

冀东发展集团有限责任公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【225】号 01

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日期: 2019 年
09 月 13 日

债券偿还方式: 单利按
年计息, 到期一次还本,
并附债券存续期第 5 年
末上调票面利率选择权
及投资者回售选择权

分析师

姓名:
王晨 杨建华

电话:
010-66216006

邮箱:
wangch@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

冀东发展集团有限责任公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	负面	稳定
评级日期	2015 年 06 月 09 日	2014 年 06 月 18 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对冀东发展集团有限责任公司 (以下简称“冀东发展”或“公司”) 及其 2012 年 09 月 13 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2015 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA+, 评级展望调整为负面。该评级结果是考虑到公司控股股东为唐山市国有资产监督管理委员会, 水泥和熟料业务产能扩张及产销量增长维持了公司北方水泥企业龙头地位, 政府补助给公司收益带来一定补充, 同时我们也关注到了公司所处行业市场环境不容乐观且短期内难以改变颓势、所有者权益继续减少、核心业务水泥及混凝土产品价格持续下降、装备工程业务毛利率降幅较大、房地产业务收入存在不确定性且未来存在较大资金压力、营业亏损扩大、资产负债率继续上升、短期偿债压力较大以及存在一定或有负债等风险因素。

正面:

- 公司控股股东为唐山市国有资产监督管理委员会。公司控股股东未发生变更, 唐山市国有资产监督管理委员会持有公司 90% 股权, 仍然为公司的控股股东和实际控制人。
- 公司水泥和熟料业务在北方龙头地位得到维持。2014 年公司奎山新生产线建成投产, 并收购灵寿和包钢西创水泥生产线, 水泥熟料产能进一步扩大。2014 年末, 公司共拥有水泥生产线 52 条和 7 个粉磨站, 具备年产 7,483 万吨熟料、12,528 万吨水泥的生产能力, 同比增长 1.93% 和 5.50%。2014 年公司水泥及熟料销量同比

分别增长 9.53% 和 17.96%；2014 年公司水泥及熟料实现收入 1,558,249.80 万元，同比增长 12.99%。

- **资源综合利用增值税退税等优惠政策给公司盈利带来一定补充。**2014 年，公司获得资源综合利用增值税退税、拆迁补偿金等各种形式补贴收入 60,966.19 万元。

关注：

- **公司所处行业市场环境不容乐观，短期内难以改变颓势。**2014 年水泥行业产能过剩及市场需求低迷的局面未有改善，严控新增水泥生产线对传统的机械装备制造带来冲击，下游基建及房地产投资增速回落导致混凝土市场需求更趋低迷，唐山市房地产市场也较不景气。外部环境恶化给企业经营带来一定挑战。
- **公司所有者权益继续减少。**受公司经营亏损影响，2014 年归属于母公司的所有者权益为 466,160.96 万元，同比下降 7.69%。
- **公司核心业务水泥、混凝土销售价格持续下降，装备工程板块毛利率降幅较大。**2014 年，公司水泥销售均价同比下降 10.01%，混凝土销售均价同比每吨下降 3 元，装备工程板块毛利率较 2013 年下降 18.90 个百分点。
- **受房地产价格下降及项目缓建影响，公司未来房地产收入存在不确定性，且在建楼盘后续投资较大，存在较大资金压力。**公司房地产业务主要在唐山市，受当地房地产价格下降影响，金岸红堡一期及启新 1889 项目销售欠佳，因此公司缓建金岸红堡一期项目和青苹果社区项目，未来房地产板块收入存在不确定性；2014 年末，公司主要在建楼盘尚需投入 11.37 亿元，未来存在较大资金压力。
- **公司资产以非流动资产为主且部分资产用于抵质押，资产流动性一般。**2014 年末，公司非流动资产 3,985,373.17 万元，占总资产比重为 62.80%；公司账面价值 345,660 万元的土地使用权用于抵押以及账面价值 17,604 万元的应收票据用于质押。
- **公司应收款项¹规模较大，对运营资本形成较大占用且存在一定坏账风险。**2014 年末公司应收款项为 1,208,101.94 万元，占总资产比重为 19.04%，对公司运营资本形成较大占用且存在一定坏账风险。
- **公司盈利能力进一步弱化，营业亏损扩大。**2014 年公司综合毛利率为 16.80%，较 2013 年下降 4.28 个百分点；营业利润-133,161.28 万元，亏损较 2013 年增加 101,277.43 万元。
- **公司资产负债率继续上升，有息债务规模较大且以短期为主，短期偿债压力较大。**

¹注：应收款项=应收票据+应收账款+其他应收款。

2014 年末，公司资产负债率为 77.06%，较 2013 年上升 1.03 个百分点；有息债务为 4,131,417.20 万元，其中短期有息债务 2,743,654.70 万元，占比 66.41%，短期偿债压力较大。

- **公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。**2014 年末，公司对外担保余额为 375,400.00 万元，保兑仓业务承担的或有负债共计 40,374.88 万元，或有负债占期末净资产的比重为 28.55%。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	6,346,399.36	6,393,088.77	5,613,646.16
归属于母公司所有者权益（万元）	466,160.96	504,978.54	539,774.87
有息债务（万元）	4,131,417.20	4,011,540.77	3,409,556.85
资产负债率	77.06%	76.03%	73.21%
流动比率	0.68	0.87	0.85
速动比率	0.57	0.74	0.71
营业收入（万元）	2,510,994.83	2,439,650.70	2,061,730.09
营业利润（万元）	-133,161.28	-31,883.85	-36,630.30
营业外收入（万元）	126,163.03	53,930.47	44,348.47
利润总额（万元）	-15,497.16	17,980.64	4,223.73
综合毛利率	16.80%	21.08%	21.56%
总资产回报率	3.79%	3.99%	3.46%
EBITDA（万元）	496,795.23	475,276.19	374,212.17
EBITDA 利息保障倍数	1.83	1.95	1.83
经营活动净现金流净额（万元）	175,592.46	-94,689.28	-40,474.54

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2012]2810号文核准，公司于2012年9月13日公开发行8亿元公司债券，募集资金总额8亿元，发行利率为6.30%，扣除发行费用后，募集资金净额7.92亿元。

本期债券的起息日为2012年9月13日，采用单利按年计息，自2013年起每年9月13日为上一计息年度付息日，本金的兑付日为2019年9月13日。本期债券附公司在存续期的第5年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券募集资金已使用完毕。截至2015年4月30日，本期债券兑付情况如表1所示。

表 1 截至 2014 年 4 月 30 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年09月13日	80,000.00	-	5,040.00	80,000.00
2014年09月13日	80,000.00	-	5,040.00	80,000.00
合计	80,000.00	-	10,080.00	80,000.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2014年，公司注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2014年12月31日，公司注册资本为12.40亿元，控股股东和实际控制人均为唐山市人民政府国有资产监督管理委员会。

2014年公司新投资设立3家二级子公司纳入合并报表范围，不再纳入合并报表范围的二级子公司共5家，其中冀东发展集团专用车有限公司股权转让，其余4家转入三级子公司。截至2014年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共32家。2014年公司纳入合并报表范围的二级子公司变动情况如表2所示。

表 2 2014 年公司纳入合并报表范围的二级子公司变动情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的二级子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
冀东砂石骨料有限公司	100%	25,000	砂石骨料、砼结构构件等生产、销售	投资设立
盾石磁能科技有限责任公司	100%	5,000	超低温余热发电等项目研发、制造等	投资设立
唐人投资发展有限公	100%	1万港币	项目投资和国际贸易	投资设立

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变动原因
冀东发展涇阳建材有限公司	100%	6,000	石灰石、水泥熟料、水泥制品	转入三级子公司
涞水冀东发展建材有限公司	100%	6,000	石灰石、水泥熟料、水泥制品	转入三级子公司
北京哲君科技开发有限公司	70%	5,500	制造水泥制品、加工石料	转入三级子公司
冀东发展集团专用车有限公司	100%	5,000	专业混凝土搅拌车等专用车制造等	股权转让
涇阳县金辉建材有限公司	100%	3,000	建筑用石灰岩开采、生产、销售	转入三级子公司

资料来源：公司提供

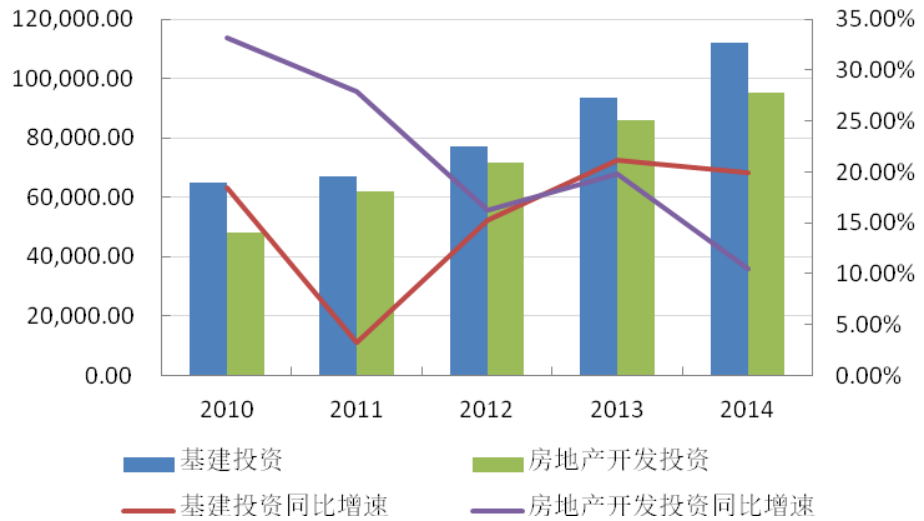
截至2014年末，公司资产总额为634.64亿元，归属于母公司的所有者权益为46.62亿元，资产负债率为77.06%；2014年度，公司实现营业收入251.10亿元，利润总额-1.55亿元，经营活动现金净流入17.56亿元。

三、运营环境

受水泥行业产能过剩及下游需求放缓影响，2014年我国水泥价格继续下降，预计短期内难以扭转颓势；淘汰落后产能和严控新增产能仍然是政策调控的主基调

21世纪以来，我国水泥产能不断攀升，产能过剩逐渐显现，尤其是近几年我国宏观经济增速不断放缓，水泥行业产能过剩的局面愈发凸显。Wind数据显示，2014年全国新增水泥熟料生产线54条，全年新增水泥熟料年设计产能9,430万吨。2014年末，我国水泥熟料生产线累积1,758条，产能达到17.70亿吨，2014年我国水泥熟料总产量达14.17亿吨；2014年末，我国水泥产能约为32亿吨，全年水泥总产量24.76亿吨，同比增长1.80%，增速较2013年下降7.77个百分点，主要系我国房地产及基建投资需求回落所致。2014年我国房地产开发投资增速下滑明显，基建在我国城镇化建设及铁路港口等交运投资的政策支持下，投资规模相对较为稳定，但增速也有所下滑。2014年我国房地产开发投资9.50万亿元，同比增长10.50%，较2013年下降9.3个百分点；2014年我国基础设施建设投资11.22万亿元，同比增长19.93%，较2013年下降1.33个百分点。

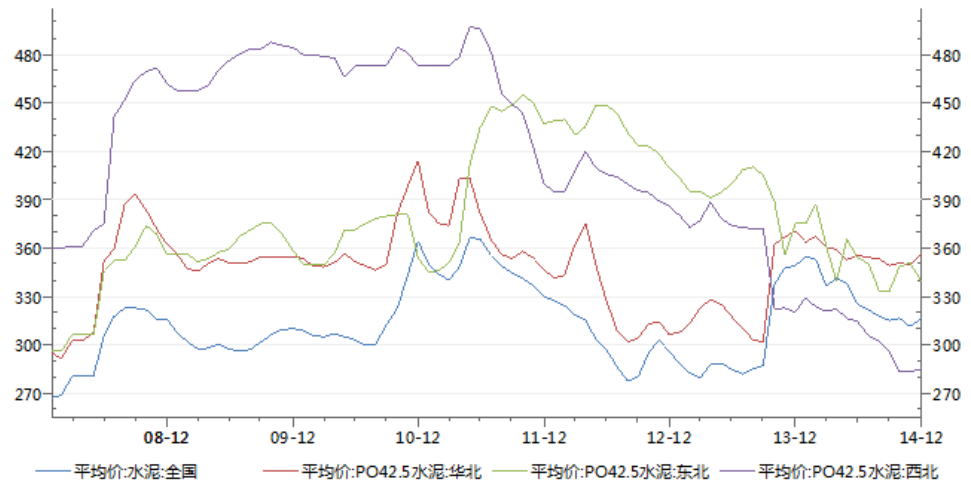
图1 2010-2014年我国基建与房地产开发投资情况（单位：亿元）



数据来源：Wind资讯

2014年以来，受下游需求不足及竞争加剧影响，水泥价格持续下挫，从全国水泥均价来看，由2014年1月的355.04元/吨跌至2014年12月的316.27元/吨，跌幅达10.92%，西北地区跌幅更至13.41%。随着城镇化建设的推进、“京津冀一体化”及“一带一路”等战略的实施，将在一定程度上缓解我国水泥产能过剩压力，但整体经济下行压力依然较大，预计未来水泥行业将继续受经济增速趋缓、下游需求不足等不利因素影响，水泥价格短期内难以扭转颓势。

图2 近年我国水泥价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

政策层面来看，2013年10月，国务院印发《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导

意见》（以下简称“《指导意见》”），针对水泥等产能过剩行业，《指导意见》提出坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能（水泥（熟料及粉磨能力）1亿吨）、调整优化产业结构等方面主要任务。2014年8月，根据《指导意见》，国家发展改革委产业协调司发布《关于做好产能严重过剩行业违规项目清理整顿有关事项的通知》，要求严格清理整顿产能过剩行业违规项目建设，坚决遏制新增产能。2014年8月，工信部印发的《工业和通信业节能与综合利用领域技术标准体系建设方案》要求重点围绕水泥等产能过剩行业的强制性能耗限额标准执行情况进行专项监察。2014年10月，工信部发布《关于做好“十三五”期间重点行业淘汰落后和过剩产能目标计划制订工作的通知》，要求继续淘汰现有目录界定的落后产能、推进结构调整加快过剩产能退出，并制定水泥等产能过剩行业2015年和“十三五”淘汰目标。

受严控新增产能影响，水泥装备制造行业需求受限，淘汰落后产能给既有生产线升级改造带来一定机遇

淘汰落后产能及严控新增产能的政策调控导致我国水泥行业投资连续下滑，2013年全国水泥投资完成1,329亿元，是继2011年的大幅下滑后，水泥投资连续3年下降，且其中有更多的投资用于生产线的配套、改造和节能减排、脱硝、环境治理等方面，用于新建生产线的投资不断减少。从新增产能方面来看，2014年我国新增水泥熟料生产线条数及年设计产能均创新低，新增水泥熟料生产线条数较2013年减少18条，年设计产能减少2,400万吨。受此影响，水泥技术装备及工程服务行业市场逐步向既有水泥生产线的升级需求转移。

图3 近年来我国水泥行业投资情况



数据来源：数字水泥网

库存高企及需求趋缓导致我国煤价持续下降，预计未来下行压力依然较大

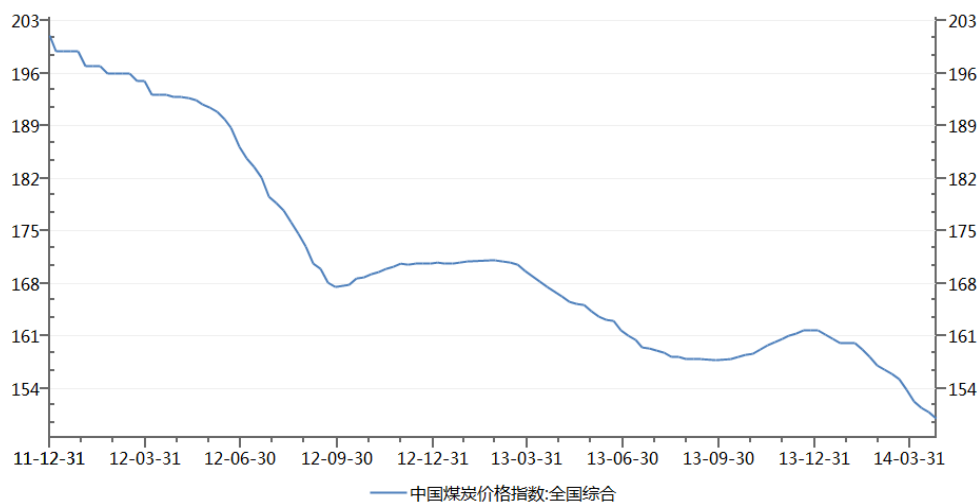
近年来我国煤炭库存不断攀升。2012年末我国社会煤炭库存达34,700万吨，同比增长10.74%。2013年11月末，我国社会煤炭库存为29,000万吨，仍维持在高位。从国有重点煤矿库存情况来看，2014年以来，各个地区煤炭库存仍在不断攀升，部分地区有小幅回落，

但仍维持在高位。

随着经济增速下滑和国内产业结构的调整以及国内清洁能源、可再生能源、新能源的发展，我国经济发展对能源的依赖性正在逐步减弱，能源消费结构逐步改善。我国的煤炭消费明显下降，原煤占能源消费总量的比重出现大幅下滑。中国煤炭工业协会数据显示，2014年全年重点发电企业耗煤12.4亿吨，下降7.5%；2014年1-11个月全国煤炭消费37.5亿吨；其中，电力行业耗煤17.7亿吨，下降3%；钢铁行业耗煤5.7亿吨，下降1.5%；建材行业耗煤5.2亿吨，下降0.2%；化工行业耗煤2.1亿吨，增长10%。

在库存高企、需求趋缓等不利因素影响下，自2012年以来，我国煤炭价格整体呈下降趋势。而煤炭下游主要需求行业目前均处于产能过剩状态，正是产业结构调整的重点，煤炭需求将受到一定抑制，预计未来煤炭价格下行压力依然较大。

图4 近年来我国煤炭价格指数



资料来源：wind资讯

跟踪期内，我国经济增速继续放缓，房地产市场更趋低迷，救市政策加码短期内有望刺激楼市回暖，但长期受经济走势、货币及信贷等因素综合影响存在一定不确定性

我国宏观经济在经历高投资和强出口带动的高增长之后，近些年经济增速持续放缓，同时存在经济结构失衡和发展不可持续性的问题。

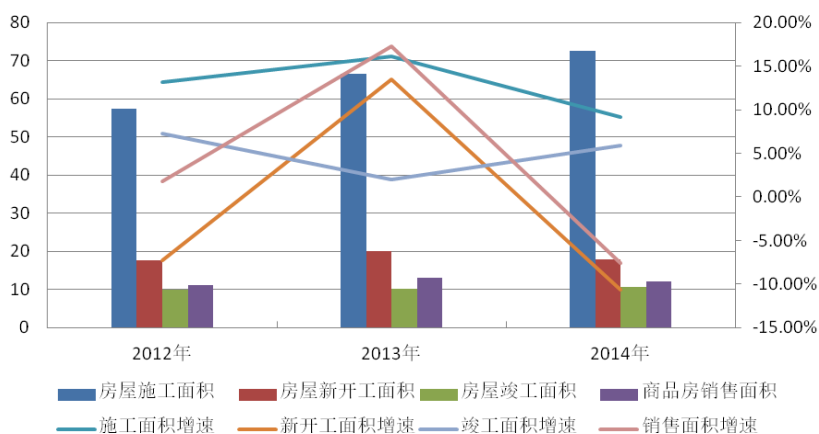
2014年我国经济增速下降至7.4%，受经济增速趋缓等因素影响，2014年我国房地产行业更趋低靡。除房屋竣工面积提高3.9个百分点外，2014年我国房屋施工面积增速较2013下降6.9个百分点，新开工面积同比下降10.7%，商品房销售面积同比下降7.6%，主要系占比较大的住宅用房建设和销售下降所致。2014年我国住宅施工面积51.51亿平方米，同比增长5.9%，较2013年下降7.5个百分点；新开工面积12.49亿平方米，同比下降14.4个百分点；销售面积10.52亿平方米，同比下降9.1个百分点。

为提升房地产市场景气度，2014年以来我国房地产政策逐步放宽。3月，住建部释放房市双向调控政策信号，继续抑制一线房市投资投机需求，放宽二三线城市购房限制，除北京、上海、广州及深圳外，我国城市陆续放松限购政策。自3月以来，我国房地产企业再融资时隔四年再度放开，绿地集团等多个房地产企业的股票再融资申请获得通过。5月，中国人民银行（下称“央行”）行长刘士余召开住房金融服务专题座谈会提出“央五条”，其中强调满足首套自住房贷款者需求，接着9月央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，重点支持个人住房贷款需求，其中包括将首套房贷利率调至基准利率的0.7倍等。

2015年以来，政府继续出台多项措施救市，3月25日，国土资源部、住建部联合下发《关于优化2015年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求2015年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设。3月30日，央行、住建部和银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付30%。同日，中华人民共和国财政部发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，要求自3月31日起，个人住房转让营业税免征年限由5年恢复至2年。

从政策施行的效果来看，在宏观经济增速趋缓的背景下，2014年政府一系列的宽松政策并未有效提高房地产市场需求。2015年国家房地产政策调控不断加码，短期内或可刺激房地产市场有所回暖，但长期来看，未来受经济走势、货币及信贷等因素综合影响存在一定不确定性。

图5 2012-2014年我国房地产开发及销售主要指标情况（单位：亿平方米）

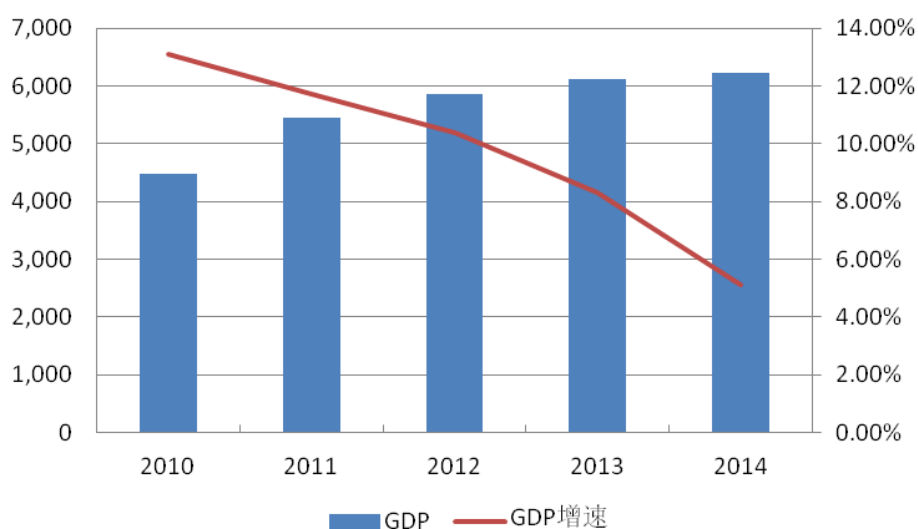


资料来源：2012-2014 年中华人民共和国国民经济与社会发展统计公报

唐山市受产业结构调整影响较大，2014年当地经济与房地产市场均较为低迷

唐山市是工业大市，已形成了钢铁、装备制造、能源、化工和建材五大主导产业，经济发展对工业依赖较大，但当地主导产业受产业结构调整影响较为严重，导致唐山市经济增速下降明显，2014年唐山市GDP增速为5.1%，较2013年下降3.2个百分点。

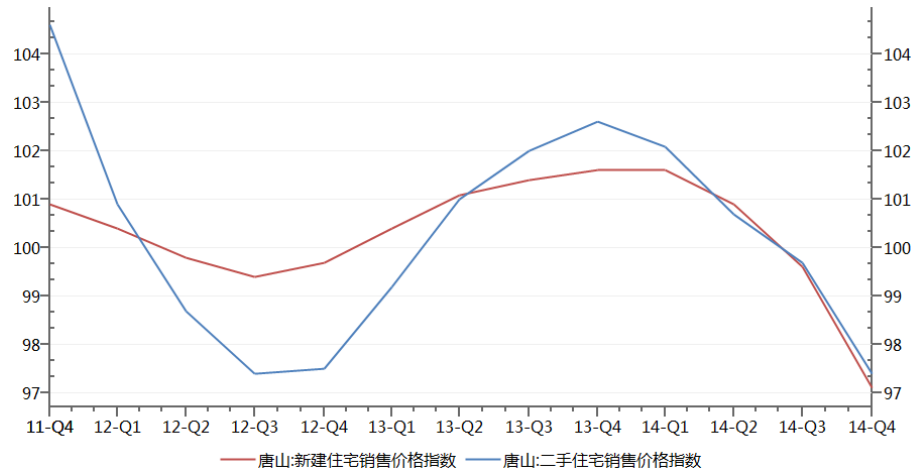
图6 近年唐山市经济发展情况（单位：亿元）



资料来源：2012-2014 年唐山市国民经济与社会发展统计公报

房地产投资方面，2014年唐山市房地产开发投资609.30亿元，同比增长7.1%，较2013年下降3.1个百分点。其中，相对规模较大的商品住宅投资468.37亿元，增长7.3%，较2013年下降9.3个百分点；办公楼投资20.09亿元，增长24.8%；商业营业用房投资70.64亿元，下降1.1%。2014年唐山市房地产市场又趋低迷，市场景气度的下降导致唐山市房地产价格持续低迷。

图7 2012-2014年唐山市房地产价格指数



资料来源: wind资讯

四、经营与竞争

2014年公司主营业务未发生变化,水泥及熟料业务仍是公司收入和利润的主要来源。2014年,得益于新兴市场开拓及以提高市场占有率为导向的营销策略的实施,公司水泥及熟料板块销售收入增加;产品结构的调整也增加了装备工程板块业务收入;混凝土业务则受公司所在市场区域需求低迷影响,收入有所下降;以煤炭为主的贸易业务收入也受下游钢铁、火电及水泥等行业不景气影响而出现下滑。毛利率方面,水泥产能过剩、市场需求低迷以及以提高市场占有率为导向的营销策略的实施等因素综合导致2014年公司水泥及熟料业务毛利率下降6.52个百分点,装备工程板块受市场低迷影响,毛利率下滑更为明显,较2013年下降18.90个百分点,混凝土板块毛利率相对较为稳定,贸易业务毛利率有所提升。

表3 2013-2014年公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2014年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥及熟料	1,558,249.80	20.76%	1,379,132.22	27.28%
装备工程	155,419.67	10.00%	128,484.88	28.90%
混凝土	376,090.87	14.44%	447,817.22	15.09%
煤款	263,137.87	1.07%	380,768.84	0.44%
骨料	5,659.01	47.19%	5,809.29	33.09%
其他	136,733.57	10.29%	71,895.64	12.02%
合计	2,495,290.79	16.55%	2,413,908.08	20.43%

资料来源: 公司提供, 鹏元整理

（一）水泥板块

2014年得益于公司新兴市场开拓及以市场为导向的营销策略，公司水泥及熟料销售收入保持增长，水泥及熟料业务在北方的龙头地位进一步强化；煤炭价格下降虽然降低了公司生产成本，但水泥及熟料价格下降导致其毛利率下降

2014年公司水泥及熟料业务的经营主体仍然为子公司冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”），2014年公司奎山新生产线建成投产，并收购灵寿和包钢西创水泥生产线，水泥熟料产能进一步扩大。截至2014年末，公司共拥有水泥生产线52条和7个粉磨站，其中日产7,200吨水泥生产线3条，日产5,000吨水泥生产线27条，日产4,500吨水泥生产线4条，日产4,000吨及以下水泥生产线18条；公司具备年产7,483万吨熟料、12,528万吨水泥的生产能力，同比增长1.93%和5.50%。公司水泥及熟料产能90%以上仍主要分布在北方区域，处于龙头地位。

表 4 2014 年末公司水泥及熟料产能分布情况（单位：万吨）

区域	水泥		熟料	
	产能	占比	产能	占比
冀东大区	3,360	26.31%	1,956	26.14%
滨海大区	380	2.98%	239	3.19%
陕西大区	1,975	16.02%	1,345	17.97%
山西大区	824	6.45%	505	6.75%
内蒙大区	2,110	16.53%	1,103	14.74%
冀中南大区	1,414	11.07%	986	13.18%
东北大区	1,295	11.47%	638	8.53%
渝川大区	901	7.06%	545	7.28%
湖南大区	268	2.10%	166	2.22%
合计	12,528	100.00%	7,483	100.00%

资料来源：公司提供

随着公司产能扩大及新兴市场开拓，再加上公司以提高市场占有率为导向的营销战略的实施，2014年公司水泥产销量同比分别增长9.79%和9.53%，熟料产销量同比分别增长12.84%和17.96%。公司水泥及熟料销量的增长带动了公司收入的增长，2014年公司水泥及熟料实现收入1,558,249.80万元，同比增长12.99%。2014年水泥市场产能过剩、需求端低迷的局面未有改善，同时公司推行以价换市、抢占市场的营销策略，因而公司水泥及熟料销售价格较2013年继续下降，2014年公司水泥及熟料均价同比分别下降10.01%和9.80%。公司未来仍将通过产能扩张提高市场份额，水泥及熟料产销量及销售收入有望继续增长，但水泥市场短期内难以改变低迷态势，价格下行压力依然较大。

表 5 2013-2014 年公司水泥及熟料产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2014 年	2013 年
水泥	产量	7,242	6,596
	销量	7,249	6,618
	产销率	100.10%	100.33%
	平均价格	213.59	237.35
熟料	产量	6,107	5,412
	销量	1,386	1,175
	产销率	22.70%	21.71%
	平均价格	167.98	186.24

注：此数据未抵消内销部分
 资料来源：公司提供

公司生产所需的石灰石主要来自自备矿山，石灰石自给率基本保持在100%。2014年末，公司拥有石灰石资源约24亿吨（仅辽宁省没有石灰石资源），分布于河北、陕西、吉林、山西、湖南、四川、内蒙、重庆等地区。天然石膏或改性石膏及煤炭等依靠外购，电力包括外购和自供。煤炭、电力及脱硫石膏在公司水泥生产成本中占比较大，合计超过产品成本的60%以上，其中煤炭占比超过30%，对公司成本影响较大。近年煤炭价格的下降降低了公司的煤炭采购成本，同时公司煤炭通过集中采购进一步扩大了成本优势。2014年公司煤炭采购均价为462.90元/吨，同比下降5.51%，煤炭价格下降一定程度上降低了生产成本，但公司水泥及熟料售价较大幅度下降依然导致2014年水泥及熟料毛利率下降6.52个百分点。此外，公司已建成余热发电机组39台，装机容量347.5MW，公司利用余热发电成本约为0.18元/度，远低于外购均价0.56元/度。

表 6 2013-2014 年公司煤炭采购量及价格情况

	项目	2014 年	2013 年
煤炭	采购量（万吨）	567.29	735.18
	采购均价（元/吨）	462.90	489.88

资料来源：公司提供

公司水泥及熟料业务客户集中度不高，有利于分散风险，但提高赊销比例导致应收账款规模较大，存在一定的坏账风险

从客户集中度看，由于水泥产品具有运输半径受限的特点且公司产能较为分散，因此公司单一客户销量占比不大。2014年公司水泥板块前5名客户销售仅占全部水泥销售收入的7.87%，其中销售占比最大的客户与公司属同一实际控制人控制，占水泥销售收入的比重为5.30%。

自2012年以来，宏观经济下行压力加大，下游搅拌站资金链较为紧张，公司为保持和

提高市场份额提高了赊销比例，造成水泥业务赊销规模增加；同时，在激烈的市场竞争环境下为稳定客户资源，公司对重点工程客户采用月结方式进行结算导致应收账款规模有所增长。在宏观经济增速趋缓、市场竞争加剧的环境下，应收账款规模的扩大将加剧坏账风险。

在建工程方面，截至2014年末，公司主要在建工程项目有4个，其中包括昌黎冀东水泥有限公司昌黎公司水泥矿渣立磨项目、冀东水泥曹妃甸风力发电设备制造项目、唐山市鑫研建材有限公司年产100万吨矿渣超细粉生产线和中国水泥工业博物馆暨启新记忆文化创意产业园（简称“启新博物馆工程”）。其中冀东水泥曹妃甸风力发电设备制造项目是公司和华效资源有限公司和哈电发电设备国家工程研究中心合作的以1.5兆瓦—6.0兆瓦直驱、半直驱和海陆两用型风力发电机为主要产品的海上风电设备生产项目。启新博物馆工程为唐山市政府“退二进三”项目，是集办公、娱乐、休闲、博物馆于一体的综合项目。截至2014年末，公司主要在建工程已投资61,535万元，尚需投资35,829万元。

表 7 截至 2014 年末公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资金额
昌黎冀东水泥有限公司昌黎公司水泥矿渣立磨项目	24,300	15,458
冀东水泥曹妃甸风力发电设备制造项目	23,000	15,149
唐山市鑫研建材有限公司年产 100 万吨矿渣超细粉生产线	15,064	10,917
中国水泥工业博物馆暨启新记忆文化创意产业园	35,000	20,011
合计	97,364	61,535

资料来源：公司提供

资源综合利用增值税退税等优惠政策给公司收益带来一定有益补充

公司是国家重点支持的12家全国性水泥企业集团之一，能够在项目核准、土地审批、信贷投放等方面获得优先支持。根据《河北省人民政府办公厅关于下达第三批省重点产业支撑项目的通知》，公司在河北省内的一揽子项目，包括14项水泥扩能工程项目和2项装备项目已被列入河北省政府第三批重点产业支撑项目，得到了当地财税、土地、金融通和行政服务方面的支持。2014年公司获得资源综合利用增值税退税、拆迁补偿金等各种形式补贴收入60,966.19万元。

（二）混凝土板块

受下游基建及房地产等投资增速放缓影响，公司混凝土业务收入下降

公司混凝土业务的运行主体仍然为唐山冀东混凝土有限公司（以下简称“冀东混凝土”）。近年来公司混凝土业务主要依靠公司水泥业务和砂石骨料业务实现上游产业链集群

发展，通过收购或新建的方式，在水泥覆盖区域投资预拌混凝土、预拌砂浆、混凝土构件及制品、砂石骨料等项目，目前已在京、津、冀、陕、晋、蒙、湘、吉、辽、渝等10省区15个大中城市布局。2015年3月末，冀东混凝土拥有15个混凝土生产基地，混凝土生产线118条，具备3,255万立方米/年的生产能力；公司内部自有车辆共计919台，其中搅拌车辆769台，泵车150台。

2014年以来，受基建和房地产等投资增速放缓影响，公司产销量下滑较多，同比下降14.07%。受此影响，2014年公司混凝土业务实现销售收入376,090.87万元，同比下降16.02%。2014年公司混凝土平均价格为321元/立方米，稍有下降，因而公司混凝土业务毛利率也略有下滑。未来“京津冀一体化”、城镇化建设的推进以及“一带一路”战略实施有望拉升公司混凝土市场需求。

表 8 2013-2014 年公司混凝土销售情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	2014 年	2013 年
产量	1,148	1,336
销量	1,148	1,336
平均售价	321	324

资料来源：公司提供

混凝土行业的高垫资特性以及下游行业不景气等因素导致公司混凝土业务赊销比例提高，加大了公司资金周转压力

混凝土板块所在行业为高垫资行业，公司大部分采取赊销的方式。公司根据客户规模、账款风险和工程种类等因素给予客户一定信用期限，并在销售合同中约定按施工进度支付款项，应收款回收期一般都在一年半至两年时间。总体来看，受房地产、建筑等下游行业不景气影响以及行业内部竞争激烈，公司混凝土业务赊销比例提高，加大了公司资金周转压力。

（三）装备工程板块

公司装备工程业务在外部环境不利的条件下收入虽然保持较快增长，但毛利率降幅较大

公司装备工程板块仍主要由唐山冀东装备工程股份有限公司（以下简称“冀东装备”）经营，公司具备年产8万吨（成套能力10万吨）装备制造能力，但受到水泥产能过剩、国家控制水泥新建项目的影响，水泥装备市场持续低迷。在此不利的局面下，公司装备工程板块产品结构积极调整，逐步打开骨料、矿山新市场，启动移动破碎机的国产化生产、完成冶金行业使用大型移动破碎站、半固定破碎站、转接桥的技术储备工作，完成制砂机骨

料设备的研发等。目前公司的装备工程业务包括装备制造与安装、土建安装、维修工程和电气设备四大子业务板块，集水泥装备研发、生产线设计、节能装备、新能源装备、建材装备制造、国内外建筑、维修工程于一体，细分产品包括粉体计量控制系统、搅拌机、收尘器、堆取料机、选粉机、熟料冷却机、破碎机、辊压机、回转窑、管磨机、煤立磨、矿渣立磨、水泥立磨、原料立磨、斗式提升机等。公司具备日产2,000吨至10,000吨新型干法水泥熟料生产线的工艺设计、装备制造、建筑、安装、调试、保驾、维修、技改的立体“保姆式”服务能力和海外水泥生产线EPC交钥匙总包工程资质。

2014年公司传统的机械制造仍然受国家严控水泥生产线项目建设影响，产销量进一步下滑，同比分别下降36.42%和26.42%。得益于产品结构调整以及维修工程和电气设备业务增加，2014年公司装备工程业务收入同比增长20.96%。但公司机械制造所处市场继续萎缩，2014年装备板块毛利率大幅下降，盈利空间进一步被压缩。

表 9 2013-2014 年公司装备板块产品产销情况（单位：吨）

项目	2014 年	2013 年
产量	22,839	35,919
销量	22,917	31,147

资料来源：公司提供

（四）贸易板块

公司贸易业务收入下降且盈利能力仍较弱

公司主要利用集中采购的优势开展以煤炭为主的贸易业务，在降低公司生产所需的煤炭等原材料采购成本的同时发挥自身渠道及资源优势从事相关贸易业务。一方面清洁能源逐步替代火力发电，煤炭在能源结构中的占比逐步下降；另一方面钢铁、水泥等行业产能过剩及市场需求低迷局面未得到改善。受此影响，2014年公司煤炭等大宗贸易业务收入大幅下降，同比减少30.89%。2014年公司贸易业务毛利率虽有所提升，但仍处于较低水平，盈利能力较弱。

（五）房地产板块

受房地产市场景气度下降及项目缓建影响，未来公司房地产收入存在不确定性，且在售楼盘后续投资较大，存在较大资金压力

2014年公司仍主要推进“南湖一期”金岸世铭项目、“南湖二期”金岸红堡一期项目和启新房地产项目。其中金岸世铭项目已基本完工，而金岸红堡一期项目受市场景气度下降影响，建设进度较为缓慢。截至2014年末，上述项目已完成投资20.79亿元，尚需投入11.37

亿元，未来存在较大资金压力。此外，公司拟建项目青苹果社区项目占地面积35亩，位于银河路与大庆道交汇处东北，紧邻银河路交通枢纽。该项目属于“退二进三”项目，地上总建筑面积8万平方米，规划高层公寓、大型商业、幼儿园等于一体的大型商住综合体。但受房地产行业宏观调控及唐山市房地产价格下降影响，公司延缓该拟建项目建设。

表 10 截至 2014 年末公司主要在建楼盘情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已完成投资	尚需投资	总建筑面积	已售面积	已售金额
启新 1889 一期	10.28	6.94	3.34	18.73	5.43	3.81
金岸红堡一期	13.00	6.15	7.20	23.30	1.13	0.60
金岸世铭	8.29	7.70	0.83	19.00	16.95	8.62
合计	31.57	20.79	11.37	61.03	23.51	13.03

资料来源：公司提供

2014年公司房地产板块实现销售收入16,269.00万元，主要来源于启新1889项目，占比71.85%。受公司未交房影响，启新1889项目及金岸红堡一期所处楼盘销售收入均未结转，金岸世铭项目已基本销售完毕，后续收入规模不大。价格方面，受唐山市房地产市场低迷影响，2014年公司启新1889项目及金岸红堡一期楼盘价格均有所下降且销售业绩不容乐观，而金岸世铭2013年销售均价较高主要系当年房屋销售以商铺为主所致。综合来看，唐山市房地产价格仍存在下行风险，且受房地产市场景气度下降及金岸红堡一期项目和青苹果社区项目缓建影响，未来公司房地产销售收入存在不确定性。

表 11 2013-2014 年公司房地产销售情况（单位：万元、元/平方米）

楼盘名称	项目	2014 年	2013 年
启新 1889 项目	销售额	11,690	17,950
	结转额	0	0
	均价	5,800	6,200
金岸红堡一期	销售额	4,388	1,134
	结转额	0	0
	均价	5,650	6,848
金岸世铭	销售额	191	2,344
	结转额	191	2,344
	均价	6,300	1,3000
合计	销售额	16,269	21,428

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年度审计报告，公司财务报表采用新会计准则。2014年，公司新增3家二级子公司纳入合并报表范围；不再纳入合并报表范围的二级子公司共5家，其中冀东发展集团专用车有限公司的股权已转让，其余4家转入三级子公司列示。截至2014年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共32家。

公司根据财政部于2014年修订的《企业会计准则第2号-长期股权投资》等八项具体准则对2013年的数据进行了追溯调整，数据调整对公司的收入及利润水平未产生影响。

表 12 公司 2014 年审计报告对 2013 年数据追溯调整情况（单位：万元）

受影响的项目	2013 年		
	调整前	调整金额	调整后
可供出售金融资产	-	653.5	653.5
长期股权投资	142,124.82	-25,822.49	116,302.33
商誉	80,447.78	25,168.99	105,616.77
递延收益	-	10,600.20	10,600.20
其他非流动负债	10,600.20	-10,600.20	-
应付职工薪酬	11,836.53	3,181.11	15,017.64
长期应付职工薪酬	-	7,540.78	7,540.78
预计负债	14,355.17	-10,721.89	3,633.28
资本公积	366,281.70	-125,477.24	240,804.46
其他综合收益	-	125,477.24	125,477.24

资料来源：公司 2014 年审计报告

资产结构与质量

公司资产以非流动资产为主且部分资产用于抵质押，资产流动性一般；应收款项规模较大，对公司运营资本形成较大占用且存在一定坏账风险

2014年主要受经营亏损影响，公司资产规模略有下降。截至2014年末，公司资产总额为6,346,399.36万元，同比下降0.73%，公司资产仍以非流动资产为主，占比62.80%。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	535,136.26	8.43%	601,606.09	9.41%
应收票据	224,522.82	3.54%	335,765.16	5.25%

应收账款	656,409.02	10.34%	651,929.99	10.20%
预付款项	190,510.88	3.00%	220,357.54	3.45%
其他应收款	327,170.10	5.16%	274,596.17	4.30%
存货	398,056.31	6.27%	372,714.68	5.83%
流动资产合计	2,361,026.19	37.20%	2,484,923.32	38.87%
长期股权投资	153,961.68	2.43%	116,302.33	1.82%
投资性房地产	137,743.62	2.17%	171,592.04	2.68%
固定资产	2,806,202.40	44.22%	2,858,032.48	44.71%
在建工程	283,596.71	4.47%	227,235.22	3.55%
无形资产	342,650.91	5.40%	307,799.26	4.81%
非流动资产合计	3,985,373.17	62.80%	3,908,165.45	61.13%
资产总计	6,346,399.36	100.00%	6,393,088.77	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、应收票据、存货、其他应收款和预付款项构成。2014年末，公司货币资金535,136.26万元，主要为银行存款和其他货币资金，其他货币资金为银行承兑汇票保证金、保函保证金和应付债券保证金，共计120,185.72万元。2014年末公司货币资金减少主要系偿还部分到期的应付债券所致。公司应收票据主要为银行承兑汇票，2014年末，公司应收票据224,522.82万元，其中银行承兑汇票占比98.50%。2014年末公司应收票据减少主要系公司背书支付材料款及设备款所致。此外，公司账面价值41,158.64万元的银行承兑汇票已用于质押。近年公司应收账款规模大幅增加，2014年末公司应收账款总额708,793.44万元，剔除坏账准备后账面价值656,409.02万元，主要系公司产品销售提高了对大客户的赊销比例所致。其中应收账款前5名合计为45,400.60万元，占应收账款总额比重为6.41%。公司应收账款规模较大，存在一定坏账风险，同时对公司运营资本形成较大占用。公司存货主要为原材料、自制半成品及在产品、产成品等，2014年末账面价值为398,056.31万元，同比增长6.80%，主要系自制半成品及在产品增加所致。此外，受水泥行业下行压力较大影响，预计公司存货存在贬值风险。2014年末，公司其他应收款327,170.10万元，主要为与其他企业的往来款项及对外投资支付的股权定金，其中前5名占其他应收款总额的比重为51.11%，较为集中，存在一定集中风险。公司预付款项主要为预付设备和原材料采购款等，2014年末为190,510.88万元。公司预付账款对象主要为大型央企、国企及政府机关，坏账的风险较低。

公司非流动资产主要包括长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产。长期股权投资主要为公司投资的冀东海德堡（涇阳）水泥有限公司（持股50%）、冀东海德堡（扶风）水泥有限公司（持股48.11%）、鞍山冀东水泥有限责任公司（持股50%）、唐山海螺型材有限责任公司（持股40%）和唐山曹妃甸盾石新型建材有限公司（持股50%）

等合营企业以及包钢冀东水泥有限公司（持股49%）和吉林市长吉图投资有限公司（持股30%）等联营企业，2014年末公司长期股权投资账面价值153,961.68万元，较2013年增加较多主要是公司新投资Cross Point Trading 274 (RF) (Pty) Ltd和包钢冀东水泥有限公司等。公司投资性房地产主要为土地使用权，2014年末，公司土地资产在投资性房地产中占比93.76%；2014年公司处置了账面价值37,041.03万元和7,240.57万元的土地资产及房屋建筑物，故公司投资性房地产规模下降。公司固定资产保持在较大规模，主要系公司水泥生产线扩建、商品混凝土和装备板块投资项目等转增固定资产较多以及收购和新设立子公司增加固定资产所致。2014年冀东砂石骨料有限公司增加了砂石骨料生产线技改投入导致在建工程规模增加。公司无形资产规模不断扩大，主要系公司土地使用权和采矿权增加所致。

2014年末，公司有账面价值345,660万元的土地使用权用于抵押，此外，还有账面价值17,604万元的应收票据用于质押。整体来看，2014年公司资产规模略有下降，以非流动资产为主且部分资产用于抵质押，资产流动性一般；应收款项规模较大，对公司运营资本形成较大占用且存在一定坏账风险。

资产运营效率

公司净营业周期上升明显，资金运营压力有所加大

2014年公司应收账款维持在较高水平，导致应收账款周转效率下降。存货周转效率则相对稳定。2014年公司贸易业务大幅缩减以及混凝土业务受所在区域市场环境变差影响趋于低迷等导致应付账款规模大幅减少，应付账款周转天数下降。总体来看，主要受应收账款增加而应付账款减少影响，公司净营业周期明显上升，资金运营压力有所加大。

表 14 2013-2014 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	93.79	81.21
存货周转天数	66.41	65.15
应付账款周转天数	86.27	101.14
净营业周期	73.93	45.22
总资产周转天数	913.23	885.87

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所增长，但综合毛利率下降，盈利能力进一步弱化，营业亏损扩大

2014年在宏观经济增速趋缓及下游房地产等行业不景气的环境下，公司营业收入仍保

持稳定增长，主要得益于公司以提高市场占有率为导向的营销战略的实施及新兴市场的开拓，2014年公司营业收入同比增长2.92%。公司投资收益主要系公司权益法核算的长期股权投资收益和处置交易性金融资产取得的收益，2014年公司获得投资收益10,289.88万元，同比下降66.47%，主要系公司投资领域大部分为建材行业且投资对象业绩大幅下降所致。受公司产品价格下降、利润空间压缩以及财务费用和管理费用大幅增加影响，2014年公司经营亏损加剧，营业利润为-133,161.28万元，同比扩大317.64%。公司期间费用率较高，且存在一定刚性，预计未来仍将对公司利润产生较大侵蚀。受益于政府补助及股权投资等收益，公司亏损幅度有所减小，2014年公司收到政府各项税收优惠及补贴收入60,966.19万元；此外，2014年公司处置无形资产、投资性房地产以及债务重组获益57,716.33万元。政府补助增加、资产处置及债务重组利得是2014年公司营业外收入增加较多的主要原因。受水泥、装备工程及混凝土业务毛利率水平震荡下降及贸易业务毛利率水平较低影响，近年公司综合毛利率水平持续下降。

综合来看，公司水泥板块收入较为稳定，但价格下降削弱了其盈利能力；混凝土业务价格进一步下降，且2014年以来收入下降较多；装备工程板块毛利率水平大幅下降；贸易业务盈利能力较弱；房地产板块未来收入存在一定不确定性。预计未来公司业务受水泥产能过剩、下游需求不足等因素影响，整体盈利能力将进一步弱化。

表 15 2013-2014 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	2,510,994.83	2,439,650.70
营业利润	-133,161.28	-31,883.85
营业外收入	126,163.03	53,930.47
利润总额	-15,497.16	17,980.64
净利润	-33,622.72	-15,537.04
综合毛利率	16.80%	21.08%
期间费用率	22.70%	22.11%
总资产回报率	3.79%	3.99%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流虽有所好转，但投资与偿债资金面临较大资金压力，对外部融资依赖较大

2014年公司亏损加大，在非付现费用及非经营损益调整下，公司FFO表现尚可。2014年公司存货、经营性应收款项增加以及经营性应付项目减少依然对运营资本形成一定占用，

但相对2013年有所减少，总体而言，2014年公司经营活动现金流有所好转。

2014年公司投资活动收到的现金仍主要为收回投资及取得投资收益收到的现金，投资活动现金支出规模有所减少，主要系公司在建工程接近完工，后续投资现金支出减少所致。整体来看，2014年公司投资活动现金净流出规模有所减少。截至2014年末，公司未来在建项目及楼盘尚需投入规模较大，存在较大资金压力。

2014年公司除通过借款筹集资金1,770,678.25万元外，还收到其他与筹资活动有关的现金610,917.46万元，主要为票据保证金、融资租赁本金等。筹资活动产生的现金流出主要为偿还债务和支付利息支出的现金。2014年受筹资活动现金流入规模减少而偿还债务本息规模扩大影响，公司筹资活动现金净流出160,783.92万元。整体来看，公司经营活动现金流虽有所好转，但投资与偿债面临较大资金压力，对外部融资依赖较大。

表 16 2013-2014 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
净利润	-33,622.72	-15,537.04
非付现费用	252,433.85	252,380.73
非经营损益	173,811.37	185,357.18
FFO	392,622.50	422,200.87
营运资本变化	-217,030.04	-516,890.14
其中：存货减少	-25,341.62	-48,567.29
经营性应收项目的减少	-146,304.16	-379,704.20
经营性应付项目增加	-45,384.27	-88,618.65
其他	-	-
经营活动现金流量净额	175,592.46	-94,689.28
投资活动的现金流量净额	-125,366.25	-156,929.17
筹资活动产生的现金流量净额	-160,783.92	347,447.78
现金及现金等价物净增加额	-110,548.50	95,722.01

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且以短期为主，短期偿债压力较大

截至2014年末，公司负债总额4,890,296.24万元，较2013年略有增长，其中流动负债占比70.74%。2014年公司所有者权益有所下降，主要系经营亏损所致，截至2014年末，公司所有者权益1,456,103.12万元，同比下降4.97%。在公司负债规模增长及所有者权益下降的双重影响下，公司产权比率有所提高，2014年末公司产权比率为335.85%，较2013年增加18.60个百分点。公司权益对负债保障能力变差。

表 17 2013-2014 年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
负债总额	4,890,296.24	4,860,893.61
其中：流动负债	3,459,165.19	2,846,317.02
非流动负债	1,431,131.06	2,014,576.59
所有者权益	1,456,103.12	1,532,195.16
产权比率	335.85%	317.25%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。受提高赊销比例以及偿还到期债务增加流动资金需求影响，公司短期借款继续增加。2014年末，公司短期借款1,254,495.82万元，同比增长10.65%。公司短期借款主要为信用借款和保证借款，2014年末占短期借款的比重为90.85%；其余为抵押和质押借款，分别为28,960.00万元和85,774.43万元。2014年末公司应付票据215,096.05万元，保持在较大规模，主要系上游供应商票据结算比例较大所致。公司应付账款主要为应付原材料采购款，2014年末公司应付账款451,653.82万元，其中1年以内占比71.97%。公司其他应付款主要为垫付材料款及小股东借款等，2014年末，公司其他应付款130,710.07万元。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券，2014年末，公司一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券分别为426,622.00万元和359,748.53万元，其余为一年内到期的长期应付款。公司还通过短期融资券筹集资金，在其他流动负债中列示，2014年末公司短期融资券余额449,433.07万元。

表 18 2013-2014 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,254,495.82	25.65%	1,133,776.20	23.32%
应付票据	215,096.05	4.40%	232,066.45	4.77%
应付账款	451,653.82	9.24%	549,624.97	11.31%
其他应付款	130,710.07	2.67%	129,161.28	2.66%
其他流动负债	450,471.46	9.21%	280,238.58	5.77%
一年内到期的非流动负债	824,629.76	16.86%	390,058.63	8.02%
流动负债合计	3,459,165.19	70.74%	2,846,317.02	58.56%
长期借款	365,322.00	7.47%	718,333.00	14.78%
应付债券	941,295.21	19.25%	1,200,458.31	24.70%
长期应付款	81,145.29	1.66%	57,243.09	1.18%
非流动负债合计	1,431,131.06	29.26%	2,014,576.59	41.44%
负债总额	4,890,296.24	100.00%	4,860,893.61	100.00%

有息债务	4,131,417.20	84.48%	4,011,540.77	82.53%
------	--------------	--------	--------------	--------

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。公司长期借款主要为信用借款和保证借款，2014年末，公司长期借款365,322.00万元，其中保证和信用借款360,322.00万元。公司长期借款下降较多，一方面是长期借款到期偿还规模较大，另一方面是融资途径转向短期借款和短期融资券等。2014年末，公司应付债券941,295.21万元，较2013年减少21.59%，主要系公司偿还了部分到期债券所致。公司长期应付款全部为应付融资租赁款，近年规模不断增加。有息债务方面，主要受短期借款增加影响，2014年公司有关债务规模继续增加。2014年末，公司有关债务4,131,417.20万元，同比增长2.99%。从有关债务结构来看，公司短期有关债务2,743,654.70万元，占有息债务的比重为66.41%，短期偿债压力较大。

公司资产负债率水平较高且2014年进一步上升，截至2014年末，公司资产负债率为77.06%，较2013年提高1.03个百分点。短期偿债能力指标方面，2014年公司流动比率和速动比率较低且较2013年有所下降，短期偿债能力指标表现较差且进一步趋弱。2014年EBITDA虽有所增加，但受利息支出规模持续增加影响，EBITDA利息保障倍数有所下降。未来公司投资及偿债资金压力仍需通过外部融资解决，公司有关债务或将继续增加，还本付息的压力将进一步加大。

表 19 2013-2014 年公司偿债能力指标

项目	2014 年	2013 年
资产负债率	77.06%	76.03%
流动比率	0.68	0.87
速动比率	0.57	0.74
EBITDA (万元)	496,795.23	475,276.19
EBITDA 利息保障倍数	1.83	1.95
有息债务/EBITDA	8.32	8.44

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

2014年末，公司对外担保余额为375,400.00万元，存在较大或有负债风险。此外，公司与下游混凝土等企业及银行三方合作办理未来提货权融资业务，由混凝土等企业向银行支付一定比例的保证金开具期限不超过6个月的银行承兑汇票，用于支付公司水泥款。如票据到期时混凝土等企业无法缴足剩余的保证金，银行有权要求公司退还该部分货款，2014年末公司该项业务承担的或有负债共计40,374.88万元。

表 20 截至 2014 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
唐山昊润实业有限公司	3,000	2015 年 6 月
唐山建设投资有限责任公司	237,400	2018 年 4 月
唐山市南湖生态城开发建设投资有限公司	135,000	2029 年 5 月
合计	375,400	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2014年公司水泥及熟料产能继续扩张，水泥及熟料业务销售收入稳步增长，巩固了公司北方水泥龙头企业的地位；资源综合利用增值税退税等优惠政策给公司盈利带来一定补充；此外，公司股东仍然为唐山市国有资产监督管理委员会。同时我们关注到，2014年水泥及相关产业市场环境不容乐观，短期内难以改变颓势；受经营亏损影响，公司所有者权益减少；公司核心业务水泥及混凝土等销售价格继续下降，盈利能力趋弱；装备工程板块毛利率降幅较大；未来房地产板块收入存在不确定性，且在建楼盘存在较大资金压力；公司资产流动性一般；应收账款对运营资本形成较大占用并存在一定坏账风险；公司有息债务规模较大且以短期为主，短期偿债压力较大；此外，公司存在一定或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望调整为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
流动资产：			
货币资金	535,136.26	601,606.09	499,161.62
交易性金融资产	18,203.61	8,846.21	5,788.06
应收票据	224,522.82	335,765.16	167,789.43
应收账款	656,409.02	651,929.99	448,730.36
预付款项	190,510.88	220,357.54	209,451.03
应收利息	1,399.83	-	-
应收股利	-	8,714.87	14,785.70
其他应收款	327,170.10	274,596.17	258,351.53
存货	398,056.31	372,714.68	324,147.39
一年内到期的非流动资产	-	367.60	37.90
其他流动资产	9,617.37	10,025.00	17,007.39
流动资产合计	2,361,026.19	2,484,923.32	1,945,250.42
非流动资产：			
可供出售金融资产	260.10	653.50	-
长期应收款	431.25	990.37	1,388.09
长期股权投资	153,961.68	116,302.33	152,217.66
投资性房地产	137,743.62	171,592.04	171,853.73
固定资产净额	2,806,202.40	2,858,032.48	2,648,024.58
在建工程	283,596.71	227,235.22	285,511.16
工程物资	27,751.18	17,649.02	16,460.88
固定资产清理	8,951.51	7,674.28	4,950.58
无形资产	342,650.91	307,799.26	254,584.96
开发支出	17.25	180.90	28.75
商誉	104,483.61	105,616.77	64,666.45
长期待摊费用	54,080.27	44,948.00	31,374.05
递延所得税资产	65,242.67	49,491.27	37,334.86
非流动资产合计	3,985,373.17	3,908,165.45	3,668,395.74
资产总计	6,346,399.36	6,393,088.77	5,613,646.16
流动负债：			
短期借款	1,254,495.82	1,133,776.20	1,063,543.18
应付票据	215,096.05	232,066.45	119,220.50
应付账款	451,653.82	549,624.97	532,244.01
预收款项	85,110.53	86,499.81	60,648.76

应付职工薪酬	13,033.00	15,017.64	12,424.66
应交税费	-21,115.36	-19,185.68	-53,108.37
应付利息	49,963.39	40,933.50	14,334.85
应付股利	5,116.65	8,125.65	3,636.77
其他应付款	130,710.07	129,161.28	97,808.71
一年内到期的非流动负债	824,629.76	390,058.63	431,426.99
其他流动负债	450,471.46	280,238.58	553.76
流动负债合计	3,459,165.19	2,846,317.02	2,282,733.82
非流动负债：			
长期借款	365,322.00	718,333.00	805,849.50
应付债券	941,295.21	1,200,458.31	957,861.98
长期应付款	81,145.29	57,243.09	31,654.70
长期应付职工薪酬	5,428.02	7,540.78	-
专项应付款	6,768.84	6,900.04	4,918.84
预计负债	4,198.59	3,633.28	12,868.82
递延收益	13,085.38	10,600.20	5,446.23
递延所得税负债	13,887.73	9,867.89	8,520.35
非流动负债合计	1,431,131.06	2,014,576.59	1,827,120.42
负债合计	4,890,296.24	4,860,893.61	4,109,854.25
所有者权益：			
实收资本	123,975.20	123,975.20	123,975.20
资本公积	240,421.56	240,804.46	365,681.56
其他综合收益	92,173.59	125,477.24	-
专项储备	5.38	-	-
盈余公积	5,199.43	5,199.43	5,199.43
未分配利润	4,385.79	9,522.21	44,918.68
归属于母公司所有者权益合计	466,160.96	504,978.54	539,774.87
少数股东权益	989,942.16	1,027,216.61	964,017.04
所有者权益合计	1,456,103.12	1,532,195.16	1,503,791.91
负债和所有者权益总计	6,346,399.36	6,393,088.77	5,613,646.16

资料来源：公司2013-2014年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	2,510,994.83	2,439,650.70	2,061,730.09
营业收入	2,510,994.83	2,439,650.70	2,061,730.09
二、营业总成本	2,668,628.52	2,497,116.63	2,126,455.82
其中：营业成本	2,089,201.94	1,925,407.36	1,617,299.20
营业税金及附加	12,300.42	15,719.66	15,315.23
销售费用	57,833.14	82,039.54	68,254.50
管理费用	276,530.24	254,434.07	242,251.65
财务费用	235,537.55	202,988.61	167,624.28
资产减值损失	-2,774.78	16,527.40	15,710.94
加：公允价值变动收益	14,182.52	-5,102.10	4,147.15
投资收益	10,289.88	30,684.17	23,948.28
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	9,489.47	18,992.10	23,223.28
三、营业利润	-133,161.28	-31,883.85	-36,630.30
加：营业外收入	126,163.03	53,930.47	44,348.47
减：营业外支出	8,498.90	4,065.97	3,494.45
其中：非流动资产处置损失	1,050.19	1,720.94	1,433.78
四、利润总额	-15,497.16	17,980.64	4,223.73
减：所得税费用	18,125.56	33,517.68	16,058.80
五、净利润	-33,622.72	-15,537.04	-11,835.07
归属于母公司所有者的净利润	-5,136.42	-34,007.51	-27,822.38
少数股东损益	-28,486.30	18,470.48	15,987.31

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	1,652,652.61	2,377,910.52	1,702,778.17
收到的税费返还	38,885.02	73,475.72	33,714.26
收到其他与经营活动有关的现金	257,270.45	191,122.03	83,110.34
经营活动现金流入小计	1,948,808.08	2,642,508.27	1,819,602.78
购买商品、接收劳务支付的现金	1,085,198.28	2,043,590.07	1,286,564.76
支付给职工以及为职工支付的现金	207,917.09	188,865.58	173,607.13
支付的各项税费	173,145.39	174,910.00	199,674.75
支付其他与经营活动有关的现金	306,954.86	329,831.90	200,230.67
经营活动现金流出小计	1,773,215.62	2,737,197.55	1,860,077.31
经营活动产生的现金流量净额	175,592.46	-94,689.28	-40,474.54
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	29,567.81	24,753.52	12,013.47
取得投资收益收到的现金	24,521.66	36,469.09	10,698.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	1,129.01	2,740.69	3,682.00
收到其他与投资活动有关的现金	8,657.01	13,239.25	1,954.24
投资活动现金流入小计	63,875.48	77,202.55	28,348.21
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	131,573.91	186,036.66	263,703.20
投资支付的现金	5,639.54	14,140.06	131,712.64
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	40,613.68	18,216.66	-
支付其他与投资活动有关的现金	11,414.60	15,738.34	60,998.43
投资活动现金流出小计	189,241.73	234,131.73	456,414.28
投资活动产生的现金流量净额	-125,366.25	-156,929.17	-428,066.07
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	490.00	12,919.94	9,829.56
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	490.00	9,879.37	3,619.44
取得借款所收到的现金	1,770,678.25	2,615,915.56	2,143,711.48
发行债券收到的现金	-	-	731,030.00
收到其他与筹资活动有关的现金	610,917.46	89,056.42	32,762.51
筹资活动现金流入小计	2,382,085.71	2,717,891.92	2,917,333.54
偿还债务所支付的现金	2,187,078.73	2,098,345.66	2,236,861.79
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	248,581.28	206,471.49	202,553.41
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	6,860.93	3,606.09	14,963.31

支付其他与筹资活动有关的现金	107,209.61	65,626.99	53,736.95
筹资活动现金流出小计	2,542,869.63	2,370,444.14	2,493,152.15
筹资活动产生的现金流量净额	-160,783.92	347,447.78	424,181.39
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	9.20	-107.31	75.02
五、现金及现金等价物净增加额	-110,548.50	95,722.01	-44,284.19
加：期初现金及现金等价物余额	525,499.04	429,777.03	474,061.22
六、期末现金及现金等价物余额	414,950.54	525,499.04	429,777.03

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	-33,622.72	-15,537.04	-11,835.07
加：资产减值准备	-2,774.78	16,527.40	15,710.94
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	231,861.87	217,853.56	175,743.01
无形资产摊销	13,306.07	10,010.87	11,832.62
长期待摊费用摊销	10,040.70	7,988.90	4,418.03
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-47,068.41	305.90	-980.04
固定资产报废损失	-	-	2.76
公允价值变动损失	-14,182.52	5,102.10	-4,147.15
财务费用	257,083.75	221,442.22	131,985.46
投资损失	-10,289.88	-30,684.17	-23,948.36
递延所得税资产减少	-15,751.40	-12,156.41	-24,949.76
递延所得税负债增加	4,019.84	1,347.55	-4.09
存货的减少	-25,341.62	-48,567.29	35,490.26
经营性应收项目的减少	-146,304.16	-379,704.20	-389,049.07
经营性应付项目的增加	-45,384.27	-88,618.65	38,106.64
其他	-	-	1,149.27
经营活动产生的现金流量净额	175,592.46	-94,689.28	-40,474.54

资料来源：公司2013-2014年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
有息债务(万元)	4,131,417.20	4,011,540.77	3,409,556.85
资产负债率	77.06%	76.03%	73.21%
流动比率	0.68	0.87	0.85
速动比率	0.57	0.74	0.71
综合毛利率	16.80%	21.08%	21.56%
期间费用率	22.70%	22.11%	23.19%
总资产回报率	3.79%	3.99%	3.46%
EBITDA(万元)	496,795.23	475,276.19	374,212.17
EBITDA利息保障倍数	1.83	1.95	1.83
有息债务/EBITDA	8.32	8.44	9.11
应收账款周转天数(天)	93.79	81.21	64.01
存货周转天数(天)	66.41	65.15	73.29
应付账款周转天数(天)	86.27	101.14	118.16
净营业周期(天)	73.93	45.22	19.14
流动资产周转天数(天)	347.38	326.86	310.88
固定资产周转天数(天)	406.04	406.24	409.70
总资产周转天数(天)	913.23	885.87	919.10
非付现费用(万元)	252,433.85	252,380.73	207,704.61
非经营损益(万元)	173,811.37	185,357.18	77,958.83
FFO(万元)	392,622.50	422,200.87	273,828.37
营运资本变化(万元)	-217,030.04	-516,890.14	-315,452.17
产权比率	335.85%	317.25%	273.30%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转天数（天）	180*（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/营业收入
	存货周转天数（天）	180*（期初存货+期末存货）/营业成本
	应付账款周转天数（天）	180*（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/营业成本
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转天数（天）	180*（本年资产总额+上年资产总额）/营业收入
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款+其他流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。