信用等级公告

联合〔2021〕3154 号

联合资信评估股份有限公司通过对唐山冀东水泥股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持担保方北京金隅集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 冀东水泥 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年五月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

唐山冀东水泥股份有限公司
中期票据 2021 年跟踪评级报告

评级结果

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
唐山冀东水泥股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
北京金隅集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 冀东水泥 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 冀东水泥 MTN001	30 亿元	30 亿元	2021/12/26[1]

评级时间：2021 年 5 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水泥企业信用评级方法	V3.0.201907
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会，股东背景强				+1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

[1] “18 冀东水泥 MTN001”为永续中票，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“冀东水泥”）的评级反映了公司作为国有大型骨干水泥企业之一，在股东背景、行业地位、产能规模等方面具有明显优势。2020 年，公司营业收入增长，运营状况良好，债务规模持续减少，雄安地区基础设施建设规模较大且持续时间较长，对公司华北地区销售业绩具有较大提振。同时，联合资信关注到水泥行业需求下滑、产能过剩问题依然严峻、水泥价格波动风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”）对“18 冀东水泥 MTN001”本息偿付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，金隅集团担保实力极强，进一步提升了“18 冀东水泥 MTN001”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信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 AAA，维持担保方北京金隅集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 冀东水泥 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司在股东背景、行业地位、产能规模等方面具有明显优势，竞争实力强。**公司作为国有大型骨干水泥企业之一，水泥产能居国内水泥产业第三名，行业地位突出，区位优势明显，品牌知名度高。
2. **公司经营业绩稳步提升，雄安基础设施建设规模较大且持续时间较长，对公司华北地区销售业绩具有较大提振。**2020 年，随着水泥熟料销量上涨，公司收入及利润总额持续增长，经营活动现金流的净流入规模

进一步扩大，雄安地区基础设施建设对公司华北地区销量产生较大积极影响。

3. **跟踪期内，公司债务负担下降，债务结构显著优化。**2020年，公司债务规模有所下降；截至2020年底，短期债务占比由2019年底的64.35%下降至34.13%，债务负担适中，债务结构合理。

关注

1. **经济环境下行及房地产严控政策等方面或将对水泥行业需求造成影响，大宗商品价格上涨，公司成本控制难度加大。**2020 年，受整体经济环境及房地产行业调控趋严的影响，水泥行业需求整体有所下滑，大宗商品价格上涨导致公司原材料成本增加。
2. **水泥行业产能过剩严重，水泥价格存在波动，环保限产等政策依然严格。**2020 年，水泥行业产能过剩问题依然严峻，环保限产等政策造成公司生产设备的短暂停工，产能利用率有待提高，加之新冠肺炎疫情对下游建筑施工、房地产等行业的影响，水泥价格有所下滑，对公司稳定盈利造成一定影响。
3. **应收账款规模较大，对资产流动性带来一定影响。**2020 年，公司应收账款规模仍较大，且关联方应收账款规模较大，坏账准备计提比例为 25.40%，账龄偏长，对资产流动性带来一定影响。

分析师：韩家麒　宋莹莹
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	211.57	106.22	92.92	106.62
资产总额(亿元)	722.08	607.33	589.47	606.53
所有者权益(亿元)	292.77	288.38	321.49	303.94
短期债务(亿元)	229.37	145.54	66.12	76.79
长期债务(亿元)	53.60	80.62	127.62	137.89
全部债务(亿元)	282.97	226.15	193.73	214.68
营业收入(亿元)	314.48	345.07	354.80	50.96
利润总额(亿元)	43.22	62.54	67.53	0.08
EBITDA(亿元)	88.85	107.74	109.13	--
经营性净现金流(亿元)	77.82	82.19	87.28	4.18
营业利润率(%)	33.96	35.52	33.55	24.15
净资产收益率(%)	11.06	17.01	16.12	--
资产负债率(%)	59.45	52.52	45.46	49.89
全部债务资本化比率(%)	49.15	43.95	37.60	41.40
流动比率(%)	78.51	77.68	116.02	110.80
经营现金流动负债比	21.38	36.68	63.41	--
现金短期债务比(倍)	0.92	0.73	1.41	1.39
EBITDA 利息倍数(倍)	5.98	8.47	12.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.18	2.10	1.78	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	385.95	387.03	370.02	403.02
所有者权益（亿元）	180.09	180.66	190.91	210.20
全部债务(亿元)	171.64	149.29	123.73	145.10
营业收入(亿元)	21.59	33.65	47.80	8.80
利润总额(亿元)	12.15	7.52	14.02	19.72
资产负债率（%）	53.34	53.32	48.41	47.84
全部债务资本化比率(%)	48.80	45.25	39.32	40.84
现金短期债务比(倍)	0.55	0.42	1.21	0.70
流动比率（%）	138.70	124.46	209.18	247.49
经营现金流动负债比(%)	2.02	0.04	8.76	--

注：1. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债和其他应付款中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；3. 本报告 2018 年财务数据已追溯调整

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 冀东水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/5/29	孙鑫、韩家麒	水泥企业信用评级方法/水泥企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
18 冀东水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/06/06	韩家麒、孙鑫	水泥行业企业信用评级方法/模型（2016 年）	阅读全文
18 冀东水泥 MTN001	AAA	AA+	正面	2018/09/03	刘珺轩、王兴萍	水泥行业企业信用评级方法/模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

唐山冀东水泥股份有限公司
中期票据 2021 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“冀东水泥”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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.SZ”。

2016 年 5 月，冀东水泥、北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”）和冀东集团进行战略重组。2016 年 10 月起，公司实际控制人由唐山市国有资产监督管理委员会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”）。2018 年，公司与金隅集团分别以下属子/分公司水泥及混凝土相关业务、资产出资，共同组建金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司（以下简称“合资公司”），公司拥有合资公司控股权并完成工商登记。

截至 2020 年底，公司注册资本为 13.48 亿元，冀东集团为其第一大控股股东，持股比例 30%，金隅集团持有冀东集团 55%的股权，同时直接持有公司 7%的股权，公司实际控制人为北京市国资委。

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 2020 年底，公司设有战略发展部、审计部、法律事务部、财务资金部、生产技术中心等职能部门。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 589.47 亿元，所有者权益 321.49 亿元（含少数股东权益 144.38 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 354.80 亿元，利润总额 67.53 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 606.53 亿元，所有者权益 303.94 亿元（含少数股东权益 127.91 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 50.96 亿元，利润总额 0.08 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：孔庆辉。

三、存续债券情况及募集资金使用情况

公司于 2018 年 12 月 26 日发行了中期票据“18 冀东水泥 MTN001”，募集金额为 30 亿元，主要用于补充公司流动资金和偿还有息债务。“18 冀东水泥 MTN001”为永续中期票据，期限 3+N 年，即在中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。截至本报告出具日，募集资金均已按照规定用途使用完毕。

本期中期票据由金隅集团提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。金隅集团自身实力极强，其担保进一步提升本期中期票据本息偿付的安全性。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18 冀东水泥 MTN001	30.00	30.00	2018/12/26	3+N 年

资料来源：联合资信整理

上述存续债券已按照规定日期付息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年

经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策环境和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业与区域环境分析

1. 行业概况

基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为 32.5 水泥、42.5 水泥及其他高标号（如 52.5、62.5）水泥等。

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

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。

2. 行业运行状况

尽管水泥行业产能过剩矛盾依然突出，但随着供给侧结构性改革进一步深化，水泥生产企业积极落实错峰生产和环保限产，行业盈利水平大幅提升，行业总体收益保持增长趋势。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5%左右的较高的水平。2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。2019 年，基础设施建设投资完成额同比增长 3.33%，较去年同期增速上升 1.54 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 12 月，房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续水泥需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

图 1　2015 年以来，全国房地产和基础设施建设投资同比变动情况

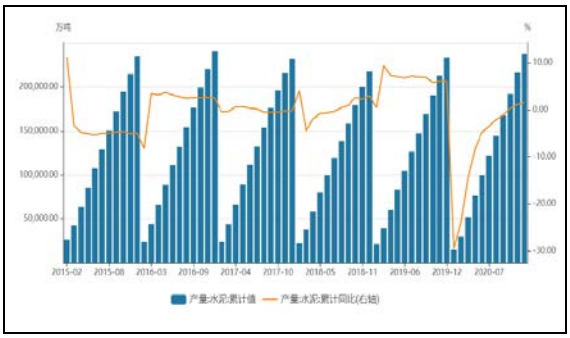


资料来源：Wind

水泥市场供给方面，2019 年以来，水泥供给端基本保持稳定，随着蓝天保卫战进入攻坚战，各地水泥行业错峰生产政策只紧不松，2019 年，河南实行“开二停一”，贵州推出刚性错峰，内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件，通过环保手段来倒逼去产能。

据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019 年全国新点火水泥熟料生产线共有 16 条，新点火熟料设计产能 2372 万吨/年。截至 2019 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1624 条，设计熟料产能维持在 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。产能总量与去年基本相当，新型干法熟料总产能变化不大。2019 年，全国水泥产量约为 23.30 亿吨，同比增长 6.10%；熟料用量逐年增加，2019 年全国水泥熟料产量为 15.20 亿吨，创历史新高。受疫情及季节影响，2020 年 1—2 月份水泥和熟料产量均大幅下降，随着疫情逐步得到控制及复工复产推进，水泥及熟料产量增速逐步回升。据国家统计局数据显示，2020 年，全国累计水泥产量 23.77 亿吨，同比小幅增长 1.60%，增速较 2019 年全年有所下行。

图 2　近年中国水泥行业产量及变化情况

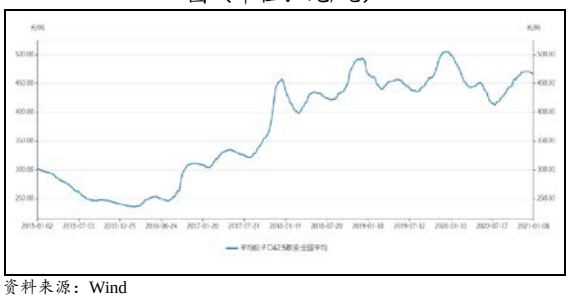


资料来源：Wind

2019 年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2019 年全国水泥均价[2]达 449 元/吨，较 2018 年上涨 15 元/吨。2019 年 12 月，全国水泥均价增长至 484 元/吨，环比增长 3.48%。2019 年水泥行业价格持续高位运行，“量价齐升”的表现和国务院出台了一系列减税降费、支持实体经济发展的政策措施，改革红利逐步释放，拉高了整个水泥行业效益的增长，使得 2019 年水泥行业利润的创造了历史最高水平。2019 年，水泥行业实现营业收入 1.01 万亿元，同比增长 12.5%，利润 1867 亿元，同比增长 19.6%。

[2] 下列表述中，水泥价格均以 PO42.5 散装水泥价格为准

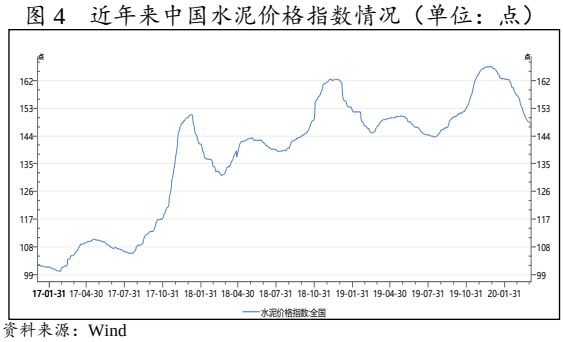
图 3　近年来，全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从全年走势来看，全国水泥价格基本延续了 2018 年整体走势，价格高位运行。2019 年以来，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因：一是 2019 年全年水泥需求量上涨，尤其是进入四季度旺季，又遇到暖冬，受前期雨季和环保影响的区域为完成全年任务，加快工程施工进度，由此带来水泥用量集中爆发，需求明显高于 2018 年，导致四季度市场供应偏紧，水泥价格出现快速上涨，华南珠三角地区表现最为突出；二是 2019 年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律，新增夏季错峰，并且冬季停产时间明显加长，产能发挥率不足，长时间停产导致水泥供给减少，在供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。截至 2019 年底，全国水泥价格指数为 166.44 点，较 2018 年底的 162.27 点上涨 4.17 点。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，截至 2020 年 2 月 21 日，华东和华南主要城市水泥熟料库容比基本已达到 80%，库存压力较大。西南地区中川、渝、贵区域同样面临较大库存压力。2020 年 12 月底全国水泥价格指数为 154.60 点，与年初水平相比下降了 11.76 点。

图 4　近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）

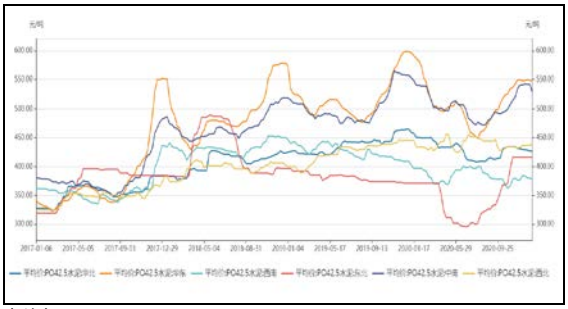


资料来源：Wind

分区域来看，各区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南北依然存在一定差距。

华东和中南地区表现突出，华东地区连续 2 年保持六大区域中价位最高，2019 年均价 518 元/吨，且比 2018 年有所增长，涨幅 4.89%。价位其次是中南地区，2019 年均价 503 元/吨，价格略低于华东，较 2018 年同期增长 7.01%。华北地区价格涨幅最大，2019 年均价 437 元/吨，较 2018 年同期上涨 7.41%。东北和西南地区价格均低于去年，分别较 2018 年同期下降 9.68%和 1.56%。西北地区价格虽然比去年增长 6.90%，但整体价格仍较低，2019 年，西北地区平均价格为 424 元/吨。2020 年以来，各地区水泥均价均有所波动，华东和华北均价仍高于其他区域。

图 5　2017 年以来各地区水泥 P.O42.5 散装价格情况



资料来源：Wind

3. 行业政策

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，2019 年主要是细节上的指导和优化，保持了政策的一惯性。

在《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号）以及《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）的要求基础上，2019 年以来工信部、国家发改委以及中国建筑材料联合会等机构进一步完善了水泥行业去产能机制，建立了规范有序的产能减量置换机制，确立了全国总产能“天花板”，并配套实施了分省生产线清单制度和跨省置换听证会制度。

2019 年 1 月，工信部发布了《产业发展与

转移指导目录（2018 年本）》（水泥篇），明确了北京市、河北省等引导不再承接水泥产业转移的省市，上海市等逐步退出水泥产业的省市以及西藏自治区等优先承接发展的产业，对各区域水泥产业转移有一定规范作用。

2019 年 4 月，国家发改委发布了《产业结构调整指导目录（2019 年本，征求意见稿）》。目录将部分水泥生产技术、装备和产品分为鼓励类、限制类和淘汰类。其中对干法中空窑（生产铝酸盐水泥等特种水泥除外）、水泥机立窑、立波尔窑、湿法窑，直径 3 米（不含）以下水泥粉磨设备（生产特种水泥除 108 外），无覆膜塑编水泥包装袋生产线等技术装备明确要求进行淘汰，有利于推动水泥行业高质量发展和优化升级，加快破除无效供给。同月，国家发改委、工信部和国家能源局联合发布了《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2019〕785 号），尽管通知内容主要针对钢铁、煤炭等化解产能过剩重点领域，但在产能置换、加快“僵尸企业”出清、资产债务处置等方面对水泥行业亦存在重要指导意义。

2019 年 6 月，中国建筑材料联合会发布了《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》（以下简称“《实施方案》”），明确提出要将打赢蓝天保卫战与水泥行业的供给侧结构性改革相结合，严格控制新增产能带来的排放总量，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，压减过剩产能等，通过结构调整实现总量减排。《实施方案》在水泥行业大气污染攻坚总目标，2019 年去产能、淘汰落后目标和措施，2019 年结构调整目标和措施，2019 年技术改造升级目标和措施和 2019 年综合措施五个方面，提出了 2019 年水泥行业单位产品能耗和污染物排放全面达标、单位产品能耗达到先进值的水泥企业不低于 80%；2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7000 万吨，进一步提升产能利用率，使全国平均产能利用率达到 70%以上；2019 年前十家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60%以上，以及实现水泥产量 32.5 等级水泥产品占比降低到 50%以下等具体目标，并要求以“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术升级改造。《实施方案》对于水泥行业淘汰落后产能，实现产业升级和节能减排相关措施做出了布置，为 2019 年水泥行业发展规划了方向。

2020 年 1 月 3 日，工业和信息化部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》（以下简称“《操作问答》”），对水泥产能置换政策进行细化和完善。《操作问答》对产能减量置换指标提出了更严格的要求，严格限制僵尸产能“死灰复燃”；明确表示已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换（自 2021 年 1 月 1 日起实行）。

总体看，国家频繁出台针对水泥产能过剩的调控政策，反映了国家对水泥行业进行的大力治理，包括设置高准入门槛，严防行业重复性建设，对行业内企业进行整合等，以此引导水泥行业健康发展，同时政策支持优势企业进行行业兼并重组，提高行业竞争力和集中度。

4. 行业关注

（1）全行业去产能缓慢，产能仍过剩，局部区域供给持续增加，去产能成效有待巩固。由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2018 年以来，中国严禁水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解，但全行业产能利用率仍不高。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进度缓慢。

（2）安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

（3）原材料和燃料价格波动影响

水泥产品的主要原材料和燃料为石灰石、煤炭和电力，煤炭和电力对水泥企业利润影响较大，煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比在60%以上，占比较高。因此，煤炭、电力价格波动会对水泥行业的成本控制带来压力，对行业整体经济效益的影响显著。

5. 未来发展

预计全行业效益将延续 2020 年以来较好的盈利态势，保持在较高水平。产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物，可以减免停产天数，并获取政府补贴。近年来，危废协同处理技术逐步成熟，未来将成为水泥企业重点发展方向之一。

从需求层面看，①基建方面：2021 是“十四五”规划的开局之年，规划建议稿提出要保持投资合理增长，加快补齐基础设施、市政工程等领域短板，推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，加快建设交通强国，因此基建投资具有较强支撑，基建投资亦难出现负增长的情况，预计可维持低速增长，上半年在基数效应下冲高，下半年回落。②房地产方面：“三道红线”政策出台后，从增量上限制了房企融资，将导致 2021 年房地产新开工存在下行压力，导致房地产对水泥需求将产生影响，同时考虑房地产企业一定程度上需加快周转减少对融资依赖，仍具备一定开工意愿，因此预计房地产对水泥影响有限。

从供给层面看，环保预期依旧保持持续加码态势，“错峰生产常态化”“碳达峰”“限电”等因素依旧对水泥供给压缩和有效化解过剩产能产生明显效应。另外，从新增产能来看，除云南、广西等局部区域面临新点火的产能压力，对市场有一定冲击外，其余绝大部分区域产能总体保持 2020 年水平。

从政策面看，产能减量置换、常态化错峰生产、预警天气限产、污染排放总量控制、反垄断监管等法规政策的出台和执行，对控制新增产能、动态供给平衡、行业自律诚信、市场公平竞争环境都是有利的。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。冀东集团为其第一大控股股东，持股比例30%，金隅集团持有冀东集团55%的股权，同时直接持有公司7%的股权，公司实际控制人为北京市国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司持续保持区位竞争优势，在区域市场占有率较高，品牌影响持续提升，整体竞争实力较强。

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产业集团。截至 2020 年底，熟料产能达到 1.17 亿吨、水泥产能达到 1.7 亿吨。水泥生产线布局和销售网络覆盖 13 个省、自治区、直辖市，在所布局的区域形成了规模上的比较优势并拥有接续保供大工程、大客户的能力，比单体企业具有规模优势，尤其在京津冀地区，市场占有率超过 50%，市场占有率、市场话语权强。公司所属水泥及砂石骨料企业均靠近公司自备的石灰石及骨料矿山，截至 2020 年底，公司已获得的石灰石资源 44.1 亿吨、建筑石料用灰岩和白云岩 3.33 亿吨。

环保生产方面，截至 2020 年底，公司及子公司入选国家级“绿色工厂”累计达到 16 家、国家绿色矿山 24 家（2020 年新增 8 家）、省级绿色矿山 16 家。水泥窑协同处置技术不断更新升级，进一步强化覆盖 41 类工业危废、市政污泥、生活垃圾、飞灰、污染土壤等多方面的综合固废处置能力。截至 2020 年底，公司共有 14 家附属企业开展危险废物处置，处置能力 64.63 万吨/年；15 家附属企业开展生活污泥处置，处置能力 108.52 万吨/年；6 家附属企业开展生活垃圾处置，处置能力 80.42 万吨/年；2

家附属企业开展污染土处置，处置能力 19.38 万吨/年。

产品品牌方面，公司“盾石”牌商标被认定为“中国驰名商标”；随着公司与间接控股股东金隅集团出资组建合资公司重大资产重组的实施完成，公司获得“BBMG”及“金隅”品牌的无偿使用权，形成“盾石”、“BBMG”和“金隅”多品牌对市场的覆盖，品牌影响持续提升。水泥产品广泛用于公路、铁路、水利、机场等重点项目建设。

3. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2021 年 4 月 21 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约记录良好。

七、管理分析

跟踪期内公司高管、董事及监事人员有所变动，但未对正常生产经营造成重大影响，经营管理状况稳定。

2020年1月16日，姜长禄先生因工作调整辞去公司第八届董事会董事长、董事和战略委员会主任委员职务。

2020年1月16日，孔庆辉先生因工作调整辞去公司总经理职务，继续担任公司党委书记、董事、战略委员会委员、薪酬与考核委员会委员、提名委员会委员，并就任公司董事长职务。

2020 年 12 月 11 日，李衍先生因工作调整辞去公司副总经理职务，并就任公司总经理职务。

李衍先生，1969 年 12 月出生，四川建筑材料工业学院（现西南科技大学）硅酸盐工程专业毕业，工学学士，高级工程师。1992 年 8 月至 2017 年 10 月历任北京水泥厂中控室值班主任，北京红树林环保工程技术有限责任公司预处理中心主任、经理，北京金隅红树林环保技术有限责任公司市场部经理、总经理助理、副总经理，涿鹿金隅水泥有限公司常务副经理，广灵金隅水泥有限公司党委书记，四平金隅水泥有限公司经理，北京金隅琉水环保科技有限公司执行董事、经理，北京金隅前景环保科技有限公司董事长、经理，北京金隅北水环保科技有限公司执行董事、经理，北京生态岛科技有限责任公司党委书记、执行董事，北京金隅红树林环保技术有限责任公司董事长；2017 年 10 月至 2018 年 3 月任唐山冀东水泥股份有限公司副总经理；2018 年 3 月至 2018 年 5 月任唐山冀东水泥股份有限公司党委委员、副总经理；2018 年 5 月至 2020 年 11 月任唐山冀东水泥股份有限公司党委委员、董事、副总经理；2020 年 11 月至 2020 年 12 月任唐山冀东水泥股份有限公司党委副书记、董事、副总经理；2020 年 12 月起任唐山冀东水泥股份有限公司党委副书记、董事、总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入以水泥板块为主。2020 年，主要受益于水泥产量的增加，公司收入规模有所增长，但受水泥行业市场价格下行的影响，毛利率小幅下降，但仍维持在行业较高水平。2021 年一季度，收入规模同比大幅回升，受成本上升因素的影响，毛利率进一步下降。

公司主要从事水泥及熟料的生产和销售，水泥及熟料业务系公司收入和利润的主要来源。跟踪期内，主要受益于公司水泥销量的增长，公司营业务收入有所增加，2020 年公司实现主营业务收入 354.80 亿元，同比增长 3.99%。从产品构成来看，水泥和熟料是公司收入和利润的主要来源，水泥和熟料占公司主营业务收入的比重超过 85.00%。

从毛利率来看，受市场因素影响，2020 年，公司水泥和熟料销售价格均有所下降，导致毛利率小幅下降，但仍维持在行业较高水平。2020 年，公司水泥和熟料业务毛利率分别为 34.38%

和 31.28%，同比分别下降 2.56 个百分点和 2.04 个百分点。公司生产的熟料主要用于水泥生产，对外销售比例较小。危废固废处置及其他业务收入占比较小，毛利率变化不大。综上影响，2020 年公司综合毛利率同比下降 1.84 个百分点。

2021 年 1−3 月，公司实现营业收入 50.96 亿元，同比增长 64.40%，主要由于 2020 年初受新冠肺炎疫情的影响，收入大幅下滑，2021 年一季度随着水泥行业景气度回升，收入规模大幅增长；2021 年 1−3 月，综合毛利率为 25.87%，受煤炭等成本上升的影响，毛利率有所下滑。

表 3　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

产品	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	251.72	80.55	36.78	271.36	79.53	36.94	277.38	78.18	34.38	37.27	73.13	22.62
熟料	30.35	9.71	31.07	32.23	9.45	33.32	30.66	8.64	31.28	6.41	12.57	31.03
危废固废处置	12.32	3.94	33.63	15.89	4.66	47.46	17.56	4.95	46.73	--	--	--
其他	18.12	5.80	31.38	21.72	6.36	33.23	29.20	8.23	37.95	7.28	14.30	37.93
合计	**312.50**	**100.00**	**35.79**	**341.20**	**100.00**	**36.85**	**354.80**	**100.00**	**35.01**	**50.96**	**100.00**	**25.87**

注：1. 表格中 2018 年和 2019 年数据为主营业务收入数据，2020 年及 2021 年 1—3 月数据为营业收入数据；2. 由于重大资产重组，上表中公司 2018 年的相关数据已进行追溯调整；3. 2020 年 1—3 月未单独统计危废固废处置收入，计入其他收入
资料来源：公司提供

2. 水泥生产

公司水泥熟料产能规模较大，竞争优势明显。跟踪期内，公司水泥产量有所增长。受行业整体产能过剩以及环保限产等因素影响，公司水泥及熟料产能利用率较低。

跟踪期内，公司水泥和熟料产能未发生变化。产量及产能利用率方面，2020 年，公司水泥和熟料产量小幅增长，公司水泥及熟料产能利用率小幅提升，2020 年分别达到 55.65%和 71.06%。受区域内水泥产能过剩、行业竞争激烈，环保政策日趋严格以及国家执行错峰生产等因素影响，公司水泥和熟料产能利用率维持较低水平。

在水泥窑协同处置环保项目建设方面，截至 2020 年底，公司建成 38 个危废固废处置项目，危废固废处置能力达 273 万吨/年。

表 4　公司水泥各区域产能情况（单位：万吨/年、万吨、%）

分类	2018 年			2019 年			2020 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
水泥	17000	9083	53.42	17000	9189	54.05	17000	9461	55.65
熟料	11700	7779	66.48	11700	8062	68.90	11700	8314	71.06

注：1. 由于重大资产重组，上表中公司 2018 年的相关数据已进行追溯调整；2. 上表中产量为公司业务口径统计
资料来源：公司提供

3. 原材料采购

公司石灰石资源丰富，部分石灰石及电力供应能够实现自给，具备一定的成本控制能力。跟踪期内，电力价格小幅上升；2020 年，煤炭采购价格有所下降，但 2021 年以来，煤炭采购价格大幅增长，对公司造成一定成本控制压力。公司前五大供应商集中度一般，同一实际控制人控制的供应商采购规模大幅增加。

公司采购模式、采购制度和结算方式较上年无重大变化。

水泥生产的主要原材料是石灰石，主要能源是煤炭和电力。石灰石方面，公司通过部分自给和部分外购的方式实现石灰石的供给，满足水泥生产的需要。公司煤炭采购来源仍主要于山西省、陕西省、内蒙省及河北

省唐山市，运输方式仍为铁路运输和汽车运输。

石灰石采购方面，作为水泥企业重要的战略资源，优质石灰石矿山资源有利于公司原材料的及时有效供应，同时也构成其他水泥生产企业的区域市场进入壁垒。公司掌握储量较为充裕的石灰石矿产资源。截至 2020 年底，公司所属水泥及砂石骨料企业均靠近公司自备的石灰石及骨料矿山，公司已获得的石灰石资源 44.1 亿吨、建筑石料用灰岩和白云岩 3.33 亿吨，丰富的矿山资源为公司的可持续发展奠定了坚实的基础，分布于河北、陕西、吉林、山西、湖南、四川、内蒙等省区，运输方式为铁路运输和汽车运输，充足的原料供应为公司生产提供了有力的保证。2020 年，公司外采石灰石 2959 万吨，采购均价为 45.10 元/吨，公司石灰石自给比例约为 80%。公司所属水泥企业均靠近公司自备的石灰石矿山，资源储量多、品质较好，为公司生产提供了有力的原材料保证。

煤炭采购方面，2020 年，公司煤炭采购量为 1139.39 万吨。2020 年，煤炭价格小幅下降，2021 年以来，煤炭价格有所增长，2021 年 1—3 月，采购均价增加至 691 元/吨。目前大宗商品价格上涨压力大，对公司成本控制能力形成挑战。

电力采购方面，2020 年，公司外购电力 62.36 亿度。电力采购价格有所增长，2020 年，电力采购均价为 0.52 元/吨。公司除了上网购电外，余热发电系统也满足了部分用电需求。为了缓解电力成本压力，公司为部分生产线配备了余热发电系统，有效降低了电力成本。截至 2020 年底，公司共投产纯低温余热发电机组 63 台（套），总装机容量 558.50MW。2020 年公司利用余热发电 25.45 亿度，相当于节约标煤 76.35 万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的 39%，占比较 2019 年有所提升。

表 5　公司原材料采购价格（单位：元/吨）

原材料	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
煤炭	549	551	547	691
电力	0.43	0.43	0.52	0.51

资料来源：公司提供

采购集中度方面，公司 2020 年前五大供应商的采购金额合计 67.72 亿元，占年度采购总额比例为 29.37%，其中，前五名供应商采购额中关联方采购额为 22.64 亿元，同比增长 58.22%，主要系 2020 年关联方采购额增加导致。

表 6　2020 年供应商集中度情况（单位：亿元、%）

序号	供应商名称	采购额	占总采购总额比例
1	供应商 1	32.13	13.94
2	同一实际控制人控制的供应商	22.64	9.82
3	供应商 2	5.22	2.26
4	供应商 3	4.13	1.79
5	供应商 4	3.60	1.56
合计	--	**67.72**	**29.37**

资料来源：公司年度报告

4．水泥销售

公司产品仍具有较强的市场知名度，区域优势显著，2020 年，受市场价格下行因素的影响，公司水泥和熟料销售均价均有所下降；华北地区仍为公司主要的销售市场。

按客户类型分类，公司客户群体主要有房地产、重点工程及基建、农村市场三类主要客户，2020 年三者占比分别为 27%、46%和 27%。跟踪期内，公司利用在京津冀地区规模、品牌、质量优势，积极参与雄安新区建设，带动重点工程及基建客户占比有所提升。公司参与的雄安新区重点项目包括京雄高速、京雄城际、容西一号站等配套设施建设。

跟踪期内，公司在结算政策方面未发生重大变化，直销客户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

销客户全部为现款结算。其中，公司给予关联方金隅冀东（唐山）混凝土环保科技集团有限公司及其附属企业的信用账期较长，约为 6 个月。2020 年底，公司对其共计应收账款为 8.90 亿元，占公司全部应收账款的比重达 33.68%。

客户集中度方面，公司 2020 年前五大客户的销售额合计为 24.56 亿元，占年度销售总额比例为 6.92%，集中度保持较低水平。

2020 年，公司水泥销售量为 9508 万吨，小幅增长；熟料销售量为 1225 万吨，较上年销量有所回升。从销售价格来看，受市场整体环境影响，水泥和熟料的销售均价均有所下降，分别为 292 元/吨和 250 元/吨，同比下降 8.75%和 9.42%。产销率方面，水泥产销率持续保持较高水平，基本实现满销。熟料产销率较低，主要系计算时未将继续自用的熟料产量扣除所致，熟料实际产销率高。

表 7　公司水泥熟料销售情况

（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年
水泥	销售量	9179	9330	9508
	产销率	101.06	101.53	100.50
	销售均价	303	320	292
熟料	销售量	1393	1207	1225
	产销率	17.91	14.97	14.73
	销售均价	222	276	250

注：1.公司生产熟料目的主要为自用，少量对外销售；2.由于重大资产重组，上表中公司2018年的相关数据已进行追溯调整；3.上表中销量为公司业务口径统计；4.上表中销售均价未包括联营和合营公司

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司水泥产品销售仍主要面向华北地区、东北地区、西北地区（陕西）等地区，其中华北地区是最大销售区域，华北地区收入占公司营业收入的 73.39%，同比增长 3.96 个百分点。受益于“京津冀协同发展”战略的推进和供给侧改革的实施，公司在华北区域市场占有率进一步提升。西南地区受当地市场需求不足以及竞争激烈等影响，2020 年实现收入 20.68 亿元，同比下降 14.31%。毛利率方面，受水泥市场价格下行因素影响，2020 年华北地区、西北地区及西南地区毛利率均有所下降，东北地区毛利率小幅上升。

2017 年 4 月 1 日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区，雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新三县以及周边部分区域。雄安新区地处京津冀区域腹地，区位优势明显，而雄安新区现有的开发程度较低，未来将会有较大规模的基础设施建设。公司作为华北地区的大型水泥企业之一，在雄安新区周边均有产业布局，雄安新区基础设施建设项目的推进，将为公司未来业务的发展提供一定增长空间。截至 2020 年底，公司向雄安提供产品的项目包括京雄高速、京雄城际、容西一号站等配套设施建设。

表 8　公司 2020 年各区域收入及成本情况（单位：亿元、%）

区域	收入	成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
华北（北京、天津、河北、山西、内蒙）	260.39	167.55	35.66	8.68	下降 3.00 个百分点
西北（陕西）	24.71	14.80	40.12	-2.29	下降 1.77 个百分点
东北（辽宁、吉林、黑龙江）	23.36	17.95	23.15	-14.43	上升 2.52 个百分点
西南（重庆）	20.68	14.01	32.26	-14.31	下降 6.51 个百分点
华中（河南）	6.24	4.35	30.23	-7.59	下降 2.42 个百分点
其他（湖南、山东）	19.42	11.91	38.66	-11.76	上升 4.56 个百分点
合计	354.80	230.57	35.01	2.82	下降 2.05 个百分点

资料来源：公司年报

5．经营效率

2018－2020 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均持续增长，存货周转次数波动下降，2020 年，上述指标分别为 8.01 次、0.59 次和 8.26 次。

6. 在建工程及拟建工程

公司未重大拟建项目，在建项目考虑到工程建设分期投入，未来项目投资压力尚可，同时随着公司相关在建项目的陆续投产，将进一步提升公司的整体竞争力及盈利能力。

目前公司重要在建工程包括 10000t/d 新型干法水泥熟料生产线产能置换及迁建项目、冀东水泥铜川有限公司杨泉山矿开展项目、金隅冀东一体化管控和运营信息化平台项目，其余主要为技改工程。重大在建工程的总投资规模为 30.34 亿元。截至 2020 年底，重大在建项目已投资 9.10 亿元，待投资规模 21.24 亿元，考虑到工程建设分期投入，整体投资压力尚可。项目投产后，公司的生产效率有望进一步提升。

根据《陕西省工业和信息化厅关于调整冀东水泥铜川有限公司产能置换方案的函》（陕工信字〔2019〕664 号），铜川公司拟淘汰两条 2000t/d 新型干法水泥熟料生产线、迁建 4000t/d 和 4500t/d 新型干法水泥熟料生产线各一条，在铜川市耀州区惠塬工业园建设一条 10000t/d 水泥熟料（危废）生产线及配套设施。该项目建成达产后可年产熟料 310 万吨，年产水泥 360 万吨。

截至 2021 年 3 月底，公司尚无重大拟建项目。

7. 未来发展

公司将继续立足水泥产业，发展计划较为可行。

2021 年，公司将进一步优化市场结构，拓展销售渠道，保持销量和市场份额的稳步提升；加大绿色节能技术应用，加快推进智能工厂建设和成熟项目推广；深耕京津冀为核心的价值高地，推进重点区域产能整合，加快推进水泥熟料产能置换和新项目建设工作。公司 2021 年计划实现营业收入 358 亿元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“信永中和”）审阅的2017－2019年审阅报告及经审计的2019年和2020年审计报告，信永中和对公司2017年和2018年因同一控制下合并追溯调整的合并财务报表进行了审阅，并出具了无保留结论的审阅报告。信永中和对2019年和2020年财务报告出具了标准无保留审计意见。由于合并重组对公司财务数据可比性造成较大影响，本报告财务数据已经追溯调整，报告中使用的2018年和2019年财务数据分别为2019年和2020年审计报告的期初调整数据，2020年度财务数据为2020年审计报告的期末数据。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2020年，公司合并范围因注销减少2家子公司，分别为唐县冀东物流服务有限公司和唐山冀东职业技能培训学校。截至2020年底，公司拥有109家子公司，其中48家二级子公司；另有4家合营公司、5家联营公司。2018年和2019年财务数据已经过追溯调整，财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 589.47 亿元，所有者权益 321.49 亿元（含少数股东权益 144.38 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 354.80 亿元，利润总额 67.53 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 606.53 亿元，所有者权益 303.94 亿元（含少数股东权益 127.91 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 50.96 亿元，利润总额 0.08 亿元。

2．资产质量

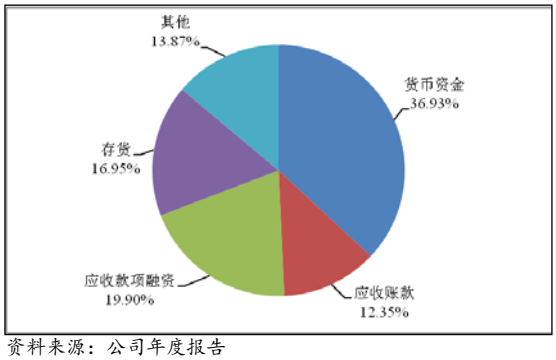
跟踪期内，公司资产规模较年初变化不大，资产构成仍以非流动资产为主，符合水泥行业特点。公司固定资产成新率一般；应收账款账龄偏长，存在一定回收风险，关联方应收账款占比偏高；货币资金规模较大，受限比例较低。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 589.47 亿元，较年初下降 2.94%，规模基本保持稳定。其中，流动资产占 27.09%，非流动资产占 72.91%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大，符合水泥行业特征。

流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 159.69 亿元，较年初下降 8.26%，主要由于银行承兑汇票有所减少。公司流动资产主要由货币资金（占 36.93%）、应收账款（占 12.35%）、应收款项融资（占 19.90%）、预付款项（占 7.10%）和存货（占 16.95%）构成。

图 6　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年度报告

截至 2020 年底，公司货币资金 58.97 亿元，较年初下降 1.38%，规模基本保持稳定，其中银行存款占 94.95%。截至 2020 年底，公司受限货币资金金额为 2.98 亿元，受限比例为 5.05%，主要为承兑汇票保证金和履约保证金等。

2020 年公司将原计入“应收票据”科目的银行承兑汇票金额调整至“应收款项融资”科目，为增强数据可比性，将上述科目合并分析。截至 2020 年底，公司应收票据和应收款项融资合计 33.95 亿元，较上年下降 26.87%，主要系银行承兑汇票减少所致。公司应收票据以银行承兑汇票为主，银行承兑汇票占比为 93.61%。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 19.72 亿元，较年初下降 2.65%，规模变化不大。公司共计提应收账款坏账准备 6.72 亿元，计提比例为 25.40%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为 16.31 亿元，其中，账龄超过两年的应收账款占 34.28%，账龄较长，存在一定回收风险。从应收账款集中度来看，公司应收账款前五名占应收账款总额的比例为 50.73%，较年初变化不大，集中度偏高；其中欠款占比最高的公司为关联方金隅冀东（唐山）混凝土环保科技集团有限公司（占应收账款余额 33.68%）。

截至 2020 年底，公司存货 27.07 亿元，较年初下降 5.76%。从构成来看，公司存货主要由原材料（占 53.90%）、在产品（占 19.84%）和库存商品（占 25.82%）构成，较年初变化不大。截至 2020 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.79 亿元，计提比例为 2.84%。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 429.79 亿元，较年初下降 0.80%，规模基本保持稳定。公司非流动资产主要由固定资产（占 72.91%）和无形资产（占 12.53%）构成，占比较年初变化不大。

截至 2020 年底，公司固定资产 313.37 亿元，较年初下降 3.92%。从固定资产账面价值构成来看，固定资产主要由机器设备（占 44.47%）和房屋建筑物（占 53.94%）构成，公司累计计提折旧和减值准备共计 305.86 亿元，固定资产成新率 50.61%，成新率一般。

截至 2020 年底，公司无形资产 53.84 亿元，较年初增长 3.38%，主要系采矿权和土地使用权增加所致；无形资产主要由土地使用权（占 67.66%）和采矿权（占 30.94%）构成。

截至 2020 年底，公司受限资产 36.04 亿元，受限资产占总资产比重为 6.11%，受限比例较低，其中受限资产主要为固定资产。

表 9　截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	2.98	承兑汇票保证金和履约保证金等
应收票据及应收款项融资	2.42	未到期贴现银行承兑汇票以及票据质押
固定资产	30.64	通过融资租赁租入的固定资产
合计	**36.04**	--

资料来源：公司年度报告

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 606.53 亿元，较上年底增长 2.89%，变化不大。其中，流动资产占 29.49%，非流动资产占 70.51%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3．负债及所有者权益

所有者权益

2020 年，公司所有者权益规模有所增长，主要系未分配利润增加所致；归母权益占比仍较低，权益稳定性有待提升。

截至 2020 年底，公司所有者权益 321.49 亿元，较年初增长 11.48%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 55.09%，少数股东权益占比为 44.91%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 7.61%、19.46%、18.34%和 49.04%。其他权益工具包括长期限含权中期票据 29.83 亿元（实际发行金额为 30 亿元，发行利率为 6.8%，期限为 3+N 年）以及 2020 年新发行的可转换公司债券[3]4.63 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 303.94 亿元，较上年底下降 5.46%，主要系分红导致少数股东权益下降所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 57.91%，少数股东权益占比为 42.09%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 7.66%、18.44%、19.58%和 48.76%。公司所有者权益结构稳定性有待提升。

负债

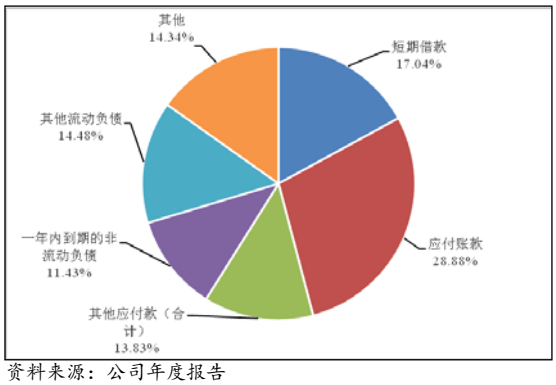
跟踪期内，公司债务结构显著优化，短期债务占比大幅下降；截至 2020 年底，公司债务规模和债务负担均明显下降，截至 2021 年 3 月底，债务规模小幅增加，但债务负担仍处于合理范围内。

截至 2020 年底，公司负债总额 267.98 亿元，较年初下降 15.98%，主要系短期有息债务减少所致。债务结构方面，2020 年，公司优化资本结构、偿还短期借款，流动负债占比快速下降。截至 2020 年底，公司流动负债占比由年初的 70.26%下降至 48.64%，负债结构相对均衡。

截至 2020 年底，公司流动负债 137.64 亿元，较年初下降 38.58%，主要系公司优化债务结构，减少短期借款所致。从构成来看，公司流动负债主要包括短期借款（占 17.04%）、应付账款（占 28.88%）、其他应付款（合计）（占 13.83%）、一年内到期的非流动负债（占 11.43%）和其他流动负债（占 14.48%）。其中，短期借款占比较年初下降 16.88 个百分点，一年内到期的非流动负债占比较年初下降 2.26 个百分点。

[3] 公司于 2020 年 11 月公开发行可转换公司债券，募集资金总额为 28.20 亿元，依据《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》第十四条“企业发行的一项非衍生工具同时包含金融负债成分和权益工具成分的，应于初始计量时先确定金融负债成分的公允价值，再从复合金融工具公允价值中扣除负债成分的公允价值，作为权益工具成分的价值。”2020 年新增所列 4.63 亿元为权益工具成分的价值。

图 7　截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年度报告

截至 2020 年底，公司短期借款 23.46 亿元，较年初下降 69.14%，主要系随着经营情况持续改善，公司调整债务结构所致；公司短期借款主要为信用借款（占 78.47%）。

截至 2020 年底，公司应付账款 39.75 亿元，较年初下降 16.67%，主要系应付的原材料款减少所致，应付账款账龄以 1 年以内（占 83.67%）为主。

截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）19.04 亿元，较年初下降 44.02%，主要系偿还股东借款导致关联方往来款减少所致。公司其他应付款金额为 17.88 亿元，从构成来看，主要包括关联方往来款（占 46.98%）和单位及个人往来款（占 27.46%）。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 15.74 亿元，较年初下降 48.70%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券减少所致。从构成来看，公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期应付款（占 71.09%）和一年内到期的长期借款（占 28.34%）。

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 19.93 亿元，较年初增长 18.75%，主要系短期应付债券有所增加所致。从构成来看，主要包括短期应付债券（占 80.23%）和预提费用（占 14.50%）。

截至 2020 年底，公司非流动负债 130.34 亿元，较年初增长 37.40%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要包括长期借款（占 33.68%）、应付债券（占 44.78%）和长期应付款（占 11.01%）。

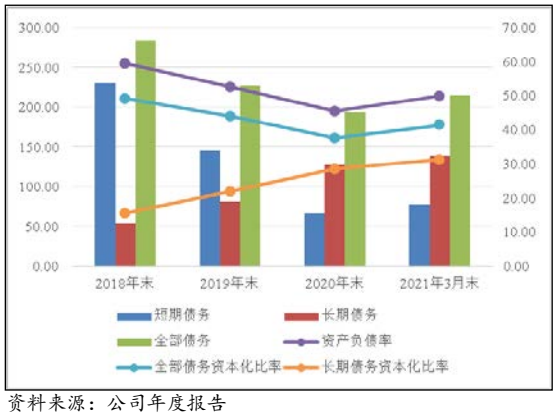
截至 2020 年底，公司长期借款 43.89 亿元，较年初增长 84.81%，主要系调整债务结构所致。其中，保证借款和信用借款分别占 17.43%和 82.57%，信用借款占比较上年增加 22.78 个百分点；长期借款利率区间为 3.3%~4.95%。

截至 2020 年底，公司应付债券 58.37 亿元，较年初增长 67.17%，主要由于新增发行 2020 年可转换公司债券（期末余额为 23.43 亿元）。

截至 2020 年底，公司长期应付款 14.35 亿元，较年初下降 34.63%，主要系应付售后租回款减少所致。

截至 2020 年底，公司预计负债 5.76 亿元，较年初增长 1.37%，较年初变化不大，主要为矿山环境恢复费用。

图 8　2018－2021 年 3 月底公司债务情况



资料来源：公司年度报告

截至 2020 年底，公司全部债务 193.73 亿元，较年初下降 14.34%，主要系短期借款大幅减少所致。其中，短期债务占 34.13%，长期债务占 65.87%，公司债务结构显著优化。

债务比率方面，截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 45.46%和 37.60%，分别较年初下降 7.06 个百分点和 6.35 个百分点。截至 2020 年底，公司长期债务资本化比率为 28.42%，较年初增长 6.57 个百分点。公司债务负担有所下降，处

于合理范围内。

表 10　截至 2020 年底公司债务分布情况

（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~5 年	不确定	合计
短期借款	23.46	--	--	--	**23.46**
应付票据	3.17	--	--	--	**3.17**
一年内到期的非流动负债	15.74	--	--	--	**15.74**
其他应付款	11.88	0.94	3.51	1.54	**17.87**
其他流动负债	16.00	3.93	--	--	**19.93**
长期借款	--	16.76	27.13	--	**43.89**
应付债券	--	34.93	--	23.44	**58.37**
长期应付款	--	7.11	7.14	0.10	**14.35**
合计	**70.25**	**63.67**	**37.78**	**25.08**	**196.78**

注：上述表格期限分布数据以审计报告相关科目数据为准，未剔除部分非有息债务，故与前述全部债务存在小幅偏差
资料来源：公司提供

2018 年 12 月，公司发行永续中票，债券简称“18 冀东水泥 MTN001”，发行规模 30 亿元，期限为 3+N 年，公司将其计入其他权益核算。如将永续中票调入长期债务并调出权益，截至 2020 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比率分别为 50.52%、43.39%和 35.06%，考虑到永续中期票据偿付的可能性，实际的债务负担有所加重，处于合理范围内。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 302.59 亿元，较上年底增长 12.92%，主要系有息债务、其他应付款及应付股利增加所致，其他应付款的增加主要来源于股东借款。其中，流动负债占 53.34%，非流动负债占 46.66%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。有息债务方面，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 214.68 亿元，较上年底增长 10.81%。债务结构方面，短期债务占 35.77%，长期债务占 64.23%，长期债务占比仍较高。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.89%、41.40%和 31.21%，较上年底分别提高 4.43 个百分点、3.79 个百分点和 2.79 个百分点。

4．盈利能力

2020 年，随着公司水泥销量的增加，公司营业收入和利润总额均有所增长；受水泥市场价格下滑的影响，盈利指标小幅下滑。

2020 年，公司营业收入为 354.80 亿元，同比增长 2.82%，收入规模小幅上升；利润总额 67.53 亿元，同比增长 7.97%。

2020 年，公司期间费用总额为 62.13 亿元，同比下降 6.75%，主要系管理费用和财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 22.52%、61.66%、1.56%和 14.26%，以管理费用为主。2020 年，公司销售费用为 13.99 亿元，同比增长 11.60%，主要系销售规模增加所致；管理费用为 38.31 亿元，同比下降 7.84%，主要系修理费有所减少；研发费用为 0.97 亿元，规模较小；财务费用为 8.86 亿元，同比下降 24.95%，主要系有息债务规模缩减及综合融资成本下降所致。2020 年，公司期间费用率为 17.51%，同比下降 1.80 个百分点，公司费用控制能力持续提升。

非经常性损益方面，2020 年，公司取得投资收益 4.40 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益；其他收益 6.95 亿元，主要为资源综合利用增值税返还等日常活动相关的政府补助，其中增值税返还及财政贴息可持续性较强；资产减值损失和信用减值损失分别为 0.32 亿元和 0.41 亿元，对公司营业利润影响较小。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 33.55%、11.78%和 16.12%，均较 2019 年小幅下降。与同行业公司相比，公司盈利指标表现尚可。

表 11　盈利指标同业对比情况

（单位：亿元、%）

公司名称	营业收入	利润总额	毛利率	净资产收益率
西南水泥有限公司	269.09	14.26	24.48	6.40
华润水泥控股有限公司	400.87	118.93	39.01	18.05
公司	**354.80**	**67.53**	**35.01**	**16.12**

注：华润水泥控股有限公司利润总额数据以除税前溢利列示，营业收入和利润总额单位为亿港元

资料来源：公司提供

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 50.96 亿元，同比增长 64.40%，主要由于 2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，一季度业绩大幅下滑所致；2021 年 1－3 月，公司实现利润总额 0.08 亿元，营业利润率为 24.15%。

5. 现金流分析

受益于水泥行业回暖及公司经营管理改善，近年来，公司经营活动现金流持续净流入，经营活动现金流状况良好。2019 年因重组事宜，公司投资活动现金净流出规模较大，2020 年投资活动现金流明显回落。2020 年，公司筹资活动前现金流量保持较大规模净流入，经营活动产生的现金流量净额可以满足投资活动的现金需求，筹资活动现金流仍保持净流出。

表 12 公司 2018－2020 年现金流情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	248.92	291.15	303.53	57.40
经营活动现金流出小计	171.10	208.96	216.24	53.22
经营活动现金流量净额	**77.82**	**82.19**	**87.28**	**4.18**
投资活动现金流入小计	3.59	12.77	5.52	0.09
投资活动现金流出小计	9.94	45.44	26.57	4.34
投资活动现金流量净额	**-6.35**	**-32.67**	**-21.05**	**-4.24**
筹资活动前现金流量净额	**71.47**	**49.52**	**66.23**	**-0.06**
筹资活动现金流入小计	254.22	216.72	133.81	43.84
筹资活动现金流出小计	289.90	307.08	201.24	23.83
筹资活动现金流量净额	**-35.69**	**-90.36**	**-67.43**	**20.01**
现金收入比	75.34	80.75	81.70	107.65

资料来源：联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，受益于水泥销量的增加，公司经营活动现金流入量和流出量均有所增加，经营活动现金流量金额为 87.28 亿元，同比增长 6.19%，公司经营活动现金流状况良好。由于公司在业务开展过程中，多采用票据结算方式，现金收入比持续较低，2020 年现金收入比为 81.70%，同比增长 0.95 个百分点，收入实现质量有所提高。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入量和流出量分别为 5.52 亿元和 26.57 亿元，同比大幅回落，主要系 2019 年公司处置子公司股权以及收购金隅集团下属公司股权，导致当期投资活动现金规模较大。2020 年，公司投资活动现金净额为-21.05 亿元。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 66.23 亿元，同比增长 33.74%，保持较大规模净流入，经营活动产生的现金流量净额可以满足投资活动的现金需求。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流持续保持净流出，2020 年，公司筹资活动现金流净流出 67.43 亿元，随着公司经营效益提升，经营性现金流量持续增加，公司筹资活动净流出规模仍较大。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标尚可，长期偿债能力强，综合考虑到公司股东背景、经营规模、综合实力、行业地位等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2020 年，公司流动比率和速动比率分别为 116.02%和 96.35%，均较 2019 年底大幅增长。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 110.80%和 90.77%，较 2019 年底分别下降 5.22 个和 5.58 个百分点。2020 年，公司现金短期债务比为 1.41 倍，现金类资产对短期债务的

保障程度尚可。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 109.13 亿元，EBITDA 利息倍数由上年的 8.47 倍提高至 12.32 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 由上年的 2.10 倍下降至 1.78 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至 2020 年 3 月底，公司已获金融机构授信 188.70 亿元，尚未使用授信额度为 109.05 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保合计 5200 万元，均为对合资企业鞍山冀东水泥有限责任公司的担保，系关联方担保。鞍山冀东水泥有限责任公司为公司的合营企业且目前经营状况良好，同时考虑到对外担保整体规模较小，公司或有负债风险较低。

截至 2020 年底，公司无重大未决诉讼和仲裁案件。

9、母公司报表分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司负债水平一般，债务负担较轻，子公司投资收益为其主要利润来源。

截至 2020 年底，母公司资产总额 370.02 亿元，其中流动资产 137.69 亿元(占 37.21%)，非流动资产 232.33 亿元(占 62.79%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 17.74%）和其他应收款（占 79.86%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 96.82%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 24.43 亿元。

截至2020年底，母公司所有者权益为190.91亿元，较年初增长5.67%。在所有者权益中，实收资本13.48亿元（占7.06%）、其他权益工具34.46亿元（占18.05%）、资本公积49.98亿元（占26.18%）、未分配利润84.02亿元（占44.01%）。

截至2020年底，母公司负债总额179.11亿元，其中流动负债65.83亿元（占36.75%），非流动负债113.28亿元（占63.25%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占15.19%）、其他应付款（合计）（占37.78%）、一年内到期的非流动负债（占18.99%）和其他流动负债（占24.59%）构成，非流动负债主要由长期借款（占37.83%）和应付债券（占51.52%）构成。母公司2020年资产负债率为48.41%，较2019年下降4.92个百分点。截至2020年底，母公司全部债务123.73亿元。其中，短期债务占18.19%、长期债务占81.81%，以长期债务为主。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率39.32%，母公司债务负担较轻。

2020年，母公司营业收入为47.80亿元，利润总额为14.02亿元。同期，母公司投资收益为18.56亿元。

现金流方面，2020年，公司母公司经营活动现金流净额为5.77亿元，投资活动现金流净额23.98亿元，筹资活动现金流净额-43.07亿元。

十、担保方分析

金隅集团作为一家集水泥及预拌混凝土业务、新型建材及商贸物流业务、房地产开发业务和物业投资与管理业务四大业务板块为一体的大型产业集团，各业务板块形成了纵向一体化产业链，具有较强的协同效应。金隅集团建材业务规模优势明显，行业地位突出；房地产业务具有很强的区域竞争优势。金隅集团对本期中期票据的本息偿还提供无条件不可撤销连带责任保证担保，金隅集团担保实力极强，进一步提升了“18 冀东水泥 MTN001”本息偿付的安全性。

金隅集团于 2005 年 12 月 22 日在北京注册成立，注册资本 18.00 亿元。截至 2020 年底，金隅集团注册资本 106.78 亿元，北京国有资本经营管理中心直接及间接合计持有金

隅集团 44.93%股权，北京市人民政府国有资产监督管理委员会为实际控制人。

金隅集团主营业务主要包括水泥及预拌混凝土业务、新型建材及商贸物流业务、房地产开发板块业务和物业投资与管理业务。

金隅集团是全国第三大水泥产业集团，具有较强的区域规模优势和市场控制力。金隅集团水泥业务以京津冀为核心战略区域，主要布局在京津冀、陕西、山西、内蒙、东北、重庆、山东、河南和湖南等13个省（直辖市、自治区）。截至2020年底，金隅集团熟料产能约1.1亿吨、水泥产能约1.7亿吨。金隅集团以水泥为核心，延伸出相关产品及服务内在联动机制，目前预拌混凝土产能约6000万立方米、骨料产能3900万吨万吨、助磨剂外加剂产能约24万吨、危废和各类固废年处置能力近280万吨。截至2020年底，金隅集团全国石灰石总储量44亿吨。2020年，金隅集团水泥板块实现主营业务收入420.87亿元，较2019年小幅增长；水泥及熟料综合销量10733万吨（不含合营联营公司）。

新型建材及商贸物流业务方面，金隅集团是全国建材行业领军企业、京津冀大型绿色、环保、节能建材生产供应商之一，拥有家具木业、墙体及保温材料、建材商贸、装配式建筑体系及部品、装饰装修等建材行业全产业链产品和服务。2020年，新型建材依托金隅智造房屋技术体系，初步构建以“装配式建筑、老旧小区改造、新农村建设、被动式房屋”为主的产业链体系。金隅集团新型建材产品及施工安装服务广泛应用于北京城市副中心项目及配套、雄安新区、冬奥场馆、北京环球影城、抗疫医院等重点热点项目建设中，充分展示了金隅新型建材产业的品牌、品质和产业链优势，提升了产品体系应用和协同营销水平。商贸物流产业在风险可控的前提下，完善供应链网络配置和资产布局，持续做实做精国际贸易和建材商贸物流业务。2020年，金隅集团实现新型建筑材料收入329.46亿元，同比增长24.43%，毛利率为2.82%。

房地产开发业务方面，金隅集团是北京地区综合实力最强的房地产开发商之一，截至2020年底已进入北京、上海、天津、重庆、杭州、南京、成都、合肥、青岛、唐山、海口等15个城市，形成了“立足北京，辐射京津冀、长三角、成渝经济区三大经济圈”的全国化开发格局。2020年，房地产开发业务实现营业收入313.14亿元，同比增长41.01%，毛利率为14.35%。

物业投资与管理业务方面，金隅集团在北京及天津持有的高档写字楼、商业、产业园区等投资物业面积约178万平方米，其中在北京核心区的高档投资性物业约110万平方米；物业管理面积（包括住宅小区和底商）近1380万平方米。2020年，物业投资与管理业务实现营业收入47.78亿元，同比下降4.94%，毛利率为52.64%。

财务方面，截至2020年底，金隅集团资产合计2913.52亿元，同比增长3.27%；所有者权益944.56亿元（其中少数股东权益为310.80亿元）。2020年，金隅集团实现营业收入1080.05亿元，同比增长17.62%；利润总额77.94亿元，同比下降1.76%，主要由于主营业务毛利有所减少所致。

综合评估，联合资信确定维持金隅集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，担保实力极强。

十一、存续债券偿债能力分析

公司 EBITDA、经营活动现金流量对存续债券保障能力强。

截至本报告出具日，公司存续中期票据为“18 冀东水泥 MTN001”，余额 30 亿元，“18 冀东水泥 MTN001”为永续中票，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）

赎回本期中期票据。

2020 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为“18 冀东水泥 MTN001”发行本金 30 亿元的 3.64 倍、10.12 倍和 2.91 倍。

表 13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	30.00
未来待偿债券本金峰值	30.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.10
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	10.12
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.91
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	3.64

资料来源：联合资信整理

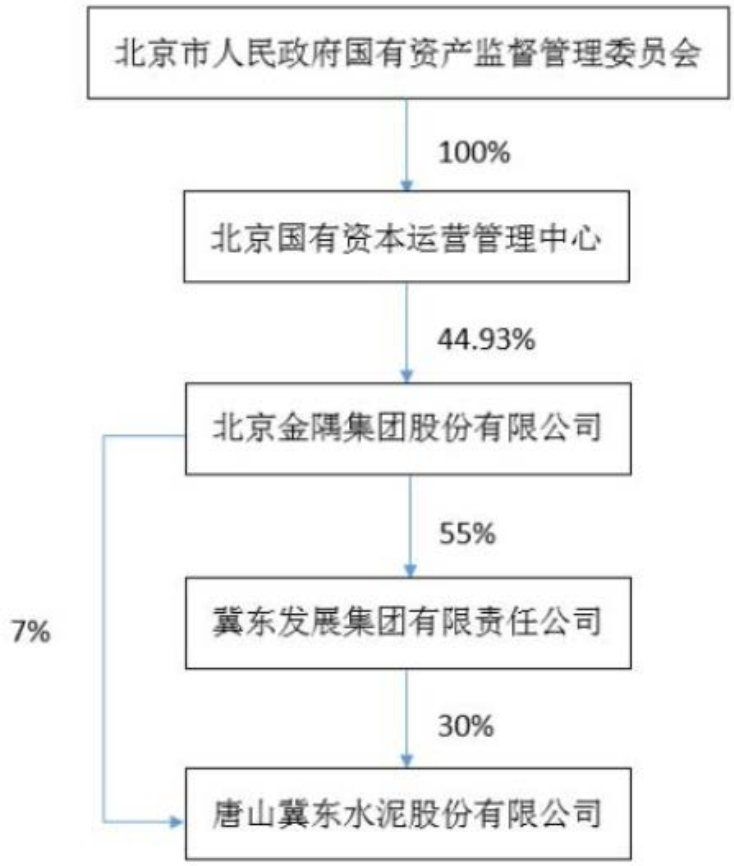
公司存续债券兑付期较为分散，2021 年公司到期债券本金为 30 亿元，2020 年，公司现金类资产、经营活动现金流入量和净流量对公司一年内到期债券余额及未来待偿债券本金峰值保障能力较强。

“18 冀东水泥 MTN001”由金隅集团提供连带责任保证担保，金隅集团偿债能力极强，其担保进一步提高了“18 冀东水泥 MTN001”的安全性。

十二、结论

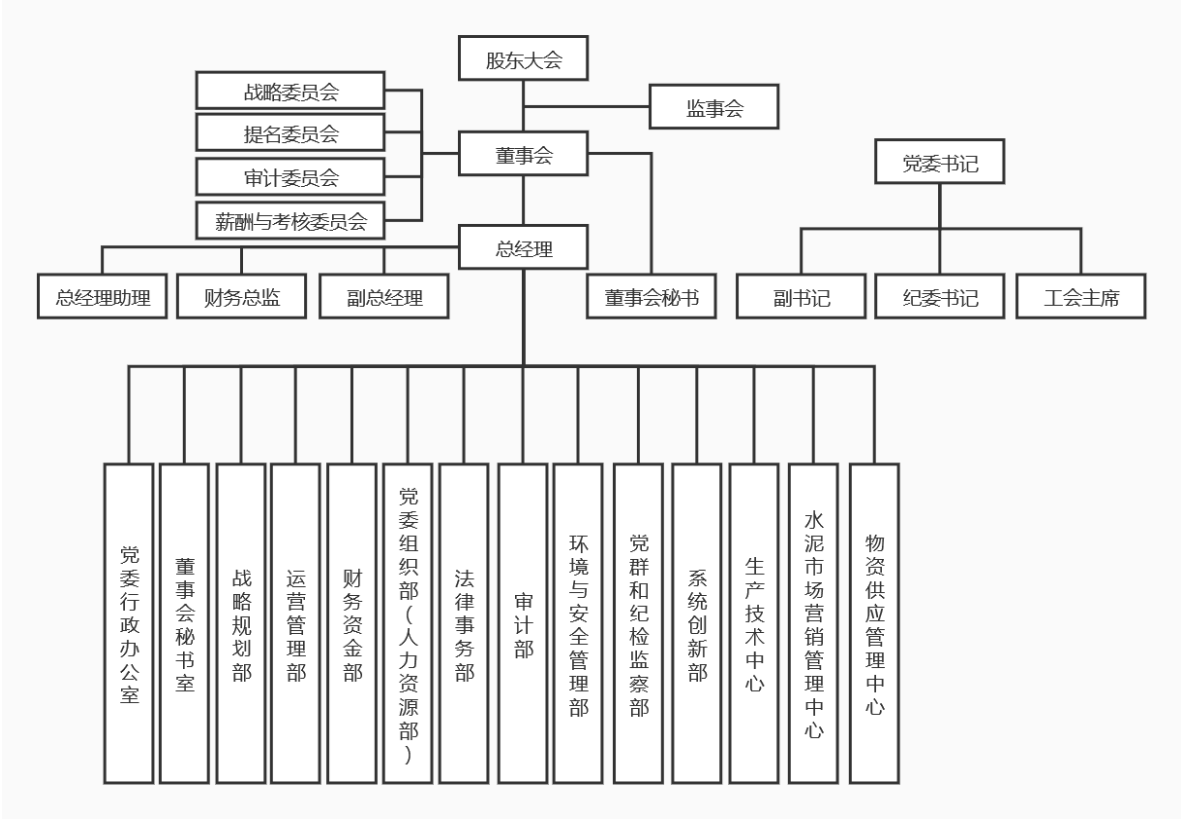
综合评估，联合资信确定维持唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持担保方北京金隅集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 冀东水泥 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　2020 年公司子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例	
				直接	间接
唐山冀东水泥汽车运输有限公司	唐山市丰润区	唐山市丰润区	汽车修理；汽车配件批发、零售；普通货运；水泥、熟料装卸	100.00%	
唐山冀昌塑料制品有限公司	河北省唐山市唐马路	河北省唐山市唐马路	塑料门窗及其他塑料制品、水泥编织袋的生产销售	75.00%	
冀东水泥铜川有限公司	陕西省铜川市耀州区	陕西省铜川市耀州区	水泥及水泥制品制造、销售	100.00%	
唐山市鑫研建材有限公司	河北省唐山市丰南区	河北省唐山市丰南区	经销水泥、矿渣、石粉、石渣、钢材、陶瓷、建材（不含木材和石灰）等	100.00%	
吴堡冀东特种水泥有限公司	陕西省吴堡县	陕西省吴堡县	水泥制造	100.00%	
易县鑫海矿业有限公司	河北省保定市易县	河北省保定市易县	石灰岩开采；石子加工、白灰加工；石料、白灰、石渣销售	100.00%	
中国建筑材料北京散装水泥有限公司	北京市大兴区黄村镇	北京市大兴区黄村镇	货物专用运输（罐式）；销售矿粉、粉煤灰、钢材、木材、水泥；仓储服务，租赁机械（不含汽车）	100.00%	
冀东水泥吉林有限责任公司	吉林省吉林市昌邑区	吉林省吉林市昌邑区	水泥及水泥制品制造、销售	100.00%	
沈阳冀东水泥有限公司	辽宁省沈阳市苏家屯区	辽宁省沈阳市苏家屯区	水泥及水泥制品制造、销售	100.00%	
内蒙古冀东水泥有限责任公司	内蒙古自治区武川县	内蒙古自治区武川县	水泥、水泥熟料的生产和销售	100.00%	
辽阳冀东水泥有限公司	辽宁省辽阳市	辽宁省辽阳市	水泥、熟料的生产和销售	100.00%	
内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司	内蒙古自治区达拉特旗	内蒙古自治区达拉特旗	水泥、熟料及相关建材产品的制造、销售	59.00%	
唐山市盾石信息技术有限公司	河北省唐山市丰润区	河北省唐山市丰润区	软件、总包信息化工程项目、管理咨询计算机及相关配件、耗材	100.00%	
冀东水泥丰润有限责任公司	河北省唐山市丰润区	河北省唐山市丰润区	水泥、熟料及相关建材产品的制造、销售	100.00%	
冀东水泥璧山有限责任公司	重庆市璧山县	重庆市璧山县	水泥熟料制造、销售	100.00%	
冀东水泥重庆合川有限责任公司	重庆市合川区	重庆市合川区	水泥及水泥制品制造、销售	100.00%	
冀东水泥阿巴嘎旗有限责任公司	内蒙古自治区阿巴嘎旗	内蒙古自治区阿巴嘎旗	水泥及水泥制品制造、销售	100.00%	
冀东水泥重庆江津有限责任公司	重庆市江津区	重庆市江津区	水泥、熟料及相关建材产品的制造、销售	55.00%	
包头冀东水泥有限公司	内蒙古自治区达茂旗	内蒙古自治区达茂旗	经营水泥、熟料及石灰石的生产制造、销售	100.00%	
辽阳冀东恒盾矿业有限公司	辽宁省辽阳市	辽宁省辽阳市	石灰石碎石加工；销售	100.00%	
重庆金隅冀东水泥贸易有限公司	重庆市璧山县	重庆市璧山县	普通货运；销售水泥、熟料、混凝土、矿产品等	100.00%	
内蒙古伊东冀东	乌兰察布市卓	乌兰察布市卓资县旗	水泥、熟料及相关建材产品的制造、销售	59.00%	

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例	
				直接	间接
水泥有限公司	资县旗下营	下营			
唐山冀东资源综合利用发展有限公司	河北省唐山市曹妃甸工业区	河北省唐山市曹妃甸工业区	资源综合利用相关技术开发、转让、服务；水渣、钢渣、粉煤灰等的资源开发、生产、销售	100.00%	
米脂冀东水泥有限公司	陕西省榆林市米脂县	陕西省榆林市米脂县	水泥、水泥熟料及矿粉的生产和销售；设备维修；相关技术咨询服务	61.00%	
阳泉冀东物流贸易有限公司	山西省阳泉市郊区	山西省阳泉市郊区	货物专用运输；销售水泥、水泥熟料、水泥添加剂、水泥制品、铝矾土、石灰石等	100.00%	
山东冀东胜潍建材有限公司	山东省寿光市羊口镇	山东省寿光市羊口镇	销售、建材、货物仓储	51.00%	
陕西冀东物流服务有限公司	陕西省宝鸡市陈仓物流园区	陕西省宝鸡市陈仓物流园区	公路运输、装卸搬运；汽车、工程机械及液化天然气设备维修；建筑材料、砂石骨料、煤炭、液化天然气设备销售	100.00%	
烟台冀东润泰建材有限公司	烟台市开发区珠江路	烟台市开发区珠江路	水泥、超细矿渣粉的研发、矿粉、水泥熟料的销售	51.00%	
唐县冀东燃气销售有限公司	河北省保定市唐县白合村	河北省保定市唐县白合村	天然气销售	100.00%	
吉林冀东吉运物流有限公司	永吉县西阳镇内	永吉县西阳镇内	道路普通货物运输；各种大宗原材料、大型设备装卸、搬运；机械设备租赁；汽车配件、钢材、五金、机械等仓储、销售	100.00%	
金隅冀东水泥吉林经贸有限公司	吉林省吉林市昌邑区	吉林省吉林市昌邑	水泥及水泥制品、水泥熟料、水泥添加剂、混凝土及混凝土制品、混凝土添加剂　仓储服务　道路运输	100.00%	
陕西金隅冀东水泥经贸有限公司	西安经济技术开发区	西安经济技术开发区	普通货物运输、货物专用运输、煤炭、水泥及水泥制品、水泥添加剂、水泥熟料、混凝土及混凝土制品、混凝土外加剂等	100.00%	
烟台金隅冀东水泥沿海经贸有限公司	山东省烟台市芝罘区	山东省烟台市芝罘区	水泥及水泥制品、矿渣、混凝土及混凝土制品、建筑材料；货物和技术进出口，普通货运、仓储服务	100.00%	
辽宁金隅冀东水泥贸易有限公司	辽宁省沈阳市浑南区	辽宁省沈阳市浑南区	水泥及水泥制品、水泥添加剂、水泥熟料、混凝土及混凝土制品、混凝土外加剂、仓储服务、普通道路运输等	100.00%	
太原金隅冀东水泥经贸有限公司	山西省太原市杏花岭区	山西省太原市杏花岭区	水泥及水泥制品、水泥添加剂、水泥熟料、混凝土及混凝土制品、混凝土外加剂、煤炭、建筑材料、机电设备及配件、煤矸石及制品销售；道路普通货物运输；普通货运代理、仓储	100.00%	
内蒙古金隅冀东水泥经贸有限公司	内蒙古自治区呼和浩特市回民区	内蒙古自治区呼和浩特市回民区	普通货运、货物专用运输；煤炭、水泥及水泥制品、水泥添加剂、水泥熟料、混凝土及混凝土制品、混凝土外加剂、建筑材料、机电设备及配件等销售；国内货运代理、仓储服务	100.00%	
包头金隅冀东水泥营销有限公司	包头市九原区	包头市九原区	水泥及水泥制品等销售	100.00%	
金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司	河北省唐山市	河北省唐山市	硅酸盐、水泥、熟料等制作销售	52.91%	
广宗县金隅冀东水泥有限公司	河北省广宗县	河北省广宗县	水泥、混凝土生产、销售	100.00%	
宁晋县金隅冀东水泥有限公司	河北省宁晋县	河北省宁晋县	水泥,生产（限水泥熟料粉磨生产）、水泥销售	70.00%	

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例	
				直接	间接
清河县金隅冀东水泥有限公司	河北省清河县	河北省清河县	水泥生产、销售	100.00%	
唐山市金石联合水泥产业发展有限公司	唐山市丰润区	唐山市丰润区	熟料、水泥销售；建筑材料（不含石灰）、矿粉、五金、机械设备、电子产品（不含电子出版物）、化工产品（不含危险化学品）销售；招标代理服务；普通货运；贸易咨询服务；财务咨询；企业形象策划服务；人力资源管理咨询服务	48.98%	
北京金隅红树林环保技术有限责任公司	北京市昌平区	北京市昌平区	收集、贮存、处置有毒有害废弃物；技术开发、技术咨询；批发润滑油；批发机械设备；环保设施运营技术服务；大罐清洗；批发回收萃取的燃料油；批发化工产品（不含危险化学品）	100.00%	
保定太行和益环保科技有限公司	保定市易县	保定市易县	环保技术开发、咨询、推广服务；水泥熟料、水泥及水泥制品生产、销售	75.00%	
岚县金隅水泥有限公司	山西省岚县	山西省岚县	石灰岩露天开采、加工、销售；水泥生产、销售	80.00%	
沁阳金隅冀东环保科技有限公司	沁阳市沁北工业集聚区	沁阳市沁北工业集聚区	水泥、熟料、脱硫剂、建筑材料的生产和销售	86.60%	
宣化金隅水泥有限公司	河北省张家口市桥东区	河北省张家口市桥东区	生产、销售：水泥、熟料；建筑材料、脱硫石膏、粉煤灰销售；高炉渣粉加工、销售	65.00%	
包钢冀东水泥有限公司	内蒙古自治区包头市	内蒙古自治区包头市	普通货物运输，专用运输；冶金渣微粉生产与销售；水泥生产与销售	70.00%	

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	211.57	106.22	92.92	106.62
资产总额（亿元）	722.08	607.33	589.47	606.53
所有者权益（亿元）	292.77	288.38	321.49	303.94
短期债务（亿元）	229.37	145.54	66.12	76.79
长期债务（亿元）	53.60	80.62	127.62	137.89
全部债务（亿元）	282.97	226.15	193.73	214.68
营业收入（亿元）	314.48	345.07	354.80	50.96
利润总额（亿元）	43.22	62.54	67.53	0.08
EBITDA（亿元）	88.85	107.74	109.13	--
经营性净现金流（亿元）	77.82	82.19	87.28	4.18
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.77	3.50	8.01	--
存货周转次数（次）	9.28	8.06	8.26	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.52	0.59	--
现金收入比（%）	75.34	80.75	81.70	107.65
营业利润率（%）	33.96	35.52	33.55	24.15
总资本收益率（%）	8.21	12.00	11.78	--
净资产收益率（%）	11.06	17.01	16.12	--
长期债务资本化比率（%）	15.47	21.85	28.42	31.21
全部债务资本化比率（%）	49.15	43.95	37.60	41.40
资产负债率（%）	59.45	52.52	45.46	49.89
流动比率（%）	78.51	77.68	116.02	110.80
速动比率（%）	71.60	64.86	96.35	90.77
经营现金流动负债比（%）	21.38	36.68	63.41	--
现金短期债务比（倍）	0.92	0.73	1.41	1.39
EBITDA 利息倍数（倍）	5.98	8.47	12.32	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.18	2.10	1.78	--

注：1.2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债和其他应付款中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；3.本报告 2018 年财务数据已追溯调整
资料来源：公司提供、联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	79.32	39.02	24.45	22.18
资产总额（亿元）	385.95	387.03	370.02	403.02
所有者权益（亿元）	180.09	180.66	190.91	210.20
短期债务（亿元）	144.86	92.18	22.50	33.20
长期债务（亿元）	26.78	57.11	101.23	111.90
全部债务（亿元）	171.64	149.29	123.73	145.10
营业收入（亿元）	21.59	33.65	47.80	8.80
利润总额（亿元）	12.15	7.52	14.02	19.72
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	3.23	0.05	5.77	-1.55
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.02	9.13	64.94	--
存货周转次数（次）	28.07	237.60	748.41	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.09	0.13	--
现金收入比（%）	77.65	77.03	96.21	105.18
营业利润率（%）	15.83	0.30	0.31	3.03
总资本收益率（%）	6.05	2.89	4.60	--
净资产收益率（%）	6.08	5.27	7.58	--
长期债务资本化比率（%）	12.94	24.02	34.65	34.74
全部债务资本化比率（%）	48.80	45.25	39.32	40.84
资产负债率（%）	53.34	53.32	48.41	47.84
流动比率（%）	138.70	124.46	209.18	247.49
速动比率（%）	138.57	124.39	209.11	246.74
经营现金流动负债比（%）	2.02	0.04	8.76	--
现金短期债务比（倍）	0.55	0.42	1.21	0.70
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司提供、联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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