

信用等级公告

联合[2013] 267 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 2013 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

2013 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年三月十一日



尧柏特种水泥集团有限公司

2013 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

评级展望: 负面

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 8 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性兑付本金

发行目的: 项目配套资金、补充营运资金、偿还银行贷款

评级时间: 2013 年 3 月 11 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
资产总额(亿元)	35.19	53.82	80.47	88.90
所有者权益(亿元)	15.29	31.35	42.19	45.17
长期债务(亿元)	6.80	11.04	28.45	27.85
全部债务(亿元)	10.80	15.14	30.03	33.36
营业收入(亿元)	15.18	29.62	31.91	25.42
利润总额(亿元)	5.89	11.67	7.30	3.13
EBITDA(亿元)	7.76	14.20	11.87	--
经营性净现金流(亿元)	6.80	8.69	6.96	7.39
营业利润率(%)	41.70	40.65	28.02	19.47
净资产收益率(%)	35.81	33.00	14.98	--
资产负债率(%)	56.57	41.76	47.56	49.19
全部债务资本化比率(%)	41.40	32.57	41.58	42.48
流动比率(%)	93.47	137.33	159.13	82.62
全部债务/EBITDA(倍)	1.39	1.07	2.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	29.99	27.56	8.80	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.97	1.78	1.48	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

张丽 孙媛

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”)的评级反映了公司作为香港交易所上市公司西部水泥(02233.HK)的间接控股公司及经营实体,在区域市场占有率、经营规模和技术水平等方面具备的优势。同时,联合资信也关注到煤炭价格波动、陕西水泥市场竞争激烈等因素对公司盈利能力及信用水平带来不利影响。

近年来,受益于国家西部大开发战略的逐步实施,陕西和新疆固定资产投资持续增长,对区域内水泥生产企业经营形成一定支撑。但 2011 年下半年以来,国家宏观调控政策抑制水泥需求,陕西省内市场竞争加剧、新增水泥产能逐步释放导致产品价格持续下跌,公司盈利能力明显下降。联合资信对公司评级展望为负面。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低。

优势

1. 伴随着水泥淘汰落后产能等政策出台,同时“十二五”期间对固定资产的投资力度加强,水泥行业外部环境得到改善。
2. 公司作为陕南地区最大的水泥生产厂家,具有较强的规模优势和市场影响力。
3. 公司作为上市公司西部水泥的经营实体,受其支持力度大。
4. 近年来,公司产能不断扩张,水泥销量及收入持续增长。
5. 公司全部为新型干法生产线,技术水平较高。

6. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较强。

关注

1. 随着水泥行业在陕西市场新增产能不断释放，公司面临的市场竞争加剧。
2. 煤炭价格波动对公司利润空间影响较大。
3. 公司计划并购项目规模较大，资金压力较重。
4. 公司 2012 年前三季度营业利润率显著下滑，后续盈利能力有待观察。

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。

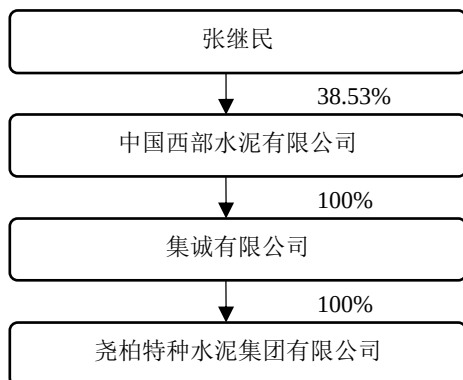
五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由尧柏特种水泥集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、尧柏特种水泥集团有限公司 2013 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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)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16亿元港币(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。截至2012年9月底,公司注册资本16.20亿元,其中集诚公司持股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。

图1 公司产权关系图



资料来源:公司提供

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2012年9月底,公司下辖1家分公司、15家控股子公司;本部设运行保障部、财务部、市场部、证券部、总裁办、行政部、人力资源部、法律事务部、信息化部、审计部、内控部、工程管理部、基地项目部和工艺技术部14个职能部门。

截至2011年底,公司(合并)资产总额80.47亿元,所有者权益42.19亿元(含少数股东权益1.09亿元);2011年公司实现营业收入31.91亿元,利润总额7.30亿元。

截至2012年9月底,公司(合并)资产总额88.90亿元,所有者权益45.17亿元(含少数股东权益0.57亿元);2012年1~9月公司实现营业收入25.42亿元,利润总额3.13亿元。

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、本期中期票据概况

本期中期票据注册额度16亿元,公司计划发行2013年度第一期中期票据(简称“本期中期票据”),发行额度8亿元,期限3年。本期中期票据按年付息,到期一次偿还本金。

本期中期票据募集资金用途:

1. 用于和田公司在建项目

公司子公司和田尧柏水泥有限公司(以下简称“和田公司”)目前在建一条4500t/d熟料水泥生产线,工程总投资7.5亿元,主建设周期14个月,2011年6月开工,该项目主体已于2012年8月底建设完成,剩余工程正在紧张施工中。该项目已由新疆维吾尔自治区经济和信息化委员会(新经信规划函[2011]30号)、新疆维吾尔自治区环保厅新环评价函[2011]244号、新疆维吾尔自治区国土资源厅土地预审(新国土资预审字2011第64号)批准建设。公司计划使用本次中期票据中的2亿元用于该项目建设,剩余5.5亿元由公司自筹。截至2012年9月底,该项目

已完成投资5.60亿元。

2. 补充日常营运资金

本期中期票据募集资金部分用于补充下属子公司日常经营过程的流动资金需求，保证生产经营的顺利进行，共计3亿元。其中补充韩城尧柏阳山庄水泥有限公司流动资金1亿元、商洛尧柏龙桥水泥有限公司1亿元、陕西实丰水泥股份有限公司1亿元。

3. 偿还银行贷款，降低融资成本

目前，公司外部融资主要通过银行贷款获得，融资渠道单一，风险较为集中且融资成本相对较高。公司计划将本次中期票据募集资金中的3亿元，分别用于偿还中国银行蒲城县支行短期借款1.55亿元、中信银行西安高新技术开发区支行短期借款1亿元、上海浦东发展银行西安分行短期借款0.45亿元，以降低融资成本，优化财务结构，提高资金使用效率。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速四季度温和回升态势显现。根据国家统计局数据，2012年前三季度，中国实现国内生产总值353480.0亿元，同比增长7.7%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.8%，三季度增长7.7%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年1~12月，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，其中12月单月同比增速达10.3%，已连续四个月回升，回升幅度分别为0.3、0.4、0.5和0.4个百分点。2012年1~11月规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现主营业务收入823325亿元，同比增长10.8%，单月同比增速连续二个月回升，回升幅度分别为0.1、0.5个百分点。规模以上

工业企业实现利润46625亿元，同比增长3.0%，单月同比增速连续三个月回升，回升幅度分别为1.3、2.3和2.5个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年1~12月，社会消费品零售总额为20334亿元，同比增长15.2%，同比增速小幅回落2.9个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年1~11月，固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推

动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年1~11月全国教育支出16394亿元，同比增长32.9%；医疗卫生支出6027亿元，同比增长19.7%；社会保障和就业支出11089亿元，同比增长15.7%；住房保障支出3688亿元，同比增长16.8%。2012年1~11月，全国财政累计收入为108903万亿元，累计支出为104896亿元，分别同比增长11.9%和17.9%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝5月23日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至11月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿，成为2012年

基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年12月26日，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.10%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

1. 行业及区域经济概况

水泥是全球用途最广、用量最多的建筑材料，是影响国民经济发展的基础性产品。目前，

中国水泥产量居世界第一位，占世界总产量的48%左右。

行业需求

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，中国房地产发展、城镇化建设、以交通运输为主的基础设施建设、国家重点工程、新农村建设等带动了水泥需求的快速增长。水泥需求的增长和固定资产投资的增长关系紧密，建筑、房地产、能源和交通四大行业约占中国水泥消费总量的80%，是拉动水泥需求增长的主导力量。

“十一五”期间，中国投资的重点领域是：公路交通、铁路建设、能源开发、大型港口群建设、城镇化建设和住房建设、农村道路建设，这些行业的水泥消费量保持高速增长，带动了水泥需求量的快速增加。

2011年“4万亿刺激政策”对水泥向上的推动效应已大大减弱，但其大多数工程仍然在建，对水泥需求的支撑作用还在，而水利、高铁等建设的兴起也使水泥需求得到了一定保障。特别是住建部推出的1000万套保障性住房建设，将带来水泥需求的新增量约1.5亿吨。另外，城镇化建设和区域开发都将使水泥需求保持一定增长速度。

行业运行状况

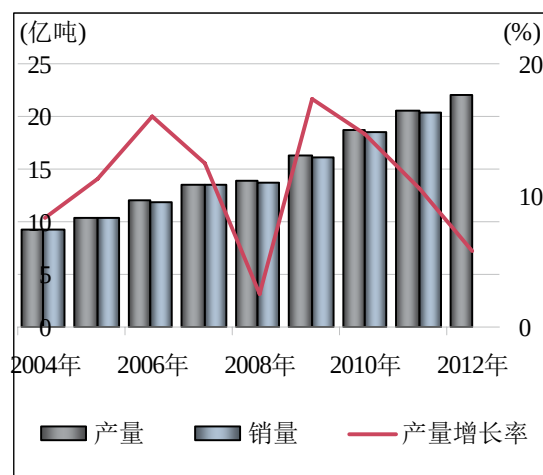
中国水泥产量从1978年的6524万吨增长到2011年的20.63亿吨，期间经历了两个高峰和两个低谷。2004年中国进行产业调控，水泥产量增长率连续两年下降，2005年产量增长率下降到10.55%；2006年水泥行业重新出现快速发展的势头，产量增长率达到了19.10%；2007年、2008年在淘汰落后产能政策推动下，产能增速持续放缓，2008年产量增长率到达低谷；2009年新建水泥生产线产能集中释放，产能增速达16%，产量为16.29亿吨。2010年在4万亿投资基础设施建设的拉动下，水泥产量18.68亿吨，增速达到了15.54%。其中，华东和中南地区在全国水泥总产量中占比较大，同比增速较快的是西南和西北地区，由于上海世

博会和限电力度最大，华东地区水泥产量同比增速最低，同比增速为6.81%。

2011年，在保证经济平稳较快发展的前提下，全社会固定资产投资增速仍然保持在高位，加之中国水泥企业的日益成熟，水泥市场供需仍保持较高水平，2011年全国水泥产量为20.63亿吨，同比增长16.12%，水泥销量20.34亿元，同比增长9.6%。

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22.1亿吨，同比增长5.74%，增速下降明显。

图2 中国水泥行业产销量



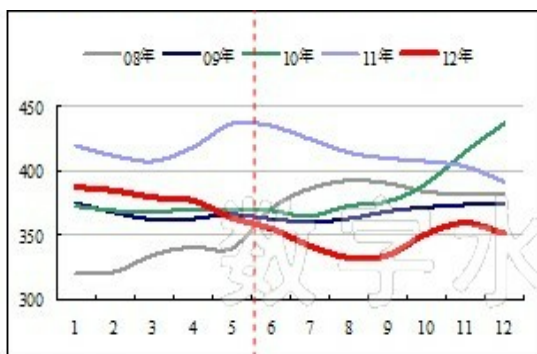
资料来源：Wind 资讯

中国局部地区水泥盲目投资、重复建设问题严重，2005年和2006年水泥行业固定资产投资下降，受水泥结构调整加快、淘汰落后产能力度加大、节能减排压力增加等因素拉动，2007年水泥投资出现恢复性增长，全年投资额654亿元，同比增长33%，2008年延续了上年增幅，2009年全国水泥行业累计投资额为1700.72亿元，同比增长61.75%。2010年水泥行业新建项目严格把关，投资增速大幅放缓，全国水泥累计投资1754亿元，同比增长仅为3.19%。2011年全国水泥累计投资1439亿元，近年来首次呈现水泥投资负增长的局面。2012年全国水泥投资完成1379亿元，同比下降6.95%，是继2011年大幅下滑后连续第二年下降。

2011 年工信部出台了《水泥行业准入条件》，公告了投资新建或改扩建水泥（熟料）生产线、水泥粉磨站产能限制要求，在“十二五”期间，产能过剩治理力度将会继续加大。

水泥行业是完全竞争性行业，同时，水泥销售存在明显的区域性特征，其产品价格主要由区域供需关系和生产成本决定。水泥价格多年在低位徘徊。2005 年起房地产开发投资拉动水泥需求大幅增加，水泥价格呈波动上升趋势，2007 年每吨水泥价格 316 元，同比上涨 3%-5%。2008 年受需求增长和原材料价格上升的带动，水泥价格处于高位。2009 年新增产能集中释放，产能过剩现象严重，水泥价格出现回落。2010 年中国水泥价格持续走高，特别是第四季度，长三角地区限电带来市场水泥供给缺口增大，使得水泥价格创新高。2010 年底，虽然限电已结束，但受库存较小以及水泥需求旺季双重因素推动，水泥价格继续攀升至 540 元/吨的历史最高水平，上海等东部地区则升至 600 元/吨，部分区域出现供不应求局面。2011 年前三季度，水泥价格继续上涨，全国水泥价格指数均高于去年同期。2011 年四季度开始，受房地产行业低迷、铁路等重大项目建设速度放缓、新增产能的释放等因素的影响，中国水泥价格回落。2012 年度全国水泥整体水泥平均价格低于前三年，与 2008 年基本持平。分区域来看，东北是六大区域价格最高地区，西南为价格最低地区。

图 3 2008~2012 年 P.042.5 散月度水泥价格
(元/吨)



资料来源：数字水泥网

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上涨，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。

产业格局

表 1 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	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)、西部水泥、冀东水泥、祁连山	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)、海螺水泥、上海建材、江苏金峰、山水集团	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、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、华润、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、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	拉法基、亚东水泥等	除拉法基之外，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

水泥市场大致可分为成熟市场和成长型市场两种，长江下游和沿海发达地区水泥市场已经向成熟市场转变，其标志是水泥消费量维持在高位，增速保持相对稳定；以新建为主的发展方式已经结束，水泥产业技术结构调整基本完成，兼并重组成为发展主流；大企业调控市场能力增强，水泥价格相对稳定。沿京广线的河北、河南、湖南、江西等地是成长型市场，处在高速成长阶段，以新建线和淘汰落后为主线的结构调整正在加速进展过程中。西北、东北、西南处在高速增长的起步阶段，西北在资源能源拉动下市场步入发展的快车道。

在中国整个水泥市场产业格局中，新疆地区水泥市场比较封闭，但西部大开发战略的实

施对新疆水泥市场带来较大机遇。新疆水泥具有原材料和能源丰富的优势,但交通尚不发达,运费较高,另外新型干法生产工艺覆盖面较低。江苏地区是中国水泥发展最发达的地区,总体生产工艺较高,水泥需求量较高,但煤、石灰石等矿产资源不丰富。

近年来,中国水泥产业的集中度不断提高,由于新建产能受到限制,并购成为企业扩大生产规模以其增强市场控制力的主要发展方式。根据中国水泥网的统计,2012年中国水泥企业熟料产能排名中,中国建材、海螺水泥产能位居前列。

表2 截至2012年底全国水泥企业水泥熟料产能排名
(单位:万吨)

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	30205.5	11	天瑞集团	2898.5
2	海螺水泥	15097.0	12	拉法基瑞安	2234.0
3	中材集团	7275.7	13	亚洲水泥	2157.6
4	冀东水泥	6751.8	14	亚泰水泥	1984.0
5	华润水泥	5415.7	15	尧柏水泥	1457.0
6	台泥水泥	4956.9	16	河南同力	1240.0
7	华新水泥	3831.6	17	江西万年青	1147.0
8	山水集团	3788.2	18	葛洲坝/蒙西水泥	1069.5
9	红狮集团	3379.0	18	蒙西水泥	1069.5
10	北京金隅	3214.7	20	金国控股/上峰水泥	1054.0

资料来源:中国水泥网

从陕西省水泥市场来看,在陕西省投资需求的强力拉动下,陕西省水泥工业得到了快速提升,水泥产量基本保持了与固定资产投资一致的增长趋势,2011年产量达到6400多万吨,2012年1-11月陕西省水泥产量6955.49万吨,同比增长18.72%,在全国排名第十三位。受省内石灰石资源分布影响,水泥企业均布局于关中、陕南地区,其中冀东、海螺、声威集中布局于铜川、宝鸡和咸阳,市场重叠、竞争激烈,而尧柏水泥在陕南地区的布局却能独善其身,虽中材水泥有两条2500t/d生产线布局,但市场影响力差距较大。根据中国水泥网统计,尧柏水泥在2012年度水泥企业熟料产能中排名

第十五位;在陕西水泥熟料产能中排名第一。

从新疆水泥市场来看,在需求拉动、政策带动下,近年来新疆水泥工业增长趋势明显,2011年产量近3000万吨。由于新疆地广人稀的自身特色,天山股份和青松建化两家水泥企业占有绝对市场控制地位。

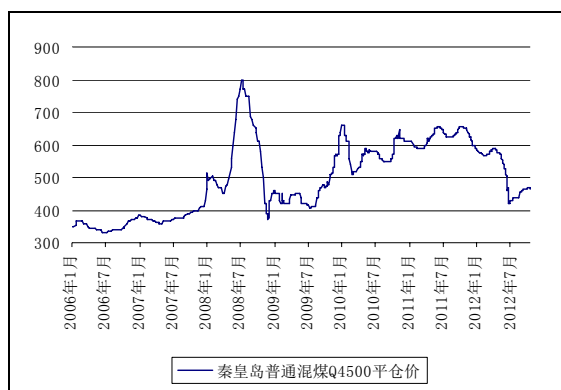
行业成本构成分析

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35%,电费接近总成本的1/3。

(1) 煤炭

煤炭的价格变动相对频繁,煤炭价格每上升10%,可能带动水泥全部成本上涨3%左右。2009年山西煤炭资源整合导致煤炭供应量减少,同时4万亿投资计划也促使下游电力、钢铁、化工开工率上升,煤炭价格在2009年大幅回落后保持稳步回升态势,2009年底约为800元/吨。2010年受制于节能减排冲刺阶段,第二、三季度煤炭价格低迷;四季度起,煤炭价格在需求预期转好、南方冰雪灾害及美元贬值的背景下,温和上升并创出经济危机后价格新高,2011年煤炭价格持续上升,直至2011年底。2012年以来由于经济增长放缓,同时发改委对煤炭价格实施限制,煤炭价格持续走低,直至2012年7月煤炭价格由于供暖期的到来略有回升。

图 4 秦皇岛普通混煤 Q4500 平仓价
(单位: 元/吨)



资料来源: wind 资讯

(2) 电力

目前,发电企业上网电价仍执行“一厂一价”,由国家发改委确定。中国自 2005 年起实施煤电联动政策,即如果半年内平均煤价与前一周相比变化幅度达到或超过 5%,则电价应相应调整。2008~2010 年中国多次启动煤电价格联动机制,以缓解电煤价格大幅上涨给发电企业带来的成本压力。进入 2011 年,国家发改委分别于 4 月初和 11 月底上调了多个省(区、市)上网电价。发改委同时还推出居民阶梯电价指导意见,阶梯电价的具体实施方案,具体电量的分档以及电价水平的确定都是需要各个地区根据指导意见,结合当地的实际情况,制定实施方案,经过听证后才能实施。

由于煤电联动政策,在煤价上涨过程中存在电价调整的可能性。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 50% 的用电。相对而言,电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

2. 行业关注

政策推动下区域龙头企业产生,行业集中度提高

在国家控制水泥产能、大力推动行业兼并重组的一系列政策支持下,中国水泥行业整合进程加快,区域龙头格局正在逐步形成。中材

集团通过组建南方水泥、中联水泥和北方水泥在全国范围内整合水泥企业,完成战略布局;中材股份通过控股赛马实业、天山股份和祁连山,完成其主控大西北市场战略,计划进一步提高其在西北市场占有率,成为北方市场龙头;冀东水泥通过控股秦岭水泥,主导了陕西水泥市场,完成其对外扩张战略;华新水泥联合西藏四家企业组建公司,完成西藏水泥市场整合;金隅水泥通过控股天津振兴水泥和收购拉法基北京地区业务,整合京津唐市场;台湾水泥收购昌兴水泥,完成其大陆水泥市场布局;华润水泥入主海南水泥,整合海南市场;海螺水泥将通过兼并方式扩大产能。

并购整合可以迅速提升市场集中度和企业平均规模,从而改变行业竞争格局。对于大规模实施并购战略的企业而言则是谋求区域市场控制权的开始,如果在某些区域通过并购获得较大市场份额将可以使其盈利模式由低成本竞争模式转变到夺取区域价格主导权竞争模式。通过兼并重组等整合,水泥业集中度进一步提高。

产业结构不断调整

中国新型干法水泥短缺和立窑水泥过剩的结构性矛盾较突出。2006 年以来中国水泥产业结构不断调整,落后生产线的淘汰力度明显加大。2006 年 10 月,发改委《水泥工业发展专项规划》规定,2006 年至 2010 年全国要淘汰落后产能 25000 万吨,落后水泥产量比重将从 2005 年的 55% 降到 2010 年的 30%。2010 年新型干法水泥比重达到 80%,超额完成了水泥产业“十一五”规划确立的 70% 的目标。截至 2011 年底,中国采用国内技术和装备建设的新型干法水泥生产线已经达到近 1500 条,日产 4000 吨、5000 吨水泥生产线占 60% 左右,达到 900 条生产线。

随着国家对水泥行业的结构调整,新型干法水泥产能产量迅速扩张,水泥产业结构进一步优化,同时落后产能的淘汰也将有利于缓解目前水泥产能过剩的局面。但以往年度由于地方保护主义及退出机制不完善,导致部分地区

落后产能淘汰工作未能完全按照时间表时行。此次国家计划将淘汰落后产能工作纳入地方政府绩效考核体系，这将有利于推进落后产能的淘汰。

原燃价格波动对成本控制影响较大

燃料、电力和原料成本在水泥产品成本构成中占比较高，即使采用新型干法工艺生产，煤、电消耗仍在生产成本中占据 60%，是影响水泥利润的重要因素。近年中国煤炭价格逐年提高，电力价格也逐步上涨。预计未来煤炭、电价格将延续上涨趋势，水泥企业的成本压力将会上升。

节能减排成效明显，余热发电投资加大

水泥生产过程中由窑头熟料冷却机和窑尾预热器排掉的 350℃ 以下废气，其热量约占水泥熟料烧成系统总热耗量的 30% 以上。而充分利用这部分低温废气进行余热发电改造，已经成为目前国内水泥工业节能降耗的有效途径之一。低温余热发电整个过程既不增加任何新的燃料消耗，还减少了废气排放，改善了环境，降低了生产成本。

余热发电技术只能在新型干法水泥生产线上使用，尤其是日产水泥熟料生产线规模越大，经济效益和环境效益越可观。目前，各地投资建设的水泥项目多数为国家产业政策支持的大型新型干法水泥生产线和余热发电项目。

3. 行业政策

2009 年 9 月 26 日，国务院批转了国家发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见》的文件，其中提出了对钢铁、水泥等行业产能过剩的产业调整政策，水泥产能全部建成后，将达到 27 亿吨，市场需求仅为 16 亿吨，产能将严重过剩。进一步指出了抑制产能过剩和重复建设行业的主要原则和产业政策导向：控制增量和优化存量相结合、分类指导和有保有压相结合、培育新兴产业和提升传统产业相结合、市场引导和宏观调控相结合。

2010 年 2 月 6 日工信部起草的《国务院关于进一步明确淘汰落后产能工作的通知》进一步明确了水泥行业未来三年落后产能淘汰总量将大于 3 亿吨。

2010 年 11 月 16 日，工业和信息化部发布了《水泥行业准入条件》，对水泥(熟料)建设项目核准、备案管理、土地审批、环境影响评价等工作提供了新的依据，旨在抑制产能过剩和重复建设，加快结构调整，引导水泥行业健康发展。

2010 年 11 月 25 日，工业和信息化部印发了《关于水泥工业节能减排的指导意见》，重点任务是严格控制新增产能，加快淘汰落后产能，大力推行清洁生产，降低污染排放物，加快科技进步，推动信息化、智能化建设，加快研发低碳技术，鼓励资源综合利用，实施水泥行业节能减排重点工程建设。

2010 年 11 月 30 日，《水泥行业准入条件》(工原[2010]第 127 号)正式出台，要求新型干法水泥熟料年产能超过人均 900 公斤的省份，原则上停止核准新建扩大水泥(熟料)产能生产线项目，且鼓励现有水泥(熟料)企业兼并重组，支持不以新增产能为目的的技术改造项目。

进入 2011 年后，水泥行业政策倾向得到延续，2011 年 1 月 12 日，工信部下发《关于进一步做好淘汰水泥落后产能工作的通知》，强调了从政策和技术上从严促进水泥落后产能淘汰；2011 年 1 月 19 日，工信部下发《水泥行业准入条件》，对水泥行业准入设置了较高的门槛，同时提出鼓励现有水泥企业间的重组联合，支持大企业中小企业并购重组后的改造投资；2011 年 4 月 19 日，工信部确定水泥工业 2011 年的落后产能淘汰总量的 1.3 亿吨；2011 年 11 月 9 日，工信部制定《水泥工业“十二五”发展规划》，指出“十二五”期间要加快转变水泥工业发展方式，确定到 2015 年，规模以上企业工业增加值年均增长 10% 以上，淘汰落后水泥产能 2.5 亿吨，主要污染物实现达标排放，协同处置取得明显进展，协同处置比例达到 10%，

综合利用废弃物总量提高 20%，前 10 家企业生产集中度达到 35%以上。

总体看，随着水泥行业的发展，国家对水泥行业集中、淘汰落后产能、节能减排等方面产业规范政策细则逐步出台，促进了水泥行业健康持续发展。

4. 行业发展

在国家“十二五”规划对保障房、高铁、水利、水电和农村基建重视程度加大的背景下，相关投资将维持对水泥旺盛的需求，从而对水泥行业发展形成有利支撑。

“十二五”期间水泥行业发展的重点是兼并重组，前 10 家大型企业的总产能将会占到全国总量的 40%以上，这对整个行业的效益增长至关重要。其次，水泥行业的淘汰落后产能和节能减排工作将继续推进，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇。

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。自 1985 年起，中国水泥产量已连续 25 年居世界第一位，目前中国水泥产量占世界总产量的 60%左右。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2012 年 9 月底，公司股东集诚公司出资 16.20 亿元，持股 100%。集诚公司为西部水泥在香港设立的全资子公司，第一大股东和法人代表为张继民先生，公司实际控制人为张继民先生。

2. 企业规模与竞争力

公司是香港交易所上市公司西部水泥（02233.HK）的间接控股公司，也是西部水泥主要的经营实体。

截至 2012 年 9 月底，公司共拥有 13 个水泥生产基地，包括 15 条熟料生产线、15 条采用新型干法水泥工艺的水泥生产线；分布在陕西省中南部地区的西安、渭南、汉中、安康、

商洛以及新疆和田、于田等地；具备年产 1412 万吨熟料、2180 万吨水泥的生产能力。此外，公司还拥有 9 座大型余热发电站，以及 1 个在建纯低温余热发电站。

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”牌水泥为陕西省名牌产品，公司连续多年被评定为“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。公司 2011 年 9 月被中国水泥协会公布为首批水泥市场主导企业陕西区主导企业之一，同时入围 2011 年中国建材企业 100 强（排名第 74 位）。根据中国水泥网统计，尧柏水泥在 2012 年度水泥企业熟料产能中排名第十五位；在陕西水泥熟料产能中排名第一。

3. 人员素质

公司高级管理人员 12 人，其中包括董事长 1 位，董事 4 位，监事 3 位，总裁 1 位，副总裁 3 位，均具有丰富的企业管理经验。

公司董事会主席、法定代表人张继民先生，陕西省蒲城县人，现年 59 岁，中共党员，MBA，工程师，为公司的创始人，并兼任母公司（包括西部水泥、集诚公司）董事职务；同时担任陕西省水泥协会主席及陕西省人民代表大会常务委员等若干社会职务，是陕西省优秀企业家、省劳模，具有 30 余年水泥生产企业经营管理经验。公司总裁田振军先生，现年 53 岁，1998 年加入公司，先后任职多个部门，2010 年 5 月任公司副总裁兼执行董事，兼公司副首席执行官，2011 年 3 月至今任公司总裁。公司其他高管人员也均为生产、管理和财务领域的专家，具备较高的专业素质和管理能力。

截至 2012 年 9 月底，公司在职员工 4757 人。按教育程度分类，大专以上学历占 22.10%、

高中和中专学历占 46.20%。从职称结构看，高级职称 18 人，中级职称 75 人，拥有中高级职称员工占员工总数的 2%；从年龄结构看，30 岁以下的员工占 49.10%，31 至 50 岁的员工占 48.00%。

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 15 条。其中，4000t/d 以上新型干法水泥生产线 4 条、2500t/d 新型干法水泥生产线 9 条、1200t/d 新型干法水泥生产线 1 条；并配套建设有 9.0 MW、7.5MW 和 4.5 MW 等不同规格的 9 个低温余热发电站。

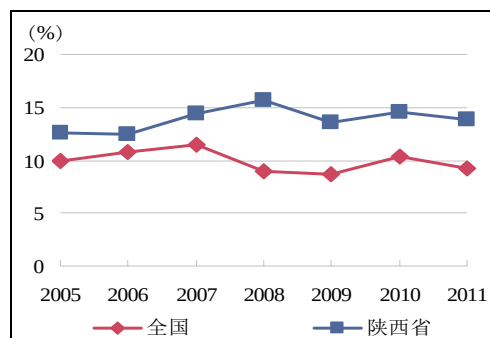
生产工艺方面，公司以悬浮预热和窑外分解技术为核心，全面采用先进的原料、燃料均化、节能粉磨技术和高效环保技术及装备，全线采用计算机集散控制系统，实现水泥生产过程的自动化，达到优质、高效、低耗、环保和循环利用的现代化工业企业标准。

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

图 5 2005~2011 年全国与陕西省 GDP 增速比较



资料来源：wind 资讯

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 10 年 GDP 保持两位数增长，2011 年，陕西全省实现生产总值 10021.53 亿元，比上年增长 14.5%。据陕西省“十二五”规划预计，期内全省 GDP 年均增长 12%以上、2015 年突破 2 万亿元。为实现此目标，从 2011 年开始，陕西省推出了一项涵盖若干大项目的“58123”的计划。即包括 5 项总投资超过 2000 亿元工程、8 项总投资 1000 亿元至 2000 亿元工程、10 项总投资 500 亿元至 1000 亿元工程、20 项总投资 200 亿元至 500 亿元工程、30 项总投资 100 亿元至 200 亿元工程，整个十二五期间固定资产投资有望超过 7 万亿元。以每亿吨固定资产投资带动 0.6 万吨水泥需求粗略计算，预计“十二五”内年均需求将超过 8000 万吨，需求增速将达 8%。

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”等经济发展政策的提出，新疆地区固定资产投资逐年加大。按新疆社会经济发展十二五规划纲要测算，预计2011~2013年新疆固定资产投资年均增速达到25%，2011~2015年新疆力争完成3.6万亿元固定资产投资，将刺激水泥需求累计量2.0亿吨。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“十二五”发展的具体战略，预计新疆“十二五”乃至“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. 政府支持

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，2009~2011年，获得政府补贴收入分别为0.81亿元、1.75亿元和1.46亿元，计入“营业外收入”。

六、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5名董事组成，设董事长1人，董事4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3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

公司本部设有运行保障部、财务部、市场部、证券部、总裁办、行政部、人力资源部、法律事务部、信息化部、审计部、内控部、工程管理部、基地项目部和工艺技术部14个职能部门，并下设渭南大区、商洛大区、安康大区、汉中大区、新疆大区5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《资金管理办法》，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《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《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的培训、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。

七、经营分析

1. 经营现状

自成立以来，公司一直以水泥的生产和销售为主业，随着项目扩建和兼并收购水泥企业进程的加快，近年来公司营业收入快速增长，2009~2011 年年均复合增长率达到 45.01%，其中 2010 年产能扩张速度加快导致营业收入同比 2009 年增长了 95.20%；2011 年水泥价格下降和原材料成本上升导致营业收入同比增幅仅为 7.76%。2011 年公司实现营业收入 31.91 亿元，几乎全部为水泥业务收入。受市场持续影响，2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 25.42 亿元，为 2011 年全年的 79.66%。矿渣等副产品的销售构成了公司其他业务收入来源。

从营业成本来看，2009~2011 年公司营业成本年均复合增长率为 60.71%，营业成本的增长率高于营业收入的增长情况。

表 3 近年来公司经营情况

项 目	营业收入（万元）				营业成本（万元）			
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
1. 主营业务小计	151678.61	296078.12	319049.70	254140.33	87636.55	174121.16	226353.27	201822.61
其中:水泥	151579.19	296078.12	319049.70	254140.33	87552.18	174121.16	226353.27	201822.61
熟料	99.42	0.00	0.00	0.00	84.37	0.00	0.00	0.00
2. 其他业务小计	92.21	74.87	82.97	26.44	0.00	0.00	0.00	0.00
合 计	151770.82	296152.99	319132.67	254166.77	87636.55	174121.16	226353.27	201822.61

资料来源：公司提供

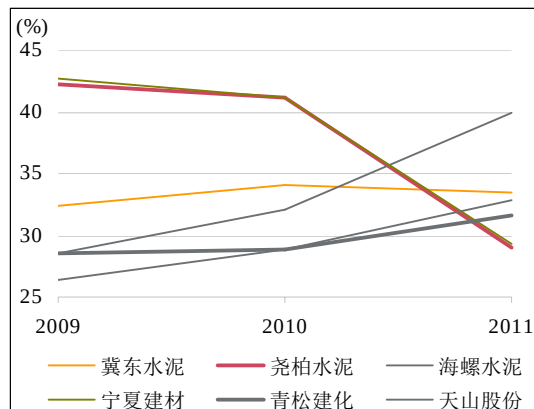
从毛利率来看，2009~2011 年公司毛利率分别为 42.26%、41.21%、29.07%，其中 2011 年公司毛利率较 2010 年下降了 12.14 个百分点，主要原因是①2011 年陕西水泥产能过剩，尚未淘汰的落后产能给市场价格带来了压力；②受金融危机和国家宏观调控的影响，陕西省内国家重点工程项目的建设停止或减缓，导致水泥需求量大幅下降，供大于求的现实也使得水泥价格受到抑制；③2011 年 6 月海螺水泥在陕西市场产能释放，市场竞争加剧，公司为了保住市场占有率，适时下浮价格。④2011 年原

材料煤炭、石灰石和电力成本增加。2012 年前三季度受市场因素影响设备运转率低，单位产品的固定成本高，从而导致 2012 年前三季度公司水泥毛利率继续下挫至 20.58%。

从西北地区水泥行业（冀东水泥和海螺水泥近年来在西北地区的并购加速，故将其纳入比较范围）毛利率来看：（1）2009 年和 2010 年尧柏水泥毛利率处于前列，主要原因是西部水泥 2006 年在英国上市和 2010 年在香港上市，公司资金充裕利于迅速扩大产能，公司在镇安县和丹凤县顺利完成了并购，汉中洋县公司点

火，勉县和西乡项目全面铺开，公司在陕南的布局完成，由于秦岭阻隔，公司市场相对区位优势明显，区域市场控制力强。(2) 2011 年在大部分水泥企业毛利率上升的情况下，公司毛利率下降幅度较大，主要原因是陕西水泥需求量下降，同时海螺水泥进驻陕西，对公司市场占有率造成较大冲击。针对 2011 年公司水泥价格下行的冲击，公司通过开拓民用水泥市场，强化市场开发和合理价格定位，确保全年销售任务；同时公司加大陕南地区核心市场的开发力度，发挥核心市场的价格优势，确保公司利润的实现。

图 6 水泥行业企业毛利率情况



资料来源：wind 资讯

2. 产品生产

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。公司根据市场需求适当调整水泥产品结构，近三年以 P.O.42.5、P.O.42.5 低碱水泥、P.O.32.5R 复合硅酸盐水泥为主，2011 年以上主要型号产品占收入的 83%。2012 年前三季度因国家调控使得陕西铁路、公路等重大工程暂缓施工，高标号水泥在前半年需求有所下降。而陕南移民搬迁等民生工程的实施则使得 32.5 等低标号水泥需求增加，P.O.32.5R 复合水泥在水泥产量中占比上升至 25%。

表 4 近年来公司主要产品在收入中的占比

水泥型号	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
42.5R 水泥	12%	6%	2%	1%
42.5 水泥	28%	25%	26%	31%
42.5 低碱水泥	25%	25%	12%	2%
32.5R 复合水泥	24%	24%	45%	41%
42.5R 低碱水泥	6%	4%	1%	-
52.5R 水泥	5%	11%	3%	-
42.5 (缓凝) 水泥	0%	1%	1%	-
32.5 复合水泥	-	4%	10%	25%
合 计	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

2009~2011 年，公司按照“巩固关中、发展陕南”的战略思路，通过新建和兼并收购扩张产能，呈“L”型布局在西安、渭南、汉中、安康、商洛等地。在西部水泥上市带来充裕资金的前提下，2009 年和 2010 年公司在陕西境内扩张进程加速；2011 年在面临陕西市场竞争激烈的情况下，公司转战新疆市场，并购新疆和田地区的水泥企业，是公司在省外投资的第一步；2012 年至今公司在陕西渭南地区收购实丰公司，同时新建丹凤二线，提升公司熟料和水泥产能分别至 1412 万吨、2180 万吨。

表 5 近年来公司产能扩张进程

	产能扩张进程		累计产能 (万吨)	
	新建	并购	熟料	水泥
2009	汉中	丹凤、秀山	591	950
2010	蒲城二线、勉县、西乡	江华	936	1490
2011	-	和田、韩城	1112	1750
2012 年 1~9 月	丹凤二线	实丰	1412	2180

资料来源：公司提供

截至 2012 年 9 月底，公司共拥有 13 个水泥生产基地，包括 15 条熟料生产线、15 条采用新型干法水泥工艺的水泥生产线，具备年产 1412 万吨熟料、2180 万吨水泥的生产能力。此外，公司还拥有 9 座大型余热发电站，以及 1 个在建纯低温余热发电站。

表 6 公司生产基地分布

地区	序号	企业名称	规模 (t/d)	熟料产能 (万吨)	低温余热发电机组 (MW)	投产时间
西安	1	西安蓝田尧柏水泥有限公司	2*2500	160	9	2007 年 4 月
渭南	2	尧柏特种水泥集团有限公司蒲城分公司	2*2500	150	9	2003 年 7 月 /2010 年 7 月
	3	韩城尧柏阳山庄水泥有限公司	4000	140		2011 年 6 月
	4	陕西实丰水泥股份有限公司	5000	160	9	2012 年 3 月
汉中	5	汉中尧柏水泥有限公司	2500	90	4.5	2009 年 12 月
	6	汉中勉县尧柏水泥有限公司	2500	90	4.5	2010 年 5 月
	7	汉中西乡尧柏水泥有限公司	2500	90	4.5	2010 年 12 月
安康	8	安康市尧柏水泥有限公司	4000	150	7.5	2008 年 12 月
	9	安康尧柏江华水泥有限公司	2500	90	4.5	2011 年 1 月
商洛	10	商洛尧柏秀山水泥有限公司	1200	36		2009 年 8 月
	11	商洛尧柏丹凤水泥有限公司	4000t/d 、 2500t/d	220	4.5	2009 年 12 月
新疆	12	和田鲁新建材有限公司	1600	36		2011 年 5 月
	13	和田尧柏水泥有限公司	4500*	140*	7.5*	在建
合计				1412	57	

资料来源：公司提供

注：带*为在建项目

表 7 公司产品产量情况

水泥（按区域分）	产量（万吨）			
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
西安	216	280	252	217
渭南	138	210	270	282
商洛	25	147	132	132
安康	134	208	258	162
汉中		145	240	199
新疆	-	-	28	34
合计	513	990	1180	1026
熟料（按区域分）	产量（万吨）			
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
西安	180	203	174	156
渭南	101	133	205	173
商洛	21	113	97	99
安康	89	157	183	119
汉中		116	174	138
新疆	-	-	20	23
合计	391	722	853	708

资料来源：公司提供

随着产能的逐年扩张，2009~2011 年，公司水泥和熟料产量快速上升，年均复合增长率分别为 49.85%、45.96%。2011 年水泥和熟料的产量分别为 1152 万吨、833 万吨，其中陕南地区（商洛、安康、汉中）产量增速较快，2011 年陕南地区水泥产量占公司总产量的 54.69%，

陕南地区已经成为公司重要的生产区域。2012 年 1~9 月，公司水泥和熟料产量分别占 2011 年全年的 86.95%、83.00%。

为了响应国家抑制水泥产能过剩的号召，公司目前主要通过兼并收购来扩大产能，一方面是拓展产业布局的需要，同时有利于水泥生产基地资源的整合。目前已与新疆伊犁地区的水泥企业签订框架协议，未来产能有望继续扩大。

3. 原材料采购

公司原材料主要为石灰石，能源为原煤和电力，石灰石、煤炭、电力分别在水泥成本中占 6%、33.78%、17.35%。石灰石主要来自于自备矿山，煤炭和电力等其他原辅材料主要依靠外购。为了控制成本，2009 年公司成立了物料公司，负责集团公司及下属公司的统一采购，下辖大宗材料部（负责采购原煤、编织袋、石膏、粉煤灰等）和备品备件部。

石灰石是水泥企业重要的战略资源，优质石灰石矿山资源有利于公司原材料的及时有效供应，同时也构成其他水泥生产企业的区域市场进入壁垒。截至 2012 年 9 月底，公司拥有采

矿许可证 12 个（如表 8 所示），主要分布于公司生产基地附近。其中有 6 个水泥用石灰岩开采权证将于 2013 年到期，由于公司生产基地建于矿山附近，未来开采权延续的可能性较大。

表 8 公司水泥用石灰岩矿山情况表

矿山地址	有效期至	生产规模 (万吨/年)
陕西渭南市蒲城县	2013 年 11 月	107.80
陕西西安市蓝田县	2022 年 12 月	212
陕西安康市汉滨区关庙镇	2013 年 7 月	15
陕西安康市汉滨区花园乡	2013 年 7 月	6
陕西安康市汉滨区早阳乡	2013 年 7 月	10
陕西安康市汉滨区安旬路	2013 年 1 月	8
陕西安康市旬阳县	2013 年 12 月	175.40
陕西汉中市勉县	2014 年 11 月	110
陕西汉中市洋县	2020 年 1 月	221.90
陕西商洛市镇安县褚家山	2016 年 4 月	40
陕西商洛市镇安县永乐镇	2012 年 12 月	45
新疆和田地区墨玉县	2020 年 4 月	18

资料来源：公司提供

随着生产需求的增加，近三年石灰石采购量大幅度增加；随着规模效益的形成，公司石灰石采购价格呈下行趋势，2011 年采购均价为 14.78 元/吨。未来随着公司产业布局的逐渐推进，石灰石资源有望继续充盈。

煤炭对生产成本的影响最大，公司通过物料公司统一协调采购来控制成本。2010 年公司申请到煤炭经营资格证，2011 年公司与陕西陕煤铜川矿业有限公司煤炭运输销售分公司、彬县水帘洞煤炭有限责任公司、陕西郭家河煤业有限公司和陕西省红石岩煤矿签订了煤炭采购协议，可直接到煤矿采购，主要可以保障煤炭质量和数量，采购价格随行就市。2011 年 86% 的煤炭来自于直采矿，公司与直采矿的结算方式是全额预付；其余通过焦作国龙物流有限公司、陕西恒邦实业有限公司等煤炭经销商，结算方式是月结。目前煤炭采购尚能满足公司逐年增加的生产需求，但采购价格的高位震荡对公司的营业成本影响较大。2012 年前三季度，煤炭采购均价随着市场价格的变化较 2011 年略有下降。为此，在保证煤炭供应量的情况下，公司通过陕西煤炭交易中心招标采购，每

吨煤炭可节省 30 元左右。

表 9 公司的煤炭采购量及采购价格

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
采购量（万吨）	59.31	112.01	135.31	119.27
采购均价（元/吨）	451.05	580.27	615.42	560.59

资料来源：公司提供

公司各生产企业用电主要是由各地供电局供应，用量和价格有保证。近年来公司低温余热发电站可缓解用电成本，2009~2011 年公司余热发电量分别占公司用电总量的 12%、13%、10%，分别为公司节约电费成本 0.15 亿元、0.25 亿元、0.30 亿元。

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。

备品备件采购流程一般为：各生产单位每月编制采购计划上报至集团总部，经分管部门领导审核后，交由采购公司统一采购。2009 年以来公司主要与天津中材装备公司合作，每年签订框架合作协议，一般结算方式是 30% 预付款、货到付余款。目前公司为了节省采购成本，主要通过中国水泥备件网公开招标，可适当降低采购价格。

总体看，公司有效的采购管理模式有利于控制成本。近年来原材料供应有保证，但主要原材料煤炭价格的波动对公司成本影响较大。

4. 产品销售

2004 年尧柏水泥成立了销售分公司，统一管理集团产品销售业务，销售公司下设一个部门（综合管理部），六个分公司（渭南、西安、商洛、安康、汉中、新疆），十四个营业室（蒲城、韩城、实丰、蓝田、丹凤、留仙坪、镇安、旬阳、安康、洋县、勉县、西乡、鲁新、和田）。销售管理方式是：每月尧柏水泥下达总销售和回款任务至销售公司，销售公司分解总任务至

各个分公司，同时对分公司的任务进行考核。

公司紧抓市场动向，确定直销、经销商代理销售、重点工程项目销售等为主要营销渠道，分别在销售中占 24%、60%、16%。公司根据整个水泥市场运行情况，适时调整客户群体，从 2009 年至 2011 年客户行业分布来看，房地产和公路工程是 2009 年和 2010 年的主要客户群体，民用水泥用户群体则逐年增大，2011 年达到销售总量的 55.35%。

表 10 公司客户分布情况（单位：%）

行业分布	2009 年	2010 年	2011 年
房地产	32.95	23.04	24.70
铁路工程	5.17	11.55	8.61
公路工程	41.26	30.43	10.33
内河航道工程	0.19	0.08	0.29
轨道交通	0.27	0.71	0.26
机场	0.00	0.26	0.47
民用	20.16	33.92	55.35
合计	100.00	100.00	100.00

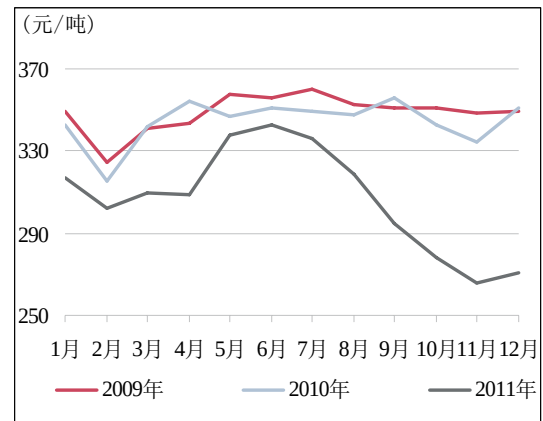
资料来源：公司提供

随着产能的逐年扩张，公司水泥销量迅速增长，2009~2011 年年均复合增长 52.09%，2011 年达到 1173.28 万吨；近三年水泥产销率分别为 98.84%、100.00%、101.85%。2012 年前三年季度水泥产销率为 99.32%，公司水泥的产销率高。公司生产的熟料基本为自用，在自身消化不了的情况下销售给附近的粉磨站，外售部分占比很小。

公司产品销售定价策略为：以公司的产品质量为基础，以共有区域市场竞争对手实时价格为竞争导向，以公司生产成本为底线，以当期利润最大化为目标，制订价格。另外针对客户和工程情况适当给予优惠。如图 7 所示，近三年公司水泥销售价格波动大，其中 2009 年和 2010 年月度销售价格趋同，平均销售价格分别为 350 元/吨、346 元/吨；2011 年受市场需求量萎缩和海螺水泥的竞争，公司水泥销售价格下行趋势明显，平均销售价格下降至 309 元/吨。2012 年前三季度水泥平均销售价格下降至 278 元/吨。未来随着陕西水泥行业整合步伐加快，

同时受国家宏观经济政策的影响，铁路、公路等大型重点工程项目开建，水泥需求量逐渐增长，水泥价格也随之理性回归。

图 7 近三年水泥销售价格变化趋势



资料来源：公司提供

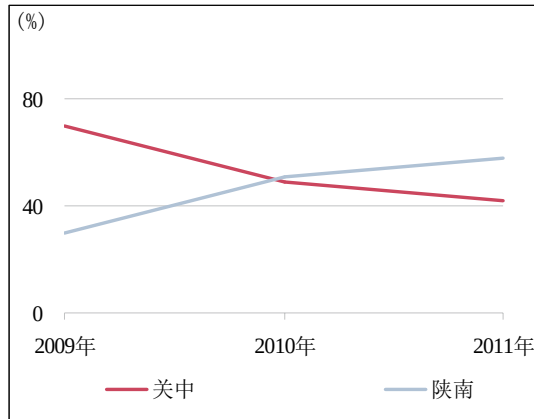
公司产品以预付款结算为主，对于合作良好的客户适当给予一定额度的赊欠金额。重大工程项目，若公司通过直销销售水泥，则采用赊销销售结算方式，账期 1 个月；若通过经销商销售，公司与经销商签订预付款代理协议，直接与经销商以预付款方式结算。

从市场竞争来看，陕西省主要有 5 家水泥企业：海螺集团、冀东水泥、尧柏水泥、声威集团、中材水泥，2011 年市场占有率分别为 20.87%、20.16%、18.36%、12.96%、2.88%。2012 年上半年公司收购实丰水泥，股东西部水泥收购富平水泥，综合看市场占有率达 24.60%，根据数字水泥网统计，2012 年公司水泥熟料产能位居陕西省首位，在全国水泥熟料产能中排名第十五位。受石灰石资源分布影响，水泥企业均布局于关中、陕南地区，其中冀东水泥、海螺水泥、声威集团集中布局于铜川、宝鸡和咸阳，即关中地区，市场重叠、竞争激烈；陕南地区以尧柏水泥为主，中材水泥仅有两条 2500t/d 生产线布局在此。

从公司的销售区域来看，2009~2011 年公司水泥销售区域从以关中地区为主逐步拓展到陕南占主导地位。2011 年关中和陕南的水泥销售占比分别为 42%、58%。2011 年海螺水泥和

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。

图 8 近三年水泥销售区域变化趋势



资料来源：公司提供

总体看，随着产业布局的逐步扩大，尧柏水泥在陕西水泥市场上的占有率较高，产销率高。但竞争激烈的水泥市场对公司销售价格和毛利率的影响较大。

5. 经营效率

2009~2011 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呈下降趋势，平均值分别为 19.56 次、9.98 次、0.61 次，2011 年分别为 16.04 次、8.21 次和 0.48 次，总体看，公司经营效率一般。

6. 未来发展

近年来，公司投资规模增大，截至 2012 年 9 月底，公司在建项目总投资额 23.30 亿元，已完成投入 16.06 亿元，未来尚需 7.24 亿元需要公司自筹解决，其中和田、商洛生产线基本完工，后续投资不大；公司实际在建工程以渭南蒲城生产线的扩建和研发培训基地的建设为主，后续尚需投入 5 亿元左右，目前公司营运资金尚能覆盖其支出。

表 11 截至 2012 年 9 月底公司在建项目情况

项目名称	项目概况	总投资	截至 2012 年 9 月底已投资额
和田尧柏水泥有限公司 4500t/d 新型干法水泥生产线	主体工程已完成 60%，已于 2012 年 8 月底点火投产	75000.00	56000.00
商洛尧柏龙桥水泥有限公司 4000t/d 新型干法水泥生产线	工程已完工，于 2012 年 4 月点火投产（暂未决算）	78000.00	76000.00
渭南蒲城尧柏水泥有限公司 4500t/d 新型干法水泥生产线	已完成收购，主体工程完成 28%	65000.00	18167.74
研发培训基地	主体工程已完成	15000.00	10440.98
合计		233000.00	160608.72

资料来源：公司提供

未来公司计划投资的是伊利泸新水泥有限公司 3000t/d 水泥生产线并购项目和贵阳市麟山水泥厂 2500t/d 水泥生产线并购项目，总投资 10.50 亿元，资金来源为自筹，以上并购正在办理相关手续中。总体看，未来公司并购规模较大，资金压力加重。

根据尧柏水泥“十二五”发展规划，通过“巩固陕西，开拓西部”战略的实施，进一步扩大规模，减小单一地区经济波动的风险，稳定和提高经济效益水平。到 2015 年，尧柏水泥

的新型干法熟料产能达到 3100 万吨，水泥年产能将达到 4800 万吨左右。

目前国家加大淘汰水泥落后产能力度，新建水泥生产线的审批难度大。未来公司将以并购重组的方式扩大生产规模，在区域发展上以陕西为主，拓展新疆等西部地区，有利于推进区域的市场整合，发挥规模效应。同时公司计划开展混凝土业务，延伸产业链，加强终端市场的控制力。

总体来看，未来公司仍以水泥生产和销售

为主业，通过并购重组扩大生产规模，同时延伸产业链，有利于提高公司盈利能力。

八、财务分析

1. 财务质量和财务概况

公司 2009~2011 年财务报表经希格玛会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

2011 年纳入合并范围的二级子公司共 14 家，较 2010 年新增 5 家，分别为韩城尧柏阳山庄水泥有限公司、渭南蒲城尧柏水泥有限公司、和田尧柏水泥有限公司、和田鲁新建材有限公司、韩城市阳山庄华龙运输有限公司。截至 2012 年 9 月底，公司纳入合并范围的二级子公司 15 家，新增陕西实丰水泥股份有限公司。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 80.47 亿元，所有者权益 42.19 亿元（含少数股东权益 1.09 亿元）；2011 年公司实现营业收入 31.91 亿元，利润总额 7.30 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额 88.90 亿元，所有者权益 45.17 亿元（含少数股东权益 0.57 亿元）；2012 年 1~9 月公司实现营业收入 25.42 亿元，利润总额 3.13 亿元。

2. 资产质量

2009~2011 年，受益于母公司港交所成功上市融资，公司经营规模不断扩大，资产总额快速增长，三年年均复合增长 51.21%。截至 2011 年底，公司资产总额为 80.47 亿元，同比增长 49.50%，其中流动资产占 17.88%，非流动资产占 82.12%。

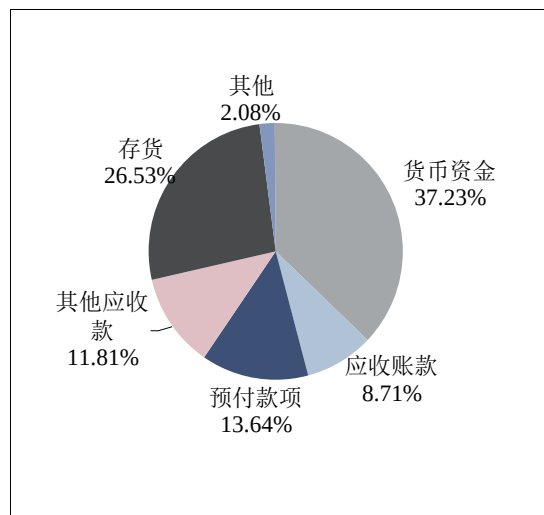
流动资产

2009~2011 年，公司流动资产年复合增长 9.26%，主要来自货币现金、应收账款以及存货的增长。截至 2011 年底，公司流动资产合计 14.39 亿元，主要受预付款项大幅缩减影响，同比小幅下降 2.22%。

2009~2011 年，公司货币资金年复合增长

28.69%。截至 2011 年底，公司货币资金 5.36 亿元，同比大幅增长 44.61%，主要为银行存款（占 96.64%）及其他货币资金（占 3.36%），其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金存款。

图 9 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2011 年财务报告

2009~2011 年，公司投建项目陆续完工，公司预付款项下降明显，截至 2011 年底，公司预付款项共计 1.96 亿元，主要为预付给各煤炭公司的采购款。

2009~2011 年，公司应收账款波动增长，年复合增长率为 17.34%。截至 2011 年底，公司应收账款净额为 1.25 亿元，较 2010 年底下降 42.92%，主要受 2011 年西安铁路局、大西客运专线等重点工程水泥用量减少且货款结算及时影响。从账龄结构看，1 年以内的占 85.60%，1~3 年的占 13.09%，3 年以上的占 1.31%。截至 2011 年底，公司共计提应收账款坏账准备 0.07 亿元，计提比例为 5.30%。总体看，公司应收账款平均账龄适中，客户集中度不高，坏账风险较低。

2009~2011 年，公司其他应收款年复合增长 2.25%，截至 2011 年底，公司其他应收款 1.70 亿元，主要由暂估进项税、增值税退税收入、保证金等组成。从账龄上看：1 年以内的占 78.49%，1~3 年的占 21.51%。2011 年公司计提其他应收款坏账准备 0.04 亿元，计提比例为

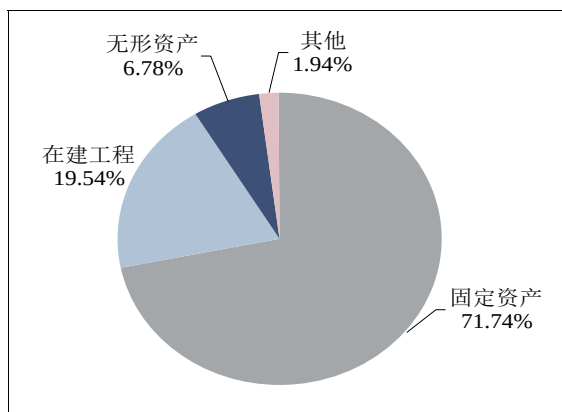
2.06%，计提比例较低。

2009~2011 年，公司存货快速增长，年均复合增长 65.04%，主要系因生产规模扩大以及合并范围增加导致原材料和自制半成品及在产品增长所致。截至 2011 年底，公司存货账面余额 3.82 亿元，其中原材料（占 51.31%）及自制半成品（占 46.07%）占比较高。公司未计提存货跌价准备，存在一定的跌价风险。

非流动资产

2009~2011 年，公司非流动资产年复合增长 69.00%，主要来自固定资产和在建工程的大幅增长。截至 2011 年底，公司非流动资产合计 66.08 亿元，主要为固定资产、在建工程和无形资产等。

图 10 2011 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司 2011 年财务报告

2009~2011 年，受益于公司合并范围及新建厂房投产转固，公司固定资产大幅增长，三年年均增长 56.23%。截至 2011 年底，公司固定资产原值 56.38 亿元，其中占比较大的为房屋建筑物（占 36.57%）和机器设备（占 48.30%）。公司累计计提折旧 2.39 亿元，固定资产净值 47.40 亿元。

2009~2011 年，伴随公司新建项目及余热发电项目陆续投入建设，公司在建工程快速增长，年复合增长 188.34%，2011 年底为 12.91 亿元，主要是水泥生产线项目及余热发电、矿山设施等项目。

公司无形资产主要为石灰矿采矿权及土地使用权。2009~2011 年，公司无形资产年复合

增长 88.54%，主要来自土地使用权的增长。2011 年底，公司无形资产净额共计 4.48 亿元。

伴随公司近年来加大对外收购进程，并购企业增多，公司商誉大幅增长，2009~2011 年三年年均增长 32.45%，2011 年底达 1.23 亿元，主要系收购对价高于收购企业账面净值所致。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 88.90 亿元，较 2011 年底增长 10.48%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 13.31%和 86.69%，资产结构较上年相比，流动资产占比进一步缩减。截至 2012 年 9 月底，公司流动资产 11.83 亿元，较 2011 年底下降 17.79%，主要源于货币资金的萎缩。公司非流动资产 77.07 亿元，较 2011 年底增长 16.64%，主要来自固定资产和在建工程的增长。

总体看，受益于母公司 2010 年成功上市融资后加大对公司的投资力度，近年来公司对外投资并购及产能扩张速度不断加快，资产规模大幅增长，资产构成以非流动资产为主，资产结构基本合理，流动资产中存货和货币资金占比大，现金类资产充足，资产流动性一般，整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2009~2011 年，公司所有者权益年复合增长 66.15%。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 42.19 亿元，归属于母公司所有者权益合计 41.10 亿元，其中实收资本占 39.41%，未分配利润占 55.41%，其他占 5.18%。公司近三年实收资本大幅度增长，全部来自于公司股东集诚公司的追加投资，其中 2010 年、2011 年分别追加 5.70 亿元和 5.20 亿元。同期，伴随公司收入及利润规模不断扩大，公司盈余公积及未分配利润较快增长，公司资本实力得以增强。

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益 45.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 44.60 亿元，较 2011 年底增长 8.50%，全部来源于未分配利润的累积。公司归属母公司所有者权益构

成与上年底相比变化不大。

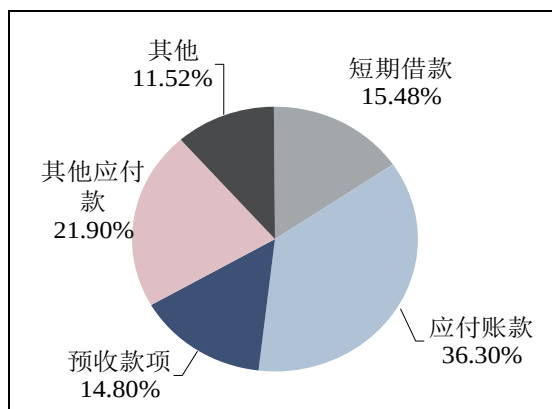
总体看，公司近年来所有者权益总额在实收资本、未分配利润的大幅增长带动下增速较快，实收资本占比逐年上升，公司所有者权益稳定性有所增强。

负债

2009~2011 年，公司负债总额年复合增长 38.66%，主要是业务扩张过程中公司长期借款增加所致。截至 2011 年底，公司负债总额为 38.27 亿元，其中流动负债占 23.63%，非流动负债占 76.37%。

公司近年来通过增加长期借款总额调整负债结构，流动负债规模持续减少，截至 2011 年底，公司流动负债 9.04 亿元，较 2010 年底降低 15.61%，主要包括短期借款、应付账款、其他应付款及预收款项等。

图 11 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：公司 2011 年财务报告

截至 2011 年底，公司短期借款为 1.40 亿元，较 2010 年底大幅缩减 65.85%，全部为抵押借款。

2009~2011 年，伴随公司业务规模不断扩大，公司应付账款持续增长，年均增长 28.67%，2011 年底为 3.28 亿元，主要是在建项目陆续开工，应付材料款、设备款、工程款增加所致；其中，1 年以内占比达 92.48%。

2009~2011 年，公司预收款项持续增长，2011 年底为 1.34 亿元，同比增长 66.90%，主要为一年以内到期的水泥货款（占 96.59%）。

由于工程陆续结算完毕，近三年公司其他

应付款近年有所降低，2011 年底共计 1.98 亿元，其中一年以内占 69.92%。

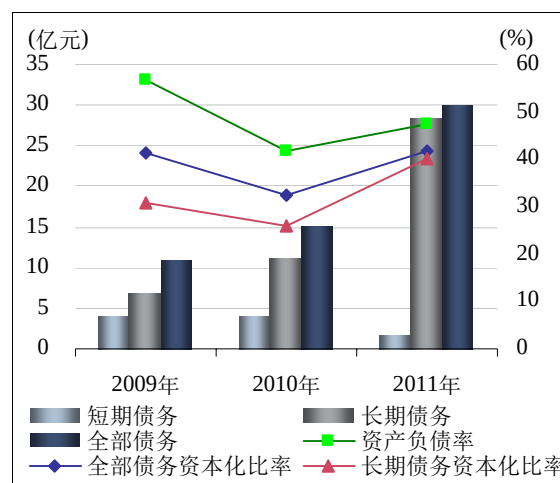
2009~2011 年，在长期借款大幅攀升带动下，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 104.21%。截至 2011 年底，公司非流动负债 29.23 亿元，其构成主要为长期借款（占 97.34%）。

截至 2011 年底，公司长期借款 28.45 亿元，较 2010 年底大幅增长 157.63%，其中公司股东集诚公司及西部水泥为公司提供长期借款 22.20 亿元（占 78.03%）。

2009~2011 年，公司全部债务规模持续上升，三年分别为 10.80 亿元、15.14 亿元和 30.03 亿元，三年复合增长率为 66.76%。2011 年底，公司短期债务及长期债务分别占比 5.25%和 94.75%，公司有息债务以长期债务为主。

2009~2011 年，公司资产负债率分别为 56.57%、41.76%和 47.56%；全部债务资本化比率三年分别为 41.40%、32.57%和 41.58%。

图 12 近年来公司负债情况



资料来源：公司财务报告

截至 2012 年 9 月底，公司负债总额 43.73 亿元，较 2011 年底增长 14.26%，其中流动负债占比上升至 32.74%，非流动负债占比下降至 67.26%。截至 2012 年 9 月底，公司流动负债合计 14.32 亿元，较上年底增长 58.32%，主要是受前三季度建设项目完工进度影响导致其应付工程款项有所增长以及短期借款的增长；公司非流动负债 29.41 亿元，同比小幅增长 0.62%。

截至 2012 年 9 月底，公司债务总额 33.36 亿元，较 2011 年底小幅增长，主要是由于公司短期债务有所增加所致；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 49.19%和 42.48%，债务负担较上年底小幅增长。

总体看，2010 年西部水泥成功在港交所上市为公司提供了充裕资金，带动公司并购速度加快，使得公司资本结构及债务结构得以优化，目前公司整体债务负担适中。

4.盈利能力

2009~2011 年，随着公司水泥、熟料产能的快速增长，公司营业收入实现年复合增长 45.01%；同期公司营业成本年复合增长 60.71%，高于营业收入增速，特别是 2011 年以来，受上游煤炭、石灰石及电力成本上升影响，成本增速高出收入增速 22.24 个百分点，公司成本压力攀升。2011 年公司实现营业收入 31.91 亿元，同比增长 7.76%。2009~2011 年，受产品价格下跌及成本攀升影响，公司营业利润率明显下降，三年分别为 41.70%、40.65%和 28.02%。

2009~2011 年，公司三项期间费用合计年复合增长 65.46%，高于营业收入增速。期间费用合计数占营业收入的比重分别为 7.90%、6.76%和 10.29%。其中，受公司债务规模扩张及销售规模扩大业务拓展支出影响，财务费用及管理费用增速较快，三年年均增长率分别为 78.20%及 64.06%。

2009~2011 年，公司营业外收入分别为 0.81 亿元、1.79 亿元和 1.64 亿元，其中政府补贴收入分别为 0.81 亿元、1.75 亿元和 1.46 亿元，主要是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。

2009~2011 年，公司利润总额波动增长，三年年均复合增长 11.36%，2011 年受成本上涨及期间费用上涨影响，公司增收不增利仅实现利润 7.30 亿元，较上年同期大幅下降 37.45%。

从盈利指标来看，受公司利润波动及所有

者权益和有息债务规模上升影响，公司总资本收益率及净资产收益率三年来波动下降，三年加权平均值分别为 16.72%和 24.55%，2011 年分别降至 10.62%和 14.98%。公司整体盈利能力有所下降。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 25.42 亿元，占 2011 年全年的 79.64%；营业利润为 2.12 亿元，营业外收入 1.04 亿元，利润总额为 3.13 亿元。营业利润率为 19.47%，较上年显著下滑。

总体看，受益于近年来的产能扩张，公司收入规模快速增长，但 2011 年以来，受水泥销售价格下降、原材料成本上涨及公司期间费用攀升等因素影响，公司营业利润率及整体盈利能力均有所下降。

5.现金流

2009~2011 年，随着销售收入的快速增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量均逐年递增，2011 年分别为 33.14 亿元和 36.75 亿元，年复合增长率分别为 37.96%和 40.59%。受成本上涨及费用支出攀升影响，公司经营活动现金流出量增速超出现金流入增速 18.32 个百分点，相应公司经营活动现金流量净额三年来有所波动，分别为 6.80 亿元、8.69 亿元和 6.96 亿元。2011 年公司收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金分别较 2010 年增加了 1.56 亿元、1.26 亿元，主要系 2011 年尧柏水泥内部流入流出款所致（2011 年 5 月公司给新收购的鲁新公司拨入 1.5 亿元的运营款，2011 年 6 月鲁新公司开始合并到尧柏水泥报表中，同月鲁新公司支付给公司 0.43 亿元，故会计做账时：收到其他与经营活动有关的现金实际为鲁新公司收到尧柏水泥拨款 1.5 亿元，支付其他与经营活动有关的现金实际为尧柏水泥支付给鲁新公司 1 亿元左右）。

近三年公司现金收入比持续下降，三年均值为 106.39%，2011 年为 103.84%，主要系各

子公司顶账水泥（即为公司用水泥产品抵一部分应付款项）发货量增大导致现金流入减少所致，近三年产生的顶账水泥金额分别是 0.26 亿元、0.59 亿元、1.10 亿元。

2009~2011 年，公司加速对外投资并购及产能扩张力度，投资活动现金流出量持续攀升，三年分别为 8.39 亿元、15.15 亿元和 23.37 亿元，主要为购建固定资产支出和投资支付的现金。公司投资活动现金流入量规模较小，相应公司近三年投资活动产生的现金流量净额分别为 -8.39 亿元、-15.15 亿元和 -23.26 亿元。

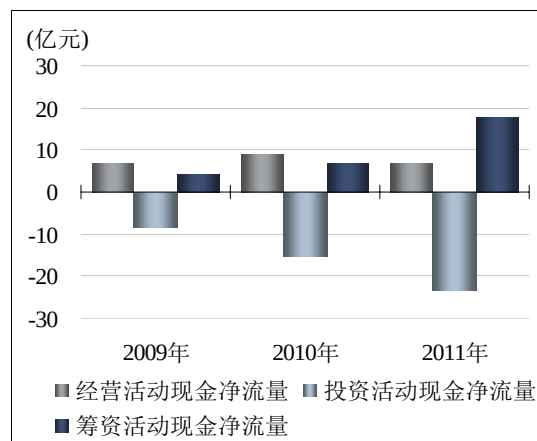
2009~2011 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -1.59 亿元、-6.46 亿元和 -16.30 亿元。公司近年对外投资及产能扩建项目较多，经营活动净现金流无法覆盖投资活动所需现金，公司对外部融资需求持续扩大。

2009~2011 年，公司筹资活动现金流入量规模逐年扩大，分别为 8.15 亿元、17.03 亿元和 28.12 亿元，主要是吸收投资和取得借款收到的现金；筹资活动现金净流量分别为 4.29 亿元、6.93 亿元和 17.95 亿元。

2009~2011 年，公司现金及现金等价物净增加额分别为 2.69 亿元、0.47 亿元和 1.65 亿元。

2012 年 1~9 月，公司经营活动现金净流量为 7.39 亿元；公司投资活动现金净流出 11.28 亿元，其中投资支付的现金 7.14 亿元，主要是公司收购实丰水泥的支付的现金；公司筹资活动前现金净流量为 -3.88 亿元；2012 年 1~9 月，公司筹资活动产生的现金净流量为 2.95 亿元，现金及现金等价物净增加 -0.93 亿元。

图 13 2009~2011 年底公司现金流量



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司经营活动现金流入规模较大，但收入实现质量近年来有所下滑；伴随公司投资支出的扩大，对外筹资规模逐年增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011 年，公司流动负债规模持续萎缩，同期流动资产小幅增加，受此影响，公司流动比率和速动比率均有所提高，三年均值分别为 139.46% 和 111.42%，2011 年上述指标分别为 159.13% 和 116.91%；2012 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别降为 82.62% 和 53.80%。2009~2011 年，公司经营活动现金流动负债比均值为 73.36%，2011 年为 76.99%，同时考虑公司现金类资产充裕，且流动负债中短期借款规模较小，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2009~2011 年公司 EBITDA 波动增长，三年分别为 7.76 亿元、14.20 亿元和 11.87 亿元；2009~2011 年，公司有息债务规模增长较快，利息支出随之大幅增长，EBITDA 利息倍数逐年下降，三年分别为 29.99 倍、27.56 倍和 8.80 倍，但仍处于较好水平；全部债务/EBITDA 分别为 1.39 倍、1.07 倍和 2.53 倍。公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力较好。

截至 2012 年 9 月底，公司获得银行授信额度总额为 18.72 亿元，尚未使用的授信额度为 7.77

亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2012 年 9 月底，公司对外担保 3000 万元，担保比率为 0.68%。担保单位为和田鲁新建材有限公司，该公司目前经营情况正常，考虑到公司担保余额较低，代偿风险不高。

7. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业基本信用信息报告》（报告编号：B-201211726829），截至 2012 年 11 月 8 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 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，并考虑到陕西省政府对于公司在税收方面的支持，公司整体抗风险能力强。

九、 本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 8 亿元，占 2012 年 9 月底全部债务的 23.98%，对现有债务规模具有一定的影响。以公司 2012 年 9 月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 53.38%和 47.80%，公司债务负担略有上升。考虑到公司本期中期票据募集资金将部分用于置换银行贷款，公司实际负债水平将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2009~2011年公司经营活动产生的现金流入量分别为18.59亿元、33.33亿元和36.75亿元，分别为本期中期票据的2.32倍、4.17倍和4.59倍，公司经营活动现金流入对本期中期票据本金覆盖程度较高；公司经营活动产生的现金流量净额分别为6.80亿元、8.69亿元和6.96亿元，对本期中期票据覆盖倍数分别为0.85倍、1.09倍和0.87倍；公司EBITDA/本期中期票据分别

为0.97倍、1.78倍和1.48倍，EBITDA对本期中期票据保障程度尚可。

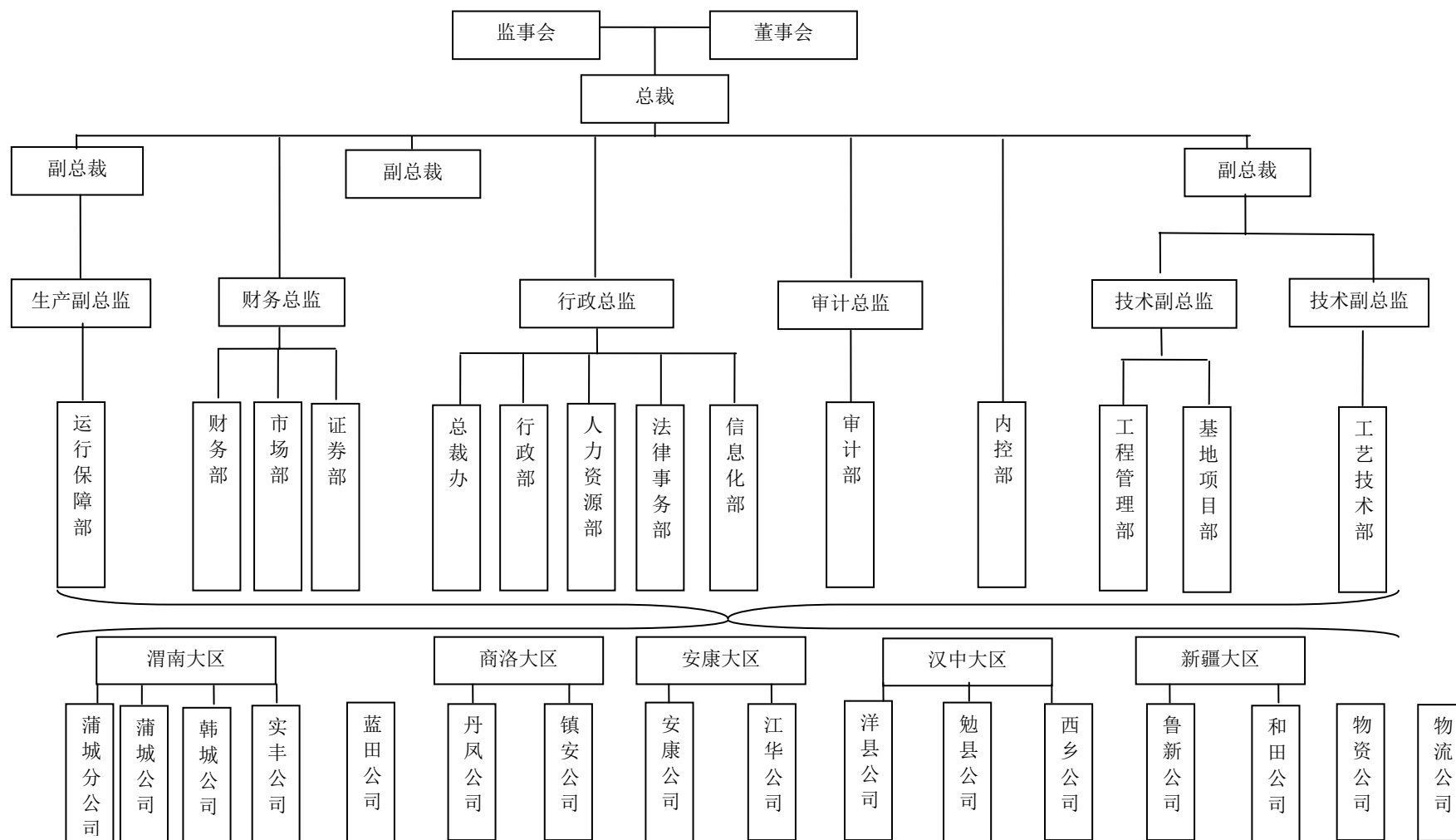
总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较强。

十、 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，公司资产规模大幅增长，资产质量较高；公司以长期债务为主，财务弹性较好，债务负担适中。公司营业收入规模伴随产能的扩张而大幅度增加，但盈利能力受煤炭价格和市场竞争的影响大幅波动，公司 2012 年三季度营业利润率显著下滑，后续盈利能力有待观察。总体看，公司主体信用风险较低。

本期中期票据的发行对现有债务有一定影响，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较强。联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	32350.74	37046.20	53572.48	28.69	20953.53
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	537.00	2321.83	2987.40	135.86	3090.79
应收账款	9102.65	21956.58	12533.00	17.34	16590.05
预付款项	48283.57	50031.19	19633.74	-36.23	19311.27
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	16257.41	18661.99	16998.33	2.25	14493.29
存货	14015.48	16979.75	38177.43	65.04	41264.34
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	171.94	0.00		2592.17
流动资产合计	120546.85	147169.48	143902.38	9.26	118295.43
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	30000.00	0.00		66.81
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	194216.58	316746.24	474013.21	56.23	513030.36
在建工程	15532.64	13662.15	129137.88	188.34	192123.22
工程物资	70.57	38.15	9.59	-63.13	8.72
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	12596.29	23058.22	44777.61	88.54	48935.98
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	7027.82	7027.82	12328.95	32.45	15205.24
合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	1585.08	52.59	19.03	-89.04	651.12
递延所得税资产	334.77	478.76	477.97	19.49	668.77
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	231363.75	391063.93	660764.23	69.00	770690.22
资产总计	351910.60	538233.41	804666.61	51.21	888985.65

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	40000.00	41000.00	14000.00	-40.84	42619.20
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00	1758.00		12500.00
应付账款	19829.88	31262.10	32828.84	28.67	61537.32
预收款项	5692.19	8021.31	13387.93	53.36	13007.40
应付职工薪酬	1808.99	1264.32	1557.64	-7.21	2666.49
应交税费	5123.20	7497.62	-2580.94		71.64
应付利息	0.00	380.76	9673.05		17278.77
应付股利	0.00	0.00	0.00		69.56
其他应付款	53154.75	17736.53	19807.00	-38.96	11187.13
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	3363.02	0.00	0.00	-100.00	-17763.91
流动负债合计	128972.04	107162.64	90431.51	-16.26	143173.59
非流动负债：					
长期借款	67972.53	110432.29	284504.54	104.59	278499.94
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	1776.68	1542.00	1542.00	-6.84	10542.00
专项应付款	0.00	300.00	300.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		431.19
递延所得税负债	337.19	309.17	1073.76	78.45	4627.20
其他非流动负债	0.00	5006.25	4865.14		0.00
非流动负债合计	70086.40	117589.71	292285.44	104.21	294100.34
负债合计	199058.43	224752.34	382716.96	38.66	437273.93
所有者权益：					
实收资本(或股本)	53000.00	110000.00	162000.00	74.83	162000.00
资本公积	1658.21	1824.41	2165.78	14.28	5166.03
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	4935.55	12818.67	19130.29	96.88	19130.29
未分配利润	90758.40	185579.85	227738.04	58.41	259694.64
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	150352.16	310222.93	411034.10	65.34	445990.95
少数股东权益	2500.00	3258.14	10915.55	108.96	5720.77
所有者权益合计	152852.16	313481.07	421949.65	66.15	451711.72
负债和所有者权益总计	351910.60	538233.41	804666.61	51.21	888985.65

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	151770.82	296152.99	319132.67	45.01	254166.77
减: 营业成本	87636.55	174121.16	226353.27	60.71	201822.61
营业税金及附加	840.39	1655.42	3371.06	100.28	2854.46
销售费用	1504.19	2786.00	2640.69	32.50	1824.07
管理费用	6432.30	11831.24	17312.83	64.06	13625.86
财务费用	4055.33	5406.34	12877.48	78.20	12833.43
资产减值损失	9.02	904.13	-555.59		0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益	-195.13	0.00	15.13		2.24
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	51097.91	99448.70	57148.06	5.75	21208.57
加: 营业外收入	8112.71	17871.28	16363.94	42.02	10422.17
减: 营业外支出	358.42	642.58	533.55	22.01	314.13
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	58852.19	116677.40	72978.45	11.36	31316.61
减: 所得税费用	4108.79	13214.69	9770.66	54.21	4554.80
四、净利润	54743.40	103462.71	63207.79	7.45	26761.81

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	174115.23	311213.35	331387.57	37.96	250399.14
收到的税费返还	11153.40	14631.70	13123.94	8.47	9539.23
收到其他与经营活动有关的现金	676.53	7424.65	23033.34	483.49	876.08
经营活动现金流入小计	185945.16	333269.71	367544.85	40.59	260814.45
购买商品、接受劳务支付的现金	71184.50	165687.97	193821.34	65.01	131228.87
支付给职工以及为职工支付的现金	5617.15	9002.28	16002.29	68.78	12938.86
支付的各项税费	17585.19	42309.36	46130.40	61.96	21306.60
支付其他与经营活动有关的现金	23592.31	29369.34	41969.46	33.38	21390.84
经营活动现金流出小计	117979.15	246368.96	297923.49	58.91	186865.16
经营活动产生的现金流量净额	67966.01	86900.75	69621.36	1.21	73949.28
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	4.17	0.00	1000.00	1449.19	0.00
取得投资收益收到的现金	2.61	0.00	15.13	140.68	2.24
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	3.30	16.37	55.60	310.25	-30.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	3.65		0.00
投资活动现金流入小计	10.08	16.37	1074.38	932.31	-27.76
购建固定资产、无形资产等支付的现金	57821.80	95274.03	199717.17	85.85	41333.43
投资支付的现金	26000.00	38522.64	33556.43	13.61	71400.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	72.25	17745.89	381.67	129.83	0.01
投资活动现金流出小计	83894.06	151542.56	233655.27	66.89	112733.44
投资活动产生的现金流量净额	-83883.98	-151526.18	-232580.89		-112761.20
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	62045.72	52120.18		0.00
取得借款收到的现金	81547.50	108235.79	227596.05	67.06	90159.20
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.97	0.00	1474.85	3789.63	10000.00
筹资活动现金流入小计	81548.48	170281.51	281191.08	85.69	100159.20
偿还债务支付的现金	29960.17	93557.13	80523.80	63.94	59144.60
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8498.02	7403.48	21181.48	57.88	10780.58
支付其他与筹资活动有关的现金	239.04	0.00	0.00	-100.00	687.56
筹资活动现金流出小计	38697.23	100960.61	101705.28	62.12	70612.74
筹资活动产生的现金流量净额	42851.25	69320.90	179485.81	104.66	29546.46
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	26933.28	4695.46	16526.28	-21.67	-9265.46
加: 期初现金及现金等价物余额	5417.46	32350.74	37046.20	161.50	53572.48
六、期末现金及现金等价物余额	32350.74	37046.20	53572.48	28.69	44307.03

附件 4-2 合并现金流量表（续）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	54743.40	103462.71	63207.79	7.45
加：资产减值准备	9.02	904.13	-555.59	
固定资产折旧及其他	15721.97	19555.96	30963.90	40.34
无形资产摊销	259.69	601.28	1260.44	120.31
长期待摊费用摊销	144.06	43.56	33.56	-51.73
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	70.30	24.87	
固定资产报废损失	281.22	5287.71	18.22	-74.55
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	2585.92	5287.71	13596.82	129.30
投资损失	0.00	0.00	-15.13	
递延所得税资产减少	-298.44	-143.99	0.79	
递延所得税负债增加	337.19	-28.02	764.59	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-5651.90	-2962.23	-21192.60	
经营性应收项目的减少	11628.01	-52732.83	-64245.68	
经营性应付项目的增加	-11794.12	12632.43	45759.37	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	67966.01	91978.72	69621.36	1.21
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	32350.74	37046.20	53572.48	28.69
减：现金的期初余额	5417.46	32350.74	37046.20	161.50
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	26933.28	4695.46	16526.28	-21.67

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	31.49	17.46	16.04	19.56	--
存货周转次数(次)	12.51	11.24	8.21	9.98	--
总资产周转次数(次)	0.86	0.67	0.48	0.61	--
现金收入比(%)	114.72	105.09	103.84	106.39	98.52
盈利能力					
营业利润率(%)	41.70	40.65	28.02	34.54	19.47
总资本收益率(%)	21.98	23.36	10.62	16.72	--
净资产收益率(%)	35.81	33.00	14.98	24.55	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	30.78	26.05	40.27	34.11	38.14
全部债务资本化比率(%)	41.40	32.57	41.58	38.84	42.48
资产负债率(%)	56.57	41.76	47.56	47.62	49.19
偿债能力					
流动比率(%)	93.47	137.33	159.13	139.46	82.62
速动比率(%)	82.60	121.49	116.91	111.42	53.80
经营现金流动负债比(%)	52.70	81.09	76.99	73.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	29.99	27.56	8.80	18.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.39	1.07	2.53	1.86	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	-0.43	-0.54	-0.43	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.16	-12.54	-12.07	-11.03	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	0.97	1.78	1.48	1.47	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.32	4.17	4.59	4.01	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.85	1.09	0.87	0.93	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-0.20	-0.81	-2.04	-1.30	--

注：2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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 7 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司

关于尧柏特种水泥集团有限公司

2013 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如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。

