

信用等级公告

联合[2015] 794 号

联合资信评估有限公司通过对冀东发展集团有限责任公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

冀东发展集团有限责任公司

主体长期信用等级为

AA⁺

冀东发展集团有限责任公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月十五日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

冀东发展集团有限责任公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 负面

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 30 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还公司债务、补充公司运营资金

评级时间: 2015 年 6 月 15 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	561.36	639.31	634.64	637.99
所有者权益(亿元)	150.38	153.22	145.61	135.18
长期债务(亿元)	179.54	207.41	138.78	134.25
全部债务(亿元)	340.96	402.96	413.14	423.49
营业收入(亿元)	206.17	243.97	251.10	27.79
利润总额(亿元)	0.42	1.80	-1.55	-9.25
EBITDA(亿元)	37.42	47.53	49.68	--
经营性净现金流(亿元)	-4.05	-9.47	17.56	9.33
营业利润率(%)	20.81	20.43	16.31	5.26
净资产收益率(%)	-0.79	-1.01	-2.31	--
资产负债率(%)	73.21	76.03	77.06	78.81
全部债务资本化比率(%)	69.39	72.45	73.94	75.80
流动比率(%)	85.22	90.52	68.25	65.94
全部债务/EBITDA(倍)	9.11	8.48	8.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.96	1.95	1.83	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.25	1.58	1.66	--

注: 1、2015 年 1 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、长期应付款调整至短期债务、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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对冀东发展集团有限责任公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为中国建材行业的大型企业,在水泥行业地位、区域垄断、产能规模、技术水平和节能减排等方面具备的显著优势;公司逐步形成了集装备工程、水泥产销、砂石骨料、混凝土于一体的完整产业链,并通过煤炭集中采购带动公司贸易业务的发展。同时,联合资信也关注到受公司区域内固定资产投资增速放缓、水泥行业产能过剩压力影响,2012 年以来公司水泥、混凝土等建材产品价格不断下降、债务负担持续加重、面临较大的短期偿付压力、2014 年以来主业持续亏损等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2014 年以来,水泥行业呈现“南高北低”的区域分化趋势,公司主要水泥布局区域三北地区短期内水泥行业供需关系难以得到根本改善,2015 年一季度公司水泥销售量价齐跌;受水泥行业固定资产投资放缓影响,公司装备工程板块对外销售收入和盈利能力显著下滑;受京津冀区域竞争激烈影响及房地产投资增速放缓影响,公司混凝土板块量价齐降,进一步拉低了公司的盈利能力;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。未来一段时间内,公司区域内水泥市场供需关系难以得到根本改善,政策拉动效应仍有待观察,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,公司仍将面临较大的经营压力。联合资信对公司评级展望为负面。

本期中期票据属债券创新品种,具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,

认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

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. 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，部分区域市场占有率高，区域及规模优势明显。
3. 公司控股上市企业冀东水泥和冀东装备，具备直接融资渠道。
4. 2012年以来公司贸易业务快速发展，水泥产销量不断增长，使公司收入规模维持平稳增长态势。
5. 公司子公司冀东水泥与中国再生资源开发有限公司进行*ST 秦岭股权转让事宜，短期内公司可实现较大的投资收益。
6. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好。

关注

1. 受区域内固定资产投资增速放缓及水泥行业产能过剩影响，区域内行业竞争加剧，2014年以来公司水泥、混凝土等板块合并抵消前毛利率水平显著下降，主营业务盈利能力下滑明显，呈现亏损态势。2015年一季度，水泥产品量价齐跌导致公司亏损加剧。
2. 近年来，公司债务规模显著扩张，债务负担较重，面临较大的短期偿付压力。
3. 公司前期对外筹资进行并购、扩张步伐较快，导致财务费用规模较大，对公司利润侵蚀显著；且2014年公司非经常性损益对

公司利润贡献较大。

4. 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。
5. 本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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、冀东发展集团有限责任公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至冀东发展集团有限责任公司依据发行条款约定赎回时有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、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，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2015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）。截至2015年3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3月底，公司合并资产总额637.99亿元，所有者权益135.18亿元（其中少数股东权益94.49亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入27.79亿元，利润总额-9.25亿元。

公司注册地址：唐山丰润区林荫路东侧；法定代表人：张增光。

二、本期中期票据概况

公司拟于2015年注册中期票据30亿元，本期计划发行额度30亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据募集资金将用于偿还公司债务和补充公司营运资金。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回

本期中期票据。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息方式。本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。如果公司在本期中期票据第 3 个付息日不行使赎回权，则从第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计算年度起票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，并保持 3 年不变。

在递延利息支付方面，本期中期票据具有递延支付利息条款。条款规定除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率加上 300 个基点累计计息。强制付息事件指付息日前 12 个月内发生公司向普通股股东分红或减少注册资本，若发生强制付息事件，则公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年度开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

(3) 本期中期票据如发生利息递延，每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上

300 个基点累计计息。从成本角度分析，本期中期票据递延利息的重置利率调整幅度大，公司递延利息支付可能性小。

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

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

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。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。

根据国家统计局数据,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;2015 年 1~3 月,全国累计销售水泥 4.28 亿吨,同比下降 4.33%。

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。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。

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%。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 年水泥需求增速大幅下降的主要因素。

表 1 2014 年分地区投资完成增速情况（单位：%）

地区	固定资产投资	房地产投资
全国	15.70	10.50
华北	13.32	9.41
东北	2.89	-17.73
华东	16.09	13.79
中南	18.04	16.21
西南	16.93	15.85
西北	19.18	11.49

资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

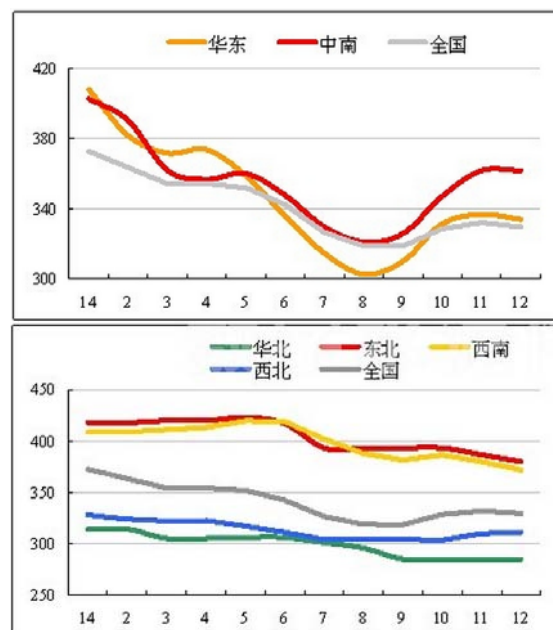
从区域来看，投资区域分化依然明显，北部的东北和华北固定资产投资增速明显低于全国增速；南部的中南、西南和华东均高于全国增速；西北固定资产投资增速最高，高于全国增速近 4 个百分点。

2014 年以来房地产投资呈现出南高北低的特点，北部：东北房产投资表现为负增长，华北和西北略高于全国；南部：中南、西南和华东均高于全国。

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。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。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。

图 1 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势（元/吨）



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

进入 2014 年后，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 月份又向下回调。

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较大。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。

行业经济效益

2014年，根据国家统计局公告的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。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，南部的华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势。然而，北部的华北、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。根据数字水泥网统计显示，华北五省的利润率均列全国倒数，山西、北京地区更是全行业亏损。

造成中国北方地区利润走低的主要原因：

①北部市场需求更低迷，北方地区固定资产投资和房地产投资增速均小于南部省份（华东、中南、西南）的增速。②北部省份企业间竞争环境无根本改善：整体集中度偏低，尤其是华北地区；然而，2014年南部的兼并重组更为活跃，南部主导企业台泥水泥、海螺水泥、亚洲水泥、葛洲坝水泥等均有表现积极，先后在四川、湖南、湖北等有产能收购；北部省份联合并购行为明显较弱，在市场下滑的情况下，企业间竞争激烈，缺乏龙头企业引导，恶性竞争不断，价格滑至低谷。③北部个别省份新增产能集中释放，新疆和山西由于前两年新增产能建设项目过多，造成2014年产能集中产能释

放，产能过剩进一步加剧。

2015年一季度水泥市场需求弱势开局，累计生产水泥4.28亿吨，同比下降4.33%。是本世纪以来首次在一季度出现负增长的年份。固定资产、房地产投资双双回落，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，投资放缓致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。

2015年一季度，水泥市场价格行情呈现逐月走低态势。据中国水泥协会数字水泥网监测数据显示，今年一季度国内水泥市场成交价为298元/吨（全品种含税落地价），降幅为13.5%，创下近7年以来同期新低。

多重因素叠加导致水泥价格深度下跌：一是，一季度水泥行业传统淡季，价格环比上年四季度均会有所回落，加之2015年开局便遭遇持续雨雪天气，对市场成交产生一定阻碍；二是，固定资产、房地产投资双双回落，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧；三是，大部分区域下游搅拌站上年度回款率只有50%左右，驱使2015年资金状况更加紧张，普遍不急于开工；四是，西南和西北地区因新增产能释放影响，价格高位回落带动全国均价大幅下滑；五是，由于2014年四季度市场表现旺季不旺，行业对2015年一季度已有较差预期，为稳定行业效益，在中国水泥协会和地方水泥协会的引导下，从南到北实施了大面积的错峰停产措施。此外，煤炭价格不断走低，成本下降也为水泥价格下调腾出空间。受上述因素影响，全国各大区域水泥和熟料价格无一例外全线下跌。

量价齐跌，行业盈利堪忧，根据国家统计局统计，2015年前2个月，中国水泥行业累计实现利润仅为0.78亿元，同比去年大幅下滑97%。效益大幅下滑，主要是2015年1、2月份水泥价格延续了2014年底的水泥价格走低影响。从近10年来看，前2个月利润走势来看，目前已经是较差水平，仅次于2006年。从区域来看，表现为北方亏损加大，南方盈利收窄。

前2个月是北方省份是行业最淡季节，大部分地区下游基本处于停工状态，如往年一样，华北、东北、西北整体亏损，但2015年亏损额比2014年进一步拉大，2015年前两个月北方省份总体亏损超过44亿元（去年亏损38亿元）。其中，亏损额最大的是河北省整体亏损25亿元。4月份随着市场需求逐步恢复，利润有望小幅回升。预计上半年行业效益仍较为严峻。

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2 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	金隅水泥	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，以新建为主的发展方式已经结束。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3 水泥行业区域市场环境

区域	优势企业
华北	冀东水泥、金隅集团等
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
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
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
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞水泥、同力、葛洲坝等
西南	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基等

资料来源：数字水泥网

行业政策

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。

“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。

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，基建投资维持高位并有上行趋势，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。

当前水泥行业受制于需求放缓和产能过

剩，行业整体景气度不高。短期内，水泥行业供需关系难以得到根本改善，盈利形势面临一定的短期压力。未来，“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大经济战略的推进，将带动基建投资增速上行，对水泥需求总量形成有力的支撑，但预计房地产投资复苏缓慢，水泥整体需求预计保持平稳。此外，随着新环保法的实施，为应对高标准的环保要求，水泥行业存在整体行业利润降低的可能性。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，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇，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。

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。2014年以来，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、装备制造工程，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3月底，公司合并资产总额达到637.99亿元，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3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”）是由冀东集团公司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（集团下属子公司）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2014年底，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52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3月底，公司在职员工24839人。按教育程度分类，本科及以上学历占15.88%，大专学历占22.30%，高中及以下学历占61.82%；按岗位构成划分，公司生产人员占36.9%，销售人员占5.1%，技术人员占38.1%，财务人员占3.1%，行政人员占8.8%，其他人员占8%；按年龄结构划分，30岁及以下员工占29.95%，31岁-40岁员工占32.52%，41岁-50岁员工占27.87%，51岁及以上员工占9.66%。

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3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3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3月底，公司已建成余热发电机组39台，装机容量347.5MW。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。2015年预计增加黑龙江及昌黎公司两台机组，装机容量增加22.5MW，一年发电量将增加1.62亿千瓦时。

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

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。

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；转让事项完成后，公司不再是*ST秦岭第一大股东。同时，公司尚持有*ST秦岭股份0.84亿股（计入交易性金融资产科目），该部分股份可在二级市场随时变现（截至2015年5月20日，该部分股票价值为12.86元/股）；由于股权转让事宜引起的会计科目调整，该部分股份将按市场价格计量，公司短期内将实现较大的投资收益。

本次重组前，冀东水泥与陕西秦岭水泥股份（集团）有限公司（以下简称“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。

7. 反垄断调查

2014年9月，冀东水泥发布《关于全资子公司冀东水泥吉林有限责任公司收到吉林省物价局〈行政处罚决定书〉的公告》（以下简称“《公告》”）。根据《公告》，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“冀东吉林”）收到吉林省物价局《行政处罚决定书》（吉省价处[2014]7号），国家发展改革委同吉林省物价局对冀东吉林2011年与具有竞争关系的经营者达成并实施价格垄断协议的行为进行了调查。依据《中华人民共和国反垄断法》第四十六条、第四十九条以及《中华人民共和国行政处罚法》第二十七条的规定，责令吉林公司停止与具有竞争关系的经营者达成并实施价格垄断协议的行为，对吉林公司处以罚款1338万元（分别占公司2013年度经审计营业收入和利润总额的0.09%和3.01%）。

联合资信认为，虽然上述罚款金额相对公司2013年营业收入和利润总额规模较小，但国家发展改革委下一步将责成有关省（市）反垄断执法机构对已经查实的水泥企业价格垄断行为依法进行处罚，或将对冀东水泥各区域的销售策略以及水泥产品的销售价格产生一定影响。联合资信将持续关注上述事件的进展情况，动态分析上述事件对公司主体长期信用水平可能带来的影响。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了“股东会、董事会、监事会和经理层”三会一层的法人治理结构。股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构，决定

公司的经营方针和投资计划。

董事会对股东会负责，由3名董事组成，其中，设董事长1名，董事全部由唐山市国资委委派或者更换。董事每届任期三年，任期届满，连选可连任。

公司监事会由5人组成，其中2名由唐山市国资委提名选举产生，3名为职工代表监事。监事会设主席1人，监事任期每届三年。监事任期届满，连选可以连任。

公司管理机构由1名总经理、2名副总经理以及视公司的经营需要由董事会不时指定的其他高级管理人员组成。总经理负责公司的日常经营业务和行政管理，应行使股东协议、章程或董事会赋予的权责。

2. 管理水平

管理架构

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、滨海大区、陕西大区、山西大区、内蒙大区、冀中南大区、东北大区、渝川大区、湖南大区等大区，混凝土板块设立了唐山总公司、天津总公司、重庆总公司、沈阳总公司、吉林总公司、陕西区域公司、内蒙总公司，各大区及各总公司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。集团公司对子公司的控制以战略管控为原则，制定战略目标、分解战略任务，并通过全面的预算管理与考核，实现对子公司的战略管控，与此同时，强化内部审计，对子公司实施指导、监督和监控。从目前实际运行情况来看，各大区的采购统一管理和销售统一管理基本实现。

管理制度

财务管理方面，公司建立和完善了《现金

管理办法》、《付款管理办法》和《盘点管理制度》等一系列内部财务管理制度。公司建立了三级全面预算管理新模式，在确定了总经营目标基础上，从上到下，再从下到上层层互动交流，最终形成公司年度全面预算管理体系。

生产运营管理方面，公司通过实施投资决策管理规定，进一步规范和明晰了公司项目投资决策中的权限和流程。公司编制了《投资管理办法》、《投资统计管理办法》、《技改项目立项审批及实施业务流程》、《建筑安装工程管理》、《资产管理办法》、《固定资产管理办法》、《产业协同管理办法》等规章制度，有效地规范了公司的生产运营管理。

安全生产管理方面，公司建立了健全的各级安全生产责任制，修订了《安全生产责任制度》、《职业卫生管理办法》、《安全生产经常性排查监管制度》和《安全生产应急救援演练管理办法》等各项规章制度。公司及各子公司成立以公司总经理、主管安全生产的副总经理和各有关单位行政主要负责人担任委员的安全生产委员会，领导协调全公司的生产安全、交通安全等工作。公司实行安全生产责任制，总经理为公司安全生产第一责任人。公司定期召开安全生产工作会议，定期对员工进行劳动安全法规、制度和操作规程的教育与技术培训，并制定了定期安全检查制度和零事故报告制度。

人力资源方面，公司依法合规建立了全面、完善的人力资源 and 劳动关系管理制度，建立了富有激励机制的薪酬管理制度，如《劳动合同管理制度》、《培训管理制度》、《员工辞职管理规定》、《薪酬管理制度》、《各板块、单体企业经营者业绩考核办法》，实行三级考核管理体系。

总体看，公司治理结构较完善；区域化分级管理有利于物资供应、市场营销资源的整合，提升公司区域板块的整体实力和竞争力；公司整体运作规范，综合管理水平较高。

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 204.69 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 年混凝土板块合并抵消前收入同比下降 15.66%，拉低了公司当期收入增速。

从各板块合并抵消前收入构成来看，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，受益于公司产品结构的调整，降幅较小，三年复合下降 1.24%。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%，从各板块合并抵消前毛利率来看，主要系：①受宏观经济增速放缓和公司水泥主要布局的华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 20.54%，同比下降 5.08 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相对增大，贸易板块盈利能力较弱（2014 年为 1.11%），拉低了公司整体毛利率；③2014 年，受冀东装备子公司唐山冀东机电设备有限公司开展机电设备、备件贸易业务影响，公司装备工程板块毛利率下降至 10.05%，同比大幅下降 5.13 个百分点；④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 年为 13.48%。

2015 年 1~3 月，公司的营业收入为 27.79 亿元，同比大幅下降 33.53%，主要由于一季度

公司所处北方地区水泥市场竞争尤其激烈，水泥价格较同期降低 23 元/吨，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市场价格的降低；此外，受水泥行业协会主导的错峰生产影响，公司一季度水泥产量同比大幅下降，导致固定成本分摊上升，毛利率水平大幅降低，综上受多种因素影响，2015 年一季度公司主营业务毛利率仅为 5.30%。

总体来看，近三年，受益于贸易板块的快速发展，公司收入规模不断增长，整体盈利能力却呈现不断下降趋势，主业各板块合并抵消前毛利率均出现不同程度的下降。

表 4 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 1~3 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	155.83	62.45	20.76	14.43	52.59	11.20
装备工程	9.47	4.63	25.59	12.85	5.32	28.90	15.54	6.23	10.00	1.30	4.73	11.96
混凝土	40.26	19.67	15.67	44.78	18.55	15.09	37.61	15.07	14.44	2.69	9.80	-18.07
贸易	15.81	7.72	0.46	38.08	15.77	0.44	39.66	15.89	4.73	5.46	19.89	1.12
房地产	0.24	0.12	42.48	0.25	0.10	54.68	0.06	0.02	6.46	0.02	0.06	23.49
其他	11.13	5.44	13.95	7.52	3.12	12.12	0.83	0.33	8.95	3.55	12.93	2.92
合计	204.69	100.00	21.33	241.39	100.00	20.43	249.53	100.00	16.55	27.45	100.00	5.30

资料来源：公司审计报告及公司提供；

注：本表格所列数据主要依据公司历年审计报告及公司提供数据，2014 年以前各板块收入和成本数据为合并抵消后的数据，2014 年为合并抵消前的数据，而为了近三年分析具有可比性，正文各板块经营分析全部依据合并抵消前的数据，与本表格数据有差异。

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加 9.55%。综合上述因素，2014 年公司水泥、熟料板块实现合并抵消前主营业务收入 149.80 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，公司合并抵消前水泥、熟料板块毛利率降至

20.54%，同比下降 5.08 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 5 公司原材料采购数据

原料	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
煤炭	采购量 (万吨)	672.42	748	816.20	79.99
	采购均价 (元/吨)	574.80	502	448.17	408.31
电力	外购用电量 (亿千瓦时)	42.00	43.00	43.48	4.55
	采购均价 (元/千瓦时)	0.54	0.55	0.54	0.64

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，一季度为枯水期，导致平均外购电价上涨。

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 3 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，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。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 6 截至 2015 年 3 月底公司水泥熟料产能分布情况

大区	水泥产能 (万吨)	熟料产能 (万吨)
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。

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 1~3 月，受季节性因素及错峰生产影响，公司水泥和熟料产量分别为 748 万吨和 708 万吨；水泥和熟料销量分别为 796 万吨和 207 万吨，同比均有所下降。

表 7 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 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
水泥	6026	6596	7242	748	5998	6618	7250	796
熟料	5040	5412	6107	708	1405	995	1386	207

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 年一季度全水泥行业市场需求更加疲弱，在中国水泥协会和地方水泥协会的引导下，从南到北实施了大面积的错峰停产措施，然而需求的降低又导致了市场企

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 年一季度，公司水泥和熟料的平均售价分别为 197 元/吨和 143 元/吨，较 2014 年四季度均价进一步下跌了 11 元/吨和 21 元/吨。

表 8 公司主要产品售价

产品	平均售价（元/吨）			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
水泥	261	237	214	197
熟料	219	186	174	143

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；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70%以上，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。

在建及拟建项目

公司主要在建项目为灵寿中山公司年产 187 万吨水泥生产线项目和鑫研建材公司年产 100 万吨矿渣粉生产线项目，预计分别于 2015 年 10 月和 2015 年 9 月投产。

拟建项目方面，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。

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，未来投资支出规模较小。

公司未来将以存量整合为主，在已有布局的区域进行整合，重点关注京津冀、东北及陕西区域的并购重组机会。

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。

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，虽然短期内公司通过转让*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，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 9。

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，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。但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，近三年，公司合并抵消前装备工程板块收入分别为 15.94 亿元、13.89 亿元和 15.55 亿元，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，2014 年，该板块合并抵消前毛利率下降至 10.05%，同比大幅下降 5.13 个百分点；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渐下降，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 5.27 亿元，同比下降 59.02%。

表 10 公司装备工程产品产销量

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产量（吨）	32643	35919	22839	3876
销量（吨）	33541	31147	22917	3733

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、新型房屋和移动破碎等技术、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 2014 年底，混凝土公司控制的混凝土企业 44 家，搅拌站站点 52 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，并于 2014 年 9 月份后关停，混凝土售价不断下降至 321 元/立方米。由于量价齐降，2014 年，混凝土板块合并抵消前收入大幅下降至 37.77 亿元，同比下降 15.66%；2015 年 1~3 月，该板块收入仅为 2.69 亿元，一季度为北方施工淡季，混凝土行业受

此影响较大。

表 11 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 1~3 月
产量	1150	1336	1148	89
销量	1150	1336	1148	89
平均售价	342	324	321	302

资料来源：公司提供

2014 年，公司混凝土板块主要下游客户为中建二局第三建筑工程有限公司、河北建设集团有限公司、中铁建设集团有限公司、中国建筑一局（集团）有限公司和中建三局集团有限公司，前五名客户合计占比 8.86%，集中度较低。

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、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，公司合并抵消前贸易板块实现收入分别为 15.81 亿元、40.25 亿元和 53.71 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，销售区域主要集中在河北省和天津市，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。

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 7.82 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 12 截至 2015 年 3 月底公司房地产在建项目情况

项目名称	计划总投资（亿元）	总建筑面积（万平方米）	已销售面积（万平方米）	已销售金额（万元）	已累计完成投资金额（万元）	未来尚需投资金额（万元）
启新 1889 一期	10.28	18.73	5.53	33163	78200	24600
金岸红堡一期	13.00	23.30	1.12	6868	64384	64371
金岸世铭	8.29	19.00	16.95	86022	78367	4533
合计	31.57	61.03	23.60	126053	220951	93504

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

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。

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责任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，合并抵消前收入波动增长，分别为 14.30 亿元、13.12 亿元和 18.90 亿元，其中，2014 年收入同比增长 44.05%，主要系当年河北省建筑材料工业设计研究院承揽项目较多所致，毛利率水平不断下降，近三年分别为 19.40%、18.78%和 14.97%。

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 年一季度财务报表未经审计。

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责任公司、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责任公司、涇阳县金辉建材有限公司和冀东发展（香港）国际有限公司。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 3 月底，公司合并资产总额 637.99 亿元，所有者权益 135.18 亿元（其中少数股东权益 94.49 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 27.79 亿元，利润总额-9.25 亿元。

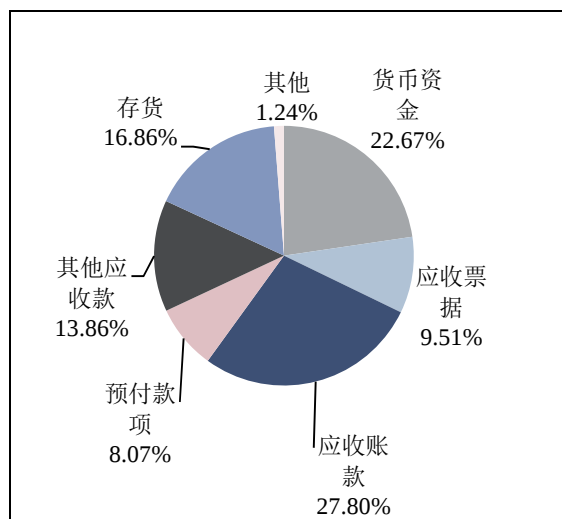
2. 资产质量

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 2 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，公司其他应收款账龄结构合理，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 3 月底，公司资产总额 637.99 亿元，其中，流动资产和非流动资产占比分别为 37.63%和 62.37%，资产结构变动不大。截至 2015 年 3 月底，公司流动资产 240.11 亿元，较 2014 年底增长 1.70%，主要源于货币资金、

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。

预付款项和存货的增长, 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; 公司非流动资产 397.88 亿元, 较 2014 年年底变动不大, 其中, 在建工程较 2014 年年底增长 15.17%。其他科目与 2014 年年底相比变化不大。

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 3 月底, 公司所有者权益 135.18 亿元, 较 2014 年底下降 7.16%, 其中归属于母公司所有者权益 40.69 亿元, 较 2014 年底下降 12.71%, 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, 由于公司经营不断亏损, 近三年及一期, 公司归属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一般。

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 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。

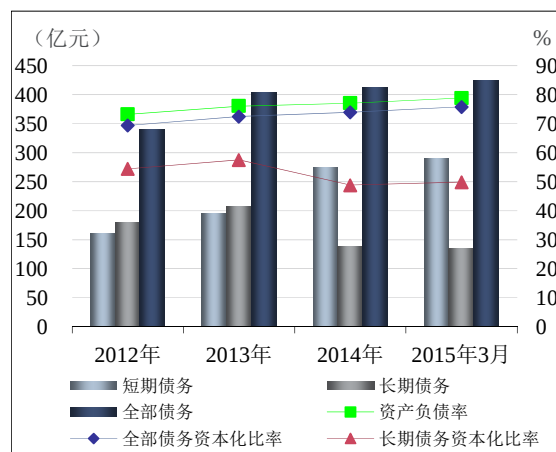
截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 502.81 亿元，较 2014 年底小幅增长 2.82%，其中，流动负债占比进一步上升至 72.41%，非流动负债占比下降至 27.59%。截至 2015 年 3 月底，公司流动负债合计 364.10 亿元，较 2014 年底增长 5.26%，主要来源于短期借款、预收款项和应付票据的增长，其中，预收款项 13.73 亿元，较 2014 年底大幅增长 61.35%，主要是由于淡季销售水泥的价格较低，部分客户为锁定低价而预付货款导致预收款增多；公司非流动负债 138.71 亿元，较 2014 年底小幅下降 3.08%，主要由于水泥生产线项目获得的项目贷款逐渐到期，后续在建项目较少，导致长期借款进一步下降，近年来，长期借款在公司融资方式中占比大幅下降。

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 3 月底，公司全部债务 423.49 亿元，较 2014 年底增长 2.50%，其构成中短期有息债务占比不断上升，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 3 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 78.81%、49.83%和 75.80%，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 3 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，导致目前利息支出较多，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,但由于水泥售价的降幅更大,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%。

受公司主要经营区域自然条件影响,每年一季度,公司区域内项目基建开工水平和水泥需求处于年内低位,影响公司收入和盈利状况呈现较为明显的季节波动表现。而且,2015年一季度,公司所处北方地区市场竞争尤其激烈,水泥价格较同期大幅下跌;同时,受错峰生产影响,公司一季度水泥产量同比大幅下降20.92%,量价齐跌导致公司营业收入和营业利润率水平同比大幅下降。2015年1~3月,公司实现营业收入27.79亿元;而且受固定资产投资增速放缓影响,混凝土板块毛利率大幅下降,致使2015年一季度公司营业利润率显著下滑至5.26%。2015年1~3月,公司投资收益-0.28亿元,营业外收入0.17亿元,利润总额为-9.25亿元,净利润-7.95亿元,较去年同期亏损增大。

总体看,公司收入规模小幅增长,但受固定资产投资增速放缓及水泥行业区域竞争影响,近年来公司主业盈利能力不断下降,2014

年以来出现亏损，同时，期间费用对利润水平侵蚀很大，公司经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格以及下游需求的支撑，存在一定的经营压力。公司投资收益和营业外收入对利润总额贡献较大，但营业外收入中的非流动资产处置利得为非经常性损益，不具有持续性。

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，相应的现金收入比仅为 82.59%、97.47%和 65.82%，主要由于公司使用票据结算增多，而公司将其计入收到、支付其他与经营活动有关的现金；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，其中，2014 年同比增长 34.64%，主要系使用票据结算增多所致；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金额增加，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 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 32.25 亿元，现金收入比 116.05%，主要是由于年初集中回款，以及由于淡季销售水泥的价格较低，部分客户为锁定低价，采用预付款的形式付款导致预收款增多所致；公司经营活动现金净流量为 9.33 亿元；同期，由于国家严控新建水泥生产线建设，公司近年来建设水泥项目不断减少，公司投资活动现金净流出 2.38 亿元；公司筹资活动继续表现为净流出，现金流量净额为-3.75 亿元。

总体来看，2012 年和 2013 年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表现为净流出，2014 年以来公司经营活动现金流有所改善，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多，公司每年偿付借款利息规模仍较大，需要大规模的对外筹资以平衡公司经营活动和投资活动产生的资金缺口。

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3月底两项指标分别为65.94%和53.48%，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%。公司目前短期债务规模偏大，存在较大的短期偿付压力。考虑到公司尚持有的0.84亿股*ST秦岭股票可以在二级市场出售，能为公司提供一定的短期流动资金。

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3月底，公司合并范围获得银行授信额度总额为440.20亿元，尚未使用的授信额度为174.38亿元；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3月底，公司对外担保金额37.54亿元，对外担保比率25.78%，分别是对唐山昊润实业有限公司提供担保3000万元、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。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版），截至2015年5月8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41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，过往债务履约情况良好。

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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为30亿元，在公司赎回前长期存续，占公司2015年3月底全部债务的7.08%，占长期债务的22.35%，本期中期票据对公司现有债务具有一定影响。

截至2015年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为78.81%、75.80%和49.83%；在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至80.15%、77.53%和54.85%，考虑到公司本期中期票据部分募集资金将用于偿还金融机构借款，公司实际债务比率可能小于上述指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入量分别为181.96亿元、264.25亿元和194.88亿元，为本期中期票据本金的6.07倍、8.81倍和6.50倍；2012年和2013年，公司经营活动现金流量净额为负值，对本期中期票据不具备保障能力，2014年为17.56亿元，为本

期中期票据本金的 0.59 倍；公司 EBITDA 分别为 37.42 亿元、47.53 亿元和 49.68 亿元，分别为本期中期票据的 1.25 倍、1.58 倍和 1.66 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好。同时，联合资信注意到本期中期票据递延支付利息的条款，若公司递延支付利息，累积的利息支付压力将大于普通债券支付压力，利息递延的可能性导致本期中期票据的利息支付压力可能高于普通债。

十、结论

近年来公司通过实施多元化经营，已成为集水泥产销、装备制造、混凝土、房地产、贸易等多种经营为一体的大型综合性企业集团。

国内水泥行业产能过剩压力加大，行业竞争加剧，公司作为华北地区建材龙头企业，具有很强的规模优势和市场影响力。2014 年以来，水泥行业呈现“南高北低”的区域分化趋势，华北和东北等公司主要市场水泥均价持续下降，2014 年产销量同比有所增长，2015 年一季度水泥产品量价齐跌导致公司亏损加剧。未来一段时间内，公司区域内水泥市场供需关系难以得到根本改善，政策拉动效应仍有待观察，公司经营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，公司仍将面临较大的经营压力。受水泥行业固定资产投资放缓影响，公司装备工程板块对外销售收入和盈利能力显著下滑；受京津冀区域竞争激烈影响及房地产投资增速放缓影响，公司混凝土板块量价齐降，进一步拉低了公司的盈利能力。

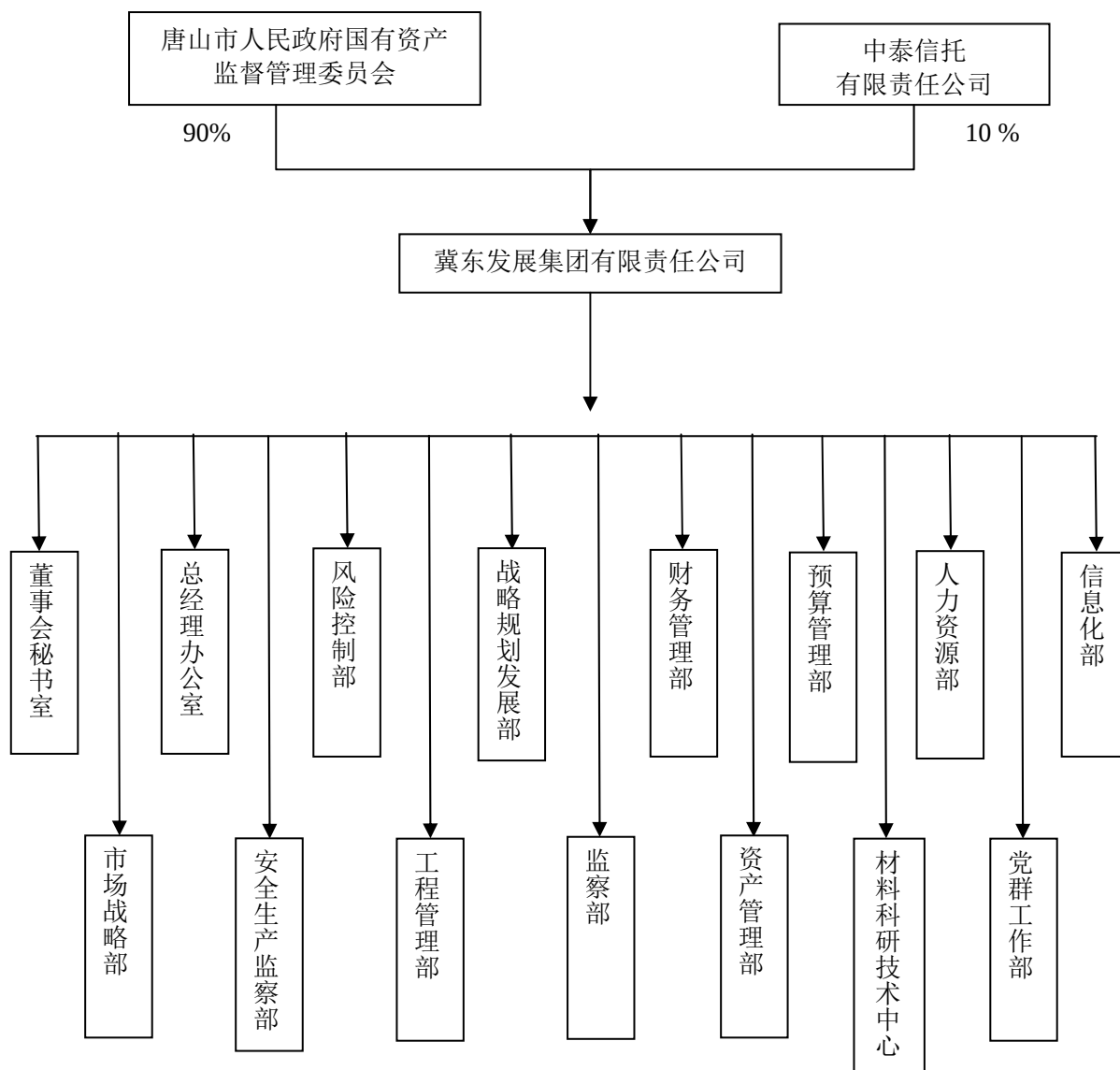
公司资产规模和收入规模较大，但公司前期并购步伐较快，财务费用较高，进一步侵蚀公司利润空间，短期内公司盈利大幅改善的可能性不大。综合来看，公司主体长期信用风险很低。

本期中期票据发行额度对公司现有债务

具有一定影响，且公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好。

本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

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 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	67.27	94.62	77.79	72.29
资产总额(亿元)	561.36	639.31	634.64	637.99
所有者权益(亿元)	150.38	153.22	145.61	135.18
短期债务(亿元)	161.42	195.55	274.37	289.24
长期债务(亿元)	179.54	207.41	138.78	134.25
全部债务(亿元)	340.96	402.96	413.14	423.49
营业收入(亿元)	206.17	243.97	251.10	27.79
利润总额(亿元)	0.42	1.80	-1.55	-9.25
EBITDA(亿元)	37.42	47.53	49.68	--
经营性净现金流(亿元)	-4.05	-9.47	17.56	9.33
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	116.05
营业利润率(%)	20.81	20.43	16.31	5.26
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	49.83
全部债务资本化比率(%)	69.39	72.45	73.94	75.80
资产负债率(%)	73.21	76.03	77.06	78.81
流动比率(%)	85.22	90.52	68.25	65.94
速动比率(%)	71.02	76.95	56.75	53.48
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	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	6.07	8.81	6.50	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.13	-0.32	0.59	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.25	1.58	1.66	--

注：1、公司 2015 年 1 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。

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 / 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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 中长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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 冀东发展集团有限责任公司 2015年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

冀东发展集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。冀东发展集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，冀东发展集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注冀东发展有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现冀东发展集团有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如冀东发展集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送冀东发展集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

