

跟踪评级公告

联合[2014] 1063 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，评级展望维持负面，并维持“13尧柏MTN1”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月三十日



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(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: 2014 年 6 月 30 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.66	5.61	7.31	3.48
资产总额(亿元)	80.47	93.70	97.03	94.99
所有者权益合计(亿元)	42.19	45.09	47.89	47.91
短期债务(亿元)	1.58	9.74	6.09	6.29
全部债务(亿元)	30.03	32.53	33.39	30.43
营业收入(亿元)	31.91	35.69	38.96	6.71
利润总额(亿元)	7.30	4.40	4.47	0.14
EBITDA(亿元)	11.87	10.62	11.49	--
经营性净现金流(亿元)	6.96	9.98	6.24	1.10
营业利润率(%)	28.02	18.68	17.74	13.90
净资产收益率(%)	14.98	8.31	7.83	--
资产负债率(%)	47.56	51.88	50.64	49.56
全部债务资本化比率(%)	41.58	41.91	41.08	38.84
流动比率(%)	159.13	70.94	88.65	71.88
全部债务/EBITDA(倍)	2.53	3.06	2.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.80	6.47	6.82	--
经营现金流/负债比(%)	76.99	41.39	29.51	--

注: 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

车 驰 盛东巍
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”)水泥产能保持稳定水平, 产销量稳定增长, 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整体景气度下行, 公司所在区域竞争加剧, 产能利用率不高, 公司盈利能力弱化等不利影响。

虽然公司在陕西省内的市场地位显著, 但水泥行业整体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, 评级展望维持负面, 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, 公司产能保持稳定, 水泥销量及收入持续增长。
3. 跟踪期内, 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期债券保障能力较好。

关注

1. 跟踪期内, 陕西省水泥行业新增产能不断释放, 公司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。
3. 受跟踪期内区域行业竞争加剧影响, 公司现金收入实现质量下降。

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相关债券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 2013 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 2013 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 2013 年底，公司（合并）资产总额 97.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.86

亿元）47.89 亿元；2013 年公司实现营业收入 38.96 亿元，利润总额 4.47 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 94.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.86 亿元）47.91 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 6.41 亿元，利润总额 0.14 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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，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）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进

经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇

率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一

轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

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。2013年，全社会固定资产投资（不含农户）436528亿元，实际同比增长19.6%，增速较2012年上升0.3个百分点，投资增速有所回升。2013年全国水泥产量为24.1亿吨，同比增长9.6%，增速较2012年7.4%提升2.2个百分点；水泥销量23.89亿吨，同比增长10.54%，较2012年上升4.27个百分点。2013年水泥行业景气度有所回升。

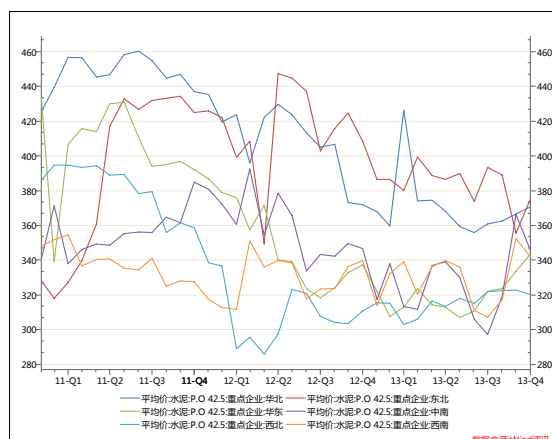
从水泥价格来看，2013年前三季度，中南、西南、华北区域基本自2012年年底以来一直延续了震荡走低的趋势；西北地区在4-5月份小幅回暖；华东在3月中下旬到5月中上旬有过强劲表现，但之后快速下跌；东北地区前5个月走势平稳，6月以来走势偏强。2013年四季度，东北地区水泥价格震荡下行，西北地区价

格企稳，其余地区水泥价格均有不同程度的回升，其中西南地区和中南地区涨势明显。

整体看，2013年以来全国水泥平均价格为金融危机以来的较低水平，2013年三季度末跌至最低水平，但抗跌性较好，截至2013年底，全国水泥产品平均价格约为349.06元/吨。2013年水泥行业实现利润766亿元，同比增长16.43%。2013年虽然水泥市场价格明显低于近年来的平均水平，但煤炭价格的走低使得水泥制造成本明显下降，四季度水泥价格见底反弹。四季度水泥在我国主要消费地区价格上涨是2013年获利的关键。

2014年一季度全国生产水泥4.47亿吨，同比增长4%，产量增速相比去年同期明显放缓。由于2013年四季度水泥价格基数较高，水泥价格在2014年一季度下滑幅度达到了40元/吨，但比去年同期均价仍高30元/吨以上。因此，大部分水泥上市企业在今年一季度仍然延续了去年的业绩回升态势。当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

图1 2011~2013年中国水泥平均价格（元/吨）

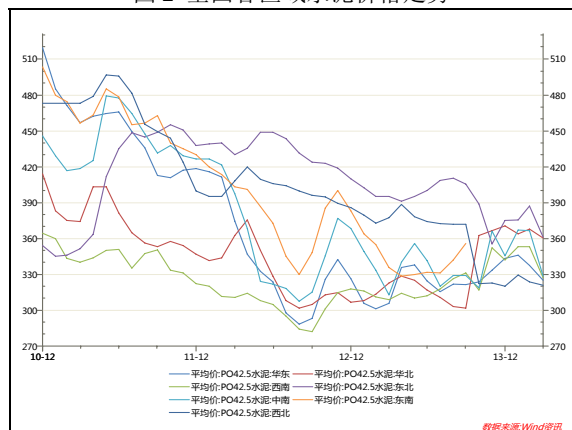


资料来源：Wind

西北地区水泥行业概况

2013年公司水泥产能2370万吨，全部分布于陕西和新疆地区。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

近年来，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，2013年高标水泥全国平均价为299.94元/吨，西北区域P042.5水泥平均价格为362.68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。

从陕西水泥市场来看，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，2013年陕西省水泥熟料产能8545.52万吨，在全国排名第十四位。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。从西北地区区域竞争来看，根据中国水泥网的统计，2013年西北地区水泥企业熟料产能排名前五位的分别是天山水泥、祁连山水泥、尧柏水泥、青松水泥和海螺水泥。

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2014年3月底，公司共拥有13个水泥生产基地，包括16条熟料生产线、16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1552万吨熟料、2380万吨水泥的生产能力。此外，公司还拥有10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，公司新设副总裁一人，由王九军先生担任。王九军，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。2012 年 2 月任渭南大区经理，2013 年任经营总监主管财务工作；2014 年任集团副总裁，全面负责物资采购、水泥销售、财务、法务等工作。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度

无变化。

七、经营分析

1. 经营情况

2013 年，公司实现营业收入 38.96 亿元，同比增长 9.17%；公司实现利润总额 4.47 亿元，同比增长 1.54%。从营业收入构成来看，跟踪期内水泥依然是公司的核心主业。2014 年一季度，公司实现营业收入 6.71 亿元，占 2013 年全年的 17.22%，实现利润总额 0.14 亿元，占 2013 年全年的 3.03%。

从毛利率来看，2013 年水泥毛利率为 19.00%，较 2012 年下降 0.87 个百分点，主要是受市场竞争加剧，水泥销售价格有所下降，且区域水泥市场趋于饱和，部分生产线产能利用率不足，影响折旧上升，加上 2013 年公司调增一线员工薪资待遇等因素影响；2014 年一季度，水泥业务毛利率有所下降，为 15.29%。

表 1 近年来公司经营情况（单位：万元、%）

项目	营业收入				毛利率			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
1. 主营业务小计	319049.70	356716.72	389323.19	67047.73	29.05	19.86	18.98	15.11
其中:水泥、熟料	318888.40	355573.02	386393.94	66577.07	29.07	19.87	19.00	15.29
运输收入	161.30	1143.70	2929.25	470.66	-12.47	17.56	16.30	-10.72
2. 其他业务小计	82.97	149.00	254.48	136.39		38.47	94.07	27.77
合计	319132.67	356865.72	389577.67	67184.12	29.07	19.87	19.03	15.14

资料来源：公司提供

从公司主要产品收入构成来看，2013 年，公司 42.5 水泥、42.5 低碱水泥、42.5R 低碱水泥产品对收入贡献占比有所提升，而 32.5R 复合水泥则略有下降，主要是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。

表 2 近年来公司经营情况

水泥型号	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
------	--------	--------	--------------

42.5R 水泥	1%	1%	
42.5 水泥	32%	35%	38%
42.5 低碱水泥	2%	3%	3%
32.5R 复合水泥	39%	31%	36%
42.5R 低碱水泥	1%	4%	2%
32.5 复合水泥	25%	25%	20%
42.5 商砼水泥		1%	1%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

原材料方面，公司原材料主要为石灰石，能源方面为原煤和电力，石灰石、煤炭、电力

分别在水泥成本中占 8.69%、26.88%和 19.51%。2013 年，公司石灰石、煤炭和电力的采购价格分别为 15.81 元/吨、470.05 元/吨和 0.45 元/千

瓦时，除石灰石采购价格较上年上升 6.68%外，煤炭和电力的采购价格均较上年有所下降，分别下降 15.98%和 4.26%。

表 3 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）		
	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
煤炭	158.76	179.01	34.98	559.45	470.05	474.01
电力	1230065146.00	1377041229.35	258886060.96	0.47	0.45	0.45
石灰石	1,166.21	1,312.06	248.08	14.82	15.81	15.16
硫酸渣	46.05	49.03	7.84	115.01	117.18	117.52
粘土	116.03	139.09	21.75	7.35	7.52	7.62
废石	317.8	375.20	78.15	15.42	16.83	15.65

资料来源：公司提供

生产方面，2013 年公司水泥产能维持在 2380 万吨/年的水平，跟踪期内无新建的生产线投产，也无并购的水泥生产企业。2013 年公司实现水泥产量 1616.60 万吨，较 2012 年上升 14.03%，产能利用率 67.92%，较上一年 59.57%提升 8.35 个百分点。2014 年一季度，公司水泥

产量 288.81 万吨，占 2013 年全年的 17.87%。

销售方面，2013 年公司水泥销售 1611.25 万吨，同比增长 13.53%；销售均价 267.13 元/吨，同比下降 3.94%。2014 年一季度，水泥销量 269.51 万吨，占 2013 年全年的 16.73%，销售均价有所回升，为 276.47 元/吨。

表 4 水泥产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品	产销量	2012	2013 年	2014 年 1-3 月
水泥	产能	2380.00	2380.00	2380.00
	产量	1417.69	1616.60	288.81
	销量	1419.29	1611.25	269.51
	销售均价（含税）	278.08	267.13	276.47

资料来源：公司提供

从公司客户分布来看，跟踪期内，房地产行业在公司客户分布中的占比继续提升，达到 26.87%，民用水泥群体则略有下降。民用水泥销售中，主要是 32.5 及 32.5R 水泥，其销售约占销售总收入的 54%。

表 5 公司客户分布情况（单位：%）

行业分布	2011 年	2012 年	2013 年
房地产	10.42%	16.02%	26.87%
铁路工程	11.31%	8.25%	5.09%
公路工程	11.90%	11.47%	5.45%
内河航道工程	0.43%	0.41%	0.60%

轨道交通		0.43%	0.07%
民用	65.94%	63.42%	61.93%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

综合来看，跟踪期内，公司产销平稳增长，但受制于下游需求的疲软，产能利用率不高，水泥销售价格有所下降，拉低公司产品毛利率。

2. 未来发展

截至 2014 年 3 月底，公司在建工程总投资 20.92 亿元，已投资 9.83 亿元，未来尚需投资

11.09 亿元，其中集团总部研发培训基地接近尾声，未来资金需求相对较大。

表 6 截至 2014 年 3 月底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	截至 2014 年 3 月底 已投资额	完工时间
伊宁市新建水泥生产线	3000T/D 新型干法水泥生产线	53211	33233	2014 年 7 月
贵阳市新建水泥生产线	2500T/D 新型干法水泥生产线	74528	37691	2014 年 7 月
集团总部培训研发基地	集团总部培训研发基地	16510	12819	
渭南市新建水泥生产线	4500T/D 新型干法水泥生产线	65000	14586	
合计		209249	98329	

资料来源：公司提供

未来五年，公司将以陕西省内的发展为重点，向外延伸发展周边市场，继续完善新疆产业布局，并拓展西南市场，争取到 2015 年末水泥产能 4800 万吨左右，在优势区域配套混凝土和骨料业务。

主体工程投入 60553.72 万元，余热发电投入 4267.26 万元，矿山设施投入 2807.84 万元，厂前区工程投入 1834.49 万元。

截至 2014 年一季度末，公司所募集资金资金 8 亿元已使用完毕，具体使用情况如下表：

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（以下简称“和田公司”）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。

和田公司熟料生产线项目总投资 7.5 亿元，4500t/d 熟料水泥生产线主体已于 2013 年 4 月完工。截止 2014 年 4 月末，和田尧柏水泥有限公司项目已完成投资 69463.31 万元，其中设备安装及土建 37149.13 万元，机械设备款 24219.79 万元，电气设备 7403.94 万元，电子设备 74.74 万元，运输设备 211.07 万元，其他 102.73 万元，在建工程 304 万元。目前生产线

表 7 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	10000
	商洛尧柏龙桥水泥有限公司	10000
	陕西实丰水泥股份有限公司	10000
归还贷款	尧柏特种水泥集团有限公司	4500
	尧柏特种水泥集团有限公司	10000
	尧柏特种水泥集团有限公司	15500
项目款	和田尧柏水泥有限公司	20000
	合计	80000

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2012 年至 2013 年财务报表经希格玛会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年一季度报表未经审计。2013 年公司新增合并报表子公司两家，分别为伊犁尧柏水泥有限公司和西安尧柏环保科技有限公司，注册资本分别为 1 亿元和 3 千万，考虑公司 18 家子公司规模，新增的 2 家子公司对公司影响有限，因此合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 38.96 亿元，同比增长 9.16%，主要是因为水泥产销量增长所致。2013 年公司营业成本 31.55 亿元，同比增长 10.31%，公司营业成本上升速度略快于营业收入上升速度。2013 年，公司营业利润 2.68 亿元，同比下降 3.26%，利润总额 4.47 亿元，同比增长 1.59%。

从期间费用来看，公司 2013 年期间费用合计 4.22 亿元，较上年增长 8.37%。期间费用占营业收入比重为 10.84%，较上年 10.92% 基本持平。

受水泥价格下降影响，2013 年公司营业利润率为 17.74%，较 2012 年的 18.68% 有所下降。总资本收益率和净资产收益率也分别下降至 6.69% 和 7.83%。

2014 年一季度，公司实现营业收入 6.71 亿元，为 2013 年全年的 17.22%；公司营业成本为 5.69 亿元，为 2013 年全年的 18.04%；公司利润总额为 0.14 亿元，为 2013 年的 3.03%；公司营业利润率为 13.90%。

总体来看，跟踪期内公司水泥销量有所提升，但受制于水泥价格的下降，公司盈利能力有所下降。

2. 现金流及保障

2013 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 33.12 亿元和 35.19 亿元，分别较上年同期下降 4.25% 和 3.24%；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 18.85 亿元和 28.95 亿元，分别较上年同期增长 10.09% 和 9.73%；公司经营活动现金流量净额为 6.24 亿元，较上年下降 37.51%。2013 年，公司现金收入比为 85.00%，较上年 96.91% 有所下降，主要是受区域内竞争加剧，公司加大销售力度，在承兑收款和现金收款比率政策上有适度调整导致。公司收入实现质量有所弱化。

从投资活动看，2013 年公司投资活动产生

的现金流入量为 46.5 万元，主要是受处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额增加影响。而在投资活动产生的现金流出方面，受投资支付的现金减少的影响，2013 年投资活动现金流出为 4.80 亿元。2013 年投资活动现金流量净额为 -4.79 亿元。

筹资活动方面，现金流入与流出均有不同程度的增加，受偿还债务支付的现金大幅增长的影响，2013 年公司筹资活动现金流量净额表现为净流出，为 -0.82 亿元。

2014 年一季度，公司经营性活动产生的现金流入和流出量分别为 6.36 亿元和 5.26 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为 -6.03 万元；筹资活动产生的现金流量净额为 -3.96 亿元。

总体来看，跟踪期内公司经营性活动产生的现金流入量有所减少，流出量有所上升，但筹资活动前现金流量表现为净流入，公司对外融资压力有所减小。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额 97.03 亿元，较上年增加 3.56%，其中流动资产占 19.31%，非流动资产占 80.69%，公司仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2013 年底，公司流动资产合计 18.74 亿元，较上年同期增长 9.52%，主要由货币资金（占 30.17%）、其他应收款（占 19.36%）和存货（占 25.18%）构成。

截至 2013 年底，公司货币资金 5.65 亿元，较上年底增加 12.40%，其中银行存款 5.63 亿元，现金 0.02 亿元。

截至 2013 年底，公司其他应收款 3.63 亿元，较上年同期下降 15.62%，从账龄上看，1 年以内的占 90.65%，1 至 2 年的占 1.29%，2 至 3 年的占 3.72%，3 年以上的占 4.34%。公司其他应收款主要是陕西富平水泥有限公司的集团内部往来款 1.48 亿元和陕西阳山庄水泥有限

公司 0.26 亿元材料库等。其他应收款金额前五名合计 2.09 亿元，占其他应收款总额的 57.58%，集中度一般。

截至 2013 年底，公司存货合计 4.72 亿元，同比增长 13.94%，主要以原材料（占 54.01%）和自制半成品（占 41.40%）为主。

非流动资产方面，截至 2013 年底，公司非流动资产合计 78.30 亿元，同比增长 2.23%，主要由固定资产（占 78.16%）和在建工程（占 12.08%）构成。

截至 2013 年底，公司固定资产合计 61.20 亿元，同比增长 3.94%，主要由机器设备（占 41.20%）和房屋及建筑物（占 39.05%）构成。固定资产成新率 78.58%，成新率较高。公司及控股子公司韩城尧柏阳山庄水泥有限公司、西安蓝田尧柏水泥有限公司和汉中勉县尧柏水泥有限公司以部分机器设备抵押借入短期借款 0.51 亿元。2013 年，水泥生产线、矿山设施及其他零星工程转入固定资产 6.88 亿元。

截至 2013 年底，公司在建工程合计 9.46 亿元，同比下降 9.85%，主要仍以水泥生产线（占 75.29%）为主，其他包括余热发电、矿山设施、航天基地等其他项目。

2014 年一季度，公司资产总额 94.99 亿元，其中流动资产占 16.82%，非流动资产占 83.18%，非流动资产占比有所提高。

跟踪期内，公司仍以非流动资产为主，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。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 49.14 亿元，较上年同期增长 1.09%，其中流动负债占 43.01%，非流动负债占 56.99%。公司流动负债占比略有下降。

流动负债方面，截至 2013 年底，公司流动负债合计 21.13 亿元，较上年同期下降 12.35%，主要由短期借款（占 28.84%）、应付账款（占 32.41%）、应付利息（占 15.55%）和其他应付

款（占 16.98%）构成。

截至 2013 年底，公司短期借款合计 6.09 亿元，同比下降 30.29%，其中质押借款占 83.69%，抵押借款占 16.31%。

截至 2013 年底，公司应付账款合计 6.85 亿元，同比增长 4.06%。从账龄来看，1 年以内的占 93.27%，1 至 2 年的占 5.26%，2 至 3 年的占 1.10%，3 年以上的占 0.37%。公司应付账款综合账龄较短。

截至 2013 年底，公司应付利息 3.29 亿元，同比增长 66.09%，主要受公司 2013 年发行债券影响，截至 2013 年底计提债券利息 0.37 亿元。

截至 2013 年底，公司其他应付款 3.59 亿元，同比增长 9.98%。从账龄来看，1 年以内的占 51.64%，1 至 2 年的占 35.47%，2 至 3 年的占 9.40%，3 年以上的占 3.49%。整体来看，公司 1 年以上的应付账款占比较上年有所提高。

非流动负债方面，公司 2013 年底非流动负债合计 28.01 亿元，同比增长 14.32%，主要由长期借款（占 69.10%）和应付债券（占 28.36%）构成。

截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 50.64%、41.08%和 36.30%。除长期债务资本化比率较上年增加 2.73 个百分点外，资产负债率下降了 1.24 个百分点，全部债务资本化比率下降了 0.83 个百分点。

2014 年一季度，公司负债总额 47.08 亿元，其中流动负债占 47.23%，非流动负债占 52.77%。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 49.56%、38.84%和 33.50%。

跟踪期内公司债务负担有所加重，但资产负债率略有下降，非流动负债占比有所上升。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 47.89 亿元（含少数股东权益 0.86 亿元），同比增长 6.22%，主要由未分配利润的增长所致。公司

2013 年所有者权益主要由实收资本（占 33.83%）和未分配利润（占 59.06%）构成。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 47.91 亿元，与 2013 年底基本持平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，公司 2013 年流动比率和速动比率分别为 88.65%和 66.32%，均较上年同期的 70.94%和 53.77%有所上升。2013 年公司经营现金流动负债比为 29.51%，较上年 41.39%有所下降。整体来看，公司短期偿债能力尚可。截至 2014 年一季度末，公司流动比率和速动比率分别为 71.88%和 48.43%。

从长期偿债指标来看，2013 年，公司 EBITDA 为 11.49 亿元，EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 分别为 6.82 和 2.91，均较上年同期有所优化。但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 2014 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 2014 年一季度末，公司共获得各商业银行累计授信总额 12.09 亿元，其中尚未使用额度 6.27 亿元。

5. 存续期内债券偿还能力分析

公司 2013 年发行了存续期为 3 年，发行额度为 8 亿元的尧柏特种水泥集团有限公司 2013 年度第一期中期票据（“13 尧柏 MTN1”）。

2013 年，公司 EBITDA 为 11.49 亿元，为存续期债券的 1.44 倍，对存续期债券保障程度较好。公司经营活动现金流入量为 35.19 亿元，为存续期债券的 7.31 倍，经营活动现金流对存续期债券的保障能力较好。总体来看，公司整体偿债能力较好。

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 2014 年 5 月 13 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

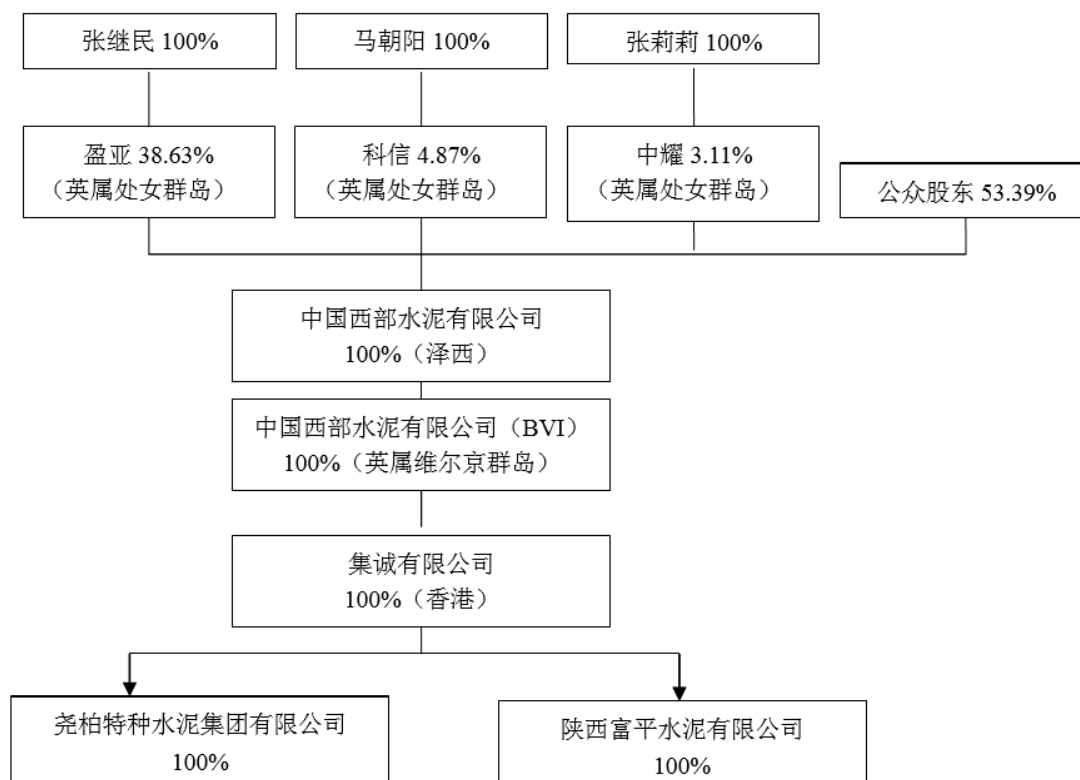
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，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强。

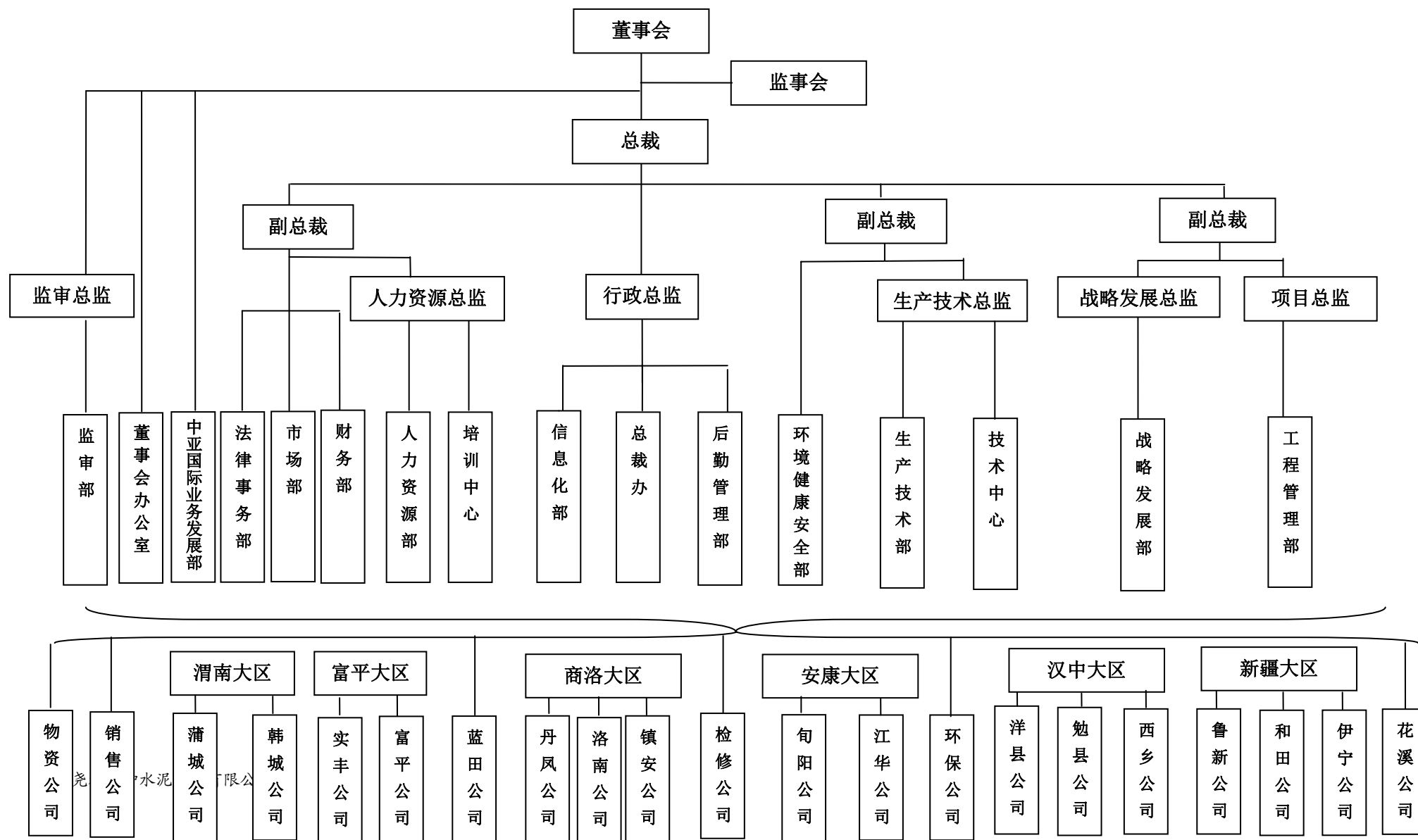
十、结论

综合考虑，联合资信维持尧柏特种水泥集团有限公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望维持负面，并维持“13 尧柏 MTN1” AA 的信用级别。

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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.66	5.61	7.31	3.48
资产总额(亿元)	80.47	93.70	97.03	94.99
所有者权益(亿元)	42.19	45.09	47.89	47.91
短期债务(亿元)	1.58	9.74	6.09	6.29
长期债务(亿元)	28.45	22.79	27.30	24.14
全部债务(亿元)	30.03	32.53	33.39	30.43
营业收入(亿元)	31.91	35.69	38.96	6.71
利润总额(亿元)	7.30	4.40	4.47	0.14
EBITDA(亿元)	11.87	10.62	11.49	--
经营性净现金流(亿元)	6.96	9.98	6.24	1.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.04	37.55	16.02	--
存货周转次数(次)	8.21	13.81	7.12	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.76	0.41	--
现金收入比(%)	103.84	96.91	85.00	91.34
营业利润率(%)	28.02	18.68	17.74	13.90
总资本收益率(%)	10.62	6.94	6.69	--
净资产收益率(%)	14.98	8.31	7.83	--
长期债务资本化比率(%)	40.27	33.58	36.30	33.50
全部债务资本化比率(%)	41.58	41.91	41.08	38.84
资产负债率(%)	47.56	51.88	50.64	49.56
流动比率(%)	159.13	70.94	88.65	71.88
速动比率(%)	116.91	53.77	66.32	48.43
经营现金流动负债比(%)	76.99	41.39	29.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.80	6.47	6.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.53	3.06	2.91	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

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。