

唐山冀东水泥股份有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行公司债券

(第二期) 信用评级报告

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〔2024〕9054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及其拟发行的2024年面向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级为AAA，唐山冀东水泥股份有限公司2024年面向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）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：

二〇二四年九月十日

# 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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了绿色债券（含碳中和）第三方认证服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司影响，联合资信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。

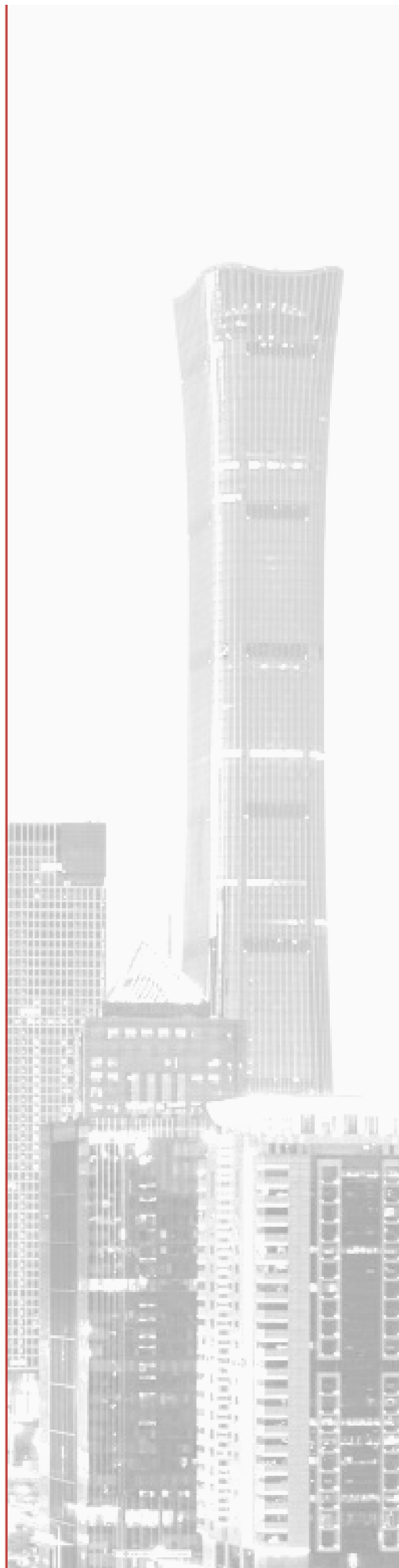
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

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。

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。



# 唐山冀东水泥股份有限公司 2024 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/09/10

**债项概况** 本期债项发行金额为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债项偿还方式为按年付息，到期一次性偿还本金；本期债项无担保，募集资金在扣除发行费用后，将用于偿还公司债务及补充流动资金。

**评级观点** 唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”）作为国有大型龙头水泥企业之一，在股东背景、行业地位及产能规模等方面具备优势，在京津冀地区的市场占有率及市场竞争优势明显。公司权益稳定性较高，经营活动现金流持续净流入；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”）为公司提供了强有力的支持，公司融资渠道畅通，综合融资成本较低。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；公司销售区域较为集中，易受区域市场经济景气度和政策影响，同时面临区域内房地产行业需求下行，环保、减能增效压力将进一步加大，公司水泥产能利用率继续处于较低水平；作为周期性行业，2022 年公司水泥单位成本高企以及 2023 年水泥销售价格下降幅度较大致使公司盈利空间收窄等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**股东支持。

**评级展望** 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，公司有望继续在区域内保持竞争优势。

**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，盈利能力进一步弱化。

## 优势

- **公司在股东背景方面具有明显优势，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，截至 2023 年底，公司从金隅集团获得融资担保金额 19.20 亿元及拆入资金余额 11.55 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，水泥产能位列国内水泥制造企业第 3 名。截至 2024 年 6 月底，公司熟料、水泥和骨料年产能分别为 1.10 亿吨、1.76 亿吨和 0.77 亿吨。公司作为国有大型龙头水泥企业之一，在京津冀地区连续多年市场占有率超过 50%，华北区域优势明显。
- **公司权益稳定性较高，经营活动现金流持续净流入，融资渠道畅通，综合融资成本较低。**2021—2023 年末及 2024 年 6 月末，公司所有者权益中股本及资本公积合计占比较大，权益稳定性较高。2021—2023 年及 2024 年 1—6 月，公司经营活动现金流持续净流入。截至 2024 年 6 月底，公司未使用的银行授信额度充足，且作为上市公司具备直接融资渠道，综合融资成本处于较低水平。

## 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，且区域房地产行业景气度继续下行、产能过剩，行业供需失衡，公司水泥产能利用率处于较低水平。**公司销售收入主要来源于华北区域，2023 年华北区域收入占比 74%，易受当地市场经济景气度及政策影响。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，公司市场区域主要位于华北、西北及东北区域，受冬季保供暖影响，公司生产线停产时间较长，有效产能规模有所下降，叠加区域内房地产行业景气度继续下行、环保、减能增效压力将进一步加大的影响，行业供需失衡，2021—2023 年公司水泥产量波动下降，2024 年 1—6 月公司水泥销量同比下降 14.24%，产能利用率处于较低水平。

- **受原材料成本高企及水泥销售价格波动下降并于低位运行影响，公司盈利空间大幅压缩。**2021—2023年，煤炭价格大幅上涨后于高位震荡，导致公司原材料成本高企，成本控制难度上升；叠加下游需求减少，供需失衡致使行业竞争加剧，水泥销售价格波动下降并于低位运行，公司综合毛利率持续下降，2023年及2024年1—6月利润总额均发生阶段性亏损。

## 本次评级使用的评级方法、模型

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

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

## 本次评级打分表及结果

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	3
			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

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

## 主要财务数据

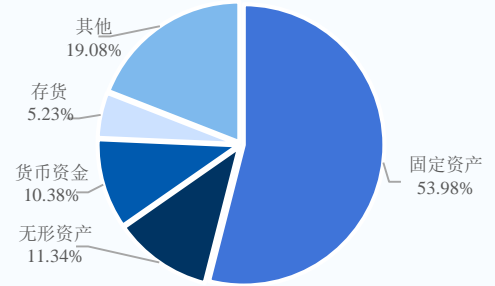
合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年6月
现金类资产（亿元）	94.25	77.29	71.57	72.08
资产总额（亿元）	603.30	620.19	599.23	594.06
所有者权益（亿元）	337.79	326.03	305.97	295.46
短期债务（亿元）	67.96	69.53	89.78	81.84
长期债务（亿元）	116.51	144.35	123.02	134.79
全部债务（亿元）	184.46	213.88	212.80	216.63
营业总收入（亿元）	363.38	345.44	282.35	112.20
利润总额（亿元）	53.10	18.22	-19.01	-8.36
EBITDA（亿元）	93.84	62.19	26.40	--
经营性净现金流（亿元）	62.11	22.69	29.90	8.33
营业利润率（%）	25.38	18.81	9.93	11.41
净资产收益率（%）	12.38	4.32	-5.71	--
资产负债率（%）	44.01	47.43	48.94	50.26
全部债务资本化比率（%）	35.32	39.61	41.02	42.30
流动比率（%）	118.20	118.88	90.10	96.55
经营现金流动负债比（%）	45.89	16.69	19.24	--
现金短期债务比（倍）	1.39	1.11	0.80	0.88
EBITDA利息倍数（倍）	11.93	8.31	3.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.97	3.44	8.06	--

母公司口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年6月
资产总额（亿元）	610.04	624.49	621.39	618.78
所有者权益（亿元）	360.85	364.98	372.82	374.74
全部债务（亿元）	163.25	187.01	182.09	176.09
营业总收入（亿元）	91.52	132.46	101.05	39.06
利润总额（亿元）	24.05	28.03	13.37	3.59
资产负债率（%）	40.85	41.56	40.00	39.44
全部债务资本化比率（%）	31.15	33.88	32.81	31.97
流动比率（%）	199.73	232.27	194.64	202.20
经营现金流动负债比（%）	8.32	-13.88	5.64	--

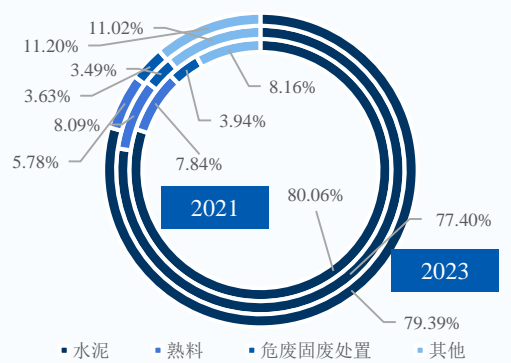
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司2021—2023年末及2024年6月末合并口径其他应付款及其他流动负债中的有息部分计入短期债务，长期应付款的有息部分计入长期债务；未对公司本部债务数据进行调整；4. 本报告2021—2023年财务数据均为期末数据，公司2024年半年度财务数据未经审计，相关指标未予年化；“-”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

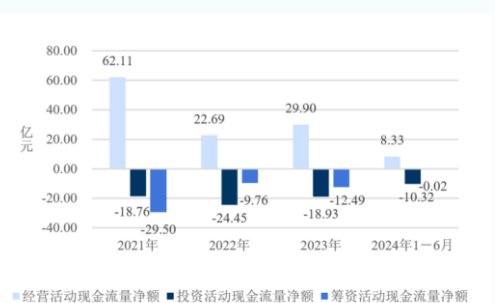
2023年底公司资产构成



2021—2023年公司收入构成



2021—2023年及2024年1—6月公司现金流情况



2021—2023年末及2024年6月末公司债务情况



## 主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/08/08	宋莹莹 高 星	<a href="#">水泥企业信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">水泥企业主体信用评级模型（V4.0.202208）</a>	--
AAA/稳定	2019/05/15	王安娜 王文燕	<a href="#">原联合信用评级水泥企业主体信用评级方法（2018年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/正面	2018/09/03	刘珺轩 王兴萍	<a href="#">水泥企业主体信用评级方法（2017年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	2016/06/07	杨世龙 张方舟	<a href="#">水泥行业企业信用分析要点（2013年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/列入信用评级观察名单	2016/02/02	/	--	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/负面	2015/05/22	刘新泉 刘秀秀	<a href="#">水泥行业企业信用分析要点（2013年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	2012/05/11	刘洪涛 刘 薇	--	<a href="#">阅读全文</a>

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](mailto:songyy@lhratings.com)

项目组成员：高 星 [gaoxing@lhratings.com](mailto:gaoxing@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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、主体概况

唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“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，公司、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 6 月底，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%，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）。

公司是中国大型水泥龙头企业之一，主营业务为水泥的生产和销售，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为水泥行业。

截至 2024 年 6 月底，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 2023 年底，公司合并资产总额 599.23 亿元，所有者权益 305.97 亿元（含少数股东权益 18.78 亿元）；2023 年，公司营业总收入 282.35 亿元，利润总额-19.01 亿元。截至 2024 年 6 月底，公司合并资产总额 594.06 亿元，所有者权益 295.46 亿元（含少数股东权益 17.94 亿元）；2024 年 1—6 月，公司实现营业总收入 112.20 亿元，利润总额-8.36 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。

## 二、本期债项信息

2023 年 4 月 18 日，公司获得中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”，证监许可〔2023〕810 号）同意面向专业投资者发行面值不超过（含）30 亿元（以下简称“本次公司债券”）的公司债券的注册，本期债项为本次公司债券第二期，名称为“唐山冀东水泥股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”（以下简称“本期债项”）。

本期债项发行金额为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），本期债项为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债项偿还方式为按年付息，到期一次性偿还本金。

本期债项无担保。

本期债项募集资金在扣除发行费用后，将用于偿还公司债务及补充流动资金。

## 三、宏观经济和政策环境分析

2024 年上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，国内结构调整持续深化等带来新挑战，经济增速有所回落，随着逆周期调控政策加力，经济整体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，积极财政和稳健货币靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新，落实增发国债，调整房地产政策。

2024 年上半年，国民经济运行总体平稳。上半年国内生产总值 61.7 万亿元，同比增长 5.0%。二季度国内生产总值同比增长 4.7%，增速比一季度有所回落；增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前困难挑战有所增多，国内有效需求不足、大循环不畅等问题。信用环境方面，上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，流动性合理充裕。下半年，货币政策将加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型；保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱；把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革；完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

展望下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年半年报）](#)》。

## 四、行业分析

2021 年以来，煤价大幅上涨至历史高位后快速回落至高位缓慢波动下行，水泥企业生产成本处于高位。受此影响，2021 年水泥价格成倒“V”型波动，但 2022 年以来，房地产开发投资乏力，基建投资虽增幅明显但对水泥需求支撑不足，水泥销量创 11 年来新低，供需失衡致使行业竞争加剧，水泥价格波动下降至低位盘桓。2024 年上半年水泥下游需求仍然乏力，水泥价格小幅回调后继续下行。在成本端



和需求端的双重挤压下，2022 年水泥行业企业经营效益下降明显，2023 年以来水泥行业部分企业出现亏损，预计 2024 年水泥行业企业亏损情况或将扩大。

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，多政策多维度控制水泥熟料产能置换，严格控制新增产能；且随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力进一步加大，一定程度抑制水泥供给，但目前水泥行业去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。完整版行业分析详见[《2024 年半年度水泥行业分析》](#)。

## 五、基础素质分析

### 1 竞争实力

**公司水泥产能位列全国水泥制造企业第三名，具备较强的规模优势，在华北区域市场占有率较高，整体竞争实力较强。**

公司是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一，水泥产能位列国内水泥制造企业第 3 名。截至 2024 年 6 月底，公司熟料年产能达到 1.10 亿吨，水泥年产能达到 1.76 亿吨，骨料年产能达 0.77 亿吨。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，尤其在京津冀地区，公司市场占有率超过 50%。截至 2023 年底，公司已获得的石灰石资源储量 45.67 亿吨、骨料资源储量 3.79 亿吨；2024 年 1—6 月公司石灰石自给率 83.10%。整体看，公司所布局区域形成规模上的比较优势且拥有持续保供重点工程的实力。

### 2 人员素质

**公司高级管理人员行业经验丰富，员工构成符合公司发展需要。**

截至 2023 年底，公司高级管理人员共 9 人，均有丰富的行业经验和管理经验；公司在职员工数量 22102 人，其中生产人员占 50.57%，技术人员占 30.21%，其他人员占 19.22%。

### 3 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 2024 年 7 月 24 日，公司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 2024 年 9 月 5 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

## 六、管理分析

### 1 法人治理

**公司作为上市公司，按照《公司法》等相关法律法规，设立了股东大会、董事会和监事会，组织结构完备，法人治理结构规范，实际运行情况良好。**

公司股东大会由全体股东组成，为公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。公司董事会是公司的经营决策机构，对股东大会负责；董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人。公司监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作，公司设总经理 1 名，设副经理若干名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，经理连聘可以连任。

### 2 管理水平

**公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。**

公司建立了财务管理、安全管理、物资供应、对外担保等规章制度，管理制度较完善，其中安全管理及生产安全事故应急预案制度较详尽，其内部控制较严格。财务管理方面，公司实施了规范化的财务管理制度和流程，建立了资金集中统一管理和使用实体资金池，并实

施统一的担保管理体系。安全管理方面，公司建立了六大安全管理体系保证安全生产，分别是各级安全生产责任落实体系、组织保障体系、安全生产制度体系、安全生产教育培训体系、安全监督检查体系和安全评审考核体系。此外，公司制订了3个层次的生产安全事故应急预案，分别为综合预案、专项预案、现场处置方案。公司按照统一领导、分级负责的原则，自上而下设置应急组织体系。公司对危险源通过预测、预报和预警的方式逐级上报，分级管理。工作人员熟练掌握现场处置方案，迅速反应正确处理险情或事故；组织人员熟悉专项应急救援预案中的事故控制技术措施、现场处置方案等，控制事态的发展或消除事故；应急组织机构成员熟悉应急预案，掌握公司重点危险源分布及其控制措施，加强预案的日常培训与演练，提高救援队伍的协作救援能力，最大限度的减少损失。物资供应管理方面，公司物资供应实行扁平化的“总部—企业”两级管理模式。公司设置采购管理中心，负责公司物资供应专业管理。对外担保方面，公司所有对外担保事项都必须经公司董事会或股东大会审批，应由董事会审批的对外担保，必须经出席董事会的三分之二以上董事审议通过。未经公司董事会或股东大会批准，公司不得对外提供担保。公司在对全资子公司以外的公司提供超过持股比例的担保时，要求未提供担保的股东向公司提供反担保。

## 七、经营分析

### 1 经营概况

公司收入主要来自水泥板块，行业地位较突出。2021—2023年，受水泥业务收入逐年下降影响，公司营业总收入持续下降；综合毛利率因煤炭采购均价高位运行叠加水泥销售价格波动下降影响而逐年下降。

公司主要从事水泥及熟料的生产和销售，水泥及熟料业务系公司收入和利润的主要来源。公司水泥产能规模大，2023年位列国内水泥制造企业第3名，行业地位较突出，区域市场竞争优势明显。

2021—2023年，受下游需求影响，公司水泥、熟料等业务收入逐年下降，带动公司营业总收入持续下降。从收入构成来看，2021—2023年，公司各板块收入构成较稳定，水泥及熟料业务占公司营业总收入的比重超85.00%，其他收入主要为骨料收入、运输及矿渣粉收入等。2021—2023年，公司综合毛利率持续下降。其中，2022年下降主要系煤炭价格大幅上涨所致；2023年公司综合毛利率同比下降8.70个百分点，主要系水泥和熟料销售价格下降所致。2024年1—6月，公司实现营业总收入112.20亿元，同比下降22.55%；公司综合毛利率13.75%，较去年同期增长0.84个百分点，主要系骨料毛利率小幅增长所致。

图表1·2021—2023年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2021年			2022年			2023年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	290.93	80.06	26.97	267.38	77.40	20.40	224.15	79.39	9.43
熟料	28.48	7.84	22.60	27.93	8.08	15.65	16.33	5.78	1.46
危废固废处置	14.31	3.94	44.55	12.05	3.49	40.21	10.24	3.63	35.05
其他	29.65	8.16	21.69	38.08	11.02	18.35	31.63	11.20	26.22
合计	363.38	100.00	26.89	345.44	100.00	20.48	282.35	100.00	11.78

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

### 2 业务经营分析

#### （1）水泥生产

公司水泥熟料产能规模大，竞争优势明显，2021年以来，公司水泥产量波动下降，熟料产量逐年下降；受行业整体产能过剩、环保限产、冬季保供供暖停产以及下游房地产行业需求下降等因素影响，2021年以来公司水泥和熟料产能利用率处于行业较低水平。

产能方面，公司水泥生产线布局覆盖13个省、自治区、直辖市，主要布局在京津冀区域。截至2024年6月底，公司熟料和水泥产能分别为1.10亿吨/年和1.76亿吨/年。近年来公司骨料产能持续增加，截至2024年6月底，公司骨料产能为0.77亿吨/年。

产量及产能利用率方面，2021—2023年，公司水泥产量波动下降，熟料产量逐年下降。其中，2022年，水泥和熟料产量均小幅下降，主要系房地产投资持续低位运行，下游需求下降所致。2023年，水泥产量小幅增长，主要系公司拓展北方区域销售规模，提高市场份额及承接的重点工程项目规模增加综合影响所致；熟料产量规模下降主要系外销规模下降所致。受行业整体产能过剩、环保限产以及下游房地产行业需求持续下降等因素影响，叠加公司市场区域主要位于华北、西北及东北区域，受冬季保供供暖影响，公司生产线停产时间较长，有

效产能规模有所下降，2021—2023年，公司水泥和熟料产能利用率保持较低水平。在水泥窑协同处置环保项目建设方面，截至2023年底，公司危废固废处置能力达540万吨/年。水泥窑协同处置主要系公司将资源综合利用以解决废水零排放、废渣资源化利用及废弃达标排放问题。2024年1—6月，公司水泥和熟料产量同比小幅下降，其中熟料产量规模降幅较大，主要系下游需求下降所致。

图表2·公司水泥熟料产能情况（单位：万吨/年、万吨）

业务板块	2021年			2022年			2023年			2024年1—6月		
	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	产能	产量	产能利用率
水泥	17600	8931	55.09%	17600	7753	48.94%	17600	8653	53.29%	17600	3387	49.91%
熟料	11000	7507	74.09%	11000	7000	69.95%	11000	6839	67.68%	11000	2745	38.49%

注：上表中产量为公司业务口径统计；2021—2023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；2024年1—6月产能利用率未考虑相关停工天数，指标已年化  
资料来源：公司提供

## （2）原材料采购

公司石灰石资源丰富，部分石灰石及电力供应能够实现自给，具备一定的成本控制能力；2021—2022年，受原燃料采购价格上涨影响，公司水泥和熟料单位生产成本持续上涨，尤其煤炭价格涨幅较大，对公司的成本控制形成较大挑战。2023年以来，公司原材料采购成本有所下降，但仍处于高位，公司水泥和熟料单位生产成本均有所下降。预计未来一段时间，煤炭市场价格仍有进一步下降的空间，公司水泥熟料的单位成本或将进一步降低。

水泥生产的主要原材料是石灰石，主要能源是煤炭和电力。石灰石方面，公司通过主要自给和部分外购的方式满足水泥生产的需要。煤炭方面，公司已与大型煤炭生产企业建立战略合作关系，主要供应商较稳定，煤炭采购价格主要参考市场化煤炭销售价格，煤炭长期保供协议规模较小。电力方面，公司与大型电厂建立了战略合作关系，同时也进行自发电满足部分电力（平均约占28.00%）需求，并利用电厂产生的粉煤灰、脱硫石膏生产水泥，加大资源综合利用，降低生产成本，且公司目前采用当前国家大力推行的新型干法水泥生产线。

石灰石采购方面，公司主要所属水泥企业均靠近公司自备的石灰石矿山，截至2023年底，公司已获得石灰石资源45.67亿吨以及建筑石料用灰岩和白云岩3.79亿吨，公司拥有61项石灰石矿采矿权，平均剩余期限为25年。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，2024年1—6月，公司石灰石自给比例为83.10%。

煤炭采购方面，公司煤炭全部由外购取得，2021年以来煤炭价格大幅上涨并于高位震荡下行，致使公司水泥生产成本较高。电力采购方面，2021—2023年，公司电力采购价格波动增长。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。截至2023年底，公司余热发电系统总装机容量为589.67MW，在建余热发电装机6.00MW。2023年公司利用余热发电19.83亿度，余热发电产生电量占公司用电总量的25.68%。

图表3·公司原材料采购价格及采购量（单位：万吨、元/吨、亿千瓦时、元/千瓦时）

原材料	项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—6月
煤炭	采购量	1024.88	930.51	857.00	362.24
	采购均价	973.85	1196.81	913.00	774.86
石灰石	采购量	2850.45	2401.75	1560.90	749.45
	采购均价	46.95	51.41	51.30	47.20
外购电力	采购量	63.86	58.54	58.43	24.03
	采购均价	0.55	0.58	0.57	0.57

资料来源：公司提供

受原材料及原燃料采购价格波动影响，2021年以来，公司熟料单位生产成本波动上涨，水泥单位生产成本波动下降，但相较2021年<sup>1</sup>之前，水泥单位生产成本处于较高水平，压缩公司盈利空间。2024年1—6月，受公司煤炭采购成本下降影响，公司水泥及熟料单位生产成本进一步下降，基本接近2020年的单位生产成本。未来，煤炭市场价格仍有进一步下降的空间，公司水泥及熟料单位成本或将进一步降低。

图表4·水泥和熟料单位成本（单位：元/吨）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—6月
吨熟料成本	224.23	264.06	232.85	204.02

<sup>1</sup> 2019年和2020年公司吨水泥成本分别为183.41元/吨和199.37元/吨

吨水泥成本	236.36	272.99	235.16	208.34
-------	--------	--------	--------	--------

注：单位成本=水泥或熟料营业成本/销量  
资料来源：公司提供

### (3) 水泥销售

水泥行业竞争格局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，华北地区为公司主要销售市场。2021—2023年，公司水泥销量波动下降，水泥销售价格波动下降至较低水平，但基于公司区域市场份额较高，且基建投资力度正在不断增加，对水泥需求产生一定支撑作用，预计未来公司继续保持华北区域竞争优势，盈利空间有望改善。

销售模式方面，公司生产的水泥、水泥熟料及其他相关产品主要通过公司下属营销公司进行营销及销售工作，其销售模式以直销为主（占比约为53.80%），分销为辅的渠道销售模式。公司下属营销公司采取“统一调配，区域具体分管、资源共享、区域联动”的销售模式，充分调动各销售区域的资源，确保重点工程的中标。结算方面，直销客户大部分采用现款结算，对个别合作时间长、信用良好的客户或国家重点工程客户，给予一定的信用期或周转量，小部分采用赊销方式（约1~2个月账期）。经销客户全部为现款结算。其中，公司给予关联方金隅混凝土集团有限公司及其附属企业的信用账期较长，约为6个月。

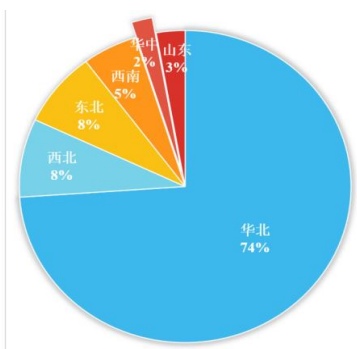
按客户类型分类，公司客户群体主要有重点工程及基建、房地产和农村市场三类主要客户（销售量口径）；2023年，公司客户群体中房地产、重点工程及基建和农村市场占比分别为25.92%、49.82%和24.26%。从区域来看，2021年以来，公司水泥产品销售主要面向华北地区、东北地区 and 西北地区（陕西）等地区，其中华北地区是最大销售区域，占比持续在70%以上。公司在雄安新区工程方面市场占有率保持高水平，其中2023年搅拌站供应混凝土占比约85%，保持很强的区域竞争优势。

图表5·公司水泥熟料销售情况（单位：万吨、元/吨）

科目	项目	2021年	2022年	2023年	2024年 1-6月
水泥	销售量	8989	7796	8633	3410
	产销率	100.65%	100.55%	99.77%	100.68%
	销售均价	324	343	260	244
熟料	销售量	983	892	691	408
	销售均价	290	313	236	218

注：上表中销量为公司业务口径统计  
资料来源：公司提供

图表6·2023年公司收入分布情况



注：华北区域包括：北京、天津、河北、山西及内蒙古，西北区域包括陕西，东北区域包括辽宁、吉林及黑龙江，西南区域包括重庆，华中包括河南及湖南  
资料来源：公司年报，联合资信整理

2021—2023年，公司水泥销售量波动下降。2024年下游房地产行业投资仍未有明显改善，但基建投资力度正在不断增加，对水泥需求产生一定支撑作用，预计公司将继续保持华北区域竞争优势，盈利空间有望改善。从销售价格看，2021—2023年，公司水泥和熟料销售均价均波动下降，主要系煤炭价格波动下降叠加市场竞争加剧综合影响所致。产销率方面，2021—2023年，公司采用以销定产的模式，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，外售规模较小。2023年公司前五大客户的销售额合计为20.35亿元，占年度销售总额比例为7.21%，集中度保持较低水平。2024年1—6月，受下游需求疲软尚未恢复影响，公司水泥销售均价和销量分别同比下降13.15%和14.24%。

## 3 经营效率

公司整体经营效率一般。

从经营效率指标看，2021—2023年，公司存货周转次数分别为9.01次、7.35次和6.71次；总资产周转次数分别为0.61次、0.56次和0.46次；公司存货周转次数和总资产周转次数均持续下降。与同行业其他企业相比，2023年公司经营效率表现一般。

图表7·2023年公司经营效率指标同业对比情况（单位：次）

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
存货周转次数	6.71	10.80	8.52	7.20
总资产周转次数	0.46	0.58	0.37	0.51

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



## 4 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。

2024年，公司将围绕“效益提升”开展工作，打造“国际一流的科技型、环保型、服务型建材产业集团”的战略目标，聚焦保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”目标发力，强化统筹布局，分区、分企实施营销策略，深入推动数字营销战略，由提供“产品”向提供“产品+服务”转变，并推动行业生态实现平衡共赢，促进价格回归理性；加强与大集团的沟通对话和协调联动，加强品牌和渠道建设，积极开发推广油井、核电、机场、深水等不同场景的特种水泥，满足客户多元化需求。

公司将强化战略采购，发挥采购规模优势，统筹采购资源，推进集采制度化、体系化运作，形成总部、区域集采，企业落地管理的全业务链条，进一步控降采购成本。公司稳步推进矿山资源获取工作，围绕产业链部署创新链，加快水泥向上下游延伸，推动产业链深度融合发展。公司将加大科技创新资源投入，持续优化用能结构转换，加大新能源项目布局，减少煤炭等化石能源使用，实现从源头、过程到终端全链条降碳。

### 假设前提

- ◇ 2024年，国家有关部门对水泥行业延续“去产能”的结构性调整政策，行业需求下滑的背景下公司仍面临经营压力。
- ◇ 2024年，公司绿色低碳等技术改造及矿山资源储备等投资规模预计与往年保持一致。

基于公司经营策略的调整，预计公司将继续拓展北方区域销售规模，保持现有华北区域的优势份额，并通过承接的重点工程项目规模增加以提振水泥销售价格，公司盈利空间有望改善，在公司融资政策较以前年度变动不大的基础上，债务规模随资金需求增加而上升。

## 八、财务分析

公司提供了2021—2023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2024年半年度财务报表未经审计。

### 1 资产质量

2021—2023年末，公司资产规模波动下降，以非流动资产为主，资产受限程度低，公司货币资金规模适中；受煤炭采购均价波动影响，存货规模波动下降，计提跌价准备比例尚可，固定资产成新率较低。

图表8·公司主要资产构成情况

项目	2021年末		2022年末		2023年末		2024年6月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>159.98</b>	<b>26.52</b>	<b>161.60</b>	<b>26.06</b>	<b>140.02</b>	<b>23.37</b>	<b>143.88</b>	<b>24.22</b>
货币资金	74.96	12.43	64.03	10.32	62.19	10.38	60.74	10.22
存货	31.88	5.28	42.85	6.91	31.34	5.23	31.76	5.35
<b>非流动资产</b>	<b>443.33</b>	<b>73.48</b>	<b>458.59</b>	<b>73.94</b>	<b>459.21</b>	<b>76.63</b>	<b>450.19</b>	<b>75.78</b>
固定资产	323.52	53.62	324.58	52.34	323.44	53.98	315.45	53.10
无形资产	59.06	9.79	63.29	10.20	67.94	11.34	66.73	11.23
<b>资产总额</b>	<b>603.30</b>	<b>100.00</b>	<b>620.19</b>	<b>100.00</b>	<b>599.23</b>	<b>100.00</b>	<b>594.06</b>	<b>100.00</b>

注：上表中各科目的占比为在资产总额中的占比  
 资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2021—2023年末，公司资产规模波动下降，整体变动幅度不大，资产以非流动资产为主，符合水泥生产企业的特征。2021—2023年末，公司货币资金规模持续下降，年均复合下降8.91%，主要系投资净流出和偿还债务规模较大，近两年经营性现金净流入无法覆盖投资和筹资净流出影响所致。截至2023年底，公司货币资金受限比例为8.66%，主要为土地复垦基金及矿山恢复保证金等。2021—2023年末，公司存货波动下降，年均复合下降0.86%，其中2022年存货规模增幅较大主要系受煤炭采购均价上涨致使存货价值增加所致。从构成来看，截至2023年底，公司存货主要由原材料（占43.75%）、在产品（占37.05%）和库存商品（占19.19%）构成；公司存货累计计提跌价准备比例为6.36%，计提比例尚可。2021—2023年末，公司固定资产规模变动幅度不大。截至2023年底，公司固定资产主要由机器设备（占42.91%）和房屋建筑物（占54.84%）构成，公司固定资产成新率45.16%，成新率较低。2021—2023年末，公司无形资产持续增长，

年均复合增长 7.25%，主要系采矿权和土地使用权增加所致。截至 2023 年底，公司无形资产主要由土地使用权（占 59.53%）和采矿权（占 36.70%）构成。截至 2024 年 6 月底，公司资产总额及构成较上年底变化不大，公司受限资产占总资产比重为 1.65%，受限比例低。

图表 9 • 截至 2024 年 6 月底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	5.07	土地复垦基金、矿山环境恢复保证金等
应收票据及应收款项融资	0.84	未到期贴现应收票据以及票据质押
固定资产	3.51	用于售后租回的固定资产
无形资产	0.38	抵押
<b>合计</b>	<b>9.80</b>	--

资料来源：公司提供

## 2 资本结构

### （1）所有者权益

2021—2023 年末，受现金分红及盈利亏损致未分配利润下降影响，公司所有者权益规模持续下降；公司所有者权益中股本及资本公积合计占比较大，权益稳定性较高。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 4.83%，主要系公司现金分红及盈利亏损导致未分配利润减少所致。截至 2023 年底，公司所有者权益 305.97 亿元，归属于母公司所有者权益占比为 93.86%；在所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占 8.69%、56.35% 和 25.07%，公司所有者权益结构稳定性较高。截至 2024 年 6 月底，公司所有者权益 295.46 亿元，较上年底下降 3.43%，主要系公司阶段性亏损使得未分配利润减少所致。

### （2）负债

2021—2023 年末，公司负债及债务规模波动增长，债务负担处于合理范围内，但公司短期债务规模较大，存在一定短期偿付压力，预计公司 2024 年长短期债务规模调整后，债务期限结构将有所改善。

2021—2023 年末，公司负债规模波动增长，负债结构相对均衡。2021—2023 年末，公司短期借款规模波动下降，年均复合下降 9.87%，主要系公司调整负债结构所致。公司应付账款持续增加，截至 2023 年底，公司应付账款账龄以 1 年以内（占 73.00%）为主。2021—2023 年末，公司其他应付款波动下降，主要系股东借款规模变动所致。截至 2023 年底，公司其他应付款中资金拆借款占 16.11%，主要系来自金隅集团的无固定偿还期限的股东借款。2021—2023 年末，公司一年内到期的非流动负债规模波动增长，截至 2023 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底大幅增长 118.08%，主要系一年内到期的应付债券转入所致。2021—2023 年末，公司长期借款规模持续增长，年均复合增长 35.29%，主要系公司改善债务期限结构及融资需求增加所致。截至 2023 年底，公司长期借款中信用借款占 97.06%，长期借款利率区间为 2.60%~3.87%。2021—2023 年末，公司应付债券规模波动下降，截至 2023 年底，公司应付债券较上年底大幅下降 47.96%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2024 年 6 月底，公司负债总额较上年底变动幅度不大，受应付债券及长期借款规模增加影响，非流动负债占比有所上升。

图表 10 • 公司主要负债情况

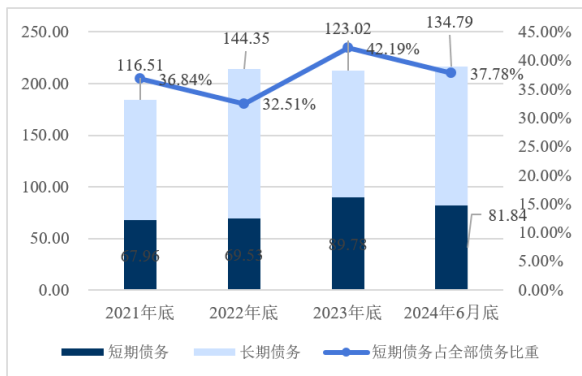
项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>135.35</b>	<b>50.98</b>	<b>135.94</b>	<b>46.21</b>	<b>155.40</b>	<b>52.99</b>	<b>149.01</b>	<b>49.90</b>
短期借款	29.96	11.28	32.61	11.09	24.33	8.30	26.46	8.86
应付账款	41.49	15.63	42.19	14.34	47.67	16.25	47.41	15.88
其他应付款	10.79	4.06	17.43	5.92	9.65	3.29	8.87	2.97
一年内到期的非流动负债	32.43	12.21	27.51	9.35	59.99	20.46	48.42	16.22
<b>非流动负债</b>	<b>130.17</b>	<b>49.02</b>	<b>158.22</b>	<b>53.79</b>	<b>137.86</b>	<b>47.01</b>	<b>149.59</b>	<b>50.10</b>
长期借款	46.32	17.45	70.23	23.87	84.78	28.91	88.92	29.78
应付债券	62.29	23.46	70.11	23.83	36.49	12.44	44.57	14.93
<b>负债总额</b>	<b>265.52</b>	<b>100.00</b>	<b>294.16</b>	<b>100.00</b>	<b>293.26</b>	<b>100.00</b>	<b>298.60</b>	<b>100.00</b>

注：占比指占负债总额的比例  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



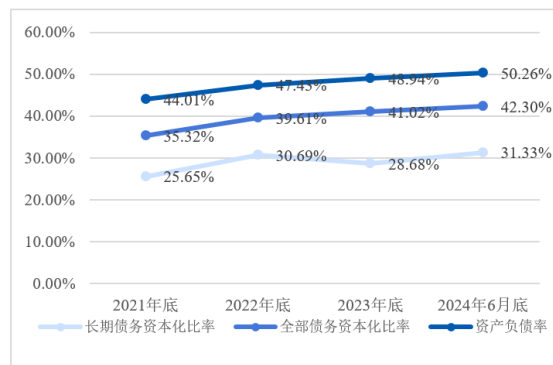
有息债务方面，2021—2023年末，公司全部债务波动增长。截至2022年底，公司全部债务较上年底增长15.94%，主要系长短期借款规模增加所致。截至2023年底，公司全部债务规模较上年底基本保持稳定。债务期限结构方面，截至2023年底，公司短期债务占42.19%，长期债务占57.81%。从债务指标来看，2021—2023年末，公司资产负债率及全部债务资本化比率均持续增长，长期债务资本化比率波动增长。截至2023年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别上升1.51个百分点、上升1.41个百分点和下降2.01个百分点，公司债务负担尚处于合理范围。截至2024年6月底，公司全部债务216.63亿元，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占37.78%，较上年底占比下降4.41个百分点。

图表 11 • 近年来公司债务结构（单位：亿元）



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

图表 12 • 近年来公司债务杠杆水平



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

从期限结构上看，公司作为制造型企业，短期债务规模较大，且2023年底大规模非流动负债转入流动负债，存在一定短期偿付压力，预计公司2024年长短期债务规模结构性调整后，债务期限结构将有所改善。

### 3 盈利能力

2021—2023年，公司营业总收入及利润总额均持续下降，盈利指标也逐年下降。2023年及2024年1—6月受水泥销售价格大幅下降影响，公司发生阶段性亏损；公司费用控制能力一般，期间费用对利润侵蚀较为严重。

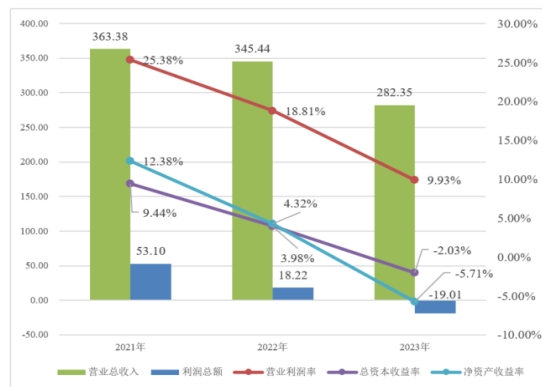
2021—2023年，公司营业总收入分析见经营概况部分。2021—2023年，公司利润总额持续下降，其中2023年发生亏损，主要系水泥熟料销售价格大幅下降所致。费用方面，2021—2023年，公司费用总额波动下降，主要系管理费用波动下降所致；期间费用率分别为14.65%、15.52%和17.34%，相较于2023年11.78%的综合毛利率，公司期间费用率处于较高水平，费用控制能力一般，期间费用对利润侵蚀较为严重。非经常性损益方面，公司资产减值损失主要为针对存货、固定资产和在建工程计提的减值准备，2021—2023年，公司资产减值损失持续增加，主要系存货及固定资产减值所致；其他收益（主要为资源综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）均持续下降，但对公司利润形成较大补充；营业外收入主要为废旧物资收入、无法支付的款项及罚款、赔款净收入、违约金等收入，可持续性较弱。盈利指标方面，2021—2023年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均持续下降，2023年，受水泥销售价格大幅下降影响，公司盈利指标降幅较大。

图表 13 • 公司非经常性损益情况（单位：亿元）

科目	2021年	2022年	2023年
资产减值损失	-0.77	-0.92	-2.85
其他收益	7.13	4.74	3.85
投资收益	4.64	1.52	1.00
营业外收入	4.00	1.80	1.48
利润总额	53.10	18.22	-19.01

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 14 • 近年来公司盈利指标情况（单位：亿元）



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

图表 15 • 2023 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	11.78%	16.57%	16.19%	26.71%
总资产报酬率	-2.12%	5.03%	2.39%	7.39%
净资产收益率	-5.04%	5.65%	2.00%	9.80%

资料来源:公司数据由联合资信根据公司财务报告计算整理,对比公司数据来自Wind

2024 年 1—6 月,公司营业总收入分析见经营概况部分;公司利润总额-8.36 亿元,发生阶段性亏损,亏损额度较去年同期增长 3.18 亿元;公司期间费用率为 20.83%,较当期综合毛利率高 7.08 个百分点。

#### 4 现金流

2021—2023 年,公司经营活动现金流持续净流入但净流入规模波动下降;投资活动现金流持续净流出,经营性现金流净流入可基本覆盖投资活动现金需求;公司筹资活动现金流保持净流出,净流出规模波动下降。考虑到未来公司经营获现能力、技改投入规模和到期债务兑付资金来源,公司仍有一定融资需求但资金流动性压力不大。

从经营活动来看,2021—2023 年,公司经营活动现金持续净流入,但净流入规模波动较大,年均复合下降 30.62%,主要系水泥销售价格波动下降叠加原材料及原燃料价格高企所致。同期,公司现金收入比持续增加,但比例不高,收入实现质量一般。从投资活动来看,2021—2023 年,公司投资活动现金流入量规模较小,投资活动现金流出量主要来自技改项目持续投入,公司投资活动现金流量持续净流出。从筹资活动来看,2021—2023 年,公司筹资活动现金流持续净流出,且净流出规模波动下降。从资金管控角度看,在 2024 年公司无重大在建工程建设资金投入的背景下,预计技改投资规模约 20 亿元,经营现金活动现金流预计保持净流入且能够覆盖投资活动现金净流出量,考虑到短期债务规模 89.78 亿元,其中约 35 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,且公司 2023 年底未使用授信规模较大,能够偿还剩余流贷,整体看,公司仍有一定融资需求但资金流动性压力不大。

2024 年 1—6 月,受水泥销售价格及销售量较上年同期下降影响,公司经营活动现金净流入规模同比下降 15.78%;投资活动仍保持一定规模的现金净流出,主要系公司扩展海外市场,同一控制下并购中非冀东建材投资有限公司所致。考虑到公司存在技改等投资活动需求,经营活动现金流无法覆盖投资活动现金流,仍需筹资活动补充现金流量。

图表 16 • 2021—2023 年及 2024 年 1—6 月公司现金流情况 (单位:亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	315.90	300.95	284.36	109.81
经营活动现金流出小计	253.78	278.26	254.46	101.49
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>62.11</b>	<b>22.69</b>	<b>29.90</b>	<b>8.33</b>
投资活动现金流入小计	7.37	6.74	3.88	0.76
投资活动现金流出小计	26.13	31.20	22.81	11.08
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-18.76</b>	<b>-24.45</b>	<b>-18.93</b>	<b>-10.32</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>43.36</b>	<b>-1.76</b>	<b>10.97</b>	<b>-1.99</b>
筹资活动现金流入小计	127.23	141.41	91.98	58.29
筹资活动现金流出小计	156.73	151.16	104.47	58.31
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-29.50</b>	<b>-9.76</b>	<b>-12.49</b>	<b>-0.02</b>
现金收入比	81.90%	83.27%	96.15%	92.14%

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

#### 5 偿债指标

公司长短期偿债指标表现尚可,融资渠道通畅。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	118.20	118.88	90.10	96.55

	速动比率 (%)	94.64	87.35	69.94	75.24
	经营现金流动负债比 (%)	45.89	16.69	19.24	--
	现金短期债务比 (倍)	1.39	1.11	0.80	0.88
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	93.84	62.19	26.40	/
	全部债务/EBITDA (倍)	1.97	3.44	8.06	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	11.93	8.31	3.80	/

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

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，2021—2023 年末，公司流动比率波动下降，速动比率持续下降，其中 2023 年底，公司流动比率和速动比率分别较上年底下降 28.78 个百分点和 17.42 个百分点，主要系预付款项和存货下降以及一年内到期的债务规模增幅较大所致；流动资产对流动负债的保障程度尚可；现金短期债务比持续下降，截至 2024 年 6 月底，公司现金短期债务比为 0.88 倍，保障程度一般。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，全部债务/EBITDA 持续增长，公司 EBITDA 对利息的保障能力较强、对债务本金的保障能力一般。考虑到公司在行业地位、产能产量规模和华北区域市场占有率等方面的综合判断，公司整体偿债指标表现尚可。

银行授信方面，截至 2024 年 6 月底，公司已获金融机构授信额度为 472.96 亿元，尚未使用授信额度为 262.43 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 6 月底，公司实际对外担保金额为 0.80 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 6 月底，公司无重大未决诉讼和仲裁案件。

## 6 公司本部财务分析

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

截至 2023 年底，母公司资产总额 621.39 亿元，所有者权益 372.82 亿元，整体资本实力强。母公司资产总额及所有者权益规模较合并口径大主要系子公司亏损所致。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，持有的货币资金规模较大，截至 2023 年底，母公司货币资金为 49.06 亿元。截至 2023 年底，母公司债务负担适中，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 40.00% 和 32.81%。

## 九、ESG 分析

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。2023 年公司所属企业积极对标先进，持续提升环境绩效水平，年内新增重污染天气重点行业绩效评级 A 级企业 7 家。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。同时，公司以新型低碳熟料为切入点，推动绿色产品研发与应用，下属共 24 家企业的 54 个产品获得了低碳产品认证。

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 2023 年底，公司在职员工总数 22344 人，女性员工占比约 20%，少数民族员工占比约 3%，2023 年度离职率低于 5%，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。

## 十、外部支持

### 1 支持能力

**公司控股股东支持能力很强。**

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。

### 2 支持可能性

**作为金隅集团旗下重要的水泥板块经营主体，公司在资金拆借等方面得到控股股东大力支持。**

公司作为金隅集团旗下重要的水泥板块经营主体，截至 2023 年底，金隅集团为公司提供 19.20 亿元融资担保，其中 14.20 亿元为私募债融资担保，5.00 亿元为银行借款担保。此外，2023 年，公司从金隅集团及其财务公司取得拆入资金 13.66 亿元；截至 2023 年底，拆入资金余额 11.55 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。

## 十一、债券偿还风险分析

### 1 本期债项对公司现有债务的影响

**本期债项的发行对公司现有债务水平影响较小。**

公司本期债项发行金额不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元），以 10.00 亿元计算（下同）分别占 2023 年底公司长期债务和全部债务的 8.13% 和 4.70%，对公司现有债务结构影响较小。以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 49.78%、42.14% 和 30.30%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金用于偿还公司债务及补充流动资金，实际债务负担或低于上述预测值。

### 2 本期债项偿还能力

**公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债项的保障能力较好，但对发行后长期债务覆盖一般。**

本期债项拟发行金额不超过 10.00 亿元，按照 10.00 亿元计算，2021—2023 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债项拟发行金额的 31.59 倍、30.09 倍和 28.44 倍；经营活动现金流量净额分别为本期债项拟发行金额的 6.21 倍、2.27 倍和 2.99 倍；公司 EBITDA 分别为本期债项拟发行金额的 9.38 倍、6.22 倍和 2.64 倍。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债项的保障能力较好。本期债项发行后，经营现金流入对发行后长期债务覆盖程度较好，但经营活动现金流量净额和 EBITDA 对长期债务覆盖程度一般。

图表 18 • 本期债项偿还能力测算

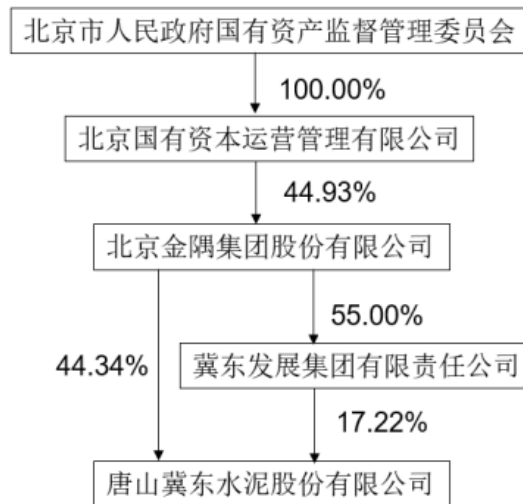
项目	发行后长期债务*	经营现金流入/发行后长期债务	经营现金/发行后长期债务	发行后长期债务/EBITDA
2023 年	133.02 亿元	2.14 倍	0.22 倍	5.04 倍

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

## 十二、评级结论

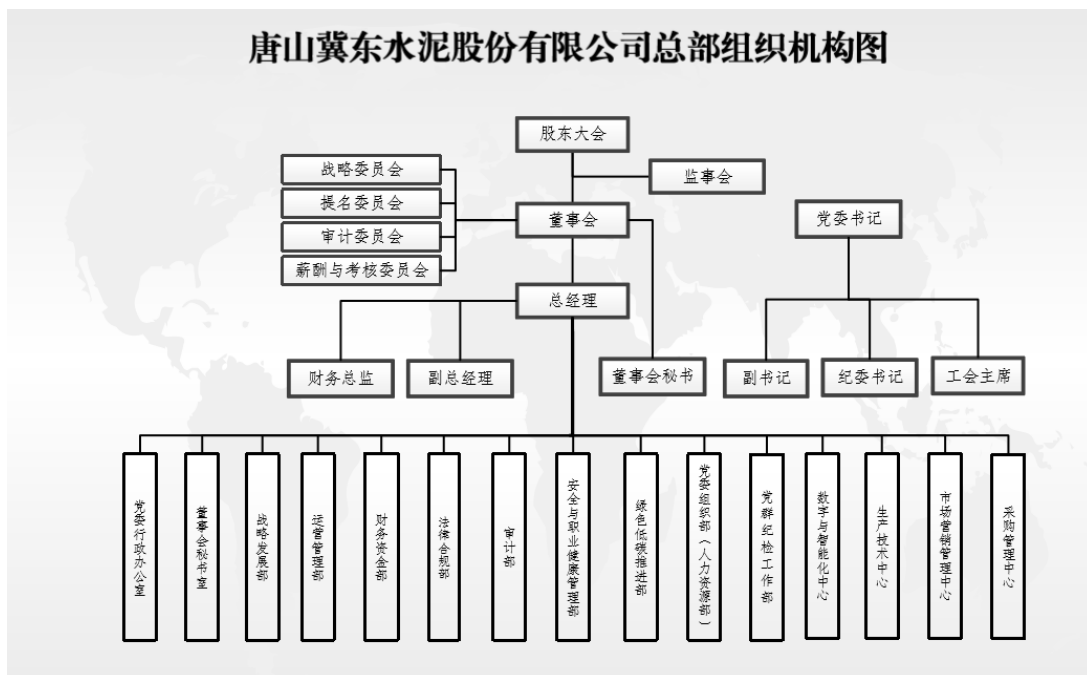
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：公司提供

**附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）**

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	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%

资料来源：公司提供



## 附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	94.25	77.29	71.57	72.08
应收账款（亿元）	13.88	16.49	20.86	22.69
其他应收款（亿元）	5.13	3.79	3.95	3.22
存货（亿元）	31.88	42.85	31.34	31.76
长期股权投资（亿元）	20.07	16.51	14.95	16.69
固定资产（亿元）	323.52	324.58	323.44	315.45
在建工程（亿元）	9.60	15.53	10.98	9.91
资产总额（亿元）	603.30	620.19	599.23	594.06
实收资本（亿元）	26.58	26.58	26.58	26.58
少数股东权益（亿元）	19.70	19.06	18.78	17.94
所有者权益（亿元）	337.79	326.03	305.97	295.46
短期债务（亿元）	67.96	69.53	89.78	81.84
长期债务（亿元）	116.51	144.35	123.02	134.79
全部债务（亿元）	184.46	213.88	212.80	216.63
营业总收入（亿元）	363.38	345.44	282.35	112.20
营业成本（亿元）	265.66	274.68	249.09	96.77
其他收益（亿元）	7.13	4.74	3.85	1.50
利润总额（亿元）	53.10	18.22	-19.01	-8.36
EBITDA（亿元）	93.84	62.19	26.40	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	297.62	287.65	271.48	103.38
经营活动现金流入小计（亿元）	315.90	300.95	284.36	109.81
经营活动现金流量净额（亿元）	62.11	22.69	29.90	8.33
投资活动现金流量净额（亿元）	-18.76	-24.45	-18.93	-10.32
筹资活动现金流量净额（亿元）	-29.50	-9.76	-12.49	-0.02
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	8.37	10.98	9.41	--
存货周转次数（次）	9.01	7.35	6.71	--
总资产周转次数（次）	0.61	0.56	0.46	--
现金收入比（%）	81.90	83.27	96.15	92.14
营业利润率（%）	25.38	18.81	9.93	11.41
总资本收益率（%）	9.44	3.98	-2.03	--
净资产收益率（%）	12.38	4.32	-5.71	--
长期债务资本化比率（%）	25.65	30.69	28.68	31.33
全部债务资本化比率（%）	35.32	39.61	41.02	42.30
资产负债率（%）	44.01	47.43	48.94	50.26
流动比率（%）	118.20	118.88	90.10	96.55
速动比率（%）	94.64	87.35	69.94	75.24
经营现金流动负债比（%）	45.89	16.69	19.24	--
现金短期债务比（倍）	1.39	1.11	0.80	0.88
EBITDA 利息倍数（倍）	11.93	8.31	3.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.97	3.44	8.06	--

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2021—2023年末合并口径其他应付款及其他流动负债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；3.公司2021—2023年财务数据均为期末数据，公司2024年半年度财务数据未经审计，相关指标未予年化；4.“--”表示指标未获取

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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	60.24	51.94	49.62	47.75
应收账款（亿元）	1.90	3.25	1.71	2.79
其他应收款（亿元）	194.84	208.77	198.28	187.69
存货（亿元）	1.23	1.99	1.53	1.76
长期股权投资（亿元）	320.06	327.41	344.52	348.82
固定资产（亿元）	14.07	13.49	11.98	11.34
在建工程（亿元）	0.47	0.50	1.11	1.59
资产总额（亿元）	610.04	624.49	621.39	618.78
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）	360.85	364.98	372.82	374.74
短期债务（亿元）	54.89	47.55	64.55	55.32
长期债务（亿元）	108.36	139.45	117.54	120.77
全部债务（亿元）	163.25	187.01	182.09	176.09
营业总收入（亿元）	91.52	132.46	101.05	39.06
营业成本（亿元）	88.87	127.42	98.74	37.69
其他收益（亿元）	0.12	0.18	0.06	0.03
利润总额（亿元）	24.05	28.03	13.37	3.59
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	94.22	136.05	106.65	39.58
经营活动现金流入小计（亿元）	106.78	139.43	113.81	41.47
经营活动现金流量净额（亿元）	11.07	-16.21	7.35	1.08
投资活动现金流量净额（亿元）	24.76	9.08	16.08	6.61
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.66	-9.67	-16.43	-9.10
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	21.21	21.55	20.77	--
存货周转次数（次）	139.67	79.09	56.01	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.21	0.16	--
现金收入比（%）	102.94	102.71	105.54	101.32
营业利润率（%）	2.71	3.41	1.91	3.04
总资本收益率（%）	6.05	6.48	3.43	--
净资产收益率（%）	6.80	7.77	3.25	--
长期债务资本化比率（%）	23.09	27.65	23.97	24.37
全部债务资本化比率（%）	31.15	33.88	32.81	31.97
资产负债率（%）	40.85	41.56	40.00	39.44
流动比率（%）	199.73	232.27	194.64	202.20
速动比率（%）	198.81	230.56	193.46	200.77
经营现金流动负债比（%）	8.32	-13.88	5.64	--
现金短期债务比（倍）	1.10	1.09	0.77	0.86
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 2021—2023 年财务数据均为期末数据，2024 年半年度财务数据未经审计，相关指标未予年化；4. “/”表示指标未获取；“--”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

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

## 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重  
大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现  
有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将  
进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并  
按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合  
资信可以终止或撤销评级。