

# 信用等级公告

联合[2016] 2699 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  
二零一六年十一月三十日



---

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  
电话：(010) 85679696  
传真：(010) 85679228  
邮编：100022  
网址：www.lhratings.com

# 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 11 月 30 日

### 财务数据

| 项目             | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 16 年<br>9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|-------------|
| 现金类资产(亿元)      | 7.31   | 7.01   | 5.01   | 11.61       |
| 资产总额(亿元)       | 97.03  | 98.17  | 104.81 | 103.26      |
| 所有者权益(亿元)      | 47.89  | 50.15  | 52.51  | 53.75       |
| 短期债务(亿元)       | 6.09   | 6.92   | 6.23   | 13.96       |
| 长期债务(亿元)       | 27.30  | 22.58  | 28.31  | 20.31       |
| 全部债务(亿元)       | 33.39  | 29.50  | 34.54  | 34.27       |
| 营业收入(亿元)       | 38.96  | 37.12  | 33.27  | 25.31       |
| 利润总额(亿元)       | 4.47   | 3.76   | 0.29   | 1.85        |
| EBITDA(亿元)     | 11.49  | 10.34  | 8.81   | --          |
| 经营性净现金流(亿元)    | 6.24   | 9.06   | 1.47   | 7.73        |
| 营业利润率(%)       | 17.74  | 15.71  | 14.75  | 16.41       |
| 净资产收益率(%)      | 7.83   | 5.96   | -0.12  | --          |
| 资产负债率(%)       | 50.64  | 48.91  | 49.91  | 47.95       |
| 全部债务资本化比率(%)   | 41.08  | 37.04  | 39.68  | 38.94       |
| 流动比率(%)        | 88.65  | 73.65  | 87.15  | 81.54       |
| 经营现金流流动负债比(%)  | 29.51  | 36.79  | 6.44   | --          |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 2.91   | 2.85   | 3.92   | --          |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 6.82   | 10.55  | 5.64   | --          |

注：2016 年三季度财务数据未经审计。

### 分析师

李嘉 尹金泽 王兴萍

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为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，行业竞争压力不断加大，公司产能利用率较低，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 年西部水泥向海螺国际进行了新股配售，随着后续双方业务层面加强协作，公司区域市场优势将逐步加强，盈利能力有望提高。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，西部水泥向海螺国际进行了新股配售，该举措对减少区域恶性竞争，稳定区域水泥价有着积极作用。
3. 公司整体债务负担较轻。

### 关注

1. 水泥行业产能过剩严重，竞争压力不断加大。
2. 受行业产能过剩、区域竞争激烈影响，公司产能利用率维持较低水平，盈利能力近三年持续下降。2016 年 2 季度以来，随着水泥价格的持续回升，公司盈利能力大幅提高，但鉴于行业产能过剩的局面未有根本改变，后续盈利状况还需持续关注。
3. 公司所有者权益以未分配利润为主，权益稳定性较差。

## 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 11 月 30 日至 2017 年 11 月 29 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。

# 尧柏特种水泥集团有限公司

## 主体长期信用评级报告

### 一、主体概况

尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“公司”或“尧柏水泥”）前身为始建于1977年的蒲城县罕井镇镇办水泥厂，1996年改名为陕西尧柏特种水泥有限公司，2000年10月完成了股份制改革；2006年8月更名为现名。2006年12月在英属维尔京群岛设立的中国西部水泥有限公司（以下简称“西部水泥”，西部水泥在英国伦敦 AIM 资本市场上市，是公司的境外融资平台，公司是西部水泥主要经营实体）收购了公司全部股权，公司性质变更为外商独资企业。西部水泥为了弃英赴港在香港主板上市，2010年4月经过陕西省商务厅批准，西部水泥以股权转让的方式将其持有公司100%股权转让给集诚有限公司（Faithful Alliance Limited，以下简称“集诚公司”，集诚公司是由西部水泥在中国香港依法成立并有效存续的全资子公司）。变更后公司直接股东变为集诚公司，西部水泥成为公司的间接股东。2010年8月西部水泥在香港主板上市（02233.HK），共募集资金16亿元港币（折合人民币约14亿元）。

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2016年9月底，公司注册资本18.90亿元，公司实际控制人为张继民先生。

公司经营范围为：水泥的生产；水泥机械的制造；本公司产品的销售。

截至2016年9月底，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、信息化部、监审部

及集团办公室8个职能部门。

截至2015年底，公司（合并）资产总额104.81亿元，所有者权益（含少数股东权益0.90亿元）52.51亿元；2015年公司实现营业收入33.27亿元，利润总额0.29亿元。

截至2016年9月底，公司（合并）资产总额103.26亿元，所有者权益（含少数股东权益0.89亿元）53.75亿元；2016年1~9月公司实现营业收入25.31亿元，利润总额1.85亿元。

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：张继民。

### 二、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资

结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下

降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP

增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。



### 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，近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。同时，由于水泥不能长期储存，运输半径较小，水泥库存比较低，产销率一直保持较高水平。其中，2013~2015 年水泥产销率分别为 98.97%、98.82% 和 98.3%。

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%。

2015 年受固定资产投资增速大幅下滑的影响，全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 5.18%，是自 1991 年以来中国水泥产量首次出现负增长；2015 年，全国累计销售水泥 23.08 亿吨，较 2014 年下降 5.68%。从水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 15.77%；其次是华北地区，水泥产量同比也大幅下滑了 14.60%；西北和华东地区产量也有一定程度的下滑，同比分别下降 7.19% 和 8%；中南地区产量仅有小幅下滑，同比下降 1.72%。

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%。2013 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。

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%；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。2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，合计年度新增熟料产能 4712 万吨，比 2014 年减少 2319 万吨，已经连续三年新增产能呈递减走势；全国水泥固定资产投资完成 990 亿元，同比下降 11%。截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。由于 2015 年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015 年水泥熟料实际产能富余量超过 6 亿吨。

2016 年 1~9 月，中国固定资产投资和房地产开发投资增速分别为 8.2% 和 5.8%，与去年同期相比，增速分别下降 2.1 个百分点和上升 3.2 个百分点。房地产开发投资的回暖对水泥需求具有一定的支撑作用。2016 年 1~9 月，全国累计水泥产量 17.65 亿吨，同比上升 2.6%；9 月份单月水泥产量 2.25 亿吨，同比上升 3.21%，涨幅有所扩大。

据中国水泥网统计，2016 年 1~8 月份，除西北地区水泥累计产量同比下降 3.71%，其余五大区域水泥累计产量同比上涨。华北和西南地区同比大幅增长，分别为 7.99% 和 6.8%；其他地区水泥及熟料产量同比增幅较小。据中国水泥协会初步统计，2016 年上半年，全国新点火的新型干法水泥熟料生产线共有 8 条，合计年度熟料产能 1085 万吨（多为产能置换项目）。此外，有三条生产线工程建设已经基本完成，但未点火。新点火产能全部在南方省份。截至

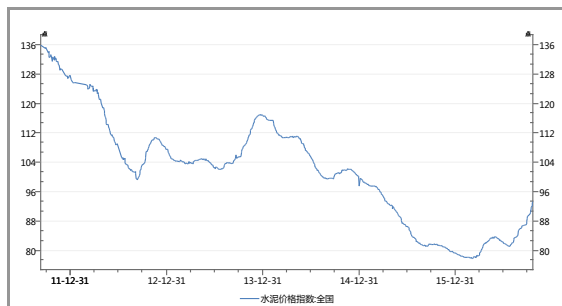
2016 年 6 月份,全国新型干法水泥生产线累计 1773 条,设计熟料产能达 18.2 亿吨,实际年熟料产能超过 20 亿吨。从目前跟踪的在建生产线进度情况看,预计 2016 年下半年仍将会有 2500 万吨左右产能新点火释放。上半年我国水泥熟料产能利用率仍旧较低,仅为 64.5%,与 80%的目标值存在较大差距,行业“去产能”之路,任重道远。

2016 年 5 月 18 日,国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》,意见提出严禁新增产能,2020 年底前,严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目。2017 年底前,暂停实际控制人不同企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换,这一政策将对今后遏制新增产能项目产生积极影响。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,需求端的逐步稳定和回暖,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 2011 年-2016 年 9 月份全国水泥价格走势



资料来源: Wind 资讯

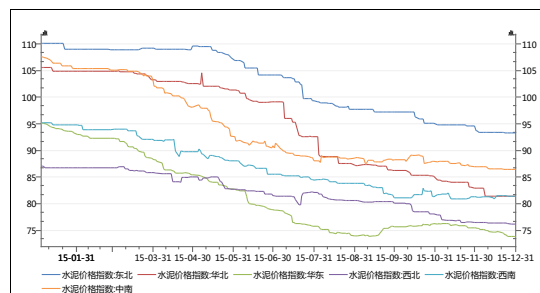
2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平,整体表现出较好的抗跌性,四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下,全国水泥均价持续上行至全年最高价,接近 2009 年末水平;四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

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。

2015 年,在产能过剩和下游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。截至 2015 年 12 月 31 日,中国水泥价格指数降至 79.25,价格走势与水泥行业景气度保持一致。

2015 年从区域来看,华北、西北、东北地区价格持续下跌,西南、华东、中南二四季度有小幅反弹行情,但力度微弱,全年同比大幅下滑,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,在第三季度甚至一度跌至六大区域中的最低水平;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了价格下跌空间。

图 2 2015 年区域水泥价格走势



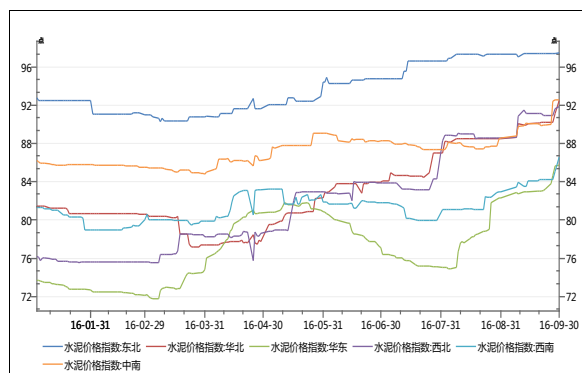
资料来源: Wind 资讯

2016 年 1~9 月,水泥价格呈现先跌后涨再跌又反弹的走势。2016 年一季度,水泥价格在年初延续了上年的跌势,随着节后需求的回升,价格开始上涨,5 月底价格出现回落并延续到七月底,后在煤炭价格上涨、运输成本上升和行业供给端去产能的影响下,价格又出现

反弹，截至 2016 年 9 月底，中国水泥价格指数为 89.16，较 2015 年底增长 12.5%。

2016 年前三季度从区域来看，1~2 月，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，3 月份市场需求增长和生产随着错峰停产或春季停窑检修结束恢复，华东地区引领全国水泥价格开始触底反弹，西北的陕西、新疆，东北的辽宁、西南的贵州及中部的河南部分地区价格也出现上调，华北地区价格仍然疲软。4 月以后，北方地区随着气温的回升需求开始明显恢复，华北地区领涨全国水泥价格，南方地区涨势逐渐消退，华东部分地区开始出现价格下行走势，从全国平均价格来看仍保持上涨趋势。6 月份开始，随着南方雨季开始，水泥需求疲软，全国水泥价格呈现北强南弱态势。7 月底开始，受 G20 召开，华东地区限停产情况较多，市场供给大幅下降，水泥价格实现上涨，中南、西南、西北市场跟涨，华北、东北则相对平稳。9 月以来，除东北地区进入淡季和市场需求不振，价格平稳外，其他区域在煤炭价格上涨、市场需求增长和前期停产带来的供应短缺预期的影响下，水泥价格持续上涨。

图 3 2016 年 1~9 月区域水泥价格走势



资料来源：Wind 资讯

当前，水泥行业受制于宏观经济增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。2016 年年初至今，随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的落实和房地产投资回暖、国内基础设施建设加快对水泥需求的支撑，水泥价格得到了一定程度的回升；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，水泥行业供求关系预计将会逐步改善。

### 行业经济效益

2013 年，随着“稳增长”宏观政策的实施，房地产和基础设施建设投资增速回升，拉动了全国水泥需求的 60% 左右，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。

2015 年，在行业产能过剩严重及下游需求



下滑的形势下，水泥市场呈现出量价齐跌的趋势，企业亏损加大。根据国家统计局统计数据，2015年中国水泥行业累计实现收入8897亿元，同比下降9.4%，行业亏损企业额达到历史新高的215亿元，比2014年增长119%，亏损面达到35%；行业销售利润率仅为3.7%，是近十年以来最低的一年。

从区域来看，2015年华北全行业亏损，东北、西北和西南下滑幅度超过90%，两大利润区华东和中南地区也分别下滑接近50%。从利润率来看，华北地区创历史新低为-5.7%，连续3年低于行业平均水平，是目前区域效益最差区域。东北、西北和西南表现接近，利润率不到1%，形势堪忧。华东和中南地区利润率好于全国平均，保持在5%左右的水平。利润及利润率的下滑首先是由于需求下滑的同时产能仍然在增加，供需矛盾严峻；其次，在行业竞争上，部分大企业主导低价竞争拼实力，不采取自律协同的做法，通过低价提高市场占有率，而生产技术相对较落后的企业，不愿意主动退出，不断降低水泥销售价格，均压缩了水泥行业的利润空间；另外还有随着产量下滑，水泥生产线产能利用率进一步降低，折旧等成本无法充分摊薄，以及受增值税退税政策改革等因素影响。

2016年以来，受益于房地产和固定资产投资的企稳回升以及供给侧改革的影响，水泥价格自3季度以来进入稳步上涨通道，水泥行业的经营效益得到了恢复和提升。2016年1~8月，水泥行业实现销售收入5297亿元，同比下降4%，降幅小幅收窄；全行业实现利润总额185

亿元，同比增长18%，增速由负转正。8月份实现利润总额48亿元，较上月增长17%。9月份利润总额达到63亿元，接近历史较好水平，水泥行业经济效益目前处于向好趋势。但鉴于行业产能过剩的局面未有根本改变，后续行业盈利状况还需持续关注

## （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。

根据中国水泥协会公布的数据，截至2015年底，前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.5亿吨，占全国总产能的75%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的54%，预期中的水泥行业并购大潮未在2015年大规模出现。进入2016年，水泥行业联合重组步伐加速，中材集团与中国建筑材料集团正在筹划战略重组事宜，重组方案尚未确定，方案确定后尚需获得有关主管部门批准。金隅股份与冀东集团已开始进行战略重组。

根据中国水泥协会公布的数据，2015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2015年底全国水泥企业水泥熟料产能排名（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       | 31453 | 11 | 天瑞水泥 | 3209 |
| 2  | 海螺水泥       | 20376 | 12 | 亚洲水泥 | 2062 |
| 3  | 中材集团       | 8784  | 13 | 亚泰水泥 | 1981 |
| 4  | 冀东水泥       | 7080  | 14 | 尧柏水泥 | 1907 |
| 5  | 拉法基豪瑞中国    | 6479  | 15 | 云南昆泥 | 1727 |
| 6  | 华润水泥控股有限公司 | 6324  | 16 | 青松建化 | 1606 |
| 7  | 山水集团       | 5460  | 17 | 金峰水泥 | 1318 |

|    |      |      |    |        |      |
|----|------|------|----|--------|------|
| 8  | 红狮水泥 | 4241 | 18 | 蒙西水泥   | 1302 |
| 9  | 台湾水泥 | 4067 | 19 | 葛洲坝水泥  | 1280 |
| 10 | 北京金隅 | 3460 | 20 | 河南同力水泥 | 1225 |

资料来源：中国水泥网

注：统计截至 2015 年 12 月 31 日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；拉法基豪瑞中国产能统计包含其合并范围内华新水泥、双马水泥等。

与其他行业不同的是，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、宾州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，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：数字水泥网

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水泥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

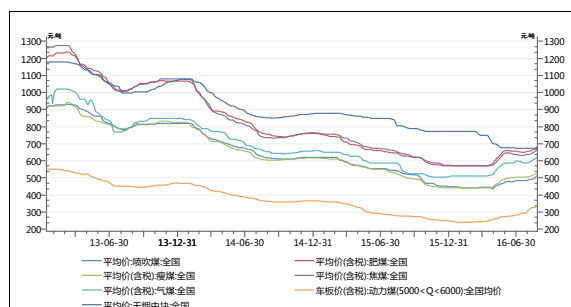
其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

### 煤炭

近年来，煤炭价格变动剧烈，2013年前三季度的煤炭价格延续了2012年的下降趋势，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年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%，煤炭价格的下跌一定程度上缓解了水泥行业的成本端压力，煤炭价格长期看仍将维持底部整理格局。

2016年5月份以来，随着去产能政策的严格执行，煤炭价格进入上升通道，截至2016年9月末，动力煤价格指数上升至579元/吨，约为2014年一季度的水平。短期来看，煤炭价格的上涨挤压了水泥行业的盈利空间。

图4 截至2016年8月26日国内主要煤炭品种含税均价  
(单位：元/吨)



资料来源：Wind资讯

### 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、蒙古、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。2015年，上述三大行业合计的城镇基建固定资产投资累计为13.13万亿元，同比增长17.27%。近年来，基础设施建设投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应减弱。

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，全国房地产开发投资9.60万亿元，同比名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增幅较去年下降9.5个百分点；其中，住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%，增速大幅回落。

2016年前三季度，房地产投资出现企稳回暖趋势，主要是前期刺激政策效果显现，以及国家陆续出台了降息、降低首付比例、公积金政策调整等一系列行业政策所致。前三季度全国房地产开发投资累计7.46万亿元，同比名义增长5.8%（扣除价格因素实际增长7.1%），增

速比1~8月份提高0.4个百分点；商品房销售面积105185万平方米，同比增长26.9%；房屋新开工面积122655万平方米，增长6.8%；房屋竣工面积57112万平方米，增长12.1%。房地产对经济增长的贡献率在8%左右。但随着国庆前后一些重点一二线城市调控措施的出台，房地产市场的增长开始降温，后续发展有待观察。

2016年以来，基础设施投资始终保持平稳较快的增长态势。前三季度，基础设施投资83245亿元，增长19.4%，占全部投资的比重为19.5%。中西部地区基础投资呈高速增长。前三季度，中部地区基础设施投资18791亿元，增长23.6%，增速比1-8月份加快0.4个百分点；占全部基础设施投资的比重为22.5%，比去年同期提高0.7个百分点。西部地区基础设施投资29630亿元，增长32.7%；占全部基础设施投资的比重为35.6%，比去年同期高7.8个百分点。

总的来看，房地产开发投资的企稳回升和基础设施建设的平稳较快增长对水泥需求形成了支撑。但同时也要看到，国内外经济环境依然复杂严峻，投资增速企稳回升的基础尚不牢固，如产能过剩和市场需求不振的双重压力仍制约着经济发展，企业投资信心整体偏弱；另外在热点城市房地产市场调控政策和三、四线城市去库存压力的作用下，房地产投资走势仍有较大不确定性。未来水泥下游需求行业的走势仍需要加强关注。

### （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。

2015年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①倡导逐步取消32.5复合硅酸盐水泥，32.5复合水泥标准取消有望增加高标号水泥产量、一定程度上化解熟料过剩产能；此外，根据之前的增值税退税政策，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于30%，实行增值税100%即征即退，2015年7月1日起，资源综合利用退税由100%即征即退改为退税比例为70%，

且对环境标准更加从严，而且42.5及以上等级水泥的原料20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料40%以上来自废渣，使生产低标号水泥的企业难度加大，目的是鼓励高标号水泥生产，促使企业进行技术创新，在提高废渣的掺兑比例的同时确保产品的质量。然而，中国水泥产量中32.5强度等级复合硅酸盐水泥约占50%，对水泥企业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消32.5复合水泥历程将较为漫长；②严禁新增产能，2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料产能置换。在建项目须实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；③试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑（新型干法水泥熟料生产线）协同处置项目开展试点。目前，已建成的水泥窑协同处置生活垃圾项目的水泥企业包括：海螺水泥、华新水泥、中国中材集团、拉法基瑞安水泥有限公司和河南同力水泥股份有限公司等。

表 3 2014 年底以来水泥行业相关政策

| 发布时间       | 相关文件/会议                                              | 水泥相关政策要点                                                                                                                                  |
|------------|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2014.12.2  | 关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告            | 复合硅酸盐水泥的强度等级分为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 五个等级，不再包含 32.5。                                                                                |
| 2015.4.20  | 《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015]127 号） | 产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；新（改、扩）建项目产能置换指标，须为 2013 年及以后列入工业和信息化部公告或省级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能；支持跨地区产能置换。        |
| 2015.4.23  | 《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》（工信厅联节[2015]28 号）         | 试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和国家投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线，试点及评估工作期限为 2 年。                                  |
| 2015.6.12  | 关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知                          | 将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：42.5 及以上等级水泥的原料 20% 以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40% 以上来自废渣；纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。             |
| 2015.8.31  | 关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知（工信部联原[2015]309 号）           | 发展高品质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用 C35 及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。 |
| 2015.11.13 | 《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号）      | 为减轻大气污染，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产。                                                                                                            |
| 2016.1.14  | 《两部门关于水泥企业用电实行阶                                      | 对 GB16780-2012《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区                                                                                                 |

|            |                                                          |                                                                                                                 |
|------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | 梯电价政策有关问题的通知》(发改价格[2016]75号)                             | 分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高,加速淘汰落后生产线。                                                    |
| 2016.5.18  | 《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)             | 严禁新增产能,淘汰落后产能,推进联合重组,加快转型升级;到2020年,再压减一批水泥熟料产能,产能利用率回到合理区间;水泥熟料前10家企业的生产集中度达60%左右。                              |
| 2016.8.2   | 《工业和信息化部关于同意吉林省开展压减水泥过剩产能加快行业脱困转型发展试点的批复》工信部原函〔2016〕306号 | 同意在吉林省率先开展水泥企业联合重组压减过剩产能,力争到2018年底,压减熟料产能800万吨,省内前3家水泥熟料产能生产集中度达到70%以上,全省水泥行业实现扭亏为盈,发展质量明显提高。                   |
| 2016.10.11 | 《工业和信息化部关于印发建材工业发展规划(2016—2020年)的通知》工信部规〔2016〕315号       | 《规划》指出,要大力压减水泥产能,依法依规淘汰不达标产能,应用差别化政策,倒逼过剩产能退出;推进联合重组,压减过剩产能;强化社会责任,推行错峰生产;加快传统建材升级换代,壮大建材新兴产业,培育新的增长点,发展生产性服务业。 |

资料来源:工信部官方网站、联合资信整理

2015年11月13日,工信部和环境保护部联合下发《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》(工信部联原函[2015]542号),为减轻大气污染,缓解产能严重过剩矛盾,在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产,但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外。2015年冬天,水泥错峰生产的试行范围进一步扩大,这将对遏制产能严重过剩和增加企业效益发挥一定作用,但对水泥企业经营效益会造成一定影响。

2016年5月18日,国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》是国务院近20年来首个专门为建材工业制定的文件,不仅是行业当前降本增效实现脱困发展的政策指导,也是行业“十三五”期间化解产能过剩、推进供给侧结构性改革的纲领性文件,在坚决去产能,在严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等方面都提出了新要求和新措施,目标是到2020年,再压减一批水泥熟料产能,产能利用率回到合理区间;水泥熟料产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右;建材产品深加工水平和绿色建材产品比重稳步提高,质量水平和高端产品供给能力显著增强,节能减排和资源综合利用水平进一步提升;建材工业效益好转,水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平,全行业利润总额实现正增长。

2016年8月2日,工信部下发了《工业和信息化部关于同意吉林省开展压减水泥过剩产

能加快行业脱困转型发展试点的批复》(工信部原函[2016]306号),同意吉林省率先开展水泥行业化解过剩产能试点,重在通过推进产业联合重组,创新业态和模式,压减过剩产能,实现产能利用率回归合理区间。力争到2018年底,压减熟料产能800万吨,省内前3家企业水泥熟料生产集中度达到70%以上,全省水泥行业实现扭亏为盈,发展质量明显提高。

2016年10月11日,工信部发布了《建材工业发展规划(2016-2020)》,《规划》预计2020年水泥熟料需求量将从2015年的13.3亿吨,下降到12亿吨,年均下降2%。《规划》指出,建材工业必须加快推进供给侧结构性改革,增加有效供给。水泥行业要大力压减过剩产能,严禁备案和新增产能项目。依法依规淘汰不达标产能,应用差别化政策,倒逼过剩产能退出,推进联合重组,压减过剩产能。强化社会责任,推行错峰生产。加快发展低碳水泥,力争到2020年水泥熟料原燃料中废弃物占比达到20%以上。

总体看,上述政策旨在推进高标号水泥产品及绿色建材的推广使用,逐步淘汰低标号水泥产品,但该项调控短期内对企业影响有限;而继续严控新增产能,倡导跨区域产能等量或减量置换,产能优化整合和严控污染物排放,提倡错峰生产等仍是水泥行业的主要基调;此外,对于水泥行业用电价格机制的合理运用,也是水泥行业调控政策的新尝试。

#### (5) 行业发展

展望2016年水泥行业,从行业需求来看,

中国城镇基础设施的建设，将一定程度上促进水泥需求，但应重点关注其投资落地的时效性，或存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用尚待观察；此外，受宽松的货币环境及房地产政策环境影响，一线及二线房地产市场急剧升温，但三四线城市库存压力仍较为严峻，新开工、施工数据转好，数据持续性仍待检验，预计全年保持投资增速平稳的趋势。总体来看，2016年下半年水泥行业需求存在一定回暖预期，但水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，随 2015 年部分产能投产加之 2015 年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016 年新增产能同比增速将保持继续下滑；对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，包括产能供给侧减量和结构调整两个方面。

在行业需求预期没有显著改善的背景下，供给端“去产能”效果不会短期迅速体现，水泥供需矛盾依旧很突出，尤其是区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同，行业内南北区域分化现象严重。总体来看，预计短期内，中国水泥市场价格以平稳或小幅回升为主，但仍将保持低位，行业整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

## 2. 区域经济

根据《2015 年陕西省国民经济和社会发展统计公报》，2015 年陕西省实现地区生产总值 18171.86 亿元，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 1597.63 亿元，增长 5.1%，占生产总值的比重为 8.8%；第二产业增加值 9360.30 亿元，增长 7.3%，占 51.5%；第三产业增加值

7213.93 亿元，增长 9.6%，占 39.7%。人均生产总值 48023 元，比上年增长 7.6%。2015 年陕西省实现全年全部工业增加值 7634.19 亿元，比上年增长 6.9%。其中，规模以上工业增加值增长 7.0%。规模以上工业中，重工业增加值增长 5.8%，轻工业增长 13.5%。

2015 年陕西省全年城镇居民人均可支配收入 26420 元，比上年增加 2054 元，名义增长 8.4%，扣除价格因素实际增长 7.5%；全年农村居民人均可支配收入 8689 元，比上年增长 757 元，名义增长 9.5%，扣除价格因素实际增长 8.3%。

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 2016 年 9 月底，公司股东为集诚公司，持股 100%。集诚公司为西部水泥在香港设立的全资子公司，第一大股东和法人代表为张继民先生，公司实际控制人为张继民先生。

### 2. 企业规模与竞争力

公司是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。

截至 2016 年 9 月底，公司共拥有 17 个水泥生产基地，拥有已建成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 万吨以上；分布在陕西省关中东部的渭南市、省会西安市和陕西省南部的汉中市、安康市、商洛市以及新疆的和田、于田、伊犁和贵州的贵阳市等地。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。“十三五”期间，公司充分发挥区域龙头企业和公司在管理、资金、企业文化等方面的优势，抢抓西部大开发、“一带一路”建设等机遇，通过并购重组等方式在西部地区实现资源整合，进一步强化区域龙头地位。据中国数字水泥网统计，2015 年末，尧柏水泥熟料产能（包含受母公司中国西部水泥有限公司（泽西）委托经营管理的陕西富平水泥有限公司）名列全国水泥熟料产能 20 强第 14 名。

### 3. 人员素质

公司高级管理人员 7 人，其中包括总裁 1 位，副总裁 1 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。

2016 年 8 月 26 日，公司发布公告，根据公司控股股东集成有限公司出具的股东决定，同意田振军、李文育和王建礼等三人辞去公司董事职务；同时委派楚宇峰、杨军旗、李永继、连杰、王发印、陈泽、张鹏、奚贵荣等八人为尧柏特种水泥集团董事。公司新一届董事会成员有张继民、MAWEIPING（马

维平）、王九军、刘建军、王蕊、楚宇峰、杨军旗、李永继、连杰、王发印、陈泽、张鹏、奚贵荣等十三人组成。张继民任董事长兼法定代表人，马维平继续担任公司总裁职务，但不再担任公司董事长及法定代表人。王九军先生为公司副总裁。

张继民先生，男，1954 年生，陕西省蒲城县人中共党员，北京大学经济管理学院 MBA 结业，工程师。张继民先生是尧柏水泥的创始人，并为关联公司（包括中国西部水泥 BVI、集诚有限公司、陕西尧柏、蓝田尧柏）的董事，主要负责企业整体策略规划及投资决定。自 2009 年 12 月起，张继民先生亦担任陕西省水泥协会主席等若干社会职务，主要负责促进陕西省水泥企业的信息交流和行业自律，维护市场公平竞争，向陕西省政府提供技术及人力资源，并协助规范陕西省水泥行业。张继民先生于 2012 年 10 月当选为中国水泥协会副会长，亦是陕西省第十一届人民代表大会人民代表，陕西省优秀企业家、省劳模，具有 30 余年水泥生产企业经营管理经验。

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

王九军先生，男，1972 年生，毕业于陕西财经学院，国际会计专业，大专学历。1998 年至 2000 年在渭南建筑富达材料厂任会计职务。2001 年至今在尧柏特种水泥集团有限公司任职。现任副总裁职务。

截至 2016 年 9 月末，公司在职员工 4345



人。按教育程度分类,大专以上学历占 23.93%,高中和中专学历占 39.91%,初中以下学历占 36.16%;从岗位类别看,管理人员占 12.22%,生产人员占 84.26%,销售人员占 3.52%;从年龄结构看,30 岁以下的员工占 33.35%,31 至 50 岁的员工占 59.40%,50 岁以上员工占比 7.25%。

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 20 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,2015 年陕西省实现地区生产总值 18171.86 亿元,比上年增长 8.0%。其中,第一产业增加值 1597.63 亿元,增长 5.1%,占生产总值的比重为 8.8%;第二产业增加值 9360.30 亿元,增长 7.3%,占 51.5%;第三产业增加值 7213.93 亿元,增长 9.6%,占 39.7%。人均生产总值 48023 元,比上年增长 7.6%。

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,“十二五”期间重点工程的陆续开工建设,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”,同时中央也确定了十九个省市对新疆的对口支援。预计新疆“十三五”期间,在国家 and 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建设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. 股东与政策支持

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，2013~2015年，获得政府补贴收入分别为1.76亿元、1.36亿元和1.07亿元计入“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。2015年9月股东对公司增资2.7亿元，对公司借款5.3亿元。

## 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13名董事组成，设董事长1人，董事12人。董事长由公司董事担任，以全体董事的过半数选举产生和罢免。

公司不设监事会，设1名监事，由股东委派。

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

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

### 2. 管理水平

公司设有集团办公室、监审部、财务部、人力资源部、行政部、生产技术部、市场部、信息化部8个职能部门，负责日常事务的管理，并下设渭南大区、商安大区、汉中大区、新疆大区4个大区分管各地域内子公司及销售和物流公司，形成多层次管理组织架构，从内控管理、资金管理、安全管理、人力资源管理、财

务管理等多方面提升公司核心竞争力。

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

资金管理方面，公司建立以现金流量控制为重点的资金调控体系，利用先进的现金管理平台，实行资金集中化管理，提高资金使用效率，统一筹融资，严格防范资金风险和财务风险。公司制定有《尧柏特种水泥集团有限公司财务管理制度》，将资金按用途分为生产性资金和投资性资金，设立生产性资金归集专户和投资资金专户。

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。

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、重大事项

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”，海螺国际为安徽海螺水泥股份有限公司的（以下简称“海螺水泥”）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，西部水泥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。由于海螺国际为海螺股份的全资子公司，海螺股份为公司在陕西市场的最大竞争者之一，本次新股配售事项的完成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。

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，若本次收购完成，海螺国际将持有西部水泥 51.57%的股份，海螺水泥将成为西部水泥控股股东和公司实际控制人。

2016 年 6 月 30 日，西部水泥发布《第四份补充联合公告》，本次交易因若干条件于最后截止日期未达成或获豁免，收购协议于 2016 年 6 月 30 日终止。该公告称海螺水泥及西部

水泥将继续探索未来业务合作机会。联合资信将持续关注本次交易事项后续进展。

## 七、 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。2013~2015 年公司分别实现营业收入 38.96 亿元、37.12 亿元和 33.27 亿元，其中 2015 年受水泥行业整体产能过剩、竞争加剧及需求不足等因素影响，收入规模同比下降 7.59%。2016 年前三季度公司实现营业收入 25.31 亿元，是 2015 年全年的 76.07%，主要系 2016 年以来水泥行业自律取得一定成效，水泥价格有所上涨，尤其 2016 年二季度以来，水泥价格开始持续回升，导致公司前三季度营业收入实现较为显著的增长。

从毛利率来看，2013~2015 年公司综合毛利率分别为 18.98%、16.89%和 15.33%，呈逐年下降趋势，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；2016 年前三季度，水泥市场回暖，价格逐步回升，并且企业通过优化生产流程和改进生产工艺降低了水泥的生产成本，使公司水泥业务毛利率较 2015 年提升 2.23 个百分点，达到 17.63%。

表 2 近年来公司经营情况（单位：万元、%）

| 项目        | 营业收入      |           |           |              | 毛利率    |        |        |              |
|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|--------|--------|--------|--------------|
|           | 2013 年    | 2014 年    | 2015 年    | 2016 年 1~9 月 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1~9 月 |
| 1. 主营业务小计 | 389323.19 | 370626.88 | 329062.81 | 252707.99    | 18.98  | 16.89  | 15.33  | 17.56        |
| 其中:水泥、熟料  | 386393.94 | 367600.27 | 326224.84 | 251132.13    | 19.00  | 17.02  | 15.38  | 17.63        |
| 运输收入      | 2929.25   | 3026.61   | 2837.97   | 1575.86      | 16.30  | 1.06   | 8.66   | 6.56         |
| 2. 其他业务小计 | 254.48    | 587.88    | 3628.03   | 355.00       | 94.07  | 80.85  | 78.91  | 8.70         |
| 合计        | 389577.67 | 371214.76 | 332690.84 | 253062.99    | 19.03  | 16.99  | 16.02  | 17.68        |

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。2015~2016 年公司 32.5 水泥产品仍占据总收入的较大比重，主要

是因为民用市场的相对活跃和公司在民用市场所占比例的优势扩大。

## 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 6.29%、24.31% 和 20.24%，折旧及其他占水泥成本的 49.16%。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 2016 年 9 月底，公司拥有石灰石矿山 26 座，总储量 65987.83 万吨，年开采量 2061.8 万吨，2016 年前三季度实际开采量 1030.46 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）。2013~2015 年，公司石灰石自给比率分别为 77.98%、75.63% 和 79.92%。2016 年前三季度石灰石自给比率为 84.86%，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 3 公司主要资源情况（单位：万吨、万吨/年）

| 矿山地址             | 开采矿种   | 服务年限（年） | 矿山年开采量 | 2016 年 1-9 月开采量 |
|------------------|--------|---------|--------|-----------------|
| 陕西渭南市蒲城县尧山       | 水泥用石灰岩 | 12      | 107.80 | 66.83           |
| 陕西渭南市蒲城县大孔       | 水泥用石灰岩 | 58      | 150    | 0.00            |
| 陕西渭南市富平县富平       | 水泥用石灰岩 | 135     | 200    | 85.62           |
| 陕西渭南市富平县实丰       | 水泥用石灰岩 | 76      | 390    | 88.44           |
| 陕西西安市蓝田县         | 水泥用石灰岩 | 16      | 212    | 81.42           |
| 陕西安康市汉滨区关庙镇      | 水泥用石灰岩 | 29      | 15     | 0.00            |
| 陕西安康市汉滨区花园乡      | 水泥用石灰岩 | 35      | 10     | 0.00            |
| 陕西安康市汉滨区早阳乡      | 水泥用石灰岩 | 41      | 10     | 0.00            |
| 陕西安康市汉滨区丁河       | 水泥用石灰岩 | 29      | 8      | 0.00            |
| 陕西安康市汉滨区王埡子      | 水泥用石灰岩 | 33      | 10     | 0.00            |
| 陕西安康市汉滨区磨沟       | 水泥用石灰岩 | 36      | 10     | 0.00            |
| 陕西安康市汉滨区桥沟       | 水泥用石灰岩 | 29      | 6      | 0.00            |
| 陕西安康市汉滨区五里镇      | 水泥用石灰岩 | 32      | 10     | 0.00            |
| 陕西安康市汉滨区江北办朱家湾   | 水泥用石灰岩 | 34      | 10     | 0.00            |
| 陕西安康市旬阳县         | 水泥用石灰岩 | 34      | 175    | 134.28          |
| 陕西汉中市勉县          | 水泥用石灰岩 | 31      | 110    | 99.32           |
| 陕西汉中市洋县          | 水泥用石灰岩 | 130     | 123    | 92.10           |
| 陕西省汉中市西乡县盖仙寺矿区西段 | 水泥用石灰岩 | 24      | 108    | 60.09           |
| 陕西商洛丹凤东大山        | 水泥用石灰岩 | 27      | 50     | 47.60           |
| 陕西商洛丹凤老虎沟        | 水泥用石灰岩 | 30      | 50     | 50.04           |
| 陕西商洛市镇安县褚家山      | 水泥用石灰岩 | 29      | 45     | 0.00            |
| 陕西商洛市镇安县龙潭子      | 水泥用石灰岩 | 45      | 40     | 41.76           |
| 新疆和田市于田县普鲁乡      | 水泥用石灰岩 | 32.5    | 35     | 38.86           |



|           |        |        |        |         |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 新疆伊犁霍城苍英沟 | 水泥用石灰岩 | 36     | 15     | 41.75   |
| 新疆和田地区墨玉县 | 水泥用石灰岩 | 90     | 18     | 27.45   |
| 贵州省贵阳市花溪区 | 水泥用石灰岩 | 21     | 144    | 94.90   |
| 合计        |        | 1124.5 | 2061.8 | 1030.46 |

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，2016 年前三季度采购均价为 288.89 元/吨。其他原材料的采购量受生产需求影响，2015 年采购量均较 2014 年有所下降。

表 4 公司主要原料采购情况

| 原料  | 项目          | 2013 年  | 2014 年  | 2015 年  | 2016 年 1~9 月 |
|-----|-------------|---------|---------|---------|--------------|
| 煤炭  | 采购量（万吨）     | 179.01  | 171.17  | 165.33  | 122.34       |
|     | 采购均价（元/吨）   | 470.05  | 410.27  | 319.23  | 288.89       |
| 电力  | 采购量（亿千瓦时）   | 13.77   | 13.84   | 12.66   | 9.20         |
|     | 采购均价（元/千瓦时） | 0.45    | 0.45    | 0.42    | 0.41         |
| 石灰石 | 采购量（万吨）     | 1312.06 | 1275.41 | 1258.87 | 908.48       |
|     | 采购均价（元/吨）   | 15.81   | 15.96   | 16.91   | 15.98        |
| 硫酸渣 | 采购量（万吨）     | 49.03   | 44.29   | 37.90   | 11.00        |
|     | 采购均价（元/吨）   | 117.18  | 112.73  | 102.59  | 96.08        |
| 粘土  | 采购量（万吨）     | 139.09  | 126.53  | 115.27  | 90.35        |
|     | 采购均价（元/吨）   | 7.52    | 7.76    | 7.18    | 7.01         |
| 废石  | 采购量（万吨）     | 375.2   | 374.72  | 278.81  | 94.87        |
|     | 采购均价（元/吨）   | 16.83   | 16.39   | 15.01   | 15.10        |

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。2013~2015 年，公司余热发电分别占公司总用电量的 21.58%、22.02% 和 23.85%，分别节约成本 1.27 亿元、0.96 亿元和 0.89 亿元。

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，主要原燃料煤炭采购价格的持续下降，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和特种水泥，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 20 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。公司现有熟料产能 1912 万吨，水泥产能 2910 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

表 5 公司发电情况（亿千瓦时、%、万元）

| 项目         | 2013 年   | 2014 年  | 2015 年  | 2016 年 1~9 月 |
|------------|----------|---------|---------|--------------|
| 低温余热发电量    | 2.82     | 3.05    | 3.02    | 2.10         |
| 余热发电总用电占比  | 21.58    | 22.02   | 23.85   | 22.79        |
| 余热发电节约用电成本 | 12696.01 | 9654.51 | 8925.52 | 5251.82      |

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

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。2013~2015 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包括通用水泥（执行标准：GB175-2007）和特种水泥（执行标准：GB200-2003）两种，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；特种水泥包括中热硅酸盐水泥（P.MH42.5）、低热硅酸盐水泥（P.LH42.5）、低热矿渣硅酸盐水泥（P.SLH42.5）、道路硅酸盐水泥（P.R42.5）等。

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，2013~2015 年以上主要型号产品占收入的 90%以上。近年来，随着西安地区商混站需求量的增加，以及西成高铁 2013 年进入全面施工阶段，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。2016 年 1~9 月，公司已不再生产 32.5 复合水泥，42.5 水泥和 32.5R 复合水泥产量占比分别为 42%和 50%。

表 6 公司生产情况（万吨、%）

| 时间/项目 | 2013 年  | 2014 年  | 2015 年  | 2016 年 1~9 月 |
|-------|---------|---------|---------|--------------|
| 熟料产能  | 1552    | 1552    | 1912    | 1912         |
| 熟料产量  | 1147.03 | 1125.63 | 1103.30 | 818.13       |
| 产能利用率 | 73.91   | 72.53   | 62.33   | --           |

资料来源：公司提供

公司近三年水泥熟料产量分别为 1147.03 万吨、1125.63 万吨和 1103.30 万吨，2016 年

前三季度产量 818.13 万吨，为 2015 年全年的 74.15%。受区域市场产能快速扩张、竞争加剧和企业新收购的药王山生产线的交割和维护影响，公司近年来产能利用率较低。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，近三年水泥产量波动中有所下降。

#### 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。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 7 公司客户分布情况（单位：%）

| 行业分类 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1-9 月 |
|------|--------|--------|--------|--------------|
| 房地产  | 26.87  | 31.66  | 47.34  | 45.87        |
| 铁路工程 | 5.09   | 10.67  | 11.92  | 11.04        |
| 公路工程 | 5.49   | 15.83  | 13.76  | 14.93        |

|         |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 内河 航道工程 | 0.60   | 0.05   | 1.04   | 1.31   |
| 轨道交通    | 0.07   | 0.01   | 0.03   | 0.03   |
| 其他      | 61.93  | 41.78  | 25.91  | 26.83  |
| 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，其产品销售均价呈持续下跌态势，其中 2015 年全年每吨水泥销售均价较 2014 年下降 26.03 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。

2016 年前三季度，水泥行情呈逐步回暖的趋势，销售均价为 231.63 元/吨。具体来看，2016 年一季度，水泥价格延续了 2015 年的下降趋势，销售均价 225.7 元/吨，销量仅为 282 万吨，公司一季度亏损额达 5991 万元。二季度开始至三季度末，随着陕西核心市场基建投资和房地产市场的回暖，特别是陕西水泥市场大型企业联盟开始限产保价，水泥价格开始回升，销量也开始增加。二季度水泥销售均价为 229 元/吨，销量大幅增至 499 万吨，盈利 6406 万元。三季度水泥售价继续上升，达到 237 元/吨，销量为 475 万吨，净利润达到 1.22 亿元。

表 8 水泥产销情况（单位：万吨、元/吨、%）

| 时间/项目 | 2013 年  | 2014 年  | 2015 年  | 2016 年 1~9 月 |
|-------|---------|---------|---------|--------------|
| 产量    | 1616.60 | 1559.15 | 1572.27 | 1239.47      |
| 销量    | 1611.25 | 1560.54 | 1592.59 | 1256.12      |
| 产销率   | 99.67   | 100.09  | 101.29  | 101.34       |
| 价格    | 267.13  | 261.02  | 234.99  | 231.63       |

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2013-2015 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。2016 年 1-9 月，公司在陕西中部、陕西南部、新疆地区、贵州地区的水泥销售占比分别为 38%、45%、10%、7%。2012 年以来，随着海螺水泥和冀东水泥产能的扩大，对公司在关中地区的水泥销售影响较

大。

## 5. 经营效率

2013~2015 年，公司销售债权周转次数有所下降，三年均值为 10.48 次，2015 年为 8.12 次；同期，公司存货周转次数持续下降，三年均值为 5.93 次，其中 2015 年为 5.37 次；近三年公司总资产周转次数维持较低水平，三年分别为 0.40 次、0.38 次和 0.32 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 2016 年 9 月底，公司无大型在建工程，无拟建项目，只余零星改造工程。

公司未来的发展战略：第一，加强与海螺水泥的合作，避免恶性竞争，形成优势互补，进一步巩固和拓展陕西及中国西部市场份额；第二，在陕西地区筛选确定兼并重组目标，时机成熟时，积极实施；第三，适时开展混凝土业务，延伸产业链；第四，根据市场形势变化和政策变化，灵活掌握西部项目实施，及时进行调整。

未来五年公司将继续以陕西省内的发展为重点，加强新疆、贵州等西部市场产业布局，推进区域的市场整合，提高市场集中度，发挥规模效益，加强内部管理，实现规模和效益水平的双增长，增强品牌实力，加强终端市场控制力，目标是成为中国西部水泥行业的领军企业之一。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013~2015 年合并财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2016 年前三季度财务报表未

经审计。

截至 2015 年底，公司共有一级子公司 19 家，公司合并范围较上期新增铜川药王山生态水泥有限公司，合并范围变化对财务数据影响不大，财务可比性强。2016 年前三季度较 2015 年度合并报表范围少了西安尧柏环保科技工程有限公司；因 2015 年 11 月 1 日，芜湖海螺投资有限公司和 Red Day Limited 同意向环保公司注资，注资完成后，公司持有环保公司的股份从 100%降低为 20%，所以从 2016 年 1 月开始环保公司不再纳入合并范围。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 104.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.90 亿元）52.51 亿元；2015 年公司实现营业收入 33.27 亿元，利润总额 0.29 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 103.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.89 亿元）53.75 亿元；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 25.30 亿元，利润总额 1.85 亿元

## 2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额有所增长，年均增长 3.93%。截至 2015 年底，公司资产总额 104.81 亿元，较上年增加 6.77%，其中流动资产占 19.04%，非流动资产占 80.96%，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 3.21%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 19.96 亿元，较上年同期增长 9.99%，主要由货币资金（占 21.08%）、应收账款（占 16.53%）、其他应收款（占 14.44%）、存货（占 26.05%）和其他流动资产（占 15.50%）构成。

2013~2015 年，公司货币资金波动下降，年均下降 13.74%。截至 2015 年底，公司货币资金 4.21 亿元，较上年下降 35.59%，其中银行存款 4.19 亿元，现金 0.02 亿元，公司无受限货币资金。

2013~2015 年，公司应收账款快速增长，年均增长 35.23%。截至 2015 年底，公司应收账款 3.30 亿元，同比增长 34.22%，其中 1 年以内的应收账款占 95.54%，1~2 年的占 3.55%，2 年以上的占 0.91%，公司共计提坏账准备 622.37 万元，计提比例尚可。

近三年，公司其他应收款波动下降，年均下降 10.86%。截至 2015 年底，公司其他应收款 2.88 亿元，较上年同期增长 7.04%，从账龄上看，1 年以内的占 98.34%，1 至 2 年的占 0.04%，2 至 3 年的占 0.02%，3 年以上的占 1.60%，公司共计提坏账准备 261.24 万元，计提比例尚可。

2013~2015 年，公司存货有所增长，年均增长 4.97%。截至 2015 年底，公司存货合计 5.20 亿元，同比增长 6.92%，主要以原材料（占 48.27%）和自制半成品（占 47.69%）为主，公司未计提存货跌价准备。

2013~2015 年，公司其他流动资产快速增长，年均增长 655.97%。截至 2015 年底，公司其他流动资产合计 3.09 亿元，同比增长 336.07%，主要系 2015 年公司投资理财产品（2.5 亿元）所致。

### 非流动资产

近三年，公司非流动资产有所增长，年均增长 4.1%。截至 2015 年底，公司非流动资产 84.85 亿元，同比增长 6.03%，主要由固定资产（占 87.63%）、在建工程（占 1.08%）和无形资产（占 8.67%）构成。

2013~2015 年，公司固定资产波动中有所增长，年均增长 10.23%。截至 2015 年底，公司固定资产合计 74.36 亿元，同比增长 25.12%，主要由机器设备和房屋及建筑物构成。固定资产成新率 70.72%，成新率较高。公司及控股子公司以部分机器设备抵押借入短期借款 0.48 亿元。2015 年，水泥生产线、矿山设施及其他零星工程转入固定资产 12.32 亿元，主要为公司伊犁和贵州的生产线建成投产所致。



近三年，公司在建工程波动中快速下降，年均下降 68.82%。截至 2015 年底，公司在建工程合计 0.92 亿元，同比下降 92.66%。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 103.26 亿元，其中流动资产占 22.21%，非流动资产占 77.79%。非流动资产中，固定资产占 67.63%，无形资产及其他资产合计占 10.16%。

截至 2016 年 9 月底，公司货币资金余额 10.84 亿元，比年初大幅增加 6.44 亿元，主要原因是营业收入增加和对外投资支付的现金减少所致；公司其他流动资产为 0.45 亿元，比年初减少 1.36 亿元，主要系公司理财产品到期赎回所致。

公司资产以非流动资产为主，流动资产占比略有提高，公司固定资产占比较大，固定资产成新率较高。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

2013~2015 年，公司所有者权益有所增长，年均增长 4.71%。截至 2015 年底，公司所有者权益 52.51 亿元（含少数股东权益 0.90 亿元），同比增长 4.69%，主要系公司实收资本的增长所致。2015 年 11 月根据公司董事会决议，决定公司股东集诚有限公司以货币形式向公司注资 2.70 亿元，本次增资已经陕西兴华会计师事务所出具陕兴验字（2015）035 号验资报告。公司 2015 年所有者权益主要由实收资本（占 36.00%）和未分配利润（占 57.45%）构成。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 53.75 亿元，较 2015 年底增长 2.37%，主要系未分配利润增加所致。

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

2013~2015 年，公司负债波动中有所增长，年均增长 3.17%。截至 2015 年底，公司负债合计 52.31 亿元，同比增长 8.93%，其中

流动负债占 43.78%，非流动负债占 56.22%。公司非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 4.1%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 22.90 亿元，较上年同期下降 7.04%，主要由短期借款（占 20.02%）、应付账款（占 24.77%）、应付利息（占 18.47%）和其他应付款（占 17.96%）构成。

2013~2015 年，公司短期借款波动中有所下降，年均下降 13.27%。截至 2015 年底，公司短期借款合计 4.58 亿元，同比下降 30.77%，其中质押借款占 19.71%，抵押借款占 80.29%。

近三年，公司应付账款波动中有所下降，年均下降 8.99%。截至 2015 年底，公司应付账款合计 5.67 亿元，同比下降 22.71%。从账龄来看，1 年以内的占 90.12%，1 至 2 年的占 7.05%，2 年以上的占 2.83%。公司应付账款综合账龄较短。

2013~2015 年，公司应付利息不断增长，年均增长 13.46%。截至 2015 年底，公司应付利息 4.23 亿元，同比增长 5.30%。

近三年，公司其他应付款有所增长，年均增长 7.06%。截至 2015 年底，公司其他应付款 4.11 亿元，同比增长 3.26%。从账龄来看，1 年以内的占 62.53%，1 至 2 年的占 29.44%，2 至以上的占 8.03%。整体来看，公司其他应付款综合账龄较短。

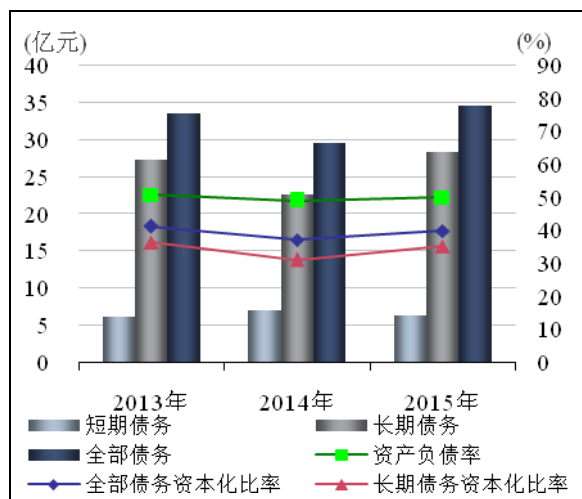
2013~2015 年，公司非流动负债波动幅度较大，年均增长 2.46%。2015 年底公司非流动负债合计 29.40 亿元，同比增长 25.77%，主要由长期借款（占 69.08%）和应付债券（占 27.17%）等构成。

2013~2015 年，公司长期借款波动幅度较大，年均增长 2.45%。截至 2015 年底，公司长期借款 20.31 亿元，同比增长 39.01%，全部为信用借款。

2013~2015 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波动下降。近三年，公司资产负债率分别为 50.64%、

48.91%和 49.91%；全部债务资本化比率分别为 41.08%、37.04%和 39.68%；长期债务资本化比率分别为 36.30%、31.04%和 35.03%。

图 4 近年公司债务情况



资料来源：审计报告

截至 2016 年 9 月底，公司负债总额 49.51 亿元，其中流动负债占 56.8%，非流动负债占 43.2%，由以非流动负债为主变为以流动负债为主，主要原因是公司 2016 年二季度发行的 8 亿元短期融资券使得流动负债有所上升和 2016 年上半年应付债券的偿付降低了非流动负债。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 47.95%、38.94%和 27.43%，均较上年有所下降。

总体来看，公司债务负担尚可，且有所减轻；2016 年以来，公司流动负债占比有所上升，负债构成由以非流动负债为主变为以流动负债为主，债务结构较合理。

#### 4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入有所下降，年均复合下降 7.59%。2015 年，公司水泥销售量价齐跌，导致营业收入同比下降 10.38%，为 33.27 亿元。2015 年公司营业成本 27.94 亿元，同比下降 9.33%，公司营业收入下降速度快于营业成本下降速度。2015 年，公司营业利润-0.71 亿元，同比大幅下降 130.29%，利润总额 0.29 亿元，同比下降 92.19%。

2013~2015 年，公司期间费用波动上升。近三年，年均复合增长 1.36%。2015 年，公司期间费用合计 4.34 亿元，较上年增长 21.91%。期间费用占营业收入比重为 13.04%，较上年 9.60%增长了 3.44 个百分点，主要系公司利息支出大幅增长所致。

受市场竞争加剧，水泥销售价格有所下降，且受区域水泥市场趋于饱和，部分生产线产能利用率不足和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，2015 年公司营业利润率为 14.75%，较 2014 年下降 0.96 个百分点。总资本收益率和净资产收益率也分别大幅下降至 1.72%和-0.12%。

2016 年前三季度，随着水泥价格的回升，公司实现主营业务收入 25.30 亿元，为 2015 年全年的 76.04%；实现利润总额 1.85 亿元，为 2015 年全年的 6.38 倍；主营业务利润率为 16.41%。

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，公司盈利能力有所下降，但随着 2016 年下半年行业自律的加强，水泥价格得到了逐步回升，公司的经营状况得到了明显改善，实现扭亏为盈。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率均波动下降。流动比率分别为 88.65%、73.65%和 87.15%；速动比率分别为 66.32%、53.91%和 64.45%。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比率加权均值为 20.16%，2015 年为 6.44%。截至 2016 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 81.54%和 67.29%。整体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 有所波动，三年分别为 11.49 亿元、10.34 亿元和 8.81 亿元。公司近三年 EBITDA 利息倍数波动下降，三年分别为 6.82 倍、10.55 倍和 5.64 倍；同期公司全部债务/EBITDA 波

动上升，三年分别为 2.91 倍、2.85 倍和 3.92 倍。公司整体偿债指标表现良好。考虑到公司所处行业景气度下行，区域内行业竞争加剧，公司产能利用率不高，水泥售价仍处低位等情况，公司仍面临较大的经营压力。整体来看，公司偿债能力一般。

截至 2016 年 9 月底，公司无对外担保情况。

截至 2016 年 9 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 9.09 亿元，其中尚未使用额度 3.99 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

#### 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 2016 年 10 月 18 日，公司无未结清不良信贷信息记录。公司已结清贷款中共有 9 笔为关注类，经银行证实是系统问题正在修复。

#### 7. 抗风险能力

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

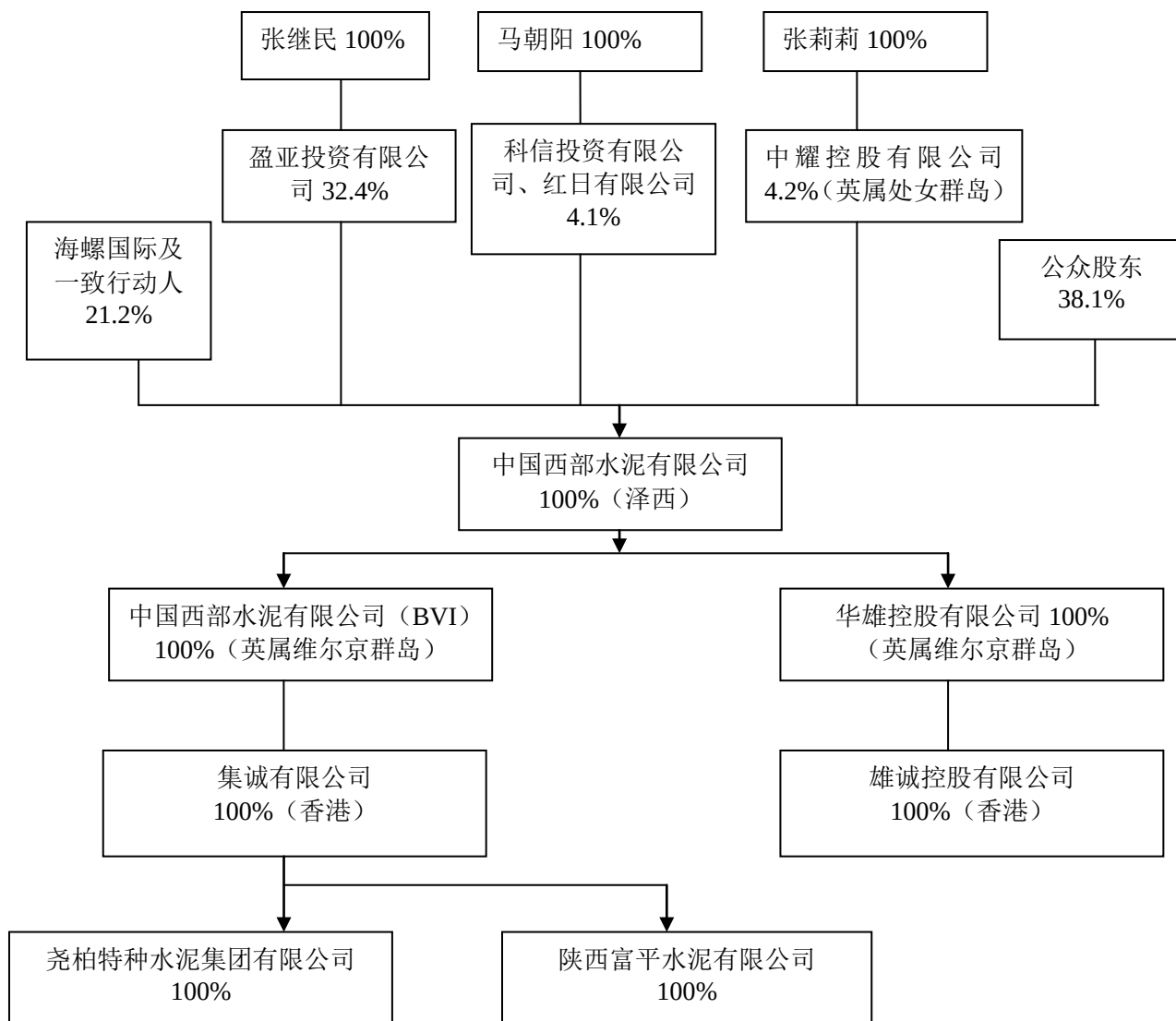
### 九、结论

公司是上市公司西部水泥的经营主体，近年来，公司产能迅速扩张，在陕南区域市场占有主导地位。近年来，公司资产规模相对稳定，整体债务负担适中。公司水泥销量虽有所提升，但受制于水泥价格的下降，公司近三年营业利润率持续下降。

2015 年，西部水泥向海螺国际进行了新股配售，随着海螺水泥和公司后续业务合作的深入，公司区域市场优势将得到巩固，整体经营实力将会得到加强。

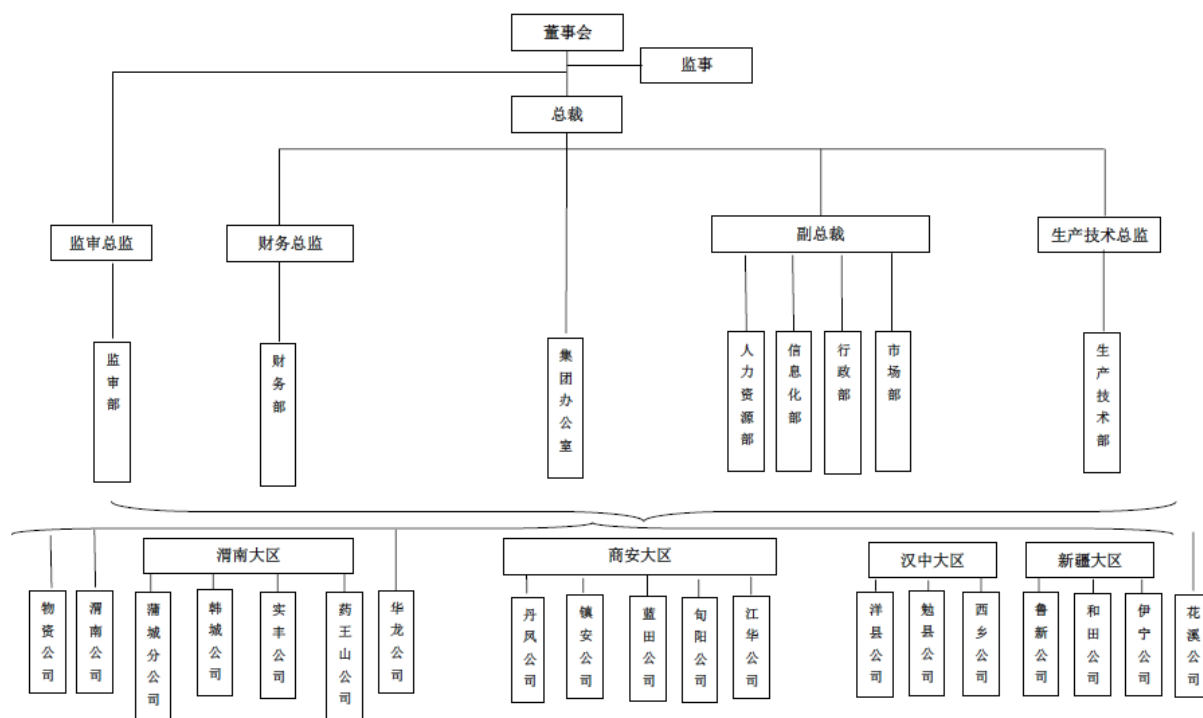
综合看，公司主体信用风险低。

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             | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 7.31   | 7.01   | 5.01   | 11.61      |
| 资产总额(亿元)       | 97.03  | 98.17  | 104.81 | 103.26     |
| 所有者权益(亿元)      | 47.89  | 50.15  | 52.51  | 53.75      |
| 短期债务(亿元)       | 6.09   | 6.92   | 6.23   | 13.96      |
| 长期债务(亿元)       | 27.30  | 22.58  | 28.31  | 20.31      |
| 全部债务(亿元)       | 33.39  | 29.50  | 34.54  | 34.28      |
| 营业收入(亿元)       | 38.96  | 37.12  | 33.27  | 25.30      |
| 利润总额(亿元)       | 4.47   | 3.76   | 0.29   | 1.85       |
| EBITDA(亿元)     | 11.49  | 10.34  | 8.81   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 6.24   | 9.06   | 1.47   | 7.73       |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 13.14  | 12.65  | 8.12   | --         |
| 存货周转次数(次)      | 6.69   | 6.34   | 5.37   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.40   | 0.38   | 0.32   | --         |
| 现金收入比(%)       | 85.00  | 86.94  | 90.05  | 95.86      |
| 营业利润率          | 17.74  | 15.71  | 14.75  | 16.41      |
| 总资本收益率(%)      | 6.69   | 4.98   | 1.72   | --         |
| 净资产收益率(%)      | 7.83   | 5.96   | -0.12  | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 36.30  | 31.04  | 35.03  | 27.43      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 41.08  | 37.04  | 39.68  | 38.94      |
| 资产负债率(%)       | 50.64  | 48.91  | 49.91  | 47.95      |
| 流动比率(%)        | 88.65  | 73.65  | 87.15  | 81.54      |
| 速动比率(%)        | 66.32  | 53.91  | 64.45  | 67.29      |
| 经营现金流动负债比(%)   | 29.51  | 36.79  | 6.44   | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 6.82   | 10.55  | 5.64   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 2.91   | 2.85   | 3.92   | --         |

注：2016 年三季度财务数据未经审计。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                                                                         |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                                                              |
| 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 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      |                                                                                              |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                                                              |
| 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%                                                                     |
| <b>盈利指标</b>     |                                                                                              |
| 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%                                                              |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                                                              |
| 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%                                                                              |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                                                              |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                                                                  |
| 全部债务/EBITDA     | 全部债务/EBITDA                                                                                  |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                                                              |
| 流动比率            | 流动资产合计/流动负债合计×100%                                                                           |
| 速动比率            | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%                                                                    |
| 经营现金流流动负债比      | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%                                                                       |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

## 附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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



## 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年进行定期跟踪评级，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。

