跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1205 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^+，列入信用评级观察名单，并维持“15 冀水泥CP001”A-1的信用等级。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十九日

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+	列入信用评级观察名单
上次评级结果：AA+	列入信用评级观察名单

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	2015/7/30-2016/7/30	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	47.26	45.22	37.03	31.90
资产总额(亿元)	430.94	440.54	412.81	414.44
所有者权益(亿元)	139.00	134.37	113.33	103.13
短期债务(亿元)	103.41	158.27	172.27	172.57
全部债务(亿元)	249.21	263.22	260.26	249.71
营业收入(亿元)	157.11	156.65	111.08	14.40
利润总额(亿元)	4.44	-1.79	-17.36	-10.20
EBITDA(亿元)	39.82	36.00	20.19	--
经营性净现金流(亿元)	12.15	22.53	9.17	-3.23
营业利润率(%)	24.89	20.44	14.75	-2.22
净资产收益率(%)	1.43	-2.07	-18.97	--
资产负债率(%)	67.75	69.50	72.55	75.12
全部债务资本化比率(%)	64.19	66.20	69.66	70.77
流动比率(%)	68.62	52.65	42.59	44.62
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	7.31	12.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.61	2.27	1.33	--
经营现金流动负债比(%)	8.49	11.40	4.46	--

注：1、已将其他流动负债的有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务核算；
2、2016 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

刘秀秀　赵传第　王兴萍

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”或“冀东水泥”）作为国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业之一，在行业地位、产能规模、技术水平和节能减排等方面具备显著优势。跟踪期内，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到 2015 年以来水泥行业景气度持续下滑，下游基建和房地产投资增速显著放缓，供需矛盾突出导致公司水泥销售量价齐跌，主业经营亏损不断加剧，期间费用对公司利润侵蚀较大，处置秦岭水泥股权等非经常性收益对公司利润贡献大及公司短期偿付压力持续增大、债务负担不断加重等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

2016 年 3 月份以来，华北地区水泥下游需求有所回暖，带动公司水泥产销量同比增长，但公司经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格的止跌回升，短期内公司经营压力仍较大。若冀东集团与金隅股份重组成功，公司对华北地区水泥行业话语权和市场控制力将明显增强，长期来看，或为公司经营形成一定支撑。综合考虑目前此重大重组事项尚在进展过程中、未来仍存在一定的不确定性以及公司经营亏损现状，联合资信将公司继续列入信用评级观察名单。

综合考虑，联合资信维持公司 AA+的主体长期信用等级，列入信用评级观察名单，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，行业地位突出、规模优势显著、装备水平先进、品牌知名度高。
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。

3. 2016 年，冀东集团与金隅股份正在进行重大重组事宜，若重组成功，公司对华北地区水泥行业话语权和市场控制力将明显增强，联合资信将密切关注重组事宜进展情况。

关注

1. 中国水泥行业产能过剩压力日益显现，行业竞争激烈；同时，受宏观经济疲软，房地产投资增速放缓影响，近年来水泥需求增速下滑，行业景气度低迷。
2. 2015 年以来，受公司布局区域内水泥市场供需失衡影响，公司水泥销售量价齐跌，主业经营亏损不断加剧，并不断侵蚀权益规模。
3. 跟踪期内，公司短期债务占比不断提高，短期支付压力较大，债务结构有待优化，债务负担持续加重。
4. 由于公司水泥生产产能发挥严重不足，检修、停工损失等造成管理费用较高，财务费用规模较大，公司期间费用控制能力亟待提高。
5. 2015 年，受增值税退税政策影响，公司税收返还同比大幅减少。

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唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用及存续期内“15 冀水泥 CP001”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 2016 年 3 月底，公司总股本为 1347522914 股，控股股东冀东集团持股比例为 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（以下简称“唐山市国资委”）（附件 1-1）。因冀东集团与北京金隅股份有限公司（以下简称“金隅股份”）正在筹划重大重组事宜，若重组能够完成，公司控股股东仍为冀东集团，最终控制人将由唐山市国资委变更为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）（详见本文：五、7.重大事项，附件 1-2）。

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2016年3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2）。

截至2015年底，公司合并资产总额412.81亿元，所有者权益（含少数股东权益12.72亿元）113.33亿元。2015年公司实现营业收入111.08亿元，利润总额-17.36亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 414.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益 11.95 亿元）103.13 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.40 亿元，利润总额-10.20 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会

消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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，近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。同时，由于水泥不能长期储存，运输半径较小，水泥产销率一直保持较高水平，水泥库存比较低。

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；2014 年，全国累计销售水泥 24.47 亿吨，较 2013 年增长 2.43%。

2015 年受固定资产投资增速大幅下滑的影响，全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 5.18%，是自 1991 年以来中国水泥产量首次出现负增长。

2016 年 1~4 月，房地产开发投资和基础设施建设投资恢复性增长拉动水泥需求回升，全国水泥产量累计 6.59 亿吨，同比增长 3.20%，其中，华东地区、华北地区是主要产量上涨区域。

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%。2013 年以来，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近三年，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，合计年度新增熟料产能 4712 万吨，比 2014 年减少 2319 万吨，已经连续三年新增产能呈递减趋势。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。由于 2015 年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015 年水泥熟料实际产能富余量超过 6 亿吨。

2015 年，从水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 15.77%；其次是华北地区，水泥产量同比也大幅下滑 14.60%；西北和华东地区产量也有一定程度的下滑，同比分别下降 7.19%和 8%；中南地区产量仅有小幅下滑，同比下降 1.72%；西南地区表现较好，是全国唯一累计产量为正增长的区域，同比增长 1.30%。

2015 年以来水泥下游需求的景气逐季走低，一直延续到 2016 年 2 月，3 月份在全国固定资产投资底部回升趋势下，需求呈现反弹，使得 3 月份全国水泥产量同比增长 24%，是自 2014 年 8 月份以来首次同比正增长。2016 年 1~4 月，水泥产量与去年同期相比，北方地区出现分化走势，受益于下游需求逐步回暖，华北保持两位数的高速增长，同比增长 11.26%，西北基本持平，同比增长 0.29%，东北市场未见好转，同比下降 3.75%，成为各大水泥区域市场中唯一下滑的区域；南方地区，西南保持较好的增长水平，同比增长 5.34%，华东和中南地区呈现小幅增长，同比分别增长 2.32%和 2.25%。

根据近 5 年全国熟料产能利用率的情况看，2015 年为同期最低水平，仅为 67%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，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占比下降到只有3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

受经济形势低迷的影响，近年来水泥价格不断下滑。2013 年上半年全国水泥平均价格处于金融危机以来的低位，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。

图 1　2010~2016 年 5 月全国水泥月度价格走势

（单位：元/吨）



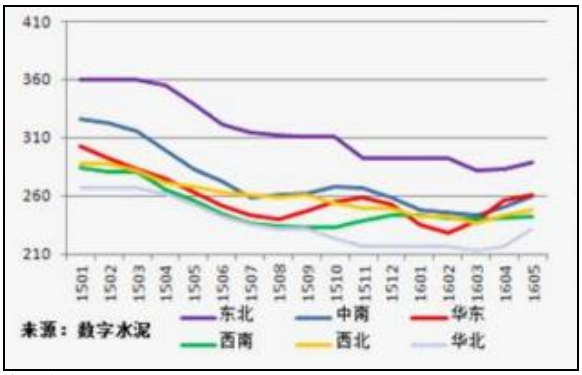
资料来源：数字水泥网

2014 年，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显较弱，且 12 月份受季节性因素影响，水泥价格又有短暂回调。

2015 年，在产能过剩和下游需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行。2015 年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降。截至 2015 年 12 月 31 日，中国水泥价格指数降至 79.25，价格走势与水泥行业景气度保持一致。

图 2　2015~2016 年 5 月分区域水泥价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网

2016 年 1~5 月，水泥价格呈波动增长趋势，一季度行业淡季之后，随着下游房地产和基建需求开始明显恢复，水泥价格开始回升，截至 2016 年 5 月底，中国水泥价格指数回升至 83.80，较 2015 年底增长 5.74%。

从区域水泥价格方面看，2015年，华北、西北、东北地区价格持续下跌，西南、华东、中南地区虽二、四季度有小幅反弹行情，但力度微弱，全年同比大幅下滑，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2014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，在第三季度甚至一度跌至六大区域中的最低水平；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。

2016年1~2月，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，3月份市场需求增长和生产随着错峰停产或春季停窑检修结束恢复，华东地区引领全国水泥价格开始触底反弹，西北的陕西、新疆，东北的辽宁、西南的贵州及中南的河南部分地区价格也出现上调，华北地区价格仍然疲软。4月以后，北方地区随着气温的回升需求开始明显恢复，华北地区领涨全国水泥价格，南方地区涨势逐渐消退，华东部分地区开始出现价格下行走势，从全国平均价格来看仍保持上涨趋势。根据Wind资讯数据显示，截至2016年5月27日，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区PO42.5水泥均价分别为244.00元/吨、318.33元/吨、285.00元/吨、277.14元/吨、282.50元/吨和286.67元/吨，较2015年底变动率分别为-1.61%、4.37%、7.95%、7.48%、5.61%和2.69%。

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、房地产投资回暖、国内基础设施建设加快对水泥需求的拉动及大型水泥企业的重大重组，水泥价格有望得到回升，2016年，区域龙

头企业对行业的整合力度不断加大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。预计2016年全年水泥价格不会继续2015年下滑趋势，但仍将保持低位。

行业经济效益

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

2015年，煤炭价格的进一步下滑未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在行业产能过剩严重及下游需求下滑的形势下，水泥市场呈现出量价齐跌的趋势，企业亏损加大。根据国家统计局统计数据，2015年中国水泥行业累计实现收入8897亿元，同比下降9.4%，行业亏损企业额达到历史新高的215亿元，比2014年增长119%，亏损面达到35%；行业销售利润率仅为3.7%，是近十年以来最低的一年。

从区域来看，2015年华北全行业亏损，东北、西北和西南下滑幅度超过90%，两大利润区华东和中南地区也分别下滑接近50%。从利润率来看，华北地区创历史新低，为-5.7%，连续3年低于行业平均水平，是目前区域效益最差区域。东北、西北和西南表现接近，利润率不到1%，形势堪忧。华东和中南地区利润率好于全国平均，保持在5%左右的水平。利润及利润率的下滑首先是由于需求下滑的同时产能仍然在增加，供需矛盾严峻；其次，在行业竞合上，部分大企业主导低价竞争拼实力，不采取自律协同的做法，通过低价提高市场占有份额，而生产技术相对较落后的企业，不愿意主动退出，不断降低水泥销售价格，均压缩了水泥行业的利润空间；另外随着产量下滑，水泥生产线产能利用率进一步降低，折旧等成本无法充分摊薄，以及受增值税退税政策改革等因素影响，均拉低了水泥企业利润规模。

2016年以来，全国水泥市场需求出现回暖迹象，部分地区价格出现多次拉升，但由于前期水泥价格持续下滑，全国水泥价格仍处于低位运行，全行业盈利表现不佳。根据国家统计局数据显示，2016年一季度，水泥行业实现销售收入1588亿元，同比下降8.02%；全行业亏损20.4亿元，预计上半年全行业效益不容乐观。

（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。根据中国水泥协会公布的数据，截至2015年底，前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.5亿吨，占全国总产能的75%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的54%，预期中的水泥行业并购大潮未在2015年大规模出现。进入2016年，水泥行业联合重组步伐加速，中材集团与中国建筑材料集团正在筹划战略重组事宜，金隅股份与冀东集团已开始进行战略重组。

表1　截至2015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	31453	11	天瑞水泥	3209
2	海螺水泥	20376	12	亚洲水泥	2062
3	中材集团	8784	13	亚泰水泥	1981

4	冀东水泥	7080	14	尧柏水泥	1907
5	拉法基豪瑞中国	6479	15	云南昆泥	1727
6	华润水泥控股有限公司	6324	16	青松建化	1606
7	山水集团	5460	17	金峰水泥	1318
8	红狮水泥	4241	18	蒙西水泥	1302
9	台湾水泥	4067	19	葛洲坝水泥	1280
10	北京金隅	3460	20	河南同力水泥	1225

资料来源：中国水泥网

注：统计截至 2015 年 12 月 31 日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的南方水泥、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；拉法基豪瑞中国产能统计包含其合并范围内华新水泥、双马水泥等。

根据中国水泥协会公布的数据，2015 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分别位居第一和第二。

水泥行业具有典型的销售半径，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。

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 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	环渤海经济圈及京津冀一体化的不断推动，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	中国建材（子公司北方水泥、宾州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，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，近年来新投产产能较多。

资料来源：数字水泥网

（3）上下游分析

上游原材料

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

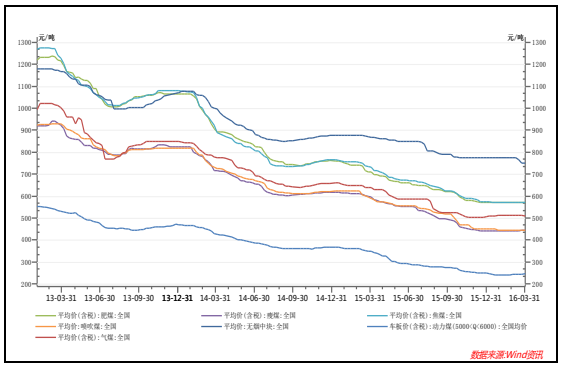
接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

煤炭

国内整体煤炭行业仍处供大于求形势，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道，煤炭行业仍旧持续低迷。2014 年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据 Wind 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是 449 元/吨、573 元/吨、774 元/吨和 297 元/吨，分别较 2014 年底下降 27.58%、24.70%、11.24%和 28.26%。总体上看，煤炭价格的下跌一定程度上缓解了水泥行业的成本端压力，煤炭价格仍将维持底部整理格局。

图3　截至2016年3月底国内主要煤炭品种含税均价

（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

电力

2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号)规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。电价小幅下调一定程度上减轻水泥企业用电成本。

2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。同时，国内水泥行业为了节约成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完纯低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供约30%的用电。相对而言，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

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。2015年，上述三大行业合计的城镇基建固定资产投资累计为13.13万亿元，同比增长17.27%。近年来，基础设施建设投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应减弱。2016年1~5月， 基础设施投资（不含电力）3.50万亿元，同比增长20%，增速比1-4月份加快1个百分点，其中，铁路运输投资和道路运输投资增速均出现小幅上涨，拉动水泥需求的投资保持相对平稳增长势头。

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%。2015年，全

国房地产开发投资9.60万亿元，同比名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增幅较去年下降9.5个百分点；其中，住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%，增速大幅回落。

2016年1~3月，全国房地产开发投资1.77万亿元，同比名义增长6.2%（扣除价格因素实际增长9.1%），增速有所回升。2016年1~3月，商品房销售面积24299万平方米，增长33.1%。；房屋新开工面积28281万平方米，增长19.2%；房屋竣工面积20001万平方米，增长17.7%。2016年一季度，房地产投资出现企稳回暖趋势，主要是前期刺激政策效果显现，以及国家陆续出台了降息、降低首付比例、公积金政策调整等一系列行业政策所致。

由此看出，基建投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应有所减弱，而房地产投资增速的快速下滑是导致 2015 年水泥需求增速大幅下降的主要原因。不过，2016 年以来，基建和房地产投资有所回暖，水泥行业下游需求情况有所改善，对水泥需求形成一定支撑。未来下游需求行业走势仍值得关注。

（4）行业政策和关注

随着水泥产能过剩问题的日益凸显，有关控制水泥产能过快增长、促进高标号水泥产品发展的政策密集出台（详见下表）。具体来看，2015年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①倡导逐步取消32.5复合硅酸盐水泥，32.5复合水泥标准取消有望增加高标号水泥产量、一定程度上化解熟料过剩产能；此外，根据之前的增值税退税政策，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于30%，实行增值税100%即征即退，2015年7月1日起，资源综合利用退税由100%即征即退改为退税比例为70%，且对环境标准更加从严，而且42.5及以上等级水泥的原料20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料40%以上来自废渣，使生产低标号水泥的企业难度加大，目的是鼓励高标号水泥生产，促使企业进行技术创新，在提高废渣的掺兑比例的同时确保产品的质量。然而，中国水泥产量中32.5强度等级复合硅酸盐水泥约占50%，对水泥企业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消32.5复合水泥历程将较为漫长；②严禁新增产能，2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料产能置换。在建项目须实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；③试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑（新型干法水泥熟料生产线）协同处置项目开展试点。目前，已建成的水泥窑协同处置生活垃圾项目的水泥企业包括：海螺水泥、华新水泥、中国中材集团、拉法基瑞安水泥有限公司和河南同力水泥股份有限公司等。

表 3　2014 年底以来水泥行业相关政策

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2014.12.2	关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告	复合硅酸盐水泥的强度等级分为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 五个等级，不再包含 32.5。
2015.4.20	《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015]127 号）	产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；新（改、扩）建项目产能置换指标，须为 2013 年及以后列入工业和信息化部公告或省级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能；支持跨地区产能置换。
2015.4.23	《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》（工信厅联节[2015]28 号）	试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和国家投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线，试点及评估工作期限为 2 年。
2015.6.12	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	将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：42.5 及以上等级水泥的原料 20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40%以上来自废渣；纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。

2015.8.31	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知（工信部联原[2015]309 号）	发展高品质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用 C35 及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。
2015.11.13	《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号）	为减轻大气污染，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产。
2016.1.14	《两部门关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》（发改价格[2016]75 号）	对 GB16780-2012《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高，加速淘汰落后生产线。
2016.5.18	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）	严禁新增产能，淘汰落后产能，推进联合重组，加快转型升级；到 2020 年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料前 10 家企业的生产集中度达 60%左右。

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

2015年11月13日，工信部和环境保护部联合下发《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542号），为减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产，但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外。2015年冬天，水泥错峰生产的试行范围进一步扩大，这将对遏制产能严重过剩和增加企业效益发挥一定作用，但对水泥企业经营效益会造成一定影响。

2016年5月18日，国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》是国务院近20年来首个专门为建材工业制定的文件，不仅是行业当前降本增效实现脱困发展的政策指导，也是行业“十三五”期间化解产能过剩、推进供给侧结构性改革的纲领性文件，在坚决去产能，在严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等方面都提出了新要求和新措施，目标是到2020年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；建材产品深加工水平和绿色建材产品比重稳步提高，质量水平和高端产品供给能力显著增强，节能减排和资源综合利用水平进一步提升；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。

总体看，上述政策旨在推进高标号水泥产品及绿色建材的推广使用，逐步淘汰低标号水泥产品，但该项调控短期内对企业影响有限；而继续严控新增产能，倡导跨区域产能等量或减量置换，产品结构调整、产能优化整合和严控污染物排放、提倡错峰生产等仍是水泥行业的主要基调；此外，对于水泥行业用电价格机制的合理运用，也是水泥行业调控政策的新尝试。

（5）行业发展

展望 2016 年水泥行业，从行业需求来看，中国城镇基础设施的建设，将一定程度上促进水泥需求，但应重点关注其投资落地的时效性，或存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用尚待观察；此外，受宽松的货币环境及房地产政策环境影响，一线及二线房地产市场急剧升温，但三四线城市库存压力仍较为严峻，新开工、施工数据转好，数据持续性仍待检验，预计全年保持投资增速平稳的趋势。总体来看，2016 年下半年水泥行业需求存在一定回暖预期，但水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，随 2015 年部分产能投产加之 2015 年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016 年新增产能同比增速将保持继续下滑；对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，包括产能供给侧减量和结构调整两个方面。

总体来看，预计短期内，中国水泥市场价格以平稳或小幅回升为主，但仍将保持低位，行业整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

2. 区域环境

公司主要销售的华北地区是中国“十二五”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，京津冀一体化政策使华北区域经济发展潜力巨大，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金隅股份。2013~2015 年，华北地区水泥产量分别为 2.59 亿吨、2.31 亿吨和 1.98 亿元，分别占全国的 10.73%、9.33%和 8.42%。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约为 20%、30%和 75%。

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2016年3月底，公司总股本为1347522914股，控股股东冀东集团对公司的持股比例为37.48%，公司最终控制人为唐山市国资委。

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 2016 年 5 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。

截至 2016 年 3 月底，公司拥有 27 项石灰石矿采矿权，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，公司区位竞争优势和资源优势明显，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）等共 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。

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。

截至 2016 年 3 月底，公司在职（在岗）员工 16477 人，岗位方面看，生产人员占 41.92%，销售人员占 4.81%，技术人员占 46.07%，行政人员占 4.37%，财务人员占 2.83%；从文化程度看，研究生及以上占 0.39%，本科占 12.70%，专科占 22.57%，中专、中技学历占 21.82%，高中、职高占 21.87%，初中及以下学历占 20.66%。

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；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面。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38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，项目可研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。

截至2016年3月底，公司共投产纯低温余热发电机组42台（套），总装机容量369WM。2015年和2016年一季度，公司分别利用余热发电16.19亿度和2.16亿度，分别相当于节约标煤56.67万吨和7.56万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的42%；2015年和2016年一季度，公司利用余热发电成本约为0.19元/度和0.21元/度，节约电费成本约8.31亿元和1.16亿元。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；水泥窑协同处理生活垃圾项目正在规划中，计划2016年完成19条熟料生产线协同处置生活垃圾改造项目，截至目前暂无完成改造的熟料生产线。

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。

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。公司下属子公司盾石科技（北京）有限公司根据财政部、国家税务总局财税（2012）27号《关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策的通知》，从2012年1月1日起至2016年12月31日止享受软件企业税收减免，本年减半征收所得税。

税收优惠方面，根据《财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》（[2008]156 号）和《财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的补充通知》（财税[2009]163 号），对满足“采用旋窑法工艺生产的水泥（包括水泥熟料）或者外购水泥熟料采用研磨工艺生产的水泥，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于30%”条件的自产水泥（包括水泥熟料）实行增值税即征即退政策。2015 年 6 月 12 日，财

政部和国家税务总局两部委印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》（以下简称“目录”）的通知。目录将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为70%：①42.5及以上等级水泥的原料20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料40%以上来自废渣；②纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。此次增值税退税政策的调整使原先不能享受优惠退税政策的42.5及以上等级水泥获得实质受益，同时降低了32.5等级水泥的退税比例，提高了掺比要求；并明确了获益的环保条件，在环境标准上更加严格。本次增值税优惠税率的调整短期内对公司退税总额有一定影响，但对淘汰落后产能、优化竞争格局方面起到了积极作用。

2013~2015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4.46亿元、5.03亿元和2.44亿元。2016年1~3月，公司获得政府补贴0.35亿元。

7. 重大事项

秦岭水泥重组事宜

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。2015年，公司出售部分秦岭水泥股权，截至2016年3月底，公司尚持有秦岭水泥0.72亿股股权，持股比例为5.33%。

冀东集团与金隅重组事宜

截至2016年3月底，冀东集团对冀东水泥持股比例为37.48%，唐山市国资委持有冀东集团90%股权，为冀东集团实际控制人。冀东水泥于2016年4月6日发布《唐山冀东水泥股份有限公司重大事项停牌公告》，公告称：2016年4月5日，冀东水泥收到唐山市国资委通知，为深入贯彻落实国家京津冀协同发展的战略部署，积极响应中央关于加强供给侧结构

性改革、大气污染防治、促进产业优化升级的政策精神，唐山市国资委正与北京金隅集团有限责任公司（以下简称“金隅集团”）筹划战略合作，合作内容可能涉及冀东装备和冀东水泥，但合作方案尚存在不确定性。为保证公平信息披露，避免造成冀东水泥股价异常波动，冀东水泥股票自2016年4月6日开市起停牌。

根据唐山市国资委及冀东集团与金隅股份于2016年4月15日签署的《关于冀东发展集团有限责任公司重组之框架协议》（以下简称“框架协议”），本次重组方案包括两个部分：（1）股权重组：金隅股份以现金认购冀东集团新增注册资本及/或受让冀东集团股东持有的冀东集团股权，使得金隅股份持有冀东集团的股权比例不低于51%，成为冀东集团的控股股东；（2）资产重组：冀东水泥以向金隅股份及/或冀东集团非公开发行A股股份的方式（具体可以包括发行股份或发行股份与支付现金相结合等方式）购买金隅股份及/或冀东集团持有的水泥及混凝土等相关业务、资产并募集配套资金。在满足条件之日起2个工作日内，金隅股份向冀东集团预付人民币30亿元，其中人民币10亿元为股权重组的定金，剩余预付资金为股权重组的预付款。

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”，为唐山市国资委设立的国有独资公司）签署了《冀东发展集团有限责任公司与唐山国有资本运营有限公司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100836212股股份，占冀东水泥股份总数的7.48%，股份转让完成后，冀东集团持有冀东水泥404256874股股份，占冀东水泥总股本的30.00%（未超过30.00%），仍为冀东水泥控股股东。上述股份转让尚待相关国有资产监督管理机构批准后方能组织实施。

2016年5月31日，金隅股份、唐山市国资委与冀东集团签署了《北京金隅股份有限公司与唐山市人民政府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》（以下简称“增资扩股协议”），金隅股份拟以现金475000万元认购冀东集团123975.20万元的新增注册资本；同日，金隅股份与中泰信托有限责任公司（以下简称“中泰信托”）签订了《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》，金隅股份拟以现金4.75亿元收购中泰信托持有的冀东集团10%的股权。上述两项交易均完成后，金隅股份将持有冀东集团55%的股权，唐山市国资委持股45%。截至2016年5月31日，冀东集团持有冀东水泥37.48%股权。根据增资扩股协议，“冀东集团将其持有的冀东水泥的股份数量降至404256874股，不超过冀东水泥股份总数的30.00%”为增资扩股协议的生效条件之一。

综上，冀东集团增资扩股及股权转让完成后，金隅股份将通过冀东集团持有冀东水泥404256874股，不超过冀东水泥股份总数的30.00%，本次权益变动并未触发要约收购义务。本次权益变动之前，冀东水泥的控股股东为冀东集团，实际控制人为唐山市国资委。本次权益变动之后，冀东水泥的控股股东仍为冀东集团，但由于冀东集团的实际控制人由唐山市国资委变更为北京市国资委，因此冀东水泥的实际控制人将由唐山市国资委变更为北京市国资委。本次权益变动尚须经金隅股份股东大会审议通过，并须取得国资主管部门、商务部反垄断局等相关部门的批准或同意。

2016年2月，鉴于冀东水泥发布的2015年度业绩亏损预告，联合资信已将其列入信用评级观察名单。目前，本次冀东与金隅重组相关事项尚存在不确定性，联合资信将密切关注本次重组的进展情况。鉴于冀东水泥的经营现状、业绩亏损以及与金隅的重组事宜，联合资信决定继续将冀东水泥继续列入信用评级观察名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

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，两者销售收入是公司收入和利润的主要来源，2015 年占公司主营业务收入的比重分别为86.65%和 8.98%。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。

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，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 年公司实现主营业务收入 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，受行业景气度下行和水泥产能过剩、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较为突出，公司平均水泥销售价格较同期下降 10.01%；但同时，公司及时根据各大区细分市场情况制定区域市场竞争策略，并严格监督各大区销售战略落实，市场占有率得到提高，实现水泥销量较同期增长 9.55%。综合上述因素，2014 年公司实现主营业务收入 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幅更大，2014 年公司综合毛利率为 20.76%，同比下降 4.53 个百分点。

2015 年，受固定资产投资和房地产投资增速同比大幅下滑影响，水泥行业需求低迷，煤价持续下跌为北方地区水泥价格进一步下降腾出空间；2015 年全国水泥行业呈现南高北低的区域分化态势，公司主要布局的北方地区市场竞争尤其激烈，公司整体水泥、熟料销售量价齐跌，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价格的降幅。2015 年，公司实现主营业务收入 109.62 亿元，同比下降 29.65%，其中水泥收入 94.98 亿元，熟料收入 9.85 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均大幅下降，其中，熟料毛利率大幅降至-5.42%；由于公司水泥销售量价齐降，产能利用率进一步降低，导致折旧等固定成本分摊上升，公司主营业务整体毛利率降至 15.05%，同比下滑 5.71 个百分点。

2016 年 1~3 月，受北方地区组织错峰生产以及冬季为施工淡季影响，公司开工严重不足，3 月份以来，华北地区水泥下游基建和房地产投资增速有所回暖，水泥销量同比大幅提升，但售价持续走低态势尚未出现拐点，同比大幅下降，2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.40 亿元，同比下降 4.57%；主营业务中水泥板块实现收入 12.03 亿元、熟料收入 1.60 亿元，均较上年同期有所下降。毛利率方面，各产品毛利率均大幅下降，水泥毛利率大幅降至 1.74%，熟料毛利率大幅降至-15.40%，公司主营业务综合毛利率为-1.03%。

表 4　公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	135.24	86.78	27.01	134.56	86.36	21.95	94.98	86.65	16.67	12.03	84.60	1.74
熟料	14.56	9.34	12.70	14.82	9.51	7.76	9.85	8.98	-5.42	1.60	11.25	-15.40
其他	6.04	3.88	17.22	6.44	4.13	25.86	4.78	4.36	24.98	0.59	4.15	-18.55
合计	**155.84**	**100.00**	**25.29**	**155.82**	**100.00**	**20.76**	**109.62**	**100.00**	**15.05**	**14.22**	**100.00**	**-1.03**

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 40%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，公司煤炭供应商包括中国中煤能源集团有限公司、陕西煤业集团有限公司、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；2013 年和 2014 年，煤炭采购量随公司产量的增加而有所增长，2015 年由于水泥产销量下滑，煤炭采购量同比大幅下降。2016 年 1~3 月，水泥产销量持续低迷，公司煤炭采购量为 2015 年的 16.86%。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 5　公司原材料采购数据

原料	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
煤炭	采购量（万吨）	748	816	617	104
	采购均价（元/吨）	502	448	324	284
电力	外购用电量（亿千瓦时）	43	43	36	5
	采购均价（元/千瓦时）	0.55	0.54	0.54	0.59

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。

2015年，公司利用余热发电16.19亿度，余热发电产生电量占公司用电总量的42%，公司利用余热发电成本约为0.19元/度，节约电费成本约8.31亿元。2016年1~3月，公司累计发电量3.16亿度，公司利用余热发电成本约为0.21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 2014 年底，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。2015 年以来，公司产能无变动，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 6 截至 2016 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
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
烟台公司	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，2013~2015年，公司水泥产能利用率波动下降，处于较低水平，分别为56%、58%和48%，熟料产能利用

率同趋势变动，分别为74%、82%和65%。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。

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 年以来，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，销售对象是高端用户，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”牌水泥。

2014 年，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，受于水泥行业需求持续低迷、产能过剩压力大、水泥行业呈现“南高北低”态势等因素影响，公司水泥产销量均较上年大幅下降，2015 年，公司水泥产销量分别为 5972 万吨和 6001 万吨，同比分别下滑 17.54%和 17.23%；熟料产销量分别为 4843 万吨和 1024 万吨，同比分别下滑 20.70%和 26.12%。2016 年一季度，北方区域水泥行业尚属需求淡季，但 3 月份以来，随着华北区域基建、房地产等下游需求逐步回暖，公司水泥产销量同比有所增长，其中，产量为 866 万吨，销量为 885 万吨，同比增长 11.18%；熟料产销量分别为 660 万吨和 160 万吨。

表 7　公司产销情况（单位：万吨）

产品	产量				销量			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
水泥	6596	7242	5972	866	6618	7250	6001	885
熟料	5412	6107	4843	660	1175	1386	1024	160

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，2015 年，华北地区（北京、天津、河北、山西和内蒙）销售收入占 61.21%，东北地区（辽宁、吉林、黑龙江）占 12.73%，其他区域（其中，湖南、山东和重庆合计占 17.86%，西北地区（陕西）占 8.20%）；各大地区销售收入均同比下降；上述三个区域销售毛利率分别为 17.85%、14.17%和 7.46%，同比分别下降 2.92、18.56 和 7.56 个百分点。2016 年 1~3 月，华北、东北和其他地区销售收

入占比分别为 64.42%、4.79%和 30.79%，受一季度为北方地区施工淡季影响，三北地区收入占比均较 2015 年有所下滑，湖南、重庆等其他区域收入占比上升，三个区域毛利率分别为-0.86%、-74.51%和 6.27%，同比分别下滑 4.15 个、下滑 83.90 个和增长 1.22 个百分点，其中，东北地区受宏观经济增速下行影响，收入占比和毛利率降幅均最大。

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持续下行的趋势。2015 年，公司水泥和熟料产品售价分别为 184 元/吨和 127 元/吨，分别较 2014 年下降 14.07%和 26.96%。2016 年一季度，华北地区水泥下游需求有所回暖，但对公司水泥产品的拉动目前仅表现在产销量的回暖方面，价格仍处于下行态势。2016 年 1~3 月，公司水泥和熟料产品售价进一步分别下跌至 153.83 元/吨和 106.46 元/吨，公司主业盈利能力持续大幅下滑。

表 8　公司主要产品售价

产品	平均售价（元/吨）			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
水泥	237	214	184	154
熟料	186	174	127	106

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 2016 年 3 月底占比分别为 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，2015 年底，公司对其共计应收 5.12 亿元，占公司全部应收账款的 27.90%，对公司资金造成一定占用；2015 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 4.19 亿元，占全部营业收入的 3.77%，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。2015 年，公司前五大销售客户销售收入合计占比 10.13%，客户集中度不高。

2．经营效率

2013~2015 年，由于应收票据的快速下降和应收账款的波动增长，公司销售债权周转次数呈下滑趋势，三年加权平均值为 4.38 次，2015 年为 3.66 次；随着存货规模波动下降，存货周转次数不断下降，三年加权平均数为 5.51 次，2015 年为 5.19 次。近三年，公司总资产周转次数分别为 0.37 次、0.36 次和 0.26 次。总体看，公司经营效率均呈下滑态势，总体保持适宜水平。

3. 未来发展

由于目前水泥行业产能过剩的现状，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。目前，公司重大在建工程包括昌黎冀东水泥有限公司水泥矿渣立磨项目、辽阳冀东恒盾矿业有限公司砂石骨料生产线和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等水泥技改、资源综合利用、砂石骨料项目，上述项目均已处于建设尾声，已投入金额占比较高（故未列在下表中）。

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目包括唐山市鑫研建材有限公司年产 100 万吨矿渣超细粉生产和米脂冀东水泥有限公司日产 2000 吨新型干法电石渣水泥资源综合利用项目，计划总投资合计 6.50 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资 2.18 亿元。

目前，公司重要的拟建项目为冀东水泥黑龙江有限公司日产 7200 吨新型干法熟料生产线项目（带纯低温余热发电）。冀东水泥黑龙江有限公司于 2011 年 5 月注册成立，注册地为黑龙江省哈尔滨市阿城区，该项目已被列入《黑龙江省建材工业“十二五”发展规划和 2020 年远景规划》。该项目已于 2012 年和 2014 年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）。该项目计划总投资 13.27 亿元，截至 2016 年 3 月底，黑龙江项目仍在积极筹备当中，已完成主要设备的订货、建设用地房屋拆迁、场地平整等工作，项目已投资金额较小，尚未正式开工建设，未来随着该项目的持续投入建设将使公司投资支出增加。

表 9　截至 2016 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	预算数	截至 2016 年 3 月底已投资	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	13712.16	81
米脂冀东水泥有限公司日产 2000 吨新型干法电石渣水泥资源综合利用项目	49950.00	8073.00	16
合计	**65013.57**	**21785.16**	--

资料来源：公司提供

近年来，受水泥行业景气度下行影响，公司水泥销售量价齐跌，收入规模不断下降，经营亏损加剧，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，公司目前仍面临较大的经营压力。2016 年作为“十三五”的开局之年，得益于“京津冀一体化”的良好契机、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，均有利于区域内水泥需求的逐步回暖。2016 年 3 月份以来，华北地区基建和房地产投资呈现回暖态势，带动公司水泥产量同比增长，但公司经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格的止跌回升及下游需求的支撑。若冀东集团与金隅股份重组成功，公司对华北地区水泥行业话语权和市场控制力将明显增强，长期来看，可为公司经营形成一定支撑。

八、募集资金使用情况

公司于 2015 年 7 月发行短期融资券（“15 冀水泥 CP001”）10 亿元，期限为 366 天，募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金。截至目前，募集资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2013~2015 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。2016 年 1~3 月财务数据未经审计。

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，公司合并范围新增3家子公司：冀东水泥铜川有限公司、烟台冀东润泰建材有限公司和海南冀东物流有限公司，合并范围减少原子公司3家：陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司、灵寿冀东中山水泥有限公司和冀东水泥滦县砂岩矿有限责任公司；2016年一季度，公司合并范围无变化。截至2016年3月底，公司合并范围包含66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2015年底，公司合并资产总额412.81亿元，所有者权益（含少数股东权益12.72亿元）113.33亿元。2015年公司实现营业收入111.08亿元，利润总额-17.36亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 414.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益 11.95 亿元）103.13 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.40 亿元，利润总额-10.20 亿元。

1．盈利能力

近年来，全国固定资产投资增速放缓，水泥行业下游需求不足，产品价格持续下滑，公司产能发挥不足，2013~2015 年，公司营业收入快速下降，分别为 157.11 亿元、156.65 亿元和 111.08 亿元，年均复合下降 15.91%。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，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幅更大，公司 2014 年营业利润率为 20.44%，同比下降 4.45 个百分点。2015 年，公司所属区域水泥产能严重过剩，所在的“三北”区域供需矛盾不断扩大以及房地产等下游需求增速大幅放缓，导致公司水泥销量量价齐跌，水泥主业产生重大亏损。公司 2015 年营业利润率为 14.75%，同比下降 5.69 个百分点。

从期间费用来看，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，2015年达到41.40亿元，占同期营业收入的37.27%。公司期间费用主要为管理费用和财务费用，管理费用水平较高的原因主要是生产修理费用及停工损失增加影响；财务费用较 2014 年有所下降，主要是由于国家连续下调贷款基准利率，公司利息支出有所减少。整体看，公司期间费用水平较高，控制能力亟待提高。

2013~2015 年，公司获得投资收益分别为 2.47 亿元、0.16 亿元和 9.51 亿元。2015 年，投资收益大幅增长的原因主要是秦岭水泥重组出售部分股权、出售股票收益及合营、联营公司收益等。

2013~2015 年，公司营业外收入分别为 4.87 亿元、7.05 亿元和 2.76 亿元。其中，获得政府补贴收入分别为 4.46 亿元、5.03 亿元和 2.44 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。2015 年公司营业外收入大幅减少，主要系退税政策变更引起资源综合利用增值税返还减少 29950 万元，但对公司利润总额贡献仍较大。

2013~2015 年，公司主业亏损不断加剧，营业利润分别为-0.28 亿元、-8.39 亿元和-19.88 亿元；利润总额分别为 4.44 亿元、-1.79 亿元和-17.36 亿元。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。

2013~2015 年，公司所得税费用分别为 2.46 亿元、0.98 亿元和 4.15 亿元，2015 年，所得税费用同比大幅增长，主要系递延所得税费用增长所致，当期递延所得税费用较期初增加 4.77 亿元，2015 年递延所得税费用为 3.36 亿元，主要系当期冲回未弥补亏损确认的递延所得税资产 1.72 亿元及递延所得税负债增加 1.28 亿元所致。

2013~2015 年，公司总资本收益率不断下降，分别为 4.24%、3.20%和-1.89%；净资产收益率持续下降，三年分别为 1.43%、-2.07%和-18.97%，公司盈利能力逐年下降。

2016 年 1~2 月，公司水泥生产线开工严重不足，3 月份以来，华北地区水泥下游基建和房地产投资增速有所回暖，水泥销量同比大幅提升，但售价持续走低态势，2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.40 亿元，同比下降 4.57%；营业成本 14.65 亿元，同比增长 0.90%，2016 年 1~3 月营业利润率为-2.22%。同期，公司管理费用为 4.05 亿元，较去年同期下降 0.43 亿元；2016 年 1~3 月公司营业利润持续为负，为-10.52 亿元。2016 年 1~3 月，公司利润总额为-10.20 亿元，公司水泥主业亏损持续恶化。

总体看，由于公司业务收入较为单一，公司收入和利润规模随水泥行业景气度的变动而波动，近年水泥下游需求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，2014 年以来公司持续亏损；同时，期间费用对利润水平侵蚀大；2015 年，公司原控股子公司秦岭水泥完成重大资产重组及公司出售部分金融资产形成较大收益，对利润贡献较大；2015 年，增值税退税政策变更影响公司政府补助同比大幅下滑。

2．现金流及保障

公司经营活动现金流的规模大，2013~2015 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波动下降，经营活动现金流受公司营业收入和销售策略影响大。2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 88.34 亿元，在营业收入减少的影响下同比下降 17.70%，降幅低于营业收入降幅，相应的现金收入比同比上升 11.01 个百分点至 79.53%，主要系公司应收款项下降所致；公司经营活动产生的现金流量净额为 9.17 亿元，同比下降 59.29%。

从投资活动来看，2015 年，公司处置子公司秦岭水泥部分股权及剩余股权计入交易性金融资产、出售部分股票等影响投资活动现金流入同比大幅增长 232.68%至 9.09 亿元。近三年，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，购建固定资产、无形资产等支付的现金快速下降；2015 年，公司投资支付的现金同比大幅增长 272.23%至 4.73 亿元，主要系公司参与吉林亚泰（集团）股份有限公司定向增发所致。总体来看，近三年投资活动现金流出呈逐年下降趋势，公司投资活动现金净流出量不断减少，分别为-15.24 亿元、-11.99 亿元和-3.00 亿元。

2013~2015 年，公司偿还到期债务规模不断增大，公司筹资活动现金流入分别为 119.66 亿元、129.67 亿元和 194.98 亿元，年均复合增长 27.65%；公司主要通过银行借款、发行债券和融资租赁来满足经营和投资的需求，2015 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金同比

大幅增长至 61.20 亿元，主要系将发行债券融资计入此科目所致，此外，还包含融资租赁款和票据保证金。近年来，由于公司对外投资水泥生产线项目持续下降以及受水泥行业景气度下行影响公司对外融资压力有所增加，2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-4.00 亿元、-8.97 亿元和-16.08 亿元。

2016 年 1~3 月，受预收水泥销售款增加影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金大于当期收入规模，现金收入比为 137.26%，较上年同期上升 31.43 个百分点；受预付原燃材料款影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金较多，总体来看，公司经营活动现金流表现为净流出，为-3.23 亿元。同期，投资活动规模较小，净流量为-1.03 亿元，筹资活动现金流净额为 3.50 亿元。

跟踪期内，受公司收入下滑影响，经营活动现金流入不断下降；公司在建项目陆续投产及投资趋缓，投资活动净流出量逐年减少；随着债务的到期偿付，公司对外筹资仍维持较大规模。

3．资本及债务结构

资产质量

2013~2015 年，公司资产规模保持相对稳定。截至 2015 年底，公司合并资产总额 412.81 亿元；资产构成以非流动资产为主，截至 2015 年底，流动资产合计占 21.22%，非流动资产合计占 78.78%，资产结构近三年变化不大。

2013~2015 年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降 5.55%，主要系货币资金、应收票据和存货下降所致。截至 2015 年底，公司流动资产合计 87.61 亿元，以货币资金（占比 22.78%）、交易性金融资产（占比 8.50%）、应收账款（占比 17.83%）、应收票据（占比 13.79%）、预付款项（占比 10.49%）和存货（占比 18.92%）为主。

2013~2015 年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降 12.76%。截至 2015 年底，公司货币资金为 19.96 亿元，其中银行存款占 87.42%，其他货币资金占 12.30%；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。2013~2015 年底，公司使用受限货币资金分别为 1.17 亿元、3.20 亿元和 2.46 亿元。

2013~2015 年，公司交易性金融资产快速增长，年均复合增长 200.88%，2015 年底为 7.45 亿元，同比增长 375.06%，主要系 2015 年公司原控股子公司秦岭水泥完成重大资产重组后，不再是公司并表子公司，公司将对秦岭水泥的剩余股权计入交易性金融资产所致。

近三年，公司应收票据快速下降，年均复合下降 24.83%，主要系公司增加了票据付款所致，2015 年底为 12.08 亿元，全部为银行承兑汇票。截至 2015 年底，公司已质押的应收票据合计 1.07 亿元。

2013~2015 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 15.86%。截至 2015 年底，公司应收账款账面余额为 18.36 亿元，公司共计提坏账准备 2.74 亿元，计提比例为 14.92%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占 53.84%，1~2 年的占 20.91%，其余均为 2 年以上。前五名欠款单位应收账款占应收账款总额的 44.58%，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 5.12 亿元。

2013~2015 年，公司预付账款波动中有所下降，年均复合下降 11.97%。截至 2015 年底，公司预付账款余额为 9.19 亿元；其中 1 年以内占 52.94%，1 至 2 年占 17.97%，2~3 年占 12.26%，3 年以上占 16.83%。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。2015 年底，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 42.73%。

2013~2015 年，公司存货波动中有所下降，年均复合下降 13.23%。截至 2015 年底，公司存货账面余额 16.13 亿元；其中 53.92%为煤炭

等原材料、27.38%为在产品、18.63%为库存商品，构成方面较上年底变化不大。公司存货按成本与可变现净值孰低原则计价，共计提了0.84 亿元的存货跌价准备，占存货账面余额的5.21%，计提比例较低。

2013~2015 年，公司其他应收款分别为4.09 亿元、3.94 亿元和 6.42 亿元，年均复合增长 25.24%。公司其他应收款主要由押金、保证金、备用金、政府借款、股权定金等构成；受公司股权收购定金大幅增加影响，2015 年底公司其他应收款规模大幅增加，主要系公司之前年度预付的股权收购定金，由于收购事项无法进行或投资尚无进展等原因，公司将其从预付款项科目转到其他应收款核算，并按照 50%的比例确认坏账准备 9690 万元。公司按账龄组合计提坏账的其他应收款中，1 年以内占比38.32%，1~2 年占 7.20%，2~3 年占 32.98%，3 年以上占 21.50%；共计提 2.44 亿元的坏账准备，坏账计提比例为 27.56%，计提较为充分。

2013~2015 年，公司非流动资产保持相对稳定。截至 2015 年底，公司非流动资产合计325.21 亿元，主要由固定资产（占 75.66%）、长期股权投资（占 5.57%）和无形资产（占8.85%）构成。

2015 年底，公司可供出售金融资产 7.87 亿元，为公司参与 2015 年吉林亚泰（集团）股份有限公司定向增发所致。

2013~2015 年，公司固定资产分别为261.64 亿元、254.80 亿元和 246.04 亿元，有所下降。2015 年，公司 11.96 亿元的在建工程项目转入固定资产；2015 年底，公司累计折旧119.89 亿元、减值准备 0.81 亿元。通过融资租赁租入的固定资产账面价值合计 29.93 亿元。

2013~2015 年，公司在建工程分别为 12.81 亿元、15.59 亿元和 12.91 亿元，波动幅度较小。截至 2015 年底，公司在建工程主要为砂石骨料生产线、水泥矿渣生产线和新型干法电石渣水泥资源综合利用项目等。

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。2013~2015 年，公司长期股权投资分别为21.99 亿元、23.44 亿元和 18.10 亿元，波动中有所下降，主要系按权益法核算的唐山冀东混凝土有限公司大幅亏损所致。

公司无形资产主要为土地使用权、矿山采矿权和非专利技术等，近三年年均复合增长6.49%。截至 2015 年底，公司无形资产为 28.79 亿元，同比小幅增长 1.19%，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74.09%。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额414.44 亿元，较 2015 年底变动不大，资产构成仍以非流动资产为主，占 77.12%，流动资产占 22.88%，资产结构与 2015 年底基本一致。截至 2016 年 3 月底，公司流动资产合计 94.84 亿元，同比增长 8.25%，主要来自预付款项的增长。截至 2016 年 3 月底，公司预付款项大幅增长 127.12%至 20.86 亿元，主要系预付原燃材料款所致；非流动资产合计 319.60 亿元，较 2015 年底下降 1.72%，其中固定资产下降1.96%，主要系折旧带来的减少。

跟踪期内，公司资产规模保持相对稳定，资产构成仍以非流动资产为主，资产结构符合水泥行业特点；流动资产中存货、应收账款和货币资金占比大，非流动资产以固定资产和无形资产为主，公司整体资产质量尚可。

负债

2013~2015 年，公司负债规模有所波动，年均复合增长 1.28%。截至 2015 年底，公司负债合计 299.48 亿元。从构成上看，近三年流动负债占比分别为 48.91%、64.57%和 68.69%，公司流动负债占比快速上升。

2013~2015 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 19.90%。截至 2015 年底，公司流动负债合 205.71 亿元，同比增长 4.05%，主要由于短期借款和其他流动负债增长带动。流

动负债主要以短期借款（占比 45.19%）、应付账款（占比 10.09%）、一年内到期的非流动负债（占比 17.72%）和其他流动负债（占比 19.46%）为主。

2013~2015 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 45.80%。截至 2015 年底，公司短期借款余额 92.96 亿元，同比增长 37.04%，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。

2013~2015 年，公司应付账款不断下降，年均复合下降 12.93%。截至 2015 年底，应付账款为 20.75 亿元，其中 1 年以内的应付账款占 76.58%，主要是应付原材料款、工程款和设备款。

2013~2015 年，公司其他应付款有所增长，年均复合增长 7.24%，截至 2015 年底为 9.48 亿元，主要是应付关联方往来款、押金、质保金及保证金等。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 37.32 亿元、54.04 亿元和 36.45 亿元，波动幅度较大。公司近年到期债务较多，短期偿付压力较大。

2013~2015 年，公司其他流动负债分别为 20.02 亿元、30.05 亿元和 40.04 亿元，年均复合增长 41.41%，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）；2015 年公司发行 1 期短期融资券（本金合计 10 亿元）和 6 期超短期融资券（本金合计 30 亿元）。

2013~2015 年，公司非流动负债快速下降，年均复合下降 20.63%，主要来自长期借款的减少。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 93.77 亿元，同比下降 13.55%。公司非流动负债以长期借款（占比 12.04%）、应付债券（占比 65.29%）和长期应付款（占比 16.51%）为主。

2013~2015 年，公司长期借款快速下降，近三年分别为 69.63 亿元、29.19 亿元和 11.29 亿元，年均复合下降 59.74%，主要系公司项目借款陆续到期，同时一年内到期的长期债务增加所致。2015 年底，长期借款中保证借款和信用借款分别占 32.40%和 67.60%。

2013~2015 年，公司应付债券波动中有所下降，分别为 71.05 亿元、71.13 亿元和 61.23 亿元，年均复合下降 7.17%。截至 2015 年底，公司应付债券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 5.12 亿元、4.63 亿元和 15.48 亿元，年均复合增长 73.99%，本报告将其计入长期债务核算。近年来，水泥行业景气度持续下行且为产能过剩、属于“三高”行业，金融机构对其信贷政策有所收紧，且随着公司新建、收购水泥生产线项目的不断减少，导致公司长期借款大幅下降，但通过融资租赁等形式的长期应付款快速增长。

2013~2015 年，公司全部债务规模有所波动，分别为 249.21 亿元、263.22 亿元和 260.26 亿元，年均复合增长率为 2.19%。截至 2015 年底，公司短期债务占 66.19%、长期债务占 33.81%。近年来，公司短期债务占比持续上升，长期债务占比持续下降，主要系公司长期借款需求弱化及融资难度加大，导致公司通过发行超短期融资券和短期借款等短期融资方式筹集资金力度加大。

2013~2015 年，公司资产负债率逐年上升、长期债务资本化比率逐年下降，2015 年底分别为 72.55%和 43.71%；随着近年来公司经营业绩下滑，亏损幅度加大，不断侵蚀未分配利润，公司权益规模逐年下降，导致全部债务资本化比率逐年上升，近三年分别为 64.19%、66.20%和 69.66%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 311.31 元，较 2015 年底增长 3.95%，其中流动负债占 68.27%，非流动负债占 31.73%，公司负债结构变动不大。截至 2016 年 3 月底，公

司流动负债合计 212.55 亿元，较 2015 年底增长 3.32%，主要由于其他流动负债增加所致，截至 2016 年 3 月底其他流动负债 45.05 亿元，主要系公司 2016 年新发行一期超短期融资券（本金合计 5 亿元）；预收款项较 2015 年底增长 286.31%至 8.81 亿元，主要系预收水泥销售款所致；非流动负债合计 98.77 亿元，较 2015 年底增长 5.33%，主要由于长期借款增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司有息债务为 249.71 亿元，较 2015 年底下降 4.05%；其中短期债务占 69.11%，较 2015 年底增加 2.92 个百分点。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至 75.12%和 70.77%，债务负担进一步加重，长期债务资本化比率降至 42.79%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模变动不大，但债务结构中短期债务占比逐年增大，短期支付压力较大，债务结构有待优化；随着公司主业经营亏损加剧对权益造成侵蚀，公司整体债务负担不断加重。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益分别为 139.00 亿元、134.37 亿元和 113.33 亿元，年均复合下降 9.70%，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 13.39%，资本公积占 48.92%，盈余公积占 10.09%，未分配利润占 25.11%，公司所有者权益稳定性一般。

2013~2015 年，公司实收资本均为 13.48 亿元。近三年，公司资本公积分别为 51.29 亿元、51.24 亿元和 49.22 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（以下简称“秦岭水泥”）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；2015 年，资本公积减少，主要系①同一控制下企业合并冀东水泥铜川有限公司（以下简称“铜川公司”）支付的对价款大于对方净资产的入账价值 16578 万元；②本期处置秦岭水泥，以前年度出售秦岭水泥股票产生的收益本年自资本公积转入投资收益 4587 万元。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 11.95 亿元）103.13 亿元，较 2015 年底下降 9.00%，主要系未分配利润持续下滑所致。所有者权益结构较 2015 年底变动不大。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，随着公司债务期限结构中短期债务占比逐年增大，公司流动比率和速动比率均处于较弱水平且呈逐年下降趋势，近三年流动比率分别为 68.62%、52.65%和 42.59%，速动比率分别为 54.42%、42.04%和 35.15%。整体看，公司短期支付压力逐年增大。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比分别为 8.49%、11.40%和 4.46%，呈波动下降趋势。2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均较 2015 年底有所改善，分别为 44.62%和 37.66%，较 2015 年底分别上升 2.03 和 2.51 个百分点。总体看，公司短期债务规模较大，面临较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，随着主业亏损的不断加剧，公司EBITDA呈持续下降态势，分别为39.82亿元、36.00亿元和20.19亿元；公司EBITDA利息倍数不断下降，三年分别为2.61倍、2.27倍和1.33倍；全部债务/EBITDA不断增长，分别为6.26倍、7.31倍和12.89倍，2015年，EBITDA对全部债务的保障能力迅速减弱。综合来看，公司债务负担不断加重，整体偿债能力显著下降。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保余额 0.59 亿元，担保比率为 0.57%；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。

截至2016年3月底，公司共获得银行授信额度444.33亿元，已使用额度281.63亿元，尚未使用额度为162.70亿元，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。

5. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1013020800021500B），截至2016年5月18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。

6．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。

十、存续债券偿还能力

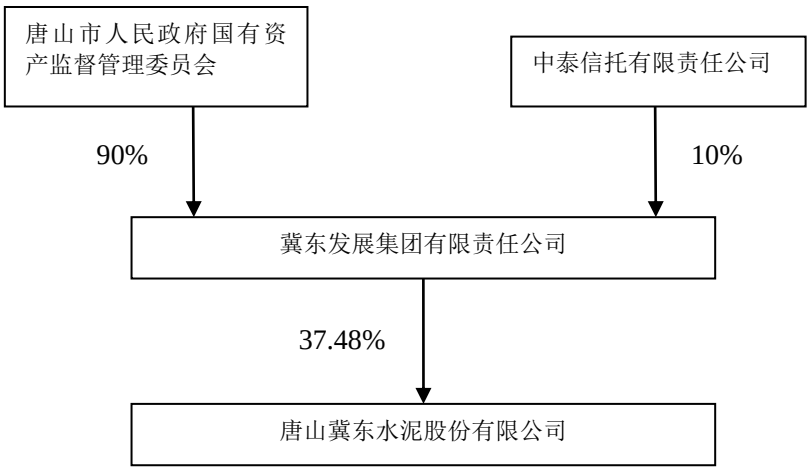
截至2015年底和2016年3月底，公司现金类资产分别为37.03亿元和31.90亿元（已剔除使用受限的货币资金），现金类资产对“15 冀水泥CP001”的保障倍数分别为3.70倍和3.19倍。2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为20.19亿元、94.44亿元和9.17亿元，对“15 冀水泥CP001”的覆盖倍数分别为2.02倍、9.44倍和0.92倍。

总体来看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对待偿还债券的保障程度强。

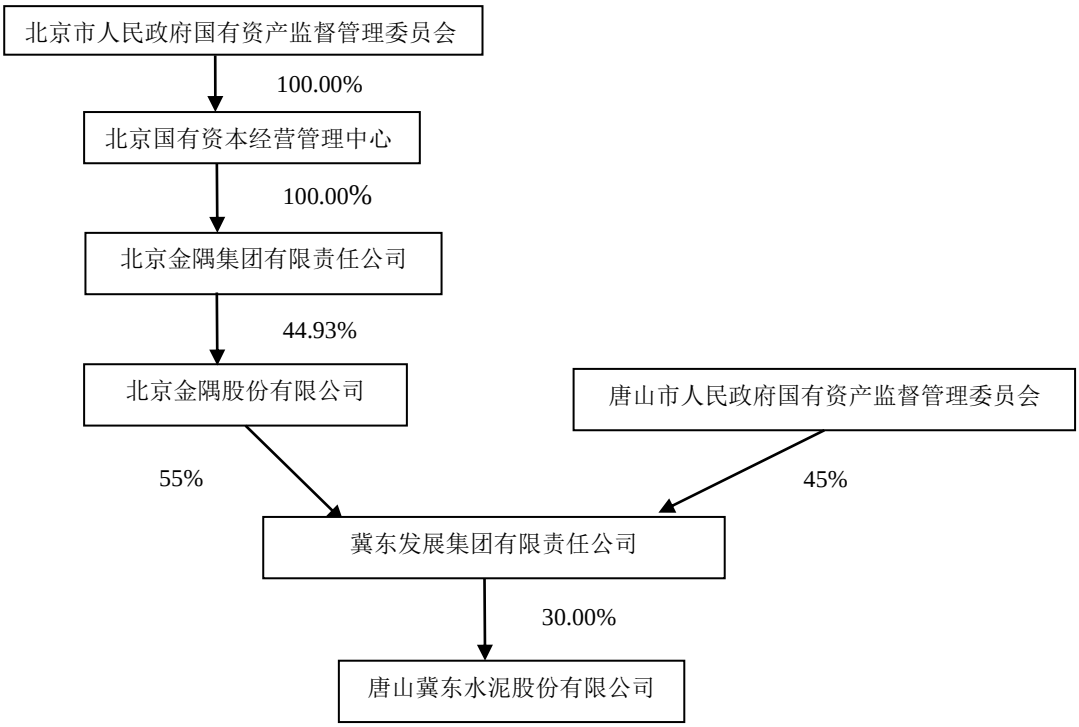
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA^{+}的主体长期信用等级，列入信用评级观察名单，并维持 “15 冀水泥 CP001”A-1 的信用等级。

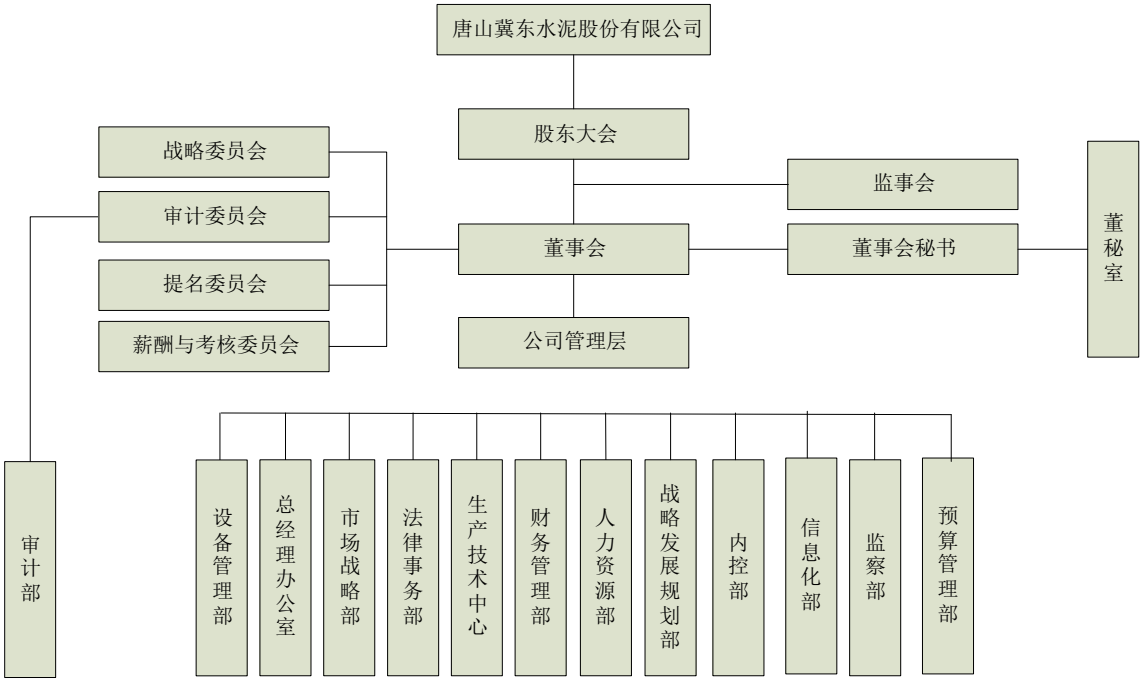
附件1-1　截至2016年3月底冀东水泥股权结构图
（冀东集团与金隅股份重组事宜完成前）



附件1-2　冀东集团与金隅股份重组事宜完成后冀东水泥股权结构图



附件 2　公司组织机构图


唐山冀东水泥股份有限公司
股东大会
战略委员会
审计委员会
提名委员会
薪酬与考核委员会
监事会
董事会
董事会秘书
董秘室
公司管理层
审计部
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

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.26	45.22	37.03	31.90
资产总额(亿元)	430.94	440.54	412.81	414.44
所有者权益(亿元)	139.00	134.37	113.33	103.13
短期债务(亿元)	103.41	158.27	172.27	172.57
长期债务(亿元)	145.79	104.95	88.00	77.14
全部债务(亿元)	249.21	263.22	260.26	249.71
营业收入(亿元)	157.11	156.65	111.08	14.40
利润总额(亿元)	4.44	-1.79	-17.36	-10.20
EBITDA(亿元)	39.82	36.00	20.19	--
经营性净现金流(亿元)	12.15	22.53	9.17	-3.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.52	4.74	3.66	--
存货周转次数(次)	11.52	6.00	5.19	--
总资产周转次数(次)	0.73	0.36	0.26	--
现金收入比(%)	69.71	68.52	79.53	137.26
营业利润率(%)	24.89	20.44	14.75	-2.22
总资本收益率(%)	4.24	3.20	-1.89	--
净资产收益率(%)	1.43	-2.07	-18.97	--
长期债务资本化比率(%)	51.19	43.85	43.71	42.79
全部债务资本化比率(%)	64.19	66.20	69.66	70.77
资产负债率(%)	67.75	69.50	72.55	75.12
流动比率(%)	68.62	52.65	42.59	44.62
速动比率(%)	54.42	42.04	35.15	37.66
经营现金流动负债比(%)	8.49	11.40	4.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.61	2.27	1.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	7.31	12.89	--

注：　1、已将其他流动负债的有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务核算；
2、2016 年 1~3 月财务数据未经审计；
3、现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 4　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	（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
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

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 5　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 6　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