跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1055 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

二零一七年六月二十六日

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

天瑞集团股份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：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	2015/01/15-2021/01/15	AA+	AA+
15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02	10 亿元	2015/02/06-2021/02/06	AA+	AA+

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	59.69	90.36	75.25
资产总额(亿元)	538.73	626.01	702.54
所有者权益(亿元)	229.97	226.87	324.36
短期债务(亿元)	98.69	131.08	104.39
长期债务(亿元)	84.71	129.65	142.02
全部债务(亿元)	183.40	260.73	246.41
营业收入(亿元)	109.08	83.48	93.56
利润总额(亿元)	11.32	5.84	7.92
EBITDA(亿元)	35.49	38.33	39.93
经营性净现金流(亿元)	23.51	32.51	34.23
营业利润率(%)	23.71	21.36	24.52
净资产收益率(%)	3.99	2.38	1.96
资产负债率(%)	57.31	63.76	53.83
全部债务资本化比率(%)	44.37	53.47	43.17
流动比率(%)	85.72	79.34	82.66
经营现金流动负债比(%)	12.83	14.35	17.31
全部债务/EBITDA(倍)	5.17	6.80	6.17
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	2.36	2.23

分析师

唐 岩　孙 鑫
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

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、债务规模大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而得以恢复。

公司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）为存续期内公司债券的到期兑付提供连带责任保证的承诺，公司与国家开发银行股份有限公司河南分行签署了《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”的信用等级为 AA+。

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，公司水泥板块在河南省和辽宁省区域市场占有率较高。
2. 跟踪期内，公司保持了水泥、铸造板块在

行业内的技术水平优势。

3. 公司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）为存续期内公司债券的到期兑付提供连带责任保证的承诺，公司与国家开发银行股份有限公司河南分行签署了《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，有效提升了债券本息的偿还能力。

关注

1. 2016 年下半年，煤炭价格大幅上涨，公司燃料成本大幅提升。
2. 跟踪期内，期间费用较高，对利润构成一定侵蚀；非经常性损益对公司利润影响大。
3. 公司在建工程规模大，未来将面临一定资金支出压力。
4. 跟踪期内，公司短期债务规模较大，存在一定短期偿债压力。
5. 公司与关联企业存在一定的关联交易。
6. 公司所有者权益中土地使用评估价值占比大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由天瑞集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天瑞集团股份有限公司跟踪评级报告

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、企业基本情况

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 2016 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%，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 2016 年底，公司（合并）资产总额 702.54 亿元，所有者权益 324.36 亿元（含少数股东权益 63.76 亿元）；2016 年实现营业总收入 93.56 亿元，利润总额 7.92 亿元。

公司注册地址：河南省汝州市广成东路南侧；法定代表人：李留法。

三、存续期债券概况

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 2016 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。目前募集资金已全部使用完毕。

“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”有部分投资人行使了回售选择权，回售金额为 13.44 亿元，公司已于 2017 年 1 月 15 日按募集说明书约定将回售部分债券进行了转售。债券余额不变。

“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02”有部分投资人行使了回售选择权，回售金额为 7.67 亿元，公司已于 2017 年 2 月 6 日按募集说明书约定将回售部分债券进行了转售。债券余额不变。

公司分别于 2016 年 10 月 10 日、2017 年 1 月 6 日、1 月 19 日、6 月 19 日发布对“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”、“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”、“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02”、“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”付息公告。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定

性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 水泥行业

（1）行业概况

水泥是一种重要的资源和影响国民经济发展的基础性产品，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。2016 年以来，在基础设施建设和房地产投资的支撑拉动下，水泥行业整体呈现弱复苏态势。

行业供需

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，且其投资增速情况决定了水泥需求总量。近年来，在经济下行压力较大的背景下，中国固定资产投资增速持续下滑，包括交通运输（铁路、公路、轨道交通投资）、水利水电和公共设施项目建设等的基础设施建设投资逐渐成为水泥需求的支撑行业，而房地产行业则是水泥需求变动的重要驱动因素。2016年以来，在基础设施建设投资和房地产开发投资的增速增长带动了水泥需求量的回升，2016年，中国水泥产量24.03亿吨，同比增长1.86%。

水泥行业属于产能过剩行业，在相关政策的引导下，近几年新增产能不断下滑。2016年工信部下达淘汰水泥落后产能任务为5050万吨，行业去产能还有待缺乏成本优势的小规模新型干法生产线加速出清，预计2000吨/天（T/D）以下的产能将在未来市场出清过程中首当其冲，3000—5000T/D产能比重较高，产能出清压力较小。

总体来看，虽然近几年水泥产能过快增长得到抑制，水泥行业新增产能不断下滑，但全国水泥市场产能过剩现象依然严峻。

行业竞争与合作

水泥行业长期呈市场分散、自律缺失、行规不健全的状态，带来恶性竞争、资源利用率低、产业规模优势不明显等问题。

水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。受各地区供需结构、竞争激烈程度、地理位置（影响生产成本和运输费用）等影响，各区域间的水泥价格和利润水平有一定差异。

2015年水泥行业亏损面达到34%，水泥企业对恶性低价竞争带来的不利影响认识加深，行业竞合环境有所改善，对水泥价格的回升起到了重要影响。2016年主导水泥企业和水泥行业的协会在组织、市场整合和协同中表现突出，各级行业协会围绕国务院办公厅34号文件开展区域市场协调工作，推进联合重组、开展

错峰生产，水泥行业设立产业结构调整专项资金、开展区域整合、维护行业自律的措施，推动水泥价格多轮上涨。

2016年中国水泥行业内多家大型企业发生并购重组：（1）2016年8月，中国建材行业两大央企中国建筑材料集团有限公司(下称“中国建材集团”)与中国中材集团公司(下称“中国中材”)宣布实施重组，中国中材将无偿划转进入中国建材集团；两大集团在水泥业务重合区域较小，两者合并对降低总体同业竞争的程度有限，合并后有助于新集团实现产能的全国布局。（2）2016年5月金隅股份通过对冀东集团增资扩股及收购股权，实现对冀东集团及冀东水泥的控股，金隅股份计划以通过冀东水泥发行股份及支付现金购买资产的方式实现对冀东水泥的直接控股，两家水泥企业重组后，在京津冀地区产能占比约为50%，有利于改善华北区域低价恶性竞争、市场秩序混乱的市场现状。（3）2015年世界建材行业巨头拉法基（LAFARGE）和豪瑞（HOLCIM）完成合并，新的拉法基豪瑞集团也开始对中国区水泥资产进行整合。拉法基中国区部分非上市水泥资产已注入原豪瑞中国业务平台华新水泥，拉法基也将部分原下属上市公司双马水泥股权转让，不再为其实际控制人，从而避免违反上市公司同业竞争承诺。

除了并购重组，水泥企业间的参股合作、战略合作，也成为了较为普遍的合作方式。近年来，华润水泥参股了福建水泥、昆钢水泥，天瑞水泥参股了山水水泥，华润水泥与金隅股份签订了长期战略合作协议，计划携手开拓国内外市场，建立市场沟通机制、定期进行生产、技术、经营管理方面的交流，中材装备与蒙西水泥、海螺集团与亚洲水泥、同力水泥与中联水泥也签订了类似的战略合作协议或者合作框架协议。

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、折旧占主导地位。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。

煤炭价格方面，2011~2015年，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道。2016年以来，在煤炭去产能、供应量减少，下游需求保持一定水平的情况下，煤炭价格出现回升，已回调至2012年初水平。煤价的回升一定程度上推高了水泥价格，单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，中、小规模企业则面临一定的成本压力。

电价方面，2016年，国家发改委和工信部发布《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，自2016年1月起，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。通知明确，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。约10%左右产能的水泥生产线将因达不到能耗要求被淘汰。

相对而言，电价变动对能耗水平较低水泥企业生产成本影响较小。

（2）行业及区域运行状况

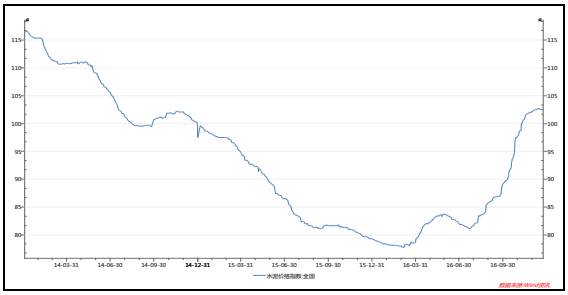
水泥产量

2014~2015年，水泥累计产量同比开始呈现负增长趋势。2016年，中国累计水泥产量24.03亿吨，同比增长1.86%，水泥累计产量同比由负转正。逐月来看，1~2月为传统淡季，3~5月随着下游房地产、基础设施建设投资需求启动以及北方停窑结束，水泥产量保持平稳增长趋势；6~8月，受南方地区进入梅雨季节和G20华东地区部分水泥企业限产的影响，水泥产量同比增速有所回落；9月份以后重大工程加快启动和推进，水泥生产有所加快，进入11月底和12月初，北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季，南方省份宣布淡季停产，预计市场需求不会有太大好转。

水泥价格

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。在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。截至 2016 年 11 月 30 日，全国水泥价格指数 102.12，同比增长 26.90%；全国散装 P.O.42.5 水泥均价为 306.00 元/吨，同比增长 24.39%。逐月来看，2016 年 1~2 月为水泥传统淡季，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势；进入 3 月之后，随需求与生产恢复，南北方水泥价格开始陆续上涨，进入 6~7 月，受南方多地区进入持续降雨季节影响水泥需求疲弱，水泥价格走低；8~9 月份受 G20 华东部分地区限产和市场需求回暖影响，南方水泥价格涨势良好；10 月份以后，随着北方错峰停窑生产期临近、原材料煤炭价格上升以及交通部加大检查超载力度导致运输成本增加，水泥价格全面上涨。

图 1　2014~2016 年全国水泥价格走势



资料来源：Wind 资讯

行业经济效益

由于水泥工艺的特殊性，其库存规模较小，销量与产量相近，2016 年 1~10 月，水泥行业实现销售收入 6952 亿元，水泥产销量虽小幅回升但上半年价格仍低于 2015 年同期水平，导致销售收入同比下降 1.87%，10 月降幅较 1~9 月下降 1.4 个百分点，降幅持续收窄；2016 年 1~10 月，水泥全行业实现水泥利润总额 332 亿元，同比增长 47%，增速较 1~9 月提升 13 个百分点。10 月单月水泥利润总额为 83.4 亿元，较上月增长 31%，单月利润为年内新高。总体来看，2016 年水泥行业自律和和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度大，水泥价格有所回升，行业盈利能力有所增强，同时联合资信关注到煤炭和物流成本上升对水泥企业利润空间有所挤压。

（3）行业政策和关注

2016年是“十三五”的开局年，随着水泥产能过剩问题的日益凸显，不管是中央还是地方都出台了化解水泥过剩产能的规划目标和政策手段；而针对近年来日益严重的空气质量等环境问题，相关部门也对水泥的电耗、煤耗、污染源排放计划出台了规范和针对性的调控措施。

具体来看，2016 年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①严禁备案和新建新增产能项目、依法依规淘汰不达标产能。2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换；强化依法行政和标准实施，对经整改达不到环保、能耗、安全、质量等强制性标准要求的产能，依法有序关停退出。逐步淘汰砖瓦轮窑。②实行差别化政策，倒逼过剩产能退出。开展能耗、排放等对标达标，明确了到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤；贯彻落实高耗能行业差别电价、阶梯电价等政策，研究提高享受资源综合利用财税政策的技术门槛，倒逼竞争乏力产能主动退出。③支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，并结合联合重组、技术改造，主动经营性压减过剩产能。④推进水泥窑协同处置、资源化利用城市和产业废弃物。实施水泥窑炉能量梯级利用、能效提升改造，高效节能粉磨粉尘低成本、高效减排改造，高硫石灰石

地区氮氧化物、二氧化硫综合减排改造。

表 1　2016 年以来水泥行业相关政策

相关政策/文件	政策要点
《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）	（1）2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换。 （2）污染物排放达不到要求或超总量排污的，实施按日连续处罚；情节严重的，报经有批准权的人民政府批准，责令停业、关闭。能耗超限额的，应在 6 个月内整改达标；确需延长整改期限的，经申请可延长不超过 3 个月的期限；逾期仍不达标的，依法关停退出。 （3）支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，整合产权或经营权，优化产能布局，提高生产集中度，并结合联合重组、技术改造，优化生产要素配置，主动压减竞争乏力的过剩产能。
建材工业发展规划（2016－2020 年）	（4）在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能，同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产。

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

（4）行业发展

展望2017年水泥行业，从行业供需来看，行业需求基本面难以显著性改善，2017年水泥产量或随固定资产投资增速稳中有降，化解过剩产能和升级产品结构仍是供给侧改革的着力点。2016年各地区水泥企业行业自律和抵制恶性低价竞争意识增强对水泥价格的多轮推涨和水泥企业盈利水平的改善起到了重要作用，行业自律有望持续。综合供需情况、行业竞合和上游原材料判断，水泥价格或将继续稳步回升。从融资环境看，水泥企业的外部融资需求较高，而银行等金融机构对水泥企业的信贷政策仍然偏紧，流动性压力较大。

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。

3. 区域环境

公司水泥销售区域主要为河南省和辽宁省。2016年河南省GDP、固定资产投资及房地产开发投资增速分别为8.10%、13.70%和28.20%；2016年辽宁省GDP出现下滑，2016年辽宁省GDP、固定资产及房地产开发投资同比分别下降2.5%、63.50%和41.10%，经济下滑明显。

受区域经济、固定资产及房地产投资增长放缓甚至下降影响，2016年，辽宁省水泥产量

为4306.02万吨，同比增长0.21%，河南省水泥产量分别为和13740.45万吨，同比下降5.39%。

水泥市场需求的低迷也影响该区域内水泥价格走势，河南省和辽宁省水泥价格近年整体呈现下行趋势。2016年1~9月两个地区水泥价格依旧维持低位。值得注意的是，2016年10月，工业和信息化部、环境保护部联合发布《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》（工信部联原【2016】351号），要求包括北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等15个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产，在具体时间安排上，错峰生产时间为：辽宁、吉林、黑龙江、新疆自11月1日至次年3月底；北京、天津、河北、山西、内蒙古、山东、河南自11月15日至次年3月15日；陕西、甘肃、青海、宁夏自12月1日至次年3月10日。受此政策影响，加之河南省房地产市场有所好转，2016年10月以来，河南省水泥价格大幅上涨，以郑州市PO42.5水泥价格为例，最高涨至470元/吨，截至2016年末，郑州市PO42.5水泥价格为446元/吨，较2015年末上涨74.90%；但沈阳市PO42.5水泥价格变化不大，主要系区域经济低迷，且第四季度为生产淡季所致。

整体来看，近年河南省及辽宁省区域经济、固定资产及房地产投资增长放缓甚至下滑，水泥产量有所下降、水泥价格较为低迷，2016 年开始的错峰生产对区域内水泥价格起到一定支撑作用，但仍需关注固定资产投资尤其是房地产及基建投资增速下滑甚至负增长对水泥需求及价格产生的不利影响。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016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”）、天瑞旅游集团股份有限公司（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。2016 年熟料产能位列中国水泥行业第 9 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；根据《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录的通知》（财税[2015]78 号）的规定，天瑞水泥享受增值税即征即退政策；根据《财政部、国家税务总局关于促进残疾人就业增值税优惠政策的通知》（财税字[2016]52 号）的规定，天瑞铸造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。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构和管理制度无重大变化。

八、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 2016 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。

九、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。

2016 年公司实现主营业务收入 92.82 亿元，同比增长 12.51%，主营业务毛利率为 25.77%，较 2015 年提高 4.16 个百分点。

表 2　2015～2016 年公司主营业务收入和毛利率（单位：万元、%）

业务板块	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥及熟料板块	647086.39	78.44	19.16	684381.38	73.73	25.28
铸造板块	68377.42	8.29	8.47	51819.13	5.58	3.39
旅游、餐饮板块	47475.04	5.75	78.42	48265.63	5.20	82.26
煤焦化板块	53160.70	6.44	11.00	92401.95	9.96	18.67
其他	8847.09	1.07	61.60	51305.48	5.53	14.55
合计	**824946.64**	**100.00**	**21.61**	**928173.57**	**100.00**	**25.77**

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，2016 年该板块收入为 68.44 亿元，同比增长 5.76%，占比为 73.73%。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，2016 年铸造板块收入有所下降，为5.18 亿元，同比下降 24.22%。煤焦化板块得益于 100 万吨/年捣固焦项目投产，收入规模大幅提升，由 2015 年的 5.32 亿元上升至 2016 年的 9.24 亿元。

从毛利来看，随着原材料价格上涨及错峰生产政策助力，2016 年公司水泥及熟料价格上涨推动当年水泥及熟料板块毛利率同比提高 6.12 个百分点，为 25.28%。铸造板块由于销售价格下降，毛利率有所下降，2016 年为 3.39%，较 2015 年下降 5.08 个百分点。煤焦化板块得益于产能释放，2016 年毛利率持续上升，为 18.67%。随着 5A 级尧山大佛景区配套不断完善，附加值提升，2016 年，旅游、餐饮板块毛利率维持在较高水平，且有所上升，为 82.26%。受益于公司水泥及熟料板块毛利率的提升，2016 年，公司综合毛利率较去年提升 4.16 个百分点，为 25.77%。总的来看，公司主营业务收入和毛利率均有所上升，主营业务盈利能力有所改善。

2. 水泥及熟料板块

天瑞水泥是公司水泥及熟料板块的主要经营主体。2016 年，在行业景气度仍处于低谷的情况，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 68.44 亿元。

产品生产

公司积极开展并购活动，截至 2017 年 3 月底，公司投资了四家水泥公司，分别持有河南同力水泥股份有限公司（以下简称“河南同力”）4.66%股权、中国山水水泥集团有限公司（以下简称“山水水泥”）28.16%股权、天瑞新登郑州水泥有限公司（以下简称“新登水泥”）55%股权和河南永安水泥有限责任公司（以下简称“永安水泥”）100%股权。受我国严控新增水泥熟料产能政策影响，公司近年主要通过水泥熟料生产线并购以及生产线技术改造来扩大生产规模。2016 年公司完成盘锦金润水泥有限责任公司 1 台年产 100 万吨水泥磨机收购。截至 2017 年 3 月底，公司拥有 18 条熟料生产线[1]，熟料产能为 2583 万吨/年；水泥磨机 55 台，水泥产能达到 5263 万吨/年，公司水泥及熟料产能分布在河南、辽宁、安徽以及天津地区，其中河南地区和辽宁地区产能占比分别为 61.77%和 32.48%。

表 3 公司水泥及熟料产销情况

（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
熟料	产能	3209.00	2335.00	2583.00	2583.00
	产量	2830.72	2198.17	2030.75	293.42
	产能利用率	88.21	94.14	78.62	45.44
	销量	388.29	229.57	171.64	7.24
	产销率	13.72	10.44	8.45	2.47
	销售均价	195.71	156.20	159.60	226.78
水泥	产能	4693.00	4843.00	5263.00	5263.00
	产量	3816.37	3089.81	2924.84	468.92
	产能利用率	81.32	63.80	55.57	35.64
	销量	3805.40	3121.46	2949.31	466.18
	产销率	99.71	100.80	100.84	99.42
	销售均价	216.50	188.24	195.53	266.57

资料来源：公司提供

注：公司水泥及熟料板块数据主要为天瑞水泥生产经营情况，由于截至 2017 年 3 月底，新登水泥和永安水泥尚未纳入天瑞水泥财务报表，故公司产销情况不包括新登水泥和永安水泥。

随着水泥及熟料产量持续下降，以及公司通过并购及生产线技术改造持续扩大产能，公司水泥及熟料产能利用率持续下降，2016 年，公司水泥产能利用率下降 8.23 个百分点至 55.57%；熟料产能利用率下降 15.52 个百分点至 78.62%。2017 年 1~3 月，公司水泥及熟料产量分别为 468.92 万吨和 293.42 万吨，产能利用率分别为 35.64%和 45.44%，主要受季节性因素及冬季错峰生产影响所致。2016 年全国熟料产能利用率为 75.19%，我国水泥行业产能过剩局面仍未改变，房地产调控政策或将抑制水泥需求，公司熟料产能利用率虽高于行业平均水平，但水泥产能利用率较低，存在一定的

[1] 公司水泥及熟料板块数据主要为天瑞水泥生产经营情况，由于截至 2017 年 3 月底，新登水泥和永安水泥尚未纳入天瑞水泥财务报表，故公司拥有的 18 条生产线不包括新登水泥和永安水泥。

产能消化风险。

市场销售

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，2016 年中部区域水泥销售收入 46.44 亿元，同比下降 5.13%，主要系错峰生产导致水泥产销量下降所致，河南省市场占有率为 21.80%，市场占有率较上年下降 0.20 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。2016 年东北区域水泥销售收入 15.15 亿元，同比上涨 5.72%，公司在辽宁省市场占有率为 27.90%，同比下降 1.89 个百分点。2017 年 1~3 月公司在中部和东北区域销售水泥分别为 11.76 亿元和 1.10 亿元。

表 4　2014～2017 年 3 月公司分地区水泥销售收入情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年 3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
中部	489507.04	77.36	464363.56	75.40	117589.23	91.47
东北	143298.77	22.64	151477.30	24.60	10961.53	8.53
合计	**632805.81**	**100.00**	**615840.86**	**100.00**	**128550.76**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：公司水泥及熟料板块数据主要为天瑞水泥生产经营情况，由于截至 2017 年 3 月底，新登水泥和永安水泥尚未纳入天瑞水泥财务报表，故公司分地区水泥销售收入情况不包括新登水泥和永安水泥。

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，产品主要包括“天瑞”牌 32.5 级复合硅酸盐水泥、42.5 级普通硅酸盐水泥、52.5 级普通硅酸盐水泥和 52.5 级低碱硅酸盐水泥等。其中 32.5 级复合硅酸盐水泥一般用于民用工程，主要面对农村市场；42.5 级普通硅酸盐水泥适用范围较广；52.5 级普通硅酸盐水泥主要用于对水泥强度要求高的工程，一般用于大型工程和重点工程，如桥梁、隧道等；52.5 级低碱硅酸盐水泥主要用于高速铁路和大型水利工程。公司水泥生产均采用新型干法水泥工艺，基本按计划组织生产。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。

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。2016 年，公司前五大客户销售额分别为 7.04 亿元，占主营业务收入的比重为 11.43%，集中度相对较低，有利于分散经营风险。跟踪期内，公司销售及结算模式无重大变化。

表 5　2016 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
中国中铁股份有限公司	32746.34	5.32
温州融金经贸有限公司	12450.58	2.02
中国铁建股份有限公司	10709.34	1.74
长春志诚石泰商贸有限公司	8233.31	1.34
河南省第一建筑工程集团有限责任公司	6248.51	1.01
合计	**70388.09**	**11.43**

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。

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%。目前公司水泥生产所需的石灰石均来自自备矿山，天然石膏及煤炭等依靠外购，电力部分实现自给，自给率约 30%。公司原材料采购以煤炭和电力为主。

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，受煤炭价格上涨的影响，煤炭采购成本占比有所提升，电力采购成本占比有所下降。

表 6　2014～2016 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	2014 年			2015 年			2016 年		
	数量	金额	占比	数量	金额	占比	数量	金额	占比
煤炭	389.26	20.53	39.78	272.66	10.95	32.99	266.97	12.10	37.38
电力	218573.61	12.32	23.89	166975.19	9.41	28.36	157475.58	8.29	25.62
石灰石	3340.15	5.65	10.94	2919.59	5.06	15.24	2718.51	4.97	15.35
硫酸渣	70.05	0.56	1.09	43.37	0.30	0.91	34.67	0.23	0.72
石膏	211.96	1.85	3.58	170.27	1.33	4.00	143.11	1.01	3.12
混合材料	1505.21	8.97	17.39	939.18	5.23	15.77	948.25	4.83	14.92
其他材料	--	1.72	3.33	--	0.90	2.73	--	0.93	2.89
合计	--	**51.60**	**100.00**	--	**33.18**	**100.00**	--	**32.37**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：公司水泥及熟料板块数据主要为天瑞水泥生产经营情况，由于截至 2017 年 3 月底，新登水泥和永安水泥尚未纳入天瑞水泥财务报表，故公司水泥及熟料板块原材料和能源采购情况不包括新登水泥和永安水泥。

石灰石矿山资源方面，公司拥有的 12 个熟料生产基地均拥有自备矿山，石灰石能够满足公司自身熟料生产需求，石灰石自给率达 100%。需要采购的原材料，公司采用“统分结合”的管理模式，对原煤、石灰石、天然石膏、硫酸渣、混合材、水泥包装袋、助磨剂、耐火砖、钢球等主要能源、大宗原材料和辅料，由物资部统一招标采购；对于设备和重点设备的备机备件，由工程部负责统一招标采购；其他价值较小的物资由各子公司自行采购，报公司主管部门备案和管理。原材料采购结算主要采取银行转账和银行承兑汇票方式，先供货后付款，账期一般在 3 个月以内。

表 7　截至 2016 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

注：公司水泥及熟料板块数据主要为天瑞水泥生产经营情况，由于截至 2017 年 3 月底，新登水泥和永安水泥尚未纳入天瑞水泥财务报表，故公司拥有矿山情况不包括新登水泥和永安水泥。

煤炭采购方面，2016 年，公司采购煤炭为 266.97 万吨，采购金额为 12.10 亿元，受煤炭价格大幅上涨的影响，公司采购煤炭均价为 453.16 元/吨，同比增长 12.83%。2017 年 3 月，公司采购煤炭 40.76 万吨，采购进一步提升至 689.33 元/吨。煤炭采购价格的大幅上涨增加了公司成本压力。

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，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，有利于逐步缓解公司面临的煤炭原材料成本上涨的压力。

电力采购方面，2016 年，公司采购电量为

157475.58 万千瓦时，金额为 8.29 亿元。受上网电价下调的影响，采购单价为 0.53 元/千万时，同比下降 5.36%。公司电力采购比例有所下降。

生产效率方面，公司近年主要推进了荥阳生产线技改工程、卫辉生产线技改工程、光山生产线技改工程以及南召生产线技改工程等技改项目建设，目前技改工程已基本完工。得益于技改工程，公司生产效率得到提升，2016 年公司吨熟料煤耗和吨熟料电耗分别为 131.79 千克和 57.94 千瓦时，较 2015 年下降 0.42 千克和 2.76 千瓦时。

原材料供应商方面，2016 年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。

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。2016 年，该板块收入有所下降，实现收入 5.18 亿元，同比下降 24.22%，主要是销售均价下降；产量为 74591 吨，同比上升 9.02%；销量为 74007 吨，同比上升 8.49%；产销率为 99.22%。

销售和采购方面，2016 年公司销售和采购模式及客户均无重大变化。

表 8 公司铸造板块产销情况

（单位：吨/年、吨、%、元/吨）

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年
铸钢件	产能	100000	100000	100000
	产量	64942	68422	74591
	产能利用率	64.94	68.42	74.59
	销量	65972	68213	74007
	产销率	101.70	99.69	99.22

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。2016 年公司旅游餐饮板块收入为 4.83 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，得益于此，2016 年，公司该板块收入大幅上升至 9.24 亿元。

6. 在建项目

截至 2016 年底，公司在建项目已完成投

资 42.49 亿元。其中水泥及熟料板块共完成投资 8.44 亿元，铸造板块 10.89 亿元，焦化板块 0.39 亿元，旅游板块 20.60 亿元，其他板块 2.17 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。

7. 经营效率分析

2016年，公司销售债权周转次数下降0.07次，为8.41次；存货周转次数上升至5.11次；同期，总资产周转次数保持稳定为0.14次。

整体看，公司经营效率一般。

十、财务分析

公司 2014 年~2016 年合并财务报表，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 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共 64 户，较 2015 年增加 4 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 2016 年底，公司（合并）资产总额 702.54 亿元，所有者权益 324.36 亿元（含少数股东权益 63.76 亿元）；2016 年实现营业总收入 93.56 亿元，利润总额 7.92 亿元。

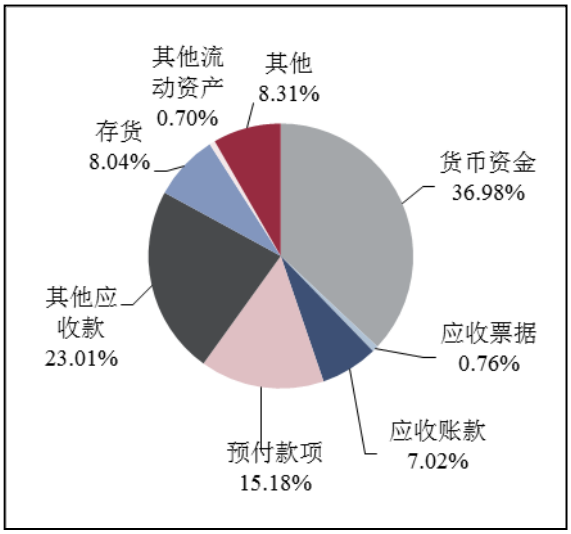
1. 资产及债务结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额 702.54 亿元，同比增长 12.22%，其中流动资产和非流动分别占 23.26%和 76.74%，与 2015 年相比变化不大，仍以非流动资产为主，符合水泥行业特点。

截至 2016 年底，公司流动资产为 163.39 亿元，同比减少 9.13%，流动资产主要由货币资金（占 36.98%）、预付款项（占 15.18%）、其他应收款（占 23.01%）和存货（占 8.04%）构成。

图 2　截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金为 60.42 亿元，同比下降 23.72%，主要是银行存款下降所致；货币资金中受限制的货币资金为 20.23 亿元（占比 33.48%），主要为银行保证金存款和信用证保证金。

截至 2016 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 13.59 亿元，主要为对同力水泥股份有限公司的权益性投资。

截至 2016 年底，公司应收账款账面余额为 11.53 亿元，计提坏账准备 0.06 亿元，账面净值为 11.47 亿元，同比增长 31.21%。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。采取账龄分析法分析，1 年以内的占 72.75%，1~2 年的占 21.59%，2 年以上的占 5.66%。截至 2016 年底，公司应收账款前五名公司合计占应收账款余额的 43.15%，集中度较高。

截至 2016 年底，公司预付款项 24.80 亿元，同比增长 23.52%，主要是由于当年公司工程项目投资增加所致。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额 37.78 亿元，扣除坏账准备后为 37.59 亿元，同比下降 13.80%，其中，1 年内其他应收款占 37.78%；1~2 年的占 34.20%；2 年以上的占 28.02%；其他应收款前 5 大欠款方合计占比 13.58%，集中度一般。截至 2016 年底，公司其他应收款主要为备用金、公司往来款项、代职工个人缴纳社保（社保中职工个人负担部分，工资发放时扣回）、一年内待摊费用等。

截至 2016 年底，公司存货净额为 13.13 亿元，同比下降 6.99%；公司存货主要由原材料和库存商品构成，2016 年原材料计提跌价准备 12.97 万元，计提比例较低。

截至 2016 年底，公司其他流动资产合计 1.14 亿元，同比下降 60.52%，全部为应交税费重分类。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 539.15 亿元，同比增长 20.83%，以长期股权投资（占 11.96%）、固定资产（占 25.93%）、在建工程（占 7.88%）和无形资产（占 47.66%）为主，非流动资产结构变化不大。

截至 2016 年底，公司长期股权投资合计 64.47 亿元，同比增长 4.18%，主要增加对洛阳农村商业银行股份有限公司的投资 2.35 亿元。截至 2016 年底，公司长期股权投资主要为对中国山水水泥集团有限公司的投资，为 42.71 亿元，但公司尚未实现实际控制并无重大影响，因此公司暂对其以成本法进行列报。

截至 2016 年底，公司固定资产账面原值合计 204.72 亿元，累计折旧合计 64.91 亿元，计提减值准备 6.24 万元，固定资产账面价值合计 139.81 亿元，主要为房屋建筑物（占 63.10%）和机器设备（占 29.78%）。

截至 2016 年底，公司在建工程账面价值为 42.49 亿元，同比下降 13.01%，主要系捣鼓焦生产线大规模转固所致。

截至 2016 年底，公司无形资产合计 256.95 亿元，同比增长 55.96%，主要为土地租赁合约大幅增加所致。公司增加的土地租赁合约主要为天瑞旅游与政府的合作项目，由政府协调的土地租赁合约。

截至 2016 年底，公司商誉合计 8.47 亿元，同比增长 8.85%，新增部分主要为收购盘锦金润水泥有限责任公司股东股权和收购辽阳天瑞辽塔矿业有限公司股东股权产生的商誉。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产合计 6.65 亿元，全部为预付投资款。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 102.84 亿元，其中，货币资金 20.23 亿元，出质部分所持子公司股权担保贷款余额合计 20.76 亿元，抵押的土地、房产、机器设备和部分景区收益权价值合计 61.85 亿元。

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。公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 324.26 亿元，同比增加 42.97%。所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 4.80%、82.39%和 13.22%。

截至 2016 年底，公司资本公积合计 214.72 亿元，同比大幅增长 73.08%。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 99.23 亿元，较上年的 8.56 亿元大幅增加，主要为天瑞旅游与

政府合作项目导致的土地使用评估价值增加所致。公司以 2012 年 12 月 31 日为基准日，以股东李留法和股东李玄煜享有天瑞集团有限公司母公司净资产出资整体改制为天瑞集团股份有限公司，扣除股本 12.5 亿元后，将剩余净资产 115.49 元计入资本公积——资本溢价。总体看，公司权益中土地使用评估价值占比大，权益质量一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 378.19 亿元，同比下降 5.25%。流动负债占 52.27%，非流动负债占 47.73%，公司以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 197.67 亿元，同比下降 12.77%，其中以短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2016 年底，公司短期借款合计 82.47 亿元，同比增长 34.27%，其中信用借款占 3.46%，抵押借款占 27.61%，保证借款占 50.71%，质押借款占 18.22%。

截至 2016 年底，公司应付票据为 8.40 亿元，同比下降 35.38%，全部为银行承兑汇票。

截至 2016 年底，公司应付账款 22.05 亿元，同比增加 12.40%，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 59.86%。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 60.35 亿元，同比下降 7.79%，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 23.89%，1~2 年的占 61.11%，2 年以上的占 15.00%。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 13.53 亿元，同比下降 27.51%，其中一年内到期的长期借款 10.33 亿元，一年内到期的应付债券 3.20 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 180.52 亿元，同比增长 4.63%，主要是由于长期借款增长所致。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。

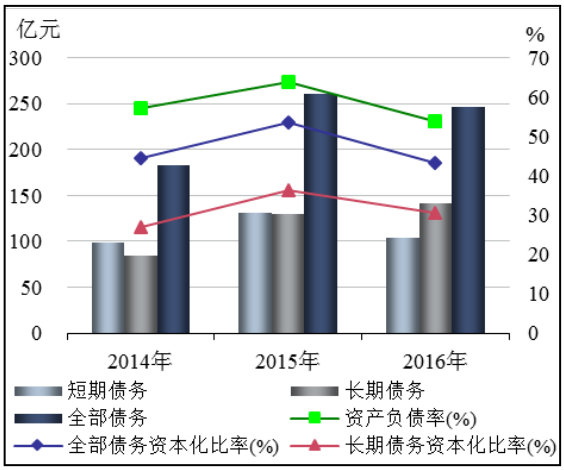
截至 2016 年底，公司长期借款为 32.24 亿元，同比增长 67.30%，主要是由于公司抵押借款和保证借款分别增加 5.82 亿元和 6.85 亿元所致。

截至 2016 年底，公司应付债券合计 109.49 亿元，同比下降 0.72%，主要为 20.00 亿元“13 天瑞水泥债”、14.89 亿元“14 天瑞集团债 03”、10 亿元“15 天瑞债”、14.90 亿元“15 天瑞集团债 01”、5 亿元“16 瑞泥 01”、9 亿元“16 瑞泥 02”和 6 亿元“16 瑞泥 03”等。

截至 2016 年底，公司长期应付款合计 0.79 亿元，同比下降 83.66%，主要为 3.00 亿元新疆神农股权信托融资款到期所致。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务为 246.41 亿元，同比下降 5.49%，其中短期债务为 104.39 亿元，长期债务为 142.02 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 53.89%、43.17%和 30.45%，三者均比 2015 年底有所下降。

图 3 近三年公司债务指标



资料来源：公司审计报告

总体看，公司负债水平有所下降，以长期债务为主，债务负担有所减轻，但依然处于较高水平。

2. 盈利能力

2016 年公司营业总收入为 93.56 亿元，较 2015 年增加 12.08%，营业成本为 69.61 亿

元，同比增加 7.08%，收入增长幅度大于成本，公司营业利润率较去年增加 3.16 个百分点，为 24.52%。

期间费用方面，2016 年，公司期间费用 24.30 亿元，较 2015 年小幅增长 0.82%，主要是由于公司销售费用小幅增加所致。2016 年，公司期间费用率为 25.97%，较上年下降 2.90 个百分点，公司期间费用控制能力有所提升。

非经常性损益方面，2016 年公司实现公允价值变动收益合计 3.24 亿元，主要为同力水泥股份有限公司股价上涨而取得的浮盈。2016 年，公司获得投资收益 1.48 亿元，同比减少 48.26%，主要委托投资取得的投资收益大幅下降所致。总体看，跟踪期内，公司非经常性损益对公司营业利润贡献大。

受营业收入上涨的影响，公司营业利润大幅增长，2016 年，公司实现营业利润 3.38 亿元。

2016 年，公司营业外收入下降至 4.62 亿元，其构成主要为政府补贴 3.03 亿元（其中返还增值税为 2.66 亿元）。

2016 年，公司实现利润总额 7.92 亿元，净利润 6.35 亿元，分别较上年增长 35.74%和 17.79%。受公司债务规模和所有者权益规模上升的影响，2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率有所下降，分别为 3.90%和 1.96%，较去年分别下降 0.55 个和 0.42 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所上升，收入增长幅度大于成本；期间费用控制能力有所改善，但对公司利润侵蚀仍较大；非经常性损益及营业外收入对公司利润总额贡献大；公司总体盈利能力有所改善。

3. 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。受公司营业收入增加的影响，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 105.07 亿元，较 2015 年增加 10.78%；公司收到其他与经营活动有关的现金为 318.78 亿元，同比增长 32.36%，主要为暂借及往来款。2016 年，公司经营活动现金流入 426.50 亿元，较 2015 年增长 26.11%；同期，公司现金收入比为 112.31%，公司收现质量良好。

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，2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 55.93 亿元，较 2015 年减少 23.46%；支付其他与经营活动有关的现金为 323.73 亿元，同比上升 48.22%，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 392.28 亿元，较 2015 年增长 28.22%。

2016 年，公司经营活动现金净流量为 34.23 亿元，同比上升 5.28%。

2016 年，公司投资活动现金流入大幅下降，为 6.81 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 2015 年大幅下降 86.68%至 13.94 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。2016 年公司投资活动净现金流为-7.13 亿元。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入为 155.49 亿元，同比减少 26.77%，主要为取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出为 202.26 亿元，同比增加 35.59%，主要为偿还债务支付的现金。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -46.78 亿元。

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

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 82.66%和 76.01%，较 2015 年底分别增加 3.32 个和 2.90 个百分点。2016 年，公司经营现金流动负债比为 17.31%，同比增加 2.96 个百分点。总体来看，公司短期债务规模较大，货币资金受限规模大，公司存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 小幅上升，为 39.93 亿元，同比增加 4.18%；同期债务规模有所下降，全部债务/EBITDA 有所下降，为 6.17 倍，EBITDA 利息倍数为 2.23 倍，同比下降 0.13 个百分点。整体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司在金融机构的授信额度总额为 162.75 亿元，其中已使用授信额度 113.75 亿元，未使用额度 49 亿元。

截至 2016 年底，公司对外担保合计 3.47 亿元，担保比率为 1.07%，公司或有负债风险低。

5. 过往债务履约情况

根据人民银行查询的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码 G1041048200003650Q），截至2017年6月13日，公司无未结清的关注类与不良类信贷信息记录，公司已结清的存在3笔不良和关注类银行承兑汇票，其中一笔系受经济形势下滑影响，中国农业银行股份有限公司汝州市支行将天瑞铸造公司一笔贷款调整为关注类，随着经济形势回暖及经营状况的好转，天瑞铸造的贷款风险分类级别将会逐步回调，另外两笔主要系公司财务人员操作不当导致贷款卡出现不良信息记录，并无恶意拖欠行为。公司过往履约情况良好

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。

“15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01”有部分投资人行使了回售选择权，回售金额为 13.44 亿元，公司已于 2017 年 1 月 15 日按募集说明书约定将回售部分债券进行了转售。债券余额不变。

“15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02”有部分投资人行使了回售选择权，回售金额为 7.67 亿元，公司已于 2017 年 2 月 6 日按募集说明书约定将回售部分债券进行了转售。债券余额不变。

公司 2021 年到期债券包括“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”，共计 40 亿元；公司 2024 年到期债券包括“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”，共计额度 10 亿元。以最高偿还债券额度（40 亿元）为测算额度。

2016 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 39.93 亿元、426.50 亿元和 34.23 亿元，对测算额度 40 亿元的保障倍数分别为 1.00 倍、10.66 倍和 0.86 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。

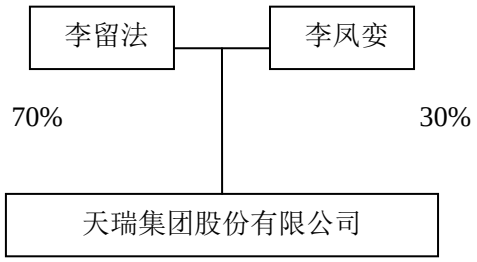
公司与国家开发银行股份有限公司河南分行签署了《开发性金融支持协议》。根据此协议，债券存续期内，当公司对债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，每次付息和本金兑付日前 20 个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该贷款仅用于为公司存续期内债券偿付本息，以解决公司本息偿付困难。

上述承诺对存续期债券的安全性提供了一定保障作用。

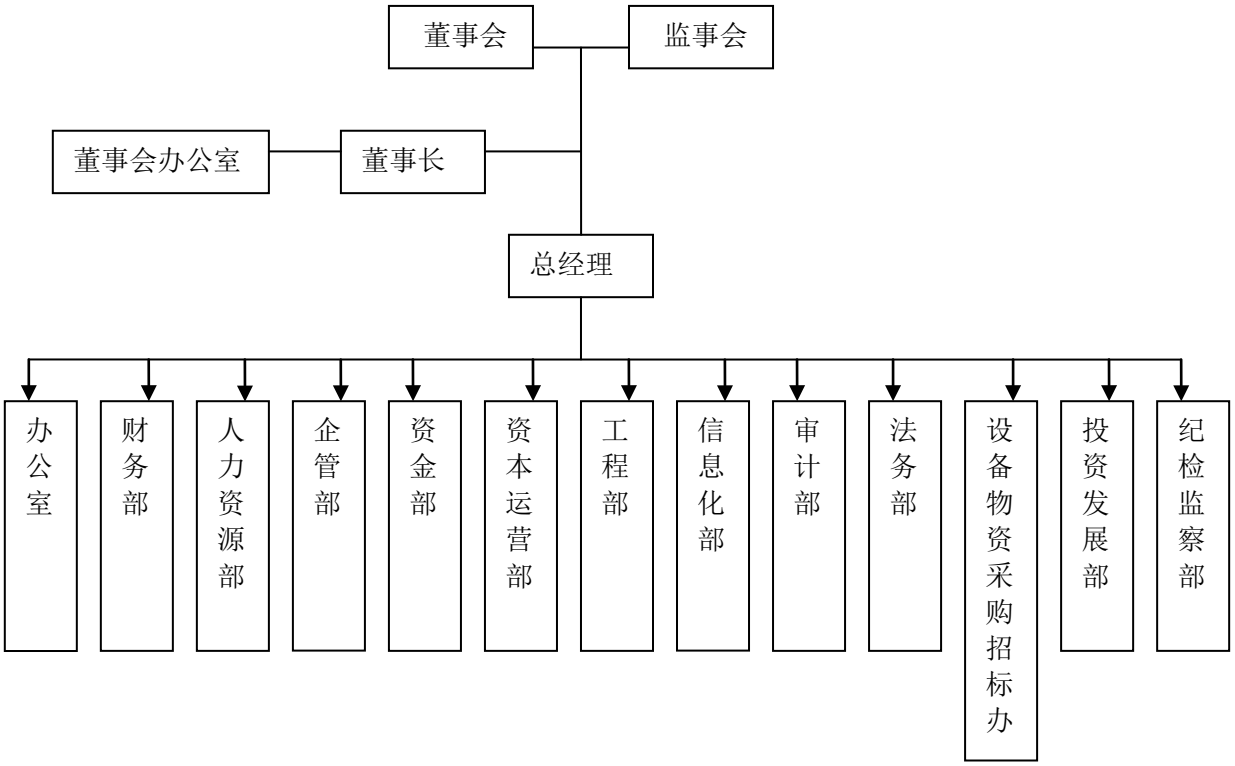
十三、 结论

综合考虑，联合资信维持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”的信用等级为 AA^{+}。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	59.69	90.36	75.25
资产总额(亿元)	538.73	626.01	702.54
所有者权益(亿元)	229.97	226.87	324.36
短期债务(亿元)	98.69	131.08	104.39
长期债务(亿元)	84.71	129.65	142.02
全部债务(亿元)	183.40	260.73	246.41
营业收入(亿元)	109.08	83.48	93.56
利润总额(亿元)	11.32	5.84	7.92
EBITDA(亿元)	35.49	38.33	39.93
经营性净现金流(亿元)	23.51	32.51	34.23
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.94	8.48	8.41
存货周转次数(次)	4.53	3.66	5.11
总资产周转次数(次)	0.21	0.14	0.14
现金收入比(%)	108.46	113.62	112.31
营业利润率(%)	23.71	21.36	24.52
总资本收益率(%)	5.11	4.44	3.90
净资产收益率(%)	3.99	2.38	1.96
长期债务资本化比率(%)	26.92	36.36	30.45
全部债务资本化比率(%)	44.37	53.47	43.17
资产负债率(%)	57.31	63.76	53.83
流动比率(%)	85.72	79.34	82.66
速动比率(%)	74.07	73.11	76.01
经营现金流动负债比(%)	12.83	14.35	17.31
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	2.36	2.23
全部债务/EBITDA(倍)	5.17	6.80	6.17

附件 3　主要财务指标指标的计算公式

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。