

信用等级公告

联合〔2020〕3255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及其拟发行的尧柏特种水泥集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的信用状况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⁺，尧柏特种水泥集团有限公司 2020 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



尧柏特种水泥集团有限公司

2020 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⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：7 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：补充公司运营流动资金

评级时间：2020 年 8 月 21 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	V3.0.2001907
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.2001907

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：

指示评级	aa		评级结果	AA ⁺
评级内容	评级结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	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	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
2019 年以来，公司混凝土和骨料业务大幅增长，同时水泥产能置换、骨料生产线、水泥外加剂和新型建材项目建设持续推进，未来公司生产效率将得到进一步提升，产品种类将更加多元化，公司综合竞争力有望得到提升。				+1

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。近年来，公司盈利水平持续提升，债务负担保持低位，经营及财务状况良好。联合资信同时关注到行业产能过剩、应收账款快速增长和公司权益稳定性较弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

近年来水泥行业在市场化优胜劣汰、环保限产以及行业自律的推动下，产能过剩突出的矛盾得到一定缓解，行业竞争格局得到优化，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。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司违约风险很低，本期中期票据到期本息不能偿付的风险很低。

优势

- 区域竞争力强。**公司作为陕西省水泥行业龙头企业，市场占有率约为 29%，区域竞争力强。近年来陕西省交通基础设施投资规模大，且地处西部大开发核心节点，随着新时期西部大开发战略的推进，陕西省经济有望保持增长态势，为区域水泥企业的发展提供了稳定的外部需求支撑。
- 经营业绩持续上升。**近年来，水泥价格保持高位运行，公司营业收入及利润总额持续增长，盈利水平良好。2019 年公司实现营业收入 70.29 亿元，同比增长 22.38%；利润总额 20.23 亿元，同比增长 22.70%。
- 债务负担轻。**近年来，公司债务负担维持在低水平。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务资本化比率为 31.21%。
- 产业链延伸持续推进，综合竞争力有望进一步提升。**2019 年以来，公司混凝土和骨料业务大幅增长，同时水泥产能置换、骨料生产线、水泥外加剂和新型建材项目建设持续推进，未来公司生产效率将得到进一步提升，产品种类将更加多元化，公司综合竞争力有望得到提升。

分析师：尹金泽 王宇飞
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
网址：www.lhratings.com
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)

5. 公司对本期中期票据的保障能力强。2017—2019年，公司经营活动净现金流分别为本期中期票据发行规模的1.30倍、2.18倍和3.05倍；公司EBITDA分别为本期中期票据发行规模的2.50倍、3.65倍和4.21倍。

关注

1. **行业产能过剩。**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；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. **应收账款快速增长，其他应收款规模较大。**2019年，公司混凝土业务的快速扩张导致应收账款规模快速增长。截至2019年底，公司应收账款4.90亿元，较2018年底增长134.15%；关联方拆借形成的其他应收款仍保持较大规模，截至2019年底为9.01亿元，对公司资金形成一定占用。
3. **固定资产成新率低，受限比例高。**截至2019年底，公司固定资产成新率51.10%，较上年下降3.26个百分点，成新率较低。截至2020年3底，公司固定资产受限比例为68.50%。
4. **所有者权益稳定性弱。**截至2019年底，公司归属于母公司所有者权益中未分配利润占64.79%，若未来公司向股东进行大比例分红，公司所有者权益规模面临下降风险。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.95	12.11	14.48	12.61
资产总额(亿元)	107.95	114.40	131.68	133.88
所有者权益(亿元)	63.57	70.48	74.51	76.02
短期债务(亿元)	9.84	9.04	13.82	15.31
长期债务(亿元)	21.91	16.34	19.15	19.19
全部债务(亿元)	31.75	25.37	32.97	34.50
营业收入(亿元)	45.00	57.43	70.29	7.52
利润总额(亿元)	8.64	16.49	20.23	1.74
EBITDA(亿元)	17.52	25.53	29.49	--
经营性净现金流(亿元)	9.11	15.24	21.37	2.05
营业利润率(%)	25.76	33.57	33.20	35.28
净资产收益率(%)	11.07	18.22	23.05	--
资产负债率(%)	41.12	38.39	43.42	43.22
全部债务资本化比率(%)	33.31	26.47	30.68	31.21
流动比率(%)	134.14	134.36	113.70	116.79
经营现金流动负债比(%)	42.43	57.43	57.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.81	0.99	1.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.47	16.77	16.90	--

公司本部(母公司)口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	92.33	90.70	97.34	98.84
所有者权益(亿元)	57.15	61.61	62.45	62.38
全部债务(亿元)	31.71	24.66	28.31	29.93
营业收入(亿元)	3.89	2.77	0.82	0.03
利润总额(亿元)	4.37	10.10	13.97	-0.07
资产负债率(%)	38.10	32.07	35.84	36.89
全部债务资本化比率(%)	35.68	28.58	31.19	32.43
流动比率(%)	379.10	342.74	285.33	267.08
经营现金流动负债比(%)	76.47	135.73	133.95	--

注: 1. 2020年1-3月财务数据未经审计; 2. 合并报表中的其他应付款中有息部分已调整至长期债务。

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/7/24	尹金泽、王宇飞	水泥企业主体信用评级方法 (V3.0.2001907)/ 水泥企业主体信用评级模型(打分表) (V3.0.2001907)	阅读全文
AA	稳定	2016/3/11	张丽、李海宸	水泥行业企业信用分析方法	阅读全文
AA	负面	2013/3/11	张丽、孙媛	--	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; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

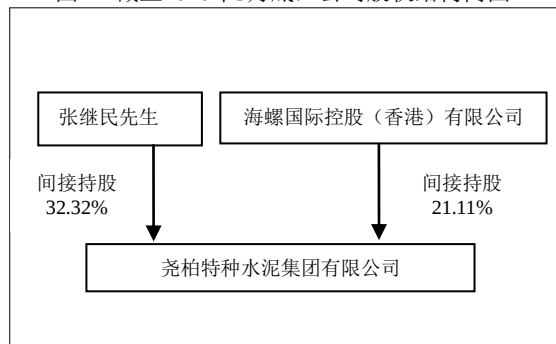
尧柏特种水泥集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、企业基本情况

尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“公司”或“尧柏水泥”）前身为始建于1977年的蒲城县罕井镇镇办水泥厂，1996年改名为陕西尧柏特种水泥有限公司，2000年10月完成了股份制改革；2006年8月更名为现名。2006年12月在英属维尔京群岛设立的中国西部水泥有限公司（以下简称“西部水泥”，西部水泥在英国伦敦AIM资本市场上市，是公司的境外融资平台，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6月，中国西部水泥有限公司（泽西）与海螺国际控股（香港）有限公司订立认购协议，确认支付认购股份对价后，海螺国际控股（香港）有限公司持有中国西部水泥有限公司（泽西）16.67%的股份。后海螺国际控股（香港）有限公司在二级市场增持西部水泥股份，占西部水泥总股本的21.11%，增持后成为西部水泥的第二大股东。截至2020年3月底，公司注册资本18.90亿元，公司第一大股东为张继民先生（间接持股32.32%，详见附件1-1），第二大股东为海螺国际控股（香港）有限公司（间接持股21.11%），公司实际控制人为张继民先生。

图1 截至2020年3月底，公司股权结构简图



资料来源：公司提供

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2019年底，公司资产总额131.68亿元，所有者权益合计74.51亿元（含少数股东权益3.50亿元）；2019年，公司实现营业收入70.29亿元，利润总额20.23亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额133.88亿元，所有者权益合计76.02亿元（含少数股东权益3.60亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入7.52亿元，利润总额1.74亿元。

公司注册地址：西安市航天基地神舟四路336号；法定代表人：王蕊。

二、本期中期票据概况

公司拟于2020年注册15亿元中期票据，本次拟发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行金额为7亿元，期限为3年。本期中期票据募集资金拟用于补充公司运营流动资金。

本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7

城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大幅增加，较上年同期(1.21 万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），

东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长 -1.3%，其中一季度增长 -8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长 -12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0% 和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 -6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9% 和 -1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末

增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087% 和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572% 和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长 -10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长 -11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长 -8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长 -1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长 -5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩

大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利

率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复

性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控及保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业与区域环境分析

1. 水泥行业

（1）行业概况

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。

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，具有明显的销售市场半径。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。

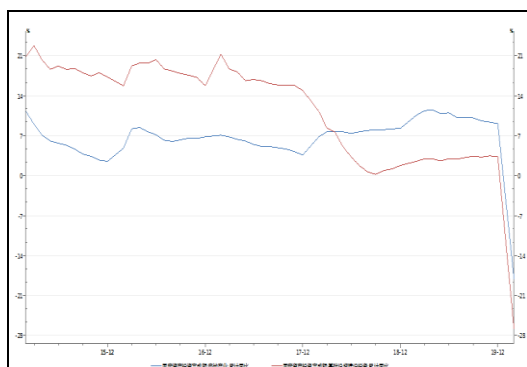
作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。

（2）行业运行情况

尽管水泥行业产能过剩矛盾依然突出，但随着国家供给侧结构性改革的进一步深化，水泥生产企业积极落实错峰生产和环保限产，行业盈利水平大幅提升，行业总体收益保持增长趋势。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，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% 左右的较高的水平。2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。2019 年，基础设施建设投资完成额同比增长 3.33%，较去年同期增速上升 1.54 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 12 月，房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续水泥需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

图2 2015年以来,全国房地产和基础设施建设投资同比变动情况



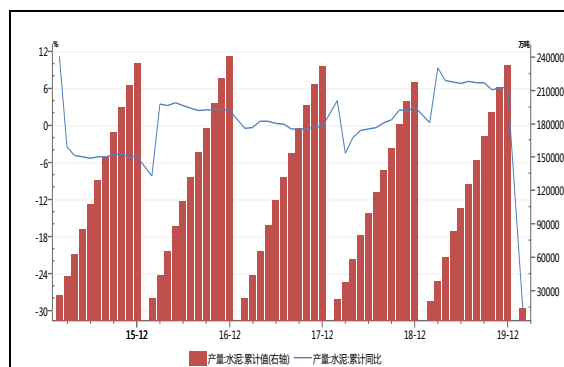
资料来源: Wind

水泥市场供给方面,2019年以来,水泥供给端基本保持稳定,随着蓝天保卫战进入攻坚战,各地水泥行业错峰生产政策只紧不松,2019年,河南实行“开二停一”,贵州推出刚性错峰,内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件,通过环保手段来倒逼去产能。

据中国水泥协会信息研究中心初步统计,2019年全国新点火水泥熟料生产线共有16条,新点火熟料设计产能2372万吨/年。截至2019年底,全国新型干法水泥生产线累计1624条,设计熟料产能维持在18.2亿吨,实际年熟料产能依旧超过20亿吨。产能总量与去年基本相当,新型干法熟料总产能变化不大。2019年,全国水泥产量约为23.30亿吨,同比增长6.10%;熟料用量逐年增加,2019年全国水泥熟料产量为15.20亿吨,创历史新高。受疫情及季节影响,2020年1-2月份水泥和熟料产量均大幅下降。据国家统计局数据显示,2020年1-2月,全国累计水泥产量1.50亿吨,同比下降29.50%,其中,南方华东、中南、西南三地水泥产量占全国92%,同比下降30%。全国水泥熟料产量1.45亿吨,同比下降15.90%。南方华东、中南、西南三地熟料产量占全国88%,低于水泥产量占比4个百分点。

图3 近年中国水泥行业产量及变化情况

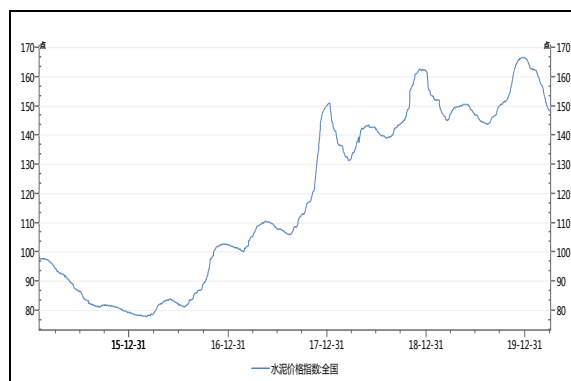
(单位:万吨、%)



资料来源: Wind

2019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。2019年全国水泥均价¹达449元/吨,较2018年上涨15元/吨。2019年12月,全国水泥均价增长至484元/吨,环比增长3.48%。2019年水泥行业价格持续高位运行,“量价齐升”的表现和国务院出台了一系列减税降费、支持实体经济发展的政策措施,改革红利逐步释放,拉高了整个水泥行业效益的增长,使得2019年水泥行业利润的创造了历史最高水平。2019年,水泥行业实现营业收入1.01万亿元,同比增长12.5%,利润1867亿元,同比增长19.6%。

图4 近年来,全国水泥(P.O42.5散装)月均价走势图(单位:元/吨)

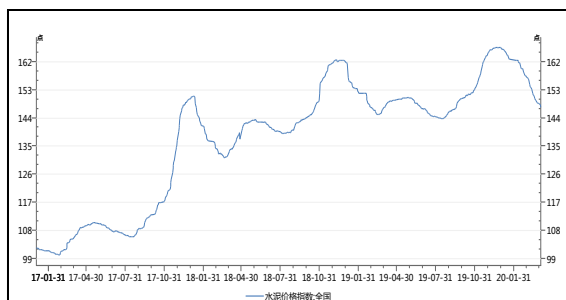


资料来源: Wind

¹下列表述中,水泥价格均以PO42.5散装水泥价格为准

从全年走势来看,全国水泥价格基本延续了2018年整体走势,价格高位运行。2019年以来,全国水泥价格不断上涨主要有两个原因:一是2019年全年水泥需求量上涨,尤其是进入四季度旺季,又遇到暖冬,受前期雨季和环保影响的区域为完成全年任务,加快工程施工进度,由此带来水泥用量集中爆发,需求明显高于2018年,导致四季度市场供应偏紧,水泥价格出现快速上涨,华南珠三角地区表现最为突出;二是2019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,并且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,在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2019年底,全国水泥价格指数为166.44点,较2018年底的162.27点上涨4.17点。2020年初,新冠肺炎疫情爆发,截至2020年2月21日,华东和华南主要城市水泥熟料库容比基本已达到80%,库存压力较大。西南地区中川、渝、贵区域同样面临较大库存压力。2020年3月底全国水泥价格指数为148.51点,与年初水平相比下降了17.85点。

图5 近年来中国水泥价格指数情况(单位:点)



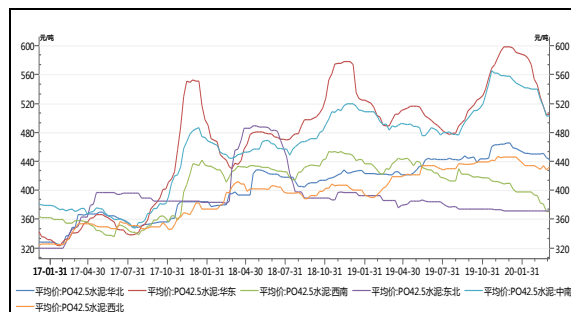
资料来源: Wind

分区域来看,各区域发展并不平衡,无论从需求还是效益水平,南北依然存在一定差距。

华东和中南地区表现突出,华东地区连续2年保持六大区域中价位最高,2019年均价518元/吨,且比2018年有所增长,涨幅4.89%。

价位其次是中南地区,2019年均价503元/吨,价格略低于华东,较2018年同期增长7.01%。华北地区价格涨幅最大,2019年均价437元/吨,较2018年同期上涨7.41%。东北和西南地区价格均低于去年,分别较2018年同期下降9.68%和1.56%。西北地区价格虽然比去年增长6.90%,但整体价格仍较低,2019年,西北地区平均价格为424元/吨。

图6 2017年以来区域水泥(P.O42.5散装)价格情况 (单位:元/吨)



资料来源: Wind

(3) 行业政策

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策,2019年主要是细节上的指导和优化,保持了政策的一贯性。

在《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》(国发〔2013〕41号)以及《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发〔2016〕34号)的要求基础上,2019年以来工信部、国家发改委以及中国建筑材料联合会等机构进一步完善了水泥行业去产能机制,建立了规范有序的产能减量置换机制,确立了全国总产能“天花板”,并配套实施了分省生产线清单制度和跨省置换听证会制度。

2019年1月,工信部发布了《产业发展与转移指导目录(2018年本)》(水泥篇),明确了北京市、河北省等引导不再承接水泥产业转移的省市,上海市等逐步退出水泥产业的省市以及西藏自治区等优先承接发展的产业,对各区域水泥产业转移有一定规范作用。

2019 年 4 月，国家发改委发布了《产业结构调整指导目录（2019 年本，征求意见稿）》。目录将部分水泥生产技术、装备和产品分为鼓励类、限制类和淘汰类。其中对于法中空窑（生产铝酸盐水泥等特种水泥除外）、水泥机立窑、立波尔窑、湿法窑，直径 3 米（不含）以下水泥粉磨设备（生产特种水泥除 108 外），无覆膜塑编水泥包装袋生产线等技术装备明确要求要求进行淘汰，有利于推动水泥行业高质量发展和优化升级，加快破除无效供给。同月，国家发改委、工信部和国家能源局联合发布了《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2019〕785 号），尽管通知内容主要针对钢铁、煤炭等化解产能过剩重点领域，但在产能置换、加快“僵尸企业”出清、资产债务处置等方面对水泥行业亦存在重要指导意义。

2019 年 6 月，中国建筑材料联合会发布了《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》（以下简称“《实施方案》”），明确提出要将打赢蓝天保卫战与水泥行业的供给侧结构性改革相结合，严格控制新增产能带来的排放总量，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，压减过剩产能等，通过结构调整实现总量减排。《实施方案》在水泥行业大气污染防治总目标，2019 年去产能、淘汰落后目标和措施，2019 年结构调整目标和措施，2019 年技术改造升级目标和措施和 2019 年综合措施五个方面，提出了 2019 年水泥行业单位产品能耗和污染物排放全面达标、单位产品能耗达到先进值的水泥企业不低于 80%；2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7000 万吨，进一步提升产能利用率，使全国平均产能利用率达到 70%以上；2019 年前十家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60%以上，以及实现水泥产量 32.5 等级水泥产品占比降低到 50%以下等具体目标，并要求以“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术升级改造。《实施

方案》对于水泥行业淘汰落后产能，实现产业升级和节能减排相关措施做出了布置，为 2019 年水泥行业发展规划了方向。

2020 年 1 月 3 日，工业和信息化部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》（以下简称“《操作问答》”），对水泥产能置换政策进行细化和完善。《操作问答》对产能减量置换指标提出了更严格的要求，严格限制僵尸产能“死灰复燃”；明确表示已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换（自 2021 年 1 月 1 日起实行）。

总体看，国家频繁出台针对水泥产能过剩的调控政策，反映了国家对水泥行业进行的大力治理，包括设置高准入门槛，严防行业重复性建设，对行业内企业进行整合等，以此引导水泥行业健康发展，同时政策支持优势企业进行行业兼并重组，提高行业竞争力和集中度。

（4）行业关注

（1）全行业去产能缓慢，产能仍过剩，局部区域供给持续增加，去产能成效有待巩固。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。2018 年以来，中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。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进度缓慢。

（2）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。

（3）原材料和燃料价格波动影响

水泥产品的主要原材料和燃料为石灰石、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。

（5）未来发展

预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势，保持在较高水平。产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

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。

2020 年是“十三五”收官之年，是全面建成小康社会的关键时期。基建方面，国家提前下达地方政府专项债额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，加快补短板项目建设，推动重大项目开工建设，基建投资增速有望出现回升。房地产方面，中央明确不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产调控以“稳”为主，房地产投资增速或将出现回落，但仍将保持较强的韧性。2020 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，大气污染治理不会放松，地方管控措施会更加严格，加上道路运输超载治理趋紧，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望在高位波动，预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量有望提升。

2. 区域环境

近年来陕西省交通基础设施投资规模大，且地处西部大开发核心节点，随着新时期西部大开发战略的推进，陕西省经济有望保持增长态势，为区域水泥企业的发展提供了稳定的外部需求支撑。

陕西省，位于中国内陆腹地，东部与山西省、河南省相邻，南部与四川省、重庆市、湖北省相连，西部接壤宁夏回族自治区、甘肃省，北部毗邻内蒙古自治区。陕西省下辖1个副省

级城市（西安市）和9个地级市，省会为西安市。

近年来，陕西省经济保持平稳较快发展，地区生产总值逐年提升，产业结构日趋合理。2019年，陕西省全年生产总值25793.17亿元，比上年增长6.0%。其中，第一产业增加值1990.93亿元，增长4.4%，占生产总值的比重为7.7%；第二产业增加值11980.75亿元，增长5.7%，占46.5%；第三产业增加值11821.49亿元，增长6.5%，占45.8%。人均生产总值66649元，比上年增长5.4%。2019年，陕西省全年全社会固定资产投资比上年增长2.4%，其中，固定资产投资（不含农户）增长2.5%，农户投资下降0.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资比上年增长1.4%；第二产业投资增长11.2%，其中工业投资增长11.5%；第三产业投资下降0.4%；2019年，全年房地产开发投资3903.65亿元，比上年增长10.4%。房地产开发企业房屋施工面积27728.39万平方米，增长12.6%。商品房销售面积4401.06万平方米，增长6.9%。年末商品房待售面积650.28万平方米，比上年末下降10.5%。

2020年2月，陕西省发改委下发《陕西省2020年重点项目计划》，延续了2019年的大规模投资，该计划包括312个项目，总投资1.7万亿元，其中新开工项目总投资8679亿元，前期项目总投资8389亿元。新开工项目中三个经济（枢纽经济、门户经济和流动经济）发展工程总投资2905亿元，投资项目主要为高铁、地铁、高速公路、机场、农村公路、物流园区等交通物流基础设施，上述项目的开工建设将为陕西省水泥市场需求提供稳定支撑。

2020年5月，中共中央下发《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》（以下简称《意见》）。《意见》指出，鼓励重庆、成都、西安等加快建设国际门户枢纽城市。加强西北地区与西南地区合作互动，促进成渝、关中平原城市群协同发展，打造引领西部地区开放开发的核心引擎。加强组织支持和政策保

障。陕西省有望受益国家新一轮西部大开发战略的实施，区域经济有望继续保持增长态势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 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，公司实际控制人为张继民先生。

2. 企业规模

公司水泥业务具有较强的区域规模优势，为陕西省水泥市场龙头企业。

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。其中，陕西省为公司的主要生产销售区域。公司在陕西省的市场占有率约为 29%，市场占有率位居前列。

截至 2020 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 2910 万吨；近年来，公司熟料产能稳居全国水泥熟料产能 50 强第 12 名。

3. 产品技术水平

公司水泥品种齐全，在特种水泥研发生产方面具有一定技术优势。

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。其中，公司生产的特种油气井固井水泥于 2016 年取得美国石油协会 API 认证，开始为中石油、中石化、延长石油项目供应特种产品。2019 年，“尧柏”牌油井水泥首次出口南苏丹，打开了对外销售新渠道。

公司注重特种水泥的研发生产。2018 年，

公司成立尧柏特种水泥技术研发有限公司（以下简称“研发公司”）。2019 年，研发公司开展了 18 个课题的攻关，10 项课题研究结题，其中两项科研成果获全国建材行业技术革新、材料创新二等奖。

2019 年，公司获批成立西安市特种水泥及水泥基新材料工程技术研究中心，入选“国家新材料测试评价平台先进无机非金属材料行业中心”理事单位。

4. 人员素质

公司高层管理人员综合素质较高，具备较为丰富的行业管理经验；公司岗位构成、员工素质符合行业特点，能够满足生产经营需要。

董事长 MA WEIPING：男，1961 年生，1994 年毕业于美国宾夕法尼亚州立大学，材料科学与工程学博士，曾在拉法基集团、意大利水泥集团就职多年，2009 年回国从事水泥事业。2009-2014 年，任职于意大利水泥集团陕西富平水泥有限公司执行总裁，意大利水泥集团中国区总裁、首席代表，2015 年 1 月至 2016 年 7 月任职于尧柏水泥任董事长兼总裁，2016 年 7 月后担任董事兼总裁职务，2020 年 1 月起出任董事长职务。

董事、总裁王蕊：女，1978 年生，中共党员，毕业于陕西省党校，经济管理专业，后获得香港经贸管理学院工商管理 MBA 硕士学历。1998 年至今在尧柏水泥任职。先后主管西安中港智慧物流有限公司、西安市尧柏物资有限公司销售工作，2020 年 1 月起出任总裁职务。

截至 2020 年 3 月底，公司在职工 5849 人。按教育程度分类，大专以上学历占 33.42%，高中和中专学历占 34.89%，初中以下学历占 31.68%；从岗位类别看，管理人员占 24.67%，生产人员占 72.70%，销售人员占 2.63%；从年龄结构看，30 岁以下的员工占 30.40%，31 至 44 岁的员工占 42.62%，45 岁以上员工占比 26.98%。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善，管理机制健全，整体管理水平良好。

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 7 名董事组成，设董事长 1 人，董事 6 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。

2. 管理水平

公司设有财务部、办公室、行政部、投资发展部、运行保障部、工艺技术部、人力资源部、安环部、企管部共 9 个职能部门，负责日常事务的管理，并下设 4 个大区分管所属区域水泥生产企业，同时设立了销售、物资、物流和商混公司，建立了多层次和集中式的管理组织架构。

公司在财务管理、资金管理、采购管理、销售管理、安全管理、关联交易管理、子公司管理等多方面建立了规范的管理制度，保障了公司的有序运营。

财务管理制度方面，公司根据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》和其它法律法规等规定，结合集团公司实际情况制订了《尧柏特种水泥集团有限公司财务管理制度》，界定集团内各层级财务机构的工作职责，明确资金管理模式及工作流程，规范预算管理、投资管理、和融资担保管理制度。集团公司对子公司实行财务指标目标管理和业绩考核制度。集团公司各层级财务部全面负责本级财务管理活动的组织实施。集团公司对各子公司涉及对外投资、融资、担保、抵押等行为实

行重大事项报告等一系列制度以规范公司的会计核算基础，强化公司的财务管理，防范财务风险。

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，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。

物资采购方面，公司为规范物资采购业务流程，明确物资公司、各子公司与集团公司权责，发挥集团化集中统一采购优势，提高采购效率，制定了《尧柏特种水泥集团有限公司物资采购管理制度》。规范公司物资采购、调拨及物资销售业务流程，明确物资公司、子公司与集团公司职能部门权责。

销售管理方面，公司制定了《尧柏特种水泥集团有限公司销售管理办法》。该管理办法规定公司对全集团所属分公司实行水泥营销统一管理体制；销售总公司行使集团公司统一营销管理职能，负责全集团水泥产品的销售及日常管理，保证各项营销活动正常开展；规定了各销售程序结算的流程；设立集团公司价格委员会，确定全集团月度销售价格，对价格实施过程进行监督、调整和分析；实行代理商奖励办法，分为月度和年度奖励；进一步细化了销售合同管理办法。

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。

关联交易方面，为加强关联交易管理、规范关联交易行为，统一关联交易行为，确保关

关联交易合法合规,公司制定了本部及下属子公司之间的关联交易管理办法,对自制半成品交易、资金拆借、资产转让、提供劳务而产生的往来交易进行约束。关联企业之间的交易行为必须符合国家、地方的各项法规 and 政策的有关规定,所有交易应按照公平成交价格 and 营业常规进行。公司针对自制半成品交易,通过对价格制定、技术标准与质量要求、质量验收及计量争议解决方法、质量及发运沟通、质量否决办法、结算方式等相关明细规定使公司整体效益实现最大化、效率最大提升,实现公司成员企业所需自制半成品在内部成员企业采购。

子公司管理方面,公司根据《公司法》等有关法律法规对全资子公司、控股子公司进行统一管理,并制定了涵盖业务流程、经营管理以及安全环保等层面较为完整的子公司管理制度,通过对子公司实行紧密化管理、专业化经营,建立了经营管理专业化、组织协同化(业务协同、资源协同、管理协同和文化协同)的运行模式,实现了对子公司的有效控制,保证了公司各项经营活动的规范化进行。公司明确监审部为内部控制检查监督部门。子公司董事和高级管理人员等由集团公司任命。

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。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019 年,公司水泥销售价格持续上升,混凝土销售收入快速增长,带动公司总体营业收入持续增长;公司综合毛利率波动上升,2018 年至今维持在较好水平,整体盈利能力良好。

公司主营业务涵盖水泥、商混、物资销售、骨料、运输、融资租赁等。水泥业务为公司核心收入和利润来源。其他主营业务主要为水泥产业链的延伸业务,目前占比较低,未来随着混凝土和骨料产能的增长,其他主营业务的收入占比有望逐步提升。

表 2 近年来公司经营情况(单位:亿元、%)

项目	营业收入				毛利率				收入占比			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
1.主营业务	44.40	56.74	69.54	7.43	27.44	34.82	34.21	36.21	98.67	98.80	98.93	98.80
其中:水泥	42.31	52.57	58.07	6.15	27.85	33.05	36.71	39.33	94.02	91.54	82.61	81.78
混凝土	0.00	1.25	4.92	0.57	--	17.77	19.42	9.68	0.00	2.18	7.00	7.58
物资	0.94	1.06	3.13	0.13	2.02	85.19	6.45	1.91	2.09	1.85	4.45	1.73
熟料	0.55	0.12	1.35	0.18	14.11	22.57	23.68	17.39	1.22	0.21	1.92	2.39
骨料	0.00	0.24	0.76	0.16	--	56.47	50.30	32.71	0.00	0.42	1.08	2.13
融资租赁	0.22	0.78	0.42	0.10	100.00	100.00	100.00	100.00	0.49	1.36	0.60	1.33
运输	0.18	0.43	0.32	0.05	18.44	42.08	38.74	6.81	0.40	0.75	0.46	0.66
其他	0.20	0.29	0.58	0.08	25.18	46.75	12.58	27.07	0.44	0.50	0.83	1.06
2.其他业务	0.60	0.70	0.75	0.09	7.89	43.19	40.49	80.07	1.33	1.22	1.07	1.20
合计	45.00	57.43	70.29	7.52	27.17	34.92	34.27	36.74	100.00	100.00	100.00	100.00

注 1: 公司非主营业务收入主要来自一票制结算的运费、房租收入、污泥处置、销售原材料、处置废旧材料、委贷收入等;

注 2: 物资、运输业务多来自于公司内部收入,上表中的物资、运输收入和毛利率为抵消内部收入后的数据。包含内部收入的物资和运输业务毛利率水平不同年度变化不大;

注 3: 公司外销熟料金额较小,外销熟料毛利率水平易受个别交易毛利率水平的不同影响而有所波动;

注 4: 公司融资租赁业务的资金及运营成本未归类为营业成本,故融资租赁业务毛利率水平为 100%。

资料来源:公司提供

2017—2019 年，公司营业收入持续增长。其中，2019 年，公司营业收入为 70.29 亿元，同比增长 22.38%，主要系水泥销量和价格上升以及混凝土和物资销售收入增长所致；公司综合毛利率 2018 年受水泥销售价格涨幅较大影响而出现明显上升，2019 年维持在较好水平为 34.27%，较 2018 年略有下降。2019 年公司根据整体发展战略规划，商混及物资等业务均有扩张，商混及物资等业务收入占比较 2018 年均有所上涨，同时因商混及物资的毛利率较水泥行业低，导致公司综合毛利率相比 2018 年略有下降。

2017—2019 年，公司水泥业务收入持续增长。其中，2019 年，公司水泥业务实现收入 58.07 亿元，同比增长 10.46%，占营业收入的比重为 82.61%，较 2018 年下降 8.93 个百分点；同期，混凝土、物资及其他主营业务收入占比较 2018 年上升 9.06 个百分点至 16.32%，主要系混凝土业务收入和物资销售收入大幅增长所致。2019 年，公司混凝土业务实现收入 4.92 亿元，同比增长 293.60%，主要系产能增加导致产销量增长所致；物资销售收入 3.13 亿元，同比增长 195.28%，主要系公司物资公司外销业务增长所致。

2017—2019 年，公司水泥业务毛利率持续上升。其中，2019 年，公司水泥毛利率为 36.71%，较 2018 年上升 3.66 个百分点，主要

系水泥价格上升幅度大于生产成本上升幅度所致。2019 年，公司混凝土业务毛利率为 19.42%，较 2018 年上升 1.65 个百分点，主要系产量提升摊薄固定成本所致。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.52 亿元，同比下降 29.59%，主要系受疫情影响所致；综合毛利率为 36.74%，较 2019 年全年上升 2.47 个百分点，主要系水泥生产成本下降幅度超过水泥价格下降幅度所致。

2. 水泥业务

2017—2019 年，公司水泥产能利用率波动中有所上升，水泥生产成本受原材料和人工成本上升等因素影响而持续上升；水泥销售价格持续上升，水泥销量有所波动，其中 2018 年水泥产销量下降主要系区域环保检查较严所致；水泥销售区域以陕西省内为主，新疆区域销售占比有所提升。

生产采购

水泥生产主要原燃材料包括煤、电和石灰石。公司原材料实行统一采购，由下属子公司西安市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。公司采购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 3 原燃材料采购量和采购价格

原料	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
煤炭	采购量（万吨）	183.49	177.91	195.84	25.53
	采购均价（元/吨）	494.85	512.38	529.51	491.63
电力	采购量（亿千瓦时）	13.08	13.26	14.08	1.80
	采购均价（元/千瓦时）	0.39	0.40	0.42	0.42
石灰石	采购量（万吨）	1292.79	1323.58	1631.99	235.49
	采购均价（元/吨）	13.36	16.76	16.32	14.74
铁质材料	采购量（万吨）	83.85	94.11	93.68	13.54
	采购均价（元/吨）	69.34	73.34	75.60	68.71
硅铝质材料	采购量（万吨）	279.61	230.28	272.74	34.35
	采购均价（元/吨）	14.87	19.86	42.49	83.60

混合材	采购量（万吨）	260.19	560.32	619.03	76.03
	采购均价（元/吨）	39.11	29.10	34.08	27.84

注：公司石灰石采购量含内部矿山供应量；铁质材料主要种类有：铁矿石、冶炼废渣、硫酸渣等；硅铝制材料主要种类有：硅石、铝矾土、污泥、砂岩等；混合材的主要种类有：矿渣粉、矿粉、粉煤灰、矿渣、水渣、燃煤炉渣等

资料来源：公司提供

石灰石系水泥生产中重要原料，约占公司水泥生产原材料成分的63%。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）。公司石灰石的自给比率为91%。截至2019年底，公司拥有石灰石矿山20座，保有资源储量116342.66万吨，年规定开采量2480万吨。2019年公司石灰石采购量（含内部矿山供应量）为1631.99万吨，同比增长23.30%；采购均价16.32元/吨，同比下降2.63%。

表4 截至2019年底公司主要资源情况（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	2019年开采量	剩余可服务年限	保有资源量（万吨）
陕西渭南市蒲城县大孔	水泥用石灰岩	50	150	0	48	7975
陕西渭南市富平县富平	水泥用石灰岩	86	200	225.47	72	14400
陕西渭南市富平县实丰	水泥用石灰岩	85	390	126.72	44.85	6666.61
陕西西安市蓝田县	水泥用石灰岩	24	212	112.16	12.3	3467
陕西安康市汉滨区早阳乡	水泥用石灰岩	41	10	0	31	10
陕西安康市汉滨区丁河	水泥用石灰岩	29	8	0	19	8
陕西安康市旬阳县	水泥用石灰岩	40	175	204.5	30.2	5215.85
陕西汉中市勉县	水泥用石灰岩	34	110	218.76	26.9	2885.86
陕西汉中市洋县	水泥用石灰岩	121	123	189.56	111	15564.2
陕西省汉中市西乡县盖仙寺矿区西段	水泥用石灰岩	30	108	129.03	21.5	3153.09
陕西商洛丹凤东大山	水泥用石灰岩	28	50	63.85	23.4	1170
陕西商洛丹凤老虎沟	水泥用石灰岩	30	50	130.9	25.9	1295
陕西商洛市镇安县褚家山	水泥用石灰岩	18.45	40	0	18.45	1643.13
陕西商洛市镇安县龙潭子	水泥用石灰岩	28.5	45	66.72	26.8	277
新疆和田市于田县普鲁乡	水泥用石灰岩	20	50	0	19	950
新疆和田市于田县阿羌乡	水泥用石灰岩	7	50	35.52	6	300
新疆伊犁霍城苍英沟	水泥用石灰岩	21.7	15	29.89	8.7	128.2
新疆和田地区墨玉县	水泥用石灰岩	88.89	350	148.13	88.64	33080.57
贵州省贵阳市花溪区	水泥用石灰岩	21	144	114.52	17.2	1746.87
陕西铜川市耀州区	水泥用石灰岩	61.9	200	132.09	60.9	16406.28
合计	--	--	2480	1927.82	--	116342.66

注：2019年开采量包含综合资源合理利用的土渣、废石等

资料来源：公司提供

煤炭是水泥企业的主要燃料。煤炭的价格变动相对频繁，煤炭价格每上升10%，约带动水泥全部成本上涨3%左右。近年来，煤炭价格的高位运行给公司带来一定成本控制压力。2019年，公司煤炭采购量为195.84万吨，同比

增长10.08%，采购均价为529.51元/吨，同比上升3.34%。

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，纯低温余热发电容量合计 75.5MW。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。2019 年，公司电力采购量为 14.08 亿千瓦时（含低温余热发电量），同比增长 6.18%；采购均价为 0.42 元/千瓦时，同比上升 5%。

表 5 公司低温余热发电情况（单位：千瓦时、万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
低温余热发电量	2.95	3.15	3.43	0.51
余热发电总用电占比	22.55%	23.73%	24.37%	28.45%
余热发电节约用电成本	7254.27	7532.22	8614.13	1202.71

资料来源：公司提供

生产运营

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 2020 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。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。

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）	余热发电装机容量（MW）
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	9
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	0
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	9
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	4.5
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	9
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	7.5
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	0
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	3
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	7.5
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	4.5
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	4.5
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	4.5
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	7.5
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	0
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	0
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	5
合计	--	--	--	1912/2910	75.5

资料来源：公司提供

产量方面，2018 年公司熟料和水泥产量同比有所下降，主要系区域环保检查较严所致；2019 年熟料产量 1321 万吨，同比增长 12.33%；水泥产量 1729 万吨，同比增长 4.09%。受疫情影响，2020 年一季度，公司水泥产量同比下降 23.02%至 204 万吨。

产能利用率方面，近年来公司熟料产能利用率波动上升，2019 年为 88.00%，较 2018 年上升 15.65 个百分点。

表 7 水泥熟料生产情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
熟料年产能	1912	1912	1912	1912
熟料产量	1210	1176	1321	175
熟料产能利用率	75.11	72.35	88.00	60.24
水泥产能	2910	2910	2910	2910
水泥产量	1736	1661	1729	204
水泥产能利用率	71.08	67.60	76.50	47.76

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，约占原材料成本的 26%。

表 8 水泥熟料生产成本情况（单位：元/吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
吨熟料成本	178.06	207.36	214.41	213.72
吨水泥成本	181.15	205.03	217.04	213.53

资料来源：公司提供

近年来受原材料和人工成本上升等因素影响，公司熟料和水泥单位成本持续上升；2020年一季度，公司熟料和水泥单位成本下降主要原因是受疫情因素影响，煤炭价格下降，以及大修费用、环保费用较2019年同期下降 560万元。

水泥销售

公司成立了专门的销售总公司（未在工商局注册设立，由多个销售团队组成），由销售总公司直接管理大客户管理部、西安商混销售部、销售渭南分公司、销售商洛分公司、销售陕南分公司、销售新疆分公司、销售花溪分公司。各厂区有销售公司人员负责水泥直销，同时有当地经销商代理销售，重点工程项目则由大客户管理部直接对接销售。公司水泥销售主要营销渠道中直销、经销商代理销售、重点工程项目的销售占比分别约 30%、33%和 30%。

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。

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
2017 年	38.14%	19.95%	17.50%	0.19%	9.51%	14.71%	100%
2018 年	39.29%	18.02%	21.44%	0.56%	8.70%	11.99%	100%
2019 年	37.44%	21.43%	19.17%	1.65%	7.23%	13.08%	100%
2020 年 1—3 月	41.47%	15.43%	17.52%	0.39%	6.12%	19.07%	100%

资料来源：公司提供

从公司客户分布来看，公司水泥销售领域主要集中在房地产、公路、铁路等基础设施行业。2019 年公司重点工程水泥直接销售量为 380.34 万吨，占全年销量的 22.02%。

表 10 公司水泥销售收入区域占比情况（%）

区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
陕西中部	35.35	39.47	34.02	35.67
陕西南部	47.00	43.33	46.45	48.40

新疆地区	9.62	10.45	13.64	8.14
贵州地区	8.03	6.75	5.89	7.79

资料来源：公司提供

公司水泥销售区域为陕西中部、陕西南部、新疆地区、贵州地区。陕西中部和陕西南部为公司主要销售区域。其中，受陕南区域地理环境复杂和石灰石资源稀缺影响，外部公司较难进入陕南市场，公司在陕南区域的市场占有率在 75%~90%，具有市场主导地位。新疆地区销售占比近年来持续提升，其中 2019 年新疆地区销售占比较 2018 年上升 3.19 个百分点，主要系和若铁路建设导致和田区域水泥需求增长所致。

表 11 水泥和熟料销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
水泥销量	1719	1657	1727	191
水泥价格（含税）	291	367	379	369
熟料销量	26.53	4.30	48.23	6.97
熟料价格（含税）	242.57	312.07	317.70	292.33

注：上表中水泥销量含内销公司商混公司的水泥

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司水泥销量有所波动，销售价格持续上升。2019 年，公司水泥销量为 1727 万吨，同比增长 4.22%，公司水泥销量约占陕西水泥市场份额的 29%。2019 年，公司水泥销售平均价格为 379 元/吨，同比增长 3.27%。2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司水泥销售均价 369 元/吨，同比下降 5.87%，较 2019 年全年下降 2.64%。

表 12 公司各类产品型号收入占比情况

水泥品种	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
42.5R 水泥	--	1%	1%	2%
42.5 水泥	51%	62%	59%	58%
42.5 低碱水泥	1%	1%	1%	1%

32.5R 复合水泥	36%	27%	16%	0%
52.5R 水泥	--	1%	1%	1%
42.5（缓凝）水泥	1%	0%	1%	1%
32.5 复合水泥	4%	--	--	--
42.5 商砼水泥	5%	3%	9%	7%
42.5 复合水泥	--	3%	2%	2%
G 级（HSR）油井水泥	1%	1%	1%	0%
42.5 散中热水泥	1%	1%	1%	1%
铝酸钙	--	--	2%	3%
52.5 水泥	--	--	2%	2%
M32.5 水泥	--	--	4%	22%
合计	100%	100%	100%	100%

注：上表中的 32.5R 复合水泥和 32.5 复合水泥为公司 2019 年 1-9 月产量，2019 年 10 月 1 日起，公司不再生产销售上述标号水泥
资料来源：公司提供

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 32.5 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。2019 年，公司新增硫铝酸盐熟料和高铝水泥熟料两个特种水泥新品种；中标 2020 年中石油 90 个包件，完成铝酸钙粉销售 9 万吨，全国产销量均排名第一。

3. 其他主营业务

公司除水泥业务外的其他主营业务主要是物流、混凝土、骨料和融资租赁业务。公司未来发展目标为依托现有业务和资源的延伸，2019 年，公司混凝土和骨料业务大幅增长，未来随着产能扩张和产能利用率的提升，混凝土和熟料业务有望成为公司利润新的增长点。

物流业务

公司物流业务以集团的水泥、骨料、熟料及大宗原燃材料等运输业务基础，逐步对外拓展业务。2017 年公司设立了全资子公司西安中港智慧物流有限公司（以下简称“物流公司”）运营物流板块，依托自主研发的信息化平台构建具有水泥行业特色的现代化物流业。2019 年三季度，物流公司正式取得首批陕西省交通运输“无车承运人”许可牌照，通过无车承运人模式，平台线上发布货源信息、线上快速接单形式降低返程空车率。目前物流平台上线自有

车辆约200台，接纳社会车辆约10000台，日运输量约26000吨，月运输约24000趟次，自营车年运输公里2000万公里。2019年，物流公司实现营业收入4.31亿元，净利润0.22亿元。其中，对集团外客户营业收入为0.32亿元，毛利率为38.74%。

混凝土业务

公司2017年底进入混凝土行业，截至2019年底，公司拥有13家混凝土公司，其中8家公司全资子公司，其余为占股55%~80%的合资公司。2019年，公司商混产能455万方/年，相比上年增加375万方/年，主要是公司扩展商混业务，新成立汉中尧柏节能环保建材有限公司、韩城市尧柏节能环保建材有限公司、墨玉尧柏建材有限公司等子公司。2019年，公司商混产量88.93万方，较上年增加63.35万方，系产能增加所致。由于尚处于市场开拓期以及行业自身特点，公司混凝土产能利用率低。2020年，公司混凝土产能计划增至1260万方。

2019年，公司混凝土业务实现收入4.92亿元，同比大幅增长293.59%；毛利率为19.42%，较2018年上升1.65个百分点，主要系产量提升摊薄固定成本所致。

混凝土行业收入的结算方式主要为赊销，受行业因素影响，结算周期较长。

骨料业务

公司2017年底开始依托自有矿山布局骨料生产线，将原来矿山开采出的废料再利用，分类破碎生产出规格不同的骨料，2018年，公司4条骨料产线投产，截至2019年底，公司骨料产能合计700万吨。随着产能逐步释放，2019年公司骨料产量176.43万吨，较上年增加219%；骨料销量197.84万吨，较上年增加290%，销售价格39.36元/吨（含税），同比减少18%；2019年收入7560.03万元，同比增加219%；毛利率50.30%，同比下降6.17个百分点。

公司骨料业务收入主要采取预收款方式结算，每月结算一次。

融资租赁业务

公司融资租赁业务经营主体为光信国际融资租赁有限公司（以下简称“光信国际”）。光信国际成立于2017年，公司持股70.24%，公司股东集诚有限公司持股29.76%。

光信国际依托水泥产业链上下游，挑选长期合作的优质客户，开展融资租赁业务盘活账面公司闲置资金，同时帮助产业链企业共同成长。2019年，光信国际营业收入0.6亿元，主营业务收入0.37亿元，净利润0.09亿元。

4. 经营效率

近年来，公司经营效率有所提升。与同行业可比公司比较，公司经营效率处于行业较好水平。

2017—2019年，公司销售债权周转次数波动中有所提升，存货周转次数和总资产周转次数稳步提升。2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为12.97次、8.35次和0.57次，除销售债权周转次数同比下降1.25次外，存货周转次数和总资产周转次数均较2018年略有上升。与同行业可比公司比，公司经营效率处于行业较好水平。

表13 同行业可比公司2019年度经营效率指标对比
(单位：次)

企业名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
江西万年青水泥股份有限公司	12.60	16.30	1.04
天瑞水泥集团有限公司	6.94	7.44	0.43
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	8.75	9.02	0.68
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	9.34	4.11	0.38
宁夏建材集团股份有限公司	3.95	10.37	0.65
公司	12.97	8.35	0.57

注：为便于同业比较，本表数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异

5. 在建项目

公司在建项目主要为水泥产能置换、骨料生产线、水泥外加剂和新型建材项目，建成投产后，公司生产效率将得到进一步提升，产品种类将更加多元化，公司综合竞争力有望得到进一步提升。公司在建工程尚需投资规模较大，未来具有一定外部融资需求。

目前公司主要在建项目水泥产能置换、骨料生产线、水泥外加剂和新型建材项目，合计总投资 41.20 亿元，截至 2020 年 3 月底，已完成投资 17.10 亿元，未来尚需投资 24.10 亿元，尚需投资规模较大，公司未来具有一定外部融资需求。

表 14 截至 2020 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	截至 2020 年 3 月底已投资
渭南蒲城尧柏水泥有限公司骨料项目	年产 400 万吨砂石骨料生产线，厂区生产线主体工程已基本完成，因疫情影响预计 2020 年 7 月底达产，项目建成投产后，年销售收入预计为 13280 万元。	23572.00	22346.01
新疆墨玉水泥生产线项目	产能置换项目，产能置换批文为新经信公告【2018】4 号。以和田尧柏水泥有限公司 4500 吨生产线、和田鲁新建材有限公司 1500 吨生产线，共同置换一条日产 4500 吨第二代新型干法水泥生产线。第二代新型干法水泥生产线是全世界最先进的水泥生产工艺，其单耗低自动化高，成本优势明显，项目地墨玉县石灰石品位更高，靠近市场区域。项目 2019 年 7 月开工，预计 2020 年 10 月投产，待新线投产后老线停产。	110705.00	52728.00
铜川产业园万吨线项目	产能置换项目，产能置换批文：陕工信函【2019】667 号。以和西安蓝田尧柏水泥有限公司两条 2500 吨生产线、蒲城尧柏特种水泥有限公司一条 2500 吨、铜川药王山生态水泥有限公司一条 2500 吨生产线，共同置换一条日产 10000 吨第二代新型干法水泥生产线。项目地位于陕西省铜川市耀州区，该万吨线配套了智能化设施设备，能耗指标行业领先，熟料综合电耗可达 43.89kWh/t，熟料综合煤耗可达 90.25kg/t，劳动定员约为 80 人，吨水泥平均成本 120 元左右，项目 2019 年 9 月开工，预计 2021 年 10 月投产，待新线投产后老线停产。	184423.28	44067.90
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（超细粉煤灰）。该项目回收利用电厂生产的废渣-粉煤灰渣，将粉煤灰进一步研磨到超细标准，作为生产水泥的一种外加剂使用。项目 2019 年 3 月开工建设，预计 2020 年 7 月达产，年销售收入预计为 2.16 亿元。	50000.00	46110.23
陕西尧柏新型墙体材料有限公司气化渣烧结砖	固废资源综合利用项目，回收利用发电厂的气化渣，制作烧结砖，目前项目已取得土地使用权，建设期间受疫情影响推迟。	38286.50	4474.24
陕西柏安外加剂有限公司水泥混凝土外加剂	年产 30 万吨水泥助磨剂、混凝土外加剂，项目 2019 年 8 月开工建设，预计 2020 年 7 月达产，年销售收入预计为 7.3 亿元。	5000.00	1248.52
合计		411986.78	170974.90

注：在建工程已投资金额含预付工程款。

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司未来发展目标为依托现有业务和资源的延伸，规划路径清晰，如顺利实施，公司综合实力和抗风险能力有望进一步提升。

公司发展理念与愿景目标：以巩固水泥主业为重点，拓展延伸相关产业链，逐渐由传统单一水泥制造商向复合多元化的新型绿色建材产品与服务集团转型，并力争打造一至两家上市公司，按照调整结构、降低能耗、开源节流、提高品质的可持续发展思路，实现集团转型升级，至2024年进入中国建材企业二十强，中国制造业企业500强。

水泥业务：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；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；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、新功能和领域的特种水泥。

混凝土业务：结合大西安的发展规划，以目前混凝土行业逐渐规范、需求增长为契机，开展混凝土业务，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，加强终端市场控制力。

骨料业务：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。

新型建材：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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并财务报告，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审计结论。公司 2020 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，公司合并范围内因新设增加 11 家子公司，分别为陕西柏宏欧利塑业有限公司、汉中尧柏磊金节能环保建材有限公司、墨玉尧柏水泥有限公司、韩城市尧柏节能环保建材有限公司、陕西尧柏节能环保建材有限公司、汉中尧柏节能环保建材有限公司、墨玉尧柏建材有限公司、新疆柏航环保科技有限公司、渭南华源硕混凝土有限公司、铜川尧柏节能环保建材有限公司、陕西柏源盛通人力资源有限公司。近两年公司新增子公司均为新设成立，对财务数据可比性影响不大。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内共 41 家二级子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 131.68 亿元，所有者权益合计 74.51 亿元（含少数股东权益 3.50 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 70.29 亿元，利润总额 20.23 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 133.88 亿元，所有者权益合计 76.02 亿元（含少数股东权益 3.60 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.52 亿元，利润总额 1.74 亿元。

2. 资产质量

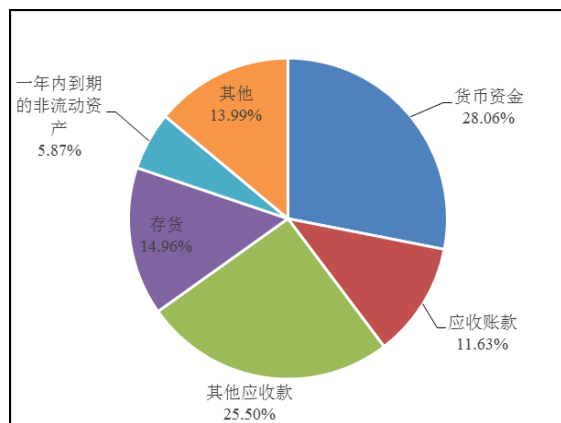
近年来，公司资产总额稳步增长，资产构成仍以非流动资产为主；流动资产中货币资金受限比例增加，应收账款大幅增长，其他应收款规模较大对公司资金形成一定占用；非流动资产中固定资产受限比例高、成新率较低，在建工程随着技改项目、骨料项目和外加剂项目投入的增加而大幅增长。

2017—2019 年，公司资产规模连续增长，年均复合增长 10.44%。截至 2019 年底，公司资产总额 131.68 亿元，较上年底增长 15.10%。其中，流动资产占 32.01%，非流动资产占 67.99%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产规模连续增长，年均复合增长 21.01%。截至 2019 年底，公司流动资产 42.15 亿元，较上年底增长 18.25%。公司流动资产主要由货币资金（占 28.06%）、应收账款（占 11.63%）、其他应收款（占 25.50%）、存货（占 14.96%）、一年内到期的非流动资产（占 5.87%）构成。

图 7 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 5.99%。截至 2019 年底，公司货币资金 11.83 亿元，较上年底增长 16.55%。货币资金中有 4.45 亿元受限资金，受限比例为 37.58%，主要为银行承兑汇票保证金和质

押的银行定期存单，受限比例较上年底上升 25.56 个百分点，主要系用于质押借款的银行存单增加所致。

2017—2019 年，公司应收账款连续增长，年均复合增长 83.08%。截至 2019 年底，公司应收账款 4.90 亿元，较上年底增长 134.15%，主要系回款周期长的商混销售收入增长所致。应收账款账龄以一年以内为主，累计计提坏账 0.16 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 1.81 亿元，占比为 35.71%，集中度一般。

2017—2019 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 157.72%。截至 2019 年底，公司其他应收款 10.75 亿元，较上年底下降 6.08%，主要系对关联方光信（伊犁）融资租赁有限公司的拆借款下降 0.51 亿元至 9.01 亿元所致。光信（伊犁）融资租赁有限公司为受同一实际控制人控制的其他企业。该部分拆借款属于无息拆借，对公司资金形成一定占用。

2017—2019 年，公司存货连续增长，年均复合增长 22.21%。截至 2019 年底，公司存货 6.31 亿元，较上年底增长 32.49%，主要系业务量增长带动存货增加所致。存货主要由原材料、自制半成品及在产品构成，累计计提跌价准备 0.12 亿元，计提比例为 1.87%。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动资产波动增长，年均复合增长 29.17%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动资产 2.48 亿元，较上年底下降 29.45%，主要系融资租赁款下降所致。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长 6.34%。截至 2019 年底，公司非流动资产 89.52 亿元，较上年底增长 13.67%，公司非流动资产主要由固定资产（占 66.29%）、在建工程（占 11.37%）、无形资产（占 8.92%）、其他非流动资产（占 7.07%）构成。

2017—2019 年，公司固定资产连续下降，年均复合下降 1.93%。截至 2019 年底，公司固定资产 59.34 亿元，较上年底下降 1.57%，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 56.67 亿元；固定资产成新率 51.10%，较上年下降 3.26 个百分点，成新率较低。

2017—2019 年，公司在建工程连续增长，年均复合增长 64.48%。截至 2019 年底，公司在建工程 10.18 亿元，较上年底增长 126.54%，主要系技改项目、骨料项目和外加剂项目投入增加所致。

2017—2019 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 9.66%。截至 2019 年底，公司无形资产 7.99 亿元，较上年底增长 22.10%，主要系采矿权增长所致。公司无形资产主要由采矿权和土地使用权构成，累计摊销 2.27 亿元，计提减值准备 0.18 亿元。

2017—2019 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 77.88%。截至 2019 年底，公司其他非流动资产 6.33 亿元，较上年底增长 280.24%，主要系预付工程款增长所致。

2017—2019 年，公司长期应收款波动下降，年均复合下降 0.03%。截至 2019 年底，公司长期应收款 2.17 亿元，较上年底增长 13.27%，主要系融资租赁款增长所致。公司长期应付款主要是融资租赁款。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 133.88 亿元，较上年底增长 1.67%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 32.93%，非流动资产占 67.07%。资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司主要受限资产为固定资产和货币资金，受限金额分别为 40.65 亿元和 5.01 亿元，资产受限比例为 34.16%，受限比例较高。其中，固定资产受限比例为 68.50%，固定资产受限比例高。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

近年来，公司所有者权益持续增长，未分配利润占比仍高，公司向股东分红金额较大，所有者权益稳定性较弱。

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.26%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 74.51 亿元，较上年底增长 5.71%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.31%，少数股东权益占比为 4.69%。归属于母公司所有者权益 71.01 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 26.62%、0.75%、0.17%和 64.79%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。2019 年，公司对股东现金分红 13.20 亿元，为 2018 年的 2.40 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 76.02 亿元，较上年底增长 2.03%，较上年底变化不大。

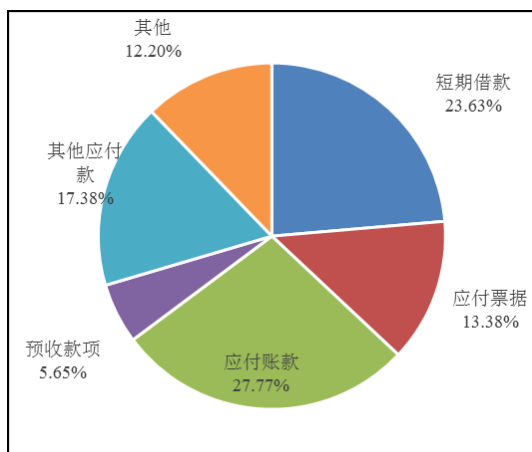
负债

近年来，公司债务负担维持在低水平。2019 年，公司短期借款和应付票据快速增长，短期债务占比上升。

2017—2019 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 13.49%。截至 2019 年底，公司负债总额 57.17 亿元，较上年底增长 30.16%，主要系短期借款和应付票据增加所致。其中，流动负债占 64.85%，非流动负债占 35.15%，流动负债占比较上年底上升 4.44 个百分点。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 31.43%。截至 2019 年底，公司流动负债 37.07 亿元，较上年底增长 39.73%。公司流动负债主要由短期借款（占 23.63%）、应付票据（占 13.38%）、应付账款（占 27.77%）、预收款项（占 5.65%）、其他应付款（占 17.38%）构成。

图8 截至2019年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司短期借款连续增长，年均复合增长26.90%。截至2019年底，公司短期借款8.76亿元，较上年底增长24.51%。短期借款中抵押借款占60.50%、抵押及质押借款占18.26%、质押借款占20.55%、保证借款占0.68%。

2017—2019年，公司应付票据持续增长。截至2019年底，公司应付票据4.96亿元，较上年底大幅增长，主要系公司开展票据池业务后对外支付方式中票据结算占比增加所致。

2017—2019年，公司应付账款连续增长，年均复合增长43.54%。截至2019年底，公司应付账款10.29亿元，较上年底增长70.03%，主要系应付材料款增长所致。应付账款账龄以1年以内为主。

2017—2019年，公司预收款项波动增长，年均复合增长17.65%。截至2019年底，公司预收款项2.09亿元，较上年底下降10.07%，主要系新疆公司预收的经销商水泥货款已发货确认收入所致。

2017—2019年，公司其他应付款连续增长，年均复合增长108.16%。截至2019年底，公司其他应付款6.44亿元，较上年底增长54.10%，主要系公司与关联方陕西富平水泥有限公司（受同一股东控制）往来增长所致。陕西富平水泥有限公司由公司代管，其经营

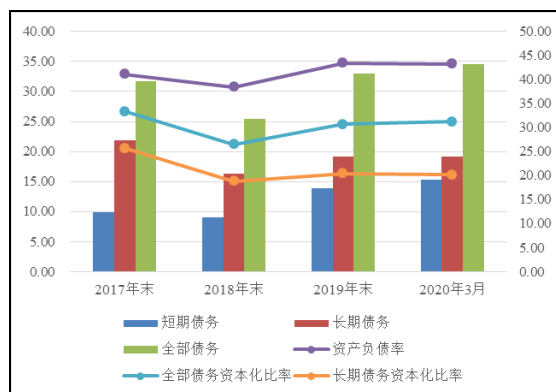
所得由公司资金管理平台统收统管。

2017—2019年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降6.37%。截至2019年底，公司非流动负债20.10亿元，较上年底增长15.56%。公司非流动负债主要由长期借款（占67.60%）、应付债券（占25.93%）构成。

2017—2019年，公司长期借款连续下降，年均复合下降21.26%。截至2019年底，公司长期借款13.59亿元，较上年底下降13.60%，主要系偿还股东借款所致；长期借款中抵押借款1.90亿元，信用借款11.69亿元，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公司。

截至2019年底，公司应付债券5.21亿元，为2019年发行的“19尧柏水泥MTN001”。

图9 公司债务变化情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司全部债务波动增长，年均复合增长1.91%。2017—2019年，公司资产负债率分别为41.12%、38.39%和43.42%，波动增长。全部债务资本化比率分别为33.31%、26.47%和30.68%，波动下降。长期债务资本化比率分别为25.63%、18.82%和20.45%，波动下降。

截至2019年底，公司全部债务32.97亿元，较上年底增长29.95%。其中，短期债务占41.92%，长期债务占58.08%，长期债务占比相对较高，短期债务占比较上年底上升6.31个百分点。短期债务13.82亿元，较上年底增长52.97%；长期债务19.15亿元，较上年底

增长 17.22%。截至 2019 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分别为 43.42%、30.68%和 20.45%，较上年底分别提高 5.03 个百分点、提高 4.21 个百分点和提高 1.63 个百分点。公司债务负担较上年底有所上升但仍较轻。与同行业公司对比，公司债务负担处于行业中游。

表15 同行业可比公司2019年底资产负债率指标对比
(单位: %)

企业名称	资产负债率
江西万年青水泥股份有限公司	36.28
天瑞水泥集团有限公司	46.18
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	30.08
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	42.66
宁夏建材集团股份有限公司	21.63
公司	43.42

注：为便于同业比较，本表数据引自Wind。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 57.86 亿元，较上年底增长 1.21%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 65.25%，非流动负债占 34.75%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 34.50 亿元，较上年底增长 4.63%，主要系应付票据增长所致。其中，短期债务 15.31 亿元（占 44.38%），较上年底增长 10.77%；长期债务 19.19 亿元（占 55.62%），较上年底增长 0.20%，较上年底变化不大。截至 2020 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 43.22%、31.21%和 20.15%，较上年底分别下降 0.20 个百分点、提高 0.54 个百分点和下降 0.29 个百分点。

公司长期债务主要来自公司股东集诚公司的信用借款和将于 2022 年到期的待偿还本金为 5 亿元的“19 尧柏水泥 MTN001”，截至 2020 年 3 月底，公司股东借款合计 11.43 亿元，到期年份均为 2025 年。结合公司长期债务的性质和公司自身经营获现能力，公司债务集中兑付压力不大。

表16 截至2020年3月底，公司股东借款明细
(单位: %, 万元)

序号	借款主体	股东	起始日	到期日	利率 (%)	借款本金
1	尧柏水泥	集诚有限公司	2010.9.1	2025.8.31	5	18572.00
2	尧柏水泥	集诚有限公司	2010.9.1	2025.9.5	5	39712.80
3	尧柏水泥	集诚有限公司	2015.7.24	2025.7.24	5	23000.00
4	尧柏水泥	集诚有限公司	2015.10.13	2025.10.13	5	23000.00
5	尧柏水泥	集诚有限公司	2015.11.13	2025.11.13	5	10000.00
合计						114284.80

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

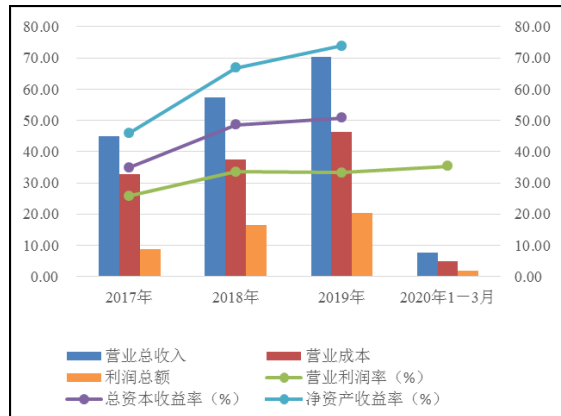
近年来，公司营业收入和利润总额持续增长，整体盈利指标持续上升。与同行业可比公司对比，公司盈利能力处于较好水平。

2017—2019 年，公司营业收入持续增长。其中，2019 年，公司实现营业总收入 70.29 亿元，同比增长 22.38%。同期公司营业成本 46.20 亿元，同比增长 23.60%。2017—2019 年，公司营业利润率波动中有所增长。2019 年，公司营业利润率为 33.20%，同比下降 0.37 个百分点，同比变化不大。

从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 12.60%。2017—2019 年，公司期间费用占收入比例分别为 9.73%、8.87%和 7.90%，公司费用控制能力有所增强。2019 年，公司期间费用总额为 5.55 亿元，同比增长 8.96%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 9.85%、62.60%和 27.55%，以管理费用为主。其中，销售费用为 0.55 亿元，同比增长 10.24%；管理费用为 3.48 亿元，同比增长 8.73%；财务费用为 1.53 亿元，同比增长 9.04%。2019 年，公司期间费用占收入比例为 7.90%，同比下降 0.97 个百分点，公司费用控制能力有所增强。

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，体现在其他收益中。2019 年，公司实现其他收益 2.75 亿元，同比下降 10.87%，主要系增值税退税收入同比下降 10.38%至 2.59 亿元所致。增值税退税收入下降主要系增值税税率下调、部分子公司的可退税收入较上期有所下降和在建工程项目增加导致可抵扣进项税额增加所致，其中不可退税收入主要是因为销售外购水泥或销售用外购熟料生产的水泥而产生。

图 10 公司盈利能力变化情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司营业利润和利润总额持续增长，整体盈利指标持续上升。2019 年，公司营业利润和利润总额分别为 20.06 亿元和 20.23 亿元，分别同比增长 18.70%和 22.70%；2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 17.52%、23.05%，同比分别提高 2.55 个百分点、提高 4.84 个百分点。公司各盈利指标表现良好。与同行业可比公司对比，公司盈利能力处于较好水平。

表17 同行业可比公司盈利指标对比（单位：%）

企业名称	毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
江西万年青水泥股份有限公司	31.55	24.75	30.10
天瑞水泥集团有限公司	39.25	12.31	12.77
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	36.59	15.37	19.65

新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	34.21	4.97	4.86
宁夏建材集团股份有限公司	37.09	14.36	14.74
公司	34.27	17.67	23.29

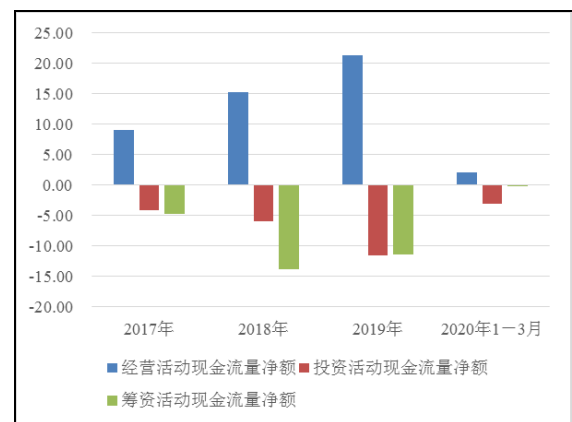
注：为便于同业比较，本表数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异

2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司实现营业收入 7.52 亿元，同比下降 29.59%；营业利润率为 35.28%，较 2019 年全年上升 2.08 个百分点，主要系水泥业务毛利率上升所致；利润总额 1.74 亿元，同比下降 30.39%。

5. 现金流

近年来，随着经营业绩提升，公司经营获现能力持续增强，经营活动经现金流可以完全覆盖在建工程投入增加导致的投资活动现金净流出。筹资活动前净现金流持续为正，减轻了公司的外部融资压力。

图 11 公司现金流变化情况



资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，近年来，随着经营业绩提升，公司经营获现能力持续增强。2019 年，公司经营活动现金流入 88.98 亿元，同比增长 55.83%；经营活动现金流出 67.61 亿元，同比增长 61.50%。2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接收劳务支付的现金增幅远高于营业收入和营业成本变动幅度，主要系公司未抵消部分内部交易所致，抵消后 2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接收劳务支

付的现金分别为 62.89 亿元和 24.04 亿元，同比分别增长 19.18%和 24.24%。2019 年，公司经营活动现金净流入 21.37 亿元，同比增长 40.25%。2019 年，公司现金收入比为 112.61%，同比提高 20.74 个百分点，收入实现质量好。

从投资活动来看，近年来，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出随着在建工程投入增加而呈上升趋势。2019 年，公司投资活动现金流入 0.43 亿元，为自联营企业西安尧柏环保科技工程有限公司取得的投资收益和收到其他与投资活动有关的现金；投资活动现金流出 11.92 亿元，同比增长 101.78%，主要系在建工程投入增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 11.49 亿元，同比增长 94.64%。

2017—2019 年，公司筹资活动前净现金流分别为 4.98 亿元、9.34 亿元和 9.88 亿元。

从筹资活动来看，近年来，公司筹资活动现金流入有所波动，筹资活动现金流出近年来持续增长，主要是偿还债务支付的现金和股利分配等支付的现金。2019 年，公司筹资活动现金流入 15.97 亿元，同比增长 83.10%，主要系发行中票及新增民生银行借款 1.8 亿和新增成都银行借款 1 亿元所致；筹资活动现金流出 27.39 亿元，同比增长 21.68%，主要系分配股利支付的现金增长所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 11.43 亿元，同比下降 17.14%。

2020 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 2.05 亿元、-3.13 亿元和-0.12 亿元。

6. 母公司财务分析

公司母公司债务负担轻，资产构成以货币资金、其他应收款和长期股权投资为主，利润总额以投资收益为主。母公司资产构成和利润构成符合公司本部以管理为主的职能定位。

截至2019年底，母公司资产总额97.34亿

元，较上年底增长7.31%。其中，流动资产45.79亿元（占47.04%），非流动资产51.55亿元（占52.96%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占24.08%）、其他应收款（占71.11%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占96.72%）构成。截至2019年底，母公司货币资金为11.02亿元。

截至2019年底，母公司所有者权益为62.45亿元，较上年底增长1.36%，所有者权益稳定性较弱。其中，实收资本为18.90亿元（占30.26%）、资本公积0.13亿元（占0.20%）、未分配利润38.22亿元（占61.21%）、盈余公积5.20亿元（占8.33%）。

截至2019年底，母公司负债总额34.89亿元，较上年底增长19.93%。其中，流动负债16.05亿元（占46.00%），非流动负债18.84亿元（占54.00%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占43.00%）、应付票据及应付账款（占15.77%）、其他应付款（占40.06%）构成，非流动负债主要由长期借款（占72.12%）、应付债券（占27.66%）构成。

截至2019年底，母公司资产负债率35.84%，全部债务资本化比率31.19%。

2019年，母公司营业总收入为0.82亿元；利润总额为13.97亿元，主要来自对子公司的投资收益。

现金流方面，2019年，公司母公司经营活动净现金流、投资活动净现金流和筹资活动净现金流分别为21.49亿元、-9.23亿元和-12.83亿元。

7. 偿债能力

近年来，公司经营业绩持续上升，长短期偿债指标表现良好。公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 134.14%、134.36%和 113.70%。2017—2019 年，公司速动比率分别为 114.47%、116.42%和 96.69%。公司流动资

产对流动负债的保障程度高。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比率分别为 42.43%、57.43%和 57.65%，公司经营活动净现金流对流动负债保障程度较高。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 1.62 倍、1.34 倍和 1.05 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债指标表现良好。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 10.47 倍、16.77 倍和 16.90 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度很高。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 1.81 倍、0.99 倍和 1.12 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度很高。整体看，公司长期偿债指标表现良好。

与同行业可比公司对比，公司偿债能力处于行业中游。

表18 同行业可比公司2019年度偿债指标对比
(单位: %、倍)

企业名称	流动比率	速动比率	全部债务/EBITDA	EBITDA利息倍数
江西万年青水泥股份有限公司	151.20	136.75	0.40	97.82
天瑞水泥集团有限公司	170.85	158.28	2.31	5.22
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	87.70	68.64	0.77	56.16
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	75.60	55.51	3.15	3.92
宁夏建材集团股份有限公司	187.76	160.70	0.35	75.90
公司	113.70	96.69	1.11	19.37

注：为便于同业比较，本表数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异

截至 2020 年 3 月底，公司银行授信总额为 18.89 亿元，已使用额度为 12.42 元，尚未使用额度为 6.47 亿元，公司间接融资渠道较上年同期有所拓宽。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保情况。

8. 过往债务履约情况

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2020年6月10日，公司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，经公司提供的银行说明，证实是系统原因所致。

9. 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很强。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务水平有一定影响。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行金额为7亿元，分别占2020年3月底长期债务和全部债务的36.48%和20.29%，本期中期票据的发行对公司现有债务结构有一定影响。

以2020年3月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由43.22%、31.21%和20.15%上升至46.04%、35.31%和25.62%，公司负债水平有所上升，但仍处于低水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动净现金流分别为本期中期票据发行规模的 1.30 倍、2.18 倍和 3.05 倍；公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行规模的 2.50 倍、3.65 倍和 4.21 倍。

十、结论

近年来水泥行业在市场化优胜劣汰、环保限产以及行业自律的推动下，产能过剩突出的矛盾得到一定缓解，行业竞争格局得到优化，水泥价格保持高位运行。

公司为陕西省水泥龙头企业，区域市场占有率高，竞争力强。近年来公司经营持续向好，营业收入和利润总额持续增长，经营获现能力持续增强。公司债务负担轻，整体偿债指标表现良好，偿债能力很强。

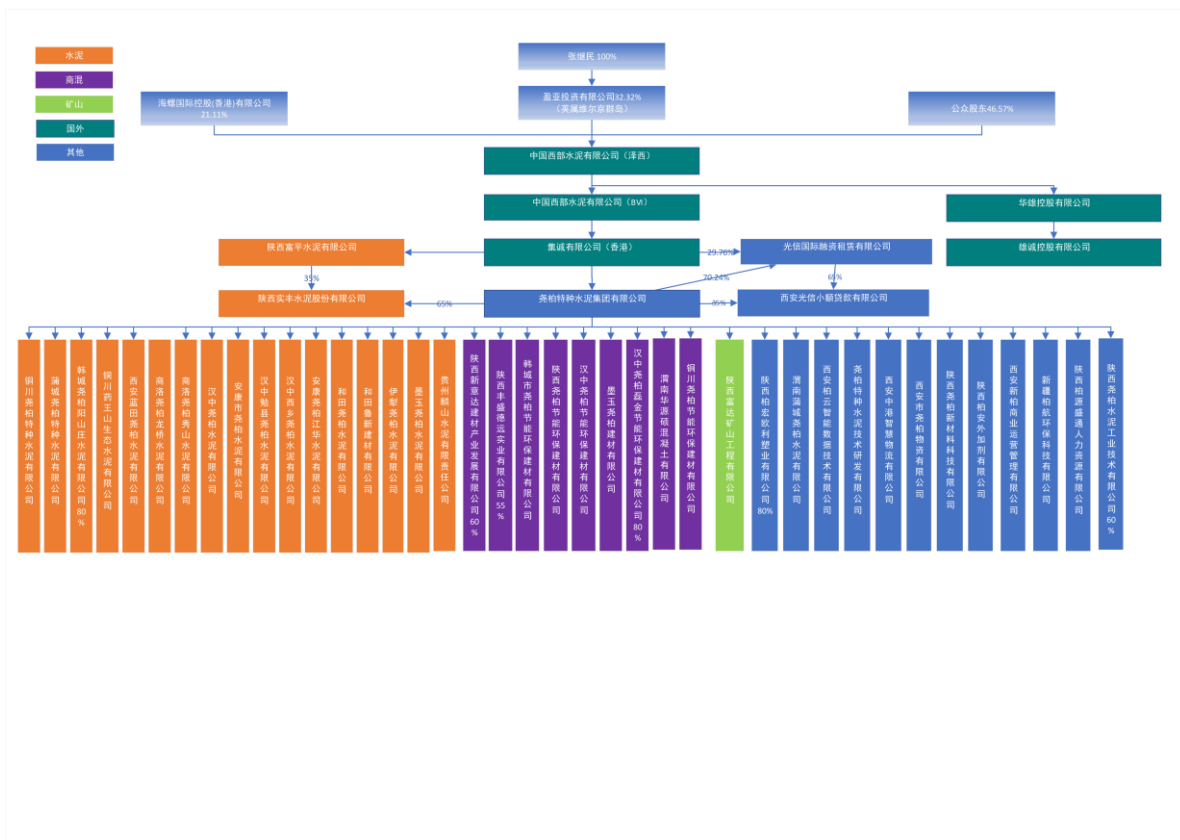
2019 年以来，公司混凝土和骨料业务大幅增长，同时水泥产能置换、骨料生产线、水泥外加剂和新型建材项目建设持续推进，未来公司生产效率将得到进一步提升，产品种类将更加多元化，公司综合竞争力有望得到提升。

联合资信同时关注到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，公司熟料和水泥总体产能利用率不高；随着商混业务的开展，公司应收账款快速增长以及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。

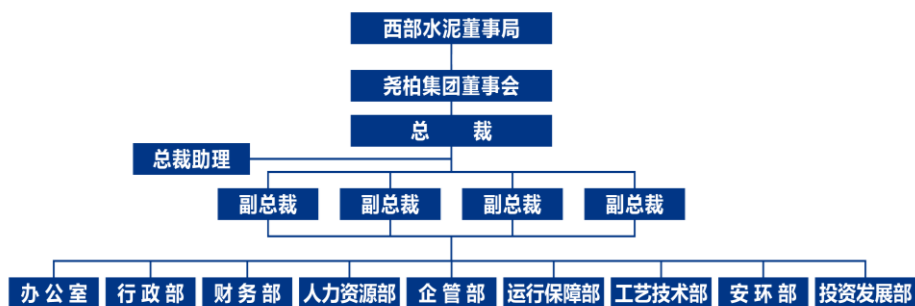
公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司违约风险很低，本期中期票据到期本息不能全额偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 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	持股比例	表决权比例
			(万元)		
1	西安蓝田尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	10000	100%	100%
2	安康市尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	34500	100%	100%
3	汉中尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	13500	100%	100%
4	汉中勉县尧柏水泥有限公司	水泥制造销售	14000	100%	100%
5	汉中西乡尧柏水泥有限公司	水泥生产销售	10500	100%	100%
6	西安市尧柏物资有限公司	材料销售	3500	100%	100%
7	商洛尧柏秀山水泥有限公司	水泥生产销售	2000	100%	100%
8	商洛尧柏龙桥水泥有限公司	水泥生产销售	12500	100%	100%
9	安康尧柏江华水泥有限公司	水泥生产销售	15000	100%	100%
10	韩城尧柏阳山庄水泥有限公司	水泥生产销售	15000	80%	80%
11	渭南蒲城尧柏水泥有限公司	水泥生产销售	20000	100%	100%
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%	100%
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%	100%
14	陕西实丰水泥股份有限公司	水泥生产与销售	10000	65%	65%
15	贵州麟山水泥有限责任公司	水泥生产与销售	23338.10	100%	100%
16	伊犁尧柏水泥有限公司	水泥生产与销售	10000	100%	100%
17	铜川药王山生态水泥有限公司	水泥生产、销售	5000	100%	100%
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	10000	60%	60%
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%	55%
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%	100%
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%	100%
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%	100%

23	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%	100%
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%	100%
25	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%
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%	100%
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和销售	15000	100%	100%
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；新材料领域的技术研发、技术转让、技术咨询和技术服务。	5000	100%	100%
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%	100%
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%	100%
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、湿粉砂浆的生产及销售	2000	100%	100%

		售；预制构件的生产及销售。			
32	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	100%	100%
33	陕西柏宏欧利塑业有限公司	包装材料、编织袋、集装袋、环保袋、塑料袋的生产加工及销售；货物进出口业务、技术进出口；普通货物运输	5000	100%	100%
34	汉中尧柏节能环保建材有限公司	混凝土预制构件、混凝土结构构件、城市综合管廊及市政设施构件等新型建筑材料的生产、销售、安装；骨料、水泥构件、电力水泥制品、预应力混凝土构件、混凝土制品、商品混凝土、混凝土外加剂、混凝土添加剂、建筑材料的生产销售；铁路桥预应力混凝土简支梁、预应力混凝土土枕、输水管的生产销售；普通货物运输；汽车维修	3500	100%	100%
35	墨玉尧柏建材有限公司	水泥制品、商品混凝土、建工建材用化学助剂、砼结构构件、轻质建筑材料、其他水泥制品制造及销售；道路普通货物运输；汽车修理与维护	3500	100%	100%
36	汉中尧柏磊金节能环保建材有限公司	装配式建筑、水泥制品、商品混凝土、建工建材用化学助剂、砼结构构件、轻质建筑材料、其他水泥制品制造及销售；道路普通货物运输；汽车修理与维护。	3000	80%	80%
37	新疆柏航环保科技有限公司	道路普通货物运输；城市生活垃圾、污泥及工业废弃物的处理；环保技术咨询服务；环境污染治理。	5000	100%	100%
38	渭南华源硕混凝土有限公司	混凝土及混凝土预制构件的加工，生产，销售。	1000	100%	100%

39	铜川尧柏节能环保建材有限公司	建筑材料、装配式建筑、水泥制品、商品混凝土、砼结构构件制造及销售；道路普通货物运输；汽车修理与维护。	3500	100%	100%
40	陕西柏源盛通人力资源有限公司	人才信息咨询；人才招聘；人才素质评测；职业供求信息的收集、整理、储存、发布；职业介绍；广告的设计、制作、发布、代理；企业管理咨询；法律信息咨询；翻译服务；医疗信息咨询；系统内职工培训；货物及技术的进出口业务。	500	100%	100%
41	陕西尧柏水泥工业技术有限公司	水泥研发技术的技术开发、应用、技术服务；工程项目管理；工程勘察设计；通用设备、建筑材料的安装。	2000	60%	60%

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.95	12.11	14.48	12.61
资产总额(亿元)	107.95	114.40	131.68	133.88
所有者权益(亿元)	63.57	70.48	74.51	76.02
短期债务(亿元)	9.84	9.04	13.82	15.31
长期债务(亿元)	21.91	16.34	19.15	19.19
全部债务(亿元)	31.75	25.37	32.97	34.50
营业收入(亿元)	45.00	57.43	70.29	7.52
利润总额(亿元)	8.64	16.49	20.23	1.74
EBITDA(亿元)	17.52	25.53	29.49	--
经营性净现金流(亿元)	9.11	15.24	21.37	2.05
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.01	14.21	12.97	--
存货周转次数(次)	7.39	8.32	8.35	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.52	0.57	--
现金收入比(%)	91.22	91.88	112.61	117.21
营业利润率(%)	25.76	33.57	33.20	35.28
总资本收益率(%)	9.10	14.97	17.52	--
净资产收益率(%)	11.07	18.22	23.05	--
长期债务资本化比率(%)	25.63	18.82	20.45	20.15
全部债务资本化比率(%)	33.31	26.47	30.68	31.21
资产负债率(%)	41.12	38.39	43.42	43.22
流动比率(%)	134.14	134.36	113.70	116.79
速动比率(%)	114.47	116.42	96.69	97.58
经营现金流动负债比(%)	42.43	57.43	57.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.47	16.77	16.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.81	0.99	1.12	--

注：1.2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.其他应付款中有息部分已调整至长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.23	8.79	12.94	10.53
资产总额(亿元)	92.33	90.70	97.34	98.84
所有者权益(亿元)	57.15	61.61	62.45	62.38
短期债务(亿元)	9.80	8.94	9.52	11.04
长期债务(亿元)	21.91	15.72	18.80	18.90
全部债务(亿元)	31.71	24.66	28.31	29.93
营业收入(亿元)	3.89	2.77	0.82	0.03
利润总额(亿元)	4.37	10.10	13.97	-0.07
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	10.05	18.05	21.49	0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.32	17.40	3.96	--
存货周转次数(次)	7.98	8.38	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.01	--
现金收入比(%)	87.59	123.01	105.40	3176.42
营业利润率(%)	25.56	48.87	97.83	86.43
总资本收益率(%)	5.15	11.70	15.65	--
净资产收益率(%)	7.62	16.17	22.48	--
长期债务资本化比率(%)	27.71	20.33	23.14	23.25
全部债务资本化比率(%)	35.68	28.58	31.19	32.43
资产负债率(%)	38.10	32.07	35.84	36.89
流动比率(%)	379.10	342.74	285.33	267.08
速动比率(%)	376.64	342.71	285.30	267.06
经营现金流动负债比(%)	76.47	135.73	133.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计

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-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+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

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

联合资信评估有限公司关于 尧柏特种水泥集团有限公司 2020 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，联合资信将就該事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。