

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 2202 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为负面，维持“15冀水泥CP001” A-1的信用等级。


联合资信评估有限公司
二零一五年十月二十一日

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>

唐山冀东水泥股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
15 冀水泥 CP001	10 亿元	2015/07/30~ 2016/07/30	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 10 月 21 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
现金类资产(亿元)	47.05	48.43	48.42	53.21
资产总额(亿元)	415.04	430.94	440.54	458.22
所有者权益(亿元)	133.66	139.00	134.37	138.73
短期债务(亿元)	95.33	103.41	158.27	176.95
全部债务(亿元)	237.89	249.21	263.76	270.30
营业收入(亿元)	146.13	157.11	156.65	51.12
利润总额(亿元)	2.27	4.44	-1.79	0.81
EBITDA(亿元)	31.27	39.82	36.00	--
经营性净现金流(亿元)	9.56	12.15	22.53	0.33
营业利润率(%)	23.05	24.89	20.44	10.51
净资产收益率(%)	1.03	1.43	-2.07	--
资产负债率(%)	67.80	67.75	69.50	69.72
全部债务资本化比率(%)	64.03	64.19	66.25	66.08
流动比率(%)	73.57	68.77	52.65	53.58
全部债务/EBITDA(倍)	7.61	6.26	7.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.61	2.27	--
经营现金流流动负债比(%)	7.02	8.51	11.40	--

注: 1、公司将 2013 年至今发行的短期融资券计入其他流动负债科目, 本报告将其调整至短期债务;
2、长期应付款全部为应付融资租赁款, 本报告将长期应付款调整至长期债务;
3、2015 年上半年财务数据未经审计。

分析师

刘秀秀 赵传第

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

唐山冀东水泥股份有限公司(以下简称“公司”)作为国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业, 2014 年水泥产销量同比有所增长以及 2015 年上半年公司处置陕西秦岭水泥(集团)股份有限公司股权获得较大规模非经常性损益。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到跟踪期内水泥行业景气度下滑、2015 年以来水泥产品量价齐跌导致公司亏损加剧、债务规模持续增长且短期偿付压力加大、期间费用对利润水平侵蚀大等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

随着“一带一路”、京津冀一体化、冬奥会筹办等基建项目的逐步开展, 有助于提升改善公司水泥产品需求。但水泥行业整体供需关系仍有待改善, 基建项目投资落地尚需时间, 房地产投资难以迅速回暖, 区域竞争仍然激烈, 公司经营压力仍然较大, 短期内盈利大幅改善可能性较低。

公司经营活动现金流入量和现金类资产对“15 冀水泥 CP001”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, 评级展望为负面, 并维持“15 冀水泥 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司是国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业之一, 能够在项目核准、信贷投放等方面获得优先支持。
2. 公司产量位居全国前列, 其市场覆盖京津唐、吉林、内蒙古、陕西、山西、渝川、辽宁等省市, 部分区域市场占有率高, 区域及规模优势明显。

关注

1. 跟踪期内, 受宏观经济疲软、房地产投资增速放缓影响, 水泥需求增速下滑, 行业

景气度低迷。

2. 受公司区域内水泥市场供需失衡影响，2014 年公司利润总额为负；2015 年上半年水泥产品价格低位徘徊，期间费用增长幅度较快对公司盈利形成不利影响。
3. 跟踪期内，公司债务规模上升，债务负担持续加重；短期债务占比较高，债务结构有待优化。

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）与唐山冀东水泥股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与唐山冀东水泥股份有限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，未因唐山冀东水泥股份有限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唐山冀东水泥股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司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相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

唐山冀东水泥股份有限公司(以下简称“公司”或“冀东水泥”)的前身是成立于1981年的河北省冀东水泥厂,1994年5月,由冀东发展集团有限责任公司(以下简称“冀东集团”)作为独家发起人,以定向募集方式设立组建为股份制企业,设立时的注册资本为32360万元。1996年5月30日,公司发行社会公众股6000.00万股(A股),发行后注册资本变更为40000.00万元。1996年6月公司在深圳证券交易所挂牌上市,股票简称“冀东水泥”,证券代码“000401”。

经数次配股、资本公积转增股本及非公开发行股票,截至2015年6月底,公司总股本为1347522914股,控股股东冀东集团持股比例为37.06%,2015年9月24和25日,冀东集团通过定向资产管理计划增持公司股份,增持后,冀东集团持股37.48%,公司最终控制人为唐山市人民政府国有资产监督管理委员会(附件1-1)。

公司是中国大型水泥骨干企业之一,主营业务为水泥的生产和销售。截至2015年6月底,公司设有审计部、董事会秘书室、设备管理部、总经理办公室、市场战略部、法律事务部、生产技术中心、财务管理部、人力资源部、战略发展规划部、内控部、信息化部、监察部、预算管理部共14个职能部门(附件1-2)。

截至2014年底,公司合并资产总额440.54亿元,所有者权益(含少数股东权益)16.44亿元)134.37亿元。2014年公司实现营业收入156.65亿元,利润总额-1.79亿元。

截至2015年6月底,公司合并资产总额

458.22亿元,所有者权益(含少数股东权益14.65亿元)138.73亿元。2015年1~6月公司实现营业收入51.12亿元,利润总额0.81亿元。

公司注册地址:河北省唐山市丰润区林荫路;法定代表人:张增光。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

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

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年增加11140亿元,增长8.6%。其中,中央一般公共预算收入64490亿元,比上年增加4292亿元,增长7.1%;地方一般公共预算收入(本

级) 75860 亿元, 比上年增长 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, 比上年增长 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增长 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增长 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

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。水泥产销率维持在 98% 以上, 其中, 2012~2014 年分别为 98.97%、98.97% 和 98.82%。

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 24.2 亿吨, 同比增长 10.55%, 增速比 2012 年提升 4.69 个百分点; 销量 23.89 亿吨, 同比增长 10.54%。

2014 年全年水泥产量为 24.76 亿吨, 同比增长 1.8%, 增速显著放缓, 是自 1991 年以来的历史最低增速; 2014 年, 全国累计销售水泥 24.47 亿吨, 较 2013 年增长 2.43%。

从中国水泥的消费需求结构来看, 基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位, 分别约占水泥市场需求的 30% 和 25%。2012 年以来, 中国固定资产投资增速有所下降, 经济增速放缓, 建筑业施工和新开工面积增速有所下降, 中国水泥需求出现阶段性转弱。

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

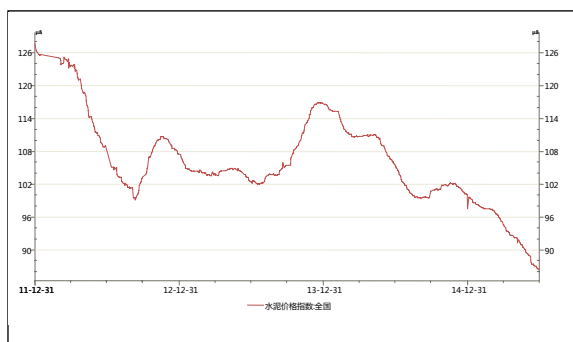
产能 1.6 亿吨明显回落；全国水泥行业固定资产投资完成 1421 亿元，同比继续下滑 6.5%。2014 年全国水泥投资完成 1080 亿元，同比下降 19%，是继 2011 年的大幅下滑后，水泥投资连续 4 年下降。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。据中国水泥协会统计，2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨，累计产能比上年增长 4%；但由于 2014 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。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的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。

图 1 2012~2015 年 6 月底全国水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

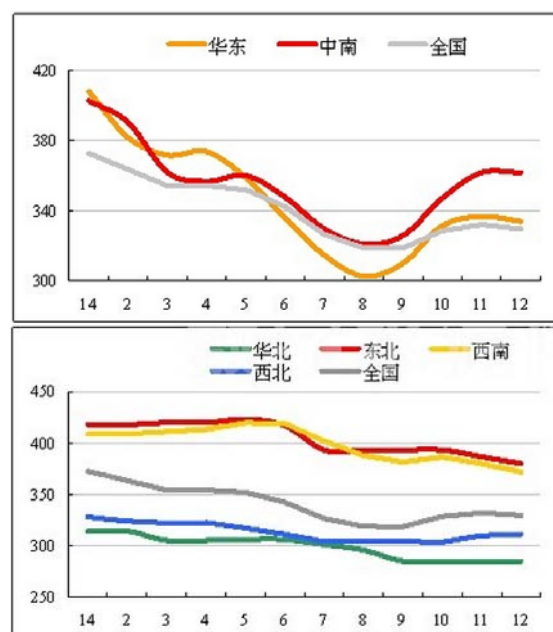
2012 年在全国经济形势低迷的影响下，水泥价格不断下滑，到三季度前期全国水泥价格已处于行业平均价格最低水平；8 月底开始，主要由于建筑施工工期加紧带动水泥需求回升，水泥行业市场行情好转，全国平均水泥价

格开始上扬；四季度，受天气等因素影响施工放缓，水泥需求逐渐由强转弱，水泥价格先升后降。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

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，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。

图 2 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势
(单位：元/吨)



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区 2014 年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤

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

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

行业经济效益

2012年，在宏观经济整体下行的影响下，全国固定资产投资及房地产投资增速纷纷回落，需求放缓对水泥生产造成了一定程度的影响。2013年房地产和基础设施建设投资增速双双回升，全年保持稳定增长，拉动了全国水泥需求的60%左右，在此带动下，2013年在全国水泥供需格局改善和行业有序竞争下，行业景气度提升，水泥量价齐升，尤其是从三四季度水泥价格上涨，全行业取得了可观的经济效益。2013年全年实现销售收入9695.69亿元，同比增长8.62%，而2012年仅增长0.06%；取得利润总额765.54亿元，同比增长约16.4%，远远高于2012年同期水平，创历史第二高水平，利润总额仅次于2011年的1019.66亿元，其中不能忽视的是2013年煤炭成本的下降为行业创造了一定的利润空间。但水泥行业效益

区域分化明显，整体表现出南高北低的特点。利润下降的区域主要位居华北、东北和西北的新疆等地区，这些地区利润下降主要是由于下游需求不足，产能增长继续恶化，导致产能过剩加剧，价格低迷。

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

从区域来看，盈利水平南北分化愈加明显。盈利能力南部强于北部，华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势。然而，华北、东北和西北三个地区区域景气度差，产能过剩、需求负增，产品价格降幅大，利润比去年有较大幅度的下滑。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1~6月，中国固定资产投资、房地产投资增速双双大幅回落，分别为11.40%和4.60%，增速分别较2014年下降4.3和5.9个百分点，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，投资失速致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧；此外，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，在中国水泥协会的引导下，从南到北实施了大面积的错峰停产措施。2015年1~6月，水泥市场累计产量10.77亿吨，同比累计下滑5.3%，是本世纪以来首次半年出现负增长的年份；同期，水泥累计销量10.56亿吨，产销率为98.60%。公司水泥产能布局的主要区域华北、西北和东北地区产量分别同比下降14.17%、10.82%和20.52%。

需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩，市场竞争日益激烈。同时，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，近半年，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015年6月降至87.80；同期，全国水泥均价降至285.62元/吨，同比下降12.32%。从区域来看，华北、西北、东北依旧亏损，西南、华东、中南同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华

东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。水泥市场量价齐跌，企业亏损加大。2015年1~6月，我国水泥行业累计实现收入4144.67亿元，同比下滑9.33%；累计实现利润仅为132.65亿元，同比大幅下滑61.45%。

需求低迷是造成2015年上半年水泥行业盈利下滑的最大因素。2015年下半年，经济下行压力仍然较大，“稳增长”预期有望持续强化；尽管前期房地产政策有所放松，其短期对投资拉动效应不明显，预计全年需求仍难有大幅回升；未来水泥行业“稳增长”将主要由包括铁路投资、地下综合管廊建设和冬奥会基础设施投资建设等固定资产投资拉动。

（2）竞争格局

从全国范围来看，近年来，由于新建产能受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式，中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范，在一定程度上解决了企业产能盲目扩张，价格无序竞争等问题。中国水泥产业集中度较低，全国前十大生产厂商市场占有率不到20%，但随着大型水泥企业兼并重组的推进，行业集中度在逐步提升。

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

表1 截至2014年底全国水泥企业熟料产能排名（单位：万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	29986.3	11	天瑞水泥	3270.5
2	海螺水泥	17877.7	12	亚洲水泥	2867.5
3	中材集团	8794.7	13	拉法基瑞安	2300.0
4	冀东水泥	7030.8	14	亚泰水泥	1937.5
5	华润水泥	5849.7	15	尧柏水泥	1798.0
6	台泥水泥	5446.7	16	青松建化	1627.5
7	山水集团	5328.9	17	云南昆泥	1608.9
8	华新水泥	4417.5	18	葛洲坝水泥	1413.6
9	红狮水泥	3534.0	19	金圆水泥	1410.5

10	北京金隅	3366.6	20	江西万年青	1333.0
----	------	--------	----	-------	--------

资料来源：中国水泥网

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

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

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差

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

表 2 水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	中国建材（子公司北方水泥、滨州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，CRH	振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。
西北	中材集团（子公司赛马实业、天山股份、祁连山水泥）、冀东水泥、西部水泥	受益于西部大开发，此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。
华东	中国建材（子公司南方水泥和中联水泥）、海螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，区域集中度高，是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、鱼峰	竞争激烈，整合趋势明显，已步入成熟市场。
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞水泥、同力、葛洲坝等	得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段。
西南	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基等	除中国建材、拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高。

资料来源：数字水泥网

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

力推进的去产能政策，预计未来全国水泥产能重心将逐步向西移动。

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

（3）上下游分析

上游原材料

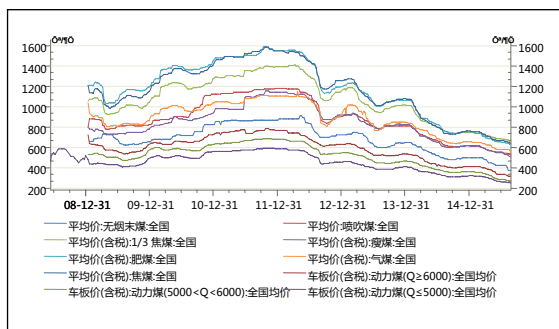
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响

也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

煤炭

近年来，煤炭价格变动剧烈。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12月31日环渤海动力煤价为525元/吨，较2013年底下降16.80%。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
(单位：元/吨)



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30%的用电。

下游需求

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，工业、农业生产建设以及公共事业分别各占水泥市场需求的15%。因此，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量。

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业，2013年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为9.35万亿元，同比增长21.18%，较2012年提高7.46个百分点；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。2013年，全国房地产开发投资8.60万亿元，比上年名义增长19.8%（扣除价格因素实际增长19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。2014年全国房地产开发投资9.50万亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速较2013年显著放缓，增速为近10年来的最低值；其中住宅投资增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，比上年下降10.7%，其中住宅新开工面积下降14.4%。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。

根据国家统计局公布的数据显示，2014年全国水泥产量仅增长1.8%，状况低迷，为近24年新低；同时由于行业新增产能的不断投放及全面的产能过剩，以及下游房地产新开工项目增量不足，水泥行业供给端压力增大，造成水泥价格的持续低迷。

（4）行业政策和关注

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

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

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

2014年9月1日，发改委、财政部、环保部就调整排污费征收标准等问题发布通知，要求2015年底前水泥等行业严格核定排污费。具体内容包括：调整排污费征收标准，促进企业治污减排；加强污染物在线监测，提高排污费收缴率；实行差别收费政策，建立约束激励机制；加强环境执法检查，主动接受社会监督等。

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

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

（5）行业发展

根据2014年底召开的中央经济工作会议精神，2015年投资将进入新常态，投资驱动的经济增长模式发生变化，投向将更加精细化，而不再强调过高的增长速度。投资将转向城市改造、基建投资重点突出在中西部铁路与城市轨道交通。分结构来看，基建投资维持高位并有上行趋势，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。

随着《京津冀协同发展规划纲要》的落地，京津冀协同发展各项工作已经进入集中攻坚、重点突破、全面落实的关键阶段。推动京津冀协同发展，交通具有基础性、先导性作用。随着2022年北京冬奥会基础设施建设的后续逐步推进，华北地区水泥市场需求有望逐步回暖。此外，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，均对房地产行业未来发展形成一定支撑，进而有利于水泥行业的逐步回暖。

长期看，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有望得到缓解，为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。但是未来相当一段时间内，北方地区水泥行业供需关系难以得到根本改善，基建项目投资落地尚需时间，房地产投资难以迅速回暖，水泥行业盈利形势面临较大的短期压力。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。

2. 区域环境

公司主要销售的京津唐地区是中国“十一五”以来重点发展的区域，其中天津滨海新区、曹妃甸循环经济示范区、南堡开发区等国家重点开发区均处于公司合理的销售半径内，区域

经济发展潜力巨大、水泥需求旺盛，公司区位优势明显。

在区域竞争方面，公司业务区域主要集中在华北地区，公司在该区域的主要竞争对手为北京金隅股份有限公司。华北地区 2012~2014 年水泥产量分别为 2.51 亿吨、2.59 亿吨和 2.31 亿吨，分别占全国的 11.47%、10.73%和 9.33%。华北地区的行业集中度较高，冀东水泥占整个华北地区 22%左右的市场份额，金隅水泥占 17%左右的市场份额。公司在北京、天津和唐山的市场份额分别为 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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为A股上市公司，截至2015年6月底，公司总股本为1347522914股，控股股东冀东集团持股比例为37.06%；2015年9月24和25日，冀东集团通过定向资产管理计划增持公司股份，增持后，冀东集团持股37.48%，公司最终控制人为唐山市人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模和竞争实力

公司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。自设立以来，公司实施“区域领先”战略，在进入的区域市场做大做强，通过占据较高的市场份额主导当地水泥市场。公司已从一个区域的单体生产企业快速发展成为区域市场连片、横跨西北-华北-东北市场、纵延产业链、居中国水泥行业前列的大型水泥企业集团。截至 2015 年 6 月底，公司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；公司具备年产 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。

公司“盾石”品牌是中国建材行业著名品牌之一，2005 年被国家工商总局评定为“中国驰名商标”。公司以著名的“盾石”牌硅酸盐水泥为主导产品，三个系列的产品包括中标、英标、美标等通用硅酸盐水泥，道路、油井、博格板超早强等专用水泥，中热/低热、抗硫酸盐等特种水泥。公司在全国同行业率先通过了 CQBM 产品质量认证、ISO9001 质量体系认证、ISO14001 环境体系认证和 HSAS18001 职业安全卫生体系认证、国内首批水泥免检产品认定。公司产品遍布中国华北、东北、西北、湖南、渝川等地区，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应用了“盾石”牌水泥。

公司拥有 24 项石灰石矿采矿权，截至 2015 年 6 月底，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。

总体来看，公司区位优势资源和资源优势明显，在区域市场占有率较高，整体竞争实力较强。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员包括董事长（1 人）、总经理（1 人）、副总经理（3 人）、财务总监（1 人）及董事会秘书（1 人）共 7 人，均有丰富的水泥行业从业经验，对水泥行业的整体状况和公司的运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长张增光先生，1959 年出生，工程硕士，河北省冀东水泥厂建设初期即进入企业，2005 年 5 月至今任公司董事长，近几年带领公司取得了快速的发展。

公司总经理于九洲先生，1958 年出生，毕业于美国伊利诺依大学，工商管理硕士；1982

年加入河北省冀东水泥厂，2009年10月至2011年5月任陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司董事，2011年5月至今任秦岭水泥董事长，2005年5月至今任公司副董事长、总经理。

2015年4月，公司独立董事郑洪涛先生任期连续满六年，提交辞职申请；2015年6月起，柴朝明先生担任公司独立董事，公司独立董事仍由3人组成，符合公司章程规定。2015年7月，公司董事张学刚先生因个人原因申请辞去董事职务，根据公司章程，张学刚先生辞职未导致公司董事会成员人数低于法定最低人数。

截至2015年6月底，公司在职（在岗）员工19515人，岗位方面看，生产人员占49.83%，销售人员占4.37%，技术人员占36.61%，行政人员占6.39%，财务人员占2.80%；从文化程度看，本科及以上学历占13.30%，专科占22.77%，高中及以下占63.93%；年龄结构看，30岁及以下人员占29.18%，31-50岁人员占62.41%，51岁及以上人员占8.41%。

总体看，公司高层管理人员整体素质较高，具备多年的水泥行业生产和管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展，跟踪期内，公司董事人员有所变动，但整体来看对公司经营影响不大；公司员工岗位年龄等构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

4. 技术水平

公司为国内最早引进国际先进工艺技术全套新型干法水泥生产线的4家企业之一，并实现了最先投产。公司还首先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。从系统工艺及工艺装备来看，公司的原料、烧成系统基本达到国际先进水平，水泥粉磨系统部分达到国内、国际先进水平。

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36~38度，占水泥生产综合电耗的33%左右，可以实现良好的经济效益和环境效益。2009年公司成功研制并组织生产了深海固井油井水泥、道路硅酸盐水泥、中热硅酸盐水泥等特种水泥，填补了国内技术空白；公司开发的超早强水泥，已经用于京津城际铁路等多条重点建设铁路线的建设施工中。

公司生产过程的信息化走在行业内的前列，具体如下：

公司借助MES（制造执行）系统，实时采集各个工厂的数据，并将信息发布到各级管理层。通过该系统公司实现了技术资源的共享，能够对下属企业操作层面实时进行指导，有效突破了空间限制，提高了管控效率、控制了生产风险。

公司所有生产线均采用DCS（中央集中控制）系统，该系统减少了人员操作，生产控制更准确、及时，生产系统运行的可靠性大大提高；通过自动保护，避免了人为操作的滞后；有助于连续化生产，提高了生产效率。

公司开发了数字矿山系统，通过建立模型，能够实现智能配矿，最大限度地提高了矿山资源的利用率。目前公司已应用该系统的都是复杂矿山、品位低的矿山，其他矿山正在逐步推广。

公司的智能发运系统，通过流程化管理，减少人为因素，有助于防作弊，减少了损失；减少装错车的现象，提升发运效率的作用明显。

总体看，公司生产工艺先进，技术积累丰富，具有较强的技术竞争力。

5. 节能减排

公司坚持将环境保护作为企业可持续发展战略的重要内容，已有19家企业通过了ISO14001环境管理体系认证。通过引入完整的环境管理方法，完善细化管理内容，强化环境

意识、提高自我约束力，有效的提升了环境管理水平。

公司现有投资项目符合环保要求，项目可充分考虑环保设计和环保投入，严格履行环境影响评价制度和“三同时”制度。现有生产企业废气治理、噪声控制、废水处理等主要环保设施建设齐全、运行稳定，各项污染物达标排放。

2010年，冀东水泥所属唐山分公司清洁生产对标通过河北省环保厅验收，达到了国内清洁生产先进水平；2011年，公司投资5.96亿元进行高、低压电机节电技改，每年可节电24.63亿度。为响应国家降低氮排放含量的号召，公司在环保研发方面积极投入，目前所有生产线基本完成水泥窑氮氧化物减排工作。

截至2015年6月底，公司共投产纯低温余热发电机组40台（套），总装机容量352.50WM。2014年和2015年上半年，公司分别利用余热发电15.15亿度和6.77亿度，分别相当于节约标煤65.85万吨和23.70万吨，减少二氧化碳排放176.22万吨和62万吨；在氮氧化物减排方面，公司52条熟料生产线均已完成氮氧化物减排项目建设。

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。

6. 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之一，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》（冀政办函〔2008〕33号），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，得到在财税、土地、资金融通和行政服务方面的支持。

2012~2014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3.35亿元、4.46亿元和5.03亿元。2015年1~6月，公司获得政府补贴0.66亿元。

冀东集团下属的装备制造板块、商品混凝土板块、矿业板块以及房地产板块均可以为冀东水泥提供上下游相关服务、拓展销售渠道。

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和陕西冀东物流服务有限公司征得主管税务机关同意减按15%的税率缴纳企业所得税。

7. 资产重组

2014年4月29日，公司召开董事会审议通过了①购买陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司（以下简称“秦岭水泥”）全部资产（含负债）②同意秦岭水泥进行重大资产重组，包括向公司出售全部资产（含负债）和向中国再生资源开发有限公司（以下简称“中再生公司”）及其他关联方发行股份购买资产③公司以2.75元/股的价格将持有的1亿股秦岭水泥股份转让给中再生公司的议案。本次转让事项与秦岭水泥重大资产重组事项（包括重大资产出售和发

行股份购买资产)互为前提,同日生效。根据公司与秦岭水泥签署的《重大资产出售协议》,公司以人民币 2945 万元购买秦岭水泥全部资产(含负债),实施方式为秦岭水泥全资子公司冀东水泥铜川有限公司(以下简称“铜川公司”)承接秦岭水泥全部资产(含负债)、业务和员工,待重大资产重组方案获得批准后,铜川公司的股权连同秦岭水泥体内其他的资产(含负债)出售给冀东水泥。

2015 年 4 月 11 日,秦岭水泥收到中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)出具的《关于核准秦岭水泥重大资产重组及向中国再生资源开发有限公司等发行股份购买资产的批复》(证监许可[2015]491 号),秦岭水泥重大资产重组及发行股份购买资产事项获得中国证监会核准。

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

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

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

六、管理分析

1. 法人治理结构

冀东集团为公司控股股东,公司的实际控制人为唐山市人民政府国有资产监督管理委员会。公司在业务、人员、资产、机构和财务等

方面建立了独立的运作体系,公司董事会、监事会和高级管理层能按照各自的职责独立运作。

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规的要求,建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构,形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

股东大会是公司的最高权力机构,依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事、监事,审议批准年度财务决算方案,资源整合方案等。公司每年至少召开一次年度股东大会,在《公司法》及《公司章程》规定的情形下召开临时股东大会。股东大会确保所有股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。董事会是公司的决策机构,对股东大会负责。董事会严格按照《公司章程》及《董事会议事规则》等制度,在规定的职责范围内行使经营决策权,并负责公司内部控制体系的建立和监督,对公司内部控制制度的制定和有效执行负责。公司董事会由 9 名董事组成,其中 3 名为独立董事。董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会和提名委员会,并制定了相应的专业委员会工作细则,明确了各专业委员会的职责权限和工作程序。监事会是公司的监督机构,监事会由 3 名监事组成,其中 1 名为职工代表。监事会严格按照《公司章程》及《监事会议事规则》等制度履行对公司董事和高管的行为进行监督、检查公司财务、对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、向股东大会提出提案等职权。公司管理层行使执行权,总理由董事会聘任,向董事会负责,执行董事会决议,负责公司的日常经营管理工作。公司设总经理 1 名,副总经理 3 名,财务总监 1 名,董事会秘书 1 名,公司管理层负责内部控制具体制度的制定和有效执行。

公司董事会及管理层在不断完善公司治理结构的基础上,设置了各职能部门,组织结构

体系比较健全、完整。公司明确了各部门、层级的职责与权限，建立了监督与考核制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配，保证了董事会与管理层的决策得以顺利贯彻执行。

总体来看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理水平

财务管理方面，公司建立了资金结算中心，实现了对下属子、分公司的资金归集与监管、对公司票据的全面管理、对全公司信贷情况的掌控，强化了全公司的担保和融资管理；通过资金日报和大额资金周报对资金运行进行监控；资金支付采用三级审批程序，按照经公司权限领导审批后的付款申请通过网银或资金管理系统进行多级复核支付；资金计划方面，每月由各职能部门提前上报资金计划需求，月内按确定的计划金额进行收、付款控制。

全面预算管理方面，公司将全面预算管理列为企业管理的重要内容，提出“以全面预算管理为主线”的理念，实现了过程控制流程化、预算体系模板化、预算指标统一化、预算平台一体化。公司正在逐步建立三级预算管理模式，尤其强化在车间、班组及关键岗位有效开展预算工作。通过推进全面预算管理工作，建立科学的生产经营管理模式，使公司将关注重点从“重视经营成果”转变到“重视经营过程”，从“强调事后分析”转变到“强调事前和事中控制”，公司管理水平不断提升。

安全管理方面，公司建立起了六大安全管理体系，一是各级安全生产责任落实体系，由原来的上级要求变成了主动安全承诺，提升安全生产职责履行的自觉性；二是组织保障体系，建立起了“总部安全监察、大区安全监管、企业安全管理”三级管控体系，配备了专职的安全管理岗位；三是安全生产制度体系，制定了涵盖生产经营全过程和全体职工的安全生产规章制度和操作规程；四是安全生产教育培训体系，

安全生产管理人员和特种作业人员需要考核合格后持证上岗，实施新职工三级安全教育和班组长安全教育，强化转岗安全教育，并坚持全体职工每月4小时安全再教育；五是安全监督检查体系，通过三级现场检查和建立安全信息报送制度，落实检查责任和逐级上报路径，对检查发现的安全隐患限期整改，对重大安全隐患由公司总部挂牌督办；六是安全评审考核体系，对于安全事故考核，制定了《安全生产违规处罚办法》，落实相应的经济处罚、行政处分和“一票否决”；对各企业人员安全素质、安全基础管理、生产现场管理三大项22个小项进行综合评审，考核结果纳入各企业管理者年薪绩效考核的范围。

产品质量管理方面，公司建立了严格的产品质量控制和检验制度，为加强对各大区各子公司的质量管控，在各大区设路质量总监，建立起了“总部—大区—子公司”的质量三级管理架构；依据《质量管理检查指导实施办法》，对所有在线运行水泥（熟料）企业进行了质量基础管理现场检查指导，通过现场检查，发现问题，提出整改建议并督导落实；建立从进厂原材料到出厂水泥各工艺环节的质量控制模板，将质量控制的要求落实到操作层面；组织各类业务培训，提高质量管理人员综合业务素质和技能，确保质量管理人员的胜任能力。

投资管理方面，公司建立了一套投资风险控制机制，主要措施包括：投资计划以企业发展战略为导向，确定投资规模，权衡收益与风险，并“突出主业，多业并举”，选择并购目标；投资计划拟定综合考虑自有资金情况、融资能力、筹资成本。强化项目的论证和调研工作，每个项目确定之前，投资管理部组织项目调研考察，形成调研考察报告，经专业研讨会、总经理办公会讨论通过后，再提交董事会研究决策。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事水泥和熟料的生产和销售。近年来公司经营规模不断扩大，水泥产能从2007年的2500万吨/年扩张到2015年6月底的12528万吨/年。公司水泥和熟料销售收入是公司收入和利润的主要来源，2014年公司主营业务收入的比重分别为86.36%和9.51%。公司其他收入主要是干粉砂浆、水泥外加剂、水泥助磨剂等新型建筑材料等业务，由于所占比重不高，对公司收入和利润影响很小。

近三年，虽然公司生产规模不断扩大，但受行业景气度波动影响，公司水泥销售均价持续下跌，公司收入规模波动上升。2012~2014年，公司主营业务收入分别为145.59亿元、155.84亿元和155.82亿元。

2012年，全国固定资产投资增速放缓，水泥市场需求不足，产品价格同比有所下滑。同时公司产能持续扩张，虽水泥及熟料产量略有增长但整体利用率有所下降。综合因素影响下，2012年公司收入规模同比有所下降，主营业务毛利率下滑至23.58%。

2013年上半年，公司产能扩张的同时，行业景气度低位运行，其产能利用率有所下降，单位成本有所上升，在受价格下滑挤压下，公司利润空间同比有所收窄。2013年下半年，随着下游基础设施建设和建筑行业市场需求的提振，以及受水泥环保要求影响，京津冀地区部分水泥企业停产使得公司市场占有率有所提高，公司水泥、熟料产能得以释放。在公司水泥和熟料产销量增长的带动下，2013年公司实现营业收入155.84亿元，同比增长7.51%；主营业务毛利率为25.29%，同比提高1.71个百分点，主要得益于煤炭价格的显著下滑和公司节能降耗带来的单位产品成本的降低。

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年公司实现主营业务收入155.82亿元，同比基本持平。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低幅度更大，公司2014年综合毛利率为20.76%，同比下降4.53个百分点。

2015年1~6月，受固定资产投资和房地产投资增速大幅下滑影响，水泥行业需求低迷，受新增产能释放投产影响，南方地区水泥盈利收窄，煤价持续下跌为北方地区水泥价格进一步下降腾出空间，公司所处北方地区市场竞争尤其激烈，公司整体水泥销售价格较同期下降10.1%，销量同比下降18.49%，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幅。2015年1~6月，公司实现主营业务收入50.67亿元，同比下降27.95%，主要是由于公司主要所在区域需求量下降及竞争激烈所致；其中水泥收入44.04亿元，熟料收入4.50亿元，收入规模大幅下降。毛利率方面，各产品毛利率水平同比大幅下降，其中，熟料毛利率大幅降至-8.86%；由于公司水泥销售量价齐降，导致固定成本分摊上升，公司整体毛利率降至10.88%，同比下滑7.51个百分点。

表3 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 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	125.92	86.49	24.56	135.24	86.78	27.01	134.56	86.36	21.95	44.04	86.92	12.76
熟料	12.79	8.78	17.75	14.56	9.34	12.70	14.82	9.51	7.76	4.50	8.88	-8.86
混凝土	0.02	0.01	-5.50	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他	6.86	4.72	16.53	6.04	3.88	17.22	6.44	4.13	25.86	2.13	4.20	13.88
合计	145.59	100.00	23.58	155.84	100.00	25.29	155.82	100.00	20.76	50.67	100.00	10.88

资料来源：公司提供

原材料采购

公司的石灰石主要来自于自备矿山；天然石膏或改性石膏及煤炭依靠外购；煤炭、电力、脱硫石膏在制造成本中占比较大，合计超过产品成本的 60%以上。

2013 年以来，煤炭价格持续下降；同时，公司通过集中采购，与国内外大型煤炭供应商建立战略合作关系，进一步控制煤炭采购价格，降低水泥产品成本；2013 年和 2014 年，煤炭采购量随公司产量的增加而有所增长，2015 年 1~6 月，由于水泥产销量同比下滑，煤炭采购量仅为 2014 年全年的 32.23%。公司煤炭采购款结算方式一般为到货当月挂账，次月付款。

表4 公司原材料采购数据

原料	项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
煤炭	采购量(万吨)	748	816	263
	采购均价(元/吨)	502	448	353
电力	外购用电量(亿千瓦时)	43	43	14
	采购均价(元/千瓦时)	0.55	0.54	0.57

资料来源：公司提供

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

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 1~6 月，公司累计发电量 6.77 亿千瓦时，公司利用余热发电成本约为 0.14 元/度，远低于外购平均价。

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

产品生产

截至 2015 年 6 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。公司主要生产区域仍然为冀东大区、内蒙大区、陕西大区、冀中南大区和东北大区等。

表5 截至 2015 年 6 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
内蒙大区	2111	1103
陕西大区	1976	1345
冀中南大区	1414	986
东北大区	1294	638
渝川大区	901	545
山西大区	824	505
滨海大区	380	239
湖南地区	268	166
合计	12528	7483

资料来源：公司提供

从产能利用率情况来看，2012~2014 年，公司水泥产能利用率不断提升，但仍处于较低水平，分别为 51.15%、55.55% 和 57.81%，熟料产能利用率同趋势变动，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。公司高速发展阶段产能大额增加，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，运转率较正常水平低；②公司一部分产能生产熟料，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。

从产品结构来看，公司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，复合硅酸盐水泥的产量占比有所上升，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。公司主要产品 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，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。首都国际机场、津秦客运专线、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 1~6 月，受于水泥行业需求低迷、产能过剩压力大等因素影响，二季度公司水泥产销量出现“旺季不旺”局面，2015 年上半年，公司水泥产销量分别为 2616 万吨和 2627 万吨，同比分别下滑 19.95%和 18.49%；熟料产销量分别为 2164 万吨和 490 万吨，同比分别下滑 24.65%和 22.22%。

表 6 公司产销情况（单位：万吨）

产品	产量			销量		
	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
水泥	6596	7242	2616	6618	7250	2627
熟料	5412	6107	2164	1175	1386	490

资料来源：公司提供

注：1、表中熟料销量统计为扣除满足公司内部水泥及商品混凝土生产所需量；

2、表中水泥及熟料的产销量数据包含公司联营及合营公司产销量。

产品销售

从销售区域来看，2014 年华北地区（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。2015 年 1~6 月，华北、东北、西北和其他地区销售收入占比分别为 61.43%、

11.60%、8.54%和 18.43%，较 2014 年变动不大，以华北地区为主，四个区域毛利率分别为 13.47%、14.64%、9.20%和 0.67%，同比分别均下滑 5.94、6.51、1.84 和 15.79 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。

在定价策略上，营销分公司有专门设置了

价格委员会，价格委员会包括营销分公司总经理、营销分公司总经理部成员、销售部部长及主管以上人员。价格委员会研究拟定营销分公司的水泥价格并对价格的执行状况进行监督审核。营销分公司价格委员会根据市场情况随时随水泥销售价格进行调整。在水泥产品定价能力方面，公司目前在唐山地区占据掌控地位，在天津地区及北京地区处于相对主导地位。但近年来，公司区域市场水泥需求不旺、市场竞争激烈，公司现有产能仍未得到充分利用，公司在所处区域内市场控制力度仍然不够强大，定价权较弱，始终不能改变水泥价格不断下降的趋势。公司产能主要布局的华北、西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%。

表7 公司主要产品售价

产品	平均售价（元/吨）			
	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
水泥	261	237	214	196
熟料	219	186	174	139

资料来源：公司提供

相比往年同期，2015年一季度全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；此外，2015年上半年，由于固定资产投资和房地产投资增速下滑，水泥需求大幅下滑，进而导致区域企业的价格竞争，致使水泥市场量价齐跌，而公司主要区域华北地区市场竞争更加激烈，进而导致价格的大幅下跌。2015年1~6月，公司水泥和熟料产品售价进一步分别下跌至196元/吨和139元/吨，公司主业盈利能力持续下滑。

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2014年底占比分别为49%、25%和26%；按合作情况分类，客户群体主要分直销客户与经销商，直销客户占64%，大部分采用现款结算，对个别合作时间长、信用良好的客

户或国家重点工程客户，给予一定的信用期或周转量，小部分采用赊销方式（约1-2月账期），经销商占比36%，全部为现款结算。近年来公司提高了销售收入中票据结算的比例，销售收入中票据结算约占50%。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，截至2014年底公司对其共计应收5.47亿元，占公司全部应收账款的32.42%；2014年，公司来自唐山冀东混凝土有限公司及其附属企业的营业收入为6.96亿元，占全部营业收入的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。2014年，公司前五大销售客户销售收入占比合计7.83%，2015年1~6月为8.40%，客户集中度不高。

2. 经营效率

2012~2014年，由于应收票据的波动增长和应收账款的不断增加，公司销售债权周转次数呈下滑趋势，三年加权平均数为5.41次，2014年为4.74次；随着存货规模波动下降，存货周转次数逐年增长，三年加权平均数为5.65次，2014年为6.00次。2012~2014年，公司总资产周转次数分别为0.37次、0.37次和0.36次。总体看，公司经营效率保持适宜水平。

3. 未来发展

根据水泥行业过剩的现状，公司未来将以提高产能利用率为主，新建水泥生产线项目少，未来投资支出规模较小。公司目前重大在建项目包括昌黎冀东水泥有限公司水泥矿渣立磨项目、唐山市鑫研建材有限公司年产100万吨矿渣粉生产线等水泥技改和砂石骨料项目，大部分工程处于建设尾声或完工过半，已投入金额占比较高。

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、北京地铁8号线和16号线、河北丰宁抽水蓄能电站等。

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、申冬奥成功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。虽然短期内公司通过转让秦岭股份股权以及相应会计科目调整后实现较大的投资收益，但是由于未来一段时间内，公司经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格及需求的支撑，政策拉动效应仍待检验，公司仍将面临较大的经营压力。

表8 截至2015年6月底公司主要在建生产项目情况（单位：万元、%）

项目名称	预算金额	账面余额	工程已投入占预算比例	工程进度
唐山市鑫研建材有限公司年产100万吨矿渣超细粉生产	15063.57	11056.07	73.40	73.40
昌黎冀东水泥有限公司昌黎公司水泥矿渣立磨项目	24300.00	12639.19	52.01	95.00
辽阳冀东恒盾矿业有限公司砂石骨料生产线	26845.25	24580.61	91.56	91.56
奎山广宗冀东水泥广宗县奎山冀东项目60万吨矿渣微粉及水泥中转站生产线	14000.00	13296.82	94.98	94.98
内蒙古冀东水泥有限责任公司矿山项目	16565.00	11225.07	67.76	80.00
合计	96773.82	72797.76	--	--

资料来源：根据公司2015年半年报整理

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年度财务报告已经信永中和会计师事务所有限责任公司审计，均出具了标准无保留审计意见。2015半年度财务报告未经审计。

2012年公司合并范围内新增唐山市鑫研建材有限公司、吴堡冀东特种水泥有限公司、山西冀东物流贸易有限公司、唐山冀东资源综合利用发展有限公司4家子公司，减少湘潭冀东水泥有限公司1家子公司。2013年公司合并范围内新增合并单位13家，其中，通过非同一控制下企业合并取得6家公司：昌黎冀东水泥有限公司、灵寿冀东水泥有限责任公司、易县鑫海矿业有限公司、易县炎岩建材有限责任公司、唐山冀东灰剑水泥有限公司、中国建筑材料北京散装水泥有限。新投资设立7家公司：灵寿冀东中山水泥有限公司、米脂冀东水泥有限公司、唐山海港冀东建材有限公司、阳泉冀东物流贸易有限公司、山东冀东胜潍建材有限公司、陕西冀东物流服务有限公司、唐县冀东

物流服务有限公司；对于上述通过非同一控制下企业合并取得6家公司，公司共计支付收购价款4.80亿元作为合并成本；上述新增13家合并单位期末净资产总额合计为9.47亿元，净利润为-0.65亿元。2014年公司合并范围内新增两家子公司，分别是同一控制下企业合并获得的子公司唐山冀水物业服务有限公司（持股100%，合并成本4.30亿元）以及投资成立吉林物流有限公司（持股100%）；同时，因吸收合并减少子公司易县炎岩建材有限责任公司一家。2015年上半年公司合并范围新增1家子公司：冀东水泥铜川有限公司，因注销、吸收合并、处置部分股权而丧失控制权减少3家子公司；截至2015年6月底，公司合并范围包含64家全资及控股子公司。近三年及一期公司合并范围的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440.54亿元，所有者权益（含少数股东权益16.44亿元）134.37亿元。2014年公司实现营业收入156.65亿元，利润总额-1.79亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额458.22亿元，所有者权益（含少数股东权益

14.65 亿元) 138.73 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 51.12 亿元,利润总额 0.81 亿元。

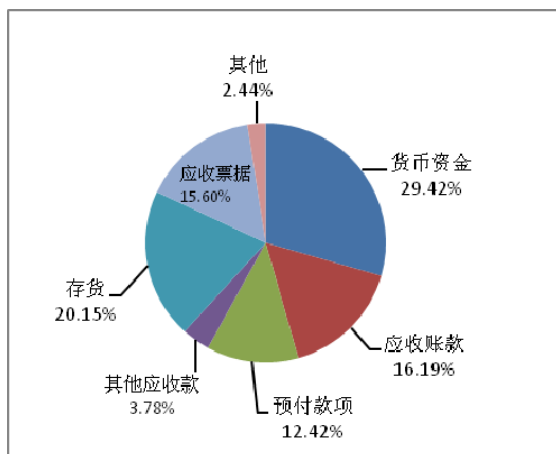
2. 资产质量

2012~2014 年,公司资产规模不断扩大,年均复合增长率为 3.03%。截至 2014 年底,公司合并资产总额 440.54 亿元,同比增长 2.23%;资产构成以非流动资产为主,截至 2014 年底流动资产合计占 23.63%,非流动资产合计占 76.37%,资产结构近三年变化不大。

流动资产

2012~2014 年,公司流动资产年复合增长 1.94%,主要来自应收票据及应收账款的增长。截至 2014 年底,公司流动资产合计 104.08 亿元,以货币资金(占比 29.42%)、应收账款(占比 16.19%)、应收票据(占比 15.60%)和存货(占比 20.15%)为主。

图4 2014年底公司流动资产构成



资料来源:根据公司审计报告整理

2012~2014 年,公司货币资金波动中有所下降,年均复合下降 4.04%。截至 2014 年底,公司货币资金为 30.62 亿元,同比增长 16.75%,其中银行存款占 89.54%,其他货币资金占 10.45%;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 2014 年底公司使用受限货币资金为 3.20 亿元。

近三年由于票据结算量的增加,公司应收票据波动中有所增长,年复合增长率达 10.80%。截至 2014 年底为 16.23 亿元,同比下

降 24.07%,全部为银行承兑汇票。截至 2014 年底,公司已质押的应收票据合计 2.00 亿元。

2012~2014 年,公司应收账款逐年快速增长,年均复合增长 33.90%。截至 2014 年底,公司应收账款账面余额为 19.36 亿元,受销售信用额度增加影响同比增长 40.13%,公司共计提坏账准备 2.51 亿元,计提比例为 12.99%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中,1 年以内的占 67.28%,1~2 年的占 12.91%,2~3 年的占 4.73%,3 年以上的占 15.08%。前五名欠款单位应收账款占应收账款总额的 36.58%,其中欠款第一位的是公司关联方唐山冀东混凝土有限公司及其附属企业,共计应收 5.47 亿元。2014 年,公司来自唐山冀东混凝土有限公司及其附属企业的营业收入为 6.96 亿元,占全部营业收入的 4.45%。

2012~2014 年,公司预付账款波动中有所下降,年复合降低 3.88%。截至 2014 年底,公司预付账款余额为 12.92 亿元,同比增长 9.02%;其中 1 年期以内占 43.08%,1 至 2 年占 12.38%,2 年以上占 44.54%。预付款项主要是按合同规定支付的材料、设备、工程预付款以及收购股权款。按预付对象归集的期末余额前五名的预付款占预付账款年末余额的比例为 49.64%。

2012~2014 年,公司存货小幅波动,年均复合下降 1.35%。截至 2014 年底,公司存货账面余额 21.28 亿元,同比增长 2.85%;其中 60.02%为煤炭等原材料、21.24%为在产品、18.66%为库存商品,构成方面较上年变化不大。公司存货按成本与可变现净值孰低原则计价,对可变现净值低于存货账面价值的库存商品计提了 0.30 亿元的存货跌价准备,占存货账面余额的 1.43%。

2012~2014 年,公司其他应收款分别为 5.00 亿元、4.09 亿元和 3.94 亿元,年均复合减少 11.28%。公司其他应收款主要由押金保证金、政府借款、资源综合利用退税等构成;受公司股权收购定金减少影响,2014 年公司其

他应收款规模有所减少。公司按账龄组合计提坏账的其他应收款中，1 年以内占比 58.29%，1~2 年占 22.84%，2 年以上占 18.87%；共计提 0.56 亿元的坏账准备，坏账计提比例为 12.50%。

非流动资产

近年来公司不断进行产能扩张，非流动资产保持稳定增长，近三年年均增长 3.37%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 336.46 亿元，同比增长 1.12%，非流动资产主要由固定资产（占 75.73%）、在建工程（占 4.63%）、长期股权投资（占 6.97%）和无形资产（占 8.45%）构成。

2012~2014 年，公司固定资产分别为 240.95 亿元、261.64 亿元和 254.80 亿元；随着在建项目陆续转入固定资产，公司固定资产净额波动中有所增长，年均复合增长 2.83%。2014 年，公司有 11.96 亿元的在建工程项目转入固定资产；2014 年公司共计提折旧 99.51 亿元、减值准备 0.72 亿元。

2012~2014 年，公司在建工程分别为 21.34 亿元、12.81 亿元和 15.59 亿元，年均复合下降 14.52%。截至 2014 年底，公司在建工程 15.59 亿元，主要为砂石骨料生产线、水泥矿渣生产线等项目。

公司长期股权投资主要为对参股水泥及混凝土等建材企业的投资，主要包括：唐山冀东混凝土有限公司、冀东海德堡（泾阳）水泥有限公司、冀东海德堡（扶风）水泥有限公司等。2012~2014 年，公司长期股权投资分别为 22.55 亿元、21.99 亿元和 23.44 亿元，保持相对稳定；2014 年公司以土地出资 1.5 亿元成立吉林市长吉图投资有限公司，占注册资本的 30%，此外公司对包钢冀东水泥有限公司增资 1.26 亿元，其他变动主要是公司采用权益法确认的投资收益价值产生的变动。

公司无形资产主要为土地使用权，近三年年均复合增长 16.39%。截至 2014 年底，公司

无形资产为 28.45 亿元，同比增长 12.07%，主要来自土地使用权的增长。公司无形资产中土地使用权占 75.47%。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 458.22 亿元，较 2014 年底增长 4.01%，资产构成仍以非流动资产为主，占 74.52%，流动资产占 25.48%，资产结构与 2014 年底相比基本一致。截至 2015 年 6 月底，公司流动资产合计 116.76 亿元，同比增长 12.18%，主要来自交易性金融资产和应收账款的增长。截至 2015 年 6 月底，公司交易性金融资产大幅增长 600.30% 至 10.98 亿元，主要系公司转让秦岭水泥 1 亿股股权后对其丧失控制权，公司将剩余股权放在“交易性金融资产”科目核算，截至 2015 年 6 月底账面价值合计 10.98 亿元；公司应收账款较 2014 年底增长 35.69% 至 22.86 亿元。截至 2015 年 6 月底，公司非流动资产合计 341.45 亿元，较 2014 年底增长 1.48%，其中可供出售金融资产 13.81 亿元，较 2014 年底增加 13.79 亿元，主要系公司于 2015 年 5 月以 4.15 元/股认购吉林亚泰（集团）股份有限公司（SH.600881）非公开发行人民币普通股 108482368 股的成本和公允价值变动，公司将其放在“可供出售金融资产”科目中核算；固定资产减少 8.01 亿元，主要系折旧带来的减少。

总体看，公司资产规模稳步增长，资产构成以非流动资产为主，资产结构基本合理；流动资产中存货和货币资金占比大，非流动资产以固定资产和无形资产为主；公司现金类资产充足，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模年复合增长 4.31%。截至 2014 年底，公司负债合计 306.17 亿元，同比增长 4.87%。从构成上看，近三年流动负债占比分别为 48.38%、48.91% 和 64.57%，2014 年公司流动负债占比大幅上升。

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 20.51%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 197.70 亿元，同比增长 38.46%，主要是由于短期借款、一年内到期的非流动负债增长带动。流动负债主要由短期借款（占比 34.31%）、应付账款（占比 13.22%）、一年内到期的非流动负债（占比 27.33%）和其他流动负债（占比 15.20%）为主。

2012~2014 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 13.71%。截至 2014 年底，公司短期借款余额 67.83 亿元，同比增长 55.11%，2014 年短期借款快速增长主要系公司长期借款陆续到期，公司为偿还短期债务增加短期借款所致。

2012~2014 年，公司应付账款逐年下降，年均复合下降 13.79%。截至 2014 年底，应付账款为 26.15 亿元，其中 1 年以内的应付账款占 83.39%，主要是应付原料款、工程款和设备款。

2012~2014 年，公司其他应付款年复合增长 22.39%，公司其他应付款持续增长，截至 2014 年底为 9.21 亿元，同比增加 0.97 亿元。公司其他应付款主要是关联方往来款、押金、质保金及保证金等。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 15.54%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 54.04 亿元，公司近年到期债务较多，短期偿付压力较大。

2012~2014 年，公司其他流动负债分别为 0.06 亿元、20.02 亿元和 30.05 亿元，年均复合增长 2229.38%，2013 年以来大幅增长主要系公司将发行的短期融资券计入“其他流动负债”科目，本报告将其计入短期债务及相关指标核算。2013 年公司发行 2 期短期融资券（本金合计 20 亿元）；2014 年公司发行了 3 期短期融资券（本金合计 30 亿元）。

2012~2014 年，公司非流动负债年均复合下降 13.58%，主要来自长期借款的减少。截至

2014 年底，公司非流动负债合计 108.47 亿元，同比下降 27.28%。公司非流动负债以长期借款和应付债券为主，占比分别为 26.91%和 65.58%。

2012~2014 年，公司长期借款快速下降，近三年分别为 79.35 亿元、69.63 亿元和 29.19 亿元，年均复合下降 39.35%；2014 年公司项目借款陆续到期，长期借款余额为 29.19 亿元，其中保证借款和信用借款分别占 34.20%和 65.80%。

2012~2014 年，公司应付债券不断增长，分别为 60.98 亿元、71.05 亿元和 71.13 亿元，年均复合增长 8.00%。截至 2014 年底，公司应付债券 71.13 亿元，主要为存续的企业债、公司债及私募债应偿付本息。

公司长期应付款全部为融资租赁款，近三年分别为 2.23 亿元、5.12 亿元和 5.17 亿元，年均复合增长 52.19%。本评级报告中将其计入长期债务。

2012~2014 年，公司全部债务规模持续上升。经调整公司发行的短期融资券及进行的融资租赁，公司近三年全部债务分别为 237.89 亿元、249.21 亿元和 263.76 亿元，年复合增长率为 5.30%。截至 2014 年底，公司全部债务为 263.76 亿元，同比增长 5.84%，主要是受短期债务增长带动，其中公司短期债务占 60.00%、长期债务占 40.00%。

2012~2014 年，公司资产负债率波动中有所上升、长期债务资本化比率逐年下降，2014 年底分别为 69.50%和 43.98%，伴随着全部债务的逐年增长，公司全部债务资本化比率逐年上升，近三年分别为 64.03%、64.19%和 66.25%。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额为 319.48 亿元，较年初增长 4.35%，其中流动负债占 68.21%，非流动负债占 31.79%，流动负债比重进一步增长，公司负债结构以流动负债为主。截至 2015 年 6 月底，公司流动负债合计 217.94 亿元，较年初增长 10.23%，主要由

于短期借款及一年内到期的非流动负债的增加所致,截至 2015 年 6 月底分别为 91.93 亿元和 71.69 亿元;其他流动负债较年初减少 19.96 亿元,主要系公司偿还 2014 年发行的两期短期融资券。非流动负债合计 101.55 亿元,较年初下降 6.38%,主要由于长期借款的减少以及部分应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2015 年 6 月底,公司有息债务为 270.30 亿元,较年初增长 2.48%;其中短期债务占 65.46%,较年初增加 5.46 个百分点。公司资产负债率略有上涨至 69.72%,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率则分别降至 66.08%和 40.22%。

总体看,随着公司经营业务规模的扩张,公司债务规模随之增长,短期债务占比逐渐增加,公司整体债务负担较重,债务期限结构有待优化。

所有者权益

2012~2014 年,公司所有者权益分别为 133.66 亿元、139.00 亿元和 134.37 亿元,年均复合增长 0.27%。截至 2014 年底,公司所有者权益合计 134.37 亿元(其中归属于母公司的所有者权益合计 117.94 亿元),同比下降 3.33%,主要是由于未分配利润和少数股东权益下降所致。所有者权益结构方面,实收资本占 10.03%,资本公积占 38.13%,盈余公积占 7.05%,未分配利润占 32.56%,公司所有者权益的稳定性一般。

2012~2014 年,公司实收资本均为 13.48 亿元。2012~2014 年公司资本公积分别为 50.82 亿元、51.29 亿元和 51.24 亿元。2013 年公司资本公积增加 0.47 亿元,其中因出售陕西秦岭水泥(集团)股份有限公司部分少数股权导致资本公积增加 0.36 亿元股本溢价;2014 年公司资本公积减少主要系:①同一控制下企业合并唐山冀水物业服务有限公司(以下简称“冀水物业”)支付的对价款大于对方净资产的入账价值 169 万元;②同一控制下企业合并冀水

物业报表,还原对方合并前收益 384 万元。

截至 2015 年 6 月底,公司所有者权益(含少数股东权益 14.65 亿元)138.73 亿元,较年初增长 3.25%,主要系可供出售金融资产公允价值变动损益带来的其他综合收益的增长。截至 2015 年 6 月底,公司持有亚泰集团(证券代码:600881)限售流通股 108482368 股,持股比例 4.17%,公司将其放在“可供出售金融资产”科目,成本 4.51 亿元,公允价值 13.79 亿元,扣减所得税费用后累计计入其他综合收益 6.96 亿元。

4. 盈利能力

2012~2014 年,公司营业收入波动中有所增长,分别为 146.13 亿元、157.11 亿元和 156.65 亿元,年均复合增长 3.53%。2012 年,全国固定资产投资增速放缓,水泥市场需求不足,产品价格同比有所下滑。同时公司产能持续扩张,虽水泥及熟料产量略有增长但整体利用率有所下降。综合因素影响下,2012 年公司营业收入规模同比下降 7.09%,营业利润率由 2011 年的 30.07%下滑至 23.05%。2013 年,得益于煤炭价格的同比走低和公司节能降耗带来的单位产品成本的降低,公司实现营业利润率 24.89%,较 2012 年增加 1.84 个百分点。2014 年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;但得益于 2014 年公司水泥和熟料产销量增长的带动,2014 年公司实现营业收入 156.65 亿元,同比基本保持稳定。虽然同期原燃料煤炭价格下跌,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,但由于水泥销售价格的降低幅度更大,公司 2014 年营业利润率为 20.44%,同比下降 4.45 个百分点。

从公司的期间费用来看,近三年公司费用收入比保持在较高水平,并呈现逐年上升趋势,2014 年达到 40.76 亿元,占同期营业收入的 26.18%。公司费用水平较高的原因一方面是

资产规模快速扩大过程中新建项目陆续投产及并购重组后对生产线进行技术改造等导致管理费用同步增长；另一方面是由于债务规模的增长所带来财务费用的增长。整体看，公司期间费用水平较高，控制力度有待加强。

2012~2014 年，公司获得投资收益分别为 2.39 亿元、2.47 亿元和 0.16 亿元。2012 年，随着陕西区域内水泥产能过剩的控制，盈利水平有所提升，投资收益增长显著；2013 年，随着唐山混凝土业务利润水平的改善，公司投资收益同比小幅增长；2014 年公司投资收益大幅减少主要是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，公司营业外收入分别为 4.05 亿元、4.87 亿元和 7.05 亿元。其中获得政府补贴收入分别为 3.35 亿元、4.46 亿元和 5.03 亿元。公司获得的补贴收入主要为公司及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。2014 年公司营业外收入同比大幅增长主要是由于无形资产处置利得和资源综合利用退税增长所致：无形资产处置利得系公司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；资源综合利用退税增长是由于 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。

2012~2014 年，公司营业利润分别为-1.53 亿元、-0.28 亿元和-8.39 亿元；利润总额分别为 2.27 亿元、4.44 亿元和-1.79 亿元。利润总额主要由营业外收入构成，且 2014 年利润总额为公司自上市以来首次出现全年亏损，主要是由于营业利润率下降、期间费用上升以及投

资收益减少所致。

2012~2014 年，公司总资本收益率波动下降，分别为 0.37%、0.51%和-0.70%；净资产收益率波动中有所下降，三年分别为 1.03%、1.43%和-2.07%。

2015 年上半年，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 90% 产能布局的华北、西北、东北区域市场供需矛盾尤其突出，公司整体水泥销售价格和销量同比快速下降。价量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 1~6 月，公司实现营业收入 51.12 亿元，同比下降 27.70%；营业成本 45.41 亿元，同比下降 21.15%；虽然公司自身采取了一系列降本增效措施，但成本下降幅度低于收入下降幅度，2015 年上半年营业利润率为 10.51%，同比下降 7.59 个百分点。同期，公司管理费用为 10.92 亿元，较同期增长 2.04 亿元，增幅 22.99%；2015 年上半年公司营业利润由负转正主要系投资收益和公允价值收益带来的增长，2015 年 1~6 月，公司因出售秦岭水泥 1 亿股股票带来投资收益 2.52 亿元，秦岭水泥不再纳入公司合并范围，公司将持有的秦岭水泥剩余股权调整至“交易性金融资产”科目核算，丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量与股权成本差额确认收益 9.47 亿元；此外，公司通过出售和持有包括秦岭水泥在内的上市公司股票（计入“交易性金融资产”科目），获得相应投资收益和公允价值变动收益。在非经营性收益的带动下，公司营业利润较同期增加 5.26 亿元。2015 年 1~6 月，公司利润总额为 0.81 亿元，同比增加 4.31 亿元，但公司水泥主业盈利能力仍然很弱，大额的投资收益和公允价值变动收益具有不可持续性，公司持有的股权价格受市场影响波动性大。

表 9 公司 2015 年 1~6 月投资收益情况（单位：元）

项目	本期发生额
处置长期股权投资产生的投资收益	251842838.87
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计	946941344.79

量产生的利得	
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	175683940.91
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	46443859.32
权益法核算的长期股权投资收益	-132441341.00
可供出售金融资产在持有期间的投资收益	109722.60
合计	1288580365.49

资料来源：公司审计报告

总体看，由于公司业务收入较为单一，2014 年以来，水泥市场持续低迷及水泥价格的持续走低对公司盈利能力产生很大冲击，2015 年上半年受投资收益和公允价值变动收益大幅增长影响，公司营业利润虽扭亏为正，但持续性弱；同时，期间费用对利润水平侵蚀大，政府补贴对公司利润总额水平贡献较大。2015 年上半年，公司主业亏损加剧，经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格及下游需求的支撑。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流的规模大，2012~2014 年公司经营活动现金流入和流出规模逐年下降，经营活动产生的现金流量净额快速上升，经营活动现金流受公司营业收入和销售策略影响大。2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 107.34 亿元，在营业收入减少的影响下同比下降 1.99%，降幅高于营业收入降幅，相应的现金收入比同比下降 1.19 个百分点至 68.52%，主要是由于下游搅拌站由于资金链较为紧张，公司与其更多地采用了票据结算所致。公司经营活动产生的现金流量净额为 22.53 亿元，同比增长 85.44%，主要系煤炭等原材料价格下降和公司降本增效有效控制生产成本使得公司购买商品接受劳务支付的现金快速下降，2014 年为 58.40 亿元，同比下降 15.14%。公司近三年现金收入比呈下降趋势，分别为 80.16%、69.71%和 68.52%，主要是公司不断加大销售票据结算方式的应用（包括通过应收票据背书转付应付票据），而银行承兑汇票的收付不反映在现金流量表所致。

从投资活动来看，随着公司产能扩建及收

购兼并活动逐渐完成，在建项目陆续投产，投资活动现金流出规模快速下降，近三年分别为 30.55 亿元、21.37 亿元和 13.93 亿元，年均复合下降 32.47%。公司投资活动现金流入规模小，近三年分别为 1.37 亿元、6.13 亿元和 2.73 亿元；2012~2014 年，公司投资活动现金流量净额分别为-29.18 亿元、-15.24 亿元和-11.99 亿元。

2012~2014 年，受投资活动规模下降影响，公司筹资活动现金流入分别为 174.50 亿元、119.66 亿元和 129.67 亿元，年均复合下降 13.80%；公司主要通过银行借款和发行债券来满足经营和投资的需求，2014 年取得借款收到的现金和发行债券收到的现金分别为 86.60 亿元和 39.85 亿元。2012~2014 年，公司筹资活动现金流出分别为 154.10 亿元、123.66 亿元和 138.64 亿元，其中偿还债务支付现金 135.84 亿元、104.61 亿元和 115.52 亿元。近三年公司对外投资持续下降，对外融资压力明显减弱，并开始偿还银行借款以降低融资费用压力，近三年公司筹资活动现金流量净额分别为 20.40 亿元、-4.00 亿元和-8.97 亿元。

2015 年 1~6 月，受营业收入下降和票据结算金额增多影响，公司经营活动现金流入量为 40.94 亿元，同比下降 18.47%；现金收入比为 80.08%，较上年同期上升 9.06 个百分点。公司经营活动现金流净额为 0.33 亿元。因转让秦岭水泥股权和处置交易性金融资产，公司投资活动现金流入规模大幅上升至 7.84 亿元；同期公司购买亚泰集团股权，投资活动现金流出规模增长至 8.14 亿元，投资活动现金流量净额为 -0.30 亿元。公司通过增加短期借款偿还部分长期借款和应付债券，筹资活动现金流入和流出规模分别为 101.58 亿元和 99.42 亿元，同比分别增长 46.88%和 38.65%，筹资活动现金流净额为 2.16 亿元。

总体看，公司经营活动现金流规模较大，受票据决算增加影响，2013 年以来公司现金收入比同比不断下降；公司在建项目陆续投产及

投资趋缓，对外投资规模持续下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，随着公司经营业务规模的扩张，公司流动性贷款需求逐渐增加，以及银行长期借款的逐渐到期和近年来短期融资券的发行，公司流动比率和速动比率处于较弱水平且呈逐年下降趋势，近三年流动比率分别为73.57%、68.77%和52.65%，速动比率分别为57.74%、54.54%和42.04%。整体看，公司短期支付压力逐步增大。2012~2014年，公司经营现金流动负债比分别为7.02%、8.51%和11.40%，呈上升趋势。2015年6月底，公司流动比率和速动比率有所改善，分别为53.58%和44.61%，较2014年底分别上升0.93和2.57个百分点。总体看，公司面临较大短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年公司EBITDA分别为31.27亿元、39.82亿元和36.00亿元，呈波动上升态势；公司EBITDA利息倍数呈波动上升态势，三年分别为2.13倍、2.61倍和2.27倍，但仍处于适宜水平；全部债务/EBITDA分别为7.61倍、6.26倍和7.33倍。综合来看，公司整体偿债能力下降。

截至2015年6月底，公司对外担保余额9394.27万元，对外担保比率为0.68%；考虑到公司对外担保对象鞍山冀东水泥有限责任公司是公司的合营企业且目前经营状况良好，公司或有负债风险较低。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2015年6月底，公司共获得银行授信额度434亿元，已使用额度288亿元，尚未使用额度为146亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司作为A股上市公司，拥有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业基本信用信息报告》（报告编号：NO. B2015082600942060），截至2015年8月26日，公司无未结清和已结清的不

良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是国家政策重点支持的12家全国性大型水泥骨干企业之一，行业地位突出、规模优势显著、装备水平先进、品牌知名度高、区域市场占有率高；公司管理制度健全，高管层管理经验丰富。

总体看，公司具备较强的抗风险能力。

九、“15冀水泥CP001”偿债能力

公司于2015年7月发行10亿元短期融资券“15冀水泥CP001”。募集资金中7亿元用于偿还公司部分银行贷款，截至目前已使用完毕；3亿元用于补充公司流动资金，截至目前，尚有2600万元未使用。

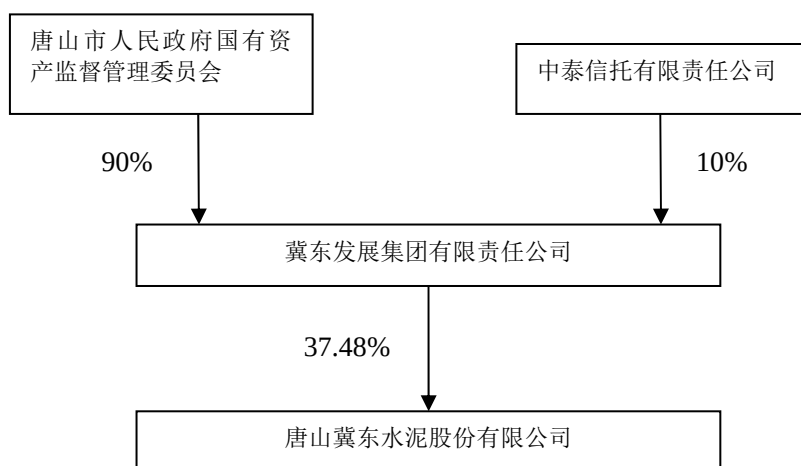
截至2014年底和2015年6月底，公司现金类资产分别为48.42亿元和53.21亿元，其中使用受限的货币资金分别为3.20亿元和4.20亿元，剔除使用受限的货币资金，现金类资产对“15冀水泥CP001”的保障倍数分别为4.52倍和4.90倍。

2014年，公司经营活动产生的现金流入量和经营性净现金流对“15冀水泥CP001”的覆盖倍数分别为11.53倍和2.25倍。总体来看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对“15冀水泥CP001”保障程度较强。

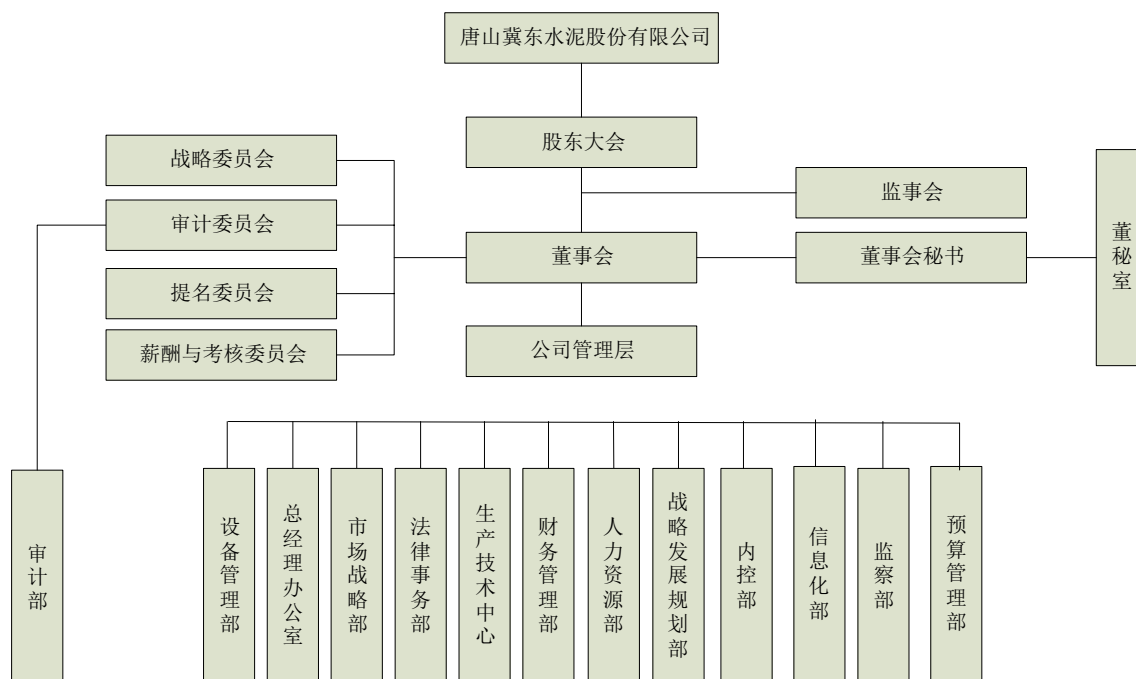
十、结论

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

附件1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.05	48.43	48.42	53.21
资产总额(亿元)	415.04	430.94	440.54	458.22
所有者权益(亿元)	133.66	139.00	134.37	138.73
短期债务(亿元)	95.33	103.41	158.27	176.95
长期债务(亿元)	142.56	145.79	105.49	93.35
全部债务(亿元)	237.89	249.21	263.76	270.30
营业收入(亿元)	146.13	157.11	156.65	51.12
利润总额(亿元)	2.27	4.44	-1.79	0.81
EBITDA(亿元)	31.27	39.82	36.00	--
经营性净现金流(亿元)	9.56	12.15	22.53	0.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.72	5.65	4.74	--
存货周转次数(次)	4.85	5.59	6.00	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.37	0.36	--
现金收入比(%)	80.16	69.71	68.52	80.08
营业利润率(%)	23.05	24.89	20.44	10.51
总资本收益率(%)	0.37	0.51	-0.70	--
净资产收益率(%)	1.03	1.43	-2.07	--
长期债务资本化比率(%)	51.61	51.19	43.98	40.22
全部债务资本化比率(%)	64.03	64.19	66.25	66.08
资产负债率(%)	67.80	67.75	69.50	69.72
流动比率(%)	73.57	68.77	52.65	53.58
速动比率(%)	57.74	54.54	42.04	44.61
经营现金流动负债比(%)	7.02	8.51	11.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.61	2.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.61	6.26	7.33	--

注：1、公司将 2013 年以来发行的短期融资券计入其他流动负债科目，本报告将其调整至短期债务；

2、长期应付款全部为应付融资租赁款，本报告将长期应付款调整至长期债务；

3、2015 年半年度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

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

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