跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1183 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天瑞集团股份有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；并维持“14天瑞集团债02/14天瑞02”、“14天瑞集团债03/14天瑞03”、“15天瑞集团债01/15天瑞01”和“15天瑞集团债02/15天瑞02”AA^{+}的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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

天瑞集团股份有限公司公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02	10 亿元	2014/06/25-2024/06/25	AA^+	AA^+
14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03	15 亿元	2014/10/16-2021/10/16	AA^+	AA^+
15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01	15 亿元	2015/1/5-2021/1/5	AA^+	AA^+
15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02	10 亿元	2015/2/6-2021/2/6	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	25.92	24.90	51.47
资产总额(亿元)	502.54	538.73	626.01
所有者权益(亿元)	221.12	229.97	226.87
短期债务(亿元)	100.48	98.69	131.08
全部债务(亿元)	164.28	185.04	263.64
营业收入(亿元)	105.22	109.08	83.48
利润总额(亿元)	15.58	11.32	5.84
EBITDA(亿元)	35.98	34.39	38.33
经营性净现金流(亿元)	26.65	23.52	32.74
营业利润率(%)	24.43	23.71	21.36
净资产收益率(%)	5.27	3.99	2.38
资产负债率(%)	56.00	57.31	63.76
全部债务资本化比率(%)	42.63	44.59	53.75
流动比率(%)	82.16	85.72	79.34
全部债务/EBITDA(倍)	4.57	5.38	6.88
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.17	2.09
经营现金流动负债比(%)	14.95	12.83	14.35

注：现金类资产已扣除受限货币资金。

分析师
李苏磊　孙　鑫
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

天瑞集团股份有限公司（以下简称“公司”）是集水泥、铸造、旅游、煤焦化等业务为一体的跨行业大型企业集团。跟踪期内，公司在行业地位、政策支持、区域垄断优势、产能规模、技术水平等方面依然具备一定优势。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主营水泥行业景气度较低迷，未来资金支出压力大，债务规模持续增加，盈利能力下行等因素对公司基本面带来的不利影响。

公司作为河南省水泥行业整合主体，近年通过兼并重组，水泥板块市场占有率获得提高，加之公司实施多元化、规模化等发展战略，旅游等业务板块规模上升；公司整体盈利能力有望随水泥行业景气度的回升及其他板块较高盈利能力的支撑力而得以恢复。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司存续期内公司债券由实际控制人李留法及公司第二大股东李留法夫人李凤娈及李玄煜（李留法之子）为债券的到期兑付提供连带责任保证的承诺，公司与国开行河南分行签署了《开发性金融支持协议》，为公司存续期内债券偿付本息，以解决公司本息偿付困难。上述承诺及协议对债券的安全性提供了一定的保障作用有助于提高公司存续期内债券偿付的安全性。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”、“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03、“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”和“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02” AA^+的信用等级。

优势

1. 公司作为河南省水泥行业整合主体，跟踪期内，通过兼并重组，水泥板块市场占有

率提升。

2. 跟踪期内，公司保持了水泥、铸造板块在行业内技术水平优势。
3. 公司存续期内公司债券由实际控制人李留法及公司第二大股东李留法夫人李凤娈及李玄煜（李留法之子）为债券的到期兑付提供连带责任担保，及与国开行《开发性金融支持协议》的签署，有效的提升债券本息的偿还能力。

关注

1. 跟踪期内，中国水泥行业景气度不高，公司营业收入下降，期间费用上升，非经常性损益对公司利润总额贡献大。
2. 公司水泥板块投资规模大，未来将面临一定资金支出压力。
3. 跟踪期内，公司债务负担加重。
4. 跟踪期内，公司营业利润持续下降，营业外收入对公司利润影响大。

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）与天瑞集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天瑞集团股份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，未因天瑞集团股份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天瑞集团股份有限公司提供，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天瑞集团股份有限公司主体长期信用及存续期内公司债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

天瑞集团股份有限公司（以下简称“天瑞集团”或“公司”）前身是河南天瑞企业集团有限公司，于 2004 年 12 月 21 日成立的有限责任公司，初始注册资本 62000 万元，由天瑞集团铸造有限公司实物出资 26100 万元、汝州市通用废旧金属回收有限公司实物出资 158 万元、天瑞集团水泥有限公司实物出资 11332 万元、鲁山县安泰水泥有限公司实物出资 3900 万元、天瑞集团汝州水泥有限公司实物出资 10500 万元、天瑞集团旅游发展有限公司实物出资 4650 万元、宝丰天瑞发电有限公司实物出资 2360 万元、李凤娈出资 3000 万元。后经多次变更及增资，截至 2015 年底，公司注册资本 125000 万元，其中：自然人股东李留法出资人民币 87500 万元，占比 70%，为公司实际控制人，自然人股东李凤娈（李留法夫人）出资人民币 37500 万元，占比 30%。李留法为公司实际控制人。

公司经营范围：控股、投资；计算机及软件应用服务；科技服务；机器设备及矿山设备销售、非金属加工专用设备销售，铁路机车车辆配件销售；建筑材料批发；企业管理服务；工程管理服务和其他专业服务；旅游开发经营；铝业经营；资源开发经营。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 626.01 亿元，所有者权益 226.87 亿元（含少数股东权益 59.44 亿元）；2015 年实现营业收入 83.48 亿元，利润总额 5.84 亿元。

公司注册地址：汝州市广成东路南侧；法定代表人：李留法。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年国内生产总值（GDP）为 67.7 万亿元，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）均处于较低水平，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。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相对于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 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。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

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。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 水泥行业分析

（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，水泥产销率一直保持较高水平，水泥库存比较低。

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；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持续下滑的影响，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。

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，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近三年，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2013 年，全国水泥行业固定资产投资完成 1421 亿元，较 2012 年下滑 6.5%；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。2014 全国水泥投资完成 1080 亿元，同比继续下降，降幅达 19%，是继 2011 年的大幅下滑后，水泥投资连续 4 年下降；2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨，其中，西南地区新增产能最多，为 3234 万吨，其余依次为华东、中南、华北、西北和东北地区。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。

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。

2015 年，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%。公司水泥产能主要布局的西南地区表现较好，是全国唯一累计产量为正增长的区域，同比增长 1.30%。

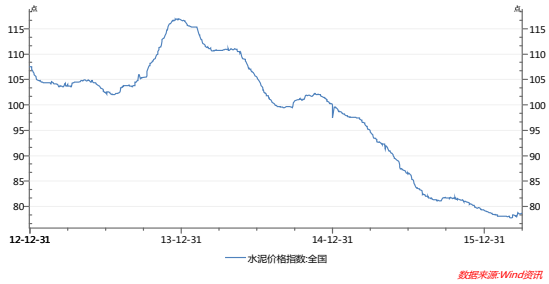
根据近 5 年全国熟料产能利用率的情况看，2015 年为同期最低水平，仅为 67%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

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

水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基础设施建设成本中的占比下降到只有3%~4%，水泥价格的波动对基础设施建设影响甚微。

图 1　2013~2016 年 3 月底全国水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

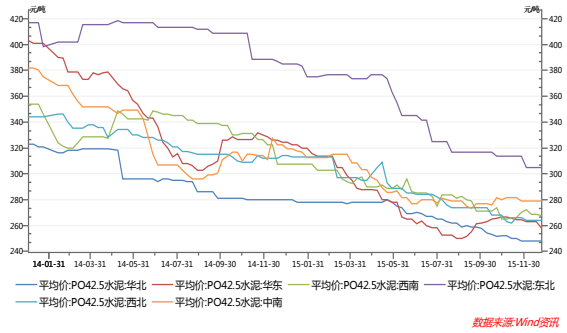
受经济形势低迷的影响，近年来水泥价格不断下滑。2013 年上半年全国水泥平均价格处于金融危机以来的低位，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

2014 年，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，但反弹力度明显较弱，且 12 月份受季节性因素影响，水泥价格又有短暂回调。

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，价格走势与水泥价格指数和水泥行业景气度保持一致。

图 2　2014~2015 年各区域 P.O42.5 价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

从区域水泥价格方面看，2014年对全国利润贡献最大的华东和中南地区价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，华东各省好于中南地区，而且年底中南两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区2014年延续2013年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区域中最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过100元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。

2015年从区域来看，华北、西北、东北依旧亏损，西南、华东、中南同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑，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价格下跌空间。根据Wind资讯数据显示，截至2015年12月25日，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区PO42.5水泥均价分别为248.00元/吨、305.00元/吨、264.00元/吨、257.86元/吨、267.50元/吨和279.17元/吨，同比降幅分别为11.43%、20.78%、15.92%、20.48%、13.01%和13.44%。

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

行业经济效益

2013 年房地产和基础设施建设投资增速双双回升，全年保持稳定增长，拉动了全国水泥需求的 60%左右，在此带动下，2013 年在全国

水泥供需格局改善和行业有序竞争下，行业景气度提升，水泥量价齐升，尤其是从三四季度水泥价格上涨，全行业取得了可观的经济效益。2013 年全年实现销售收入 9695.69 亿元，同比增长 8.62%，而 2012 年仅增长 0.06%；取得利润总额 765.54 亿元，同比增长约 16.4%，远远高于 2012 年同期水平，创历史第二高水平，利润总额仅次于 2011 年的 1019.66 亿元，其中不能忽视的是 2013 年煤炭成本的下降为行业创造了一定的利润空间。但水泥行业效益区域分化明显，整体表现出南高北低的特点。利润下降的区域主要是华北、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（煤炭均价同比下降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，库存高和需求弱促使水泥价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

2015年，煤炭价格的进一步下滑未能给水泥行业带来良好的盈利能力，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，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，在行业竞合上，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份额，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。

（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。根据中国水泥协会公布的数据，截止到 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%，行业产能集中度提升较慢，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。2016 年 4 月 17 日晚间，金隅股发布公告称，公司已于 4 月 15 日与唐山市人民政府国有资产监督管理委员会、冀东集团签署了《关于冀东发展集团有限责任公司重组之框架协议》，根据该协议披露的信息显示，本次金隅股份与冀东集团的重组包括两个方面：金隅股份与冀东集团进行战略重组；金隅股份及/或冀东集团将水泥及混凝土

等相关业务注入冀东水泥。

表1 截至2015年底全国水泥企业熟料产能排名（单位：万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	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：中国水泥协会
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。

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。

水泥行业具有典型的销售半径，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。

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。

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	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、拉法基豪瑞、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（第一大股东为拉法基豪瑞）、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）、拉法基豪瑞等	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

（3）上下游分析

上游原材料

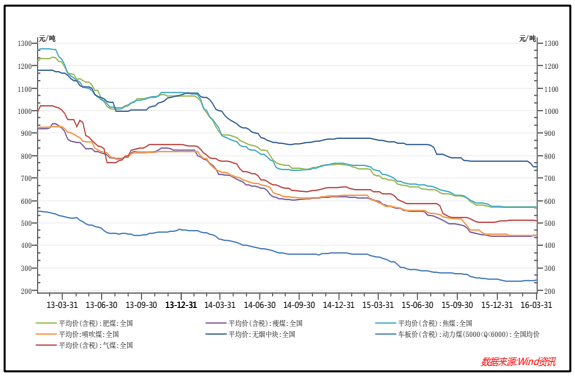
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的27%。

煤炭

从煤炭价格方面来看，随着中国加入 WTO 后煤炭价格管制的逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。而自 2011 年四季度以来，随着下游需求增速放缓，煤炭价格普遍出现下滑态势，尽管在 2012 年和 2013 年四季度，煤价在季节性因素和刺激政策影响下，有过短暂回调，但整体来看，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，煤价整体处于持续下行通道，煤炭行业仍旧持续低迷。总体上看，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，煤炭价格仍将维持底部整理格局。

图3　截至2016年3月底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、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号)规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。电价小幅下调一定程度上减轻水泥企业用电成本。

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，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。同时，国内水泥行业为了节约成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完纯低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供约30%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。

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。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1~3月，全国房地产开发投资1.77万亿元，同比名义增长6.2%（扣除价格因素实际增长9.1%），增速有所回升。2016年1~3月，商品房销售面积24299万平方米，增长33.1%。；房屋新开工面积28281万平方米，增长19.2%；房屋竣工面积20001万平方米，增长17.7%。2016年一季度，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。

由此看出，基建投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应有所减弱，而房地产投资增速的快速下滑是导致2015年水泥需求增速大幅下降的主要原因。不过，2016年一季度基建和房地产投资有所回暖，水泥行业下游需求情况有所改善，对水泥需求形成了一定支撑。未来下游需求行业走势仍值得关注。

（4）行业政策和关注

随着水泥产能过剩问题的日益凸显，有关控制水泥产能过快增长、促进高标号水泥产品发展的政策密集出台（详见下表2），从政策上看，主要涉及过剩行业项目建设产能置换方案、逐步取消32.5复合硅酸盐水泥、更改增值税退税比例及条件、促进绿色建材生产和水泥窑协同处置生活垃圾等方面，较以往的从严控新增产能、淘汰落后产能、规范行业准入、清理违规在建等调控水泥过剩产能的手段有所创新。

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	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。

	试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号）	
2016.1.14	《两部门关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》（发改价格[2016]75 号）	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。

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

具体来看，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产能严重过剩行业项目建设，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。

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1月14日，发改委和工信部联合下发《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》（发改价格[2016]75号），表示2016年1月14日起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。在具体电价分档和加价标准方面，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，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。该政策的出台，将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高，并加速淘汰落后生产线。据行业相关部门预计，水泥行业阶梯电价政策的实施将促使约10%左右产能的水泥生产线达不到能耗要求被淘汰，对促进化解水泥行业过剩产能将起到一定作用。

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，产品结构调整、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，中国铁路行业持续快速发展，根据《国家公路网规划（2013-2030 年）》，国家高速公路将全面连接城镇人口超过 20 万人口的城市，总规划里程达到 13.6 万公里，其中国家高速通车里程 11.8 万公里。另一方面，城市轨道交通（地铁、轻轨、有轨电车等）投资脚步亦将加快。

根据中长期铁路网规划（2030）修编工作，大力推进“一带一路”的交通基础设施建设，加快推进珠江三角洲的城际铁路骨干网路建设等，鼓励开行市郊快铁等。中国城镇基础交通网路设施的建设，将带动水泥行业的需求。

此外，京津冀协同发展、长江经济带、地下综合管廊建设和改造等利好政策的频出亦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，部分区域水泥价格在 2015 年 9、10 月份虽然呈现小幅上涨，但属于区域季节性需求上升及行业自律引致的补涨；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， 2016 年一季度房地产开发投资 1.77 万亿元，同比增长 6.2%，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，2015 年西南、内蒙、江西等地已投产部分产能，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；即使新增产能减少，目前水泥企业自身盈利下滑、债务负担较重、产能利用率严重不足，难以出现大规模的并购重组来消化过剩产能；而在 2015 年 11 月 10 日的中央财经领导小组会议上，习近平总书记表示“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率”，这是中央首度提出供给侧改革的概念，意味着在外需不足、内需潜力和空间有限的情况下，今后经济发展的着力点将从原本的重需求逐步转变为供给需求共同发力，未来中国经济将更加注重效益质量，转变经济发展模式。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，其一，产能供给侧减量方面，中国一直致力于淘汰水泥行业落后产能，严控新增产能，近年来着重进行落后产能的等量或减量置换，中小落后产能虽得到逐步淘汰，行业内并购潮业已出现；其二，供给侧结构性调整方面，或会逐步侧重于取消 32.5 标号水泥，取消 32.5 标号水泥将减少外卖至粉磨站的熟料，因此间接地限制了来自水泥粉磨站的水泥产量，且 42.5 水泥所用熟料占比较高，低标号水泥的取消将可压缩熟料产能，同时，国家新出台的增值税退税政策改革，也意在鼓励高标号水泥生产。总体来看，水泥产品改革或会成为供给侧改革的着力点，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。

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，预计中国水泥行业短期内仍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. 铸造行业

铸造是制造业的基础，也是国民经济的基础产业之一。中国是当今世界上最大的铸件生产国，铸件产量占世界铸件产量的 1/4 左右，铸件产品产值占全国国民经济的 1%左右。为保证中国铸造业持续健康发展，促进中国铸造业由大做强，相关部门积极开展工作。近几年，国家发改委、工业和信息化部等国家机关对铸造业给予高度关注，陆续委托中国制造协会开展了《中国铸造业准入制度研究》、《中国制

造业节能减排政策研究》、《关于制定铸造产业政策重大问题研究》等课题项目，已经出台和正在酝酿一系列有利于铸造业发展的相关政策，实施《铸造业准入制度》和发展铸造业集群将是保障中国铸造业持续发展的战略举措。

从铁路货车铸钢配件这一细分行业来看，摇枕、侧架和车钩是铁路车辆的三大关键部件，也是主要铁路货车铸钢件产品，其质量直接影响到铁路运输的发展和生命财产的安全。

目前，全国铁路货车产量处于较为波动的状态。因此，在国内市场逐渐饱和的情况下，中国铁路货车铸钢配件正大量出口欧美、澳洲等发达国家，这说明中国铁路货车产品已在世界范围内被广泛认可。从铸造技术来看，自 20 世纪 80 年代日本铸造协会发明真空密封造型法（即 V 法造型）以来，在铸造行业得到广泛应用。因此，提升 V 法造型技术的产品、工艺和生产制造的柔性，同时保证低污染、环境影响小，成为铁路货车铸钢造型工艺创新的主要方向。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年底，公司注册资金12.50亿元。公司第一、二大股东分别为自然人李留法和李凤娈，持股比例分别为70%和30%。公司实际控制人为李留法。

2. 企业规模

公司经历二十余年的发展，目前已成为集水泥、铸造、旅游、煤焦化等业务的跨行业的大型企业集团，是河南省重点支持的百户工业企业之一。2010 年 1 月，“天瑞”商标被国家工商总局商标评审委员会认定为中国驰名商标。2015 年，公司位列中国企业 500 强第 347 名，较上年上升 35 位。根据中国水泥协会公布的 2016 水泥熟料产能 20 强名单，公司排名第十。

截至 2016 年底，公司共拥有纳入合并报表范围内的子公司 60 家。其中四家骨干企业天瑞集团水泥有限公司（以下称“天瑞水泥”）、天瑞集团铸造有限公司（以下称“天瑞铸造”）、天瑞集团旅游发展股份有限公司（以下称“天瑞旅游”）及汝州天瑞煤焦化有限公司（以下称“天瑞焦化”）分别为公司水泥、铸造、旅游及煤焦化业务板块的经营主体。

天瑞水泥是国家重点支持的 12 家水泥企业集团之一，并被工信部确定为中部水泥行业五大重组龙头企业之一，是河南省规模最大的水泥生产企业，其生产区域分布于河南、辽宁、安徽和天津等省市。截至 2015 年底，熟料产能位列中国第 11 位。

天瑞铸造是铁道部指定的“铁路产品定点生产厂”，是全国最大的合金钢铸造企业之一，拥有世界上最先进的德国“V 法造型”生产线，已形成 30 万吨/年的铸钢件生产能力。天瑞铸造产品已通过中国质协质量保证中心 ISO9001-2000 质量管理体系认证、美国铁路协会（AAR）质量管理体系认证、俄罗斯联邦铁路运输认证局质量管理体系认证。天瑞铸造生产的铁路货车摇枕侧架占中国铁路车辆改造市场份额的 50%以上，产品出口美国、俄罗斯、乌克兰等国家。

天瑞旅游为一家专业从事旅游资源和旅游项目的开发与经营、温泉洗浴养生、住宿、餐饮服务、旅游商品纪念品制作与销售、园林绿化工程等业务的旅游企业。天瑞旅游下辖的尧山—中原大佛、六羊山、南召真武顶等 7 个景区均地处河南省伏牛山生态游经济区，是河南省政府确定的面向国内外旅游市场重点推介的六大景区之一。其中尧山—中原大佛风景区于 2011 年 3 月顺利通过国家 5A 级验收。

天瑞焦化是一家集焦炭、煤气生产销售、煤焦油、粗苯生产、原煤洗选为一体的焦化加工企业。2011 年 4 月 1 日公司 100 万吨/年捣固焦项目开工建设，截至目前，该项目已经投

产。

3．人员素质

跟踪期内，公司主要管理人员无变化。

4．技术水平

水泥核心技术

天瑞水泥生产过程全部采用新型干法水泥生产技术，该技术是以悬浮预热和窑外预分解技术为核心，形成一套具有现代高科技特征和符合优质、高产、节能、环保以及大型化、自动化的水泥生产方法；主要工艺过程为“两磨一烧”，按主要生产环节为矿山采运（自备矿山时，包括矿山开采、破碎、均化）、生料制备（包括物料破碎、原料预均化、原料的配比、生料的粉磨和均化等）、熟料煅烧（包括煤粉制备、熟料煅烧和冷却等）、水泥的粉磨（包括粉磨站）与水泥包装（包括散装）等。天瑞水泥拥有河南省新型干法水泥工程技术研究中心，该中心是目前河南省唯一一家建材行业省级技术中心。

天瑞水泥所有的生产线目前均已使用新型干法水泥以及余热发电技术，其中于 2009 年 9 月投产的日产 12000 吨新型干法水泥熟料生产线是目前世界上单线生产能力最大的生产线。

铸造核心技术

在铸造工艺方面，天瑞铸造于 2004 年试验成功“V 法造型”新工艺并完成在铁路关键配件摇枕、侧架上的应用，提高了铁道产品的尺寸精密度和表面质量。2006 年，天瑞铸造从德国 HWS（豪斯）公司引进一条现代化的“V 法造型”生产线，可批量生产 K6 铁道摇枕及侧架。

“V 法造型”是将真空技术与砂型铸造结合，用不加水分和粘结剂的原砂造型，靠塑料薄膜将砂型的型腔面和背面密封起来，借助真空泵抽气产生负压，造成砂型内、外压差使型砂紧固成型，经下芯、合箱、浇注，待铸件凝固，解除负压或停止抽气，型砂便随之溃散而获得铸件。此工艺具有简化砂处理、提高旧砂回收率、减少模样磨损、提升铸件精度等优点。

天瑞铸造采用整体芯技术以消除铸件组芯缝隙、减少毛刺和应力集中源，使铸件更安全；整体芯可不用芯撑，杜绝了因芯撑熔合不良造成的铸件缺陷；通过整体制芯，芯子尺寸更精确，从而使铸件尺寸更精确；整体芯技术更有利于实现全自动机械化下芯，不但下芯定位精度更高，而且减少下芯散落砂。

在检测技术方面，天瑞铸造采用大型工业断层扫描（CT）机、工业数字化射线成像（DR）无损检测系统对铸件内部缺陷检测。该系统具有穿透力强、检测工件尺寸大、图像清晰、检测精度高、扫描速度快、适用范围广等特点，能有效检测铸件内部的气孔、砂眼、夹杂物、缩孔、缩松、裂纹等缺陷。

在冶炼技术方面，天瑞铸造采用 HP 偏心炉熔化于 LF 精炼炉精炼相结合的双联熔炼技术，能够提高钢水纯净度，降低有害元素含量，能降低硫、磷含量至 0.02%以下，使机械性能大幅度提高。

总体看，公司水泥和铸造方面生产工艺先进，有助于公司降低生产成本、提高资源利用率，减少三废排放，并有效提升公司的综合竞争力。

5．环境保护

公司所从事的水泥、铸造和焦化行业均为高耗能、污染行业，公司努力实现低消耗、低排放、低污染、高效率的生产环境，在各下属企业及生产车间均安装了环保设施。

水泥业务方面，公司目前正在进行的利用水泥工业新型干法窑处理生活垃圾工程是一项水泥行业十二五规划重点工程，该工程采用先进的城市生活垃圾流化床气化处理技术，结合水泥厂新型干法预分解生产中的高温煅烧工艺，处理郑州市城市生活垃圾。项目建设完成后每年可以处理生活垃圾 20 万吨，约占郑

州年产垃圾总量的 15%，减少占地 100 亩/年。

公司在建另一项目是能源管理中心系统，该项目是集过程监控、能源管理、能源调度为一体的公司级管控一体化计算机系统。能源管理中心系统使企业包括原煤、电的能源消耗减少 3～5%，按年节约 6.44 万吨标煤计算，可减排二氧化碳约 16.1 万吨，二氧化硫约 1060 吨，粉尘 1.61 万吨。

公司在铸造和焦化生产方面均通过了省级环保验收。尤其是天瑞焦化，在原厂址上新建的 100 万吨捣固焦项目，采用先进的环保技术，能够循环利用能源。

总体看，近年来公司大力开展节能减排工作，积极发展循环经济发展模式，环保风险较低。

6. 外部环境

区位优势

水泥和熟料体积庞大且运输费用高昂，区域性较强，对交通运输的要求相对较高。河南是全国的交通枢纽，客货运铁路通车里程居全国首位，其中铁路、公路线路交叉纵横，郑州、商丘、洛阳、南阳、信阳等都是国家铁路交通十字枢纽。郑州铁路枢纽是国内交通最为繁忙的客货运国家综合交通枢纽。郑州北站是亚洲最大的铁路客货运编组站，郑州东站是国内最大的铁路运输业务中转站。新郑州东站、郑州高铁火车站是世界上首座、规模最大的设计时速 350 公里国家高速铁路特大型综合交通枢纽，郑西高铁、京港高铁、郑徐高铁、郑渝高铁纵横中原腹地。辽宁位于中国东北地区，南频渤海与黄海，背幅广袤的工业腹地，沿海城市众多，港口密集，交通发达，公路密度居全国第二。天瑞的生产设施均布局在石灰石资源、终端市场和交通干线的结合处，合理的战略布局使得公司对运输成本的控制能力强。

外部支持

政策支持方面，2009 年 12 月 11 日，国家工业和信息化部发布了《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》（工信部原[2009]664 号），提出要“进一步发挥海螺、中国建材、中材、华新、天瑞、三峡新材、长利玻璃等龙头企业的带动作用，推动水泥、玻璃、耐火材料、新型建材等行业的兼并联合重组，提高产业集中度。”天瑞水泥被国家确定为对中部地区水泥市场进行兼并整合的五大牵头企业之一。另一方面，国家发改委颁发的《中原经济区规划（2012—2020 年）》中，明确的将天瑞旅游经营的平顶山尧山—中原大佛景区列为需重点开发的精品旅游线路的 5A 级景区之一；同时省政府出台了《河南省人民政府进一步加快伏牛山生态旅游发展的意见》，意见中提出力争 3 至 5 年内，把伏牛山核心景区培育成 5A 级旅游区，使之成为国内著名的生态旅游目的地、河南旅游产业的增长和伏牛山区域经济发展的重要支柱，把伏牛山旅游提到了河南旅游的重要战略高度，打造“中原大佛、神奇尧山、观音祖庭、近悦远来”旅游品牌。

外部融资方面，按照《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》（国办发[2013]67 号)，积极引导和督促金融机构优化信贷结构，按照“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”的要求，对产能过剩行业区分不同情况实施差别化政策，部分商业银行已将水泥、炼钢等十大产能过剩行业涉及扩大产能的新增贷款，授信权限将收归总行。天瑞水泥作为国家政策支持的水泥行业龙头企业之一，各大银行在授信及贷款上给予了较大的支持。

税收优惠方面，根据《财政部、国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的补充的通知》（财税[2009]163 号），天瑞水泥享受增值税即征即退政策；天瑞铸造作为安置残疾人就业企业，根据《财政部、国家税务总局关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》（财税字[2007]92 号）的规定，享受在按照支付给残疾职工工资据实扣除的基础

上，可以在计算应纳税所得额时按照支付给残疾职工工资 100%加计扣除，并且还享受增值税限额即征即退的优惠政策，同时对于增值税退税收入免征企业所得税；根据《关于安置残疾人就业单位城镇土地使用税等政策的通知》（财税[2010]121 号）的规定，天瑞铸造享受城镇土地使用税减半征收的优惠政策。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构和管理制度无重大变化。

七、重大事项

2015 年，公司全资子公司天瑞（国际）控股有限公司通过香港交易所购买中国山水水泥集团有限公司 (股票代码：00691.HK）951462000.00 股股票，持股 28.16%，成为中国山水水泥集团有限公司（以下简称“中国山水”）第一大股东。中国山水通过股权关系控制在中国境内的实体经营企业山东山水水泥集团有限公司（以下简称“山东山水”）。截至 2015 年底，公司尚未通过中国山水完全控制山东山水，对其影响程度无法估计，因此公司暂对其以成本法列报，体现在“长期股权投资”科目。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事水泥及熟料的生产销售、旅游酒店、铁路铸钢配件及煤焦化四大业务板块。

2015 年公司实现主营业务收入 82.49 亿元，较 2014 年下降 23.90%，其中水泥及熟料收入为 64.71 亿元，较 2014 年下降 28.03%；主营业务毛利率为21.62%，较2014年下降2.79个百分点。

表 4　2014～2015 年公司主营业务收入和毛利率（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铸造收入	7.40	*6.83*	*14.22*	6.84	*8.28*	*8.48*
旅游、餐饮收入	3.36	*3.10*	*75.49*	4.75	*5.75*	*78.53*
水泥及熟料收入	89.90	*82.94*	*23.17*	64.71	*78.43*	*19.16*
煤焦化收入	4.99	*4.60*	*10.85*	5.31	*6.44*	*10.92*
其他	2.74	*2.53*	*54.65*	0.88	*1.07*	*61.36*
合计	**108.39**	***100.00***	***24.41***	**82.49**	***100.00***	***21.62***

资料来源：公司年报，联合资信整理

从主营业务收入构成看，水泥及熟料收入仍为公司主要收入来源，2015 年该板块收入为 64.71 亿元，同比下降 28.03%，占比为 78.43%。受国内宏观经济增速放缓，铁路货运市场疲软影响，公司铸件订单量减少，2015 年铸造板块收入有所下降，为 6.84 亿元，同比下降 7.57%。煤焦化板块得益于 100 万吨/年捣固焦项目投产，收入持续上升，由 2014 年的 4.99 亿元上升至 2015 年的 5.31 亿元。

从毛利来看，2015 年煤炭等原材料成本维持在低位，但在水泥及熟料市场价格下滑及公司以压价促并购战略实施的影响下，水泥及熟料板块毛利率下降，2015 年为 19.16%，较 2014 年下降 4.01 个百分点；水泥与熟料板块占比较高带动公司整体毛利率水平下降。铸造板块由于销售价格下降，毛利率有所下降，2015 年为 8.48%，较 2014 年下降 5.74 个百分点。煤焦化板块得益于产能释放，2014 年扭亏为盈后，2015 年毛利率持续上升。旅游、餐饮板块 5A 级尧山大佛景区配套不断完善，附加值提升，带动该板块毛利率上升。总的来看，公司主营业务收入和毛利率均有所下滑。

2. 水泥及熟料板块

天瑞水泥是公司水泥及熟料板块的经营主体。2015 年，在行业景气度处于低谷，公司利用自身优势，采用压价促并购，推动股权投资整合布局市场，后协同提价的策略，实现水泥及熟料收入 64.71 亿元。

产品生产

公司积极开展并购活动，收购河南永安水泥有限责任公司 100%的股份，河南同力水泥股份有限公司 15.03%的股份和中国山水水泥集团有限公司 28.16%的股份等。水泥产能有所提高，熟料产能在工信部错峰生产的要求下有所下降。截至 2015 年底，公司熟料产能为 2335 万吨/年，较上年下降 874 万吨；水泥产能为 4843 万吨/年，较上年增长 150 万吨。

2015 年公司共生产水泥 3089.81 万吨，销售水泥 3121.46 万吨，产销量均较 2014 年有所下降，产销率为 100.80%，维持在较高水平。2015 年公司生产熟料 2198.17 万吨，销售熟料 229.57 万吨，产销率为 10.44%，产量、销量和产销率下降，产销率下降主要是由于公司直接供给公司内部自用熟料部分增加，外销部分减少所致。

表 5 公司水泥及熟料产销情况

（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
熟料	产能	3209.00	3209.00	2335.00
	产量	2629.38	2830.72	2198.17
	产能利用率	81.94	88.21	94.14
	销量	411.51	388.29	229.57
	产销率	15.65	13.72	10.44
	销售均价	202.10	195.71	156.20
水泥	产能	4413.00	4693.00	4843.00
	产量	3646.07	3816.37	3089.81
	产能利用率	82.62	81.32	63.80
	销量	3662.52	3805.40	3121.46
	产销率	100.45	99.71	100.80
	销售均价	219.68	216.50	188.24

资料来源：公司提供

从产能利用率情况来看，2015 年公司熟料和水泥产能利用率分别为 94.14%和 63.80%，熟料产能利用率有所上升，水泥略有下降。

从地域分布来看，公司目前是河南省最大的水泥熟料生产企业。在中部区域，公司拥有规模、管理、资金和政策优势，并且该地区为公司行业并购战略主要实施区域，2015 年中部区域水泥销售收入 48.95 亿元，同比下降 23.37%，河南省市场占有率为 21.00%，市场占有率较上年增加 4.59 个百分点。在东北区域，公司将目标市场主要定位于大连和沈阳两市，并向周边区域辐射。2015 年东北区域水泥销售收入 14.33 亿元，同比大幅下降 47.20%，市场占有率为 17.00%，较上年增加 3.62 个百分点。

表 6 2014～2015 年公司分地区水泥销售收入及市场占有率情况（单位：万元）

区域	2014 年		2015 年	
	销售收入	占比	销售收入	占比
东北区域	271421.87	*29.82*	143298.77	*22.64*
中部区域	638827.77	*70.18*	489507.04	*77.36*
合计	**910249.65**	***100.00***	**632805.81**	***100.00***
	2014 年市场占有率		**2015 年市场占有率**	
河南省	16.41%		21.00%	
辽宁省	13.38%		17.00%	

资料来源：公司提供

从产品结构来看，公司全部水泥生产线均采用新型干法进行生产，针对不同市场，其主导产品主要分为 32.5 级复合硅酸盐水泥（代号 PC32.5）、42.5 级普通硅酸盐水泥（代号 PO42.5）、42.5 级低碱硅酸盐水泥（代号低碱 PO42.5）、52.5 级普通硅酸盐水泥（代号

PO52.5）。其中，PC32.5 水泥主要面对农村市场；PO42.5 水泥主要面对城市建设和重点工程；低碱PO42.5 主要用于高速铁路的建设；PO52.5 水泥主要用于对水泥强度要求高的工程。2013 年 10 月，根据国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，将逐步取消 32.5 复合水泥标准。受此影响公司水泥产品中该品种占比持续下降。

表 7　公司水泥产品构成（单位：万吨、%）

产品	2013 年		2014 年		2015 年	
	产量	占比	产量	占比	产量	占比
复合 32.5	1503.95	41.25	1458.11	38.20	1257.95	40.71
普通 42.5	1973.43	54.13	2171.87	56.90	1753.43	56.75
普通 52.5	51.12	1.40	80.79	2.20	18.83	0.61
低碱 42.5	117.57	3.22	105.60	2.70	59.60	1.93
合计	**3646.07**	**100.00**	**3816.37**	**100.00**	**3089.81**	**100.00**

资料来源：公司提供

市场销售

跟踪期内，公司销售及结算模式无重大变化。

从销售区域来看，河南省为公司主要销售区域，2015 年公司河南地区销量为 2379.25 万吨，较 2014 下降 14.42%，区域销量占比为 76.22%，占比较上年上升 4.74 个百分点；辽宁地区销量为 531.86 万吨，较 2014 年下降 31.52%，区域销售占比下降至 17.04%。

表 8　公司水泥产品销量区域分布（单位：万吨、%）

区域	2014 年		2015 年	
	销量	占比	销量	占比
河南地区	2780.24	71.48	2379.25	76.22
辽宁地区	776.69	21.77	531.86	17.04
其他地区	248.47	6.75	210.35	6.74
合计	**3805.40**	**100.00**	**3121.46**	**100.00**

资料来源：公司提供

从水泥产品定价能力上看，公司在河南省连续十二年销量位居第一，已形成了庞大的市场网络，使得公司在河南地区水泥市场上占据强有力的地位，对当地水泥产品定价具有掌控能力；伴随兼并重组活动的开展，公司目前也是辽宁省较大的水泥和熟料生产商之一，在当地处于相对领先地位。

从客户集中度来看，由于水泥产品具有运输半径受限的特点，公司产能也较为分散，因此不存在对单一客户的销量占整个营业额比重很大的情况。2015 年公司向前 5 名销售商销售金额为 4.87 亿元，占公司此板块全部销售收入的 7.53%，集中度较低，公司没有对单一客户产生过多销售依赖。

表 9　2015 年公司水泥及熟料板块前 5 大销售客户（单位：万元、%）

企业名称	金额	占比	销售内容
中国铁建股份有限公司	17452.15	2.70	水泥
中国中铁股份有限公司	15830.04	2.45	水泥
南阳市鑫冠商品混凝土有限公司	5557.73	0.86	水泥
中国交通建设集团有限公司	5132.32	0.79	水泥
许昌腾飞建设工程有限公司	4744.66	0.73	水泥
合计	**48716.89**	**7.53**	**--**

资料来源：公司提供

原材料采购

生产水泥所需的主要原材料为石灰石、天然石膏等，所需能源动力主要为原煤和电力。其中煤炭、电力在制造成本中占比较大，合计超过产品成本的 50%。

跟踪期内，公司采购模式无重大变化。原煤采购来源仍主要为河南省、陕西省、辽宁省、吉林省和山东省，各主要采购项目中，煤炭采购成本占比逐年下降，电力采购成本占比逐年上升。

表 10　2013～2015 年公司水泥及熟料板块原材料和能源采购情况（单位：万吨、万 kwh、亿元、%）

采购项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	数量	金额	占比	数量	金额	占比	数量	金额	占比
煤炭	373.29	21.94	*42.60*	389.26	20.53	39.78	272.66	10.95	32.99
电力	200257.82	11.36	*22.05*	218573.61	12.32	23.89	166975.19	9.41	28.36
石灰石	3621.23	6.86	*13.32*	3340.15	5.65	10.94	2919.59	5.06	15.24
硫酸渣	163.76	1.18	*2.29*	70.05	0.56	1.09	43.37	0.30	0.91
石膏	203.18	1.76	*3.42*	211.96	1.85	3.58	170.27	1.33	4.00
混合材料	1009.17	7.10	*13.79*	1505.21	8.97	17.39	939.18	5.23	15.77
其他材料	--	1.30	*2.53*	--	1.72	3.33	--	0.90	2.73
合计	--	**51.50**	***100.00***	--	**51.61**	**100.00**	--	**33.18**	**100.00**

资料来源：公司提供

煤炭采购方面 2015 年采购量为 272.66 万吨，采购金额为 10.95 亿元。同期，国内煤炭市场价格维持在较低水平，公司吨煤采购均价为 401.60 元，较上年的 527.41 元有所下降。

在煤炭采购方式上，公司一方面与大的煤炭供应商建立长期合作伙伴，购进高质量低价格的烟煤与本地明煤搭配使用，降低生产成本，满足生产使用所需；另一方面公司扩大煤场容积，每年利用煤炭淡季加大储存优质低价煤。随着规模效应将进一步显现，有利于进一步降低公司煤炭原材料成本。

电力采购方面，2015 年采购量为 166975.19 万 kwh，金额为 9.41 亿元，采购单价为 0.56 元每 kwh，与上年基本保持一致；采购占比为 28.36%，公司电力采购比例逐年上升，主要是由于相对于其他原材料成本下降而言，电力单价不变所致。

石灰石矿山资源方面，截至 2015 年底，公司拥有的 12 个熟料生产基地均拥有自己的矿山，各子公司的石灰石矿山均能满足熟料生产的需要，石灰石自给率达到 100%（部分矿山采用外包开采，故产生部分采购成本）。优质石灰石矿山资源有利于公司原材料的及时有效供应，同时也形成对其他水泥生产企业的区域市场进入壁垒。

表 11　截至 2015 年底公司拥有矿山情况

（单位：万吨、年、万吨/年）

子公司	剩余可开采量	剩余开采年限	年开采量
天瑞集团水泥有限公司（本部）	2183	15	146
辽阳天瑞水泥有限公司	17706	43	412
大连天瑞水泥有限公司	15163	25	607
卫辉市天瑞水泥有限公司	12498	42	298
天瑞集团禹州水泥有限公司	11924	32	373
天瑞集团郑州水泥有限公司	10306	25	412
天瑞集团南召水泥有限公司	8787	48	183
天瑞集团萧县水泥有限公司	7791	43	181
天瑞集团汝州水泥有限公司	4880	16	305
天瑞集团光山水泥有限公司	5055	25	202
辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	1860	26	70
海城市第一水泥有限公司	1820	26	70
合计	99973	--	**3259**

资料来源：公司提供

原材料供应商方面，2015 年公司向前 5 名供应商采购金额合计为 13.14 亿元，占公司全部原材料采购金额的 39.60%。公司不存在向单一供应商采购金额超过采购总额 50%的情况，不存在严重依赖个别供应商的风险。

表 12　2015 年公司前 5 大原材料供应商情况

（单位：亿元、%）

企业名称	金额	占比	采购内容
国网河南省电力公司	6.87	20.71	电力
陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司	2.95	8.89	煤炭
国网辽宁省电力有限公司	1.71	5.15	电力
陕西火石咀煤矿有限责任公司	1.03	3.10	煤炭
汝州御源商贸有限公司	0.58	1.75	煤炭
合计	**13.14**	**39.60**	--

资料来源：公司提供

3. 铸造板块

天瑞铸造是公司铸造板块的经营主体。从产品生产方面看，公司铁路铸钢件年产能 10 万吨，产品涵盖 A、B、C 级钢等 20 多种铁路配件产品，主要产品为铁路机车成套铸钢件，包括摇枕、侧架、电机壳、火车挂钩及铸钢车轮等。2015 年，该板块收入有所下降，实现收入 6.83 亿元，同比下降 7.70%，主要是销售均

价下降；产量为 68421.51 吨，同比上升 5.36%；销量为 68213 吨，同比上升 3.40%；产销率上升至 108.20%。

销售和采购方面，2015 年公司销售和采购模式及客户均无重大变化。

表 13　公司铸造板块产销情况

（单位：吨、%、元/吨）

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
铸钢件	产能	100000	100000	100000
	产量	59762.12	64942.00	68421.51
	产能利用率	59.76	64.94	67.31
	销量	71279.54	65972	68213
	产销率	119.27	101.70	108.20
	销售均价	12731.76	11265.71	10355.2

资料来源：公司提供

4．旅游餐饮板块

天瑞旅游是公司旅游酒店板块的经营主体。目前天瑞旅游下辖天瑞温泉大酒店、福泉大酒店、尧山福泉、天瑞农业公司、天瑞大福国际机场等分子公司，是专业从事旅游资源和旅游项目的开发与经营、温泉洗浴养生、住宿、餐饮服务、旅游商品纪念品制作与销售、园林绿化工程等业务的旅游企业，是河南省重点旅游企业之一。

公司下辖尧山-中原大佛景区、六羊山景区、南召真武顶风景区、世纪吉祥钟等多处景区，均处在伏牛山生态旅游区，拥有得天独厚的山水（山）、佛文化（佛）和温泉（汤）核心旅游资源。景区配套设施方面，郑尧高速直达尧山景区，联通京港澳高速、二广高速、南洛高速等高速公路，交通便利。目前尧山中原大福国际机场项目正在申报审批过程中，机场项目将会极大提高景区交通的便利程度。公司在鲁山温泉景区兴建两座五星级温泉度假酒店、芦堤酒店和一处温泉洗浴中心，酒店拥有客房 1500 余间（套），其中一座五星级酒店已于 2013 年 2 月投入试运营。

公司旅游酒店板块营业收入主要由旅游酒店收入、景区娱乐项目收入、景区纪念商品销售收入、房地产及物业收入和其他业务收入等构成。2015 年公司旅游餐饮板块收入为 4.74 亿元。

5．煤焦化板块

天瑞焦化是公司煤焦化板块的经营主体。天瑞焦化是一个集焦炭、煤气生产销售、煤焦油、粗苯生产、原煤洗选为一体的焦化加工企业。天瑞焦化原年设计生产能力为 23 万吨/年冶金焦，2011 年 3 月 30 日公司为执行国家节能减排政策实施停产，淘汰 23 万吨/年冶金焦炉，2011 年 4 月 1 日，公司 100 万吨/年捣固焦项目开工建设，该项目预算总投资 12.96 亿元。2014 年正式投产，得益于于此，该板块收入从 2013 年 1.35 亿元大幅上升至 5.31 亿元，收入大幅提升，并扭亏为盈。

6．在建项目

截至 2015 年底，公司在建项目 36 个，在建项目合计预算总投资 74.66 亿元，已完成投资 51.82 亿元，尚需投资 22.83 亿元。

公司在建工程项目主要为旅游景区配套工程，公司对旅游板块业务投资规模的加大，有助于景区的完善和接待能力的提高，随着景区未来收入的增长，公司旅游业务板块未来有望成为公司主营业务的重要补充。此外，公司水泥及熟料板块行业并购战略的实施，促使该板块形成较大规模的生产线技改在建工程。总体看，公司整体在建工程规模较大，建成后有望对公司各板块收入的增长提供有力支撑，但公司尚存在一定规模的资金缺口，加之行业并购未来对资金的需求，公司将面临一定的投资压力。

表 13　截至 2015 年底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

板块	项目名称	预算总投资	截至 2015 年底已完成投资	工程进度	尚需投资金额
水泥及熟料板块	南召生产线工程	11302.02	11302.02	100	0
	卫辉生产线工程	34000	30600	90	3400
	光山生产线工程	15518.79	14742.85	95	775.94
	荥阳生产线工程	38000	32680	86	5320
	辽塔生产线工程	12000	11592	96.6	408
	禹州生产线工程	5655.65	4948.69	87.5	706.96
	萧县生产线工程	13000	8190	63	4810
	海城余热发电	10000	7800	78	2200
	老虎生产线工程	13600	7344	54	6256
	金海岸生产线工程	8800	7216	82	1584
铸造板块	车轮生产线项目工程	38485.81	37716.09	98	769.72
	一厂设施建设工程	2990.31	2452.05	82	538.26
	二厂设施建设工程	1604.24	1363.6	85	240.64
	三厂设施建设工程	620	483.6	78	136.4
	四厂技术改造工程项目	15259.95	13123.56	86	2136.39
	V 法建设工程	3728.17	1528.55	41	2199.62
	厂区其他设施建设工程	5981.57	5682.49	95	299.08
	新建年产 10 万吨铸件项目（云阳铸造）	46385.16	43602.05	94	2783.11
焦化板块	捣固焦生产线	79469.71	53244.71	67	26405
旅游板块	大佛景区基础及配套设施	21565.4	17899.3	83	3666.1
	芦堤度假酒店工程	66940.93	62255.06	93	4685.87
	旅游管理中心工程	2747.73	1236.48	45	1511.25
	温泉度假酒店工程	12097.4	11492.5	95	604.9
	温泉养生中心工程	50890.82	47328.46	93	3562.36
	归根园项目	27826.25	22539.26	81	5286.99
	圣像景区	10052.62		100	0
	游客服务中心	7202.32		100	0
	佛尧轻轨工程	65300	19590	3	45710
	高尔夫球场工程	20000	2200	11	17800
	国际会议中心工程	371.2	129.9	35	241.3
	景区快捷酒店工程	1200	384	32	816
	玉皇顶建设工程	3675	2756	75	919
	其他旅游项目工程	71310	26385	37	44925
	其他工程项目	29084.61	19777.53	68	9307.085
合计		**746665.66**	**518283.73**		**228381.93**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司 2015 年合并财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。截至 2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共 60 户，较 2014 年增加 11 家，合并范围的变化对公司财务报表影响较小，报表具有较好的可比性。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 626.01 亿元，所有者权益 226.87 亿元（含少数股东权益 59.44 亿元）；2015 年实现营业收入 83.48 亿元，利润总额 5.84 亿元。

1．盈利能力

2015 年公司营业收入为 83.48 亿元，较 2014 年下降 23.47%，营业成本为 65.00 亿元，同比下降 21.10%，收入下降幅度大于成本；以致毛利率较上年的 24.47%略有下降至 22.00%。同期，公司期间费用 24.10 亿元，较 2014 年增加 2.51 亿元，主要是由于公司有息债务规模有所上升，相应的利息支出增加所致；2015 年公司财务费用支出 13.50 亿元，较 2014 年增加 2.64 亿元。2015 年公司实现公允价值变动收益合计 3.47 亿元，主要因同力水泥股份有限公司股价上涨而取得的浮盈。2015 年公司获得投资收益较上年 0.39 亿元大幅增长，为 2.87 亿元，其中按权益法核算收益 1.21 亿元、委托投资取得的投资收益 1.62 亿元。受行业景气度下滑影响，2015 年公司实现营业利润 678.10 万元，较上年的 4.64 亿元大幅下降。2015 年公司营业外收入下降至 5.87 亿元，其构成主要是政府补贴 3.00 亿元（包括 2.72 亿元福利企业返还增值税）和河南红旗煤业股份有限公司豁免公司子公司河南永安水泥有限公司 2.53 亿元债务。2015 年，公司实现利润总额 5.84 亿元，净利润 5.39 亿元，分别较上年下降 48.47%和 41.28%；同期，总资本收益率为 1.20%，同比下降 1.16 个百分点，净资产收益率为 2.38%，同比下降 1.61 个百分点，盈利指标弱化。

总体看，跟踪期内，公司收入规模下降，收入下降幅度大于成本；同时外部融资规模上升，财务费用明显增加，公司盈利能力有所下滑。

2．现金流及保障

经营活动方面，从现金流入看，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金。2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 94.85 亿元，较 2014 年下降 19.83%，主要是销售下滑；同期，公司现金收入比为 113.62%，较上年的 108.46%提高 5.16 个百分点，公司收现质量提高；由于和关联方之间的往来与暂借增多，2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金 240.84 亿元，较 2014 年增长 178.66%。同期经营活动现金流入 338.21 亿元，较 2014 年增长 62.96%。

从现金流出看，公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金，2015 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 73.08 亿元，较 2014 年减少 14.72%；支付其他与经营活动有关的现金为 218.41 亿元，同比上升 162.86%，主要是公司与关联方之间的暂借与资金往来增多所致；同期经营活动现金流出 305.70 亿元，较 2014 年增长 66.12%。

2015 年，公司经营活动现金净流量为 32.51 亿元，同比上升 38.25%。

2015 年，公司投资活动现金流入为 43.76 亿元，以收回投资收到的现金为主，其中主要是购买理财产品款收回的现金；投资活动现金流出较 2014 年大幅增长 93.73%，至 104.60 亿元，以投资支付的现金为主，主要用于购买银行理财产品和股权投资。2015 年公司投资活动净现金流为-60.84 亿元，投资活动净流出规模较上年上升 71.25%。

筹资活动方面，2015 年，公司取得借款收到的现金为 73.38 亿元，较上年下降 26.91%。2015 年，公司债券融资规模大幅上升至 100.12 亿元，同比上升 300.49%；2015 年公司筹资活动现金流入 212.31 亿元，同比大幅上升 68.83%。2015 年公司偿还债务支付的现金 111.06 亿元，较 2014 年上升 17.94%，但由于利息支出增加，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 16.42 亿元，较 2014 年上升 60.37%。2015 年公司筹资产生的现金流量净额为 63.14 亿元，较 2014 年的 18.53 亿元大幅上升。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量提高；由于关联方往来频繁、股权投资需求较大等原因，公司存在较大的外部融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 626.01 亿元，同比增长 16.20%，其中流动资产和非流动分别占 28.72%和 71.28%，与 2014 年相比变化不大，仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 157.15 亿元，同比增长 7.27%，流动资产主要由货币资金（占比 44.05%）、预付款项（占比 11.17%）、其他应收款（占比 24.25%）和存货（占比 7.85%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 79.21 亿元，同比上升 37.60%，主要是新增融入资金增多所致；货币资金中受限制的货币资金为 38.89 亿元（占比 49.10%），主要为银行保证金存款。

截至 2015 年底，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产合计 10.35 亿元，主要为对同力水泥股份有限公司的权益性投资。

截至 2015 年底，公司应收账款为 8.74 亿元，同比增长 8.99%。公司水泥销售主要是是先付款后发货，除了针对国家重点项目给予信用销售政策，其余赊销情况很少；应收账款主要来自天瑞铸造、天瑞旅游等其他子公司，其中天瑞铸造应收账款增加主要系应收河南天诚华瑞商贸有限公司货款增加所致，截至 2015 年底，公司应收账款前五名公司合计占应收账款余额的 40.35%，集中度较高。

截至 2015 年底，公司预付款项 20.08 亿元，同比下降 11.12%，主要是由于当年公司工程项目投资减少所致。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 43.83 亿元，扣除坏账准备后为 43.61 亿元，同比下降 4.13%，其中，一年内其他应收款占 67.81%；一至两年的占 15.63%；二至三年的占 8.60%；其他应收款前 5 大欠款方合计占比 28.22%，集中度一般。

截至 2015 年底，公司存货净额为 14.12 亿元，同比下降 33.89%；公司存货主要由原材料和库存商品构成，2015 年原材料计提跌价准备 12.97 万元，计提比例较低。

截至 2015 年底，公司其他流动资产合计 2.89 亿元，包括理财产品 1.80 亿元和应交税费重分类 1.09 亿元。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产为 446.21 亿元，同比增长 16.94%，以长期股权投资（占比 13.87%）、固定资产（占比 30.60%）、在建工程（占比 10.95%）和无形资产（占比 36.92%）为主，非流动资产结构变化不大。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产合计 0.96 亿元，本期实现现金红利 155.81 万元。

截至 2015 年底，公司长期股权投资合计 61.88 亿元，较上年大幅增长 109.50%；其中新增对中国山水股权投资 42.71 亿元，持股 28.16%。截至 2015 年底，公司尚未通过中国山水完全控制山东山水，故以成本法列报。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值

合计 192.39 亿元，累计折旧合计 55.85 亿元，计提减值准备 6.24 万元，固定资产账面价值合计 136.54 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程账面价值为 48.85 亿元，同比下降 2.11%。其中，公司主要的在建工程包括捣固焦生产线项目 10.09 亿元、温泉度假酒店工程项目 3.07 亿元、新建年产 10 万吨铸造件项目 4.53 亿元等。

截至 2015 年底，公司无形资产合计 164.75 亿元，与上年变化不大；其主要是土地与景区经营权，其中 2015 年合计摊销 3.58 亿元。

截至 2015 年底，公司商誉合计 7.78 亿元，同比大幅增长 128.18%；其中于 2015 年收购河南永安水泥有限责任公司股权产生商誉 2.97 亿元和天瑞新登郑州水泥有限责任公司股权产生商誉 1.40 亿元。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产合计 8.85 亿元，全部为预付投资款。

总体看，公司货币资金中受限部分较多，应收类科目和存货占比较大，占用较多营运资金，公司资产流动性一般；非流动资产中，固定资产和无形资产规模占比较高，随着在建工程的逐渐完工，固定资产占比预计将呈增长趋势。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 226.87 亿元，同比小幅下降 1.35%。所有者权益中中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 5.57%、54.65%和 18.03%，所有者权益结构较稳定。

截至 2015 年底，公司资本公积合计 124.06 亿元，同比下降 8.16%。公司资本公积中 115.49 亿元为资本溢价，与上年保持不变。其他资本公积合计 8.56 亿元，较上年的 19.59 亿元大幅下降。

截至 2015 年底，公司负债总额 399.14 亿元，同比上升 29.27%。流动负债合计 226.61 亿元，占比 56.78%，非流动负债合计 172.53 亿元，占比 43.22%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 226.61 亿元，同比增长 23.61%，其中以短期借款、其他应付款和其他非流动负债构成。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 61.42 亿元，同比上升 27.51%；短期借款中信用借款 11.10 亿元、抵押借款 9.23 亿元、保证借款 30.59 亿元、质押借款 10.50 亿元。

截至 2015 年底，公司应付票据为 13.00 亿元，同比上升 80.56%，全部为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司应付账款 19.62 亿元，与上年基本持平，应付账款主要为应付工程款及应付货款。公司应付账款中账龄 1 年以内的部分占比 72.07%。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 65.45 亿元，同比上升 14.18%，其中主要为与物流和商贸公司的往来款。公司其他应付款中账龄在 1 年以内的占 66.75%。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 18.66 亿元，同比下降 8.16%，其中一年内到期的长期借款 5.66 亿元，一年内到期的应付债券 13.00 亿元，为 5 亿元“15 瑞水泥 PPN002”、3 亿元“15 瑞水泥 PPN003”和 5 亿元“15 瑞水泥 PPN005”。

截至 2015 年底，公司其他流动负债合计 38.00 亿元，其中短期融资券 25.00 亿元，包括 5 亿元“15 瑞水泥 CP001”、10 亿元“15 瑞水泥 SCP001”和 10 亿元“15 瑞水泥 CP002”；定向融资工具 13.00 亿元，包括 4 亿元“13 瑞水泥 PPN001”、4 亿元“13 瑞水泥 PPN002”和 5 亿元“14 瑞水泥 PPN003”。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 172.53 亿元，同比增长 37.55%，主要是由于应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 19.27 亿元，同比下降 6.43%，主要是由于公司抵押借款和保证借款分别减少 1.95 亿元和 1.00 亿元所致。

截至 2015 年底，公司应付债券合计 110.29

亿元，同比大幅增长 75.73%，应付债券中包括 20.00 亿元“13 天瑞水泥债”、9.94 亿元“14 天瑞集团债 02”、14.89 亿元“14 天瑞集团债 03”、2.50 亿元“14 瑞水泥”、5.00 亿元“15 瑞水泥 PPN001”、5 亿元“15 瑞水泥 PPN004”、5.50 亿元“15 瑞泥 01”、1.50 亿元“15 天泥 01”、4.50 亿元“15 瑞泥 02”、10 亿元“15 天瑞债”、14.90 亿元“15 天瑞集团债 01”、9.93 亿元“15 天瑞集团债 02”、5.96 亿元“16 天瑞 01”和 0.66 亿元香港公司债券。

截至 2015 年底，公司长期应付款合计 4.85 亿元，同比上升 4.47%，长期应付款中包括 3.00 亿元新疆神农股权信托融资款。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务为 263.64 亿元，较 2014 年底上升 42.48%，其中短期债务为 131.08 亿元，长期债务为 132.56 亿元；同期的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.76%、53.75%和 36.88%，三者均比 2014 年底有所上升。

总体看，公司负债水平有所上升，债务负担仍然较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 79.32%和 73.11%，较 2014 年底分别下降 6.38 个和 0.94 个百分点。 2015 年，受收到其他与经营活动有关的现金大幅上升影响，公司经营性现金流净额大幅上升，经营现金流动负债比由 2014 年的 12.83%上升至 14.35%。公司经营活动现金流入量规模大，经营活动现金流入量对公司流动负债的覆盖程度较高，存货变现能力较好，但由于受限货币资金规模大。总体来看，公司存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 小幅上升，从 2014 年的 34.39 亿元上升至 38.33 亿元；同期债务规模有所上升，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.88 倍和 2.09 倍，全部债务/EBITDA 有所上升，EBITDA 利息倍数有所下降。整体看，公司偿债能力尚可但有所下滑。

截至 2015 年底，公司获得银行授信额度 249.22 亿元，尚未使用 53.33 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年底，公司对外担保合计 8.75 亿元，担保比率为 3.86%。

5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营情况和财务风险，联合资信认为公司的抗风险能力强。

十、存续期内债券及募集资金使用情况

公司于 2014 年发行的“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”和“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”，2015 年发行的“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”和“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02”共募集资金 50 亿元，全部用于在河南、辽宁相关区域收购、拆除、转产、节能环保改造等一揽子化解水泥过剩产能项目。整体项目总投资 123 亿元。其中，公司收购河南省和辽宁省的水泥企业，收购项目及后续技术改造所需资金为 114.66 亿元，对现有项目进行技术改造，所需资金约 8.34 亿元。

截至 2015 年底，公司使用募集资金收购了河南永安水泥有限责任公司 100%股份，河南同力水泥股份有限公司 15.03%股份和中国山水水泥集团有限公司 28.16%股份等。实际募集资金用途与核准的发债用途一致。

十一、存续期内债券偿债能力

公司于 2014 和 2015 年共发行四期公司债

券，分别为“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”、“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”、“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”和“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02”，发行额度合计 50 亿元。其中“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”、“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”和“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02”若投资者全部选择于 2017 年进行回售，公司于 2017 年将偿还本金总额 40 亿元。

2015 年公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为 38.33 亿元、338.21 亿元和 32.74 亿元，对上述债券最大偿还本金总额 40 亿元的保护倍数分别为 0.96 倍、8.46 倍和 0.82 倍，经营活动产生的现金流入量对上述债券的保障程度较好，EBITDA 和现金流量净额保障程度一般。

十二、增信分析

公司实际控制人李留法（持有公司 70%股份）、股东李凤娈（持有公司 30%股份，与李留法系夫妻关系）及李玄煜（李留法之子）承诺：同意以个人全部财产为公司存续期内债券的到期兑付（包括本金、利息及其他应承担的费用）承担连带责任保证。

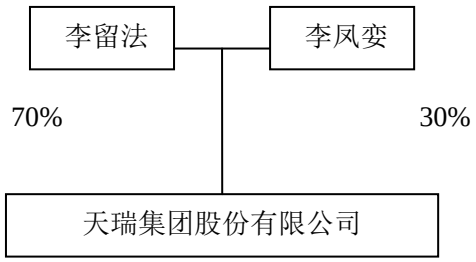
公司与国开行河南分行签署了《开发性金融支持协议》。根据此协议，债券存续期内，当公司对债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，每次付息和本金兑付首日前 20 个工作日给予公司不超过债券本息偿还金额的开发性金融贷款支持（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该贷款仅用于为公司存续期内债券偿付本息，以解决公司本息偿付困难。

上述承诺对存续期债券的安全性提供了一定保障作用。

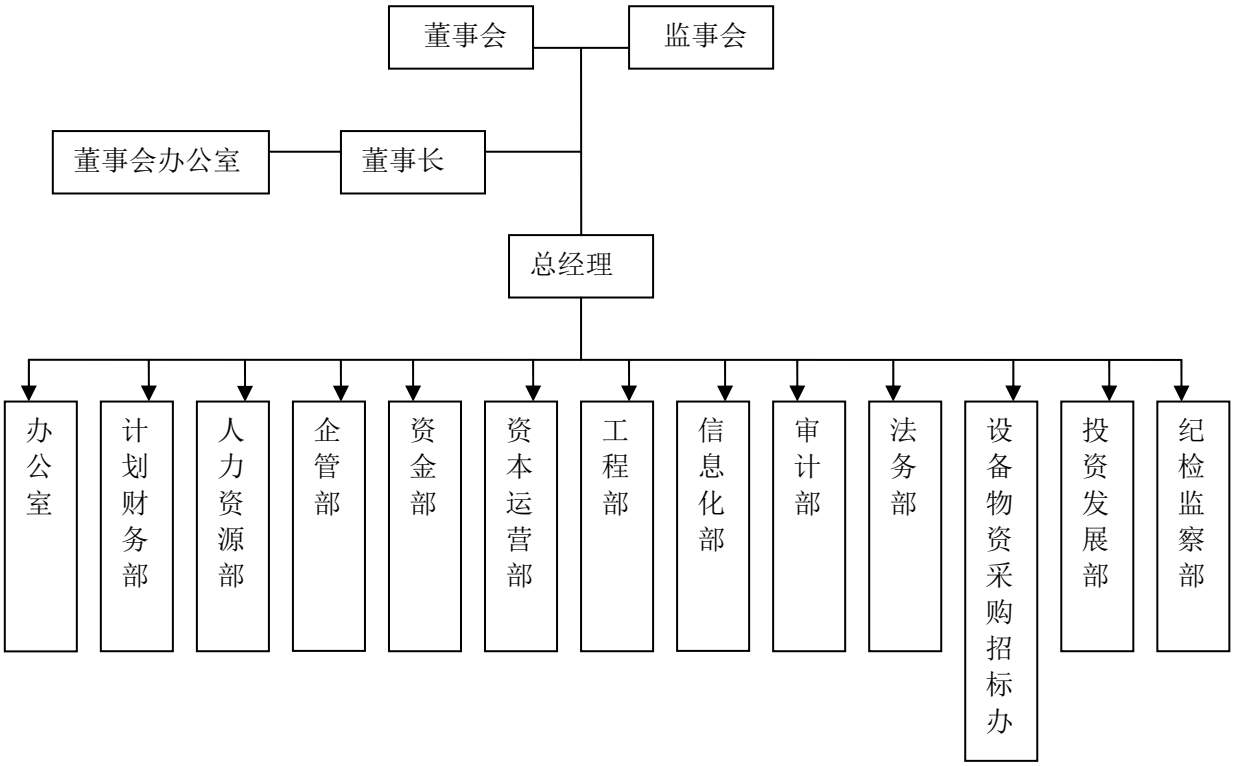
十三、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”、“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03、“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”和“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02” AA^{+}的信用等级。

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
财务数据			
现金类资产(亿元)	25.92	24.90	51.47
资产总额(亿元)	502.54	538.73	626.01
所有者权益(亿元)	221.12	229.97	226.87
短期债务(亿元)	100.48	98.69	131.08
长期债务(亿元)	63.80	86.36	132.56
全部债务(亿元)	164.28	185.04	263.64
营业收入(亿元)	105.22	109.08	83.48
利润总额(亿元)	15.58	11.32	5.84
EBITDA(亿元)	35.98	34.39	38.33
经营性净现金流(亿元)	26.65	23.51	32.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.38	8.94	8.48
存货周转次数(次)	5.25	4.53	3.66
总资产周转次数(次)	0.21	0.21	0.14
现金收入比(%)	104.55	108.46	113.62
营业利润率(%)	24.43	23.71	21.36
总资本收益率(%)	5.54	4.83	4.84
净资产收益率(%)	5.27	3.99	2.38
长期债务资本化比率(%)	22.39	27.30	36.88
全部债务资本化比率(%)	42.63	44.59	53.75
资产负债率(%)	56.00	57.31	63.76
流动比率(%)	82.16	85.72	79.34
速动比率(%)	73.76	74.07	73.11
经营现金流动负债比(%)	14.95	12.83	14.35
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.17	2.09
全部债务/EBITDA(倍)	4.57	5.38	6.88

注：现金类资产已扣除受限货币资金。

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　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，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