增速最快,为5.59%,其次是中南的1.34%。东北、西北、华北跌幅较大,增速分别为-12.85%、11.81%和-5.21%。华东受江苏和山东大幅下降的影响也略有下降,增速为-1.39%。2018年1~6月,全国水泥产量9.97亿吨,同比下降0.6%。

行业产能

2012年之前,中国水泥熟料产能保持快速增长趋势,随后宏观经济增速放缓,水泥熟料

产能的增速随之放缓,2017年水泥熟料产能甚至出现了负增长。

图1 水泥熟料设计产能(单位:亿吨)



资料来源:国家统计局、Wind 资讯

据中国水泥协会统计,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,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年产能利用率为同期最低水平,仅为67%。2016年全年新点火水泥熟料产能2558万吨,同比下降46%。新增产能连续四年下降。截至2016年水泥熟料设计总产能约为18.3亿吨,2016年水泥行业产能利用率虽然有所上升,但仍然不足70%。

2017年,在水泥行业面临国家严格限制新增产能、提高行业准入门槛以及环保督查等背景下,尽管缺乏行政化去产能的手段,全国整体水泥熟料产能首次呈下降趋势。据Wind资讯统计,2017年全国水泥熟料生产线1715条,较2016年净减少54条,其中新增投产水泥熟料生产线共有13条;全国水泥熟料总设计产能18.20亿吨,较2016年净减少0.10亿吨,其中新增设计产能0.20亿吨。水泥全行业产能利用率依旧低于70%,受区域市场需求和成本控制能力差异影响,行业内各企业产能利用率差别较大,据各上市水泥企业公开披露数据,2017年,除海螺水泥、华润水泥、万年青和塔牌水泥产能利用率在90%左右,以及祁连山和华新

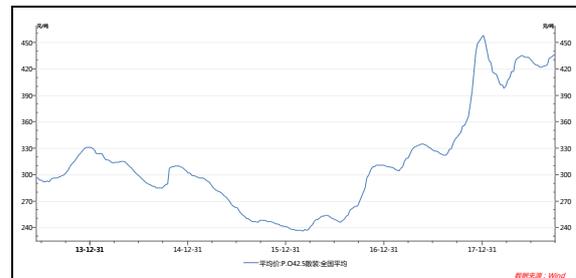
水泥产能利用率在70%~80%之间以外,其他水泥企业的产能利用率均低于60%。

区别于钢铁和煤炭行业的行政化去产能,当期水泥行业的产能退出主要依靠于行业自律、环保限产以及市场出清等相对温和的方式来压缩过剩产能,产能缩减速度较为缓慢,同时需求端支撑较弱,预计未来一段时间内,行业供需矛盾仍然存在。

水泥价格

随着水泥需求增速的趋缓,新增产能的不断释放,2009年以来水泥行业开始逐步出现产能过剩现象,行业内竞争加剧,水泥价格自2011年开始持续下降。

图2 全国P.O42.5水泥散装价格走势



资料来源:Wind 资讯

2016年,在房地产市场回暖的带动下,加之区域市场整合和行业自律限产等措施的推行,水泥价格触底回升。逐月来看,2016年1~2月为水泥传统淡季,全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势;进入3月之后,随需求与生产恢复,南北方水泥价格开始陆续上涨,进入6~7月,受南方多地区进入持续降雨季节影响水泥需求疲弱,水泥价格走低;8~9月份受G20华东部分地区限产和市场需求回暖影响,南方水泥价格涨势良好;10月份以后,随着北方错峰停窑生产期临近、原材料煤炭价格上升以及交通部加大检查超载力度导致运输成本增加,水泥价格全面上涨;2016年底,水泥价格涨至阶段高点。

2017年,全国水泥均价呈现持续上涨态势,尤其是进入8月份旺季以来,各区域水泥均价均呈现加速上涨趋势,至2017年底,水泥价格涨至历史高位水平,全国PO42.5散装水

泥均价由年初的310元/吨上升至458元/吨，涨幅达47.74%。2018年一季度，尽管处于行业淡季，水泥均价略有回调，环比逐月回落，但得益于错峰生产和行业自律，全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，水泥价格远高于上年同期水平；进入二季度，水泥价格整体抬升明显，维持高位稳定。截至2018年6月底，全国PO42.5散装水泥均价为431元/吨，较年初小幅下降24元/吨。进入三季度，水泥价格先抑后扬有所波动，截至2018年9月28日，全国PO42.5散装水泥均价为436元/吨，与6月底价格基本持平。

行业经济效益

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年中国水泥行业亏损额达到历史新高的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%，是近十年来最低的一年。随着水泥价格在2016年下半年开始持续上涨，水泥企业盈利能力得到持续恢复。根据国家统计局统计数据，2016年，中国水泥行业实现收入8764亿元，同比增长1.2%，实现利润518亿元，同比大幅增长55%；2017年，水泥行业实现收入9149亿元，实现利润877亿元，延续了2016年的增长趋势。

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、折旧占主导地位。对于大公司来说，由于水泥企业大多自有石灰石矿山，石灰石的成本变化不大。煤、电成本在水泥熟料生产成本中占比达60%左右，煤炭、电力价格变化对水泥成本影响大。

煤炭价格方面，2011~2015年，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道，2015年底煤炭价格降至最低点。2016年以来，在煤炭去产能、供应量减少，下游需求保持一定水平的情况下，煤炭价格出现回升，并于2016年底涨至

最高点。2017年以来煤价小幅下降，但仍处于高位。煤价的回升一定程度上推高了水泥价格，单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，中、小规模企业则面临一定的成本压力。进入2017年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势。煤炭价格的上升大部分会转嫁到水泥价格上，但会有一定时间上的滞后，而单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，煤价上升带来的成本上升幅度较小，中、小规模企业则面临一定的成本压力。

电价方面，主要执行上网电价和一般工商业销售电价，国内水泥行业为了节约用电成本，目前大型新型干法水泥生产企业已完成低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供一定比例的用电。2016年，国家发改委和工信部发布《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，自2016年1月起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。通知明确，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。约10%左右产能的水泥生产线将因达不到能耗要求被淘汰。相对而言，电价变动对能耗水平较低水泥企业生产成本影响较小。

行业竞争

水泥行业长期呈市场分散、自律缺失、行规不健全的状态，带来恶性竞争、资源利用率低、产业规模优势不明显等问题。

水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分

为多个相对封闭的区域市场,虽然呈现全国水泥行业集中度较低,但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。受各地区供需结构、竞争激烈程度、地理位置(影响生产成本和运输费用)等影响,各区域间的水泥价格和利润水平有一定差异。

2015年水泥行业亏损面达到34%,水泥企业对恶性低价竞争带来的不利影响认识加深,行业竞合环境有所改善,对水泥价格的回升起到了重要影响。2016年主导水泥企业和水泥行业的协会在组织、市场整合和协同中表现突出,各级行业协会围绕国务院办公厅34号文件开展区域市场协调工作,推进联合重组、开展错峰生产,水泥行业设立产业结构调整专项资金、开展区域整合、维护行业自律的措施,推动水泥价格多轮上涨。

2016年中国水泥行业内多家大型企业发生并购重组:(1)2016年8月,中国建材行业两大央企中国建筑材料集团有限公司(下称“中国建材集团”)与中国中材集团公司(下称“中国中材”)宣布实施重组,中国中材将无偿划转进入中国建材集团;两大集团在水泥业务重合区域较小,两者合并对降低总体同业竞争的程度有限,合并后有助于新集团实现产能的全国布局。(2)2016年5月金隅股份通过对冀东集团增资扩股及收购股权,实现对冀东集团及冀东水泥的控股,金隅股份计划以通过冀东水泥发行股份及支付现金购买资产的方式实现对冀东水泥的直接控股,两家水泥企业重组后,在京津冀地区产能占比约为50%,有利于改善华北区域低价恶性竞争、市场秩序混乱的市场现状。(3)2015年世界建材行业巨头拉法基(LAFARGE)和豪瑞(HOLCIM)完成合并,新的拉法基豪瑞集团也开始对中国区水泥资产进行整合。拉法基中国区部分非上市水泥资产已注入原豪瑞中国业务平台华新水泥,拉法基也将部分原下属上市公司双马水泥股权转让,不再为其实际控制人,从而避免违反上市公司同业竞争承诺。

除了并购重组,水泥企业间的参股合作、战略合作,也成为了较为普遍的合作方式。近年来,华润水泥参股了福建水泥、昆钢水泥,天瑞水泥参股了山水水泥,华润水泥与金隅股份签订了长期战略合作协议,计划携手开拓国内外市场,建立市场沟通机制、定期进行生产、技术、经营管理方面的交流,中材装备与蒙西水泥、海螺集团与亚洲水泥、同力水泥与中联水泥也签订了类似的战略合作协议或者合作框架协议。

行业政策

2016年以来,随着水泥产能过剩问题的日益凸显,不管是中央还是地方都出台了化解水泥过剩产能的规划目标和政策手段;而针对近年来日益严重的空气质量等环境问题,相关部门也对水泥的电耗、煤耗、污染源排放计划出台了规范和针对性的调控措施。

国家部委2016年以来出台的水泥行业相关政策主要包括以下方面:①严禁备案和新建新增产能项目、依法依规淘汰不达标产能。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水泥熟料、平板玻璃产能置换;强化依法行政和标准实施,对经整改达不到环保、能耗、安全、质量等强制性标准要求的产能,依法有序关停退出。逐步淘汰砖瓦轮窑。②实行差别化政策,倒逼过剩产能退出。开展能耗、排放等对标达标,明确了到2020年,规模以上单位工业增加值能耗下降18%,吨水泥综合能耗降到85千克标准煤;贯彻落实高耗能行业差别电价、阶梯电价等政策,研究提高享受资源综合利用财税政策的技术门槛,倒逼竞争乏力产能主动退出。③支持优势企业搭建产能整合平台,利用市场化手段推进联合重组,并结合联合重组、技术改造,主动经营性压减过剩产能。④推进水泥窑协同处置、资源化利用城市和产业废弃物。实施水泥窑炉能量梯级利用、能效提升改造,高效节能粉磨粉尘低成本、高效减排改造,高硫石灰石地区氮氧化物、二氧化硫综合减排改造。

作为行业协会自律组织,中国水泥协会于2017年12月印发《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》,该报告提到三大目标,首先,三年压减熟料产能39270万吨,关闭水泥粉磨站企业540家,将上述指标按四年分解得到每年的目标任务,使全国熟料产能平均利用率达到80%,水泥产能平均利用率达到70%;其次,前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上,水泥产能集中度达到60%。力争10个省区内前2家大企业熟料产能集中度达到65%;第三,形成政府主导和市场机制结合的去产能机制,2017年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清,准备就绪。2018年上半年正式启动运行去产能机制,力争在10个省区组建水泥投资管理公司,形成去产能的有效机制。

行业展望

需求方面,未来基建投资虽有望保持较高增速但房地产投资增速回调可能性大,水泥需求预计以企稳为主;供给方面,供给侧改革背景下,错峰生产、行业集中度提升以及行业自律的继续推进使得水泥产能的释放有望保持稳定。总体看,水泥行业供需未来有望维持平衡,水泥价格有望保持高位运行。

2. 区域经济

公司水泥生产和销售的主要区域为陕西省。2017年,陕西省实现国民生产总值2.19万亿元,同比增长8.0%,增速较去年提高0.4个百分点。其中,第一产业增加值1739.45亿元,增长4.6%,占生产总值的比重为7.9%;第二产业增加值10895.38亿元,增长7.9%,占49.8%;第三产业增加值9263.98亿元,增长8.7%,占42.3%。人均生产总值57266元,比上年增长7.3%。

2017年,陕西省全社会固定资产投资23819.38亿元,比上年增长14.4%。其中,固定资产投资(不含农户)23468.21亿元,增长14.6%;农户投资351.17亿元,增长0.2%。在

固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资1552.99亿元,比上年增长35.1%;第二产业投资5697.93亿元,增长1.8%,其中工业投资5688.36亿元,增长1.8%;第三产业投资16217.29亿元,增长18.1%。

2017年,陕西省基础设施投资8626.50亿元,增长29.1%;全年房地产开发投资3101.97亿元,比上年增长13.3%;房地产开发企业房屋施工面积23630.10万平方米,增长6.0%;商品房销售面积3890.40万平方米,增长19.2%;商品房待售面积936.86万平方米,增长5.0%。

2018年以来,陕西经济持续在合理区间运行,1-6月陕西省实现生产总值10702.55亿元,同比增长8.6%,高于全国1.8个百分点。其中,全省固定资产投资(不含农户)同比增长12.9%,较一季度、上年同期分别回落0.2和1.3个百分点,但仍高于全国平均水平6.9个百分点。此外,与水泥需求密切相关的房地产市场投资稳步增长。房地产开发投资1513.87亿元,同比增长11.1%,较上年同期回落5.3个百分点。

总体看,陕西省经济近年保持较好发展态势,地区国民生产总值和固定资产投资增速均高于全国平均水平,对省内水泥需求形成支撑。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年9月底,公司股东为集诚公司,持股100%。集诚公司为西部水泥在香港设立的全资子公司,第一大股东和法人代表为张继民先生,公司实际控制人为张继民先生。

2. 企业规模与竞争力

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。

公司水泥生产线分布在陕西的西安、渭南、汉中、安康、商洛,以及新疆的和田、

于田、伊犁和贵州贵阳。截至 2018 年 9 月底，公司拥有已建成的国内先进水平的新型干法水泥生产线 20 条，熟料设计产能 1912 万吨，水泥生产能力达到 2910 万吨，纯低温余热发电容量合计 72.5MW；公司生产的水泥标号涵盖低碱优质硅酸盐水泥、普通硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥和中热低水泥、低热水泥、油井水泥等特种水泥。

公司为陕西省水泥市场的龙头企业，2017 年公司在陕西省内水泥产量为 1572.47 万吨（包含受母公司西部水泥委托管理的陕西富平水泥有限公司），陕西市场占比约为 31%，稳居第一；2017 年底，尧柏水泥熟料产能（包含受母公司西部水泥委托管理的陕西富平水泥有限公司）名列全国水泥熟料产能 20 强第 12 名。

3. 技术水平

公司拥有先进的新型干法水泥生产线 20 条。其中，4000t/d 以上新型干法水泥生产线 5 条、3000t/d 新型干法水泥生产线 1 条、3200t/d 新型干法水泥生产线 1 条、2500t/d 新型干法水泥生产线 11 条、1600t/d 新型干法水泥生产线 1 条、1200t/d 新型干法水泥生产线 1 条；此外公司还拥有 13 座大型余热发电站。

生产工艺方面，公司以悬浮预热和窑外分解技术为核心，全面采用先进的原料、燃料均化、节能粉磨技术和高效环保技术及装备，全线采用计算机集散控制系统，实现水泥生产过程的自动化，达到优质、高效、低耗、环保和循环利用的现代化工业企业标准。

资源综合利用方面，公司通过采用高效粉磨技术、环保技术、高效节能技术与装备，综合利用各种工业废弃物和城市垃圾，并通过生产过程产生的低温余热发电。既降低生产成本，又节约能源、提高节能和环保指标，在能源管理、综合利用等方面均在地区内起到了一定的示范带头作用。

4. 人员素质

公司高级管理人员 9 人，其中包括总裁 1 位，副总裁 2 位，董事长助理 1 位，财务总监 1 位，大区经理 4 位，均具有丰富的企业管理经验。

公司董事长张继民先生，男，1953 年生，陕西省蒲城县人，中共党员，北京大学经济管理学院 MBA 结业，工程师。张继民先生是尧柏水泥的创始人，并为关联公司（包括中国西部水泥 BVI、集诚有限公司、研发公司）的董事，主要负责企业整体策略规划及投资决策。自 2009 年 12 月起，张继民先生亦担任陕西省水泥协会主席等若干社会职务，主要负责促进陕西省水泥企业的信息交流和行业自律，维护市场公平竞争，向陕西省政府提供技术及人力资源，并协助规范陕西省水泥行业。张继民先生于 2012 年 10 月当选为中国水泥协会副会长，亦是陕西省第十一届人民代表大会代表，陕西省优秀企业家、省劳模，具有 30 余年水泥生产企业经营管理经验。

公司总裁马维平先生，男，1961 年生，1982 年 2 月毕业于上海同济大学建筑材料专业，于美国宾夕法尼亚州立大学获得材料学博士学位、美国密西根州立大学获得工商管理硕士学位。1996~2002 年，在美国豪瑞（Holcim）公司先后担任高级工艺工程师、项目经理、产品与发展部经理；2002~2009 年，先后担任拉法基（中国）和拉法基瑞安水泥副总裁，拉法基骨料与混凝土分支总经理、副总裁等。2015 年 1 月至 2016 年 7 月任职于尧柏集团董事长兼总裁，2016 年 7 月后不再担任董事长职务。

截至 2018 年 9 月末，公司在职员工 4835 人。按教育程度分类，大专以上学历占 29.87%，高中和中专学历占 35.45%，初中以下学历占 34.68%；从岗位类别看，管理人员占 21.58%，生产人员占 74.53%，销售人员占 3.89%；从年龄结构看，30 岁以下的员工占 59.81%，31 至 55 岁的员工占 37.89%，55 岁

以上员工占比 2.3 %。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，有利于公司的长远发展。公司员工构成符合行业发展要求，能够较好地满足公司经营需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了由董事会和高级管理层组成的公司治理结构(公司股东仅一人，故不设股东会)，实行董事会领导下的总经理负责制，在实际管理中公司设总裁一职，与章程中总经理的职责相同。

公司董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，董事 8 人。董事长由公司董事担任，以全体董事的过半数选举产生和罢免。

公司不设监事会，设 1 名监事，由股东委派。

公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作，公司设总裁，由股东推荐，经过董事会批准后聘任。

总体看，公司法人治理结构完善，运作较为规范，管理有序，董事会和经理层均依法行使职权，各机构独立运作。

2. 管理水平

公司设有监审部、财务部、人力资源部、行政部、战略发展部、生产技术部、工程部、安环部和法务部共 9 个职能部门，负责日常事务的管理，并下设渭南大区、汉安大区、商蓝大区、新疆大区 4 个大区分管各地域内子公司及销售和物流公司，形成多层次管理组织架构，从内控管理、资金管理、安全管理、人力资源管理、财务管理等多方面提升公司核心竞争力。

内部控制方面，公司建立了专职的内控部门及完备的内部控制制度，从董事会、管理层、

所有员工和公司审计部、内控部各级流程控制为主线，在重大投资决策、关联交易决策、财务管理、人力资源管理、行政管理、采购管理、生产和销售管理等各个方面均建立了相对完整、有效的内部控制制度。

资金管理方面，公司建立以现金流量控制为重点的资金调控体系，利用先进的现金管理平台，实行资金集中化管理，提高资金使用效率，统一筹融资，严格防范资金风险和财务风险。公司制定有《尧柏特种水泥集团有限公司财务管理制度》，将资金按用途分为生产性资金和工程资金，生产性资金支出为确保生产经营所需资金，主要来源为公司销售收入、融资收入、补贴收入、其他收入等；工程资金主要是前期项目尾款、购买资产、新建项目、技改项目等资本支出款项。

安全管理方面，公司为明确安全管理权责，提高安全管理水平，公司制订了《尧柏特种水泥集团有限公司安全管理制度》。集团公司成立集团安全环保委员会，全面负责公司安全生产工作，切实加强安全管理，提高全员安全意识，减少人的不安全行为，消除物的不安全因素，确保公司经营目标顺利完成。

2018 年 5 月 26 日，尧柏特种水泥集团有限公司蒲城分公司在制成车间 3#水泥库清库作业过程中，发生库壁刮料坍塌事故，造成 3 名工人死亡。后经事故调查组调查，本次作业所聘用分包商的建筑企业资质证书系伪造，并不具备相应作业资质。此次事故的发生客观上暴露了公司对外包工程安全管理不严和安全生产主体责任落实不到位等问题。为此公司认真总结此类事故发生原因，要求严格落实《水泥工厂筒型储存库人工清库安全规程》和清库作业操作规程，加强安全教育培训，以切实提高企业安全管理水平。

2018 年 9 月 3 日，汉中尧柏水泥有限公司在进行碎石出料作业过程中，积料坍塌将 3 人掩埋，另外 2 人在施救过程中因积料下陷被石料卷入掩埋。事故共造成 4 人死亡、1 人受

伤。事故发生后，省安全监管局派工作组赶赴现场开展应急救援和指导事故调查处理工作，目前事故仍在调查之中，赔偿善后工作基本结束。

总体看，公司部门设置合理，管理制度健全，整体管理水平尚可。联合资信关注到，公司水泥生产线分布在多个区域，对公司的安全生产管理及相应制度落实构成挑战，近期安全事故的发生暴露出公司在安全生产管理方面

存在不足，需要公司进一步加强安全生产方面的管控力度，联合资信对相关情况将保持持续关注。

七、经营分析

1. 经营现状

公司以水泥生产和销售为主业，业务分布于陕西、新疆和贵州地区，其中陕西省为公司的主要生产销售区域。

表1 近年来公司经营情况（单位：万元、%）

项目	营业收入				毛利率			
	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
1. 主营业务小计	328,008.01	355,112.09	443,961.74	405,062.21	15.01	21.13	27.44	36.38
其中:水泥、熟料	325,170.04	351,417.00	437,928.45	388,004.09	15.11	21.29	27.12	36.04
运输及其他	2,837.97	3,695.09	6,033.29	17,058.12	8.66	6.10	50.35	60.63
2. 其他业务小计	4,682.83	4,522.69	6,014.67	5,264.69	78.91	11.00	7.89	43.31
合计	332,690.84	359,634.78	449,976.42	410,326.90	16.02	21.01	27.17	36.47

资料来源：公司提供

2016年三季度以来，在区域市场协同的推动下，水泥销售价格开始持续上涨。受此影响，公司营业收入和毛利率持续上升，2015~2017年，公司营业收入分别为33.27亿元、35.96亿元和45.00亿元，主要来自于水泥熟料的销售收入；综合毛利率分别为16.02%、21.01%和27.17%，呈逐年提升趋势。2018年1~9月，公司实现营业收入41.03亿元，在水泥销售价格上涨的带动下，综合毛利率进一步上升至36.47%。从公司主要产品收入构成来看，公司生产销售的主要产品为42.5水泥和32.5R复合水泥，其中42.5水泥的需求方主要是西安地区商混站和铁路施工单位。

表2 公司各类产品型号收入占比情况

水泥品种	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
42.5R水泥		1%		1%
42.5水泥	43%	42%	51%	59%
42.5低碱水泥	3%	3%	1%	1%
32.5R复合水泥	35%	45%	36%	28%
42.5R低碱水泥	-	-	-	-
52.5R水泥	-	-	-	-

42.5（缓凝）水泥	-	-	1%	-
32.5复合水泥	17%	3%	4%	
42.5商砼水泥	2%	5%	5%	4%
42.5复合水泥	-	-	-	4%
G级（HSR）油井水泥	-	1%	1%	1%
32.5R矿渣水泥	-	-	-	1%
42.5散中热水泥	-	-	1%	1%
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、硫酸渣、黏土、粉煤灰、脱硫石膏、废石等）、燃料（煤）、电、折旧及其他。通过和海螺水泥的深入合作，从物资采购到工艺技术优化升级都取得了长足进步，公司整个水泥生产成本中原材料约占水泥成本的25%，煤炭成本约占水泥成本的30%，电力成本约占水泥成本的17%，折旧及其他占水泥成本的28%。原材料中石灰石是水泥生产的主要部分，约占原材料成分的63%，粘土约占12%，粉煤灰约占7%，脱硫石膏约占5%，石灰石粉末约占8%，其他材料约占5%。由于固定

资产折旧相对固定,其他各项成本所占比例较小,因此,对水泥生产成本影响最大的主要在于石灰石、煤和电。

公司原料实行统一采购,集团所需原材料均由下属子公司尧柏物资有限公司统一实施,以提高同供货商的谈判优势,降低材料设备价

格,提高资金使用效率。公司结算方式主要使用现金及银行承兑汇票两种方式,现金和银行承兑汇票比率约为8:2。近年来,公司主要原材料价格均有所上涨,面临的成本控制压力有所增大。

表3 原材料采购量和采购价格

原料	项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
煤炭	采购量(万吨)	165.33	165.24	183.49	130.20
	采购均价(元/吨)	319.23	332.98	494.85	505.36
电力	采购量(亿千瓦时)	12.66	12.35	13.08	9.63
	采购均价(元/千瓦时)	0.42	0.4	0.39	0.40
石灰石	采购量(万吨)	1258.87	1199.67	1292.79	962.70
	采购均价(元/吨)	16.91	15.61	13.36	16.80
硫酸渣	采购量(万吨)	37.90	13.42	12.49	2.64
	采购均价(元/吨)	102.59	93.96	152.44	309.24
粘土	采购量(万吨)	115.27	121.8	134.71	96.83
	采购均价(元/吨)	7.18	7.02	7.67	8.56
废石	采购量(万吨)	278.81	120.2	65.81	24.24
	采购均价(元/吨)	15.01	14.57	14.24	16.82

资料来源:公司提供

石灰石系水泥生产中重要原料,公司拥有自有矿山,石灰石原料主要采取内供方式取得。公司目前自有矿山分布在陕西省渭南市(蒲城县)、西安市(蓝田县)、安康市(汉滨区、旬阳县)、汉中市(勉县、洋县、西乡)、贵阳市(花溪区)、铜川市(耀州区)、商洛市

(镇安县)及新疆维吾尔自治区和田地区(墨玉县)。2017年公司石灰石的自给比率为93%。截至2018年9月底,公司拥有石灰石及黑黏土矿山29座,保有资源储量119986.48万吨(含黑黏土资源储量82.47万吨),年规定开采量2153.80万吨。

表4 公司主要资源情况(单位:万吨、万吨/年、年)

矿山地址	开采矿种	服务年限	矿山年规定开采量	2018年1-9月开采量	剩余可服务年限	保有资源量(万吨)
陕西渭南市蒲城县尧山	水泥用石灰岩	39	107.80	72.36	11.7	1305.12
陕西渭南市蒲城县大孔	水泥用石灰岩	58	150	0.00	58	8969.07
陕西渭南市富平县富平	水泥用石灰岩	160	200	111.11	132.8	27384.44
陕西渭南市富平县实丰	水泥用石灰岩	85	390	119.62	74.3	29897.79
陕西西安市蓝田县	水泥用石灰岩	24	212	82.04	13.8	3032.22
陕西安康市汉滨区关庙镇	水泥用石灰岩	29	15	0.00	29	448.45
陕西安康市汉滨区花园乡	水泥用石灰岩	35	10	0.00	35	360.82
陕西安康市汉滨区早阳乡	水泥用石灰岩	41	10	0.00	41	422.68
陕西安康市汉滨区丁河	水泥用石灰岩	29	8	0.00	29	239.18
陕西安康市汉滨区王埡子	水泥用石灰岩	33	10	0.00	33	340.21
陕西安康市汉滨区磨沟	水泥用石灰岩	36	10	0.00	36	371.13

陕西安康市汉滨区桥沟	水泥用石灰岩	29	6	0.00	29	179.38
陕西安康市汉滨区五里镇	水泥用石灰岩	32	10	0.00	32	329.90
陕西安康市汉滨区江北办朱家湾	水泥用石灰岩	34	10	0.00	34	350.52
陕西安康市旬阳县	水泥用石灰岩	40	175	125.46	32.2	5817.02
陕西汉中市勉县	水泥用石灰岩	34	110	100.52	28.6	3249.57
陕西汉中市洋县	水泥用石灰岩	136	123	115.18	127.7	16196.58
陕西省汉中市西乡县盖仙寺矿区西段	水泥用石灰岩	30	108	95.43	21.7	2416.55
陕西商洛丹凤东大山	水泥用石灰岩	28	50	48.28	24.9	1285.73
陕西商洛丹凤老虎沟	水泥用石灰岩	30	50	57.29	27.4	1413.90
陕西商洛市镇安县褚家山	水泥用石灰岩	29	45	0.00	29	1345.36
陕西商洛市镇安县龙潭子	水泥用石灰岩	45	40	49.59	42.7	1763.05
新疆和田市于田县普鲁乡	水泥用石灰岩	36	35	42.41	29.9	1079.99
新疆和田市于田县阿热勒乡	黑黏土矿	40	2	0	40	82.47
新疆和田市于田县阿羌乡	水泥用石灰岩	28	60	55.36	19.7	1222.20
新疆伊犁霍城苍英沟	水泥用石灰岩	50	15	37.49	33.2	514.06
新疆和田地区墨玉县	水泥用石灰岩	98	18	36.99	87.2	1617.67
贵州省贵阳市花溪区	水泥用石灰岩	21	144	112.93	18.8	2784.40
陕西铜川市耀州区	水泥用石灰岩	180	30	0	180	5567.01
合计	--	--	2153.80	1262.06	--	119986.48

资料来源：公司提供

煤炭是水泥企业的主要燃材料。煤炭的价格变动相对频繁，煤炭价格每上升10%，可能带动水泥全部成本上涨3%左右。2016年以来煤炭价格持续上升，加大了公司的生产成本控制压力。

公司电力供应单位主要是国家电网陕西省电力公司旗下的西安市供电公司、渭南市供

电公司、商洛市供电公司、安康市供电公司、汉中市供电局。此外，公司通过建设低温余热发电站对余热进行循环使用，公司目前有 13 座大型余热发电站。余热发电可提供单位水泥生产约 22%的用电量，较大程度地节省了电力成本。相对而言，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

表 5 公司低温余热发电情况（单位：千瓦时、万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
低温余热发电量	301832013.00	279183914.52	294878010.00	228847188.00
余热发电总用电量占比	23.85%	22.61%	22.55%	23.77%
余热发电节约用电成本	8925.52	6730.05	7254.27	5127.15

资料来源：公司提供

公司水泥生产线分布在陕西的西安、渭南、汉中、安康、商洛，以及新疆的和田、于田、伊犁及贵州贵阳。截至 2018 年 9 月底，

公司拥有已建成的国内先进水平的新型干法水泥生产线 20 条，熟料设计产能 1912 万吨，水泥生产能力达到 2910 万吨。

表 6 公司水泥生产线分布情况

经营主体	主营业务	投产时间	生产线情况	熟料及水泥产能（万吨）
蒲城尧柏特种水泥有限公司一线	水泥的生产、销售	2003 年 7 月	2500t/d 新型干法	75/150

蒲城尧柏特种水泥有限公司二线	水泥的生产、销售	2010年7月	2500t/d 新型干法	75/170
韩城尧柏阳山庄水泥有限公司	水泥的生产、销售	2011年6月	4000t/d 新型干法	140/200
陕西实丰水泥股份有限公司	水泥的生产、销售	2012年3月	5000t/d 新型干法	160/250
铜川药王山生态水泥有限公司	水泥的生产、销售	2015年12月	2×2500t/d 新型干法	140/200
西安蓝田尧柏水泥有限公司	水泥的生产、销售	2007年4月	2×2500t/d 新型干法	160/250
安康市尧柏水泥有限公司	水泥的生产、销售	2008年12月	4000t/d 新型干法	150/220
安康尧柏江华水泥有限公司	水泥的生产、销售	2011年1月	2500t/d 新型干法	90/120
商洛尧柏秀山水泥有限公司	水泥的生产、销售	2009年8月	1200t/d 新型干法	36/60
商洛尧柏龙桥水泥有限公司	水泥的生产、销售	2012年8月、 2009年12月	4000t/d、2500t/d 新型干法	220/330
汉中尧柏水泥有限公司	水泥的生产、销售	2009年12月	2500t/d 新型干法	90/120
汉中勉县尧柏水泥有限公司	水泥的生产、销售	2010年5月	2500t/d 新型干法	90/120
汉中西乡尧柏水泥有限公司	水泥的生产、销售	2010年12月	2500t/d 新型干法	90/130
和田尧柏水泥有限公司	水泥的生产、销售	2013年8月	4500t/d 新型干法	140/200
和田鲁新建材有限公司	水泥的生产、销售	2011年5月	1600t/d 新型干法	36/60
伊犁尧柏水泥有限公司	水泥的生产、销售	2015年4月	3000t/d 新型干法	100/150
贵州麟山水泥有限责任公司	水泥的生产、销售	2015年4月	3200t/d 新型干法	120/180
合计	--	--	--	1912/2910

资料来源：公司提供

产能利用率方面，2015~2017年公司熟料产能利用率分别为62.33%、67.12%和75.11%，2017年较2016年有所上升。2018年1~9月，又下降至67.44%。

表7 水泥熟料产销情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 1-9月
熟料年产能	1912	1912	1912	1912
熟料产量	1103	1106	1210	863
产能利用率	62.33	67.12	75.11	67.44
水泥产能	2910	2910	2910	2910
水泥产量	1572	1656	1736	1213
水泥销量	1593	1654	1719	1205
产销率	101.29	99.88	99.02	99.32
价格（含税）	235	244	291	360

资料来源：公司提供

注：铜川药王山生态水泥有限公司于2015年12月份并购入公司，在计算公司2015年前11个月产能利用率时剔除该部分产能；2016年公司新疆生产线有3个月冬检修期，其他生产线有1个月检修期，在计算2016年公司产能利用率时剔除了检修期的影响。产能利用率的计算剔除了检修、错峰生产及行业自律的影响。

公司采用直销、经销商代理销售、重点工程项目销售等主要营销渠道，在公司整体销售中的占比分别为30%、33%和30%。房地产和

公路工程是主要客户群体，民用水泥用户群体则逐年增大。近年来，公司水泥销售结算方式采用以“现款交易、赊销和预收相结合”的结算模式，以预付款结算为主，对于合作良好的客户适当给予一定额度的赊欠金额。近年来公司在重点工程项目上的市场拓展成效较显著。重大工程项目，若公司通过直销销售水泥，则采用赊销销售结算方式，账期1个月；若通过经销商销售，公司与经销商签订预付款代理协议，直接与经销商以预付款方式结算。

2017年公司在陕西中部、陕西南部、新疆地区、贵州地区的水泥销售占销售总收入的比重约为35.35%、47.00%、9.62%和8.03%，同比变化不大，公司销售区域仍以陕西省为主。受益于国家深化西部大开发政策影响，陕西市场近年来水泥需求量旺盛。2015~2017年，公司水泥销量分别为1593万吨、1654万吨和1719万吨，公司水泥销量约占陕西水泥市场份额的31%。2017年以来，受国家宏观调控政策及西安市2018年被列入第九座“国家中心城市”影响，加之陕西水泥市场自律限产，水泥销售价格持续上升。2015~2017年，

公司水泥销售平均价格分别为 235 元/吨、244 元/吨和 291 元/吨，逐年提升，截至 2018 年 9 月底，公司水泥销售均价进一步提升至 360 元/吨。

表 8 公司水泥销售收入区域占比情况 (%)

区域	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
陕西中部	38.99	36.41	35.35	35.45
陕西南部	45.83	46.33	47.00	44.66
新疆地区	8.26	9.45	9.62	11.49

贵州地区	6.93	7.82	8.03	8.40
------	------	------	------	------

资料来源：公司提供

从公司客户分布来看，公司水泥下游客户主要是民用市场、商混市场和重点工程，占比约为 40%、40% 和 20%。公司水泥销售领域主要集中在公路、铁路和房地产等基础设施行业。

表 9 公司水泥销售收入行业分布

时间/项目	房地产	铁路工程	公路工程	内河航道工程	轨道交通	其他	合计
2015 年	47.34%	11.92%	13.76%	1.04%	0.03%	25.91%	100%
2016 年	41.30%	16.43%	14.91%	0.61%	7.55%	19.20%	100%
2017 年	38.14%	19.95%	17.50%	0.19%	9.51%	14.71%	100%
2018 年 1-9 月	35.22%	19.04%	20.63%	0.17%	11.17%	13.77%	100%

资料来源：公司提供

综合来看，2016 年以来，公司水泥产销量均有所增长，加之水泥销售均价同比上升，公司盈利状况得到明显改善；但联合资信关注到当前水泥行业整体产能仍处于过剩状态，公司产能利用率偏低，未来盈利受行业景气度波动影响大。

别为 9.46 次、8.72 次和 11.01 次；存货周转次数分别为 5.55 次、5.77 次和 7.39 次；总资产周转次数分别为 0.33 次、0.35 次和 0.43 次。

总体看，公司销售管理较好，其销售债权周转次数及存货周转次数维持较好水平，受行业产能过剩影响，公司资产使用效率表现一般。

2. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数分

3. 在建工程

表 10 截至 2018 年 9 月底，公司主要在建工程（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至 2018 年 9 月底已投资
			贷款	自筹	
商洛尧柏龙桥水泥有限公司骨料项目	工程已完工，于 2018 年 5 月试运行（暂未决算）	2916.40	0.00	2916.40	2661.11
汉中勉县尧柏水泥有限公司骨料项目	主体工程已完成 90%。	8500.00	0.00	8500.00	7771.48
商洛尧柏秀山水泥有限公司骨料项目	建立了年产 100 万吨的骨料项目，目前已完工	3288.14	0.00	3288.14	3288.14
渭南蒲城尧柏水泥有限公司骨料项目	厂区生产线主体工程已基本完成	18000.00	0.00	18000.00	15176
商洛尧柏秀山水泥有限公司节能改造项目	纯低温余热发电工程及生产线技改工程	6085	0.00	6085	6198
合计	--	38789.54	0.00	38789.54	35094.73

资料来源：公司提供

目前公司主要在建项目为骨料项目、生产线技改和矿山治理等,合计总投资 3.88 亿元,截至 2018 年 9 月底,已完成投资 3.51 亿元,未来尚需投资 0.37 亿元。总体看,公司在建工程整体规模不大,未来资本支出可控。

4. 未来发展

公司整体战略定位为:加强合作,强强联合,有效发挥协同效应,实现优势互补,提高市场竞争力,巩固陕西,拓展西部,推进区域的市场整合,提高市场集中度,发挥规模效益,进一步控制陕西及西部水泥市场;开展混凝土业务,加强终端市场控制力,夯实陕西地区的龙头企业地位,成为西部地区领军企业之一。

公司远景规划目标为:由传统单一水泥制造商向复合多元化的新型建材产品与服务集团转型,励精图治、开拓创新,按照调整结构、降低能耗、节约资源、提高品质的可持续发展思路,致力于为客户提供质优价廉的环保建材产品。

五年发展目标,围绕夯实水泥主业,注重特种水泥的技术研发、产品储备和市场开拓,延伸上下游产业链至商混和骨料,培育新的利润增长点,通过控股或参股实现商混规模 2000 万方,通过新建骨料实现年产能 2000 万吨。

八、 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告,希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2018 年三季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面,2016 年,公司合并范围较 2015 年因持股比例下降减少 1 家子公司,即为西安尧柏环保科技有限公司;2017 年公司合并范围因新设增加 3 家子公司,分别

是光信融资租赁有限公司(以下简称“光信租赁”)、西安新柏商业运营管理有限公司和西安中港智慧物流有限公司,其中光信租赁截至 2017 年底资产总额 9.02 亿元,所有者权益 4.31 亿元,公司持股比例为 70.24%,光信租赁的主要业务包括售后回租、直接租赁和应收账款保理,2017 年光信租赁实现收入 0.22 亿元,净利润为 0.11 亿元。2018 年 1~9 月,光信租赁实现收入 0.83 亿元,净利润 0.48 亿元。截至 2017 年底,公司合并范围内共 21 家子公司。总体看,公司近年来合并范围虽有所变化,但对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底,公司(合并)资产总额 107.95 亿元,所有者权益 63.57 亿元(含少数股东权益 2.43 亿元);2017 年公司实现营业收入 45.00 亿元,利润总额 8.64 亿元。

截至 2018 年 9 月底,公司(合并)资产总额 114.17 亿元,所有者权益 68.95 亿元(含少数股东权益 3.17 亿元);2018 年 1~9 月公司实现营业收入 41.03 亿元,利润总额 13.16 亿元。

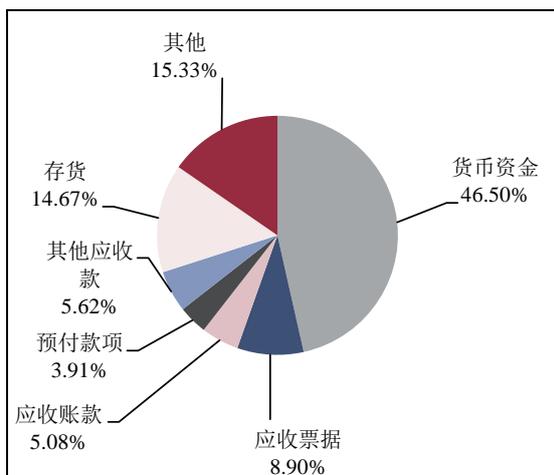
2. 资产质量

2015~2017 年,公司资产总额有所增长,年均增长 1.49%。截至 2017 年底,公司资产总额 107.95 亿元,较上年增加 4.49%,其中流动资产占 26.67%,非流动资产占 73.33%,公司资产以非流动资产为主。

流动资产

近三年,公司流动资产快速增长,年均增长 20.10%。截至 2017 年底,公司流动资产合计 28.79 亿元,较上年增长 16.56%,由货币资金(占 46.50%)、应收账款(占 5.08%)、应收票据(占 8.90%)、其他应收款(占 5.62%)、预付款项(占 3.91%,主要是预付设备材料和电力款项)、存货(占 14.67%)和其他流动资产(占 15.33%)构成。

图3 截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2015~2017年，公司货币资金快速增长，年均增长78.39%。截至2017年底，公司货币资金13.39亿元，同比增长1.77%，其中银行存款13.36亿元，公司无受限货币资金。

2015~2017年，公司应收账款快速下降，年均下降33.42%。截至2017年底，公司应收账款1.46亿元，同比下降39.34%，共计提坏账准备0.11亿元，计提比例6.98%。其中99.81%的应收账款采用账龄法计提坏账准备，1年以内占78.59%，1至2年占7.79%，2至3年占7.28%，3至4年占5.41%，4至5年占0.93%。截至2017年底，公司应收账款前5名合计占40.30%，集中度高。

2015~2017年，公司应收票据快速增长，年均增长79.10%，截至2017年底为2.56亿元，同比增长47.20%，主要是银行承兑汇票。

2015~2017年，公司其他应收款快速下降，年均下降25.08%，截至2017年底为1.62亿元，同比下降19.78%，共计提坏账准备0.09亿元，计提比例5.27%。其中1年以内占73.50%，1至2年占19.50%，2至3年占6.61%，3年以上占0.39%。公司其他应收款主要是对关联方借款和政府借款等。

2015~2017年，公司存货有所下降，年均下降9.88%。截至2017年底，公司存货合计4.22亿元，同比下降9.24%，主要以原材料(占

50.48%)和自制半成品(占45.30%)为主，2017年计提存货跌价准备0.15亿元。

2015~2017年，公司其他流动资产快速增长，年均增长19.43%。截至2017年底，公司其他流动资产合计4.41亿元，同比增幅较大，主要是新增1年内到期的长期应收融资租赁款1.48亿元和保理业务2.80亿元。

非流动资产

近三年，公司非流动资产波动中有所下降，年均下降3.41%。截至2017年底，公司非流动资产79.17亿元，同比增长0.70%，主要由固定资产(占77.94%)、在建工程(占4.75%)和无形资产(占8.39%)构成。

2015~2017年，公司固定资产波动中有所下降，年均下降8.91%。截至2017年底，公司固定资产合计61.70亿元，同比下降9.55%，主要由机器设备、房屋及建筑物构成；固定资产成新率为58.46%，成新率一般；固定资产评估值合计42.10亿元被抵押用于向银行借款。

2015~2017年，公司在建工程波动增长，年均增长102.27%。截至2017年底，公司在建工程3.76亿元，同比增长423.68%，主要系2017年新增骨料和技改项目所致。

2015~2017年，公司无形资产有所下降，年均下降5.00%，截至2017年底为6.64亿元，同比下降6.25%，主要是采矿权和土地使用权。

截至2017年底，公司长期应收款为2.17亿元，为新增的融资租赁款；其他非流动资产为2亿元的委托贷款。

截至2018年9月底，公司资产总额114.17亿元，较2017年底增长5.76%，其中流动资产占30.22%，非流动资产占69.78%，流动资产占比较2017年底上升3.56个百分点。截至2018年9月底，公司其他应收款为9.87亿元，为2017年底的6.09倍，主要是关联方借款增加；长期应收款为4.55亿元，为2017年底的2.10倍，主要是融资租赁业务增长所致。

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动资产占比近年来稳步上升；流动资产中货币资金和应收票据占比高，流动性良好；非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，符合行业特点。联合资信关注到，随着公司经营好转，2017 年公司新增金融类资产，该类业务主要是围绕上下游产业链的延伸，提高了公司资金使用率和收益，同时也对管理能力提高了要求。

整体看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益不断增长，年均增长 10.03%。截至 2017 年底，公司所有者权益 63.57 亿元，其中归属于母公司权益为 61.14 亿元，少数股东权益 2.43 亿元；归属于母公司权益中实收资本占 30.91%、未分配利润占 63.65%。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 68.95 亿元，较 2017 年底增长 8.47%，主要系未分配利润增加所致。

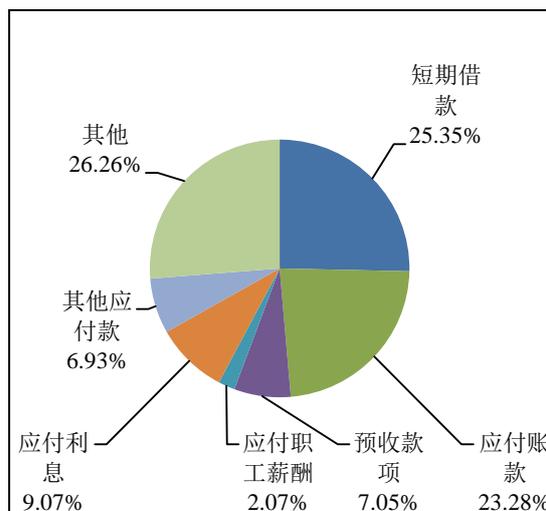
总体来看，近年来公司所有者权益不断增长，其中未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

2015~2017 年，公司负债总额有所下降，年均下降 7.88%。截至 2017 年底，公司负债合计 44.39 亿元，同比下降 7.29%，其中流动负债占 48.35%，非流动负债占 51.65%。

近三年，公司流动负债波动中有所下降，年均下降 3.20%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 21.46 亿元，较上年下降 19.15%，主要由短期借款（占 25.35%）、应付账款（占 23.28%）、应付利息（占 9.07%）、预收款项（占 7.05%）、其他应付款（占 6.93%）和 1 年内到期的非流动负债（占 20.48%，为 1 年内到期的“17 尧柏水泥 CP001”，已于 2018 年 3 月兑付）构成。

图 4 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司短期借款波动中有所增长，年均增长 8.94%。截至 2017 年底，公司短期借款合计 5.44 亿元，同比增长 17.34%，主要是抵押借款。

2015~2017 年，公司应付账款波动中有所下降，年均下降 6.15%。截至 2017 年底，公司应付账款合计 5.00 亿元，同比增长 15.30%，账龄主要分布在 1 年以内。

2015~2017 年，公司应付利息波动下降，年均下降 32.18%。截至 2017 年底，公司应付利息 1.95 亿元，同比下降 54.33%，主要是应付借款利息。

2015~2017 年，公司预收款项波动中有所增长，年均增长 14.33%，截至 2017 年底为 1.51 亿元，同比增长 52.76%。

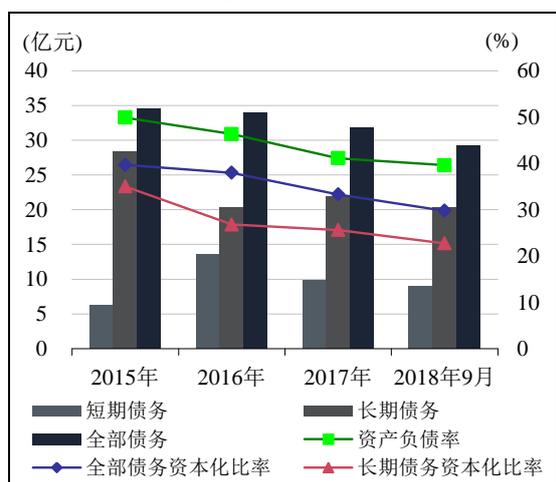
2015~2017 年，公司其他应付款波动下降，年均下降 39.88%。截至 2017 年底，公司其他应付款 1.49 亿元，同比增长 11.91%，账期大部分在 1 年以内，主要是应付的押金、订金、保证金、工程设备款和运输费等。

2015~2017 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均下降 11.70%。2017 年底公司非流动负债合计 22.92 亿元，同比增长 7.47%，主要由长期借款（占 95.59%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款有所增长，

年均增长 3.86%。截至 2017 年底，公司长期借款 21.91 亿元，同比增长 7.88%，其中信用借款 20.31 亿元，抵押借款 1.60 亿元；信用借款的债权人为公司股东中国西部水泥有限公司和集诚有限公司。

图 5 公司债务结构变化情况



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司有息债务规模持续下降，截至 2017 年底，公司全部债务为 31.75 亿元，其中短期债务占 30.99%，长期债务占 69.01%；全部债务资本化比率、资产负债率和长期债务资本化比率均持续下降，截至 2017 年底分别为 33.31%、41.12% 和 25.63%。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 45.22 亿元，较 2017 年底增长 1.87%，其中流动负债占 52.06%，非流动负债占 47.94%，流动负债占比较 2017 年底增长 3.71 个百分点。截至 2018 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.60%、29.78% 和 22.76%，债务负担较 2017 年底有所下降。

总体来看，随着经营情况好转，近年来公司债务负担逐年下降，整体债务负担轻，财务弹性良好。

4. 盈利能力

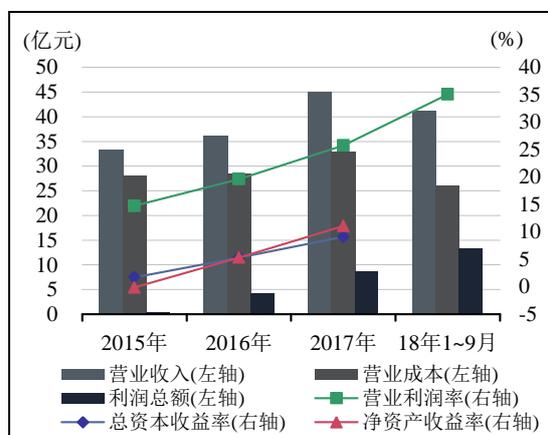
2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均增长 16.30%，2017 年为 45.00 亿元，同

比增长 25.12%；营业成本有所增长，年均增长 8.30%，2017 年为 32.77 亿元，同比增长 15.35%。公司营业利润率近三年持续增长，分别为 14.75%、19.61% 和 25.76%。

2015~2017 年，公司期间费用保持相对稳定。2017 年，公司期间费用合计 4.38 亿元，同比变化不大。期间费用占营业收入比重为 9.73%，较上年下降 2.34 个百分点；期间费用构成中销售费用占 10.42%、管理费用占 53.92%、财务费用占 35.65%。

非经常性损益方面，水泥销售产生的增值税退税是公司非经常性损益的主要来源，2017 年之前体现在营业外收入中，会计政策变更后体现在其他收益中。2015~2017 年，公司增值税退税收入分别为 0.90 亿元、1.27 亿元和 1.70 亿元，对公司利润总额有一定贡献。此外，公司资产减值损失近三年分别为 1.30 亿元（主要是应收账款计提的坏账准备）、0.08 亿元和 0.38 亿元，对公司利润总额有一定负面影响。

图 6 公司盈利能力变化情况



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司营业利润分别为-0.71 亿元、2.68 亿元和 8.76 亿元；利润总额分别为 0.29 亿元、4.07 亿元和 8.64 亿元；总资本收益率分别为 1.72%、5.33% 和 9.10%；净资产收益率分别为-0.12%、5.32% 和 11.07%。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 41.03 亿元，同比增长 24.33%；营业利润率为 35.09%，较 2017 年全年增长 9.33 个百分点；

利润总额 13.16 亿元，为去年同期的 2.12 倍。

总体来看，随着 2016 年下半年行业自律的加强，水泥价格步入上涨通道，公司盈利能力明显改善，盈利水平良好。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均增速为 18.05%，2017 年为 44.25 亿元，同比增长 24.85%，其中销售商品、提供劳务收到现金 41.05 亿元，现金收入比为 91.22%，收入实现质量尚可；2015~2017 年，公司经营活动现金流出量波动中有所增长，年均增长 7.73%，2017 年为 35.15 亿元，同比增长 42.26%，其中购买商品、接受劳务支付现金 16.59 亿元，支付其他与经营活动有关现金 9.57 亿元（主要系金融业务开展所致）。2015~2017 年，公司经营活动现金净流量分别为 1.47 亿元、10.74 亿元和 9.11 亿元，经营获现能力不断改善，获现能力较强。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入量分别为 0.03 亿元、2.52 亿元和 0.04 亿元，2016 年金额较大主要是收回理财收到现金所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出量波动较大，分别为 8.11 亿元、1.84 亿元和 4.16 亿元。2015 年金额较大主要原因是收购铜川药王山生态水泥有限公司投资支付金额较大所致；2017 公司由于安装无人值守系统、新建骨料项目生产线、秀山公司技改等长期资产投资增加导致投资活动现金流出金额较大。2015~2017 年，公司投资活动现金净流量分别为 -8.08 亿元、0.68 亿元和 -4.12 亿元。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量有所波动，分别为 14.85 亿元、13.11 亿元和 15.47 亿元，主要是吸收投资和取得其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金流出量快速增长，分别为 10.56 亿元、15.59 亿元和 20.22 亿元，为偿还债务支付的现金和

分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

2015~2017 年，公司筹资活动现金净流量分别为 4.28 亿元、-2.47 亿元和 -4.75 亿元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金净流量分别为 10.53 亿元、-4.23 亿元和 -9.50 亿元。

总体来看，随着水泥价格上涨，公司经营活动获现能力不断增强，2016 年以来经营活动净现金流可以完全覆盖投资和筹资活动现金净流出，公司对外部融资依赖较低，总体现金流情况良好。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率均持续上升，截至 2017 年底分别为 134.14% 和 114.47%。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比率分别为 6.44%、40.46% 和 42.43%。截至 2018 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 146.60% 和 127.46%。整体来看，公司短期偿债能力良好。

从长期偿债指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 持续增长，三年分别为 8.81 亿元、12.95 亿元和 17.52 亿元。公司近三年 EBITDA 利息倍数三年分别为 4.93 倍、6.89 倍和 10.47 倍；全部债务/EBITDA 三年分别为 3.92 倍、2.62 倍和 1.81 倍。公司长期偿债能力良好。

总体看，公司长短期偿债指标表现良好，整体偿债能力强。

截至 2018 年 9 月底，公司银行授信总额为 10.99 亿元，已使用额度为 7.80 元，尚未使用额度为 3.19 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保情况。

7. 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2019年1月22日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清贷款中有9笔关注类贷款，经公司提供的银行说明，证实是系统原因所致。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及水泥行业竞争格局和陕西省区域经济发展状况的综合分析，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为5亿元，占2018年9月底全部债务和长期债务的比重分别为17.10%和24.62%，对现有债务规模具有较大的影响。

以公司2018年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行成功后，公司资产负债率将由39.60%上升至42.14%，全部债务资本化比率将由29.78%上升至33.19%，长期债务资本化比率将由22.76%上升至26.85%。公司债务负担有所上升，但仍处于合理范围。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为31.76亿元、35.45亿元和44.25亿元，分别为本期中期票据的6.35倍、7.09倍和8.85倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较高；公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.47亿元、10.74亿元和9.11亿元，分别为本期中期票据的0.29倍、2.15倍和1.82倍，经营活动现金流量净额对本期中期票据保障程度尚可；公司EBITDA分别为8.81亿元、12.95亿元和17.52亿元，分别为本期中期票据的1.76倍、2.59倍和3.50倍，EBITDA对本期中期票据保障程度较高。

总体来看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障程度较强。

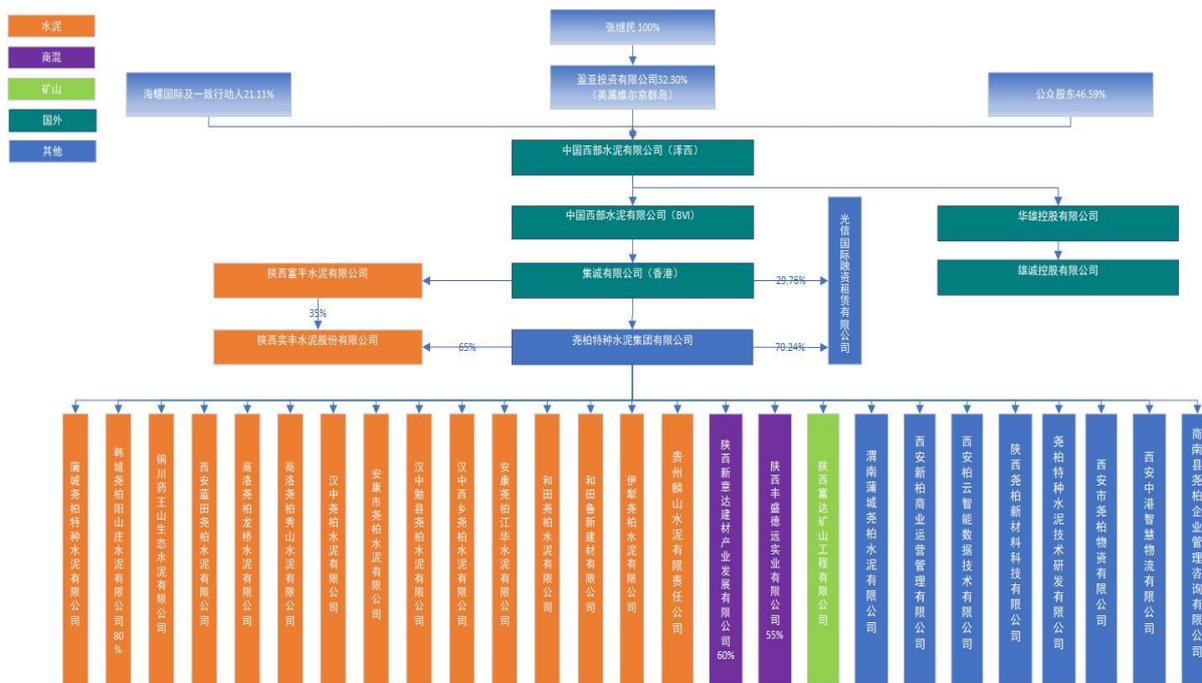
十、结论

公司主营业务为水泥的生产和销售，主要销售区域集中在陕西省。近年来公司水泥产能规模保持稳定，产能利用率稳中有升。随着2016年下半年水泥价格的上涨，公司盈利能力明显改善，各项盈利指标得到较大提升，盈利情况良好。

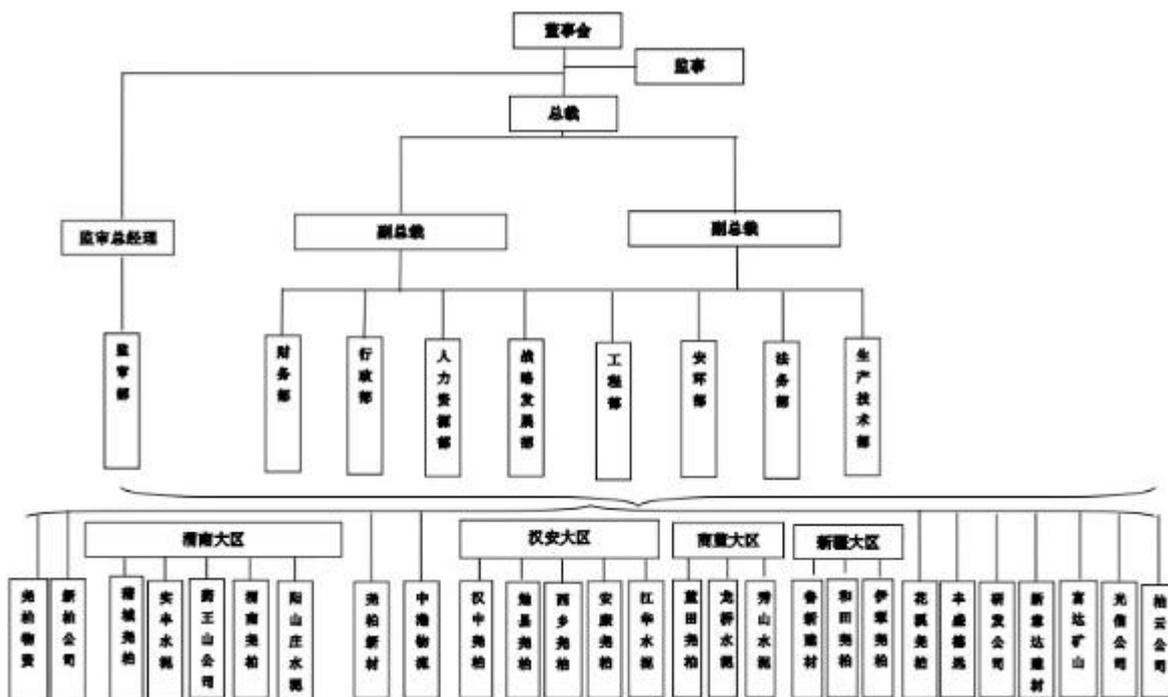
公司债务负担轻，债务弹性良好。本期中期票据的发行对现有债务影响较大，但发行后公司整体债务水平仍处于合理范围。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据的保障程度较高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.01	14.89	15.95	11.17
资产总额(亿元)	104.81	103.31	107.95	114.17
所有者权益(亿元)	52.51	55.44	63.57	68.95
短期债务(亿元)	6.23	13.63	9.84	8.94
长期债务(亿元)	28.30	20.31	21.91	20.31
全部债务(亿元)	34.54	33.94	31.75	29.25
营业收入(亿元)	33.27	35.96	45.00	41.03
利润总额(亿元)	0.29	4.07	8.64	13.16
EBITDA(亿元)	8.81	12.95	17.52	--
经营性净现金流(亿元)	1.47	10.74	9.11	10.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.46	8.72	11.01	--
存货周转次数(次)	5.55	5.77	7.39	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.35	0.43	--
现金收入比(%)	90.05	93.72	91.22	93.80
营业利润率(%)	14.75	19.61	25.76	35.09
总资本收益率(%)	1.72	5.33	9.10	--
净资产收益率(%)	-0.12	5.32	11.07	--
长期债务资本化比率(%)	35.03	26.81	25.63	22.76
全部债务资本化比率(%)	39.68	37.97	33.31	29.78
资产负债率(%)	49.91	46.34	41.12	39.60
流动比率(%)	87.15	93.05	134.14	146.60
速动比率(%)	64.45	75.52	114.47	127.46
经营现金流动负债比(%)	6.44	40.46	42.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.93	6.89	10.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.92	2.62	1.81	--

注：2018 年前三季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 尧柏特种水泥集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

尧柏特种水泥集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

尧柏特种水泥集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对尧柏特种水泥集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，尧柏特种水泥集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注尧柏特种水泥集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现尧柏特种水泥集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对尧柏特种水泥集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如尧柏特种水泥集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对尧柏特种水泥集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与尧柏特种水泥集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。