信用等级公告

联合[2018] 1368 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持冀东发展集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA，并将“15 冀发展 MTN001”的信用等级由 AA$^-$调整为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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
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	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
*15 冀发展 MTN001[1]	30 亿元	2018/12/4	AA	AA-

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	78.87	80.79	90.61	81.43
资产总额(亿元)	596.54	598.48	586.63	572.87
所有者权益(亿元)	104.30	147.17	114.88	104.47
短期债务(亿元)	279.06	219.91	226.57	239.44
长期债务(亿元)	159.79	163.18	109.62	100.22
全部债务(亿元)	438.85	383.09	336.19	339.66
营业收入(亿元)	179.98	172.47	226.63	37.03
利润总额(亿元)	-41.29	-12.48	2.40	-6.55
EBITDA(亿元)	12.30	37.44	43.09	--
经营性净现金流(亿元)	12.89	26.51	30.47	0.19
营业利润率(%)	8.94	18.40	20.35	14.47
净资产收益率(%)	-43.42	-9.83	-0.35	--
全部债务资本化比率(%)	85.52	76.58	74.53	76.48
资产负债率(%)	87.54	80.42	80.42	81.76
流动比率(%)	59.35	70.69	60.60	56.86
经营现金流动负债比(%)	3.65	8.58	8.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.44	1.53	2.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	35.67	10.23	7.80	--

注：1、2016 年，公司部分会计政策与会计估计变更，对前期差错予以更正，并对 2015 年年末和年初资产负债表数据、2015 年利润表数据进行重述，本报告采用重述后的财务数据进行分析；2、2018 年 1~3 月财务数据未经审计；3、所有者权益中包含 30 亿元永续中票“15 冀发展 MTN001”；4、调整后的债务指标中，将长期应付款调整至长期债务、其他权益工具中的永续中票由所有者权益中剔除，调整至长期债务。

[1]存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

评级观点

跟踪期内，水泥行业景气度不断提升，水泥价格保持高位，冀东发展集团有限责任公司（以下简称“公司”或“冀东集团”）外部环境有所改善，水泥熟料业务毛利率提升，公司盈利能力有所改善。跟踪期内，公司子公司唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”）及控股股东北京金隅集团股份有限公司（原名为北京金隅股份有限公司，以下简称“金隅集团”）共同组建合资公司事项全部应获得的批准或授权均已获得，上述交易完成后，公司水泥熟料业务规模有望进一步扩大；公司与金隅集团的战略重组，使得公司增强了对华北地区水泥行业话语权和市场控制力。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利能力仍然较弱，有息债务负担重，短期偿付压力大等因素对公司基本信用面带来的不利影响。

未来，公司盈利能力的回升仍有赖于区域水泥市场景气度的持续回升及其他业务板块的不断拓展，但短期内公司其他业务仍面临一定的经营压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并将“15 冀发展 MTN001”的信用等级由 AA-调整为 AA。

优势

1. 未来，随着京津冀一体化的逐步推进和雄安新区的不断发展，区域水泥需求有望提升。
2. 公司与金隅集团的战略重组，使得公司增强了对华北地区水泥行业话语权和市场控制力。
3. 冀东水泥和金隅集团共同出资组建合资公司事项全部应获得的批准或授权均已

分析师

刘珺轩　王兴萍

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

获得，上述交易完成后，公司水泥熟料业务规模有望进一步扩大。

4. 公司经营活动现金流入量对“15 冀发展 MTN001”的保障能力强。

关注

1. 水泥行业仍属于产能过剩行业，水泥价格的回升有赖于行业自律的良好推动，公司经营环境仍面临一定不确定性。
2. 公司实际债务负担重，短期偿付压力较大；债务结构有待优化。
3. 跟踪期内，公司主业盈利能力偏弱，非经常性损益对利润总额贡献大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由冀东发展集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

冀东发展集团有限责任公司跟踪评级报告

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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

冀东发展集团有限责任公司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。此后，公司经过多次增资及股权变更，截至 2015 年底，公司实收资本 12.40 亿元。

2016 年 5 月 31 日，公司与金隅集团、唐山市国有资产监督管理委员会（以下简称“唐山市国资委”）签订《北京金隅股份有限公司与唐山市国有资产监督管理委员会与冀东发展集团有限责任公司关于冀东发展集团有限责任公司之增资扩股协议》，根据该协议，金隅集团以 47.50 亿元认购公司 12.40 亿元的新增注册资本。同时，金隅集团与中泰信托有限责任公司（以下简称“中泰信托”）签署了《北京金隅股份有限公司与中泰信托有限责任公司关于冀东发展集团有限责任公司之股权转让协议》，以 4.75 亿元收购中泰信托持有公司的 10%股权。2016 年 10 月公司已经完成上述股权变更的工商登记手续。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 24.80 亿元，金隅集团持有公司 55%股权，成为公司控股股东，公司实际控制人由唐山市国资委变更为北京市国资委。

公司经营范围包括水泥、熟料及商品混凝土的生产销售，水泥及相关产业装备制造，并涉及水泥相关上下游产品的贸易及设备工程的施工等，兼有少量房地产业务。截至 2018 年 3 月底，公司本部设办公室、战略发展部、财务资金部、资产管理部、人力资源部、法律事务部等合计 10 个职能部门（见附件 1-2）。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 586.63 亿元，所有者权益 144.88 亿元（其中少数股东权益 86.91 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 226.63 亿元，利润总额 2.40 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 572.87 亿元，所有者权益 134.47 亿元（其中少数股东权益 80.80 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 37.03 亿元，利润总额-6.55 亿元。

公司注册地址：唐山丰润区林荫路东侧；法定代表人：刘文彦。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

2015 年 12 月，公司发行“15 冀发展 MTN001”，募集资金 30 亿元，其中 28 亿元用于偿还金融机构有息债务、2 亿元用于补充营运资金。目前，募集资金已按照计划和约定用途使用完毕。2017 年 12 月，公司对“15 冀发展 MTN001”按期足额进行付息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
*15 冀发展 MTN001	30	30	2015/12/4	2018/12/4

资料来源：中国货币网

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

“15 冀发展 MTN001”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。

基于”15 冀发展 MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）”15 冀发展 MTN001”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，”15 冀发展 MTN001 与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）”15 冀发展 MTN001”如不赎回，从第 4 个计息年开始每 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，公司在“15 冀发展 MTN001”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）“15冀发展MTN001”在除发生强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。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。

综合以上分析，“15 冀发展 MTN001”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“15 冀发展 MTN001”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。

四、宏观经济和政策环境

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

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

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

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发

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

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

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

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

五、行业及区域经济环境

1. 水泥行业

行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为 32.5 水泥、42.5

水泥及其他高标号（如 52.5、62.5）水泥等。

水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。

行业运行状况

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

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

2017 年，全国水泥累计产量 23.16 亿吨，同比下降 3.61%，为 2015 年后第二次负增长，各区域水泥产量均呈现不同幅度的回落，其中华北和东北地区降幅较大，同比分别下降 22.54%和 15.08%。逐月来看，1~2 月为传统淡季，3~5 月随着下游房地产、基础设施建设投资需求启动以及北方停窑结束，水泥产量保持平稳增长趋势；6~7 月，受南方地区进入梅雨季节、农忙及高温天气等淡季因素影响，下游需求疲弱，水泥产量同比增速有所回落；进入 8 月，随着天气状况好转，水泥需求出现超预期萎缩，导致累计增速由正转负；9~10 月，受假期和将于影响，各区域水泥需求恢复具有一定差异，大部分地区以继续推涨价格为主；进入 11 月，北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季，加之下游工程赶工，需求集中释放，南方局部区域因环保和能耗压力生产阶段性受限；12 月中下旬，北方地区进入淡季，供需停滞。2018 年一季度，水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，主要系北方地区两会期间安全督查及环保检查较为严格，同时下游原材料价格处于高位，影响开工进度，南方市场表现相对较好，与上年同期持平。2018 年 1~3 月，全国水泥产量 3.76 亿吨，同比下降 4.51%。

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

2017 年，全国水泥均价呈现持续上涨态势，尤其是进入 8 月份旺季以来，各区域水泥均价均呈现加速上涨趋势，至 2017 年底，水泥价格涨至历史高位水平，全国 PO42.5 散装水泥均价由年初的 310 元/吨上升至 458 元/吨，涨幅达 47.74%。2018 年一季度，尽管处于行业淡季，水泥均价略有回调，环比逐月回落，但得益于

错峰生产和行业自律，全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，水泥价格远高于上年同期水平。截至 2018 年 3 月底，全国 PO42.5 散装水泥均价为 401 元/吨，较年初小幅下降 57 元/吨。

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

上游原材料

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

行业政策

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

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

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

2019 年，全国范围内压减熟料产能 11640 万吨，关闭水泥粉磨站企业 150 家。企业兼并重组方面，前 10 家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到 62%以上，水泥产能集中度达到 50%以上。在 5 个省区内，前 2 家大企业实际控制熟料产能达到 65%，此外，在全国 100 万以上人口规模、具有水泥窑的城市有 50%开展水泥窑协同处置。

2020 年，全国范围内压减熟料产能 14050

万吨，压减水泥粉磨站企业 180 家。企业集中度方面，前 10 家大企业集团熟料产能集中度达 70%，水泥产能集中度达到 60%。

未来发展

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

2. 水泥装备制造行业和混凝土行业

水泥装备制造行业

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

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

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

商品混凝土行业

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

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

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

近年来，全国固定资产投资和房地产投资增速双双下滑，根据国家统计局的统计数据显示，近年来，中国商品混凝土产量不断增长，2017年，全国商品混凝土产量仍呈现同比增长走势，同时主要水泥混凝土制品产量也保持了较好增速。2017年预拌混凝土及下游水泥混凝土制品产量继续保持较快增长，一方面得益于基础设施建设的稳定高速增长，令预拌混凝土及制品的产量增长得到有力支撑；另一方面水泥取消低标号令散装水泥的应用比例进一步提升，混凝土预拌化率随之上涨；同时随着散装水泥在农村的推广力度加大，间接推动了农村预拌混凝土用量的抬升。

长期以来，混凝土企业在上下游中的议价地位较低，随着混凝土市场集中度的提升、产品差异化、个性化发展，以及行业自律的不断加强，混凝土企业的议价地位明显提升，尤其

在2017年供给侧改革不断深入、环保压力不断加大的背景下，混凝土企业调整了对下游客户的销售策略，部分企业实施现金销售策略导致应收账款明显减少。

2017年混凝土价格的不断上涨也从侧面印证了混凝土企业议价地位的提高，混凝土作为商业化产品对成本波动的有效传导能力有效提升。2017年全年混凝土市场均价（C30）累计上涨超过80元/立方米，年末均价达到385元/立方米的高位，环比涨幅达到26.4%。主要原因系：（1）水泥市场区域自律性不断提高，水泥价格大幅上涨；环保督查和治理带来了砂石骨料价格的大幅上涨，部分地区甚至出现缺货断供行情，很大程度上推动了混凝土企业销售策略的调整，直接导致了混凝土企业价格的不断上调。（2）供给侧改革、环保治理令混凝土供给端收缩。随着供给侧改革的深入和环保治理执行力度的加大，地方对违法违规混凝土搅拌站的查处力度不断提高，这在一定程度上促进了混凝土过剩产能的收缩。（3）业自律有效提升。混凝土行业近两年出现了越来越多的“抱团取暖”现象，无论是以地方混凝土协会为主导还是以区域内主要混凝土企业为主导，混凝土作为中间产业在应对上游原材料价格上涨和下游建筑施工方都显现出了越来越一致的步调。

2018年，中国经济发展可能出现稳中趋缓的态势，随着投资增速趋缓，可能会造成混凝土需求小幅下滑，但考虑到全国大力推广使用预拌混凝土及环保督查、节能降耗等政策的影响，全国混凝土整体需求有望稳步提升，而供给侧对产能的控制越来越好，供需关系进一步改善，加之成本端支撑，全国混凝土价格大幅下跌可能性较小，整体市场价格有望保持高位水平。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年底，公司实收资本 24.80 亿元，金隅集团持有公司 55%股份，公司最终控制人为北京市国资委。

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、房地产、海外发展的综合性企业集团。

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2017年底，公司共拥有水泥熟料生产线51条、粉磨站7个，其中，日产熟料4000吨以上的水泥熟料生产线35条；公司具备年产7483万吨熟料、12968万吨水泥的生产能力（含试生产的生产线产能）。其市场覆盖京津冀、内蒙古、陕西、山西、吉林、重庆、辽宁、黑龙江、湖南、山东等区域12个省市，部分区域市场占有率高，区域及规模优势明显。截至2017年底，公司拥有30项石灰石矿采矿权，公司石灰石资源可采储量超过22.95亿吨，充足的原料供应为公司生产提供了有力的保证。

装备工程板块

公司装备工程板块主要经营主体为冀东装备，是中国最早的水泥装备制造和维修企业，具备日产2000吨至12000吨新型干法水泥熟料生产线的国内和海外EPC工程服务能力，具备水泥生产线从工艺设计、装备设计制造、建筑安装、生产调试到备件供应、维修服务、生产运营的全产业链服务能力。冀东装备由原上市公司唐山陶瓷股份有限公司（以下简称“唐山陶瓷”）通过资产置换及更名而来，下属盾石建筑一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

混凝土公司由冀东集团和冀东水泥共同出资组建，成立于2009年4月，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2018年3月底，混凝土公司具备年生产混凝土2425万方的能力。

3．技术水平

截至2017年底，公司共投产纯低温余热发电机组43台（套），总装机容量357MW。2016年以来公司新增余热发电机组2台，装机容量18.3MW。2017年，公司利用余热发电15.02亿度，相当于节约标煤50.38万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的37%。2017年，公司利用余热发电成本约为0.13元/度，节约电费成本约5.26亿元。在氮氧化物减排方面，公司51条熟料生产线均已完成氮氧化物减排项目建设。截至2017年底，公司5条熟料生产线均已完成协同处置生活垃圾改造。

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

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

总体看，近年来公司大力开展节能减排工作，积极发展循环经济发展模式，环保风险较低。

4．外部环境

区位优势

公司主要销售市场京津唐地区是中国经济发展的重点区域，其中天津滨海新区、曹妃甸循环经济示范区、南堡开发区等国家重点开发区均处于公司合理的销售半径内，区域经济发展潜力巨大、水泥需求旺盛，公司区位优势明显。2017年，中共中央设立雄安新区，作为国家级新区，未来雄安新区的发展将为公司带来大量水泥需求。

在区域竞争方面，公司业务区域主要集中在华北地区。2015~2017年，华北地区水泥产量分别为1.98亿吨、2.11亿吨和1.63亿吨，分别占全国的8.42%、8.79%和7.04%。华北地区的行业集中度尚可，冀东水泥占整个华北地区22%左右的市场份额，金隅集团占17%左右的市场份额。公司在北京、天津和唐山的市场份额分别约为20%、30%和75%。公司水泥业务分布包括传统的京津唐及周边地区，及陕西、山西、内蒙、东北、渝川和湖南等大区。

外部支持

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

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

税收优惠方面（1）所得税优惠政策：根据财税[2011]58号文件《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知和2012年第12号《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》，公司下属子公司内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司、包头冀东水泥有限公司、冀东水泥重庆合川有限责任公司、冀东水泥璧山有限责任公司、冀东水泥凤翔有限责任公司和陕西冀东物流服务有限公司征得主管税务机关同意2016年减按15%的税率缴纳企业所得税。（2）增值税优惠政策：根据财税（2015）78号《关于印发<资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录>的通知》，公司采用旋窑法工艺生产并且42.5及以上等级水泥的原料中掺兑废渣比例不低于20%，其他水泥、水泥熟料的原料中掺兑废渣比例不低于40%的，可

享受增值税即征即退 70%的政策。

2015~2017 年，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 2.44 亿元、2.65 亿元和 2.51 亿元。2018 年 1~3 月，公司获得政府补贴 0.41 亿元。

七、重大事项

金隅集团与冀东集团进行战略重组

2016年5月31日，金隅集团第四届董事会第七次会议、第四届监事会第五次会议分别审议通过了《关于对冀东发展集团有限责任公司增资并收购股权的议案》，同意金隅集团以现金人民币475000万元认购冀东集团人民币123975.204万元的新增注册资本，以现金人民币47500万元收购中泰信托持有的冀东集团10%的股权。同日，公司与唐山市国资委、冀东集团签署了《关于冀东发展集团有限责任公司之增资扩股协议》，与中泰信托签署了《关于冀东发展集团有限责任公司之股权转让协议》。根据上述议案及协议，本次交易完成后，公司将持有冀东集团55%的股权并成为冀东集团的控股股东，并成为冀东水泥和冀东装备的间接控股股东。

为避免根据《上市公司收购管理办法》的规定触发全面要约收购冀东水泥和冀东装备股份的情形，《增资扩股协议》将冀东集团将其持有的冀东水泥和冀东装备股份比例降至不超过30%作为生效条件。2016年5月30日，冀东集团与唐山国有资本运营有限公司（以下简称“唐山国资公司”）签署了《关于唐山冀东水泥股份有限公司的股份转让协议》，冀东集团拟通过协议转让方式向唐山国资公司转让其持有的冀东水泥10083.6212万股股份，占冀东水泥股份总数的7.48%；2016年6月15日，冀东集团与唐山国资公司签署了《关于唐山冀东装备工程股份有限公司的股份转让协议》，冀东集团拟通过协议转让方式向唐山国资公司转让其持有的冀东装备2614.8422万股股份，占冀东装备股份总数的11.52%。2016年7月18日，冀东集团收到国务院国有资产监督管理委员会出具的《关于冀东发展集团有限责任公司协议转让所持部分唐山冀东水泥股份有限公司和唐山冀东装备工程股份有限公司股份有关问题的批复》（国资产权[2016]702号），同意冀东集团将所持冀东水泥10083.6212万股股份和冀东装备2614.8422万股股份协议转让给唐山国资公司持有；本次股份转让完成后，冀东水泥和冀东装备总股本不变，其中冀东集团分别持有冀东水泥和冀东装备40425.6874万股和6809.9999万股股份，占总股本的比例均为30%；本次交易股份过户转让登记分别于2016年7月26日和2016年9月2日完成。

2016年10月11日，冀东集团已就新增注册资本和股权转让事宜完成工商变更登记手续并领取了变更后的营业执照。

水泥及混凝土等相关业务资产重组

2016年6月29日，金隅集团与冀东水泥签署《唐山冀东水泥股份有限公司与北京金隅股份有限公司之发行股份购买资产协议》，金隅集团以持有的水泥业务相关资产认购冀东水泥非公开发行的A股股份。本次交易完成后，金隅集团将直接持有1391299488股冀东水泥股份。

2017年12月28日，金隅集团第四届董事会第二十五次会议审议，同意冀东水泥调整“以水泥等业务相关资产认购冀东水泥发行股份”的重组方案，变更为金隅集团“以持有的部分水泥企业股权作价出资，冀东水泥以其持有的部分水泥企业股权和资产作价出资，共同组建合资公司”的方案。

2018年2月7日，金隅集团第四届董事会第二十六次会议审议，同意金隅集团以部分水泥企业股权、冀东水泥以部分水泥企业股权及资产出资组建金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司（以下简称“合资公司”），合资公司由冀东水泥控股。2018年2月26日，北京市国资委对金隅集团与冀东水泥在本次组建合资公司中双方

出资资产的评估结果进行了核准，并出具了相关批复函（京国资产权【2018】27号）。2018年2月28日，冀东水泥召开了2018年第一次临时股东大会，审议通过了与本次交易相关的议案，批准实施本次交易。2018年5月10日，冀东水泥收到国家市场监督管理总局反垄断局出具的《经营者集中反垄断审查不予禁止审查决定书》（反垄断审查函[2018]第2号），对金隅集团与冀东水泥新设合营企业案不予禁止，可以实施集中。2018年5月31日，冀东水泥收到中国证监会《关于核准唐山冀东水泥股份有限公司重大资产重组的批复》（证监许可[2018]887号），冀东水泥出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易事项获得正式核准。

截至目前，上述交易全部决策程序均已履行完毕，全部应获得的批准或授权均已获得，不存在尚须履行的决策程序及尚须获得的批准或授权。联合资信将密切关注本次重组的后续进展情况。

八、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、人员素质、管理水平及管理制度等方面无重大变动。

九、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。近三年，受宏观经济增速下行及水泥及相关行业景气度波动影响，公司营业收入呈波动增长趋势。2016 年上半年，水泥价格延续低迷态势，2016 年 3 季度以来，受益于行业自律及煤价大幅回调，水泥价格回升，公司经营状况有所好转。2016 年，公司营业收入较上年度变动不大，从构成看，水泥、熟料业务板块收入同比略有增长，为 109.40 亿元；混凝土板块收入同比略有下降至 20.97 亿元；受水泥行业限制新增产能影响，装备工程业务持续低迷，该板块收入大幅下降至 1.61 亿元；煤炭等大宗商品贸易量呈下降趋势，2016 年，公司贸易业务实现收入 24.49 亿元；公司房地产在售项目较少，对公司收入贡献不大；砂石骨料为公司新兴业务板块，收入规模较小，但进一步增强了集团上下游产业链的完整性。2017 年，公司实现营业收入 226.63 亿元，同比增长 31.40%；受水泥及相关行业景气度回升影响，公司水泥熟料、砂石骨料、装备工程、房地产及商贸物流板块收入均呈现不同程度的增长，分别为 139.89 亿元、2.55 亿元、7.62 亿元、5.29 亿元和 45.96 亿元。混凝土板块收入有所下降，为 15.88 亿元。

2016 年，得益于水泥行业自律的良好推进，三季度以来水泥价格稳步提升，尽管需求端未见明显提振，但行业整体有所回暖，公司相关业务盈利水平均有明显回升。2016 年，公司整体毛利率同比提升 9.82 个百分点至 19.61%，公司水泥熟料、混凝土、装备工程业务板块毛利率分别提升至 24.32%、9.13%和 40.99%，同比分别提升 8.26 个百分点、10.53 个百分点和 29.37 个百分点；受房地产行业回暖、房价上涨影响，房地产业务毛利率提升 14.07 个百分点至 21.52%。公司贸易板块收入占比仍较大，毛利率尽管较上年有所提升，仍保持较低水平，拉低了公司整体毛利率。2017 年，受益于水泥价格上涨，公司水泥熟料业务毛利率提升 4.83 个百分点至 29.15%，装备工程和砂石骨料毛利率尽管有所下降，但仍保持较高水平，分别为 29.22%和 40.48%。混凝土和房地产毛利率分别下降至 6.57%和 11.90%，商贸物流毛利率变动不大，为 3.74%。综合以上因素，2017 年公司综合毛利率提升 2.24 个百分点至 21.85%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 36.58 亿元，其中水泥熟料收入 19.25 亿元。尽管处于水泥需求淡季，但受价格支撑，水泥熟料业务毛利率处于较高水平，为 56.52%；公司综合毛利率为 16.30%。

总体来看，跟踪期内，随着水泥行业回暖，公司各板块毛利率均出现不同程度的提升。

表 2　公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	105.97	58.88	16.06	109.40	63.43	24.32	139.89	61.72	29.15	19.25	52.62	56.52
混凝土	22.16	12.31	-1.40	20.97	12.16	9.13	15.88	7.01	6.57	1.93	5.26	16.82
房地产	4.05	2.25	7.45	2.16	1.25	21.52	5.29	2.33	11.90	4.62	12.64	76.68
装备工程	4.51	2.50	11.62	1.61	0.93	40.99	7.62	3.36	40.48	1.54	4.22	-99.94
砂石骨料	1.38	0.76	41.35	1.28	0.74	36.86	2.55	1.13	29.22	0.31	0.85	0.21
商贸物流	32.94	18.30	2.78	24.49	14.20	3.56	45.96	20.28	3.74	8.17	22.35	-46.19
其他	8.97	4.98	-15.62	12.57	7.29	22.57	9.45	4.17	16.10	0.75	2.06	-469.91
合计	**179.98**	**100.00**	**9.79**	**172.47**	**100.00**	**19.61**	**226.63**	**100.00**	**21.85**	**36.58**	**100.00**	**16.30**

资料来源：公司提供

注：2015 年营业收入为经重述后的数据。

2.　水泥、熟料业务

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

原材料采购

公司的石灰石主要来自于自备矿山；天然石膏或改性石膏及煤炭依靠外购；煤炭、电力、脱硫石膏在制造成本中占比较大，受煤炭价格上涨影响，煤价在产品成本中占比进一步提升，三者合计超过产品成本的 60%以上。

煤炭采购价格方面，公司通过集中采购，与国内外大型煤炭供应商建立战略合作关系，进一步控制煤炭采购价格，降低水泥产品成本，公司煤炭供应商包括中国中煤能源集团有限公司、陕西煤业化工集团有限责任公司、陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司和山西煤炭进出口集团有限公司等；2016 年下半年，煤炭价格触底回升，公司 2016 年煤炭采购均价有所上涨，2017 年煤炭采购价格提升至 537.95 元/吨。煤炭采购量方面，2015~2017 年，煤炭采购量随公司水泥产销量的波动而有所波动，2017 年煤炭采购量同比下降至 653.51 万吨。2018 年 1~3 月，煤炭采购量为 95.35 万吨，采购均价较 2017 年略有上涨。公司煤炭采购款结算方式一般为到货当月挂账次月付款，但与大型集团和直采矿多为预付款。

表 3　公司原材料采购数据

原料	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
煤炭	采购量（万吨）	617	738.12	653.51	95.35
	采购均价（元/吨）	324	351.54	537.95	586.35
电力	外购用电量（亿千瓦时）	36	38.53	36.59	4.51
	采购均价（元/千瓦时）	0.54	0.51	0.50	0.54

资料来源：公司提供

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

2017年，公司利用余热发电15.02亿度，相

当于节约标煤50.38万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的37%左右，公司利用余热发电成本约为0.13元/度，节约电费成本约5.26亿元。

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。

产品生产

截至 2017 年底，公司水泥产能达到 12968 万吨/年（包括试生产的生产线产能），熟料产能为 7483 万吨/年。

从产能利用率情况来看，2015~2017年，公司水泥产能利用率波动下降，处于较低水平，分别为41%、45%和39%，熟料产能利用率有所波动，分别为57%、64%和58%。公司产能利用率水平低主要是由于公司产能主要布局在“三北”地区，受北方寒冷气候影响，一般基础建设项目集中在二、三季度，从而使得公司一季度产能利用率较低，第二季度产能利用率快速上升，三季度达到最大值（除检修、限电等因素，基本能够达到满负荷生产），第四季度则略有下降。除季节性因素外，近三年公司产能与实际产量之间差异较大的主要原因：①近年来，公司水泥业务主要布局的三北区域，行业景气度下行，下游需求增速放缓，区域内企业竞争激烈，产能过剩情况显著，供需矛盾突出，导致公司产能发挥严重不足；②公司部分产能生产熟料，未生产成水泥就直接销售，这部分熟料占用了部分产能，且不统计在水泥产量之中；③公司水泥产能为年底统计数据，即在年底所有生产线在一年内最大产量，而产量为全年实际产量累计。新增水泥生产线项目可能在年中陆续投产而不是在年初就投产，且新增项目还需要试运行，运转率较正常水平低。

2016年，公司与金隅集团重组以来，区域市场占有率进一步提升，二者管理和销售理念持续融合，销售区域由大区市场进一步细分，根据细分市场制定区域市场竞争策略，由按行政区域划分变更为按销售区域划分，每个销售小区包含2~3家子公司。2017年实现水泥销量5078万吨，水泥产量5059万吨，均较上年略有下降；生产熟料4312万吨，与水泥产量呈同趋势变动。

表 4　公司产销情况（单位：万吨）

产品	产量			销量		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
水泥	5149	5802	5059	5165	5796	5078
熟料	4298	4758	4312	775	924	923

资料来源：公司提供

注：表中熟料销量统计为扣除满足冀东水泥内部水泥及商品混凝土生产所需量，包含冀东集团内部销售量。

产品销售

在定价策略上，营销分公司有专门设置了价格委员会，价格委员会包括营销分公司总经理、营销分公司总经理部成员、销售部部长及主管以上人员。价格委员会研究拟定营销分公司的水泥价格并对价格的执行状况进行监督审核。营销分公司价格委员会根据市场情况随时随水泥销售价格进行调整。在水泥产品定价能力方面，公司目前在唐山地区占据掌控地位，在天津、北京及河北其他地区处于主导地位。2016 年，公司水泥均价为 177 元/吨，尽管二季度水泥价格开始回调，全年销售均价仍较 2015 年有所下滑；熟料均价为 144 元/吨，较 2015 年提升 13.39%。2017 年以来，尽管区域需求不振，但得益于良好的行业协同，销售价格大幅提升，公司水泥和熟料产品售价分别提升至 242 元/吨和 203 元/吨，公司主业盈利能力进一步回升。2018 年一季度，公司水泥和熟料销售均价进一步提升。

表 5　公司主要产品售价

产品	平均售价（元/吨）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
水泥	184	177	242	283

熟料	127	144	203	223

资料来源：公司提供

按客户类型分类，公司客户群体主要有搅拌站、重点（单体）工程及零散客户三类主要客户，截至 2017 年底占比分别为 25.00%、48.50%和 26.50%；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 40%，大部分采用现款结算，对个别合作时间长、信用良好的客户或国家重点工程客户，给予一定的信用期或周转量，小部分采用赊销方式（约 1~2 月账期），经销商占比 60%，全部为现款结算。近年来公司提高了销售收入中票据结算的比例，销售收入中使用票据结算约占 40%。其中，公司给予关联方唐山冀东混凝土有限公司及其附属企业的信用账期较长，2017 年底，公司对其共计应收 6.06 亿元，占公司全部应收账款的 40.19%，对公司资金造成一定占用。

总体看，跟踪期内，随着水泥价格的逐步回调，公司盈利能力得到改善；公司在华北地区的市场控制力和行业话语权进一步提升，雄安新区的设立将为华北地区带来大量水泥需求，公司盈利能力有望持续提升。

海外水泥项目

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

3. 装备工程业务

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

表 6　公司装备工程板块经营主体

序号	下属公司	业务类型
1	唐山盾石电气有限责任公司（“盾石电气”）	装备制造
2	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
3	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
4	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
5	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

产销量方面，由于国家严格控制水泥生产线项目建设，水泥装备市场持续低迷，产销量同比均出现不同幅度下降，2017 年，公司装备工程产品产量和销量分别提升至 23905 吨和 25729 吨。

表 7　公司装备工程产品产销量（单位：吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产量	15377	12506	23905	4889
销量	15414	13666	25729	4445

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。

公司装备工程收入主要来自机械设备及备件、土建安装、维修工程以及电气设备及备件业务。受水泥行业固定资产投资下滑影响，冀东装备外销比例逐年下降，设备、备件等贸易业务主要销往集团内部公司冀东水泥；同时，公司持续扩大精维修业务，并不断拓展市场区域及其他相关行业领域，2017 年业务规模有所扩大。2017 年公司前五大客户销售额

13.90 亿元，占其年度销售总额的比重为78.72%，其中前5名客户中关联方销售额11.42亿元，占其年度销售总额的比重为64.70%。截至2017年底，公司装备工程业务前五大供应商采购金额2.30亿元，占采购总额的比例为14.16%，其中前5名供应商中关联方采购额1.57亿元，占采购总额比例为9.66%。

总体看，在严控水泥行业新增产能的背景下，公司传统装备工程业务量有所萎缩，2017年收入规模的扩大主要得益于公司业务范围及市场区域的拓展，公司装备工程业务对关联方依赖大，未来或将面临一定的经营压力。

4. 商品混凝土业务

跟踪期内，公司混凝土业务运营主体仍然为混凝土公司，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，目前市场区域分布于京、津、冀、陕、晋、蒙、湘、吉、辽、渝等10省市。2016年，公司调整生产结构，降低部分亏损较大子公司混凝土产量。截至2018年3月底，混凝土公司合计产能2425万立方米，但受市场行情拖累，产能利用率较低，公司混凝土业务在京津唐地区具备一定的影响力。

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

5. 贸易业务

公司贸易板块主要通过集中采购的优势发展以煤炭为主的贸易业务，目前已发展至多种贸易产品。公司贸易产品主要包括煤炭、铁矿石、钢材、铁矿粉、水泥等。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。公司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。

6. 房地产业务

公司房地产项目全部位于唐山市。截至2018年3月底，公司在建项目1个，预计总投资金额1.95亿元，总建筑面积2.69万平方米。公司在手的土地储备占地面积合计19.82万平方米，均为公司早期获得，土地成本较低，但公司目前尚无明确开发规划。总体看，公司房地产业务规模较小，对公司盈利贡献有限。

7. 其他业务

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

8. 经营效率

2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均同比提升，三者分别为3.64次、3.53次和0.38次。总体来看，公司

经营效率较低。

9. 未来发展

在加大环境保护、淘汰落后产能的背景下，公司主业水泥业务基本不再新建水泥生产线，目前在建水泥生产线项目较少。得益于“京津冀一体化”的良好契机、行业自律的良好推行以及雄安新区的发展，区域内水泥需求的逐步回暖。公司装备工程、房地产和贸易等板块仍面临一定的经营压力。

十、财务分析

公司提供了 2015~2017 年财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对 2015 年财务报告进行了审计，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016~2017 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

2016 年，由于会计政策和会计估计变更，并对前期差错予以更正，公司对 2015 年年初和年末资产负债表、2015 年利润表进行重述，本报告以重述后的财务数据作为分析依据。

具体调整事项为：2016 年公司对混凝土业务相关的应收款项各组合分类进行了调整，由不计提坏账更改为按照账龄分析法计提坏账准备，相应 2015 年公司计提坏账准备 6.06 亿元，相应调增 2015 年度减值损失 2.52 亿元，调增 2015 年初未弥补亏损 3.54 亿元；同时子公司冀东水泥对运输设备和机器设备等固定资产折旧年限进行了调整，调整情况如表 11 所示。固定资产折旧年限调整自 2016 年 1 月 1 日起执行，固定资产折旧调整减少 2016 年累计折旧 3.03 亿元，增加 2016 年利润总额 3.03 亿元，扣除企业所得税影响后，增加公司 2016 年净利润 2.30 亿元。

表 8 固定资产折旧年限调整情况

类别	调整后折旧年限	调整前折旧年限
运输设备	6~10 年	10 年
机器设备	15 年	12 年

资料来源：公司财务报告

表 9 前期差错更正对会计科目的影响

（单位：万元）

资产负债表	
会计科目	**对 2015 年年末数据的影响**
货币资金	205.8
应收账款	-13340.6
预付款项	-2103.3
其他应收款	-9846.6
存货	-40891.6
投资性房地产	-143986.4
可供出售金融资产	-50000.0
长期股权投资	-8108.6
固定资产	-9363.8
在建工程	37936.3
工程物资	-1902.0
无形资产	7052.7
商誉	-18370.5
长期待摊费用	-3393.1
资产合计	**-331984.3**
应付账款	657.5
预收款项	-19640.8
应交税费	815.0
其他应付款	1799.5
应付职工薪酬	2142.7
长期应付职工薪酬	23589.2
负债合计	**9363.1**
资本公积	-3128.3
其他综合收益	-96010.9
年初未弥补亏损	-147288.3
本年净利润	-94919.9
所有者权益合计	**-341347.4**
利润表	
会计科目	**对 2015 年数据的影响**
营业收入	5349.4
营业成本	33607.7
营业税金及附加	3179.5
销售费用	244.7
管理费用	12656.1
财务费用	5372.0
公允价值变动收益	5450.1
资产减值损失	56086.1

投资收益	3393.2
营业外支出	593.4
所得税费用	-313.5
净利润	-94919.9

资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司合并资产总额586.63亿元，所有者权益144.88亿元（其中少数股东权益86.91亿元）；2017年，公司实现营业收入226.63亿元，利润总额2.40亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额572.87亿元，所有者权益134.47亿元（其中少数股东权益80.80亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入37.03亿元，利润总额-6.55亿元。

1. 资本及债务结构

资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 586.63 亿元，较上年底变动不大，其中，流动资产占 35.76%，非流动资产占 64.24%，资产构成仍以非流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 214.79 亿元，同比下降 1.69%，主要由货币资金（占 23.79%）、应收票据（占 18.18%）、应收账款（占 16.42%）、其他应收款（占 10.55%）和存货（占 25.24%）等构成。

近三年，公司货币资金波动中有所下降，截至 2017 年底，公司货币资金 51.10 亿元，同比下降 18.57%，主要为银行存款（50.49 亿元），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。截至 2016 年底，公司受限货币资金 4.21 亿元，受限比例不大。

2015~2017 年，公司应收票据波动增长，截至 2017 年底，公司应收票据 39.04 亿元，同比增长 228.76%，主要来自银行承兑汇票的增加。截至 2017 年底，公司受限应收票据为 1.13 亿元。

2015~2017 年，公司应收账款快速下降，截至 2017 年底，公司应收账款 35.26 亿元，同比下降 7.79%，主要系公司加强混凝土等业务形成的应收款项回收所致。公司应收账款前五名占比为 8.50%，客户集中度较低。从账龄结构看，1 年以内的占 46.06%，1-2 年的占 18.09%，2-3 年的占 10.85%，3 年以上的占 25.00%。截至 2017 年底，公司应收账款合计计提坏账准备 12.67 亿元，计提较为充分。

公司其他应收款主要为单位往来款、代垫款项、应收股权转让款等，近三年波动中有所下降。截至 2017 年底，公司其他应收款 22.66 亿元，2016 年金额较大主要系往来款和应收股权转让款增加所致。从账龄上看，1 年以内的占 23.00%，1-2 年的占 31.40%，2-3 年的占 8.56%，3 年以上的占 37.04%，综合账龄较长，对公司资金形成占用。2017 年底，公司对其他应收款合计计提坏账准备 10.21 亿元，计提比例较高。2017 年底，其他应收款账面余额前五名合计占比 30.64%，集中度较高。

近三年，公司存货规模较大，且不断增长。截至 2017 年底，公司存货账面价值 54.20 亿元，同比增长 17.60%，主要为水泥生产的原材料（10.72 亿元）、在产品（4.86 亿元）和产成品（12.51 亿元）以及房地产开发成本（16.61 亿元）和开发产品（11.80 亿元）等。2017 年底，公司存货共计提 2.41 亿元跌价准备（主要为开发产品跌价准备 1.22 亿元），计提比例较低。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 371.84 亿元，同比变动不大，主要包括可供出售金融资产（占 5.60%）、固定资产（占 70.44%）、和无形资产（占 9.88%）等。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 20.82 亿元，主要系子公司持有云南国际信托有限公司天富宝稳健 1 期集合信托计划 15.07 亿元。公司固定资产账面价值 261.92 亿元，同比小幅增长 1.28%，主要系计提折旧所致，包括水泥、混凝土及装备等的厂房和机器设备。公司在建工程 12.46 亿元，主要系米脂公司日产 2000 吨新型干法水泥综合利用项目、重型装备厂房等项目。公司无形资产 36.72 亿元，主要为土

地使用权和矿山开采权。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 572.87 亿元，较 2017 年底下降 2.34%。其中非流动资产占 35.76%，非流动资产占 64.24%，仍然以非流动资产为主。

总的来看，近年来，公司资产规模变动不大，资产构成仍以非流动资产为主，资产结构基本符合水泥行业特点，流动资产中存货和应收款项占比大，资产流动性一般。公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 144.88 亿元，同比变动不大，归属于母公司所有者权益合计 57.98 亿元，同比下降 6.01%。

2016 年 5 月，金隅集团以人民币 47.50 亿元认购公司 12.40 亿元的新增注册资本，计入实收资本科目，其余 35.10 亿元计入资本公积，导致公司 2016 年注册资本大幅增长至 24.80 亿元，资本公积大幅增长至 64.95 亿元。2017 年，公司实收资本 24.80 亿元，资本公积 64.95 亿元，公司经营亏损导致未分配利润持续下降至-62.80 亿元。公司所有者权益中的少数股东权益大，权益稳定性较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 134.47 亿元，同比下降 7.19%，主要来自未分配利润和少数股东权益的下降。权益构成较 2017 年底变动不大。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 441.74 亿元，其中流动负债占 80.23%，非流动负债占 19.77%，负债结构以流动负债为主，较上年底变动不大。

2017 年底，公司流动负债主要包括短期借款（占 49.62%）、应付账款（占 18.03%）、其他应付款（占 10.18%）和一年内到期的非流动负债（占 11.31%）等。短期借款 175.88 亿元，其中包括保证借款 18.40 亿元、信用借款 151.35 亿元、质押借款 6.13 亿元。应付票据 10.62 亿元，主要为原材料采购款，其中，商业承兑汇票占比提升，回收风险加大。应付账款同比增长 42.55%至 63.91 亿元，账龄以 1 年以内和 1-2 年为主，账龄同比延长。

截至 2017 年底，公司非流动负债 87.32 亿元，同比下降 38.61%，主要为长期借款（占 27.57%）、应付债券（占 25.17%）和长期应付款（占 38.44%）。近三年，公司长期借款波动下降，2017 年底为 24.07 亿元，同比增长 2.01%，主要为保证借款和信用借款。应付债券呈快速下降趋势，截至 2017 年底为 21.98 亿元，为公司及子公司发行的债券。长期应付款快速增长，2017 年底为 33.56 亿元，主要为应付融资租赁款，本文将其调整计入长期债务核算。

考虑到长期应付款全部为融资租赁款，若将长期应付款调整至长期债务，将其他权益工具中的永续中票由所有者权益调入长期债务核算，近三年，公司调整后的全部债务规模呈波动下降趋势，截至 2017 年底，公司调整后的全部债务 336.19 亿元，同比下降 22.94%，其中，短期债务占 67.39%，占比小幅下降，长期债务占 32.61%。

从债务指标看，考虑调整后的长期债务和全部债务，并将 30 亿元中期票据“15 冀发展 MTN001”从所有者权益中剔除，计入负债核算。从调整后的债务指标看，近三年，调整后长期债务资本化比率波动提升，调整后全部债务资本化比率和调整后资产负债率均波动下降，2017 年三项指标分别为 48.83%、74.53%和 80.42%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 438.40 亿元，较 2017 年底变动不大，其中流动负债 360.32 亿元，占比为 82.19%，较 2017 年底进一步提升。截至 2018 年 3 月底，公司调整后全部债务 339.66 亿元，其中短期债务占比提升 3.10 个百分点至 70.49%。从债务指标看，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 48.96%、76.48%和 81.76%，分别较 2017 年底提升 0.13 个、1.95 个和 1.34 个百分点。

整体看，近年来，公司主业经营亏损，大幅侵蚀权益规模；跟踪期内债务负担小幅下降，但仍处于较重水平；公司债务结构有待持续优化。

2. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 226.63 亿元，同比增长 31.41%；营业成本 177.11 亿元，2017 年公司营业利润率提升至 20.35%。

近三年，公司期间费用变动下降，2017 年为 51.59 亿元，同比略有上升，主要来自管理费用与销售费用的增加；2017 年，公司资产减值损失 2.62 亿元，获得投资收益 1.86 亿元。公司营业外收入 3.58 亿元。

近年来，公司投资收益和营业外收入对利润贡献很大，2017 年，公司营业利润为-0.70 亿元，利润总额为 2.40 亿元。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 37.03 亿元，受一季度为水泥销售淡季影响，公司营业利润率较 2017 年下降至 14.47%。公司实现利润总额-6.55 亿元。

总体看，近年来公司非经常性损益和营业外收入对利润总额贡献较大。2017 年公司经营性业务的扭亏依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。

3. 现金流及保障

经营活动方面，近三年，公司销售商品、提供劳务收到的现金不断增长，2017 年为 196.66 亿元，现金收入比为 86.91%，同比有所下降；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金大幅提升，2017 年为 26.86 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，2017 年公司经营活动现金流入量为 225.94 亿元。2017 年，支付其他与经营活动有关的现金 28.05 亿元，主要是各公司费用性支出（包含管理费用中的固定资产修理费）、职工薪酬和往来款等，经营活动现金流量净额为 30.47 亿元。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 19.69 亿元，其中收回投资收到的现金 7.01 亿元，处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 2.30 亿元。2017 年公司投资活动现金净流入 7.49 亿元。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入 297.66 亿元，其中取得借款收到现金 264.88 亿元。同期，公司筹资活动现金流出 328.77 亿元，主要用于偿还债务本息。公司筹资活动现金流量净额为-31.11 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 51.95 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 38.97 亿元；同期，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金净流量分别为 0.19 亿元、-2.56 亿元和-10.00 亿元。公司筹资活动现金流入主要来自银行借款，流出主要用于偿还债务本息，跟踪期内，公司筹资活动呈现净流出。

总体来看，2017 年以来，公司现金流状况有所改善，但偿债方面仍面临较大资金压力。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率均有所下降，2017年底分别为60.60%和45.31%，仍处于较低水平；截至2018年3月底，上述指标分别为56.86%和41.25%，均较2017年底有所下降。2017年，公司经营现金流动负债比为8.60%，同比提升0.01个百分点。公司仍存在较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司EBITDA波动增长，分别为12.30亿元、37.44亿元和25.06亿元；EBITDA利息倍数不断增长，分别为0.44倍、1.53倍和2.28倍；全部债务/EBITDA波动下降，分别为31.51倍、8.19倍和13.42倍。公司整体偿债能力偏弱。

截至2017年底，公司本部获得银行授信额度总额为134亿元，尚未使用的授信额度为30亿元；截至2017年底，公司控股上市公司冀东水泥和冀东装备，具备直接融资渠道。

截至2017年底，公司子公司冀东水泥对关联方鞍山冀东水泥有限责任公司按出资比例进行担保，担保余额0.52亿元。鞍山冀东水泥有限责任公司目前经营管理活动正常，公司或有负债风险不大。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（银行版）（机构信用代码为G10130208000332008），截至2018年3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。

6. 抗风险能力

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

十一、债券偿还能力

“15冀发展MTN001”发行额度30亿元，2015~2017年，公司EBITDA对“15冀发展MTN001”的保障倍数分别为0.41倍、1.25倍和1.44倍；经营活动产生的现金流入量对“15冀发展MTN001”的保障倍数分别为5.53倍、6.13倍和7.53倍；经营活动净现金流对“15冀发展MTN001”的保障倍数分别为0.43倍、0.88倍和1.02倍。总体来看，公司经营活动现金流入量对“15冀发展MTN001”的保障能力强。

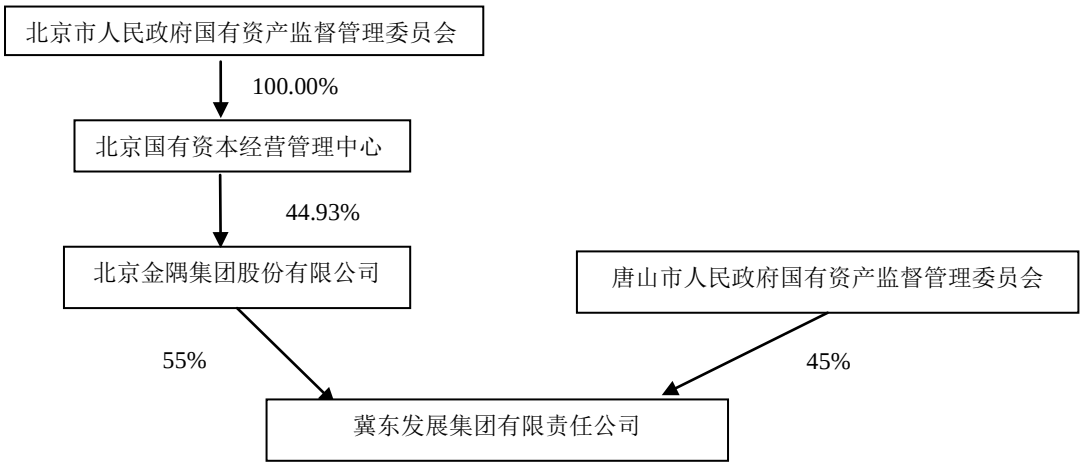
跟踪期内，公司主营业务仍处于亏损状态，2017年，公司未向股东进行分红，公司下属上市子公司冀东水泥和冀东装备均未向全体股东进行分红、利润分配、资本公积转增股本。

联合资信将密切关注冀东水泥与金隅集团共同出资组建合资公司进展事项，以及本次事项对“15冀发展MTN001”偿债能力的影响。

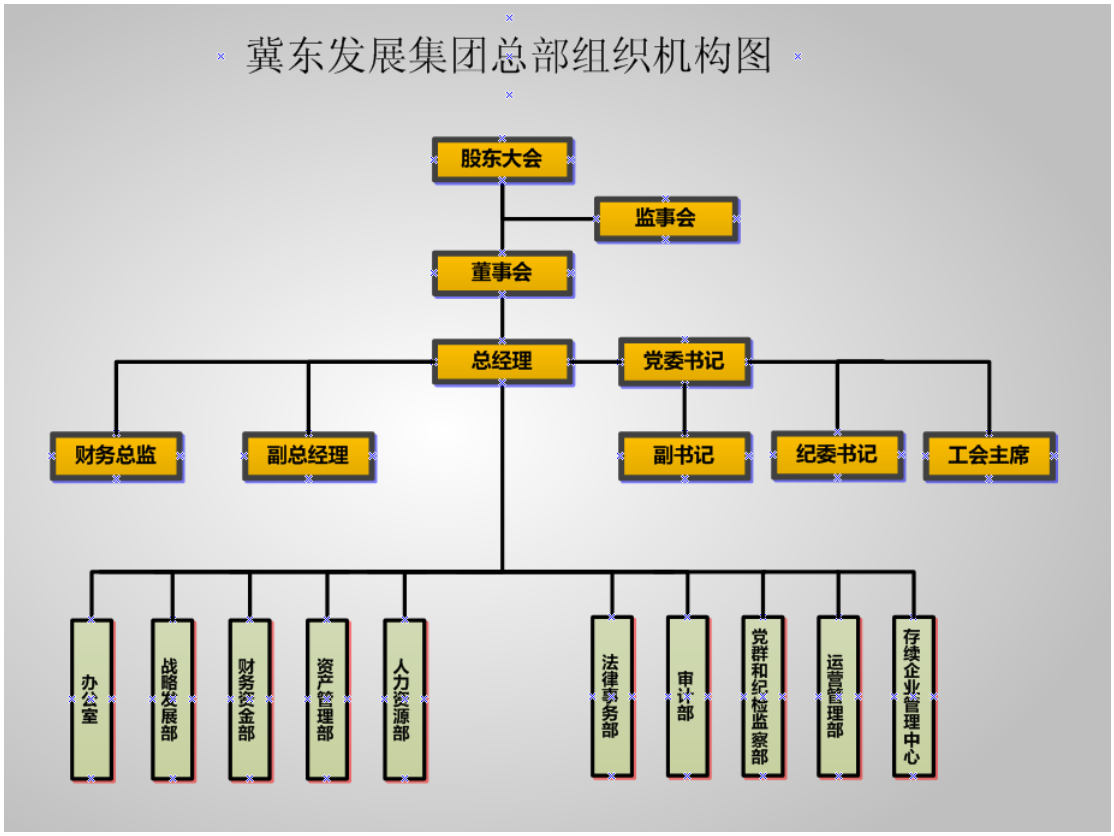
十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并将“15冀发展 MTN001”的信用等级由 AA^-调整为AA。

附件1-1　公司股权结构图



附件1-2　公司组织结构图



附件 2　公司主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	78.87	80.79	90.61	81.43
资产总额(亿元)	596.54	598.48	586.63	572.87
所有者权益(亿元)	104.30	147.17	114.88	104.47
短期债务(亿元)	279.06	219.91	226.57	239.44
长期债务(亿元)	159.79	163.18	109.62	100.22
全部债务(亿元)	438.85	383.09	336.19	339.66
营业收入(亿元)	179.98	172.47	226.63	37.03
利润总额(亿元)	-41.29	-12.48	2.40	-6.55
EBITDA(亿元)	12.30	37.44	43.09	--
经营性净现金流(亿元)	12.89	26.51	30.47	0.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.44	3.00	3.64	--
存货周转次数(次)	3.50	3.10	3.53	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.29	0.38	--
现金收入比(%)	74.71	101.01	86.91	105.26
营业利润率(%)	8.94	18.40	20.35	14.47
总资本收益率(%)	-3.42	1.68	3.64	--
净资产收益率(%)	-43.42	-9.83	-0.35	--
长期债务资本化比率(%)	68.26	58.21	48.83	48.96
全部债务资本化比率(%)	85.52	76.58	74.53	76.48
资产负债率(%)	87.54	80.42	80.42	81.76
流动比率(%)	59.35	70.69	60.60	56.86
速动比率(%)	47.07	55.77	45.31	41.25
经营现金流动负债比(%)	3.65	8.58	8.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.44	1.53	2.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	35.67	10.23	7.80	--

注：1、2016 年，公司部分会计政策与会计估计变更，对前期差错予以更正，并对 2015 年年末和年初资产负债表数据、2015 年利润表数据进行重述，本报告采用重述后的财务数据进行分析；

2、2018 年 1~3 月财务数据未经审计；

3、所有者权益中包含 30 亿元永续中票“15 冀发展 MTN001”；

4、调整后的债务指标中，将长期应付款调整至长期债务、其他权益工具中的永续中票由所有者权益中剔除，调整至长期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据+短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。