跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1305 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将冀东发展集团有限责任公司主体长期信用等级由AA^{+}调整为AA，列入信用评级观察名单，并维持“15冀发展CP001”A-1的信用等级。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

冀东发展集团有限责任公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	列入信用评级观察名单
上次评级结果：AA+	列入信用评级观察名单

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 冀发展 CP001	13 亿元	2015/07/13~2016/07/13	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 8 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	94.62	77.79	78.89	64.91
资产总额(亿元)	639.31	634.64	628.45	628.67
所有者权益(亿元)	153.22	145.61	114.50	101.97
短期债务(亿元)	195.55	274.37	278.80	277.79
全部债务(亿元)	402.96	413.14	408.59	414.19
营业收入(亿元)	243.97	251.10	177.58	22.11
利润总额(亿元)	1.80	-1.55	-29.42	-11.97
EBITDA(亿元)	47.53	49.68	22.28	--
经营性净现金流(亿元)	-9.47	17.56	13.47	6.15
营业利润率(%)	20.43	16.31	10.17	-0.36
净资产收益率(%)	-1.01	-2.31	-23.03	--
资产负债率(%)	76.03	77.06	77.01	79.01
全部债务资本化比率(%)	72.45	73.94	73.87	75.84
流动比率(%)	90.52	68.25	64.63	59.94
全部债务/EBITDA(倍)	8.48	8.32	18.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.95	1.83	0.82	--
经营现金流动负债比(%)	-3.45	5.08	3.88	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；已将其他流动负债中的短期融资券调整至短期债务，将长期应付款调整至长期债务；公司将 2015 年 12 月发行的 30 亿元中期票据“15 冀发展 MTN001”计入所有者权益

分析师

刘秀秀　赵传第　王兴萍

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，冀东发展集团有限责任公司（以下简称“公司”）海外南非水泥项目投产运营及装配式住宅等新型房屋业务逐步开始实现收入，但联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到 2015 年以来，受固定资产投资和房地产投资增速下滑影响，水泥行业景气度持续下行，供需矛盾突出导致公司水泥销售量价齐跌，混凝土毛利率降为负值；受国家严控新增水泥生产线影响，公司装备工程板块对外销售收入和盈利能力不断下滑，主业经营亏损不断加剧并侵蚀未分配利润，期间费用大，处置秦岭水泥股权等非经常性收益对公司利润贡献大及短期偿付压力持续增大、债务负担不断加重等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

2016 年 3 月份以来，华北地区水泥下游需求有所回暖，带动公司水泥产销量同比增长，但公司经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格的止跌回升，短期内公司经营压力仍较大。若唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”）与北京金隅股份有限公司（以下简称“金隅股份”）重组成功，冀东水泥对华北地区水泥行业话语权和市场控制力将明显增强，但若重组完成后，公司面临不能再将重要子公司冀东水泥和唐山冀东混凝土有限公司（以下简称“混凝土公司”）纳入合并范围的风险。综合考虑目前此重大重组事项尚在进展过程中、未来仍存在一定的不确定性以及公司经营亏损现状，联合资信将公司继续列入信用评级观察名单。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA+调整为 AA，列入信用评级观察名单，并维持“15 冀发展 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 未来，随着京津冀一体化发展的逐步推进，公司水泥产品技术水平及产能优势有望得以显现。
2. 跟踪期内，海外南非水泥项目投产运营及装配式住宅等新型房屋业务逐步实现收入。
3. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对“15 冀发展 CP001”的保障程度强。

关注

1. 受公司主要水泥布局区域内固定资产投资增速放缓、行业下游需求疲软影响，2015年以来公司水泥、混凝土、装备等主营业务量价齐跌，亏损加剧，并不断侵蚀权益规模。
2. 跟踪期内，公司实际债务负担不断加重，短期偿付压力较大。
3. 跟踪期内，公司通过转让秦岭水泥部分股权以及相应会计科目调整后实现较大的非经常性损益，对利润贡献较大，但持续性弱；2015年，受增值税退税政策影响，公司税收返还同比大幅减少。
4. 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。
5. 若冀东水泥与金隅股份重组完成后，公司面临不能再将重要子公司冀东水泥和混凝土公司纳入合并范围的风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与冀东发展集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与冀东发展集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因冀东发展集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由冀东发展集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 冀发展 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于冀东发展集团有限责任公司主体长期信用及“15 冀发展 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本概况

冀东发展集团有限责任公司（以下简称“公司”或“冀东集团”）前身是河北省冀东水泥厂，1996 年 9 月经河北省体改委、河北省计委、河北省经贸委、河北省国资局（冀体改委生字[1996]4 号文）批准，按照现代企业制度规范改制组建成立河北省冀东水泥集团有限责任公司，为国家 520 家重点企业之一，2009 年更为现名。2010 年 6 月 30 日，融源成长（天津）股权投资合伙企业（有限公司）、新远景成长（天津）股权投资合伙企业（有限公司）对公司进行增资，唐山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“唐山市国资委”）持有公司 90%股权，融源成长（天津）股权投资合伙企业（有限公司）持股 7.45%，新远景成长（天津）股权投资合伙企业（有限公司）持股 2.55%。2013 年 12 月 31 日，唐山市国资委将公司 10%的股份通过河北省产权交易中心公开挂牌转让给新的投资人中泰信托有限责任公司。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 12.40 亿元，唐山市国资委持有公司 90%股权，为公司最终控制人；中泰信托有限责任公司持公司 10%股权（附件 1-1）。因冀东集团与北京金隅股份有限公司（以下简称“金隅股份”）正在筹划重大重组事宜，若重组能够完成，公司控股股东将变更为北京金隅股份有限公司，最终控制人将由唐山市国资委变更为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）（详见本文：五、6.重大事项，附件 1-2）。

公司经营范围：通过控股、参股、兼并、租赁运营资本；熟料、水泥、水泥制品、混凝土、石灰石、建材（木材、石灰除外）、黑色金属材料及金属矿产品、电子产品、化工产品（涉及行政许可项目除外）、化肥、石油焦、五金、交电、水泥机械设备、塑料及橡胶制品、石膏及其制品、食用农产品、钢材、针纺织品批发、零售；货物及技术进出口业务（国家限定或禁止的项目除外）；普通货运；对外承包工程：承包与其实力、规模、业绩相适应的国外工程项目、对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；煤炭批发；装备工程制造、安装、调试技术咨询；露天建筑用白云岩开采（限玉田，取得资质后方可开采）；以下限分支经营：骨料、建材、砼结构构件、耐火材料制品、石膏、水泥制品、混凝土外加剂、水泥助磨剂、浇注料及其他外加剂生产、销售；新材料技术推广服务（以上各项涉及国家专项审批的未经批准不得经营）。

截至 2016 年 3 月底，公司本部设董事会秘书室、总经理办公室、风险控制部、战略规划发展部、财务管理部、预算管理部、安全生产监察部、工程管理部等合计 15 个职能部门（见附件 1-1）。截至 2016 年 3 月底，公司下属全资及控股二级子公司 34 家，其中公司控股上市公司两家，分别为：唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”，股票代码 000401.SZ，持股比例 37.48%）和唐山冀东装备工程股份有限公司（以下简称“冀东装备”，股票代码 000856.SZ，持股比例 41.52%）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 628.45 亿元，所有者权益 144.50 亿元（其中少数股东权益 83.75 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 177.58 亿元，利润总额-29.42 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 628.67 亿元，所有者权益 131.97 亿元（其中少数股东权益 76.83 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.11 亿元，利润总额-11.97 亿元。

公司注册地址：唐山丰润区林荫路东侧；法定代表人：张增光。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司为集水泥生产、装备制造、混凝土、贸易、骨料、房地产等多种经营为一体的大型综合性企业集团，主要以水泥生产为经营主业，随着近几年的扩张，混凝土、装备工程和贸易板块也得到较快发展。

1. 水泥行业

（1）水泥行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前中国水泥产量占世界总产量的 60%左右。

市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著，近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。同时，由于水泥不能长期储存，运输半径较小，水泥产销率一直保持较高水平，水泥库存比较低。

2013年受“稳增长”政策的提振，尤其是3月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，2013年水泥产量24.2亿吨，同比增长10.55%，增速比2012年提升4.69个百分点；销量23.89亿吨，同比增长10.54%。

2014 年全年水泥产量为 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，增速显著放缓；2014 年，全国累计销售水泥 24.47 亿吨，较 2013 年增长 2.43%。

2015 年受固定资产投资增速大幅下滑的影响，全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 5.18%，是自 1991 年以来中国水泥产量首次出现负增长。

2016 年 1~4 月，房地产开发投资和基础设施建设投资恢复性增长拉动水泥需求回升，全国水泥产量累计 6.59 亿吨，同比增长 3.20%，其中，华东地区、华北地区是主要产量上涨区域。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的 30%和 25%。2013 年以来，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近三年，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，合计年度新增熟料产能 4712 万吨，比 2014 年减少 2319 万吨，已经连续三年新增产能呈递减趋势。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。由于 2015 年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015 年水泥熟料实际产能富余量超过 6 亿吨。

2015 年，从水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 15.77%；其次是华北地区，水泥产量同比也大幅下滑 14.60%；西北和华东地区产量也有一定程度的下滑，同比分别下降 7.19%和 8%；中南地区产量仅有小幅下滑，同比下降 1.72%；西南地区表现较好，是全国唯一累计产量为正增长的区域，同比增长 1.30%。

2015 年以来水泥下游需求的景气逐季走低，一直延续到 2016 年 2 月，3 月份在全国固定资产投资底部回升趋势下，需求呈现反弹，使得 3 月份全国水泥产量同比增长 24%，是自 2014 年 8 月份以来首次同比正增长。2016 年 1~4 月，水泥产量与去年同期相比，北方地区

出现分化走势，受益于下游需求逐步回暖，华北保持两位数的高速增长，同比增长 11.26%，西北基本持平，同比增长 0.29%，东北市场未见好转，同比下降 3.75%，成为各大水泥区域市场中唯一下滑的区域；南方地区，西南保持较好的增长水平，同比增长 5.34%，华东和中南地区呈现小幅增长，同比分别增长 2.32%和 2.25%。

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

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

水泥价格

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

图 1　2010~2016 年 5 月全国水泥月度价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网

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

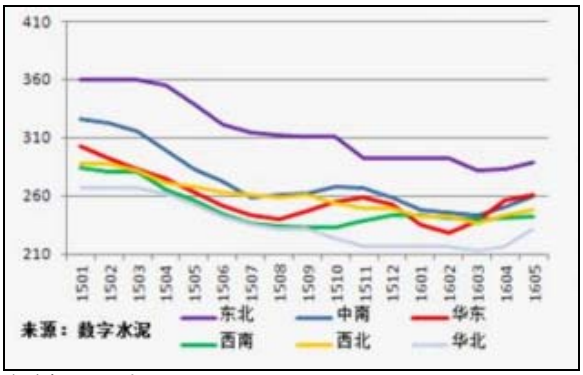
2014 年，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显较弱，且 12 月份受季节性因素影响，水泥价格又有短暂回调。

2015 年，在产能过剩和下游需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行。2015 年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降。截至 2015 年 12 月 31 日，中国水泥价格指数降至 79.25，价格走势与水泥行业景气度保持一致。

2016 年 1~5 月，水泥价格呈波动增长趋势，一季度行业淡季之后，随着下游房地产和基建需求开始明显恢复，水泥价格开始回升，截至 2016 年 5 月底，中国水泥价格指数回升至 83.80，较 2015 年底增长 5.74%。

图 2　2015~2016 年 5 月分区域水泥价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网

从区域水泥价格方面看，2015年，华北、西北、东北地区价格持续下跌，西南、华东、中南地区虽二、四季度有小幅反弹行情，但力度微弱，全年同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于2014年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企

业“以价换量”，价格大幅下滑，在第三季度甚至一度跌至六大区域中的最低水平；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。

2016年1~2月，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，3月份市场需求增长和生产随着错峰停产或春季停窑检修结束恢复，华东地区引领全国水泥价格开始触底反弹，西北的陕西、新疆，东北的辽宁、西南的贵州及中南的河南部分地区价格也出现上调，华北地区价格仍然疲软。4月以后，北方地区随着气温的回升需求开始明显恢复，华北地区领涨全国水泥价格，南方地区涨势逐渐消退，华东部分地区开始出现价格下行走势，从全国平均价格来看仍保持上涨趋势。根据Wind资讯数据显示，截至2016年5月27日，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区PO42.5水泥均价分别为244.00元/吨、318.33元/吨、285.00元/吨、277.14元/吨、282.50元/吨和286.67元/吨，较2015年底变动率分别为-1.61%、4.37%、7.95%、7.48%、5.61%和2.69%。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行、房地产投资回暖、国内基础设施建设加快对水泥需求的拉动及大型水泥企业的重大重组，水泥价格有望得到回升，2016年，区域龙头企业对行业的整合力度不断加大将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。预计2016年全年水泥价格不会继续2015年下滑趋势，但仍将保持低位。

行业经济效益

2014年水泥全行业利润总额达780亿元，比2013年增长1.8%。从月度看，利润同比增长表现出“前高后低”的特点。主要是由于2013年下半年价格“翘尾”明显，而2014年下半年价格以下跌为主，水泥行业盈利能力较去年同期下降。4~7月，虽水泥产品价格持续下跌，但成本端煤炭价格跌幅更大（煤炭均价同比下降12%），单月盈利能力始终高于去年同期。9月进入旺季，价格环升，但上升幅度不及2013年同期，盈利能力同比下降。12月上中旬，库存高和需求弱促使水泥价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

2015年，煤炭价格的进一步下滑未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在行业产能过剩严重及下游需求下滑的形势下，水泥市场呈现出量价齐跌的趋势，企业亏损加大。根据国家统计局统计数据，2015年中国水泥行业累计实现收入8897亿元，同比下降9.4%，行业亏损企业额达到历史新高的215亿元，比2014年增长119%，亏损面达到35%；行业销售利润率仅为3.7%，是近十年以来最低的一年。

从区域来看，2015年华北全行业亏损，东北、西北和西南下滑幅度超过90%，两大利润区华东和中南地区也分别下滑接近50%。从利润率来看，华北地区创历史新低，为-5.7%，连续3年低于行业平均水平，是目前区域效益最差区域。东北、西北和西南表现接近，利润率不到1%，形势堪忧。华东和中南地区利润率好于全国平均，保持在5%左右的水平。利润及利润率的下滑首先是由于需求下滑的同时产能仍然在增加，供需矛盾严峻；其次，在行业竞合上，部分大企业主导低价竞争拼实力，不采取自律协同的做法，通过低价提高市场占有份额，而生产技术相对较落后的企业，不愿意主动退出，不断降低水泥销售价格，均压缩了水泥行业的利润空间；另外随着产量下滑，水泥生产线产能利用率进一步降低，折旧等成本无法充分摊薄，以及受增值税退税政策改革等因素影响，均拉低了水泥企业利润规模。

2016年以来，全国水泥市场需求出现回暖迹象，部分地区价格出现多次拉升，但由于前期水泥价格持续下滑，全国水泥价格仍处于低位运行，全行业盈利表现不佳。根据国家统计局数据显示，2016年一季度，水泥行业实现销售收入1588亿元，同比下降8.02%；全行业亏损20.4亿元，预计上半年全行业效益不容乐观。

（2）竞争格局

从全国范围来看，近年来，由于新建产能

受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式，中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范，在一定程度上解决了企业产能盲目扩张、价格无序竞争等问题。根据中国水泥协会公布的数据，截至2015年底，前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.5亿吨，占全国总产能的75%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的54%，预期中的水泥行业并购大潮未在2015年大规模出现。进入2016年，水泥行业联合重组步伐加速，中材集团与中国建筑材料集团正在筹划战略重组事宜，金隅股份与冀东集团已开始进行战略重组。

表1　截至2015年底全国水泥企业熟料产能排名（单位：万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	31453	11	天瑞水泥	3209
2	海螺水泥	20376	12	亚洲水泥	2062
3	中材集团	8784	13	亚泰水泥	1981
4	冀东水泥	7080	14	尧柏水泥	1907
5	拉法基豪瑞中国	6479	15	云南昆泥	1727
6	华润水泥控股有限公司	6324	16	青松建化	1606
7	山水集团	5460	17	金峰水泥	1318
8	红狮水泥	4241	18	蒙西水泥	1302
9	台湾水泥	4067	19	葛洲坝水泥	1280
10	北京金隅	3460	20	河南同力水泥	1225

资料来源：中国水泥网

注：统计截至 2015 年 12 月 31 日已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能；全年窑的运转率按 310 天计算产能；中国建材产能统计包含其合并范围内的南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥；中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材；拉法基豪瑞中国产能统计包含其合并范围内华新水泥、双马水泥等。

根据中国水泥协会公布的数据，2015 年，中国水泥企业熟料产能排名中，中国建材、海螺水泥产能以绝对优势分别位居第一和第二。

水泥行业具有典型的销售半径，一般来看，水泥的销售辐射在周边 300 公里左右（华东地区在 500 公里左右），超过这个半径，其运输成本的增加将使其销售优势大幅削弱。因此，水泥市场的区域性更为明显，形成了目前多范围、多格局并存的区域水泥市场。

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差异，将中国分成 7 个区域分析，其中华东区域为较为稳定的成熟类区域，每年的水泥产销增速基本保持稳定，以新建为主的发展方式已经结束。西南地区受宏观经济环境和地区基本情况影响，水泥行业处于较快增长阶段，虽然水泥产量占比不大，但每年增速较高。

大型水泥企业通过区域拓展，在提高行业集中度的同时降低行业竞争的无序性，从而有助于中国水泥行业的有序发展。

表 2　水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	环渤海经济圈及京津冀一体化的不断推动，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	中国建材（子公司北方水泥、宾州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，CRH	振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。
西北	中材集团（子公司赛马实业、天山股份、祁连山水泥）、冀东水泥、西部水泥	受益于西部大开发，此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。
华东	中国建材（子公司南方水泥和中联水泥）、海	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，区域集中度

	螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团	高，是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、鱼峰	竞争激烈，整合趋势明显，已步入成熟市场。
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞水泥、同力、葛洲坝等	得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段。
西南	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基等	除中国建材、拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，近年来新投产产能较多。

资料来源：数字水泥网

（3）上下游分析

上游原材料

水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

煤炭

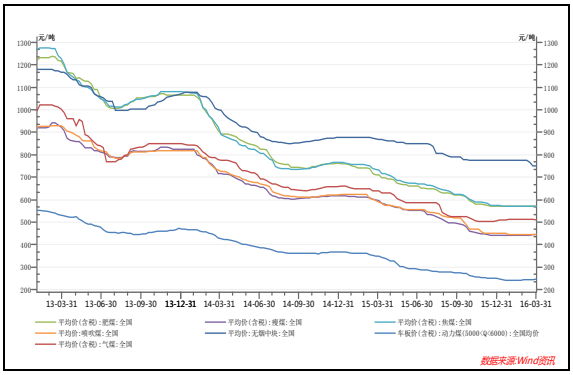
国内整体煤炭行业仍处供大于求形势，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道，煤炭行业仍旧持续低迷。2014 年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据 Wind 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是 449 元/吨、573 元/吨、774 元/吨和 297 元/吨，分别较 2014 年底下降 27.58%、24.70%、11.24%和 28.26%。总体上看，煤炭价格的下跌一定程度上缓解了水泥行业的成本端压力，煤炭价格仍将维持底部整理格局。

电力

2015 年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748 号)规定，自 4 月 20 日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。电价小幅下调一定程度上减轻水泥企业用电成本。

图3　近年来国内主要煤炭品种含税均价

（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。同时，国内水泥行业为了节约成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完纯低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供约30%的用电。相对而言，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

下游需求

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，工业、农业生产建设以及公共事业分别各占水泥市场需求的

15%。因此，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量。

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业。2015年，上述三大行业合计的城镇基建固定资产投资累计为13.13万亿元，同比增长17.27%。近年来，基础设施建设投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应减弱。2016年1~5月，基础设施投资（不含电力）3.50万亿元，同比增长20%，增速比1-4月份加快1个百分点，其中，铁路运输投资和道路运输投资增速均出现小幅上涨，拉动水泥需求的投资保持相对平稳增长势头。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2013年，全国房地产开发投资8.60万亿元，比上年名义增长19.8%（扣除价格因素实际增长19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。2014年全国房地产开发投资9.50万亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速较2013年显著放缓，增速为近10年来的最低值；其中住宅投资增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，比上年下降10.7%，其中住宅新开工面积下降14.4%。2015年，全国房地产开发投资9.60万亿元，同比名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增幅较去年下降9.5个百分点；其中，住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%，增速大幅回落。

2016年1~3月，全国房地产开发投资1.77万亿元，同比名义增长6.2%（扣除价格因素实际增长9.1%），增速有所回升。2016年1~3月，商品房销售面积24299万平方米，增长33.1%。；房屋新开工面积28281万平方米，增长19.2%；房屋竣工面积20001万平方米，增长17.7%。2016年一季度，房地产投资出现企稳回暖趋势，主要是前期刺激政策效果显现，以及国家陆续出台了降息、降低首付比例、公积金政策调整等一系列行业政策所致。

由此看出，基建投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应有所减弱，而房地产投资增速的快速下滑是导致 2015 年水泥需求增速大幅下降的主要原因。不过，2016 年以来，基建和房地产投资有所回暖，水泥行业下游需求情况有所改善，对水泥需求形成一定支撑。未来下游需求行业走势仍值得关注。

（4）行业政策和关注

随着水泥产能过剩问题的日益凸显，有关控制水泥产能过快增长、促进高标号水泥产品发展的政策密集出台（详见下表）。具体来看，2015年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①倡导逐步取消32.5复合硅酸盐水泥，32.5复合水泥标准取消有望增加高标号水泥产量、一定程度上化解熟料过剩产能；此外，根据之前的增值税退税政策，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于30%，实行增值税100%即征即退，2015年7月1日起，资源综合利用退税由100%即征即退改为退税比例为70%，且对环境标准更加从严，而且42.5及以上等级水泥的原料20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料40%以上来自废渣，使生产低标号水泥的企业难度加大，目的是鼓励高标号水泥生产，促使企业进行技术创新，在提高废渣的掺兑比例的同时确保产品的质量。然而，中国水泥产量中32.5强度等级复合硅酸盐水泥约占50%，对水泥企业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消32.5复合水泥历程将较为漫长；②严禁新增产能，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的水泥熟料产能置换。在建项目须实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；③试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑（新型干法水泥熟料生产线）协同处置项目开展试点。目前，已建成的水泥窑协同处置生活垃圾项目的水泥企业包括：海螺水泥、华新水泥、中国中材集团、拉法基瑞安水泥有限公司和河南同力水泥股份有限公司等。

表 3　2014 年底以来水泥行业相关政策

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2014.12.2	关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告	复合硅酸盐水泥的强度等级分为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 五个等级，不再包含 32.5。
2015.4.20	《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015]127 号）	产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；新（改、扩）建项目产能置换指标，须为 2013 年及以后列入工业和信息化部公告或省级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能；支持跨地区产能置换。
2015.4.23	《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》（工信厅联节[2015]28 号）	试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和国家投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线，试点及评估工作期限为 2 年。
2015.6.12	关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知	将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：42.5 及以上等级水泥的原料 20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40%以上来自废渣；纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。
2015.8.31	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知（工信部联原[2015]309 号）	发展高品质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用 C35 及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。
2015.11.13	《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号）	为减轻大气污染，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产。
2016.1.14	《两部门关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》（发改价格[2016]75 号）	对 GB16780-2012《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高，加速淘汰落后生产线。
2016.5.18	《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）	严禁新增产能，淘汰落后产能，推进联合重组，加快转型升级；到 2020 年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料前 10 家企业的生产集中度达 60%左右。

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

2015年11月13日，工信部和环境保护部联合下发《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542号），为减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产，但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外。2015年冬天，水泥错峰生产的试行范围进一步扩大，这将对遏制产能严重过剩和增加企业效益发挥一定作用，但对水泥企业经营效益会造成一定影响。

2016年5月18日，国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》是国务院近20年来首个专门为建材工业制定的文件，不仅是行业当前降本增效实现脱困发展的政策指导，也是行业“十三五”期间化解产能过剩、推进供给侧结构性改革的纲领性文件，在坚决去产能，在严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等方面都提出了新要求和新措施，目标是到2020年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；建材产品深加工水平和绿色建材产品比重稳步提高，质量水平和高端产品供给能力显著增强，节能减排和资源综合利用水平进一步提升；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。

总体看，上述政策旨在推进高标号水泥产品及绿色建材的推广使用，逐步淘汰低标号水泥产品，但该项调控短期内对企业影响有限；而继续严控新增产能，倡导跨区域产能等量或减量置换，产品结构调整、产能优化整合和严控污染物排放、提倡错峰生产等仍是水泥行业的主要基调；此外，对于水泥行业用电价格机制的合理运用，也是水泥行业调控政策的新尝试。

（5）行业发展

展望 2016 年水泥行业，从行业需求来看，中国城镇基础设施的建设，将一定程度上促进

水泥需求，但应重点关注其投资落地的时效性，或存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用尚待观察；此外，受宽松的货币环境及房地产政策环境影响，一线及二线房地产市场急剧升温，但三四线城市库存压力仍较为严峻，新开工、施工数据转好，数据持续性仍待检验，预计全年保持投资增速平稳的趋势。总体来看，2016 年下半年水泥行业需求存在一定回暖预期，但水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，随 2015 年部分产能投产加之 2015 年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016 年新增产能同比增速将保持继续下滑；对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，包括产能供给侧减量和结构调整两个方面。

总体来看，预计短期内，中国水泥市场价格以平稳或小幅回升为主，但仍将保持低位，行业整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

2. 水泥装备制造行业和混凝土行业

水泥装备制造行业

经过三十多年的发展，中国水泥行业将自主创新与引进吸收再创新相结合，大力开展水泥工艺技术与装备的开发研究，使中国水泥工业技术与装备基本实现了与国际平均水平同步。

近年来，中国相继开发和生产了 5000 吨/天~10000 吨/天水泥生产线所需的机械装备，既满足了中国水泥工业的结构调整发展需要，又大量出口，彻底改变了长期以来国际上大型水泥生产线的成套装备由丹麦史密斯、德国洪堡、伯力鸠斯等几家著名跨国公司垄断的局面。同时，水泥机械产品的出口市场更趋多元化，不仅继续在东南亚、非洲等传统的出口市场中保持优势，而且在中东、美洲及欧洲等地逐步占据了重要地位，未来水泥机械产品出口将成为重要的利润增长来源。

从未来发展趋势看，国家关于水泥产业严控新增产能、淘汰落后产能、水泥窑协同处置生活垃圾等政策的导向驱动下，未来水泥工业装备将向着高效、环保、节能方向发展。但由于水泥行业投资增速放缓，新建水泥生产线较少，导致水泥装备制造行业收入大幅下滑，各企业通过不断调整产品结构以应对行业需求弱化带来的不良影响。

商品混凝土行业

现代混凝土是由水泥、矿物掺合料、砂、石、空气、水和外加剂等组成的多相聚集体。

目前国内的混凝土行业极为不规范，各种投资模式都有，主要以建筑施工企业、水泥企业、房地产等企业为背景，大多是粗放式管理经营，由于缺乏统一的建设设计规范与环保要求，站点规模一般不大，装备布置各异，人员素质参差不齐，短期经营与快速盈利的目的性强，砂石骨料的料场多为面积不大的敞开式非封闭料场，土地多为租用，运输车辆如罐车、泵车等多为个人产权的挂靠车辆，总体来讲投资额不大，建设周期短，门槛不高，行业秩序也不规范。

混凝土行业是个高垫资、低回款的行业，拖欠款问题十分严重，也一直是困扰混凝土企业的一大难题，大部分混凝土企业的应收账款每立方米混凝土 140 元以上，华润、华新等企业应收账款状况相对较好，几乎所有进入混凝土行业的企业都要面临应收账款的问题。

2015年，由于全国固定资产投资和房地产投资增速双双下滑，根据国家统计局的统计数据显示，近年来，中国商品混凝土产量不断增长，2015年，全国商品混凝土产量为16.41亿立方米，同比增长2.1%，增速同比回落9.3个百分点，是“十二五”期间增速最低的一年。2015

年，混凝土与水泥制品行业全年实现主营业务收入10932亿元，同比增长3.5%；实现利润632亿元，同比增长2.3%。

从行业规模来看，根据中国混凝土网的统计数据，截至2015年底，全国混凝土企业总数约为12546家（有资质企业约为8831家），竞争非常激烈。从区域情况来看，2015年，华北、东北、华东、西南、西北地区产量均出现不同程度的下滑，其中华北、东北地区受限产因素影响，商品混凝土年产量分别同比下滑18.65%和23.04%。西北地区受困于产能急剧增加，而房地产等建设项目减少，供需矛盾愈加突显，2015年商品混凝土总产量1.3亿立方米，同比下滑16.99%。从各省市情况来看，江苏、广东、山东、浙江和河南5省商品混凝土产量居全国前五名，其中江苏省2015年商品混凝土产量2.23亿立方米（有资质的混凝土企业总产量共计1.93亿立方米），同比下滑9.39%。全国各省市中，贵州省2015年商品混凝土产量5535万立方米，同比增长28.72%，增速为全国之首，主要受益于当地基础设施建设投资的提速。

总体看，受基础设施建设、房地产等固定资产投资增速放缓影响，商品混凝土市场需求偏弱，行业整体经济增长动力不足，行业毛利率下滑。随着新型建筑工业化、绿色生态环保节能建材等新的市场需求和日益严厉的节能减排、清洁生产等产业政策倒逼企业必须加快产品结构调整步伐。公司混凝土布局主要围绕在京津冀地区，从未来发展趋势看，受京津冀一体化政策的落实和推进，长期来看，公司混凝土主要布局区域内市场需求前景较好，但短期内难以得到有效改善。

五、基础素质分析

1．产权状况

截至 2016 年 3 月底，唐山市国资委持有公司 90%股份，公司最终控制人为唐山市国资委。

2．企业规模

公司是中国建材行业的大型企业，是一个涵盖水泥、混凝土、装备工程，涉足砂石骨料及建材制品、贸易、物流、再生资源综合利用、房地产、海外发展、矿业的跨行业、跨区域、跨所有制、跨国界的综合性企业集团。截至2016年3月底，公司下属全资及控股子公司34家，其中控股冀东水泥和冀东装备两家上市公司。

水泥板块

冀东水泥是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一和中国北方最大的水泥生产厂商。截至 2016 年 5 月底，冀东水泥共拥有水泥熟料生产线 52 条、粉磨站 7 个，其中，日产熟料 4000 吨以上的水泥熟料生产线 34 条；冀东水泥具备年产 7483 万吨熟料、12528 万吨水泥的生产能力（含试生产的生产线产能）。其市场覆盖京津冀、内蒙古、陕西、山西、吉林、重庆、辽宁、黑龙江、湖南、山东等区域 12 个省市，部分区域市场占有率高，区域及规模优势明显。截至 2016 年 3 月底，冀东水泥拥有 27 项石灰石矿采矿权，石灰石资源可采储量超过 20 亿吨，充足的原料供应为公司生产提供了有力的保证。

装备工程板块

公司装备工程板块主要经营主体为冀东装备，是中国最早的水泥装备制造和维修企业，具备日产2000吨至12000吨新型干法水泥熟料生产线的国内和海外EPC工程服务能力，具备水泥生产线从工艺设计、装备设计制造、建筑安装、生产调试到备件供应、维修服务、生产运营的全产业链服务能力。冀东装备由原上市公司唐山陶瓷股份有限公司（以下简称“唐山陶瓷”）通过资产置换及更名而来，下属盾石机械、盾石建筑、盾石筑炉三家全资子公司及盾石电气、威克莱冀东耐磨技术工程（唐山）有限公司、唐山冀东机电设备有限公司、唐山曹妃甸冀东装备机械热加工有限公司等四家控股子公司。

盾石机械是中国大型水泥机械制造企业之一，目前，盾石机械年装备制造能力达8万吨（成套能力10万吨），以日产2500吨~10000吨水泥生产线主机设备为主。涵盖冶金、化工、港口、环保、电力、矿山等行业设备，产品覆盖全国市场，并出口到美国等二十多个国家和地区。2016年，根据冀东装备相关公告，冀东装备向关联方唐山冀东发展机械设备制造有限公司（以下简称“冀东机械”）转让全资子公司盾石机械全部股权，根据资产评估报告，本次交易价格为1.67亿元，考虑到冀东机械为冀东集团的二级并表子公司，目前，本次交易已完成，盾石机械仍为冀东集团并表孙公司。

商品混凝土板块

唐山冀东混凝土有限公司（以下简称“混凝土公司”）是由冀东集团和冀东水泥共同出资组建的，成立于2009年4月，混凝土公司目前注册资本19.90亿元人民币，是华东地区规模较大的混凝土加工企业。混凝土公司依托冀东集团的广阔平台，借助冀东水泥和砂石骨料公司（集团下属子公司）发展战略实现上游产业链集群发展，围绕冀东水泥区域资源优势先后通过收购或新建等方式拓展商品混凝土产业，截至2016年3月底，混凝土公司已在京、津、唐、陕、晋、蒙、湘、吉、辽、渝等10省，收购或新建混凝土公司44家，搅拌站站点55个，具备年生产混凝土2905万方的能力。

3．人员素质

2016年5月，根据唐山市国资委《关于王晓华免职退休建议通知》（国资干字[2016]70号），公司总经理王晓华先生因退休不再担任总经理职务。公司与金隅股份战略重组过渡期间，公司日常事务由公司深化改革工作领导小组主持。具体总经理人选待重组完成后再另行聘任。本次人事变动不会影响公司的正常运作、日常管理、生产经营及偿债能力。

4．技术水平

截至2016年3月底，公司共投产纯低温余热发电机组42台（套），总装机容量369WM。2015年和2016年一季度，公司分别利用余热发电16.19亿度和2.16亿度，分别相当于节约标煤56.67万吨和7.56万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的42%；2015年和2016年一季度，公司利用余热发电成本约为0.19元/度和0.21元/度，节约电费成本约8.31亿元和1.16亿元。在氮氧化物减排方面，公司52条熟料生产线均已完成氮氧化物减排项目建设；水泥窑协同处理生活垃圾项目正在规划中，计划2016年完成19条熟料生产线协同处置生活垃圾改造项目，截至目前暂无完成改造的熟料生产线。

在提高资源综合利用水平方面，目前公司可利用废渣包括石灰石废石、砂岩尾矿、铁矿石尾矿、钢渣、矿渣等十几种。公司按照“减量化、资源化、再利用”的原则，最大限度地利用工业废弃物，实现少排放甚至零排放。

在氮氧化物减排方面，公司已经与日本、德国、美国等多家技术单位进行交流，积极进行技术储备。一直以来，公司均严格执行国家环保标准，在粉尘及废弃方面均采取有效措施，提前实现国家要求的环保目标，新环保法对公司影响较小。

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。

5．外部环境

区位优势

公司主要销售的京津唐地区是中国经济发展的重点区域，其中天津滨海新区、曹妃甸循环经济示范区、南堡开发区等国家重点开发区均处于公司合理的销售半径内，区域经济发展潜力巨大、水泥需求旺盛，公司区位优势明显。

在区域竞争方面，公司业务区域主要集中在华北地区，公司在该区域的主要竞争对手为

金隅股份。2013~2015 年，华北地区水泥产量分别为 2.59 亿吨、2.31 亿吨和 1.98 亿元，分别占全国的 10.73%、9.33%和 8.42%。华北地区的行业集中度尚可，冀东水泥占整个华北地区 22%左右的市场份额，金隅水泥占 17%左右的市场份额。公司在北京、天津和唐山的市场份额分别约为 20%、30%和 75%。公司水泥业务分布既包括传统的京津唐及周边地区，也包括陕西、山西、内蒙、东北、渝川和湖南等大区。

外部支持

公司是国家重点支持的12家全国性水泥企业集团，能够在项目核准、土地审批、信贷投放等方面获得优先支持。

根据《河北省人民政府办公厅关于下达第三批省重点产业支撑项目的通知》，公司在河北省内的一揽子项目，包括 14 项水泥扩能工程项目和 2 项装备项目已被列入河北省政府第三批重点产业支撑项目，将得到财税、土地、资金融通和行政服务方面的支持。

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通知》（[2008]156 号）和《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通知》（财税[2009]163 号），对满足“采用旋窑法工艺生产的水泥（包括水泥熟料）或者外购水泥熟料采用研磨工艺生产的水泥，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于 30%”条件的自产水泥（包括水泥熟料）实行增值税即征即退政策。2015 年 6 月 12 日，财政部和国家税务总局两部委印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》（以下简称“目录”）的通知。目录将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：①42.5 及以上等级水泥的原料 20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40%以上来自废渣；②纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。此次增值税退税政策的调整使原先不能享受优惠退税政策的 42.5 及以上等级水泥获得实质受益，同时降低了 32.5 等级水泥的退税比例，提高了掺比要求；并明确了获益的环保条件，在环境标准上更加严格。本次增值税优惠税率的调整短期内对公司退税总额有一定影响，但对淘汰落后产能、优化竞争格局方面起到了积极作用。

2014 年和 2015 年，公司获得资源综合利用增值税退税、政府奖励、节能减排补贴款、财政贴息款和拆迁补贴金等政府补助收入分别为 6.10 亿元和 2.55 亿元，2015 年，政府补助收入同比大幅下滑，主要系增值税退税政策的调整所致。

6. 重大事项

秦岭水泥重组事宜

2014 年 4 月 29 日，公司召开董事会审议通过了①购买陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司（以下简称“秦岭水泥”）全部资产（含负债）；②同意秦岭水泥进行重大资产重组，包括向公司出售全部资产（含负债）和向中国再生资源开发有限公司（以下简称“中再生公司”）及其他关联方发行股份购买资产；③公司以 2.75 元/股的价格将持有的 1 亿股秦岭水泥股份转让给中再生公司的议案。本次转让事项与秦岭水泥重大资产重组事项（包括重大资产出售和发行股份购买资产）互为前提，同日生效。根据公司与秦岭水泥签署的《重大资产出售协议》，公司以人民币 2945 万元购买秦岭水泥全部资产（含负债），实施方式为秦岭水泥全资子公司冀东水泥铜川有限公司（以下简称“铜川公司”）承接秦岭水泥全部资产（含负债）、业务和员工，待重大资产重组方案获得批准后，铜川公司的股权连同秦岭水泥体内其他的资产（含负债）出售给冀东水泥。

2015 年 4 月 11 日，秦岭水泥收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准秦岭水泥重大资产重组及向中国再生资源开发有限公司等发行股份购买

资产的批复》（证监许可[2015]491 号），秦岭水泥重大资产重组及发行股份购买资产事项获得中国证监会核准。

2015 年 4 月 17 日，公司向中再生公司转让持有的 1 亿股秦岭水泥股份，相关转让过户手续已实施完成；2015 年 6 月 24 日，承接了秦岭水泥资产（含负债）的铜川公司完成股权过户手续，铜川公司成为冀东水泥全资子公司。

转让事项完成后，公司不再是秦岭水泥第一大股东，秦岭水泥不再纳入公司合并范围，公司将所拥有的剩余秦岭水泥股票（0.85 亿股）调至“交易性金融资产”科目核算，该部分股份可在二级市场随时变现。

本次重组后，原秦岭水泥的全部资产、负债、人员等仍属于公司；此外，因本次股权转让，公司处置长期股权投资产生投资收益 2.52 亿元；同时公司尚持有秦岭水泥 0.85 亿股股权，由于会计科目调整，剩余股权按公允价值重新计量形成较大收益。2015 年，公司出售部分秦岭水泥股权，截至 2016 年 3 月底，公司尚持有秦岭水泥 0.72 亿股股权，持股比例为 5.33%。

冀东集团、冀东水泥与金隅重组事宜

2016 年 4 月 8 日，冀东装备发布《唐山冀东装备工程股份有限公司关于公司股票被实施退市风险警示继续停牌的公告》，公告称鉴于冀东装备 2014 年、2015 年连续两个会计年度经审计的净利润为负值，根据《深圳证券交易所股票上市规则》等有关规定，深圳证券交易所将对其股票实行“退市风险警示”。

冀东水泥于 2016 年 4 月 6 日发布《唐山冀东水泥股份有限公司重大事项停牌公告》，公告称：2016 年 4 月 5 日，冀东水泥收到唐山市国资委通知，为深入贯彻落实国家京津冀协同发展的战略部署，积极响应中央关于加强供给侧结构性改革、大气污染防治、促进产业优化升级的政策精神，唐山市国资委正与北京金隅集团有限责任公司（以下简称“金隅集团”）筹划战略合作，合作内容可能涉及冀东装备和冀东水泥，但合作方案尚存在不确定性。为保证公平信息披露，避免造成冀东水泥股价异常波动，冀东水泥股票自 2016 年 4 月 6 日开市起停牌，截至报告出具日，尚未复牌。

根据唐山市国资委及冀东集团与金隅股份于 2016 年 4 月 15 日签署的《关于冀东发展集团有限责任公司重组之框架协议》（以下简称“框架协议”），本次重组方案包括两个部分：（1）股权重组：金隅股份以现金认购冀东集团新增注册资本及/或受让冀东集团股东持有的冀东集团股权，使得金隅股份持有冀东集团的股权比例不低于 51%，成为冀东集团的控股股东；（2）资产重组：冀东水泥以向金隅股份及/或冀东集团非公开发行 A 股股份的方式（具体可以包括发行股份或发行股份与支付现金相结合等方式）购买金隅股份及/或冀东集团持有的水泥及混凝土等相关业务、资产并募集配套资金。在满足条件之日起 2 个工作日内，金隅股份向冀东集团预付人民币 30 亿元（该笔资金已于 2016 年 4 月 15 日支付），其中人民币 10 亿元为股权重组的定金，剩余预付资金为股权重组的预付款。

2016 年 5 月 30 日，冀东集团与唐山国有资本运营有限公司（以下简称“唐山国资公司”，为唐山市国资委设立的国有独资公司）签署了《冀东发展集团有限责任公司与唐山国有资本运营有限公司关于唐山冀东水泥股份有限公司的股份转让协议》，冀东集团拟通过协议转让方式向唐山国资公司转让其持有的冀东水泥 100836212 股股份和冀东装备 26148422 股股份，股份转让完成后，冀东集团持有冀东水泥 404256874 股股份，占冀东水泥总股本的 30.00%（未超过 30.00%），持有冀东装备 68099999 股股份，占冀东装备总股本的 29.99%，仍为冀东水泥和冀东装备的控股股东。上述股份转让尚待相关国有资产监督管理机构批准后方能组织实施。

2016 年 5 月 31 日，金隅股份、唐山市国

资委与冀东集团签署了《北京金隅股份有限公司与唐山市人民政府国有资产监督管理委员会与冀东发展集团有限责任公司关于冀东发展集团有限责任公司之增资扩股协议》（以下简称“增资扩股协议”），金隅股份拟以现金475000万元认购冀东集团123975.20万元的新增注册资本（其中，123975204万元计入冀东集团的实收资本，351024796万元计入冀东集团的资本公积）；同日，金隅股份与中泰信托有限责任公司（以下简称“中泰信托”）签订了《北京金隅股份有限公司与中泰信托有限责任公司关于冀东发展集团有限责任公司之股权转让协议》，金隅股份拟以现金4.75亿元收购中泰信托持有的冀东集团10%的股权。上述两项交易均完成后，金隅股份将持有冀东集团55%的股权，唐山市国资委持股45%。截至2016年5月31日，冀东集团持有冀东水泥37.48%股权。根据增资扩股协议，“冀东集团将其持有的冀东水泥的股份数量降至404256874股，不超过冀东水泥股份总数的30.00%；冀东集团将其持有的冀东装备的股份数量降至68099999股，不超过冀东装备股份总数的30.00%”为增资扩股协议的生效条件之一。

2016年6月29日，冀东水泥董事会会议审议通过了《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易方案》等议案，本次重组包括三个部分，①冀东水泥将以发行股份的方式向金隅股份购买其持有的北京金隅水泥经贸有限公司等31家公司的股权（以下简称“发行股份购买资产”），根据资产评估报告，本次发行股份购买的标的资产的交易总价确定为129.53亿元，尚待取得有权国有资产监督管理部门的核准，本次发行以2016年6月30日为定价基准日，确定发行价格为9.31元/股，冀东水泥向金隅股份发行股份数量为13.91亿股，本次以资产认购的股份自发行结束之日起三十六个月内不得转让；②以支付现金的方式向河北建设集团有限公司、湖南迪策创业投资有限公司、香港达科投资有限公司、保定爱迪新能源股份有限公司、北京股权投资发展中心（有限合伙）、北京股权投资发展中心二期（有限合伙）、华建国际实业（深圳）有限公司、信达股权投资有限公司和中国信达资产管理股份有限公司购买前述31家公司中3家公司的少数股东股权；③以支付现金的方式向冀东集团、冀东砂石骨料有限公司（以下简称“砂石骨料”）购买其持有的唐山冀东混凝土有限公司等3家公司的股权（以下简称“支付现金购买资产”）；并拟同时向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，且募集资金总额不超过本次发行股份购买的标的资产交易价格的100.00%（以下简称“本次配套融资”），本次发行以2016年6月30日为定价基准日，确定发行价格为9.31元/股，本次配套融资的发行数量不超过3.25亿股，融资总额不超过30.24亿元，本次配套融资发行对象认购的冀东水泥股份，自新增股份发行结束之日起十二个月内不得转让。本次配套融资以发行股份及支付现金购买资产为前提条件，但募集配套资金的成功与否并不影响本次发行股份及支付现金购买资产的实施。本次支付现金购买的标的资产的交易总价合计为25.43亿元，本次配套融资募集的资金到账之日起15个工作日内，冀东水泥向支付现金购买资产交易对方一次性支付全部现金对价，募集配套资金不足时由冀东水泥自筹资金补足。

综上，冀东集团增资扩股及股权转让完成后，冀东集团的控股股东将变更为金隅股份，实际控制人将由唐山市国资委变更为北京市国资委。冀东水泥与金隅股份重组完成后，冀东水泥控股股东将变更为金隅股份，实际控制人将由唐山市国资委变更为北京市国资委。本次重组事宜尚须取得国资主管部门、商务部反垄断局等相关部门的批准或同意。

2016年4月，鉴于冀东水泥、冀东装备的业绩亏损以及冀东集团与金隅股份的重组事

宜，联合资信已将冀东集团列入信用评级观察名单。本次冀东水泥与金隅重组相关事项完成后，冀东集团不能再将重要子公司冀东水泥、混凝土公司纳入合并范围，本次重组事项尚存在不确定性，联合资信将密切关注本次重组的进展情况。鉴于冀东集团的经营现状、业绩亏损以及冀东水泥与金隅股份的重组事宜，联合资信决定继续将冀东集团继续列入信用评级观察名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在组织结构及管理制度等方面无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

公司以水泥、熟料生产为主业，同时发展混凝土、装备工程、贸易、砂石骨料等板块。2015 年，公司主营业务各板块收入均呈现同比下滑态势，主营业务收入同比下降 29.26%至 176.51 亿元。从收入构成来看，2015 年，受固定资产投资和房地产投资增速同比大幅下滑影响，水泥行业需求低迷，煤价持续下跌为北方地区水泥价格进一步下降腾出空间；2015 年全国水泥行业呈现南高北低的区域分化态势，公司主要布局的北方地区市场竞争尤其激烈，公司整体水泥、熟料销售量价齐跌，虽然煤炭价格大幅降低、公司自身采取了一系列降本增效措施，但成本下降幅度小于水泥产品价格的降幅。2015 年，公司水泥、熟料业务板块收入同比下降 27.62%至 105.97 亿元；装备工程板块，由于国家严格控制水泥生产线项目建设，主业水泥装备市场持续低迷，公司装备工程板块的产品结构处于调整阶段，进行骨料、矿山等新市场中移动破碎机的国产化生产，冶金行业大型移动破碎站、半固定破碎站、转接桥的技术储备、完成制砂机等骨料设备的研发，2015 年该板块实现收入 4.51 亿元，同比下降 14.26%，主要系装备工程板块对集团内部冀东水泥销售收入占比较大，但合并抵消后收入规模不断下滑；由于受房地产投资增速放缓影响且公司主要布局的京津冀区域市场产能过剩、混凝土行业进入门槛较低，供需矛盾突出，2015 年，公司混凝土产销量不断下滑，价格恶性竞争，售价同比下降，导致 2015 年混凝土板块收入同比大幅下降 41.13%至 22.16 亿元；受宏观经济下行影响，煤炭等大宗商品贸易量下降，2015 年，公司贸易业务实现收入 37.27 亿元，同比下降 25.45%；骨料板块（计入其他业务板块）为公司新兴业务板块，于 2013 年开始实现收入，收入规模较小，但进一步增强了集团上下游产业链的完整性。

近年来，公司整体毛利率逐年下降，2015 年降至 10.58%，同比下滑 5.97 个百分点，主要系受公司水泥、装备工程、混凝土销售均出现量价齐跌所致，固定资产折旧等成本无法充分摊薄，上述三大业务板块毛利率分别降至 16.06%、11.62%和-1.40%，同比分别下滑 6.03 个百分点、18.02 个百分点和 14.92 个百分点；且近年来，公司贸易板块收入占比较大，但盈利能力较弱（2015 年为 1.16%），拉低了公司整体毛利率。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 21.57 亿元，同比下降 21.42%，其中，水泥、熟料业务板块受北方地区组织错峰生产以及冬季为施工淡季影响，公司开工严重不足，3 月份以来，华北地区水泥下游基建和房地产投资增速有所回暖，水泥销量同比大幅提升，但售价持续走低态势尚未出现拐点，同比大幅下降，水泥、熟料业务实现收入 13.58 亿元，同比小幅下降 5.89%，但毛利率降至-3.22%，公司水泥主业首次出现毛利率为负值的情形；其他各业务板块收入也均呈现同比下滑态势。综上受多种因素影响，2016 年 1~3 月，公司主营业务毛利率大幅降低，为-0.66%，同比下降 5.96 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司主营业务各板

块收入规模和盈利能力均出现不同程度的下滑，公司主业经营形成大幅亏损。

表 4 公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥、熟料	146.41	58.68	22.09	105.97	60.03	16.06	13.58	62.98	-3.22
装备工程	5.26	2.11	29.64	4.51	2.55	11.62	0.69	3.18	7.19
混凝土	37.64	15.09	13.52	22.16	12.56	-1.40	2.41	11.16	-4.12
贸易	49.99	20.03	1.19	37.27	21.12	1.16	3.95	18.31	4.02
房地产	0.06	0.02	6.46	0.74	0.42	25.54	0.38	1.78	25.72
其他	10.16	4.07	16.61	5.86	3.32	13.91	0.56	2.58	15.67
合计	**249.53**	**100.00**	**16.55**	**176.51**	**100.00**	**10.58**	**21.57**	**100.00**	**-0.66**

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 水泥、熟料业务

公司控股子公司冀东水泥为核心经营主体，是中国最早的新型干法水泥生产企业，生产通用、专用两大系列十几个品种，冀东水泥主要水泥品种为普通硅酸盐水泥（P.O42.5R、P.O42.5）、矿渣硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥，2013 年以来，复合硅酸盐水泥的产量占比明显上升，主要是由于公司加大了开发中低端农村市场的力度所致，相应的普通硅酸盐水泥的比重有所下降。其中，主要产品 P.O42.5R 水泥与低碱 P.O42.5 型水泥，面对的是高端用户，P.O42.5R 用于房地产、公路厂房建设，其中低碱 P.O42.5 主要用于国家重点工程，如高速铁路、机场、码头等工程，如首都二机场、秦沈客运专线、京沪高速铁路、京津铁路客运专线、曹妃甸港口、北京奥林匹克中心等国家重点工程均采用了公司的“盾石”水泥。

原材料采购

公司的石灰石主要来自于自备矿山；天然石膏或改性石膏及煤炭依靠外购；煤炭、电力、脱硫石膏在制造成本中占比较大，合计超过产品成本的 40%以上。

2013 年以来，煤炭价格持续下降；同时，公司通过集中采购，与国内外大型煤炭供应商建立战略合作关系，进一步控制煤炭采购价格，降低水泥产品成本，公司煤炭供应商包括中国中煤能源集团有限公司、陕西煤业集团有限公司、陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司和山西煤炭进出口集团有限公司等；2013 年和 2014 年，煤炭采购量随公司产量的增加而有所增长，2015 年由于水泥产销量下滑，煤炭采购量同比大幅下降。2016 年 1~3 月，水泥产销量持续低迷，公司煤炭采购量为 2015 年的 16.86%。公司煤炭采购款结算方式一般为到货当月挂账，次月付款。

表 5 冀东水泥原材料采购数据

原料	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
煤炭	采购量（万吨）	748	816	617	104
	采购均价（元/吨）	502	448	324	284
电力	外购用电量（亿千瓦时）	43	43	36	5
	采购均价（元/千瓦时）	0.55	0.54	0.54	0.59

资料来源：公司提供
注：由于部分区域涉及外购电采用水利发电，公司平均外购电价受降水量等因素影响有所波动。

2015年，公司利用余热发电16.19亿度，余热发电产生电量占公司用电总量的42%，公司利用余热发电成本约为0.19元/度，节约电费成本约8.31亿元。2016年1~3月，公司累计发电量3.16亿度，公司利用余热发电成本约为0.21元/度，远低于外购平均价。

运输费用方面，公司原材料采购主要是靠铁路及公路运输，运费计入原材料采购成本。

产品生产

截至 2014 年底，公司水泥产能达到 12528 万吨/年（包括试生产的生产线产能），熟料产能为 7483 万吨/年，分别较 2013 年底增加 653 万吨/年和 166 万吨/年，主要是由于奎山公司新建生产线投产及收购了灵寿公司和包钢西创公司。2015 年以来，公司产能无变动，主要生产

区域仍然为冀东大区、内蒙大区、陕西大区、冀中南大区和东北大区等。

表 6 截至 2016 年 3 月底公司水泥、熟料产能分布情况（单位：万吨）

大区	水泥产能	熟料产能
冀东大区	3360	1956
内蒙大区	2111	1103
陕西大区	1976	1345
冀中南大区	1414	986
东北大区	1294	638
渝川大区	901	545
山西大区	824	505
烟台公司	380	239
湖南地区	268	166
合计	**12528**	**7483**

资料来源：公司提供

从产能利用率情况来看，2013~2015年，公司水泥产能利用率波动下降，处于较低水平，分别为56%、58%和48%，熟料产能利用率同趋势变动，分别为74%、82%和65%。公司产能利用率水平低主要是由于公司产能主要布局在“三北”地区，受北方寒冷气候影响，一般基础建设项目集中在二、三季度，从而使得公司一季度产能利用率较低，第二季度产能利用率快速上升，三季度达到最大值（除检修、限电等因素，基本能够达到满负荷生产），第四季度则略有下降。除季节性因素外，近三年公司产能与实际产量之间差异较大的主要原因：①近年来，公司水泥业务主要布局的三北区域，行业景气度下行，下游需求增速放缓，区域内企业竞争激烈，产能过剩情况显著，供需矛盾突出，导致公司产能发挥严重不足；②公司部分产能生产熟料，未生产成水泥就直接销售，这部分熟料占用了部分产能，且不统计在水泥产量之中；③公司水泥产能为年底统计数据，即在年底所有生产线在一年内最大产量，而产量为全年实际产量累计。新增水泥生产线项目可能在年中陆续投产而不是在年初就投产，且新增项目还需要试运行，运转率较正常水平低。

2014 年，在固定资产投资增速下滑、房地产市场不景气的宏观背景下，公司根据各大区细分市场情况制定区域市场竞争策略，并监督各大区销售战略落实，市场占有率得到提高，实现水泥销量 7250 万吨，较同期增长 9.55%；生产水泥 7242 万吨，较同期增长 9.79%；生产熟料 6107 万吨，较同期增长 12.84%。2015 年，受于水泥行业需求持续低迷、产能过剩压力大、水泥行业呈现“南高北低”态势等因素影响，公司水泥产销量均较上年大幅下降，2015 年，公司水泥产销量分别为 5972 万吨和 6001 万吨，同比分别下滑 17.54%和 17.23%；熟料产销量分别为 4843 万吨和 1024 万吨，同比分别下滑 20.70%和 26.12%。2016 年一季度，北方区域水泥行业尚属需求淡季，但 3 月份以来，随着华北区域基建、房地产等下游需求逐步回暖，公司水泥产销量同比有所增长，其中，产量为 866 万吨，销量为 885 万吨，同比增长 11.18%；熟料产销量分别为 660 万吨和 160 万吨。

表 7 公司产销情况（单位：万吨）

产品	产量				销量			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
水泥	6596	7242	5972	866	6618	7250	6001	885
熟料	5412	6107	4843	660	1175	1386	1024	160

资料来源：公司提供

注：1、表中熟料销量统计为扣除满足公司内部水泥及商品混凝土生产所需量；

2、表中水泥及熟料的产销量数据包含公司联营及合营公司产销量。

产品销售

从销售区域来看，2015 年，华北地区（北京、天津、河北、山西和内蒙）销售收入占 61.21%，东北地区（辽宁、吉林、黑龙江）占 12.73%，其他区域（其中，湖南、山东和重庆合计占 17.86%，西北地区（陕西）占 8.20%）；

各大地区销售收入均同比下降；上述三个区域销售毛利率分别为17.85%、14.17%和7.46%，同比分别下降2.92、18.56和7.56个百分点。2016年1~3月，华北、东北和其他地区销售收入占比分别为64.42%、4.79%和30.79%，受一季度为北方地区施工淡季影响，三北地区收入占比均较2015年有所下滑，湖南、重庆等其他区域收入占比上升，三个区域毛利率分别为-0.86%、-74.51%和6.27%，同比分别下滑4.15个、下滑83.90个和增长1.22个百分点，其中，东北地区受宏观经济增速下行影响，收入占比和毛利率降幅均最大。

2014年，为有效掌控内蒙古自治区呼和浩特、鄂尔多斯和包头地区水渣资源，扩大公司在包头市水泥市场的占有率，解决公司子公司包头冀东水泥有限公司的熟料销售问题，公司向内蒙古包钢西北创业实业发展有限责任公司的全资子公司包钢冀东水泥有限公司采取直接增资的方式实现双方合作。

在定价策略上，营销分公司有专门设置了价格委员会，价格委员会包括营销分公司总经理、营销分公司总经理部成员、销售部部长及主管以上人员。价格委员会研究拟定营销分公司的水泥价格并对价格的执行状况进行监督审核。营销分公司价格委员会根据市场情况随时随水泥销售价格进行调整。在水泥产品定价能力方面，公司目前在唐山地区占据掌控地位，在天津地区及北京地区处于相对主导地位。但近年来，公司区域市场水泥需求不旺、市场竞争激烈，公司现有产能未得到充分利用，公司在所处区域内市场控制力度仍然不够强大，定价权较弱，始终不能改变水泥价格持续下行的趋势。2015年，公司水泥和熟料产品售价分别为184元/吨和127元/吨，分别较2014年下降14.07%和26.96%。2016年一季度，华北地区水泥下游需求有所回暖，但对公司水泥产品的拉动目前仅表现在产销量的回暖方面，价格仍处于下行态势，公司水泥和熟料产品售价进一步分别下跌至153.83元/吨和106.46元/吨，公司主业盈利能力持续大幅下滑。

表8　公司主要产品售价（单位：元/吨）

产品	平均售价			
	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
水泥	237	214	184	154
熟料	186	174	127	106

资料来源：公司提供

按客户类型分类，公司客户群体主要有搅拌站、重点（单体）工程及零散客户三类主要客户，截至2016年3月底占比分别为49%、25%和26%；按合作情况分类，客户群体主要分直销客户与经销商，直销客户占64%，大部分采用现款结算，对个别合作时间长、信用良好的客户或国家重点工程客户，给予一定的信用期或周转量，小部分采用赊销方式（约1~2月账期），经销商占比36%，全部为现款结算。近年来公司提高了销售收入中票据结算的比例，销售收入中使用票据结算约占40%。其中，公司给予关联方唐山冀东混凝土有限公司及其附属企业的信用账期较长，2015年底，公司对其共计应收5.12亿元，占公司全部应收账款的27.90%，对公司资金造成一定占用；2015年，公司来自唐山冀东混凝土有限公司及其附属企业的营业收入为4.19亿元，占全部营业收入的3.77%，交易定价为市场价。公司产品销售过程中，根据客户的实际情况，按到位价或出厂价结算，主要靠汽车运输。2015年，公司前五大销售客户销售收入合计占比10.13%，客户集中度不高。

在建和拟建项目

由于目前水泥行业产能过剩的现状，公司未来将以提高产能利用率为主，新建水泥生产线项目少，未来投资支出规模较小。目前，公司重大在建工程包括昌黎冀东水泥有限公司水泥矿渣立磨项目、辽阳冀东恒盾矿业有限公司砂石骨料生产线和奎山广宗冀东水泥广宗县奎山冀东项目60万吨矿渣微粉及水泥中转站生产线等水泥技改、资源综合利用、砂石骨料项目，上述项目均已处于建设尾声，已投入

金额占比较高（故未列在下表中）。

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目包括唐山市鑫研建材有限公司年产 100 万吨矿渣超细粉生产和米脂冀东水泥有限公司日产 2000 吨新型干法电石渣水泥资源综合利用项目，计划总投资合计 6.50 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资 2.18 亿元。

目前，公司重要的拟建项目为冀东水泥黑龙江有限公司日产 7200 吨新型干法熟料生产线项目（带纯低温余热发电）。冀东水泥黑龙江有限公司于 2011 年 5 月注册成立，注册地为黑龙江省哈尔滨市阿城区，该项目已被列入《黑龙江省建材工业“十二五”发展规划和 2020 年远景规划》。该项目已于 2012 年和 2014 年分别取得国家环保部的环境影响批复（环审[2012]201 号）和黑龙江发改委的项目核准批复（黑发改产业函[2014]107 号）。该项目计划总投资 13.27 亿元，截至 2016 年 3 月底，黑龙江项目仍在积极筹备当中，已完成主要设备的订货、建设用地房屋拆迁、场地平整等工作，项目已投资金额较小，尚未正式开工建设，未来随着该项目的持续投入建设将使公司投资支出增加。

海外水泥项目

公司海外投资项目主要为南非曼巴水泥项目（以下简称“南非项目”），公司（海外水泥项目投资主体为集团本部，而非子公司冀东水泥）与中非发展基金有限公司合作成立毛里求斯非洲犀牛公司，其中，公司持股 60%，中非发展基金有限公司持股 40%，并与南非当地公司合作，成立公司建设南非项目，该项目在南非境内投资建设日产 2800 吨熟料水泥生产线（带 6MW 低温余热发电）工程，产品类型为 P.O52.5 水泥和 P.O42.5 水泥。南非项目计划总投资约 2.13 亿美元，自 2014 年 6 月正式开工建设到投产历经 15 个多月，2015 年 10 月 2 日，大窑点火成功，后续可为公司带来一定的海外水泥投资收益。

3. 装备工程业务

公司在做大水泥主业的同时，充分利用相关资源，发展水泥工程产业，公司装备工程板块主要由下属子公司装备工程公司负责。公司业务主要由机械设备与备件、土建安装、维修工程和电气设备与备件等四部分构成。其中，机械设备与备件业务，主要包括立磨、回转窑、球磨机、篦冷机等高效水泥机械设备与备件；移动破碎、移动筛分、固定式破碎机、制砂机等矿山和砂石骨料设备与备件等业务。土建安装业务，主要包括工业建筑的工程施工、矿山工程等业务。维修工程业务，主要包括水泥生产线的维修、窑炉砌筑、运行保驾等业务。电气设备与备件业务，主要包括电气盘柜、自动化设备与备件及系统工程服务等业务。

公司装备工程板块现已形成集水泥生产线装备研发、设备制造、建筑安装、生产调试、配件供应和设备维修于一体的完整的水泥装备产业链，并且整合公司内部资源，提高总包工程服务能力，以总包带动维修和设备销售，由做单一业务向做集成做系统转变，装备工程板块具体经营主体见下表。

表 9　公司装备工程板块经营主体

序号	下属公司	业务类型
1	唐山盾石机械制造公司（“盾石机械”）	装备制造
2	唐山盾石电气有限责任公司（“盾石电气”）	装备制造
3	唐山盾石建筑工程有限责任公司（“盾石建筑”）	工程总包、工程建设、安装、维修等
4	唐山盾石筑炉工程有限责任公司（“盾石筑炉”）	炉窑工程专业承包
5	唐山冀东机电设备有限公司（“机电设备公司”）	设备配件批发、零售、维修
6	唐山曹妃甸冀东装备机械热加工有限公司（“热加工公司”）	铸件、耐磨件的制造销售，安装、维修服务
7	威克莱冀东耐磨技术工程（唐山）有限公司	生产、加工耐磨板及耐磨金属工件

资料来源：公司提供

盾石机械是中国大型水泥机械制造企业，年装备制造能力达 8 万吨（成套能力 10 万吨），以日产 2500 吨～10000 吨水泥生产线主机设备为主导产品，涵盖冶金、化工、港口、环保、电力、矿山等行业设备，产品覆盖全国市场，

并出口到美国等二十多个国家和地区。该公司被中国国家建材工业机械标准化技术委员会、国家环保总局确定为水泥机械产品和全国环保设备产品定点企业。

盾石电气公司主营低压成套开关和大型水泥装备电气自动控制系统，西门子公司在技术、品牌、渠道方面提供支持。

河北省建材研究院承担建材工程设计、科研开发、产品质量检测工作，已承担了公司内部多条日产4000～5000吨生产线的设计工作，2010年获得对外承包工程资质。

盾石建筑具备房屋建筑工程总承包二级资质及机电设备安装工程专业承包二级资质，近年来已经承担了多条生产线的安装任务，该公司施工经验丰富，拥有国际先进的专用维修设备，以及标准化的作业模式和科学合理的施工方案。2014年，盾石建筑吸收合并公司子公司盾石筑炉，盾石筑炉曾经完成都江堰拉法基、山水平阴、烟台三菱、蓬莱康达等多家大型水泥企业的维修工作，公司维修业务在业内具有很高的知名度。此次吸收合并对公司经营不构成影响，并且将整合双方的市场与技术，实现公司优势互补及资源的合理利用，降低运营成本，提高管理效率。

产销量方面，由于国家严格控制水泥生产线项目建设，水泥装备市场持续低迷，产销量同比均出现不同幅度下降，2015年，公司装备工程产品产量和销量分别下降至15377吨和15414吨。由于子公司机电设备公司开展机电设备、备件贸易业务，对公司收入规模贡献较大，然而由于贸易毛利率相对较低，拉低了装备工程板块整体毛利率。

表10　公司装备工程产品产销量（单位：吨）

项　目	2013年	2014年	2015年
产量	35919	22839	15377
销量	31147	22917	15414

资料来源：公司提供

注：装备工程产品销量的统计包含冀东装备销往集团内部冀东水泥的数据。

同时，联合资信关注到受水泥行业固定资产投资下滑影响，冀东装备外销比例逐年下降，设备、备件等贸易业务主要销往集团内部兄弟公司冀东水泥，其占比逐渐上升，导致2015年公司装备工程板块合并抵消后的收入规模大幅下降，仅为4.51亿元，同比下降14.26%。2015年，该板块毛利率进一步降至11.62%。

2015年以来，公司装备板块逐渐拓展外部业务，将之前单一的水泥生产线生产业务逐步延伸为对水泥生产线的设计、研发、生产、维修、改造等一体化服务，并挖掘钢厂等新的业务类型和销售对象，出售立磨等设备，将矿渣生产成矿粉等高附加值产品，该类型业务正在拓展过程中，目前对公司收入规模贡献有限。2016年1~3月，公司装备板块合并抵消后实现收入0.69亿元，为2015年全年的15.30%，毛利率降至7.19%。

近年来，由于国家严格控制水泥生产线项目建设，水泥装备市场持续低迷，公司装备工程板块产品结构处于调整阶段，逐步打开骨料、矿山新市场，启动移动破碎机的国产化生产、完成冶金行业使用大型移动破碎站、半固定破碎站、转接桥的技术储备工作，完成制砂机等骨料设备的研发等。公司拥有50多项专利技术和软件著作权，在机电设备研发方面具有较强能力。

公司水泥和装备工程两项业务能够相互促进、协同发展。一方面，新技术、新装备、新工艺及时应用于水泥生产实践，有利于提高水泥生产效率和产品质量；另一方面，在水泥企业的生产实践，有助于装备和工程企业产品、工艺、技术的优化，通过这一内部循环，实现水泥和装备工程业务的互动提升。

4. 商品混凝土业务

公司密切关注水泥下游产业，2009年，公司成立了集团控股的专业子公司混凝土投资公司（公司直接持股51%，冀东水泥持股

49%），作为商品混凝土业务的主要运作平台。2011 年 9 月，混凝土投资公司与其下属全资控股子公司进行合并，并正式更名为唐山冀东混凝土有限公司。

混凝土公司按照“集群发展、区域领先”的发展战略，通过收购或新建的方式，目前已在京、津、冀、陕、晋、蒙、湘、吉、辽、渝等 10 省市。截至 2016 年 3 月底，混凝土公司控制的下属混凝土企业 44 家，搅拌站站点 55 个，具备 2905 万立方米的生产能力，在京津唐地区具备了一定的影响力。由于 2014 年以来基建投资和房地产投资等固定资产投资增速放缓，混凝土产销量有所下滑，2014 年以来北京四家混凝土站点陆续停止生产，2015 年，公司混凝土产销量为 760 万立方米，同比下降 33.80%，混凝土售价跌至 290 元/立方米。由于量价齐降，2015 年，混凝土板块收入大幅下降至 22.16 亿元，同比大幅下降 41.13%。

表 11　公司混凝土产销情况

（单位：万立方米、元/立方米）

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
产量	1336	1148	760
销量	1336	1148	760
平均售价	324	321	290

资料来源：公司提供

2015 年，公司混凝土板块主要下游客户为广州天力建筑工程有限公司北京分公司、江苏省华建建设股份有限公司、北京城建集团有限责任公司、中国建筑第二工程局有限公司西南分公司和中铁建设集团有限公司，前五名销售客户金额合计占比很小，集中度很低，利于分散市场风险。

混凝土公司赊销比例较大，对流动资金占用显著，公司从以下方面控制应收账款风险：公司设立清欠办，主要针对账龄两年以上的应收账款加强清收；同时，公司每月召开资金平衡会，负责资金的收支。总体来看，由于混凝土行业受房地产、建筑等下游行业影响大，且混凝土行业内部竞争激烈，应收账款规模较大，对公司资金周转带来一定压力。

5. 贸易业务

公司贸易板块于 2010 年开始进入初步运营阶段，以集中采购集团自身所需煤炭资源为初衷，后续逐步发展到多种产品贸易，近两年发展较快，经营主体为河北盾石商贸有限公司、冀东发展集团国际贸易有限公司、冀东发展集团（香港）国际有限公司以及公司本部，公司贸易产品主要包括煤炭、铁矿石、钢材、铁矿粉、水泥等，其中以煤炭为主。

对于煤炭、矿石等资源类商品，公司一般利用自身采购量大的集量优势，在自身采购的同时，收集需求客户信息，签订销售合同并收到预付货款后，再与上游供货商签订采购合同。对于水泥、钢材等商品，公司则根据市场行情以及下游需求方供货方式进行约定。目前，公司背靠背的贸易业务较多，仓库一般为公司自有。

2015 年，公司主要的上游贸易供应商为北京昊华诚和国际贸易有限公司、Mechel carbon(singapore) pte Ltd、Batek resources limited、乌拉特中旗亿利资源有限责任公司和天津中煤能源华北有限公司；公司主要的下游销售客户为 CFPC(singapore) pte ltd、济南京煤商贸有限公司、Trafigura pte Ltd 和浙江万蓬进出口有限公司等。目前，公司与国内上游供货商和下游销售商的货款结算一般采用现金、银行汇款和银行承兑汇票等方式。

从区域看，2015 年，公司仍以内贸[1]为主，占 59%，销售区域主要集中于北京、河北和天津，公司外贸占 41%，包括焦炭、矿渣等产品的出口及铁矿石、煤炭等产品的转口贸易。受宏观经济下行影响，煤炭等大宗贸易产品销量和售价下滑，2015 年，公司贸易板块实现收入 37.27 亿元，同比下降 25.45%，贸易板块毛利率较低，对公司整体盈利能力贡献较小；同时，

[1] 公司内贸包含集团下属贸易公司销售给冀东水泥的煤炭，该部分占比较大。

联合资信关注到公司贸易产品价格波动较大，公司面临一定的价格波动风险。

6. 房地产业务

2009 年 4 月以来，公司以新设、收购等方式先后设立了唐山盾石房地产开发有限公司（以下简称“盾石房地产”，公司持股 100%）、唐山冀东水泥南湖房地产开发有限公司（以下简称“南湖房地产”，公司持股 88%），和石家庄盾石房地产开发有限公司（以下简称“石家庄盾石房地产”，公司持股 65%），营业范围包括房地产开发经营和小区物业管理。公司目前在建项目主要是南湖项目和启新项目。

公司在唐山南湖拥有 1099 亩土地，南湖项目采用分期方式开发房地产项目，其中“南湖一期”金岸世铭项目占地 106 亩，总建筑面积 19 万平方米，目前已实现销售面积 16.95 万平方米。“南湖二期”项目“金岸红堡一期”项目总建筑面积 23.3 万平方米，计划总投资 13 亿元，已完成投资 6.44 亿元。公司尚有金岸红堡 A-02 和 A-03 两个地块尚未开发，地块面积合计 186.45 亩。

启新房地产项目占地面积 454 亩，该项目开发属于启新水泥整体搬迁（唐山市政府“退二进三”项目范围）及员工安置方案中的内容之一，按“退二进三”政策该部分土地出让金 85%返还至公司。项目地块位于唐山市启新立交桥繁华中心地带，北邻大城山野生动物园，东邻陡河，以中国水泥博物馆为核心进行项目总体规划。目前，公司在建“启新 1889 一期”项目总建筑面积 18.73 万平方米，计划总投资 10.28 亿元，已完成投资 8.57 亿元。

财务核算方面，金岸世铭项目于 2015 年之前已交房确认收入；2015 年，启新 1889 和金岸红堡一期项目均已逐步竣工确认收入，其中，金岸红堡一期有三个地块，两个地块已达到交付使用状态，目前是一个地块已交房确认收入，剩余地块的预售金额在公司预收账款中体现。2015 年，公司房地产板块实现收入 0.74 亿元，同比大幅增长，毛利率为 25.54%；2016 年 1~3 月，实现收入 0.38 亿元。

表 12　截至 2016 年 3 月底公司房地产在建项目情况

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	计划总投资	总建筑面积	已销售面积	已销售金额	已累计完成投资金额	未来尚需投资金额
启新 1889	10.28	18.73	6.47	3.51	8.57	1.71
金岸红堡一期	13.00	23.30	2.00	1.00	8.05	4.95
金岸世铭	8.29	19.00	16.95	8.60	7.89	0.40
合计	**31.57**	**61.03**	**25.42**	**13.11**	**24.51**	**7.06**

资料来源：公司提供

注：表中已累计完成投资金额指已支付的工程款金额，与实际完工进度存在一定的差异。

7. 其他业务

公司其他业务板块包含的业务种类较多，各运营主体及其业务分别为：公司下属子公司冀东砂石骨料有限公司进行砂石骨料的生产和销售，唐山冀东发展燕东建设有限公司进行房屋建筑工程施工总承包以及装配式住宅（新型房屋项目），河北省建筑材料工业设计研究院进行水泥工艺、水泥机械设备的设计，冀东发展物流有限责任公司进行物流运输，冀东发展集团河北矿山工程有限公司进行爆破工程、土石方工程、地基工程，唐山冀东古冶矿业投资有限责任公司进行矿业投资、开采，唐山冀东发展煤炭科技有限公司进行褐煤设备安装、销售及提供技术服务，唐山启新记忆物业服务有限公司进行物业服务管理等。

公司其他业务板块业务种类较多，2014 年，该板块收入规模较大，为 10.16 亿元，主要系当期河北省建筑材料工业设计研究院承揽项目较多所致，毛利率水平波动增长，2015 年，该板块收入同比下降 42.32%至 5.86 亿元，毛利率降至 13.91%。2016 年 1~3 月，其他业务板块实现收入 0.56 亿元，毛利率为 15.67%。

8. 经营效率

2015年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均同比下降，分别为2.23次、4.12次和0.28次。总体来看，跟踪期内，公司经营效率进一步下降。

9. 未来发展

公司提出了“多业并举，打造科工贸一体的国际化企业集团”的发展方向，形成水泥、装备工程、混凝土、房地产、贸易、矿业、海外实业、砂石料及制品等八大业务板块。公司将稳定扩大水泥熟料的规模和利润，同时积极向上游产业水泥机械、工程、新能源产业和下游的混凝土业拓展，利用在资源和成本上的优势发展房地产、矿业等相关产业。在工程、贸易和投资领域，进一步向水泥工业比较落后的发展中国家拓展，通过投资带动工程，并建立贸易网络，集科技研发、工业制造、贸易于一体，将科技研发、贸易作为公司新的盈利点，改变仅通过制造环节实现利润的盈利模式。集团总部将作为投资控股公司，主要承担战略制定、投融资决策等管理职能。

在加大环境保护、淘汰落后产能的背景下，公司主业水泥业务基本不再新建水泥生产线，目前在建水泥生产线项目较少。未来公司发展方向为海外水泥生产线项目建设和砂石骨料板块，其中，骨料板块主要为混凝土企业供应沙石，规划未来该板块产能达1亿吨。此外，近年来，公司引进了磁飞轮、海上平台、新型房屋和移动破碎等新兴技术、专利，随着其逐步转化为批量生产的产品，将拓宽公司盈利渠道。

近年来，受水泥行业景气度下行影响，公司水泥销售量价齐跌，收入规模不断下降，经营亏损加剧，虽然短期内公司通过转让秦岭股份股权以及相应会计科目调整后实现较大的投资收益，但是由于未来一段时间内，公司经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格及需求的支撑，公司目前仍面临较大的经营压力。2016年作为“十三五”的开局之年，得益于“京津冀一体化”的良好契机、2015年以来国家实施的房地产新政及央行采取的降准降息的宽松货币政策，均有利于区域内水泥需求的逐步回暖。2016年3月份以来，华北地区基建和房地产投资呈现回暖态势，带动公司水泥产量同比增长，但公司经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格的止跌回升及下游需求的支撑。若冀东水泥与金隅股份重组成功，冀东水泥对华北地区水泥行业话语权和市场控制力将明显增强，但若重组完成后，公司面临不能再将重要子公司冀东水泥和混凝土公司纳入合并范围的风险，公司经营规模将大幅下滑。

八、募集资金使用情况

公司于2015年7月发行13亿元短期融资券“15冀发展CP001”，期限为366天，用于偿还金融机构融资和补充营运资金，截至2016年3月底，募集资金已使用12.92亿元。

九、财务分析

公司2013~2015年财务报表均经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2016年1~3月财务报表未经审计。

2014年，公司合并范围二级子公司新增3家，分别为冀东砂石骨料有限公司、盾石磁能科技有限责任公司和唐人投资发展有限公司，二级子公司减少1家：冀东发展集团专用车有限公司。2015年，公司合并范围二级子公司无变动。2016年一季度，公司合并范围二级子公司新增两家，分别为唐山高压电瓷有限公司和冀东住宅产业化科技发展有限公司。截至2016年3月底，公司纳入合并范围的二级子公司34家。由于合并范围新增子公司多为公司新设立且目前处于运营初期，营业收入规模不大，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 628.45 亿元，所有者权益 144.50 亿元（其中少数股东权益 83.75 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 177.58 亿元，利润总额-29.42 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 628.67 亿元，所有者权益 131.97 亿元（其中少数股东权益 76.83 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.11 亿元，利润总额-11.97 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，受固定资产投资增速和房地产开发投资增速双双下滑影响，公司主营业务各板块收入均同比下降，当期，公司实现营业收入 177.58 亿元，较 2014 年下降 29.28%；同期营业成本同比下降 24.22%，导致 2015 年公司营业利润率降至 10.17%，同比下滑 6.14 个百分点，主要由于水泥、熟料、混凝土售价均呈现不断下降趋势，产量下滑导致产能利用率很低，固定资产折旧等成本无法充分摊薄，且公司贸易板块收入盈利能力较弱等因素所致；虽然 2013 年以来水泥生产主要原材料煤炭价格下跌以及公司通过统采业务新模式、技术改造及技术支持等一系列措施，平均水泥单位生产成本有所降低，但降幅低于水泥售价降幅，公司营业利润率呈现不断下滑趋势。

2015 年，公司期间费用同比小幅增长 2.21%，主要系管理费用（公司将水泥生产线维修费计入管理费用，2015 年为 8.16 亿元）增长所致，近年来，公司有息债务负担较重，财务费用每年超过 20 亿元。2015 年，公司期间费用占营业收入的比重为 32.80%，同比增长 10.10 个百分点，主要系受营业收入规模下降影响。公司期间费用控制能力亟需提高。

2015 年，公司资产减值损失 4.75 亿元，同比大幅增长，主要为计提的坏账损失和存货跌价损失，进一步侵蚀公司营业利润。同期，公允价值变动收益-0.74 亿元，同比大幅下降，主要系公司持有的剩余的秦岭水泥股票的公允价值变动损益-1.58 亿元。

2015 年，公司获得投资收益 13.69 亿元，同比大幅增长，主要包括秦岭水泥重组出售部分股权、处置股票影响（公司因出售秦岭水泥部分股票后，秦岭水泥不再纳入公司合并范围，公司将持有的秦岭水泥剩余股权调整至“交易性金融资产”科目核算，丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量与股权成本差额确认收益）、出售剩余部分股票收益、处置长期股权投资及合营、联营公司收益等。

2015 年，公司营业外收入 3.06 亿元，同比大幅下降 75.77%，主要系当期增值税退税政策变更引起冀东水泥资源综合利用增值税返还减少以及 2014 年实现 4.81 亿元的非流动资产处置利得所致，主要包括：①无形资产处置利得 1.44 亿元，系冀东水泥全资子公司冀东水泥吉林有限责任公司（以下简称“吉林公司”）与吉林市城际高速铁路投资有限公司共同出资组建吉林市长吉图投资有限公司，吉林公司以土地投资成立长吉图公司，吉林公司确认土地转让收益 1.44 亿元；②投资性房地产处置利得 3.33 亿元，主要系集团公司以资产出资投资成立了二级子公司唐山冀水物业服务有限公司，确认的资产评估增值。

公司投资收益和营业外收入对利润贡献很大，但主业经营亏损加剧，2015 年，公司营业利润为-31.99 亿元，利润总额为-29.42 亿元。

从盈利指标来看，由于净利润亏损幅度增大，2015 年，总资本收益率和净资产收益率均不断下降，分别为-1.46%和-23.03%，同比分别下降 5.46 个百分点和 20.72 个百分点，公司主营业务盈利能力大幅下滑。

2016 年 3 月份以来，华北地区水泥下游基建和房地产投资增速有所回暖，水泥销量同比大幅提升，但售价持续走低态势尚未出现拐点，同比大幅下降，2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.11 亿元，同比下降 20.44%，营业利润率为-0.36%。同期，公司实现营业外收入 0.65 亿元，利润总额为-11.97 亿元，较去年同

期亏损幅度增大。

总体看，跟踪期内，公司收入规模大幅下降，主业经营亏损加剧，期间费用对利润侵蚀显著，非经常性损益和营业外收入对利润总额贡献较大，但持续性较弱且政府补助规模同比大幅下滑。公司经营性业务的止跌扭亏仍有赖于区域内水泥市场价格以及下游需求的支撑，短期内公司存在一定的经营压力。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，由于营业收入规模下降，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 18.63%至 134.47 亿元，现金收入比为 75.72%，同比提升 9.90 个百分点，但仍处于较低水平，主要由于 2014 年以来公司采购环节使用票据结算比例增大，背书转让的票据不计入现金流；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金为 28.87 亿元，主要是各公司收到的利息收入、保证金、往来款、政府补贴和票据等，公司经营活动现金流入量为 166.02 亿元。2015 年，支付其他与经营活动有关的现金 29.90 亿元，主要是各公司费用性支出（包含管理费用中的固定资产修理费）、职工薪酬和往来款等，经营活动现金流量净额为 13.47 亿元，同比下降 23.31%。

投资活动方面，2015 年，公司处置子公司秦岭水泥部分股权及剩余股权计入交易性金融资产、出售部分股票等影响投资活动现金流入同比大幅增长 129.01%至 14.63 亿元；由于公司在建项目陆续完工投产，购建固定资产支出不断下降，2015 年为 8.72 亿元，公司投资支付的现金主要为公司参与吉林亚泰（集团）股份有限公司定向增发，支付其他与投资活动有关的现金主要是购买理财产品支出，当期，公司投资活动现金流量净额为-12.14 亿元，同比持平。

筹资活动方面，2015 年，公司取得借款收到的现金逐年下降同比增长 59.13%至 281.77 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金主要包括发行债券、融资租赁、票据保证金和承兑贴现等，筹资活动现金流入量为 381.64 亿元，同比增长 60.21%；筹资活动现金流出主要是偿还债务和利息支付的现金，支付其他与筹资活动有关的现金主要是支付融资租赁本金及利息、保证金、发行债券相关的费用等；2015 年，筹资活动现金净流量为 3.32 亿元。

2016 年 1~3 月，经营活动净现金流为 6.15 亿元，主要系预收款增加带动销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；投资活动净现金流为-16.57 亿元；筹资活动净现金流为-13.42 亿元，公司面临较大的筹资压力。

总体来看，跟踪期内，随着公司收入规模下滑，经营活动现金流入量和净流量均同比下降；投资活动规模同比持平；公司对外融资需求及压力均较大。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额为 628.45 亿元，同比略有下降，其中，流动资产占 35.74%，非流动资产占 64.26%，资产构成仍以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 224.60 亿元，同比下降 4.87%，主要由于应收账款和应收票据下降所致，主要由货币资金（占 25.18%）、应收账款（占 25.23%）、其他应收款（占 15.06%）和存货（占 16.49%）等构成。

截至 2015 年底，公司货币资金 56.55 亿元，同比增长 5.68%，主要为银行存款（占 81.47%）及其他货币资金（占 18.44%），其他货币资金全部为受限资金，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、应付债券保证金等。

截至 2015 年底，公司应收账款 56.66 亿元，同比下降 13.68%，主要系公司加强应收款项回收所致。公司应收账款前五名占比为 8.93%，客户集中度较低。从账龄结构看，1 年以内的占 62.52%，1-2 年的占 16.60%，2-3 年的占 8.98%，3 年以上的占 11.90%。截至 2015 年底，

公司应收账款合计计提坏账准备 7.11 亿元，计提比例为 11.15%，计提较为充分。

截至 2015 年底，公司其他应收款 33.82 亿元，同比增长 3.37%，主要系公司之前年度预付的股权收购定金，由于收购事项无法进行或投资尚无进展等原因，公司将其从预付款项科目转到其他应收款核算，并按照 50%的比例确认坏账准备。从账龄上看，1 年以内的占 27.25%，1-2 年的占 6.40%，2-3 年的占 14.26%，3 年以上的占 52.09%，账龄较长，对公司资金形成占用。2015 年底，公司对其他应收款合计计提坏账准备 5.63 亿元，计提比例为 14.27%。整体看，公司其他应收款坏账准备计提比例较高。

截至 2015 年底，公司存货账面价值 37.04 亿元，同比下降 6.95%，主要系随着水泥产量的下滑进而原材料库存下降所致，存货主要包括原材料、年底水泥生产中的半成品及在产品、贸易业务库存商品及地产板块项目开发成本。2015 年底，公司存货共计提 1.46 亿元跌价准备，占存货账面余额的 3.79%，计提比例较低。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 403.84 亿元，同比变动不大，主要包括可供出售金融资产（占 4.48%）、固定资产（占 67.04%）、在建工程（占 6.73%）和无形资产（占 8.57%）等。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 18.08 亿元，同比大幅增长，主要系冀东水泥参与 2015 年吉林亚泰（集团）股份有限公司定向增发以及公司购买的理财产品。公司固定资产账面价值 270.73 亿元，同比小幅下降 3.52%，主要系计提折旧所致，包括水泥、混凝土及装备等的厂房和机器设备。公司在建工程 27.17 亿元，主要系冀东水泥黑龙江有限公司 7200t/d 熟料新型干法水泥生产线、辽阳冀东恒盾矿业有限公司砂石骨料生产线等项目。公司无形资产 34.61 亿元，主要为土地使用权和矿山开采权。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 628.67 亿元，流动资产占比持续小幅下降，资产结构变动不大。货币资金规模较 2015 年底下降 15.65%，主要系偿还到期债务所致。可供出售金融资产较 2015 年底增长 72.96%至 31.27 亿元，主要系购买理财产品所致。

总的来看，跟踪期内，公司资产规模变动不大，资产构成仍以非流动资产为主，资产结构基本符合水泥行业特点，流动资产中存货和应收款项占比大，资产流动性一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 144.50 亿元，较 2014 年底变动不大，归属于母公司所有者权益合计 60.75 亿元，同比增长 30.32%，主要系公司将 2015 年 12 月发行的 30 亿元中期票据“15 冀发展 MTN001”计入其他权益工具所致，但公司经营亏损导致未分配利润大幅下降至-16.71 亿元，2016 年 3 月底，未分配利润进一步下滑；且公司所有者权益中的少数股东权益大，权益稳定性较弱，质量一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 483.95 亿元，其中流动负债占 71.80%，非流动负债占 28.20%，变动不大。

2015 年底，公司流动负债主要包括短期借款（占 40.34%）、应付账款（占 11.61%）、一年内到期的非流动负债（占 16.50%）和其他流动负债（占 16.69%）等。短期借款以信用借款为主。应付票据主要为原材料采购款，其中，商业承兑汇票占比显著提升，回收风险加大。应付账款同比下降 10.64%至 40.36 亿元，主要系产品销量下滑影响采购量下降及票据结算使用量增加所致，账龄以 1 年以内和 1-2 年为主，账龄同比延长。公司其他流动负债同比大幅增长 28.78%至 58.01 亿元，主要为短期融资券，本文将其调整计入短期债务核算。

截至 2015 年底，公司非流动负债 136.45 亿元，同比下降 4.65%，主要为长期借款（占 12.05%）、应付债券（占 67.49%）和长期应付

款（占 15.57%）。公司长期借款快速下降，2015 年底为 16.45 亿元，同比下降 54.98%，主要系近年来，水泥行业景气度持续下行且为产能过剩、属于“三高”行业，金融机构对其信贷政策有所收紧，且随着公司新建、收购水泥生产线项目的不断减少，导致公司长期借款大幅下降，但通过融资租赁等形式的长期应付款快速增长。应付债券规模较 2014 年底变动不大。长期应付款同比大幅增长 161.82%至 21.25 亿元，主要为应付融资租赁款，本文将其调整计入长期债务核算。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 496.70 亿元，较 2015 年底变动不大。公司使用票据结算量持续增长，应付票据进一步上升；预收款项较 2015 年底增长 106.97%至 16.09 亿元，主要系预收水泥款及贸易、房地产预收款；长期借款较 2015 年底增长 34.97%，带动长期有息债务规模增长。

截至 2015 年底，公司全部债务 408.59 亿元，同比小幅下降，其中，短期债务占 68.24%，占比小幅增长，长期债务占 31.76%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 414.19 亿元，较 2015 年底小幅增长。

从债务指标看，2015 年底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率均较 2014 年底小幅下降，分别为 73.87%、47.32%和 77.01%；若将 30 亿元中期票据“15 冀发展 MTN001”从所有者权益中剔除，计入负债核算，上述三项指标将分别上升至 79.30%、58.26%和 81.78%。截至 2016 年 3 月底，公司债务指标较 2015 年底均小幅上升，债务负担不断加重。

整体看，跟踪期内，公司主业经营亏损严重，大幅侵蚀权益规模，公司实际债务负担不断加重，短期债务占比大，公司债务结构有待优化。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年底，公司流动比率和速动比率均同比下降，分别为64.63%和53.98%，分别下降3.62个百分点和2.77个百分点；2015年，公司经营现金流动负债比为3.88%，同比下降1.20个百分点。公司短期偿债能力进一步下降，存在较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，由于主业亏损加剧，2015 年，公司 EBITDA 同比大幅下降 55.16%至 22.28 亿元；EBITDA 利息倍数由 2014 年的 1.83 倍下降至 0.82 倍；全部债务/EBITDA 由 8.32 倍增长至 18.34 倍。跟踪期内，公司长期偿债能力大幅弱化。

截至2016年3月底，公司合并范围获得银行授信额度总额为641亿元，尚未使用的授信额度为204亿元；截至2016年3月底，公司控股上市水泥企业冀东水泥和装备制造企业冀东装备，直接、间接融资渠道畅通，但联合资信关注到若后续冀东水泥与金隅股份重组事宜完成，公司或将不再并表冀东水泥，则对公司融资能力影响较大。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保金额 48.24 亿元，担保比率 36.55%，分别是对唐山建设投资有限责任公司提供担保 23.74 亿元和唐山市南湖生态城开发建设投资有限责任公司提供担保 24.50 亿元，被担保公司均为国有独资企业，目前被担保公司经营正常。考虑到公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（银行版）（机构信用代码为G1013020800033200 8），截至2016年5月11日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息中有37笔关注类贷款，根据各银行出具的说明文件，由于公司为集团公司，主要职能为管理，本部没有主营业务及主营业务收入，将其划分到关注类，公司均已在贷款到期日正常偿还，过往债务履约情况正常。

6. 抗风险能力

公司作为中国建材行业的大型企业，在行业地位、区域垄断、产能规模等方面具备显著优势。基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、债券偿还能力

截至2015年底和2016年3月底，公司现金类资产分别为78.89亿元和64.91亿元，剔除受限货币资金后分别为68.46亿元和39.87亿元，现金类资产对待偿还债券“15冀发展CP001”本金13亿元的保障倍数分别为5.27倍和3.07倍。

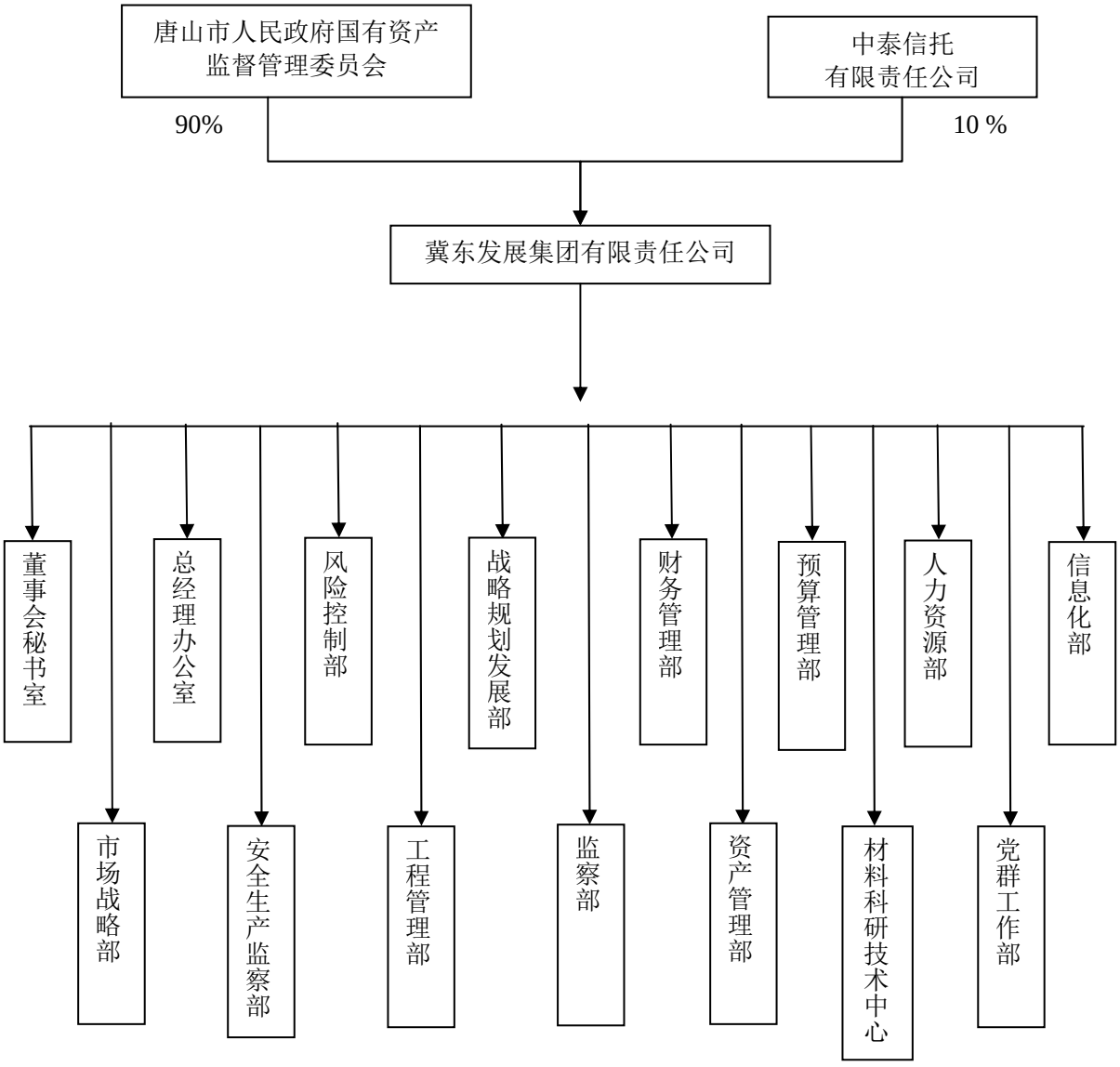
2015年，公司经营活动产生的现金流入量和经营活动净现金流分别为166.02亿元和13.47亿元，对“15冀发展CP001”的覆盖倍数分别为12.77倍和1.04倍。

总体来看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对“15 冀发展 CP001”的保障程度强。

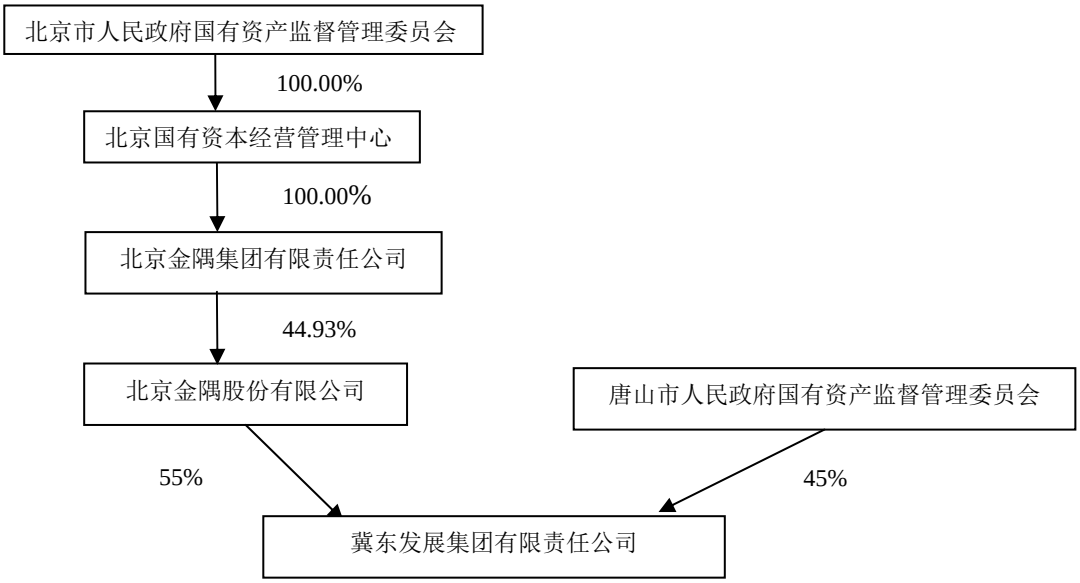
十一、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA^{+}调整为AA，列入信用评级观察名单，并维持“15冀发展CP001”A-1的信用等级。

附件1-1　截至2016年3月底冀东集团股权结构图（冀东集团与金隅股份重组事宜完成前）及组织结构图



附件1-2　冀东集团与金隅股份重组事宜完成后冀东集团股权结构图



附件 2　公司主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	94.62	77.79	78.89	64.91
资产总额(亿元)	639.31	634.64	628.45	628.67
所有者权益(亿元)	153.22	145.61	144.50	131.97
短期债务(亿元)	195.55	274.37	278.80	277.79
长期债务(亿元)	207.41	138.78	129.79	136.40
全部债务(亿元)	402.96	413.14	408.59	414.19
营业收入(亿元)	243.97	251.10	177.58	22.11
利润总额(亿元)	1.80	-1.55	-29.42	-11.97
EBITDA(亿元)	47.53	49.68	22.28	--
经营性净现金流(亿元)	-9.47	17.56	13.47	6.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.04	2.69	2.23	--
存货周转次数(次)	5.53	5.42	4.12	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.39	0.28	--
现金收入比(%)	97.47	65.82	75.72	162.51
营业利润率(%)	20.43	16.31	10.17	-0.36
总资本收益率(%)	3.70	4.00	-1.46	--
净资产收益率(%)	-1.01	-2.31	-23.03	--
长期债务资本化比率(%)	57.51	48.80	47.32	50.83
全部债务资本化比率(%)	72.45	73.94	73.87	75.84
资产负债率(%)	76.03	77.06	77.01	79.01
流动比率(%)	90.52	68.25	64.63	59.94
速动比率(%)	76.95	56.75	53.98	49.19
经营现金流动负债比(%)	-3.45	5.08	3.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.95	1.83	0.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.48	8.32	18.34	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计；

2、已将其他流动负债中的短期融资券调整至短期债务核算，将长期应付款调整至长期债务核算；

3、公司将 2015 年 12 月发行的 30 亿元中期票据“15 冀发展 MTN001”计入所有者权益。

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

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/营业收入×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（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息