

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1101 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持尧柏特种水泥集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持“13尧柏MTN1” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月二十六日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

尧柏特种水泥集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 负面
上次评级结果: AA 评级展望: 负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 尧柏 MTN1	8 亿元	2013/3/29-2016/3/29	AA	AA

跟踪评级时间: 2013 年 7 月 26 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.94	5.66	5.61	12.43
资产总额(亿元)	53.82	80.47	93.70	101.87
所有者权益合计(亿元)	31.35	42.19	45.09	45.80
长期债务(亿元)	4.10	1.58	9.74	10.16
全部债务(亿元)	15.14	30.03	33.43	39.43
营业收入(亿元)	29.62	31.91	35.69	6.47
利润总额(亿元)	11.67	7.30	4.40	0.31
EBITDA(亿元)	14.20	11.87	10.62	--
经营性净现金流(亿元)	8.69	6.96	9.98	1.23
营业利润率(%)	40.65	28.02	18.68	13.77
净资产收益率(%)	33.00	14.98	8.31	--
资产负债率(%)	41.76	47.56	51.88	55.03
全部债务资本化比率(%)	32.57	41.58	42.58	46.26
流动比率(%)	137.33	159.13	70.94	98.98
全部债务/EBITDA(倍)	1.07	2.53	3.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.56	8.80	6.47	--
经营现金流/流动负债(%)	81.09	76.99	41.39	--

注: 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张 强

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

跟踪期内, 尧柏特种水泥集团有限公司(以下简称“公司”)水泥产能快速扩张, 经营规模和市场地位得以巩固。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到跟踪期内水泥行业景气度下行, 公司所在区域竞争加剧, 公司盈利能力弱化等不利影响。

虽然通过产能扩张, 公司在陕西省的市场地位得到显著提升。但行业景气度低迷和激烈的区域竞争环境短期内难以得到快速改善, 公司仍将面临较大的经营压力。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为负面, 并维持“13 尧柏 MTN1”的信用等级为 AA。

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市场影响力。
2. 跟踪期内, 公司产能不断扩张, 水泥销量及收入持续增长。
3. 跟踪期内, 公司现金类资产较为充裕, EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金净流量对存续期债券保障能力较好。

关注

1. 随着陕西市场水泥行业新增产能不断释放, 公司目前面临的市场竞争压力较大。
2. 跟踪期内, 水泥行业低迷造成公司盈利能力弱化, 经营压力增大

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及存续期内“13 尧柏 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

尧柏特种水泥集团有限公司（以下简称“公司”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 亿港元（折合人民币约 14 亿元），成为陕西省第八家香港交易所上市公司。截至 2012 年底，公司注册资本 16.20 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 2012 年底，公司合并子公司共计 17 家；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 2012 年底，公司（合并）资产总额 93.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.74 亿元）45.09 亿元；2012 年公司实现营业收入 35.69 亿元，利润总额 4.40 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司（合并）资产总额 101.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益 1.21 亿元）45.80 亿元；2013 年 1~3 月公司实现营业收入 6.47 亿元，利润总额 0.31 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。

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，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，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 7.6%，三季度增长 7.4%，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，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

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。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。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。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。

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，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、行业概况

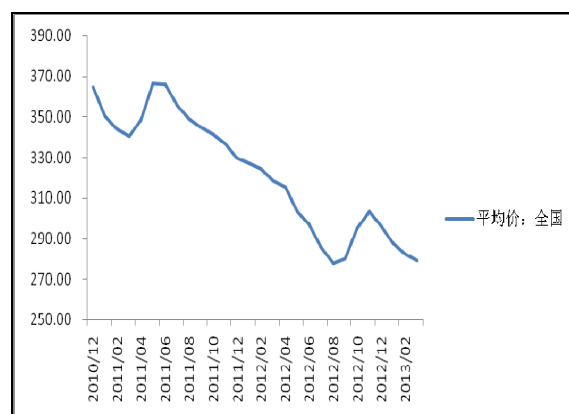
全国水泥行业概况

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性较高，受投资影响显著。2012 年，全社会固定资产投资（不含农户）名义同比增长 20.6%，实际同比增长 19.3%，增速较 2011 年下降 3.4 个百分点，投资增速有所放缓。2012 年全国水泥产量为 218405.30 万吨，同比增长 5.86%，增速较 2011 年下降 4.59 个百分点；水泥销量 216153.70 万吨，同比增长 6.27%，较 2011 年下降 3.36 个百分点。2012 年水泥行业景气度有所下降。

从水泥价格来看，2012 年 1-8 月，水泥全国平均价格一路走低，由年初的 327.08 元/吨下跌至 277.69 元/吨。宏观经济超预期下降，固定资产投资放缓是水泥价格走低的主因。8 月后，受益于基建投资反弹，以及货币政策微调的作用，水泥价格出现反弹，于 2012 年 11 月达到 303.22 元/吨的阶段高点。进入 2012

年后，随着房地产价格的急剧上升，以及国外热钱的涌入，国家出台了新国五条用于抑制房价，货币政策也较 2012 年趋紧，受此影响经济复苏动能减弱，水泥价格进入 2013 年后开始回落。

图 1 水泥全国平均价

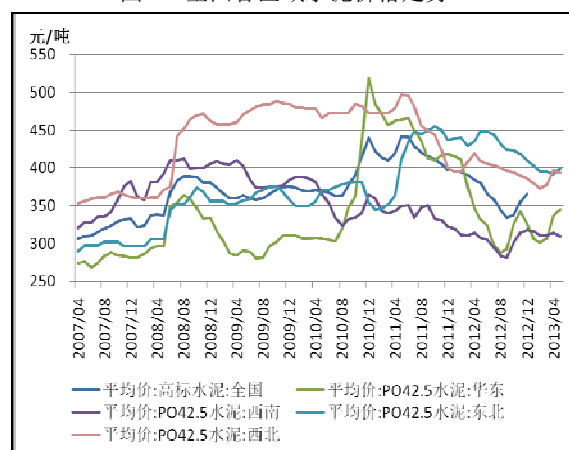


资料来源：Wind

西北地区水泥行业概况

2012 年公司水泥产能 2370 万吨，其中陕西地区水泥产能 2110 万吨（占 89.03%），新疆地区水泥产能 260 万吨（占 10.97%）。公司业务范围主要位于西北地区。

图 2 全国各区域水泥价格走势



资料来源：Wind

2008~2011 年，在资源优势和 4 万亿刺激政策推动下西北地区水泥需求旺盛，同时该区域水泥市场封闭且水泥产能较低，导致水泥价格位居全国前列。经过近几年的新增产能建设，目前西北地区水泥供需形势已经逆

转，西北地区和全国其他地区一样陷入产能过剩的困境。产能过剩叠加经济下降，西北地区水泥价格开始下滑。不过从绝对价格来看，西北地区水泥价格在全国区域中依然相对较高，2012年高标水泥全国平均价为365.33元/吨，西北区域P042.5水泥平均价格为386.00元/吨，在全国区域市场中排名第二。陕西和新疆是公司业务主要区域，作为西北区域的重要省份，陕西和新疆水泥市场运行于西北水泥市场基本一致。

从区域内竞争情况来看，2012年陕西省前五大水泥熟料生产企业分别为：尧柏特种水泥、冀东水泥、海螺集团、声威集团、北元化工。就5家主导企业的区域布局来看，受省内石灰石资源分布影响，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，而尧柏水泥在渭南、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。

从新疆水泥市场来看，天山水泥，青松建化两家本土老牌企业共同占据着新疆水泥市场的绝对优势地位，其中天山水泥熟料产能1900.3万吨，青松建化熟料产能961.0万吨。尧柏水泥则布点于南疆地区的和田地区，目前水泥产能260万吨，区域竞争力有所提升。

表1 陕西省和新疆省水泥熟料产能排名
(单位：万吨)

陕西省		新疆省	
企业	年产能	企业	年产能
尧柏特种水泥 ¹	1255.5	天山水泥	1900.3
冀东水泥	1317.5	青松建化	961.0
海螺集团	976.5	南岗建材	558.0

¹ 据中国水泥网数据，公司熟料产能排陕西第一。本表中数据显示公司熟料产能略低于冀东水泥，但依然排名第一，主要因为中国水泥网在排名时将陕西富平水泥有限公司产能并入公司一同考虑（数据未体现富平产能）。富平水泥和公司同属西部水泥有限公司，两者法律地位平等，但由公司实际经营。

声威集团	542.5	山水水泥	310.0
北元化工	186.0	新疆天业	294.5

资料来源：中国水泥网

行业政策

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，协同处置线比例达到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。

2013年，发改委、工信部联合发布了《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》后，各地区将化解水泥产能过剩矛盾作为今年工作的重点。

整体来看，提高市场集中度，化解产能过剩，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，促进水泥行业健康发展是行业政策的重心。

五、基础素质分析

公司是陕西省最大的水泥生产企业，在陕西水泥市场排名第一。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2012年底，公司共拥有13个水泥生产基地，包括15条熟料生产线、17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。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营情况

自成立以来，公司一直以水泥的生产和销售为主业。2012 年公司实现营业收入 35.69 亿元，较 2011 年上升 11.82%；实现利润总额 4.40 亿元，较 2011 年下降 39.69%。从收入构成来看，跟踪期内水泥依然是公司的核心主业。2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.47 亿元，为 2012 年全年的 18.12%，实现利润总额 0.30 亿元。

从毛利率来看，2012 年公司水泥毛利率 19.86%，较 2011 年下降 9.19 个百分点；2013 年 1~3 月，水泥业务毛利率进一步下降至 14.99%。公司所在陕西、新疆区域 2008~2010 年间一直是我国表现最好的水泥市场，但近两年随着新建产能的快速增长，竞争加剧，叠加宏观经济逐步下行，区域内水泥价格持续下降，造成公司水泥毛利率持续走低。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元；%）

板 块	2011 年			2012 年			2013 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.主营业务收入	319049.70	99.97	29.05	356716.72	99.96	19.86	64665.79	99.98	14.99
其中：水泥	319049.70	99.97	29.05	356716.72	99.96	19.86	64665.79	99.98	14.99
2.其他业务收入	82.96	0.03	--	149.00	0.04	38.48	15.33	0.02	--
合计	319132.67	100.00	29.07	356865.72	100.00	19.87	64681.12	100.00	--

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司主要原材料是石灰煤炭和电力等。2012年，公司煤炭采购价格 559.45 元/吨，较 2011 年下降 9.09%；电力采购价格 0.47 元/千瓦时，较 2011 年上升 4.44%；石灰石

采购价格 14.82 元/吨，较 2011 年上升 0.27%；硫酸渣、粘土、废石等采购价格有所波动。整体来看，跟踪期内煤炭价格下降，使公司成本压力有所减轻

表2 原材料采购量和采购价格

原材料	采购量（万吨，千瓦时）			采购价格（元/吨，元/千瓦时）		
	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
煤炭	135.31	158.76	31.51	615.42	559.45	525.35
电力	1096068435.81	1230065146.00	235082773.10	0.45	0.47	0.47
石灰石	991.59	1166.21	229.7	14.78	14.82	14.31
硫酸渣	14.78	46.05	8.51	112.12	115.01	110.62
粘土	79.22	116.03	21.43	7.78	7.35	7.29
废石	295.4	317.8	63.29	14.55	15.42	15.63

资料来源：公司提供

生产方面，2012 年公司产能继续扩张，水泥产能由 1750 万吨/年上升至 2380 万吨/年，同比增长 36%。2012 年期间，公司先后收购实丰水泥，沪新水泥；在建的丹凤二线、新疆于田等工程项目先后顺利投产，导致公司产能快速扩张。2012 年公司实现水泥产量 1355 万吨，较 2011 年上升 14.80%；产能利用率 56.95%，较全国水泥产能利用率 72.7%低 15.8 个百分点，较公司 2011 年水泥利用率低 10.52 个百分点。整体看，公司产能扩张，但产能利用率有所下滑。2013 年 1~3 月，水泥产量为 283 万吨，占 2012 年全年产量的 20.89%。

销售方面，2012 年公司水泥销售 1358 万吨，同比增长 15.82%；销售均价 277 元/吨，相

比 2011 年下降 10.36%。受下游需求较弱和产能过剩影响，公司销售均价下降幅度较大，拉低公司盈利能力。2013 年 1~3 月，水泥销量为 283 万吨，占 2012 年全年销售量的 20.28%；销售均价进一步下降至 266 元/吨。

公司销售上采取“大客户直销+经销商分销”的渠道模式，一般大客户直销收入占比 40%左右，分销商收入占比 60%左右。截至目前，公司大客户签订的合同收入已经达到 9.41 亿元，主要为西成铁路客运专线建设项目水泥用料。同时，公司有把握中标的项目收入为 5.46 亿元。已签订合同收入对公司收入有一定保障作用。

表 3 水泥产销情况（单位：万吨，元/吨）

产品	产销量	2011	2012	2013 年 1-3 月
水泥	产能	1750.00	2380.00	2380.00
	产量	1180.61	1355.34	283.12
	销量	1173.05	1358.65	275.53
	销售均价（含税）	309	277	266

资料来源：公司提供

综合来看，跟踪期内，受益于水泥销量的增长，公司销售收入有所增长；同时，下游需求疲软造成水泥销售价格下降，拉低公司毛利率和利润总额。

2. 未来发展

未来五年，公司将以陕西省内的发展为重点，向外延伸发展周边的甘肃市场，继续加强新疆和田产业布局，并跨步走向云南，到2015年实现新型干法熟料产能3100万吨以上，水泥产能4800万吨左右，在优势区域配套混凝土业务。实现规模和效益水平的双增长，成为中国西部水泥行业的领军企业之一。

为了实现上述目标，公司目前在建的项目包括矿山设施、水泥生产线，皮带廊，余热发

电等项目。并计划于2013年-2015年设立贵州麟山水泥有限责任公司和伊犁尧柏水泥有限公司。

总体看，公司将进一步稳固在陕西的水泥市场，并通过联合重组，新设等方式进行全国布局，规模效应有望增强。同时，水泥产能4800万吨的目标使得公司未来投资规模较大，具有较强的对外融资需求。

八、募集资金使用情况

公司2013年第一期中期票据募集资金8亿元（扣除手续费后实际募集79280万元），募集资金用途为：2亿元用于支付和田尧柏水泥有限公司一条4500t/d熟料水泥生产线在建项目的工程建设及设备款项；3亿元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；3亿元用于偿还公司本部中国银行短期借款1.55亿元，中信银行短期借款1亿元，浦发银行短期借款0.45亿元，以降低融资成本，优化财务结构。截止2013年5月31日共使用资金6.90亿元，剩余资金10280万元。具体情况如下表：

表4 公司募集资金使用明细表（单位：万元）

资金用途	收款人	用款金额
流动资金	韩城尧柏阳山庄水泥有限公司	9000.00
	商洛尧柏龙桥水泥有限公司	6000.00
	陕西实丰水泥股份有限公司	9000.00
归还贷款	尧柏特种水泥集团有限公司	4500.00
	尧柏特种水泥集团有限公司	15500.00
	尧柏特种水泥集团有限公司	10000.00
项目款	和田尧柏水泥有限公司	15000.00
合计		69000.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2011~2012年财务报表经希格玛会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2013年一季度报表未经审计。跟踪期内，合并范围无变更情况。

2. 盈利能力

2012年公司实现营业收入35.69亿元，同比增长11.82%，主要系水泥销量的扩张所致。2012年公司营业成本为28.60亿元，同比上升26.33%，受单位售价下降速度快于单位成本下降速度影响，公司营业成本上升速度大于营业收入上升速度。2012年公司营业利润2.77亿元，同比下降52.56%。同期营业外收入1.69亿元（主要为政府补助）。2012年利润总额4.40亿元，同比下降39.69%。

受水泥价格下跌影响，2012年公司营业利润率为18.68%，较2011年下降9.33个百分点，

总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下降，分别为6.86%和8.31%。

2013年1~3月，公司实现营业收入6.47亿元，为2012年全年的18.12%；公司营业成本为5.50亿元，为2012年全年的19.22%；公司实现利润总额0.31，为2012年的6.98%；公司营业利润率为13.77%，较2012年下降4.91个百分点。

总体看，跟踪期内，公司水泥产能快速扩张，水泥销量也较快增长，进而带动公司销售收入增长；但受制于水泥售价下降，公司盈利能力下滑。

3. 现金流

2012年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别34.58亿元和36.37亿元，较2011年分别上升4.36%和下降1.05%；公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出分别为17.13亿元和26.38亿元，较2011年分别下降11.64%和11.44%；公司经营活动现金流量净额为9.98亿元，同比增长43.38%。2012年，公司现金收入比为96.91%，较2011年下降6.93个百分点，收入实现质量有所下降。

2012年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.20亿元，较2011年大幅下降，主要是公司2012年购建固定资产、无形资产等支付现金下降所致。

2012年，公司筹资活动前产生的现金流量净额为-2.03亿元，公司经营活动产生的现金不能够满足投资需求；公司筹资活动产生的现金净流量为1.70亿元，同比下降90.51%，主要由于当期投资支出减少从而减少资金需求量。

2013年1~3月，公司经营性现金流入和净流量分别为7.16亿元和1.23亿元，公司经营现金流入状况有所恶化。2013年1~3月，公司投资活动现金流净流出为-0.44亿元。2013年1~3月，公司筹资活动现金净流量为6.25亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流有所波动，投资规模收缩，对外部融资需求有所下降。

4. 资本及债务结构

资产质量

截至2012年底，公司资产总额为93.70亿元，较2011年底上升16.45%。主要是非流动资产中固定资产增长所致。从资产构成看，流动资产占18.26%，非流动资产占81.74%。公司资产仍以非流动资产为主。

截至2012年底，公司流动资产为17.11亿元，较2011年底上升18.88%，主要系其他应收款增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占29.40%）、预付款项（占10.09%）、其他应收款（占25.13%）、存货（占24.21%）构成。

截至2012年底，公司货币资金为5.03亿元，公司货币资金以现金和银行存款为主。截至2012年底，公司应收票据0.58亿元，应收账款1.32亿元；分别同比下降45.70%和20.65%。截至2012年底，公司预付款项为1.73亿元。

截至2012年底，公司其他应收款4.30亿元，较2011年底大幅增长。从账龄上看，1年以内的占76.64%，1~2年的占15.16%，2年以上的占8.20%。总体看，公司其他应收款综合账龄较短。

截至2012年底，公司存货为4.14亿元，较2011年底上升8.46%，主要为原材料（占55.38%）和自制半成品（占38.98%）。

截至2012年底，公司非流动资产为76.59亿元，较2011年底增长15.92%，主要系固定资产增长所致。非流动资产中，固定资产58.88亿元（占76.87%），在建工程10.49亿元（占13.70%），无形资产5.13亿元（占6.70%），商誉1.93亿元（占2.52%）。无形资产中主要为土地使用权（占73.64%）和采矿权（占26.33%）。

截至2012年底，公司固定资产58.88亿元，同比增长24.21%，增长的11.48亿元固定资产中，由在建工程转固的为9.98亿元。从固定资产构成来看，主要为机器设备（占45.46%）和

房屋、建筑物（占34.16%）。固定资产成新率80.98%，成新率较高。

截至2012年底，公司在建工程10.49亿元，同比下降18.75%。从构成来看，主要为在建的水泥生产线（占79.02%），以及余热发电，皮带廊等项目。

截至2013年3月底，公司资产总额为101.87亿元，较2012年底上升8.72%，主要系货币资金增长所致；其中流动资产占25.27%，非流动资产占76.60%。

跟踪期内，公司资产以非流动资产为主，流动资产比例有所提升。非流动资产主要以固定资产和在建工程为主，固定资产成新率较高，在建工程主要为在建的水泥生产线。整体来看，公司资产质量尚可。

所有者权益

截至2012年底，公司所有者权益合计为45.09亿元（含少数股东权益0.74亿元），较2011年底上升6.85%，主要系未分配利润增长所致。构成看，归属于母公司的所有者权益合计44.35亿元，其中实收资本占36.53%，资本公积占1.19%，盈余公积占4.45%，未分配利润占57.83%。

截至2013年3月底，公司所有者权益合计为45.80亿元（含少数股东权益1.21亿元），较2012年底增长1.59%，主要来源于未分配利润和少数股东权益的增长。归属于母公司的所有者权益合计44.59亿元，其中实收资本占36.33%，资本公积占1.18%，盈余公积占4.43%，未分配利润占58.06%。公司所有者权益结构稳定性弱。

负债

截至2012年底，公司负债总额为48.61亿元，流动负债占49.60%，较2011年底上升了25.97个百分点，主要系短期借款，应付账款大幅增长所致；非流动负债占50.40%。公司债务结构变化较大。

截至2012年底，流动负债合计24.11亿元，以短期借款（占36.26%）、应付账款（占27.29%）、

预收款项（占10.93%）和其他应付款（占13.51%）为主。

截至2012年底，公司应付账款6.58亿元，同比增长100.49%。从账龄来看，1年以内占90.51%，1-2年占8.83%。公司应付账款综合账龄较短。

截至2012年底，公司其他应付款3.26亿元，一年以内的占57.22%，1~2年占28.47%，2年以上占14.31%。整体来看，其他应付款账龄偏长。

截至2012年底，公司短期债务和长期债务分别为9.74亿元和23.69亿元，全部有息债务合计33.43亿元，长期债务占全部债务比重下降为70.86%。

截至2012年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为42.58%和51.88%，较2011年底分别上升了1.00个百分点和4.32个百分点。

截至2013年3月，公司负债总额为56.06亿元，非流动负债占比有所回升。截至2013年3月底，公司长期债务为29.28亿元，全部债务上升至39.43亿元。2013年3月底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为46.26%和55.03%。2013年3月底，债务规模有所扩大。

跟踪期内，公司债务负担加重，短期债务占比上升快。但2013年3月公司发行了8亿元中期票据，其中计划3亿元用于偿还银行短期债务，随着该部分资金的后续落实，公司未来债务规模和结构将回归到更为适宜的水平。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，公司流动比率和速动比率波动下降。截至2012年底，公司流动比率和速动比率分别下降为70.94%和53.77%；2013年3月底，公司流动比率和速动比率分别为98.98%和80.68%。2012年公司经营现金流流动负债比为41.39%，较2011年下降35.59%。整体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2012年，公司EBITDA为10.62亿元，较2011年有所下降；公司EBITDA利息倍数为6.47倍，相较2011年下

降，但对利息的覆盖依然较好；公司全部债务/EBITDA为3.15倍，较2011年有所下降。公司整体偿债能力尚可。

截至2013年3月底，公司无对外担保情况。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至2013年3月底，公司共获得银行授信187200.00万元，其中已使用131600.00万元，未使用额度55600万元，主要为农业银行33600.00万元的发债授信。公司具备间接融资渠道。

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》（报告编号：B-201305400511），截至2013年5月31日，公司无未结清不良信贷信息记录。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、水泥行业发展状况，以及未来公司发展的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续债券偿还能力分析

截至2013年3月底，公司存续期内债券为“13尧柏MTN1”，发行总额8.00亿元。截至2013年3月底，公司现金类资产12.43亿元，现金类资产是存续期债券发行额度的1.55倍。

2012年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和净额分别为10.62亿元、36.37亿元和9.98亿元，为存续期内债券金额的1.33倍、4.55倍和1.25倍。

总体看，公司现金类资产较为充裕，EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金净流量对存续期内债券保障能力较好。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为负面。并维持“13尧柏MTN1”AA的信用等级。

附件 2-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	37046.20	53572.48	50291.89	16.51	120677.54
交易性金融资产					
应收票据	2321.83	2987.40	5846.23	58.68	3645.28
应收账款	21956.58	12533.00	13158.93	-22.58	16291.92
预付款项	50031.19	19633.74	17268.60	-41.25	17358.45
应收利息					
应收股利					
其他应收款	18661.99	16998.33	42996.36	51.79	43300.66
存货	16979.75	38177.43	41408.43	56.16	46711.44
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	171.94		94.87	-25.72	4714.31
流动资产合计	147169.48	143902.38	171065.31	7.81	252699.61
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	30000.00			-100.00	
投资性房地产					
固定资产	316746.24	474013.21	588769.73	36.34	577540.85
在建工程	13662.15	129137.88	104923.53	177.13	110344.33
工程物资	38.15	9.59	1009.16	414.29	1009.16
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	23058.22	44777.61	51319.33	49.19	55180.46
开发支出					
商誉	7027.82	12328.95	19317.43	65.79	21292.43
合并价差					
长期待摊费用	52.59	19.03		-100.00	
递延所得税资产	478.76	477.97	598.84	11.84	598.84
其他非流动资产					
非流动资产合计	391063.93	660764.23	765938.02	39.95	765966.07
资产总计	538233.41	804666.61	937003.33	31.94	1018665.68

附件 2-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	41000.00	14000.00	87428.25	46.03	87226.80
交易性金融负债					
应付票据		1758.00	10000.00		10000.00
应付账款	31262.10	32828.84	65818.03	45.10	60611.83
预收款项	8021.31	13387.93	26355.69	81.27	37274.19
应付职工薪酬	1264.32	1557.64	2966.16	53.17	2822.64
应交税费	7497.62	-2580.94	-3848.64		-3547.02
应付利息	380.76	9673.05	19782.84	620.81	22286.91
应付股利			69.56		69.56
其他应付款	17736.53	19807.00	32567.96	35.51	31541.33
预计负债					
一年内到期的非流动负债					4332.56
其他流动负债					2693.50
流动负债合计	107162.64	90431.51	241139.85	50.01	255312.30
非流动负债：					
长期借款	110432.29	284504.54	227899.94	43.66	213482.19
应付债券					79280.00
长期应付款	1542.00	1542.00	10542.00	161.47	10542.00
专项应付款	300.00	300.00	300.00		300.00
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	309.17	1073.76	1701.96	134.63	1701.96
其他非流动负债	5006.25	4865.14	4547.89		
非流动负债合计	117589.71	292285.44	244991.79	44.34	305306.15
负债合计	224752.34	382716.96	486131.65	47.07	560618.45
所有者权益：					
实收资本(或股本)	110000.00	162000.00	162000.00	21.36	162000.00
资本公积	1824.41	2165.78	5266.28	69.90	5266.28
专项储备					
盈余公积	12818.67	19130.29	19737.64	24.09	19737.64
未分配利润	185579.85	227738.04	256498.29	17.56	258931.22
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	310222.93	411034.10	443502.21	19.57	445935.14
少数股东权益	3258.14	10915.55	7369.47	50.39	12112.09
所有者权益合计	313481.07	421949.65	450871.68	19.93	458047.23
负债和所有者权益总计	538233.41	804666.61	937003.33	31.94	1018665.68

附件 3 公司损益表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	296152.99	319132.67	356865.72	9.77	64681.12
减: 营业成本	174121.16	226353.27	285961.68	28.15	54973.82
营业税金及附加	1655.42	3371.06	4225.09	59.76	797.69
销售费用	2786.00	2640.69	2583.84	-3.70	596.06
管理费用	11831.24	17312.83	19494.18	28.36	4694.51
财务费用	5406.34	12877.48	16901.39	76.81	3971.96
资产减值损失	904.13	-555.59	21.16	-84.70	
加: 公允价值变动收益					
投资收益		15.13	3.18		0.68
其中: 对合营企业投资收益					
其他业务利润					
二、营业利润	99448.70	57148.06	27681.56	-47.24	-352.24
加: 营业外收入	17871.28	16363.94	16858.77	-2.87	3520.00
减: 营业外支出	642.58	533.55	526.00	-9.52	94.01
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	116677.40	72978.45	44014.34	-38.58	3073.76
减: 所得税费用	13214.69	9770.66	6563.46	-29.52	557.82
四、净利润	103462.71	63207.79	37450.88	-39.84	2515.94
其中: 归属于母公司的净利润	102704.57	63371.56	35467.61	-41.23	
少数股东损益	758.14	-163.77	1983.27	61.74	
被合并方合并前的净利润					

附件 4-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 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	311213.35	331387.57	345839.51	5.42	69099.73
收到的税费返还	14631.70	13123.94	14627.01	-0.02	2313.15
收到其他与经营活动有关的现金	7424.65	23033.34	3202.92	-34.32	216.08
经营活动现金流入小计	333269.71	367544.85	363669.44	4.46	71628.96
购买商品、接受劳务支付的现金	165687.97	193821.34	171265.35	1.67	44431.52
支付给职工以及为职工支付的现金	9002.28	16002.29	17331.67	38.75	6335.91
支付的各项税费	42309.36	46130.40	36786.44	-6.75	4472.61
支付其他与经营活动有关的现金	29369.34	41969.46	38466.32	14.44	4103.89
经营活动现金流出小计	246368.96	297923.49	263849.77	3.49	59343.94
经营活动产生的现金流量净额	86900.75	69621.36	99819.67	7.18	12285.02
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		1000.00			
取得投资收益收到的现金		15.13	3.18		0.68
处置固定资产和其他长期资产收回的现	16.37	55.60		-100.00	
收到其他与投资活动有关的现金		3.65			
投资活动现金流入小计	16.37	1074.38	3.18	-55.92	0.68
购建固定资产、无形资产等支付的现金	95274.03	199717.17	47574.73	-29.34	3882.25
投资支付的现金	38522.64	33556.43	72400.00	37.09	500.00
支付其他与投资活动有关的现金	17745.89	381.67	160.01	-90.50	
投资活动现金流出小计	151542.56	233655.27	120134.74	-10.96	4382.25
投资活动产生的现金流量净额	-151526.18	-232580.89	-120131.56		-4381.57
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	62045.72	52120.18		-100.00	
取得借款收到的现金	108235.79	227596.05	106619.20	-0.75	109197.75
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金		1474.85	3516.55		
筹资活动现金流入小计	170281.51	281191.08	110135.75	-19.58	109197.75
偿还债务支付的现金	93557.13	80523.80	80604.60	-7.18	44536.95
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7403.48	21181.48	12499.85	29.94	2178.60
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	100960.61	101705.28	93104.45	-3.97	46715.55
筹资活动产生的现金流量净额	69320.90	179485.81	17031.30	-50.43	62482.20
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	4695.46	16526.28	-3280.59		70385.65
加: 期初现金及现金等价物余额	32350.74	37046.20	53572.48	28.69	
六、期末现金及现金等价物余额	37046.20	53572.48	50291.89	16.51	70385.65

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	103462.71	63207.79	37450.88	-39.84
加: 资产减值准备	904.13	-555.59	21.16	-84.70
固定资产折旧及其他	19555.96	30963.90	43932.44	49.88
无形资产摊销	601.28	1260.44	1806.51	73.33
长期待摊费用摊销	43.56	33.56	19.03	-33.91
处置固定资产、无形资产等损失	70.30	24.87	85.00	9.96
固定资产报废损失	209.74	18.22		-100.00
公允价值变动损失				
财务费用	5287.71	13596.82	16224.58	75.17
投资损失		-15.13	-3.18	
递延所得税资产减少	-143.99	0.79	-120.88	
递延所得税负债增加	-28.02	764.59	-168.77	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-2962.23	-21192.60	-3253.85	4.81
经营性应收项目的减少	-52732.83	-64245.68	37904.22	
经营性应付项目的增加	12632.43	45759.37	-34077.50	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	86900.75	69621.36	99819.64	7.18
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	37046.20	53572.48	50291.89	16.51
减: 现金的期初余额	32350.74	37046.20	53572.48	28.69
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	4695.46	16526.28	-3280.59	

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	12.20	16.04	20.67	--
存货周转次数(次)	10.25	8.21	7.19	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.48	0.41	--
现金收入比(%)	105.09	103.84	96.91	106.83
盈利能力				
营业利润率(%)	40.65	28.02	18.68	13.77
总资本收益率(%)	23.36	10.62	6.86	--
净资产收益率(%)	33.00	14.98	8.31	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	26.05	40.27	34.44	38.99
全部债务资本化比率(%)	32.57	41.58	42.58	46.26
资产负债率(%)	41.76	47.56	51.88	55.03
偿债能力				
流动比率(%)	137.33	159.13	70.94	98.98
速动比率(%)	121.49	116.91	53.77	80.68
经营现金流流动负债比(%)	81.09	76.99	41.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.56	8.80	6.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.07	2.53	3.15	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.43	-0.54	-0.06	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-12.54	-12.07	-1.24	--

注：2013 年一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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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率	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
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
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 / 本期债券到期偿还额
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 / 本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产 / 本期债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = (长期债务 + 短期债务)

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。