

信用等级公告

联合〔2019〕2342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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定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，并维持“19尧柏水泥MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月三十日



尧柏特种水泥集团有限公司跟踪评级报告

评级结果:

本次主体长期信用等级: AA
 上次主体长期信用等级: AA

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 尧柏水泥 MTN001	5 亿元	2022/5/8	AA	AA

本次评级展望: 稳定
 上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.89	15.95	12.11	9.32
资产总额(亿元)	103.31	107.95	114.40	115.79
所有者权益合计(亿元)	55.44	63.57	70.48	72.77
短期债务(亿元)	13.63	9.84	9.04	8.74
长期债务(亿元)	20.31	21.91	16.34	16.43
全部债务(亿元)	33.94	31.75	25.37	25.17
营业收入(亿元)	35.96	45.00	57.43	10.68
利润总额(亿元)	4.07	8.64	16.49	2.50
EBITDA(亿元)	12.95	17.52	25.53	--
经营性净现金流(亿元)	10.74	9.11	15.24	0.73
营业利润率(%)	19.61	25.76	33.57	31.30
净资产收益率(%)	5.32	11.07	18.22	--
资产负债率(%)	46.34	41.12	38.39	37.15
全部债务资本化比率(%)	37.97	33.31	26.47	25.70
流动比率(%)	93.05	134.14	134.36	143.55
经营现金流流动负债比(%)	40.46	42.43	57.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.62	1.81	0.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.89	10.47	16.71	--

注: 1. 公司 2019 年 1—3 月财务数据未经审计; 2. 长期应付款中的有息债务部分计入长期债务中

分析师: 唐岩 尹金泽 张垌

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。跟踪期内,公司盈利水平持续提升,债务负担减轻,经营及财务状况良好。联合资信同时关注到行业产能过剩、原材料价格上涨和公司权益稳定性较弱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。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续债券保障程度高。

综合评估,联合资信确定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,并维持“19 尧柏水泥 MTN001”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

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. 跟踪期内,随着水泥价格上升,公司收入及利润总额保持增长,盈利水平良好。
3. 公司整体债务规模下降且债务负担轻,财务弹性良好。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续债券保障能力较强。

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;2018 年以来,水泥行业自律因涉嫌垄断受到国

家市场监督管理总局反垄断局的告诫，未来行业协同能否继续推行或面临一定不确定性；受行业产能过剩影响，公司熟料和水泥总体产能利用率不高。

2. 跟踪期内，主要原材料价格均延续上涨趋势，公司面临的成本控制压力有所增大。
3. 跟踪期内，公司其他应收款大幅增长，对公司资金形成占用。
4. 公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

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、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估有限公司关于尧柏特种水泥集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

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资本市场上市,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16亿港元(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2019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。

公司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。

截至2018年底,公司(合并)资产总额114.40亿元,所有者权益70.48亿元(含少数股东权益2.60亿元);2018年公司实现营业收入57.43亿元,利润总额16.49亿元。

截至2019年3月底,公司(合并)资产总额115.79亿元,所有者权益72.77亿元(含少数股东权益2.94亿元);2019年1—3月公司实现营业收入10.68亿元,利润总额2.50亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

2019年5月,公司发行“19尧柏水泥MTN001”,募集资金5亿元,全部用于补充公司流动资金。截至目前,募集资金已按照计划和约定用途使用完毕。

表1 公司存续债券概况(单位:亿元)

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
19尧柏水泥MTN001	5	5	2019/5/8	2022/5/8

资料来源:中国货币网

四、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,中国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续

16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增

长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及

单边主义盛行,国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年,中国货物贸易进出口总值30.5万亿元,同比增加9.7%,增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看,出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元,同比增速分别为7.1%和12.9%,较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元,较2017年有所减少。从贸易方式来看,2018年,一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(57.8%)较2017年提高1.4个百分点。从国别来看,2018年,中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%,对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元,同比增长13.3%,中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放,成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度,受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响,全球经济增长动能继续减弱,经济复苏压力加大。在此背景下,中国积极的财政政策继续加力增效,稳健的货币政策加强逆周期调节,保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度,中国经济展现出较强的韧性,延续了近年来平稳增长的态势,国内生产总值(GDP)21.3万亿元,同比实际增长6.4%,增速与上季度持平,较上年同期有所下降;物价水平温和上涨;PPI、PPIRM企稳回升;就业形势总体稳定。从三大产业来看,农业生产略有放缓;工业生产总体平稳,工业企业利润增速有所回落;服务业增速也有所放缓,但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看,固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中,房地产投资增速环比和同比均有所提高;基础设施建设投资增速企稳回升,但较上年同期仍明显回落;制造业投资增速环比明显下降,同比仍有所上升。居民消费环比有所回升,同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年,国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下,中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑,同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展,2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看,固定资产投资增速有望持续企稳,其中,基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用,基础设施补短板力度将有所加大,投资增速有望持续企稳回升;制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速,为制造业投资增长提供重要支撑,但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响,制造业投资仍有继续回落的可能;中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长,但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化,在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下,中国居民消费将持续扩容和升级,居民消费将保持平稳增长,但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响,对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面,受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响,外部需求或将持续弱化,出口增长受到制约,同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降,中国进出口增速仍大概率回落。总体来看,考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓,未来经济增速或将有所回落,预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

1. 水泥行业概况

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。

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。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

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。

行业运行状况

2018 年，中国经济发展继续保持稳中向好的态势，全年 GDP 实际增长 6.6%，全国固定资产投资同比增长 5.9%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5% 左右较高的水平。虽然 2018 年以来基建投资增速出现失速下行，由年初的 16.1% 降至 9 月的 3.3%，12 月略有回升至 3.8%。但从对水泥需求的影响来看，房地产投资的较好增长水平（尤其是新开工增速较快）对冲了基建投资下滑的影响，水泥下游需求总体平稳。

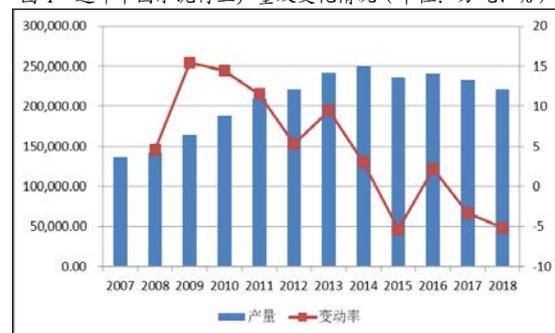
水泥市场供给方面，2018 年，行业错峰生产延续常态化，阶段性减少产品供给；生态

环境保护进一步强化，矿山综合治理逐步收紧，中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用，部分落后产能淘汰出市场，总体供给得到有效控制。

2018 年以来，水泥市场需求平稳，供给收缩，同时，在协会和大企业的带动下行业自律的效果明显提升，促使我国水泥市场总体供需矛盾得到了一定改善，多数地区库存水平处于低位运行，支撑水泥价格一路上扬，并站上历史高位。但需要注意的是，由于区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南强北弱的差距继续扩大。尤其是东北、内蒙等地区部分水泥企业依旧处于亏损或盈亏边缘。

2018 年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2018 年，全国水泥产量约为 22.10 亿吨，同比下降 5.18%。2018 年，建材行业实现利润 4317 亿元，较上年增长 43%。其中，水泥制造行业实现利润 1546 亿元，较上年增长 1.1 倍。

图 1 近年中国水泥行业产量及变化情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

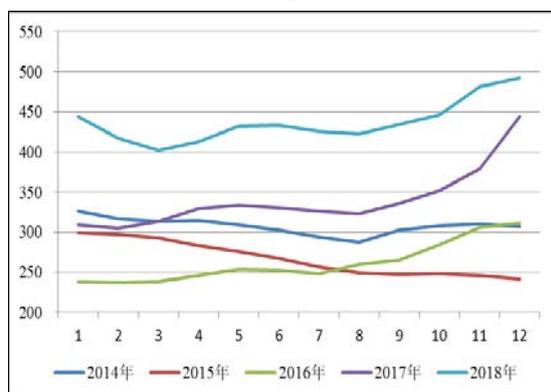
据中国水泥协会初步统计，2018 年全国新点火水泥熟料生产线共有 14 条，合计年度新点火熟料设计产能 2043 万吨，与上年基本持平，且全部为产能置换项目。分区域看，新点火产能中，贵州相对较多，为 3 条，年产 440 万吨，其余地区相对分散；从规模来看，日产 4000 吨以上有 11 条，日产 2500 至 3200 吨有 3 条。从点火时间来看，70% 的产能主要

集中在下半年，局部区域水泥供给压力增加。

截至 2018 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1681 条，设计熟料产能达 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。水泥熟料生产线平均规模继续提升，从 2017 年的 3424 吨/天提升至 3491 吨/天。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2019 年仍将会有 2500 万吨左右产能新点火，涉及区域相对集中在广东、广西、福建、云南和贵州。

从水泥的价格来看，2018 年全国水泥均价达 435 元/吨，较 2017 年上涨 82 元/吨，涨幅达 23.23%，受下游需求平稳，上游供给紧缩影响，协同行业自律效果提升影响，我国水泥市场总体供需矛盾得到一定改善，支撑水泥价格一路上扬，并达到历史高位。具体看，2018 年全国水泥市场全年基本保持高位稳定，大都在 400—450 元/吨之间运行。受错峰生产、环保检查以及旺季需求量增长等因素影响，2018 年四季度开始呈明显上扬走势，12 月份全国均价已经达到 492 元/吨。

图 2 近四年全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图（单位：元/吨）

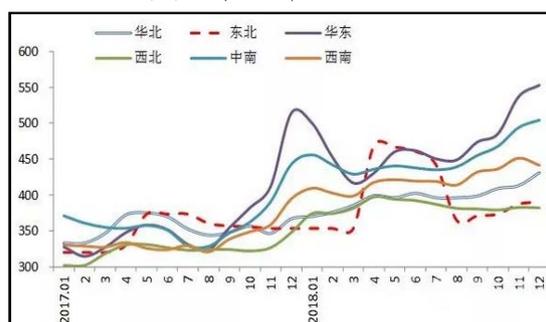


资料来源：Wind

分区域来看，各地区水泥市场价格表现差异较大。华东地区水泥价格无论是价位还是涨幅在全国各大区域中均居前位，2018 年均价 472 元/吨，比 2017 年增长 30%，12 月份更是达到了历史最高位的 553 元/吨，局部地区甚至突破 600 元/吨。其次是中南地区，2018 年均价 453 元/吨，比 2017 年增长 25%，12 月份也达到了历史高位的 504 元/吨。西南地区

水泥 2018 年均价 422 元/吨，比 2017 年增长 25%。华北、东北和西北整体价格虽然比 2017 年也均有所上涨，但绝对价和涨幅均较低，均价普遍低于 400 元/吨。其中，2018 年下半年，受基建投资低迷，加上水泥产能严重过剩拖累，东北、西北地区水泥价格较其他地区偏低，水泥市场延续南强北弱格局。

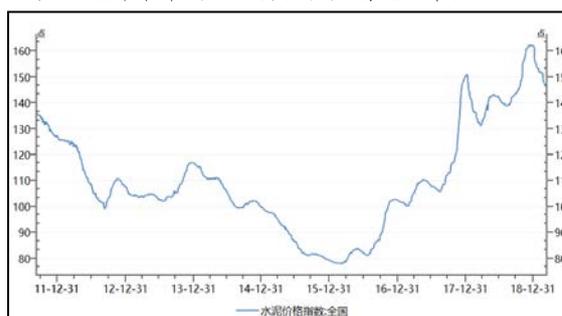
图 3 2017—2018 年各地区水泥（P.O42.5 散装）市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：中国水泥协会

2018 年，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，环保加强，错峰生产，供给压缩明显。其次，煤炭价格维持高位运行，2018 年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。2018 年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律。新增夏季错峰，并冬季停产时间明显加长，产能发挥率不足，长时间停产导致水泥供给减少，随着供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。截至 2018 年底，全国水泥价格指数为 162.27 点，较 2017 年底的 149.90 点上涨 8.25%。

图 4 近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）



资料来源：Wind

总体看, 2018 年, 水泥产量逐步回落, 得益于行业供给侧结构性改革的积极影响, 全年水泥行业供需关系持续改善, 水泥产能过剩情况有所缓解, 产品价格同比涨幅明显, 行业盈利水平大幅提升。

行业政策

(1) 《水泥行业去产能行动计划(2018—2020)》

2017 年 12 月, 中国水泥协会印发《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 家大企业集团在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。2019 年, 全国范围内计划压减熟料产能 11640 万吨, 关闭水泥粉磨站企业 150 家, 另外全国前 10 家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到 62% 以上, 水泥产能集中度达到 50% 以上。因此 2019 年水泥行业去产能力度将更大。

(2) 《京津冀及周边地区 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》

2018 年 9 月, 生态环境部办公厅印发《京津冀及周边地区 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》, 该方案的实施范围为“2+26”城市, 该方案中提到, 1、水泥行业自 2018 年 10 月严格执行大气污染物特别排放限值。2、推动一批水泥、化工等重污染企业搬迁工程。3、推进露天矿山综合整治。4、各地重点对钢铁、建材等高排放行业, 实施采暖期错峰生产; 根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果, 可适当缩短或延长错峰生产时

间。

(3) 召开水泥行业“反垄断”座谈会

2019 年 4 月 24 日, 由国家市场监督管理总局反垄断局组织召开了建材领域垄断行为告诫会。此次告诫会要求参会各方积极自查, 水泥企业在市场销售中是否形成了垄断协议, 是否限制了区域销售, 是否存在限价销售等行为; 各个协会在日常工作中是否制定了会员间限制产销量、制定排除竞争、限价控价的行为。

总体看, 在供给侧改革的大背景下, 我国政府对水泥去产能态度坚决, 采取多种手段齐抓水泥产能的“质”和“量”, 2018 年我国水泥行业产量得以控制, 供需矛盾有所缓解, 但去产能之路仍任重道远。

行业关注

(1) 全行业仍产能过剩、产能利用率不高水泥产能持续释放, 同时由于缺乏合理布局, 中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大, 无序竞争较为严重。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。2018 年以来, 我国严禁水泥新增产能, 逐步淘汰部分落后产能, 水泥产能过剩情况有所缓解, 但全行业产能利用率仍不高。

(2) 行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡, 目前国内水泥企业的区域集中度平均在 30%—40%。其中, 不同区域的集中度差异较大, 华东地区的水泥企业行业集中度最高, 西南地区水泥企业行业集中度较低, 对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合, 但过程将相当漫长, 行业恶性竞争局面短期内难以改观。

(3) 安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一, 水泥行业环保政策持续收紧, 对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力, 水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

(4) 原材料价格波动影响

水泥产品的主要原材料为石灰石、煤炭和电力, 煤炭和电力对水泥企业利润影响较大,

煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比在60%以上，占比较高，因此，煤炭、电力价格波动会对水泥行业的成本控制带来压力，对行业整体经济效益的影响显著。

未来发展

水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物，可以减免停产天数，并获取政府补贴。近年来，危废协同处理技术逐步成熟，未来将成为水泥企业重点发展方向之一。

考虑新产能投放以及部分海外产能进口等因素，2019年全国水泥平均价格将有小幅下滑，但总体有望保持相对较高价格水平。水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势，兼并重组使行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势加强。水泥产能收缩已是大势所趋，在产能供给收缩的背景下，考虑到环保因素，各省出台了大量全面推行错峰生产的政策，差异化错峰生产范围将进一步扩大，预计对水泥市场供给端的收缩将进一步加大，有利于平衡水泥行业供需关系。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3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2019年3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，2018年公司在陕西省内水泥产量为1500.30万吨（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29%，稳居第一；2018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。

七、管理分析

跟踪期内，公司无重大人事变动，在法人治理、内控体系及管理制度等方面无重大变

化。

八、经营分析

1. 经营概况

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。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，近三年公司营业收入和毛利率持续上升。

表 2 近年来公司经营情况（单位：万元、%）

项目	营业收入				毛利率			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
1. 主营业务小计	355112.09	443961.74	567376.70	105808.78	21.13	27.44	34.82	32.25
其中:水泥、熟料	351417.00	437928.45	539821.85	91863.33	21.29	27.12	34.15	33.67
运输及其他	3695.09	6033.29	27554.85	13945.45	6.10	50.35	47.97	22.94
2. 其他业务小计	4522.69	6014.67	6955.90	1000.30	11.00	7.89	43.19	68.25
合计	359634.78	449976.42	574332.60	106809.08	21.01	27.17	34.92	32.59

资料来源：公司提供

2018 年，公司营业收入为 57.43 亿元，主要来自水泥熟料的销售收入；综合毛利率为 34.92%，保持提升趋势。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.68 亿元，综合毛利率为 32.59%，较 2018 年有所下滑。2019 年一季度，公司水泥业务毛利率为 32.25%，较 2018 年出现下滑，主要系人工成本及安全环保费用上升影响所致。

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 3 公司各类产品型号收入占比情况

水泥品种	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
42.5R 水泥	1%		1%	1%
42.5 水泥	42%	51%	62%	63%
42.5 低碱水泥	3%	1%	1%	1%
32.5R 复合水泥	45%	36%	27%	24%
42.5R 低碱水泥	-	-	1%	1%
52.5R 水泥	-	-	1%	1%
42.5（缓凝）水泥	-	1%	-	0%
32.5 复合水泥	3%	4%	0%	0%

公司原料实行统一采购，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

42.5 商砼水泥	5%	5%	3%	5%
42.5 复合水泥	-	-	3%	1%
G 级（HSR）油井水泥	1%	1%	1%	1%
铝酸钙	-	-	-	1%
42.5 散中热水泥	-	1%	1%	2%
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

原材料采购

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。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%。

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。

表 4 原材料采购量和采购价格

原料	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
煤炭	采购量 (万吨)	165.24	183.49	177.91	29.17
	采购均价 (元/吨)	332.98	494.85	512.38	564.22
电力	采购量 (亿千瓦时)	12.35	13.08	13.26	2.12
	采购均价 (元/千瓦时)	0.40	0.39	0.40	0.43
石灰石	采购量 (万吨)	1199.67	1292.79	1323.58	262.29
	采购均价 (元/吨)	15.61	13.36	16.76	13.56
硫酸渣	采购量 (万吨)	13.42	12.49	2.88	0.16
	采购均价 (元/吨)	93.96	152.44	296.74	159.29
粘土	采购量 (万吨)	121.80	134.71	125.39	13.23
	采购均价 (元/吨)	7.02	7.67	8.51	9.43
废石	采购量 (万吨)	120.20	65.81	825.95	1.81
	采购均价 (元/吨)	14.57	14.24	7.63	11.60

注：公司石灰石采购量含内部矿山供应量

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）。2018年公司石灰石的自给比率为91%。截至2019年3月底，公司拥有石灰石及黑黏土矿山29座，保有资源储量119576.95万吨（含黑黏土资源储量82.47万吨），年规定开采量2153.80万吨。

表 5 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	95.90	11.5	1281.58
陕西渭南市蒲城县大孔	水泥用石灰岩	58	150	0.00	58.0	8969.07
陕西渭南市富平县富平	水泥用石灰岩	160	200	168.5	132.5	27327.05
陕西渭南市富平县实丰	水泥用石灰岩	85	390	149.15	74.2	29868.26
陕西西安市蓝田县	水泥用石灰岩	24	212	106.08	13.7	3008.18
陕西安康市汉滨区关庙镇	水泥用石灰岩	29	15	0.00	29.0	448.45
陕西安康市汉滨区花园乡	水泥用石灰岩	35	10	0.00	35.0	360.82
陕西安康市汉滨区早阳乡	水泥用石灰岩	41	10	0.00	41.0	422.68
陕西安康市汉滨区丁河	水泥用石灰岩	29	8	0.00	29.0	239.18
陕西安康市汉滨区王埡子	水泥用石灰岩	33	10	0.00	33.0	340.21
陕西安康市汉滨区磨沟	水泥用石灰岩	36	10	0.00	36.0	371.13
陕西安康市汉滨区桥沟	水泥用石灰岩	29	6	0.00	29.0	179.38
陕西安康市汉滨区五里镇	水泥用石灰岩	32	10	0.00	32.0	329.9
陕西安康市汉滨区江北办朱家湾	水泥用石灰岩	34	10	0.00	34.0	350.52
陕西安康市旬阳县	水泥用石灰岩	40	175	174.18	31.9	5768.3
陕西汉中市勉县	水泥用石灰岩	34	110	150.34	28.1	3199.75

陕西汉中市洋县	水泥用石灰岩	136	123	129.22	127.6	16182.54
陕西省汉中市西乡县盖仙寺矿区西段	水泥用石灰岩	30	108	130.25	21.4	2381.73
陕西商洛丹凤东大山	水泥用石灰岩	28	50	56.17	24.7	1277.84
陕西商洛丹凤老虎沟	水泥用石灰岩	30	50	97.53	26.6	1373.66
陕西商洛市镇安县褚家山	水泥用石灰岩	29	45	0.00	29.0	1345.36
陕西商洛市镇安县龙潭子	水泥用石灰岩	45	40	66.93	42.3	1745.71
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	0.00	40.0	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	1222.2
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	54.13	86.2	1600.53
贵州省贵阳市花溪区	水泥用石灰岩	21	144	157.94	18.5	2739.39
陕西铜川市耀州区	水泥用石灰岩	180	30	0.00	180.0	5567.01
合计	--	--	2153.80	1671.58		119576.95

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。近年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超过 20% 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。

总体看，跟踪期内，主要原材料价格均延续上涨趋势，公司面临的成本控制压力有所增大。

表 6 公司低温余热发电情况（单位：千瓦时、万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
低温余热发电量	279183914.52	294878010.00	314592052.00	55753194.00
余热发电总用电占比	22.61%	22.55%	23.73%	26.24%
余热发电节约用电成本	6730.05	7254.27	7532.22	1535.92

资料来源：公司提供

水泥生产

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 2019 年 3 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 7 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，近年来公司熟料产能利用率波动上升，2018年受环保限产影响同比有所下降，为72.35%。2019年1—3月，公司熟料产能利用率进一步下降至65.75%。

表8 水泥熟料产销情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1—3月
熟料年产能	1912.	1912	1912	1912
熟料产量	1106	1210	1176	191
熟料 产能利用率	67.12	75.11	72.35	65.75
水泥产能	2910	2910	2910	2910
水泥产量	1656	1736	1661	265
水泥销量	1654	1719	1657	271
产销率	99.88	99.02	99.78	101.96
价格（含税）	244	291	367	392

注：产能利用率的计算剔除检修、错峰生产及行业自律的影响。
资料来源：公司提供

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方式进行结算。

2018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39.47%、43.33%、10.45%和6.75%，陕西中部地区销售占比有所提升，公司销售区域仍以陕西省为主。2018年，公司水泥销量为1657万吨，同比下降3.61%，公司水泥销量约占陕西水泥市场份额的29%。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。2018年，公司水泥销售平均价格为367元/吨，同比增长26.12%，截至2019年3月底，公司水泥销售均价进一步提升至392元/吨。

表9 公司水泥销售收入区域占比情况（%）

区域	2016年	2017年	2018年	2019年 1—3月
陕西中部	36.41	35.35	39.47	32.50
陕西南部	46.33	47.00	43.33	54.21

新疆地区	9.45	9.62	10.45	7.46
贵州地区	7.82	8.03	6.75	5.83

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 10 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
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	55.29%	4.02%	12.44%	0.56%	1.70%	25.98%	100%
2019 年 1—3 月	62.46%	3.21%	14.18%	0.79%	1.07%	18.29%	100%

资料来源：公司提供

综合来看，近年来公司水泥产销量均较为平稳，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。

2. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数分别为 8.72 次、11.01 次和 14.21 次；存货周转次数分别为 5.77 次、7.39 次和 8.32 次；总资产周转次数分别为 0.35 次、0.43 次和 0.52 次，

均逐年上升。

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相对一般。

3. 在建项目

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 8.30 亿元，截至 2019 年 3 月底，已完成投资 2.95 亿元，未来尚需投资 5.35 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。

表 11 截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹资方案		截至 2019 年 3 月底已投资
			贷款	自筹	
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	23572.00	--	23572.00	17564.27
汉中勉县尧柏水泥有限公司骨料项目	主体工程已完成 95%。	9388.64	--	9388.64	7908.09
陕西尧柏新材料科技有限公司超细粉煤灰项目	年产 120 万吨矿物外加剂项目	50000.00	--	50000.00	3978.59
合计		82960.64	--	82960.64	29450.95

资料来源：公司提供

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。

公司将在保证现有成熟产品满足市场需求的前提下，对现有水泥生产技术、产品技术和应用技术的优化升级，研制开发新用途、新功能和新领域的特种水泥；结合大西安的发展

规划，借此混凝土行业目前逐渐规范、需求增长的契机，以并购控股或参股的发展方式，推进西安区域的商混市场整合，巩固西安水泥市场份额，开展混凝土业务，以加强终端市场控制力，夯实陕西地区的龙头企业地位；依托现有的石灰石矿山资源，提高资源综合利用效率，借此目前西安地区环保核查对矿山进行综合整治的契机，在已有开采权石灰石矿山投资建设配套的骨料生产，延伸产业链，挖掘新的效益增长点；分别依托西乡地区石膏资源和蒲城地区电厂及渭北煤化工固体废弃物消纳的实际情况，围绕资源综合利用，开发符合新型建筑材料的发展趋势和国家鼓励的新型建材产品，开辟企业转型发展的崭新通道；进一步提高区域水泥市场集中度，适时以并购重组的发展方式为主，实现强强联合，避免恶性竞争，加强终端市场控制力。

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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2018 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 2019 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2018 年，公司合并范围因新设增加 7 家子公司，分别是西安柏云智能数据技术有限公司、西安光信小额贷款有限公司、陕西尧柏新材料科技有限公司、尧柏特种水泥技术研发有限公司、陕西柏安外加剂有限公司、陕西新意达建材产业发展有限公司和陕西新意达恒众混凝土有限公司；通过股权收购新增陕西富达矿山工程有限公司和陕西丰

盛德远实业有限公司。2019 年 1—3 月，公司合并范围内因新设增加 2 家子公司，分别为墨玉尧柏水泥有限公司和韩城市尧柏节能环保建材有限公司。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内共 39 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 2018 年底，公司（合并）资产总额 114.40 亿元，所有者权益 70.48 亿元（含少数股东权益 2.60 亿元）；2018 年公司实现营业收入 57.43 亿元，利润总额 16.49 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 115.79 亿元，所有者权益 72.77 亿元（含少数股东权益 2.94 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 10.68 亿元，利润总额 2.50 亿元。

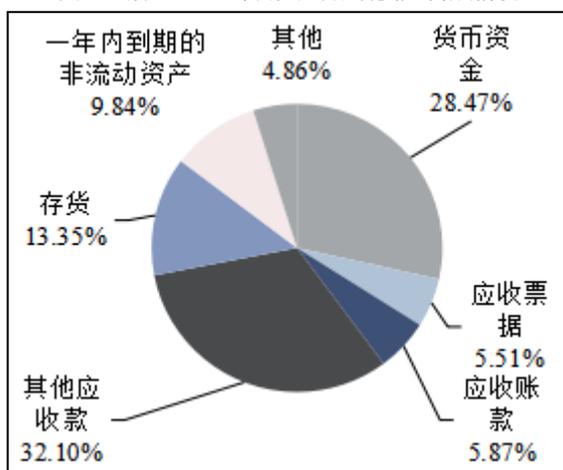
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 114.40 亿元，较上年增长 5.98%，其中流动资产占 31.16%，非流动资产占 68.84%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 35.65 亿元，较上年增长 23.83%，由货币资金（占 28.47%）、应收账款（占 5.87%）、应收票据（占 5.51%）、其他应收款（占 32.10%）、存货（占 13.35%）和一年内到期的非流动资产（占 9.84%）构成。

图5 截至2018年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司货币资金为10.15亿元，同比下降24.18%，其中银行存款10.01亿元。公司受限货币资金为1.22亿元，占货币资金的12.02%，为质押的银行定期存单和银行承兑汇票保证金，受限比例低。

截至2018年底，公司应收账款2.09亿元，同比增长43.14%，共计提坏账准备0.10亿元，计提比例4.72%。其中99.23%的应收账款采用账龄法计提坏账准备，1年以内占92.10%，1至2年占0.56%，2至3年占3.23%，3年以上的占4.11%。截至2018年底，公司应收账款前5名合计占40.76%，集中度高。

截至2018年底，公司应收票据为1.96亿元，同比下降23.38%，主要是银行承兑汇票和信用证。

截至2018年底，公司其他应收款为11.44亿元，同比大幅增长607.16%，主要系2018年提供关联方光信（伊利）融资租赁借款9.51亿元所致。公司共计提坏账准备0.13亿元，计提比例1.08%。其中1年以内占97.02%，1至2年占0.16%，2至3年占1.88%，3年以上占0.89%。公司其他应收款主要是对关联方借款和政府借款等。

截至2018年底，公司存货合计4.76亿元，同比增长12.73%，主要以原材料（占50.57%）和自制半成品（占45.94%）为主，2018年计

提存货跌价准备0.12亿元。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动资产合计3.51亿元，同比大幅增长136.49%，主要是新增一年内到期的委托贷款1.98亿元。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产78.76亿元，同比基本持平，主要由固定资产（占76.55%）、在建工程（占5.71%）和无形资产（占8.30%）构成。

截至2018年底，公司固定资产合计60.29亿元，同比下降2.29%，主要由机器设备、房屋及建筑物构成；固定资产成新率为54.36%，成新率一般。

截至2018年底，公司在建工程4.49亿元，同比增长19.43%，主要系2018年新增骨料和技改项目所致。

截至2018年底公司无形资产为6.54亿元，同比下降6.25%，主要是采矿权和土地使用权。

截至2018年底，公司长期应收款为1.91亿元，为新增的融资租赁款。

截至2019年3月底，公司资产总额115.79亿元，较2018年底增长1.21%，其中流动资产占31.87%，非流动资产占68.13%。

截至2019年3月底，公司主要受限资产为固定资产，受限金额为32.71亿元，受限占比28.25%，受限比例较高。

总体看，跟踪期内，公司资产总额稳步增长，资产构成仍以非流动资产为主；流动资产中其他应收款大幅增长，对公司资金形成占用。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益70.48亿元，其中归属于母公司权益为67.88亿元，少数股东权益2.60亿元；归属于母公司权益中实收资本占27.84%、未分配利润占65.48%。2018年公司股东分红为5.50亿元。

截至2019年3月底，公司所有者权益合

计 72.77 亿元，较 2018 年底增长 3.25%，主要系未分配利润增加所致。

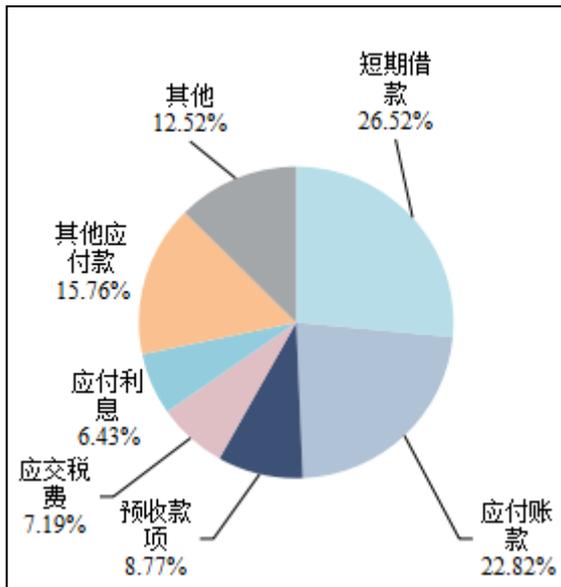
总体来看，近年来公司所有者权益不断增长，其中未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 43.92 亿元，同比下降 1.04%，其中流动负债占 60.41%，非流动负债占 39.59%。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 26.53 亿元，较上年增长 23.63%，主要由短期借款（占 26.52%）、应付账款（占 22.82%）、应付利息（占 6.43%）、应交税费（占 7.19%）、预收款项（占 8.77%）、其他应付款（占 15.76%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司短期借款合计 7.04 亿元，同比增长 29.33%，主要系接续长期借款所致，其中抵押借款和质押借款分别占比 84.14% 和 14.44%。

截至 2018 年底，公司应付账款合计 6.05 亿元，同比增长 21.18%，账龄在 1 年以内的应付账款占 95.73%，1 至 2 年的占 2.11%，2 至 3 年的占 0.75%，3 年以上的占 1.41%，账龄超过 1 年的大额应付款项未偿还原因均为未结算

完毕。

截至 2018 年底，公司应付利息 1.70 亿元，同比下降 12.37%，主要是应付借款利息。

截至 2018 年底，公司应交税费 1.91 亿元，同比增长 54.58%，主要系应交企业所得税及环保税增加所致。

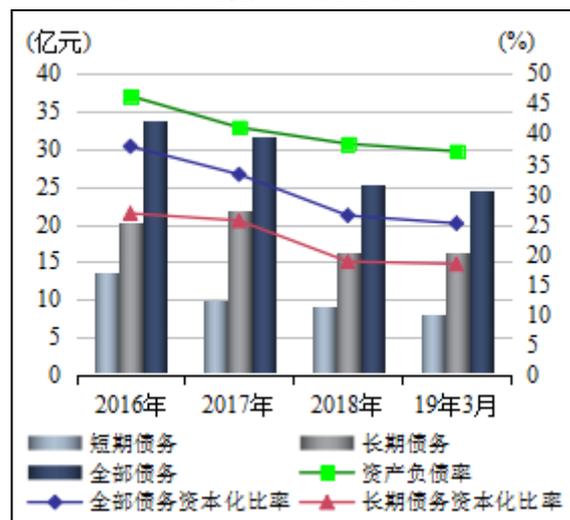
截至 2018 年底，公司预收款项为 2.33 亿元，同比增长 53.91%，账龄在 1 年以内的预收款项占 97.23%，账龄超过 1 年的大额预收款项未偿还原因均为未结算完毕。

截至 2018 年底，公司其他应付款 4.18 亿元，同比大幅增长 181.18%，增长主要来自关联方往来款大幅增长至 2.74 亿元。公司账期在 1 年以内的其他应付款占比 92.93%，主要是应付的关联方往来款、押金、订金、保证金、工程设备款和运输费等。

2018 年底公司非流动负债合计 17.39 亿元，同比下降 24.14%，主要由长期借款（占 90.43%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 15.72 亿元，同比下降 28.24%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致，均为信用借款；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 7 公司债务结构变化情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司全部债务为 25.37 亿元，其中短期债务占 35.61%，长期债务占 64.39%，以长期债务为主；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 2018 年底分别为 26.47%、38.39% 和 18.82%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 43.01 亿元，较 2018 年底下降 2.07%，其中流动负债占 59.77%，非流动负债占 40.23%，流动负债占比较 2018 年底下降 0.64 个百分点。截至 2019 年 3 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 37.15%、25.16% 和 18.42%，债务负担较 2018 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。

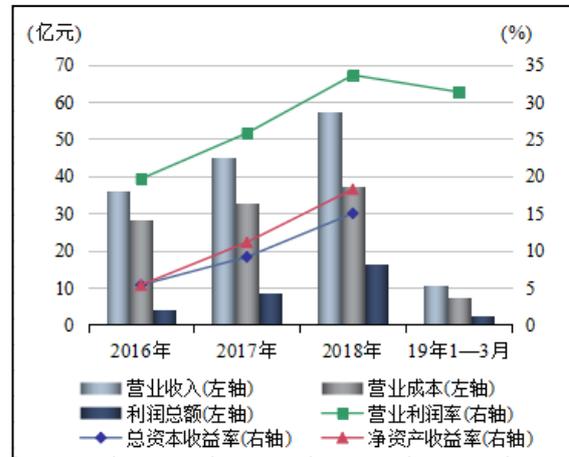
4. 盈利能力

近年来，公司营业收入快速增长，2018 年公司营业收入为 57.43 亿元，同比增长 27.64%；营业成本不断增长，2018 年为 37.38 亿元，同比增长 14.06%。

2018 年，公司期间费用合计 5.10 亿元，同比增长 16.37%，主要系管理费用增长所致。期间费用占营业收入比重为 8.87%，较上年下降 0.86 个百分点；期间费用构成中销售费用占 9.73%、管理费用占 62.74%、财务费用占 27.53%。

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，2018 年体现在其他收益中。2018 年，公司增值税退税收入为 2.89 亿元，对公司利润总额有一定贡献。此外，公司资产减值损失 2018 年为 0.16 亿元，对公司利润总额影响不大。

图 8 公司盈利能力变化情况



资料来源：公司财务报告

2018 年，公司营业利润和利润总额分别为 17.36 亿元和 16.49 亿元，分别同比大幅增长 98.03% 和 90.74%；总资本收益率和净资产收益率分别为 14.97% 和 18.22%，分别同比上升 5.87 个和 7.14 个百分点；营业利润率为 33.57%，同比上升 7.81 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.68 亿元，同比增长 36.16%；营业利润率为 31.30%，较 2018 年全年下降 2.27 个百分点；利润总额 2.50 亿元，同比增长 6.92%。

总体来看，跟踪期内，水泥价格保持上涨趋势，公司盈利能力持续改善，盈利水平良好。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入量为 57.10 亿元，同比增长 29.04%，其中销售商品、提供劳务收到现金 52.77 亿元，现金收入比为 91.88%，收入实现质量尚可；2018 年，公司经营活动现金流出量为 41.86 亿元，同比增长 19.11%，其中购买商品、接受劳务支付现金 19.35 亿元，支付其他与经营活动有关现金 9.66 亿元（主要系金融业务开展所致）和支付的各项税费 9.06 亿元。2018 年，公司经营活动现金净流量 15.24 为亿元，同比大幅增长 67.34%，经营获现能力不断改善，获现能力较强。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现

金流入量为 57.28 万元,同比大幅下降 84.23%,主要是从联营企业西安尧柏环保科技工程有限公司取得投资收益收到的现金减少所致。2018 年,公司投资活动现金流出量为 5.91 亿元,同比增长 42.02%,主要系公司在建工程投入等投资增加导致投资活动现金流出金额较大。2018 年,公司投资活动现金净流量为-5.90 亿元,净流出量同比增加 43.13%。

筹资活动方面,2018 年,公司筹资活动现金流入量为 8.72 亿元,同比下降 43.65%,主要系公司压缩融资规模,取得借款收到的现金减少所致;筹资活动现金流出量为 22.51 亿元,同比增长 11.32%,主要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。2018 年,公司筹资活动现金净流量为-13.79 亿元,净流出量同比大幅增长 190.39%。

2019 年 1—3 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 0.73 亿元、-0.97 亿元和-1.57 亿元。

总体来看,跟踪期内,随着水泥价格上涨,公司经营活动获现能力不断增强,可以覆盖投资活动现金净流出,减缓了公司的外部融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2018 年,公司流动比率和速动比率分别为 134.36%和 116.42%,分别同比上升 0.22 个和 1.95 个百分点。2018 年,公司经营现金流流动负债比率为 57.43%,同比上升 15.00 个百分点。截至 2019 年 3 月底,公司流动比率和速动比率分别为 143.55%和 124.30%。整体来看,公司短期偿债能力良好。

从长期偿债指标来看,2018 年,公司 EBITDA 为 25.53 亿元,同比增长 45.72%;同期,公司 EBITDA 利息倍数为 16.71 倍,同比增长 6.24 倍;全部债务/EBITDA 为 0.99 倍,同比下降 0.82 倍。公司长期偿债能力强。

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 2019 年 3 月底,公司银行授信总额为 10.99 亿元,已使用额度为 9.79 元,尚未使用额度为 1.20 亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 3 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 7 月 3 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。

9. 母公司财务分析

近年来母公司资产总额保持相对稳定,截至 2018 年底为 90.70 亿元,同比下降 1.76%,主要系货币资金等下降所致。其中流动资产占 50.24%,非流动资产占 49.76%。截至 2018 年底,流动资产为 45.57 亿元,主要由货币资金(占 19.04%)和其他应收款(占 80.53%)构成。母公司非流动资产为 45.13 亿元,主要由长期股权投资(占 96.19%)构成。

近年来母公司所有者权益有所增长,截至 2018 年底为 61.61 亿元,同比增长 7.80%,主要由实收资本(占 30.68%)和未分配利润(占 62.96%)构成,权益稳定性弱。近年来母公司负债总额快速下降,截至 2018 年底为 29.09 亿元,同比下降 17.31%,主要系长短期借款及一年内到期的非流动负债等下降所致。其中流动负债占 45.71%,其中主要为短期借款(占 52.17%)、应付利息(占 32.04%)和一年内到期的非流动负债(占 12.03%)。母公司非流动负债占 54.29%,从构成看,主要为长期借款

(占 99.56%)。截至 2018 年底, 母公司全部债务合计 24.26 亿元, 同比下降 23.49%, 其中长期债务占比 64.82%, 资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 32.07%、20.33%和 28.25%, 分别较上年底下降 6.03 个百分点、7.38 个百分点和 7.43 个百分点。整体看, 母公司债务负担轻。

截至 2019 年 3 月底, 母公司资产为 89.93 亿元, 其中流动资产和非流动资产分别占比 48.91%和 51.09%。母公司所有者权益为 61.51 亿元, 母公司资产和所有者权益均较 2018 年底小幅下降。截至 2019 年 3 月底, 母公司负债总额 28.43 亿元, 较 2018 年底下降 2.28%, 流动负债占比降至 44.46%。

2018 年, 母公司营业收入有所下降, 同比下降 28.85%; 营业成本大幅下降 51.61%。期间费用方面, 管理费用占比较高, 2018 年为 0.73 亿元。同期, 母公司获得投资收益 9.97 亿元, 同比大幅增长 146.48%。受投资收益大幅增长推动, 母公司利润总额 2018 年大幅增长 130.97%至 10.10 亿元, 同期营业利润率为 48.87%, 同比上升 23.31 个百分点, 整体盈利能力较强。2019 年 1—3 月, 母公司实现营业收入 0.09 亿元, 利润总额为-0.11 亿元。

2018 年, 母公司经营活动产生的现金流入量大幅增长 82.08%至 21.87 亿元, 主要来自其他与经营活动有关的现金; 经营活动产生的现金流量净额为 18.05 亿元, 现金收入比为 123.01%, 母公司获现质量较好。2018 年, 母公司投资活动现金流入量规模小, 为 0.03 亿元; 母公司投资活动产生的现金流量净额为 -7.50 亿元, 主要为投资支付的现金, 整体流出量保持在较高水平。2018 年, 母公司筹资活动现金流入量有所下降, 下降 43.61%至 7.94 亿元, 主要来自取得借款收到的现金; 2018 年, 母公司筹资活动现金呈现大量净流出, 为 -14.30 亿元, 同比增长大幅增长 140.47%, 较上年筹资压力减小。2019 年 1—3 月, 母公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流

量净额分别为 0.92 亿元、-0.68 亿元和-1.59 亿元。整体看, 跟踪期内母公司经营活动产生的净现金流入规模大, 投资活动消耗现金的规模较大, 筹资活动现金流为大量净流出。

总体看, 公司少数股东权益占比小, 母公司财务状况与合并报表基本一致。近年来母公司资产规模相对稳定, 流动资产及非流动资产占比基本相当, 权益稳定性差; 债务负担轻, 以长期债务为主; 整体盈利能力较强; 经营活动产生的现金流入规模大, 筹资压力小。

十、存续债券偿还能力

截至本报告出具日, 由联合资信进行跟踪评级的存续长期债券为“19 尧柏水泥 MTN001”, 本金为 5 亿元(以下简称“测算额度”)。

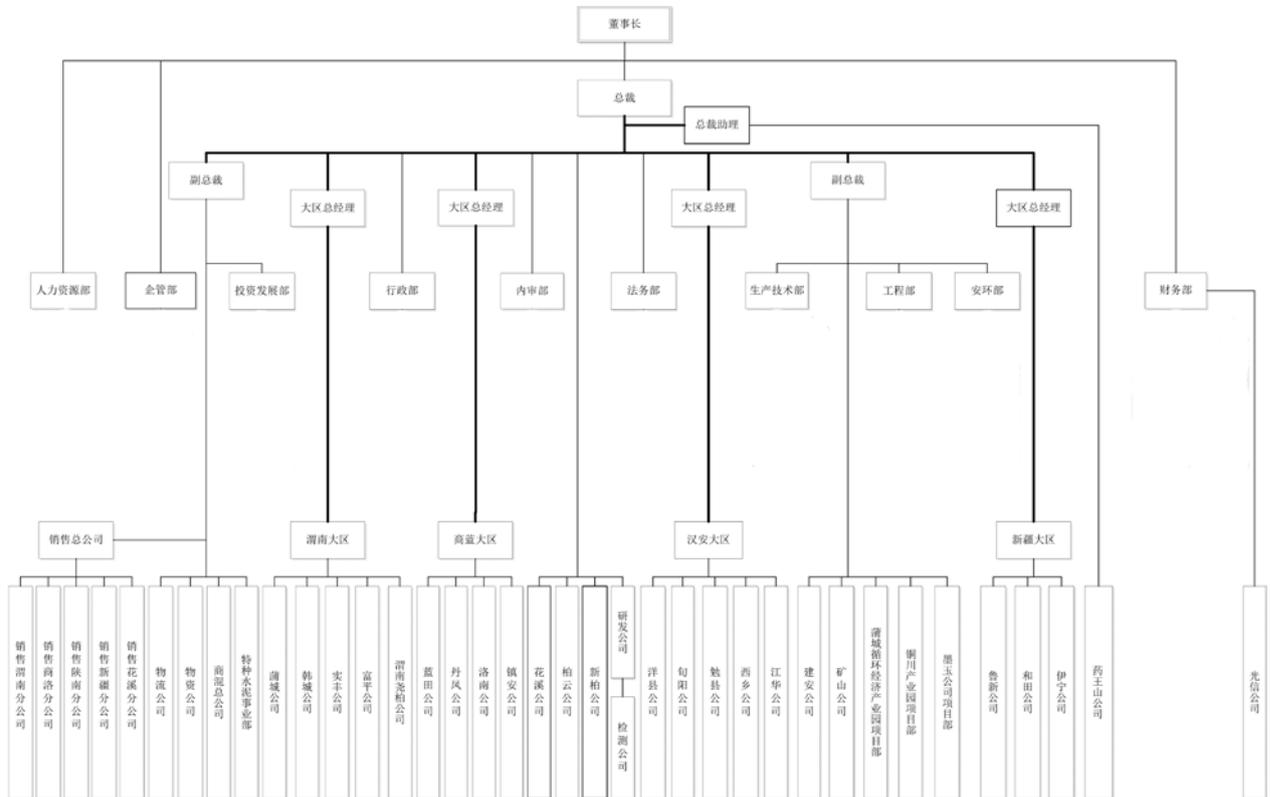
2016—2018 年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为 35.45 亿元、44.25 亿元和 57.10 亿元, 分别为测算额度的 7.09 倍、8.85 倍和 11.42 倍, 公司经营活动现金流入量对测算额度保障程度高; 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 10.74 亿元、9.11 亿元和 15.24 亿元, 分别为测算额度的 2.15 倍、1.82 倍和 3.05 倍, 经营活动现金流量净额对测算额度保障程度高; 公司 EBITDA 分别为 12.95 亿元、17.52 亿元和 25.53 亿元, 分别为测算额度的 2.59 倍、3.50 倍和 5.11 倍, EBITDA 对测算额度保障程度高。

总体来看, 公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券保障程度高。

十一、结论

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA, 并维持“19 尧柏水泥 MTN001”的信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例	表决权 比例
1	西安蓝田尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	10000	100.00%	100.00%
2	安康市尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	34500	100.00%	100.00%
3	汉中尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	13500	100.00%	100.00%
4	汉中勉县尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	14000	100.00%	100.00%
5	汉中西乡尧柏水泥有限公司	水泥生产销售	10500	100.00%	100.00%
6	西安市尧柏物资有限公司	材料销售	3500	100.00%	100.00%
7	商洛尧柏秀山水泥有限公司	水泥生产销售	2000	100.00%	100.00%
8	商洛尧柏龙桥水泥有限公司	水泥生产销售	12500	100.00%	100.00%
9	安康尧柏江华水泥有限公司	水泥生产销售	15000	100.00%	100.00%
10	韩城尧柏阳山庄水泥有限公司	水泥生产销售	15000	80.00%	80.00%
11	渭南蒲城尧柏水泥有限公司	水泥生产销售	20000	100.00%	100.00%
12	和田尧柏水泥有限公司	水泥及相关产品的生产和销售	23600	100.00%	100.00%
13	和田鲁新建材有限公司	水泥及相关产品的生产和销售	20000	100.00%	100.00%
14	陕西实丰水泥股份有限公司	水泥生产与销售	10000	65.00%	65.00%
15	铜川药王山生态水泥有限公司	水泥生产、销售	5000	100.00%	100.00%
16	贵州麟山水泥有限责任公司	水泥生产与销售	23338.1	100.00%	100.00%
17	伊犁尧柏水泥有限公司	水泥生产与销售	10000	100.00%	100.00%
18	陕西新意达建材产业发展有限公司	混凝土、骨料、外加剂生产运输与销售	20000	60.00%	60.00%
19	陕西丰盛德远实业有限公司	混凝土、骨料、外加剂生产运输与销售； 建筑工程设计施工；企业咨询管理	5000	55.00%	55.00%
20	陕西富达矿山工程有限公司	矿山、隧道、市政、道路工程施工；石 灰石、矿石加工销售；道路运输	4000	100.00%	100.00%
21	西安新柏商业运营管理有限公司	房屋租赁；企业管理咨询；住宿服务； 餐饮服务；酒店管理；物业管理；会务 服务	200	100.00%	100.00%
22	西安柏云智能数据技术有限公司	计算机软硬件及外围设备销售、技术开 发、咨询、转让、服务；电子通讯技术、 网络工程技术开发；企业管理咨询	2000	100.00%	100.00%
23	光信国际融资租赁有限公司	融资租赁业务；租赁业务；向国内外购 买租赁财产；租赁财产的残值处理及维 修；租赁交易咨询和担保；兼营与主营 业务有关的商业保理业务（不得从事吸 收存款、发放贷款、受托发放贷款等活 动；未经相关部门批准，不得从事同业 拆借、股权投资等业务）	42000	70.24%	70.24%
24	西安中港智慧物流有限公司	普通货物货运；仓储服务（除危险品）； 金属材料、煤炭、建筑材料、化工原料 的销售；汽车配件的网上销售；计算机 软硬件的开发及销售；货物及技术的进 出口业务	3000	100.00%	100.00%
25	陕西尧柏新材料科技有限公司	新型建筑材料的研发、生产、销售；混 凝土外加剂加工、销售；普通货物运输	50000	100.00%	100.00%
26	尧柏特种水泥技术研发有限公司	水泥、工程材料、混凝土、砂浆的开发 研究、技术咨询及技术服务；非金属材 料研发；建筑材料检验、检测，水泥生 产线的性能检测	5000	100.00%	100.00%
27	蒲城尧柏特种水泥有限公司	水泥、石料建筑制品及材料的生产 and 销 售	15000	100.00%	100.00%
28	陕西柏安外加剂有限公司	水泥添加剂、混凝土外加剂的研发、生 产、销售；化工产品（以上项目除危化 品）的生产、销售；新材料领域内的技 术研发、技术转让、技术咨询和技术服 务。	5000	100.00%	100.00%
29	铜川尧柏特种水泥有限公司	水泥、石料、熟料、混凝土生产、销售 及进出口。	30000	100.00%	100.00%
30	墨玉尧柏水泥有限公司	水泥、石料及相关产品的生产和销售。	20000	100.00%	100.00%
31	韩城市尧柏节能环保建材有限公司	混凝土的生产销售；砂石、水泥、外加 剂的销售；普通货物的运输；混凝土工 程的技术咨询及施工；干粉砂浆、湿粉	2000	100.00%	100.00%

		砂浆的生产及销售;预制构件的生产及销售。			
32	西安市尧柏宏艺水泥外加剂有限公司	水泥助磨剂的生产、销售。	300.00	100%	100%
33	西安柏通建筑安装工程有限公司	机电与机械设备安装;钢结构制作与安装;混凝土切割、植筋、加固;水电安装;堆焊工程、耐磨材料工程、土石方工程、炉窑砌筑工程、送变电工程、环保工程、房屋建筑工程、建筑机电安装工程、防水防腐保温工程的施工;管道维修、工程机械设备维修;铸炉、工业管道清洗;铸造、机械加工;水泥设备配件、机电产品、五金电料、劳保用品、建材销售;普通货物道路运输;工程咨询服务(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。	1000.00	100%	100%
34	陕西建达信工程检测有限公司	建设工程及产品质量和性能检测;建设工程可靠性及建筑物安全性能的鉴定。	1000.00	100%	100%
35	铜川市杨泉山矿业有限责任公司	矿山开采、工程机械、建筑材料销售、石材加工、土地复垦	150.00	100%	100%
36	霍城县南岗西鑫矿业有限责任公司	石灰石的开采、加工及销售。	500.00	100%	100%
37	陕西新意达恒众混凝土有限公司	混凝土及水泥制品、干粉砂浆、砼外加剂的生产、加工、销售、检测;普通货物道路运输;建筑材料的销售;混凝土工程的技术咨询。	3500.00	100%	100%
38	陕西尧柏新型墙材有限公司	新型节能墙体材料的生产、销售、研发。	5000.00	100%	100%
39	西安光信小额贷款有限公司	提供小额贷款业务	40000.00	100%	100%

附件 2 公司主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.89	15.95	12.11	9.32
资产总额(亿元)	103.31	107.95	114.40	115.79
所有者权益合计(亿元)	55.44	63.57	70.48	72.77
短期债务(亿元)	13.63	9.84	9.04	8.74
长期债务(亿元)	20.31	21.91	16.34	16.43
全部债务(亿元)	33.94	31.75	25.37	25.17
营业收入(亿元)	35.96	45.00	57.43	10.68
利润总额(亿元)	4.07	8.64	16.49	2.50
EBITDA(亿元)	12.95	17.52	25.53	--
经营性净现金流(亿元)	10.74	9.11	15.24	0.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.72	11.01	14.21	--
存货周转次数(次)	5.77	7.39	8.32	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.43	0.52	--
现金收入比(%)	93.72	91.22	91.88	89.26
营业利润率(%)	19.61	25.76	33.57	31.30
总资本收益率(%)	5.33	9.10	14.97	--
净资产收益率(%)	5.32	11.07	18.22	--
长期债务资本化比率(%)	26.81	25.63	18.82	18.42
全部债务资本化比率(%)	37.97	33.31	26.47	25.70
资产负债率(%)	46.34	41.12	38.39	37.15
流动比率(%)	93.05	134.14	134.36	143.55
速动比率(%)	75.52	114.47	116.42	124.30
经营现金流动负债比(%)	40.46	42.43	57.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.62	1.81	0.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.89	10.47	16.71	--

注：1.公司 2019 年 1—3 月财务数据未经审计；2.长期应付款中的有息债务部分计入长期债务中

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

注：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 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。

附件 4-3 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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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