

跟踪评级公告

联合〔2020〕845号

唐山冀东水泥股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

唐山冀东水泥股份有限公司公开发行的“12 冀东 03”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 五 月 九 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

唐山冀东水泥股份有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 冀东 03	8 亿元	10 年	AAA	AAA	2019 年 5 月 15 日

担保方：冀东发展集团有限责任公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 5 月 9 日

主要财务数据：

发行人-唐山冀东水泥股份有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	666.11	722.08	607.33	624.81
所有者权益（亿元）	247.34	292.77	288.38	283.93
长期债务（亿元）	73.19	53.60	80.62	87.78
全部债务（亿元）	303.64	282.97	226.15	257.15
营业收入（亿元）	262.18	314.48	345.07	31.00
净利润（亿元）	14.97	32.38	49.05	-3.93
EBITDA（亿元）	64.82	88.85	107.23	--
经营性净现金流（亿元）	40.48	77.81	82.19	-2.54
营业利润率（%）	29.55	33.96	35.52	29.84
净资产收益率（%）	8.34	11.99	16.88	-1.37
资产负债率（%）	62.87	59.45	52.52	54.56
全部债务资本化比率（%）	55.11	49.15	43.95	47.53
流动比率（倍）	0.63	0.79	0.78	0.82
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.31	0.47	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.28	5.98	8.43	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	8.10	11.11	13.40	--

担保方-冀东发展集团有限责任公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	746.37	881.44	753.20
所有者权益（亿元）	228.22	283.44	277.22
营业收入（亿元）	327.50	447.18	528.50
净利润（亿元）	7.62	25.29	41.96
资产负债率（%）	69.42	67.84	63.19

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成。2. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化。3. 冀东水泥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，长期应付款已计入长期债务。4. 冀东水泥 2017 年和 2018 年财务数据已追溯调整。5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“冀东水泥”）的跟踪评级，反映了公司作为国有大型骨干水泥企业之一，在行业地位、生产规模、节能减排等方面仍具有明显优势。2019 年，受环保政策影响，水泥供需关系改善，水泥价格上涨明显，公司营业收入增长，盈利能力持续提升，运营状况良好，债务规模持续减少。同时，联合评级也关注到水泥行业产能过剩问题依然严峻、水泥价格波动风险、短期债务集中等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“12 冀东 03”由冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2019 年，冀东集团资产质量尚可，盈利能力提升，经营活动现金流状况良好，其担保对“12 冀东 03”的信用水平仍起到一定积极作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“12 冀东 03”债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司区位优势明显和资源禀赋优势明显，竞争实力强。公司作为我国北方最大的水泥生产商，水泥产能居国内水泥产业第三名，产能规模优势突出。

2. 公司经营业绩提升。2019 年，随着水泥熟料价格上涨，公司收入及净利润持续增长，盈利能力持续提升，经营活动现金流的净流入规模进一步扩大。

3. 公司债务负担下降。2019 年，公司加大债务偿还力度，负债总额和债务规模均有所下降。

关注

1. **水泥行业产能过剩严重，水泥价格波动风险。**2019 年，水泥行业产能过剩问题依然严峻，水泥价格上涨并仍处于历史高位，未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，从而对公司稳定盈利造成一定影响。

2. **应收账款规模较大，短期债务占比高。**2019 年，公司应收账款规模较大，且关联方应收账款规模较大，对资产流动性带来一定影响。公司债务集中于短期，债务结构待优化。

分析师

王文燕 登记编号（R0040217100010）

樊 思 登记编号（R0040218010005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

王文燕 樊思

联合信用评级有限公司

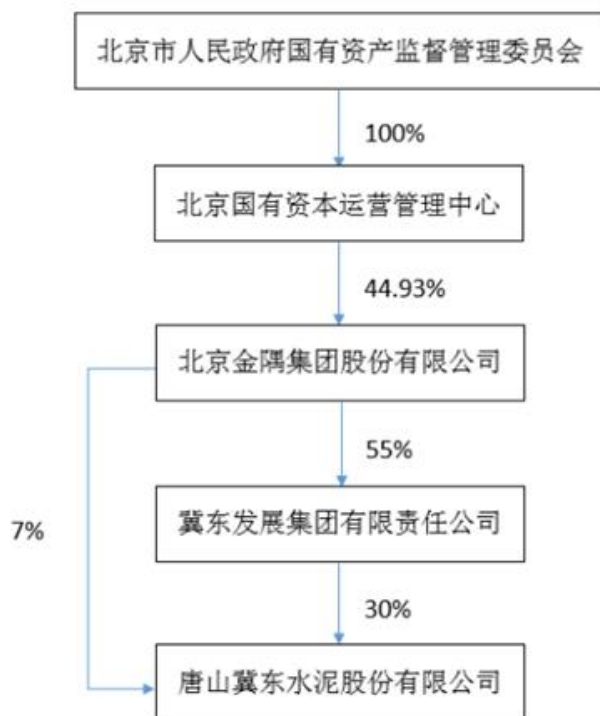
一、主体概况

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”）作为独家发起人组建冀东水泥，设立时的注册资本为 32,360.00 万元。1996 年，公司发行股票并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），发行后注册资本变更为 40,000.00 万元。后历经配股、股权分置改革、非公开发行等股权变动，截至 2011 年底，公司股本增加至 134,752.29 万股。

2016 年 5 月 31 日，北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”）、唐山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“唐山国资委”）、冀东集团签署了《北京金隅股份有限公司与唐山国资委与冀东发展集团有限责任公司关于冀东发展集团有限责任公司之增资扩股协议》；同日，金隅集团与中泰信托有限责任公司签订了《北京金隅股份有限公司与中泰信托有限责任公司关于冀东发展集团有限责任公司之股权转让协议》，2016 年 10 月 11 日，冀东集团完成工商登记手续并领取了换发的营业执照，注册资本变更 247,950.408 万元。金隅集团持有冀东集团 55% 的股权，唐山国资委持有其 45% 的股权，金隅集团为冀东集团控股股东。公司实际控制人由唐山国资委变更为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。

截至 2019 年底，公司股本为 134,752.29 万股，冀东集团为公司控股股东，持股比例 30.00%，公司的实际控制人为北京市国资委。

图 1 截至 2019 年底公司股权结构



资料来源：公司年报

2019 年，公司经营范围及组织架构未发生重大变化。截至 2019 年底，公司拥有全资及控股子公司 111 家；公司拥有在职员工合计 24,153 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 607.33 亿元，负债合计 318.96 亿元，所有者权益（含少数

股东权益) 288.38 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 153.51 亿元。2019 年, 公司实现营业收入 345.07 亿元, 净利润(含少数股东损益) 49.05 亿元, 其中, 归属于母公司所有者的净利润 27.01 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 82.19 亿元, 现金及现金等价物净增加额 -40.84 亿元。

截至 2020 年 3 月末, 公司合并资产总额 624.81 亿元, 负债合计 340.88 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 283.93 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 150.14 亿元。2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 31.00 亿元, 净利润(含少数股东损益) -3.93 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 -2.81 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 -2.54 亿元, 现金及现金等价物净增加额 18.54 亿元。

公司注册地址: 唐山市丰润区林荫路; 法定代表人: 孔庆辉。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2012 年 10 月 15 日发行“唐山冀东水泥股份有限公司 2012 年公司债券”, 分三个品种发行, 募集资金净额为 203,770 万元, 并于 2012 年 12 月 11 日起在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易。其中, 5 年期品种债券简称为“12 冀东 01”, 上市代码为“112113.SZ”, 已于 2017 年 10 月 16 日到期兑付; 7 年期品种债券简称为“12 冀东 02”, 上市代码为“112114.SZ”, 已于 2019 年 10 月 15 日到期兑付; 10 年期品种债券简称为“12 冀东 03”, 上市代码为“112115.SZ”, 债券发行规模为 8 亿元。

截至 2012 年 12 月 31 日, 上述债券募集资金已按募集要求全部使用完毕, 其中 15 亿元用于偿还银行借款, 其余用于补充流动资金。

公司已于 2019 年 10 月 15 日支付“12 冀东 03”于 2018 年 10 月 15 日至 2019 年 10 月 14 日期间的利息。

“12 冀东 03”由冀东集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

公司主营业务为水泥的生产和销售, 行业分类为水泥制造业。

1. 行业运行情况

尽管水泥行业产能过剩矛盾依然突出, 但随着国家供给侧结构性改革的进一步深化, 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, 水泥产品价格同比涨幅明显。

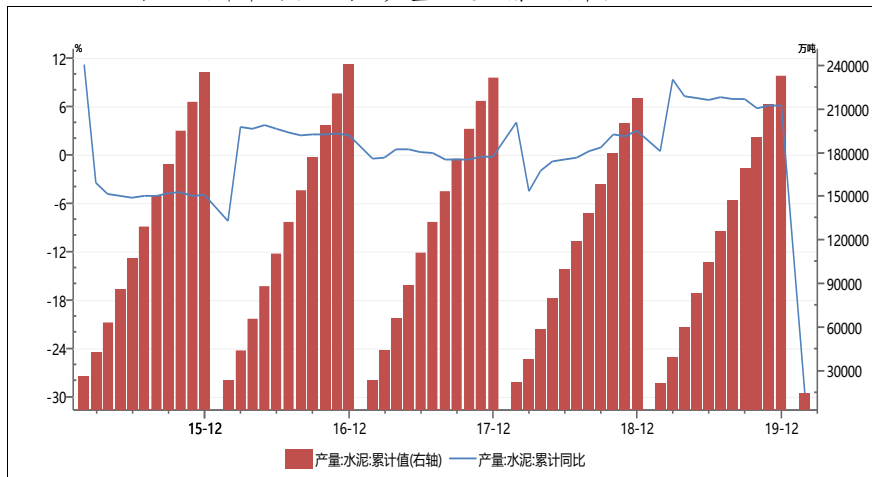
2019 年以来中国经济增速继续下行, 全年 GDP 同比增长 6.1%, 房地产调控政策空前加强, 但房地产投资增速仍维持在 9.5% 左右的较高的水平。2019 年以来, 基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势, 缓慢回暖。2019 年, 基础设施完成投资完成额同比增长 3.33%, 较去年同期增速上升 1.54 个百分点; 地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平, 但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降, 进入 2019 年四季度以来, 累计增速有所下降, 2019 年 12 月, 房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来, 受新冠肺炎疫情影响, 基建投资和房地产投资均出现负增长, 水泥需求短期内可能出现一定幅度的下降。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。

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 2,372 万吨/年。截至 2019 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1,624 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减少。据国家统计局数据显示，2020 年 1—2 月，全国累计水泥产量 1.50 亿吨，同比减少 29.50%，其中，南方华东、中南、西南三地水泥产量占全国 92%，同比减少 30%。全国水泥熟料产量 1.45 亿吨，同比减少 15.90%。南方华东、中南、西南三地熟料产量占全国 88%，低于水泥产量占比 4 个百分点。

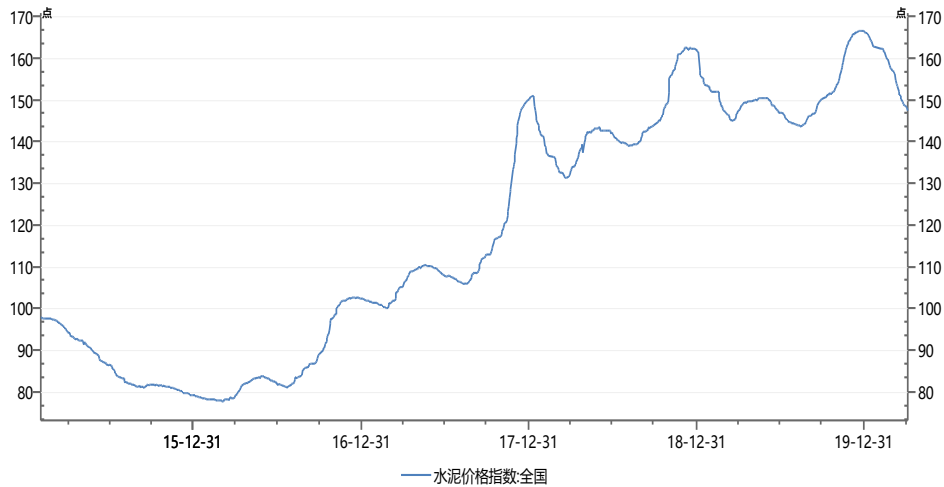
图 2 近年中国水泥行业产量及变化情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

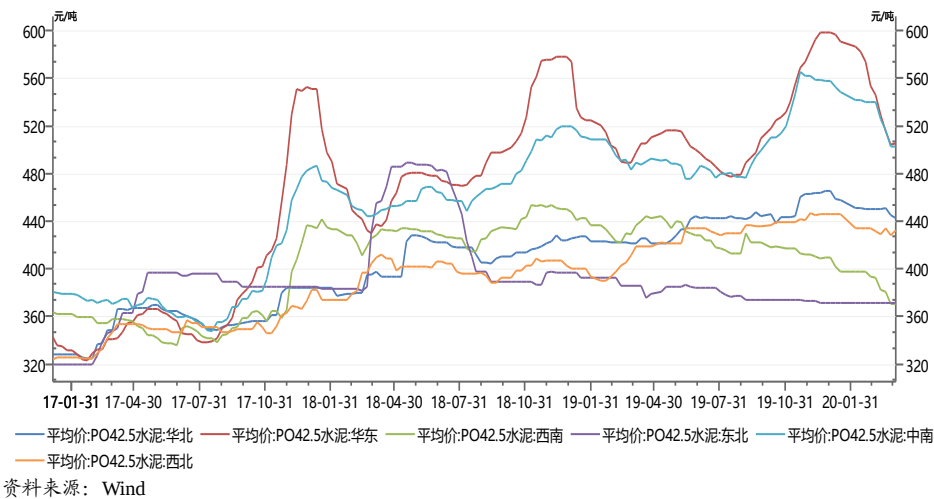
2019 年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2019 年全国水泥均价达 449 元/吨，较 2018 年上涨 15 元/吨。2019 年 12 月，全国水泥均价增长至 484 元/吨，环比增长 3.48%。2019 年水泥行业价格持续高位运行，“量价齐升”的表现和国务院出台了一系列减税降费、支持实体经济发展的政策措施，改革红利逐步释放，拉高了整个水泥行业效益的增长，使得 2019 年水泥行业利润的创造了历史最高水平。2019 年，水泥行业实现营业收入 1.01 万亿元，同比增长 12.5%，利润 1,867 亿元，同比增长 19.6%。

图3 近年来全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图



从区域水泥价格来看，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。具体看，华东和中南地区表现突出，华东地区连续两年保持六大区域中价位最高，2019年均价518元/吨，较2018年有所上升，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%。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。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%。由于市场竞争激烈，东北地区的水泥价格波动相对较大，且长期低于全国平均价格。

图4 2017年以来各地区水泥（P.O42.5）散装市场价格情况（单位：元/吨）



2. 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，保持了政策的一贯性。

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、资产负债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）。

3. 行业关注

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。

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。

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。

水泥产品价格波动影响

近年水泥行业景气度回升，水泥价格上涨并处于历史高位，但未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，从而对水泥企业稳定盈利能力造成一定影响。

4. 行业发展

产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势，2020 年水泥价格有望处于高位波动。

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。

2020 年是“十三五”收官之年，是全面建成小康社会的关键时期。基建方面，国家提前下达地方政府专项债额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，加快补短板项目建设，推动重大项目开工建设，基建投资增速有望出现回升。房地产方面，中央明确不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产调控以“稳”为主，房地产投资增速或将出现回落，但仍将保持较强的韧性。2020 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，大气污染治理不会放松，地方管控措施会更加严格，加上道路运输超载治理趋紧，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望在高位波动，预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量有望提升。

四、管理分析

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

2019年3月22日，公司原副总经理刘臣因工作变动，主动辞职。2020年01月15日，公司原董事长因工作变动，主动辞职；同期，公司原总经理孔庆辉先生于2020年1月15日辞去总经理职务，就任公司董事长职务。

跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

由于公司业务收入较为单一，公司收入和利润规模受水泥行业景气度的影响较大。2019 年，受产品价格上涨因素带动，公司整体经营业绩进一步提升。2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司收入减少，业绩出现亏损。

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。2019 年，受益于水泥行业供需关系改善，水泥价格大幅上涨，公司整体经营业绩进一步提升。2019 年，公司实现营业收入345.07亿元，较上年增长9.73%；实现营业利润63.07亿元，较上年增长45.20%。

从产品构成来看，2019年，水泥和熟料仍是公司收入和利润的主要来源，水泥和熟料占公司主

营业收入的比重超过85.00%。由于水泥价格涨幅明显，公司水泥收入较上年增长7.80%至271.36亿元；熟料销量小幅减少叠加熟料价格大幅上涨因素，熟料收入较上年增长6.19%至32.23亿元。公司积极拓展危废固废处置业务，随着危废固废处置产能和处置量的提升，危废固废处置收入较上年提升28.98%至15.89亿元，收入占比提升至4.66%。其他收入主要来源于矿渣粉、骨料销售等业务，占比不高，对公司收入和利润影响较小，2019年，由于部分产品价格上涨，其他业务收入小幅上涨。

毛利率方面，公司水泥业务和熟料业务毛利率主要受水泥和熟料市场价格及成本综合影响。2019年，受水泥和熟料价格上涨影响，公司水泥和熟料毛利率小幅提升。危废固废处置毛利率较上年提升13.83个百分点，主要系公司大力发展环保产业，提升危废处置能力所致。综合上述影响，2019年，公司综合毛利率较上年提升1.27个百分点至36.85%，整体盈利水平高。

表 1 公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	200.37	77.52	33.24	251.72	80.55	36.78	271.36	79.53	36.94
熟料	32.24	12.47	27.30	30.35	9.71	31.07	32.23	9.45	33.32
危废固废处置	6.07	2.35	34.78	12.32	3.94	33.63	15.89	4.66	47.46
其他	19.81	7.66	15.10	18.12	5.80	31.38	21.72	6.36	33.23
合计	258.48	100.00	31.15	312.50	100.00	35.79	341.20	100.00	36.85

注：由于重大资产重组，上表中公司 2017 年和 2018 年的相关数据已进行追溯调整

资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 31.00 亿元，较上年同期减少 38.45%，主要系新冠肺炎疫情影响，下游客户复工时间较去年同期推迟，水泥和熟料综合销量同比减少所致。营业利润由上年同期的 1.54 亿元转为亏损 4.38 亿元。综合毛利率 32.17%，较上年同期变化不大。

2. 原料采购

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，公司具备一定的成本控制能力。2019 年，较高水平的煤炭采购价格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减少。

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。

石灰石为水泥及熟料生产的主要原料，系公司重要的战略资源。截至 2019 年底，公司拥有 65 项石灰石矿采矿权，公司石灰石资源可采储量约为 46.13 亿吨，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。2019 年，公司外采石灰石 2,719.50 万吨，采购均价为 12.93 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。

表 2 公司能源采购价格（单位：元/吨、元/度）

原材料	2017 年	2018 年	2019 年
煤炭	536.00	549.00	551.00
电力	0.44	0.43	0.43

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，公司煤炭采购来源主要于山西省、陕西省、内蒙古及河北省唐山市，运输方式为铁路运输和汽车运输。2019 年煤炭采购量为 1,016.73 万吨。受市场行情影响，煤炭采购价格逐年上涨，2019 年采购均价增长至 551.00 元/吨。

电力采购方面，2019 年，公司外购电力 49.83 亿度。电力采购价格基本保持稳定，2019 年，电力采购均价为 0.43 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，公司为绝大部分生产线配备了余热发电系统，有效降低了电力成本，2019 年公司利用余热发电 23.04 亿度，相当于节约标煤 71.42 万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的 30%。

采购集中度方面，公司 2019 年前五大供应商的采购金额合计 56.48 亿元，占年度采购总额比例为 26.01%，其中，前五名供应商采购额中关联方采购额（13.18 亿元）较上年（75.61 亿元）大幅减少。

表 3 2019 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	25.84	11.90
2	同一实际控制人控制的供应商	13.18	6.07
3	供应商 2	8.44	3.89
4	供应商 3	5.25	2.42
5	供应商 4	3.77	1.74
合计	--	56.48	26.01

资料来源：公司年报

3. 水泥生产

公司水泥熟料产能规模较大，竞争优势明显。受益于行业景气度的提升，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。

公司作为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、水泥产能规模进一步提升。公司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，尤其在京津冀地区，市场占有率超过 50%。

2019 年 3 月，公司与金隅集团资产重组实施完成，重组完成后，冀东水泥作为金隅集团唯一水泥业务运营平台。截至 2019 年底，公司拥有水泥熟料生产线 83 条，熟料产能达到 1.17 亿吨/年，水泥产能达到 1.70 亿吨/年。根据中国水泥协会公布的 2019 年全国水泥熟料产能排名，公司熟料产能合计位列第三。

产量及产能利用率方面，2019 年，公司水泥和熟料的产量同比增长 1.17%和 3.64%，较上年变化不大。水泥和熟料的产能利用率有所提升，但受区域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，公司水泥和熟料产能利用率维持较低水平。

表 4 公司各类产品生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）

分类	2017 年			2018 年			2019 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	17,000	8,567	50.39	17,000	9,083	53.42	17,000	9,189	54.05
熟料	11,700	7,353	62.85	11,700	7,779	66.48	11,700	8,062	68.90

注：1. 由于重大资产重组，上表中公司 2017 年和 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

节能减排方面，截至 2019 年底，公司共投产纯低温余热发电机组 64 台（套），总装机容量 564.5MW。2019 年，公司利用余热发电 23.04 亿度，相当于节约标煤 71.42 万吨，减少二氧化碳排放 178.01 万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的 30%。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，公司继续大力开展节能减排工作。

在水泥窑协同处置环保项目建设方面，几年来，公司持续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 2019 年底，公司危废固废处置能力为 156.87 万吨/年。

4. 产品销售

公司产品仍具有较强的市场知名度，区域优势显著，2019 年，受供给侧改革和环保限产等因素的影响，公司水泥和熟料销售均价均有所增长；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，2019 年三者占比分别为 37%、35%和 28%；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 44%。公司继续加大对重点（单体）工程客户的开拓。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。

结算方面，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）。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（以下简称“金隅冀东混凝土”）及其附属企业的信用账期较长，约为 6 个月。2019 年底，公司对其共计应收账款为 11.24 亿元，占公司全部应收账款的比重达 41.78%。

客户集中度方面，公司 2019 年前五大客户的销售额合计为 32.60 亿元，占年度销售总额比例为 9.43%，集中度保持较低水平。

2019 年，随着“京津冀协同发展”国家战略的推进以及核心区域水泥市场秩序持续改善，水泥需求较好，公司水泥销售量同比增长 1.65%。公司熟料主要为自用，少量外售，2019 年公司加大熟料自用量，熟料销售量同比减少 13.35%。

2019 年，受供给侧改革和环保限产等因素的影响，公司水泥销售均价同比增长 5.61%至 320 元/吨，熟料销售均价同比增长 24.32%至 276 元/吨。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，主要系计算时未将自用的熟料产量扣除所致，熟料实际产销率高。

表 5 近年来公司销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
水泥	销售量	8,526	9,179	9,330
	产销率	99.52	101.06	101.53
	销售均价	258	303	320
熟料	销售量	1,421	1,393	1,207
	产销率	19.33	17.91	14.97
	销售均价	232	222	276

注：1. 公司生产熟料目的主要为自用，少量对外销售。2. 注：由于重大资产重组，上表中公司 2017 年和 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

2019 年，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 69.43%。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，2019 年华北地区毛利率同比提升 8.80 个百分点。在东北地区和西南地区公司相关业务毛利率较上年同期小幅下降，主要由于区域内竞争激烈所致。

表 6 公司 2019 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）	239.59	146.97	38.66	8.00	上升 8.80 个百分点
西北（陕西）	25.29	14.70	41.89	11.67	上升 2.93 个百分点
东北（辽宁、吉林、黑龙江）	27.30	21.67	20.63	33.33	下降 1.66 个百分点
西南（重庆）	24.13	14.78	38.77	6.88	下降 1.44 个百分点
华中（河南）	6.75	4.54	32.65	14.37	上升 0.03 个百分点
其他（湖南、山东）	22.00	14.50	34.10	4.58	上升 2.34 个百分点
合计	345.07	217.16	37.07	9.73	上升 1.27 个百分点

资料来源：公司年报

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，区域内基础设施建设工程的推进，将为公司未来业务的发展提供一定增长空间。

5. 在建工程及拟建项目

公司在建项目未来尚需投入规模较小，拟建项目资金与拟发行的可转债募集资金匹配，公司未来项目投资压力不大，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冀东水泥铜川有限公司杨泉山矿开展项目、鼎鑫协同处置 500t/d 综合固废环保技改项目，其余主要为技改工程。重大在建工程的总投资规模为 5.49 亿元。截至截至 2019 年底，重大在建项目已投资 2.83 亿元，待投资规模 2.66 亿元，整体投资压力小。项目投产后，公司的生产效率有望进一步提升。

公司主要拟建项目为 10,000t/d 新型干法水泥熟料生产线产能置换及迁建项目、杨泉山矿附属设施建设项目，项目建设资金主要来自于公司拟发行的 28.20 亿元可转债所募集资金。截至目前，公司 28.20 亿元的可转债尚未拿到发行批文。

（1）10,000t/d 新型干法水泥熟料生产线产能置换及迁建项目

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 2,000t/d 新型干法水泥熟料生产线、迁建 4,000t/d 和 4,500t/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 10,000t/d 水泥熟料（危废）生产线及配套设施。

该项目总投资额为 181,987.18 万元，拟使用可转债募集资金的金额为 164,435.00 万元。项目建成达产后可年产熟料 310 万吨，年产水泥 360 万吨。项目建设期计划为 12 个月，目前本项目已取得

环评批复批复和产能置换批复文件。

（2）杨泉山矿附属设施建设项目

为确保水泥熟料生产所需的石灰石原材料供给，铜川公司拟实施杨泉山矿民采采坑恢复治理与开采及附属设施建设项目，建设内容包括民采采坑恢复治理、边坡、渣方整理等；开采杨泉山矿山并建设附属设施，包括削顶、道路、破碎运输、生产生活用水等。

该项目实施主体为公司全资子公司铜川公司，已取得《采矿许可证》，证载年开采石灰石原矿规模达 1,100 吨，项目建设期计划 12 个月。本项目总投资额 21,428.66 万元，拟使用可转债募集资金 18,964.50 万元。项目建成达产后可实现年产石灰岩原矿 1,100 万吨。目前，本项目已获得环评批复文件。

6. 经营效率

2019年，公司经营效率有所改善，但从同行业对比来看，公司经营效率指标整体处于一般水平。

2019年，公司应收账款周转次数由上年的10.43次提升至12.27次，主要系公司加强赊销管理及清欠力度，降低下游客户资金占用，同时叠加水泥及熟料价格上涨带动公司营业收入增长所致。存货周转次数由上年的8.06次小幅下降至7.82次。总资产周转次数由上年的0.45次上升至0.52次，主要系公司收入增长同时资产规模下降所致。2019年公司经营效率有所改善。与同业上市公司相比，公司经营效率指标整体处于一般水平。

表 7 2019 年水泥上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
天山股份	17.25	20.51	0.60
上峰水泥	3.71	45.44	0.88
海螺水泥	18.07	125.31	0.96
塔牌集团	8.68	145.66	0.61
冀东水泥	8.88	16.21	0.56

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

7. 关联交易

公司具备较为完善的关联交易制度，但关联交易规模较大，或对公司经营的独立性造成一定影响。同时，公司股东对公司支持力度较大。

公司与经营活动有关的关联交易主要包括从母公司、合营及联营企业、受同一控股股东及最终控制方控制的其他企业采购设备备件及材料以及销售水泥、材料。2018—2019 年，公司从关联方购买商品、接受劳务金额占营业成本的比例分别为 13.42%和 9.33%；向关联方出售商品、提供劳务金额占公司营业收入的比例分别为 5.14%和 9.18%。2019 年，公司与关联方经营性资金往来规模仍较大。

关联交易定价方面，公司向关联方采购设备、材料以及销售水泥、材料均以市场价作为定价原则，且关联交易额度控制在获批的交易额度以内。

表8 公司关联方交易情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
购买商品、接受劳务	35.81	19.78	27.09	13.42	20.27	9.33
出售商品、提供劳务	14.62	5.58	16.16	5.14	31.69	9.18

资料来源：公司提供

关联担保方面，公司为合资公司担保及接受冀东集团、金隅集团担保。2018—2019 年，公司作为担保方，向合资企业提供担保的总额为分别为 0.56 亿元和 0.58 亿元。公司作为被担保企业，冀东集团或金隅集团向公司提供担保的额度分别为 19.79 亿元和 78.19 亿元。

关联方资金拆借方面，2018—2019 年，公司向关联方拆入资金分别为 112.29 亿元和 44.49 亿元，向关联方偿还资金为 127.35 亿元和 83.79 亿元。

关联方售后租回方面，2018—2019 年，公司向金隅融资租赁有限公司进行融资租赁额度分别为 34.35 亿元和 45.18 亿元，租赁期限为 60 个月以内。

8. 经营关注

宏观经济及行业政策风险

公司所在水泥行业属投资拉动型行业，其需求与国家政策、宏观经济环境特别是和固定资产投资具有较强相关性。房地产行业下行、宏观经济波动、国家产业政策变化、市场竞争加剧等因素将持续给公司经营带来风险。

行业竞争加剧

2019 年以来，国家去产能政策的实施对水泥行业有较为积极的影响，但水泥行业目前产能过剩严重且短期内改观效果有限，如去产能政策落实不到位，行业发展依然受制于产能严重过剩和集中度低。

能源价格波动风险

煤炭、电力在水泥制造成本中占比较高。煤炭、电力价格波动将对公司盈利产生一定影响。

水泥产品价格波动影响

近年水泥行业景气度回升，水泥价格上涨并处于历史高位，但未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，从而对公司稳定盈利能力造成一定影响。

环保风险

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，近年国家提高了环保标准，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。

9. 未来发展

公司将继续立足水泥产业，发展计划较为可行。

2020 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，坚持稳中求进的工作总基调，以实现高质量发展为目标，持续释放整合重组成果，推动水泥产业优化升级，推动矿山、骨料、外加剂等产业协同发展，优化战略布局；加快环保产业平台化发展，不断增强行业影响力，实现公司的高质量发展，公司 2020 年计划实现营业收入 350 亿元。

2020 年，公司将继续深化机制改革，健全创新体系，坚持技术引领，增强区域统筹，激发产销协力，细化分类管理，加强精准施策，持续夯实管理、做优存量，主动强抓机遇、做大增量，加速打造国际一流强企，主要采取以下措施：（1）以市场为导向，凝聚发展合力，深度释放重组效应。

（2）以成果为导向，做强专业化管控，深度释放改革红利。（3）加强创新管理，优化创新体系，加快技术升级和模式优化。（4）强化战略规划，落实好区域定位和精准施策，提升公司整体竞争力。

（5）强抓新机遇，实施新战略，加速向国际一流产业集团迈进。

六、财务分析

1. 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 年审计报告，信永中和对公司 2017、2018 年度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 年审计报告出具了标准无保留审计意见。由于合并重组事宜，本报告使用的 2017 年和 2018 年财务数据分别为 2017—2019 年审阅报告中的 2017 年期末数据和 2018 年期末数据，本报告使用的 2019 财务数据为 2019 年审计报告期末数，本报告使用的 2017—2018 年财务数据已经追溯调整。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。合并范围方面，2019 年，公司合并范围新增 19 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 4 家），通过购买股权方式新增 1 家；本年因处置、注销合并范围减少 5 家。2018 年财务数据已经过追溯调整，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 607.33 亿元，负债合计 318.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）288.38 亿元，其中归属于母公司所有者权益 153.51 亿元。2019 年，公司实现营业收入 345.07 亿元，净利润（含少数股东损益）49.05 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 27.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额 82.19 亿元，现金及现金等价物净增加额 -40.84 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 624.81 亿元，负债合计 340.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）283.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 150.14 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 31.00 亿元，净利润（含少数股东损益）-3.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -2.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -2.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.54 亿元。

2. 资产质量

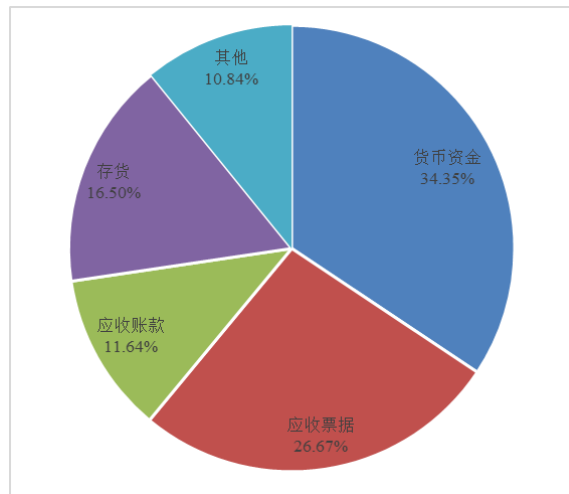
2019 年，公司资产规模下降，资产构成以非流动资产为主，符合水泥行业特点。公司应收账款及存货规模较大，对资产流动性带来一定影响，且应收账款存在一定回收风险；公司货币资金充裕。公司整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司资产总额 607.33 亿元，较上年末减少 15.89%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 28.66%，非流动资产占 71.34%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构符合水泥行业特征。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动减少，年均复合减少 9.55%。截至 2019 年末，公司流动资产 174.07 亿元，较上年末减少 39.10%，主要系货币资金和应收票据减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 34.35%）、应收票据（占 26.67%）、应收账款（占 11.64%）和存货（占 16.50%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司货币资金为 59.79 亿元，较上年末大幅减少 42.58%，主要系公司加大偿还债务力度所致，其中银行存款占 96.01%。截至 2019 年末，公司受限货币资金为 2.61 亿元，受限比例仅为 4.37%。

截至 2019 年末，公司应收票据为 46.43 亿元，较上年末大幅减少 56.71%，主要系公司严控票据收取范围，以收取高信用等级票据为主，票据比例下降所致。公司应收票据以银行承兑汇票为主。

截至 2019 年末，公司应收账款为 20.26 亿元，较上年末大幅减少 13.84%，主要系公司加大回款力度所致。公司共计应收账款坏账准备 6.63 亿元，计提比例为 24.66%。按关联方组合计提坏账准备的应收账款为 11.56 亿元，未计提坏账准备。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款为 8.70 亿元，其中两年以上的占 39.46%，账龄较长，存在一定回收风险。应收账款前五名占应收账款总额的比例为 51.37%，较上年变化不大，集中度偏高；其中欠款占比最高的公司为关联方金隅冀东混凝土（占应收账款余额 41.78%）。

截至 2019 年末，公司存货为 28.72 亿元，较上年末大幅增长 14.12%；存货主要由原材料（占 52.31%）、在产品（占 27.15%）和库存商品（占 19.00%）构成；存货计提了 0.77 亿元的存货跌价准备，计提比例为 2.62%。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 433.27 亿元，较上年末减少 0.69%，较上年末变化不大。公司非流动资产主要由固定资产（占 75.28%）和无形资产（占 12.02%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产为 326.16 亿元，较上年末减少 4.12%，主要系折旧所致。从固定资产净值构成来看，固定资产主要由机器设备（占 45.23%）和房屋建筑物（占 53.34%）构成，期末累计计提折旧和减值 282.13 亿元，固定资产成新率 53.62%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司无形资产为 52.08 亿元，较上年末增长 7.74%，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 66.71%）和采矿权（占 31.67%）构成。

截至 2019 年末，公司受限资产 55.84 亿元，受限资产占总资产比重为 9.19%，受限比例一般，其中受限资产主要为固定资产。

表 9 截至 2019 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	2.61	信用证保证金等、质量/履约保证金、承兑汇票保证金
应收票据	1.23	未到期贴现应收票据以及票据质押
固定资产	52.00	通过融资租赁租入的固定资产。
合计	55.84	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 624.81 亿元，较上年底增长 2.88%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 31.19%，非流动资产占 68.81%。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

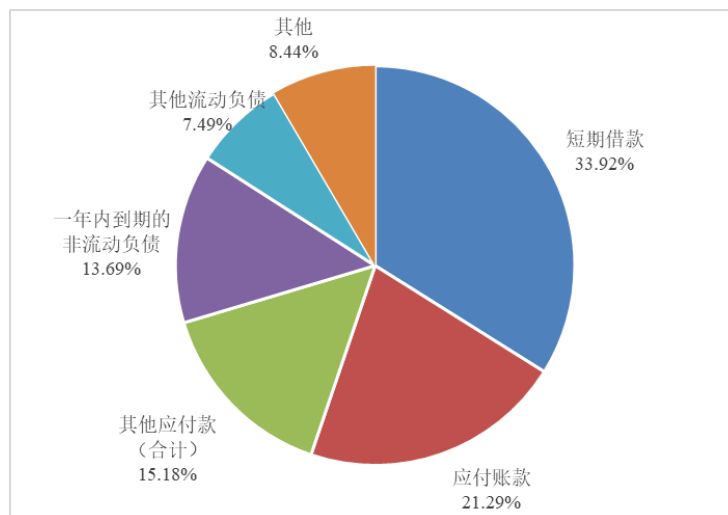
（1）负债

2019 年，公司加大债务偿还力度，负债总额和债务规模均有所下降，债务负担处于合理范围内。公司短期债务占比高，债务结构有待完善。

截至 2019 年末，公司负债总额 318.96 亿元，较上年末减少 25.70%，主要系流动负债减少所致。公司负债以流动负债为主，2019 年，公司优化资本结构、偿还短期借款，流动负债占比下降较快。截至 2019 年末，公司流动负债占比由上年末的 84.80% 下降至 70.26%。

流动负债方面，截至 2019 年末，公司流动负债 224.09 亿元，较上年末减少 38.44%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 33.92%）、应付账款（占 21.29%）、其他应付款（合计）（占 15.18%）、一年内到期的非流动负债（占 13.69%）和其他流动负债（占 7.49%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司短期借款为 76.01 亿元，较上年末大幅减少 44.73%；主要由信用借款（占 92.83%）构成。

截至 2019 年末，公司应付账款为 47.70 亿元，较上年末大幅减少 49.56%，主要系应付的原材料款减少所致。

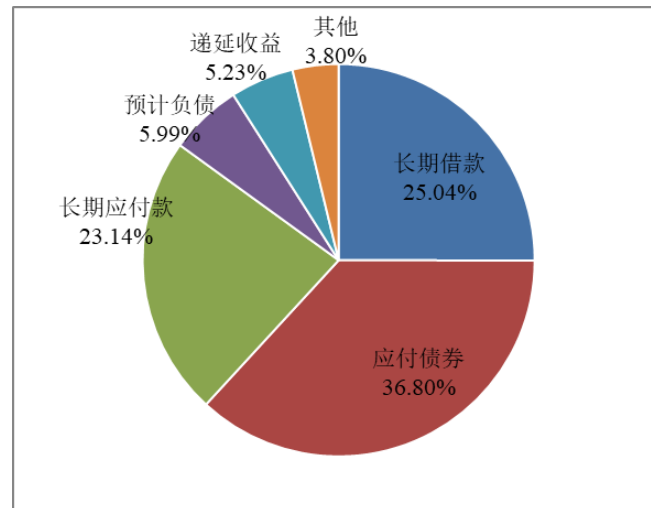
截至 2019 年末，公司其他应付款（合计）为 34.01 亿元，较上年末大幅减少 46.77%，主要系关联方往来款减少所致；公司其他应付款主要为应付关联方往来款（21.85 亿元）和单位及个人往来款（5.12 亿元）。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 30.68 亿元，较上年末大幅减少 22.90%，主要系一年内到期的长期借款减少所致；其中一年内到期的长期借款年末余额为 9.74 亿元，一年内到期的长期应付款 13.28 亿元，一年内到期的应付债券 7.33 亿元。

截至 2019 年末，公司其他流动负债为 16.78 亿元，较上年末大幅增长 287.16%，主要系公司 2019 年发行两期超短期融资券（发行规模合计为 13.00 亿元）所致；主要由短期应付债券（12.99 亿元）和预提费用（2.89 亿元）构成。

非流动负债方面，截至 2019 年末，公司非流动负债 94.87 亿元，较上年末增长 45.36%，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由长期借款（占 25.04%）、应付债券（占 36.80%）、长期应付款（占 23.14%）、预计负债（占 5.99%）和递延收益（占 5.23%）构成。

图 7 截至 2019 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司长期借款为 23.75 亿元，较上年末大幅增长 108.61%，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 40.21%和 59.79%，长期借款利率区间为 4.51%~5.94%。

截至 2019 年末，公司应付债券为 34.91 亿元，较上年末大幅增长 103.82%，主要系公司新发行“19 冀东 01”和“19 冀东 02”所致。

截至 2019 年末，公司长期应付款为 21.95 亿元，较上年末减少 12.48%；主要由应付售后租回款（21.76 亿元）构成。

截至 2019 年末，公司预计负债为 5.68 亿元，较上年末大幅增长 79.90%，主要系计提的矿山环境恢复费用增加所致；全部为矿山环境恢复费用。

截至 2019 年末，公司递延收益为 4.97 亿元，全部为政府补助，较上年末减少 6.79%。

截至 2019 年末，公司全部债务 226.15 亿元，较上年末减少 20.08%，主要系短期借款大幅减少所致。其中，短期债务占 64.35%，长期债务占 35.65%，以短期债务为主。短期债务 145.54 亿元，较上年末减少 36.55%，主要系短期借款减少所致。长期债务 80.62 亿元，较上年末增长 50.41%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2019 年末，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 52.52%、43.95%和 21.85%，较上年末分别下降 6.94 个百分点、下降 5.20 个

百分点和提高 6.37 个百分点。公司债务结构改善，债务负担下降，债务负担处于合理范围内。

表 10 截至 2019 年底公司债务分布情况（单位：亿元）

项目	一年以内	一到二年	二到五年	不确定	合计
短期借款	76.01	0.00	0.00	0.00	76.01
应付票据	3.36	0.00	0.00	0.00	3.36
一年内到期的非流动负债	30.68	0.00	0.00	0.00	30.68
其他应付款	22.50	0.00	0.00	0.00	22.50
其他流动负债	12.99	0.00	0.00	0.00	12.99
长期借款	0.00	7.70	16.05	0.00	23.75
应付债券	0.00	0.00	34.91	0.00	34.91
长期应付款	0.09	10.37	11.33	0.16	21.95
合计	145.63	18.07	62.29	0.16	226.15

注：公司长期应付款分布情况来自于公司年报
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及调出权益，截至 2019 年末，公司全部债务增至 255.99 亿元；其中，短期债务 145.54 亿元（占 56.85%），长期债务 110.45 亿元（占 43.15%）。截至 2019 年末，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 57.43%、49.75%和 29.93%，较调整前分别上升 4.91 个百分点、5.80 个百分点和 8.08 个百分点。若将发行的永续中票列入债务，考虑偿付的可能性，实际的债务负担有所加重，但仍处于合理范围内。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 340.88 亿元，较上年底增长 6.87%，主要系其他应付款和长期借款增加所致。其中，流动负债占 69.90%，非流动负债占 30.10%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 257.15 亿元，较上年底增长 13.70%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务 169.36 亿元（占 65.86%），较上年底增长 16.37%，主要系其他应付款和其他流动负债中的有息部分增长所致。长期债务 87.78 亿元（占 34.14%），较上年底增长 8.89%，主要系长期借款增长所致。截至 2020 年 3 月末，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 54.56%、47.53%和 23.62%，较上年底分别提高 2.04 个百分点、提高 3.57 个百分点和提高 1.77 个百分点。

（2）所有者权益

2019 年，公司所有者权益规模基本保持稳定，归母的权益占比较低，权益稳定性有待提升。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 288.38 亿元，较上年末减少 1.50%，较上年末变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 53.23%，少数股东权益占比为 46.77%。归属于母公司所有者权益 153.51 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 8.78%、19.43%、21.69%和 43.73%。总体看，公司所有者权益结构稳定性仍有待提升。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 283.93 亿元，较上年底下降 1.54%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 52.88%，少数股东权益占比为 47.12%。归属于母公司所有者权益 150.14 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 8.98%、19.87%、22.18%和 42.50%。所有者权益结构稳定性仍有待提升。

4. 盈利能力

2019年，随着水泥行业限产供需改善，水泥产品价格上涨，公司营业收入和营业利润均有所增长，盈利能力明显提升，但未来盈利能力仍依赖于行业景气度情况。公司盈利能力尚可，但费用控制能力仍有待提升。2020年一季度，受疫情影响，公司业绩出现亏损。

2019年，受益于水泥行业供需关系改善，水泥价格大幅上涨，公司营业务收入及营业利润均有所提升，公司盈利能力提升。2019年，公司实现营业收入345.07亿元，较上年增长9.73%；实现营业利润63.07亿元，较上年增长45.20%。

2019年，公司期间费用总额为66.62亿元，较上年减少2.95%，较上年变化不大。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18.82%、62.39%、1.08%和17.71%，以管理费用为主。其中，销售费用为12.54亿元，较上年增长7.89%，主要系销售中到位价一票制结算的销售运费增加所致；管理费用为41.56亿元，较上年下降1.50%，较上年变化不大；研发费用为0.72亿元，较上年增长9.71%；财务费用为11.80亿元，较上年下降16.77%，主要系有息负债减少及融资利率下降所致。2019年，公司费用收入比为19.10%，较上年下降2.52个百分点，公司费用控制能力有所提升，但仍处于较弱水平。

公司资产减值损失主要为固定资产减值损失，2018—2019年分别为资产减值损失分别为1.57亿元和2.59亿元，对公司营业利润影响较小。公司信用减值损失分别为0.91亿元和0.81亿元。公司其他收益系公司按照新的会计准则将与日常活动相关的政府补助（资源综合利用增值税返还等），2018—2019年分别为6.63亿元和6.56亿元。其他收益主要来自于政府的补助收入，其中增值税返还及财政贴息可持续性较强。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为35.52%，较上年提高1.56个百分点，较上年变化不大；2019年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为11.33%、11.32%和16.88%，较上年分别提高2.94个百分点、提高2.95个百分点和提高4.89个百分点。公司上述盈利指标均逐年提升。与同行业上市公司相比，公司盈利能力尚可。

表 11 2019 年水泥上市公司盈利指标情况（单位：%）

企业名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
天山股份	18.13	15.61	36.60
上峰水泥	52.48	38.05	48.80
海螺水泥	26.87	26.45	33.29
塔牌集团	18.48	20.10	37.67
冀东水泥	18.05	12.10	37.07

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2020年1—3月，公司实现营业收入31.00亿元，较上年同期减少38.45%，主要系新冠肺炎疫情影响，下游客户复工时间较去年同期推迟，水泥和熟料综合销量同比减少所致。营业利润和净利润分别为-4.38亿元和-3.93亿元，均呈亏损状态。

5. 现金流

2019年，受益于水泥行业回暖及公司经营管理改善，公司经营活动现金持续大规模净流入，经营活动现金流状况良好。因重组事宜，公司投资活动现金净流出规模较大。此外，公司加大偿还债务力度，筹资活动净流出规模扩大。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 291.15 亿元，较上年增长 16.97%，主要系营业收入所致；公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主。经营活动现金流出 208.96 亿元，较上年增长 22.12%。综上影响，2019 年，公司经营活动现金净额为 82.19 亿元，较上年增长 5.64%，公司经营活动现金持续大规模净流入，公司经营活动现金流状况良好。2019 年，公司现金收入比为 80.75%，较上年提高 5.42 个百分点，公司现金收入比较低，主要系公司在业务开展过程中，多采用票据结算所致。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 12.77 亿元，较上年增长 255.68%，主要系公司处置子公司及其他营业单位收到的现金 7.02 亿元所致；投资活动现金流出 45.44 亿元，较上年增长 357.16%，主要系公司以现金形式收购金隅集团下属左权金隅水泥有限公司等 7 家公司、骨料公司下属冀东发展涇阳建材有限责任公司和涞水京涞建材有限责任公司、金隅集团持有北京金隅红树林环保技术有限责任公司 49%的股权所致。综上影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 32.67 亿元，较上年相比净流出规模显著扩大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 216.72 亿元，较上年下降 14.75%，主要系取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出 307.08 亿元，较上年增长 5.93%。综上影响，2019 年，公司筹资活动现金净流出 90.36 亿元，较上年增长 153.31%，公司加大偿还债务力度，净流出规模扩大。

2020 年 1—3 月，经营活动产生的现金流量净流出为 2.54 亿元，投资活动产生的现金流量净流出 1.87 亿元，筹资活动产生的现金流量净流入 22.95 亿元。

6. 母公司财务分析

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，母公司货币资金较充裕，负债水平一般，子公司投资收益为其主要利润来源。

截至 2019 年末，母公司资产总额 387.03 亿元，主要由货币资金（37.75 亿元，占 9.75%）、其他应收款（119.94 亿元，占 30.99%）和长期股权投资（219.82 亿元，占 56.80%）构成。

截至 2019 年末，母公司负债总额 206.37 亿元，其中短期借款 68.25 亿元，长期借款 22.20 亿元，应付债券 34.91 亿元；母公司资产负债率为 53.32%。

截至 2019 年末，母公司所有者权益 180.66 亿元，主要为实收资本（13.48 亿元）、其他权益工具（29.83 亿元）、资本公积（49.98 亿元）和未分配利润（78.33 亿元）。

2019 年，母公司实现营业收入 33.65 亿元，投资净收益 14.01 亿元，净利润 9.52 亿元。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额 0.05 亿元，投资活动产生的现金流量净额-13.04 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-20.41 亿元。

7. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较强，融资渠道通畅。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来看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的0.79倍和0.72倍分别下降至0.78倍和0.65倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至2019年末，公司现金短期债务比由上年末的0.92倍下降至0.73倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 107.23 亿元，较上年增长 20.69%，主要系

公司利润总额增加所致。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 26.56%）、计入财务费用的利息支出（占 11.84%）、利润总额（占 58.32%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.98 倍提高至 8.43 倍，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.31 倍提高至 0.47 倍，公司 EBITDA 对利息及全部债务保障能力较强。整体看，公司整体长期偿债能力有所提高，长期偿债能力较强。

截至 2019 年底，公司已获金融机构授信 193.92 亿元，尚未使用授信额度为 93.58 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 2019 年底，公司无重大未决诉讼和仲裁案件。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 7 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。

截至 2019 年底，公司及子公司对外担保合计 5,800 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。

七、公司债券偿债能力分析

公司 2019 年 EBITDA 和 2019 年经营活动现金流量净额对“12 冀东 03”的覆盖程度很高。考虑到公司在规模、行业地位、技术水平、盈利能力以及区域市场占有率等方面仍具有明显优势，公司对“12 冀东 03”债券的偿还能力极强。

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产 112.48 亿元，为“12 冀东 03”债券本金（8.00 亿元）的 14.06 倍，公司现金类资产对“12 冀东 03”债券的覆盖程度很高；净资产 283.93 亿元，为“12 冀东 03”债券本金（8.00 亿元）的 35.49 倍，公司现金类资产和净资产能够对“12 冀东 03”债券的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 107.23 亿元，约为债券本金（8.00 亿元）的 13.40 倍，公司 EBITDA 对“12 冀东 03”债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 291.15 亿元，约为债券本金（8.00 亿元）的 36.39 倍；公司经营活动产生的现金流量净额为 82.19 亿元，约为债券本金（8.00 亿元）的 10.27 倍，公司经营活动现金流入及净流入规模对“12 冀东 03”债券的覆盖程度很高。

八、担保方实力

冀东集团为公司发行的“12 冀东 03”的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

1. 冀东集团概况

冀东集团是国家建材行业大型骨干企业，其前身河北省冀东水泥集团有限责任公司是 1996 年 9 月在河北省冀东水泥厂的基础上经河北省人民政府批准、按照现代企业制度组建的国有独资公司，始建于 1979 年。2009 年，冀东集团更名为现用名。2010 年 8 月，冀东集团改制成为国有控股公司（国有股占 90%）。

截至 2019 年底，冀东集团注册资本及实收资本均为 24.80 亿元，金隅集团持有冀东集团 55% 股权，为冀东集团控股股东，北京市国资委为冀东集团实际控制人。

截至 2019 年底，冀东集团合并资产总额 753.20 亿元，负债合计 475.98 亿元，所有者权益（含

少数股东权益)合计 277.22 亿元,其中,归属于母公司的所有者权益 19.81 亿元。2019 年,冀东集团实现营业收入 528.50 亿元,净利润(含少数股东损益) 41.96 亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润 1.45 亿元;冀东集团经营活动产生的现金流量净额 83.95 亿元,现金及现金等价物净增加额-42.42 亿元。

2. 经营概况

2019年,水泥及大宗商品贸易业务仍为冀东集团最主要的收入来源。冀东集团经营情况有所好转,受水泥产品价格上涨影响,冀东集团营业收入和营业利润均大幅增长。

冀东集团业务经营中,水泥和熟料、大宗商品贸易、混凝土、装备工程和固废处理仍是冀东集团的主要收入来源。

2019年,冀东集团实现营业收入528.50亿元,同比增长18.18%;实现营业利润56.31亿元,较上年增长50.51%,主要系水泥产品价格持续回升所致。

冀东集团水泥板块(包括水泥和熟料)业务是其主要的收入和利润来源,经营主体为冀东水泥。2019年,冀东集团水泥板块收入 314.68 亿元,同比增长 10.10%,占全部营业收入的 59.54%,仍然是冀东集团最主要收入来源。随着冀东集团开始利用自身水泥板块业务长期积累的相关供应商及客户渠道,开展煤炭、钢材、骨料等批发贸易,2019 年大宗商品贸易板块收入为 147.90 亿元,同比增长 67.72%,占营业收入的比重由上年的 19.72%提升至 27.98%。2019 年,装备工程板块收入 13.17 亿元,收入变化不大,占全部营业收入的 2.49%。混凝土业务由金隅冀东混凝土运营,2019 年实现混凝土营业收入 15.62 亿元,占全部营业收入的 2.96%。冀东集团混凝土和装备工程收入规模较小,对冀东集团整体收入贡献较小。

3. 财务分析

冀东集团 2019 年度合并财务报表已经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)大连分所审计,出具了标准无保留意见的审计结论。冀东集团执行财政部颁布的最新企业会计准则及相关规定。

(1) 资产

2019年,冀东集团资产规模下降,资产仍以非流动资产为主;受限比例较低。整体资产质量尚可。

截至2019年底,冀东集团资产合计753.20亿元,较年初大幅减少14.55%,主要系流动资产减少所致。其中流动资产272.48亿元(占36.18%),非流动资产480.72亿元(占63.82%),资产结构仍以非流动资产为主。

截至2019年底,冀东集团流动资产合计272.48亿元,较年初大幅减少30.72%;流动资产主要由货币资金(占28.66%)、应收票据(占17.34%)、应收账款(占9.58%)、其他应收款(占9.81%)和存货(占27.48%)构成。冀东集团货币资金为78.09亿元,较年初大幅减少35.98%,主要系冀东集团加大偿还债务力度所致。冀东集团应收票据为47.26亿元,较年初大幅减少57.45%,主要系冀东集团严控票据收取范围,票据比例下降所致。

截至2019年底,冀东集团非流动资产合计480.72亿元,较年初减少1.52%。非流动资产主要由固定资产(占72.76%)和无形资产(占12.29%)构成;固定资产及无形资产较年初变化均不大。

截至2019年底,冀东集团受限资产合计61.85亿元,受限资产占总资产比重为8.21%,受限比例较低。

（2）负债及所有者权益

2019年，冀东集团负债总额和债务规模均有所下降，短期债务占比较高，债务负担处于合理范围内。权益保持稳定，但未分配利润为负，冀东集团目前仍处于补亏状态。

截至2019年底，冀东集团负债规模合计475.98亿元，较年初大幅减少20.40%，主要系流动负债减少所致。其中流动负债345.19亿元（占72.52%），非流动负债130.79亿元（占27.48%），负债结构仍以流动负债为主。流动负债主要由短期借款（占32.28%）、应付账款（占17.93%）、其他应付款（占21.11%）、一年内到期的非流动负债（占10.90%）和合同负债（占6.39%）构成。截至2019年底，冀东集团短期借款为111.42亿元，较年初大幅减少39.00%，主要系冀东集团加大偿还力度及调整债务结构所致。冀东集团应付账款为61.90亿元，较年初大幅减少49.00%，主要系应付的原材料款减少所致。非流动负债主要由长期借款（占60.79%）和应付债券（占26.69%）构成。截至2019年底，冀东集团长期借款为79.51亿元，较年初大幅增长53.01%，主要系调整债务结构所致。冀东集团应付债券为34.91亿元，较年初大幅增长103.82%，主要系子公司冀东水泥新发行“19冀东01”和“19冀东02”所致。

截至2019年底，冀东集团全部债务328.54亿元，较年初减少18.89%，主要系短期借款减少所致。其中短期债务占65.12%，占比仍很高。冀东集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.19%、54.24%和29.25%，分别较年初下降4.65个百分点、下降4.60个百分点和提升4.26个百分点，冀东集团债务负担有所下降，债务结构有所改善。

截至2019年底，冀东集团所有者权益为277.22亿元，较年初减少2.19%。归母所有者权益为19.81亿元，占7.15%，占比很低。其中，实收资本为24.80亿元，资本公积为58.44亿元，未分配利润为-64.26亿元，冀东集团目前仍处于补亏状态。

（3）盈利能力

2019年，冀东集团收入和净利润规模扩大，盈利能力有所提升，但整体盈利能力一般。

2019年，受水泥产品价格上涨明显，冀东集团营业收入较上年大幅增长18.18%至528.50亿元，营业利润较上年大幅增长50.51%至56.31亿元，净利润较上年大幅增长65.94%至41.96亿元。其中归母净利润为1.45亿元，实现扭亏。

2019年，冀东集团总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为10.10%、8.92%和14.97%，分别较上年提升2.38个百分点、1.85个百分点和5.08个百分点，冀东集团盈利水平有所提升。

（4）现金流

2019年，冀东集团经营活动现金流仍状况良好，筹资活动持续净流出。

2019年，冀东集团经营活动现金流量净额83.95亿元，较上年增长10.87%，主要系冀东集团营业收入大幅增长所致；2019年冀东集团现金收入比为91.35%，较上年提升8.83个百分点。投资活动现金投资活动现金由上年的净流入5.88亿元转为净流出34.71亿元，主要系取得子公司支付的现金规模较大所致。筹资活动现金净流出91.64亿元，相对上年净流出43.58亿元，净流出规模明显扩大。

4. 债权保护效果

2019年，冀东集团资产状况尚可，盈利能力有所提升，经营活动现金流状况良好，考虑冀东集团市场地位、综合实力等因素，冀东集团的担保对于“12冀东03”的信用状况依然具有一定积极作用。

以2019年底财务数据测算，“12冀东03”待偿本金共计8.00亿元，占担保方冀东集团资产总额的1.06%和净资产总额的2.89%，占比很低；冀东集团2019年经营活动现金净流量是“12冀东03”

待偿本金的 10.49 倍，对“12 冀东 03”的覆盖倍数很高。冀东集团的担保对“12 冀东 03”的保护程度很高。

九、综合评价

联合评级对公司的跟踪评级，反映了公司作为国有大型骨干水泥企业之一，在行业地位、生产规模、节能减排等方面仍具有明显优势。2019 年，受环保政策影响，水泥供需关系改善，水泥价格上涨明显，公司营业收入增长，盈利能力持续提升，运营状况良好，债务规模持续减少。同时，联合评级也关注到水泥行业产能过剩问题依然严峻、水泥价格波动风险、短期债务集中等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“12 冀东 03”由冀东集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2019 年，冀东集团资产质量尚可，盈利能力提升，经营活动现金流状况良好，其担保对“12 冀东 03”的信用水平仍起到一定积极作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用评级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“12 冀东 03”债项信用等级为“AAA”。

附件1 唐山冀东水泥股份有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
资产总额（亿元）	666.11	722.08	607.33	624.81
所有者权益（亿元）	247.34	292.77	288.38	283.93
短期债务（亿元）	230.45	229.37	145.54	169.36
长期债务（亿元）	73.19	53.60	80.62	87.78
全部债务（亿元）	303.64	282.97	226.15	257.15
营业收入（亿元）	262.18	314.48	345.07	31.00
净利润（亿元）	14.97	32.38	49.05	-3.93
EBITDA（亿元）	64.82	88.85	107.23	--
经营性净现金流（亿元）	40.48	77.81	82.19	-2.54
应收账款周转次数（次）	10.91	10.43	12.27	--
存货周转次数（次）	9.04	8.06	7.82	--
总资产周转次数（次）	0.49	0.45	0.52	--
现金收入比率（%）	70.41	75.34	80.75	111.23
总资本收益率（%）	6.72	8.39	11.33	--
总资产报酬率（%）	6.38	8.37	11.32	--
净资产收益率（%）	8.34	11.99	16.88	--
营业利润率（%）	29.55	33.96	35.52	29.84
费用收入比（%）	23.52	21.62	19.10	43.73
资产负债率（%）	62.87	59.45	52.52	54.56
全部债务资本化比率（%）	55.11	49.15	43.95	47.53
长期债务资本化比率（%）	22.83	15.47	21.85	23.62
EBITDA 利息倍数（倍）	4.28	5.98	8.43	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.31	0.47	--
流动比率（倍）	0.63	0.79	0.78	0.82
速动比率（倍）	0.56	0.72	0.65	0.65
现金短期债务比（倍）	0.59	0.92	0.73	0.66
经营现金流流动负债比率（%）	12.04	21.37	36.68	-1.07
EBITDA/待偿本金合计（倍）	8.10	11.11	13.40	--

注 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成。2. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化。3. 冀东水泥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，长期应付款已计入长期债务。4. 冀东水泥 2017 年和 2018 年财务数据已追溯调整。5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件2 冀东发展集团有限责任公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	746.37	881.44	753.20
所有者权益（亿元）	228.22	283.44	277.22
短期债务（亿元）	237.77	310.66	213.94
长期债务（亿元）	79.72	94.40	114.60
全部债务（亿元）	317.49	405.05	328.54
营业收入（亿元）	327.50	447.18	528.50
净利润（亿元）	7.62	25.29	41.96
EBITDA（亿元）	60.12	91.63	107.96
经营性净现金流（亿元）	38.70	75.72	83.95
应收账款周转次数（次）	5.81	7.59	11.40
存货周转次数（次）	4.65	4.96	5.35
总资产周转次数（次）	0.49	0.55	0.65
现金收入比率（%）	83.68	82.52	91.35
总资本收益率（%）	5.13	7.25	9.10
总资产报酬率（%）	4.78	7.07	8.92
净资产收益率（%）	4.06	9.88	14.97
营业利润率（%）	20.59	25.10	23.47
费用收入比（%）	19.42	18.01	14.28
资产负债率（%）	69.42	67.84	63.19
全部债务资本化比率（%）	58.18	58.83	54.24
长期债务资本化比率（%）	25.89	24.98	29.25
EBITDA 利息倍数（倍）	3.13	4.69	6.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.23	0.33
流动比率（倍）	0.69	0.80	0.79
速动比率（倍）	0.55	0.66	0.57
现金短期债务比（倍）	0.61	0.75	0.59
经营现金流动负债比率（%）	9.06	15.44	24.32

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。