# 信用评级公告

联合〔2021〕4790 号

联合资信评估股份有限公司通过对天瑞集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天瑞集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”的信用等级为 $AA^+$，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

# 天瑞集团股份有限公司
# 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

| 项目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|---|---|---|---|---|
| 天瑞集团股份有限公司 | AA | 稳定 | AA | 稳定 |
| 14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02 | AA+ | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03 | AA+ | 稳定 | AA+ | 稳定 |

跟踪评级债券概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|---|---|---|---|
| 14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02 | 10.00 | 10.00 | 2024/06/25 |
| 14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03 | 15.00 | 5.43 | 2021/10/16 |

注：单位为亿元；上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|---|---|
| 水泥企业信用评级方法 | V3.0.201907 |
| 水泥企业主体信用评级模型（打分表） | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

天瑞集团股份有限公司（以下简称“公司”或“天瑞集团”）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，公司营业收入和利润总额较为稳定，公司保持其在河南、辽宁市场的优势地位，公司债务负担有所下降。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司货币资金受限比例较高；公司应收类科目规模较大，公司其他应收款主要为关联方往来款；应收类科目占用较多营运资金且存在一定回收风险；无形资产规模大等因素对公司基本面带来的不利影响。

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提供支持贷款，以解决公司本息偿付困难。上述承诺及协议对债券偿付的安全性提供了一定的保障作用。

公司水泥板块运营主体天瑞水泥集团有限公司是国家重点支持的 12 家水泥企业集团之一，在河南省和辽宁省市场占有率高，市场竞争力较强，随着水泥板块供给侧改革，行业竞争格局得到优化；加之公司实施多元化发展战略，可以平抑各个板块市场波动风险。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，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”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司水泥业务在河南、辽宁市场占有率继续保持优势。**2020 年，公司水泥业务河南市场占有率为 22.09%，同比增长 2.36 个百分点；辽宁省市场占有率为 18.73%。
2. **公司实际控制人的承诺及国家开发银行股份有限公司河南分行的《开发性金融支持协议》，对债券的安全性提供了一定的保障作用。**公司实际控制人同意以个人全部财产为公司存续期内债券的到期兑付承担连带责任保证。《开发性金融支持协议》约定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

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aa+ | | 评级结果 | AA |
|---|---|---|---|---|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | B | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 2 |
| | | | 行业风险 | 4 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 2 |
| | | | 企业管理 | 3 |
| | | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F1 | 现金流 | 资产质量 | 2 |
| | | | 盈利能力 | 2 |
| | | | 现金流量 | 3 |
| | | 资本结构 | | 1 |
| | | 偿债能力 | | 2 |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| 公司无形资产规模大，因无形资产评估增值产生的其他资本公积规模较大。 | | | | -1 |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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）。

3. **公司债务负担有所下降。**公司 2021 年到期的多只债券已经兑付，集中兑付压力有所缓解。

关注

1. **公司货币资金受限比例较高。**截至 2020 年底，公司货币资金受限比例为 48.89%。
2. **无形资产规模大。**截至 2020 年底，公司无形资产 239.81 亿元，由旅游景区土地及其租赁合约和经营权形成。由无形资产评估增值而产生的其他资本公积为 69.97 亿元。
3. **公司应收类科目规模较大，占用较多营运资金。**公司其他应收款主要为关联方往来款。公司应收类科目合计为 63.01 亿元，公司其他应收款账面价值 37.86 亿元，其他应收款中应收关联方往来款余额为 22.19 亿元。

分析师：王安娜　王 彦
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

主要财务数据：

| 合并口径 | | | |
|---|---|---|---|
| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
| 现金类资产(亿元) | 73.30 | 83.76 | 76.54 |
| 资产总额(亿元) | 709.22 | 711.16 | 706.92 |
| 所有者权益(亿元) | 356.09 | 358.07 | 384.11 |
| 短期债务(亿元) | 90.72 | 109.45 | 123.49 |
| 长期债务(亿元) | 112.14 | 116.05 | 83.09 |
| 全部债务(亿元) | 202.86 | 225.50 | 206.58 |
| 营业总收入(亿元) | 186.81 | 232.97 | 242.16 |
| 利润总额(亿元) | 25.76 | 29.50 | 28.57 |
| EBITDA(亿元) | 60.70 | 62.79 | 62.56 |
| 经营性净现金流(亿元) | 46.68 | 36.18 | 43.33 |
| 营业利润率(%) | 23.73 | 23.90 | 22.34 |
| 净资产收益率(%) | 5.68 | 6.15 | 7.11 |
| 资产负债率(%) | 49.79 | 49.65 | 45.66 |
| 全部债务资本化比率(%) | 36.29 | 38.64 | 34.97 |
| 流动比率(%) | 95.00 | 92.98 | 84.46 |
| 经营现金流动负债比(%) | 25.51 | 18.18 | 21.37 |
| 现金短债比（倍） | 0.81 | 0.77 | 0.62 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.48 | 3.48 | 3.45 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.34 | 3.59 | 3.30 |
| 公司本部（母公司）口径 | | | |
| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
| 资产总额（亿元） | 390.29 | 449.36 | 383.73 |
| 所有者权益（亿元） | 120.35 | 114.79 | 113.74 |
| 全部债务(亿元) | 54.34 | 48.95 | 44.77 |
| 营业总收入(亿元) | 1.95 | 1.14 | 6.07 |
| 利润总额(亿元) | -3.03 | -5.52 | -3.33 |
| 资产负债率（%） | 69.16 | 74.45 | 70.36 |
| 全部债务资本化比率(%) | 31.11 | 29.89 | 28.24 |
| 流动比率（%） | 83.18 | 68.85 | 52.22 |
| 经营现金流动负债比(%) | 2.38 | 7.97 | 4.87 |

注：1. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；3. 长期应付款有息部分已计入公司长期债务、吸收存款及同业存放和拆入资金计入短期债务
资料来源：公司提供

评级历史：

| 债项简称 | 债项级别 | 主体等级 | 评级展望 | 评级时间 | 项目组成员 | 评级方法/模式 | 评级报告 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03<br>14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02 | AA+ | AA | 稳定 | 2019/06/24 | 王聪、尹金泽 | 联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法 V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03 | AA+ | AA | 稳定 | 2014/08/26 | 霍焰、李苏磊 | 水泥企业信用分析要点（2013 年） | 阅读全文 |
| 14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02 | AA+ | AA | 稳定 | 2014/06/13 | 候煜明、霍焰 | 水泥企业信用分析要点（2013 年） | 阅读全文 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

# 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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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
# 2021 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天瑞集团股份有限公司（以下简称“天瑞集团”或“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

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，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 2020 年底，公司注册资本 20.00 亿元，其中：自然人股东李留法持股 70%，自然人股东李凤娈（李留法夫人）持股 30%。李留法为公司实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务无变化。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 706.92 亿元，所有者权益 384.11 亿元（含少数股东权益 84.78 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 242.16 亿元，利润总额 28.57 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、存续期债券概况及募集资金使用情况

表 1　公司经联合资信评级的存续期内债券情况

（单位：亿元）

| 名称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期日 |
|---|---|---|---|
| 14 天瑞集团债 02 /14 天瑞 02 | 10.00 | 10.00 | 2024/06/25 |
| 14 天瑞集团债 03 /14 天瑞 03 | 15.00 | 5.43 | 2021/10/16 |
| **合计** | **25.00** | **15.43** | -- |

注：1. “14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”为 5+5 年期，第 5 年末公司可调整票面利率和投资者回售选择权
2. “14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”为 5+2 年期，第 5 年末公司可调整票面利率和投资者回售选择权
资料来源：公司提供

公司经联合资信评定的存续债券募集资金均已按募集使用用途使用完毕，跟踪期内，公司存续债券正常付息。

## 四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业

盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2　2017－2021年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年一季度（括号内为两年平均增速） |
|---|---|---|---|---|---|
| GDP（万亿元） | 83.20 | 91.93 | 98.65 | 101.60 | 24.93 |
| GDP增速（%） | 6.95 | 6.75 | 6.00 | 2.30 | 18.30（5.00） |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.60 | 6.20 | 5.70 | 2.80 | 24.50（6.80） |
| 固定资产投资增速（%） | 7.20 | 5.90 | 5.40 | 2.90 | 25.60（2.90） |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 10.20 | 8.98 | 8.00 | -3.90 | 33.90（4.20） |
| 出口增速（%） | 10.80 | 7.10 | 5.00 | 4.00 | 38.70 |
| 进口增速（%） | 18.70 | 12.90 | 1.70 | -0.70 | 19.30 |
| CPI增幅（%） | 1.60 | 2.10 | 2.90 | 2.50 | 0.00 |
| PPI增幅（%） | 6.30 | 3.50 | -0.30 | -1.80 | 2.10 |
| 城镇失业率（%） | 3.90 | 4.90 | 5.20 | 5.20 | 5.30 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 6.50 | 5.60 | 5.00 | 1.20 | 13.70（4.50） |
| 公共财政收入增速（%） | 7.40 | 6.20 | 3.80 | -3.90 | 24.20 |
| 公共财政支出增速（%） | 7.70 | 8.70 | 8.10 | 2.80 | 6.20 |

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016－2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数。
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

**消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。**从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，

M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄**。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长**。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，**保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

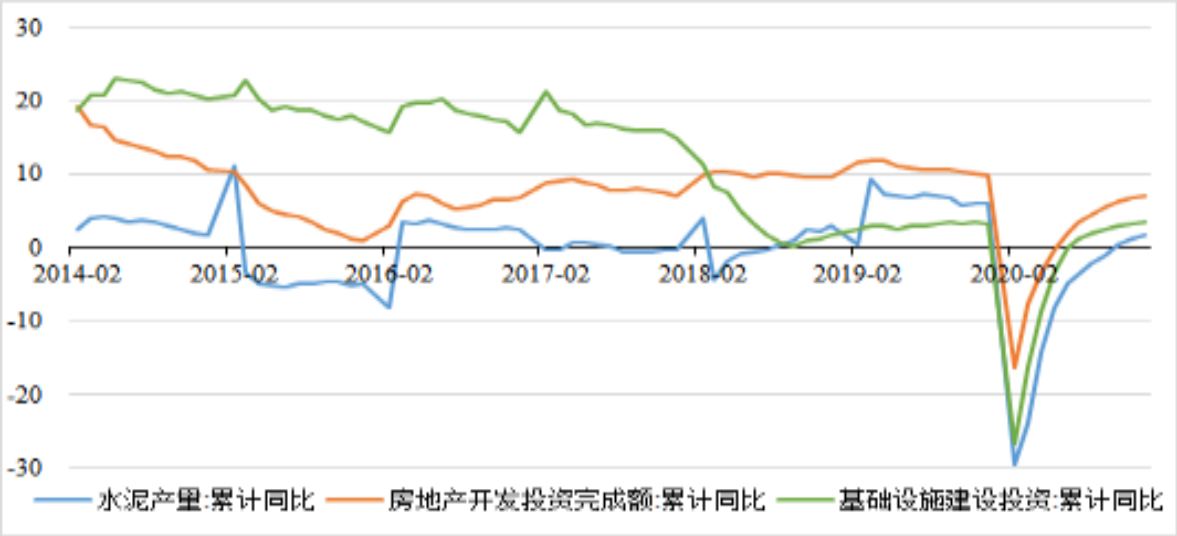
## 五、行业及区域经济环境

### 1. 水泥行业概况

**2020年，水泥产量在新冠疫情影响下仍保持同比小幅增长。水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但水泥行业去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2020年水泥价格先降后升，区域价格表现有所分化，行业总体效益小幅下滑。**

水泥需求方面，2020 年以来中国经济受到新冠疫情冲击增速继续下行，全年 GDP 同比增长 2.3%。房地产调控维持“房住不炒”基调不变，仍较为严格；房地产开发投资仍表现出一定韧性，全年累计同比增长 7.0%，增速较 2019 年下降 2.9 个百分点。2020 年，中国基础设施建设投资完成额同比增长 3.41%，较上年同期增速上升 0.08 个百分点，发挥一定逆周期调节作用。分季度来看，2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产开发投资均出现大幅负增长；但二、三季度，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，中国基建投资和房地产开发投资有所回暖，但房地产开发投资较上年同期仍差距较大；四季度地产开发投资加速回暖。整体看，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，政府在基建投资方面保持一定力度以引导经济复苏，房地产企业具有较强的开工意愿，全年水泥需求量虽受到一定影响，但仍保持增长。

图 1　2014 年以来中国水泥产量、房地产开发和基础设施建设投资累计同比变动情况　（单位：%）




资料来源：Wind

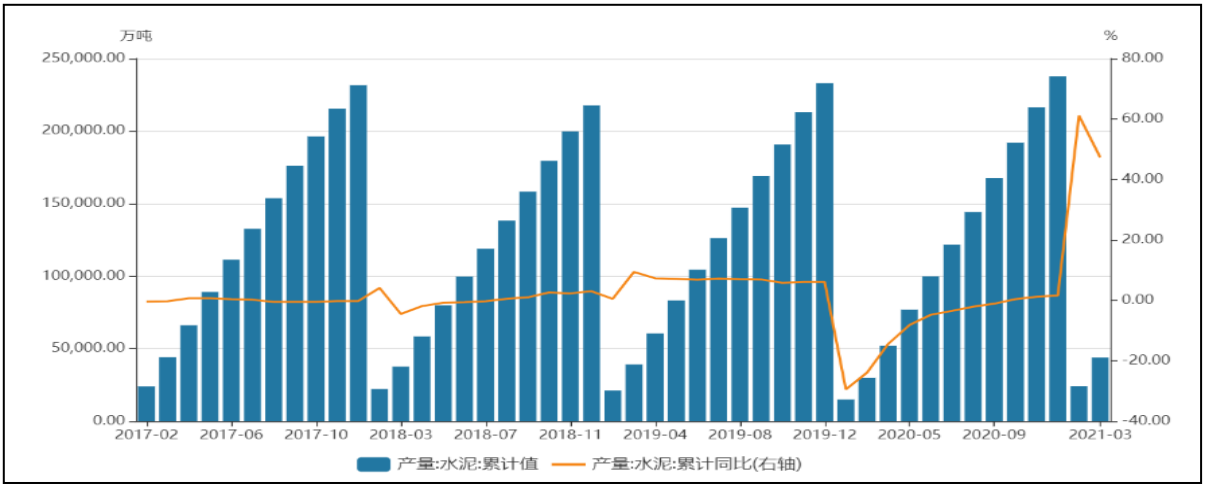
水泥供给方面，据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至 2020 年底，全国新型干法水泥生产线累计共有 1609 条（剔除部分已关停和拆除生产线，不包括日产 700 吨以下规模生产线），设计熟料年产能 18.3 亿吨，实际熟料年产能超过 20 亿吨。2020 年新点火产能项目主要位于贵州、云南等地，较 2019 年略有增加，主要原因是 2020 年新点火的熟料生产线中部分是早期批复延续建设项目或置换非新干水泥产能的项目。另外值得关注的是，部分已经产能置换项目执行中存在“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目。整体看，水泥行业去产能进度缓慢，局部区域供给出现增长。

限产政策方面，2019 年以来，各地水泥行业错峰生产政策只紧不松，2019 年，河南实行“开二停一”，贵州推出刚性错峰，内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件，通过环保手段来倒逼去产能。2020 年 1 月，工信部发布

公告要求各地认真开展水泥错峰生产，坚决打好污染防治攻坚战。公告指出山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、宁夏、新疆、河北、湖北、浙江等地陆续发布了2019－2020年采暖季水泥行业错峰生产方案，公告发布之后青海、宁夏、内蒙古等地亦发布了行业错峰生产方案，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。进入10月后，2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚战在全国打响，河北、湖南、山东等地已经召开水泥行业差异化错峰生产工作座谈会，对秋冬季节错峰生产进行部署，要求水泥熟料企业落实错峰生产政策。2020年12月，工信部和生态环境部发布《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》，因时因地制宜，精准施策安排好错峰生产，并对承担供暖任务、协同处置生产线的错峰要求加以明确。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上保持一定压力。

2020年，全国水泥产量约23.77亿吨，同比增长1.60%，其中一季度水泥产量受疫情影响较大，三四季度随投资力度回升，产量恢复较快。

图2　2017年以来中国水泥行业产量及变化情况



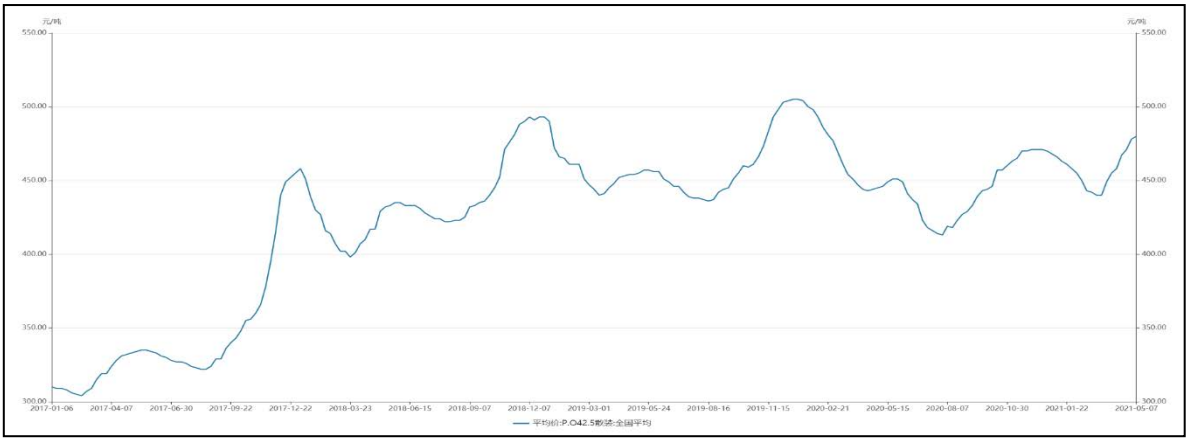

资料来源：Wind

2019年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2020年以来，水泥价格呈先降后升态势：一季度受新冠疫情影响水泥价格由2019年末高位下行，4月后小幅回升后，5－8月受梅雨天气影响再次下滑；9月后随着需求的强势复苏，水泥价格持续回升。2021年一季度，水泥行业进入淡季，多地水泥产销双弱，水泥价格同比有所下降，3月开始回升。截至2021年3月底，全国水泥（P.O42.5散装）均价449元/吨，基本恢复至2020年同期水平。

从各区域情况来看，西北地区和中南地区2020年水泥价格涨幅在全国六大区中领先，全年均价同比增长14.7%和8.3%。华北地区水泥价格表现相对平稳，全年均价小幅下滑。华东地区水泥价格2020年受疫情、天气等因素影响波动幅度较大，全年均价同比下降0.3%。西南地区和东北地区水泥价格同比分别下跌8.0%和5.0%，主要系需求减弱因素所致，西南地区也受到产能增加影响。

行业效益方面，2020年水泥行业全年实现水泥销售收入9960亿元，同比下降2.2%；利润1833亿元，同比下降2.1%。

图 3　2017 年以来全国水泥（P.O42.5 散装）周均价走势图




资料来源：Wind

2.　上游原燃料情况

**煤炭价格波动对水泥行业的成本控制带来压力。**

煤炭价格方面，2020年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于2019年。2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

矿石方面，随着中国加大矿山环保治理力度，石灰石价格整体走高，但由于大型水泥企业普遍具备较高自给率的石灰石资源，石灰石价格波动对水泥企业成本影响基本可控。

3.　行业发展

**预计水泥需求短期内维持平台期，但需关注地产调控和逆周期调节政策力度调整对水泥需求带来的影响。**

2021年是中国“十四五”计划的开局之年，是全面建成小康社会的关键时期，基建投资有望维持增长；房地产市场仍具韧性，从前期土地成交情况和房企加快回笼资金意愿来看，施工整体有望延续增长趋势，对水泥需求形成一定支撑。

但仍应关注到，随着“三道红线”“贷款集中管理”和“集中供地”等政策的推出，地产行业供给侧调控力度仍在加大，房企投资将更加谨慎。而随着中国经济逐步恢复正常，政府的逆周期调节政策力度或将逐步减弱。上述两方面的政策力度调整均可能对未来水泥需求走势产生重要影响。

**国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，推动行业产能置换升级，并指出水泥行业向智能化发展的方向。随着“碳达峰”“碳中和”的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大。**

2020 年 1 月，工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，明确了水泥行业产能置换项目的范围、指标要求、置换比例、操作程序，要求项目建设地省级主管部门负责监督新建项目方案的落实和督促组织查验并公布装置的实际产能，并由工信部组织抽查各地公告的产能置换方案执行情况，对各区域水泥产能置换有一定规范作用。2020 年 12 月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，进一步提高产能置换比例，明确要求，位于国家规定的大气污染防治重点

区域实施产能置换的水泥熟料建设项目，产能置换比例为 2:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料建设项目，产能置换比例分别为 1.5:1。

2020 年 9 月，工信部发布了《建材工业智能制造数字转型行动计划（2021－2023 年）》的通知（工信厅原〔2020〕39 号），提出水泥行业要重点形成数字规划设计、智能工厂建设、自动采选配矿、窑炉优化控制、磨机一键启停、设备诊断运维、生产远程监控、智能质量控制、能耗水耗管理、清洁包装发运、安全环保、固废协同处置等集成系统解决方案，并在组织领导、政策支持、人才保障和经营环境等方面加强相关保障措施。

2020 年 9 月，在第七十五届联合国大会上，中国向世界宣布将提高国家自主减排贡献力度，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。水泥行业也是二氧化碳排放的主要工业行业之一。控制水泥行业的碳排放主要通过减少水泥用量、提高能效水平、提升产品利用效率和优化产品材料结构等路径。未来，节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2020 年底，公司注册资本 20.00 亿元，其中：自然人股东李留法持股 70%，自然人股东李凤娈（李留法夫人）持股 30%。李留法为公司实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

**2020 年，公司继续巩固和发展水泥产业，公司水泥业务在河南、辽宁市场占有率位继续保持优势；铸造板块、焦化板块和旅游板块已初具规模，公司逐步实现多业务协调发展的格局。**

公司经历二十余年的发展，目前已成为集水泥、铸造、旅游、煤焦化等业务于一体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。公司一直以水泥业务为核心，长期处于河南、辽宁水泥市场的领军地位。

公司四家骨干企业天瑞水泥集团有限公司（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，公司水泥销量在河南省市场占有率第一，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。

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。天瑞铸造能生产 A、B、C 级钢等 20 多种铁路配件产品，其主要产品是铁路机车成套铸钢件，包括：摇枕、侧架、电机壳、火车挂钩、铸钢车轮等。

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。天瑞焦化 100 万吨捣固焦项目的主要外销产品为冶金焦炭。

3. 企业信用记录

根据人民银行查询的《企业信用记录》，截至 2021 年 5 月 11 日，公司无未结清的关注类与不良类信贷信息记录，公司已结清的信贷信息记录中存在 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，另外两笔主要系银行系统升级问题，造成贷款利息未及时划扣，银行已出具非客户恶意欠息证明。公司过往履约情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度和高管人员方面无重大变化。

## 八、经营分析

1. 经营概况

**2020 年，公司营业收入较上年变化不大；综合毛利率略有下降。**

公司主营业务包括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。2020 年，公司营业收入同比小幅增长。

2020 年，公司熟料、铸造和旅游板块收入较上年变化较大。公司熟料板块收入同比增长 118.02%，主要系市场需求旺盛所致。铸造板块受疫情影响出口订单锐减造成铸造收入同比下降 71.20%，且毛利率转负；旅游板块受疫情限流等原因收入同比下降 30.22%。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率较上年下降 1.86 百分点；主要系熟料板块、铸造板块、旅游板块和贸易板块出现不同程度下降所致。2020 年，公司熟料板块毛利率下降明显主要系本期低毛利率的熟料产品占比提升所致。

表 3　公司主营业务收入和毛利率（单位：万元、%）

| 业务板块 | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 水泥板块 | 91.42 | 49.71 | 33.5 | 109.52 | 47.57 | 38.30 | 108.79 | 45.99 | 38.29 |
| 熟料板块 | 7.10 | 3.86 | 34.37 | 6.27 | 2.72 | 34.73 | 13.67 | 5.78 | 16.17 |
| 铸造板块 | 7.56 | 4.11 | 9.92 | 5.52 | 2.4 | 33.31 | 1.59 | 0.67 | -3.14 |
| 旅游、餐饮板块 | 4.99 | 2.71 | 71.54 | 4.50 | 1.95 | 68.94 | 3.14 | 1.33 | 64.65 |
| 煤焦化板块 | 20.87 | 11.35 | 23.72 | 21.25 | 9.23 | 20.94 | 20.30 | 8.58 | 22.12 |
| 贸易板块 | 49.12 | 26.71 | 1.19 | 79.07 | 34.34 | 2.71 | 85.53 | 36.16 | 1.54 |
| 其他 | 2.85 | 1.55 | 54.22 | 4.11 | 1.79 | 29.19 | 3.53 | 1.49 | 66.57 |
| **合计** | **183.91** | **100.00** | **24.18** | **230.23** | **100.00** | **24.69** | **236.56** | **100.00** | **22.83** |

注：1. 数据略有差异系四舍五入造成；2. 其他业务收入主要系天瑞财务公司收入及对外销售骨料收入
资料来源：公司提供

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。2020 年，公司水泥板块收入和毛利率水平较为稳定；熟料板块收入同比增长 118.02%，主要系市场需求旺盛所致。

（1）原材料采购

**2020 年，公司采购模式无重大变化；公司原材料采购金额较上年变化不大。**

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，合计大概超过产品成本的 45%。目前公司水泥生产所需的石灰石主要来自自备矿山，天然石膏及煤炭等依靠外购，电力部分实现自给，自给率约 28.54%。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。2020 年，公司采购金额为 49.09 亿元，较上年变化不大。

表 4 公司水泥及熟料板块原材料和能源采购情况（单位：万吨、亿千瓦时、亿元、元/吨、元/千瓦时、%）

| 采购项目 | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 年 | | | 2020 年采购金额同比增长 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 数量 | 金额 | 采购均价 | 数量 | 金额 | 采购均价 | 数量 | 金额 | 采购均价 | |
| 煤炭 | 310.53 | 21.49 | 692.04 | 334.62 | 22.66 | 677.19 | 329.23 | 20.38 | 618.91 | -10.09 |
| 电力 | 16.72 | 8.49 | 0.51 | 18.25 | 9.53 | 0.52 | 20.49 | 10.69 | 0.52 | 12.19 |
| 石灰石 | 2988.91 | 6.19 | 20.71 | 3818.96 | 8.94 | 23.41 | 4121.29 | 9.95 | 24.15 | 11.25 |
| 硫酸渣 | 42.43 | 0.32 | 75.42 | 41.18 | 0.37 | 89.85 | 35.51 | 0.29 | 82.04 | -20.64 |
| 石膏 | 174.18 | 1.02 | 58.56 | 180.58 | 1.01 | 55.93 | 245.75 | 1.49 | 60.80 | 48.28 |
| 混合材料 | 509.65 | 3.22 | 63.18 | 492.72 | 3.95 | 80.17 | 489.03 | 3.83 | 78.34 | -2.94 |
| 其他材料 | -- | 1.50 | -- | -- | 1.84 | -- | -- | 2.46 | -- | 33.38 |
| **合计** | -- | **42.25** | -- | -- | **48.31** | -- | -- | **49.09** | -- | -10.09 |

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

煤炭采购方面，煤炭采购额占公司原材料采购总额的 41.52%。2020 年，公司煤炭采购量同比下降 1.61%；采购均价同比下降 7.13%；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。

电力采购方面，2020 年，电力采购金额较上年变化不大，公司采购电量略有上升，主要系熟料和水泥产量增加所致。采购均价和上年持平。

表 5 截至 2020 年底公司拥有矿山情况

（单位：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） | 1599 | 11 | 146 |
| 辽阳天瑞水泥有限公司 | 16058 | 39 | 412 |
| 大连天瑞水泥有限公司 | 12735 | 21 | 607 |
| 卫辉市天瑞水泥有限公司 | 11306 | 38 | 298 |
| 天瑞集团禹州水泥有限公司 | 10432 | 28 | 373 |
| 天瑞集团郑州水泥有限公司 | 8658 | 21 | 412 |
| 天瑞集团南召水泥有限公司 | 8055 | 44 | 183 |
| 天瑞集团萧县水泥有限公司 | 7067 | 39 | 181 |
| 天瑞集团汝州水泥有限公司 | 3660 | 12 | 305 |
| 天瑞集团光山水泥有限公司 | 4247 | 21 | 202 |
| 辽阳天瑞辽塔水泥有限公司 | 1580 | 22 | 70 |
| 海城市第一水泥有限公司 | 1540 | 22 | 70 |
| 河南永安水泥有限责任公司 | 5590 | 23 | 130 |
| 天瑞新登郑州水泥有限公司 | 20400 | 40 | 510 |
| **合计** | **112927** | -- | **3899** |

资料来源：公司提供

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，2020 年公司吨熟料煤耗和吨熟料电耗分别为 130.60 千克和 55.55 千瓦时，吨熟料煤耗和吨熟料电耗较上年分别下降 5.26 千克和 1.19 千瓦时，处于行业较好水平。

原材料供应商方面，2020 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。

（2）生产及销售

**2020 年，公司水泥和熟料产量持续增长；受益于环保和市场行情较好，公司水泥销量有所增长，但水泥和熟料销售均价均呈现下降态势；市场占有率方面，公司水泥和熟料销量在河南和东北市场继续保持市场优势。**

截至 2020 年底，公司拥有 20 条熟料生产线，熟料产能为 3385.20 万吨/年；水泥磨机 58

台，水泥产能 5638 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熟料产能分别为 1859 万吨/年和 835 万吨/年；河南地区和辽宁地区水泥产能分别为 3528 万吨/年和 1670 万吨/年。天瑞水泥在中国水泥协会公布的 2020 年全国水泥熟料产能前 50 家企业排名中位列第 9 名。

生产方面，2020 年，熟料产能未发生变化；熟料产能利用率同比提升 8.03 个百分点，熟料产量同比增长 3.17%，主要系熟料市场行情好，熟料以销定产所致。水泥产能变化很小；水泥产能利用率同比提升 8.03 个百分点，产量同比增长 13.84%，主要系市场行情好，水泥需求量大所致。

销售方面，2020 年，公司熟料销量同比下降 24.79%，主要系自用增加所致；水泥销量同比增长 13.84%，主要系需求旺盛所致；产销率变化不大，保持较高水平。熟料及水泥销售均价同比均有所下降，主要系区域供给增多影响所致。

表 6　天瑞水泥及熟料产销情况

（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

| 产品 | 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|---|
| 熟料 | 产能 | 3385.20 | 3385.20 | 3385.20 |
| | 产量 | 2136.43 | 2478.41 | 2557.09 |
| | 产能利用率 | 63.11 | 73.21 | 75.54 |
| | 销量 | 263.78 | 238.83 | 179.63 |
| | 产销率 | 12.35 | 9.64 | 7.02 |
| | 销售均价 | 269.11 | 262.34 | 237.76 |
| 水泥 | 产能 | 5663.00 | 5668.00 | 5638.00 |
| | 产量 | 2923.23 | 3152.07 | 3588.27 |
| | 产能利用率 | 51.62 | 55.61 | 63.64 |
| | 销量 | 2940.65 | 3122.57 | 3589.69 |
| | 产销率 | 100.60 | 99.06 | 100.04 |
| | 销售均价 | 310.87 | 350.73 | 302.28 |

资料来源：公司提供

从地域分布来看，2020 年，公司在中部及东北地区的收入较上年变化不大。公司目前是河南省最大的水泥熟料生产企业。2020 年，公司继续保持在中部区域的规模、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。2020 年，河南省市场占有率为 22.09%，基本与上年持平。在东北区域，公司目标市场主要定位于大连和沈阳两市，并向周边区域辐射。2020 年，公司在辽宁省市场占有率为 18.73%，同比上升 1.61 个百分点。

表 7　公司分地区水泥销售及熟料收入情况

（单位：万元、%）

| 项目 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 收入 | 收入 | 占比 |
| 中部 | 73.33 | 74.44 | 88.02 | 76.02 | 82.20 | 75.75 |
| 东北 | 25.18 | 25.56 | 27.76 | 23.98 | 26.31 | 24.25 |
| **合计** | **98.52** | **100.00** | **115.78** | **100.00** | **108.51** | **100.00** |

资料来源：公司提供

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。

3. 铸造板块

**2020 年，受国际贸易形势及疫情影响，公司铸造板块产能利用率、销量和收入均出现大幅度下降；铸造板块毛利率转负。**

2020 年，公司铸造板块产量、销量及产能利用率均呈现大幅下降态势，主要系受国际贸易形势及疫情影响，订单量大幅低于去年同期

所致；由于该板块收入大幅下降且保持固定成本，铸造板块毛利率转负。

表 8　公司铸造板块产销情况

（单位：吨/年、吨、%）

| 产品 | 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|---|
| 铸钢件 | 产能 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| | 产量 | 5.40 | 5.40 | 1.91 |
| | 产能利用率 | 54.04 | 45.01 | 19.10 |
| | 销量 | 6.23 | 6.07 | 1.79 |
| | 产销率 | 115.35 | 112.37 | 93.89 |

资料来源：公司提供

4. 旅游餐饮板块

**2020 年，受新冠疫情影响公司旅游餐饮板块收入和毛利率均出现下滑，但该板块毛利率仍保持较高水平。**

2020 年，公司旅游板块主要系疫情限流等原因收入同比下降 30.22%，毛利率下降 4.29 个百分点。该板块毛利率虽有所下降，但仍保持较高水平，符合旅游行业特征。

5. 煤焦化板块

**2020 年，煤焦化板块和毛利率水平变化不大，该板块经营相对稳定。**

2020 年，公司煤焦化板块收入略有下降至 20.30 亿元；煤焦化板块毛利率小幅上升至 22.12%，均较上年变化不大。

6. 其他

**2020 年，公司贸易板块收入大幅增长，其他业务收入对公司收入形成一定补充。**

贸易板块主要为水泥贸易收入，2020 年同比增长 8.17%，主要系河南省内水泥供应不足，公司加大从周边区域采购并进行销售所致；贸易板块毛利率为 1.54%，主要系采购成本上升所致。

公司其他业务收入主要系天瑞财务公司收入及采购外部骨料并对外销售收入，2020 年，公司其他业务收入为 3.53 亿元，毛利率为 66.57%，毛利率上升明显主要本期财务公司收入对应成本较低所致。

7. 在建项目

**公司整体在建工程规模计划投资规模大，联合资信将持续关注后续具体投资项目及金额。**

截至 2020 年底，公司在建项目总投资 107.55 亿元。公司在建工程项目以旅游景区配套建设为主，截至 2020 年底已投资 30.24 亿元，后续具体投资项目及金额根据公司引进战略投资者进度来确定。

8. 经营效率

**公司经营效率一般。**

2020年，公司销售债权周转率、存货周转率和总资产周转率分别为7.99次、10.75次和0.34次，分别较上年底下降1.71次、下降0.16次和增加0.01次。与同行业其他企业相比，公司经营效率表现一般。

表 9　2020 年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

| 公司简称 | 存货周转率 | 应收账款周转率 | 总资产周转率 |
|---|---|---|---|
| 唐山冀东水泥股份有限公司 | 8.27 | 17.75 | 0.59 |
| 江西万年青水泥股份有限公司 | 18.29 | 19.04 | 0.93 |
| **公司** | **10.75** | **24.70** | **0.34** |

注：为了便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind

数据来源：Wind

## 九、财务分析

公司提供了 2020 年财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，截至 2020 年底，公司纳入合并范围的子公司共 76 家，较 2019 年新增子公司 4 家。公司新增加子公司规模较小，合并范围变化一般，财务数据可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额706.92亿元，所有者权益384.11亿元（含少数股东权

益84.78亿元）；2020年，公司实现营业收入242.16亿元，利润总额28.57亿元。

1. 资产质量

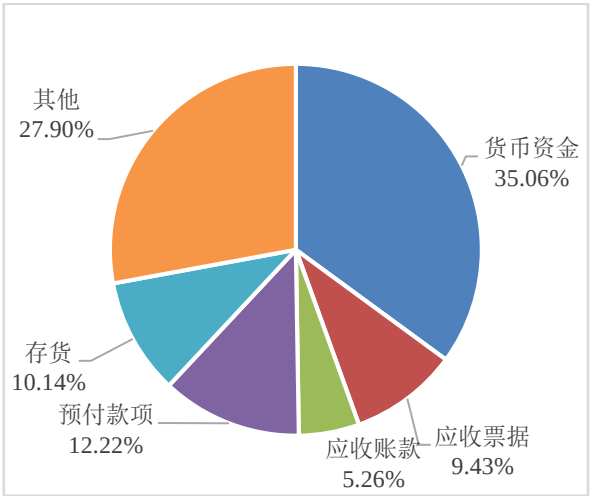
**2020 年，公司资产规模和结构变化不大；货币资金中受限比例较高，应收类科目规模较大，占用较多营运资金且计提减值损失较少；非流动资产中，无形资产规模大且占比高，无形资产主要由旅游景区土地及其租赁合约和经营权形成。整体资产质量尚可。**

**(1)**流动资产

截至 2020 年底，公司合并资产总额 706.92 亿元，较上年底下降 0.60%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 24.22%，非流动资产占 75.78%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，流动资产 171.24 亿元，较上年底下降 7.44%。公司流动资产构成如下图。

图 4　截至 2020 年底公司流动资产构成




资料来源：联合资信根据公司财务报告绘制

截至 2020 年底，公司货币资金 60.03 亿元，较上年底增长 2.00%，较上年底变化不大。货币资金中有 29.35 亿元受限资金，受限比例为 48.89%，受限比例高。

截至 2020 年底，公司应收票据 16.15 亿元，较上年底下降 35.16%，主要系公司控制应收票据规模所致。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值 9.00 亿元，较上年底下降 14.88%，主要系公司加大应收账款的回收力度所致。公司水泥销售主要是先付款后发货，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；全部采用余额百分比分析法计提坏账准备，共计提坏账准备 0.05 亿元，计提比例为 0.50%；应收账款账龄以 1 年以内为主；应收账款前五大欠款方合计金额为 5.13 亿元，占比为 67.71%，集中度高。

截至 2020 年底，公司其他应收款账面余额 39.03 亿元，账面价值 37.86 亿元，较上年底下降 7.61%。按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款占其他应收款总额的 60.12%，主要来自关联方，存在一定的占用和回收风险。采用余额百分比法计提坏账准备的其他应收款计提坏账准备 0.17 亿元，1 年以内（含 1 年）占 28.20%、1 至 2 年占 24.63%、3 至 4 年占 20.69%。

公司预付款项主要由采购预付款和工程建设预付款构成。截至 2020 年底，公司预付款项 20.92 亿元，较上年底下降 13.05%。

截至 2020 年底，公司存货 17.36 亿元，较上年底增长 1.47%，较上年底变化不大。存货主要由原材料 8.62 亿元和库存商品 7.92 亿元构成，累计计提跌价准备 12.97 万元，计提比例低。

**(2)**非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 535.68 亿元，较上年底增长 1.81%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 12.97%）、固定资产（合计）（占 22.82%）、在建工程（合计）（占 13.93%）、无形资产（占 44.77%）构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 69.45 亿元，较上年底增长 30.70%，主要系对外增加对新疆长城新盛信托有限责任公司投资所致。公司权益法核算的投资收益 8.20 亿元。

表 10　截至 2020 年底公司主要长期股权投资情况

（单位：亿元、%）

| 企业名称 | 账面价值 | 持股比例 |
|---|---|---|
| 中原大福国际机场有限公司 | 8.44 | 50.00 |
| 青海万象集团有限公司 | 7.15 | 39.00 |
| 平顶山市瑞平煤电有限公司 | 4.53 | 40.00 |
| 中国山水水泥集团有限公司 | 33.01 | 21.85 |
| 洛阳农村商业银行股份有限公司 | 2.80 | 8.61 |
| 新安中联万基水泥有限公司 | 4.66 | 49.00 |
| **合计** | **53.14** | -- |

注：合计数尾差系四舍五入造成

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司固定资产 122.24 亿元，较上年底下降 3.10%。固定资产主要由土地房屋建筑物 83.01 亿元和机器设备 29.20 亿元构成；累计计提折旧 98.87 亿元；共计提减值准备 6.24 万元。

公司在建工程主要为旅游景区基础及配套设施建设工程和铸造工程。截至 2020 年底，公司在建工程（合计）74.61 亿元，较上年底增长 33.17%，主要系对大佛景区基础及配套设施、年产 10 万吨铸件项目、其他工程等项目投入所致。

截至 2020 年底，公司无形资产原值 280.60 亿元，公司无形资产主要由土地（占 39.20%）、土地租赁合约（占 33.73%）、采矿权（占 4.66%）和景区经营权（占 20.32%）构成。公司无形资产累计摊销 40.79 亿元；未计提减值准备，公司无形资产账面价值 239.81 亿元，较上年底下降 6.03%。公司无形资产规模大占比高，其价值有待进一步确认。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 160.44 亿元，占总资产的 22.70%，受限比例较高。

表 11　截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

| 受限资产 | 账面价值 | 受限原因 |
|---|---|---|
| 货币资金 | 29.35 | 信用证、承兑汇票、保函等保证金和定期存单 |
| 土地和房产 | 11.69 | 融资贷款抵押 |
| 机器设备 | 22.55 | 融资贷款抵押 |
| 采矿权 | 10.92 | 融资贷款质押 |
| 旅游公司股权 | 23.14 | 融资贷款质押 |
| 水泥公司股权 | 42.47 | 融资贷款质押 |
| 尧山/六羊山景区收费权质押 | 3.13 | 融资贷款质押 |
| 旅游土地房产抵押 | 10.86 | 融资贷款抵押 |
| 铸造房产抵押 | 2.1 | 融资贷款抵押 |
| 焦化公司土地房产抵押 | 4.43 | 融资贷款抵押 |
| **合计** | **160.44** | -- |

注：合计数尾差系四舍五入造成

资料来源：公司提供

2. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

**公司权益中无形资产评估增值而形成的资本公积金占比大，权益质量一般。**

截至 2020 年底，公司所有者权益 384.11 亿元，较上年底增长 7.27%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 77.93%，少数股东权益占比为 22.07%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 5.21%、48.14%、-0.16%和 24.27%。

截至 2020 年底，公司资本公积 184.92 亿元，较上年底变化不大，其中其他资本公积 69.97 亿元，与上年底持平，主要为天瑞旅游与政府合作项目导致无形资产中的土地使用权、租约和经营权的评估增值。

（2）负债

**2020 年，公司债务规模有所下降，但因 2021 年到期债券规模较大影响，公司债务以短期债务为主，但考虑短期债务中多笔债券目前已经兑付，偿付压力有所缓解；公司债务负担一般。**

截至 2020 年底，公司负债总额 322.80 亿元，较上年底下降 8.58%。其中，流动负债占 62.81%，非流动负债占 37.19%。公司负债以流动负债为主，受一年内到期的非流动负债增长影响，公司流动负债占比较上年底上升 7.52 个百分点。

截至 2020 年底，公司流动负债 202.74 亿元，较上年底增长 1.90%，较上年底变化不大。

公司流动负债主要由短期借款（占 20.57%）、应付票据（占 15.54%）、应付账款（占 10.09%）、其他应付款（合计）（占 21.49%）和一年内到期的非流动负债（占 20.06%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 41.70 亿元，较上年底下降 16.38%，主要系偿还部分到期短期借款，同时减少借款规模所致。

截至 2020 年底，公司应付票据 31.51 亿元，较上年底增长 33.11%，主要系采购额增加，开具承兑汇票金额增加所致。

公司应付账款主要为应付工程款及应付货款。截至 2020 年底，公司应付账款 20.46 亿元，较上年底增长 26.40%。应付账款账龄以一年内为主。

公司其他应付款主要为往来款。截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）43.57 亿元，较上年底下降 19.02%，主要系往来款下降所致。其他应付款前五名占比为 40.42%，集中度较高。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 40.68 亿元，较上年底增长 54.38%，主要系一年内到期的应付债券增长所致。公司一年内到期的应付债券主要系“15 天瑞 01”、“15 天瑞 02”和“13 瑞水泥债”，上述债券截至目前均已经兑付。

截至 2020 年底，公司非流动负债 120.06 亿元，较上年底下降 22.11%，主要应付债券下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 59.09%）、应付债券（占 8.46%）和递延所得税负债（占 30.03%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 70.94 亿元，较上年底增长 35.39%，主要系新增借款所致；长期借款主要由保证借款（占 48.63%）和抵押借款（占 26.76%）构成。

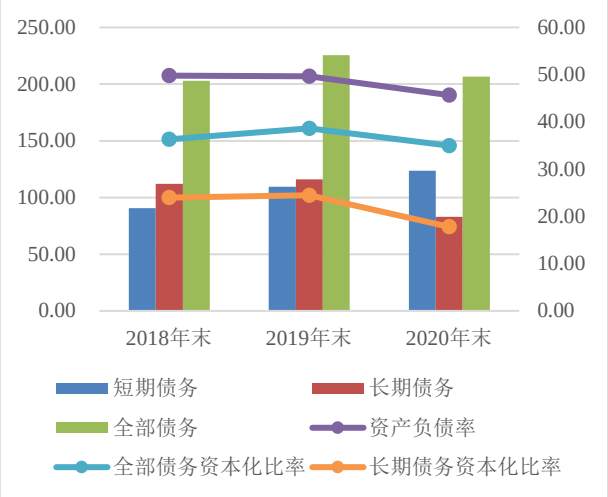
截至 2020 年底，公司应付债券 10.15 亿元，较上年底下降 84.05%，主要系应付债券因将在一年内到期，重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2020 年底，公司递延所得税负债 36.05 亿元，较上年底下降 1.31%，较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司全部债务 206.58 亿元，较上年底下降 8.39%；债务结构方面，短期债务占 59.78%，长期债务占 40.22%，其中，短期债务 123.49 亿元，较上年底增长 12.83%，；长期债务 83.09 亿元，较上年底下降 28.40%；长短期债务的结构变化主要系一年内到期的应付债券增长所致。

从债务指标来看，截至 2020 年底，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 45.66%、34.97%和 17.78%，较上年底分别下降 3.99 个百分点、下降 3.67 个百分点和下降 6.69 个百分点。公司债务负担一般。

图 5　公司债务指标走势（单位：亿元、%）




资料来源：根据公司财务报告计算绘制

3. 盈利能力

**2020 年，公司营业收入和利润总额保持较为稳定的态势，投资收益对营业利润影响较大；盈利能力指标偏低。**

2020 年，公司实现营业总收入 242.16 亿元，同比增长 3.94%；公司利润总额同比下降 3.14%；均较上年变化不大。

2020 年，公司费用总额为 37.15 亿元，同比下降 0.15%，同比变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 14.01%、26.20%、12.33%和

47.47%，以财务费用为主。其中，销售费用为5.20 亿元，同比增长 1.65%，同比变化不大；管理费用为 9.73 亿元，同比增长 11.00%；研发费用为 4.58 亿元，同比下降 0.99%，同比变化不大；财务费用为 17.63 亿元，同比下降5.67%，主要系融资规模下降所致。2020 年，公司期间费用率为 15.34%，同比下降 0.63 个百分点。

2020 年，公司实现投资收益 8.23 亿元，同比增长 9.26%，主要系权益法核算的收益增长所致，投资收益占营业利润比重为 28.67%，对营业利润影响较大；其他收益 3.78 亿元，主要为增值税返还收益，其他收益占营业利润比重为 13.19%，对营业利润有一定影响。

盈利指标方面，2020 年，公司营业利润率为 22.34%，同比下降 1.56 个百分点，同比变化不大。2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.46%和 7.11%，同比分别提高 0.70 个百分点和提高 0.96 个百分点。公司盈利能力小幅提升。

与同行业公司相比，2020 年公司盈利能力指标偏低。

表 12　2020 年同行业公司盈利指标对比

（单位：%）

| 证券简称 | 销售毛利率 | 净资产收益率 | 总资产报酬率 |
|---|---|---|---|
| 唐山冀东水泥股份有限公司 | 35.01 | 17.24 | 12.75 |
| 江西万年青水泥股份有限公司 | 28.15 | 25.85 | 21.22 |
| **公司** | **23.39** | **7.04** | **6.52** |

注：为便于比较，本表数据均引自 Wind，联合资信与 Wind 计算公式存在少许差异
资料来源：Wind

4. 现金流及保障

**2020 年，公司经营活动净现金流入规模有所增长，但往来活动比较频繁，投资活动现金流量呈净流出状态；考虑到在建工程尚需一定的投资等因素，公司存在一定的外部融资需求。**

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流呈净流入状态，同比增长 19.76%。其中公司收到的其他与经营活动有关的现金和支付的其他与经营活动有关的现金均保持很大规模，主要系关联方往来款及公司设立结算中心统一归集资金所致。现金收入比为89.58%，较上年略有提升。整体看，公司经营活动获现质量一般。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出同比下降 28.68%，主要系公司新增项目投资以及收购活动较上年有所减少所致；投资活动现金流量呈净流出状态，为-23.51 亿元。

2020 年，经营活动净现金流可以覆盖资本支出。公司筹资活动现金流量呈净流出状态。

表 13　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|
| 经营活动现金流入小计 | 477.27 | 549.62 | 537.32 |
| 经营活动现金流出小计 | 430.58 | 513.45 | 494.00 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 148.13 | 205.89 | 216.93 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 77.50 | 121.73 | 147.80 |
| 收到其他与经营活动有关现金 | 325.28 | 329.04 | 316.59 |
| 支付其他与经营活动有关现金 | 330.02 | 359.58 | 319.48 |
| **经营活动现金流量净额** | **46.68** | **36.18** | **43.33** |
| 投资活动现金流入小计 | 4.83 | 1.90 | 5.20 |
| 投资活动现金流出小计 | 21.11 | 40.26 | 28.71 |
| **投资活动现金流量净额** | **-16.28** | **-38.36** | **-23.51** |
| 筹资活动现金流入小计 | 128.84 | 132.51 | 68.78 |
| 筹资活动现金流出小计 | 154.09 | 146.99 | 88.08 |
| **筹资活动现金流量净额** | **-25.25** | **-14.48** | **-19.29** |
| **筹资活动前现金流量净额** | **30.40** | **-2.18** | **19.81** |
| **现金收入比** | 79.29 | 88.38 | 89.58 |

资料来源：公司财务报告

5. 偿债能力

**跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力一般。同时考虑存续债券由公司实际控制人个人财产担保以及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》，提升了公司存续债券的偿还安全性，同时公司银行授信比较充**

**足，公司整体偿债能力较强。**

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率、速动比率均同比有所下降，经营现金流动负债比有所上升，现金流资产/短期债务略有下降。整体看，公司短期偿债能力一般。

公司长期偿债能力指标变化不大。整体看，公司长期偿债能力一般。

表 14　公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

| 项目 | 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|---|
| 短期偿债能力指标 | 流动比率 | 95.00 | 92.98 | 84.46 |
| | 速动比率 | 86.83 | 84.38 | 75.90 |
| | 经营现金流动负债比 | 25.51 | 18.18 | 21.37 |
| | 现金类资产/短期债务 | 0.81 | 0.77 | 0.62 |
| 长期偿债能力指标 | EBITDA | 60.70 | 62.79 | 62.56 |
| | 全部债务/EBITDA | 3.34 | 3.59 | 3.30 |
| | EBITDA 利息倍数 | 3.48 | 3.48 | 3.45 |

料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司银行授信总额 282.19 亿元，尚未使用 92.42 亿元。公司融资渠道比较畅通。

截至 2020 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年底，公司对外担保总额为 9.38 亿元，对外担保比率为 2.44%，或有负债规模较小。

6. 母公司财务分析

**公司本部主要承担经营管理和融资职能，资产负债构成和收入盈利情况符合其职能定位；本部不具备盈利能力，自身债务负担尚可，但货币资金规模较小，其偿债能力依赖子公司的正常经营和其对子公司的控制力。**

截至2020年底，母公司资产总额383.73亿元，较上年底下降14.60%。其中，流动资产133.71亿元（占比34.85%），非流动资产250.02亿元（占比65.15%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占58.63%）、其他流动资产（占39.81%）、其他流动资产（占39.81%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占85.10%）、无形资产（占10.35%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为1.44亿元。

截至2020年底，母公司负债总额269.99亿元，较上年底下降19.30%。其中，流动负债256.06亿元（占比94.84%），非流动负债13.93亿元（占比5.16%）。从构成看，流动负债主要由一年内到期的非流动负债（占10.26%）、其他应付款（合计）（占35.55%）、其他流动负债（占50.40%）、构成；非流动负债主要由应付债券（占68.11%）、递延所得税负债（占31.89%）构成。母公司2020年资产负债率为70.36%，较2019年底下降5.19个百分点。截至2020年底，母公司全部债务44.77亿元。其中，短期债务占78.80%、长期债务占21.20%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率28.24%。

截至2020年底，母公司所有者权益为113.74亿元，较上年底下降0.92%。在所有者权益中，实收资本为20.00亿元（占17.58%）、资本公积合计91.23亿元（占80.21%）、未分配利润合计1.30亿元（占1.15%）、盈余公积合计1.20亿元（占1.06%）。

2020年，母公司营业总收入为6.07亿元，利润总额为-3.33亿元。同期，母公司投资收益为-0.06亿元。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司经营活动现金流净额为12.47亿元，投资活动现金流净额-11.23亿元，筹资活动现金流净额-6.30亿元。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的54.28%；母公司负债占合并口径的83.64%；母公司所有者权益占合并口径的29.61%；母公司营业总收入占合并口径的2.51%；母公司营业收入占合并口径的0.00%；母公司利润总额占合并口径的-11.65%；母公司全部债务占合并口径的21.67%。

7. 存续期内债券偿还能力

截至目前，公司存续期内债券2只，余额总计15.43亿元。此外，若“14天瑞集团债02”于2022年行权，公司2022年需兑付的债券总额即

10.00亿元，达到单年偿还债券的峰值。公司经营活动现金流入量和EBITDA对单年偿还债券的峰值保障能力强。公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强。

表 15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

| 项 目 | 2020 年 |
|---|---|
| 本年度剩余应到期债券余额 | 5.43 |
| 未来待偿债券本金峰值 | 10.00 |
| 现金类资产/本年度剩余应到期债券余额 | 14.10 |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 | 53.73 |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 | 4.33 |
| EBITDA/未来待偿债券本金峰值 | 6.26 |

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2020 年底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

此外，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。

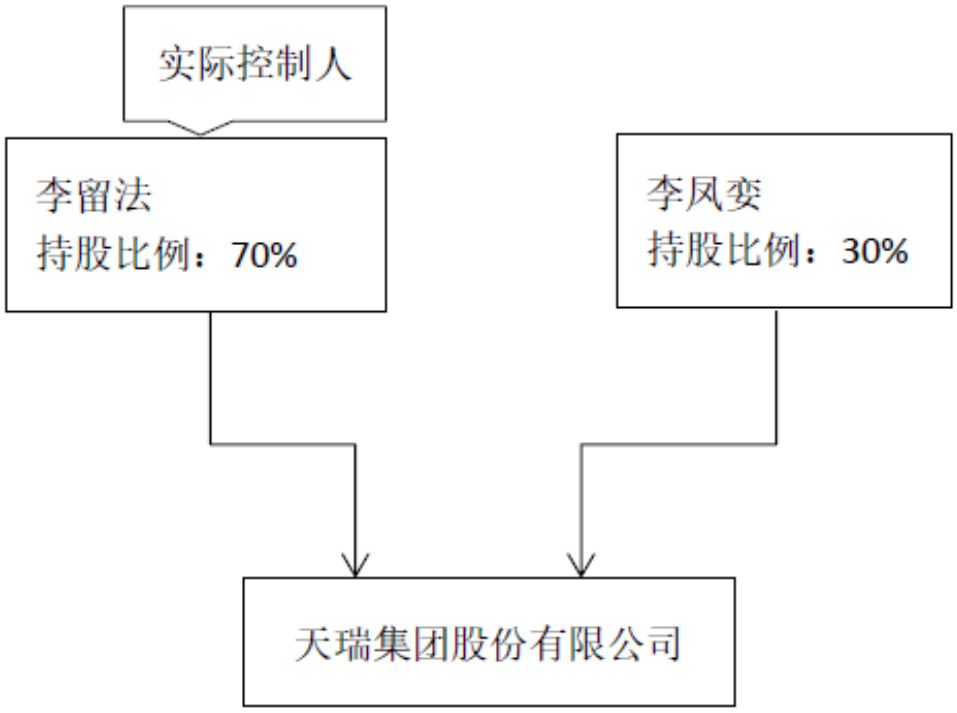
公司与国家开发银行股份有限公司河南分行签署了《开发性金融支持协议》。根据此协议，债券存续期内，当公司对债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，每次付息和本金兑付日前 20 个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该贷款仅用于为公司存续期内债券偿付本息，以解决公司本息偿付困难。

上述承诺对存续期债券偿付的安全性提供了一定保障。

## 十、结论

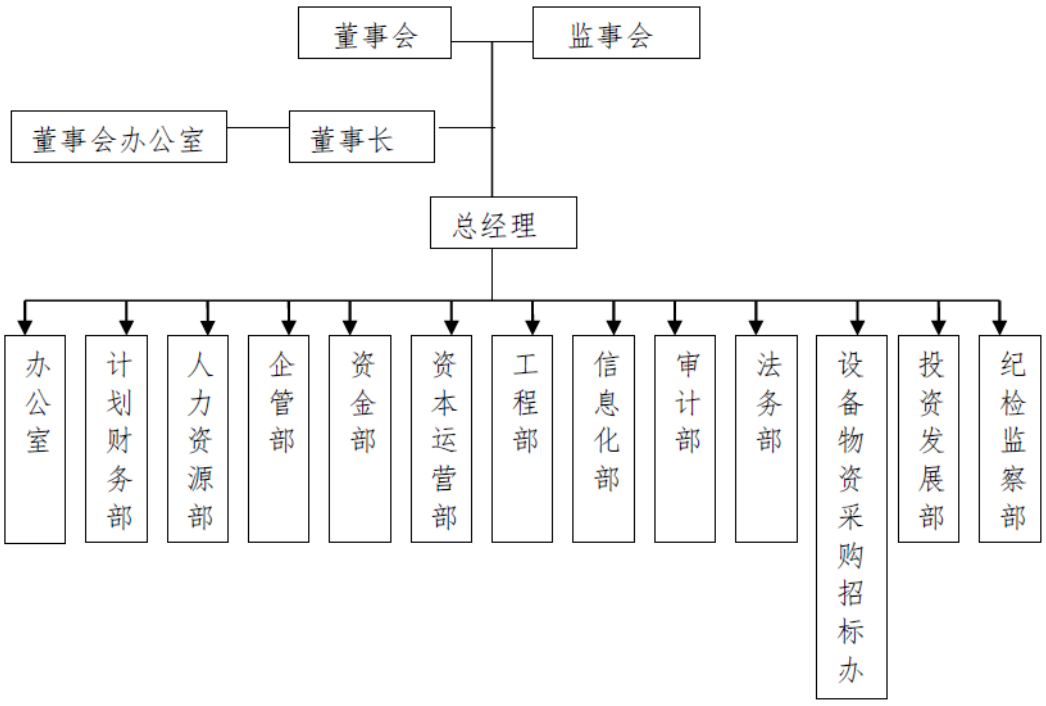
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02”“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”的信用等级为 AA$^{+}$，评级展望为稳定。

## 附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图




资料来源：公司提供

## 附件 1-2　截至 2020 年底公司组织结构图




资料来源：公司提供

# 附件 1-3　截至 2020 年底，纳入公司合并范围子公司

| 序号 | 企业名称 | 注册资本（万元） | 经营范围 | 所占权益（%） |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 天瑞旅游集团股份有限公司 | 1080000.00 | 旅游资源和旅游项目的开发经营等 | 96.53 |
| 2 | 河南天瑞尧山旅游有限公司 | 1000.00 | 游览景区管理服务；销售：旅游纪念品 | 96.53 |
| 3 | 鲁山县凤凰台索道有限公司 | 500.00 | 索道客运服务 | 57.92 |
| 4 | 天瑞集团南召旅游有限公司 | 1000.00 | 九龙瀑布真武顶景区旅游资源开发、文化交流林木培育和种植工艺品批发、零售 | 96.53 |
| 5 | 鲁山县天瑞农业开发有限公司 | 1000.00 | 农作物种植；畜禽养殖；果木花卉栽培；对农业项目开发观光。 | 96.53 |
| 6 | 鲁山县六羊山旅游开发有限公司 | 50.00 | 旅游商品、纪念品（不含金银）的销售；百货的销售；旅游资源和旅游项目的开发经营；停车服务。 | 86.87 |
| 7 | 天瑞集团园林绿化工程有限公司 | 5000.00 | 园林绿化工程设计、施工；林木、花卉种植（不含育种）；花卉销售；林业服务 | 96.53 |
| 8 | 鲁山福泉文化旅游建设有限公司 | 5000.00 | 旅游资源开发；建筑工程施工运营及管理；会议及展览服务；大型活动组织服务；企业形象策划服务；广告的设计、制作、代理、发布；文艺创作与表演；游览景区管理服务。（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营） | 96.53 |
| 9 | 汝州三源文化博览股份有限公司 | 1005.00 | 文化艺术品的设计、开发、展览、鉴定、评估、销售及咨询服务；会务服务；文化交流活动策划；珠宝、玉器、古玩、收藏品、景观石、木雕工艺品、字画的销售 | 96.05 |
| 10 | 河南智慧旅游电子商务有限公司 | 1000.00 | 网上销售：景区门票、旅游商品（不含许可项目）；计算机及辅助设备；信息系统集成服务；软件开发；互联网信息服务；国内旅游业务、入境旅游业务；广告的设计、制作、代理、发布；会议及展览服务 | 62.74 |
| 11 | 天瑞集团铸造有限公司 | 50000.00 | 铸造件设计制造，机械制造，冶金铸造工业设备设计制造、计算机应用服务、技术推广和科技服务。（以上范围中凡涉及专项许可的项目凭许可证和有关批准文件经营）；从事货物和技术进出口业务。（国家法律法规规定应经审批方可经营或者禁止进出口的货物和技术除外）。 | 87.75 |
| 12 | 汝州天瑞机车车辆配件有限公司 | 1000.00 | 机车车辆配件制造；机械制造；铸钢件制造；冶金工业专用设备制造；技术推广和科技服务以及相关产品销售；对外贸易经营。 | 87.75 |
| 13 | 汝州天瑞物资有限公司 | 10000.00 | 矿产品、煤炭、建筑材料、金属材料、机电设备、管道设备、机械设备、计算机软硬件及配件、电子产品、化工产品及原料（不含危化品）、文化用品、办公用品、环保产品、劳保用品、工艺品批发与销售；废旧物资购销、加工；预包装食品销售；仓储管理、物流运输、工程管理、设备安装维修 | 87.75 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 服务；商务信息服务；企业管理咨询服务*** | |
| 14 | 汝州瑞象物资有限公司 | 10000.00 | 矿产品、煤炭、建筑材料、金属材料、机电设备、管道设备、计算机软硬件及配件、电子产品、化工产品及原料（不含危险化学品）、文化用品、办公用品、劳保用品、工艺品的批发、零售，废旧物资购销，仓储服务（不含危险化学品），物流运输服务，工程管理服务，设备安装维修服务，商务信息咨询，企业管理咨询服务*** | 87.75 |
| 15 | 天瑞万象商贸物流有限公司 | 10000.00 | 仓储（不含危险化学品及污染环境的物品）及物流代理服务；钢材、建筑材料、矿产品、化工产品(不含危险化学品)的销售；煤炭零售经营、道路普通货物运输；企业管理服务和其他专业服务*** | 87.75 |
| 16 | 汝州市通用废旧金属回收有限公司 | 5000.00 | 废旧物资、废旧金属的回收、加工与销售*** | 92.11 |
| 17 | 汝州天瑞煤焦化有限公司 | 69888.21 | 焦煤、煤气生产销售；煤焦油、粗苯生产；原煤洗选 | 97.61 |
| 18 | 天瑞集团云阳铸造有限公司 | 19432.00 | 生铁冶炼、铸造、铁精粉购销、机械设备制造、机械零部件制造、铁矿采选、发电、供电 | 93.82 |
| 19 | 天瑞中州饭店有限公司 | 5000.00 | 住宿、餐饮服务；物业管理服务；停车服务；日用品零售；会议展览服务 | 99.60 |
| 20 | 运城天瑞关公文化有限公司 | 2700.00 | 关公故里旅游资源开发，“关帝圣像”景区开发；关公文化交流及相关工艺品批发、零售（不含象牙及其制品）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。 | 100.00 |
| 21 | 中原国贸置业有限公司 | 10000.00 | 房地产开发经营；建筑材料批发；企业管理服务。 | 100.00 |
| 22 | 新疆和谐昆仑矿业有限公司 | 20000.00 | 矿业投资、咨询；矿产品销售。 | 67.50 |
| 23 | 中原旅游有限公司 | 5000.00 | 旅游咨询服务。 | 99.13 |
| 24 | 天瑞集团财务有限责任公司 | 100000.00 | 对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；经批准的保险代理业务；对成员单位提供担保；办理成员单位之间的委托贷款及委托投资；对成员单位办理票据承兑与贴现；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；从事同业拆借。 | 90.87 |
| 25 | 河南圣业水泥销售有限公司 | 12000.00 | 水泥、熟料、粉煤灰微粉、矿渣微粉、建筑石料、干粉砂浆、商品混凝土及其他水泥制品的销售 | 100.00 |
| 26 | 辽宁圣业建材销售服务有限公司 | 5000.00 | 水泥、熟料、粉煤灰微粉、矿渣微粉、商品混凝土、水泥制品的销售。(依法须经批准的项目经相关部门批准后方可开展经营活动。) | 100.00 |
| 27 | 天安（贵州省）互联网金融资产交易中心股份有限公司 | 44444.43 | 法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营;法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（互联网金融产品的信息服务；金融资产交易服务及其他相关服务；金融产 | 70.00 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 品（含理财产品）的咨询、开发、设计、设立、发行、管理、转让、登记、结算、中介及交易服务；投资管理、资产管理、投融资咨询、金融和经济咨询服务；金融类应用软件开发；电子商务。） | |
| 28 | 上海烨翰企业发展有限公司 | 500.00 | 许可项目：房地产开发经营。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：销售日用百货，五金交电，通信设备及相关产品，计算机、软件及辅助设备，家用电器；企业形象策划，企业管理咨询，室内装饰装修，从事环保设备、计算机科技专业领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务，商务咨询，会展会务服务，货物运输代理，从事货物及技术的进出口业务。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动） | 70.00 |
| 29 | 中原龙龟山金宅建设有限公司 | 5000.00 | 房屋工程建筑施工；市政工程建筑施工；其他工程建筑施工。 | 90.00 |
| 30 | 中原尧山金宅文化发展有限公司 | 5000.00 | 设计、制作、发布广告；园林、园艺景观设计。商品住房销售。 | 90.00 |
| 31 | 天瑞水泥集团有限公司 | 59405.2471（万美元） | 原料矿山开采、石灰石销售；水泥及辅料、熟料、建材产品的生产、销售、出口；机械设备、仪器仪表、电子设备（不含汽车电子装置）、零配件的生产、销售、进口；煤炭、化工产品、耐火材料经营；机械设备、电子设备及房屋租赁业务；道路货物运输业务；技术咨询服务；企业管理咨询（不含市场调查）；购电、售电。（国家专项规定的业务除外；需许可证的凭证经营） | 69.58 |
| 32 | 天瑞集团禹州水泥有限公司 | 25000.00 | 水泥生产、销售；建筑用石加工及精品砂石骨料、商混预制构件、管桩生产、销售；水泥熟料制造；商品混凝土、其他水泥制造的生产、销售；干粉砂浆生产、销售；经营进出口业务。 | 69.58 |
| 33 | 天瑞集团许昌水泥有限公司 | 8000.00 | 水泥、商品混凝土及其他水泥制品的生产与销售 | 69.58 |
| 34 | 天瑞集团萧县水泥有限公司 | 24195.80 | 水泥、水泥熟料、水泥混凝土生产、加工、销售;石料加工、销售；水泥用石灰岩露天开采（以上经营范围中涉及专项审批或行政许可的取得专项审批或行政许可后方可经营）** | 69.58 |
| 35 | 鲁山县安泰水泥有限公司 | 2135.74 | 水泥制造 | 69.58 |
| 36 | 天瑞集团宁陵水泥有限公司 | 2000.00 | 水泥、水泥混凝土制品的生产、加工与销售 | 69.58 |
| 37 | 天瑞集团汝州水泥有限公司 | 25213.62 | 水泥 水泥熟料的生产与销售；石灰石的开采、加工、运输、销售 | 49.67 |
| 38 | 天瑞集团光山水泥有限公司 | 46830.57 | 水泥、水泥熟料、水泥制品制造销售 | 41.60 |
| 39 | 天瑞集团郑州水泥有限公司 | 103395.24 | 水泥、水泥熟料及相关产品制造、销售；销售水泥包装品；水泥用石灰岩开采、加工、销售；余热发电；利用水泥窑协 | 50.90 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 同处置危险废物；建筑石材开采、加工、销售；信息技术咨询服务；企业管理服务；工矿工程建筑；建材批发；其他能源矿产地质勘察服务；粘土及其他土砂石开采；普通货物道路运输；通用仓储；装卸搬运；货物运输代理。 | |
| 40 | 天瑞集团周口水泥有限公司 | 8100.00 | 水泥及相关制品的生产与销售 | 69.58 |
| 41 | 商丘天瑞水泥有限公司 | 6300.00 | 水泥、水泥熟料、水泥混凝土生产、加工、销售。 | 69.58 |
| 42 | 天瑞集团南召水泥有限公司 | 20000.00 | 水泥制造、销售；销售水泥包装品；水泥用石灰岩开采、加工、销售（仅限分支机构）**（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营） | 69.58 |
| 43 | 大连天瑞水泥有限公司 | 47971.49 | 水泥、熟料制造；原料矿山开采（凭资质证书经营）；商品混凝土、其他水泥制品的生产及在中国内销和出口(国家专项规定的业务除外；需许可证的凭证经营)；余热发电（凭许可证经营）；水泥助磨剂的生产及销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动） | 69.58 |
| 44 | 辽阳天瑞水泥有限公司 | 23168.00 | 水泥、水泥熟料、水泥相关制品的试生产 | 69.58 |
| 45 | 营口天瑞水泥有限公司 | 11130.00 | 水泥、矿渣微粉及水泥制品的生产与销售、货物进出口 | 69.58 |
| 46 | 天津天瑞水泥有限公司 | 10000.00 | 水泥、水泥混凝土及其他水泥制品的生产与销售 | 41.75 |
| 47 | 卫辉市天瑞水泥有限公司 | 33486.82 | 水泥及相关产品的制造、销售；水泥包装品、砂岩、石料的加工、销售；石灰岩、砂岩的开采、销售；利用水泥窑协同处置固体废物、城市生活污泥；余热发热、余热市政供暖** | 49.88 |
| 48 | 郑州天瑞水泥有限公司 | 5500.00 | 水泥、商品混凝土、建筑材料、水泥包装品的制造与销售 | 69.58 |
| 49 | 禹州市中锦矿业有限公司 | 100.00 | 石灰岩、建筑用石的开采(限分公司经营)建材销售石灰岩、建筑用石加工 | 69.58 |
| 50 | 平顶山天瑞姚电水泥有限公司 | 2000.00 | 水泥及其制品、商品混凝土生产、加工销售；粉煤灰及制品生产加工、销售；普通货运。 | 63.32 |
| 51 | 辽阳天瑞诚兴水泥有限公司 | 2000.00 | 水泥、超细矿渣粉的生产，销售 | 48.71 |
| 52 | 辽阳天瑞威企水泥有限公司 | 3900.00 | 水泥，新型建筑材料(国家法律、法规规定需要报经审批的未获得批准前不得生产经营)。生产，销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。） | 69.58 |
| 53 | 大连金海岸建材集团有限公司 | 4500.00 | 水泥、水泥制品制造、销售；混凝土搅拌服务；粉煤灰收购、销售 | 69.58 |
| 54 | 辽宁辽东水泥集团有限公司 | 1000.00 | 制造水泥(粉磨站生产)；钢材销售。 | 69.58 |
| 55 | 辽阳天瑞辽塔水泥有限公司 | 20500.00 | 水泥制造 | 69.58 |
| 56 | 信阳天瑞水泥有限公司 | 1800.00 | 水泥、混凝土、粉煤灰制品生产及销售，编织袋生产销售 | 69.58 |
| 57 | 海城市第一水泥有限公司 | 10000.00 | 水泥、熟料制造及销售；商品混凝土、其它水泥制品的生产及在中国内销及出口。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。） | 69.58 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 58 | 沈阳老虎水泥有限公司 | 2033.00 | 水泥及水泥制品加工、制造、批发、零售;信息咨询服务;商务代理服务。 | 41.75 |
| 59 | 庄河天瑞水泥有限公司 | 2000.00 | 水泥、水泥制品、石膏、粉煤灰超细粉制造，水泥袋加工 | 69.58 |
| 60 | 海城市天鹰建筑石材采掘有限公司 | 15.00 | 露天开采建筑石料用灰岩 | 69.58 |
| 61 | 天瑞新登郑州水泥有限公司 | 29466.76 | 水泥熟料及水泥成品、水泥用石灰岩的生产和销售；利用余热发电*** | 38.27 |
| 62 | 河南永安水泥有限责任公司 | 57260.00 | 生产、销售水泥。 | 69.58 |
| 63 | 天瑞集团信息科技有限公司 | 5000.00 | 信息技术服务及软件开发等 | 69.58 |
| 64 | 辽阳天瑞辽塔矿业有限公司 | 50.00 | 水泥用石灰石开采。 | 69.58 |
| 65 | 盘锦金润水泥有限责任公司 | 1000.00 | 水泥生产、销售；地砖生产；建材（不含油漆）销售。（全国工业产品生产许可证有效期限至 2014 年 12 月 10 日）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。） | 69.58 |
| 66 | 中原天瑞电力有限公司 | 5000.00 | 电力销售；电线、电缆、电力设备销售*** | 69.58 |
| 67 | 河南天瑞建材科技有限公司 | 5790.00 | 新材料技术推广服务；信息科技服务；企业管理服务；石灰石及建筑材料开采、加工、销售；干粉砂浆、商品混凝土及建材产品的生产、销售；矿山地质服务；普通货物装卸、搬运服务；普通货物仓储服务、货运代理服务。涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营 | 69.58 |
| 68 | 天瑞集团郑州新材料有限公司 | 5000.00 | 新材料技术推广服务；信息科技服务；石灰石及建筑石料开采、加工、销售；建材产品的生产、销售；矿山地质技术服务；道路普通货物运输；仓储、物流、装卸搬运及货物运输代理服务。 | 69.58 |
| 69 | 天瑞（国际）控股有限公司 | 246000.00 | 投资 | 100.00 |
| 70 | 煜阔有限公司 | 100.00 美元 | 投资 | 100.00 |
| 71 | 卡莱斯有限公司 | 1 港元 | 投资 | 100.00 |
| 72 | 中国天瑞集团水泥有限公司 | 2400.90 万港元 | 投资 | 69.58 |
| 73 | 中原水泥有限公司 | 1 美元 | 投资 | 69.58 |
| 74 | 中国天瑞（香港）有限公司 | 1 美元 | 投资 | 69.58 |
| 75 | 天瑞资本（香港）有限公司 | 1 美元 | 投资 | 69.58 |
| 76 | 天瑞供应链管理有限公司 | 30000.00 | 一般项目：供应链管理服务；物联网应用服务；软件开发；信息技术咨询服务；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；国内货物运输代理；建筑材料销售；水泥制品销售；煤炭及制品销售；非金属矿及制品销售；金属材料销售；轻质 | 69.58 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 建筑材料销售；耐火材料销售；专用化学产品销售（不含危险化学品）；电子产品销售；机械设备销售。 | |

资料来源：公司审计报告

# 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | |
| 现金类资产(亿元) | 73.30 | 83.76 | 76.54 |
| 资产总额(亿元) | 709.22 | 711.16 | 706.92 |
| 所有者权益(亿元) | 356.09 | 358.07 | 384.11 |
| 短期债务(亿元) | 90.72 | 109.45 | 123.49 |
| 长期债务(亿元) | 112.14 | 116.05 | 83.09 |
| 全部债务(亿元) | 202.86 | 225.50 | 206.58 |
| 营业收入(亿元) | 186.81 | 232.97 | 242.16 |
| 利润总额(亿元) | 25.76 | 29.50 | 28.57 |
| EBITDA(亿元) | 60.70 | 62.79 | 62.56 |
| 经营性净现金流(亿元) | 46.68 | 36.18 | 43.33 |
| **财务指标** | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 16.72 | 9.69 | 7.99 |
| 存货周转次数(次) | 9.16 | 10.91 | 10.75 |
| 总资产周转次数(次) | 0.27 | 0.33 | 0.34 |
| 现金收入比(%) | 79.29 | 88.38 | 89.58 |
| 营业利润率(%) | 23.73 | 23.90 | 22.34 |
| 总资本收益率(%) | 6.58 | 6.77 | 7.46 |
| 净资产收益率(%) | 5.68 | 6.15 | 7.11 |
| 长期债务资本化比率(%) | 23.95 | 24.48 | 17.78 |
| 全部债务资本化比率(%) | 36.29 | 38.64 | 34.97 |
| 资产负债率(%) | 49.79 | 49.65 | 45.66 |
| 流动比率(%) | 95.00 | 92.98 | 84.46 |
| 速动比率(%) | 86.83 | 84.38 | 75.90 |
| 经营现金流动负债比(%) | 25.51 | 18.18 | 21.37 |
| 现金短债比（倍） | 0.81 | 0.77 | 0.62 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.48 | 3.48 | 3.45 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.34 | 3.59 | 3.30 |

注：1. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；3. 长期应付款有息部分已计入公司长期债务、吸收存款及同业存放和拆入资金计入短期债务

资料来源：公司提供

# 附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司/公司本部）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | |
| 现金类资产(亿元) | 1.34 | 6.54 | 16.78 |
| 资产总额(亿元) | 390.29 | 449.36 | 383.73 |
| 所有者权益(亿元) | 120.35 | 114.79 | 113.74 |
| 短期债务(亿元) | 4.51 | 14.00 | 35.28 |
| 长期债务(亿元) | 49.83 | 34.95 | 9.49 |
| 全部债务(亿元) | 54.34 | 48.95 | 44.77 |
| 营业收入(亿元) | 1.95 | 1.14 | 6.07 |
| 利润总额(亿元) | -3.03 | -5.52 | -3.33 |
| EBITDA(亿元) | -- | -- | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 5.12 | 23.51 | 12.47 |
| **财务指标** | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 238.30 | 14.71 | 43.98 |
| 存货周转次数(次) | -- | 131.24 | 192.07 |
| 总资产周转次数(次) | 0.01 | 0.00 | 0.01 |
| 现金收入比(%) | 0.19 | 49.14 | 100.81 |
| 营业利润率(%) | 99.17 | 38.18 | 51.33 |
| 总资本收益率(%) | -- | -- | -- |
| 净资产收益率(%) | -1.93 | -4.84 | -0.93 |
| 长期债务资本化比率(%) | 29.28 | 23.34 | 7.70 |
| 全部债务资本化比率(%) | 31.11 | 29.89 | 28.24 |
| 资产负债率(%) | 69.16 | 74.45 | 70.36 |
| 流动比率(%) | 83.18 | 68.85 | 52.22 |
| 速动比率(%) | 83.18 | 68.84 | 52.21 |
| 经营现金流动负债比(%) | 2.38 | 7.97 | 4.87 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -- | -- | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -- | -- | -- |

资料来源：公司提供

# 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%<br>（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　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。

# 附件 4-3　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 |

# 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。