

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 632 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⁺，将评级展望调整为负面，并维持“14冀水泥CP003” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月二十二日



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: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
14 冀水泥 CP003	10 亿元	2014/11/24- 2015/11/24	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 5 月 22 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	47.05	48.43	48.42	48.64
资产总额(亿元)	415.04	430.94	440.54	442.23
所有者权益(亿元)	133.66	139.00	134.37	127.07
短期债务(亿元)	95.33	103.41	158.27	174.23
全部债务(亿元)	237.89	249.21	263.76	274.36
营业收入(亿元)	146.13	157.11	156.65	15.09
利润总额(亿元)	2.27	4.44	-1.79	-8.48
EBITDA(亿元)	31.27	39.82	33.64	--
经营性净现金流(亿元)	9.56	12.15	22.53	0.99
营业利润率(%)	23.05	24.89	20.44	3.27
净资产收益率(%)	1.03	1.43	-2.07	--
资产负债率(%)	67.80	67.75	69.50	71.27
全部债务资本化比率(%)	64.03	64.19	66.25	68.34
流动比率(%)	73.57	68.77	52.65	51.60
全部债务/EBITDA(倍)	7.61	6.26	7.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.56	2.08	--
经营现金流流动负债比(%)	7.02	8.51	11.40	--

注: 1、2013 年和 2014 年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 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘新泉 刘秀秀

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, 跟踪期内华北和东北等公司主要市场水泥均价持续下降; 公司产能规模持续扩张, 2014 年产销量同比有所增长。但同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司主要区域市场水泥行业竞争激烈、面临产能过剩压力, 产能利用率不高, 2015 年一季度水泥产品价量齐跌导致公司亏损加剧, 短期债务规模持续增长、面临较大的短期偿付压力, 公司期间费用对利润水平侵蚀大等因素对公司经营发展带来的不利影响。

随着未来京津冀一体化发展的逐步推进, 公司水泥产品技术水平及产能优势有望得以显现。但是未来一段时间内, 公司区域内水泥市场供需关系难以得到根本改善, 政策拉动效应仍有待观察, 公司经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格及需求的支撑, 公司仍将面临较大的经营压力。联合资信对公司评级展望为负面。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望调整为负面, 并维持“14 冀水泥 CP003” A-1 的信用等级。

优势

1. 随着《京津冀协同发展规划纲要》的落地, 公司主要区域市场水泥需求有望随交通等基础设施建设的推进而逐步回暖。
2. 2014 年, 公司产能规模进一步扩大, 产销量继续增长, 收入规模增长, 区域市场地位进一步提升。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“14 冀水泥 CP003”的保障程度高。

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，受外围经济持续疲软，房地产投资放缓影响，近年来水泥需求增速放缓，2014 年全国水泥产量增速创 1991 年以来新低。

2. 跟踪期内，公司产能主要布局的华北和东北地区水泥均价不断下滑，公司整体水泥产品售价下降，同时期间费用对利润空间侵蚀大，2014 年出现公司上市以来首次年度利润总额亏损；2015 年一季度水泥产品价格齐跌导致公司亏损加剧。
3. 跟踪期内，公司短期债务规模不断上升，整体债务负担持续加重，短期偿付压力加大。

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“14冀水泥 CP003”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（以下简称“联合资信”）关于唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用及“14 冀水泥 CP003”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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”。

经历数次变更后，公司于2011年向菱石投资有限公司（以下简称“菱石投资”）非公开发行股票134752300股。截至2015年3月底，公司总股本为1347522914.00股，控股股东冀东集团持股比例为38.63%，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（股权结构见附件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、预算管理部等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3月底，公司合并资产总额442.23亿元，所有者权益（含少数股东权益15.13

亿元）127.07亿元。2015年1~3月公司实现营业收入15.09亿元，利润总额-8.48亿元。

公司注册地址：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。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长

9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。水泥行业与宏观经济整体

发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著。

根据国家统计局数据，2014 年全年水泥产量为 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，增速显著放缓，是自 1991 年以来的历史最低增速；2014 年 1~9 月，全国累计销售水泥 17.92 亿吨，较 2013 年同期增长 4.25%。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的 30% 和 25%。2012 年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业，2014 年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为 11.22 万亿元，同比增长 19.93%，较 2013 年增速下降 1.25 个百分点。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2014 年全国房地产开发投资 9.50 万亿元，同比名义增长 10.5%（扣除价格因素实际增长 9.9%），增速较 2013 年显著放缓，增速为近 10 年来的最低值；其中住宅投资增长 9.2%，房屋新开工面积 17.96 亿平方米，比上年下降 10.7%，其中住宅新开工面积下降 14.4%。由此看出，基建投资的较快增长，为 2014 年水泥需求总量的稳定提供了重要支撑，但房地产投资增速的快速下滑是导致 2014 年水泥需求增速大幅下降的主要因素。

表 1 2014 年分地区投资完成增速情况（单位：%）

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

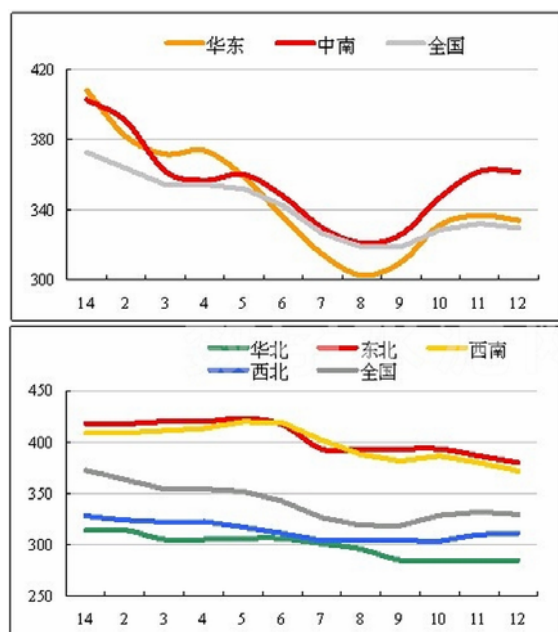
资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

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

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

2014 年全国水泥投资完成 1080 亿元，同比下降 19%，是继 2011 年的大幅下滑后，水泥投资连续 4 年下降。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。据中国水泥协会统计，2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨，累计产能比上年增长 4%；但由于 2014 年的整体需求形势差于预期，仅增长 2% 左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。

图 5 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势（元/吨）



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

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

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区 2014 年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区 2014 年延续 2013 年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过 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。

行业经济效益

根据国家统计局统计数据，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年一季度水泥市场需求弱势开局,累计生产水泥4.28亿吨,同比2014年一季度下降3.4%,是本世纪以来首次在一季度出现负增长的年份。固定资产、房地产投资双双回落,尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓,投资失速致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。

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

多重因素叠加导致水泥价格深度下跌:一是,一季度水泥行业传统淡季,价格环比上年四季度均会有所回落,加之2015年开局便遭遇持续雨雪天气,对市场成交产生一定阻碍;二

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

量价齐跌,行业盈利堪忧,根据国家统计局统计,2015年前2个月,中国水泥行业累计实现利润仅为0.78亿元,同比去年大幅下滑97%。效益大幅下滑,主要是2015年1、2月份水泥价格延续了2014年底的水泥价格走低影响。从近10年来看,前2个月利润走势来看,目前已经是较差水平,仅次于2006年。从区域来看,表现为北方亏损加大,南方盈利收窄。前2个月是北方省份是行业最淡季节,大部分地区下游基本处于停工状态,如往年一样,华北、东北、西北整体亏损,但2015年亏损额比2014年进一步拉大,2015年前两个月北方省份总体亏损超过44亿元(去年亏损38亿元)。其中,亏损额最大的是河北省,整体亏损25亿元。4月份随着市场需求逐步恢复,利润有望小幅回升。预计上半年行业效益仍较为严峻。

行业政策

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

产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）等。

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

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

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

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。交通等基础设施建设的推进将促进京津冀地区水泥市场需求的逐步回暖。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，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇，进而大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。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，景气度持续低迷，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。

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3月底，公司总股本为1347522914.00股，控股股东冀东集团持股比例为38.63%，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. 企业规模及竞争力

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。截至2015年3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。

公司拥有24项石灰石矿采矿权，目前，公

司石灰石资源可采储量超过 20 亿吨，充足的原料供应为公司生产提供了有力的保证。

总体来看，公司区位优势和资源明显，在区域市场占有率较高，整体竞争实力强。

3. 重大资产重组

根据公司与中再生资源开发有限公司签署的《股份转让协议》，公司于 2015 年 4 月 17 日完成陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司（以下简称“秦岭水泥”）股权的转让手续，将持有的秦岭水泥股票 1 亿股转让过户给中再生资源开发有限公司，获得转让收入 2.75 亿元，并实现投资收益 1 亿元；转让事项完成后，公司不再是秦岭水泥第一大股东。同时，公司尚持有秦岭水泥股份 0.85 亿股（计入交易性金融资产科目），该部分股份可在二级市场随时变现；由于会计科目调整，该部分股份将按市场价格计量，公司短期内将实现较大的投资收益。

六、管理分析

跟踪期内，公司副总经理李占军于 2014 年 3 月 17 日个人申请辞职，现已离职。2014 年 9 月 12 日，公司副总经理龚天林因到法定退休年龄，已办理退休手续。

跟踪期内，公司无其他法人治理结构、高级管理人员等方面的重大变化。

七、经营分析

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 年一季度，公司所处北方地区市场竞争尤其激烈，水泥价格较同期降低 23 元/吨，虽然煤炭价格大幅降低、公司自身采取了一系列降本增效措施，但成本下降幅度小于水泥产品市场价格的降低；此外，受错峰停产影响，公司一季度水泥产量同比大幅下降 20.92%，导致固定成本分摊上升，毛利率水平大幅降低。

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 14.94 亿元，同比下降 29.75%，主要是由于公司主要所在区域错峰停产以及需求量下降所致；其中水泥收入 12.47 亿元，熟料收入 1.92 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，主要是由于一季度水泥产品价量齐跌，产能发挥不足，单位固定成本增加所致，导致其毛利率水平大幅下跌。

表 2 近三年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	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	12.47	83.47	5.69
熟料	12.79	8.78	17.75	14.56	9.34	12.70	14.82	9.51	7.76	1.92	12.85	-4.68
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	0.55	3.68	-18.18
合计	145.59	100.00	23.58	155.84	100.00	25.29	155.82	100.00	20.76	14.94	100.00	3.48

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；煤炭采购量方面也随公司产量的增加而有所增长。公司煤炭采购款结算方式一般为到货当月挂账，次月付款。

表3 公司原材料采购数据

原料	项目	2013年	2014年	2015年1~3月
煤炭	采购量（万吨）	748	816.20	79.99
	采购均价（元/吨）	502	448.17	408.31
电力	外购用电量（亿千瓦时）	43	43.48	4.55
	采购均价（元/千瓦时）	0.55	0.54	0.64

资料来源：公司提供

注：由于部分区域涉及外购电采用水利发电，一季度为枯水期，导致平均外购电价上涨。

2014年，公司分别利用余热发电15.15亿度，余热发电产生电量占公司用电总量的25.84%，公司利用余热发电成本约为0.17元/度，节约电费成本约5.6亿元。

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

产品生产

截至2015年3月底，公司水泥产能达到12528万吨/年（包括试生产的生产线产能），熟

料产能为7483万吨/年，分别较2013年底增加653万吨/年和166万吨/年，主要是由于奎山公司新建生产线投产及收购了灵寿公司和包钢西创公司。公司主要生产区域仍然为冀东大区、冀中南大区、陕西大区、内蒙大区和东北大区等。

表4 截至2015年3月底公司水泥熟料产能分布情况

大区	水泥产能（万吨）	熟料产能（万吨）
冀东大区	3360	1956
冀中南大区	1414	986
滨海大区	380	239
陕西大区	1976	1345
山西大区	824	505
内蒙大区	2111	1103
湖南地区	268	166
东北大区	1294	638
渝川大区	901	545
合计	12528	7483

资料来源：公司提供

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%。2014年水泥和熟料的产能利用率分别为57.81%和81.61%，同比均有所提升。

表5 公司产销情况（单位：万吨）

产品	产量			销量		
	2013年	2014年	2015年1-3月	2013年	2014年	2015年1-3月
水泥	6596	7242	748	6618	7250	796
熟料	5412	6107	708	1175	1386	207

资料来源：公司提供

注：1、表中熟料销量统计为扣除满足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。

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。

跟踪期内，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%。

跟踪期内，公司水泥产品结算以现款结算为主，对个别合作时间长、信用良好的客户或国家重点工程客户，给予一定的信用期或周转量。其中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28.23%；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。

表6 公司主要产品售价

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

资料来源：公司提供

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，然而需求的降低又导致了市场企业的价格竞争，从而导致水泥市场的价量齐跌。而公司主要区域华北地区市场竞争更加激烈，进而导致价格的大幅下跌。2015年一季度水泥和熟料的平均售价分别为197元/吨和143元/吨，较2014年四季度均价进一步下跌了11元/吨和21元/吨。

未来发展

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

公司结合水泥行业发展特征和自身的特点，制定了“区域领先”的发展战略，以提高公司在区域市场的掌控能力，同时保证在新涉足市场的规模、成本、技术、管理等方面处于领先地位。公司未来将以存量整合为主，在已有布局的区域进行整合，重点关注京津冀、东北及陕西区域的并购重组机会。

公司所在区域以及重点布局位于京津冀地区，公司已经中标的重点项目包括京沈客运专线、唐曹铁路、天津铁路枢纽西南环线、国家电网丰宁电站、天津117大厦、张承高速、京台高速、密涿高速、京沈高速公路改扩建工程、天津机场线等。

未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和中国“一带一路”基础设施建设、京津冀协同发展等对水泥需求的拉动，以及2015年以来国家实施的房地产新政及央行采取的降准降息的宽松货币政策，均有利于区域

水泥行业的逐步回暖。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。

八、财务分析

公司提供的 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，并出具了标准无保留审计意见，2015 年一季度财务报告未经审计。

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%）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 年一季度公司合并范围内无子公司增减变化。整体上看，跟踪期内，公司合并范围内变化不大，财务数据可比性较好。

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 3 月底，公司合并资产总额442.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益15.13 亿元）127.07 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 15.09 亿元，利润总额-8.48 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，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，跟踪期内公司费用收入比保持在较高水平，2014 年达到 26.18%，公司费用水平较高的原因主要是由于公司近年来资产规模快速扩大过程中新建项目及并购重组导致的管理费用、财务费用等固定开支持续增长，为公司带来较大的费用负担。

非经常损益方面，2014 年，公司获得投资收益仅为 0.16 亿元，较 2013 年减少 2.31 亿元，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。2014 年公司营业外收入为 7.05 亿元，同比大幅增长 44.63%，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（2013 年和 2014 年分别为 3.48 亿元和 4.40 亿元）增长是由于 2014 年公司生产可退税品种增加，同时 2014 年生产可退税水泥品种产量增加，退税金额增长。近年来，公司获得的资源综合利用增值税退税情况较为稳定，持续性较好，对公司利润总额贡献大。

2014 年，公司营业利润和利润总额分别为 -8.39 亿元和 -1.79 亿元，分别同比大幅减少 8.11 亿元和 6.24 亿元；其中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。

受公司主要经营区域自然条件影响，每年一季度，公司区域内项目基建开工水平和水泥需求处于年内低位，影响公司收入和盈利状况有较为明显的季节波动表现。2015 年一季度，公司所处北方地区市场竞争尤其激烈，水泥价格较同期大幅下跌；同时，受错峰生产影响，

公司一季度水泥产量同比大幅下降 20.92%，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 年一季度，公司实现营业收入 15.09 亿元，同比大幅下降 29.49%；营业利润率仅为 3.27%，同比大幅下降 7.79 个百分点。同期，公司管理费用为 4.48 亿元，较同期增长 0.49 亿元，增幅 12.20%；公司投资收益为-1.14 亿元，较同期下降 0.31 亿元，降幅 37.34%，导致公司营业利润进一步降低。2015 年一季度，公司营业利润和利润总额分别为-8.52 亿元和-8.48 亿元，同比分别减少 2.04 亿元和 2.00 亿元。

总体看，由于公司业务收入较为单一，跟踪期内，受区域水泥市场景气度不断下行影响，公司收入水平、投资收益及利润规模不断下降，同时期间费用对利润水平依然侵蚀较大，公司经营业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场价格以及下游需求的支撑，仍存在一定的经营压力。资源综合利用增值税退税对公司利润总额水平贡献较大。

2. 现金流及保障

2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金达 107.34 亿元，同比下降 1.99%，相应的现金收入比仅为 68.52%，主要是由于下游搅拌站资金链较为紧张，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，同比大幅增长 85.44%，主要是采购环节票据结算金额增加，现金支出减少所致。

2014 年，由于公司在建项目陆续建成投产，投资活动现金流出规模有所减少，公司投资活动现金流量净额为净流出 11.20 亿元，同比下降 26.51%。

2014 年，公司对外投资持续下降，随公司盈利能力和经营获现能力的改善，公司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。2014 年公司偿还债务支付的现金大于取得借款受到的现金，筹资活动现金流

量净额为-8.97 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 16.95 亿元，由于收入规模下降，同比下降 19.25%；现金收入比显著改善，为 105.83%，主要是由于年初集中回款，以及由于淡季销售水泥的价格较低，部分客户为锁定低价，采用预付款的形式付款导致预收款增多所致。公司经营活动现金流量净额为 0.99 亿元。同期投资活动资本支出继续缩减，公司投资活动现金净流出为 1.78 亿元。筹资活动现金净流量为净流入 7.19 亿元。

跟踪期内，受下游客户票据结算增多影响，2014 年公司现金收入比水平较低；随着公司主要在建项目陆续建成投产，公司对外投资规模继续下降，预计未来债务负担将不会大幅上升。

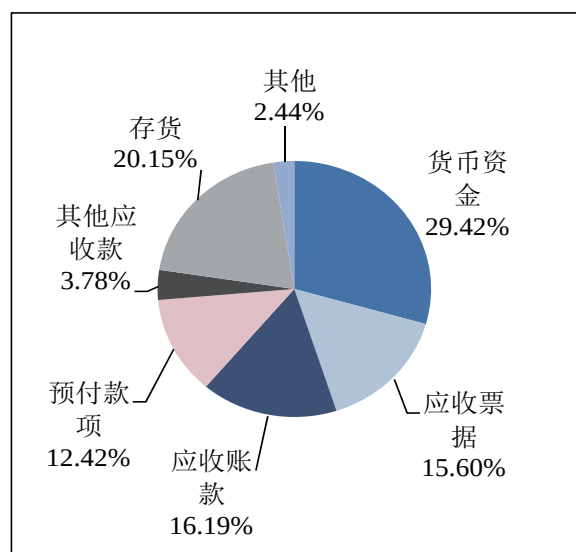
3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司合并资产总额 440.54 亿元，同比增长 2.23%，其中流动资产合计占 23.63%，非流动资产合计占 76.37%，资产结构较上年底变化不大。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 104.08 亿元，以货币资金、应收账款、应收票据和存货为主。

图2 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金为 30.62 亿元，同比增长 16.75%，其中其他货币资金占 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。

跟踪期内，由于公司采用票据结算增加，公司应收票据保持较大规模，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%，坏账准备 2.51 亿元，占全部应收账款账面余额的 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%。公司计提坏账准备 2.51 亿元，占全部应收账款的 12.99%。

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%为在成品、18.66%为库存商品，构成方面较上年变化不大。公司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%。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 336.46 亿元，同比增长 1.12%，主要是非流动资产以固定资产（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%）为主。

截至 2014 年底，公司在建工程 15.59 亿元，主要为项目技改及在建水泥生产线项目。

截至 2014 年底，公司无形资产为 28.45 亿元，其中土地使用权占 75.47%，同比增长 12.07%，主要为新增土地使用权。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额

442.23 亿元，较 2014 年底略有增长，资产构成仍以非流动资产为主，占 75.27%，流动资产占 24.73%，资产结构与 2014 年底相比基本一致。截至 2015 年 3 月底，公司流动资产合计 109.37 亿元，其中应收票据大幅下降 37.10%至 10.21 亿元，主要是由于银行承兑汇票贴现及对外支付所致；公司存货较 2014 年底增长 14.50%，主要是由于水泥冬储所致。2015 年一季度公司非流动资产规模和构成均较 2014 年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产不断增长，资产构成仍以非流动资产为主，资产结构基本合理，流动资产中存货和货币资金占比大，现金类资产充足，整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 134.37 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。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 127.07 亿元，较 2014 年底下降 5.43%，主要是由于公司当期亏损导致公司所有者权益较 2014 年底有所下降。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 306.17 亿元，同比增长 4.87%，其中流动负债占 64.57%，非流动负债占 35.43%，公司流动负债占比同比大幅上升。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。截至 2014 年底，公司短期借款余额 67.83 亿元，占流动负债的 34.31%，在流动负债中占比较高。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。公司其他应付款持续增长，2014 年底为 9.21 亿元，主要是关联方往来款、押金、质保金及保证金等。2014 年

公司发行了 3 期短期融资券（共计 30 亿元），计入其他流动负债，本评级报告中将其计入短期债务。

随着公司长期债务的陆续到期，2014 年公司长期借款大幅下降，并导致公司非流动负债同比下降 36.77%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 108.47 亿元，长期借款和应付债券分别占比 26.91%和 65.58%。截至 2014 年底，公司长期借款 29.19 亿元，同比下降 58.08%，其中保证借款和信用借款分别占 34.20%和 65.80%。

截至 2014 年底，公司应付债券 71.13 亿元，同比变化不大，主要为一期企业债、五期公司债及四期私募债。公司长期应付款中全部为融资租赁款，本评级报告中将其计入长期债务。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 315.15 亿元，规模和构成方面均较 2014 年底保持稳定，仍以流动负债为主，其中流动负债占 67.25%，非流动负债占 32.75%。其中，预收款项 6.61 亿元，较 2014 年底大幅增长 137.80%，主要是由于淡季销售水泥的价格较低，部分客户为锁定低价预付货款导致预收款增多；长期借款为 17.29 亿元，较上年底下降 40.76%；短期借款为 92.40 亿元，较上年底增长 36.23%；长期应付款较上年底大幅增长 125.55%至 11.67 亿元，主要为新增融资租赁款。

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%。截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 69.50%、66.25%和 43.98%，较 2013 年底分别变动 1.75、2.05 和-7.21 个百分点。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 274.36 亿元，较 2013 年底增长 4.02%；2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 71.27%、68.34%和 44.07%，由于公司 2015 年一季度亏损，债务率指标均较 2014 年底略有弱化。

总体看，跟踪期内，随着公司长期债务的陆续到期，公司短期债务规模快速上升，整体债务负担持续加重。

4. 偿债能力

截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为52.65%和42.04%，同比分别下降16.13和12.51个百分点，主要是由于当年流动负债同比大幅增长所致，上述指标均处于较弱水平。2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别为51.60%和40.27%，持续弱化。2014年公司经营现金流动负债比为11.40%，较2013的8.51%有所上升。截至2014年底公司现金类资产48.42亿元，为短期债务的0.31倍；截至2015年3月底，公司现金类资产48.64亿元，为短期债务的0.28倍。总体看，公司现金类资产较为充足，但仍面临一定的短期偿付压力。考虑到公司尚持有的0.85亿股秦岭水泥股票可以在二级市场出售，能为公司提供一定的短期流动资金。

从长期偿债能力指标看，2014年公司 EBITDA为33.64亿元，较2013年下降15.52%。2014年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为2.08倍和7.84倍，均较上年有所弱化。长期看，公司各项竞争优势有望随政策拉动效应以及区域市场供需关系改善后逐步显现，盈利能力才能得以回升，进而支撑公司偿债能力。公司整体偿债能力较适宜。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保事项。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2015年3月底，公司共获得银行授信额度429亿元，已使用额度290亿元，尚未使用额度为139亿元，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《企业基本信用信息报告》（报告编号：B-201505070077940366），截至 2015年5月7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，行业地位突出、生产规模优势显著、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；生产规模逐年扩大，市场地位不断提升。

总体看，公司具备较强的抗风险能力。

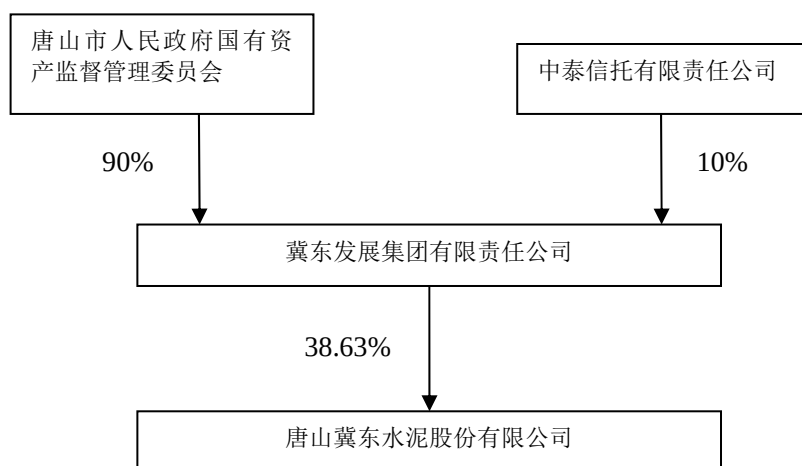
九、待偿还债券偿债能力分析

截至目前，公司待偿还债券为2014年发行的“14冀水泥CP003”10亿元短期融资券，为1年内到期的债券。截至2014年底，剔除受限货币资金后公司现金类资产为45.22亿元，为待偿还短期融资券的4.52倍。截至2015年3月底，公司现金类资产为48.64亿元，为“14冀水泥CP003”本金的4.86倍。2013年和2014年，公司经营活动产生的现金流入量分别为待偿还债券的11.62倍和11.53倍；经营活动产生的现金流量净额分别为待偿还债券总额的1.22倍和2.25倍。总体看，公司现金类资产和经营活动产生的现金流入量对待偿还债券的覆盖程度高。

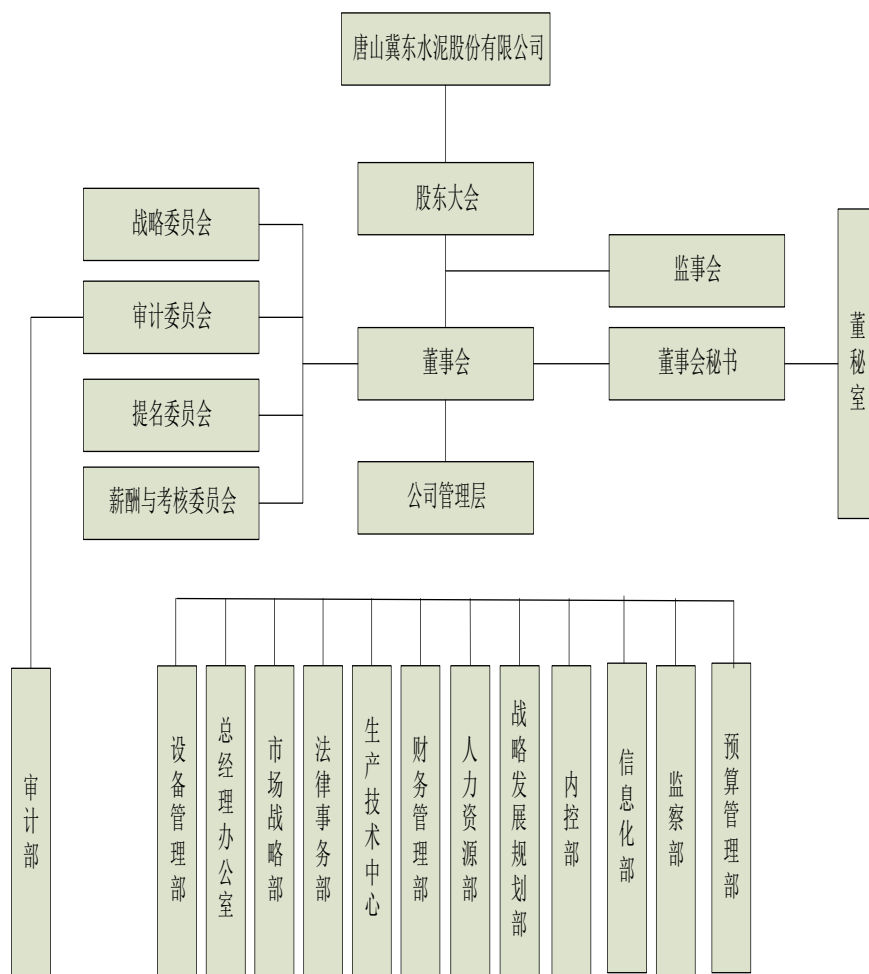
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望调整为负面，并维持“14冀水泥CP003”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 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.05	48.43	48.42	48.64
资产总额(亿元)	415.04	430.94	440.54	442.23
所有者权益(亿元)	133.66	139.00	134.37	127.07
短期债务(亿元)	95.33	103.41	158.27	174.23
长期债务(亿元)	142.56	145.79	105.49	100.12
全部债务(亿元)	237.89	249.21	263.76	274.36
营业收入(亿元)	146.13	157.11	156.65	15.09
利润总额(亿元)	2.27	4.44	-1.79	-8.48
EBITDA(亿元)	31.27	39.82	33.64	--
经营性净现金流(亿元)	9.56	12.15	22.53	0.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.46	5.65	4.74	--
存货周转次数(次)	5.18	5.59	6.00	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.37	0.36	--
现金收入比(%)	80.16	69.71	68.52	105.83
营业利润率(%)	23.05	24.89	20.44	3.27
总资本收益率(%)	3.73	4.24	3.19	--
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	44.07
全部债务资本化比率(%)	64.03	64.19	66.25	68.34
资产负债率(%)	67.80	67.75	69.50	71.27
流动比率(%)	73.57	68.77	52.65	51.60
速动比率(%)	57.74	54.54	42.04	40.27
经营现金流动负债比(%)	7.02	8.51	11.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.61	6.26	7.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.56	2.08	--

注：1、2013 年和 2014 年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 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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 短期融资券信用等级的定义

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