

跟踪评级公告

联合[2016] 028 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持冀东发展集团有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为负面,维持“15冀发展CP001” A-1的信用等级。

联合资信评估有限公司

二零一六年一月八日

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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 负面
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 负面

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 1 月 8 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	67.27	94.62	77.79	65.09
资产总额(亿元)	561.36	639.31	634.64	625.86
所有者权益(亿元)	150.38	153.22	145.61	131.94
短期债务(亿元)	161.42	195.55	274.37	280.96
全部债务(亿元)	340.96	402.96	413.14	413.87
营业收入(亿元)	206.17	243.97	251.10	132.87
利润总额(亿元)	0.42	1.80	-1.55	-13.90
EBITDA(亿元)	37.42	47.53	49.68	--
经营性净现金流(亿元)	-4.05	-9.47	17.56	11.95
营业利润率(%)	20.81	20.43	16.31	11.14
净资产收益率(%)	-0.79	-1.01	-2.31	--
资产负债率(%)	73.21	76.03	77.06	78.92
全部债务资本化比率(%)	69.39	72.45	73.94	75.83
流动比率(%)	85.22	90.52	68.25	64.03
全部债务/EBITDA(倍)	9.11	8.48	8.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.96	1.95	1.83	--
经营现金流流动负债比(%)	-1.77	-3.45	5.08	--

注: 1、2015 年前三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。

分析师

刘秀秀 厉剑

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, 水泥行业“南高北低”的区域分化态势显著, 受固定资产投资增速放缓、下游需求疲软及京津冀区域竞争激烈影响, 2015 年前三季度冀东发展集团有限责任公司(以下简称“公司”)水泥、混凝土产能利用率持续下滑、销售量价齐跌; 受水泥行业固定资产投资放缓影响, 装备工程板块对外销售收入和盈利能力下滑; 公司前期并购步伐较快, 财务费用较高, 进一步侵蚀公司利润空间; 债务负担持续加重、面临较大的短期偿付压力。

2015 年以来, 公司通过转让*ST 秦岭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, 但持续性弱; 同时, 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实现收入, 但公司水泥和混凝土等主业亏损逐步加剧。

近日, 北方采暖地区水泥企业冬季施行错峰生产, 未来一段时间内, 公司经营性业务的止跌扭亏仍有赖于区域水泥市场价格及需求的支撑, 政策拉动效应仍待检验, 短期内公司仍将面临较大的经营压力。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级, 评级展望为负面, 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. 受主要布局区域内固定资产投资增速放缓、水泥行业下游需求疲软影响，2015年以来公司水泥、混凝土等主业量价齐跌，亏损加剧。
2. 近年来，公司债务负担持续加重，短期偿付压力较大。
3. 跟踪期内，公司通过转让*ST秦岭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。
4. 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

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”到期兑付日有效；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 2015 年 9 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。

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 2015 年 9 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）。截至 2015 年 9 月底，公司下属全资及控股二级子公司 32 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 40.52%）。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 634.64 亿元，所有者权益 145.61 亿元（其中少数股东权益 98.99 亿元）；2014 年公司实现营业收入 251.10 亿元，利润总额-1.55 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 625.86 亿元，所有者权益 131.94 亿元（其中少数股东权益 92.27 亿元）；2015 年 1~9 月公司实现营业收入 132.87 亿元，利润总额-13.90 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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，

比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为, 在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万, 调查失业率稳定在 5.1%左右, 居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升; 以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现, 中国经济向中高端迈进的势头明显; 最终消费的比重提升, 区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%, 城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%, 农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看, 2014 年, 市场销售稳定增长, 固定资产投资增速放缓, 进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元, 比上年名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资 (不含农户) 502005 亿元, 比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币, 比上年增长 2.3%。

2014 年, 中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元, 比上年增加 11140 亿元, 增长 8.6%。其中, 中央一般公共预算收入 64490 亿元, 比上年增加 4292 亿元, 增长 7.1%; 地方一般公共预算收入 (本级) 75860 亿元, 比上年增加 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增加 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增加 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增加 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵

押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右, 居民消费价格涨幅 3%左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5%以内, 进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施“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, 并将带动基础设施建设等投资, 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。水泥产销率维持在 98%以上, 其中, 2012~2014 年分别为 98.97%、

98.97%和98.82%。

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，是自 1991 年以来的历史最低增速；2014 年，全国累计销售水泥 24.47 亿吨，较 2013 年增长 2.43%。

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%。2012 年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。

2014 年全国水泥投资完成 1080 亿元，同比下降 19%，是继 2011 年的大幅下滑后，水泥投资连续 4 年下降。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。据中国水泥协会统计，2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨，其中，西南地区新增产能最多，为 3234 万吨，其余依次为华东、中南、华北、西北和东北地区。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨，累计产能比上年增长 4%；但由于 2014 年的整体需求形势差于预期，仅增长 2%左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。

2015 年 1~9 月，中国固定资产投资、房地产投资增速双双大幅回落，分别为 10.3%和 2.60%，与去年同期相比，增速分别回落 5.80 和 9.9 个百分点，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，投资增速放缓致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。2015 年 1~9 月，全国累计水泥产量 17.23 亿吨，同比下降 4.7%；9 月份单月水泥产量 2.18 亿吨，同比下降 2.54%，降幅有所收窄。全国总体需求有所企稳，但六大区域市场中，只有东北和华东两个区域单月水泥产量呈现环比增长态势，其他四大区域均出现不同程度的下滑，市场需求依然较为疲软。

中国水泥协会初步统计，2015 年 1~8 月，全国新增熟料产能仅 2129 万吨。但由于 2014 年以来整体需求形势差于预期，造成供需形势更加严峻。总体来看，虽然近几年水泥产能过快增长得到抑制，但全国水泥市场产能过剩现象依然严峻。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，行业供需结构有待改善。

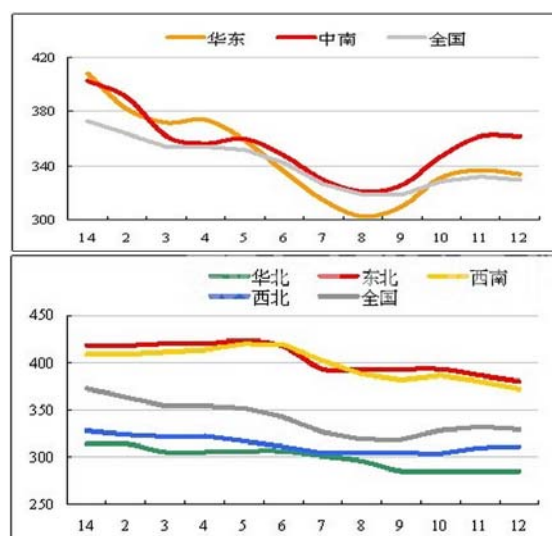
水泥价格

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

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，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。

图 1 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势

（单位：元/吨）

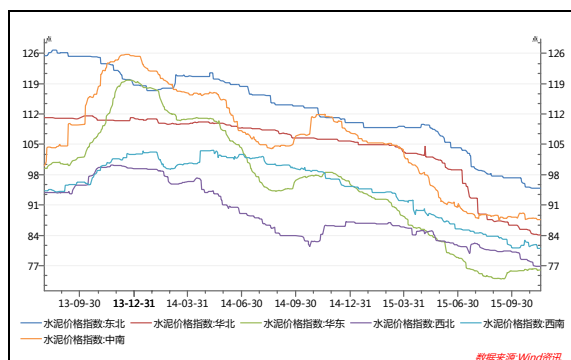


资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区2014年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区2014年延续2013年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过100元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。

在产能过剩和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，10月，全国水泥均价逐步降至266.60元/吨，同比下降15.74%。从区域来看，华北、西北、东北依旧亏损，西南、华东、中南同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑；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。

图2 近年来全国六大区域水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

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

行业经济效益

2014年，水泥全行业利润总额达780亿元，比2013年增长1.8%。从月度看，利润同比增长表现出“前高后低”的特点。主要是由于2013年下半年价格“翘尾”明显，而2014年下半年价格以下跌为主，水泥行业盈利能力较去年同期下降。4~7月份，虽水泥产品价格持续下跌，但成本端煤炭价格跌幅更大（煤炭均价同降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，库存高需求弱促水泥价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

从区域来看，盈利水平南北分化愈加明显。盈利能力南部强于北部，华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势。然而，华北、东北和西北三个地区区域景气度差，产能过剩、需求负增，产品价格降幅大，利润比去年有较大幅度的下滑。

进入2015年以来，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，水泥市场量价齐跌，企业亏损加大。需求低迷是造成2015年以来水泥行业盈利下滑的最大因素。2015年1~9月，中国水泥行业累计实现收入6464亿元，同比下降9.09%，实现利润183.96亿元，同比去年大幅下滑65.46%。其中，9月份单月实现利润27.34亿元，较上月有较大提升，单月盈利水平有所好转，但与前两年相比降幅较大，单月盈利减少40多亿元。从全国六大区域来看，2015年前三季度南方区域均能保持盈利，北方区域华北亏损持续加剧，东北实现扭亏为盈，西北在逐步实现减亏过程中。

综合来看，尽管水泥市场迎来传统需求旺季，价格环比有所回升，但受国家宏观经济增速走低影响，2015 年水泥市场整体表现旺季不旺，价格上涨仅仅是局部地区拉动，且幅度较小。

(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。中国水泥产业集中度较低，全国前十大生产厂商市场占有率不到 20%，但随着大型水泥企业兼并重组的推进，行业集中度在逐步提升。

根据中国水泥网的统计，2014 年中国水泥企业熟料产能排名中，中国建材、海螺水泥产能以绝对优势位居第一和第二。

表1 截至2014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	29986.3	11	天瑞水泥	3270.5
2	海螺水泥	17877.7	12	亚洲水泥	2867.5
3	中材集团	8794.7	13	拉法基瑞安	2300.0
4	冀东水泥	7030.8	14	亚泰水泥	1937.5
5	华润水泥	5849.7	15	尧柏水泥	1798.0
6	台泥水泥	5446.7	16	青松建化	1627.5
7	山水集团	5328.9	17	云南昆泥	1608.9
8	华新水泥	4417.5	18	葛洲坝水泥	1413.6
9	红狮水泥	3534.0	19	金圆水泥	1410.5
10	北京金隅	3366.6	20	江西万年青	1333.0

资料来源：中国水泥网

注：统计截至 2014 年底已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能；全年窑的运转率按 310 天计算产能；中国建材产能统计包含其合并范围内南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥；中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材。

与其他行业不同的是，水泥行业有一个很典型的销售半径，一般来看，水泥的销售辐射在周边 300 公里左右（华东地区在 500 公里左右），超过这个半径，其运输成本的增加将使其销售优势大幅削弱。因此，水泥市场的区域性更为明显，形成了目前多范围、多格局并存的区域水泥市场。

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差

异，将中国分成 7 个区域分析，其中华东区域为较为稳定的成熟类区域，每年的水泥产销增速基本保持稳定，以新建为主的发展方式已经结束。西南地区受宏观经济环境和地区基本情况影响，水泥行业处于较快增长阶段，虽然水泥产量占比不大，但每年增速较高。西北地区在资源拉动下市场步入发展的快车道。

表2 水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	中国建材（子公司北方水泥、宾州水泥）、亚泰集团、辽源金隅，冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，CRH	振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。
西北	中材集团（子公司赛马实业、天山股份、祁连山水泥）、冀东水泥、西部水泥	受益于西部大开发，此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。

华东	中国建材（子公司南方水泥和中联水泥）、海螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，区域集中度高，是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基瑞安、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，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高。

资料来源：数字水泥网

目前中国国内水泥市场的竞争已从区域化竞争逐步进入全国性竞争阶段：如目前海螺水泥在取得华东地区霸主地位后，将其重心转到两广市场；冀东水泥的三北战略“华北、东北、西北”；华新水泥在巩固其在湖北的龙头地位后，积极向北发展等。大型水泥企业集团对各区域市场的争夺呈梯队演进，之前在华东地区、西南地区，目前在华南地区，继而是河南、华北地区，其后的顺序为东北、西北市场；目前，海螺水泥、中材股份和冀东水泥等大型水泥企业均加大了对西北市场开拓力度，通过新建、兼并等方式大力布局西北市场。各大水泥企业转移发展目标至西北市场，同时辅以近年来愈发大力推进的去产能政策，预计未来全国水泥产能重心将逐步向西移动。

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。

（3）上下游分析

上游原材料

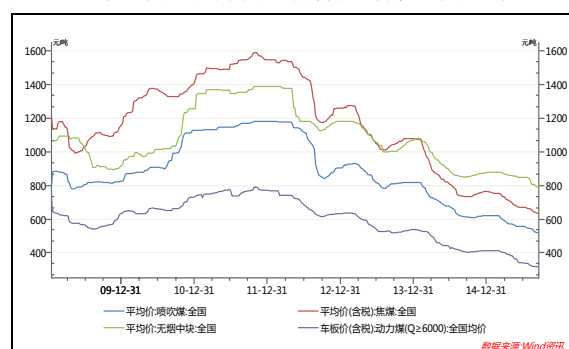
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

煤炭

2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年12月31日环渤海动力煤价为525元/

吨，较2013年底下降16.80%，2015年二季度煤炭价格进一步小幅下探。总体上，2012年至今煤炭价格呈下滑趋势。

图3 近年国内主要煤炭品种含税均价（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯

电力

2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号）规定，自4月20日起，全国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。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外,进入2015年,中国将实施新的电力改革方案。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。

由于电价受政府主导,电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。国内水泥行业为了节约成本,目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目,余热发电可提供单位水泥生产约30%的用电。

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,2014年,上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为11.22万亿元,同比增长19.93%,较2013年增速下降1.25个百分点。2015年1~9月,水利、环境和公共设施管理业固定资产投资累计同比增长20.3%,增速小幅提高;道路运输业固定资产投资累计同比增长18.1%,增速回落0.3个百分点;铁路运输业固定资产投资累计增长仅为1.8%,投资增速大幅回落。水利投资增速上升,铁路运输投资增速大幅下挫,道路运输投资增速继续放缓。尽管年初以来批复项目较多,但受审批程序严格化影响,部分重大项目建设推进缓慢,基建投资进度低于预期,水泥需求不足的局面难以扭转。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。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1~9月,全国房地产投资7.1万亿元,同比增长2.6%,较1~8月回落0.9个百分点,呈现出加速回落态势;与去年同期相比,增速回落9.9个百分点,显示出房地产市场的复苏短期内难以实现;房地产开发企业房屋施工面积693652万平方米,同比增长3.0%,增速比1~8月份提高0.5个百分点;房屋新开工面积114814万平方米,下降12.6%,降幅较1~8月份收窄4.2个百分点。

由此看出,基建投资的较快增长,为2014年水泥需求总量的稳定提供了重要支撑,但房地产投资增速的快速下滑是导致2014年以来水泥需求增速大幅下降的主要因素。

(4) 行业政策和关注

水泥产业政策集中于五个方面:一是提高行业准入条件;二是严格控制新增产能,实行等量淘汰原则;三是促进企业产品质量的提高;四是大力推行清洁生产,降低污染物排放;五是促进行业兼并重组。“十二五”期间,产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调。

2014年3月,国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》,强调兼并重组是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构的重要途径,后续将更加侧重于兼并重组市场环境的改善、逐渐减少行政审批事项,取消下放部分审批事项,取消上市公司收购报告书事前审核,强化事后问责。取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批(构成借壳上市的除外)等。

2014年5月8日,工信部下发《2014年淘汰落后产能任务》,其中,淘汰水泥(熟料及磨机)5050万吨。

2014年9月1日,发改委、财政部、环保部就调整排污费征收标准等问题发布通知,要求2015年底前水泥等行业严格核定排污费。具体内容包 括:调整排污费征收标准,促进企业治

污减排；加强污染物在线监测，提高排污费收缴率；实行差别收费政策，建立约束激励机制；加强环境执法检查，主动接受社会监督等。

2014年12月2日，国家标准化管理委员会批准GB 175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第2号修改单，将于2015年12月1日起取消32.5复合硅酸盐水泥。2013年，中国水泥产量达到24.1亿吨，据测算，其中的32.5强度等级复合硅酸盐水泥产量约有11亿~12亿吨，所占比重接近50%；其中32.5水泥产量（按2013年产量计算）约7~8亿吨。32.5复合水泥标准取消有望增加高标号水泥生产使用量、带动水泥价格提高、提升行业集中度。2015年9月23日，中国建筑材料科学研究总院将修订的国家标准《通用硅酸盐水泥》（征求意见稿）向各大水泥企业发布征求意见。与GB175-2007《通用硅酸盐水泥》相比，此次征求意见稿主要修订内容是取消复合硅酸盐水泥的32.5、32.5R强度等级。

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，促进水泥行业节能降耗，提质增效，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。今年冬天，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。

“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调，有利于大力推进节能减排、兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，水泥行业将进入价值回归的健康发展态势。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着

国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

（5）行业发展

根据2014年底召开的中央经济工作会议精神，2015年投资将进入新常态，投资驱动的经济增长模式发生变化，投向将更加精细化，而不再强调过高的增长速度。投资将转向城市改造、基建投资重点突出在中西部铁路与城市轨道交通。分结构来看，基建投资维持高位，房地产和制造业投资增速将继续低位运行，但总体来说房地产和制造业投资将拖累整体投资增长，投资增长仍将低位运行。作为与固定资产投资密切相关的水泥行业，需求增速放缓将成为必然趋势。

2015年以来，中国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，均对房地产行业未来发展形成支撑，进而有利于促进水泥行业的回暖。

长期看，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有望得到缓解，进而大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

短期看，经济下行压力仍然较大，“稳增长”预期有望持续强化；尽管前期房地产政策有所放松，其短期对投资拉动效应不明显，预计全年需求仍难有大幅回升；未来水泥行业“稳增长”将主要由包括铁路投资、地下综合管廊建设和“长江经济带”等区域基建项目的不断投产来拉动。此外，随着新环保法的实施，为应对高标准的环保要求，水泥行业整体行业利润降低。

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,国家关于水泥产业淘汰落后产能、支持发展新型干法水泥生产线政策导向驱动下,未来水泥工业装备将向着大型化(5000 吨/天~10000 吨/天)、高效节能化方向发展,水泥生产线的纯低温余热发电系统存在较大市场。但由于水泥行业投资增速放缓,导致水泥装备制造行业收入下滑,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。

随着国家对工程质量及环境问题的日益重视,全国由上而下逐步禁止混凝土、砂浆现场搅拌,政府加大了对商品混凝土的推广力度,商品混凝土行业发展提速。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快速增长,2014 年,全国商品混凝土产量为 15.54 亿立方米,同比增长 11.39%。分区域看,占全国商品混凝土产量比例最大的华东地区(占全国比例 41.6%) 2014 年产量同比增长 7.82%,增速较 2013 年下降近 10 个百分点;华北地区 2014 年产量增速最低,为 1.17%,2014 年 1~11 月累计产量曾出现同比下降的情况;东北、中南、西北地区产量增速下降幅度均超过 10 个百分点,其中西北地区降幅达到 23.3%;西南地区产量增速下降幅度最小,为 6 个百分点,同时西南地区也是 2014 年产量增速最高的地区。但是,当前中国混凝土行业仍然存在着产业集中度低、产品附加值低、生产工艺比较简单、应收账款规模大等制约行业发展的问

题。

分省市来看,2014 年,新疆、北京、山西、黑龙江四个省市区商品混凝土产量出现同比下降的情况;除了青海、内蒙古两个地区 2014 年产量增速上升以外,其余省市区产量均呈现增速下降走势,其中降幅最大的为贵州,2014 年产量增速为 59.88%,较 2013 年下降 47.85 个百分点,但同时也是 2014 年产量增速最高的省份。从需求端来看,除了天津市以外,其余省市固定资产投资增速同样呈现下降走势,绝大部分省市商品混凝土消耗量同比增速走势与固定资产投资增速保持一致。

2014 年,混凝土与水泥制品行业主营业务收入及利润随着产量增速的下降同比大幅缩减,从市场运行情况来看,商品混凝土价格较为稳定,与 2013 年相比有小幅上涨。

2015 年上半年,中国混凝土及制品行业由于投资拉动效应递减,上半年混凝土及部分制品产量增速大幅下滑,部分制品产量同比下降。需求的萎缩导致混凝土产量增速大幅下滑,同时市场价格在今年上半年也呈现缓慢下行走势,较去年同期有明显下滑,混凝土与水泥制品整个行业利润较去年同期小幅下降。随着上游资金紧张导致混凝土企业短供情况加剧,整个混凝土及制品行业将步入较为艰难的境地。

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 2015 年 9 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 2015 年 9 月底,公司合并资产总额达到 625.86 亿元,下属全资及控股子公司 32 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 2015 年 9 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。冀东水泥拥有 24 项石灰石矿采矿权,目前,冀东水泥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,为中国建材机械行业 20 强企业。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。

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2015年9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51个，具备年生产混凝土3255万方的能力。

3. 人员素质

公司有12名高级管理人员，其中董事长兼党委书记1名，董事2名，董事会秘书1名，监事5名，总经理1名，副总经理2名，均具有丰富的企业管理经验。公司董事长兼党委书记张增光先生，1959年出生，硕士学历，高级工程师，于1981年加入河北省冀东水泥厂，1997年7月至2005年4月任唐山冀东水泥有限公司总经理，2005年4月至今担任公司董事长兼党委书记、冀东股份董事长。公司总经理王晓华先生，1955年出生，本科学历，高级政工师，历任公司副总经理、董事，现任公司总经理兼党委副书记。

截至2015年9月底，公司在职员工24903人。按教育程度分类，本科及以上学历占16.30%，大专学历占22.36%，高中及以下学历占61.34%；按岗位构成划分，公司生产人员占48.10%，销售人员占5.51%，技术人员占31.55%，财务人员占3.14%，行政人员占6.05%，其他人员占5.64%；按年龄结构划分，30岁及以下员工占28.70%，31~40岁员工占33.09%，41~50岁员工占28.12%，51岁及以上员工占10.09%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，有利于公司的长远发展。公司员工以中青年为主，且技术工人占比较大，年龄及岗位构成符合行业发展要求，能够较好地满足公司经营需要。

4. 技术水平

公司为国内第一家引进国际先进工艺技

术全套新型干法水泥生产线的企业；公司建成了中国第一条日产4000吨熟料新型干法水泥国产化示范线，填补了国内自行设计、制造、安装日产4000吨熟料新型干法水泥生产线的空白。目前，公司下属水泥企业均采用新型干法水泥工艺，整体技术水平位居国内前列，部分技术达到了国际一流水平。就系统工艺及工艺装备而言，原料、烧成系统基本达到国际先进水平，水泥粉磨系统达到国内先进水平。截至2015年9月底，公司共拥有水泥生产线52条和7个粉磨站，其中日产7200吨水泥生产线3条，日产5000吨水泥生产线28条，日产4500吨水泥生产线3条，日产4000吨及以下水泥生产线18条；公司具备年产7483万吨熟料、12528万吨水泥的生产能力。

公司的石灰石主要来自于自备矿山；天然石膏或改性石膏依靠外购；截至2015年9月底，公司拥有石灰石资源超过20亿吨，分布于河北、陕西、吉林、山西、湖南、四川、内蒙、重庆等省。

资源综合利用方面，公司水泥产品中掺加的工业废渣达到近二十种，在国内水泥产业处于领先水平。公司采用国际先进的纯低温余热发电设备和技术，吨熟料产生的废热可发电量40度左右，占水泥生产综合电耗的30%，可以实现良好的经济效益和环境效益。

截至2015年9月底，公司已建成余热发电机组41台，装机容量357MW。2015年1~9月，公司利用余热发电11.12亿度，余热发电产生电量占公司用电总量的30%，公司余热发电成本（含折旧）约为0.20元/度，节约电费成本约3.86亿元。2015年5月7日昌黎公司并网发电，预计11月进入内部验收阶段，2017年预计增加黑龙江公司一台机组，装机容量增加18MW，预计一年将增加发电量约1.30亿千瓦时，现处于总包合同审核阶段。

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域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北京金隅股份有限公司。公司在北京、天津和唐山的市场份额分别为 20%、30% 和 75% 左右。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。

2013 年和 2014 年，公司水泥板块获得资源综合利用增值税退税、环保资金拨款、所得税返还以及公司获得拆迁补偿金、土地返还款等政府补助收入分别为 4.74 亿元和 6.10 亿元。2015 年 1~9 月，公司获得政府补助收入共计 1.48 亿元，同比大幅下滑，主要系公司水泥销量同比大幅下滑以及 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%：① 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；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，在环境标准上要求更加严格。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。

6. 资产重组

根据冀东水泥与中国再生资源开发有限公司（以下简称“中再生”）签署的《股份转让协议》，公司于 2015 年 4 月 17 日完成*ST 秦岭股权的转让手续，将所持有的*ST 秦岭股票 1 亿股转让过户给中再生，获得转让收入 2.75 亿元，并实现投资收益 1 亿元；转让后，公司不再是*ST 秦岭第一大股东。同时，公司将持有的*ST 秦岭股份 0.84 亿股计入“交易性金融资产”科目，由于股权转让事宜引起的会计科目调整，该部分股份按市场价格计量，因此，2015 年 1~9 月公司实现了较大的公允价值变动收益。截至 2015 年 9 月底，公司尚持有*ST 秦岭 0.72 亿股。

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，2012~2014 年，公司主营业务收入逐年增长，公司实现主营业务收入分别为 204.67 亿元、241.39 亿元和 249.53 亿元，主要系贸易板块的收入增长所致；2014 年，公司主营业务收入同比仅小幅增长 3.37%，主要由于受房地产投资增速放缓影响，公司当期关停混凝土站点 4 个，

混凝土产销量下滑，公司主要布局的京津冀区域市场产能过剩，价格恶性竞争，公司混凝土售价不断下滑，导致 2014 年混凝土板块收入同比下降 15.94%；同时，装备板块合并抵消后收入规模同比大幅下降，拉低了公司当期收入增速。

从各板块收入构成来看，水泥、熟料板块为公司主业，收入规模相对稳定；混凝土板块于 2014 年以来收入规模同比下滑；以煤炭贸易为主的公司贸易板块于 2012 年以来快速发展，近年来收入规模不断增长，收入占比迅速增大，近三年复合增长 84.35%。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快速调整阶段，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、完成制砂机骨料设备的研发，近三年装备工程板块收入波动下降，2014 年实现收入 5.26 亿元，同比大幅下降 59.07%，主要系装备板块对冀东水泥销售收入占比增大，但合并抵消后收入规模大幅下滑。骨料板块（计入其他业务板块）为公司新兴业务板块，于 2013 年实现收入，收入规模较小，2014 年为 0.57 亿元，但进一步增强了集团上下游产业链的完整性。

2012~2014 年，公司整体毛利率逐年下降，2014 年公司主营业务毛利率降至 16.55%，从各板块毛利率来看，主要系：①受宏观经济增速放缓和公司水泥主要布局的三北区域竞争激烈影响，水泥和熟料售价不断下降，固定资产折旧等成本无法充分摊薄，导致毛利率波动下降，2014 年降至 22.09%，同比下降 5.19 个百分点；②近年来，公司贸易板块收入规模逐步增长且其占比不断增大，但盈利能力较弱（2014 年为 1.19%），拉低了公司整体毛利率；③受房地产投资增速放缓影响，公司混凝土毛利率近三年不断下降，2014 年降至 13.52%。

2015 年 1~9 月，公司的营业收入为 132.87 亿元，同比大幅下降 28.66%，主要由于公司所处北方地区水泥市场需求低迷以及竞争尤其激烈，水泥价格较 2014 年底降低 25 元/吨且销量同比大幅下滑，虽然原材料煤炭价格大幅降低，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市场价格的降低；综上受多种因素影响，2015 年 1~9 月，公司主营业务毛利率大幅降低，仅为 11.31%。

总体来看，近年来，受益于贸易板块的快速发展，公司收入规模不断增长，但水泥、混凝土等主业板块量价齐降，整体盈利能力呈现不断下降趋势。

表 3 公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元，%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	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	127.78	62.43	25.99	137.91	57.13	27.28	146.41	58.68	22.09	81.37	62.00	14.73
装备工程	9.47	4.63	25.59	12.85	5.32	28.90	5.26	2.11	29.64	3.55	2.71	17.24
混凝土	40.26	19.67	15.67	44.78	18.55	15.09	37.64	15.09	13.52	16.32	12.44	-0.99
贸易	15.81	7.72	0.46	38.08	15.77	0.44	49.99	20.03	1.19	23.93	18.23	1.46
房地产	0.24	0.12	42.48	0.25	0.10	54.68	0.06	0.02	6.46	0.05	0.04	53.66
其他	11.13	5.44	13.95	7.52	3.12	12.12	10.16	4.07	16.61	6.03	4.59	33.74
合计	204.67	100.00	21.33	241.39	100.00	20.43	249.53	100.00	16.55	131.25	100.00	11.31

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，如首都国际机场、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。

2014 年，受固定资产投资增速放缓和水泥产能过剩、竞争加剧等影响，公司产销布局的东北、华北、西北、西南等区域市场供需矛盾仍比较突出，使公司平均水泥销售价格较同期下降 10.01%；但同时，公司及时根据各大区细分市场情况制定区域市场竞争策略，并严格监督各大区销售战略落实，市场占有率得到提高，实现水泥销量较同期增长 9.55%。综合上述因素，2014 年公司水泥、熟料板块实现主营业务收入 146.41 亿元，同比小幅增长。虽然公司通过建立煤炭和备品备件“统采”业务新模式降低采购成本，通过技术改造、现场指导及技术支持等一系列措施，设备可靠性、台时有所提升，主要能耗指标有所优化，平均水泥单位生产成本较同期降低 9.80%，但由于水泥销售价格的降幅更大，2014 年，公司水泥、熟料板块毛利率降至 22.09%，同比下降 5.19 个百分点。

2015 年 1~9 月，受基建、房地产固定资产投资增速下滑影响，三北地区水泥市场需求低迷，公司水泥、熟料量价齐降，该板块实现收入 81.37 亿元，仅为 2014 年全年的 55.58%，毛利率水平大幅降至 14.73%，较 2014 年下降 7.36 个百分点。

原材料采购

公司水泥生产所需原材料和能源主要为石灰石、石膏、粉煤灰、煤和电等。

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 60%以上。目前，公司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。

表 4 公司原材料采购数据

原料	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
煤炭	采购量 (万吨)	672.42	748	816.20	361.27
	采购均价 (元/吨)	574.80	502	448.17	333.67
电力	外购用电量 (亿千瓦时)	42.00	43.00	43.48	26.87
	采购均价 (元/千瓦时)	0.54	0.55	0.54	0.55

资料来源：公司提供

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；煤炭采购量方面也随公司产量的增加而有所增长。公司煤炭采购款结算方式一般为到货当月挂账，次月付款。

随着产能的扩大，公司水泥板块电力使用量有小幅增长，2014 年水泥板块采购电力用量共计 43.48 亿千瓦时。2014 年，公司利用余热发电 15.15 亿度，余热发电产生电量占公司用电总量的 25.84%，公司利用余热发电成本约为 0.17 元/度，节约电费成本约 5.6 亿元。

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。

产能扩张

近年来，公司扩张步伐显著放缓，但仍有少量新建水泥生产线投产。2012 年，公司永吉、秦岭、伊东等新线顺利建成投产。2013 年，公司灰剑、昌黎、灵寿和伊东等生产线顺利投产，新增水泥产能 572 万吨，熟料产能 342 万吨。截至 2015 年 9 月底，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，近年来，公司水泥、熟料产能小幅增长，主要是由于 2014 年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。公司主要生产区域为冀东大区、冀中南大区、陕西大区、内蒙大区和东北大区等。

表 5 截至 2015 年 9 月底公司水泥熟料产能分布情况
(单位: 万吨/年)

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

资料来源: 公司提供

从产能利用率情况来看, 2012~2014 年, 公司水泥产能利用率分别为 51.15%、55.55% 和 57.81%, 熟料产能利用率分别为 70.86%、73.96%和 81.61%, 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。公

司每年新增少量水泥生产线, 而各新增项目在年中陆续投产不是在年初就投产, 且新增项目还需要试运行, 运转率较正常水平较低; ②公司一部分产能生产熟料, 未生产成水泥就直接销售了, 这部分熟料占用了部分产能, 且不统计在水泥产量之中; ③过去几年, 公司水泥业务扩张步伐过快, 且近年来宏观经济增速放缓, 公司自身水泥产能已处于过剩状态。

2015 年 1~9 月, 公司水泥和熟料产能利用率较 2014 年大幅下降, 主要系三北地区需求低迷及受环保压力影响, 8 月底华北地区水泥停产影响。

产销情况

近三年, 公司水泥产、销量呈现平稳增长的态势, 熟料在满足自身水泥生产需要外实现对外销售。2014 年度, 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 1~9 月, 受需求疲软影响, 公司水泥和熟料产量分别为 4473 万吨和 3554 万吨; 水泥和熟料销量分别为 4514 万吨和 799 万吨, 同比均有所下降。

表 6 公司水泥熟料产销情况 (单位: 万吨)

产品	产量				销量			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
水泥	6026	6596	7242	4473	5998	6618	7250	4514
熟料	5040	5412	6107	3554	1405	995	1386	799

资料来源: 公司提供

- 注: 1、表中熟料销量统计为扣除满足冀东水泥内部水泥生产所需量;
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;
3、水泥及熟料销量的统计含冀东水泥销往集团内部子公司混凝土公司数据。

公司建立了集分权相结合的分级管理控制模式: 公司根据水泥大吨位、低价格、区域半径较小的实际情况设立了多个大区, 各大区承担对区域内子公司运营管理控制的职责, 以

实现区域内统一销售、统一采购、统一组织生产, 确保子公司按照公司统一的规则运行, 全面受控; 公司集团总部主要承担战略规划、资本运作、投资决策、目标制定、运营管控、监

督考核等宏观管理职能，对各大区实施战略管控。从目前实际运行情况来看，各大区的销售统一管理基本实现。

从各区域销售情况来看，2014 年，公司水泥在华北地区（北京、天津、河北、山西和内蒙）销售收入占 62.78%，东北地区（辽宁、吉林、黑龙江）占 12.90%，西北地区占 7.43%，其他区域（湖南、山东和重庆）占 16.89%；其中，华北、东北和西北地区销售收入同比均有所下降，其他区域收入同比有所上升。上述四个区域销售毛利率分别为 20.77%、32.73%、12.72%和 15.11%，同比分别下降 5.04、下降 8.43、下降 6.48 和上升 4.57 个百分点。

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。

2014 年以来，公司主要布局区域市场水泥需求不旺、市场竞争激烈，公司现有产能仍未得到充分利用；且公司主要区域水泥行业集中度低于南方，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不断下降的趋势。公司产能主要布局的华北和东北地区水泥均价有所下滑，公司整体水泥产品售价下降。2014 年公司水泥和熟料产品售价分别为 214 元/吨和 174 元/吨，分别较 2013 年下降 9.70%和 6.45%。

相比往年同期，2015 年前三季度全水泥行业市场需求更加疲弱，需求的降低又加剧了市场企业的价格竞争，从而导致水泥市场的量价齐跌，而公司主要区域华北地区市场竞争更加激烈，进而导致价格的大幅下跌。2015 年 1~9 月，公司水泥和熟料的平均售价分别为 189 元/吨和 132 元/吨，较 2014 年均价进一步下跌。

表 7 公司主要产品售价

产品	平均售价（元/吨）
----	-----------

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
水泥	261	237	214	189
熟料	219	186	174	132

资料来源：公司提供

注：平均售价为不含税出厂价。

按客户类型分类，客户群体主要有搅拌站、重点（单体）工程及零散客户三类，2014 年，上述三种类型占比分别为 49%、25%和 26%；公司所在区域以及重点布局位于京津冀地区，公司已经中标的重点项目包括京沈客运专线、唐曹铁路、天津铁路枢纽西南环线、国家电网丰宁电站、天津 117 大厦、张承高速、京台高速、密涿高速、京沈高速公路改扩建工程、天津机场线等。

按合作情况分类，客户群体主要分直销客户与经销商，2014 年，直销客户占 64%，经销商占比较低。公司水泥产品结算以现款结算为主，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。其中，冀东水泥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，截至 2014 年底，冀东水泥对其应收共计 5.47 亿元，占冀东水泥全部应收账款的 28.23%；2014 年，冀东水泥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 6.96 亿元，占冀东水泥全部营业收入的 4.45%，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。

从客户集中度看，由于水泥产品具有运输半径受限的特点，公司产能较为分散，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，公司没有对单一客户产生销售依赖。

在建和拟建项目

根据水泥行业产能严重过剩的现状，公司未来将以提高产能利用率为主，新建水泥生产项目少。公司未来在技改等方面仍将保持一定的资本支出，但由于公司主要在建产能项目基本建设完毕，未来水泥行业相关投资支出规模较小。公司目前重大在建项目包括昌黎冀东水

泥有限公司水泥矿渣立磨项目、唐山市鑫研建材有限公司年产 100 万吨矿渣粉生产线等水泥技改和砂石骨料项目，大部分工程处于建设尾声或完工过半，已投入金额占比较高。

冀东水泥黑龙江有限公司拟建设一条 7200t/d 熟料新型干法水泥生产线(带纯低温余热发电)项目，该项目已于 2012 年 7 月和 2014 年 7 月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)。目前，黑龙江水泥生产线项目仍在积极筹备当中，尚未正式开工建设。

此外，公司其他业务板块重大在建项目包括中国水泥工业博物馆暨启新记忆文化创意产业园、冀东水泥曹妃甸风力发电设备制造项目、曹妃甸机械热加工工程以及重装、辅机厂房工程等；截至 2015 年 9 月底，公司重大在建项目已投入金额较多，未来尚需投资约 7.39 亿元，投资压力尚可。

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。南非项目预计总投资约 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收入。

未来，随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和中国“一带一路”基础设施建设、京津冀协同发展等对水泥需求的拉动，以及 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，均有利于区域水泥行业的逐步回暖。但联合资信关注

到，虽然 2015 年 1~9 月公司通过转让*ST 秦岭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，但持续性弱；考虑到政府组织的北方采暖地区水泥企业冬季施行错峰生产等因素，未来一段时间内，公司经营业务的止跌扭亏仍有赖于区域水泥市场价格及需求的支撑，政策拉动效应仍待检验，公司仍将面临较大的经营压力。

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，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 8。

表 8 公司装备工程板块经营主体

序号	下属公司	业务类型
1	唐山盾石机械制造有限公司(“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，近三年及一期装备工程产品销量总体呈现下降趋势，主要系受固定资产投资增速放缓和出口持续下滑影响，传统水泥装备工程行业仍未摆脱下行压力，2014 年，公司装备工程产品产量和销量分别下降至 22839 吨和 22917 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。

此外，联合资信关注到受水泥行业投资下滑影响，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公司冀东水泥，其占比逐渐上升，导致 2014 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 5.26 亿元，同比下降 59.01%。2014 年，该板块毛利率为 29.64%，同比变动不大。

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。2015 年 1~9 月，公司装备板块合并抵消后实现收入 3.55 亿元，为 2014 年全年的 67.49%，毛利率降至 17.24%，主要由于外销业务盈利能力降低所致。

表 9 公司装备工程产品产销量

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
产量（吨）	32643	35919	22839	10046
销量（吨）	33541	31147	22917	10516

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。

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、骨料设备的研发等。公司 2013 年被评为国家级高新技术企业，拥有一支技术过硬、知识结构合理的研发团队，具有较强的自主研发和技术创新能力。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。未来，随着公司磁飞轮、海上平台和移动破碎等技术、专利逐步转化为批量生产的产品，将加快装备工程板块产品结构调整的步伐，拓宽公司盈利渠道。

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 2015 年 9 月底，混凝土公司控制的下属混凝土企业 44 家，搅拌站站点 51 个，具备 3255 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，混凝土售价不断下降至 321 元/立方米。由于量价齐降，2014 年，混凝土板块收入大幅下降至 37.64 亿元，同比下降 15.94%；2015 年 1~9 月，该板块量价齐降，收入呈持续下滑趋势，仅为 16.32 亿元，为 2014 年全年的 43.36%，混凝土行业受需求下滑以及价格下降影响较大。

表 10 公司混凝土产销情况

（单位：万立方米、元/立方米）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
产量	1150	1336	1148	553
销量	1150	1336	1148	553
平均售价	342	324	321	296

资料来源：公司提供

2015 年 1~9 月，公司混凝土板块主要下游客户为中国建筑第二工程局有限公司西南分公司、重庆建工住宅建设有限公司、北城致远集团有限公司、重庆城建控股（集团）有限责任公司和广州天力建筑工程有限公司，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，公司应收账款规模较大，对公司带来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。

2014 年，公司主要的上游贸易供应商为 Gargill International Trading PTE LTD、KARARA NINING LIMITED、Prosperity Steel United Singapore Pte Ltd、中能源电力燃料有限公司和山煤国际能源集团大同有限公司；公司主要的下游销售客户为天津亿利煤炭有限责任公司、EMORI AISA HOLDING PTE LTD、亿利资源集团有限公司北京分公司、唐山冀东水泥股份有限公司唐山分公司、华阳地泰国际投资有限公司等。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。

2012~2014 年，公司贸易板块实现收入分别为 15.81 亿元、38.08 亿元和 49.99 亿元，收

入规模不断增长，贸易板块毛利率较低，对公司整体盈利能力贡献较小；同时，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。从区域看，2014年，公司以国内贸易为主，销售区域主要集中于北京、河北和天津，公司仍以内贸¹为主，其中，外贸包括焦炭、矿渣等产品的出口及铁矿石、煤炭等产品的转口贸易。2015年1~9月，贸易板块实现收入23.93亿元，毛利率仅为1.46%，较2014年变动不大。

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8.18亿元。

财务核算方面，金岸世铭项目已确认收入，由于另外两个项目尚未竣工结算，预售金额在预收账款中体现。

表11 截至2015年9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	5.17	3.24	8.18	2.10
金岸红堡一期	13.00	23.30	1.00	0.66	7.30	5.70
金岸世铭	8.29	19.00	16.95	8.60	7.84	0.45
合计	31.57	61.03	23.12	12.50	23.32	8.25

资料来源：公司提供

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：公司下属子公司唐山冀东发展燕东建设有限公司（以下简称“燕东建设”）进行房屋建筑工程施工总承包，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，冀东发展集团专用车有限公司进行专业混凝土搅拌车等专用车辆的制造、铆焊加工、机械零部件加工、汽车、钢材的批发零售，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。

2012~2014年，公司其他业务板块业务种类较多，收入波动下降，分别为11.13亿元、7.52亿元和10.16亿元，其中，2014年收入同比有所增长，主要系当期河北省建筑材料工业

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。

设计研究院承揽项目较多所致，毛利率水平波动增长，近三年分别为 13.95%、12.12%和 16.61%。2015 年 1~9 月，其他业务板块实现收入 6.03 亿元，毛利率水平较高，为 33.74%，主要系子公司燕东建设新增装配式住宅（新型房屋项目）以及砂石骨料板块毛利率较高且收入在其他业务板块中占比较大所致。

8. 经营效率

2012~2014 年，公司应收款（应收账款+应收票据）规模的增长速度高于营业收入增速，销售债权周转次数逐年下降，2014 年为 2.69 次。同期，受存货增长较快影响，公司存货周转效率不断下降，2014 年为 5.42 次。受公司近年来固定资产和应收款项规模较大影响，公司总资产周转次数保持在较低水平，2014 年为 0.39 次。

总体看，公司经营效率处于一般水平。

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，公司主业水泥业务将保持平稳发展，主要通过收购的方式实现扩张，基本不再新建水泥生产线，且目前在建水泥生产线项目较少。未

来公司重点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，成为公司未来重点发展业务。总体来看，公司未来投资规模较小。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2012 年财务报表经中磊会计师事务所有限责任公司审计，公司 2013 年和 2014 年财务报表经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年 1~9 月财务报表未经审计。

2013 年，纳入公司合并范围的二级子公司共 34 家，较 2012 年新增子公司 7 家，分别为：唐山启新记忆物业服务有限公司、冀东发展集团河北矿山工程有限公司、北京哲君科技开发有限公司、冀东发展集团专用车有限公司、唐山冀东物业服务有限公司、泾阳县金辉建材有限公司和冀东发展（香港）国际有限公司。2014 年，公司合并范围的二级子公司新增 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。截至 2014 年公司纳入合并范围的二级子公司 32 家，较 2013 年底减少 2 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 2014 年底，公司合并资产总额 634.64 亿元，所有者权益 145.61 亿元（其中少数股东权益 98.99 亿元）；2014 年公司实现营业收入 251.10 亿元，利润总额-1.55 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 625.86 亿元，所有者权益 131.94 亿元（其中少数股东权益 92.27 亿元）；2015 年 1~9 月公司实现营业收入 132.87 亿元，利润总额-13.90 亿元。

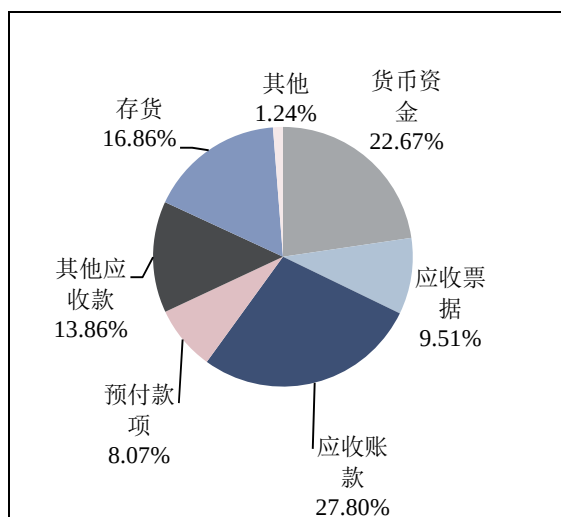
2. 资产质量

2012~2014 年, 公司资产总额在波动中有所增长。截至 2014 年底, 公司资产总额为 634.64 亿元, 同比略有下降, 其中流动资产占 37.20%, 非流动资产占 62.80%, 资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年, 公司流动资产年复合增长 10.17%, 主要来自应收账款、应收票据以及其他应收款的快速增长。截至 2014 年底, 公司流动资产合计 236.10 亿元, 同比略有下降, 主要由货币资金、应收账款和存货等构成。

图 4 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2014 年审计报告

2012~2014 年, 公司货币资金年复合增长 3.54%。截至 2014 年底, 公司货币资金 53.51 亿元, 同比下降 11.05%, 主要为银行存款 (占 76.62%) 及其他货币资金 (占 23.38%), 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。

2012~2014 年, 应收票据三年复合增长率为 15.68%, 截至 2014 年底, 公司应收票据为 22.45 亿元, 同比下降 33.12%, 主要是由于公司到期托收承兑、背书支付材料款、设备款等。公司应收票据包括银行承兑汇票 (占 98.50%) 和商业承兑汇票 (占 1.50%)。

2012~2014 年, 公司应收账款快速增长,

年复合增长率为 20.95%。截至 2014 年底, 公司应收账款为 65.64 亿元, 较 2013 年底有小幅增长。公司应收账款在 2013 年增长较快, 主要因为: ①2013 年, 新纳入合并范围的子公司较多, 导致公司应收账款有所增长; ②冀东水泥规模扩大, 子公司数量增加, 新投产企业为迅速打开市场、抢占客户, 提高了赊销比例; ③混凝土公司在兼并收购搅拌站中, 承接了部分原单位的应收债权, 公司混凝土板块规模显著扩大, 销量增加, 且混凝土行业下游客户多为建筑类企业, 该行业一般都采取赊销的方式, 待其开发的产品完工时进行结算, 回款期限长, 从而决定了其占用资金量比较大, 带动公司应收账款增加。公司应收账款前五名占比为 6.41%, 客户集中度较低。从账龄结构看, 1 年以内的占 46.50%, 1-2 年的占 34.94%, 2-3 年的占 7.40%, 3 年以上的占 11.16%。截至 2014 年底, 公司按账龄计提应收账款坏账准备 5.24 亿元, 计提比例为 7.39%, 计提较为充分。

2012~2014 年, 公司预付款项在波动中有所下降, 年复合下降 4.63%。截至 2014 年底, 公司预付款项 19.05 亿元, 主要为预付工程、设备及股权款。

2012~2014 年, 公司其他应收款不断增长, 年复合增长 12.53%, 截至 2014 年底, 公司其他应收款 32.72 亿元, 同比增长 19.15%, 主要系公司收购项目股权保证金增加及新纳入合并范围的子公司增多所致。从账龄上看, 1 年以内的占 80.98%, 1-2 年的占 10.38%, 2-3 年的占 2.14%, 3 年以上的占 6.50%。2014 年, 公司按账龄计提其他应收款坏账准备 2.49 亿元, 采用个别认定法计提坏账准备 1.51 亿元, 合计计提 4.00 亿元。整体看, 公司其他应收款坏账准备计提比例较高。

2012~2014 年, 公司存货年均复合增长 10.82%, 主要包括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。截至 2014 年底, 公司存货账面余额 40.30 亿元, 其中原材料 (41.45%)、自制半成

品及在产品（39.56%）以及库存商品（14.44%）占比较高。截至 2014 年底，公司共计提 4939.71 万元存货跌价准备，存货账面价值 39.81 亿元，较 2013 年底增长 6.80%。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产年复合增长 4.23%，主要来自固定资产和无形资产的增长。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 398.54 亿元，主要包括长期股权投资（占 3.86%）、固定资产（占 70.41%）、在建工程（占 7.12%）和无形资产（占 8.60%）等。

2012~2014 年，公司投资性房地产持续下降，年复合变动率为-10.47%，主要系为增强上市公司资产的独立性，公司采取以出让方式转让租赁给冀东水泥的部分土地使用权、房屋所有权及附属配套设施，将公司目前持有待售的土地转入投资性房地产科目采用公允价值模式核算，并依据国友大正评报字（2012）第 025A 号、国友大正评报字（2012）第 026A 号评估报告对投资性房地产的公允价值进行了调整。截至 2014 年底，公司投资性房地产账面价值合计 13.77 亿元，同比下降 19.73%，主要系公司处置部分土地所致。

2012~2014 年，公司长期股权投资有所波动，2014 年底为 15.40 亿元，主要包括对合营、联营水泥企业的投资。2014 年，根据财政部修订的《企业会计准则第 2 号-长期股权投资》，公司在编制 2014 年年度财务报告时对可供出售金融资产、长期股权投资等科目进行了调整，并对 2014 年年度财务报告的年初数进行了调整²。

2012~2014 年，公司固定资产年均复合增长 2.94%，主要因阳泉公司、璧山公司、涑水熟料系统等在建项目转固、冀东水泥下属包头公司、永吉公司、江津公司等子公司的在建工程转固以及新收购灵寿公司、昌黎公司、灰剑

水泥等公司所致。截至 2014 年底，公司固定资产原值 393.19 亿元，其中占比较大的为房屋建筑物（占 41.25%）和机器设备（占 51.98%）。公司计提累计折旧 111.61 亿元，计提减值准备合计 0.95 亿元，固定资产账面价值 280.62 亿元。截至 2014 年底，公司固定资产平均成新率为 73.77%。

2012~2014 年，公司在建工程波动下降，年复合下降 0.34%，主要系冀东水泥和其他子公司部分生产线陆续转固且新增在建水泥生产线项目较少所致；截至 2014 年底，在建工程账面余额为 28.52 亿元，同比增长 24.81%，主要系当年辽阳冀东恒盾矿业有限公司砂石骨料生产线项目增加 1.68 亿元，昌黎冀东水泥有限公司昌黎公司水泥矿渣立磨项目增加 1.55 亿元所致。截至 2014 年底，在建工程合计计提减值准备 1578.63 万元，账面价值 28.36 亿元。

2012~2014 年，公司无形资产年复合增长 16.01%，主要来自土地使用权和矿山开采权的增长。截至 2014 年底，公司无形资产原值合计 39.64 亿元，较 2013 年底增加 4.79 亿元，其中，土地使用权（占 74.32%）增加 4.49 亿元，矿山开采权（占 19.43%）减少 0.24 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 625.86 亿元，其中，流动资产和非流动资产占比分别为 36.35%和 63.65%，资产结构变动不大。截至 2015 年 9 月底，公司流动资产 227.49 亿元，较 2014 年底下降 3.65%，主要源于货币资金、应收票据的下降，其中应收票据降幅较大，主要由于银行承兑汇票贴现及对外支付票据所致；公司交易性金融资产大幅增长 154.39%至 4.63 亿元，主要系公司子公司冀东水泥转让秦岭水泥股权后对其丧失控制权，公司将剩余股权放在“交易性金融资产”科目核算。公司非流动资产 398.37 亿元，较 2014 年年底变动不大，其中，可供出售金融资产 7.17 亿元，较 2014 年底增加 7.14 亿元，主要系公司于 2015 年 5 月以 4.15 元/股认购吉林亚泰（集团）股

²变动比较大的调整包括：长期股权投资调整-2.58 亿元，商誉调整 2.52 亿元，递延收益调整 1.06 亿元，其他非流动负债调整-1.06 亿元，预计负债调整-1.07 亿元，资本公积调整 12.55 亿元，除资本公积科目外，其他科目调整影响不大。

份有限公司 (SH.600881) 非公开发行人民币普通股 108482368 股 (公司持股比例 4.17%) 的成本和公允价值变动; 固定资产减少 13.05 亿元, 主要系水泥生产线等的折旧所致。

总的来看, 近年来公司资产规模波动增长, 资产构成以非流动资产为主, 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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年, 公司所有者权益年复合下降 1.60%。截至 2014 年底, 公司所有者权益合计 145.61 亿元, 归属于母公司所有者权益合计 46.62 亿元, 其中实收资本占 26.59%, 资本公积占 71.35%, 盈余公积占 1.12%, 未分配利润占 0.94%。公司 2014 年底归属母公司所有者权益较 2013 年底下降 7.69%, 主要源自资本公积的下降。

截至 2015 年 9 月底, 公司所有者权益 131.94 亿元, 较 2014 年底下降 9.39%, 其中归属于母公司所有者权益 39.67 亿元, 主要是由于当期亏损引起的未分配利润大幅减少所致。总体来看, 由于近年来公司经营亏损加剧, 归属于母公司所有者权益不断下降, 而且所有者权益中的少数股东权益大, 公司所有者权益稳定性较弱。

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, 并签订了股权远期转让协议。截至 2015 年 9 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有公司 10% 股权。

负债

2012~2014 年, 公司负债总额年复合增长 9.08%, 主要是业务扩张过程中公司短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2014 年底, 公司负债总额为 489.03 亿元, 其

中流动负债占 70.74%, 非流动负债占 29.26%。

截至 2014 年底, 公司流动负债 345.92 亿元, 较 2013 年底增长 26.01%, 主要包括短期借款 (占 36.27%)、应付账款 (占 13.06%) 和一年内到期的非流动负债 (占 23.84%) 等。

2012~2014 年, 随着公司生产经营规模不断扩大, 资金需求增加, 公司短期借款年复合增长 8.61%; 2014 年底为 125.45 亿元, 较 2013 年底增长 10.65%, 其中, 信用借款占 69.75%、保证借款占 21.11%、抵质押借款占 9.15%。

2012~2014 年, 公司应付账款波动下降, 年复合下降 7.88%。截至 2014 年底, 公司应付账款 45.17 亿元, 较 2013 年底下降 17.83%, 其中 1 年以内的应付账款占比达 71.97%。

2012~2014 年, 公司一年内到期的非流动负债波动增长, 年复合增长 38.25%, 截至 2014 年底为 82.46 亿元, 同比大幅增长 111.41%, 包括一年内到期的长期借款 42.66 亿元, 一年内到期的应付债券 35.97 亿元, 一年内到期的长期应付款 3.83 亿元。

2012~2014 年, 公司其他流动负债快速增长, 年复合增长 2752.15%, 2014 年底公司其他流动负债为 45.05 亿元, 其中 44.94 亿元为公司发行的短期融资券。

2012~2014 年, 公司非流动负债在波动中有所下降, 年复合下降 11.50%。截至 2014 年底, 公司非流动负债 143.11 亿元, 主要为长期借款 (占 25.53%)、应付债券 (占 65.77%) 和长期应付款 (占 5.67%)。

2012~2014 年, 公司长期借款快速下降, 年复合下降 32.67%, 截至 2014 年底, 公司长期借款 36.53 亿元, 较 2013 年底下降 49.14%, 主要因公司一年内到期的长期借款转入流动负债, 以及公司利用短期融资券和私募债等债务融资工具归还部分长期借款所致。

2012~2014 年, 公司应付债券波动幅度较大, 年复合下降 0.87%。2014 年底公司应付债券 94.13 亿元, 较 2013 年底下降 27.51%, 主要因公司一年内到期的应付债券转入一年内

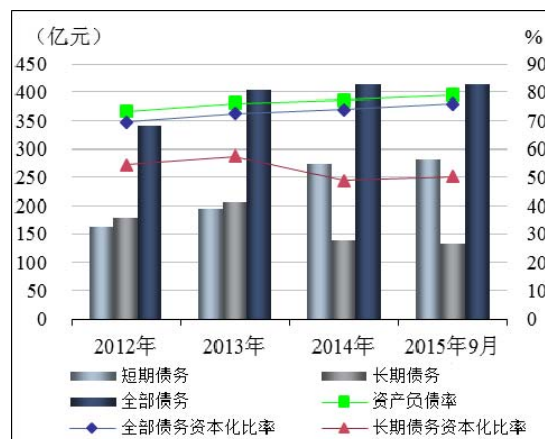
到期的非流动负债所导致。

截至 2015 年 9 月底,公司负债总额 493.93 亿元,较 2014 年底小幅增长 1.00%,其中,流动负债占比进一步上升至 71.93%,非流动负债占比下降至 28.07%。截至 2015 年 9 月底,公司流动负债合计 355.28 亿元,较 2014 年底增长 2.71%,主要来源于短期借款、其他流动负债的增长,其中,其他流动负债 53.03 亿元,较 2014 年底增长 17.72%,主要系“15 冀发展 CP001”发行;公司非流动负债 138.65 亿元,较 2014 年底小幅下降 3.12%,科目变动方面,长期借款较 2014 年底大幅下降 43.79%,而主要为融资租赁款项的长期应付款较 2014 年底大幅增长 145.35%。

2012~2014 年,公司全部有息债务快速增长,年均复合增长 10.08%。截至 2014 年底,公司全部债务 413.14 亿元,其中,短期债务 274.37 亿元(占 66.41%);长期债务 138.78 亿元(占 33.59%)。公司短期债务增长较快,年复合增长 30.37%,长期债务波动中有所下降。截至 2015 年 9 月底,公司全部债务 413.87 亿元,与 2014 年底基本持平,其构成中短期有息债务占比有所上升,公司债务结构有待改善。公司发行的短期融资券计入其他流动负债科目,此处将其调整计入短期债务;公司长期应付款均为融资租赁款,此处将其调整计入长期债务。

从债务指标看,2012~2014 年底,公司全部债务资本化比率和资产负债率均呈逐年增长趋势,三年均值分别 72.58%和 75.98%;长期债务资本化比率于 2014 年底有所下降,主要由于 2014 年底长期借款大幅下降所致,三年均值为 52.24%;截至 2014 年底,上述三项指标分别为 73.94%、77.06%和 48.80%。截至 2015 年 9 月底,资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较 2014 年底进一步上升至 78.92%、50.18%和 75.83%,各项债务指标均反映出公司债务负担呈现不断加重趋势。

图 5 公司债务负担情况



资料来源: 公司审计报告、联合资信整理

整体看,公司前期在建、并购水泥生产线项目较多,扩张步伐较快,且近年来受水泥行业景气度下行影响,公司产能利用率未得到释放,导致债务规模逐年增长,债务负担较重,且短期债务规模较大,占全部债务比重较高,公司债务结构有待优化。

4. 盈利能力

2012~2014 年,随着公司水泥和贸易板块收入规模的持续增长,公司营业收入年复合增长 10.36%;同期营业成本年复合增长 13.66%,显著高于公司营业收入增长率,导致近三年公司营业利润率不断下降,分别为 20.81%、20.43%和 16.31%,主要由于公司贸易板块收入增长较快,其盈利能力较弱,同时公司区域市场水泥需求不旺、市场竞争激烈,公司产能主要布局的华北和东北地区水泥均价持续下降,公司整体水泥产品售价下降及公司处于试生产及新投产阶段的项目,产能未能充分释放,成本无法充分摊薄等原因所致;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。

2012~2014 年,公司期间费用合计年复合增长 9.18%,增速同营业收入增速相当。近三

年，期间费用合计数占营业收入的比重分别为 23.19%、22.11%和 22.70%。近年来，公司债务规模持续上升，财务费用增长较快，2014 年公司共发生财务费用 23.55 亿元，较 2013 年增长 16.03%，远高于同期营业收入的增速；同期，公司销售费用有所减少，2014 年为 5.78 亿元，较 2013 年下降 29.51%，主要系 2014 年将供应农村市场用的散装水泥包装袋由销售费用调整计入成本所致；公司管理费用较高，2014 年为 27.65 亿元，较 2013 年增长 8.68%，主要由于公司将水泥生产线维修费（每年约 6~7 亿元）计入管理费用所致。

2012~2014 年，公司获得投资收益分别为 2.39 亿元、3.07 亿元和 1.03 亿元，2014 年公司投资收益同比大幅下降 66.47%，主要由于公司合营和联营企业均为水泥相关行业，且所在区域与公司相近，2014 年的经营业绩同比下降所致。

2012~2014 年，公司营业外收入快速增长，年复合增长 68.67%，主要为政府补助和非流动资产处置利得：近三年，公司获得政府补助收入分别为 3.62 亿元、4.74 亿元和 6.10 亿元，主要为冀东水泥下属水泥企业获得的资源综合利用增值税退税以及所得税优惠返还等补贴收入，其中，资源综合利用退税（2013 年和 2014 年分别为 3.48 亿元和 4.40 亿元）增长是由于 2014 年公司生产可退税品种增加，同时 2014 年生产可退税水泥品种产量增加，退税金额增长。近年来，公司获得的资源综合利用增值税退税情况较为稳定，持续性较好，对公司利润总额贡献大。2014 年，公司非流动资产处置利得为 4.81 亿元，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责任公司，确认的资产评估增值。

2012~2014 年，公司主业盈利能力恶化显著，营业利润分别为-3.66 亿元、-3.19 亿元和 -13.32 亿元，近三年，公司投资收益和营业外收入对公司利润总额的贡献很大，同期，公司利润总额分别为 0.42 亿元、1.80 亿元、-1.55 亿元，2014 年公司主业亏损加剧。

2012~2014 年，由于费用化利息支出较多且快速增长，公司总资本收益率小幅提升，三年加权平均值为 3.79%，2014 年为 4.00%。近年来，公司主营业务盈利能力下降，净利润均为负值，净资产收益率三年分别为-0.79%、-1.01%和-2.31%。

2015 年以来，受固定资产投资增速放缓和水泥、混凝土等行业产能过剩、竞争加剧，以及公司主要产能布局的华北、西北、东北区域市场供需矛盾尤为突出影响，公司整体营业收入和营业利润率水平同比大幅下降。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 132.87 亿元，同比下降 28.66%；营业成本 117.20 亿元，同比下降 25.71%；虽然公司自身采取了一系列降本增效措施，但成本下降幅度低于收入下降幅度，2015 年 1~9 月，营业利润率为 11.14%，较 2014 年下降 5.17 个百分点。同期，公司管理费用为 21.15 亿元，较 2014 年同期增长 2.00 亿元，增幅 15.65%；财务费用 15.88 亿元，同比基本持平，继续大幅侵蚀公司利润。2015 年 1~9 月，公司投资收益 15.84 亿元，主要是秦岭水泥重组及出售交易性金融资产收益；公允价值变动收益-4.61 亿元，主要受秦岭水泥股票按重组时点股价确认交易性金融资产，后续股价下跌及处置股票影响（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；此外，公司通过出售和持有包括秦岭水泥在内的上市公司股票，获得相应投资收益和公允价值

变动收益)。2015 年 1~9 月, 公司实现营业外收入 2.06 亿元, 利润总额为-13.90 亿元, 净利润-13.16 亿元, 较去年同期亏损大幅增大。

总体看, 受固定资产投资增速放缓及所布局区域竞争激烈影响, 近年来公司主业盈利能力不断下降, 2014 年以来出现亏损, 2015 年亏损持续扩大, 同时, 期间费用对利润水平侵蚀很大, 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。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。

5. 现金流

2012~2014 年, 虽然营业收入不断增长, 但公司销售商品、提供劳务收到的现金波动下降, 2014 年为 165.27 亿元, 近三年现金收入比仅为 82.59%、97.47%和 65.82%, 主要由于 2014 年以来公司使用票据结算比例增大, 而除公司自身开具的票据以外, 其他票据不计入现金流; 近三年公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 8.31 亿元、19.11 亿元和 25.73 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, 2014 年同比增长 34.64%; 同期, 公司经营活动现金流入量分别为 181.96 亿元、264.25 亿元和 194.88 亿元。支付其他与经营活动有关的现金规模较大, 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。2012~2014 年, 公司经营活动现金流量净额分别为 -4.05 亿元、-9.47 亿元和 17.56 亿元, 2014 年, 经营活动现金流量净额由负转正, 主要由于公司采购环节票据结算比例增大, 现金支出减少所致。

2012~2014 年, 公司投资活动现金流入规模较小, 分别为 2.83 亿元、7.72 亿元和 6.39 亿元, 主要为取得投资收益及收回投资收到的现金, 由于 2014 年联营和合营水泥企业亏损, 影响当期投资收益下降; 由于公司在建项目陆

续完工投产, 公司投资活动现金流出不断下降, 近三年分别为 45.64 亿元、23.41 亿元和 18.92 亿元, 主要为购建固定资产支出和投资支付的现金, 包括水泥、骨料等的在建和技改支出。公司近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-42.81 亿元、-15.69 亿元和-12.53 亿元。

2012~2014 年, 由于取得借款收到的现金逐年下降, 公司筹资活动现金流入量规模有所下降, 分别为 291.73 亿元、271.79 亿元和 238.21 亿元, 其中, 2014 年, 收到其他与筹资活动有关的现金 61.09 亿元, 主要系公司将发行债券收到的现金计入此科目所致; 近三年, 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; 筹资活动现金净流量分别为 42.42 亿元、34.74 亿元和-16.08 亿元, 2014 年, 公司筹资活动由净流入表现为净流出, 对外筹资压力较大。公司经营活动产生的现金流无法满足投资活动的需要, 公司对外融资需求较大。

2015 年 1~9 月, 受收入大幅下滑影响, 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 105.00 亿元, 同比下降 18.42%; 现金收入比为 79.03%, 较上年同期上升 9.92 个百分点; 公司经营活动现金流量净额为 11.95 亿元。因转让秦岭水泥股权和处置交易性金融资产, 公司投资活动现金流入规模大幅上升至 13.63 亿元; 同期公司购买亚泰集团股权, 投资活动现金流出规模增长至 12.90 亿元, 投资活动现金流量净额为 0.73 亿元。公司筹资活动现金流入和流出规模分别为 260.10 亿元和 274.79 亿元, 同比分别增长 41.94%和 54.32%, 筹资活动现金流量净额为-14.69 亿元。

总体来看, 2014 年以来公司使用票据结算比例增大, 经营活动现金流由净流出转变为净流入; 近年来, 公司投资支出有所减少, 但前期并购和新建水泥生产线项目较多导致公司

对外筹资规模大，每年偿付借款利息规模仍较大，对外筹资压力显著。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动资产年复合增长10.17%，同期流动负债年复合增长23.10%，2014年底公司流动比率和速动比率均呈现波动下降趋势，两项指标三年平均值分别为78.33%和65.66%，2014年底分别为68.25%和56.75%，2015年9月底两项指标分别为64.03%和53.06%，较2014年底进一步下降，公司短期偿债能力持续弱化；近两年，公司经营活动现金流量净额对流动负债不具备保障能力，2014年，经营活动流量净额由负转正，经营现金流动负债比为5.08%。公司短期债务规模大，存在较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA逐年上升，分别为37.42亿元、47.53亿元和49.68亿元；同期，公司债务规模增长较快，利息支出随之大幅增长，因此EBITDA利息倍数逐年下降，三年分别为1.96倍、1.95倍和1.83倍；全部债务/EBITDA分别为9.11倍、8.48倍和8.32倍。公司长期偿债能力一般。

截至2015年9月底，公司合并范围获得银行授信额度总额为475.38亿元，尚未使用的授信额度为222.86亿元；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。

截至2015年9月底，公司对外担保金额44.04亿元，对外担保比率33.38%，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公司提供担保20.30亿元，被担保公司均为国有独资企业，目前被担保公司经营正常。公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

7. 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G10130208000332008），截至2015年12月30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。

8. 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。

九、债券偿还能力

公司于2015年7月发行一年期13亿元短期融资券“15冀发展CP001”。募集资金全部用于调整公司的债务结构和补充营运资金，截至2015年12月30日，募集资金已使用12.36亿元。

截至2014年底和2015年9月底，公司现金类资产分别为77.79亿元和65.09亿元，其中使用受限的货币资金分别为12.02亿元和9.37亿元（2014年以来使用票据结算量增加），剔除使用受限的货币资金，现金类资产对待偿还债券“15冀发展CP001”的保障倍数分别为5.06倍和4.29倍。

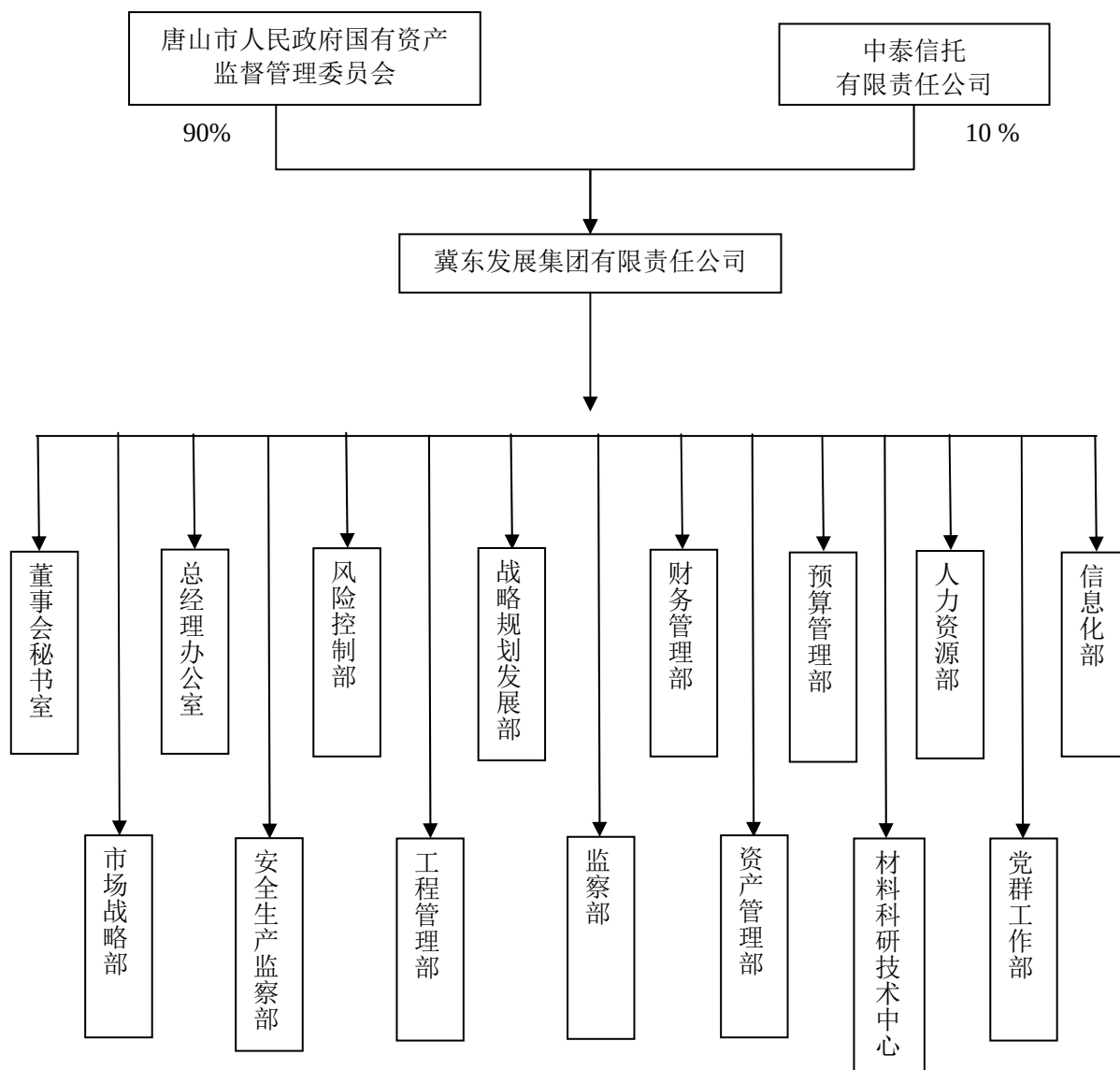
2014年，公司经营活动产生的现金流入量和经营活动净现金流分别为194.88亿元和17.56亿元，对“15冀发展CP001”的覆盖倍数分别为14.99倍和1.35倍。

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、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“15冀发展CP001”A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 公司主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	67.27	94.62	77.79	65.09
资产总额(亿元)	561.36	639.31	634.64	625.86
所有者权益(亿元)	150.38	153.22	145.61	131.94
短期债务(亿元)	161.42	195.55	274.37	280.96
长期债务(亿元)	179.54	207.41	138.78	132.91
全部债务(亿元)	340.96	402.96	413.14	413.87
营业收入(亿元)	206.17	243.97	251.10	132.87
利润总额(亿元)	0.42	1.80	-1.55	-13.90
EBITDA(亿元)	37.42	47.53	49.68	--
经营性净现金流(亿元)	-4.05	-9.47	17.56	11.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.69	3.04	2.69	--
存货周转次数(次)	9.98	5.53	5.42	--
总资产周转次数(次)	0.73	0.41	0.39	--
现金收入比(%)	82.59	97.47	65.82	79.03
营业利润率(%)	20.81	20.43	16.31	11.14
总资本收益率(%)	3.38	3.70	4.00	--
净资产收益率(%)	-0.79	-1.01	-2.31	--
长期债务资本化比率(%)	54.42	57.51	48.80	50.18
全部债务资本化比率(%)	69.39	72.45	73.94	75.83
资产负债率(%)	73.21	76.03	77.06	78.92
流动比率(%)	85.22	90.52	68.25	64.03
速动比率(%)	71.02	76.95	56.75	53.06
经营现金流动负债比(%)	-1.77	-3.45	5.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.96	1.95	1.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.11	8.48	8.32	--

注：1、公司 2015 年前三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。

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