

信用评级公告

联合〔2023〕7185号

联合资信评估股份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主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20尧柏水泥 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月二十六日

尧柏特种水泥集团有限公司 2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
尧柏特种水泥集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 尧柏水泥 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

评级时间：2023 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水泥企业信用评级方法	V4.0.202208
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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”）的评级反映了公司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较强优势。跟踪期内，公司生产经营较稳定，水泥生产线完成产能置换后，公司煤电能耗有所改善，经营获现能力良好，整体债务负担可控。同时，联合资信也关注到水泥行业产能过剩、应收账款规模大且账龄有所延长、关联方往来款占用公司资金、对股东分红规模较大、所有者权益稳定性较弱、短期债务集中偿付压力较大以及盈利能力下降等因素对公司信用水平带来的不利影响。

水泥行业整体利润空间承压，考虑公司在陕西省市场占有率较高，区域竞争力强，竞争优势有望保持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 尧柏水泥 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在陕西区域竞争力强；水泥生产线完成产能置换，水泥单位能耗有所下降；随着对水泥产业上下游业务培育，公司产业链进一步延伸，综合竞争力有望进一步增强。公司作为陕西省水泥行业龙头企业，2022 年在陕西省市场占有率约 30%，区域竞争力强。随着公司水泥生产线完成产能置换，水泥单位能耗有所降低；除水泥外其他业务占比上升 3.38 个百分点，公司产业链进一步延伸，综合竞争力有望增强。

2. 公司经营获现能力良好。2022 年，公司经营活动现金仍保持净流入且规模较大（12.54 亿元）。

3. 整体债务负担合理，长期偿债指标良好。2022 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 9.07 倍和 2.39 倍，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度很高；截至 2023 年 3 月底，公司全部债务资本化比率为 41.31%，债务负担合理。

分析师：赵兮 张超

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

关注

1. 行业产能过剩竞争激烈，错峰生产已逐步常态化；上游大宗商品价格上涨压力大，面临一定成本控制压力；下游房地产行业下行压力大，水泥需求疲软，公司未来销售承压。当前水泥行业仍属产能过剩行业，行业景气度波动对行业盈利水平影响大，为加大去产能力度，错峰生产已逐步常态化。2022年，煤炭价格保持高位运行，对水泥行业成本控制造成一定压力；同时房地产市场景气度低迷，未来一定时间内水泥需求预计持续不足，公司销售或承压。

2. 短期集中偿付压力较大。截至2023年3月底，公司短期债务为36.12亿元，占全部债务的比例为74.08%，现金短期债务比为0.35倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度很低，公司短期债务集中偿付压力较大。

3. 关联方往来款规模较大，占用公司资金；公司对股东分红较多，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。截至2022年底，其他应收款中关联方往来款期末余额为10.11亿元，规模较大，占用公司资金。截至2022年末，公司对股东分红金额为11.20亿元，主要用于偿还公司股东中国西部水泥有限公司美元债利息及投资者分红，规模较大。截至2023年3月底，公司所有者权益中未分配利润占比为52.74%，所有者权益稳定性较弱。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	15.03	17.53	14.66	12.80
资产总额（亿元）	151.03	178.99	169.73	167.48
所有者权益（亿元）	75.14	80.21	71.88	69.26
短期债务（亿元）	19.86	32.47	36.49	36.12
长期债务（亿元）	19.12	20.86	13.37	12.64
全部债务（亿元）	38.98	53.33	49.86	48.76
营业总收入（亿元）	69.07	76.35	74.46	13.18
利润总额（亿元）	17.77	16.48	8.26	0.56
EBITDA（亿元）	27.42	27.97	20.84	--
经营性净现金流（亿元）	19.51	15.73	12.54	3.21
营业利润率（%）	34.54	32.55	22.15	16.56
净资产收益率（%）	20.47	18.71	9.40	--
资产负债率（%）	50.25	55.19	57.65	58.65
全部债务资本化比率（%）	34.16	39.94	40.95	41.31
流动比率（%）	81.43	86.43	62.76	58.59
经营现金流动负债比（%）	36.13	22.48	15.58	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.54	0.40	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	14.32	10.53	9.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.42	1.91	2.39	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	109.59	118.07	109.80	106.17
所有者权益（亿元）	60.46	64.82	61.34	58.22
全部债务（亿元）	36.27	41.76	34.67	32.65
营业总收入（亿元）	0.74	0.86	0.59	0.13
利润总额（亿元）	12.34	14.09	10.55	-0.12
资产负债率（%）	44.83	45.10	44.13	45.16
全部债务资本化比率（%）	37.50	39.18	36.11	35.93
流动比率（%）	181.50	137.96	108.23	94.78
经营现金流动负债比（%）	15.79	40.11	38.20	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2020 年末及 2022 年末长期应付款中的有息债务已调整计入公司长期债务，租赁负债未计入公司长期债务；3. 2023 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未予年化；4. “--”表示该指标不适用或数据未获取到

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 尧柏水泥 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/07/27	张文韬 朱一汀	水泥企业信用评级方法（V3.1.202205）/水泥企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读全文
	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/07/24	尹金泽 王宇飞	水泥企业信用评级方法（V3.0.201907）/水泥企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

尧柏特种水泥集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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”）前身为始建于 1977 年的蒲城县罕井镇镇办水泥厂。经多次增资及股权转让后，截至 2023 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 18.90 亿元，控股股东为集诚有限公司（以下简称“集诚公司”），实际控制人为张继民先生。公司股权结构详见附件 1-1。

公司主营业务为水泥生产和销售，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 2023 年 3 月底，公司本部内设财务部、企管部、运行保障部、工艺技术部、安环部和市场部等部门。公司组织结构详见附件 1-2。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 169.73 亿元，所有者权益 71.88 亿元（含少数股东权益 3.06 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 74.46 亿元，利润总额 8.26 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 167.48 亿元，所有者权益 69.26 亿元（含少数股东权益 3.03 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 13.18 亿元，利润总额 0.56 亿元。

公司注册地址：陕西省西安市航天基地神舟四路 336 号；法定代表人：曹建顺。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途

使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2023 年 6 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 尧柏水泥 MTN001	7.00	7.00	2020/09/04	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全

年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业分析

2021 年以来, 煤价大幅上涨后于高位震荡, 水泥企业生产成本大幅上扬, 在原燃料价格大幅波动的影响下, 2021 年水泥价格成倒“V”字型波动。2022 年以来, 房地产开发投资乏力, 基建投资虽增幅明显但对水泥需求支撑不足, 水泥下游需求疲软, 水泥产量创 11 年来新低。供需失衡致使行业竞争加剧, 水泥价格波动下降。在成本端和销售端的双重挤压下, 2022 年水泥行业企业经营效益下降明显。

国家有关部门对水泥行业延续了“去产能”的结构性调整政策, 推动行业产能置换升级; 随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出, 水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大, 对水泥供给形成压力, 但目前水泥行业去产能进展仍缓慢, 产能结构性过剩矛盾依然突出。详见《[2023 年一季度水泥行业分析](#)》。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底, 公司注册资本及实收资本均为 18.90 亿元, 集诚公司持有公司全部股权, 公司实际控制人为张继民先生。

2. 企业规模和竞争力

公司为陕西省水泥市场龙头企业, 其水泥业务具有较强的区域规模优势。

公司是香港交易所上市公司西部水泥的间接控股子公司, 也是西部水泥境内的主要经营实体。公司水泥生产线分布在陕西的西安、韩城、铜川、渭南、汉中、安康、商洛, 以及新疆的和田、于田、伊犁和贵州贵阳。其中, 陕西省为公司的主要生产销售区域。

截至 2023 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 15 条, 熟料年设计产能 1555.00 万吨, 水泥年生产能力 2500.00 万吨。2022 年, 公司为全国水泥熟料产能 50 强,

2022 年全国水泥熟料企业排名第 11 位。公司为陕西省水泥行业龙头企业, 2022 年公司在陕西省市场占有率约 30.00%, 在陕南区域的市场占有率为 75.00%~90.00%, 区域竞争力强。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据人民银行《企业基本信用信息报告》(统一社会信用代码: 916101317197161L), 截至 2023 年 7 月 24 日, 公司本部无未结清和已结清不良信贷信息记录, 已结清贷款中有 9 笔关注类贷款, 根据公司提供的银行说明, 为系统原因所致。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录, 联合资信未发现公司存在逾期或违约记录, 历史履约情况良好。

截至 2023 年 7 月 24 日, 联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内, 公司管理人员发生较大变动; 公司治理结构及管理制度变化不大。

2023 年 2 月, 因公司经营及发展需要, 公司修改公司章程, 将董事会席位由 7 名变更为 5 名, MA WEIPING (马维平)、王印发、楚宇峰、刘建军、刘晓军及刘鑫辞去董事职务, 委派曹建顺、李永继、连杰及王九军为新董事, 新的董事会成员由曹建顺、王蕊、李永继、连杰及王九军五人组成, 曹建顺担任董事长兼总经理、公司法定代表人职务。

跟踪期内, 公司的治理结构及管理制度变化不大。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年, 公司营业总收入同比略有下降, 降幅低于行业平均水平, 但受煤炭等原燃料价格上涨影响, 公司综合毛利率降幅大; 2023 年 1—3 月, 公司综合毛利率同比有所下降。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。

2022年，公司营业总收入同比下降2.48%，降幅低于行业平均降幅。

从收入构成来看，2022年，公司水泥业务收入占营业总收入达75%以上，主营业务突出。2022年，水泥业务收入同比下降6.66%，主要系房地产投资需求下降导致水泥销量同比下降所致；因公司收购2家混凝土公司，混凝土销量增加，公司混凝土业务收入同比上升25.44%；其余业务收入占比较小。2022年，除水泥外，其他

主营业务收入占比提高至24.32%，公司水泥产业链布局有所拓展。

从毛利率来看，2022年，随着原燃料价格上涨，公司水泥等产品的单位生产成本上升，公司综合毛利率同比下降10.44个百分点。

2023年1—3月，公司营业总收入同比下降2.03%，但因煤炭等原材料价格高位运行及水泥价格下降，公司综合毛利率同比下降9.54个百分点。

表2 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
1.主营业务	67.80	98.15	36.27	74.69	97.82	34.43	72.56	97.45	24.06	12.80	97.12	18.85
其中：水泥	53.35	77.23	40.55	60.37	79.06	37.76	56.35	75.68	25.47	9.6	72.80	19.72
混凝土	7.12	10.31	20.26	5.62	7.36	19.90	7.05	9.47	16.86	1.59	12.05	8.13
物资	2.61	3.77	1.94	1.84	2.40	1.39	0.66	0.89	2.06	0.25	1.87	4.02
熟料	0.71	1.03	12.32	1.03	1.35	13.28	1.12	1.50	19.37	0.19	1.42	14.58
骨料	1.29	1.86	45.71	1.47	1.92	55.74	1.80	2.41	55.92	0.38	2.85	60.90
融资租赁	0.32	0.47	100.00	0.26	0.34	100.00	0.19	0.25	100.00	0.04	0.32	100.00
运输	0.72	1.04	37.40	0.37	0.49	21.77	0.65	0.88	12.08	0.16	1.18	1.67
其他	1.68	2.43	11.83	3.72	4.88	12.68	4.74	6.36	8.74	0.61	4.63	13.24
2.其他业务	1.28	1.85	23.72	1.67	2.18	23.52	1.90	2.55	12.03	0.38	2.88	5.15
合计	69.07	100.00	36.04	76.35	100.00	34.19	74.46	100.00	23.75	13.18	100.00	18.46

注：上表中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：公司提供

2. 水泥业务

(1) 原材料采购

2022 年，受煤炭等原燃材料价格较高影响，公司原材料采购均价上升；2023 年以来，煤炭价格仍高位运行，公司未来面临一定成本控制压力。

跟踪期内，公司采购结算方式未发生变化。

煤炭采购方面，2022年，公司煤炭采购量同比下降9.30%，主要系公司新的低能耗水泥生产线投产后，所需煤炭量下降，且2022年熟料产量下降所致；因煤炭市场供应偏紧且下游需求旺

盛等因素引发电力和煤炭供需失衡，煤炭采购均价同比上升29.78%。2023年一季度，煤炭采购量同比变化不大，煤炭采购均价较2022年全年均价下降3.12%。

石灰石采购方面，公司自有矿山，石灰石原料主要采取内供方式取得，2022年，公司石灰石采购量（含内部矿山供应量）同比下降0.95%；采购均价同比增长1.14%；公司石灰石自给比率为95.44%。截至2023年3月底，公司拥有石灰石矿山18座，保有资源储量92183.24万吨，年规定开采量2065.00万吨，公司石灰石资源较为丰富。

表3 公司原燃材料采购量和采购价格

原料	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
煤炭	采购量（万吨）	195.10	196.40	178.14	26.01
	采购均价（元/吨）	489.63	818.60	1062.34	1029.20
电力	采购量（亿千瓦时）	14.01	13.61	12.22	1.84

	采购均价（元/千瓦时）	0.40	0.38	0.42	0.44
石灰石	采购量（万吨）	1666.55	1706.18	1689.96	390.14
	采购均价（元/吨）	17.23	15.78	15.96	16.14

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

截至 2022 年底，公司自身所装备的低温余热发电可实现约 27% 的电量自给，2022 年余热发电总用电占比较 2021 年提高 4.02 个百分点。2022 年，随着公司降低能耗计划推行，能耗管理力度加大，且新产线投产后能耗降低，叠加水泥等产品产量下降，公司电力采购量（含低温余热发电量）同比下降 10.21%；因 2022 年以来市场电价持续高位运行，电力采购均价同比上升 10.53%。

2022 年，随着公司完成水泥生产线产能置换，水泥产品单位耗能有所下降；公司煤电采购均价均上升，2023 年以来，市场上大宗商品价格仍高位运行，且短期内难以下降，公司面临一定成本控制压力。

（2）生产运营

2022 年，受房地产行业投资需求下降及行业产能过剩影响，公司水泥和熟料产能利用率同比均下降；2023 年 1—3 月，受错峰生产要求影响，水泥和熟料产能利用率较低。

产能方面，2022 年，公司在四川康定市新増水泥生产线，公司水泥产能增至 2594.00 万吨。

产量方面，2022 年，因房地产行业投资下滑等因素导致需求减少，公司水泥和熟料产量同比分别下降 7.92% 及 5.88%，水泥及熟料产能利用率同比均下降。

2023 年 1—3 月，公司熟料产量同比下降 9.29%，水泥产量同比上升 9.45%；产能利用率较低，主要系公司按要求进行错峰生产，一季度停窑时间较长所致。

表 4 水泥熟料生产情况（单位：万吨/年、万吨）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
熟料年产能	1912.00	1555.00	1555.00	1555.00
熟料产量	1352.00	1395.00	1313.00	166.00
熟料产能利用率	70.71%	89.71%	84.41%	42.62%
水泥年产能	2910.00	2500.00	2594.00	2594.00
水泥产量	1769.00	1756.00	1617.00	289.00
水泥产能利用率	60.79%	70.24%	64.69%	46.19%

注：2023 年 1—3 月产能利用率数据已年化，因新增四川生产线尚未开始生产，故计算产能利用率时未将其计算在内
资料来源：公司提供

（3）水泥销售

2022 年，公司水泥销量下降，但水泥销售均价保持稳定；公司销售区域主要集中于陕西地区，尤其在陕南地区市场占有率很高，具有区位优势。2023 年一季度水泥价格下行。

跟踪期内，公司水泥销售结算方式无重大变化。

从公司客户行业分布来看，2022 年，受房地产行业投资减少影响，公司水泥销售收入中房地产行业的销售收入占比同比下降 3.33 个百分点。公司重点工程水泥直接销售量为 460 万吨，占全年销量的 28.00%。

表 5 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
2020 年	39.22%	15.83%	20.90%	2.33%	3.84%	17.88%	100.00%
2021 年	36.14%	22.61%	20.32%	1.57%	4.41%	14.95%	100.00%
2022 年	32.81%	23.13%	19.71%	2.60%	3.79%	17.96%	100.00%
2023 年 1—3 月	31.96%	20.82%	21.14%	0.96%	0.14%	24.98%	100.00%

资料来源：公司提供

从公司水泥销售区域来看，2022 年，公司水泥销售区域未发生重大变化，公司水泥销量约占陕西水泥市场份额的 30%，占比较高；因房地

产行业投资下滑等因素，公司在陕西省销量略有下降，但新疆地区因外部因素停工停产导致销量大幅下降，公司在陕西地区收入占水泥销

售收入比例同比提高6.45个百分点。2023年一季度，新疆地区收入占比进一步降低。

表6 公司水泥销售收入区域占比情况

区域	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
陕西中部	37.53%	36.58%	38.69%	37.60%
陕西南部	41.30%	37.64%	41.98%	43.08%
新疆地区	15.30%	19.48%	12.74%	9.20%
贵州地区	5.87%	6.30%	6.59%	10.12%

资料来源：公司提供

2022年，公司水泥销量同比下降7.02%；销售均价上升1.04%。2023年一季度，受下游市场需求低迷影响，公司水泥及熟料销售均价较2022年全年水平平均下降。

2023年以来，房地产开发投资仍呈负增长趋势，未来房地产行业对水泥需求仍有进一步下行可能，或将对公司的水泥销售产生一定压力。

表7 水泥和熟料销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
水泥销量	1789.00	1766.00	1642.00	302.00
水泥价格（含税）	342.00	383.00	387.00	375.00
熟料销量	30.00	35.00	37.00	6.20
熟料价格（含税）	278.00	388.00	338.00	306.00

注：1. 上表中水泥销量含内销公司及商混公司的水泥；2. 水泥销量略大于水泥产量，系销售以前年度库存水泥所致

资料来源：公司提供

3. 其他主营业务

2022年，公司除水泥外其他主营业务收入占比有所增长，对公司收入利润形成一定补充。

（1）混凝土业务

截至2023年3月底，公司拥有20家混凝土公司，商混产能1240万方。2022年，公司混凝土产量176万立方米，较2021年增长38万立方米，主要系公司收购了两家商混公司所致；公司混凝土年化产能利用率为14.10%，产能利用率低。

2023年以来，商混产品市场竞争激烈，公司为获取市场份额，增加混凝土产品的赊销比例，考虑到未来水泥相关产品市场仍存在产能过剩及下游市场需求不足情况，公司面临的市场竞争仍将激烈，未来混凝土产品赊销比例存在进一步提高的可能，应收账款规模或将进一步扩大，需关注其回收风险。

（2）骨料业务

截至2023年3月底，公司骨料年产能1300万吨。

2022年，公司骨料产量593万吨，较上年下降9.74%；骨料销量558万吨，较上年增长6.29%；销售价格44元/吨（含税），同比上升22.22%；综上，骨料业务收入同比增长21.87%；因高成本骨料产品销售量增加及电力成本上升等因素影响，骨料业务毛利率同比变化不大。

4. 在建项目

公司存在一定在建工程投资支出压力。

公司在建项目主要为综合办公楼及矿山开发项目。截至2023年3月底，公司主要在建项目未来尚需投资10.71亿元，存在一定投资支出压力。

表8 截至2023年3月底公司主要在建项目情况

项目名称	项目概况	总投资（万元）	已投资（万元）
集团基地二期项目	建设1栋25层的集智能办公、研发培训、专家公寓等功能为一体的综合楼	50000	4577
柏宏二期阀口袋项目	项目总占地面积18亩，建设总建筑面积1.8万平方米，建设6条新型环保编织袋生产线，购置6台德国进口全功能阀口袋机，配套建设相关附属设施。每条生产线产能为3000万条方底阀口袋环保编织袋，项目建成后，方底阀口袋环保编织袋年生产能力达到1.8亿条	11443	9249
镇安马家院矿山	300万吨石灰石矿山资源综合利用项目，2021年2月开工建设，利用镇安县境内丰富的石灰石资源，进行综合开发利用，建设镇安县规模最大的绿色矿山，实现矿山资源的集约化和规范化。	30000	12499
商南胡草坪矿产开发有限公司钒矿采矿基建工程	钒矿采矿基建工程坐落于商洛市商南县赵川镇腰岭村胡草坪组，2021年6月底开工建设，建设完毕后用于钒矿生产、销售，钒铁、钒片、钒氮合金加工、销售	9435	7998
东大山技改	2020年5月开工建设，设计年开采规模为50万吨配套的石灰石原料基地	10000	6909

富柏海矿山项目	2020年5月开工建设,设计产能2*300万吨骨料项目	40000	2594
合计		150878	43826

注:在建工程已投资金额含预付工程款
资料来源:公司提供

5. 经营效率

2022年,公司经营效率指标同比下降。

从经营效率指标看,2022年,公司应收账款周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为7.23次、6.03次和0.43次,较上年均下降。与同行业其他企业相比,公司经营效率指标表现较弱。

表9 2022年公司经营效率指标同业对比情况

公司简称	应收账款周转次数(次)	存货周转次数(次)	总资产周转次数(次)
万年青	9.61	11.10	0.63
祁连山	18.61	7.44	0.68
宁夏建材	7.47	18.92	0.90
公司	7.23	6.03	0.43

注:1.为了便于对比,上表相关数据均来自Wind,Wind计算公式与联合资信计算公式存在少许差异;2.“万年青”为江西万年青水泥股份有限公司的简称,“祁连山”为甘肃祁连山水泥集团股份有限公司的简称,“宁夏建材”为宁夏建材集团股份有限公司的简称
数据来源:Wind

6. 未来发展

公司未来发展战略明确。

公司未来定位为复合多元化新型建材产品与服务集团,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,优化上下游产业链,发展混凝土和骨料等新建材业态,培育新的利润增长点;推进区域的市场整合,提高市场集中度与竞争力,加强终端市场控制力,巩固陕西地区的龙头企业地位。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报告,希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年一季度财务数据未经审计。

截至2022年底,公司合并资产总额169.73亿元,所有者权益71.88亿元(含少数股东权益3.06亿元);2022年,公司实现营业总收入74.46亿元,利润总额8.26亿元。

截至2023年3月底,公司合并资产总额167.48亿元,所有者权益69.26亿元(含少数股东权益3.03亿元);2023年1—3月,公司实现营业总收入13.18亿元,利润总额0.56亿元。

2. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模下降,固定资产占比较高且成新率偏低,应收账款规模较大且账龄有所延长,其他应收款中关联方往来占比大,非受限货币资金规模较小,公司资产流动性一般。

截至2022年底,公司合并资产总额较上年底下降5.17%。公司资产以非流动资产为主,资产结构较上年底变化不大。

表10 公司资产主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	43.98	29.12	60.45	33.77	50.52	29.77	47.75	28.51
货币资金	12.11	8.02	15.28	8.54	10.26	6.05	9.58	5.72
应收账款	7.63	5.05	10.56	5.90	10.04	5.91	11.39	6.80
其他应收款(合计)	11.61	7.69	16.69	9.32	11.60	6.83	3.36	2.00
存货	6.26	4.15	8.48	4.74	10.34	6.09	15.67	9.36
非流动资产	107.05	70.88	118.54	66.23	119.21	70.23	119.73	71.49
固定资产(合计)	63.74	42.20	91.51	51.13	91.04	53.64	89.27	53.30
在建工程(合计)	23.77	15.74	7.50	4.19	5.72	3.37	6.58	3.93
无形资产	9.39	6.21	13.49	7.53	13.51	7.96	13.25	7.91
资产总额	151.03	100.00	178.99	100.00	169.73	100.00	167.48	100.00

注:占比指占资产总额的比例
资料来源:公司财务报告,联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，流动资产较上年底下降16.43%，主要系货币资金及其他应收款（合计）下降所致。

截至2022年底，公司货币资金较上年底下降32.84%，主要系偿还到期债券“19尧柏水泥MTN001”及西安银行借款所致。货币资金中有5.61亿元受限资金，受限比例为54.68%，主要为保函保证金、交易保证金和票据保证金。

截至2022年底，公司应收账款较上年底下降4.92%。账龄方面，应收账款账龄以一年以内为主，一年以内应收账款占68.85%，较上年下降7.28个百分点；1~2年内应收账款占21.34%，较上年上升0.86个百分点，公司应收账款账龄进一步延长。截至2022年底，公司应收账款累计计提坏账0.90亿元，计提比例为8.26%，考虑到公司应收账款账龄有所延长，未来有继续计提坏账的风险；应收账款前五大欠款方合计金额为3.03亿元，占比为27.67%，集中度适中。

截至2022年底，公司其他应收款（合计）较上年底下降30.49%，主要系康定跑马山水泥有限责任公司新纳入合并报表范围，抵消4.04亿元计入其他应收款的垫付款所致。截至2022年底，公司其他应收款前五大欠款方集中度高，主要为关联方往来款，其中第一大欠款方为安康市柏城置业有限公司（以下简称“柏城置业”），主要为垫付土地款；其他应收款累计已计提坏账准备0.28亿元，计提比例为2.38%。截至2022年底，其他应收款中关联方往来款期末余额为10.11亿元，规模较大，占用公司资金。

表 11 截至 2022 年底公司前五大其他应收款情况

单位名称	期末金额 (亿元)	账龄	占比 (%)	是否 关联方
安康市柏城置业有限公司	6.25	1 年内	56.83	是
中国西部水泥有限公司	2.20	1 年内 /1~2 年	20.05	是
黄四九	0.65	2-3 年	5.93	否
集诚有限公司 (香港)	0.61	1 年以内 /1~2 年	5.52	是
铜川市耀州区 财政局国库集中 支付乡镇往来 资金专户	0.49	1~2 年 /2~3 年	4.45	否
合计	12.38	--	92.78	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司存货较上年底增长22.02%，主要系新增原煤储存量所致。公司存货主要由原材料（占35.73%）和自制半成品及在产品（占59.25%）构成，累计计提跌价准备0.05亿元，计提比例为0.51%。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产规模较年初略有增长；公司固定资产较上年底变化不大，固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成，累计计提折旧76.73亿元；固定资产成新率55.07%，成新率偏低；公司在建工程较上年底下降23.77%，主要系已投产生产线、技改项目和矿山项目转为固定资产所致；公司无形资产较上年底增长0.21%，无形资产主要由土地使用权和采矿权构成，累计摊销3.15亿元，计提减值准备0.13亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额较上年底下降1.32%，公司资产以非流动资产为主；公司应收账款账面价值较上年底增长13.52%，主要系商混市场竞争激烈，公司增加混凝土赊销比例所致；公司存货较上年底增长51.54%，主要系公司新增并表柏城置业（其存货中开发成本约6亿元）所致。

截至2023年3月底，公司资产受限比例一般。

表 12 截至 2023 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例	受限原因
货币资金	5.61	3.47%	保函保证金、交易保证金和票据保证金
固定资产	31.84	19.01%	抵押受限
无形资产	3.84	2.29%	抵押受限
合计	41.29	24.77%	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2022 年末，因向股东分配利润，公司所有者权益小幅下降；未分配利润占比较高，公司向股东分红规模大，所有者权益稳定性较弱。

截至 2022 年底，公司所有者权益 71.88 亿元，较上年底下降 10.38%，主要系向股东分配

利润（11.20 亿元）所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.74%，少数股东权益占比为 4.26%。在所有者权益中，实收资本和未分配利润分别占 26.29%和 54.62%。公司所有者权益中未分配利润占比较大，同时公司向股东分红规模大（股东用于偿还美元债利息及投资者分红）且持续，权益结构稳定性较弱。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债规模较稳定，以流动负债为主；应付票据和其他应付款规模扩大，短期债务规模及占比上升，公司面临短期债务集中偿付压力较大，公司整体债务规模有所下降，债务负担仍属合理水平。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底下降 0.94%，负债结构以流动负债为主且其占比上升较快。

表 13 公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	54.01	71.17	69.94	70.81	80.50	82.27	81.51	82.99
短期借款	10.58	13.95	15.53	15.72	15.47	15.81	17.89	18.21
应付票据	6.38	8.41	8.65	8.76	12.71	12.99	9.62	9.80
应付账款	13.83	18.22	16.44	16.64	16.55	16.91	15.03	15.31
其他应付款（合计）	15.06	19.84	15.84	16.04	20.03	20.47	22.44	22.84
一年内到期的非流动负债	2.90	3.82	8.29	8.39	8.31	8.49	8.61	8.76
非流动负债	21.88	28.83	28.83	29.19	17.35	17.73	16.71	17.01
长期借款	6.69	8.82	13.72	13.89	13.16	13.45	12.43	12.66
应付债券	12.33	16.25	7.14	7.23	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	75.89	100.00	98.78	100.00	97.85	100.00	98.22	100.00

注：占比指占负债总额的比例

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

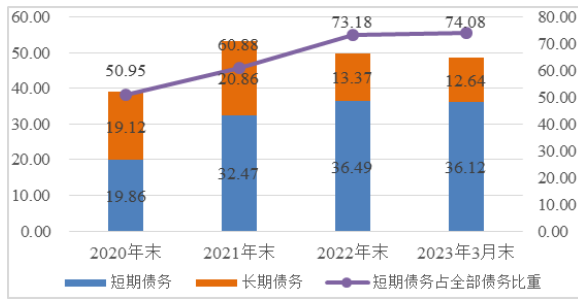
截至 2022 年底，公司短期借款较上年底下降 0.40%；公司应付票据较上年底增长 46.97%，主要系公司为补充经营所需流动资金增加银行票据融资金额所致；公司应付账款较上年底增长 0.64%，应付账款账龄以 1 年以内（含 1 年）为主（占 77.67%）；公司其他应付款（合计）较上年底增长 26.45%，主要系公司应付集诚有限公司股利增加所致；公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 0.22%。

截至 2022 年底，公司长期借款较上年底下降 4.08%；长期借款主要由保证借款（占 75.18%）

及信用借款（占 22.75%）构成；应付债券将于一年内到期均转入一年内到期的非流动负债。

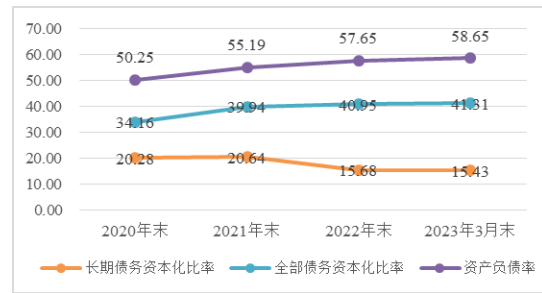
截至 2023 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 0.38%，较上年底变化不大；公司短期借款较上年底增长 15.66%，主要系因补充流动资金需要，增加银行短期借款所致；公司应付票据较上年底下降 24.32%，主要系银行票据到期后以自有资金偿还，未新增票据类借款所致；公司其他应付款（合计）较上年底增长 11.99%，主要系应付关联方陕西富平水泥有限公司（以下简称“富平水泥”）款项增加所致。

图 1 公司债务结构 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 2 公司债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2022 年底, 公司全部债务较上年底下降 6.52%。债务结构方面, 以短期债务为主, 其中, 短期债务较上年底增长 12.38%, 公司短期债务规模较大, 存在较大短期债务集中偿付压力; 长期债务较上年底下降 35.92%。从债务指标来看, 截至 2022 年底, 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较上年底分别提高 2.46 个百分点及 1.02 个百分点, 长期债务资本化比率较上年底下降 4.96 个百分点。

截至 2023 年 3 月底, 公司全部债务规模及债务结构较上年底变化不大。

从债务期限分布看, 截至2023年3月底, 公司2023年到期债务占全部债务比重为64.74%, 面临较大短期债务集中偿付压力。

表 14 截至 2023 年 3 月底公司有息债务期限结构 (单位: 亿元)

科目	2023 年 4—12 月	2024 年	2025 年	2026 年 及以后	合计
短期借款	13.89	4.00	0.00	0.00	17.89
应付票据	9.62	0.00	0.00	0.00	9.62
一年内到期的非流动负债	8.06	0.55	0.00	0.00	8.61
长期借款	0.00	0.88	3.30	8.26	12.43
长期应付款	0.00	0.00	0.21	0.00	0.21
合计	31.57	5.43	3.51	8.26	48.76
占比	64.74%	11.14%	7.19%	16.93%	100.00%

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

受煤炭等原燃材料价格持续高位运行、水泥行业产能过剩及房地产行业投资需求下降等因素综合影响, 2022年公司盈利指标降幅较大, 费用控制能力尚可。2023年一季度, 利润总额同

比降幅较大。

公司营业总收入分析详见经营概况。2022年, 利润总额同比下降49.86%, 主要系煤炭及原材料价格上升、销售收入下降等因素综合影响所致。

从期间费用看, 2022年公司费用总额同比下降3.88%, 从构成看, 公司管理费用、研发费用和财务费用占比分别为43.89%、27.43%和23.52%; 公司期间费用率为12.35%, 同比下降0.18个百分点, 公司费用控制能力尚可。

非经常性损益方面, 2022 年, 公司其他收益为 1.07 亿元, 同比下降 51.44%, 主要系水泥 (主要为 PO42.5 和 PC42.5) 销售产生的增值税退税额大幅下降所致; 因产能置换拆除旧厂房设备, 2022 年公司计提固定资产减值准备, 当年资产减值损失大幅上升至 1.00 亿元。

表 15 公司盈利指标变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入 (亿元)	69.07	76.35	74.46	13.18
利润总额 (亿元)	17.77	16.48	8.26	0.56
营业利润率 (%)	34.54	32.55	22.15	16.56
总资本收益率 (%)	14.72	12.87	7.42	--
净资产收益率 (%)	20.47	18.71	9.40	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面, 2022年, 公司营业利润率、总资本收益率和净资产同比均大幅下降。与同行业公司相比, 2022年公司盈利指标表现中上。

表 16 2022 年同行业公司盈利指标对比

公司简称	营业总收入 (亿元)	毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
万年青	112.82	17.48	4.65	5.40
祁连山	79.74	25.81	8.44	8.97

宁夏建材	86.58	13.17	7.51	7.67
公司	74.46	23.75	5.94	9.49

注：Wind计算公式与联合资信计算公式存在少许差异
资料来源：Wind

2023年1—3月，公司利润总额同比下降73.30%，主要系营业总收入及毛利率下降所致。

5. 现金流

2022年，公司经营活动现金净流入但净流入规模下降，现金收入比保持较低水平；因水泥生产线建设完成，投资活动现金流净流出规模大幅下降；受股东分红金额较大影响，公司筹资活动现金净流出。公司在建工程尚需投资规模一般，但考虑短期债务偿还资金需求，未来仍存外部融资需求。

表 17 公司现金流量情况
(单位：亿元、%)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年 1—3月
经营活动现金流入小计	64.71	70.58	68.73	12.46
经营活动现金流出小计	45.20	54.86	56.19	9.25
经营活动现金流量净额	19.51	15.73	12.54	3.21
投资活动现金流入小计	1.24	6.94	1.30	0.01
投资活动现金流出小计	14.30	15.54	5.14	0.56
投资活动现金流量净额	-13.06	-8.60	-3.84	-0.56
筹资活动前现金流量净额	6.45	7.13	8.70	2.65
筹资活动现金流入小计	21.78	34.98	23.87	6.31
筹资活动现金流出小计	30.87	37.19	37.58	9.74
筹资活动现金流量净额	-9.08	-2.21	-13.71	-3.43
现金收入比	85.94	87.31	87.24	85.82

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2022年，随着水泥等销售下降，公司经营活动现金流入略有下降，但因原材料价格上升，经营活动现金流出同比增长2.44%；综上，公司经营活动现金净流入同比下降20.26%。2022年，公司现金收入比保持较低水平。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入规模较小；因公司水泥生产线已完成建设，2022年固定资产投资支出下降，公司投资活动现金流出同比大幅下降；公司投资活动现金净流出但流出规模大幅下降。

2022年，公司筹资活动前现金流为净流入。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动

现金流入同比下降31.76%，主要系2021年新增水泥生产线产能置换项目融资款，2022年无该类借款所致；筹资活动现金流出同比增长1.05%，同比变化不大。综上，公司筹资活动现金净流出且净流出规模较大。

2023年1—3月，公司经营活动现金净流入，投资支出及筹资活动现金流均净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标较弱，长期偿债指标很强。

表 18 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年	2023年 3月
短期 偿债 指标	流动比率(%)	81.43	86.43	62.76	58.59
	速动比率(%)	69.84	74.31	49.91	39.36
	经营现金/流动负债(%)	36.13	22.48	15.58	--
	经营现金/短期债务(倍)	0.98	0.48	0.34	--
	现金短期债务比(倍)	0.76	0.54	0.40	0.35
长期 偿债 指标	EBITDA(亿元)	27.42	27.97	20.84	--
	全部债务/EBITDA(倍)	1.42	1.91	2.39	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.50	0.29	0.25	--
	EBITDA/利息支出(倍)	14.32	10.53	9.07	--
	经营现金/利息支出(倍)	10.19	5.92	5.46	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2022年末，公司流动比率及速动比率均较上年底下降，流动资产对流动负债的保障程度较低；现金短期债务比较上年底下降，现金类资产无法覆盖短期债务，公司短期偿债指标表现较弱。截至2023年3月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年底进一步下滑，其中现金短期债务比已降至0.35倍，面临较大短期偿债压力。公司计划通过延长银行抵押贷款方式，逐步以长期债务置换短期债务，降低短期债务比重，无大规模资本支出时将适时降低负债率。

从长期偿债指标看，2022年，公司EBITDA同比降幅较大，EBITDA利息倍数继续下降，但EBITDA对利息的覆盖程度仍很高；全部债务/EBITDA上升，EBITDA对全部债务的覆盖程度很高，整体看，公司长期债务偿债指标表现很好。

对外担保方面，截至2023年3月底，公司为

同一控制下关联方富平水泥的银行贷款提供1.70亿元担保。

未决诉讼方面，截至2023年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司共计获得银行授信额度39.65亿元，其中未使用授信额度0.91亿元，间接融资渠道有待拓宽。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产构成以货币资金、其他应收款和长期股权投资为主，债务负担合理，利润总额以投资收益为主。

截至2022年底，公司本部资产总额109.80亿元，较上年底下降7.00%。其中，流动资产48.87亿元（占44.51%），非流动资产60.93亿元（占55.49%）。从构成看，公司本部资产主要由货币资金、其他应收款（合计）及长期股权投资构成。截至2022年底，公司本部货币资金为8.15亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额48.46亿元，较上年底下降8.99%。其中，流动负债45.16亿元（占93.19%），非流动负债3.30亿元（占6.81%）。从构成看，公司本部负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款（合计）、一年内到期的非流动负债（占15.82%）及长期借款构成。截至2022年底，公司本部资产负债率为44.13%，较2021年下降0.97个百分点；公司本部全部债务34.67亿元，其中，短期债务占91.36%、长期债务占8.64%，公司本部存在短期债务偿付压力；公司本部全部债务资本化比率36.11%，公司本部债务负担合理。

截至2022年底，公司本部所有者权益为61.34亿元，较上年底下降5.36%。在所有者权益中，以实收资本（占30.81%）、未分配利润（占54.48%）、盈余公积（占14.50%）为主，所有者权益稳定性较弱。

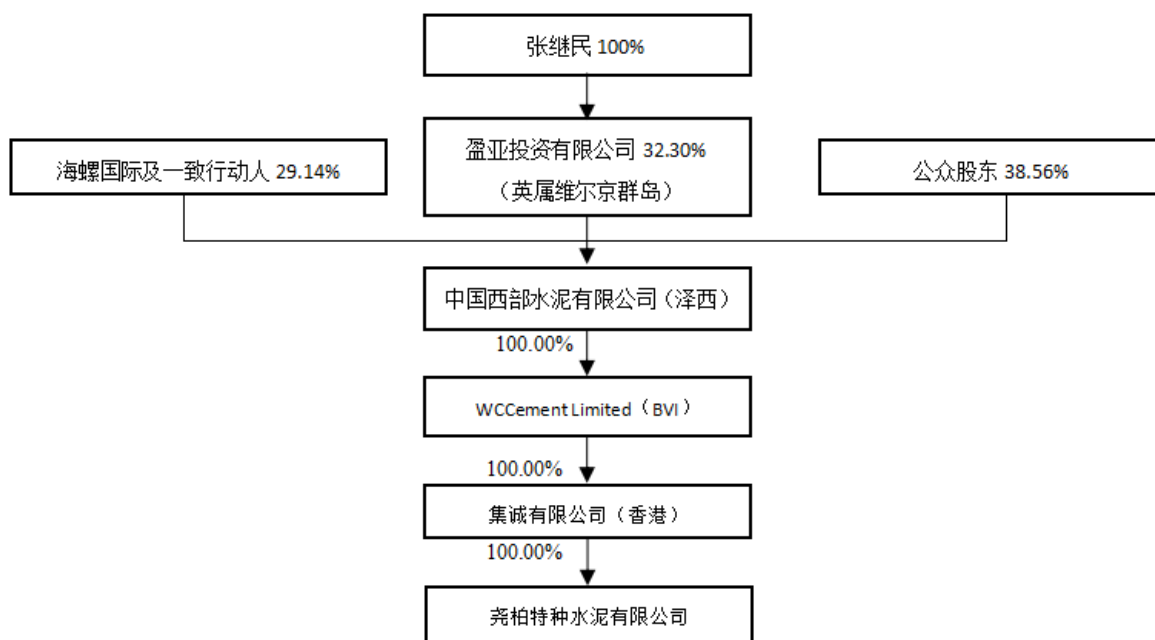
2022年，公司本部营业总收入为0.59亿元，利润总额为10.55亿元，主要来自对子公司的投资收益。同期，公司本部投资收益为11.09亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为17.25亿元，投资活动现金流净额-0.32亿元，筹资活动现金流净额-20.61亿元。

十、结论

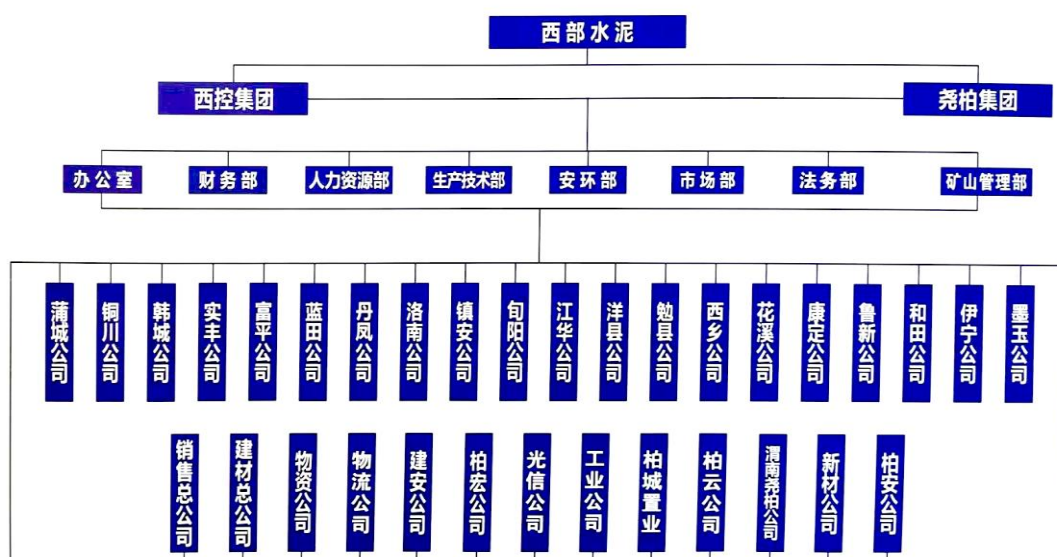
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20 尧柏水泥 MTN001”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底尧柏特种水泥集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底尧柏特种水泥集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底尧柏特种水泥集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）	取得方式
1	西安蓝田尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	10000.00	100.00	100.00	设立
2	安康市尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	34500.00	100.00	100.00	设立
3	汉中尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	13500.00	100.00	100.00	设立
4	汉中勉县尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	14000.00	100.00	100.00	设立
5	汉中西乡尧柏水泥有限公司	水泥生产销售	10500.00	100.00	100.00	设立
6	铜川药王山生态水泥有限公司	水泥生产、销售	12000.00	100.00	100.00	并购
7	商洛尧柏秀山水泥有限公司	水泥生产销售	2000.00	100.00	100.00	并购
8	商洛尧柏龙桥水泥有限公司	水泥生产销售	12500.00	100.00	100.00	设立
9	安康尧柏江华水泥有限公司	水泥生产销售	15000.00	100.00	100.00	设立
10	韩城尧柏阳山庄水泥有限公司	水泥生产销售	15000.00	80.00	80.00	并购
11	渭南蒲城尧柏水泥有限公司	水泥生产销售	20000.00	100.00	100.00	设立
12	和田尧柏水泥有限公司	水泥及相关产品的生产和销售	23600.00	100.00	100.00	设立
13	和田鲁新建材有限公司	水泥及相关产品的生产和销售	20000.00	100.00	100.00	并购
14	陕西实丰水泥股份有限公司	水泥生产与销售	10000.00	65.00	65.00	并购
15	贵州麟山水泥有限责任公司	水泥生产与销售	23338.10	100.00	100.00	并购
16	伊犁尧柏水泥有限公司	水泥生产与销售	10000.00	100.00	100.00	设立
17	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和销售	15000.00	100.00	100.00	设立
18	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	20000.00	100.00	100.00	设立
19	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	94000.00	100.00	100.00	设立
20	西安市尧柏物资有限公司	材料销售	3500.00	100.00	100.00	设立
21	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	3000.00	100.00	100.00	设立
22	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）	42000.00	70.24	70.24	设立
23	陕西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；普通货物运输；混凝土工程的技术咨询及施工；干粉砂浆、湿粉砂浆的销售	5000.00	100.00	100.00	设立
24	康定跑马山水泥有限责任公司	水泥生产与销售	3000.00	55.00	55.00	并购

资料来源：公司提供

附件1-4 截至2023年3月底尧柏特种水泥集团有限公司主要资源情况

矿山地址	开采矿种	服务年限 (年)	矿山年规定开采 量 (万吨/年)	2022 年开采 量 (万吨)	剩余可服务 年限 (年)	保有资源量 (万吨)
陕西渭南市蒲城县大孔	水泥用石灰岩	50.00	150.00	149.78	44	7308.45
陕西渭南市富平县实丰	水泥用石灰岩	85.00	390.00	388.95	41	6153.34
陕西安康市汉滨区早阳乡	水泥用石灰岩	41.00	15.00	0.00	27	10
陕西安康市汉滨区丁河	水泥用石灰岩	29.00			15	8
陕西安康市旬阳县	水泥用石灰岩	40.00	175.00	174.98	26	4583.78
陕西汉中市勉县	水泥用石灰岩	34.00	110.00	109.55	23	2190.2
陕西汉中市洋县	水泥用石灰岩	121.00	123.00	107.84	107	15081.61
陕西省汉中市西乡县盖仙寺矿 区西段	水泥用石灰岩	30.00	108.00	106.85	18	2808.71
陕西商洛丹凤县大山	水泥用石灰岩	28.00	50.00	49.32	19	907.26
陕西商洛丹凤老虎沟	水泥用石灰岩	30.00	50.00	49.66	22	1055.29
陕西商洛市镇安县褚家山	水泥用石灰岩	18.45	40.00	0.00	14	1568.58
陕西商洛市镇安县龙潭子	水泥用石灰岩	36.86	45.00	44.87	23	169.13
新疆和田市于田县普鲁乡	水泥用石灰岩	20.00	50.00	0.00	15	950
新疆和田市于田县阿羌乡	水泥用石灰岩	7.00	50.00	0.00	2	174.18
新疆伊犁霍城苍英沟	水泥用石灰岩	21.70	15.00	14.93	5	43.62
新疆和田地区墨玉县	水泥用石灰岩	88.69	350.00	347.81	85	32570.51
贵州省贵阳市花溪区	水泥用石灰岩	21.00	144.00	139.93	13	1495.3
陕西铜川市耀州区	水泥用石灰岩	61.90	200.00	198.28	57	15105.28
合计	--	--	2065.00	1882.75	--	92183.24

注：2022 年部分矿山开采量为 0.00 的原因：（1）陕西安康市汉滨区早阳乡、陕西安康市汉滨区丁河：近几年矿山费用高，开采成本大，安康尧柏江华水泥有限公司石灰石用量小，由陕西安康市旬阳县调运的低成本材料供应能够满足生产需要，故未开采；（2）陕西商洛市镇安县褚家山：由于龙潭子矿开采量能满足生产需要，故暂未开采；（3）新疆和田市于田县普鲁乡、新疆和田市于田县阿羌乡：矿山开采成本较大，由新疆和田地区墨玉县开采供应，故暂未开采

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	15.03	17.53	14.66	12.80
资产总额（亿元）	151.03	178.99	169.73	167.48
所有者权益（亿元）	75.14	80.21	71.88	69.26
短期债务（亿元）	19.86	32.47	36.49	36.12
长期债务（亿元）	19.12	20.86	13.37	12.64
全部债务（亿元）	38.98	53.33	49.86	48.76
营业总收入（亿元）	69.07	76.35	74.46	13.18
利润总额（亿元）	17.77	16.48	8.26	0.56
EBITDA（亿元）	27.42	27.97	20.84	--
经营性净现金流（亿元）	19.51	15.73	12.54	3.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.85	7.02	5.37	--
存货周转次数（次）	7.03	6.82	6.03	--
总资产周转次数（次）	0.49	0.46	0.43	--
现金收入比（%）	85.94	87.31	87.24	85.82
营业利润率（%）	34.54	32.55	22.15	16.56
总资本收益率（%）	14.72	12.87	7.42	--
净资产收益率（%）	20.47	18.71	9.40	--
长期债务资本化比率（%）	20.28	20.64	15.68	15.43
全部债务资本化比率（%）	34.16	39.94	40.95	41.31
资产负债率（%）	50.25	55.19	57.65	58.65
流动比率（%）	81.43	86.43	62.76	58.59
速动比率（%）	69.84	74.31	49.91	39.36
经营现金流动负债比（%）	36.13	22.48	15.58	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.54	0.40	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	14.32	10.53	9.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.42	1.91	2.39	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2020 年末及 2022 年末长期应付款中的有息债务已调整计入公司长期债务，租赁负债未计入公司长期债务；3. 2023 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未予年化；4. “--”表示该指标不适用或数据未获取到

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.52	13.10	8.37	6.58
资产总额（亿元）	109.59	118.07	109.80	106.17
所有者权益（亿元）	60.46	64.82	61.34	58.22
短期债务（亿元）	18.05	31.13	31.67	30.70
长期债务（亿元）	18.22	10.63	2.99	1.94
全部债务（亿元）	36.27	41.76	34.67	32.65
营业收入（亿元）	0.74	0.86	0.59	0.13
利润总额（亿元）	12.34	14.09	10.55	-0.12
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.88	17.00	17.25	3.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.00	2.60	2.67	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	94.25	93.47	87.66	100.29
营业利润率（%）	97.16	97.52	94.86	95.09
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	20.20	21.94	17.15	--
长期债务资本化比率（%）	23.16	14.09	4.65	3.23
全部债务资本化比率（%）	37.50	39.18	36.11	35.93
资产负债率（%）	44.83	45.10	44.13	45.16
流动比率（%）	181.50	137.96	108.23	94.78
速动比率（%）	181.48	137.95	108.20	94.75
经营现金流动负债比（%）	15.79	40.11	38.20	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.42	0.26	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司本部有息债务未经调整，公司本部未获取到资本化利息等数据，故未计算相关指标；3. 2023 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未予年化；4. 公司本部未获取到资本化利息、折旧、摊销等数据，故相关指标未计算；5. “—”表示该指标不适用于季度数据，“*”表示因分母为零指标无法计算或指标不适用，“/”表示数据未能获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持