

信用评级公告

联合〔2022〕2873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“12 冀东 03”“21 冀东 01”和“21 冀东 02”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：

二〇二二年五月十三日

唐山冀东水泥股份有限公司 公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
唐山冀东水泥股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
12 冀东 03	AAA	稳定	AAA	稳定
21 冀东 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 冀东 02	AAA	稳定	AAA	稳定

注：冀东发展集团有限责任公司为“12 冀东 03”的担保方

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
12 冀东 03	8.00 亿元	8.00 亿元	2022/10/15
21 冀东 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/06/11
21 冀东 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/10/13

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；其中，“21 冀东 01”“21 冀东 02”均附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，行权日分别为 2024 年 6 月 11 日和 2024 年 10 月 13 日

评级时间：2022 年 5 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水泥企业信用评级方法	V3.0.201907
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评级结果
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	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
			偿债能力	2
		调整因素和理由		
公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会，股东背景强				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“冀东水泥”）是北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”）旗下水泥经营实体；公司作为国有大型骨干水泥企业之一及北方最大的水泥生产厂商，在股东背景、行业地位、产能规模等方面保持优势，特别是京津冀地区的市场占有率及市场竞争优势明显。2021 年，公司完成重大资产重组后，权益稳定性大幅提升；铜川水泥熟料生产线正式生产，公司优质产能比重有所提升；环保管控进一步提高，所属企业污染物排放均符合或高于国家及地方标准。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到水泥行业需求下滑、产能过剩问题依然严峻、煤炭价格大幅上升致使盈利下滑风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，在水泥行业基本整合完成以及新增产能仅能通过产能置换的背景下，公司有望继续保持竞争优势，但下游房地产行业下行态势明显，可能影响对公司产品的需求，同时大宗商品价格高企，将明显影响公司盈利空间。

冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）对“12 冀东 03”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，体现了股东对公司的信心。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“12 冀东 03”“21 冀东 01”以及“21 冀东 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在股东背景方面具有明显优势，2021 年完成重大重组后竞争优势进一步增强。公司作为国有大型骨干水泥企业之一及北方最大的水泥生产厂商，2021 年完成重大重组后，控股股东背景优势进一步提升，融资能力大幅提升，受益于金隅集团的资信支持，公司融资渠道较为畅通，融资成本处于较低水平。

2. 公司优质产能比重有所提升，华北区位优势明显。2021 年，公司铜川日产 10000 吨水泥熟料生产线正式生产，优质产能比重有所提升。京津冀地区，公司市场占有率超

分析师：宋莹莹 卢瑞

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

过50%，华北区位优势明显。

3. 跟踪期内，公司权益稳定性大幅提升。2021年，公司完成重大重组后少数股东权益占比下降，资本公积占比上升，权益稳定性大幅提升。

关注

1. 经济环境下行及房地产严控政策等方面或将对水泥行业需求造成影响。2021年，受整体经济环境及房地产行业调控趋严的影响，水泥行业需求整体有所下滑；水泥行业产能过剩问题依然严峻，公司产能利用率持续较低。

2. 煤炭价格大幅上涨，公司成本控制难度加大。2021年，煤炭等大宗商品价格上涨导致公司原材料成本增加，成本控制难度上升，公司利润下降明显。

3. 公司整合风险。公司在整合过程中存在较多不确定性，或可能存在经营风险、管理风险、文化融合风险等整合风险。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	106.22	61.14	78.15	51.27
资产总额(亿元)	607.33	589.47	603.30	604.12
所有者权益(亿元)	288.38	321.49	337.79	335.34
短期债务(亿元)	145.54	66.12	67.96	85.33
长期债务(亿元)	81.50	128.38	116.51	105.79
全部债务(亿元)	227.03	194.50	184.46	191.12
营业收入(亿元)	345.07	354.80	363.38	49.68
利润总额(亿元)	62.54	67.53	53.10	-2.73
EBITDA(亿元)	107.74	110.04	93.84	/
经营性净现金流(亿元)	82.19	87.28	62.11	-6.99
营业利润率(%)	35.52	31.17	25.38	18.58
净资产收益率(%)	17.01	16.12	12.38	/
资产负债率(%)	52.52	45.46	44.01	44.49
全部债务资本化比率(%)	44.05	37.69	35.32	36.30
流动比率(%)	77.68	116.02	118.20	96.27
经营现金流动负债比(%)	36.68	63.41	45.89	/
现金短期债务比(倍)	0.73	0.92	1.15	0.60
EBITDA 利息倍数(倍)	8.47	11.07	11.93	/
全部债务/EBITDA(倍)	2.11	1.77	1.97	/
公司本部(母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	387.03	370.02	610.04	/
所有者权益(亿元)	180.66	190.91	360.85	/
全部债务(亿元)	181.97	151.06	170.39	/
营业收入(亿元)	33.65	47.80	91.52	/
利润总额(亿元)	7.52	14.02	24.05	/
资产负债率(%)	53.32	48.41	40.85	/
全部债务资本化比率(%)	50.18	44.17	32.07	/
流动比率(%)	124.46	209.18	199.73	/
经营现金流动负债比(%)	0.04	8.76	8.32	/

注: 1. 2022 年 1-3 月财务数据未经审计, 公司未提供母公司 2022 年 1-3 月财务数据; 2. 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. “/”表示数据未获取

资料来源: 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 冀东 02	AAA	AAA	稳定	2021/9/14	宋莹莹 杨 野	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
21 冀东 01	AAA	AAA	稳定	2021/6/3	韩家麒 宋莹莹	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
12 冀东 03	AAA	AAA	稳定	2021/5/13	韩家麒 宋莹莹	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
12 冀东 03	AAA	AAA	稳定	2019/5/15	王安娜 王文燕	原联合信用评级水泥企业主体信用评级方法	阅读全文
12 冀东 03	AA+	AA+	稳定	2012/5/11	刘洪涛 刘 薇	--	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编号

声 明

一、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。

二、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。

三、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，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、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。

五、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，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。

六、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。

七、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。

八、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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

唐山冀东水泥股份有限公司

公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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”或“冀东水泥”）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，1994年5月，由冀东集团作为独家发起人，以定向募集方式设立组建为股份制企业，设立时的注册资本为32360万元。1996年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，公司、金隅集团和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2021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），公司实际控制人为北京市国资委（详见附件1-1）。

公司是中国大型水泥骨干企业之一，主营业务为水泥的生产和销售。截至2021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2021年底，公司合并资产总额603.30亿元，所有者权益337.79亿元（含少数股东权益19.70亿元）；2021年，公司实现营业总收入363.38亿元，利润总额53.10亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额604.12亿元，所有者权益335.34亿元（含少数

股东权益19.72亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入49.68亿元，利润总额-2.73亿元。

公司注册地址：河北省唐山市丰润区林荫路；法定代表人：孔庆辉。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续公开发行公司债券共计3只，余额28.00亿元，募集资金均已按指定用途使用，并在付息日正常付息。

表1 截至2022年3月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
12 冀东 03	8.00	8.00	2012/10/15	10 年
21 冀东 01	10.00	10.00	2021/06/11	5 (3+2) 年
21 冀东 02	10.00	10.00	2021/10/13	5 (3+2) 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021年我国国内生产总值114.37万亿元，按不变价计算，同比增长8.10%，两年平均增长¹5.11%。分季度来看，GDP当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为18.30%、7.90%、4.90%和4.00%。从两年平均

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 2 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1.GDP 总额按现价计算；2.出口增速、进口增速均以美元计价统计；3.GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4.城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数；5.“--”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万

亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速

较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 年全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策环境和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、

供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

五、行业及区域环境分析

1. 行业概况

2021 年，水泥产量同比小幅下降，下游需求疲软；水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2021 年以来，水泥价格波动增长至历史高位后大幅下滑至高位震荡。

2021 年，GDP 同比增长 8.1%，固定资产投资（不含农户）完成额增速 4.9%。其中，全国房地产开发投资增速 4.4%，但增速持续下降，较 2020 年下降 2.6 个百分点；基建投资增速 0.4%，同比下降 3 个百分点。对水泥需求支撑不足，水泥下游需求整体疲软。

水泥供给方面，据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至 2021 年底，全国新型干法水泥生产线累计共有 1622 条，实际熟料年产能超过 18.1 亿吨。2021 年全国新增 21 条水泥熟料线投产，新投熟料产能约在 3199 万吨左右，较去年同期有所下降，主要分布在安徽、广东、贵州、云南、广西、陕西等地，新增产能主要为置换产能，产能净增加有限，但部分产线涉

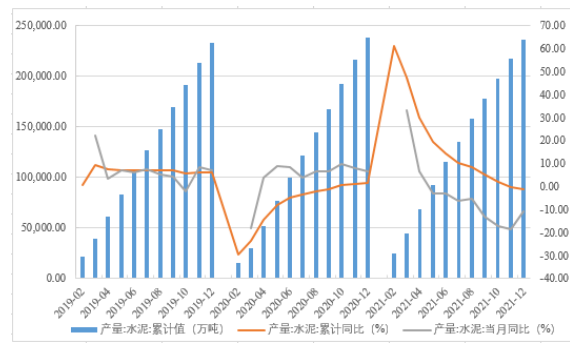
及异地置换，对当地原有竞争格局将会产生一定影响。整体看，水泥行业去产能进度缓慢，地区之间发展仍不均衡，云南、广西、广东以及福建等华南、西南及周边地区省份净增产能较多，东北和西北等省份处于产能净减状态。

限产政策方面，2021 年为完成能耗双控目标，各地区加强高耗能产业生产管理，进入 9 月后，部分省份城市通过限制高耗能企业用电总量、提高电价、限制用电时段等方式促进能耗减排。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上造成一定压力。

2021 年，全国水泥产量 23.63 亿吨，同比减少 1.2%。其中，一季度全国各区域需求同比大幅增长，产能利用率同比上升；进入二季度后北方地区由于“能耗双控”政策停窑时间较长、降雨天气导致淡季提前以及华南和西南云贵一带受限电影响，水泥产量开始持续回落。2022 年 1—2 月，水泥产量 19933 万吨，同比下降 17.8%，一方面系地产新开工延续下降趋势且降幅进一步扩大，同比下降 12.2%；另一方面虽然基建投资增速同比增长 8.1%，但结构出现分化，对水泥需求驱动有限，同时多数企业仍在冬季错峰停窑，致使水泥产量出现较大幅度下降。

2020 年以来，水泥价格呈先降后升态势：一季度受新冠疫情影响水泥价格由 2019 年末高位下行，4 月后小幅回升后，5—8 月受梅雨天气影响再次下滑；9 月后随着需求的强势复苏，水泥价格持续回升。2021 年一季度，水泥行业进入淡季，多地水泥产销双弱，水泥价格同比有所下降，3 月开始回升；5 月后进入淡季，水泥价格进入了较长的下行区间；8 月后，需求上涨但供给受能耗双控等政策影响而持续下降，致使水泥供需趋紧，叠加煤炭价格大幅上涨影响，水泥价格持续上涨至历史新高；10 月底，受需求下降及煤炭价格大幅下调影响，水泥价格持续下降后高位震荡。

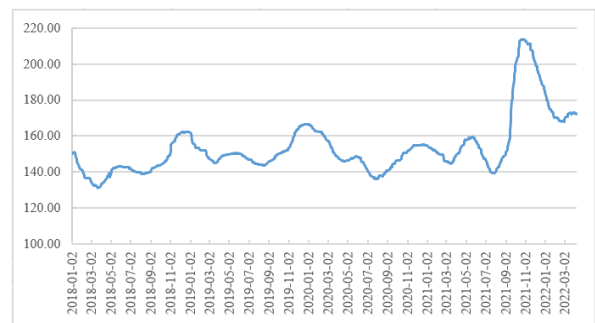
图 1 2019 年以来中国水泥行业产量及变化情况



资料来源：Wind

行业效益方面，2021 年水泥行业全年实现水泥销售收入 10754 亿元，同比增长 7.3%；利润总额 1694 亿元，同比下降 10.0%。

图 2 2018 年以来全国水泥价格指数走势图(单位:点)



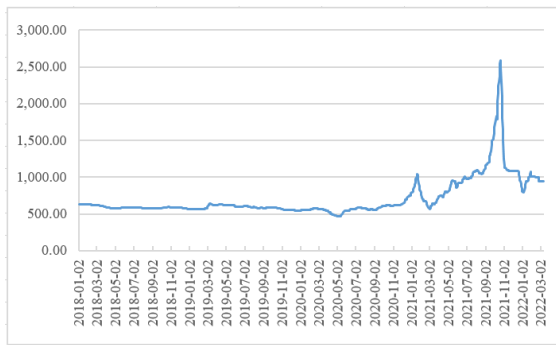
资料来源：Wind

2. 上游原燃料情况

煤炭价格波动对水泥行业的成本控制带来压力，2021 年煤价同比涨幅较大，对水泥企业盈利产生一定负面影响。

煤炭价格方面，2021 年初，煤炭价格延续 2020 年底持续走高态势，进入 2 月，春节效应导致需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势。2021 年 4 月以来，伴随着迎峰度夏及下游工业需求增速提升，煤炭下游需求增速持续大于原煤产量增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升至历史高位。随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始波动回落，但截至 2022 年 2 月底，煤炭价格同比增幅仍较大，处于相对高位。2021 年，水泥行业利润总额同比下降 10.0%，主要系煤炭价格大幅上升，对水泥企业的成本控制带来负面影响。

图3 2018年以来煤炭价格走势（单位：元/吨）



注：上图煤炭价格为动力煤(Q5500,山西产)秦皇岛市场价

资料来源：Wind

矿石方面，随着中国加大矿山环保治理力度，石灰石价格整体走高，但由于大型水泥企业普遍具备石灰石资源的较高自给率，石灰石价格波动对水泥企业成本影响基本可控。

3. 行业发展

2021 年房地产板块受政策调控过紧冲击，行业基本面数据处于下降期，房企新开工面积和成交土地规模均呈不同程度下滑，预计 2022 年房地产投资增速或将持续下降，受此影响，水泥需求或将有所下降。

2021 年 12 月召开的全国发展和改革工作会议表示，扎实推进“十四五”规划 102 项重大工程项目建设，适度超前开展基础设施投资，2022 年基建投资增速有望出现回升，基建对水泥需求的拉动或将进一步释放。

但仍应关注到，2021 年房地产板块受政策调控过紧冲击，行业基本面数据处于下降期，2021 年，全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%；全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%；全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%，预计 2022 年在建项目规模将有所下降。同时 2021 年，300 城成交各类用地规划建筑面积同比下降 17.1%，预计 2022 年房地产新开工面积仍将持续下降，因此 2022 年房地产投资增速或将持续下降。综合来看，预计 2022 年全年水泥需求或将较 2021 年有所下降。

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，推动行业产能置换升级，并指出水泥行业向智能化发展的方

向。随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大。

2020 年 1 月，工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，明确了水泥行业产能置换项目的范围、指标要求、置换比例、操作程序。2020 年 12 月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，进一步提高产能置换比例，明确要求，位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料建设项目，产能置换比例为 2:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料建设项目，产能置换比例为 1.5:1。

2020 年 9 月，在第七十五届联合国大会上，中国向世界宣布将提高国家自主减排贡献力度，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。水泥行业也是二氧化碳排放的主要工业行业之一。控制水泥行业的碳排放主要通过减少水泥用量、提高能效水平、提升产品利用效率和优化产品材料结构等路径。未来，节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

工信部于 2021 年 7 月 20 日发布了《工业和信息化部关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》。该通知主要在《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原〔2017〕337 号）的基础上进行修订，对水泥项目产能置换比例和范围作出了调整，并强调了严格对产能指标的认定和规范产能置换的操作程序。新的产能置换实施办法特别指出“2013 年以来，连续停产三年及以上的水泥熟料生产线不能用于产能置换”，有助于补充前期“僵尸产能”被置换为新建项目的漏洞。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司直接控股股东变更为金隅集团，直接持股比例 44.34%，公司实际控制人为北京市国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司持续保持区位优势，在区域市场占有率较高，品牌影响持续提升，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产业集团。截至2021年底，公司熟料年产能达到1.10亿吨、水泥年产能达到1.76亿吨。公司水泥生产线布局和销售网络覆盖13个省、自治区、直辖市，尤其在京津冀地区，公司市场占有率超过50%。公司所属水泥及砂石骨料企业均靠近公司自备的石灰石及骨料矿山，截至2021年底，公司已获得的石灰石资源储量38.23亿吨、骨料资源储量3.91亿吨。

环保生产方面，截至2021年底，公司及子公司入选国家级“绿色工厂”累计达到28家、国家绿色矿山24家、省级绿色矿山20家，生产矿山中绿色矿山（省级以上）入库率已达到了92%。截至2021年底，公司共有20家附属企业开展危险废物处置，处置能力102万吨/年；18家附属企业开展生活污水处置，处置能力154万吨/年；7家附属企业开展生活垃圾处置，处置能力83万吨/年；4家附属企业开展污染土处置，处置能力29万吨/年；1家附属企业开展建筑垃圾处置，处置能力100万吨/年。

3. 过往债务履约情况

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》，截至2022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。

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

截至2022年3月底，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内公司董事、监事和高管有所变动，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，公司董监高发生变动，周承巍先生因个人原因辞去公司董事职务，王向东先生接任公司董事；田大春先生接替刘宗山先生任公司监事会主席；任前进先生、魏卫东先生任公司副总经理，杨北方先生任财务总监；侯光胜先生、关悦先生任总经理助理。

八、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，公司产能有所提升，在京津冀地区的市场竞争实力和自身盈利能力进一步增强。通过吸收合并合资公司，公司的权益稳定性大幅提升，公司的资本实力得到增强。但该重组事项仍面临一定的整合风险。

公司吸收合并合资公司完成重大重组后，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，进一步提升了公司在京津冀地区水泥市场占有率和市场竞争优势。同时，受益于金隅集团的资信支持，公司融资渠道较为畅通，融资成本处于较低水平。但该重组事项在经营和管理等方面可能仍需一定的磨合时间，面临一定的整合风险。

九、经营分析

1. 经营概况

公司收入仍主要来自于水泥板块，2021年，受益于水泥销售均价上涨影响，公司收入保持增长，但受煤炭价格大幅增长影响，毛利率大幅下降。2022年一季度，公司收入同比小幅下降，毛利率进一步下降。

2021年，公司仍主要从事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；水泥业务系公司收入和利润的主要来源，占公司营业收入比重超过80.00%；受益于公司水泥销售均价的增长，公司营业收入同比增长2.42%。

从毛利率来看, 2021 年, 受煤炭价格大幅上涨致使产品生产成本增加影响, 水泥和熟料业务毛利率同比分别下降 7.41 个百分点和 8.68 个百分点。危废固废处置业务毛利率变化不大。综上, 2021 年公司综合毛利率同比下降 8.12 个

百分点。

2022 年 1—3 月, 公司营业收入同比下降 2.51%, 变动不大; 受煤炭成本同比增长影响, 综合毛利率同比下降 5.29 个百分点。

表 3 公司营业收入和毛利率情况 (单位: 亿元、%)

产品	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	271.36	79.53	36.94	277.38	78.18	34.38	290.93	80.06	26.97	37.27	75.02	22.62
熟料	32.23	9.45	33.32	30.66	8.64	31.28	28.48	7.84	22.60	6.41	12.90	31.03
危废固废处置	15.89	4.66	47.46	17.56	4.95	46.73	14.31	3.94	44.55	2.81	5.66	36.09
其他	21.72	6.36	33.23	29.20	8.23	37.95	29.65	8.16	21.69	3.19	6.42	39.09
合计	341.20	100.00	36.85	354.80	100.00	35.01	363.38	100.00	26.89	49.68	100	20.58

注: 表格中 2019 年数据为主营业务收入数据, 2020 年、2021 年及 2022 年 1—3 月数据为营业收入数据
资料来源: 公司提供

2. 水泥生产

2021 年, 公司水泥产能小幅增长, 但受错峰生产及环保管控因素影响, 水泥及熟料产量均下降, 产能利用率仍较低。

2021 年, 公司水泥产能小幅增长, 主要系收并购所致; 水泥和熟料产量均小幅下降, 主要系错峰生产及环保管控所致。受区域内水泥产能过剩、行业竞争激烈、环保政策日趋严格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。截至 2021 年底, 公司全资子公司冀东水泥铜川有限责任公司通过迁建及产能减量置换建设的日产 10000 吨水泥熟料生产线正式生产, 竞争优势明显, 公司优质产能比重有所提升。

在水泥窑协同处置环保项目建设方面, 截至 2021 年底, 公司危废固废处置能力达 468 万吨/年。

表 4 公司水泥产能情况 (单位: 万吨/年、万吨、%)

分类	2019 年			2020 年			2021 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	17000	9189	54.05	17000	9461	55.65	17600	8931	50.74
熟料	11700	8062	68.90	11700	8314	71.06	11000	7507	68.25

注: 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

2021 年, 公司主要原材料采购量小幅下降, 但采购均价上涨, 其中煤炭采购价格大幅上升, 侵蚀公司利润, 增加公司成本控制压力。

公司采购模式、采购制度和结算方式较上年无重大变化。

公司主要所属水泥企业均靠近公司自备的石灰石矿山, 公司石灰石资源分布于京津冀地区、东北地区、山西、内蒙、河南、陕西、湖南、重庆以及山东等省区, 共涉及 64 个矿区,

部分采矿权到期后均办理了续展, 运输方式为铁路运输和汽车运输。截至 2021 年底, 公司已获得的石灰石资源 38.23 亿吨以及建筑石料用灰岩和白云岩 3.91 亿吨, 公司拥有 58 项石灰石矿采矿权, 平均剩余期限 32.21 年, 充足的原料供应为公司生产提供了有力的保证。由于环保政策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, 2021 年, 公司石灰石自给比例为 71.80%。

煤炭采购方面，2021 年公司煤炭采购量同比下降 10.05%；煤炭采购价格大幅上升，较 2020 年上涨 78.20%，2022 年 1—3 月，煤炭采购均价继续上升。煤炭价格大幅上涨对公司成本控制能力形成压力。为提高成本控制能力，公司计划提升煤炭长协比例，同时优化采购渠道以发挥集采优势。

电力采购方面，2021 年，公司电力采购价格小幅增长。截至 2021 年底，公司余热发电系统总装机容量 555.95MW，在建余热发电装机 0.9MW。2021 年公司利用余热发电 23.85 亿度，余热发电产生电量占公司用电总量的 28.46%，占比较 2020 年有所提升。

表 5 公司原材料采购价格及采购量

(单位：万吨、元/吨)

原材料	项目	2019 年	2020 年	2021 年
煤炭	采购量	1061.98	1139.39	1024.88
	采购均价	551.00	546.48	973.85
石灰石	采购量	2719.50	2958.92	2850.45
	采购均价	12.93	45.10	46.95
外购电力	采购量	49.83	62.36	63.86
	采购均价	0.43	0.52	0.55

资料来源：公司提供

2021 年，公司前五大供应商采购金额较上年增长 43.90%，其中前五大供应商采购额中关联方采购额同比下降 13.03%。公司供应商集中度一般。

表 6 2021 年供应商集中度情况 (单位：亿元、%)

序号	供应商名称	采购额	占总采购总额比例
1	供应商 1	32.99	12.42
2	供应商 2	31.71	11.94
3	同一实际控制人控制的供应商	19.69	7.41
4	供应商 3	6.87	2.59
5	供应商 4	6.19	2.33
合计	--	97.46	36.69

资料来源：公司年度报告

4. 水泥销售

公司产品仍具有较强的市场知名度，区域优势显著，2021 年，受疫情多点爆发、错峰生产及下游房地产下行期影响，公司水泥和熟料销售量下滑；华北地区仍为公司主要的销售市场。

2021 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 31.76%、43.78% 和 24.46%。

2021 年，公司水泥及熟料销售量较上年下降，主要系疫情多点爆发、错峰生产力度加大、下游房地产持续下行期及城市化进程放缓影响所致。受煤炭价格大幅增加影响，水泥和熟料的销售均价同比上升 10.96% 和 16.00%。产销率方面，水泥产销率持续保持较高水平；由于公司生产熟料主要为自用，故外售规模较小。2021 年公司前五大客户的销售额合计为 24.36 亿元，占年度销售总额比例为 4.27%，集中度保持较低水平。

表 7 公司水泥熟料销售情况

(单位：万吨、%、元/吨)

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年
水泥	销售量	9330	9508	8989
	产销率	101.53	100.50	101.49
	销售均价	320	292	324
熟料	销售量	1207	1225	983
	销售均价	276	250	290

注：上表中销量为公司业务口径统计

资料来源：公司提供

2021 年，公司水泥产品主要销售区域未发生变化，其中华北地区收入占公司营业收入的 71.91%，仍为最主要的收入贡献区。2021 年，公司在雄安新区工程方面市场占有率仍保持高水平，搅拌站供应混凝土在 70% 以上，保持很强的竞争优势。毛利率方面，受煤炭市场价格大幅增长的因素影响，多数地区业务毛利率均有所下降；受错峰生产严格执行影响，东北地区毛利率小幅上升。

表 8 公司 2021 年各区域收入及成本情况（单位：亿元、%）

区域	收入	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）	261.32	25.75	0.36	下降 7.48 个百分点
西北（陕西）	23.34	39.08	-5.54	下降 0.15 个百分点
东北（辽宁、吉林、黑龙江）	25.21	30.46	7.91	上升 10.45 个百分点
西南（重庆）	22.58	27.22	9.20	下降 4.96 个百分点
华中（河南）	13.70	31.34	4.25	下降 6.14 个百分点
其他（湖南、山东）	17.21	18.44	37.65	下降 7.86 个百分点
合计	363.38	26.89	2.42	下降 5.74 个百分点

资料来源：公司年报

5. 经营效率

2021年，公司经营效率保持增长。

2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均保持增长，但相较于同行业企业仍有待提高。

表 9 2021 年公司经营效率指标同业对比情况
（单位：次）

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
西南水泥有限公司	28.99	9.39	0.42
南方水泥有限公司	3.86	19.19	0.74
华新水泥股份有限公司	17.95	7.26	0.67
公司	8.37	9.01	0.61

数据来源：Wind、联合资信整理

6. 在建工程及拟建工程

公司未来项目投资压力尚可，项目投产运营后预计将提升公司整体竞争力。

目前公司主要拟建项目为磐石项目及邯郸金隅太行水泥迁建项目。磐石项目涉及 4500t/d 新型干法熟料水泥生产线，同时建设生产线所配套的矿山工程，预计磐石项目总投入 14.18 亿元；邯郸金隅太行水泥迁建项目涉及迁建两条 4500t/d 新型干法熟料水泥生产线，同步配套建设低温余热发电系统、脱硝工程、脱硫工程及生活垃圾接纳系统，预计邯郸金隅太行水泥迁建项目总投入 21.25 亿元；考虑到工程建设期合理，整体投资压力尚可。以上项目涉及的三条 4500t/d 新型干法熟料水泥生产线均为劣质水泥熟料生产线置换，项目投产后，公司优质产能及生产效率有望提升。

此外，截至 2022 年 3 月底，公司拟建固体废物资源综合利用项目，预计项目总投资 2.62

亿元。

7. 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。

2022年，公司将进一步优化市场结构，及时调整营销策略，拓展销售渠道，保持销量和市场份额的稳步提升；加强与大型产业集团合作，推进相关区域的优势产能并购，以新增熟料产能为发展目标，同时加快推进水泥熟料产能置换；加大绿色节能技术应用，提高能源利用效率和全面推进绿色矿山建设；深耕京津冀为核心的价值高地，推进重点区域产能整合。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年及2021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。报告中使用的2019年和2020年财务数据分别为2020年和2021年审计报告的期初调整数据。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。公司提供的2022年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 603.30 亿元，所有者权益 337.79 亿元（含少数股东权益 19.70 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 363.38 亿元，利润总额 53.10 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 604.12 亿元，所有者权益 335.34 亿元（含少数股东权益 19.72 亿元）；2022 年 1—3 月，公司

实现营业收入49.68亿元,利润总额-2.73亿元。

2. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模变化不大,资产构成仍以非流动资产为主,公司固定资产成新率较低;应收账款账龄偏长,存在一定回收风

险,关联方应收账款占比有所下降;货币资金规模有所下降,资产受限比例低。

截至2021年底,公司合并资产总额较年初小幅增长。公司资产仍以非流动资产为主,资产结构较年初变化不大。

表 10 2019-2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成情况

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末		三年年均复合增长 (%)	2021 年末较上年底增长 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)		
流动资产	174.07	28.66	159.69	27.09	159.98	26.52	142.88	23.65	-4.13	0.18
货币资金	59.79	34.35	58.97	36.93	74.96	46.86	49.77	34.83	11.97	27.13
应收账款	20.26	11.64	19.72	12.35	13.88	8.67	16.69	11.68	-17.24	-29.64
应收款项融资	0.00	0.00	31.78	19.90	16.10	10.06	11.90	8.33	--	-49.33
存货	28.72	16.50	27.07	16.95	31.88	19.93	39.78	27.84	5.35	17.77
非流动资产	433.27	71.34	429.79	72.91	443.33	73.48	461.23	76.35	1.15	3.15
固定资产	326.16	75.28	313.37	72.91	323.52	72.98	329.44	71.43	-0.41	3.24
无形资产	52.08	12.02	53.84	12.53	59.06	13.32	63.46	13.76	6.49	9.69
资产总额	607.33	100.00	589.47	100.00	603.30	100.00	604.12	100.00	-0.33	2.35

注: 1. 上表中流动资产、非流动资产的占比为在资产总额中的占比; 货币资金、应收票据、应收账款融资和存货的占比为在流动资产中的占比; 固定资产和无形资产的占比为在非流动资产中的占比。2. “--”表示数据无意义

数据来源: 公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底,公司流动资产159.98亿元,较年初增长0.18%。

截至2021年底,公司货币资金较年初增长27.13%,主要系筹资活动吸收投资及取得借款大幅增加所致,其中银行存款占93.18%。截至2021年底,公司受限货币资金金额为5.12亿元,受限比例为6.82%,主要为承兑汇票保证金、履约保证金和矿山恢复治理保证金等。

跟踪期内,公司在结算政策方面未发生重大变化,但公司加强了回收力度,应收账款及应收款项融资下降较大。

截至2021年底,公司应收款项融资较年初下降49.33%,主要系银行承兑汇票大幅减少所致。截至2021年底,公司应收账款账面余额较年初下降23.10%,累计计提坏账准备6.45亿元,计提比例为31.75%。其中,账龄超过两年的应收账款占35.98%,账龄较长,存在一定回收风险。按组合计提坏账准备的应收账款占比95.18%,其中关联方组合占比27.47%,较年初下降6.47个百分点,无计提坏账准备。应收账

款前五名集中度仍较高(占40.46%),其中欠款占比最高的公司为关联方金隅冀东(唐山)混凝土环保科技有限公司(占应收账款期末余额27.20%)。

截至2021年底,公司存货较年初增长17.77%,主要系煤炭均价大幅增长,致使存货成本增加。从构成来看,公司存货主要由原材料(占52.99%)、在产品(占24.43%)和库存商品(占22.58%)构成;公司累计计提存货跌价准备比例为2.84%。

(2) 非流动资产

截至2021年底,公司非流动资产443.33亿元,较年初增长3.15%。

截至2021年底,公司固定资产较年初增长3.24%,主要由机器设备(占43.91%)和房屋建筑物(占54.34%)构成,公司固定资产成新率49.59%,成新率较低。

截至2021年底,公司无形资产较年初增长9.69%,主要系采矿权和软件使用权增加所致;无形资产主要由土地使用权(占61.26%)和采矿权(占35.18%)构成。

截至 2021 年底，公司受限资产占总资产比重为 4.09%，受限比例低。

表 11 截至 2021 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	5.12	承兑汇票保证金、履约保证金和矿山恢复保证金等
应收票据及应收款项融资	3.57	未到期贴现银行承兑汇票以及票据质押
固定资产	15.99	通过融资租赁租入的固定资产
合计	24.67	--

资料来源: 公司年度报告

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 604.12 亿元，较上年底增长 0.13%，规模及资产结构较上年底变化不大。货币资金较上年底下降 33.60%，一方面系销售回款下降及采购款支出增加致使经营性净支出增长；另一方面，系公司对外投资及偿还债务规模增长所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2021 年，公司所有者权益规模继续增长，受吸收合并合资公司影响，所有者权益构成变

化较大，权益稳定性大幅提升。

截至 2021 年底，公司所有者权益 337.79 亿元，较年初增长 5.07%，主要系未分配利润增加所致；公司少数股东权益占比由 44.91% 减少至 5.83%，资本公积占比由 10.10% 增加至 51.09%，主要系吸收合并合资公司影响。其他权益工具较年初大幅降低主要系永续中票“18 冀东水泥 MTN001”赎回所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 335.34 亿元，较上年底下降 0.72%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 94.12%；在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 7.93%、51.46% 和 30.14%，公司所有者权益结构稳定性较高。

(2) 负债

2021 年，公司债务规模较年初小幅下降，债务负担仍处于合理范围内，但公司短期债务规模较大，存在一定短期偿付压力。

截至 2021 年底，公司负债总额 265.52 亿元，较年初下降 0.92%，负债结构相对均衡。

表 12 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末		三年年均复合增长 (%)	2021 年末较上年底增长 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)		
流动负债	224.09	70.26	137.64	51.36	135.35	50.98	148.43	55.22	-22.28	-1.66
短期借款	76.01	33.92	23.46	17.04	29.96	22.13	27.36	18.43	-37.22	27.70
应付账款	47.70	21.29	39.75	28.88	41.49	30.66	40.77	27.47	-6.73	4.40
其他应付款 (合计)	34.01	15.18	19.04	13.83	12.11	8.94	27.58	18.58	-40.33	-36.40
一年内到期的非流动负债	30.68	13.69	15.74	11.43	32.43	23.96	34.21	23.05	2.81	106.06
非流动负债	94.87	29.74	130.34	48.64	130.17	49.02	120.35	44.78	17.14	-0.13
长期借款	23.75	25.04	43.89	33.68	46.32	35.58	47.87	39.77	39.65	5.53
应付债券	34.91	36.80	58.37	44.78	62.29	47.85	50.46	41.92	33.57	6.72
负债总额	318.96	100.00	267.98	100.00	265.52	100.00	268.78	100.00	-8.76	-0.92

注: 上表中流动负债、非流动负债的占比为在负债总额中的占比; 短期借款、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债的占比为在流动负债中的占比; 长期借款和应付债券的占比为在非流动负债中的占比

数据来源: 公司财务报告、联合资信整理

截至 2021 年底，公司流动负债 135.35 亿元，较年初下降 1.66%。

截至 2021 年底，公司短期借款较年初增长 27.70%，主要系新增部分短期借款用于偿还 30 亿元中期票据所致；公司短期借款主要为信用

借款（占 86.08%）。

截至 2021 年底，公司应付账款较年初增长 4.40%，主要系应付的原材料款增加所致，应付账款账龄以 1 年以内（占 83.41%）为主。

截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）较年初下降 36.40%，主要系偿还股东借款导致关联方往来款大幅减少所致。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 106.06%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。从构成来看，公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款（占 52.21%）、一年内到期的应付债券（占 24.66%）和一年内到期的长期应付款（占 22.86%）。

截至 2021 年底，公司非流动负债较年初下降 0.13%，主要由长期借款和应付债券构成。

截至 2021 年底，公司长期借款较年初增长 5.53%，主要系信用借款有所增加所致。其中，保证借款和信用借款分别占 13.49%和 86.51%，信用借款占比较上年增加 3.94 个百分点；长期借款利率区间为 3.3%~4.45%。

截至 2021 年底，公司应付债券 62.29 亿元，较年初增长 6.72%，主要系新发行公司债所致。

表 13 2019 - 2022 年 3 月底公司债务及指标情况
(单位: 亿元、%)

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期债务	145.54	66.12	67.96	85.33
长期债务	81.50	128.38	116.51	105.79
全部债务	227.03	194.50	184.46	191.12
短期债务占全部债务比重	64.10	33.99	36.84	44.65
资产负债率	52.52	45.46	44.01	44.49
全部债务资本化比率	44.05	37.69	35.32	36.30
长期债务资本化比率	22.03	28.54	25.65	23.98

注：短期债务与长期债务加总值与全部债务存在小数尾差，系四舍五入计算影响

资料来源：公司年度报告

截至 2021 年底，公司全部债务较年初下降 5.16%，主要系偿还融资租赁款所致。其中，短期债务占 36.84%，长期债务占 63.16%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初下降 1.45 个百分点、2.37 个百分点和 2.89 个百分点。公司债务负担有所下降，处于合理范围内。从期限结构上看，2022 年到期债务规模较大。

表 14 截至 2021 年底公司债务分布情况

(单位: 亿元)

项目	1 年以内	1~2 年	2~5 年	合计
短期借款	29.96	--	--	29.96
一年内到期的非流动负债	31.96	--	--	31.96
其他应付款	3.05	--	0.10	3.15
长期借款	--	32.37	13.95	46.32
应付债券	--	--	62.29	62.29
长期应付款	--	4.40	2.80	7.20
合计	64.97	36.77	79.14	180.88

注：上述表格期限分布数据以审计报告相关科目数据为准，不包含应付票据以及融资租赁摊销部分利息，故与前述全部债务存在小幅偏差

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 268.78 亿元，较上年底增长 1.23%，主要系其他应付款增加所致，其他应付款的增加主要来源于股东借款。公司负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 191.12 亿元，较上年底增长 3.61%。债务结构方面，短期债务占 44.65%，长期债务占 55.35%，短期债务占比有所上升，主要系公司向股东借款（18.60 亿元）增加所致，短期债务占比及规模较大，存在一定短期偿债压力。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别提高 0.48 个百分点和 0.98 个百分点，长期债务资本化比率较上年底下降 1.66 个百分点，公司债务负担仍在合理水平。

4. 盈利能力

2021 年，随着公司水泥和熟料的均价提升，公司营业收入有所增长，但受煤炭价格上涨幅度较大影响，公司利润和盈利指标有所下降；2022 年一季度利润出现亏损。

2021 年，公司营业收入为 363.38 亿元，同比增长 2.42%，收入规模小幅上升；利润总额 53.10 亿元，同比下降 21.36%，主要系煤炭价格涨幅过大所致。

2021 年，公司期间费用总额为 53.23 亿元，同比下降 0.81%。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 10.89%、74.92%、1.87%和 12.32%，以管理费

用为主。财务费用为6.56亿元，同比下降25.94%，主要系有息债务规模缩减及综合融资成本下降所致。2021年，公司期间费用率为14.65%，同比下降0.48个百分点，费用控制能力继续提升。

非经常性损益方面，2021年，公司取得投资收益4.64亿元（占营业利润9.31%），主要系权益法核算的长期股权投资收益；其他收益7.13亿元（占营业利润14.30%），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，其中增值税返还及财政贴息可持续性较强；资产减值损失和信用减值损失分别为0.77亿元和0.28亿元，对公司营业利润影响较小。营业外收入4.00亿元，较2020年增长353.73%，主要系公司产能指标转让利得，不可持续。

从盈利指标看，2021年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均较2020年小幅下降。与同行业公司相比，公司盈利指标表现一般。

表 15 2021 年盈利指标同业对比情况

(单位：亿元)

公司名称	营业收入	利润总额	毛利率 (%)	净资产收益率 (%)
西南水泥有限公司	264.59	4.78	20.08	0.77
南方水泥有限公司	725.91	140.29	27.75	30.78
华新水泥股份有限公司	324.64	73.73	34.10	19.76
公司	363.38	53.10	26.89	12.38

注：华润水泥控股有限公司利润总额数据以除税前溢利列示，营业收入和利润总额单位为亿港元

资料来源：Wind、联合资信整理

2022年1—3月，公司实现营业收入49.68亿元，同比下降2.51%；利润总额-2.73亿元，主要系公司所在区域受疫情多点爆发及错峰生产影响，水泥产量及销量均同比减少，叠加原煤采购价格上涨影响，产品成本上涨致使利润亏损。

5. 现金流

2021年，公司经营性现金流继续净流入，投资活动现金流继续净流出，经营活动产生的现金流量净额可以满足投资活动的现金需求；公司为降低债务负担，筹资活动现金流仍保持净流出。

表 16 公司 2019—2022 年 3 月现金流情况

(单位：亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	291.15	303.53	315.90	48.58
经营活动现金流出小计	208.96	216.24	253.78	55.57
经营活动现金流量净额	82.19	87.28	62.11	-6.99
投资活动现金流入小计	12.77	5.52	7.37	0.78
投资活动现金流出小计	45.44	26.57	26.13	11.90
投资活动现金流量净额	-32.67	-21.05	-18.76	-11.12
筹资活动前现金流量净额	49.52	66.23	43.36	-18.11
筹资活动现金流入小计	216.72	133.81	127.23	35.98
筹资活动现金流出小计	307.08	201.24	156.73	42.42
筹资活动现金流量净额	-90.36	-67.43	-29.50	-6.43
现金收入比	80.75	81.70	81.90	90.60

资料来源：联合资信整理

从经营活动来看，2021年，受益于水泥销售收入的增加以及煤炭成本的大幅上升，公司经营活动现金流入量和流出量均有所增加，经营活动现金流量净额同比下降28.83%。由于公司在业务开展过程中，多采用票据结算方式，现金收入比持续较低。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入量小幅增长，主要为处置产能指标所致；投资活动现金流出主要系冀东水泥铜川有限公司新建熟料水泥生产线所致。2021年投资活动现金流量仍保持净流出。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为43.36亿元，同比下降34.54%，但仍保持较大规模净流入，经营活动产生的现金流量净额可以满足投资活动的现金需求。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量和流出量均有所降低，净流出金额较年初下降56.25%，主要系公司积极偿还短期债务所致，涉及16.00亿元短期应付债券、32.00亿元永续债以及融资租赁11.23亿元。

2022年1—3月，公司经营活动、投资活动及筹资活动产生的现金流量均为净流出，其中经营活动产生的现金流量净额为-6.99亿元，主要系公司主要产能及市场处于北方区域，销售

淡季及煤炭均价上升造成经营活动现金流量流入减少及流出加大所致。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标较弱，长期偿债能力强，综合考虑到公司股东背景、经营规模、综合实力以及行业地位等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率较年初变化不大；截至 2022 年 3 月底，公司流动比率和速动比率下降幅度较大且均小于 100%，主要系货币资金减少及其他应付款增加所致。截至 2021 年底，公司现金短期债务比为 1.15 倍，保障程度尚可；截至 2022 年 3 月底，现金短期债务比下降到较低

水平，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。

从长期偿债指标看，截至 2021 年底，公司 EBITDA 对利息及债务本金的覆盖程度高。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2022 年 3 月底，公司已获金融机构授信额度 242.10 亿元，尚未使用授信额度为 152.52 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 2022 年 3 月底，公司对外担保合计 5200 万元，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。

截至 2022 年 3 月底，公司无重大未决诉讼和仲裁案件。

表 17 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力	流动比率（%）	77.68	116.02	118.20	96.27
	速动比率（%）	64.86	96.35	94.64	69.47
	经营现金/流动负债（%）	36.68	63.41	45.89	-4.71
	经营现金/短期债务（倍）	0.56	1.32	0.91	-0.08
	现金类资产/短期债务（倍）	0.73	0.92	1.15	0.60
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	107.74	110.04	93.84	--
	全部债务/EBITDA（倍）	2.11	1.77	1.97	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.36	0.45	0.34	-0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	8.47	11.07	11.93	--
	经营现金/利息（倍）	6.46	8.78	7.90	-3.83

注：1. 经营现金指经营活动现金流量净额，下同；2. “--”表示数据无意义
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

7. 公司本部（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，母公司负债水平一般，债务负担适中，子公司投资收益为其主要利润来源。

截至 2021 年底，母公司资产总额 610.04 亿元，其中流动资产 265.88 亿元（占 43.58%），非流动资产 344.16 亿元（占 56.42%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 22.49%）和其他应收款（占 73.28%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 93.00%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 59.80 亿元。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 190.91 亿元，较年初增长 5.67%。在所有者权益中，实收资本 13.48 亿元（占 7.06%）、其他权益工具 34.46 亿元（占 18.05%）、资本公积 49.98 亿元（占 26.18%）、未分配利润 84.02 亿元（占 44.01%）。

截至 2021 年底，母公司负债总额 249.19 亿元，其中流动负债 133.12 亿元（占 53.42%），非流动负债 116.07 亿元（占 46.58%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 16.53%）、其他应付款（合计）（占 55.67%）和一年内到期的非流动负债（占 23.71%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 39.69%）和应付债券（占 53.67%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 40.85%，较 2020

年下降7.56个百分点。截至2021年底，母公司全部债务173.64亿元。其中，短期债务占33.42%、长期债务占66.58%，以长期债务为主。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率32.49%，母公司债务负担适中。

2021年，母公司营业收入为91.52亿元，利润总额为24.05亿元。同期，母公司投资收益为25.39亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为11.07亿元，投资活动现金流净额24.76亿元，筹资活动现金流净额-1.66亿元。

十一、外部支持

公司控股股东金隅集团是大型国有上市公司，公司在融资等方面可获得股东支持。

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，公司融资渠道较为畅通，融资成本处于较低水平。

截至2021年底，金隅集团为公司提供34亿元融资担保，其中27亿元为私募债融资担保，7亿元为农业银行借款担保。此外，2021年，公司从金隅集团及其财务公司取得拆入资金26.78亿元；截至2021年底，拆入资金余额6.98亿元。

十二、担保方分析

冀东集团各业务板块协同发展，其对“12冀东03”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，体现了股东对公司的信心。

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

冀东集团是国家建材行业大型骨干企业，截至2021年底，冀东集团注册资本及实收资本均为24.80亿元，金隅集团持有冀东集团55%股权，为冀东集团控股股东，北京市国资委为冀东集团实际控制人。

跟踪期内，冀东集团主营业务发生改变，目前主要从事混凝土生产及销售、骨料生产及销售、水泥机械设备及配件生产和销售、商贸物流以及房地产开发等。

财务方面，截至2021年底，冀东集团资产合计222.45亿元，较2020年底大幅下降70.28%，主要系2021年11月公司控股股东变更为金隅集团，公司不在纳入冀东集团合并范围所致；所有者权益26.95亿元（其中少数股东权益为5.28亿元）。2021年，冀东集团实现营业收入579.60亿元，同比下降2.13%；利润总额50.63亿元，同比下降24.93%（详见附件2-3）。

十三、债券偿还能力分析

公司 EBITDA、经营活动现金流量对存续债券保障能力强。

截至本报告出具日，公司存续债券余额60.76亿元。2021年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为存续债券本金60.76亿元的1.54倍、5.20倍和1.02倍。

表 18 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2021 年末
一年内到期债券余额	23.00
未来待偿债券本金峰值	23.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.40
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	13.72
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.70
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	4.08

资料来源：联合资信整理

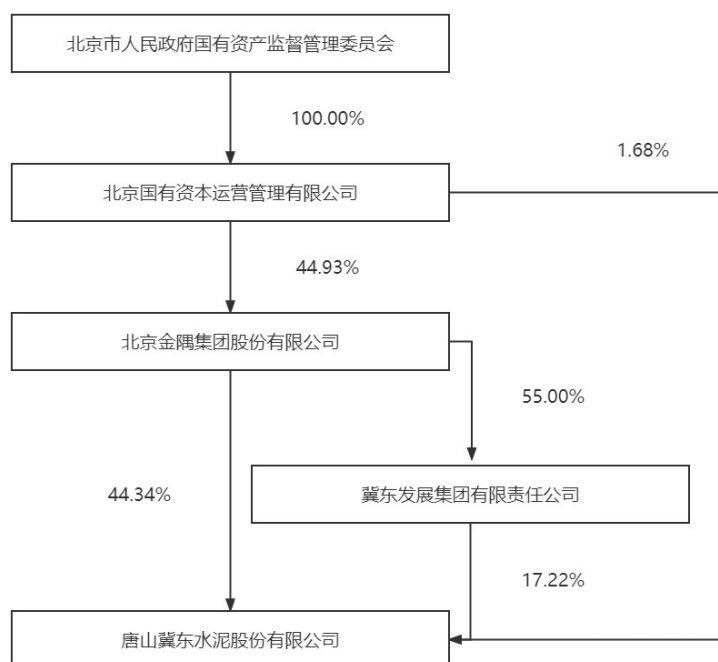
公司按年计算的存续债券未来待偿本金峰值即为2022年的23亿元，2021年公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对公司一年内到期债券余额及未来待偿债券本金峰值保障能力很强。

“12冀东03”由冀东集团提供连带责任保证担保，冀东集团的担保体现了股东对公司的信心。

十四、结论

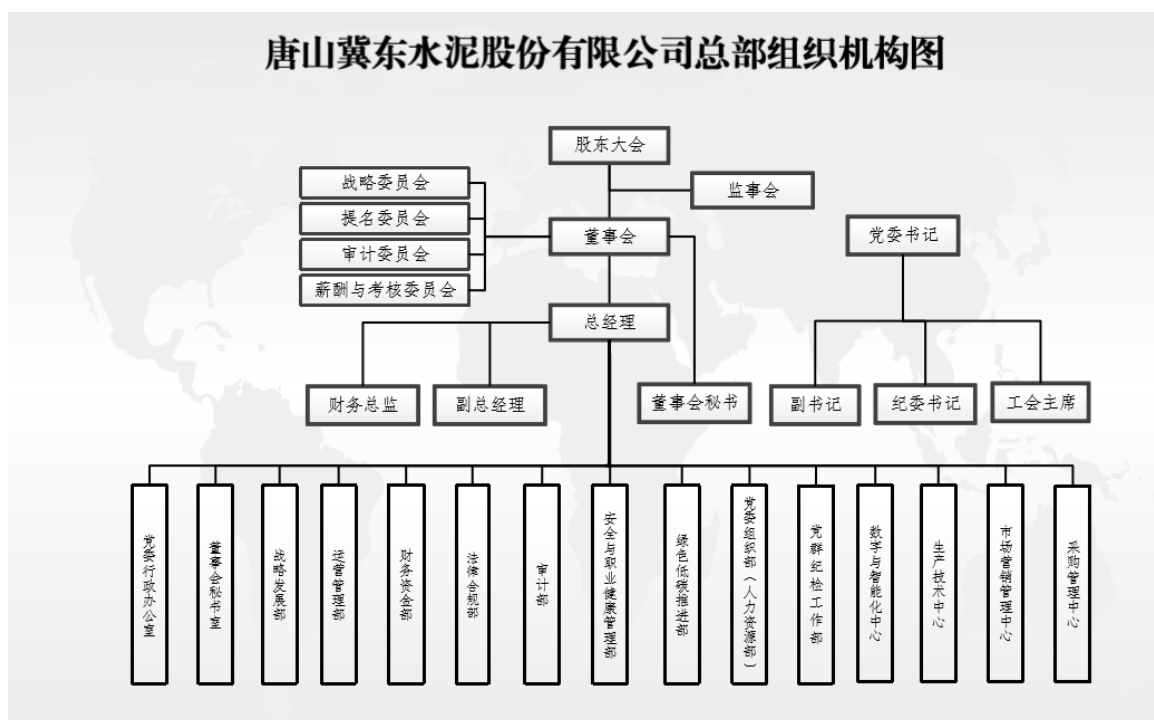
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“12 冀东 03”“21 冀东 01”以及“21 冀东 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	直接持股比例
1	冀东水泥铜川有限公司	陕西省铜川市耀州区	陕西省铜川市耀州区	水泥及水泥制品制造、销售	100.00%
2	北京金隅红树林环保技术有限责任公司	北京市昌平区	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	临澧冀东水泥有限公司	湖南省常德市临澧县	湖南省常德市临澧县	水泥、水泥熟料的生产及销售；石灰石的开采及销售；碎石的生产及销售；石灰石粉的生产及销售；与水泥相关的技术咨询、技术服务；本厂货物运输；设备租赁；普通货物运输等	99.28%
4	河北金隅鼎鑫水泥有限公司	河北省石家庄市鹿泉市	河北省石家庄市鹿泉市	水泥及水泥制品制造、销售	100.00%
5	赞皇金隅水泥有限公司	河北省石家庄市赞皇县	河北省石家庄市赞皇县	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%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	106.22	61.14	78.15	51.27
资产总额（亿元）	607.33	589.47	603.30	604.12
所有者权益（亿元）	288.38	321.49	337.79	335.34
短期债务（亿元）	145.54	66.12	67.96	85.33
长期债务（亿元）	81.50	128.38	116.51	105.79
全部债务（亿元）	227.03	194.50	184.46	191.12
营业收入（亿元）	345.07	354.80	363.38	49.68
利润总额（亿元）	62.54	67.53	53.10	-2.73
EBITDA（亿元）	107.74	110.04	93.84	--
经营性净现金流（亿元）	82.19	87.28	62.11	-6.99
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.50	5.90	8.37	--
存货周转次数（次）	8.06	8.57	9.01	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.59	0.61	--
现金收入比（%）	80.75	81.70	81.90	90.60
营业利润率（%）	35.52	31.17	25.38	18.58
总资本收益率（%）	11.98	11.94	9.44	--
净资产收益率（%）	17.01	16.12	12.38	--
长期债务资本化比率（%）	22.03	28.54	25.65	23.98
全部债务资本化比率（%）	44.05	37.69	35.32	36.30
资产负债率（%）	52.52	45.46	44.01	44.49
流动比率（%）	77.68	116.02	118.20	96.27
速动比率（%）	64.86	96.35	94.64	69.47
经营现金流动负债比（%）	36.68	63.41	45.89	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.92	1.15	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	8.47	11.07	11.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.11	1.77	1.97	--

注：1. 2022 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 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；3. 短期债务与长期债务加总值与全部债务存在小数尾差，系四舍五入计算影响；4. “--”表示数据无意义

资料来源：公司提供、联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	39.02	24.45	60.24
资产总额（亿元）	387.03	370.02	610.04
所有者权益（亿元）	180.66	190.91	360.85
短期债务（亿元）	105.18	38.50	54.89
长期债务（亿元）	76.79	112.56	115.50
全部债务（亿元）	181.97	151.06	170.39
营业收入（亿元）	33.65	47.80	91.52
利润总额（亿元）	7.52	14.02	24.05
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	0.05	5.77	11.07
财务指标			
销售债权周转次数（次）	9.13	22.10	21.21
存货周转次数（次）	237.60	748.41	139.67
总资产周转次数（次）	0.09	0.13	0.19
现金收入比（%）	77.03	96.21	102.94
营业利润率（%）	0.30	0.31	2.71
总资本收益率（%）	6.13	7.09	6.03
净资产收益率（%）	5.27	7.58	6.80
长期债务资本化比率（%）	29.83	37.09	24.25
全部债务资本化比率（%）	50.18	44.17	32.07
资产负债率（%）	53.32	48.41	40.85
流动比率（%）	124.46	209.18	199.73
速动比率（%）	124.39	209.11	198.81
经营现金流动负债比（%）	0.04	8.76	8.32
现金短期债务比（倍）	0.37	0.63	1.10
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 2022 年 1-3 月公司本部/母公司财务数据未提供；2. “/” 表示数据未获取
 资料来源：公司提供、联合资信整理

附件 2-3 主要财务数据及指标（冀东集团合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	125.49	83.14	11.67
资产总额（亿元）	753.20	748.40	222.45
所有者权益（亿元）	277.22	309.16	26.95
短期债务（亿元）	173.89	145.23	98.96
长期债务（亿元）	115.22	110.22	0.07
全部债务（亿元）	289.11	255.45	99.04
营业收入（亿元）	528.50	592.24	579.60
利润总额（亿元）	55.98	67.44	50.63
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	83.95	82.14	37.38
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.87	8.44	15.44
存货周转次数（次）	5.70	6.01	6.11
总资产周转次数（次）	0.69	0.79	1.19
现金收入比（%）	91.35	91.76	92.55
营业利润率（%）	23.47	20.82	14.09
总资本收益率（%）	7.41	8.92	31.58
净资产收益率（%）	15.14	16.30	147.63
长期债务资本化比率（%）	29.36	26.28	0.26
全部债务资本化比率（%）	51.05	45.24	78.61
资产负债率（%）	63.18	58.69	87.89
流动比率（%）	78.94	86.36	67.85
速动比率（%）	57.25	61.18	25.22
经营现金流动负债比（%）	24.32	26.16	19.40
现金短期债务比（倍）	0.72	0.57	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 以上数据仅通过公开市场整理获得；2. “/”表示数据未获取
 资料来源：Wind、联合资信整理

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
经营现金流动负债比	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