信用等级公告

联合[2018] 1256 号

联合资信评估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，评级展望为稳定，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^{+}。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：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

债券简称	余额	到期兑付日	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	2024/06/25	AA+	AA+
14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03	15 亿元	2021/10/16	AA+	AA+
15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01	15 亿元	2021/01/15	AA+	AA+
15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02	10 亿元	2021/02/06	AA+	AA+

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	90.36	75.25	55.79
资产总额(亿元)	626.01	702.54	688.05
所有者权益合计(亿元)	226.87	324.36	338.88
短期债务(亿元)	131.08	104.39	107.74
长期债务(亿元)	129.65	142.02	118.05
全部债务(亿元)	260.73	246.41	225.79
营业收入(亿元)	83.48	93.56	159.23
利润总额(亿元)	5.84	7.92	18.32
EBITDA(亿元)	38.33	39.93	46.68
经营性净现金流(亿元)	32.51	34.23	30.33
营业利润率(%)	21.36	24.52	22.44
净资产收益率(%)	2.38	1.96	4.15
资产负债率(%)	63.76	53.83	50.75
全部债务资本化比率(%)	53.47	43.17	39.99
流动比率(%)	79.34	82.66	78.92
经营现金流动负债比(%)	14.35	17.31	15.71
全部债务/EBITDA(倍)	6.80	6.17	4.84
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.23	2.94

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。同时，随着水泥价格上涨，公司营业收入进一步提升。另外联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来资金支出压力大、无形资产占比高、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有所提高，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。

综合评估，联合资信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有所提高。
2. 跟踪期内，受水泥价格上涨的影响，公司

营业收入有所提升。

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，同时，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。

关注

1. 随着煤炭价格上涨，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. 公司所有者权益中土地使用权评估价值占比大；资产中无形资产占比高；其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于天瑞集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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，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 2017 年底，公司注册资本 20.00 亿元，其中：自然人股东李留法出资人民币 12.25 亿元，占比 61.25%，自然人股东李凤娈（李留法夫人）出资人民币 7.75 亿元，占比 38.75%。李留法为公司实际控制人。

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。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 688.05 亿元，所有者权益合计 338.88 亿元（含少数股东权益 59.87 亿元）；2017 年，公司实现营业总收入 159.23 亿元，利润总额 18.32 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

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 2017 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。

“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”有部分投资人行使了回售选择权，回售金额 13.46 亿元，已于 2017 年 10 月 16 日按募集说明书约定将回售部分债券 12.76 亿元进行了转售，另外 0.70 亿元在上交所予以注销，同时转入中债平台，公司上调票面利率至 8%。目前“14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03”余额不变。

“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 9 日、2018 年 1

月 8 日、1 月 30 日、6 月 14 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。

表 1　公司存续期内债券情况（单位：亿元、年）

名　称	余额	发行日期	到期日	还本付息方式
14 天瑞集团债 02/14 天瑞 02	10	2014/06/25	2024/06/25	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
14 天瑞集团债 03/14 天瑞 03	15	2014/10/16	2021/10/16	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
15 天瑞集团债 01/15 天瑞 01	15	2015/01/15	2021/01/15	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
15 天瑞集团债 02/15 天瑞 02	10	2015/02/06	2021/02/06	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国

家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 水泥行业

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，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性

水泥三大类，按照抗压强度可分为 32.5 水泥、42.5 水泥及其他高标号（如 52.5、62.5）水泥等。

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，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。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。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。

行业运行状况

从中国水泥的下游消费需求结构来看，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，且其投资情况决定了水泥需求总量，其变动情况决定了水泥需求的变动情况。2017 年，中国 GDP 同比增长 6.9%，经济增速较上年回升 0.2 个百分点，在中国经济呈现新常态的背景下，固定资产投资增速持续放缓，同比增长 7.20%，较 2016 年同期下降 0.9 个百分点，投资增速持续下滑态势未改。

2017 年，水泥需求量较上年略有下滑，全年中国水泥产量 23.16 亿吨，同比下降 3.61%，为 2015 年后第二次负增长，水泥需求呈逐步下降趋势。2018 年 1~3 月，中国水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，南方启动明显快于北方，同时企业主动作为，通过季节性淡季生产调控，产能呈现较大幅度下降，中国水泥产量 3.76 亿吨，较 2017 年同期下降 4.51%。

2017 年，全国水泥累计产量 23.16 亿吨，同比下降 3.61%，为 2015 年后第二次负增长，各区域水泥产量均呈现不同幅度的回落，其中华北和东北地区降幅较大，同比分别下降 22.54%和 15.08%。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；6~7 月，受南方地区进入梅雨季节、农忙及高温天气等淡季因素影响，下游需求疲弱，水泥产量同比增速有所回落；进入 8 月，随着天气状况好转，水泥需求出现超预期萎缩，导致累计增速由正转负；9~10 月，受假期和降雨影响，各区域水泥需求恢复具有一定差异，大部分地区以继续推涨价格为主；进入 11 月，北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季，加之下游工程赶工，需求集中释放，南方局部区域因环保和能耗压力生产阶段性受限；12 月中下旬，北方地区进入淡季，供需停滞。2018 年一季度，水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，主要系北方地区两会期间安全督查及环保检查较为严格，同时下游原材料价格处于高位，影响开工进度，南方市场表现相对较好，与上年同期持平。2018 年 1~3 月，全国水泥产量 3.76 亿吨，同比下降 4.51%。

2017 年，在水泥行业面临国家严格限制新增产能、提高行业准入门槛以及环保督查等背景下，尽管缺乏行政化去产能的手段，全国整体水泥产能首次呈下降趋势。据 Wind 资讯统计，2017 年全国水泥熟料生产线 1715 条，较 2016 年净减少 54 条，其中新增投产水泥熟料生产线共有 13 条；全国水泥熟料总设计产能 18.20 亿吨，较 2016 年净减少 0.10 亿吨，其中新增设计产能 0.20 亿吨。2017 年，全国累计销售水泥 23.08 亿吨，较 2016 年下降 1.67%，产销率达 99.90%，较 2016 年上升 1.90 个百分点。截至 2017 年底，水泥行业库存量处于历史低位。

2017 年，全国水泥均价呈现持续上涨态势，尤其是进入 8 月份旺季以来，各区域水泥均价均呈现加速上涨趋势，至 2017 年底，水泥价格涨至历史高位水平，全国 PO42.5 散装

水泥均价由年初的 310 元/吨上升至 458 元/吨，涨幅达 47.74%。2018 年一季度，尽管处于行业淡季，水泥均价略有回调，环比逐月回落，但得益于错峰生产和行业自律，全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，水泥价格远高于上年同期水平。截至 2018 年 3 月底，全国 PO42.5 散装水泥均价为 401 元/吨，较年初小幅下降 57 元/吨。

总体看，水泥行业供给侧改革缺乏行政化手段，主要依靠于行业自律、环保限产等相对温和的方式来压缩过剩产能，产能缩减速度可能较为缓慢，同时需求端支撑较弱，未来一段时间内，行业供需矛盾仍然存在。

上游原材料

煤、电成本在水泥熟料生产成本中占比达 60%左右，煤炭、电力价格变化对水泥成本影响大。煤炭价格方面，进入 2017 年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，2017 年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自 2017 年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势。煤炭价格的上升大部分会转嫁到水泥价格上，但会有一定时间上的滞后，而单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，煤价上升带来的成本上升幅度较小，中、小规模企业则面临一定的成本压力。电价方面，主要执行上网电价和一般工商业销售电价，国内水泥行业为了节约用电成本，目前大型新型干法水泥生产企业已完成低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供一定比例的用电。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。

行业政策

环保方面，从 2016 年 1 月中央环保督察在河北省开展试点，至 2017 年中央环保督察已进行了四批，实现了对全国 31 省份的全覆盖。2017 年 3 月，国家环保部、发改委、财政部、能源局联合发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，加大京津冀及周边地区大气污染治理力度，要求京津冀及周边 2+26 个城市水泥行业采暖季继续全面实行错峰生产。11 月，工信部和环保部发布《关于“2+26”城市部分工业行业 2017~2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》，提出水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季节按照《工业和信息化部环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。

去产能方面，2017 年 12 月，中国水泥协会印发《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》，该报告提到三大目标，首先，三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%；其次，前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70%以上，水泥产能集中度达到 60%。力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%；第三，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，2017 年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2018 年上半年正式启动运行去产能机制，力争在 10 个省区组建水泥投资管理公司，形成去产能的有效机制。

《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》确定了 2018 年、2019 年和 2020 年的目标任务，具体看，2018 年，全国范围内将完成压减熟料产能 13580 万吨，将关闭水泥粉磨站企业 210 家；并且将力争于 2018 年上半年实现全面停止生产 32.5 强度等级水泥产品。

2019 年，全国范围内压减熟料产能 11640 万吨，关闭水泥粉磨站企业 150 家。企业兼并重组方面，前 10 家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到 62%以上，水泥产能集中度达

到 50%以上。在 5 个省区内，前 2 家大企业实际控制熟料产能达到 65%，此外，在全国 100 万以上人口规模、具有水泥窑的城市有 50%开展水泥窑协同处置。

2020 年，全国范围内压减熟料产能 14050 万吨，压减水泥粉磨站企业 180 家。企业集中度方面，前 10 家大企业集团熟料产能集中度达到 70%，水泥产能集中度达到 60%。

未来发展

随着水泥价格的回升，2017 年水泥行业自律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，北方地区水泥企业盈利水平整体仍弱于南方，区域内企业分化加剧。展望 2018 年，基建投资虽有望保持较高增速但房地产投资增速回调可能性大，水泥需求预计以企稳为主；供给侧改革背景下，错峰生产、行业集中度提升以及行业自律的有望继续推进，水泥价格有望保持高位运行。

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。

六、基础素质分析

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。天瑞集团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。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。

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。此外，天瑞铸造还是铁道部定点生产铁路铸钢件的厂家之一，其铁路铸件在全国市场上的占有率在 50%以上。

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。天瑞煤焦化 100 万吨捣固焦项目的主要外销产品为冶金焦炭。

整体看，跟踪期内，公司继续巩固和发展水泥产业，不断提升在河南、辽宁地区的市场份额；铸造板块、焦化板块和旅游板块已初具规模，公司逐步实现多行业协调发展，整体竞争实力增强。

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、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 2017 年底，公司尚未通过中国山水完全控制山东山水。目前公司在中国山水董事会中派有一名执行董事，对中国山水构成重大影响，因此公司采用权益法进行列报，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。

2017 年公司实现主营业务收入 157.80 亿元，同比增长 70.01%，主营业务毛利率为 23.55%，较 2016 年下降 2.22 个百分点。

表 2　2016～2017 年公司主营业务收入和毛利率（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥收入	655495.13	70.62	25.28	1196778.78	75.84	22.44
熟料收入	28886.25	3.11	19.75	46941.54	2.97	32.73
铸造板块	51819.13	5.58	3.39	96689.55	6.13	15.67
旅游、餐饮板块	48265.63	5.20	82.26	49595.79	3.14	71.81
煤焦化板块	92401.95	9.96	18.67	172103.55	10.91	17.79
其他	51305.48	5.53	14.55	15871.50	1.01	39.53
合计	**928173.57**	**100.00**	**25.77**	**1577980.70**	**100.00**	**23.55**

资料来源：公司年报，联合资信整理
注：表中水泥收入及熟料收入中，天瑞水泥生产取得水泥和熟料收入 88.58 亿元，河南圣水水泥销售有限公司水泥贸易收入 35.79 亿元。

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。受国家加快水泥供给侧结构性改革，政府、协会加大力度推进水泥错峰生产，水泥价格出现较大幅度的上涨的影响，2017 年公司水泥和熟料收入均大幅上涨，分别实现收入 119.68 亿元和 4.69 亿元。2017 年铸造板块收入大幅增长，为 9.66 亿元，同比增长 86.59%。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，2017 年实现收入 17.21 亿元。

从毛利来看，受原材料价格上涨的影响，2017 年公司水泥板块毛利率同比下降 2.84 个百分点，为 22.44%。铸造板块由于销售价格上涨，毛利率有所提升，2017 年为 15.67%，较 2016 年提升 12.28 个百分点。煤焦化板块得益于产能释放，2017 年毛利率保持相对稳定，为 17.79 %。2017 年，公司旅游、餐饮板块毛利率维持在较高水平，但有所下降，为 71.81%。2017 年，公司综合毛利率较去年下降 2.22 个百分点，为 23.55%。

总的来看，跟踪期内，公司主营业务收入有所上升，但受原材料价格上涨的影响，公司综合毛利率有所下降。

2. 水泥及熟料板块[1]

天瑞水泥是公司水泥及熟料板块的主要经营主体。2017 年，受水泥行业供给侧结构性改革影响，政府、协会加大力度推进水泥错峰生产，水泥价格出现较大幅度的上涨，公司水泥和熟料板块收入大幅提升。

产品生产

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。截至 2017 年底，公司拥有 20 条熟料生产线，熟料产能为 2893 万吨/年；水泥磨机 59 台，水泥产能达到 5663 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 1906 万吨/年和 839 万吨/年；河南地区和辽宁地区水泥产能分别为 3523 万吨/年和 1700 万吨/年。

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	2015 年	2016 年	2017 年
熟料	产能	2335.00	2583.00	2893.00
	产量	2198.17	2030.75	2212.94
	产能利用率	94.14	78.62	76.49
	销量	229.57	171.64	188.59
	产销率	10.44	8.45	8.52
	销售均价	156.20	159.60	247.89
水泥	产能	4843.00	5263.00	5663
	产量	3089.81	2924.84	3010.91
	产能利用率	63.80	55.57	53.34
	销量	3121.46	2949.31	3022.13
	产销率	100.80	100.84	100.04
	销售均价	188.24	195.53	269.90

资料来源：公司提供

随着公司通过并购及生产线技术改造持续扩大产能，同时受季节性因素及冬季错峰生产影响，公司水泥及熟料产能利用率持续下降，2017 年，公司水泥产能利用率下降至 53.34%；熟料产能利用率下降至 76.49%。

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，2017 年中部区域水泥销售收入 68.07 亿元，同比增长 46.58%，主要系水泥价格上涨所致，河南省市场占有率为 19.25%，市场占有率较上年增长 5.23 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。2017 年东北区域水泥销售收入 20.09 亿元，同比上涨 32.61%，公司在辽宁省市场占有率为 24.19%，同比增长 5.41 个百分点。

[1] 不包含河南圣水水泥销售有限公司水泥贸易业务。

表 4　2016～2017 年 公司分地区水泥销售收入情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
中部	464363.56	75.40	680730.58	77.21
东北	151477.30	24.60	200911.92	22.79
合计	**615840.86**	**100.00**	881642.50	100.00

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，天瑞水泥生产的“天瑞牌”系列水泥具有强度高、富裕标号大、碱含量低、水化热低等特点，主要用于公路、铁路、隧道、大型桥梁、高层建筑的建设。根据市场不同，天瑞水泥主导产品分为 52.5 级普通硅酸盐水泥（代号 PO52.5）、42.5 级普通硅酸盐水泥（代号 PO42.5）、32.5 级普通硅酸盐水泥（代号 PO32.5）、32.5 级复合硅酸盐水泥（代号 PC32.5）。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、重点工程；PO52.5 水泥主要用于对水泥强度要求高的工程；其它特种水泥如低碱水泥用于高速铁路的建设。

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。2017 年，公司前五大客户销售额为 8.57 亿元，占公司天瑞水泥水泥及熟料业务收入的比重为 9.72%，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　2017 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	50587.63	5.74
无锡海螺水泥销售有限公司	12138.23	1.38
营口金地球水泥有限公司	9743.50	1.11
大连凯立矿业有限公司	7320.66	0.83
商丘中信混凝土搅拌有限公司	5925.10	0.67
合计	**85715.14**	**9.72**

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　2014～2017 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	2015 年			2016 年			2017 年		
	数量	金额	占比	数量	金额	占比	数量	金额	占比
煤炭	272.66	10.95	32.99	266.97	12.10	37.38	304.66	198522.12	46.18
电力	166975.19	9.41	28.36	157475.58	8.29	25.62	171704.64	88223.14	20.52
石灰石	2919.59	5.06	15.24	2718.51	4.97	15.35	3057.56	60044.79	13.97
硫酸渣	43.37	0.30	0.91	34.67	0.23	0.72	45.59	3361.24	0.78
石膏	170.27	1.33	4.00	143.11	1.01	3.12	161.96	9786.97	2.28

混合材料	939.18	5.23	15.77	948.25	4.83	14.92	742.58	58316.90	13.57
其他材料	--	0.90	2.73	--	0.93	2.89	--	11613.23	2.70
合计	--	**33.18**	**100.00**	--	**32.37**	**100.00**	--	**429868.39**	**100.00**

资料来源：公司提供

石灰石矿山资源方面，公司拥有的 14 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 2017 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）	2037	15	146
辽阳天瑞水泥有限公司	17294	43	412
大连天瑞水泥有限公司	14556	25	607
卫辉市天瑞水泥有限公司	12200	42	298
天瑞集团禹州水泥有限公司	11551	32	373
天瑞集团郑州水泥有限公司	9894	25	412
天瑞集团南召水泥有限公司	8604	48	183
天瑞集团萧县水泥有限公司	7610	43	181
天瑞集团汝州水泥有限公司	4575	16	305
天瑞集团光山水泥有限公司	4853	25	202
辽阳天瑞辽塔水泥有限公司	1790	26	70
海城市第一水泥有限公司	1750	26	70
河南永安水泥有限责任公司	5980	26	130
天瑞新登郑州水泥有限公司	21930	43	510
合计	**124624**	--	**3899**

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，2017 年，公司采购煤炭为 304.66 万吨，采购金额为 19.85 亿元，受煤炭价格大幅上涨的影响，公司采购煤炭均价为 651.62 元/吨，同比增长 43.79%。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。随着规模效应将逐步显现，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，2017 年，公司采购电量为 171704.64 万千瓦时，金额为 8.82 亿元。受上网电价下调的影响，采购单价为 0.51 元/千瓦时，同比小幅下降。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，2017 年公司吨熟料煤耗和吨熟料电耗分别为 136.80 千克和 57.43 千瓦时，均处于行业较好水平。

原材料供应商方面，2017 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。2017 年，该板块收入大幅上涨，实现收入 9.67 亿元，主要是销售均价上涨所致；产量为 76590 吨；销量为 75710 吨，均同比小幅上涨；产销率为 98.85%。

销售和采购方面，2017 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	2016 年	2017 年

铸钢件	产能	100000	100000
	产量	74591	76590
	产能利用率	74.59	76.59
	销量	74007	75710
	产销率	99.22	98.85

资料来源：公司提供

4．旅游餐饮板块

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。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。

公司经营的主要景区有尧山-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，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，机场项目将会进一步提高景区交通的便利程度。

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 2014 年正式投产。2017 年，公司该板块收入为 17.21 亿元，同比大幅提升，主要系煤焦化产品价格提升所致。

6．在建项目

截至 2017 年底，公司在建项目已完成投资 4.17 亿元。其中水泥及熟料板块共完成投资 2.36 亿元，铸造板块 0.01 亿元，焦化板块 0.14 亿元，旅游板块 1.63 亿元，其他板块 0.03 亿元。2018 年，公司在建工程拟投资 28.80 亿元。

公司在建工程项目主要为旅游景区配套工程，有助于景区的完善和接待能力的提高，随着景区在建工程的完工，公司旅游业务收入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需求，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

2017年，公司销售债权周转次数上升至14.18次；存货周转次数上升至8.47次；同期，总资产周转次数上升至0.23次。

整体看，公司经营效率一般。

十、财务分析

公司提供了 2015 年~2017 年合并财务报告，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，均出具了标准无保留意见的审计结论。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 64 户，较 2016 年新增一家，为中原天瑞电力有限公司。

会计政策及会计估计变更方面，财政部于 2017 年发布了《关于印发修订＜企业会计准则第 16 号-政府补助＞的通知》（财会【2017】15 号）、《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，公司根据相关要求进行了会计政策及会计估计变更。总体看，会计政策变更对公司财务数据影响较小。

表 9　公司会计政策变更情况

会计政策变更的内容和原因	受影响的报表项目名称和金额
将报告期内与企业经营相关的政府补助自“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目	本年度其他收益调增 359293171.38 元；营业外收入调减 359293171.38 元
在利润表中新增“资产处置收益”项目，将部分原列示为“营业外收入”“营业外支出”的资产处置损益重分类至“资产处置收益”项目。比较数据相应调整。	本年度资产处置收益调增 226977.84 元，营业外收入调减 226977.84 元；上年度比较财务报表中，资产处置收益调增 1896635.4 元，营业外收入调减 1896635.4 元。
在利润表中分别列示“持续经营净利润”和“终止经营净利润”。比较数据相应调整。	列示持续经营净利润本年度 1406583641.45 元，列示终止经营净利润本年度 0.00 元；列示持续经营净利润上年度 635268928.18 元，列示终止经营上年度 0.00 元。

资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 688.05 亿元，所有者权益合计 338.88 亿元（含少数股东权益 59.87 亿元）；2017 年度实现营业总收入 159.23 亿元，利润总额 18.32 亿元。

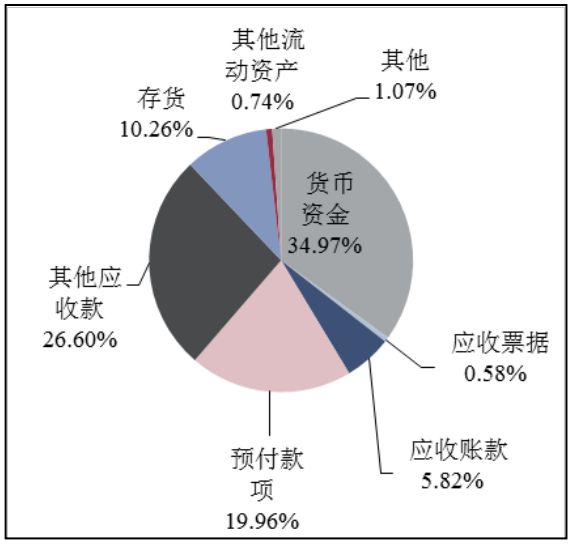
1．资产及债务结构

资产

截至 2017 年底，公司资产总额 688.05 亿元，同比下降 2.06%，其中流动资产和非流动分别占 22.14%和 77.86%，与 2016 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 2017 年底，公司流动资产为 152.37 亿元，同比下降 6.75%，流动资产主要由货币资金（占 34.97%）、预付款项（占 19.96%）、其他应收款（占 26.60%）和存货（占 10.26%）构成。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司货币资金为 53.28 亿元，同比下降 11.82 %，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 34.24 亿元（占比 64.26%），主要为银行保证金存款和信用证保证金。

截至 2017 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 1.63 亿元，同比大幅下降，主要系对同力水泥股份有限公司的权益性投资下降所致。

截至 2017 年底，公司应收账款账面余额为 8.92 亿元，计提坏账准备 0.04 亿元，账面净值为 8.87 亿元，同比下降 22.63 %。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。采取账龄分析法分析，1 年以内的占 74.55%，1~2 年的占 9.98%，2 年以上的占 15.47%。截至 2017 年底，公司应收账款前五名公司合计占应收账款余额的 44.36%，集中度较高。

截至 2017 年底，公司预付款项 30.41 亿元，同比增长 22.60%，主要是由于当年公司工程项目投资增加所致。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额 40.73 亿元，扣除坏账准备后为 40.53 亿元，同比增长 7.80%，其中，1 年内其他应收款占

58.22%；1~2 年的占 27.41%；2 年以上的占 14.37%；其他应收款前 5 大欠款方合计占比 73.65%，集中度较高。截至 2017 年底，公司其他应收款主要为关联方往来款。

表 10　截至 2017 年底，公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	与公司关系	金额	占比
河南省瑞象物资贸易有限公司	非关联方	9.97	23.74
三门峡天元铝业股份有限公司	关联方	7.80	19.16
中国山水水泥集团有限公司	关联方	6.02	14.79
平顶山市瑞平煤电有限公司	关联方	3.40	8.35
宁安市鹿道水泥制品有限公司	非关联方	3.10	7.61
合计	--	**30.00**	**73.65**

资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司存货净额为 15.64 亿元，同比增长 19.05 %；公司存货主要由原材料和库存商品构成，2017 年原材料计提跌价准备 12.97 万元，计提比例较低。

截至 2017 年底，公司非流动资产为 535.69 亿元，同比下降 0.64%，以长期股权投资（占 12.12%%）、固定资产（占 25.37%）、在建工程（占 7.80%）和无形资产（占 48.23%）为主，非流动资产结构变化不大。

截至 2017 年底，公司长期股权投资合计 64.91 亿元，同比增长 0.69 %，主要为增加对平顶山市瑞平煤电有限公司的投资 1.24 亿元。截至 2017 年底，公司长期股权投资主要为对中国山水的投资，为 42.71 亿元，但公司尚未实现实际控制，但本公司持有中国山水 28.16%的股权且在中国山水董事会中派有一名执行董事，对中国山水构成重大影响，因此公司采用权益法列报。

截至 2017 年底，公司固定资产账面原值合计 209.90 亿元，累计折旧合计 74.02 亿元，计提减值准备 6.24 万元，固定资产账面价值合计 135.88 亿元，主要为房屋建筑物（占 65.09%）和机器设备（占 28.49%）。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值为 41.80 亿元，同比下降 1.63%。公司在建工程主要为水泥生产线及技改工程。

截至 2017 年底，公司无形资产合计 258.39 亿元，同比增长 0.56%，主要为土地、土地租赁合约和景区经营权。

表 11　截至 2017 年底，公司无形资产情况

（单位：亿元）

项目	余额	累计摊销	净值
土地	109.13	7.37	101.76
土地租赁合约	94.64		94.64
采矿权	8.37	1.25	7.12
景区经营权	57.02	6.54	50.48
专利技术	2.86	0.52	2.34
软件	0.34	0.09	0.25
非专利技术	0.33	0.25	0.08
探矿权	0.04	0.01	0.03
其他	1.81	0.13	1.68
河道使用权	0.01	0.01	0
合计	**274.55**	**16.16**	**258.39**

资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司其他非流动资产合计 6.61 亿元，全部为预付投资款。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 97.57 亿元，占总资产的 14.18%。

表 12　截至 2017 年底，公司受限资产情况

（单位：亿元）

受限资产类别	账面价值	评估价值（如有）	资产受限原因
货币资金	4.28	-	信用证保证金
货币资金	24.4	-	银行承兑汇票保证金
货币资金	0.89	-	保函保证金
货币资金	4.26	-	定期存款
货币资金	0.2	-	存放中央银行款项
货币资金	0.21	-	其他存出款
机器设备	12.34	-	融资借款抵押
土地和房产	12.81	-	融资借款抵押

受限资产类别	账面价值	评估价值（如有）	资产受限原因
子公司股权	17.37	-	融资借款和银行承兑汇票保证金
尧山/六羊山景区收费权质押	1.1	-	股权质押给鲁山联社
旅游土地房产抵押	14.4	-	银行借款
铸造房产抵押	4.49	-	农行项目贷款
焦化公司土地房产抵押	0.82	-	农行项目贷款
合计	**97.57**	-	-

资料来源：公司财务报告

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 2017 年底，公司所有者权益合计 338.88 亿元，同比增长 4.48%。所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占归属于母公司权益的 7.17%、79.98%和 15.60%。

截至 2017 年底，公司资本公积合计 214.77 亿元，其中 99.22 亿元为资本溢价，115.55 亿元为其他资本公积，主要为天瑞旅游与政府合作项目导致的土地使用权评估价值。

总体看，公司权益中土地使用权评估价值占比大，权益质量一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额 349.17 亿元，同比下降 7.67%。流动负债占 55.29%，非流动负债占 44.71%，流动负债占比略高。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 193.06 亿元，同比下降 2.33%，主要由以短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

截至 2017 年底，公司短期借款合计 62.10 亿元，同比下降 24.69%，主要为抵押借款（22.76 亿元）和保证借款（29.01 亿元）。

截至 2017 年底，公司应付票据为 9.85 亿元，同比增长 17.26 %，全部为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应付账款 19.49 亿元，同比下降 11.60%，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 72.91%。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 50.06 亿元，同比下降 17.05%，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 52.40%，1~2 年的占 13.38%，2 年以上的占 34.22%。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 35.78 亿元，同比大幅增长，其中一年内到期的长期借款 11.78 亿元，一年内到期的应付债券 24.00 亿元。

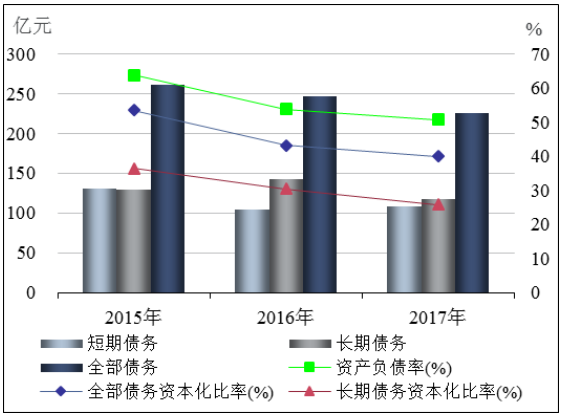
截至 2017 年底，公司非流动负债合计 156.10 亿元，同比下降 13.53%，主要是长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 37.56 亿元，同比增长 16.49%，主要是公司质押借款和保证借款分别增加 11.74 亿元和 22.26 亿元所致。

截至 2017 年底，公司应付债券合计 80.50 亿元，同比下降 26.48%，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”、14.94 亿元“15 天瑞集团债 01”等。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务为 225.79 亿元，同比下降 8.37%，其中短期债务为 107.74 亿元，长期债务为 118.05 亿元；同期资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.75%、39.99%和 25.84%，三者均 2016 年底有所下降。

图 3 近三年公司债务指标



资料来源：公司财务报告

总体看，公司负债水平有所下降，债务负担有所减轻。

2．盈利能力

2017 年公司营业总收入为 159.23 亿元，较 2016 年增长 70.20%，营业成本为 121.78 亿元，同比增长 74.96%，收入增长幅度小于成本的增长幅度，公司营业利润率较去年下降 2.07 个百分点，为 22.44 %。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用 27.52 亿元，较 2016 年增长 13.23%，主要是公司融资成本增加导致财务费用增长所致。2017 年，公司期间费用率为 17.28 %，较上年下降 8.69 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，2017 年公司获得投资收益 6.27 亿元，同比大幅增长，主要系交易性金融资产获得的投资收益大幅增长所致；同期，公司其他收益 3.59 亿元，主要为增值税返还。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，2017 年，公司实现营业利润 18.11 亿元。

2017 年，公司营业外收入大幅下降至 0.28 亿元，主要系会计准则变更导致增值税返还分类至“其他收益”科目所致。

2017 年，公司实现利润总额 18.32 亿元，同比大幅增长。2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率有所上升，分别为 5.27%和 4.15%，较去年分别上升 1.37 个和 2.19 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模大幅上升；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，公司整体利润水平一般。

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，2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 139.50 亿元，较 2016 年增长 32.76%；公司收到其他与经营活动有关的现金为 327.63 亿元，同比增长 2.78%，主要为暂借及往来款。2017 年，公司经营活动现金流入 470.58 亿元，较 2016 年增长 10.33%；同期，公司现金收入比为 87.61%，较去年下降 24.70 个百分点。

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，2017 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 85.72 亿元，较 2016 年增长 53.25%；支付其他与经营活动有关的现金为 335.34 亿元，同比增长 3.58%，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 440.26 亿元，较 2016 年增长 12.23 %。

2017 年，公司经营活动现金净流量为 30.33 亿元，同比下降 11.39 %。

2017 年，公司投资活动现金流入有所下降，为 6.32 亿元，主要为取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出较 2016 年大幅下降 66.88%至 4.62 亿元，以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主。2017 年公司投资活动净现金流为 1.71 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动

现金流入为 144.43 亿元，同比下降 7.11%，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 178.53 亿元，同比下降 11.74%，主要为偿还债务支付的现金。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -34.10 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量有所下降；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，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 78.92%和 70.82%，较 2016 年底分别下降 3.74 和 5.19 个百分点。2017 年，公司经营现金流动负债比为 15.71 %，同比下降 1.61 个百分点。总体来看，公司短期债务规模较大，存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 小幅上升，为 46.68 亿元，同比增长 16.91%；同期债务规模有所下降，全部债务/EBITDA 有所下降，为 4.84 倍，EBITDA 利息倍数为 2.94 倍，同比增长 0.70 个百分点。整体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司银行授信 121.79 亿元，目前已使用 105.96 亿元，尚未使用 15.83 亿元；其他金融机构融资授信额度 99.00 亿元，已使用 15.00 亿元，尚未使用 84.00 亿元。公司融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保总额为 3.10 亿元，对外担保比率为 0.91%，或有负债规模较小。

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2018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的分析，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，截至到目前，上述四期公司债券的剩余额度为 50.00 亿元。

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，集中兑付压力较大；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。

2017 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对测算额度 40 亿元的保障倍数分别为 1.17 倍、11.76 倍和 0.76 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较弱。

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。

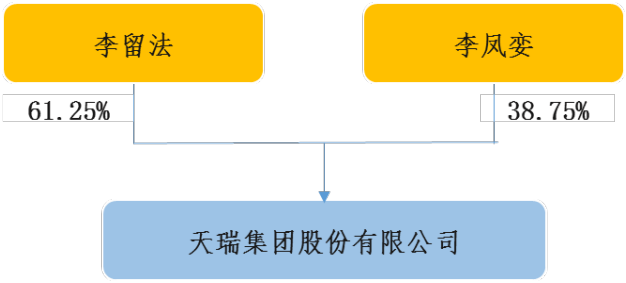
公司与国家开发银行股份有限公司河南分行签署了《开发性金融支持协议》。根据此协议，债券存续期内，当公司对债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，每次付息和本金兑付日前 20 个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该贷款仅用于为公司存续期内债券偿付本息，以解决公司本息偿付困难。

上述承诺对存续期债券偿付的安全性提供了一定保障。

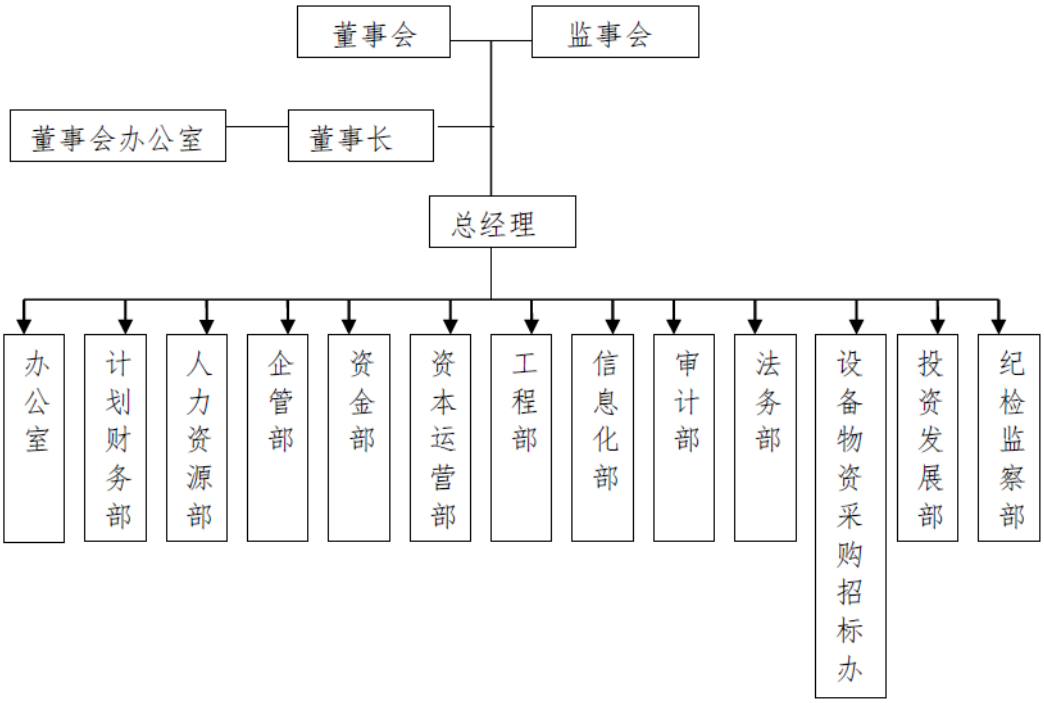
十三、 结论

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，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	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	90.36	75.25	55.79
资产总额(亿元)	626.01	702.54	688.05
所有者权益(亿元)	226.87	324.36	338.88
短期债务(亿元)	131.08	104.39	107.74
长期债务(亿元)	129.65	142.02	118.05
全部债务(亿元)	260.73	246.41	225.79
营业收入(亿元)	83.48	93.56	159.23
利润总额(亿元)	5.84	7.92	18.32
EBITDA(亿元)	38.33	39.93	46.68
经营性净现金流(亿元)	32.51	34.23	30.33
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.48	8.41	14.18
存货周转次数(次)	3.66	5.11	8.47
总资产周转次数(次)	0.14	0.14	0.23
现金收入比(%)	113.62	112.31	87.61
营业利润率(%)	21.36	24.52	22.44
总资本收益率(%)	4.44	3.90	5.27
净资产收益率(%)	2.38	1.96	4.15
长期债务资本化比率(%)	36.36	30.45	25.84
全部债务资本化比率(%)	53.47	43.17	39.99
资产负债率(%)	63.76	53.83	50.75
流动比率(%)	79.34	82.66	78.92
速动比率(%)	73.11	76.01	70.82
经营现金流动负债比(%)	14.35	17.31	15.71
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.23	2.94
全部债务/EBITDA(倍)	6.80	6.17	4.84

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。