信用等级公告

联合〔2019〕1190 号

联合资信评估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，确定将唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，评级展望由“正面”调整为“稳定”，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

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月六日

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

唐山冀东水泥股份有限公司
跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA	评级展望：稳定
上次主体长期信用等级：AA^{+}	评级展望：正面

担保方主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余 额	到期兑付日[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
18 冀东水泥 MTN001	30 亿元	2021/12/26	AAA	AAA

债项评级展望

跟踪评级结果：稳定

上次评级结果：稳定

评级时间：2019 年 6 月 6 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.39	129.82	190.27	140.95
资产总额(亿元)	414.80	576.37	619.93	653.98
所有者权益(亿元)	111.68	194.53	238.31	277.95
短期债务(亿元)	169.05	180.16	170.55	156.96
长期债务(亿元)	91.24	72.51	53.31	73.44
全部债务(亿元)	260.29	252.67	223.86	230.40
营业收入(亿元)	123.35	251.68	308.49	50.08
利润总额(亿元)	1.99	14.19	34.16	1.54
EBITDA(亿元)	36.32	52.28	72.58	--
经营性净现金流(亿元)	26.91	35.27	65.31	3.79
营业利润率(%)	22.98	25.56	29.15	30.96
净资产收益率(%)	-0.21	4.83	10.74	--
资产负债率(%)	73.08	66.25	61.56	57.50
全部债务资本化比率(%)	69.98	56.50	48.44	45.32
流动比率(%)	51.58	65.57	80.16	76.44
经营现金流动负债比(%)	13.00	11.68	20.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.17	4.83	3.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.39	3.78	5.46	--

注：公司 2018 年对期初数进行了重述并对以前年度财务报表进行了调整，故上表中，2017 年数据采用 2018 年期初数据；2019 年 1—3 月财务数据未经审计；短期债务包含其他流动负债中的超短期融资券；长期债务包含长期应付款中融资租赁款

[1] “18 冀东水泥 MTN001”为永续中票，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，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

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。近年来，受行业自律、环保政策趋严、市场集中度提升及煤价上涨等因素综合作用，水泥行业景气度不断回升，公司经营面不断好转，主业盈利能力持续提升。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，水泥行业产能过剩、公司短期债务占比高等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

公司与北京金隅集团股份有限公司（原名为“北京金隅股份有限公司”，以下简称“金隅集团”）共同组建金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司（以下简称“合资公司”），2018 年 7 月，合资公司已组建完毕，使得公司对华北地区水泥行业话语权和市场控制力明显增强。2019 年 3 月，冀东水泥及金隅集团共同增资合资公司的标的资产过户已经完成。公司水泥和熟料产能进一步扩大，区域市场占有率进一步增强。

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，联合资信确定将唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，评级展望由“正面”调整为“稳定”，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。

分析师
韩家麒　孙 鑫

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

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. 公司水泥产量位居行业前列，其市场覆盖京津冀、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。雄安新区的设立将带来大量水泥需求。
3. 金隅集团与公司共同出资组建合资公司，公司拥有合资公司的控股权，公司产能进一步扩大，对华北地区水泥行业话语权和市场控制力进一步增强。
4. 公司经营活动现金流入量对存续期债券保障能力强。
5. 金隅集团对本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，进一步提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

关注

1. 水泥行业仍属于产能过剩行业，未来行业景气度的提升仍有赖于行业自律的良好推动。
2. 公司短期债务占比高，短期支付压力较大。
3. 由于公司水泥生产产能发挥不足，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有待加强。
4. 公司应收账款规模较大且集中度较高，对资产流动性产生一定影响。
5. 国家召开水泥行业“反垄断”座谈会，对水泥产品定价和公司营业收入或将存在一定的影响。

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

唐山冀东水泥股份有限公司

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于唐山冀东水泥股份有限公司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。截至目前，合资公司已组建完毕，并完成工商登记。

截至 2018 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，公司实际控制人为北京市国资委（详见附件 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 2018 年底，公司设有审计部、法律事务部、财务资金部、资产管理部、董秘室、战略发展部、党群和纪检监察部、系统创新部、生产运营管理中心、物资供应管理中心、（党委行政）办公室、（党委组织部）人力资源部、水泥市场营销管理中心、砂石骨料运营管理中心及环保产业中心共计 16 个部室及管理中心（详见附件 1-2）。截至 2018 年底，公司合并财务报表范围包括各级全资及控股子公司 97 家。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 619.93 亿元，所有者权益 238.31 亿元（包含少数股东权益 92.51 亿元）；2018 年公司实现营业收入 308.49 亿元，利润总额 34.16 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 653.98 亿元，所有者权益 277.95 亿元（包含少数股东权益 137.32 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 50.08 亿元，利润总额 1.54 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：姜长禄。

三、存续债券情况

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。

截至本报告出具日，上述存续债券尚未到首次付息日。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投

资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，

在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业与区域环境分析

1. 水泥行业分析

行业概况

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

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

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

行业运行状况

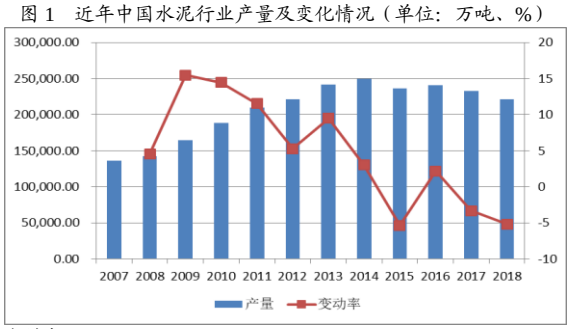
2018 年，中国经济发展继续保持稳中向好的态势，全年 GDP 实际增长 6.6%，全国固定资产投资同比增长 5.9%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5%左右较高的水平。虽然 2018 年以来基建投资增速出现失速下行，由年初的 16.1%降至 9 月的 3.3%，12 月略有回升至 3.8%。但从对水泥需求的影响来看，房地产投资的较好增长水平（尤其是新开工增速较快）对冲了基建投资下滑的影响，水泥下游需求总体平稳。

水泥市场供给方面，2018 年，行业错峰生产延续常态化，阶段性减少产品供给；生态环境保护进一步强化，矿山综合治理逐步收紧，中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用，部分落后产能淘汰出市场，总体供给得到有效控制。

2018 年以来，水泥市场需求平稳，供给收缩，同时，在协会和大企业的带动下行业自律的效果明显提升，促使中国水泥市场总体供需矛盾得到了一定改善，多数地区库存水平处于低位运行，支撑水泥价格一路上扬，并站上历史高位。但需要注意的是，由于区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南强北弱的差距继续扩大。尤其是东北、内蒙等地区部分水泥企业依旧处于亏损或盈亏边缘。

2018 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。2018 年，全国水泥产量约为 22.10 亿吨，同比下降 5.18%。2018 年，建材行业实现利润 4317 亿元，较上年增长 43%。其中，水泥制造行业实现利润 1546 亿元，较上年增长 1.1 倍。

图 1　近年中国水泥行业产量及变化情况（单位：万吨、%）



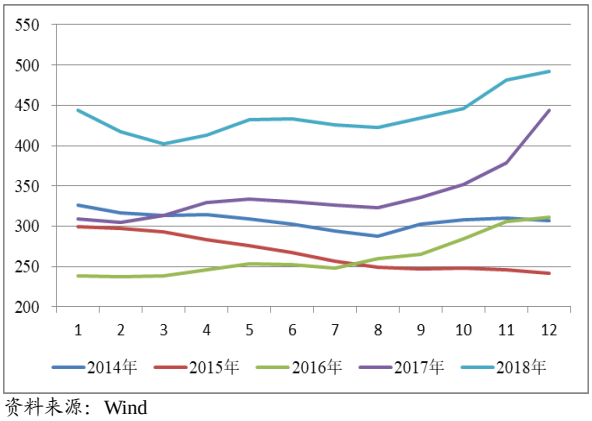
资料来源：Wind

据中国水泥协会初步统计，2018 年全国新点火水泥熟料生产线共有 14 条，合计年度新点火熟料设计产能 2043 万吨，与上年基本持平，且全部为产能置换项目。分区域看，新点火产能中，贵州相对较多，为 3 条，年产 440 万吨，其余地区相对分散；从规模来看，日产 4000 吨以上有 11 条，日产 2500 至 3200 吨有 3 条。从点火时间来看，70%的产能主要集中在下半年，局部区域水泥供给压力增加。

截至 2018 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1681 条，设计熟料产能达 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。水泥熟料生产线平均规模继续提升，从 2017 年的 3424 吨/天提升至 3491 吨/天。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2019 年仍将会有 2500 万吨左右产能新点火，涉及区域相对集中在广东、广西、福建、云南和贵州。

从水泥的价格来看，2018 年全国水泥均价达 435 元/吨，较 2017 年上涨 82 元/吨，涨幅达 23.23%，受下游需求平稳，上游供给紧缩影响，协同行业自律效果提升影响，中国水泥市场总体供需矛盾得到一定改善，支撑水泥价格一路上扬，并达到历史高位。具体看，2018 年全国水泥市场全年基本保持高位稳定，大都在 400—450 元/吨之间运行。受错峰生产、环保检查以及旺季需求量增长等因素影响，2018 年四季度开始呈明显上扬走势，12 月份全国均价已经达到 492 元/吨。

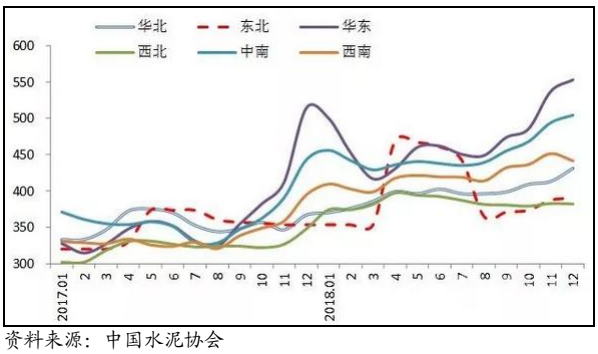
图 2　近四年全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

分区域来看，各地区水泥市场价格表现差异较大。华东地区水泥价格无论是价位还是涨幅在全国各大区域中均居前位，2018 年均价 472 元/吨，比 2017 年增长 30%，12 月份更是达到了历史最高位的 553 元/吨，局部地区甚至突破 600 元/吨。其次是中南地区，2018 年均价 453 元/吨，比 2017 年增长 25%，12 月份也达到了历史高位的 504 元/吨。西南地区水泥 2018 年均价 422 元/吨，比 2017 年增长 25%。华北、东北和西北整体价格虽然比 2017 年也均有所上涨，但绝对价和涨幅均较低，均价普遍低于 400 元/吨。其中，2018 年下半年，受基建投资低迷，加上水泥产能严重过剩拖累，东北、西北地区水泥价格较其他地区偏低，水泥市场延续南强北弱格局。

图 3　2017—2018 年各地区水泥（P.O42.5 散装）市场价格情况（单位：元/吨）

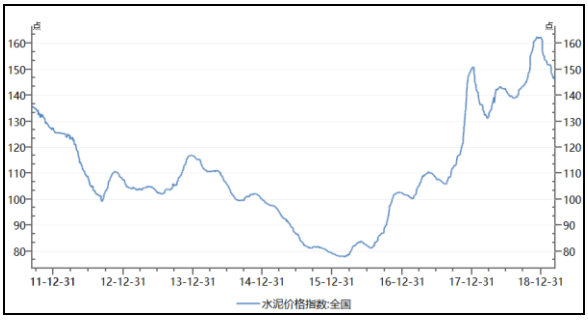


资料来源：中国水泥协会

2018 年，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，环保加强，错峰生产，供给压

缩明显。其次，煤炭价格维持高位运行，2018年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。2018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，随着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2018年底，全国水泥价格指数为162.27点，较2017年底的149.90点上涨8.25%。

图4　近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）



资料来源：Wind

总体看，2018年，水泥产量逐步回落，得益于行业供给侧结构性改革的积极影响，全年水泥行业供需关系持续改善，水泥产能过剩情况有所缓解，产品价格同比涨幅明显，行业盈利水平大幅提升。

行业政策

（1）《水泥行业去产能行动计划(2018—2020)》

2017年12月，中国水泥协会印发《水泥行业去产能行动计划(2018—2020)》，该报告提到三大目标，首先，三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%；其次，前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%。力争10个省区内前2家大企业熟料产能集中度达到65%；第三，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，2017年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2019年，全国范围内计划压减熟料产能11,640万吨，关闭水泥粉磨站企业150家，另外全国前10家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到62%以上，水泥产能集中度达到50%以上。因此2019年水泥行业去产能力度将更大。

（2）《京津冀及周边地区2018—2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》

2018年9月，生态环境部办公厅印发《京津冀及周边地区2018—2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，该方案的实施范围为“2+26”城市，该方案中提到，1、水泥行业自2018年10月严格执行大气污染物特别排放限值。2、推动一批水泥、化工等重污染企业搬迁工程。3、推进露天矿山综合整治。4、各地重点对钢铁、建材等高排放行业，实施采暖期错峰生产；根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果，可适当缩短或延长错峰生产时间。

（3）召开水泥行业“反垄断”座谈会

2019年4月24日，由国家市场监督管理总局反垄断局组织召开了建材领域垄断行为告诫会。此次告诫会要求参会各方积极自查，水泥企业在市场销售中是否形成了垄断协议，是否限制了区域销售，是否存在限价销售等行为；各个协会在日常工作中是否制定了会员间限制产销量、制定排除竞争、限价控价的行为。

总体看，在供给侧改革的大背景下，中国政府对水泥去产能态度坚决，采取多种手段齐抓水泥产能的“质”和“量”，2018年中国水泥行业产量得以控制，供需矛盾有所缓解，但去产能之路仍任重道远。

行业关注

（1）全行业仍产能过剩、产能利用率不高

水泥产能持续释放，同时由于缺乏合理布局，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。水泥产能过剩导致价格走

低、企业亏损等一系列问题。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。

（2）行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡，目前国内水泥企业的区域集中度平均在 30%—40%。其中，不同区域的集中度差异较大，华东地区的水泥企业行业集中度最高，西南地区水泥企业行业集中度较低，对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合，但过程将相当漫长，行业恶性竞争局面短期内难以改观。

（3）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。

（4）原材料价格波动影响

水泥产品的主要原材料为石灰石、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。

未来发展

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。

考虑新产能投放以及部分海外产能进口等因素，2019 年全国水泥平均价格将有小幅下滑，但总体有望保持相对较高价格水平。水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势，兼并重组使行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势加强。水泥产能收缩已是大势所趋，在产能供给收缩的背景下，考虑到环保因素，各省出台了大量全面推行错峰生产的政策，差异化错峰生产范围将进一步扩大，预计对水泥市场供给端的收缩将进一步加大，有利于平衡水泥行业供需关系。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

2. 区域经济和市场环境

公司作为北方规模最大的水泥生产商，主要销售市场华北地区是中国“十二五”以来重点发展的区域，京津冀协同发展的背景下，河北诸多地区仍存在较大发展空间，雄安新区的建设未来都将持续稳定的支撑水泥需求，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，2016年以前，公司在该区域的主要竞争对手为金隅集团。华北地区的行业集中度尚可，2016年10月，冀东水泥与金隅集团共同组建的合资公司的重大资产重组完成后，冀东水泥在华北市场的控制力进一步提升，公司（含金隅）熟料产能合计位列第三。

2017年，中共中央国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。河北雄安新区设立中期将拉动大量基建投资，设立雄安新区的第一定位是集中疏解北京非首都功能，产业和相关人口的转移。建立在雄安新区当前的基础设施条件基础上，未来雄安新区将催生大量的基建、地产投资。从而区域内水泥行业将受到提振。雄安新区的规划，中期总体将带来9000万吨左右的水泥需求增量，平均每年900万吨左右，对应区域内安置人口总量500万来看，人均累计水泥消费量接近20吨/人。

总体看，短期内，鉴于目前国家尚未出台关于雄安新区建设的具体时间、周期及规划等文件，雄安新区的相关政策短期内对区域内水泥企业经营业绩无重大影响。但中、长期来看，雄安新区的建设将拉动京津冀地区水泥需求，进而利好区域水泥企业。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司为A股上市公司，截至2018年底，公司总股本为1347522914股，注册资本为13.48亿

元，控股股东冀东集团对公司的持股比例为30.00%，公司最终控制人为北京市国资委。

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。随着与间接控股股东金隅集团重大资产重组的实施完成，截至2018年底，公司拥有水泥熟料生产线68条，年熟料产能达到0.95亿吨，水泥产能达到1.51亿吨，水泥产能位列国内水泥制造企业第三名。跟踪期内，公司市场覆盖区域进一步扩大，市场覆盖河北、北京、天津、陕西、山西、内蒙古、吉林、重庆、河南等13个省（直辖市、自治区）。截至2018年底，冀东水泥占整个京津冀地区50%左右的市场份额，其中在北京、天津和唐山的市场份额分别约为35%、52%和60%。公司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。2018年，公司中标重点项目30个，中标金额27.20亿元，带动水泥销量687万吨。

品牌优势方面，多年来，公司形成了较强的知名度、市场影响力和产品质量、保供、服务等方面的品牌美誉度，在区域内高端水泥市场上具有较高的品牌影响力“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”和“BBMG”、“金隅”多品牌对市场的覆盖，品牌影响持续提升。

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，能够确保企业长期稳定发展的需要。截至 2018 年底，公司拥有 48 项石灰石矿采矿权，公司石灰石资源保有储量超过 38 亿吨，充足的原料供应为公司生产提供了有力的保证。

总体看，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。跟踪期内，公司完成与控股股东金隅集团战略重组，整体竞争实力进一步增强。

3. 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。公司通过生活垃圾高温气化技术和污泥干化技术的耦合，利用高温气化烟气干化湿污泥，实现不同固废最终以高温烟气和无机物质分质入窑，解决了生活垃圾、污泥直接入窑预处理复杂、处置量低、能耗高、对生产运行影响大的问题。

公司生产过程的信息化走在行业内的前列，公司水泥供应链+互联网资源协同云平台（CIRS Cloud）研发及应用项目，以支撑公司内部供应链体系整合的私有云建设为基础，连通支撑冀东水泥公司三大网络化运营平台的公有云服务，形成稳定、高效、集约的“混合云”服务架构，实现冀东水泥公司内外部供应链体系的融合、拓展、贯通与协同。公司内部建立完整统一的供应链管控体系，确保公司集团化经营战略的实现；外部延伸逐步建立了包括：金隅冀东商城、阳光采购平台、智慧物流平台等在内的三大核心平台，实现以电子销售、电子采购、电子物流、电子支付为代表的全供应链电商运营架构，进一步整合、汇聚上下游资源，实现商流、物流、信息流、资金流的全面一体化集成与协同，稳步建立高效、透明、可

控的全新商业服务模式。

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。

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。

4. 节能减排

公司构建全产业链整体竞争优势。加快壮大环保产业，围绕危险废物、生活垃圾、污泥、污染土四大领域，培育高质量发展新动能，打造中国北方最大的建材行业环保型企业集团；按照“用地集约化、生产洁净化、废物资源化、能源低碳化”的原则和标准，加快建设绿色工厂，通过不断加强绿色发展，促进企业可持续发展。加快骨料、外加剂、矿粉等相关产业协调发展，推进产业结构优化升级；聚焦节能减排、转型升级和绿色发展，力争在水泥技术、水泥新产品和水泥窑协同处置环保企业转型升级等方面实现突破，提升企业核心竞争力。

公司通过前期加大环保投入和后期升级改造，公司所属企业环保排放均符合或超越国家及地方标准，着重体现绿色新型环保产品优势，提升企业可持续健康发展能力。公司成立了环保产业中心，大力推进水泥窑协调处置环保项目建设，努力推进符合条件的水泥熟料企业的转型升级；水泥窑协同处置技术已覆盖工业危废、市政污泥、生活垃圾、飞灰、污染土壤修复等多个方面，形成了公司在环保产业方面的独特优势；截至2018年底，公司共有7家附属企业开展危险废物处置，处置能力32.5万吨/年；6家附属企业开展生活污泥处置，处置能力41.15万吨/年；2家附属企业开展生活垃圾处置，处置能力20.9万吨/年。环保项目辐射京津冀、山西、陕西、东北等地区，服务客户数量超过3000家。

节能降耗方面，跟踪期内，公司推进节能降耗项目57项19903.81万元，占总投资额76816.99万元的26%。2019年度预计技改投入121862万元。截至2018年底，公司共投产纯低温余热发电机组66台（套），总装机容量572.90WM。2018年，公司分别利用余热发电23.07亿度，相当于节约标煤138.38万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的40%。2018年，公司利用余热发电成本约为0.14元/度，节约电费成本约9.23亿元。在氮氧化物减排方面，公司81条熟料生产线均已完成氮氧化物减排项目建设。

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。

5. 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。2018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为4.64亿元。

所得税优惠政策根据财税〔2011〕58号《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》和国家税务总局公告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》，亿利公司、包头冀东、凤翔公司、璧山公司、米脂冀东、陕西物流征得主管税务机关同意2018年减按15%的税率缴纳企业所得税。依据《中华人民共和国企业所得税法》第二十八条第二款，红树林、干粉建材、生态岛、金隅北水、闻喜公司、外加剂、节能科技按照国家需要重点扶持的高新技术企业政策，减按

15%的税率征收企业所得税。

增值税优惠政策方面，根据财税〔2015〕78号《关于印发<资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录>》的通知相关政策，公司采用旋窑法工艺生产并且42.5及以上等级水泥的原料中废渣比例不低于20%，其他水泥、水泥熟料的原料中废渣比例不低于40%的，可享受增值税即征即退70%的政策。

总体看，公司获得政策方面的支持力度较大。

七、管理分析

跟踪期内，于九洲先生（原公司副董事长、总经理）于 2018 年 1 月 19 日因到龄退休，辞去公司第八届董事会董事、副董事长、总经理及公司董事会专业委员会一切职务。

公司现任总经理孔庆辉先生，1971 年生，工程硕士；1995 年 7 月至 2006 年 7 月历任烟台市福山区财政局预算外资金管理，烟台市婴儿乐集团总经理助理、副总经理；2006 年 7 月至 2016 年 6 月历任唐山冀东水泥三友有限公司干部、唐山冀东水泥股份有限公司物流总公司副总经理、唐山冀东水泥股份有限公司营销总部副总经理、公司川渝大区屏山项目部副总经理、公司渝川大区副总经理、公司陕西大区副总经理；2016 年 6 月至 2016 年 12 月历任公司陕西大区总经理，冀东海德堡（泾阳）水泥有限公司副董事长、总经理，冀东海德堡（扶风）水泥有限公司副董事长；2016 年 12 月至 2017 年 4 月任冀东海德堡（泾阳）水泥有限公司副董事长、经理，冀东海德堡（扶风）水泥有限公司副董事长、冀东水泥凤翔有限责任公司董事长；2017 年 4 月至 2017 年 11 月任冀东海德堡（泾阳）水泥有限公司副董事长、经理，冀东海德堡（扶风）水泥有限公司副董事长、冀东水泥凤翔有限责任公司董事长、冀东水泥铜川有限公司执行董事。2017 年 11 月至 2018 年 5 月任冀东海德堡（泾阳）水泥有限公司副董事长，冀东海德堡（扶风）水泥有限公司副董事长，冀东水泥凤翔有限责任公司董事长，冀东水泥铜川有限公司执行董事、经理（兼）；2017 年 10 月至 2018 年 4 月任公司副总经理；2018 年 4 月至 2018 年 5 月任公司总经理；2018 年 5 月至 2018 年 7 月任公司董事、总经理；2018 年 7 月份至今任公司党委副书记、董事、总经理。

总体看，跟踪期内，公司董事会和管理层发生变动，相关接任董事和管理人员均管理经验丰富并且均有多年相关工作经验，本次人员变更对公司生产经营和管理影响小。整体看，公司在管理制度和法人治理结构上变化不大，经营管理状况稳定。

八、重大事项

金隅集团与公司股东冀东集团进行战略重组，重组的交易方案包括两个组成部分：股权重组部分，金隅集团与冀东集团进行战略重组；资产重组部分，公司向金隅集团及/或冀东集团非公开发行 A 股股份的方式购买金隅集团及/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。

公司于 2018 年 2 月 7 日与金隅集团签署《关于共同出资组建金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司之合资合同》，公司以所持有的冀东水泥滦县有限责任公司等 20 家公司的股权及唐山冀东水泥股份有限公司唐山分公司等 2 家分公司的净资产出资，与金隅集团持有的北京金隅水泥经贸有限公司等 10 家公司（含该 10 家公司子公司共 17 家公司）股权组建合资公司，公司持有合资公司 52.91%股权，金隅集团持有合资公司 47.09%股权。截至 2018 年 7 月 26 日，合资公司实收资本已全部到位。公司与金隅集团共同出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易事项已实施完成。

公司于 2019 年 1 月 9 日召开第八届董事会第十七次会议、2019 年 1 月 29 日召开 2019 年

第一次临时股东大会，审议通过了《关于唐山冀东水泥股份有限公司重大资产购买及共同增资合资公司暨关联交易方案的议案》等议案。根据重组方案，金隅集团以所持有的赞皇金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权出资，公司以所持有的临澧冀东水泥有限公司等 5 家公司的股权及 24.82 亿元现金出资，双方共同向金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司（以下简称“合资公司”）增资，同时公司以 15.37 亿元现金向金隅集团购买其所持有的左权金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权。截至 2019 年 3 月 26 日，本次交易的标的资产，即金隅集团所持有的赞皇金隅水泥有限公司等 14 家公司的股权，已全部过户至合资公司或公司；本次交易中公司向合资公司增资的股权资产，即公司所持有的临澧冀东水泥有限公司等 5 家公司的股权已全部过户至合资公司。

总体看，本次重大资产重组完成后，公司资产规模和产能规模进一步扩大，公司与金隅集团水泥业务板块内部管理机制进一步完善，进一步加强水泥业务的优势互补、资源共享、技术融合和管理协同，进一步提升公司在华北地区，尤其是京津冀地区水泥市场占有率和市场竞争优势，避免同业竞争和重复投资，降低产能过剩风险，符合公司及金隅集团长期发展需要。

八、经营分析

1. 经营概况

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，2018 年占公司主营业务收入的比重分别为 79.92%和 11.18%。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。

2016—2018 年，公司营业收入大幅提升，年均复合增长 59.41%，主要系近年来受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，2018 年水泥价格持续高位运行所致。2018 年，公司实现营业收入 308.49 亿元，同比增长 22.57%。2018 年，公司分别实现水泥收入 246.54 亿元，同比增长 31.78%，主要系水泥价格持续走高所致；公司实现熟料收入 34.50 亿元，同比下降 11.38%，主要系公司外卖熟料数量下降所致；其他收入同比增长 6.93%，主要由于物流运输、外加剂销售等收入同比增长所致。

毛利率方面，2016—2018 年，公司不断加强内部管理，随着水泥行业景气度提升，公司水泥业务毛利率逐年提升，分别为 24.15%、28.80%和 32.13%，带动公司主营业务综合毛利率逐年提升，分别为 24.17%、26.76%和 30.64%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 50.08 亿元，较上年同期增长 47.74%，主要系公司水泥产品量价齐升所致；其中水泥收入为 36.06 亿元、熟料收入为 8.25 亿元。2019 年 1—3 月，公司毛利率水平进一步提升至 33.01%。

表 1　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	102.70	84.60	24.15	187.09	73.34	28.80	246.54	79.92	32.13	36.06	72.00	29.57
熟料	13.26	10.92	23.37	38.93	15.47	9.35	34.50	11.18	20.56	8.25	16.47	33.15
其他	5.43	4.48	25.92	25.67	10.20	23.07	27.45	8.90	29.92	5.77	11.53	19.58
合计	**121.40**	**100.00**	**24.17**	**251.68**	**100.00**	**26.76**	**308.49**	**100.00**	**30.64**	**50.08**	**100.00**	**33.01**

注：2018 年，公司通过同一控制下企业合并取得 11 家子公司，公司对 2017 年相关报表数据进行追溯调整

资料来源：公司提供

总体看，由于公司业务收入以水泥和熟料收入为主，公司收入和利润规模受水泥行业景气度的影响较大。2018 年，产品价格大幅增长推动公司营业收入明显增长，毛利率有所提升。2019 年 1—3 月，随着水泥行业景气度持续提升，公司水泥产品量价齐升，盈利水平进一步提升。

原材料采购

公司水泥生产所需原材料和能源主要为石灰石、石膏、粉煤灰、煤和电等。

作为水泥及熟料生产的主要原料，石灰石资源是水泥企业重要的战略资源。截至 2018 年底，公司拥有 48 项石灰石矿采矿权，石灰石资源占有储量超过 50 亿吨，保有储量超过 38 亿吨，分布于河北、陕西、吉林、山西、湖南、四川、内蒙等省区。公司生产所需石灰石主要来自其自有矿山，少量外采。2018 年，公司外采石灰石 2883.04 万吨，采购金额 10.02 亿元，外采量的占比约为 32%。

煤炭和电力在公司制造成本中占比较大，合计超过产品成本的 40%。煤炭采购来源仍主要为山西煤、陕西煤、内蒙煤及唐山煤，运输方式为铁路运输和汽车运输。

煤炭采购价格方面，2016—2018 年，煤炭价格持续上涨，2018 年，公司煤炭采购均价 561.46 元/吨，较 2017 年上涨 4.37%。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，公司煤炭供应商主要包括冀东发展物流有限责任公司、唐山冀东水泥股份有限公司、山东淄矿煤炭运销有限公司、陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司彬长分公司、陕西榆林能源集团煤炭进出口有限公司。煤炭采购量方面，近年来，煤炭采购量有所波动，2018 年采购量为 1073.07 万吨，同比增长 64.20%，主要系合并范围内新增子公司，且未追溯调整 2017 年相关数据所致。2019 年 1—3 月，煤炭采购量为 169.51 万吨，采购价格小幅上涨至 584.68 元/吨。公司煤炭采购款结算方式一般为到货当月挂账次月付款，但与大型集团和直采矿多为预付款。从采购集中度看，2018 年，公司前五大供应商采购金额合计 81.31 亿元，占总采购总额的比例为 38.00%，公司向同一实际控制人控制的供应商采购额为 75.61 亿元，规模较大。

表 2　公司原材料采购数据

原料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
煤炭	采购量（万吨）	738.12	653.51	1073.07
	采购均价（元/吨）	351.54	537.95	561.46
电力	外购用电量（亿千瓦时）	38.53	36.59	49.83
	采购均价（元/千瓦时）	0.51	0.50	0.50

注：2017 年各项数据未进行追溯调整
资料来源：公司提供

截至2018年底，公司共投产纯低温余热发电机组66台（套），总装机容量572.9WM。2018年，公司利用余热发电23.07亿度，相当于节约标煤138.38万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的40%。2018年，公司利用余热发电成本约为0.14元/度，节约电费成本约9.23亿元。

公司2018年全年度完成可比水泥综合能耗84.39kgce/t，相比同期下降0.54%，其主要原因为可比熟料综合煤耗的同比下降（使用高热值煤比例增加）所致。公司2018年可比水泥综合能耗指标已经达到《水泥行业单位产品能源消耗限额》（GB 16780-2012）中行业先进值标准。

产品生产

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、中国北方最大的水泥生产厂商，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毕，公司的熟料、水泥产能进一步增加。截至 2018 年底，公司拥有水泥熟料生产线 68 条，年熟料产能达到 0.95 亿吨，水泥产能达到 1.51 亿吨。公司与金隅集团水泥业务板块

内部管理机制将进一步完善，水泥业务的优势互补、资源共享、技术融合和管理协同将进一步加强，有利于增强公司在华北地区，尤其是京津冀地区的水泥市场占有率和市场竞争优势，避免重复投资，降低产能过剩风险。

从产能利用率情况来看，2016—2018年，公司水泥产能利用率和熟料产能利用率均有所波动，处于较低水平，2018年公司水泥实际产量上涨32.48%至6702万吨；公司熟料主要为自用，随着水泥产量的增长增长，公司熟料产量同比增长26.15%至6002万吨。2018年，受国内水泥产能过剩情况严重，行业竞争激烈，以及国家执行错峰生产等因素影响，2018年水泥产能利用率和熟料产能利用率分别为44.37%和62.83%，较上年均有所提升。

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。公司目前水泥主导产品除“盾石”，还包括了“金隅”、“鼎鑫”、“太行山”等品牌；供应重点工程水泥中均有以上品牌；公司水泥产品具有产品种类全，保供能力强、产品质量稳定等特点。2018 年，公司生产 32.5 强度等级水泥占比 23.10%，同比增长 1.42%；42.5 强度等级水泥占比 75.90%，同比下降 1.47%。

表 3　公司水泥熟料生产情况

项目		2016 年	2017 年	2018 年
水泥	产能（万吨）	12968	12968	15104
	产量（万吨）	5802	5059	6702
	产能利用率(%)	44.74	39.01	44.37
熟料	产能（万吨）	7483	7483	9553
	产量（万吨）	4312	4758	6002
	产能利用率(%)	63.58	57.62	62.83

注：1、表中熟料产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、公司未对 2017 年数据进行了追溯调整
资料来源：公司提供

产品销售

2018 年，受益于“京津冀协同发展”国家战略的推进以及水泥行业“供给侧结构性改革”的积极影响，公司核心区域水泥市场秩序持续改善，公司水泥和熟料综合销量同比增加，2018 年水泥和熟料综合销量同比增加 5.63%。2018 年，公司水泥及熟料销量均大于产量主要系公司合并范围内包括北京金隅水泥经贸有限公司，该公司作为销售公司，负责采购水泥等产品对外销售，导致公司销量大于产量的情况产生。

在定价策略上，营销分公司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对水泥销售价格进行调整。在水泥产品定价能力方面，公司目前在唐山地区占据掌控地位，在天津、北京及河北其他地区处于主导地位。近年来，区域内水泥企业在行业协会协助下有序进行限产，部分大型水泥企业重组使得区域集中度进一步提升，下半年煤炭价格触底回弹，多项因素的综合作用引发水泥价格多轮上调。2016—2018 年，公司水泥均价逐年提升，2018 年为 298 元/吨；熟料均价同趋势变动，2018 年为 254 元/吨。2019 年 1—3 月，公司水泥和熟料产品售价进一步分别提升至 323 元/吨和 268 元/吨，公司主业盈利能力进一步回升。

表 4　公司主要产品售价

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
水泥	销量（万吨）	5796	7759	8295	1259
	价格（元/吨）	177	242	298	323
熟料	销量（万吨）	924	1390	1369	435
	价格（元/吨）	144	203	254	268

注：价格为不含税价格；上表中的 2017 年水泥、熟料销量进行了追溯调整
资料来源：公司提供

公司水泥销售下游主要为重点工程及基建、房地产项目、农村市场，截至 2018 年底，上述三类客户分别占比为 43%、35%和 22%。

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，提供高质量产品。公司专门配套研发生产了地铁低碱标号水泥等，已供应雄安新区第一个项目市民服务中心大楼，以及京雄城际铁路、雄安站房工程、雄安第三中学等多个雄安新区重点工程。2018 年，公司中标重点项目 30 个，中标金额 27.20 亿元，带动水泥销量 687 万吨。

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 41%，大部分采用现款结算，对个别合作时间长、信用良好的直接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 59%，全部为现款结算。

2018 年以来，公司水泥产品销售仍主要面向中国华北地区（北京、天津、河北、山西及内蒙）、东北地区（辽宁、吉林）、西北地区（陕西）以及其他地区（湖南、山东及重庆），其中华北地区仍是最大销售区域。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，华北地区毛利率同比大幅提升 7.67 个百分点；东北地区和其他地区毛利率同比分别下降 21.60 和 1.57 个百分点，主要由于区域内成本上涨幅度超过价格所致。

表 5　2018 年公司水泥业务主要销售区域情况表

（单位：亿元、%）

区域	营业收入	毛利率	毛利率同比变化
华北（北京、天津、河北、山西、内蒙、河南）	195.34	35.19	上升 7.67 个百分点
东北（辽宁、吉林、黑龙江）	23.56	6.78	下降 21.60 个百分点
西北（陕西）	26.83	30.61	下降 1.57 个百分点
其他（湖南、山东、重庆）	62.75	25.43	上升 8.53 个百分点

资料来源：公司提供

从客户集中度看，2018 年公司对前五大客户销售实现收入合计 37.37 亿元，销售客户集中度为 12.11%，公司客户集中度一般。

总体看，随着水泥价格进一步提升，公司盈利能力不断改善；公司在华北地区的市场控制力和行业话语权进一步提升，雄安新区的设立将为华北地区带来大量水泥需求，公司盈利能力有望持续提升。

2. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数持续下降，存货周转次数和总资产周转次数逐年提升，2018 年分别为 2.87 次、11.10 次和 0.52 次。总体看，随着水泥行业逐步回归理性竞争，公司经营效率呈增长态势，总体保持适宜水平。

3. 未来发展

针对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。

截至 2018 年底，公司在建工程金额为 4.12 亿元，占总资产比例为 1.13%，占比较低，由公司水泥、材料生产线改造等项目构成，下表 7 是公司部分主要的在建工程情况，公司大部分项目完工程度较高，未来投资支出压力不大。

表 6　截至 2018 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预算数	期初金额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	本期其他减少金额	期末余额	工程累计投入占预算比例	工程进度
涞水冀东水泥有限责任公司大厦住宅楼项目	11800	4575	72.70	--	93.10	4554.10	41%	50%
承德冀东水泥有限责任公司矿山技改工程	5017	1598	190.18	--	--	1788.54	98%	98%

河北鼎鑫三分公司砂岩堆场棚化项目	1955	--	1590.80	--	--	1590.80	81%	81%
唐县洁源日处理 500 吨生活垃圾项目	9997	--	1449.32	--	--	1449.32	15%	15%
阳泉堆场棚化项目	1552	--	1139.87	--	--	1139.87	73%	95%
合计	**30321**	**6173**	**4442.86**	**--**	**93.10**	**10522.63**	**--**	**--**

资料来源：公司提供

目前，合资公司已组建完毕，公司在京津冀市场的控制力进一步提升，产能规模进一步扩大。2019 年，公司按照打造“国际一流的现代化、专业化大型水泥产业集团”的战略定位，抓住行业难得的战略机遇期和企业效益增长的时机，加快消化整合重组成果，落实好管控改革，狠抓基础工作，全面提升运营管控水平，推动矿山、骨料、外加剂等产业协调发展，不断增强核心竞争力，打造一流强企，创造一流业绩；公司将充分发挥行业“龙头企业”的引领示范作用，主动加强对行业规则和市场秩序的引导，不断增强行业影响力和市场控制力，实现公司的高质量发展，公司 2019 年计划实现营业收入 305 亿元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

2018年公司合并财务报表范围包括各级全资及控股子公司97家，与上年81家公司相比，本年合并范围新增21家公司，其中同一控制下企业合并新增18家（其中二级子公司10家），通过设立或投资等方式新增3家；本年合并范围减少5家。公司合并范围变动对公司财务数据影响较大。同时，公司2018年对期初数进行了重述并对以前年度财务报表进行了调整，故财务分析中，2017年数据采用2018年期初数据，并侧重对2017年及2018年的分析。2019年3月25日，公司重大资产购买及共同增资合资公司重组涉及的标的资产，即金隅集团所持有的赞皇金隅水泥有限公司等14家公司的股权，已全部过户至合资公司或本公司，本次重组实施完毕。公司在编制合并财务报表时，根据《企业会计准则》规定，作为同一控制下的企业合并取得的子公司，其1—3月份实现的经营成果纳入公司合并财务报表，公司对上年同期数据按照会计准则进行追溯调整。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 619.93 亿元，所有者权益 238.31 亿元（包含少数股东权益 92.51 亿元）；2018 年公司实现营业收入 308.49 亿元，利润总额 34.16 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 653.98 亿元，所有者权益 277.95 亿元（包含少数股东权益 137.32 亿元）；2018 年公司实现营业收入 50.08 亿元，利润总额 1.54 亿元。

2. 资产质量

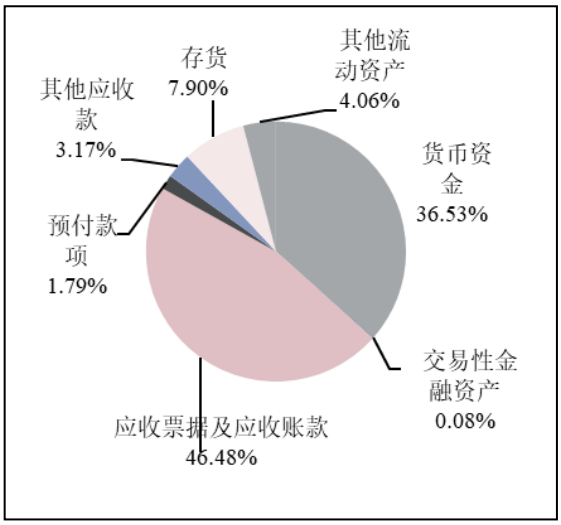
2016—2018 年，公司合并资产总额快速增长，年均复合增长 22.25%，主要系合资公司组建完成后，公司合并范围变动所致。截至 2018 年底，公司合并资产总额 619.93 亿元，较年初增长 7.56%；其中流动资产合计占 41.27%，非流动资产合计占 58.73%，非流动资产占比较高。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 255.87 亿元，较年初增长 29.17%，主要系货币资金和应收票据增长较快所致。公司流动资产以货币资金（占 36.53%）、应收票据及应收账款（占 46.48%）、预付款项（占 1.97%）、其他应收款（占 3.17%）和存货（占 7.90%）

为主。

图 5　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金快速增长，为 93.47 亿元，较年初增长 62.11%。主要系经营活动现金净流入增加所致。货币资金中银行存款 88.04 亿元，其他货币资金为 5.43 亿元，为使用受限资金，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、信用证保证金。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款为 118.93 亿元，较年初增长 23.39%，主要来自应收票据的增长所致。截至 2018 年底，公司应收票据 96.61 亿元，较年初增长 34.45%，主要系公司采用票据结算方式增加，同时电子票据期限延长所致。其中银行承兑汇票为 83.75 亿元，其中已质押的金额为 2.64 亿元。截至 2018 年底，公司应收账款账面余额为 27.68 亿元，计提坏账准备 5.36 亿元，账面价值为 22.32 亿元，较年初下降 9.01%。按账龄来看，公司一年以内应收账款占 61.91%，1—2 年的占 9.64%，2 年以上的占 28.45%，公司两年以上的应收账款占比较高，未来存在一定的回收风险；应收账款前五名占应收账款余额的 53.97%，集中度较高，其中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及其附属企业，占应收账款余额 27.59%。

截至 2018 年底，公司预付账款为 4.58 亿元，较年初下降 44.50%，主要系部分子公司预付的与长期资产相关的设备款、采矿权价款及土地款等，调整至其他非流动资产所致；其中 1 年以内占 90.70%，1—2 年占 5.44%，2—3 年占 3.64%，3 年以上占 0.22%。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。2018 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重为 26.69%。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 20.21 亿元，较年初增长 10.11%，主要系原材料增加所致。存货构成方面以煤炭原材料、库存商品和在产品为主，近年来变动不大。公司存货按成本与可变现净值孰低原则计价，共计提了 0.59 亿元的存货跌价准备，计提比例较低。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 8.10 亿元，较年初下降 34.37%，其中应收股利 0.59 亿元，其他应收款 7.52 亿元。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；截至 2018 年底，公司其他应收款预期信用损失 4.51 亿元，形成原因主要为公司 2012 年预付唐山燕东集团有限公司（“唐山燕东集团”）19380 万元股权收购款，后唐山燕东集团违约，经诉讼并胜诉。现已查封唐山燕东集团持有的唐山冀东发展燕东建设有限公司 41%的股权等资产，2018 年 11 月 30 日冀东水泥与燕东集团签订执行和解协议书，基于谨慎性原则，公司按照 68.93%的比例确认对该股权收购预付款的坏账准备,已累计计提坏账准备 13566 万元。按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款为 5.06 亿元，占其他应收款期末余额合计数的比例为 42.11%。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 10.39 亿元，较年初增加 116.87%，主要是根据公司董事会决议，对奎山冀东水泥有限公司以减资方式完全退出，根据新金融工具准则，将初始投资成本和公允价值变动损益计

入其他流动资产所致。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 364.06 亿元，主要由固定资产（占 76.95%）、长期股权投资（占 3.69%）和无形资产（占 11.04%）构成。

公司长期股权投资仍主要为参股水泥及混凝土等建材企业的投资。截至 2018 年底，公司长期股权投资 14.98 亿元，较年初下降 4.99%，主要系按权益法核算的公司联营企业金隅冀东（唐山）混凝土环保科技集团有限公司出现亏损所致。

公司固定资产主要由机器设备和房屋建筑物构成。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 493.39 亿元，累计计提折旧 210.70 亿元、减值准备 2.53 亿元，固定资产账面价值 280.16 亿元，固定资产成新率 56.78%，成新率一般。公司通过融资租赁租入的固定资产账面价值合计 56.93 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程 4.12 亿元，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。

公司无形资产主要为土地使用权、矿山采矿权和非专利技术等。截至 2018 年底，公司无形资产为 40.20 亿元，主要由土地使用权（占 73.43%）和采矿权（占 24.28%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额为 653.98 亿元，较上年底增长 5.49%，主要系公司资产重组于 2019 年 3 月完成所致，其中流动资产占 33.92%，非流动资产占 66.08%，非流动资产占比较上年底有所上升。截至 2019 年 3 月底，公司应收票据为 65.33 亿元，较上年底下降 32.38%，主要系公司本期票据背书支付应付款项及到期解付所致；预付款项为 8.39 亿元，较上年底增长 83.14%，主要系公司预付材料款等增加所致；其他流动资产为 6.14 亿元，较上年底下降 40.85%，主要系本期完成奎山冀东水泥有限公司减资所致。

总体看，合资公司组建完成后，公司资产规模保持大幅增长，非流动资产占比高，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，其中应收账款存在一定回收风险；非流动资产以固定资产和无形资产为主，公司资产流动性弱，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长。年均复合增长 46.08%。截至 2018 年底，公司所有者权益 238.31 亿元，较年初增长 22.50%。截至 2018 年底，公司实收资本为 13.48 亿元，较年初保持不变；资本公积分别为 13.48 亿元。较年初大幅下降，主要系同一控制下企业合并以及公司以 20 家子公司股权和 2 家分公司的净资产出资合资公司所致；2018 年公司新增其他权益工具 29.82 亿元，主要为公司于 2018 年 12 月发行 2018 年度第一期中期票据，实际发行 30 亿元，期限 3+N 年；发行费用 0.18 亿元，从发行收入中扣减。

所有者权益结构方面，截至 2018 年底，归属于母公司权益中实收资本占 9.24%，资本公积占 31.49%，盈余公积占 6.96%，未分配利润占 32.16%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 277.95 亿元，较上年底增长 16.63%；截至 2019 年 3 月底，公司资本公积为 39.60 亿元，较上年底下降 13.74%，主要系同一控制下企业合并取得子公司冲减资本公积所致。

整体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2016—2018 年，公司负债总额波动增长。截至 2018 年底，公司负债合计 381.63 亿元。从构成上看，流动负债占比 83.64%，非流动负债占 16.36%，流动负债占比高。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 319.18 亿元，以短期借款（占 39.64%）、应付票据及应付账款（占 29.12%）、一年内到期的

非流动负债（占 12.33%）和其他应付款（占 12.23%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款余额 126.53 亿元，较年初下降 8.43%，主要系信用借款下降所致。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 92.93 亿元，较年初增长 21.13%，主要系应付账款增长所致。截至 2018 年底，公司应付账款 88.27 亿元，较年初增长 19.92%，其中 1 年以内的应付账款占 94.22%，主要是应付原材料款、工程款和设备款。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 39.02 亿元，主要是应付关联方往来款、押金、质保金及保证金等。

截至 2018 年底，公司其他流动负债合计 4.26 亿元，较年初大幅下降，主要系公司于 2018 年兑付 2017 年超短融资券 10 亿元所致。

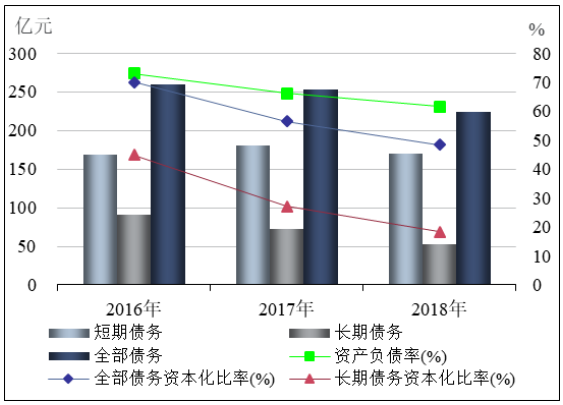
截至 2018 年底，公司非流动负债 62.44 亿元，较年初下降 21.70%，主要系长期借款和长期应付款下降所致。公司非流动负债以长期借款（占 17.78%）、应付债券（占 27.43%）和长期应付款（占 40.17%）为主。截至 2018 年底，公司长期借款 11.10 亿元，其中保证借款和信用借款分别占 13.06%和 86.94%%，长期借款利率区间为 4.75%—5.93%。公司应付债券 17.13 亿元，主要为存续的公司债券偿付本息。公司长期应付款全部为融资租赁款，2018 年为 25.09 亿元，较年初下降 25.44%，主要系公司及下属子公司偿还融资租赁款所致。

考虑其他流动负债及长期应付款中的有息部分，2016—2018 年，公司全部债务有所下降，截至 2018 年底，公司全部债务 223.86 亿元，其中短期债务占 76.18%、长期债务占 23.82%。从债务指标看，2016—2018 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均有所下降，2018 年底分别为 18.28%、48.44%和 61.56%。

考虑到公司所有者权益中其他权益工具有永续债性质，将其他权益工具调整入长期债务后，截至 2018 年底，公司长期债务和全部债务分别为 83.13 亿元和 253.68 亿元。截至 2018 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率 28.51%、54.89%和 66.37%，较年初分别变动 1.35 个、-1.61 个和 0.12 个百分点。

总体看，2018 年以来，公司有息债务有所下降，但短期债务占比较高，短期支付压力较大。

图 6　调整前公司债务情况



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 376.04 亿元，较上年底下降 1.46%，其中流动负债占 77.17%，非流动负债占 22.83%，流动负债占比较高。截至 2019 年 3 月底，公司长期借款为 21.10 亿元，较上年底增长 90.09%，主要系公司新增银行借款所致；应付债券为 24.95 亿元，较上年底增长 45.64%，主要系公司新发公司债所致。

有息债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 230.40 亿元，其中短期债务占 68.13%，长期债务占 31.87%。长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 20.90%、45.32%和 57.50%，其中全部债务资本化比率和资产负债率较上年底均有所下降，分别下降 3.11 个和 4.06 个百分点。考虑到公司所有者权益中其他权益工具有永续债性质，将其他权益工具调整入长期债务后，截至 2019 年 3 月底，公司长期债务和全

部债务分别为 103.26 亿元和 260.22 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率 29.39%、51.19%和 62.06%。

总体看，近年来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；得益于公司资产和权益规模的扩大，公司整体债务负担有所下降。

4．盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 58.14%；2018 年，公司营业收入 308.49 亿元，同比增长 22.57 %；2016—2018 年，公司营业成本快速增长，年均复合增长 51.25%；2018 年公司营业成本 213.98 亿元，同比增长 16.07%；综合以上因素，公司营业利润率逐年提升，分别为 22.98%、25.56%和 29.15%，主要系水泥产品价格上涨所致。

从期间费用来看，近年来公司期间费用快速增长，年均复合增长 32.69%，2018 年为 59.49 亿元，同比增长 11.38%。受益于公司营业收入的增长，期间费用率有所下降，2018 年期间费用率为 19.29%，同比下降 1.94 个百分点。公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2018 年分别为 35.52 亿元和 12.70 亿元。由于公司水泥生产产能发挥不足，检修、停工损失等造成管理费用较高，财务费用规模较大，整体看，公司期间费用水平较高，控制能力有待提高。

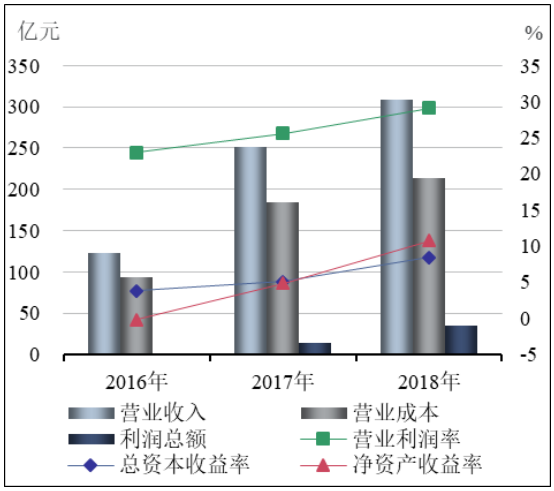
2016—2018 年，公司获得投资收益分别为 5.58 亿元、-2.01 亿元和 0.64 亿元，2017 年投资收益为负，主要系公司出售部分所持中再资环股票及合营联营公司投资收益影响所致。

2018 年，公司其他收益为 4.64 亿元，同比增长 1.39%，主要为资源综合利用退税。

2018 年，公司利润总额为 34.16 亿元，同比大幅增长。从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 8.41%和 10.74%，同比增长 3.36 个和 5.91 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司营业收入 50.08 亿元，利润总额 1.54 亿元，其中其他收益 1.27 亿元，主要为本期收到的资源综合利用退税

图 7　公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，由于公司业务收入以水泥和熟料收入为主，收入和利润规模随水泥行业景气度的变动而波动，跟踪期内，随着水泥行业回暖，公司盈利能力逐步提升，但未来盈利能力的持续回升仍依赖于行业景气度的持续提升。

5.　现金流分析

从经营活动看，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量不断增长，年均复合增长 47.87%。2018 年公司经营活动现金流入量为 232.22 亿元，同比增长 16.82%；其中销售商品、提供劳务收到的现金金额为 219.70 亿元；收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款项，2018 年为 7.86 亿元。经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的薪酬以及支付的各项税费为主。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 45.09%。2018 年公司经营活动现金流

出量为 166.92 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 101.51 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金主要是支付往来款与管理费用中的付现费用，2018 年支付的金额为 14.35 亿元。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 65.31 亿元，均呈现净流入状态。从收入实现质量看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 82.05%、75.02%和 71.22%，公司收入实现质量较差。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量波动下降，年均复合增长 30.86%。2017 年，公司投资活动现金流入 27.29 亿元，主要为公司处置子公司及长期投资等收回的投资。2016—2018 年，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 6.44%。2018 年，公司投资活动现金流出 7.84 亿元，主要用于购买固定资产、无形资产等支付的现金支出 6.08 亿元。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-4.27 亿元。

近年来，公司对外投资规模较小，经营活动现金流能够满足对外投资资金需求，2016—2018 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 6.17 亿元、26.74 亿元和 36.98 亿元。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量有所波动，年均复合增长 1.49%。2018 年，公司筹资主要通过借款的方式，现金流入金额为 230.66 亿元，其中借款取得的现金为 194.34 亿元；筹资活动现金流出主要用于偿还债务，2018 年筹资活动现金流出金额为 259.94 亿元，主要为偿还借款支付的现金 218.64 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-19.10 亿元、-33.09 亿元和-29.29 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 48.21 亿元，经营活动现金流出 44.41 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 3.79 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-11.01 亿元，其中，公司投资支付现金 15.99 亿元，主要为公司收购的左权金隅等 7 家公司股权款；筹资活动产生的现金流量净额为-19.28 亿元。

总体看，跟踪期内，随着公司经营好转，公司经营活动现金流规模不断增大，但经营获现能力仍较差；公司对外投资规模小，经营活动现金流能够满足投资需求；公司筹资活动主要用于偿还债务本息。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均有所提升，但均处于较低水平，2018 年底分别为 80.16%和 73.83%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 76.44%和 66.38%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比波动提升，分别为 13.00%、11.68%和 20.46%。总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所改善，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，随着公司经营面的逐步好转，公司EBITDA波动提升，分别为36.32亿元、52.28亿元和72.58亿元；公司EBITDA利息倍数逐年提升，分别为2.39倍、3.78倍和5.46倍；全部债务/EBITDA逐年下降，分别为7.17倍、4.83倍和3.08倍。近年来，EBITDA对债务本息的保障能力有所增强。综合来看，整体偿债能力较好。

截至 2018 年底，公司对合营公司的担保金额为 0.56 亿元，系对鞍山冀东水泥有限责任公司的担保。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，公司或有负债风险较低。

截至2018年底，公司共获得银行授信额度216.98亿元，已使用额度147.39亿元，尚未使用额度为69.59亿元；同时，公司作为A股上市公司，拥有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1013020800021500B），截至2019年4月8日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是国家政策重点支持的12家全国性大型水泥骨干企业之一，行业地位突出、规模优势显著、装备水平先进、品牌知名度高、区域市场占有率高。总体看，公司具备极强的抗风险能力。

9、母公司报表分析

截至2018年底，公司母公司口径资产总计385.95亿元，其中流动资产为221.66亿元，非流动资产为164.29亿元，流动资产占比高。截至2018年底，公司流动资产主要由货币资金（占33.15%）和其他应收款（占60.86%）构成；非流动资产主要以长期股权投资（96.55%）为主。截至2019年3月底，公司母公司口径资产总计409.44亿元，其中流动资产203.61亿元，非流动资产为205.83亿元，非流动负债增长较快，主要系长期股权投资增长所致。

截至2018年底，母公司口径所有者权益为180.09亿元，其中股本占7.49%、其他权益工具为16.56%、资本公积占28.55%、未分配利润占42.33%。截至2019年3月底，母公司口径所有者权益为178.66亿元，构成较上年底变化不大。

截至2018年底，母公司口径负债合计205.86亿元，其中流动负债为159.81亿元，流动负债占比高。母公司流动负债主要以短期借款为主，截至2018年底为114.80亿元；非流动负债以应付债券和长期应付款为主，分别占37.20%和37.22%。截至2018年底，公司全部债务为141.58亿元，其中短期债务占81.08%，长期债务占18.92%，短期债务占比高，公司母公司口径短期债务负担较重。截至2018年底，母公司资产负债率、长期债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为53.34%、12.95%和44.01%。截至2019年3月底，母公司口径负债合计230.78亿元，其中流动负债163.70亿元，非流动负债67.08亿元。

2018年，母公司实现营业收入21.59亿元，实现投资收益7.48亿元，利润总额12.15亿元。2019年1—3月，母公司实现营业收入3.82亿元，利润总额-0.26亿元。公司母公司口径盈利能力较弱。

现金流方面，母公司经营活动现金流入和流出主要以销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为主；投资活动现金流入和流出主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金；筹资活动现金流入和流出主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金为主。2018年，母公司经营活动现金流量净额为3.23亿元；投资活动现金流量净额为34.36亿元；筹资活动现金流量净额为2.41亿元。2019年1—3月，母公司经营活动现金流量净额为-0.69亿元；投资活动现金流量净额为-29.41亿元；筹资活动现金流量净额为0.45亿元。

总体看，公司主营业务主要集中于下属子公司，母公司口径盈利能力弱；公司债务中以母公司作为融资主体的债务规模大，且母公司为下属子公司提供了较大规模的担保支持，母公司偿债能力取决于对下属子公司的控制能力。

十、担保方分析

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。

金隅集团于 2005 年 12 月 22 日在北京注册成立，注册资本 18.00 亿元。截至 2018 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，是国

内水泥行业低碳绿色环保、节能减排、循环经济的引领者。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）。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6500万立方米，骨料产能约3850万吨，助磨剂外加剂产能约34万吨；危废和各类固废年处置能力超130万吨。截至2018年底，金隅集团在京津冀地区的石灰石总储量近18亿吨。2018年，金隅集团水泥板块实现主营业务收入391.20亿元，同比增加25.89%；毛利额117.55亿元，同比增加38.70%。水泥及熟料综合销量10705万吨，同比增加4.30%，其中水泥销量9443万吨，熟料销量1262万吨；水泥及熟料综合毛利率36.00%，增加5.57个百分点。混凝土总销量1604万立方米，同比增加8.88%；混凝土毛利率10.47%，增加2.34个百分点。

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和环渤海区域最大的绿色、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、装饰装修材料、建材商贸物流等重点产品和服务。2018年，金隅集团控股天津建材集团后，进一步巩固了在环渤海经济圈建材行业的引领地位。2018年，金隅集团实现新型建筑材料收入198.13亿元，同比增长52.00%，毛利率为6.14%。

房地产开发板块业务方面，金隅集团是北京地区综合实力最强的房地产开发商之一，年开复工规模达800万平米，已进入北京、上海、天津、重庆、杭州、南京、成都、合肥、海口等15个城市，先后开发建设房地产项目130余个，总建筑规模约3000万平方米，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，具备多品类房地产项目综合开发的能力。截至2018年底，金隅集团累计规划建设保障性住房700余万平方米，提供住房7万多套。2018年，金隅集团新增13块土地储备，新增土地储备约140万平方米，主要集中于成都、青岛、南京、北京等一、二线城市，为金隅集团未来房地产板块持续发展提供了有力支撑。2018年，金隅集团房地产开发板块实现营业收入221.46亿元，同比增长37.73%，毛利率为31.78%，同比增长6.21个百分点。金隅集团全年实现结转面积100.93万平方米，同比增长6.40%，其中商品房结转面积86.57万平米，保障性住房结转面积14.36万平方米；金隅集团全年累计合同签约面积111.40万平方米，同比下降19.10%，其中商品房累计合同签约面积100.94万平方米，同比下降1.70%，保障性住房累计合同签约面积10.46万平方米，同比下降70.20%。

物业投资与管理业务方面，金隅集团是北京地区最大的投资性物业持有者与管理者之一，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总面积为135万平方米，综合平均出租率88%，综合平均出租单价4.9元/平方米/天；其中在北京核心区域持有的高档投资性物业总面积72万平方米，综合平均出租率93%，综合平均出租单价8.7元/平方米/天。2018年，金隅集团物业投资及管理板块实现主营业务收入42.33亿元，同比增长27.65%，毛利率为57.03%。

财务方面，截至2018年底，金隅集团资产合计2682.76亿元，所有者权益792.15亿元（其中少数股东权益为215.49亿元）；2018年，金隅集团实现营业收入831.17亿元，利润总额64.45亿元。

总体看，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、房地产开发板块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。

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。

十一、存续债券偿债能力分析

截至目前，公司存续期内中期票据为“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。

2018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2.42倍、7.74倍和2.18倍。

表7 公司存续期债券情况（单位：亿元）

债券简称	起息日	到期兑付日	当前余额
12冀东02	2012/10/15	2019/10/15	4.50
19冀东水泥SCP001	2019/02/22	2019/11/19	8.00
小计			**12.50**
11冀东02	2012/03/20	2020/03/20	4.19
17冀东01	2017/06/30	2020/06/30	5.00
小计			**9.19**
18冀东水泥MTN001	2018/12/26	--	30.00
12冀东03	2012/10/15	2022/10/15	8.00
19冀东01	2019/03/19	2024/3/19	12.00
合计			**71.69**

资料来源：Wind

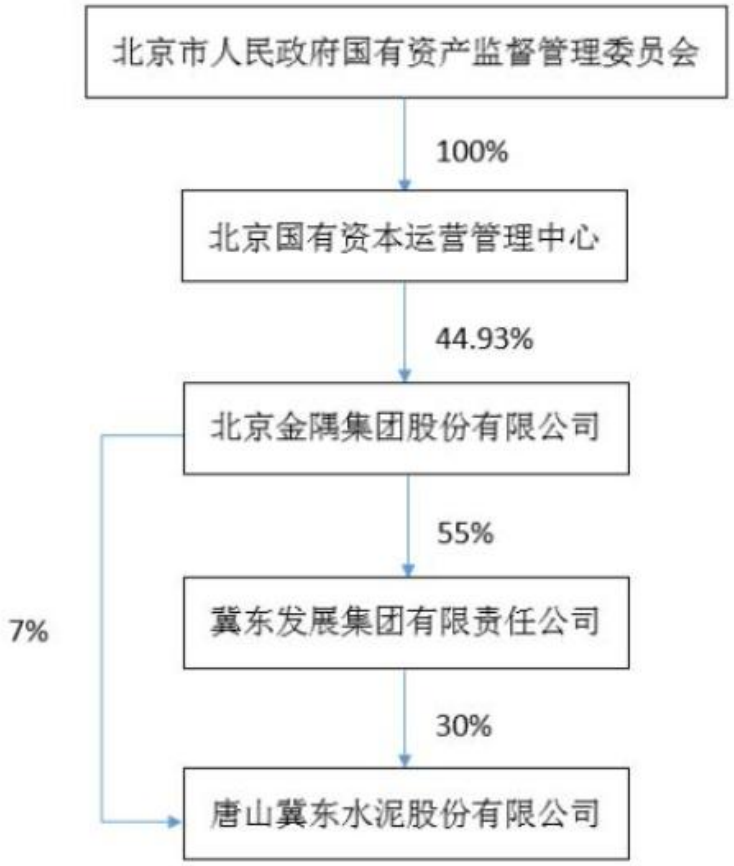
考虑到公司存在其他存续债券，以单年最高偿还额12.50亿元进行测算，2018年，公司现金类资产、经营活动现金流入量和净流量分别为单年最高偿还额12.50亿元的15.22倍、18.58倍和5.22倍。

总体看，公司EBITDA、经营活动现金流量对存续债券保障能力强。“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。

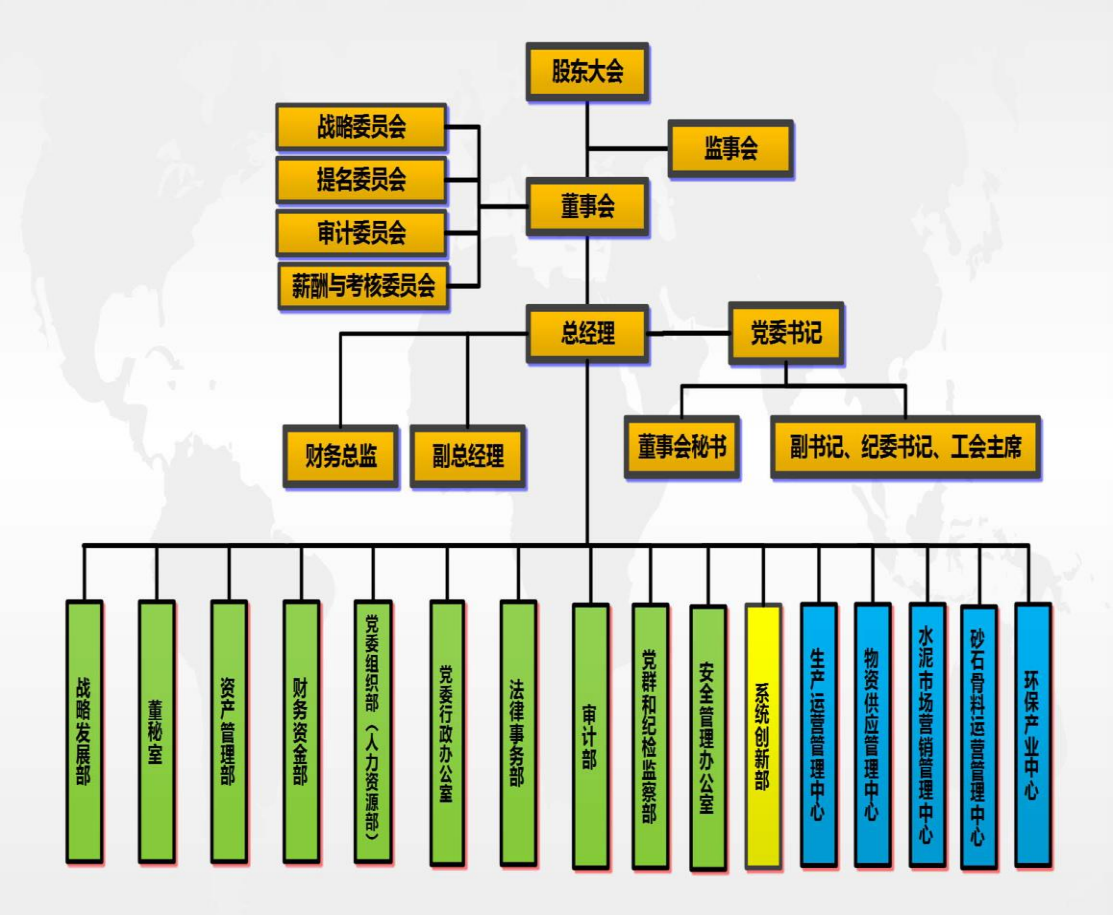
十一、结论

综合评估，联合资信确定将唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级由AA^{+}调整为AAA，评级展望由“正面”调整为“稳定”，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　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　2018 年公司子公司变动情况

2018年公司合并财务报表范围包括各级全资及控股子公司97家。与上年81家公司相比，2018年公司合并范围新增21家公司，其中同一控制下企业合并新增18家（其中二级子公司10家），通过设立或投资等方式新增3家；合并范围减少5家。详见下表：

序号	公司名称	变化情况
1	北京金隅水泥经贸有限公司	同一控制下企业合并增加
2	河北金隅鼎鑫水泥有限公司	同一控制下企业合并增加
3	沧州临港金隅水泥有限公司	同一控制下企业合并增加
4	邯郸金隅太行水泥有限责任公司	同一控制下企业合并增加
5	邯郸金隅太行建材有限公司	同一控制下企业合并增加
6	邯郸金隅太行对外经济技术合作有限公司	同一控制下企业合并增加
7	成安金隅太行水泥有限公司	同一控制下企业合并增加
8	曲阳金隅水泥有限公司	同一控制下企业合并增加
9	承德金隅水泥有限责任公司	同一控制下企业合并增加
10	广灵金隅水泥有限公司	同一控制下企业合并增加
11	博爱金隅水泥有限公司	同一控制下企业合并增加
12	四平金隅水泥有限公司	同一控制下企业合并增加
13	北京金隅红树林环保技术有限责任公司	同一控制下企业合并增加
14	北京生态岛科技有限责任公司	同一控制下企业合并增加
15	河北金隅红树林环保技术有限责任公司	同一控制下企业合并增加
16	北京金隅北水环保科技有限公司	同一控制下企业合并增加
17	北京金隅水泥节能科技有限公司	同一控制下企业合并增加
18	唐县洁源垃圾处置有限公司	同一控制下企业合并增加
19	包头金隅冀东水泥营销有限公司	新设增加
20	唐山市金石联合水泥产业发展有限公司	新设增加
21	金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司	新设增加
22	冀东发展供应链管理（北京）有限公司	注销减少
23	海南冀东物流有限公司	注销减少
24	唐县冀东发展特种水泥有限责任公司	吸收合并、注销减少
25	临澧冀东物流有限公司	吸收合并、注销减少
26	奎山冀东水泥有限公司	拟减资退出

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.39	129.82	190.27	140.95
资产总额(亿元)	414.80	576.37	619.93	653.98
所有者权益(亿元)	111.68	194.53	238.31	277.95
短期债务(亿元)	169.05	180.16	170.55	156.96
长期债务(亿元)	91.24	72.51	53.31	73.44
全部债务(亿元)	260.29	252.67	223.86	230.40
营业收入(亿元)	123.35	251.68	308.49	50.08
利润总额(亿元)	1.99	14.19	34.16	1.54
EBITDA(亿元)	36.32	52.28	72.58	--
经营性净现金流(亿元)	26.91	35.27	65.31	3.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.90	4.23	2.87	--
存货周转次数(次)	6.08	10.89	11.10	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.51	0.52	--
现金收入比(%)	82.05	75.02	71.22	88.63
营业利润率(%)	22.98	25.56	29.15	30.96
总资本收益率(%)	3.82	5.05	8.41	--
净资产收益率(%)	-0.21	4.83	10.74	--
长期债务资本化比率(%)	44.96	27.15	18.28	20.90
全部债务资本化比率(%)	69.98	56.50	48.44	45.32
资产负债率(%)	73.08	66.25	61.56	57.50
流动比率(%)	51.58	65.57	80.16	76.44
速动比率(%)	44.09	59.50	73.83	66.38
经营现金流动负债比(%)	13.00	11.68	20.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.39	3.78	5.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.17	4.83	3.08	--

注：公司 2018 年对期初数进行了重述并对以前年度财务报表进行了调整，故上表中，2017 年数据采用 2018 年期初数据；2019 年 1—3 月财务数据未经审计；短期债务包含其他流动负债中的超短期融资券；长期债务包含长期应付款中融资租赁款

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-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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　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