

信用等级公告

联合〔2020〕756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唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月二十二日

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

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 28.20 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 4 月 22 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	666.11	722.08	607.33
所有者权益（亿元）	247.34	292.77	288.38
长期债务（亿元）	73.19	53.60	80.62
全部债务（亿元）	303.64	282.97	226.15
营业收入（亿元）	262.18	314.48	345.07
净利润（亿元）	14.97	32.38	49.05
EBITDA（亿元）	64.82	88.85	107.23
经营性净现金流（亿元）	40.48	77.81	82.19
营业利润率（%）	29.55	33.96	35.52
净资产收益率（%）	8.34	11.99	16.88
资产负债率（%）	62.87	59.45	52.52
全部债务资本化比率（%）	55.11	49.15	43.95
流动比率（倍）	0.63	0.79	0.78
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/本次发债额度（倍）	2.30	3.15	3.80

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 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. 本报告 2017 年和 2018 年财务数据已追溯调整

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、节能减排等方面具有明显优势。重大资产重组完成后，公司整体综合竞争实力得以进一步增强。近年来，公司收入及净利润持续增长，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、原材料价格波动风险、短期债务集中等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建及拟建项目投产，公司整体竞争力及盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

基于对公司主体长期信用水平以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司区位优势明显和资源明显，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，行业地位突出，区位优势明显，品牌知名度高。

2. 重大资产重组完成，公司竞争实力提升。重组完成后，作为北京金隅集团股份有限公司唯一水泥业务运营平台，公司产能扩大，在京津冀地区的市场控制力、定价能力和盈利能力得到较大提升，整体竞争实力进一步增强。公司产能及市场地位进一步提升。

3. 经营业绩提升，债务负担下降。近年来，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。公司经营活动现金流状况良好，不断加大债务偿还力度，债务规模持续缩减。

关注

1. 水泥行业产能过剩严重，水泥价格波动风险。近年水泥价格上涨并处于历史高位，但水泥行业产能过剩问题依然严峻。水泥价格上涨并处于历史高位，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. 原材料价格波动风险。2016年以来，煤炭等原材料价格持续上涨，给公司带来一定成本控制压力。

3. 应收账款规模较大，短期债务占比高。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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

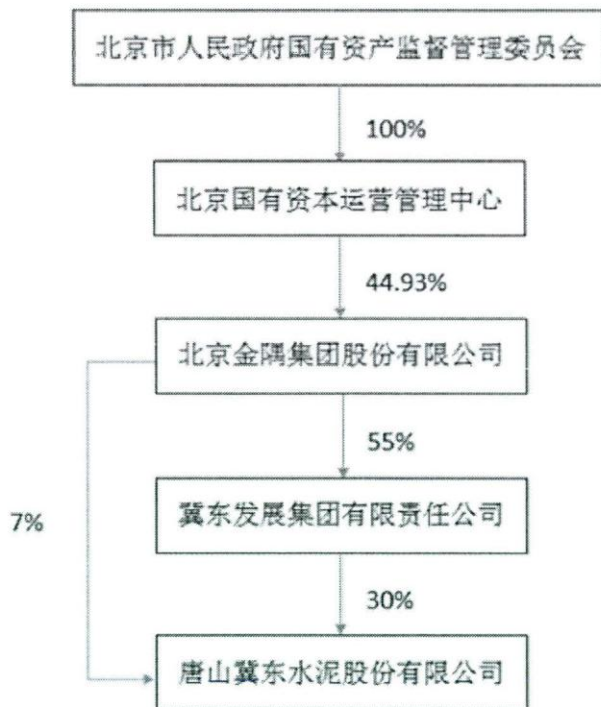
一、主体概况

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

公司作为中国大型水泥骨干企业之一，主营业务为水泥熟料的生产和销售。截至 2019 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 14 个职能部门；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。

公司注册地址：唐山市丰润区林荫路；法定代表人：孔庆辉。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券为可转换为本公司 A 股股票的可转换公司债券。该可转换公司债券及未来转换的公司 A 股股票将在深圳证券交易所上市。

本次发行可转换公司债券拟募集资金总额不超过人民币 28.20 亿元（含），具体发行规模由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起六年，本次发行的可转换公司债券每张面值为人民币 100 元，按面值发行。本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。

本次可转换公司债券无担保。

本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

（1）转股条款

初始转股价格的确定依据

本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价之间较高者，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量

转股价格的调整方法及计算公式

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1=(P0+A\times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P1=(P0+A\times k)/(1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P1=P0-D$ ；

上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A\times k)/(1+n+k)$

其中： $P0$ 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， $P1$ 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指

定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）；当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

转股价格向下修正条款

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

如公司决定向下修正转股价格时，公司将在中国证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日），开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

转股股数确定方式以及转股时不足一股金额的处理方法

本次可转换公司债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量的计算方式为 $Q=V/P$ ，并以去尾法取一股的整数倍，其中： V 指可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额； P 指申请转股当日有效的转股价格。

可转换公司债券持有人申请转换成的股份须是整数股。本次可转换公司债券持有人经申请转股后，对剩可转换公司债券不足转换为股票股票的余额，公司将按照深圳证券交易所等部门的有关规定，在可转换公司债券持有人转股后的 5 个交易日内以现金兑付该部分可转换公司债券的票面金额以及利息。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

（1）在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t/365$

IA: 指当期应计利息;

B: 指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额;

i: 指可转换公司债券当年票面利率;

t: 指计息天数, 即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数(算头不算尾)。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算, 调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(3) 回售条款

有条件回售条款

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时, 可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次, 若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的, 该计息年度不能再行使回售权, 可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化, 根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后, 可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售, 该次附加回售申报期内不实施回售的, 不应再行使附加回售权。

(4) 向公司原股东配售的安排

本次发行的可转换公司债券向公司原股东实行优先配售, 向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定, 并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露, 原股东有权放弃配售权。

公司原 A 股股东优先配售之外的余额和原 A 股股东放弃优先配售后部分采用通过深圳证券交易所交易系统网上发行的方式进行, 或者采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上发行相结合的方式, 余额由承销商包销。具体发行方式提请公司股东大会授权公司董事会与保荐机构(主承销商)在发行前协商确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 28.20 亿元(含), 扣除发行费用后, 募集资金用于以下项目:

表 1 本次公开发行可转换公司债券募投项目(单位: 万元)

序号	投资项目名称	总投资金额	拟使用募集资金
1	10,000t/d 新型干法水泥熟料生产线产能置换及迁建项目	181,987.18	164,435.00

2	杨泉山矿附属设施建设项目	21,428.66	18,964.50
3	利用水泥窑协同处置项目	--	--
3.1	阳泉水泥协同处置项目	6,938.24	3,260.92
3.2	磐石水泥协同处置技改项目	9,695.75	3,745.40
3.3	大同水泥协同处置项目	7,000.00	3,566.04
3.4	凤翔水泥协同处置项目	7,940.00	3,542.29
4	补充流动资金	84,485.85	84,485.85
	合计	319,475.68	282,000.00

资料来源：公司提供

在上述募集资金投资项目的范围内，公司董事会可根据项目的进度、资金需求等实际情况，对相应募集资金投资项目的投入顺序和具体金额进行适当调整。

本次发行募集资金到位后，如实际募集资金净额少于计划投入上述募集资金投资项目的募集资金总额，不足部分由公司以自有资金或通过其他融资方式自筹资金解决。

若公司在本次发行的募集资金到位前，根据公司经营状况和发展规划，利用自筹资金对募集资金项目进行先行投入，则先行投入部分将在本次发行募集资金到位后以募集资金予以置换。

三、行业分析

公司所属行业为建材行业，主营业务涉及水泥等建筑材料的生产经营。

1. 行业概况

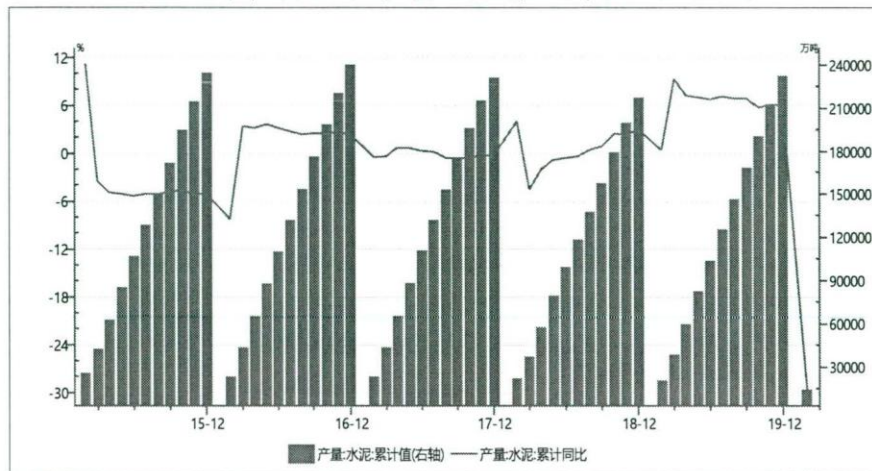
水泥的需求主要取决于下游的固定资产投资增速，水泥产量波动上涨，2019年，水泥行业利润达到历史高位。同时，整个行业存在较强的周期性波动。水泥行业已形成多个区域水泥竞争市场格局。

建材行业是重要的基础原材料及制品产业，主要由非金属矿业、建筑材料和新型无机非金属材料三大材料产业组成，产品主要用于建筑、汽车、化工、轻工、电子、国防工业等行业。其中，水泥作为建材行业中重要的基础建筑材料，与基础设施建设密切相关。

水泥制造业具有较强的周期性，且变动趋势与国民经济、全社会固定资产投资规模的变动较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。同时，水泥制造业的周期性波动幅度往往比宏观经济更大，宏观经济对水泥制造业的影响存在一定的杠杆效应，2016年水泥行业在房地产市场的回暖（地产投资增速6.9%）和基建投资（基建投资增速18%）稳定快速增长的带动下，供需关系出现了明显改善。2017年以来，行业成本端原材料价格上涨明显，进一步影响水泥行业市场形势，全国水泥建材市场全年基本呈现震荡上行的态势，景气度持续上升，三季度之后市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2017年全国水泥产量约为23.16亿吨，同比减少0.2%，水泥行业实现收入9,149亿元，同比增长17.89%，利润总额877亿元，同比增长94.41%。2018年水泥产量为21.8亿吨，同比减少5.87%；水泥价格延续2017年以来的上涨态势，并在第四季度创下新高，水泥行业利润超过1,500亿元，达到历史高位。2019年，水泥产量为23.3亿吨，同比增长6.1%，水泥价格先抑后扬，2019年水泥行业首次突破万亿营收，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%，再创历史最好。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

水泥行业早在2003年就出现产能过剩的苗头，当时立窑等落后产能的产量占总产量的78%，新型干法水泥产量占22%。到2012年，新型干法水泥产量占水泥总产量已达到90%。随着固定资产投资增速的下降，水泥产量增速下降，2013年全国水泥产能利用率仅为75.8%。在这样的背景下，2014年全国建成投产水泥熟料生产线仍有54条，总产能7,000多万吨，产能利用率不足70%，较2013年下降3个百分点，加上2015年在建项目建成投产，形成新旧过剩产能叠加局面。2016年，水泥行业产业结构调整、产能过剩问题依旧突出，熟料产能利用率也仅为68.1%。2016年以来，推进水泥行业供给侧结构性改革，通过环保手段来倒逼去产能。2017年，全国关停水泥生产线共计27条，合计年产能1,295.8万吨。2017年淘汰的生产线多数集中在日产1,000~2,500吨左右。2018年以来，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，总体供给收缩，供需矛盾持续改善。

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。

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。从全国大多数地区来看，春节期间建筑活动较少，通常为水泥销售的淡季，大部分水泥厂在此期间停窑大修；三季度南方地区是雨季，土建活动少，是水泥销售的淡季；12月份及一季度，受气候因素影响，是北方地区水泥行业淡季。

水泥行业具有较强的区域性。由于水泥生产工艺简单、技术门槛不高、产品价格低廉，同时体积较大、运费高、利润薄，量重价低、不易储存的特性，导致其生产和销售具有明显区域性特征。水泥生产与市场的陆地距离一般在300公里以内。受水泥销售市场半径限制，企业之间的竞争主要表

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，区域内的竞争相对激烈。目前，已经形成了多范围、多格局并存的区域水泥市场。

2. 上游原材料

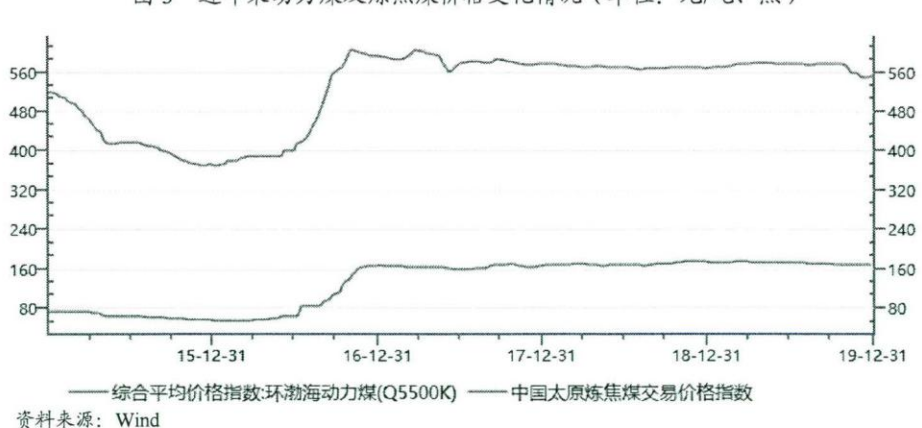
水泥生产以煤炭与电力成本为主。煤炭价格的波动最大，对水泥价格的影响较大；电力价格受政府管控，变动幅度较小，对水泥生产成本影响有限。

水泥的生产成本主要包括煤炭、电力、石灰石等原材料成本及折旧等其他成本，其中，煤炭与电力成本约占水泥生产成本的60%（煤炭成本约占45%左右）。在水泥生产成本中，煤炭价格的波动最大，对水泥价格的影响较大；电力价格受政府管控，变动幅度较小；水泥企业一般拥有自己的矿山，石灰石资源较为丰富，价格也较为平稳，电力和石灰石原材料对水泥价格的影响相对较小。因此，影响水泥价格最主要的因素是煤炭成本。同时，运输成本也是影响水泥成本的一个重要因素。

（1）煤炭

煤炭行业于2012年结束了“黄金十年”，此后，煤炭行业开始出现严重的产能过剩，煤炭价格从2012年开始持续震荡下行。2016年2月，虽然供给侧改革已经颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4月开始实施的“276个工作日”政策使得煤炭产量从4月起大幅减少，6月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，其中中国太原炼焦煤交易价格指数同比增速于7月中旬便达到31.05%，环渤海动力煤价格指数周同比增速于9月中旬达4.27%，9月，我国逐步放开先进产能的“276个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。得益于供给侧改革的实施，煤炭价格于2016年下半年出现大幅上涨，之后一直保持较高水平。2018年以来，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，加之煤炭采购的长协机制持续完善，煤炭行业集中度持续提高，煤炭价格逐步趋稳但整体维持高位。2019年下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。2020年以来，由于疫情影响，各地煤矿延迟复工，加之可能对运输造成较大影响，煤炭产地供应不足；随着港口库存的消耗，动力煤价格有所上扬。未来，随着煤炭企业逐步复产，以及疫情得到控制，运输逐步恢复，煤炭供给将逐步回升，加之政策支持，煤炭价格将逐步趋于稳定。长期看，随着优质产能释放，以及国民经济的放缓，煤炭价格或将微幅走弱。

图3 近年来动力煤及炼焦煤价格变化情况（单位：元/吨、点）



（2）电力

国家发展改革委、工业和信息化部、质检总局联合出台了《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》（发改价格〔2014〕880号），决定自2014年7月1日起，对淘汰类水泥企

业实行更加严格的差别电价政策。从价格来看，淘汰类水泥企业每千瓦时电价格增加0.4元。而生产1吨熟料，电耗基本在90~110千瓦时，实施差别电价之后，这类企业生产1吨水泥的成本将上涨36~44元，生产1吨水泥的成本将增加20元左右。

水泥行业电力成本在生产制造过程中占据着相当大的比重，如果阶梯电价实施，针对这类能耗较高，或者尚未淘汰清理出局的落后企业，电价的上涨幅度必然偏高，这将大幅度压缩利润空间，令其失去市场竞争能力，最终被市场淘汰出局。由于电价受政府主导，电价波动较小，从而电力成本对水泥企业生产成本的影响相对较小。国内水泥行业为了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，余热发电可提供单位水泥生产约30%的用电。

目前，电力市场化改革逐步推进，电力交易上市建设逐步完善，交易电量显著提升；但由于竞价让利，交易电量的提升将压缩火电企业利润，将有利于企业购电成本的下降。

3. 下游需求

基础设施建设与房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量，且其投资增速情况决定了水泥需求总量。近年来，基础设施和房地产投资增速有所波动，导致水泥需求出现先下滑后增长态势。

从中国水泥的下游消费需求结构来看，基础设施建设和房地产开发建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，其投资增速情况决定了水泥需求总量。2012年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。

基础设施建设包括交通运输、水利水电和公共设施项目建设等固定资产投资，是对水泥需求拉动最直接的行业。2016年，我国基础设施建设投资保持较快增长，对西部地区投资力度增强，国家新开工西部大开发重点工程30项，投资总规模为7,438亿元，重点投向西部地区铁路、公路、大型水利枢纽和能源等重大基础设施建设领域。2017年，全国基础设施投资14.00万亿元，同比增长19.0%，全国整体水泥需求有所改善。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%。2019年，全国基建投资（不含电力等）增长3.8%，与2018年的增速基本持平，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。

房地产投资方面，从近年房地产行业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。2019年，全国房地产开发投资132,194亿元，比上年增长9.9%，保持快速增长态势。

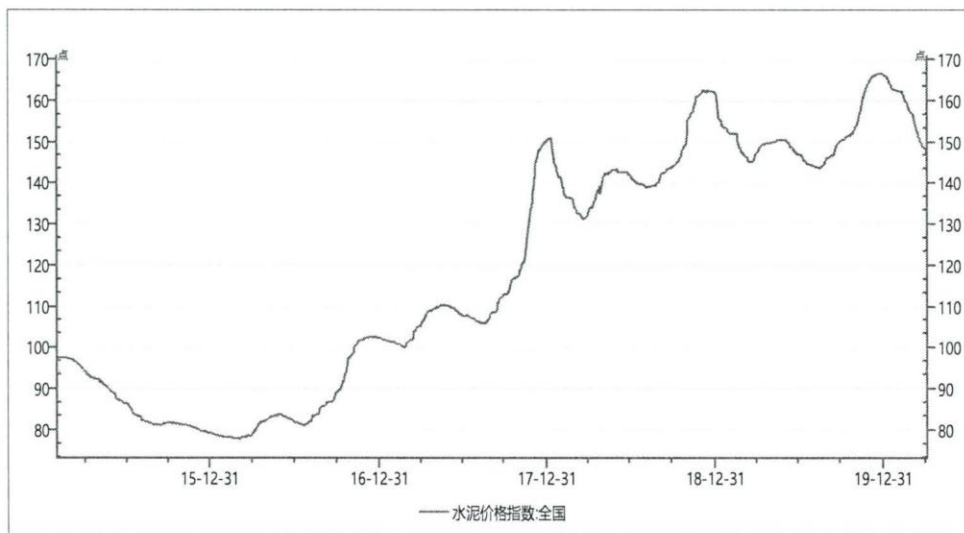
4. 市场价格

水泥价格受季节和政策性因素影响较大。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。未来若下游需求不及预期，水泥价格仍存在波动的可能，从而对水泥企业稳定盈利能力造成一定影响。

全国水泥市场平均价格自2014年连续两年持续下行，受水泥行业供需关系改善影响，水泥市场平均价格自2016年初探底后开始持续回升，尤其是8月份以后，价格更是直线攀升。2017年以来，水泥价格呈快速上涨态势，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，2016年9月以来煤炭价格维持高位运行。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，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%。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%。

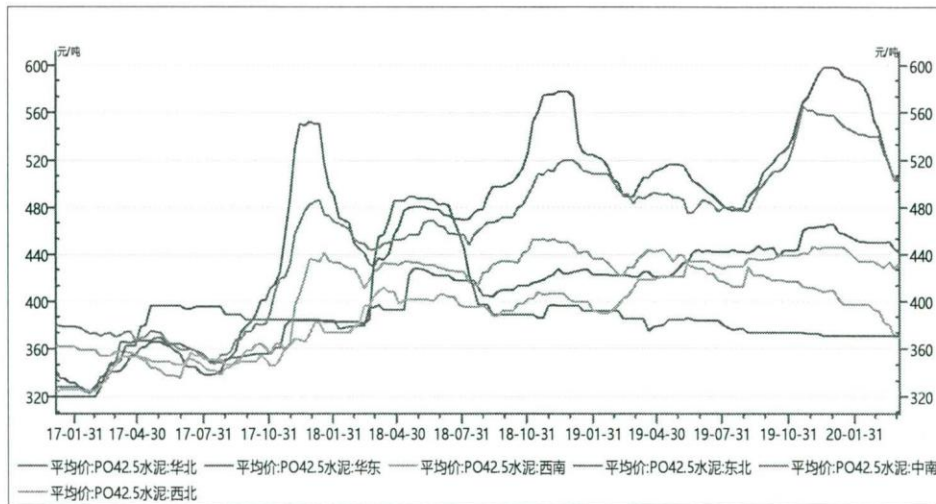
图4 近年来全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图



资料来源：Wind

从区域水泥价格来看，水泥行业明显的区域性特征使各区域水泥价格分化较为明显，对全国利润贡献最大的华东和中南地区价格表现活跃，走势与全国基本一致。华东地区的水泥销售可以采取水路运输，水路运输的成本较低，合理的运输半径可以达到1,000公里以上，因此华东市场的开放程度较高，浙江、江苏、安徽等省的水泥销售容易相互渗透，市场价格也会受到相互影响。由于市场竞争激烈，华东地区的水泥价格波动相对较大，且长期低于全国平均价格。具体看，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年同期减少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。

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



资料来源: Wind

5. 市场竞争

我国水泥产业已进入高速发展的阶段，区域性市场正在逐步形成，并且水泥企业开始向大型化迈进，水泥企业兼并重组将进一步加快。

水泥的区域性明显，全国水泥市场的地区差异较大，中国水泥工业经历了高速发展的时期，目前形成了成熟的七大市场竞争格局。

截至2019年底，中国（不含港澳台）前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.8亿吨，占全国总产能的76%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的58%，较上年提升一个百分点。从最新的排名来看，中国建材集团有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、唐山冀东水泥股份有限公司分列前三甲。近年，我国水泥产能集中度逐年提升，随着供给侧改革力度逐渐加大，水泥生产企业的兼并重组不断推进，未来企业扩张竞争将会更加激烈。

表2 截至2019年底全国水泥熟料产能排名

排名	集团企业名称	熟料产能(万吨/年)
1	中国建材集团有限公司	40,071
2	安徽海螺水泥股份有限公司	20,906
3	唐山冀东水泥股份有限公司(含金隅)	10,528
4	华润水泥控股有限公司	6,495
5	华新水泥股份有限公司(含拉豪)	6,092
6	山东山水水泥集团有限公司	5,534
7	红狮控股集团有限公司	5,375
8	台湾水泥股份有限公司	4,083
9	天瑞水泥集团有限公司	3,519
10	亚洲水泥(中国)控股公司	2,235

注: 1. 上述熟料产能统计口径为截至2019年12月31日实际点火投产的新型干法生产线产能。2. 统计范围为中国大陆地区, 不含港澳台地区。3. 按新型干法的窑型和设计规模统计

资料来源: 中国水泥协会

6. 行业政策

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。

为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自2009年起，国家加大水泥、玻璃等大宗建材行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整。

表3 近年来我国水泥行业主要限制性政策法规汇总

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2016.05.18	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发(2016)34号)	严禁新增产能，淘汰落后产能，推进联合重组，加快转型升级；到2020年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料前10家企业的生产集中度达60%左右
2016.12.12	国务院发布《政府核准的投资项目目录(2016年本)》国发(2016)72号。	文件指出，对于水泥行业等产能严重过剩行业的项目，要严格执行《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)，各地方、各部门不得以其他任何名义、任何方式备案新增产能项目，各相关部门和机构不得办理土地(海域、无居民海岛)供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务，并合力推进化解产能严重过剩矛盾各项工作
2017.11.1	工业和信息化部发布《关于“2+26”城市部分工业行业2017—2018年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业(含特种水泥，不含粉磨站)采暖季按照有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产
2017.12.11	中国水泥协会	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%
2018.01	工信部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案
2018.06	国务院发布《关于全面加强生态环境保护，坚决打好污染防治攻坚战的意见》	坚决打赢蓝天保卫战、着力打好碧水保卫战、扎实推进净土保卫战、加快生态保护与修复、改革完善生态环境治理体系；严禁水泥新增产能，实施减量置换
2019.01	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
2019.06	中国建筑材料联合会发布《2019年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》	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)7,000万吨，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
2020.01	工业和信息化部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	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

资料来源：公开资料，联合评级整理

另外，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。

7. 行业关注

全行业去产能缓慢，产能过剩，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，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。

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。

8. 行业发展

投资是我国稳定经济的重要手段，水泥行业整体需求有望提升。

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。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。近期因需求乏力，产品价格持续下滑，行业盈利空间被压缩，短期内信用质量下降。但长期看，投资是我国稳定经济的重要手段，行业整体需求有望提升。

产业结构趋于优化，行业发展质量总体上升

未来，水泥行业的投资重心将由置换落后产能向技术改造转移，尤其在节能环保方面，国家也将执行更为严格的强制性政策以推动该领域的技术改造，包括配套余热发电、水泥窑协同处理生活工业排污、重复利用煤矿渣和脱硫脱硝等。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。同时，产能限制也将促使水泥企业进行产品差异化竞争和上下游产业链整合，例如开发高标号及特种水泥、拓展混凝土业务等。此外，近年执行淘汰落后政策，新建的水泥熟料单线产能呈大型化趋势，总体看，我国水泥行业的产业结构在趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势，保持在较高水平。

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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司区位优势和资源优势明显，在区域市场占有率较高，整体竞争实力较强。

公司是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一和中国北方最大的水泥生产厂商。自设立以来，公司实施“区域领先”战略，在进入的区域市场做大做强，通过占据较高的市场份额主导当地水泥市场。公司已从一个区域的单体生产企业快速发展成为区域市场连片、横跨西北-华北-东北市场、纵延产业链、居中国水泥行业前列的大型水泥企业集团。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，截至 2019 年底，熟料产能达到 1.17 亿吨、水泥产能达到 1.7 亿吨，其中，日产熟料 4,000 吨以上的水泥熟料生产线 43 条。

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（含金隅）熟料产能合计位列第三。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。在陕西区域，公司的主要产能位于关中区域，该区域行业集中度相对较高，公司在该区域水泥及骨料产能规模领先，市场占有率约为 21%。在东北区域，公司在黑龙江地区拥有东北地区单体规模最大的先进生产线，位于吉林区域吉林环保和磐石冀东具有（拟建）协同处置生产线，产业链完整，公司在吉林和黑龙江区域生产线规模和成本优势明显，竞争力强；公司在辽宁区域的产能占比相对较低，盈利能力有待进一步提升。在内蒙古区域，公司既有石灰石熟料生产线，也有电石渣熟料生产线，规模位居区域第二，市场占有率约为 20%，公司所属企业电石渣熟料生产线成本低，竞争力强，该区域产能严重过剩，竞争激烈，尤其是电石渣产能对行业的冲击较大，水泥价格相对较低。在山西区域，公司在晋北、晋中、晋南均有布局，产能规模位居区域第一，竞争优势强。在重庆区域，该区域市场集中度相对偏低，公司所属企业围绕重庆主城、渝西核心市场布局，市场占有率约为 10%。

公司所属水泥及沙石骨料企业均靠近公司自备的石灰石及骨料矿山，资源储量多、品质较好，公司已获得的石灰石资源为 31.27 亿吨、建筑石料用灰岩和白云岩 2.67 亿吨，能够确保企业长期稳定发展的需要。

产品品牌方面，公司“盾石”品牌是中国建材行业著名品牌之一。公司以“盾石”牌硅酸盐水泥为主导产品，三个系列的产品包括中标、英标、美标等通用硅酸盐水泥，道路、油井、博格板超早强等专用水泥，中热/低热、抗硫酸盐等特种水泥，首都国际机场、秦沈客运专线、京沪高速铁路、京津铁路客运专线、曹妃甸港口、北京奥林匹克中心等国家重点工程均应用了“盾石”牌水泥。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。

2. 技术水平与节能环保

公司技术装备、环保水平在国内同行业中处于领先水平，能够实现资源的综合利用、节能减排并降低生产成本。

资源综合利用方面，公司水泥产品中掺加的工业废渣达到近二十种，在国内水泥产业处于领先水平。公司采用国际先进的纯低温余热发电设备和技术，吨熟料产生的废热可发电量 32.81 度，约占水泥生产综合电耗的 42.61%，可以实现良好的经济效益和环境效益。

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。

3. 人员素质

公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验；作为生产型企业，公司员工构成能够满足目前生产经营需要。

公司现有董事 8 位（含董事长 1 位），监事 3 位，均具有丰富的行业经营和企业管理经验。

公司董事长、法定代表人孔庆辉先生，1971 年出生，硕士学位。孔先生曾任唐山冀东水泥股份有限公司渝川大区副总经理，唐山冀东水泥股份有限公司陕西大区副总经理，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，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，唐山冀东水泥股份有限公司副总经理，唐山冀东水泥股份有限公司党委书记、董事、总经理。2020 年 1 月至今任金隅集团总经理助理，公司党委书记、董事长。

截至 2019 年底，公司在职员工 24,153 人。按教育程度分类，高中及以下占 38.18%，中专、中技学历占 19.14%，大专学历占 24.15%，本科及以上学历占 18.53%；从岗位构成看，生产人员占 42.84%，销售人员占 10.55%，技术人员占 30.34%，财务人员占 3.78%，行政人员占 12.49%；从年龄结构看，30 岁及以下占 21.29%，30~50 岁占 73.99%，50 岁以上占 4.72%。

4. 外部环境

公司享受税收优惠政策，外部发展环境良好。

所得税优惠方面，根据财税〔2011〕58 号文件《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》和国家税务总局公告 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》，包头冀东水泥有限公司、内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司、冀东水泥凤翔有限责任公司、陕西冀东物流服务股份有限公司、米脂冀东水泥有限公司征得主管税务机关同意 2019 年减按 15% 的税率缴纳企业所得税。

高新技术税收优惠方面，北京金隅红树林环保技术有限责任公司、北京生态岛科技有限责任公司、北京金隅北水环保科技有限公司、唐山冀东水泥外加剂有限责任公司、吉林金隅冀东环保科技有限公司、北京金隅疏水环保科技有限公司、陵川金隅水泥有限公司、北京金隅水泥节能科技有限公司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，本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。2017—2019 年，公司所获增值税退税金额分别为 4.66 亿元、5.83 亿元和 5.57 亿元。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构完善，各机构独立运作。

公司按照《公司法》《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了由股东会、董

事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构。

公司设股东会，由全体股东组成，为公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事会，是公司的经营决策机构，对股东会负责；董事会由 8 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1—2 人。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。

公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作，公司设总经理 1 名，设副经理若干名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，经理连聘可以连任。经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。

2. 管理制度

公司管理体制完善，管理运作情况良好。

财务管理方面，公司实施了规范化的财务管理制度和流程，建立了资金集中统一管理和使用实体资金池，并实施统一的担保管理体系。实现了对下属子、分公司的资金归集与监管、对公司票据的全面管理、对全公司信贷情况的掌控，强化了全公司的担保和融资管理；通过资金日报和大额资金周报对资金运行进行监控；资金支付按照经公司权限领导审批后的付款申请通过网银或资金管理系统进行多级复核支付；资金计划方面，每月由各职能部门提前上报资金计划需求，月内按确定的计划金额进行收、付款控制。

安全管理方面，为贯彻落实“安全第一、预防为主、综合治理”的安全生产方针，明确了公司总部各部门及所属各企业生产安全职责，防止和减少事故发生，保障员工的安全与健康，制定了《安全生产责任制》。

物资供应管理方面，公司物资供应实行扁平化的“总部——企业”两级管理模式。公司设置物资供应管理中心，负责公司物资供应专业管理；企业层面设置物资供应部，负责企业物资供应业务操作，企业其它部门不再具备物资供应职能。物资供应管理中心负责对公司全部物资供应活动进行市场预测、计划指导、监督控制、业绩评价的全过程管理，主要包括物资供应组织架构、岗位设置、专业人员、规章制度、业务流程、预算对标、信息化系统的专业管理；包括物资采购权限的界定和物资采购招议标的管理，并负责集采、集招分采业务的组织工作。

对外担保方面，公司所有对外担保事项都必须经公司董事会或股东大会审批，应由董事会审批的对外担保，必须经出席董事会的三分之二以上董事审议通过。未经公司董事会或股东大会批准，公司不得对外提供担保。公司在对全资子公司以外的公司提供超过持股比例的担保时，要求未提供担保的股东向公司提供反担保。

关联交易管理方面，公司建立规范化的关联交易管理体系，关联交易采取事前审批的管理模式，各单位与关联人发生关联交易，必须有事前审批的关联交易额度，方能签订合同、交易货物或劳务，无审批额度不允许发生交易。各单位财务资金部门需严格按照关联交易审批额度控制关联交易结算，对不在审批额度范围内的关联交易，严禁结算。各项关联交易要价格公允，不得损害公司利益，不得从事没有真实交易背景的关联交易。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入以水泥板块为主。近年来，水泥行业供需格局得到改善，带动价格持续上涨，公司经营业绩逐年提升。

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。近年来，随着我国水泥行业经济效益有所好转，公司核心区域水泥市场秩序逐渐好转，水泥产品价格有所回升，公司营业收入及毛利率逐年提升，公司盈利能力提升。2017—2019年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 14.72%，主要系水泥和熟料销售价格上涨所致。2017—2019年，公司净利润逐年增长，年均复合增长 80.99%，主要系受水泥行业限产供需改善影响，水泥和熟料售价提升所致。

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%。2017—2019年，公司水泥业务收入分别为 200.37 亿元、251.72 亿元和 271.36 亿元，年均复合增长 16.38%，主要系水泥价格上涨所致。2017—2019年，熟料收入波动减少，主要系熟料自用增加，对外销售减少所致。危废固废处置收入逐年增长，年均复合增长 61.80%，主要系随着危废固废处置产能的提升，公司危废固废处置量增长所致。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，随着部分产品价格的上涨，公司其他业务收入呈小幅上涨趋势。

表 4 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

从毛利率来看，2017—2019年，公司水泥业务毛利率小幅提升，维持在行业较高水平。公司生产的熟料主要用于水泥生产，对外销售比例较小。近年来，受价格上涨影响，公司熟料毛利率逐年提升。危废固废处置毛利率波动上涨，2019年毛利率较上年提升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。受产品价格上涨影响，其他业务毛利率逐年提升。综上影响，2017—2019年，公司综合毛利率稳步提升，并保持较高水平。

2. 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。

产能方面，公司水泥生产线布局覆盖 13 个省、自治区、直辖市，拥有水泥熟料生产线 83 条、粉磨站 11 个，2017—2019 年。公司水泥和熟料产能分别保持 1.70 亿吨/年和 1.17 亿吨/年。

产量及产能利用率方面，2017—2019 年，公司水泥和熟料产量逐年增长，年均复合率分别为 3.57% 和 4.71%，主要系下游需求增长所致。公司水泥及熟料产能利用率逐年提升，2019 年分别达到 54.05% 和 68.90%。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 5 公司水泥各区域产能情况 (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

3. 原材料采购

公司成本中石灰石和电力占比不大, 且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。近年来, 公司煤炭采购均价逐年增长, 对公司造成一定成本控制压力。

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。煤炭方面, 公司已与大型煤炭生产企业建立战略合作关系。电力方面, 公司与大型电厂建立了战略合作关系, 同时也进行自发电满足部分电力需求, 并利用电厂产生的粉煤灰、脱硫石膏生产水泥, 加大资源综合利用, 降低生产成本。

公司所需的原燃材料及辅助材料均通过各公司采购部集中统一采购, 根据统一制定的《采购管理制度》和《供应商管理制度》等规章制度, 根据生产技术指标及生产需求编制需求计划, 再平衡期初库存下达采购计划, 实施采购。采购部门在分析库存余料及采购周期的前提下实施采购, 各公司采购部按规定对供应商进行管理, 保证供应商符合入围标准, 并通过招议标、询比价等方式确定合作供应商和采购价格, 并对采购价格进行跟踪监督。

表 6 公司原材料采购价格 (单位: 元/吨)

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、内蒙省及河北省唐山市, 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。

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 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。

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占年度采购总额比例为 6.07%, 比例较低。

4. 产品销售

近年来，随着水泥行业景气度回升，水泥销售量与价格均逐年增长。华北地区为公司最大销售区域，且公司在区域内具备明显的市场竞争优势。雄安新区建设的推进，将有利于公司未来业务的发展。

销售模式方面，公司生产的水泥、水泥熟料及其他相关产品主要通过冀东水泥下属营销公司进行营销及销售工作。冀东水泥下属营销公司采取“统一调配，区域具体分管、资源共享、区域联动”的销售模式，充分调动各销售区域的资源，确保重点工程的中标。针对各销售区域内的搅拌站和经销商等客户，由各销售区域自主管理，根据市场变化情况，采取了较为灵活的价格及销售策略，体现了各销售区域分管的灵活性和针对性。通过统一销售及市场运作，提高了水泥及相关产品的市场话语权。

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）。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。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326,040.77万元，占年度销售总额比例为9.43%，集中度保持较低水平。

2017—2019年，随着行业景气度提升，公司水泥销售量逐年增长；熟料销售量逐年减少，主要系公司自用增加，对外销售减少所致。

2017—2019年，随着水泥行业供需改善，行业景气度提升，公司水泥和熟料销售价格均逐年上涨，2019年分别达到320元/吨和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，主要系计算时未将继续自用的熟料产量扣除所致，熟料实际产销率高。

表7 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

2017年以来，公司水泥产品销售主要面向华北地区、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。东北地区和西南地区，公司的毛利率较上年同期小幅下降，主要由于区域内竞争激烈，成本上涨幅度超过价格所致。

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工程的推进，将为公司未来业务的发展提供一定增长空间。

表8 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

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，拟建项目资金与本次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本次可转债发行募集资金。

（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，在铜川市耀州区惠源工业园建设一条10,000t/d水泥熟料（危废）生产线及配套设施。

本项目总投资额为181,987.18万元，拟使用募集资金金额为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。

本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

近年来，受水泥价格上涨影响，公司经营效率持续改善。

2017—2019年，公司应收账款周转次数分别为10.91次、10.43次和12.27次，主要系水泥及熟料价格上涨，公司营业收入增长所致。存货周转次数分别为9.04次、8.06次和7.82次，逐年下降，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所致。总资产周转次数分别为0.49次、0.45次和0.52次，波动增长。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9 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。2017—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 19.78%、13.42%和 9.33%，逐年下降；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 5.58%、5.14%和 9.18%，波动上升。

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10 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。2017—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 1.08 亿元、0.56 亿元和 0.58 亿元。2017—2019年，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 30.57 亿元、19.79 亿元和 78.19 亿元。

关联方资金拆借方面，2017—2019年，公司向关联方拆入资金分别为89.20亿元、112.29亿元和44.49亿元，向关联方偿还资金为67.35亿元、127.35亿元和83.79亿元。

关联方售后租回方面，2017—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30.55亿元、34.35亿元和45.18亿元，租赁期限为4个月至60个月。

8. 重大事项

重组完成后，作为金隅集团唯一水泥业务运营平台，公司产能扩大，在京津冀地区的市场控制力、定价能力和盈利能力得到较大提升，有利于公司区域市场竞争实力的进一步提升。

2018年7月，公司间接控股股东金隅集团以所持有的北京金隅水泥经贸有限公司等10家公司的股权出资，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家分公司的资产出资，双方共同组建由公司控股的金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司（以下简称“合资公司”）的重大资产重组实施完成。

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。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，双方共同向合资公司增资，本次增资前后双方对合资公司持股比例不发生改变，冀东水泥持有合资公司52.91%股权并对合资公司控股，金隅集团持有合资公司47.09%股权。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。本次资产重组已经于2019年3月实施完成。

随着上述资产重组计划的实施，使得公司资产规模和产能规模得以扩大，有效改善冀东水泥与金隅集团之间的同业竞争情况，完善公司与金隅集团水泥业务板块内部管理机制，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。

9. 经营关注

（1）产能利用率较低

水泥行业产能过剩问题仍凸显，行业竞争加剧，政策引导淘汰落后产能、抑制重复建设。此外，水泥行业的需求主要来自于固定资产投资和房地产投资，但近几年由于固定资产与房地产投资的增长速度放缓，新建项目逐渐减少，市场对水泥的需求也同样降低，固定资产投资的推进力度及房地产调控政策等的变化可能会对公司的营业能力带来较大影响。由于生产经营环境特别是市场供求关系的影响，公司产能利用率偏低。若未来行业景气度未能提升，公司未能有效整合资源，或将导致公司投资回报比例偏低，从而对其成本摊销和盈利水平产生一定影响。

（2）原材料价格波动风险

水泥行业属于劳动密集型、资源密集型和高能耗行业，公司水泥生产成本中煤、电成本约占总成本的一半以上，煤炭价格波动相对较大，且2016年以来煤炭价格上升迅速，将对公司盈利能力造成一定影响。

（3）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。

(4) 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。

10. 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。

七、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，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，通过设立或投资等方式新增3家；合并范围减少5家。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。截至2019年底，公司拥有111家子公司，其中50家二级子公司；另有4家合营公司、6家联营公司。

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。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模波动减少，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

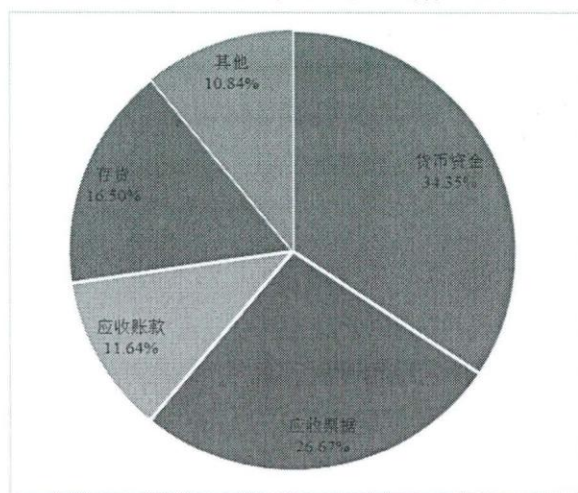
规模较大，受限规模较小。公司整体资产质量尚可。

2017—2019年，公司资产总额波动减少，年均复合减少4.51%。截至2019年末，公司资产总额607.33亿元，较年初减少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，较年初减少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6 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司货币资金波动减少，年均复合减少3.55%。截至2018年末，公司货币资金104.12亿元，较上年末大幅增长62.01%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加，以及公司于年底发行30亿永续债所致。截至2019年末，公司货币资金为59.79亿元，较年初大幅减少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%。

2017—2019年，公司应收票据波动减少，年均复合减少19.47%。截至2018年末，公司应收票据107.25亿元，较上年末大幅增长49.81%，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。截至2019年末，公司应收票据为46.43亿元，较年初大幅减少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。

2017—2019年，公司应收账款逐年减少，年均复合减少11.75%，主要系公司加大回款力度所致。截至2019年末，公司应收账款为20.26亿元，较年初大幅减少13.84%；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（唐山）混凝土环保科技集团有限公司（占应收账款余额41.78%）。

2017—2019年，公司存货逐年增长，年均复合增长11.56%，主要系原材料和产品价格上涨所致。

截至 2019 年末，公司存货为 28.72 亿元，较年初大幅增长 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

2017—2019 年，公司非流动资产连续小幅减少，年均复合减少 2.24%。截至 2019 年末，公司非流动资产 433.27 亿元，较年初减少 0.69%，较年初变化不大。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。

2017—2019 年，公司固定资产逐年减少，年均复合减少 4.33%，主要系折旧所致。截至 2019 年末，公司固定资产为 326.16 亿元，较年初减少 4.12%。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。

2017—2019 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 3.20%。截至 2019 年末，公司无形资产为 52.08 亿元，较年初增长 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 11 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

3. 负债及所有者权益

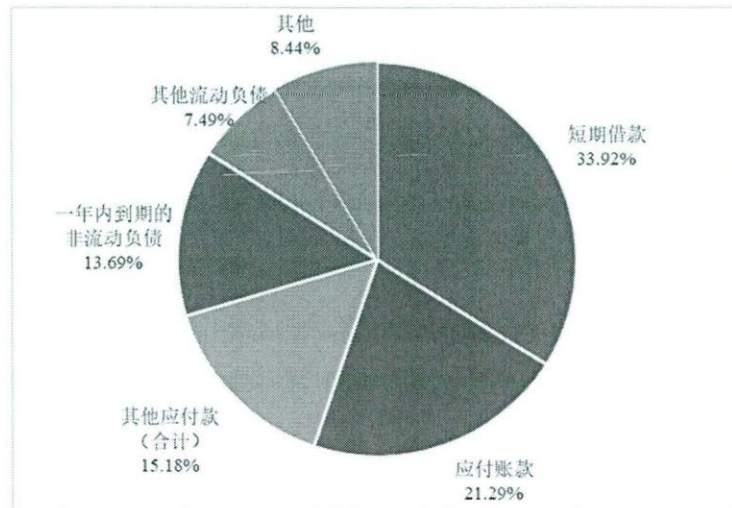
（1）负债

近年来，公司负债总额和债务规模均呈减少态势，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。

2017—2019 年，公司负债总额波动减少，年均复合减少 12.73%。截至 2019 年末，公司负债总额 318.96 亿元，较年初减少 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%。

2017—2019 年，公司流动负债波动减少，年均复合减少 18.37%。截至 2019 年末，公司流动负债 224.09 亿元，较年初减少 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 7 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司短期借款逐年减少，年均复合减少 28.77%，主要系随着经营情况持续改善，公司加大偿还力度及调整债务结构所致。截至 2019 年末，公司短期借款为 76.01 亿元，较年初大幅减少 44.73%；主要由信用借款（占 92.83%）构成。

2017—2019 年，公司应付账款波动减少，年均复合减少 17.90%。截至 2018 年末，公司应付账款 94.56 亿元，较上年末增长 33.62%，主要系公司应付的原材料款和工程款增加所致。截至 2019 年末，公司应付账款为 47.70 亿元，较年初大幅减少 49.56%，主要系应付的原材料款减少所致。

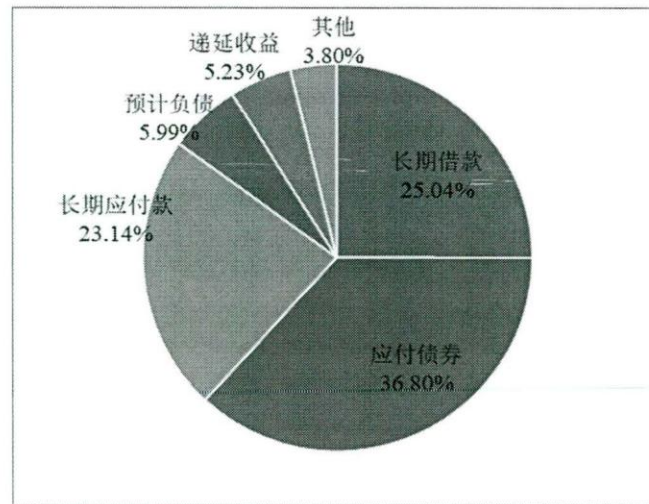
2017—2019 年，公司其他应付款（合计）波动减少，年均复合减少 22.58%，主要系关联方往来款波动变化所致。截至 2019 年末，公司其他应付款（合计）为 34.01 亿元，较年初大幅减少 46.77%，主要系关联方往来款减少；主要为应付关联方往来款（21.85 亿元）和单位及个人往来款（5.12 亿元）。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 2.36%。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 39.79 亿元，较上年末大幅增长 35.90%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 30.68 亿元，较年初大幅减少 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。

2017—2019 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 18.80%。截至 2019 年末，公司其他流动负债为 16.78 亿元，较年初大幅增长 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。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 7.25%。截至 2019 年末，公司非流动负债 94.87 亿元，较年初增长 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 8 截至 2019 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 15.01%。截至 2018 年末，公司长期借款 11.39 亿元，较上年末大幅减少 36.59%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2019 年末，公司长期借款为 23.75 亿元，较年初大幅增长 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%。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 27.16%。截至 2018 年末，公司应付债券 17.13 亿元，较上年末大幅减少 20.67%，主要系“12 冀东 02”转为一年内到期所致。截至 2019 年末，公司应付债券为 34.91 亿元，较年初大幅增长 103.82%，主要系公司新发行“19 冀东 01”和“19 冀东 02”所致。

2017—2019 年，公司长期应付款逐年减少，年均复合减少 19.22%，主要系融资租赁业务逐步到期所致。截至 2019 年末，公司长期应付款为 21.95 亿元，较年初减少 12.48%；主要由应付售后租回款（21.76 亿元）构成。

2017—2019 年，公司预计负债逐年增长，年均复合增长 63.65%，主要系计提的矿山环境恢复费用增加所致。截至 2019 年末，公司预计负债为 5.68 亿元，较年初大幅增长 79.90%；全部为矿山环境恢复费用。

2017—2019 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长 0.50%。截至 2019 年末，公司递延收益为 4.97 亿元，全部为政府补助，较年初减少 6.79%，主要系政府补助减少所致。

2017—2019 年，公司全部债务逐年减少，年均复合减少 13.70%，主要系短期借款减少所致。截至 2019 年末，公司全部债务 226.15 亿元，较年初减少 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，较年初减少 36.55%，主要系短期借款减少所致。长期债务 80.62 亿元，较年初增长 50.41%，主要系长期借款增长所致。公司整体债务规模逐年减少，短期债务占比较高。

债务比率方面，2017—2019 年，公司资产负债率分别为 62.87%、59.45%和 52.52%，全部债务资本化比率分别为 55.11%、49.15%和 43.95%，均逐年下降。长期债务资本化比率分别为 22.83%、15.47%和 21.85%，波动下降。公司债务负担下降，处于合理范围内。

表 12 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 2018 年和 2019 年的永续中票调入长期债务及调出权益, 2017—2019 年, 公司全部债务分别为 303.64 亿元、312.79 亿元和 255.99 亿元, 年均复合增长减少 8.18%。偿债指标方面, 近三年, 公司资产负债率分别为 62.87%、63.58%和 57.43%。全部债务资本化比率分别为 55.11%、54.33%和 49.75%。长期债务资本化比率分别为 22.83%、24.08%和 29.93%。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, 处于合理范围内。

(2) 所有者权益

近年来, 公司所有者权益规模波动增长, 归母的权益占比较低; 权益稳定性有待提升。

2017—2019 年, 公司所有者权益波动增长, 年均复合增长 7.98%。截至 2019 年末, 公司所有者权益为 288.38 亿元, 较年初减少 1.50%, 较年初变化不大。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%。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。公司所有者权益结构稳定性有待提升。

4. 盈利能力

近年来, 随着水泥行业限产供需改善, 水泥产品价格有所回升, 公司盈利能力提升, 公司营业收入和净利润均保持较快增长。公司盈利能力尚可。

近年来, 随着公司核心区域水泥市场秩序逐渐好转, 水泥产品价格有所回升, 公司营业收入及毛利率同比均增加, 公司盈利能力提升。2017—2019 年, 公司营业收入逐年增长, 年均复合增长 14.72%, 主要系水泥和熟料销售价格上涨所致。2017—2019 年, 公司净利润逐年增长, 年均复合增长 80.99%。

2017—2019 年, 公司费用总额波动增长, 年均复合增长 3.94%。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。2017—2019 年, 公司销售费用逐年增长, 年均复合增长 17.25%, 主要系销售规模增长所致; 管理费用波动增长, 年均复合增长 3.72%, 较为稳定, 主要由修理费、职工薪酬及劳务费、停工损失构成; 财务费用波动减少, 年均复合减少 7.87%, 主要系债务规模减少所致。2017—2019 年, 公司费用收入比分别为 23.52%、

21.62%和 19.10%，公司费用控制能力逐年提升，但相关费用的控制能力仍有待加强。

公司资产减值损失主要为固定资产减值损失，2017—2019 年分别为资产减值损失分别为 1.77 亿元、1.57 亿元和 2.59 亿元，对公司营业利润影响较小。2018—2019 年，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），2017—2019 年分别为 5.89 亿元、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。

2017—2019 年，公司营业外支出分别为 0.56 亿元、0.71 亿元和 1.65 亿元。2019 年，公司营业外支出包括固定资产处置损失 0.60 亿元，赔偿金、违约金 0.57 亿元，返还政府补助 0.17 亿元；其中，因环保原因，公司全资子公司内蒙古冀东水泥有限责任公司分别于 2017 年和 2018 年被环保主管部门处罚 10 万元、5 万元，于 2019 年退回收到的政府补助 0.13 亿元。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 29.55%、33.96%和 35.52%，公司总资产收益率分别为 6.72%、8.39%和 11.33%，公司总资产报酬率分别为 6.38%、8.37%和 11.32%，公司净资产收益率分别为 8.34%、11.99%和 16.88%，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 13 2019 年水泥上市公司盈利指标情况（单位：次）

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

5. 现金流

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，公司投资现金净流出规模较大。此外，由于近年来公司加大偿还债务力度，筹资活动持续净流出。未来公司投资规模不大，若保持一定力度的债务偿还，预计筹资活动现金流将持续净流出，债务负担将有所减轻。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 195.92 亿元、248.92 亿元和 291.15 亿元，逐年增长，年均复合增长 21.90%，主要系水泥行业回暖以及公司加强经营管理所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 155.44 亿元、171.11 亿元和 208.96 亿元，逐年增长，年均复合增长 15.94%。综上影响，2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为 40.48 亿元、77.81 亿元和 82.19 亿元，年均复合增长 42.53%，持续大规模净流入，公司经营活动现金流状况良好。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 70.41%、75.34%和 80.75%，逐年增长，收入实现质量有所提高。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，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 16.55 亿元、3.59 亿元和 12.77 亿元，波动减少，年均复合减少 12.16%。其中，2017 年和 2019 年公司处置子公司及其他营业单位收到的现金分别为 8.32 亿元和 7.02 亿元。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 10.50 亿元、9.94 亿元和 45.44 亿元，波动增长，年均复合增长 108.00%。其中，2019 年，公司以现金形式收购金隅集团下属左权金隅等 7 家公司、骨料公司下属涇阳建材和京涞建材、金隅集团持有红树林公司

49%的股权，导致当年投资活动现金流出规模较大。综上影响，2017—2019年，公司投资活动现金净额分别为6.05亿元、-6.35亿元和-32.67亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为236.39亿元、254.23亿元和216.72亿元，波动减少，年均复合减少4.25%。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为271.72亿元、289.90亿元和307.08亿元，逐年增长，年均复合增长6.31%。综上影响，2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为-35.33亿元、-35.67亿元和-90.36亿元。近年来，公司经营效益提升，经营性现金流量持续改善，公司加大偿还债务力度，净流出规模逐年扩大。

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，随着行业景气度持续提升，公司偿债能力亦有所提升。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，2017—2019年，公司流动比率分别为0.63倍、0.79倍和0.78倍，波动增长，主要系公司流动负债减少幅度较大所致。公司速动比率分别为0.56倍、0.72倍和0.65倍，波动增长。公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为0.59倍、0.92倍和0.73倍，波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力指标均有所改善，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为64.82亿元、88.85亿元和107.23亿元，连续增长，主要系公司利润总额增加所致。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%。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%）和利润总额（占58.32%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为4.28倍、5.98倍和8.43倍，公司EBITDA全部债务比分别为0.21倍、0.31倍和0.47倍，均呈持续上升态势，公司EBITDA对利息保障能力、债务本金保障能力较强。整体看，公司整体长期偿债能力有所提高，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。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底，公司债务总额为 226.15 亿元，本次拟发行可转换公司债规模不超过 28.20 亿元。本次债务规模对公司债务规模存在一定影响。

以 2019 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 28.20 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 52.52%、43.95% 和 21.85% 上升至 54.62%、46.87% 和 27.40%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重，但属可控水平。此外，鉴于本次可转换公司债券在存续期间存在转股的可能，预计转股后各项指标有可能低于上述测算值。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

公司 2019 年 EBITDA 和 2019 年经营活动产生的现金流入对本次债券的覆盖程度高。考虑到公司规模、行业地位、技术水平、盈利能力以及未来存在转股的可能等因素，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险极低。

以 2019 年的财务数据为基础，2019 年公司 EBITDA 为 107.23 亿元，为本次债券发行额度（28.20 亿元）的 3.80 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 291.15 亿元，为本次债券发行额度（28.20 亿元）的 10.32 倍，公司经营活动产生的现金流入对本次债券的覆盖程度高。

从本次债券的发行条款看，公司作出了转股价格修正条款：当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；同时制定了有条件赎回条款：在转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

联合评级认为，公司为本次发行可转换公司债而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款，一方面能够根据公司送股、派息等情况自然调整转股价格，同时，能够预防由于预期之外的事件导致公司股票在二级市场大幅下跌，致使转股不能顺利进行。设定的赎回条款可以有效促进债券持有人在市场行情高涨时进行转股。设定的回售条款可以有效促进当公司面临回售压力较大的时候及时向下修正转股价格。

本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，转股将有利于降低公司投资项目的资金压力，公司偿付债券的能力将进一步增强。

九、综合评价

联合评级对公司的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、节能减排等方面具有明显优势。重大资产重组完成后，公司整体综合竞争实力得以进一步增强。近

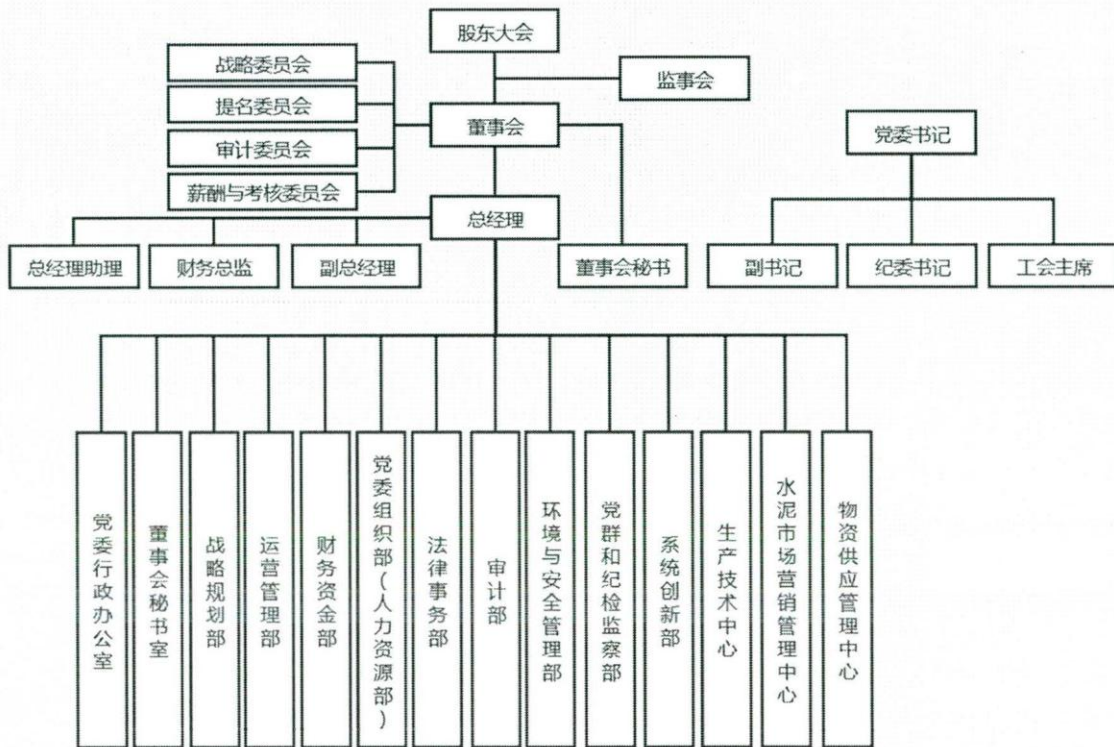
年来，公司收入及净利润持续增长，盈利能力持续提升，运营状况良好，债务规模持续减少。同时，联合评级关注到水泥行业产能过剩问题依然严峻、水泥价格波动风险、原材料价格波动风险、短期债务集中等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建及拟建项目投产，公司整体竞争力及盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

基于对公司主体长期信用水平以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年底唐山冀东水泥股份有限公司组织机构图



附件 2 唐山冀东水泥股份有限公司 主要计算指标

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	666.11	722.08	607.33
所有者权益(亿元)	247.34	292.77	288.38
短期债务(亿元)	230.45	229.37	145.54
长期债务(亿元)	73.19	53.60	80.62
全部债务(亿元)	303.64	282.97	226.15
营业收入(亿元)	262.18	314.48	345.07
净利润(亿元)	14.97	32.38	49.05
EBITDA(亿元)	64.82	88.85	107.23
经营性净现金流(亿元)	40.48	77.81	82.19
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
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
费用收入比(%)	23.52	21.62	19.10
资产负债率(%)	62.87	59.45	52.52
全部债务资本化比率(%)	55.11	49.15	43.95
长期债务资本化比率(%)	22.83	15.47	21.85
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
速动比率(倍)	0.56	0.72	0.65
现金短期债务比(倍)	0.59	0.92	0.73
经营现金流动负债比率(%)	12.04	21.37	36.68
EBITDA/本次发债额度(倍)	2.30	3.15	3.80

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 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。4. 本报告 2017 年和 2018 年财务数据已追溯调整

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	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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+销售费用+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。

联合信用评级有限公司关于 唐山冀东水泥股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年唐山冀东水泥股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

唐山冀东水泥股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。唐山冀东水泥股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注唐山冀东水泥股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现唐山冀东水泥股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如唐山冀东水泥股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至唐山冀东水泥股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送唐山冀东水泥股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年四月二十二日



营业执照

(副本)
统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

法定代表人 万华伟

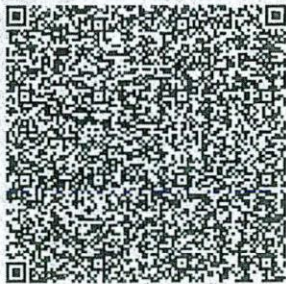
注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二00二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日



从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关



2018年07月09日

每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,逾期列入经营异常名录



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：万华伟
注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508
编号：ZPJ005

中国证券监督管理委员会(公章)
2018年8月29日




SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

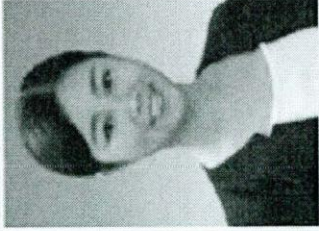
姓名	樊思	性别	女	
执业机构	联合信用评级有限公司	登记编号	R0040218010005	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2018-01-09			

6-10-43

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0040218010005	2018-01-09	联合信用评级有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

登记基本信息

姓名	王文燕	性别	女	
执业机构	联合信用评级有限公司	登记编号	R0040217100010	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2017-10-29			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0040217100010	2017-10-29	联合信用评级有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	