

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1366 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⁺,评级展望为稳定,维持“12冀发展MTN1”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十五日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(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: 稳定

上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 冀发展 MTN1	11 亿元	2012/06/29~ 2015/06/29	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	63.94	67.27	94.62	70.46
资产总额(亿元)	491.38	561.36	639.31	621.49
所有者权益(亿元)	150.84	150.38	153.22	147.45
长期债务(亿元)	111.89	179.54	207.41	201.80
全部债务(亿元)	270.44	340.96	402.96	394.55
营业收入(亿元)	204.91	206.17	243.97	41.81
利润总额(亿元)	19.50	0.42	1.80	-7.51
EBITDA(亿元)	49.61	37.42	47.53	--
经营性净现金流 (亿元)	8.28	-4.05	-9.47	-1.43
营业利润率(%)	27.47	20.81	20.43	10.82
净资产收益率(%)	8.61	-0.79	-1.01	--
资产负债率(%)	69.30	73.21	76.03	76.27
全部债务资本化比率 (%)	64.20	69.39	72.45	72.80
流动比率(%)	71.60	85.22	90.52	84.28
全部债务 /EBITDA(倍)	5.45	9.11	8.48	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.41	1.96	1.95	--

注: 1、2014 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金额调整至短期债务、全部债务以及相关指标核算; 已将长期应付款调整至长期债务、全部债务以及相关指标核算。

分析师

刘秀秀 刘新泉

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”)水泥产销量持续增长, 收入和资产规模保持稳定增长; 同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到受水泥行业景气度波动下行影响, 跟踪期内, 公司利润规模较小、公司债务负担持续加重、面临一定短期偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 国家淘汰落后产能产业政策的实施, 为区域大型水泥生产企业带来了发展契机, 公司产能利用率有望提高。随着公司区域整合战略的实施, 公司未来有望保持平稳发展。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿还债券的保障能力较强。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12 冀发展 MTN1” AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 公司作为大型建材企业, 其水泥产量位居全国前列, 其市场覆盖京津冀、东北、内蒙古、山西、陕西和渝川等区域, 区域及规模优势明显。
2. 跟踪期内, 公司收入和资产规模保持稳定增长, 有利于提升公司整体抗风险的能力。
3. 公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对“12 冀发展 MTN1”保障能力强。

关注

1. 中国水泥行业产能快速增长, 过剩压力日益凸现, 行业竞争加剧, 公司经营压力较大。

2. 跟踪期内，公司债务规模显著扩张，债务负担较重。
3. 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 12 个月内有效；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关于冀东发展集团有限责任公司主体长期信用及存续期内的“12冀发展 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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,截至2013年底,公司注册资本金12.40亿元,唐山市人民政府国有资产监督管理委员会持有公司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。截至目前,公司注册资本12.40亿元,唐山市人民政府国有资产监督管理委员会持有公司90%股权,为公司最终控制人;中泰信托有限责任公司持股公司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(期限至2015年4月12日);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(至2015年5月2日);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(以上各项涉及国家专项审批的未经批准不得经营)。

截至2014年3月底,公司本部设总经理办公室、风险控制部、战略规划发展部、财务管理部、预算管理部、人力资源部、信息化部、安全生产监察部和工程管理部等9个职能部门(见附件1)。截至2014年3月底,公司下属全资及控股二级子公司37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38.63%)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29.90%)。

截至2013年底,公司(合并)资产总额639.31亿元,所有者权益(含少数股东权益102.72亿元)153.22亿元;2013年公司实现营业收入243.97亿元,利润总额1.80亿元。

截至2014年3月底,公司(合并)资产总额621.49亿元,所有者权益(含少数股东权益100.29亿元)147.45亿元;2014年1~3月,公司实现营业收入41.81亿元,利润总额-7.51亿元。

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

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平

稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召

开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月

26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域环境

公司集水泥生产、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，另外，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）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，国民经济持续快速发展、固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高（见图 1）。水泥产销率维持在 98%以上，其中，2011-2013 年分别为 98.58%、98.97%和 98.97%。

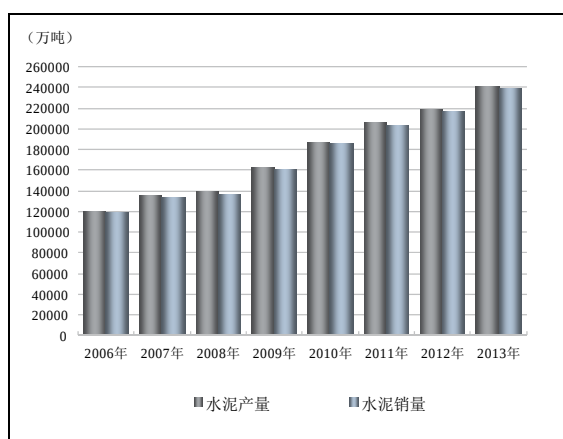
2011 年，在保证经济平稳较快发展的前提下，全社会固定资产投资增速仍然保持在高位，加之中国水泥企业的日益成熟，水泥市场供需仍保持较高水平，2011 年全国水泥产量为 20.63 亿吨，同比增长 16.12%，水泥销量 20.34

亿元，同比增长9.6%。

2012年以来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度弱于往年，2012年全年累计完成水泥产量21.84亿吨，同比增长5.86%，水泥销量21.61亿吨，同比增长6.27%，增速下降明显。

进入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24.14亿吨，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年一季度，水泥产量4.47亿吨。

图1 中国水泥行业产销量



资料来源：Wind 资讯

水泥需求方面，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。2013年，全国固定资产投资（不含农户）43.65万亿元，同比名义增长19.6%（扣除价格因素实际增长19.2%）；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。各区域中，华东、中南供需改善最为明显，三北地区则维持底部徘徊。

2012年全国水泥累计完成固定资产投资较2011年同比降低7.0%，继2011年后仍保持下降趋势；全国新投产新型干法水泥生产线124条，全年新增水泥熟料产能1.6亿吨，其中，新疆、安徽、河北、湖南新增产能居前，

而新增规模较2011年下降20.79%。2013年，全国新增熟料产能0.94亿吨，较2012年新增产能1.6亿吨明显回落；全国水泥行业固定资产投资完成1421亿元，同比继续下滑6.5%。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明显改善。

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。

2012年一季度水泥价格呈小幅上涨态势；二至三季度，在全国经济形势低迷的影响下，到三季度前期全国水泥价格已处于行业平均价格最低水平；8月底开始，水泥行业市场行情好转，全国平均水泥价格由中期的历史最低点309.25元/吨开始上扬；四季度，随之水泥需求逐渐由强转弱，水泥价格先升后降。全国水泥价格由10月的324.25元/吨持续升至11月的337.92元/吨，实现超预期上涨，主要由于建筑施工工期加紧带动水泥需求所致，之后受天气等因素影响施工放缓，水泥需求减弱，从而水泥价格下降至12月的326.50元/吨。

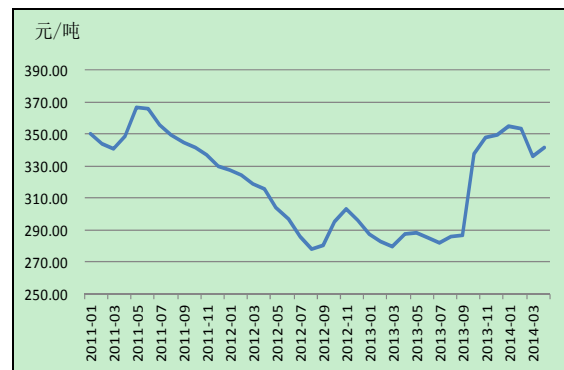
2013年前三季度，中南、西南、华北区域基本自2012年年底以来一直延续了震荡走低趋势；西北地区在4-5月份小幅回暖；华东在3月中下旬到5月中上旬有过强劲表现，但之后快速下跌；东北地区前5个月走势平稳，6月以来走势偏强。2013年四季度，东北地区水泥价格震荡下行，西北地区价格企稳，其余地区水泥价格均有不同程度的回升，其中西南地区合中南地区涨势明显。

整体看，2013年以来全国水泥平均价格为金融危机以来的较低水平，2013年三季度末跌至最低水平，截至2013年9月底，全国水泥产品平均价格约为287元/吨。2013年虽然水泥市场价格明显低于近年来的平均水平，但煤

炭价格的走低使得水泥制造成本明显下降，四季度水泥价格见底反弹。截至 2013 年 12 月底，全国水泥产品平均价格升为 349.06 元/吨，四季度水泥在我国主要消费地区价格上涨是 2013 年获利的关键。2013 年全年水泥行业实现利润 766 亿元，同比增长 16.43%。

2014 年一季度全国生产水泥 4.47 亿吨，同比增长 4%，产量增速相比去年同期明显放缓。由于 2013 年四季度水泥价格基数较高，水泥价格下滑幅度达到了 40 元/吨，但比去年同期均价仍高 30 元/吨以上。因此，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。

图 2 2011~2014 年 4 月中国水泥平均价



资料来源：Wind 资讯

(2) 竞争格局

水泥的区域性明显，全国水泥市场的地区差异较大。近年来，中国水泥工业经历了高速发展，形成了成熟的华北、东北、华东、华南、华中、西南和西北七大市场竞争格局。

表 1 截至 2013 年底全国水泥企业水泥熟料产能排名 (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	30005	11	金隅集团	3181
2	海螺水泥	16774	12	拉法基瑞安	2031
3	中国中材	8396	13	亚泰水泥	2018
4	冀东水泥	7080	14	青松建化	1606
5	华润水泥	5664	15	西部水泥	1581
6	山水集团	4747	16	亚洲水泥	1566
7	华新水泥	4263	17	金峰水泥	1318
8	台泥水泥	3602	18	蒙西水泥	1302
9	红狮水泥	3311	19	同力水泥	1225
10	天瑞水泥	3209	20	葛洲坝	1178

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

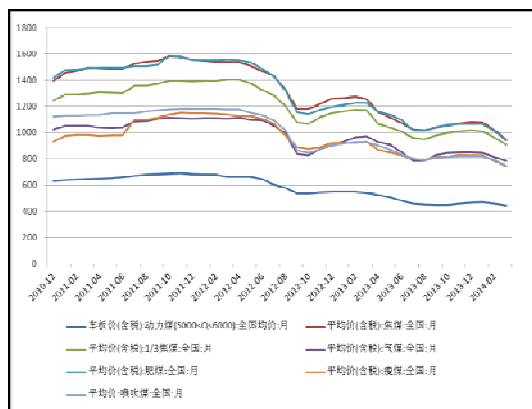
在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的35%，电费接近总成本的1/3。

煤炭

近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底

为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2012年至今煤炭价格呈下滑趋势。

图3 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind资讯

电力

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省（区、市）天然气发电上网电价，于9月25日起执行，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。

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，但基于煤电联动政策，在煤价上涨过程中存在电价调整的可能性。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60%的用电。

下游需求

拉动水泥需求主要靠固定资产投资和房地产投资。

水泥需求的增长和固定资产投资的增长关系紧密，建筑、房地产、能源和交通四大行

业约占中国水泥消费总量的80%，是拉动水泥需求增长的主导力量。2013年，中国固定资产投资保持平稳增长，全年固定资产投资447074亿元，同比增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%。

为了防范房地产市场反弹，2013年2月20日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施，但2013年全国房地产市场仍呈现上涨趋势。2013年，全国房地产开发投资86013亿元，比上年增长19.8%。2013年，房地产开发企业房屋施工面积665572万平方米，比上年增长16.1%。在“抑制投机性需求，增加自主性供给”的地产调控思路下，计划供地面积大大超出政府保底承诺的两类住房建设所需用地面积，政府大力投资保障性住房和棚改房的建设，一定程度上产生了对水泥的新增需求。

（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。

2011年1月12日，工信部下发《关于进一步做好淘汰水泥落后产能工作的通知》，强调了从政策和技术上从严促进水泥落后产能淘汰；2011年1月19日，工信部下发《水泥行业准入条件》，对水泥行业准入设置了较高的门槛，同时提出鼓励现有水泥企业间的重组联合，支持大企业对企业并购重组后的改造投资；2011年4月19日，工信部确定水泥工业2011年的落后产能淘汰总量的1.3亿吨。

2012年4月，工信部确定水泥工业2012年的落后产能淘汰总量为2.19亿吨。

2013年1月，根据工信部、国家发改委等多部门联合下发的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，到2015年前，前10

家水泥企业产业集中度达到35%，形成3-4家熟料产能1亿吨以上，矿山、骨料、商品混凝土、水泥基材料制品等产业链完整的建材企业集团。鼓励水泥企业延伸上下游产业链，优化物流配送、整合发展预拌砂浆、商品混凝土及建筑预制构件产业。

2013年10月，根据国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，伴随着环保压力（大气污染治理）和国家整顿过剩产能行业力度的加大，将逐步取消32.5复合水泥标准、减量置换、进一步增加淘汰力度等新的治理手段，力度空前。

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。

“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。

（5）行业发展

目前，水泥市场价格各地不一，水泥行业集中度较低，全国前十大水泥企业市场占有率不到20%，未来行业并购整合，并从区域竞争逐渐扩张到全国性竞争将成为不可避免的趋势。随着经济发展方式加快转变，国内市场对水泥总量需求将由高速增长逐步转为平稳增长，增速明显趋缓。

从长远看，控制产能和淘汰落后相关政策

对水泥行业是一项长期利好。未来，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，大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

总体看，受投资增速放缓影响，水泥行业景气度有所下行，水泥价格出现大幅下降。但受益于煤炭价格的下滑，2013年水泥行业企业经营状况有所改善。短期看，行业景气度的恢复还有赖于中国基础设施、房地产等下游行业投资规模的增长和新增产能的控制。长期看，未来城镇化建设将成为推动中国经济发展的重点。水泥作为大宗基础性建材产品，城镇化建设的大力推进将为水泥行业提供较大的需求驱动。未来，随行业兼并重组进程推进，行业集中度将逐步提高，行业龙头企业对区域市场的控制力将得到增强，水泥行业的淘汰落后产能和节能减排工作将继续推进，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇。

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，既满足了我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。

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。

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,而应收账款状况比较好的企业,如华润、华新的混凝土每立方米约 90 元左右,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。中国商品混凝土产量由 2011 年的 7.26 亿立方米增长到 2013 年的 11.43 亿立方米,年均复合增长率达到 25.47%,中国商品混凝土行业处于高速发展阶段。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、生产工艺比较简单等制约行业发展的问題。近年来,水泥企业积极向下游延伸,混凝土业务对水泥企业的贡献不断增加。

从未来发展趋势看,受工业化和城市化推动,住宅房产、工商业房产和基础设施建设均

会持续增长,混凝土消费量会因此保持在较高水平并在未来一段时间保持持续增长。

五、基础素质分析

1. 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 2014 年 3 月底,公司合并资产总额达到 621.49 亿元,下属全资及控股子公司 37 家,其中控股冀东水泥和冀东装备两家上市公司。

水泥板块

冀东水泥是集团公司的核心企业、中国北方规模最大的水泥上市企业,同时也是中国水泥行业国家政策重点支持的 12 家大型水泥集团之一,截至 2014 年 3 月底水泥年产能达到 12143 万吨。公司销售网络现已遍布中国国内京津冀、吉林、辽宁、陕西、内蒙古、重庆、山西、湖南、山东等区域,目前沿海区域公司正筹备水泥矿粉等出口网络布局。

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、唐山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。

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”)是由冀东集团公司和冀东水泥共同出资组建的。公司依托冀东发展集团的广阔平台,借助冀东水泥(集团下属子公司)和冀东砂石骨料有限公司(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 2013 年底，公司拥有 15 个混凝土生产基地，混凝土生产线 133 条，主要分布在北京、天津、重庆、辽宁、吉林、内蒙、陕西、山西、湖南等省份，具备年生产混凝土 3715 万方的能力；公司内部自有车辆共计 972 台，其中搅拌车辆 814 台，泵车 158 台。通过一系列的制度、标准管控，实现板块内自有车辆的高效使用，凭借构建物流体系提高板块内包供能力，提高服务质量。

2. 人员素质

截至2014年3月底，公司在职员工27804人。按教育程度分类，本科及以上学历占16%，大专学历占21%，高中及以下学历占63%；按岗位构成划分，公司生产人员占38%，销售人员占4%，技术人员占38%，财务人员占3%，行政人员占9%，其他人员占8%；按年龄结构划分，30岁及以下员工占37%，31岁-40岁员工占31%，41岁-50岁员工占26%，51岁及以上员工占6%。

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。

3. 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，截至2014年3月底，公司共拥有水泥生产线51条和5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27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7315万吨熟料、12144万吨水泥的生产能力（含试生产的生产线产能）。

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2013年底，公司拥有石灰石资源约20亿吨（仅辽宁省没有石灰石资源），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，掺加比例可以达到40%~60%，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40~55度，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2014年3月底，公司已建成余热发电机组40套，装机容量352.5MW，在建项目配套余热发电2套，装机容量22.5MW，合计可形成375 MW的装机规模，每年可节电27亿度，相当于年节约标准煤90.57万吨，每年减排二氧化碳约243.50万吨，节能减排的效益非常显著。余热发电产生电量占公司用电总量的30%，每年为公司节约电费成本13.5亿元。

4. 外部环境

区位优势

公司主要销售区域为京津唐地区，是中国“十一五”以来重点发展的区域，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，经济发展潜力巨大、水泥需求旺盛，公司区位优势明显。

2013 年公司水泥业务分布由传统的京津唐及周边地区、吉林、辽宁、陕西、内蒙古五大区域，逐步向山西、湖南、四川、重庆等区域市场拓展。

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。

2013年及2014年1-3月，公司下属水泥企业获得资源综合利用增值税退税、环保资金拨款、所得税返还、企业发展基金、企业扶持基

金等形式补贴收入分别为4.74亿元和0.36亿元。

此外，公司进一步巩固了与国内上游供应商和下游客户的战略伙伴关系，包括海德堡、西门子、伯利鸠斯、中房集团等国内外的大企业集团，公司的经营发展环境将得到进一步改善。

5. 重大资产重组

截至 2014 年 3 月底，公司子公司冀东水泥持有秦岭水泥 28.05% 股权（合计 18538 万股）。冀东水泥于 2014 年 4 月 30 日发布《唐山冀东水泥股份有限公司第六届董事会第七十一次会议决议公告》，经表决形成如下决议：①审议通过《关于转让秦岭水泥部分股份的议案》。为了引入中再生替代冀东水泥成为秦岭水泥的重整方，并由中再生向秦岭水泥注入优质资产，同意冀东水泥向中再生以 2.75 元/股的价格转让持有的 10000 万股秦岭水泥的股份。②审议通过《关于购买陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司全部资产的议案》，同意冀东水泥以现金购买陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司（以下简称“秦岭水泥”）的全部资产（含负债）。实施方式为秦岭水泥出资新设一全资子公司，由该子公司承接秦岭水泥资产（含负债）、业务和员工，待秦岭水泥本次重大资产重组方案获准实施时，将该子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。具体交易价格，以具有证券期货从业资格的评估机构确认的全部资产（含负债）评估值为基准，由交易双方协商确定，该项评估工作及设立全资子公司尚未完成。根据《唐山冀东水泥股份有限公司提示性公告》，截至 2014 年 3 月 31 日，秦岭水泥全部资产（含负债）的账面净值（秦岭水泥母公司口径）为 -2871.94 万元，预估值为 3000 万元。预估增值率为 204.46%。③审议通过《关于秦岭水泥重大资产重组事项的议案》。冀东水泥同意秦岭水泥进行重大资产重组，包括向冀东水泥出售

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”）及其他相关方发行股份购买资产。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。

冀东水泥转让秦岭水泥部分股权后，不再是秦岭水泥控股股东，不再纳入公司合并范围，剩余秦岭水泥股票（8538 万股）将在冀东水泥“可供出售的金融资产”科目核算。

重组完成后，秦岭水泥原有的水泥业务相关资产、负债、生产线、人员将全部由冀东水泥承担，8 家以废弃电子产品回收处理为主业的优质资产将注入秦岭水泥，秦岭水泥的主营业务将变更为废弃电器电子产品回收处理业。

本次重组前，冀东水泥与秦岭水泥同属水泥制造业，而且冀东水泥在陕西市场除控股秦岭水泥外，还拥有其他三家控股子公司及两家合营公司，上述公司与秦岭水泥之间的销售半径存在重叠。重组完成后，可避免冀东水泥和秦岭水泥同一区域内水泥行业的竞争。根据秦岭水泥《陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司关于重大资产重组进展情况的公告》，截至 2014 年 6 月 28 日，本次重组相关的审计、资产评估和盈利预测审核等工作正在进行中，联合资信将密切关注其后续重组进展。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

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、骨料等板块，近年来公司主营业务收入逐年增长，2011-2013 年公司实现主营业务收入分别为 203.83 亿元、204.67 亿元和 241.39 亿元，主要系混凝土及贸易板块的收入增长所致。

从毛利率来看, 2011-2013 年, 公司整体毛利率逐年下降, 主要系公司主业水泥业务的毛利率下降以及公司增加贸易业务所致, 公司贸易板块盈利能力较弱, 2013 年公司整体毛利率为 20.46%, 与 2012 年持平。

一季度为建材销售淡季, 2014 年 1~3 月,

公司整体毛利率为 11.48%, 其中混凝土毛利率为负主要受季节因素影响; 与 2013 年一季度 14.19% 的毛利率相比, 公司整体毛利率小幅下滑, 主要由于公司贸易业务收入增加, 拉低了公司整体毛利率; 2014 年 1~3 月, 水泥业务毛利率较去年同期小幅上升 1.18 个百分点。

表 2 公司主营业务收入和毛利率构成 (单位: 亿元, %)

主营业务 收入	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月	主营业务 毛利率	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
水泥	121.99	111.55	123.35	16.10	水泥	33.21	27.23	29.00	19.67
熟料	18.32	12.59	14.56	3.04	熟料	27.48	14.00	25.33	2.87
装备工程	9.30	9.47	12.85	0.88	装备工程	-5.43	25.59	28.90	38.12
混凝土	34.35	39.46	44.78	4.34	混凝土	16.73	13.85	15.09	-0.11
贸易	1.52	15.21	38.08	15.50	贸易	10.69	2.30	0.44	4.52
骨料	--	--	0.58	0.05	骨料	--	--	33.09	17.38
其他	18.35	16.40	7.19	1.90	其他	39.31	20.03	12.02	--
合计	203.83	204.67	241.39	41.81	合计	28.53	21.33	20.46	11.48

资料来源: 公司提供

2. 水泥业务

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, 2013 年冀东股份普通硅酸盐水泥 (P.O42.5R、P.O42.5)、矿渣硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥的产量占比分别为 73%、3%、23%。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。

表 3 水泥产品种类

公司水泥产品种类	执行标准	2013 年占比
普通硅酸盐水泥	GB175-2007	73%
矿渣硅酸盐水泥	GB175-2007	3%
复合硅酸盐水泥	GB175-2007	23%

资料来源: 公司提供

2011-2013 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。2013 年, 公司生产水泥和熟料分别为 6596 和 5413 万吨; 销售水泥和熟料分别为 6618 和 1175 万吨; 水泥产销率均维持在 99% 以上。2014 年一季度, 公司生产水泥和熟料分别为 818 和 214 万吨; 销售水泥和熟料分别为 796 和 170 万吨。

表 4 公司水泥熟料产销情况 (单位: 万吨)

产品	产量			销量		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
水泥	5816	6026	6596	5788	5998	6618
熟料	5249	5040	5413	1405	995	1175

资料来源: 公司提供

注: 水泥及熟料销量的统计含冀东水泥销往集团内部混凝土公司数据。

产能扩张

近年来公司产能快速扩张, 从扩张区域布局来看, 2006 年之前, 冀东水泥主要在北方地区新建和扩建水泥生产线, 下属水泥生产企业主要分布于京津唐、内蒙古、陕西、吉林和辽宁。自 2007 年底加强在山西省的产能投入。2008 年起进入中国南方地区 (湘、川、渝) 进行产业布局。

2009 年湖南临澧、山西闻喜、山西大同一

期、内蒙古阿旗、重庆江津一期、内蒙古二期等 6 条生产线全部建成；2010 年唐县项目、三友二期、烟台项目、启新迁建、凤翔项目、大同二期、滦县二期 7 条水泥熟料生产线及曹妃甸年产 120 万吨矿渣细磨生产线项目建成投产；2011 年公司合川、璧山、江津一期、江津二期、包头、阳泉、平泉、涑水 8 条水泥熟料生产线生产或试生产，永吉、秦岭等新线的建设工作正在有序进行。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 2014 年 3 月底，公司共拥有水泥生产线 51 条和 5 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 27 条，日产 4500 吨水泥生产 3 条，日产 4000 吨及以下水泥生产 18 条；公司具备年产 7317 万吨熟料、12143 万吨水泥的生产能力（含试生产的生产线产能）。

联合资信注意到，近三年公司产能与实际产量之间差异较大，究其原因主要系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。公司现在处于发展阶段，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从总体来讲，一般生产线的运转率为 80%-90%，产能得不到最大释放；③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；④近年来，公司水泥业务快速发展，公司自身水泥产能已处于过剩状态。

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。

煤炭采购方面，煤炭价格对公司成本有较大影响，近三年煤炭价格的持续下跌使得公司煤炭采购成本有所下降，同时公司对山西、内蒙、陕西、辽宁等区域尤其是陕北、大同地区高热值煤炭产区和蒙煤产区的资源情况进行了全面、详细的调研，掌握了煤炭资源地供需形势、国家政策及销售价格等第一手资料。大同煤是公司华北地区水泥生产主要的煤炭来源，同煤集团是公司最大的煤炭供应商，公司其他煤炭供应商还包括陕煤集团、阜新矿务局、辽源矿务局和黑龙江龙煤集团等。公司与供应商大部分采用现金结算，小部分采用承兑汇票的方式结算。公司通过区域联合采购，以批量优势获得价格优惠；此外，公司积极开发利用褐煤、劣质煤；尤其是临澧、亿利、承德、内蒙和磐石公司的配煤降本工作，在公司水泥产量平稳增长的情况下，相对降低煤炭采购量，较好控制了原材料成本。

表 5 公司原材料采购数据

原料	项 目	2011 年	2012 年	2013 年
煤炭	采购量(万吨)	777.39	672.42	735.18
	采购均价(元/吨)	660.42	574.80	489.88

资料来源：公司提供

石灰石资源是水泥生产的主要原料，是水泥企业重要的战略资源。公司的石灰石主要来自于自备矿山，在全国各地新建生产线均将石灰石资源作为主要的条件之一，2013 年公司拥有石灰石资源约 19 亿吨，分布于河北、陕西、吉林、山西、湖南、四川、内蒙等省（仅辽宁省没有石灰石资源）。优质石灰石矿山资源有利于公司原材料的及时有效供应，同时也形成对其他水泥生产企业的区域市场进入壁垒。

2011 年 9 月，公司抽调部分具有多年基层管理经验的专业管理人员组建了运营管控部物资管理室，物资管理室成立后，对原企管部下发的各种物资采购管理文件进行了重新梳理，制定了股份公司《物资采购质价管理办法》。

法》，重新修订了《废旧物资处置管理办法》，对各大区、各子（分）公司的所有物资采购业务及废旧物资外售处置业务进行监督管控，对大宗原燃材料、一定额度以上的设备、备件、辅助材料等均采取公开（或邀请）招标的方式确定供应商，对于额度较小的采购业务，通过三家以上供应商比价的形式确定供应商，以便有效提高物资采购质价比，降低采购成本。

产品销售

从销售区域来看，2013 年公司水泥业务分布由传统的京津唐及周边地区、吉林、辽宁、陕西、内蒙古五大区域，逐步向山西、湖南、四川、重庆等区域市场拓展。

表 6 2013 年公司水泥销售区域分布

区域	2013 年（年度销量）	
	累计销量（万吨）	销量占比
冀东大区	1686	26%
冀中南区	728	11%
陕西大区	1286	20%
山西大区	458	7%
渝川大区	438	7%
临澧公司	183	3%
烟台公司	275	4%
东北大区	714	11%
内蒙大区	763	12%

资料来源：公司提供

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冀东大区、冀中南区、内蒙大区、东北大区、陕西大区、渝川大区、山西大区、滨海大区等大区，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。

目前冀东水泥在华北地区成立冀东大区营销中心一营销分公司，营销辐射区域广、提高了冀东水泥整体市场竞争力和知名度，水泥

销量逐年增加。营销分公司主要办公地点在河北省唐山市丰润区，主要办事机构为营销分公司销售部，并在北京、天津、唐山及除前述三个地区外的周边区域均设立办事处负责与客户开展业务联系。

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主要客户；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 65-70%，大部分采用现款结算，小部分采用赊销方式（约 1-2 月账期），经销商占比 30-35%，全部为现款结算。近年来，公司先后中标了沈丹客专、吉图珥铁路工程、津秦客运专线、京津城际延伸线工程、天津西站铁路建设、张唐铁路项目、唐山北站至唐山站铁路客车线、内蒙古准兴重载高速公路、成自泸赤高速公路工程、成渝高速公路等重点工程，有效促进了水泥销量的增长。

公司今后渠道建设工作重点方向是加强对本区域内重点搅拌站的开发、跟踪、服务；优化内部组织结构全力保供重点（单体）工程；进一步规范对经销商的管理；大力开发中低端农村市场。

在定价策略上，营销分公司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，在其他所处区域内均具有相当的竞争力。

价格方面，近三年水泥和熟料价格受宏观经济影响，出现下降的趋势，2013 年水泥和熟料的平均售价分别为 237.35 元/吨和 186.24 元/吨。

表 7 公司主要产品售价

产品	平均售价（元/吨）			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月

水泥	287.81	256.45	237.35	219.93
熟料	240.43	217.69	186.24	178.62

资料来源：公司提供

3. 装备工程业务

公司装备工程板块现已形成设计开发、机械制造、工程建设、工程安装和设备维修完整的水泥装备产业链。

表 8 公司装备工程板块经营主体

下属公司	业务类型
河北省建筑材料工业设计研究院（“省建材研究院”）	工程设计、科研、产品质量检测
唐山盾石机械制造有限公司（“盾石机械”）	装备制造
唐山盾石电气有限责任公司（“盾石电气”）	装备制造
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
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
华海风能发展有限公司（“华海风能公司”）	风电研发
冀东日彰节能风机制造有限公司（“日彰风机”）	设备研发制造

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。

2006 年底，公司与唐山昊润实业有限公司共同出资组建了华北地区最大的低压成套开关生产企业一盾石电气，该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，西门子子公司在技术、品牌、渠道方面提供支持。

2007 年初，河北省建材研究院组入公司，与公司原有的设计力量进行整合，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。

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。

公司在做大做强做优水泥主业的同时，充分利用相关资源，大力发展水泥工程产业，该部分业务主要由盾石建筑、盾石筑炉和建材研究院来完成，在水泥生产线从工艺设计到装备研发制造、工程建设、安装调试“一条龙交钥匙”工程方面具备了雄厚的实力。

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。

产销量方面，近三年装备工程产品产销量有所下降，主要系公司减少低附加值产品的生产销售所致。2013 年公司装备工程产品产量和销量分别为 35919 吨和 31147 吨。

表 9 公司装备工程产品产销量

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
产量（吨）	52877	32643	35919	4111
销量（吨）	56499	33541	31147	3657

资料来源：公司提供

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省区15个大中城市布局。截至2013年底，混凝土公司控制的混凝土搅拌站48家，具备3565万立方米的生产能力，在京津唐地区具备了一定的影响力。2011~2013年公司混凝土产销量逐年增长，混凝土收入保持平稳增长。

表 10 公司混凝土产销情况（单位：万立方米）

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
产量	997	1150	1336	139
销量	997	1150	1336	139
平均售价（元/立方米）	343	342	324	310

资料来源：公司提供

5. 贸易业务

公司贸易板块于 2010 年开始进入运营阶段，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，公司贸易产品包括煤炭、钢材、铁矿石等，其中以煤炭为主（约占 70%）。

2011~2013 年，公司贸易板块实现收入分别为 1.52 亿元、15.21 亿元、32.15 亿元，保持快速增长的趋势，但贸易板块毛利率较低，对公司整体盈利能力贡献较少。从区域看，公司

主要以国内贸易为主，出口约占 20%。2014 年 1~3 月，公司贸易板块实现收入 15.77 亿元，继续保持快速增长的态势。

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 15.84 万平方米。“南湖二期”项目——“金岸·红堡”项目总建筑面积 23.3 万平方米，计划总投资 13 亿元，截至 2013 年底已完成投资 5.48 亿元。

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 24 万平方米，计划总投资 10.28 亿元，截至 2013 年底已完成投资 4.96 亿元。

财务核算方面，金岸世铭项目已确认收入，另外两个项目在预收款体现。

表 11 公司房地产在建项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	总建筑面积 (万平方米)	已销售面积 (万平方米)	截至 2013 年底累计 完成投资 (亿元)	2014 年计划投资 额(亿元)
------	-------------	-----------------	-----------------	------------------------------	---------------------

启新 1889 一期	10.28	24.00	4.59	4.96	3.15
金岸红堡	13.00	23.30	0.26	5.48	2.25
金岸世铭	8.29	19.00	15.84	7.43	0.64
合计	31.57	66.30	20.69	17.87	6.04

资料来源：公司提供

7. 经营效率

2011~2013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，2013年为3.04次。同期内，受存货增长较快影响，公司存货周转效率波动下降，2013年为5.53次。受公司近年来固定资产和在建工程规模较大影响，公司总资产周转次数保持在较低水平，2013年为0.41次。

总体看，公司经营效率处于一般水平。

8. 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。未来公司重点发展方向为砂石骨料板块，该业务主要为混凝土企业供应沙石，预计未来该板块产能有望达到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、募集资金使用情况

本期中期票据募集资金中的 3.30 亿元用于补充公司生产经营活动所需营运资金，募集资金 7.70 万元，将用于偿还公司本部现有部分银行贷款，降低银行贷款规模，优化公司融资结构。目前资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司 2011 年财务报表经唐山正信会计师事务所有限责任公司审计，公司 2012 年财务报表经中磊会计师事务所有限责任公司¹审计，公司 2013 年财务报表经中喜会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年一季度财务报表未经审计。

2011 年纳入公司合并范围的二级子公司共 19 家，较 2010 年新增子公司 5 家，分别为：冀东装备、唐山启新水泥工业博物馆、中非冀东建材投资有限责任公司、唐山冀东古冶矿业投资有限责任公司、石家庄盾石房地产开发有限公司；减少子公司 4 家，分别为：盾石机械、盾石建筑、盾石筑炉、盾石电气，该四家公司被纳入冀东装备，由公司二级子公司变为三级子公司。2012 年纳入公司合并范围的二级子公司共 27 家，较 2011 年新增子公司 8 家，分别为：冀东发展集团国际贸易有限公司、冀东发

¹ 2012 年，由于中磊会计师事务所在万福生科发行上市审计和 2011 年年度报告的审计中，未勤勉尽责，审计程序缺失，在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为，所出具的审计报告存在虚假记载。证监会拟对中磊会计师事务所没收业务收入 138 万元，并处以 2 倍的罚款，撤销其证券服务业务许可。

展物流有限责任公司、唐山冀东发展机械设备制造有限公司、唐山冀东发展燕东建设有限公司、北京东方御宴大酒楼有限公司、冀东发展涇阳建材有限责任公司、涑水冀东发展建材有限责任公司和唐山冀东发展煤炭科技有限公司。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、唐山冀东物业服务服务有限公司、涇阳县金辉建材有限公司和冀东发展（香港）国际有限公司。截至 2014 年 3 月底，公司纳入合并范围的二级子公司 37 家，较 2013 年底新增 2 家，分别为：冀水物业有限公司和冀东发展砂石骨料有限公司。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，近三年公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 639.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益 102.72 亿元）153.22 亿元；2013 年公司实现营业收入 243.97 亿元，利润总额 1.80 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 621.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益 100.29 亿元）147.45 亿元；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 41.81 亿元，利润总额-7.51 亿元。

1. 盈利能力

2011~2013 年，随着公司水泥、熟料在建项目陆续转固投产，生产规模不断增长，以及混凝土、贸易、砂石骨料等其他业务板块的扩张，公司营业收入年复合增长 9.11%；同期营业成本年复合增长 14.67%，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 27.47%、20.81%和 20.43%，主要由于公司贸易板块收入增长较快，同时水泥行业处于供大于求的状况，市场竞争激烈，水

泥销售价格有所下滑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；但由于 2013 年主要原材料煤炭价格大幅下降导致公司 2013 年盈利能力企稳，且从 2012 年 7 月开始，公司煤炭开始采取集中采购方式，提高了公司煤炭采购的议价能力，一定程度上降低了公司生产成本。

2011~2013 年，公司期间费用合计年复合增长 19.24%，显著高于营业收入的增长幅度，主要系公司新投产的企业产能未能完全释放所致。近三年，期间费用合计数占营业收入的比重分别为 18.52%、23.19%和 22.11%。公司近年债务规模持续上升，财务费用增长较快，2013 年公司共发生财务费用 20.30 亿元，较 2012 年增长 21.10%，略高于营业收入的增速 18.33%，同期，公司为抢占市场、扩大销量，销售费用增速较快，2013 年为 8.20 亿元，较 2012 年增长 20.20%。

2011~2013 年，公司获得投资收益分别为 -0.99 亿元、2.39 亿元和 3.07 亿元，2011 年公司投资收益较低，主要原因为：①公司进行唐陶重组产生投资损失 2.26 亿元；②陕西区域联营、合营企业因区域内海螺水泥等主要竞争对手生产线相继投产，区域内产能过剩，市场竞争加剧，导致水泥销量、售价均有下降，利润降低，影响公司投资收益减少，2011 年，公司对冀东海德堡（扶风）水泥有限公司投资收益减少 1.27 亿元，对冀东海德堡（涇阳）水泥有限公司投资收益减少 1.60 亿元；③秦岭水泥自 2011 年 6 月开始纳入公司合并范围，2011 年 1-5 月核算对其投资收益-0.21 亿元，较 2010 年的 0.55 亿元大幅下降。2012 年和 2013 年，公司重大合营和联营企业净利润较高，公司投资收益大幅增加。

2011~2013 年，公司营业外收入波动中有所增长，年复合增长 5.68%，主要为政府补助。近三年，公司获得政府补助收入分别为 3.99 亿元、3.62 亿元和 4.74 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。

2011~2013 年，公司主业盈利能力减弱，营业利润分别为 15.73 亿元、-3.66 亿元和 -3.19 亿元，公司投资收益和营业外收入合计占公司利润总额的比重较大，近三年分别为 19.66%、1616.98%和 470.59%。2011~2013 年，公司利润总额分别为 19.50 亿元、0.42 亿元、1.80 亿元和，三年复合下降 69.63%。

2011~2013 年，公司总资本收益率波动下降，三年加权平均值为 4.09%，2013 年为 3.70%。近年来，公司主营业务盈利能力下降，净利润由正转负，净资产收益率三年分别为 8.61%、-0.79%和 -1.01%。

2014 年 1~3 月，受水泥市场季节因素影响，公司水泥及熟料价格均有所下降，致使公司一季度营业利润率下滑。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 41.81 亿元，同比增长 72.65%，主要由于水泥业务和贸易业务收入增长所致，其中，水泥业务收入同比增长 44.65%，水泥毛利率同比上升 1.18 个百分点；2014 年 1~3 月，公司投资收益 -71.71 万元，营业外收入 0.53 亿元，利润总额为 -7.51 亿元；营业利润率为 10.82%，较上年显著下滑 9.61 个百分点，主要由于公司贸易业务增多拉低了公司整体盈利能力。

总体看，公司收入规模保持增长，受宏观调控影响，主业盈利水平下降，投资收益和营业外收入对利润总额贡献较大；但公司通过并购扩大规模并逐步向上游产业链延伸，上游成本控制能力或将增强，公司作为华北区域内的龙头企业之一，公司产能利用率将得到逐步释放；同时，公司下属子公司冀东水泥对秦岭水泥进行重大资产重组成功后，公司可避免同一区域内水泥业务的竞争，公司整体盈利能力有望提高。

2. 现金流

2011~2013 年，随着销售收入的不断增

长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量均波动增长，2013 年分别为 237.79 亿元和 264.25 亿元，年复合增长率分别为 17.01%和 16.90%；近三年公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 15.87 亿元、8.31 亿元和 19.11 亿元，主要是各公司收到的利息收入、保证金、往来款等。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和往来款。近三年公司现金收入比波动上升，分别为 84.75%、82.59%和 97.47%，主要系受宏观经济影响，公司赊销比例提高导致应收账款及应收票据增长所致。2011~2013 年，公司经营活动现金流量净额分别为 8.28 亿元、-4.05 亿元和 -9.47 亿元，经营活动现金流量净额总体呈不断下降趋势，主要由于公司购买商品、接受劳务支付现金增加以及支付管理费用、单位往来款等现金支出增加所致。

2011~2013 年，公司投资活动现金流入规模较小，三年分别为 5.05 亿元、2.83 亿元和 7.72 亿元，主要为取得投资收益及收回投资收到的现金；由于公司在建项目陆续完工投产及公司适当控制技改投资规模，公司投资活动现金流出不断下降，近三年分别为 59.15 亿元、45.64 亿元和 23.41 亿元，主要为购建固定资产支出和投资支付的现金。公司近三年投资活动产生的现金流量净额分别为 -54.09 亿元、-42.81 亿元和 -15.69 亿元。

2011~2013 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -45.82 亿元、-46.85 亿元和 -25.16 亿元。公司近年在建项目较多，投资活动现金净流出规模较大，经营活动净现金流无法覆盖，公司融资需求较大。

2011~2013 年，公司筹资活动现金流入规模波动增长，分别为 191.75 亿元、291.73 亿元和 271.79 亿元；筹资活动现金净流量分别为 48.39 亿元、42.42 亿元和 34.74 亿元。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 44.59 亿元，现金收入比

106.64%；公司实现经营活动现金净流量-1.43亿元；公司投资活动现金流出主要包括购建固定资产、无形资产等支付的现金 2.86 亿元和投资支付的现金 4.58 亿元，投资活动现金净流出-6.60 亿元；公司筹资活动产生的现金净流量为 6.11 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入规模较大，但支付管理费用、单位往来款等现金支出增加导致经营活动逐渐表现为净流出；公司投资支出有所减少，但筹资规模仍较大，以平衡公司经营活动和投资活动产生的资金缺口。

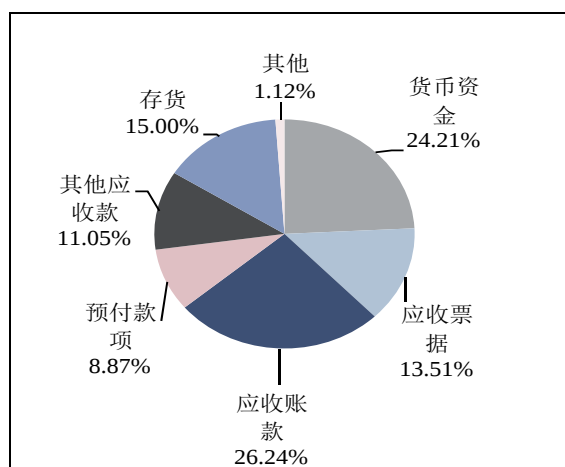
3. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额年复合增长 14.06%。截至 2013 年底，公司资产总额为 639.31 亿元，同比增长 13.88%，其中流动资产占 38.87%，非流动资产占 61.13%，流动资产占比逐年增加，但资产构成仍以非流动资产为主。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年复合增长 24.02%，主要来自应收账款、应收票据以及预付款项的快速增长。截至 2013 年底，公司流动资产合计 248.49 亿元，同比增长 27.74%，主要为货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他应收款等。

图 4 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2013 年财务报告

2011~2013 年，公司货币资金年复合增长 10.78%。截至 2013 年底，公司货币资金 60.16 亿元，同比增长 20.52%，主要为银行存款（占 87.29%）及其他货币资金（占 12.65%），其他货币资金全部为受限资金，其他货币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。

2011~2013 年，公司在销售过程中加大票据结算方式的使用，因此应收票据增长较快，三年复合增长率为 50.03%。截至 2013 年底，公司应收票据为 33.58 亿元，同比增长 100.11%。公司应收票据包括银行承兑汇票（占 99.68%）和商业承兑汇票（占 0.32%）。

2011~2013 年，公司应收账款快速增长，年复合增长率为 51.39%。截至 2013 年底，公司应收账款净额为 65.19 亿元，较 2012 年底增长 45.28%。公司应收账款增速较快，主要因：①近三年，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 7.64%，客户集中度较低。从账龄结构看，1 年以内的占 63.21%，1-2 年的占 22.46%，2-3 年的占 12.70%，3 年以上的占 1.63%。截至 2013 年底，公司按账龄计提应收账款坏账准备 5.11 亿元，合计计提减值准备 5.66 亿元。总体看，公司应收账款平均账龄偏长，坏账准备计提比例较高。

2011~2013 年，公司预付款项年复合增长 25.27%，系公司近年来新增基建工程较多，预付设备和工程款增加所致。截至 2013 年底，公司预付款项 22.04 亿元，主要为预付工程、

设备及股权款。

2011~2013 年，公司其他应收款增速较快，年复合增长 19.05%，截至 2013 年底，公司其他应收款 27.46 亿元，同比增长 6.29%，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 86.52%，1-2 年的占 2.53%，2-3 年的占 6.57%，3 年以上的占 4.38%。2013 年，公司按账龄计提其他应收款坏账准备 2.28 亿元，合计计提金额为 3.92 亿元。整体看，公司其他应收款账龄结构合理，坏账准备计提比例较高。

2011~2013 年，公司存货年均复合增长 5.58%，主要系地产板块项目开发成本增加及新增贸易业务增加库存商品所致。截至 2013 年底，公司存货账面余额 37.82 亿元，其中原材料(45.75%)、自制半成品及在产品(34.09%)以及库存商品(18.82%)占比较高。截至 2013 年底，公司共计提 5491.88 万元存货跌价准备，存货净额 37.27 亿元，较 2012 年底增长 14.98%。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产年复合增长 8.85%，主要来自固定资产和无形资产的增长。截至 2013 年底，公司非流动资产合计 390.82 亿元，主要为投资性房地产(占 4.39%)、固定资产(占 73.13%)、在建工程(占 5.81%)和无形资产(占 7.88%)等。

2011~2013 年，公司投资性房地产保持相对稳定，年复合增长率为 0.91%，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现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 2013 年底，公司投资性房地产账面价值合计 17.16 亿元。

2011~2013 年，公司固定资产年均复合增长 18.23%，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 2013 年底，公司固定资产原值 377.18 亿元，较 2012 年底增长 12.69%，其中占比较大的为房屋建筑物(占 41.36%)和机器设备(占 51.81%)。公司计提累计折旧 90.49 亿元，计提减值准备合计 0.89 亿元，固定资产账面价值 285.80 亿元。截至 2013 年底，公司固定资产平均成新率为 77.34%。

2011~2013 年，公司在建工程快速下降，年复合下降 39.47%，主要系冀东水泥和其他子公司部分生产线陆续转固所致；2013 年底在建工程账面余额为 22.85 亿元，计提减值准备 1256.89 万元，在建工程账面价值 22.72 亿元。

2011~2013 年，公司无形资产年复合增长 17.77%，主要来自土地使用权和矿山开采权的增长。截至 2013 年底，公司无形资产原值合计 34.56 亿元，较 2012 年底增加 6.35 亿元，其中土地使用权(占 72.24%)净增加 3.98 亿元，矿山开采权(占 24.01%)净增加 8.30 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 621.49 亿元，较 2013 年底下降 2.79%，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 2014 年 3 月底，公司流动资产 225.90 亿元，较 2013 年底下降 9.09%，主要源于货币资金和应收票据的减少。公司非流动资产 395.59 亿元，较 2013 年底增长 1.22%，主要来自长期股权投资的增长。其构成与 2013 年底相比变化不大。

总的来看，资产规模总体呈增长趋势，资产构成以非流动资产为主，资产结构基本合理，流动资产中存货、应收账款占比大，资产流动性一般。

4. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年, 公司所有者权益年复合增长 0.79%。截至 2013 年底, 公司所有者权益合计 153.22 亿元, 归属于母公司所有者权益合计 50.50 亿元, 其中实收资本占 24.55%, 资本公积占 72.53%, 盈余公积占 1.03%, 未分配利润占 1.89%。公司 2013 年底归属母公司所有者权益较 2012 年底下降 6.45%, 主要源自未分配利润的下降, 主要为国有资本上缴利润。2011 年公司利润总额 19.50 亿元, 需上缴利润 2500 万元, 2012 年公司上缴了 1200 万元, 剩余的 1300 万元于 2013 年补缴。

总体看, 公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高, 公司所有者权益稳定性较强, 但 2013 年公司利润分配使得所有者权益稳定性受到一定影响。

截至 2014 年 3 月底, 公司所有者权益 147.45 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 47.16 亿元, 较 2013 年底下降 6.60%, 主要是由于未分配利润减少和当期亏损所致。公司归属母公司所有者权益构成与期初相比变化不大, 仍以资本公积为主。

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。截至目前, 公司注册资本 12.40 亿元, 唐山市人民政府国有资产监督管理委员会持有公司 90% 股权, 为公司最终控制人; 中泰信托有限责任公司持股公司 10% 股权。

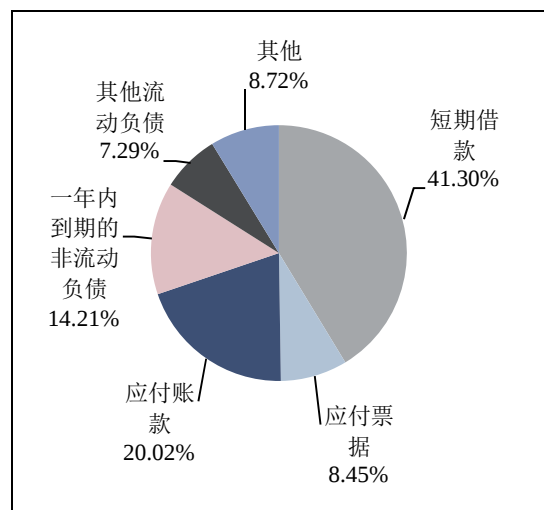
负债

2011~2013 年, 公司负债总额年复合增长 19.47%, 主要是业务扩张过程中公司短期借款、应付票据、其他流动负债增加以及发行债券所致。截至 2013 年底, 公司负债总额为 486.09 亿元, 其中流动负债占 56.47%, 非流动负债占 43.53%。

截至 2013 年底, 公司流动负债 274.51 亿

元, 较 2012 年底增长 20.25%, 主要包括短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债等。

图 5 2013 年底公司流动负债构成



资料来源: 公司 2013 年财务报告

2011~2013 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 10.99%; 2013 年底为 113.38 亿元, 较 2012 年底增长 6.60%, 其中信用借款占 67.96%、保证借款占 20.19%、抵质押借款占 11.85%。

2011~2013 年, 公司应付账款保持相对稳定, 年复合增长 1.89%。截至 2013 年底, 公司应付账款 54.96 亿元, 较 2012 年底增长 3.27%, 主要为应付材料款、设备款、工程款等; 1 年以内的应付账款占比达 81.55%。

2011~2013 年, 公司一年内到期的非流动负债不断下降, 2013 年底为 39.01 亿元, 同比下降 9.59%, 主要为一年内到期的长期借款。

2011~2013 年, 公司其他流动负债波动增长, 年复合增长 42.25%, 主要为公司于 2011 年 8 月和 12 月发行的额度分别为 7 亿元和 2.70 亿元的短期融资券 (“11 冀发展 CP01” 及 “11 冀发展 CP002”) 以及冀东水泥于 2013 年 3 月和 9 月发行的额度分别为 10 亿元的短期融资券 (“13 冀水泥 CP01” 及 “13 冀水泥 CP002”)。截至 2013 年底, 公司其他流动负债 20.02 亿元。

2011~2013 年, 公司非流动负债快速增

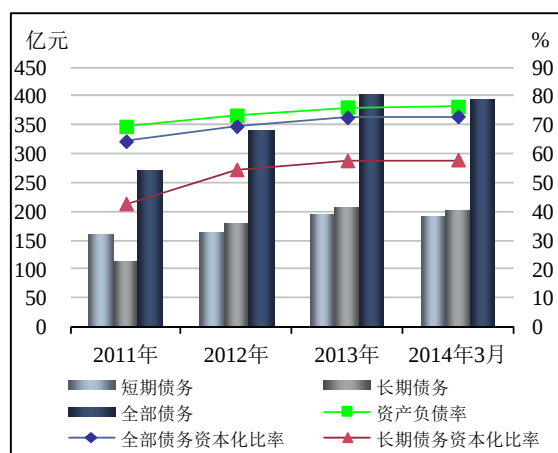
长, 年均复合增长 35.71%。截至 2013 年底, 公司非流动负债 211.58 亿元, 主要为长期借款 (占 33.95%)、应付债券 (占 61.37%) 和长期应付款 (占 2.71%)。

2011~2013 年, 公司长期借款有所下降, 截至 2013 年底, 公司长期借款 71.83 亿元, 较 2012 年底减少 10.86%, 主要因公司一年内到期的借款转入流动负债, 以及公司利用短期融资券、公司债等债务融资工具归还部分长期借款所致。

2011~2013 年, 公司应付债券快速增长, 年复合增长 144.68%, 2013 年底公司应付债券 129.85 亿元, 较 2012 年底增长 35.57%, 主要因公司大量发行企业债、公司债、非公开定向债务融资工具和中期票据等债务融资工具所致。

2011 年~2013 年, 公司全部有息债务快速增长, 年均复合增长 22.07%。截至 2013 年底, 公司全部债务 402.96 亿元, 其中, 短期债务 195.55 亿元 (占 48.53%); 长期债务 207.41 亿元 (占 51.47%)。公司长期债务增长较快。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。

图 6 公司债务负担情况



资料来源: 公司审计报告

从债务指标看, 2011~2013 年, 公司长

期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均呈逐年增长趋势, 三年平均值分别为 53.60%、69.88%和 73.84%; 截至 2013 年底, 上述三项指标分别为 57.51%、72.45%和 76.03%。总体看, 公司债务指标逐年增长, 公司债务负担较重。

截至 2014 年 3 月底, 公司负债总额 474.04 亿元, 较 2013 年底下降 2.48%, 其中流动负债占比上升至 56.55%, 非流动负债占比下降至 43.45%, 负债结构变动不大。截至 2014 年 3 月底, 公司流动负债合计 268.05 亿元, 较 2013 年底减少 6.46 亿元, 主要来源于短期借款和应付账款的减少; 公司非流动负债 205.99 亿元, 较 2013 年底减少 5.59 亿元, 主要系部分长期借款即将到期, 转入一年内到期的非流动负债科目所致。

截至 2014 年 3 月底, 公司全部债务 394.55 亿元, 较 2013 年底下降 2.09%, 有息债务规模及构成变动不大, 资产负债率和全部债务资本化比率分别为 76.27%和 72.80%, 债务负担较上年底有所加重。

整体看, 公司在建项目陆续投产, 生产经营规模扩大, 债务规模逐年增长, 债务负担较重, 且债务结构以流动负债为主。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2011~2013 年, 公司流动资产年复合增长 24.02%, 同期流动负债年复合增长 10.29%, 受此影响, 公司流动比率和速动比率均呈现不断增长趋势, 两项指标三年平均值分别为 85.15%和 71.13%, 2013 年分别为 90.52%和 76.95%; 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。公司目前短期债务规模偏重, 存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看, 2011~2013 年公司 EBITDA 波动下降, 分别为 49.61 亿元、37.42 亿元和 47.53 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 3.41 倍、1.96 倍和 1.95 倍；全部债务/EBITDA 分别为 5.45 倍、9.11 倍和 8.48 倍。公司长期偿债能力尚可。

2013 年底，公司现金类资产合计 94.62 亿元，为待偿还债券本金 11 亿元“12 冀发展 MTN1”的 8.60 倍；截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产合计 70.46 亿元，为待偿还债券本金 11 亿元“12 冀发展 MTN1”的 6.41 倍。2013 年，公司经营活动现金流入为待偿还债券本金的 24.02 倍，经营活动现金流量净额表现为净流出，对待偿还债券不具备保障能力；2013 年，公司 EBITDA 为待偿还债券本金的 4.32 倍。总体来看，公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿还债券的保障能力强，“12 冀发展 MTN1”到期不能偿还的风险低。

截至 2014 年 3 月底，公司合并范围获得银行授信额度总额为 451 亿元，尚未使用的授信额度为 208 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 2014 年 3 月底，公司对外担保金额 37.74 亿元，对外担保比率 25.60%，分别是对唐山昊润实业有限公司提供担保 5000 万元、唐山建设投资有限责任公司 23.74 亿元和唐山市南湖生态城开发建设投资有限公司 13.50 亿元，其中，唐山建设投资有限责任公司和唐山市南湖生态城开发建设投资有限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。

6. 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 2014 年 6 月 11 日，公司已结清信贷信息中有 41 笔关注类贷款，主要系银行系统结算原因造成，公司实际无贷款逾期及欠息记录，过往债务履约情况良好。

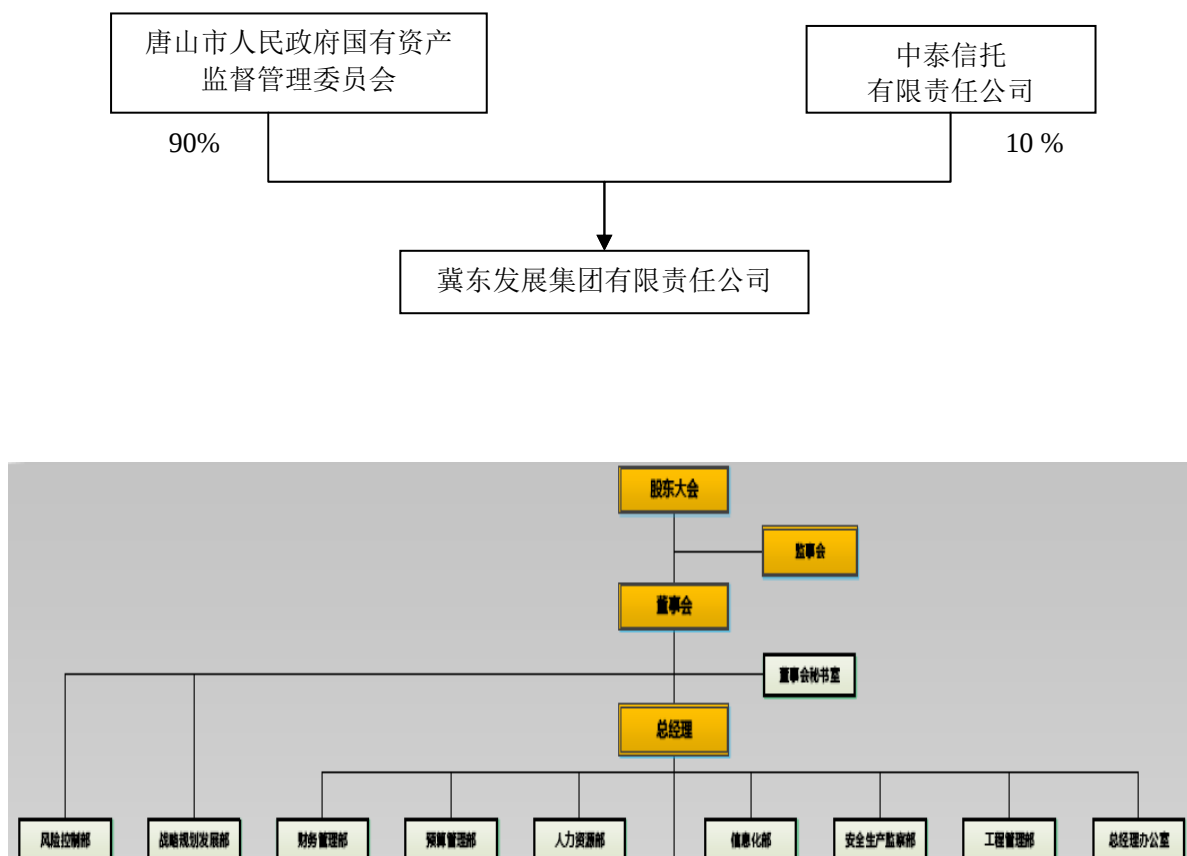
7. 抗风险能力

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较强。

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，评级展望为稳定，并维持“12 冀发展 MTN1”AA⁺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	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	63.94	67.27	94.62	70.46
资产总额(亿元)	491.38	561.36	639.31	621.49
所有者权益(亿元)	150.84	150.38	153.22	147.45
短期债务(亿元)	158.55	161.42	195.55	192.75
长期债务(亿元)	111.89	179.54	207.41	201.80
全部债务(亿元)	270.44	340.96	402.96	394.55
营业收入(亿元)	204.91	206.17	243.97	41.81
利润总额(亿元)	19.50	0.42	1.80	-7.51
EBITDA(亿元)	49.61	37.42	47.53	--
经营性净现金流(亿元)	8.28	-4.05	-9.47	-1.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.45	3.93	3.04	--
存货周转次数(次)	8.76	4.91	5.53	--
总资产周转次数(次)	0.83	0.39	0.41	--
现金收入比(%)	84.75	82.59	97.47	106.64
营业利润率(%)	27.47	20.81	20.43	10.82
总资本收益率(%)	6.13	3.38	3.70	--
净资产收益率(%)	8.61	-0.79	-1.01	--
长期债务资本化比率(%)	42.59	54.42	57.51	57.78
全部债务资本化比率(%)	64.20	69.39	72.45	72.80
资产负债率(%)	69.30	73.21	76.03	76.27
流动比率(%)	71.60	85.22	90.52	84.28
速动比率(%)	56.78	71.02	76.95	68.14
经营现金流动负债比(%)	3.67	-1.77	-3.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	1.96	1.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.45	9.11	8.48	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	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