

唐山冀东水泥股份有限公司

公开发行可转换公司债券

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕2626号

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

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年五月二十三日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

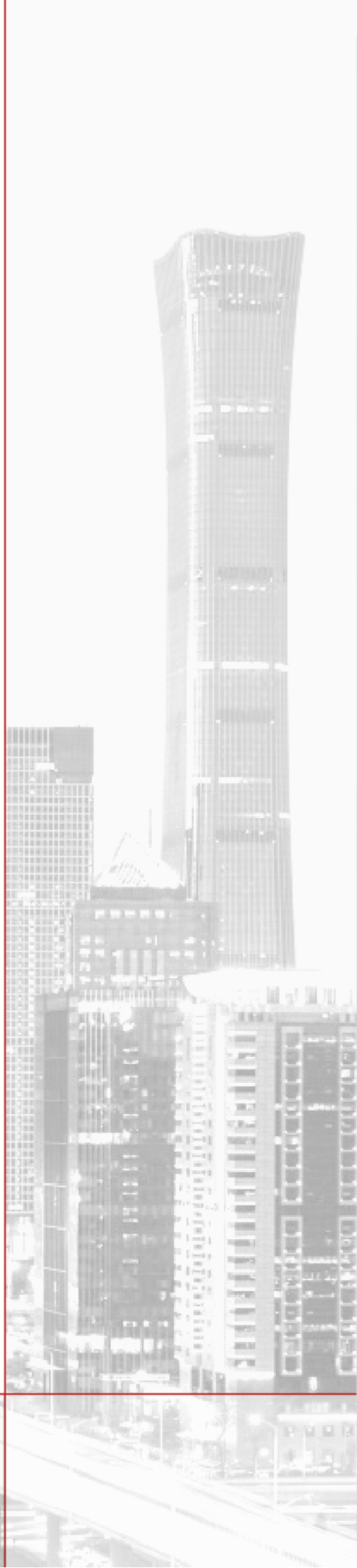
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



唐山冀东水泥股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
唐山冀东水泥股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/23
冀东转债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

经营方面，跟踪期内，唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”）在行业地位、区域竞争力等方面仍保持优势，公司作为国有大型龙头水泥企业之一，熟料年产能位居国内行业前列；公司水泥熟料生产线主要布局于北方等省市，在京津冀地区市场占有率及市场竞争优势仍明显；但受行业供需失衡、公司布局区域停产周期长影响，公司水泥产能利用率处于行业较低水平，经营效率一般。财务方面，跟踪期内，公司债务负担适中，但信用债融资占比略高，短期债务规模较大；2024 年受水泥量价齐跌影响，公司营业总收入继续下降，利润继续亏损，但受煤炭采购价格下降影响，公司亏损规模有所收窄，整体看，公司盈利能力仍弱；公司经营活动现金流仍保持净流入状态，可覆盖投资活动现金需求；受短期债务滚存影响，公司仍有一定融资需求但资金流动性压力不大，考虑到公司股东背景雄厚，融资渠道通畅，整体偿债能力很强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司控股股东北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”）为公司在业务、融资及资金方面提供了强有力的支持，公司融资渠道畅通，综合融资成本处于较低水平；截至 2024 年底，公司从金隅集团及其北京金隅财务有限公司（以下简称“财务公司”）取得拆入资金余额为 13.30 亿元。

评级展望

国家有关部门对水泥行业延续了“去产能”的结构性调整政策，水泥行业产能过剩问题依然严峻，预计未来水泥行业产能过剩将持续，行业竞争激烈。但考虑到公司作为大型龙头水泥企业，在华北区域竞争优势明显，同时其控股股东金隅集团在业务、融资及资金方面可为公司提供持续强有力的支持，公司对债务的保障能力将维持在很强水平。公司的评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司实际控制人发生变更或股东支持力度下降，对公司经营及融资负面影响大；水泥行业景气度显著下降，公司业务规模明显下降，盈利能力大幅弱化。

优势

- **控股股东给予公司强有力支持。**金隅集团是北京国有资本运营管理有限公司控股的大型国有企业之一，资本实力雄厚。受益于金隅集团的资信支持，2024 年，财务公司给予公司 70.00 亿元授信额度，贷款利率范围为 1.71%~2.60%。截至 2024 年底，公司从金隅集团及财务公司取得拆入资金余额为 13.30 亿元。
- **公司在华北区域内竞争优势明显。**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，熟料产能位列国内水泥制造企业第 3 名，在京津冀地区市场占有率仍超过 50%，华北区域优势明显。
- **公司权益稳定性较高，经营活动净现金流继续净流入，融资渠道畅通，综合融资成本较低。**截至 2024 年底，公司所有者权益中股本及资本公积规模较大，权益稳定性较高；公司未使用的银行授信额度充足，且作为上市公司直接融资渠道畅通，综合融资成本处于较低水平。2024 年，公司经营活动净现金流继续净流入。

关注

- **公司销售区域较为集中，易受区域市场经济景气度及政策影响，且水泥产能利用率仍处于较低水平。**公司销售收入主要来源于华北区域，2024 年华北区域收入占比 72%，易受当地市场经济景气度及政策影响。跟踪期内，水泥行业产能过剩问题依然严峻，公司市场区域主要位于华北、西北及东北区域，生产线停产时间较长，叠加区域内房地产行业景气度继续下行，环保、减能增效压力进一步加大影响，行业仍处于供需失衡状态，公司水泥产能利用率同比继续下降，仍处于较低水平。

- **公司盈利能力仍弱。**作为周期性行业，受行业竞争加剧影响，2024 年水泥销售价格同比继续下降，仍低位运行，2024 年及 2025 年一季度，公司利润总额仍继续亏损。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 水泥企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 水泥企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	5
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动

外部支持变动说明：公司外部支持调整情况较上次评级未发生变动

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

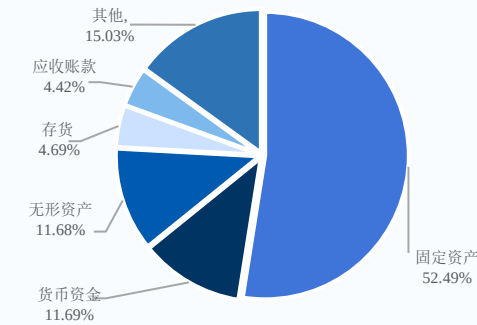
合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	77.29	72.44	76.63	69.32
资产总额（亿元）	620.19	603.86	593.14	597.35
所有者权益（亿元）	326.03	310.48	292.59	287.10
短期债务（亿元）	69.53	89.78	91.87	/
长期债务（亿元）	144.35	123.02	121.35	/
全部债务（亿元）	213.88	212.80	213.22	/
营业总收入（亿元）	345.44	282.35	252.87	39.03
利润总额（亿元）	18.22	-18.65	-8.96	-9.24
EBITDA（亿元）	62.19	26.76	35.69	/
经营性净现金流（亿元）	22.69	29.80	31.81	-3.06
营业利润率（%）	18.81	9.93	15.85	5.41
净资产收益率（%）	4.32	-5.54	-3.88	--
资产负债率（%）	47.43	48.58	50.67	51.94
全部债务资本化比率（%）	39.61	40.67	42.15	/
流动比率（%）	118.88	90.60	88.83	81.21
经营现金流动负债比（%）	16.69	19.16	19.67	--
现金短期债务比（倍）	1.11	0.81	0.83	/
EBITDA 利息倍数（倍）	8.31	3.84	5.52	/
全部债务/EBITDA（倍）	3.44	7.95	5.97	/

母公司口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	624.49	621.39	620.57	613.91
所有者权益（亿元）	364.98	372.82	372.26	369.63
全部债务（亿元）	187.01	182.09	167.06	178.45
营业总收入（亿元）	132.46	101.05	82.25	13.22
利润总额（亿元）	28.03	13.37	1.07	-0.83
资产负债率（%）	41.56	40.00	40.01	39.79
全部债务资本化比率（%）	33.88	32.81	30.98	32.56
流动比率（%）	232.27	194.64	170.29	158.71
经营现金流动负债比（%）	-13.88	5.64	6.53	--

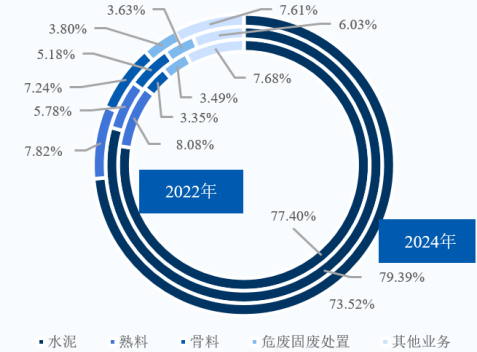
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司 2022—2024 年末合并口径其他应付款中的有息部分计入短期债务，长期应付款的有息部分计入长期债务；2025 年 3 月末未获取到债务调整相关数据；未对公司本部债务数据进行调整；4. 本报告 2022 年和 2024 年财务数据均为期末数据，2023 年财务数据为 2024 年审计报告中的期初余额/2023 年数据，公司 2025 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；5. “/”表示指标未获取，“--”表示指标无意义或不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

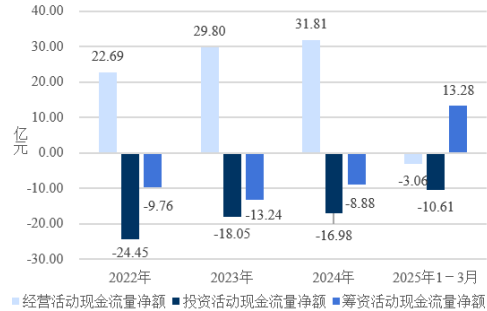
2024 年末公司资产构成



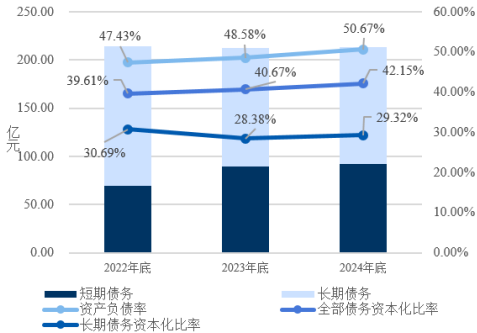
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司现金流情况



2022—2024 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
冀东转债	28.20 亿元	17.76 亿元	2026/11/05	转股价格向下修正条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
冀东转债	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/23	宋莹莹 高星	水泥企业信用评级方法 V4.0.202208 水泥企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
冀东转债	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/04/22	王文燕 樊 思	水泥企业信用评级方法 水泥企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：宋莹莹 songyy@lhratings.com

项目组成员：张 超 zhangc@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司前身是成立于 1981 年的河北省冀东水泥厂，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，北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”）和冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）进行战略重组，冀东集团成为金隅集团控股子公司，公司实际控制人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”）。2021 年 11 月 3 日，公司向金隅集团非公开发行约 10.66 亿股股份，直接控股股东由冀东集团变更为金隅集团。截至 2024 年底，公司注册资本为 26.58 亿元，金隅集团为公司控股股东，直接持有公司股权比例为 44.34%（无质押），通过冀东集团间接持有公司股权比例为 17.22%，公司实际控制人为北京市国资委（详见附件 1-1）。

公司是国内大型龙头水泥企业之一，主营业务为水泥的生产和销售，按照联合资信行业分类标准划分为水泥行业。

截至 2024 年底，公司设有绿色低碳推进部、审计部、财务资金部和生产技术中心等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 593.14 亿元，所有者权益 292.59 亿元（含少数股东权益 15.97 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 252.87 亿元，利润总额-8.96 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 597.35 亿元，所有者权益 287.10 亿元（含少数股东权益 19.49 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 39.03 亿元，利润总额-9.24 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：刘宇。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 4 月底，公司由联合资信评级的存续公开发行公司债券及中期票据共计 7 只，余额 81.16 亿元，募集资金均已按指定用途使用，其中“冀东转债”初始转股价格为 15.78 元/股，经历次转股价格调整，最新转股价格为 13.11 元/股，转股期为 2021 年 5 月 11 日至 2026 年 11 月 4 日；“冀东转债”“21 冀东 01”“21 冀东 02”“22 冀东水泥 MTN001”“22 冀东水泥 MTN002”及“24 冀东 01”在付息日正常付息，“24 冀东 02”尚未到约定付息日。

图表 1 • 截至 2025 年 4 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
冀东转债	28.20	17.76	2020/11/05	6 年
21 冀东 01	10.00	7.85	2021/06/11	5（3+2）年
21 冀东 02	10.00	5.55	2021/10/13	5（3+2）年
22 冀东水泥 MTN001	10.00	10.00	2022/05/31	3 年
22 冀东水泥 MTN002	10.00	10.00	2022/08/26	3 年
24 冀东 01	10.00	10.00	2024/04/22	5（3+2）年
24 冀东 02	10.00	10.00	2024/09/20	5（3+2）年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准

备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2024年以来，水泥需求仍然乏力，供需失衡致使行业竞争加剧，受行业加强错峰生产及自律停产影响，9月以来水泥价格进入增长通道，但依然低位运行，各区域水泥价格走势存在较大差异；煤炭价格虽波动下行但仍处相对高位，水泥行业效益持续下降。

国家有关部门对水泥行业延续了“去产能”的结构性调整政策，多地错峰停窑时间延长，加大非采暖季错峰停产力度；且随着“双碳”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力进一步加大，一定程度抑制水泥供给，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。

展望未来，水泥需求难以显著恢复，政策端或将加大去产能力度，从长期看，采取直接或间接去产能政策势在必行；水泥价格回升依赖供给端错峰生产及自律停产执行情况，各区域或存在较大差异，预计水泥价格或将低位修复，但尚不具备持续增长条件。完整版行业分析详见《[2025年水泥行业分析](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司继续保持规模优势及区位优势，在华北区域市场占有率较高；但受布局区域停产周期较长影响，公司经营效率较为一般，产能利用率处于较低水平；公司拥有一定资源优势，石灰石自给率尚可，拥有一定电力自供能力；公司持续延伸产业链，加大骨料产能规模，骨料收入继续增长；整体公司竞争实力较强。

行业地位方面，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，熟料产能位列《2024年中国水泥熟料产能百强榜TOP100》第3名，截至2024年底，公司熟料年产能1.1亿吨，水泥年产能1.8亿吨，公司规模优势明显。公司水泥熟料生产线布局和销售网络覆盖13个省、自治区、直辖市及南非北部地区，主要布局于京津冀、山西和陕西等地，根据水泥网披露数据，公司在京津冀地区市场占有率超过50%，在山西和陕西等地市场占有率亦尚可，在华北区域市场占有率较高，具有较强竞争优势。公司产品以通用水泥为主，但持续加大创新水泥产品生产，2024年公司特种水泥及定制化水泥等全年累计销量814.8万吨，占公司当年水泥销量的10.80%。

经营效率方面，截至2024年底，公司熟料和水泥产能利用率分别为62.07%和45.85%，根据中国水泥协会信息研究中心统计，预计2024年水泥行业水泥熟料产能利用率为53%，因公司主要布局区域为北方区域，采暖季错峰停产、环保限产及自律停产周期长，致使公司水泥产能利用率处于行业较低水平，经营效率较为一般；且停工损失规模较大。

原材料及动力自供方面，截至2024年底，公司已获得石灰石资源45.04亿吨以及建筑石料用灰岩和白云岩3.37亿吨，公司拥有64项石灰石矿采矿权，平均剩余期限为24年，2024年公司石灰石自给比例为85%，石灰石自给率尚可，有利于公司控制原材料成本及供应稳定性。截至2024年底，公司余热发电机组装机容量601.67兆瓦，2024年利用余热发电17.43亿千瓦时，同比下降12.10%，主要系公司生产时间缩短所致，公司余热发电约占总用电量的24.66%，公司自供电力占比较为一般。

图表2·公司石灰石自给率及余热发电自供比例同业对比情况

对比指标 数据时点	公司 2024年末	安徽海螺水泥股份有限公司 2023年末	天山材料股份有限公司 2023年末	华新水泥股份有限公司 2024年9月末
石灰石自给率	85%	98%	81.30%	97%
余热发电自供比例	24.66%	35.99%	30%	30%以上

资料来源：联合资信根据公开资料及企业提供资料整理

产业协同方面，公司持续拓展水泥上下游产业链，不断扩大公司骨料产能，截至 2024 年底，公司骨料产能为 0.84 亿吨/年，危固废处置能力 554.6 万吨/年，预拌混凝土产能 900 万立方米/年。2024 年，公司骨料收入继续增长，且毛利率处于很高水平，对公司收入及盈利均提供一定补充。

2 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91130200104364503X），截至 2025 年 4 月 1 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债券及债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 5 月 23 日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为。

（二）管理水平

跟踪期内公司高管有所变动，但未对正常生产经营造成重大影响，经营管理状况稳定。

跟踪期内，孔庆辉先生辞去公司第十届董事会董事长、董事及战略委员会主任委员（召集人）职务，不再担任公司任何职务；刘宇先生辞去公司总经理职务，继续担任公司党委书记、董事长、战略委员会主任委员（召集人）、提名委员会委员职务；魏卫东先生接替刘宇先生任公司总经理、董事。

（三）经营方面

1 经营概况

跟踪期内，受水泥业务收入下降影响，2024 年公司营业总收入继续下降；综合毛利率因水泥熟料生产成本下降幅度大于水泥熟料销售价格下降幅度影响而有所增长。2025 年一季度，公司营业总收入同比有所增长，综合毛利率由负转正。

跟踪期内，公司主要经营业务未发生重大变化，业务涉及水泥及熟料的生产和销售，熟料主要用于水泥生产，对外销售比例较小。

图表 3 • 2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	267.38	77.40%	20.40%	224.15	79.39%	9.43%	185.91	73.52%	16.43%
熟料	27.93	8.08%	15.65%	16.33	5.78%	1.46%	19.78	7.82%	10.67%
骨料	11.57	3.35%	39.39%	14.61	5.18%	45.21%	18.31	7.24%	44.28%
危废固废处置	12.05	3.49%	40.21%	10.24	3.63%	35.05%	9.62	3.80%	31.15%
其他	26.52	7.68%	9.17%	17.02	6.03%	9.92%	19.25	7.61%	10.51%
合计	345.44	100.00%	20.48%	282.35	100.00%	11.78%	252.87	100.00%	18.10%

注：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
资料来源：公司提供

2024 年，受公司水泥销售价格和销量同比均有所下降影响，水泥业务收入较上年下降 38.24 亿元，致使公司营业总收入继续下降。从收入构成来看，公司各板块收入构成仍较稳定，2024 年水泥及熟料业务占公司营业总收入的比重超 80.00%；受骨料产能规模持续增长影响，骨料收入及占收入的比重继续增长；其他收入主要为运输及矿渣粉收入等。2024 年公司综合毛利率同比增长 6.32 个百分点，主要系煤炭及石灰石等采购价格下降致使吨熟料及吨水泥生产成本同比继续下降，且下降幅度大于水泥熟料销售价格下降幅度所致。其中，骨料业务毛利率虽小幅下降仍处于较高水平，公司骨料业务矿山均为自有矿山，成本可控，受 2024 年骨料销售价格下降影响，毛利率略有下降。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 39.03 亿元，同比增长 16.82%；公司综合毛利率 8.46%，同比由负转正，主要系煤炭价格下降致使水泥熟料盈利空间增加所致。

2 业务经营分析

(1) 水泥生产

跟踪期内，受收购水泥企业影响，公司水泥和熟料产能规模小幅增长；但受行业整体产能过剩、布局区域停产周期长以及下游需求疲软等因素影响，2024 年公司水泥和熟料产能利用率继续下降。

产能方面，2024 年，公司收购了中非冀东建材投资有限责任公司¹和双鸭山新时代水泥有限责任公司（以下简称“双鸭山公司”）100%股权，共计增加熟料 204 万吨/年，水泥 372 万吨/年，公司水泥产能较上年底小幅增长；2025 年 1 月，公司收购了辽宁恒威水泥集团有限公司，增加熟料产能 124 万吨/年，水泥产能 220 万吨/年。受公司加速推进骨料生产线布局进度影响，公司骨料产能继续增长。

图表 4 • 公司水泥熟料产能情况（单位：万吨/年、万吨）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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	17600	7753	48.94%	17600	8653	53.29%	18023	7540	45.85%
熟料	11000	7000	69.95%	11000	6839	67.68%	10840	6133	62.07%
骨料	6200	--	54.71%	7200	--	57.59%	8370	5435	64.93%

注：上表中产量为公司业务口径统计，水泥和熟料产能为生产线设计产能；2022—2024 年产能利用率不等于产量/产能，主要系公司计算产能利用率时考虑了相关停工天数，因而降低了有效产能规模；公司未公开披露 2022—2023 年骨料产量
资料来源：公司提供

产量及产能利用率方面，2024 年，受行业需求疲软，供需失衡影响，公司布局区域的行业环保限产及自律停产时长增加，公司生产线停产时间增加，有效产能规模下降，公司水泥产量和熟料产量同比分别下降 12.86%和 10.32%，同时叠加水泥及熟料产能增长影响，公司水泥及熟料产能利用率继续下降至较低水平。

(2) 原材料采购

2024 年，公司原材料及燃料动力采购成本继续下降，水泥和熟料单位生产成本继续走低。预计短期内，煤炭价格仍有进一步下降的空间，但降幅或将收窄，公司水泥熟料的单位成本或仍能小幅降低。

2024 年，公司采购模式、采购制度和结算方式较上年无重大变化。

图表 5 • 公司原材料采购价格及采购量

原材料	项目	2022 年	2023 年	2024 年
煤炭	采购量（万吨）	930.51	857.00	769.00
	采购均价（元/吨）	1196.81	913.00	767.00
石灰石	采购量（万吨）	2401.75	1560.90	1498.00
	采购均价（元/吨）	51.41	51.30	46.36
外购电力	采购量（亿千瓦时）	58.54	58.43	52.77
	采购均价（元/千瓦时）	0.58	0.57	0.56

资料来源：公司提供

石灰石采购方面，由于环保政策、区域储量限制及部分地区安全要求的影响，公司仍存在一定外购石灰石需求，受产量下降影响，石灰石外购数据同比有所下降；采购均价继续下降。煤炭采购方面，受熟料和水泥产量下降影响，公司煤炭采购量继续下降，公司煤炭全部由外购取得，2024 年煤炭价格继续下降，相较于 2022 年已下降 36%。电力采购方面，2024 年，公司电力采购量和采购价格均有所下降；为缓解电力成本压力，公司为部分生产线配备了余热发电系统，余热发电系统也满足了公司部分用电需求，有效降低了电力成本。

图表 6 • 水泥和熟料单位成本（单位：元/吨）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
吨熟料成本	264.06	232.85	197.83
吨水泥成本	272.99	235.16	206.06

注：单位成本=水泥或熟料营业成本/销量
资料来源：公司提供

¹ 现已更名为唐山冀东新材料投资有限公司（以下简称“唐山新材料”），唐山新材料熟料产能 84 万吨/年，水泥产能 112 万吨/年；双鸭山公司熟料产能 120 万吨/年，水泥产能 260 万吨/年。

受原材料及原燃料采购价格降低影响，2024 年公司水泥及熟料的单位生产成本均继续下降。预计短期内，煤炭市场价格仍有进一步下降的空间，但下降幅度或将收窄，公司水泥熟料的单位成本或将进一步小幅降低。

（3）水泥销售

跟踪期内，水泥行业竞争格局继续呈完全竞争格局态势，国内产能过剩，区域分割明显；公司产品区域优势显著，华北地区仍为公司主要销售市场，但布局区域较为集中，易受当地市场经济景气度及政策影响；2024 年，公司水泥销量有所下降，熟料和水泥销售价格继续下降至较低水平。预计短期内，水泥下游需求仍有下行趋势，公司水泥销量或将继续下降。

销售模式及结算方面，2024 年，公司较上年无重大变化。

客户类型分类方面，2024 年，公司客户群体中房地产、重点工程及基建和农村市场占比分别为 24.90%、49.80%和 25.30%。从区域来看，公司水泥产品销售主要面向华北地区、东北地区和西北地区（陕西）等地区，其中 2024 年华北地区仍是最大销售区域，占比持续在 70%以上。公司在雄安新区工程方面市场占有率保持高水平，其中 2024 年搅拌站供应混凝土约 93%，保持很强的区域竞争优势。

图表 7 • 公司水泥熟料销售情况（单位：亿元）

区域	收入	收入占比	毛利率	收入同比增减	毛利率同比增减
华北（北京、天津、河北、山西、内蒙）	181.57	71.81%	15.75%	-12.99%	增长 5.03 个百分点
西北（陕西）	24.22	9.58%	32.13%	5.59%	增长 1.62 个百分点
东北（辽宁、吉林、黑龙江）	22.75	9.00%	30.79%	3.87%	增长 22.45 个百分点
西南（重庆）	12.12	4.79%	10.46%	-20.00%	增长 2.10 个百分点
华中（河南、湖南）	6.48	2.56%	7.62%	12.25%	增长 3.19 个百分点
其他（山东）	5.72	2.26%	11.03%	-27.61%	增长 4.09 个百分点
合计	252.87	100.00%	18.10%	-10.44%	增长 6.32 个百分点

注：上表中销量为公司业务口径统计
资料来源：公司提供

受水泥需求疲软影响，2024 年，水泥销售量和销售均价同比均有所下降，熟料销售均价亦继续下降；公司水泥产销率继续保持较高水平；由于公司生产熟料主要为自用，外售规模较小。2024 年公司前五大客户的销售额合计为 25.23 亿元，占年度销售总额比例为 9.98%，前五大客户销售额中关联方销售额占年度销售总额的 4.24%，集中度保持较低水平。

图表 8 • 公司水泥熟料销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2022 年	2023 年	2024 年
水泥	销售量	7796	8633	7547
	产销率	100.55%	99.77%	100.09%
	销售均价	343	260	246
熟料	销售量	892	691	893
	销售均价	313	236	221

注：上表中销量为公司业务口径统计
资料来源：公司提供

3 未来发展

公司将继续立足水泥产业持续发展，发展计划较为可行，在建项目未来投资规模不大；考虑公司未来或仍存在一定收并购水泥企业事项，需关注相关投资规模。

2025 年，公司将以“高质量发展突破年”为主题，聚焦市场营销、精益运营管理和战略发展赋能，加快推动绿色低碳发展和数智化转型，全面提升市场竞争力，计划全年实现营业收入 300 亿元。具体实施包括：（1）推动价值营销，提升品牌影响力。推进“水泥+骨料+商混+外加剂+其他产品”的建材全产业链营销模式，加大特种水泥与定制化推广，增强竞争优势。（2）挖掘内部潜能，提升核心竞争力。扎实推进精益生产，促进关键指标再提升，持续降本提质；强化采购管理，发挥规模优势，降控采购成本。（3）打造产业集群，增强战略执行力。加快推动低效产能整合及高质量并购重组，提高产能集中度，打造区域竞争合力；稳步推动环保产业发展，积极推进危废资源化转型；坚持强链延链补链，加快推动矿山资源获取，大力发展骨料产业，布局发展商混产业，全面提升产业韧性。（4）推动转型升级，释放创新驱动动力。深化改革创新，推动智能智造，构建更高水平的现代化产业体系；聚焦

新材料研发，加快推动产业升级，培育具有冀东水泥特色的新材料产业；贯彻落实双碳战略，大力拓展节能降碳技术应用，加快推动低碳转型；推进智能工厂、智慧运营平台等数智化系统场景应用，积极培育和发展数字产业，加快推动数智化转型。

目前看，公司为实现以上目标，仍有一些在建项目，如北水公司 10 万吨/年二氧化碳捕集、封存及资源化利用科技示范项目，内蒙古公司骨料机制砂生产线项目等，但整体投资规模不大，对公司未来生产及经营产生的影响不大。同时，公司 2024 年以来增加了一些收并购项目，投资支出规模较小，后续公司仍有可能继续进行收并购动作，需关注收购投资规模。公司目前正在根据行业政策要求调整公司水泥熟料产能布局，保障公司运行稳定性。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年的财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

图表 9 • 公司主要资产负债表数据（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末		2024 年末较年初增长
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
货币资金	64.03	10.32%	63.06	10.44%	69.35	11.69%	68.50	11.47%	9.97%
固定资产	324.58	52.34%	323.44	53.56%	311.35	52.49%	311.93	52.22%	-3.74%
无形资产	63.29	10.20%	67.94	11.25%	69.26	11.68%	71.24	11.93%	1.93%
资产总额	620.19	100.00%	603.86	100.00%	593.14	100.00%	597.35	100.00%	-1.77%
短期借款	32.61	11.09%	24.33	8.29%	26.23	8.73%	24.75	7.98%	7.80%
应付账款	42.19	14.34%	47.67	16.25%	45.13	15.02%	40.56	13.07%	-5.31%
其他应付款	17.43	5.92%	9.66	3.29%	16.38	5.45%	14.09	4.54%	69.64%
一年内到期的非流动负债	27.51	9.35%	59.99	20.45%	57.93	19.27%	79.88	25.75%	-3.44%
长期借款	70.23	23.87%	84.78	28.90%	67.61	22.50%	49.69	16.02%	-20.25%
应付债券	70.11	23.83%	36.49	12.44%	50.35	16.75%	60.46	19.49%	38.01%
负债总额	294.16	100.00%	293.38	100.00%	300.55	100.00%	310.25	100.00%	2.45%
归属于母公司所有者权益合计	306.97	94.15%	289.90	93.37%	276.62	94.54%	267.61	93.21%	-4.58%
少数股东权益	19.06	5.85%	20.58	6.63%	15.97	5.46%	19.49	6.79%	-22.41%
所有者权益总额	326.03	100.00%	310.48	100.00%	292.59	100.00%	287.10	100.00%	-5.76%

资料来源:联合资信根据公司年报整理

1 资产质量

跟踪期内，受折旧及摊销影响，公司资产规模继续小幅下降，仍以非流动资产为主；公司资产受限程度低，公司货币资金规模适中；固定资产成新率较低。

截至 2024 年底，公司资产规模较上年底有所下降，整体变动幅度不大，仍以非流动资产为主，符合水泥生产企业的特征。其中，公司货币资金规模小幅增长，主要系投资净流出减少和当期无分红支出，经营性净现金流入对投资和筹资流出覆盖较好所致，公司货币资金受限比例为 8.25%，主要为土地复垦基金、矿山恢复保证金及承兑汇票保证金等；公司固定资产折旧政策未发生变化，受折旧影响，固定资产规模继续小幅下降，主要由机器设备（占 42.39%）和房屋建筑物（占 55.37%）构成，其中机械设备成新率为 32.75%，成新率较低，部分设备使用时间已较长，或存在一定技改、环保升级等支出。公司无形资产规模有所增长，主要系公司新增矿山资源所致；公司无形资产主要由土地使用权（占 58.07%）和采矿权（占 38.06%）构成。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额及构成较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司受限资产占总资产的比重为 2.01%，受限比例低。

图表 10 • 截至 2024 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	货币资金	应收票据	应收款项融资	固定资产	无形资产	在建工程	合计
受限金额	5.72	0.02	0.04	4.89	1.01	0.24	11.93
受限原因	保证金、诉讼冻结	质押	质押	售后租回、抵押、冻结	抵押、冻结	抵押	--

资料来源:公司提供

2 资本结构

(1) 所有者权益

受盈利亏损致未分配利润下降影响，公司所有者权益规模继续下降；所有者权益中股本及资本公积规模较大，权益稳定性较高。考虑短期内，公司扭亏为盈难度较大，所有者权益或将继续小幅下降。

截至 2024 年底，公司所有者权益较年初下降 5.76%，主要系公司盈利亏损导致未分配利润减少所致。其中，资本公积同比减少 1.85%，主要系公司收购唐山冀东新材料投资有限公司 60% 股权，构成同一控制下企业合并，导致股本溢价减少 3.00 亿元所致。截至 2024 年底，公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占 9.09%、58.33% 和 23.27%，公司所有者权益结构稳定性较高。截至 2025 年 3 月底，受公司持续亏损影响，公司所有者权益较上年底继续下降。

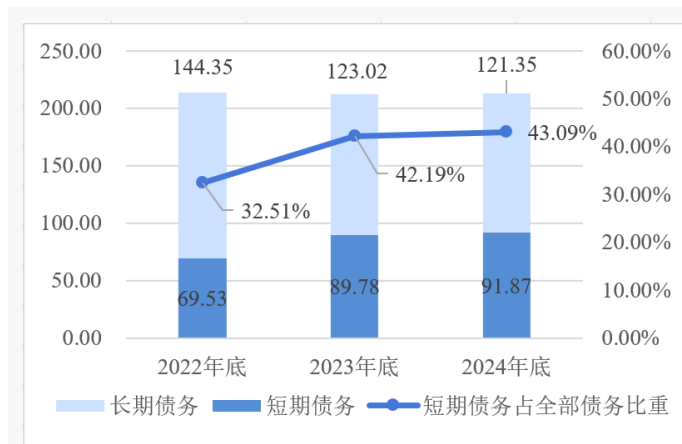
(2) 负债

跟踪期内，公司负债及债务规模变动幅度不大，债务负担处于合理范围内，但短期债务规模较大，信用债融资占比略高，考虑公司融资渠道通畅，债务滚存压力不大。考虑公司目前没有大额投资的在建及拟建工程，短期内，公司债务规模或将保持稳定。

截至 2024 年底，公司负债规模变动幅度不大，负债结构相对均衡。公司短期借款规模小幅增长。截至 2024 年底，公司应付账款较年初变化不大，账龄以 1 年以内（占 74.60%）为主。公司其他应付款较年初增长 69.64%，主要系应付收购股权款²较年初增加 6.42 亿元所致。截至 2024 年底，公司长期借款较年初下降 20.25%，主要系当期转入一年内到期的长期借款规模较大所致，其中信用借款占 94.07%，长期借款利率区间为 2.25%~3.78%。公司应付债券较年初增长 38.01%，主要系 2024 年新发行 20.00 亿元公司债券所致。公司目前没有重大在建工程投资，投资支出主要为环保、技改等，投资规模不大且较为稳定；公司经营获现能够满足投资需求，公司净融资需求不大，短期内公司债务或将保持稳定。

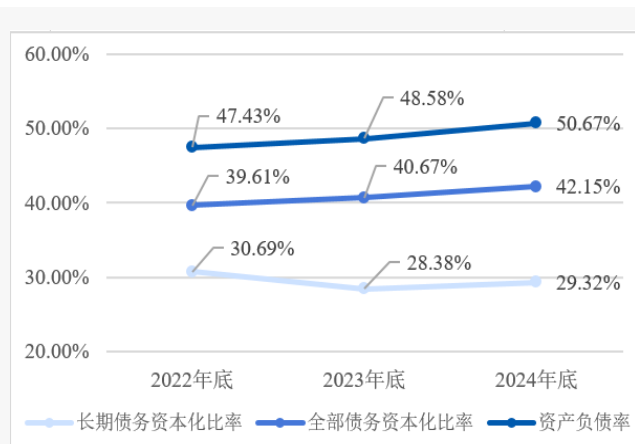
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 3.23%，主要系公司 2025 年 1 月发行 10 亿元“25 冀东 01”所致；受长期借款转入一年内到期的非流动负债影响，流动负债占比较上年底继续增长。

图表 11 • 公司有息债务情况（亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 公司杠杆水平情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务规模变动不大；从期限结构上看，公司债务主要集中在未来 2 年内到期，短期债务占比偏大，公司作为制造型企业，且主业发展成熟，目前在建项目投资规模较小，债务期限结构与经营情况较相符。从融资成本看，截至 2024 年底，公司平均融资成本 2.62%，处于较低水平。从融资渠道构成看，公司有息债务主要由银行借款和资本市场发债融资获取，信用债融资占比略大，考虑公司目前没有新增大额融资需求，融资渠道通畅，债务滚存压力不大。从债务指标来看，受所有者权益继续下降影响，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较年初均有所上升，但整体看，公司债务负担尚处于合理范围。考虑短期内，公司债务规模保持稳定，但盈利扭亏为盈压力仍大，如亏损致使所有者权益继续下降，公司债务杠杆水平会将进一步上升，但整体债务负担仍适中。

² 2024 年公司收购双鸭山新时代水泥有限责任公司 100% 股权，投资金额为 6.35 亿元，截至 2024 年底收购款尚未支付。

图表 13 • 截至 2024 年底公司债务期限结构情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~5 年	合计
短期借款	26.23	--	--	26.23
一年内到期的非流动负债	57.04	--	--	57.04
其他应付款	0.75	--	0.10	0.85
长期借款	--	53.53	14.08	67.61
应付债券	--	30.39	19.97	50.35
长期应付款	--	0.46	1.58	2.04
合计	84.02	83.92	36.19	204.13

注：上表期限分布数据以审计报告相关科目数据为准，不包含应付票据及租赁负债，一年内到期的非流动负债中不包含无息部分，故与前述全部债务存在小幅偏差
资料来源：公司提供

图表 14 • 截至 2024 年底公司债务融资渠道构成情况（单位：亿元）

科目	银行借款	信用债（包含公司债和中票等）	股东及财务公司借款	融资租赁	其他	合计
金额	116.73	70.35	14.16	2.81	0.09	204.13
占比	57.18%	34.46%	6.94%	1.38%	0.04%	100.00%

注：上表数据以审计报告相关科目数据为准，不包含应付票据及租赁负债，一年内到期的非流动负债中不包含无息部分，故与前述全部债务存在小幅偏差
资料来源：公司提供

图表 15 • 2024 年末公司杠杆水平同业对比情况

对比指标	公司	安徽海螺水泥股份有限公司	天山材料股份有限公司	华新水泥股份有限公司
资产负债率	50.67%	21.31%	65.47%	49.80%
带息债务/全部投入资本	41.02%	12.85%	53.75%	36.53%

注：为提高可比性，本表使用的数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信存在少许差异
资料来源：Wind

3 盈利能力

2024 年，公司营业总收入继续下降，利润继续亏损，但亏损规模有所减少；公司费用控制能力较弱，盈利指标表现仍弱。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比有所增长，利润总额继续亏损，亏损额度同比有所减少。预计短期内，受需求继续疲软影响，公司收入或将继续下降，但考虑煤炭价格下降带来的成本下降，公司盈利亏损额度或将继续缩小，但扭亏为盈仍存在一定难度。

公司营业总收入分析见经营概况部分。2024 年，公司营业总收入虽有所下降，但毛利率增长带动盈利空间增加，公司继续发生亏损，一方面系公司管理费用高致使期间费用规模大，另一方面系公司仍有一定规模的资产减值损失及信用减值损失，期间费用和非经常损益对公司利润侵蚀较为严重。

图表 16 • 公司主要盈利指标（单位：亿元）

科目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	345.44	282.35	252.87	39.03
营业成本	274.68	249.09	207.09	35.73
费用总额	53.61	48.96	49.02	12.03
其中：管理费用	40.50	36.50	37.13	9.29
其他收益	4.74	3.85	3.61	0.68
投资收益	1.52	1.39	1.24	-0.09
资产减值损失	-0.92	-2.85	-3.10	0.00
信用减值损失	0.41	-0.55	-0.68	0.01
净利润	14.07	-17.22	-11.36	-9.31
营业利润率	18.81%	9.93%	15.85%	5.41%
净资产收益率	4.32%	-5.54%	-3.88%	--
EBITDA 利润率	18.00%	9.48%	14.12%	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

费用方面，2024 年，公司费用总额同比增长 0.11%，主要系管理费用增长所致；期间费用率为 19.38%，相较于公司 18.10% 的综合毛利率，仍处于较高水平，公司费用控制能力较弱。其中，受销售量及融资成本下降影响，公司销售费用和财务费用均小幅减少；公司管理费用同比小幅增长 1.73%，管理费用中停工损失、修理费、折旧与摊销和环保支出分别为 10.38 亿元、8.23 亿元、3.05 亿元和 0.19 亿元，合计为 21.85 亿元，占管理费用的 58.84%，受业务布局区域错峰停产周期长、部分产线已使用时间较长以及公司产能利用率较低等影响，公司管理费用压降难度很大。

非经常性损益方面，2024 年，公司资产减值损失有所增加，主要系存货及固定资产减值所致；其他收益（主要为资源综合利用增值税返还等日常活动相关的政府补助，其中水泥销售产生的增值税返还及财政贴息可持续性较强）和投资收益（主要为权益法核算的长期股权投资收益）同比分别下降 6.18% 和 10.76%，但对公司利润仍有较大补充。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入分析见经营概况部分；公司利润总额-9.24 亿元，继续亏损，亏损额度较去年同期减少 29.25%。

盈利指标方面，2024 年，受煤炭价格采购均价下降致使生产成本下降影响，公司利润亏损规模同比有所减少，盈利指标表现有所回升但仍弱。与同行业公司对比，公司盈利指标整体仍处于行业低水平。

图表 17 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	安徽海螺水泥股份有限公司	天山材料股份有限公司	华新水泥股份有限公司
销售毛利率	18.10%	21.70%	16.72%	24.69%
EBITDA 利润率	13.74%	18.93%	16.41%	25.23%
净资产收益率	-3.52%	4.12%	-0.72%	8.16%

资料来源：为提高可比性，本表使用的数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信存在少许差异

4 现金流

2024 年，公司经营获现能力较好，经营性现金流净流入可覆盖投资活动现金需求；公司筹资活动现金流保持净流出。预计短期内，公司经营活动现金流仍为净流入，对投资活动现金支出仍能覆盖；受短期债务滚存需求，公司仍有一定融资需求但资金流动性压力不大。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	300.95	284.38	249.28	44.20
经营活动现金流出小计	278.26	254.57	217.47	47.27
经营活动现金流量净额	22.69	29.80	31.81	-3.06
投资活动现金流入小计	6.74	4.76	5.90	0.42
投资活动现金流出小计	31.20	22.81	22.88	11.03
投资活动现金流量净额	-24.45	-18.05	-16.98	-10.61
筹资活动前现金流量净额	-1.76	11.75	14.83	-13.67
筹资活动现金流入小计	141.41	91.98	101.62	30.52
筹资活动现金流出小计	151.16	105.22	110.50	17.25
筹资活动现金流量净额	-9.76	-13.24	-8.88	13.28
现金收入比	83.27%	96.15%	94.52%	104.67%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2024 年，受水泥销售量价齐跌及煤炭采购成本减少综合影响，公司经营活动现金继续净流入，净流入规模同比小幅增长。由于公司在业务开展过程中，销售和采购均主要采取先款后货的模式，给予账期的规模并不大，公司经营获现能力尚可；公司销售结算时部分采用票据结算方式，故现金收入比持续较低。短期看，水泥行业需求仍将缓慢下行，公司水泥销量仍将承压，如行业供给侧调控力度及实施力度大，水泥价格或小幅波动回升，但考虑销量下降，预计公司销售商品、提供劳务获取的现金或将继续小幅下降；煤炭采购均价或将稳中略有下降，公司经营活动现金流净额仍将保持净流入但净流入规模或将下降。

从投资活动来看，2024 年，受公司技改持续支出影响，公司投资性现金流仍为净流出。考虑公司仍将保持一定规模的技改、环保及减排等持续性投资，短期内，公司投资活动现金流仍为净流出，净流出规模同比变化不大；经营活动现金流净流入规模或仍能覆盖对投资活动现金流净流出量。

从筹资活动来看，2024 年，公司筹资活动现金流继续净流出，但净流出规模有所减少。截至 2024 年底，考虑到一年内到期的债务规模 91.87 亿元，其中约 20 亿元为应付债券，预计公司将通过公开市场债券借新还旧进行偿还；同时考虑公司 2024 年底未使用授信规模（250.18 亿元）较大，备用流动性较充裕；公司综合融资成本处于较低水平（2024 年为 2.62%），融资渠道畅通。整体看，公司仍有一定融资需求但资金流动性压力不大。

2025 年 1—3 月，受水泥销售价格处于较低水平影响，公司经营活动现金小幅净流出；投资活动仍保持一定规模的现金净流出；为补充经营及投资资金需求，筹资活动现金净流入规模较大。

5 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标有所回升且表现较好。整体看，公司融资渠道通畅，偿债能力很强。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	118.88	90.60	88.83	81.21
	速动比率（%）	87.35	70.45	71.63	62.90
	经营现金流动负债比（%）	16.69	19.16	19.67	--
	现金短期债务比（倍）	1.11	0.81	0.83	--
	销售商品、提供劳务收到的现金/流动负债	2.12	1.75	1.48	--
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	62.19	26.76	35.69	/
	全部债务/EBITDA（倍）	3.44	7.95	5.97	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	8.31	3.84	5.52	/
	全部债务/经营现金（倍）	9.43	7.14	6.70	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“/”表示资料未获取，“--”表示数据无意义
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，受公司经营业绩下降影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金对流动负债的覆盖能力有所下降，但仍有一定保障；公司流动比率和速动比率较年初略有波动；现金短期债务比较年初变化不大，仍处于 1 倍以下。截至 2025 年 3 月底，受流动负债增长影响，流动比率和速动比率较上年底略有下降。整体看，公司短期偿债指标表现较为一般。从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 对利息的保障能力仍较强、对债务本金的保障能力有所回升，长期偿债指标表现较好。

考虑到公司行业地位和区域竞争优势强，股东背景雄厚，融资渠道通畅，长短期债务压力不大，公司整体偿债能力很强。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司已获金融机构授信额度为 457.27 亿元，尚未使用授信额度为 250.18 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。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司实际对外担保金额为 0.70 亿元，均为对合资企业鞍山冀东水泥有限责任公司的担保。公司或有负债风险较低。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司作为被告的诉讼、仲裁事项涉案金额 4.44 亿元，已计提预计负债 1.72 亿元，其中公司下属公司（被告）与华润水泥控股（香港）有限公司下属公司（原告）因产能指标转让产生的三个诉讼案件合计诉讼金额略大，截至 2025 年 3 月底，三个案件尚处于等待判决或庭前质证及证据交换阶段。

6 公司母公司财务分析

公司母公司主要承担管理职能，资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，受资金归集影响，公司母公司持有的货币资金规模较大；公司母公司债务负担适中。

截至 2024 年底，公司母公司资产总额 620.57 亿元，主要有其他应收款（占总资产 29.38%）和长期股权投资（占总资产 57.21%）构成；所有者权益 372.26 亿元，整体资本实力强。公司母公司资产总额及所有者权益规模均较合并口径大，主要系子公司亏损所致。

由于公司母公司债务融资成本较低，公司债务规模主要集中在本部，截至 2024 年底，公司母公司全部债务为 167.06 亿元，占合并口径全部债务的 78.35%；同时，公司合并口径货币资金也主要集中在公司母公司，截至 2024 年底公司母公司货币资金为 54.28 亿元，占合并口径的 78.27%。整体看，公司债务负担适中，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 40.01%和 30.98%。

2024 年，公司母公司营业总收入为 82.25 亿元，主要为水泥及熟料销售业务收入，和作为公司煤炭集采平台的煤炭销售收入，利润总额为 1.07 亿元，净利润为-0.13 亿元。

（五）ESG 方面

公司治理结构较优，内控制度完善，且持续注重安全生产与环保投入。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，公司践行“绿水青山就是金山银山”的发展理念，把加强生态环境保护作为企业转变发展方式、不断加大环保投入、强化内部环保管控，推进公司生态环境保护工作，以高标准管理促进公司高质量发展。2024 年度，公司平均熟料单位产品综合能耗 93.57kgce/t，同比降幅 2.68%，达到国标 1 级；熟料单位产品综合煤耗 87.00kgce/t，同比降幅 2.76%，达到国标 1 级。2024 年全年累计使用 30 余种替代燃料共计 310 万吨，燃料替代率达到 11.58%，部分单线燃料替代率超过 30%；全年累计使用各类替代原料 939.7 万吨，原料替代率达到 9.28%。同时，公司不断提升绿色低碳科研、绿色工厂建设、危固废处置能力，推动落实全员安全生产责任制，强化责任落实和分级管控，树牢安全生产责任意识，截至 2024 年底，共 37 家企业被评为国家级“绿色工厂”。

社会责任方面，公司以客户为经营聚焦中心、产品质量较高。公司员工构成多元化，截至 2024 年底，公司在职工总数 20943 人，女性员工占比约 19%，少数民族员工占比约 3%，2024 年度离职率低于 3%，五险一金缴纳率 100%。供应商方面，公司与供应商的建立稳定的合作关系，建立了多渠道供应商引入机制，并通过公司集中采购和区域化统一采购扩大采购规模，吸引优质供应商展开合作。

公司治理方面，公司已建立了完善的上市公司治理架构，各治理主体权责清晰、协调运转；公司建立了健全的内控体系，对生产经营过程中的风险能够做到有效识别、防范和处理。

七、外部支持

1 支持能力

公司控股股东支持能力极强。

金隅集团是北京国有资本运营管理有限公司控股的大型国有企业之一，资本实力雄厚，以绿色建材和地产开发及运营为主业，是京津冀最大的绿色、环保、节能建材生产供应商之一，且具备多品类房地产项目综合开发的能力，综合实力位居全国同行业前列。公司在金隅集团下属子公司中处于重要地位，在资金、项目等方面能得到金隅集团的大力支持。截至 2024 年底，金隅集团合并资产总额 2639.96 亿元，所有者权益 921.17 亿元（含少数股东权益 184.00 亿元），资产负债率为 65.11%；2024 年，金隅集团实现营业收入 1107.12 亿元，利润总额 4.56 亿元。

2 支持可能性

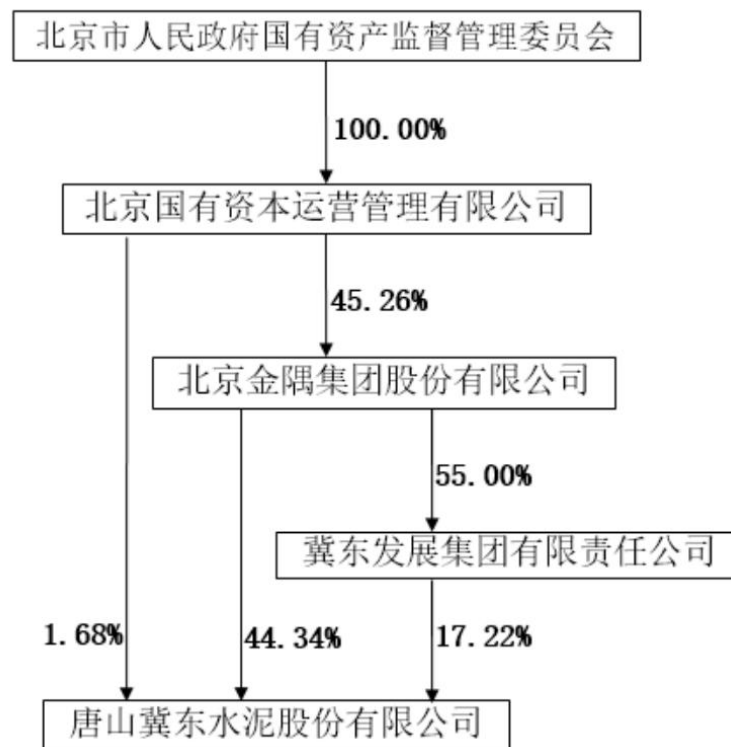
控股股东在资金拆借等方面为公司提供支持。

截至 2024 年底，北京金隅财务有限公司（以下简称“财务公司”）给予公司 70.00 亿元授信额度，贷款利率范围为 1.71%~2.60%，公司从金隅集团及其财务公司取得拆入资金余额为 13.30 亿元；金隅集团对公司提供的资金支持以市场化定价收取利息，且不高于公司外部融资的成本。受益于金隅集团的资信支持，公司融资渠道畅通，综合融资成本处于较低水平。

八、跟踪评级结论

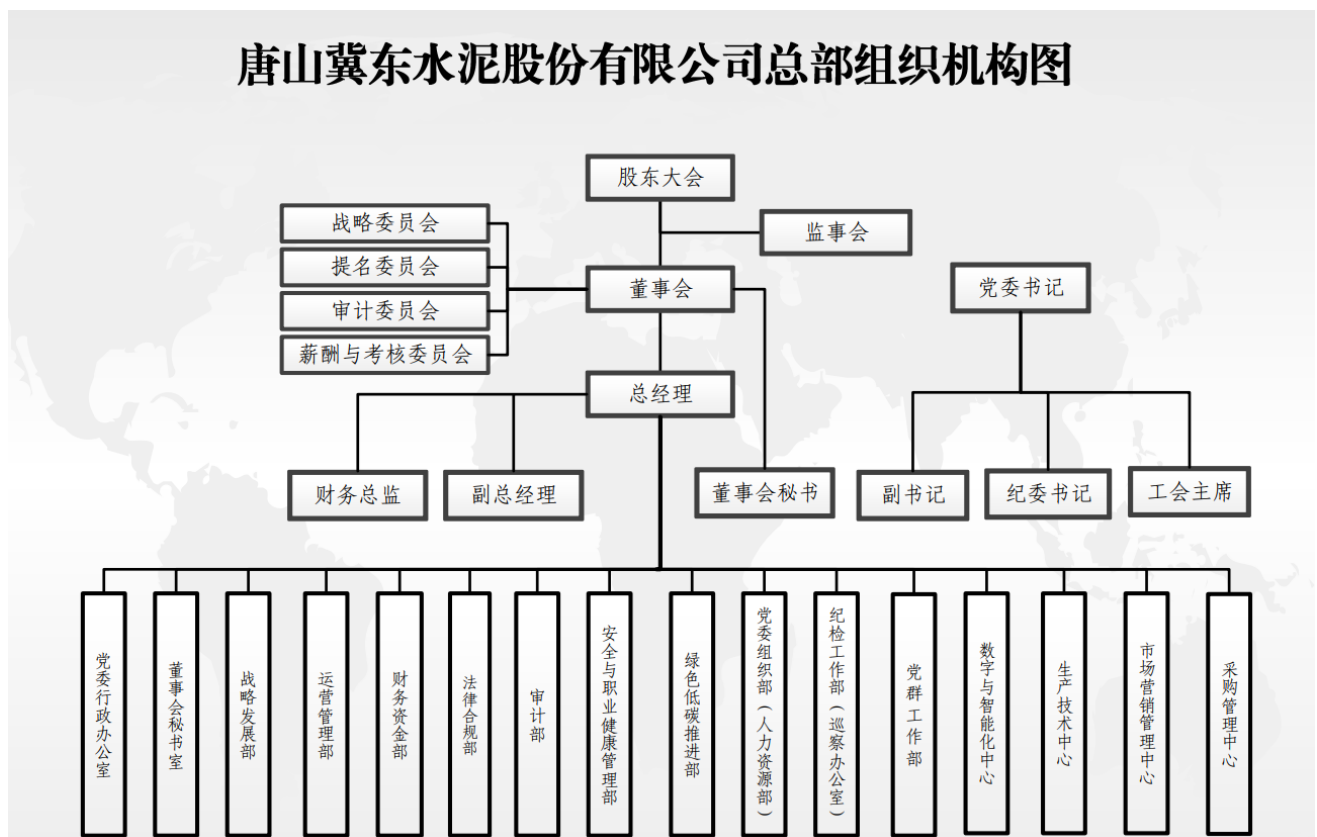
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“冀东转债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

序号	子公司名称	注册资本	主要经营地	业务性质	直接持股比例
1	辽宁金中新材料产业集团有限公司	18.00	辽宁省沈阳市浑南区	道路货物运输（不含危险货物）新材料技术推广服务，新材料技术研发，水泥制品销售，建筑材料销售，煤炭及制品销售，非金属矿及制品销售，石灰和石膏销售	50.00%
2	北京金隅红树林环保技术有限责任公司	16.98	北京市昌平区	收集、贮存、处置有毒有害废弃物；技术开发、技术咨询；批发润滑油；批发机械设备；环保设施运营技术服务；大罐清洗；批发回收萃取的燃料油；批发化工产品（不含危险化学品）	100.00%
3	河北金隅鼎鑫水泥有限公司	13.17	河北鹿泉市	生产、销售水泥及熟料等	100.00%
4	冀东水泥铜川有限公司	13.00	陕西省铜川市耀州区	水泥及水泥制品制造、销售	100.00%
5	内蒙古冀东水泥有限责任公司	10.60	内蒙古自治区武川县	水泥、水泥熟料的生产和销售	100.00%
6	冀东水泥磐石有限责任公司	8.56	吉林省磐石市	水泥、熟料、水泥制品的生产销售	100.00%
7	包头冀东水泥有限公司	7.90	内蒙古自治区达茂旗	经营水泥、熟料及石灰石的生产制造、销售	100.00%
8	唐县冀东水泥有限责任公司	7.16	河北省保定市唐县	水泥熟料生产和销售；普通货运	100.00%
9	赞皇金隅水泥有限公司	7.00	河北赞皇县	水泥用石灰岩露天开采、加工、销售；水泥配料用砂岩露天开采、加工、销售。生产、销售熟料、水泥、预拌混凝土、水泥制品及粉煤灰等	100.00%
10	邯郸金隅太行水泥有限责任公司	6.64	河北邯郸市	水泥制造	92.04%

注：公司无重要子公司，以上子公司为公司 2024 年年报中公司纳入合并范围注册资本排名前十的子公司
 资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	77.29	72.44	76.63	69.32
应收账款（亿元）	16.49	20.86	26.20	23.23
其他应收款（合计）（亿元）	3.82	3.98	3.07	4.32
存货（亿元）	42.85	31.34	27.83	32.50
长期股权投资（亿元）	16.51	17.35	17.37	17.24
固定资产（亿元）	324.58	323.44	311.35	311.93
在建工程（合计）（亿元）	15.91	11.29	9.40	9.35
资产总额（亿元）	620.19	603.86	593.14	597.35
实收资本（亿元）	26.58	26.58	26.58	26.58
少数股东权益（亿元）	19.06	20.58	15.97	19.49
所有者权益（亿元）	326.03	310.48	292.59	287.10
短期债务（亿元）	69.53	89.78	91.87	/
长期债务（亿元）	144.35	123.02	121.35	/
全部债务（亿元）	213.88	212.80	213.22	/
营业总收入（亿元）	345.44	282.35	252.87	39.03
营业成本（亿元）	274.68	249.09	207.09	35.73
其他收益（亿元）	4.74	3.85	3.61	0.68
利润总额（亿元）	18.22	-18.65	-8.96	-9.24
EBITDA（亿元）	62.19	26.76	35.69	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	287.65	271.48	239.02	40.85
经营活动现金流入小计（亿元）	300.95	284.38	249.28	44.20
经营活动现金流量净额（亿元）	22.69	29.80	31.81	-3.06
投资活动现金流量净额（亿元）	-24.45	-18.05	-16.98	-10.61
筹资活动现金流量净额（亿元）	-9.76	-13.24	-8.88	13.28
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.98	9.41	7.94	--
存货周转次数（次）	7.35	6.71	7.00	--
总资产周转次数（次）	0.56	0.46	0.42	--
现金收入比（%）	83.27	96.15	94.52	104.67
营业利润率（%）	18.81	9.93	15.85	5.41
总资本收益率（%）	3.98	-1.96	-0.97	--
净资产收益率（%）	4.32	-5.54	-3.88	--
长期债务资本化比率（%）	30.69	28.38	29.32	/
全部债务资本化比率（%）	39.61	40.67	42.15	/
资产负债率（%）	47.43	48.58	50.67	51.94
流动比率（%）	118.88	90.60	88.83	81.21
速动比率（%）	87.35	70.45	71.63	62.90
经营现金流动负债比（%）	16.69	19.16	19.67	--
现金短期债务比（倍）	1.11	0.81	0.83	/
EBITDA 利息倍数（倍）	8.31	3.84	5.52	/
全部债务/EBITDA（倍）	3.44	7.95	5.97	/

注：1.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；2. 公司 2022—2024 年末合并口径其他应付款中的有息部分计入短期债务，长期应付款的有息部分计入长期债务；2025 年 3 月末未获取到相关数据；3. 公司 2022 年和 2024 年财务数据均为期末数据，2023 年财务数据为 2024 年审计报告中的期初余额/2023 年数据；4. “/”表示指标未获取，“--”表示指标无意义或不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	51.94	49.62	55.36	49.13
应收账款（亿元）	3.25	1.71	1.78	1.04
其他应收款（亿元）	208.77	198.28	182.32	179.88
存货（亿元）	1.99	1.53	1.48	1.51
长期股权投资（亿元）	327.41	344.52	355.02	358.72
固定资产（亿元）	13.49	11.98	12.57	12.40
在建工程（亿元）	0.50	1.11	0.30	0.29
资产总额（亿元）	624.49	621.39	620.57	613.91
实收资本（亿元）	26.58	26.58	26.58	26.58
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	364.98	372.82	372.26	369.63
短期债务（亿元）	47.55	64.55	62.27	81.97
长期债务（亿元）	139.45	117.54	104.78	96.48
全部债务（亿元）	187.01	182.09	167.06	178.45
营业总收入（亿元）	132.46	101.05	82.25	13.22
营业成本（亿元）	127.42	98.74	78.21	12.25
其他收益（亿元）	0.18	0.06	0.05	0.002
利润总额（亿元）	28.03	13.37	1.07	-0.83
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	136.05	106.65	84.78	14.05
经营活动现金流入小计（亿元）	139.43	113.81	94.05	14.43
经营活动现金流量净额（亿元）	-16.21	7.35	9.34	-11.93
投资活动现金流量净额（亿元）	9.08	16.08	17.25	-4.76
筹资活动现金流量净额（亿元）	-9.67	-16.43	-21.30	11.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21.55	20.77	21.31	--
存货周转次数（次）	79.09	56.01	51.86	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.16	0.13	--
现金收入比（%）	102.71	105.54	103.07	106.27
营业利润率（%）	3.41	1.91	4.34	6.46
总资本收益率（%）	6.48	3.43	1.11	--
净资产收益率（%）	7.77	3.25	-0.03	--
长期债务资本化比率（%）	27.65	23.97	21.96	20.70
全部债务资本化比率（%）	33.88	32.81	30.98	32.56
资产负债率（%）	41.56	40.00	40.01	39.79
流动比率（%）	232.27	194.64	170.29	158.71
速动比率（%）	230.56	193.46	169.25	157.69
经营现金流动负债比（%）	-13.88	5.64	6.53	--
现金短期债务比（倍）	1.09	0.77	0.89	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1.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； 2. 母公司有息债务数据未经调整； 3. 母公司 2022 年和 2024 年财务数据均为期末数据，2023 年财务数据为 2024 年审计报告中的期初余额/2023 年数据；4. “/”表示指标未获取，“--”表示指标无意义或不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持