

信用等级公告

联合[2016] 040 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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年一月十一日



尧柏特种水泥集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

评级时间：2016 年 1 月 11 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	93.70	97.03	98.17	102.25
所有者权益(亿元)	45.09	47.89	50.15	53.87
长期债务(亿元)	22.79	27.30	22.58	25.60
全部债务(亿元)	32.53	33.39	29.50	30.98
营业收入(亿元)	35.69	38.96	37.12	24.86
利润总额(亿元)	4.40	4.47	3.76	1.66
EBITDA(亿元)	10.62	11.49	10.34	--
营业利润率 (%)	18.68	17.74	15.71	15.09
净资产收益率(%)	8.31	7.83	5.96	--
资产负债率(%)	51.88	50.64	48.91	47.31
全部债务资本化比率(%)	41.91	41.08	37.04	36.51
流动比率(%)	70.94	88.65	73.65	110.15
全部债务/EBITDA(倍)	3.06	2.91	2.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.47	6.82	10.55	--

注：2015 年三季度财务数据未经审计。

分析师

张 丽 李海宸

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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大型水泥生产企业之一，在区域竞争实力、经营规模、外部支持等方面具备的优势；联合资信同时关注到，公司产能利用率较低，行业竞争压力不断加大，公司整体盈利能力持续下降等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前水泥行业产能过剩，市场竞争加剧。2015 年以来母公司中国西部水泥有限公司（以下简称“西部水泥”）和安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺水泥”）进行资产重组，公司资本实力得以增强，随着并购事项落地，公司区域市场优势地位将逐步加强，盈利能力有望加强。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为陕西省水泥行业龙头企业，具有较强的规模优势和区域市场影响力。
2. 公司是西部水泥的经营实体，2015 年以来海螺水泥通过入股、收购股票和股权增资的方式与西部水泥进行资产重组，重组完成后，海螺水泥成为西部水泥和公司实际控制人，对公司资本实力、市场份额等方面将带来较大提升。
3. 公司债务负担较轻，债务结构合理。

关注

1. 水泥行业产能过剩严重，竞争压力不断加大。
2. 受区域竞争激烈影响，公司产能利用率近年维持较低水平，盈利能力持续下降。
3. 受区域行业竞争大影响，公司收现质量较差。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用等级自 2016 年 1 月 11 日至 2017 年 1 月 10 日有效；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。

一、主体概况

尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“公司”或“尧柏水泥”）前身为始建于1977年的蒲城县罕井镇镇办水泥厂，1996年改名为陕西尧柏特种水泥有限公司，2000年10月完成了股份制改革；2006年8月更名为现名。2006年12月在英属维尔京群岛设立的西部水泥（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（以下简称“集诚公司”，集诚公司（Faithful Alliance Limited）是由西部水泥在中国香港依法成立并有效存续的全资子公司）。变更后公司直接股东变为集诚公司，西部水泥成为公司的间接股东。2010年8月西部水泥在香港主板上市（02233.HK），共募集资金16亿港元（折合人民币约14亿元），成为陕西省第八家香港交易所上市公司。

2015年6月26日，公司母公司西部水泥完成了配售新股相关事项，本次配售的新股9.03亿股全部由海螺国际控股（香港）有限公司（以下简称“海螺国际”，海螺国际为海螺水泥的全资子公司）认购，配售完成后海螺国际持有西部水泥16.67%的股权，西部水泥取得的款项净额为15.10亿港元，并计划将配售事项所得款项用于公司运营及未来的收购与投资。2015年10月22日海螺国际通过二级市场增持西部水泥股份，增持完成后，海螺国际持有西部水泥21.20%的股权。

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

先生。

2015年11月27日，西部水泥发布《联合公告》，海螺水泥以其下属的宝鸡凤鸣山、宝鸡金陵河、乾县水泥和千阳水泥股权（股权总计45.94亿港元）收购西部水泥股份，本次收购完成后，海螺国际将持有西部水泥51.57%的股份，海螺水泥成为西部水泥控股股东和公司实际控制人。

公司经营范围为：水泥的生产；水泥机械的制造；本公司产品的销售。

截至2014年底，公司合并子公司共计18家；本部设行政部、生产技术部、财务部、人力资源部、市场部、工程管理部、监审部7个职能部门。

截至2014年底，公司（合并）资产总额98.17亿元，所有者权益（含少数股东权益0.87亿元）50.15亿元；2014年公司实现营业收入37.12亿元，利润总额3.76亿元。

截至2015年9月底，公司（合并）资产总额102.25亿元，所有者权益合计53.87亿元；2015年1~9月公司实现营业收入24.86亿元，利润总额1.66亿元。

公司注册地址：西安市高新区高科广场A座19层；法定代表人：马维平。

二、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继

续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；

12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境

1. 水泥行业

（1）行业概况

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

市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著。水泥产销率维持在 98% 以上，其中，2012~2014 年分别为 98.97%、98.97% 和 98.82%。

2012 年以来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度弱于往年，2012 年全年累计完成水泥产量 21.84 亿吨，同比增长 5.86%，水泥销量 21.61 亿吨，同比增长 6.27%，增速下降明显。

进入 2013 年，受“稳增长”政策的提振，尤其是 3 月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，2013 年水泥产量 24.2 亿吨，同比增长 10.55%，增速比 2012 年提升 4.69 个百分点；销量 23.89 亿吨，同比增长 10.54%。

2014 年全年水泥产量为 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，增速显著放缓，是自 1991 年以

来的历史最低增速；2014 年，全国累计销售水泥 24.47 亿吨，较 2013 年增长 2.43%。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的 30%和 25%。2012 年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。

2012 年全国水泥累计完成固定资产投资较 2011 年同比降低 7.0%，继 2011 年后仍保持下降趋势；全国新投产新型干法水泥生产线 124 条，全年新增水泥熟料产能 1.6 亿吨，其中，新疆、安徽、河北、湖南新增产能居前，而新增规模较 2011 年下降 20.79%。2013 年，全国新增熟料产能 0.94 亿吨，较 2012 年新增产能 1.6 亿吨明显回落；全国水泥行业固定资产投资完成 1421 亿元，同比继续下滑 6.5%。2014 年全国水泥投资完成 1080 亿元，同比下降 19%，是继 2011 年的大幅下滑后，水泥投资连续 4 年下降。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。据中国水泥协会统计，2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨，其中，西南地区新增产能最多，为 3234 万吨，其余依次为华东、中南、华北、西北和东北地区。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨，累计产能比上年增长 4%；但由于 2014 年的整体需求形势差于预期，仅增长 2%左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。

2015 年 1~9 月，中国固定资产投资、房地产投资增速双双大幅回落，分别为 10.3%和 4.20%，与去年同期相比，增速分别回落 0.6 和 0.9 个百分点，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，投资失速致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。2015 年 1~9 月，全国累计水泥产量 17.23 亿吨，同比下降

5.33%；9 月份单月水泥产量 2.18 亿吨，同比下降 4.39%，降幅有所收窄。

2015 年 1~9 月，水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 21%；华北与西北地区同比降幅较大，分别为 16%和 8%；华东和中南地区同比小幅下滑，公司水泥产能主要布局的西南地区表现较好，是全国唯一累计产量为正增长的区域。中国水泥协会初步统计，2015 年 1~8 月，全国新增新型干法水泥熟料生产线 17 条，熟料设计总产能 2129.10 万吨，同比减少 1953.60 万吨，降幅为 47.85%。从数字水泥网跟踪情况来看，因市场需求低迷、行情较差，有已具备点火产能推延至第四季度。

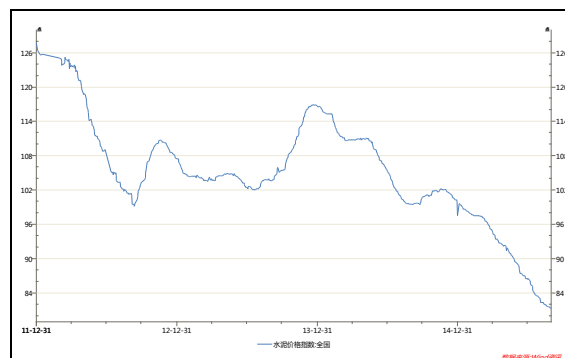
根据近 5 年全国熟料产能利用率的情况看，2015 年为同期最低水平，5、6 月份通常为全年利用率最高的月份，但 2015 年 6 月产能利用率不到 65%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

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

水泥价格

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

图 1 2012~2015 年 8 月底全国水泥价格指数



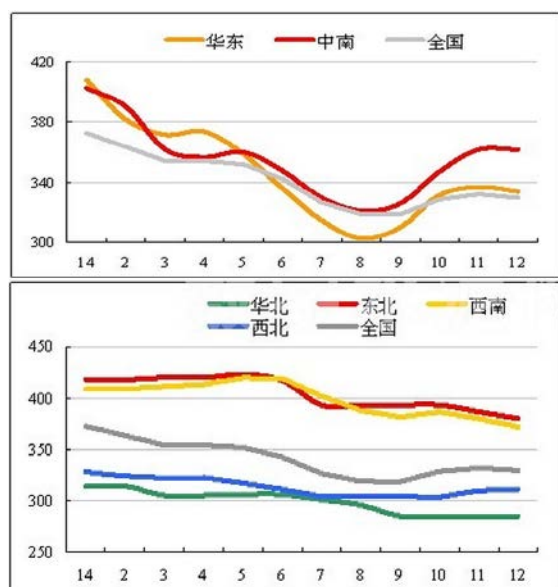
资料来源：Wind 资讯

2012 年在全国经济形势低迷的影响下，水泥价格不断下滑，到三季度前期全国水泥价格已处于行业平均价格最低水平；8 月底开始，主要由于建筑施工工期加紧带动水泥需求回升，水泥行业市场行情好转，全国平均水泥价格开始上扬；四季度，受天气等因素影响施工放缓，水泥需求逐渐由强转弱，水泥价格先升后降。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

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

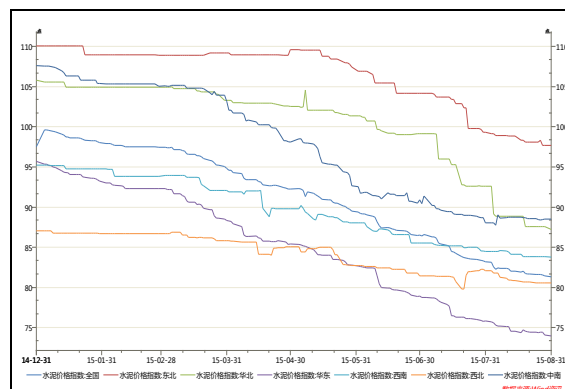
图 2 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势
(单位：元/吨)



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区 2014 年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区 2014 年延续 2013 年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过 100 元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。

图 3 2015 年 1~8 月区域水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，2015 年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015 年 6 月降至 86.55；同期，全国水泥均价降至 285.62 元/吨，同比下降 12.32%。从区域来看，华北、西北、东北依旧亏损，西南、华东、中南同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑；华北地

区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

行业经济效益

2012年，在宏观经济整体下行的影响下，全国固定资产投资及房地产投资增速纷纷回落，需求放缓对水泥生产造成了一定程度的影响。2013年房地产和基础设施建设投资增速双双回升，全年保持稳定增长，拉动了全国水泥需求的60%左右，在此带动下，2013年在全国水泥供需格局改善和行业有序竞争下，行业景气度提升，水泥量价齐升，尤其是从三四季度水泥价格上涨，全行业取得了可观的经济效益。2013年全年实现销售收入9695.69亿元，同比增长8.62%，而2012年仅增长0.06%；取得利润总额765.54亿元，同比增长约16.4%，远远高于2012年同期水平，创历史第二高水平，利润总额仅次于2011年的1019.66亿元，其中不能忽视的是2013年煤炭成本的下降为行业创造了一定的利润空间。但水泥行业效益区域分化明显，整体表现出南高北低的特点。利润下降的区域主要位居华北、东北和西北的新疆等地区，这些地区利润下降主要是由于下游需求不足，产能增长继续恶化，导致产能过剩加剧，价格低迷。

2014年水泥全行业利润总额达780亿元，比2013年增长1.8%。从月度看，利润同比增长表现出“前高后低”的特点。主要是由于2013年下半年价格“翘尾”明显，而2014年下半年价格以下跌为主，水泥行业盈利能力较去年同期下降。4~7月份，虽水泥产品价格持续下跌，但成本端煤炭价格跌幅更大（煤炭均价同降

12%），单月盈利能力始终高于去年同期。9月进入旺季，价格环升，但上升幅度不及2013年同期，盈利能力同比下降。12月上中旬，库存高需求弱促水泥价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

从区域来看，盈利水平南北分化愈加明显。盈利能力南部强于北部，华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势。然而，华北、东北和西北三个地区区域景气度差，产能过剩、需求负增，产品价格降幅大，利润比去年有较大幅度的下滑。

进入2015年以来，煤炭价格的进一步下滑未能给水泥行业带来良好的盈利能力，水泥市场量价齐跌，企业亏损加大。需求低迷是造成水泥行业盈利下滑的最大因素。国家统计局显示，2015年1~8月，中国水泥行业累计实现收入5679.60亿元，同比下滑9.10%；累计实现利润仅为156.6亿元，同比大幅下滑66.00%，为2007年以来最差水平。2015年8月，西南、华东、中南总体盈利但同比大幅下滑，尤其是西南地区8月份单月呈现了亏损，主要源于水泥价格的大幅下跌，出厂价已跌至与华北地区同等水平，低于全国平均水平20元/吨。

（2）竞争格局

从全国范围来看，近年来，由于新建产能受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式，中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范，在一定程度上解决了企业产能盲目扩张，价格无序竞争等问题。中国水泥产业集中度较低，全国前十大生产厂商市场占有率不到20%，但随着大型水泥企业兼并重组的推进，行业集中度在逐步提升。

根据中国水泥网的统计，2014年中国水泥企业熟料产能排名中，中国建材、海螺水泥产能以绝对优势位居第一和第二。

表 1 截至 2014 年底全国水泥企业水泥熟料产能排名（单位：万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	29986.3	11	天瑞水泥	3270.5
2	海螺水泥	17877.7	12	亚洲水泥	2867.5
3	中材集团	8794.7	13	拉法基瑞安	2300.0
4	冀东水泥	7030.8	14	亚泰水泥	1937.5
5	华润水泥	5849.7	15	尧柏水泥	1798.0
6	台泥水泥	5446.7	16	青松建化	1627.5
7	山水集团	5328.9	17	云南昆泥	1608.9
8	华新水泥	4417.5	18	葛洲坝水泥	1413.6
9	红狮水泥	3534.0	19	金圆水泥	1410.5
10	北京金隅	3366.6	20	江西万年青	1333.0

资料来源：中国水泥网

注：统计截至 2014 年底已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能；全年窑的运转率按 310 天计算产能；中国建材产能统计包含其合并范围内南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥；中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材。

水泥行业有一个很典型的销售半径，一般来看，水泥的销售辐射在周边 300 公里左右（华东地区在 500 公里左右），超过这个半径，其运输成本的增加将使其销售优势大幅削弱。因此，水泥市场的区域性更为明显，形成了目前多范围、多格局并存的区域水泥市场。

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差

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

表 2 水泥行业区域市场环境

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

资料来源：数字水泥

目前中国国内水泥市场的竞争已从区域化竞争逐步进入全国性竞争阶段：如目前海螺水泥在取得华东地区霸主地位后，将其重心转到两广市场；冀东水泥的三北战略“华北、东北、西北”；华新水泥在巩固其在湖北的龙头

地位后，积极向北发展等。大型水泥企业集团对各区域市场的争夺呈梯队演进，之前在华东地区、西南地区，目前在华南地区，继而是河南、华北地区，其后的顺序为东北、西北市场；目前，海螺水泥、中材股份和冀东水泥等大型

企业均加大了对西北市场开拓力度，通过新建、兼并等方式大力布局西北市场。各大水泥企业转移发展目标至西北市场，同时辅以近年来愈发大力推进的去产能政策，预计未来全国水泥产能重心将逐步向西移动。

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

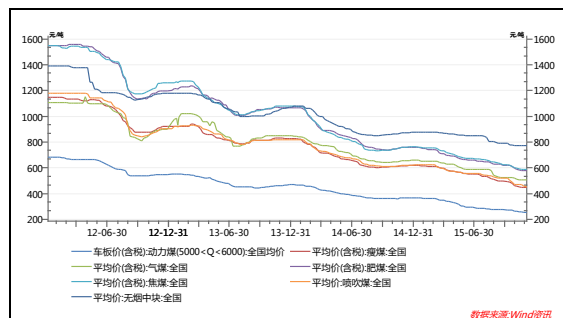
(3) 上下游分析

上游原材料

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

煤炭

图4 截至2015年11月底国内主要煤炭交易品种含税均价（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯

近年来，煤炭价格变动剧烈。2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年12月31日环渤海动力煤价为525元/吨，较2013年底下降16.80%，2015年三季度煤炭价

格进一步小幅下探。总体上，2012年至今煤炭价格呈下滑趋势。

电力

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省（区、市）天然气发电上网电价，于9月25日起执行，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号）规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价。

由于电价受政府主导，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。国内水泥行业为

了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，余热发电可提供单位水泥生产约 30% 的用电。

下游需求

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

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业，2013年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为9.35万亿元，同比增长21.18%，较2012年提高7.46个百分点；2014年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为11.22万亿元，同比增长19.93%，较2013年增速下降1.25个百分点。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2013年，全国房地产开发投资8.60万亿元，比上年名义增长19.8%（扣除价格因素实际增长19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。2014年全国房地产开发投资9.50万亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速较2013年显著放缓，增速为近10年来的最低值；其中住宅投资增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，比上年下降10.7%，其中住宅新开工面积下降14.4%。

2015年1~10月，全国房地产开发投资78801亿元，同比增长2%，增速回落0.6个百分点。前十个月，商品房销售面积94898万平方米，同比增长7.2%，增速回落0.3个百分点。2015年1~10月，房屋新开工面积127086万平方米，下降13.9%。房屋竣工面积61201万平方米，下降4.2%，降幅收窄5.6个百分点。

由此看出，基建投资的较快增长，为水泥需求总量的稳定提供了重要支撑，但房地产投资增速的快速下滑是导致水泥需求增速大幅下降的主要因素。

（4）行业政策和关注

水泥产业政策集中于五个方面：一是提高行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调。

2014年3月，国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，强调兼并重组是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构的重要途径，后续将更加专注于兼并重组市场环境的改善、逐渐减少行政审批事项，取消下放部分审批事项，取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责。取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）等。

2014年5月8日，工信部下发《2014年淘汰落后产能任务》，其中，淘汰水泥（熟料及磨机）5050万吨。

2014年9月1日，发改委、财政部、环保部就调整排污费征收标准等问题发布通知，要求2015年底前水泥等行业严格核定排污费。具体内容包括：调整排污费征收标准，促进企业治污减排；加强污染物在线监测，提高排污费收缴率；实行差别收费政策，建立约束激励机制；加强环境执法检查，主动接受社会监督等。

2014年12月2日，国家标准化管理委员会批准GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第2号修改单，将于2015年12月1日起取消32.5复合硅酸盐水泥。2013年我国水泥产量达到24.1亿吨。据测算，其中的32.5强度等级复合硅酸盐水泥产量约有11~12亿吨，所占比重接近50%；其中32.5水泥产量（按2013年产量计算）约7~8亿吨。32.5复合水泥标准取消有望增加高标号水泥生产使用量、带动水泥价格提高、提升行业集中度，但企业大概率将通过提高水泥熟料产品质量等措施转向生产复合32.5R水泥（R代表早强型，带R的早强水泥在

早期就能产生较高的强度，PC32.5R水泥相比PC32.5水泥多耗用5%熟料，因此在熟料产能不变的情况，水泥总产能将有一定程度收缩，但影响较小），而非42.5或更高等级的水泥。因此，针对这一形势，2015年9月23日，中国建筑材料科学研究总院将修订的国家标准《通用硅酸盐水泥》（征求意见稿）向各大水泥企业发布征求意见。与GB175-2007《通用硅酸盐水泥》相比，此次征求意见稿主要修订内容是取消复合硅酸盐水泥的32.5、32.5R强度等级。

“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调，有利于大力推进节能减排、兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，水泥行业将进入价值回归的健康发展态势。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

（5）行业发展

根据2014年底召开的中央经济工作会议精神，2015年投资将进入新常态，投资驱动的经济增长模式发生变化，投向将更加精细化，而不再强调过高的增长速度。投资将转向城市改造、基建投资重点突出在中西部铁路与城市轨道交通。分结构来看，基建投资维持高位并有上行趋势，房地产和制造业投资增速将继续低位运行，但总体来说房地产和制造业投资将拖累整体投资增长，投资增长仍将低位运行。作为与固定资产投资密切相关的水泥行业，需求增速放缓将成为必然趋势。

随着西南地区大型水利水电、铁路等大型基础设施项目的继续投入，将对西南地区水泥市场需求形成一定支撑；此外，2015年以来国家实施的房地产新政及央行采取的降准

降息的宽松货币政策，均对房地产行业未来发展形成支撑，进而有利于促进水泥行业的回暖。

长期看，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有望得到缓解，为水泥行业健康可持续发展带来新的机遇，进而大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

短期看，2015年下半年，经济下行压力仍然较大，“稳增长”预期有望持续强化；尽管前期房地产政策有所放松，其短期对投资拉动效应不明显，预计全年需求仍难有大幅回升；未来水泥行业“稳增长”将主要由包括铁路投资、地下综合管廊建设和“长江经济带”等区域基建项目的不断投产来拉动。未来一段时间内，西南地区新增产能短期内难以化解，产能过剩压力显著，水泥行业供需关系难以得到改善，水泥行业盈利形势面临较大的短期压力。此外，随着新环保法的实施，为应对高标准环保要求，水泥行业存在整体行业利润降低的可能性。

2. 区域经济

根据《2014年陕西省国民经济和社会发展统计公报》，2014年陕西省实现地区生产总值17689.94亿元，比上年增长9.7%。其中，第一产业增加值1564.94亿元，增长5.1%，占生产总值的比重为8.8%；第二产业增加值9689.78亿元，增长11.2%，占54.8%；第三产业增加值6435.22亿元，增长8.4%，占36.4%。人均生产总值46929元，比上年增长9.4%。2014年陕西省实现工业增加值8090.39亿元，比上年增长11.0%。其中，规模以上工业增加值增长11.3%。规模以上工业中，重工业增加值增长11.2%，轻工业增长12.1%。

2014年陕西省城镇居民人均可支配收入24366元，比上年增加2020元，名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%；农村居民人均纯收入7932元，比上年增加840元，名义增长

11.8%，扣除价格因素实际增长 9.9%。

总体来看，近年来国民经济下行压力加大，但考虑到陕西地区经济增长势头较好，未来该区域仍有稳定的水泥需求，行业发展空间较为良好。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 9 月底，公司股东为集诚有限公司，持股 100%。集诚有限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。2015 年 11 月 27 日，公司母公司西部水泥发布公告，海螺水泥通过下属子公司股权收购西部水泥股份，本次收购完成后，海螺国际将持有西部水泥 51.57% 的股份，海螺水泥成为西部水泥控股股东和公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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

如前文所述，2015 年 6 月 26 日，2015 年 7 月、2015 年 11 月，海螺水泥通过入股、增持，股权增资的方式对西部水泥持续增持，2015 年 11 月相关增持事项完成后，海螺水泥成为西部水泥和公司实际控制人。海螺水泥为公司在陕西市场的最大竞争者之一，2015 年海螺与公司的并购重组事宜有助于进一步整合陕西省水泥行业，减少区域内的恶性竞争，对区域内水泥价格的稳定有着促进作用。

截至 2015 年 9 月底，公司共拥有 15 个水泥生产基地，包括 18 条熟料生产线、18 条水泥生产线；分布在陕西省关中东部的渭南市、省会西安市和陕南汉中市、安康市、商洛市，新疆和田、于田、伊犁及贵州贵阳市等地；具备年产 1772 万吨熟料、2710 万吨水泥的生产

能力。此外，公司还拥有 11 座大型余热发电站。

公司主要产品有“尧柏”牌 32.5R、42.5R 等普通硅酸盐水泥及 425#低热矿渣、525#道路、525#中热硅酸盐水泥等各种强度等级的中热硅酸盐水泥、低热硅酸盐水泥、低热矿渣硅酸盐水泥、道路水泥等特种水泥，广泛应用于铁路、机场、水利、交通、石油等国家和省重点工程项目。“尧柏”牌水泥作为陕西省名牌产品，连续多年被评定为“优秀外商投资企业”，连续三年进入世界知名商业杂志《福布斯》“中国潜力 100 强”排行榜。

3. 人员素质

公司高级管理人员 10 人，其中包括总裁 1 位，副总裁 3 位，财务总监 1 位等，均具有丰富的企业管理经验。

2015 年，公司董事会同意张继民先生辞去公司董事长、法人职务、田振军先生辞去公司总裁职务、李文育先生辞去公司副总裁职务、陈志信先生辞去公司行政总监兼董事职务，公司董事会聘任马维平先生为公司董事长兼总裁，并担任尧柏集团法人代表；增加刘建军先生为公司副总裁。公司新一届董事成员由马维平、田振军、王建礼、李文育、王九军、刘建军、王蕊组成。

马维平先生，1961 年生，1982 年 2 月毕业于上海同济大学建筑材料专业，于美国宾夕法尼亚州立大学获得材料学博士学位、美国密西根州立大学获得工商管理硕士学位。1996~2002 年，在美国豪瑞（Holcim）公司先后担任高级工艺工程师、项目经理、产品与发展部经理；2002~2009 年，先后担任拉法基（中国）和拉法基瑞安水泥副总裁，拉法基骨料与混凝土分支总经理、副总裁等。2015 年 2 月 5 日至今，担任公司总裁。

刘建军先生，1969 年生，2014 年 12 月获得陕西省工信厅和人力资源保障厅高级工程师，1998~2014 年，先后担任蒲城县第二水

泥厂烧成车间主任、陕西尧柏特种水泥公司三厂厂长、西安蓝田尧柏总经理及尧柏汉中大区总经理，2015 年至今，担任公司副总裁。

截至 2015 年 9 月底，公司在职工 5300 人。按教育程度分类，大专以上学历占 23.72%，高中和中专学历占 38.32%，初中以下学历占 37.96%；从岗位类别看，管理人员占 10.17%，生产人员占 86.23%，销售人员占 3.60%；从年龄结构看，30 岁以下的员工占 37.56%，31 至 50 岁的员工占 54.70%，50 岁以上员工占比 7.74%。

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

4. 技术水平

公司拥有先进的新型干法水泥生产线 18 条。其中，4000t/d 以上新型干法水泥生产线 5 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 11 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。

5. 外部环境

陕西区域环境

陕西省是中国西北地区经济发展的龙头，其区位优势、市场优势、资金优势和人才优势明显。随着国家西部大开发的步伐推进，以及《陕西省加快县域城镇化发展纲要》等一系列国家及地方政策的深入实施，近年来陕西省经济快速发展，连续多年 GDP 保持两位数增长。陕西是西北门户，和内蒙、山西、河南、湖北、四川、甘肃、银川七省区交界。2008~2014 年的 6 年间，陕西水泥产量翻了 2.5 倍，平均增速 18.94%，是高速发展时期，2011 年增速回落，从增长 27.27%到 2015 年的下降 9.29%，从快速下滑进入负增长。水泥价格方面，2012、2013 年增长至 300 元/吨，2014、2015 年由于供需矛盾加剧，价格持续走低，2015 年价格走势低于去年同期。

2011 年水泥需求增速开始下滑，但每年仍有新增产能释放，4 年间增长 1700 万吨熟料产能，加之山西、内蒙产能压向陕西，使陕西供需关系矛盾持续恶化，价格维持低位运行。

海螺水泥于 2010 年进入陕西，2011 年收购众喜后，陕西基本形成了尧柏水泥、冀东水泥、海螺水泥、声威水泥等 4 家企业主控市场局面，4 家产能占到 77%，关中（西安、咸阳、铜川、渭南）地区的熟料产能占全省的 60%，4 家企业在此交集。2015 年，海螺水泥和西部水泥进行资产重组，资产重组完成后西部水泥产能在陕西水泥市场将进一步提高，尤其在陕南和川北地区的市场份额占比更大；海螺水泥、尧柏水泥的合作将继续推动陕西市场整合。

总体看，随着国家对西部地区基础设施建设及生态环境建设和优势产业发展规划的加快实施，预计“十三五”期间重点工程将陆续开工建设，陕西省水泥的需求将不断增加，为省内水泥生产制造企业带来新的发展机遇和良好的发展前景。

新疆区域环境

新疆维吾尔自治区是中国面积最大、陆地边境线最长、毗邻国家最多的省区，其水泥发展的最大优势是煤炭和石灰石储量丰富。新疆是一个比较封闭的市场环境，水泥产品主要以本地消化为主。随着国家西部大开发的步伐推进，“绿洲经济”、“喀什、霍尔果斯经济特区建设”、“一带一路”等经济发展政策的提出，新疆地区固定资产投资逐年加大。2010 年中央新疆工作会议提出要用十年时间实现“跨越式发展，长治久安”。为落实中央加快发展新疆的各项政策及精神，推进落实十九个省市去对新疆的支援，确定新疆“十三五”发展的具体战略，预计新疆“十三五”期间，在国家和自治区加大交通基础设施、新型工业化发展、城镇化发展以及大批涉及民生以及基础设施工程项目陆续启动的推动下，水泥需求将保持高速增长。

总体来看，随着中央加快发展新疆的各项政策及精神的深入落实，新疆大规模生产及基础设施建设、搬迁改造、城镇化发展将成为其发展主旋律，为疆内水泥企业发展提供了更广阔的发展前景。

6. 外部支持

公司为资源综合利用企业，享受国家增值税退税政策所得补贴，2012~2014 年，获得政府补贴收入分别为 1.67 亿元、1.76 亿元和 1.36 亿元，计入“营业外收入”。

公司为西部水泥的主要运营主体，2015 年以来西部水泥和海螺水泥的联合重组事项逐步开展，进一步壮大了公司资本实力和经营实力。其中 2015 年 9 月西部水泥对公司增资 2.7 亿元，股东对公司借款 5.3 亿元，另外 2015 年 11 月收购事项完成后，海螺水泥 4 家子公司的股权将纳入公司合并报表，公司资产规模有望得到大幅度提升。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了董事会、监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。董事会会议应当由三分之二以上的董事出席方可举行。每一董事享有一票表决权。董事会做出决议，必须经出席会议全体董事的过半数通过。监事会由 3 名监事组成，其中两名由股东委派，一名由职工代表担任。

公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作，包括设总裁 1 名及副总裁 4 名，由董事会聘任和解聘。

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

2. 管理水平

目前，公司本部设有监审部、市场部、财务部、行政部、人力资源部、生产技术部和工程管理部等 7 个职能部门，并下设渭南大区、富平大区、商洛大区、安康大区、汉中大区、新疆大区 6 个大区分管各地域内子公司及销售和物流公司，形成多层次管理组织架构，从内控管理、资金管理、安全管理、人力资源管理、财务管理等多方面提升公司核心竞争力。

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

资金管理方面，公司制定有《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投资性资金，设立生产性资金归集专户和投资资金专户，通过上报审批机制，严格控制各子公司及各部门资金使用情况，保障资金使用安全的同时，提高了资金使用效率。

安全管理方面，为贯彻落实公司“安全第一、预防为主、综合管理”的安全生产方针，加强安全管理，提高全员安全意识，确保公司经营目标顺利完成，公司制定了《尧柏特种水泥集团有限公司安全管理制度》并成立安全环保委员会督促、指导、监督各部门及子公司的安全生产工作。

人力资源管理方面，公司制定有《尧柏特种水泥集团有限公司人力资源管理制度》，明确公司人力资源管理制度与相关业务流程，对集团公司本部及各子公司人员统筹协调，统一招聘；在岗位管理上，集团公司及子公司部门经理以上管理人员均由集团公司董事会或总裁提名，经董事会审议批准后，以人事聘任形式公布；在人员考核方面，公司建立有完善的各部门考核机制和评价体系；同时，公司具备完善的培训教育体系，重点负责管理干部与技术人员培训、培养工作。

总体看，公司部门设置合理，管理制度健

全，综合管理水平较好。

六、 经营分析

1. 经营现状

公司以水泥为主业，业务区域集中于陕西、新疆和贵州地区。2012~2014 年公司分别实现营业收入 35.69 亿元、38.96 亿元、37.12 亿元，其中 2014 年受行业景气度较弱影响，收入规模同比下降 4.71%。2015 年前三季度公司实现营业收入 24.86 亿元，是 2014 年全年的 66.96%，主要是 2015 年水泥市场继续延续下行趋势，市场需求和销售均价同比下降。

从毛利率来看，2012 年和 2013 年公司毛利率保持 19%左右，2014 年公司水泥毛利率为 17.02%，较 2013 年下降 1.98 个百分点，主要是受市场竞争加剧，水泥销售价格有所下降，且区域水泥市场趋于饱和，部分生产线产能利用率不足，折旧上升等因素影响；但在水泥行业不景气的情况下，公司水泥毛利率下降幅度较小，主要得益于公司调整经营策略加大成本控制力度，同时煤炭价格的走低也降低了公司营业成本。2015 年前三季度，水泥业务毛利率持续走低，为 16.75%。

表 3 近年来公司经营情况（单位：万元、%）

项目	营业收入				毛利率			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
1. 主营业务小计	356716.72	389323.19	370626.88	246573.45	19.86	18.98	16.89	16.41
其中:水泥、熟料	355573.02	386393.94	367600.27	206117.23	19.87	19.00	17.02	16.75
运输收入	1143.70	2929.25	3026.61	1931.15	17.56	16.30	1.06	4.50
2. 其他业务小计	149.00	254.48	587.88	1999.78	38.47	94.07	80.85	65.14
合计	356865.72	389577.67	371214.76	248573.23	19.87	19.03	16.99	16.30

资料来源：公司提供

从公司主要产品收入构成来看，2014 年，公司 42.5 水泥产品对收入贡献占比有所提升，主要是随着西安地区商混站需求量的增加，以及西成高铁从 2013 年开始进入全面施工阶段，

42.5 水泥的需求有所上升。

2. 原材料采购

公司外购原燃料主要包括煤炭、电力、石

灰石、硫酸渣、粘土、废石等，其中以煤炭、电力、石灰石为主；公司石灰石、煤炭、电力分别在水泥成本中占 3.01%、19.35% 和 19.77%。公司原料采购实行统一采购，集团所需所有原材料等均由下属子公司尧柏物资有限公司统一实施，以提高同供货商的谈判优势，降低材料设备价格，提高资金使用效率。公司结算方式主要使用现金及银行承兑汇票两种方式，现金和银行承兑汇票比率约为 7:3。

石灰石系水泥生产中重要原料，公司拥有自有石灰石矿山，截至 2015 年 9 月底，公司拥有石灰石矿山 22 座，总储量 65987.83 万吨，年开采量 1603.20 万吨，2015 年前三季度实际

开采量 863.61 万吨。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）、商洛市（镇安县、丹凤县）及新疆维吾尔自治区和田地区（墨玉县）。2012~2014 年，公司石灰石自给比率分别为 73.79%、77.98%、75.63%。2015 年前三季度公司石灰石开采情况正常，其中陕西安康市旬阳县、新疆和田地区墨玉县出现超采。公司重视水泥项目的资源配置情况，各在建项目均已按照“国发[2009]38 号”文的精神落实了水泥熟料生产线的配套石灰石资源，根据矿山储量，基本可以满足水泥熟料生产线 30 年以上的需求。

表 4 公司主要资源情况（单位：万吨、万吨/年）

矿山地址	开采矿种	2015 年 1-9 月 实际开采量	采矿权证规定 年开采量	储量报告中 总储量
陕西渭南市蒲城县	水泥用石灰岩	29.11	107.8	3992.81
陕西省渭南市富平县	水泥用石灰岩	98.41	390	14862.5
陕西西安市蓝田县	水泥用石灰岩	116.3	212	6584.20
陕西安康市汉滨区关庙镇	水泥用石灰岩	--	15	119.7
陕西安康市汉滨区花园乡	水泥用石灰岩	--	10	200.64
陕西安康市汉滨区早阳乡	水泥用石灰岩	--	10	185.85
陕西安康市汉滨区丁河	水泥用石灰岩	2.95	8	135.89
陕西安康市汉滨区王埡子	水泥用石灰岩	--	10	192.28
陕西安康市汉滨区磨沟	水泥用石灰岩	--	10	216.68
陕西安康市汉滨区桥沟	水泥用石灰岩	--	6	120.08
陕西安康市汉滨区五里镇	水泥用石灰岩	--	10	115.58
陕西安康市汉滨区江北办朱家湾	水泥用石灰岩	--	10	60.48
陕西安康市旬阳县	水泥用石灰岩	228.33	175.4	7509.64
陕西汉中市勉县	水泥用石灰岩	106.59	110	4210.70
陕西汉中市洋县	水泥用石灰岩	87.28	123	14726.9
陕西商洛丹凤东大山	水泥用石灰岩	35.03	120	2793.7
陕西商洛丹凤老虎沟	水泥用石灰岩	43.37	50	1498.82
陕西商洛市镇安县褚家山	水泥用石灰岩	--	45	1653.13
陕西商洛市镇安县永乐镇	水泥用石灰岩	30.5	40	2063.6
新疆伊犁霍城苍英沟	水泥用石灰岩	9.63	15	1251.39
陕西省汉中市西乡县盖仙寺矿区西段	水泥用石灰岩	48.66	108	3241.75
新疆和田地区墨玉县	水泥用石灰岩	27.45	18	251.51
合计		863.61	1603.2	65987.83

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，公司通过尧柏物料统一协调采购来控制成本。公司与各煤炭企业进行长

期战略合作，每年签署采购协议，可保障煤炭质量和数量，采购价格随行就市。近年来，煤

炭采购量随着生产需求而波动，采购均价持续下降，2015 年前三季度采购均价为 332.56 元/

吨。其他原材料的采购量受生产需求影响，2014 年采购量均较 2013 年有所下降。

表 5 公司主要原料采购情况

原料	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
煤炭	采购量 (万吨)	158.76	179.01	171.17	119.77
	采购均价 (元/吨)	559.45	470.05	410.27	332.56
电力	采购量 (亿千瓦时)	12.30	13.77	13.84	9.34
	采购均价 (元/千瓦时)	0.47	0.45	0.45	0.42
石灰石	采购量 (万吨)	1166.21	1312.06	1275.41	923.72
	采购均价 (元/吨)	14.82	15.81	15.96	16.72
硫酸渣	采购量 (万吨)	46.05	49.03	44.29	27.63
	采购均价 (元/吨)	115.01	117.18	112.73	104.03
粘土	采购量 (万吨)	116.03	139.09	126.53	69.30
	采购均价 (元/吨)	7.35	7.52	7.76	7.52
废石	采购量 (万吨)	317.8	375.2	374.72	234.91
	采购均价 (元/吨)	15.42	16.83	16.39	15.49

资料来源：公司提供

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 11 座大型余热发电站。2012~2014 年公司余热发电分别占公司总用电量的 18.52%、21.58%和 22.02%，分别节约成本 0.96 亿元、1.27 亿元和 0.97 亿元。

表 6 公司发电情况 (单位：亿千瓦时、%、万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
低温余热发电量	2.12	2.82	3.05	2.18
余热发电总用电占比	18.52	21.58	22.02	23.37
余热发电节约用电成本	9559.22	12696.01	9654.51	6357.50

资料来源：公司提供

石膏和粉煤灰为国家综合利用产品，可享受税收减免政策。各生产单位直接与电厂签订合同，主要合作电厂陕西蒲城电力实业有限责

任公司、陕西华西电力科技环保有限责任公司，结算方式为月结。

总体看，公司有效的采购管理模式有利于控制成本。近年来原材料保障较好，主要原燃料煤炭价格的持续下降，一定程度上缓解了公司的成本压力。

3. 生产经营

公司主要生产普通水泥，产品适用于工业与民用建筑、桥梁和涵洞等大型工程，以及砼结构工程。公司共有 18 条新型干法水泥生产线，其中 2015 年新投产两条生产线分别位于新疆伊犁和贵州花溪，熟料产能 1772 万吨，水泥产能 2710 万吨。

公司水泥熟料生产线均采用大型新型干法生产工艺，水泥生产线控制采用 DCS 中央集中控制系统；水泥生产线采用 ABB Freelance 800F 控制系统。公司向装备大型化和节能减排方向发展，并确定了优先发展日产熟料 5000 吨/日的大型新型干法水泥生产线，在生产线建设中采用国产大型立磨，配套辊压机联合粉磨

系统。2012~2014 年工业行业淘汰落后产能名单内的企业不包含公司各级子公司。

公司生产及销售的主要水泥产品为通用水泥（执行标准：GB175-2007），通用水泥主要有普通硅酸盐水泥（强度等级包括：42.5、42.5R、52.5、52.5R）、复合硅酸盐水泥（强度等级包括：32.5、32.5R、42.5、42.5R）两个品种。

近三年公司无特种水泥生产，生产产品主要为普通硅酸盐水泥和复合硅酸盐水泥。其中以 42.5 水泥、32.5R 复合水泥和 32.5 复合水泥为主，2014 年以上主要型号产品占收入的 94%。近年来，随着西安地区商混站需求量的增加，以及西成高铁进入全面施工阶段，42.5 水泥、42.5 低碱水泥和 42.5R 低碱水泥产品的需求有所上升。

表 7 公司生产情况（单位：万吨、%）

时间/项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
水泥产能	2380	2380	2380	2710
产量	1417.69	1616.60	1559.15	1184.19
产能利用率	59.57	67.92	65.51	58.26

资料来源：公司提供

公司近三年水泥产量分别为 1417.69 万吨、1616.60 万吨和 1559.15 万吨，2015 年前三季度产量为 2014 年全年的 75.95%，受公司 1~3 月实行错峰停产影响，公司水泥产量和产能利用率有所降低。受区域市场产能快速扩张、竞争加剧影响，公司产能利用率较低。公司面临一定竞争压力。

总体看，公司整体生产工艺较先进，近三年符合行业发展政策，公司目前主要产品以普通硅酸盐水泥和复合硅酸盐水泥为主。受市场竞争影响，2014 年产量较 2013 年有所下降。

4. 产品销售

公司销售渠道模式为“大客户直销+经销

商分销”方式，对国家重点建设项目的国有建设单位及实力雄厚的房地产开发商，采用直销方式，由公司直接进行运作与管理；对区域经销商采用预付款销售的方式，明确划定其销售区域，并对其销售价格与区域市场实施有效监控。

公司紧抓市场动向，确定了直销、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 27%、61% 和 12%。公司根据整个水泥市场运行情况，适时调整客户群体。从客户行业分布来看，房地产和公路工程是公司主要客户群体，民用水泥用户群体则逐年增大，2014 年达到销售总量的 56.44%。2013 年以来，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。

表 8 公司客户分布情况（单位：%）

行业分类	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
房地产	16.02	26.87	24.02	31.74
铁路工程	8.25	5.09	8.21	8.55
公路工程	11.47	5.49	10.23	12.39
内河航道工程	0.41	0.60	1.10	0.05
轨道交通	0.43	0.07	0.00	1.25
其他	63.42	61.93	56.44	46.02
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

公司近年产销率维持在 100%左右，但受市场竞争加剧影响，公司产能利用率维持较低水平，其产品销售均价持续下跌，其中 2015 年前三季度每吨水泥销售均价较 2014 年下降 21.97 元，主要是 2015 年水泥市场行情走弱，

竞争加剧，水泥价格呈现量价齐跌的现状。

表 9 公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
产量	1417.69	1616.6	1559.15	1184.19
销量	1419.29	1611.25	1560.54	1160.3
产销率	100.00%	99.67%	100.00%	97.98%
价格	278.08	267.13	261.02	239.05

资料来源：公司提供

注：上表中水泥价格为含税价格。

从销售区域来看，2012~2014 年公司水泥销售区域从以陕西中部地区为主逐步拓展到陕西南部占主导地位。2014 年，公司在陕西关中东部和陕西南部地区占据较大优势，市场份额均在 70%以上。2011 年以来，随着海螺水泥和冀东水泥产能的扩大，公司在关中地区的水泥销售压力有所加大。

2015 年 11 月海螺水泥和西部水泥资产重组已经公告，未来随着海螺水泥股权资产的注入，公司水泥产能有望增加。同时此次资产重组有利于公司在陕西省水泥市场占有率的提升，在水泥市场竞争力有望增强。另外公司实

际控制人变更为海螺水泥，公司水泥业务借鉴海螺水泥先进丰富的生产管理经验，有益于公司长期稳定发展。

5. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数有所下降，三年均值为 14.02 次，2014 年为 12.65 次；同期，公司存货周转次数持续下降，三年均值为 6.56 次，其中 2014 年为 6.34 次；近三年公司总资产周转次数维持较低水平，三年分别为 0.38 次、0.40 次和 0.38 次。

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

6. 未来发展

截至 2015 年 9 月底，公司在建工程为环保公司的危废项目，总投资 0.65 亿元，已投资 0.18 亿元，根据 2015 年西部水泥公告，公司将环保公司转让给海螺水泥，后续投资由海螺水泥来负责。公司实际后续无重大投资项目。

表 10 截至 2015 年 9 月底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	截至 15 年 9 月底已投资额	15 年 9 月-16 年 12 月计划投资
环保公司危废项目	建设中	6500.00	1767.00	4500.00
合计		6500.00	1767.00	4500.00

资料来源：公司提供

未来公司将以陕西省内的发展为重点，向外延伸发展周边市场，继续完善新疆产业布局，并拓展西南市场，在优势区域配套混凝土和骨料业务。另外公司与海螺水泥资产重组，公司在陕西省市场占有率将提升，水泥竞争优势凸显，尽管水泥行业产能过剩严重，但公司在区域市场优势的地位有助于减缓行业因素带来的影响。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表经希格玛会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年前三季度报表未经审计。截至 2014 年底，公司共有一级子公司 18 家，公司合并范围较上期无变化，财务可比性强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 98.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.87

亿元) 50.15 亿元; 2014 年公司实现营业收入 37.12 亿元, 利润总额 3.76 亿元。

截至 2015 年 9 月底, 公司(合并)资产总额 102.25 亿元, 所有者权益合计 53.87 亿元; 2015 年 1~9 月公司实现营业收入 24.86 亿元, 利润总额 1.66 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年, 公司资产总额有所增长, 年均增长 2.36%。截至 2014 年底, 公司资产总额 98.17 亿元, 较上年底增长 1.17%, 其中流动资产占 18.48%, 非流动资产占 81.52%, 公司以非流动资产为主。

流动资产

近三年, 公司流动资产有所波动, 年均增长 2.99%。截至 2014 年底, 公司流动资产合计 18.14 亿元, 较上年底下降 3.15%, 主要由货币资金(占 35.99%)、应收账款(占 13.54%)、其他应收款(占 14.84%)和存货(占 26.80%)构成。

2012~2014 年, 公司货币资金不断增长, 年均增长 13.96%。截至 2014 年底, 公司货币资金 6.53 亿元, 其中银行存款 6.51 亿元, 现金 0.02 亿元, 公司无受限货币资金。

2012~2014 年, 公司应收账款快速增长, 年均增长 36.66%。截至 2014 年底, 公司应收账款 2.46 亿元, 同比增长 36.25%, 其中 1 年以内的应收账款占 94.07%, 1~2 年的占 3.74%, 2 年以上的占 2.19%, 公司共计提坏账准备 0.04 亿元, 计提比例尚可。

近三年, 公司其他应收款快速下降, 年均下降 20.86%。截至 2014 年底, 公司其他应收款 2.69 亿元, 较上年底下降 25.76%, 从账龄上看, 1 年以内的占 97.72%, 1 至 2 年的占 0.39%, 2 至 3 年的占 1.57%, 3 年以上的占 0.32%。公司其他应收款主要是公司应收垫付富平公司的往来款项 6733 万元, 及各公司应收增值税进项税款 7183 万元, 应收集诚公司垫付利息、股息所得税 3649 万元。

2012~2014 年, 公司存货有所增长, 年均增长 8.36%。截至 2014 年底, 公司存货合计 4.86 亿元, 同比增长 3.06%, 主要以原材料(占 55.81%)和自制半成品(占 39.76%)为主, 公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

近三年, 公司非流动资产保持相对稳定, 年均增长 2.21%。截至 2014 年底, 公司非流动资产合计 80.02 亿元, 同比增长 2.20%, 主要由固定资产(占 74.27%)、在建工程(占 15.65%)和无形资产(占 7.11%)构成。

2012~2014 年, 公司固定资产有所波动, 年均增长 0.47%。截至 2014 年底, 公司固定资产合计 59.43 亿元, 同比下降 2.89%, 主要由机器设备(占 43.47%)和房屋及建筑物(占 36.52%)构成。固定资产成新率 71.08%, 成新率较高。公司及控股子公司韩城尧柏阳山庄水泥有限公司、西安蓝田尧柏水泥有限公司和汉中勉县尧柏水泥有限公司以部分机器设备抵押借入短期借款 0.51 亿元。2014 年, 水泥生产线、矿山设施及其他零星工程转入固定资产 3.42 亿元。

近三年, 公司在建工程波动中有所增长, 年均增长 9.26%。截至 2014 年底, 公司在建工程合计 12.52 亿元, 同比增长 32.42%, 主要以水泥生产线(占 98.80%)为主。

截至 2015 年 9 月底, 公司资产总额 102.25 亿元, 其中流动资产占 23.76%, 非流动资产占 76.24%。

公司资产以非流动资产为主, 公司固定资产占比增长且规模较大, 固定资产成新率较高。2015 年以来, 因无新建生产线, 公司在建工程下降较快。整体来看, 公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年, 公司所有者权益有所增长, 年均增长 5.47%。截至 2014 年底, 公司所有者权益 50.15 亿元(含少数股东权益 0.87 亿元),

同比增长 4.72%，主要由未分配利润的增长所致。公司 2014 年所有者权益主要由实收资本（占 32.30%）和未分配利润（占 60.89%）构成。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 53.87 亿元，较 2014 年底增长 7.42%，主要系实收资本增加所致。

总体来看，公司所有者权益中，未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较弱。

负债

2012~2014 年，公司负债相对保持稳定，年均下降 0.61%。截至 2014 年底，公司负债合计 48.02 亿元，较上年底下降 2.29%，其中流动负债占 51.31%，非流动负债占 48.69%。公司流动负债占比有所上升。

近三年，公司流动负债有所波动，年均增长 1.08%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 24.64 亿元，较上年底增长 16.57%，主要由短期借款（占 26.88%）、应付账款（占 29.79%）、应付利息（占 16.30%）和其他应付款（占 16.17%）构成。

2012~2014 年，公司短期借款波动中有所下降，年均下降 12.97%。截至 2014 年底，公司短期借款合计 6.62 亿元，同比增长 8.66%，其中质押借款占 26.89%，抵押借款占 73.11%。

近三年，公司应付账款有所增长，年均增长 5.60%。截至 2014 年底，公司应付账款合计 7.34 亿元，同比增长 7.15%。从账龄来看，1 年以内的占 94.14%，1 至 2 年的占 3.54%，2 年以上的占 2.32%。公司应付账款综合账龄较短。

2012~2014 年，公司应付利息快速增长，年均增长 84.30%。截至 2014 年底，公司应付利息 4.02 亿元，同比增长 22.26%，主要是 2014 年公司计提集诚公司的借款利息未支付 7313 万元，导致应付利息增加。

近三年，公司其他应付款不断增长，年均增长 10.48%。截至 2014 年底，公司其他应付款 3.98 亿元，同比增长 10.98%。从账龄来看，

1 年以内的占 88.94%，1 至 2 年的占 2.51%，2 至 3 年的占 7.04%，3 年以上的占 1.51%。整体来看，公司其他应付款综合账龄较短。

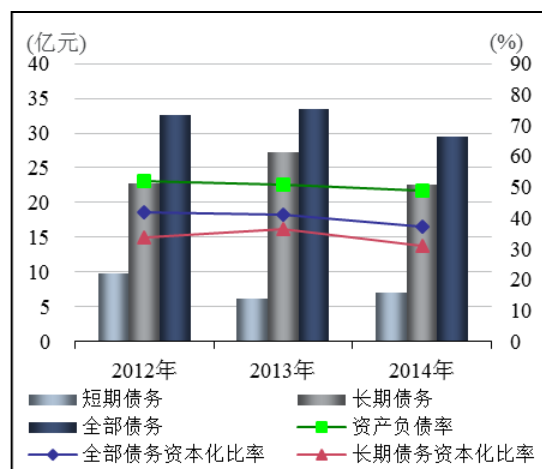
2012~2014 年，公司非流动负债有所波动，年均下降 2.31%。公司 2014 年底非流动负债合计 23.38 亿元，同比下降 16.52%，主要由长期借款（占 62.50%）和应付债券（占 34.07%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款快速下降，年均下降 19.93%。截至 2014 年底，公司长期借款 14.61 亿元，同比下降 24.50%，其中信用借款占比 89.05%，抵押借款占比 10.95%。

2012~2014 年，公司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有所下降。近三年，公司资产负债率分别为 51.88%、50.64%和 48.91%；全部债务资本化比率分别为 41.91%、41.08%和 37.04%；长期债务资本化比率分别为 33.58%、36.30%和 31.04%。近三年公司债务负担有所下降。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额 48.38 亿元，其中流动负债占 45.58%，长期负债占 54.42%。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 47.31%、36.51%和 32.21%，公司债务负担较 2014 年底有所下降，债务结构有所改善。

图 5 近年公司债务情况



资料来源：审计报告

总体来看，公司目前整体债务负担较轻，

流动负债占比有所上升，公司债务以长期债务为主，债务结构较合理。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入有所波动，年均增长 1.99%。2014 年，公司实现营业收入 37.12 亿元，同比下降 4.71%，主要是因为水泥销售价格和销量下降所致。2014 年公司营业成本 30.81 亿元，同比下降 2.32%，公司营业收入下降速度快于营业成本下降速度。2014 年，公司营业利润 2.33 亿元，同比下降 12.86%，利润总额 3.76 亿元，同比下降 15.95%。

从期间费用来看，随着公司加大期间费用管理力度，相关费用波动下降。近三年，期间费用年均下降 4.38%。公司 2014 年期间费用合计 3.56 亿元，较上年下降 15.64%。期间费用占营业收入比重为 9.60%，较上年 10.84%下降了 1.24 个百分点。

受市场竞争加剧，水泥销售价格有所下降，且区域水泥市场趋于饱和，部分生产线产能利用率不足，单位成本上升等因素影响，近三年公司营业利润率持续下降，2014 年公司营业利润率为 15.71%，较 2013 年的 17.74%有所下降。总资本收益率和净资产收益率也分别下降至 4.98%和 5.96%。

2015 年前三季度，公司实现营业收入 24.86 亿元，为 2014 年全年的 66.96%；实现利润总额 1.66 亿元，为 2014 年全年的 44.29%；营业利润率为 15.09%。

总体来看，近年来，公司收入规模有所波动，受水泥行业低迷的影响，公司整体盈利能力较弱。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014 年，公司流动比率波动增长，三年分别为 70.94%、88.65%和 73.65%；速动比率分别为 53.77%、66.32%和 53.91%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比加权均值为 35.53%，2014 年为

36.79%。截至 2015 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 110.15%和 88.93%。整体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 有所波动，三年分别为 10.62 亿元、11.49 亿元和 10.34 亿元。公司近三年 EBITDA 利息倍数快速增长，三年分别为 6.47 倍、6.82 倍和 10.55 倍；同期公司全部债务/EBITDA 持续下降，三年分别为 3.06 倍、2.91 倍和 2.85 倍。公司整体偿债指标表现良好。

截至 2015 年 9 月底，公司无对外担保情况。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 9 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 10.69 亿元，其中尚未使用额度 4.02 亿元。

6. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G10610113009487801），截至 2015 年 11 月 23 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

7. 抗风险能力

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

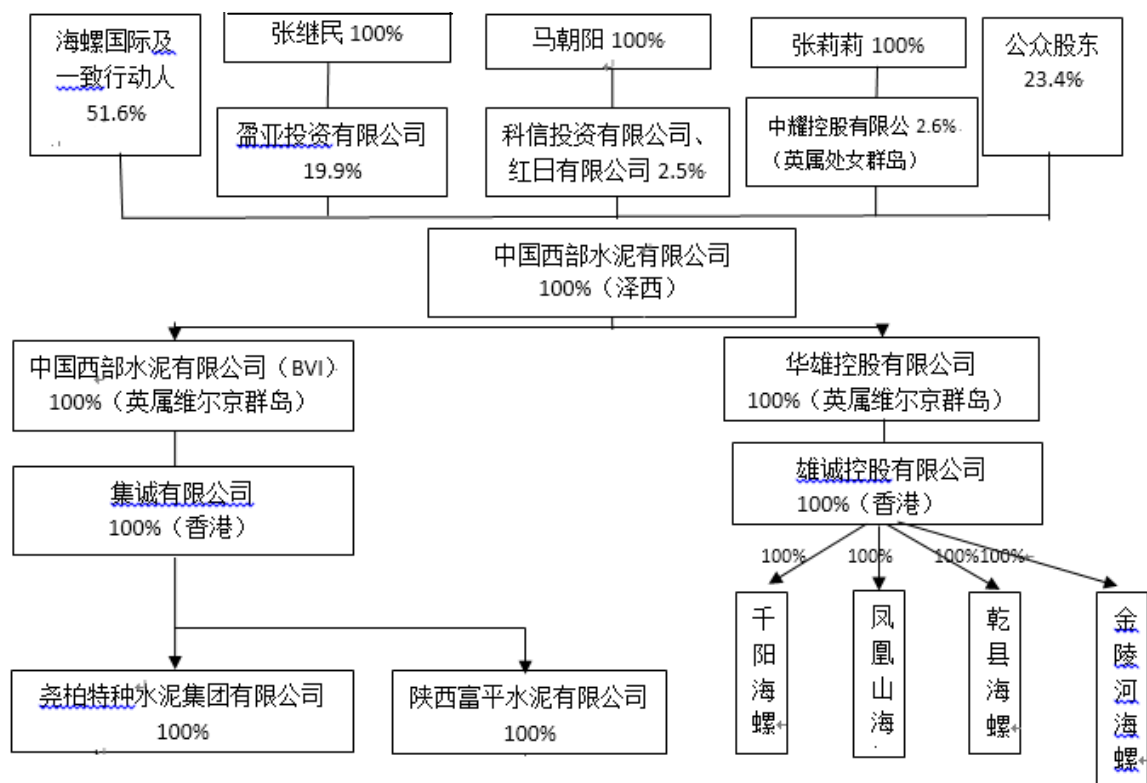
八、结论

公司是上市公司西部水泥的经营主体，近年来，公司产能保持较大规模，业务区域集中于陕西、新疆和贵州地区，在陕南区域市场占有率有主导地位，水泥产量及销量均波动增长。近年来，公司资产规模有所增长，债务规模有所下降，但资产负债率较为稳定，非流动负债占比有所上升，整体债务负担较轻。公司水泥销量虽有所提升，但受制于水泥价格的下降，公司营业利润率持续下降。

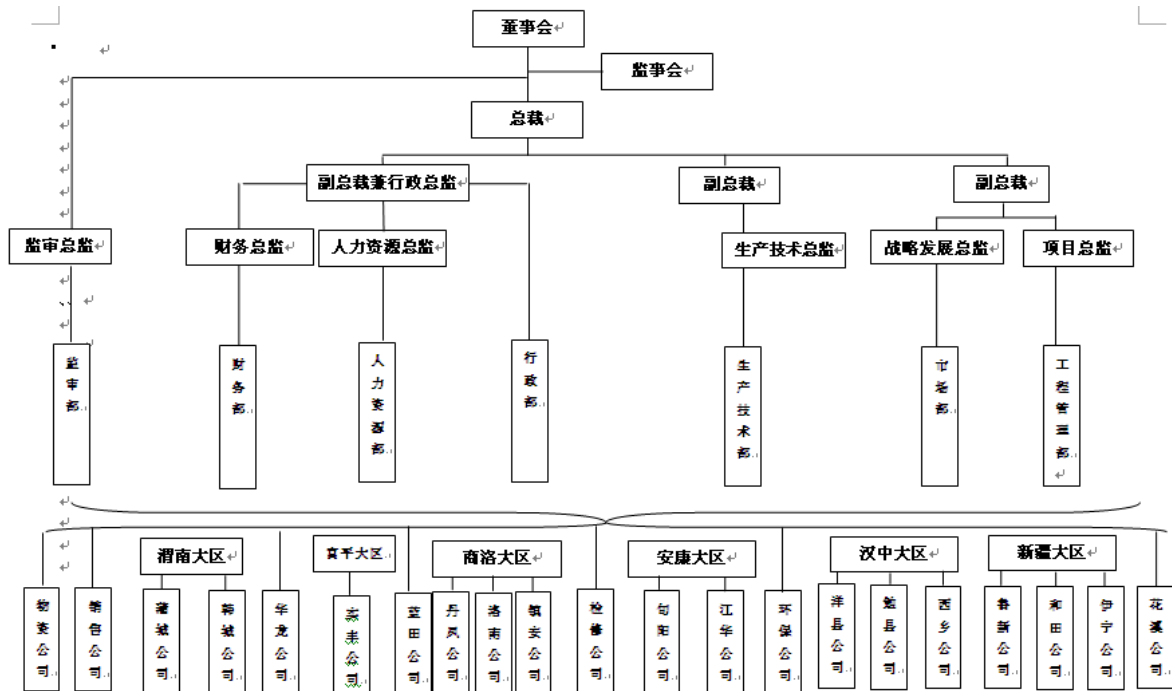
2015年以来，西部水泥和海螺水泥进行资产重组，公司资本实力得以增强，随着后续并购业务的完成，公司区域市场优势凸显，整体经营实力向好。

综合看，公司主体信用风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.61	7.31	7.01	10.60
资产总额(亿元)	93.70	97.03	98.17	102.25
所有者权益(亿元)	45.09	47.89	50.15	53.87
短期债务(亿元)	9.74	6.09	6.92	5.38
长期债务(亿元)	22.79	27.30	22.58	25.60
全部债务(亿元)	32.53	33.39	29.50	30.98
营业收入(亿元)	35.69	38.96	37.12	24.86
利润总额(亿元)	4.40	4.47	3.76	1.66
EBITDA(亿元)	10.62	11.49	10.34	--
经营性净现金流(亿元)	9.98	6.24	9.06	3.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.78	16.02	12.65	--
存货周转次数(次)	6.91	6.69	6.34	--
总资产周转次数(次)	0.38	0.40	0.38	--
现金收入比(%)	96.91	85.00	86.94	84.80
营业利润率(%)	18.68	17.74	15.71	15.09
总资本收益率(%)	6.94	6.69	4.98	--
净资产收益率(%)	8.31	7.83	5.96	--
长期债务资本化比率(%)	33.58	36.30	31.04	32.21
全部债务资本化比率(%)	41.91	41.08	37.04	36.51
资产负债率(%)	51.88	50.64	48.91	47.31
流动比率(%)	70.94	88.65	73.65	110.15
速动比率(%)	53.77	66.32	53.91	88.93
经营现金流动负债比(%)	41.39	29.51	36.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.47	6.82	10.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.06	2.91	2.85	--

注：2015 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

联合资信评估有限公司关于 尧柏特种水泥集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。尧柏特种水泥集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现尧柏特种水泥集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送尧柏特种水泥集团有限公司、主管部门、交易机构等。

