

跟踪评级公告

联合[2018]535 号

唐山冀东水泥股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

唐山冀东水泥股份有限公司公开发行的“12 冀东 02”和“12 冀东 03”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

唐山冀东水泥股份有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 冀东 02	4.5 亿元	7 年	AA+	AA+	2017 年 5 月 19 日
12 冀东 03	8 亿元	10 年	AA+	AA+	2017 年 5 月 19 日

担保方：冀东发展集团有限责任公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 5 月 17 日

主要财务数据：

发行人：唐山冀东水泥股份有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	414.80	410.34	395.49
所有者权益（亿元）	111.68	112.74	105.13
长期债务（亿元）	91.24	72.41	62.74
全部债务（亿元）	260.42	241.19	233.55
营业收入（亿元）	123.35	152.90	19.88
净利润（亿元）	-0.24	1.31	-5.45
EBITDA（亿元）	34.48	34.99	--
经营性净现金流（亿元）	26.91	27.02	1.96
营业利润率（%）	22.98	28.42	23.59
净资产收益率（%）	-0.21	1.17	-5.01
资产负债率（%）	73.08	72.53	73.42
全部债务资本化比率（%）	69.99	68.15	68.96
流动比率（倍）	0.52	0.51	0.46
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.61	2.75	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.76	2.80	--

担保方-冀东发展集团有限责任公司

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	598.48	586.63
所有者权益（亿元）	147.17	144.88
营业收入（亿元）	172.47	226.63
净利润（亿元）	-14.47	-0.51
资产负债率（%）	75.41	75.30

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2、2018 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、短期债务包含部分其他流动负债；4、长期应付款计入长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“冀东水泥”）作为国有大型骨干水泥企业之一，在生产规模、成本控制等方面仍具有明显优势，受益于水泥价格上涨，公司营业收入有所增长。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时也关注到，面对固定资产投资增速放缓和水泥行业产能过剩、竞争激烈、区域限产等不利环境，公司整体债务负担仍较重，经营压力依然存在。

京津冀一体化带来产业转移及升级，区域基础设施建设将成为首要投资重点，水泥需求未来将继续增加。同时，随着大气治污与加快落后产能淘汰步伐的推进，长期利好于综合实力较强的大型企业。

冀东水泥重大资产重组获得证监会批准，本次交易完成后，进一步提升公司在华北地区，尤其是京津冀地区水泥市场占有率和市场竞争优势，未来公司营业收入和盈利有望大幅提升。

“12 冀东 02”和“12 冀东 03”由冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2017 年，冀东集团资产状况良好，盈利能力有所提升，亏损有所减少，其担保对“12 冀东 02”和“12 冀东 03”的信用水平仍起到积极的作用。

综上，联合信用评级有限公司维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12 冀东 02”、“12 冀东 03”债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，我国水泥产能过剩情况有所缓解，公司核心区域水泥市场秩序逐渐好转，水泥和熟料销售价格明显上涨，公司进一步加强内部管理，主营业务收入同比有所增长。

2. 京津冀一体化带来产业转移及升级，区域基础设施建设将成为首要投资重点，水泥需求未来将继续增加。长期看，公司面临较好的发展机遇。

3. 冀东水泥重大资产重组获得证监会批准，本次交易完成后，进一步提升公司在华北地区，尤其是京津冀地区水泥市场占有率和市场竞争优势，未来公司营业收入和盈利有望大幅提升。

关注

1. 宏观经济低迷、房地产行业波动、水泥市场竞争激烈等因素将给公司现有业务经营带来不确定影响。

2. 2017 年，公司产品销售主要集中于华北地区，受环保政策和供给侧改革影响较大，区域限产可能对公司营业收入产生一定影响。

3. 2017 年，公司应收账款及存货规模较大，对资产流动性带来一定影响，且应收账款存在一定回收风险。

4. 2017 年，公司债务结构有待优化，整体债务负担较重，公司面临较大短期偿债压力。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



文燕

联合信用评级有限公司

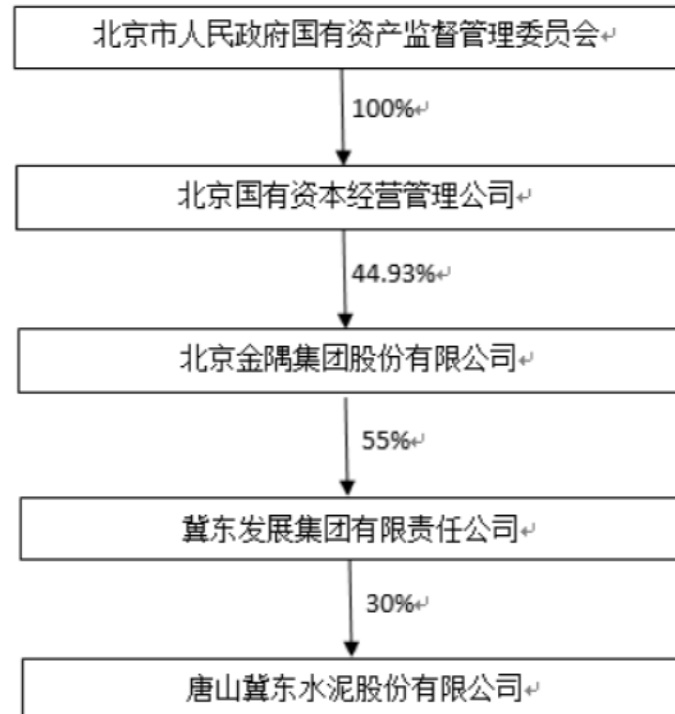
一、主体概况

唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“冀东水泥”）的前身是成立于 1981 年的河北省冀东水泥厂。1994 年 5 月，由冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）作为独家发起人组建冀东水泥，设立时的注册资本为 32,360.00 万元。1996 年，公司发行股票并在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“冀东水泥”（证券代码：000401.SZ），发行后注册资本变更为 40,000.00 万元。后历经配股、股权分置改革、非公开发行等股权变动，截至 2011 年底，公司股本增加至 134,752.29 万股。

2016 年 5 月 31 日，北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅股份”）、唐山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“唐山国资委”）、冀东集团签署了《北京金隅股份有限公司与唐山国资委与冀东发展集团有限责任公司关于冀东发展集团有限责任公司之增资扩股协议》；同日，金隅股份与中泰信托有限责任公司签订了《北京金隅股份有限公司与中泰信托有限责任公司关于冀东发展集团有限责任公司之股权转让协议》，2016 年 10 月 11 日，冀东集团完成工商登记手续并领取了换发的营业执照，注册资本变更 247,950.408 万元。金隅股份持有冀东集团 55% 的股权，唐山国资委持有其 45% 的股权，金隅股份为冀东集团控股股东。公司实际控制人由唐山国资委变更为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。

截至 2018 年 3 月底，公司股本仍为 134,752.29 万股，冀东集团为公司大股东，持股比例 30.00%，因此公司的实际控制人为北京市国资委。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司经营范围：硅酸盐水泥、熟料及相关建材产品的制造、销售；塑料编织袋加工、销售；水泥设备制造、销售、安装及维修；煤炭批发；相关技术咨询、服务、普通货运，货物专用运输（罐

式)；经营本企业自产产品及技术的出口业务；经营本企业生产、科研所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务（国家限定公司经营和禁止进出口的商品除外）；经营进料加工和“三来一补”业务；在规定的采区内从事水泥用灰岩的开采；石灰石销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

跟踪期内，公司减少混凝土管理中心，新增环保产业中心，公司组织结构根据业务需求略有调整（公司组织架构见附件1）。截至2017年底，公司合计拥有子公司70家、合营公司4家、联营公司6家；公司共有在职员工14,224人。

截至2017年底，公司合并资产总额410.34亿元，负债合计297.61亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计112.74亿元，归属于母公司的所有者权益100.78亿元。2017年，公司实现营业收入152.90亿元，净利润（含少数股东损益）1.31亿元，归属于母公司所有者的净利润1.10亿元；经营活动产生的现金流量净额27.02亿元，现金及现金等价物净增加额9.21亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额395.49亿元，负债合计290.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计105.13亿元，其中，归属于母公司的所有者权益94.17亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入19.88亿元，净利润（含少数股东损益）-5.45亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-4.86亿元；公司经营活动产生的现金流量净额1.96亿元，现金及现金等价物净增加额-13.58亿元。

公司注册地址：唐山市丰润区林荫路；法定代表人：姜长禄。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于2012年10月15日发行“唐山冀东水泥股份有限公司2012年公司债券”，分三个品种发行，募集资金净额为203,770万元，并于2012年12月11日起在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易。其中，5年期品种债券简称为“12冀东01”，上市代码为“112113.SH”，已于2017年10月15日到期赎回；7年期品种债券简称为“12冀东02”，上市代码为“112114.SH”；10年期品种债券简称为“12冀东03”，上市代码为“112115.SH”。本次公司债券基本情况如下表所示。

表1 冀东水泥公司债发行概况

债券名称	发行金额	票面利率	到期日	上市日期
12冀东01	8亿元	5.65%	2017年10月15日	2012年12月11日
12冀东02	4.5亿元	5.90%	2019年10月15日	2012年12月11日
12冀东03	8亿元	6.00%	2022年10月15日	2012年12月11日

资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至2012年12月31日，上述债券募集资金已按募集要求全部使用完毕，其中15亿元用于偿还银行借款，其余用于补充流动资金。

公司已于2017年10月16日足额支付“12冀东01”本金及利息，“12冀东01”于2017年10月12日摘牌。

公司已于2017年10月16日支付“12冀东02”和“12冀东03”于2016年10月15日至2017年10月14日期间的利息。

“12冀东02”和“12冀东03”由冀东发展集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

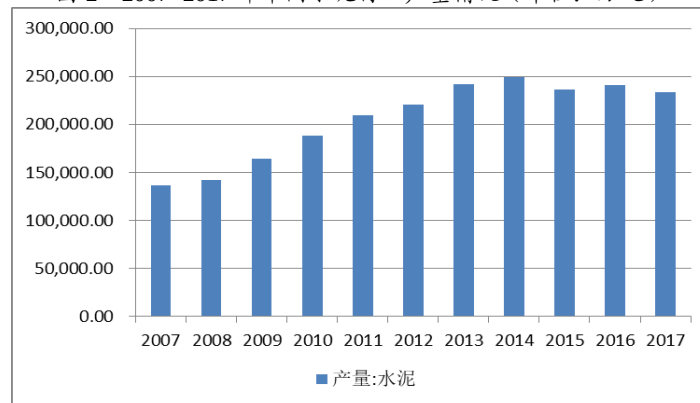
公司主营业务为水泥的生产和销售，行业分类为水泥制造业。

1. 行业概况

2017 年度，中国经济发展继续保持稳中向好的态势，全年 GDP 实际增长 6.9%，全国固定资产投资同比增长 7.2%。2017 年全国房地产投资 10.98 万亿，同比增长 7.0%，建材行业需求保持相关性平稳趋势。随着国家对供给侧结构性改革和环保督查力度的不断加大，水泥市场各地区相继展开停窑限产行动及行业自律，错峰生产效果较为显著，全年错峰时间增加，新增产能下降，部分落后产能淘汰出市场，总体供给得到有效控制。

行业成本端原材料上涨明显，进一步影响水泥行业市场形势，2017 年全国水泥建材市场全年基本呈现震荡上行的态势，景气度持续上升，三季度之后市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2017 年全国水泥产量约为 23.40 亿吨，同比下降 2.92%，水泥行业实现收入 9,149 亿元，同比增长 17.89%，利润总额 877 亿元，同比增长 94.41%。

图 2 2007~2017 年中国水泥行业产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

从水泥行业产能淘汰情况来看，据中国水泥网数据，2017 年全国关停水泥生产线共计 27 条，合计年产能 1,295.8 万吨。2017 年淘汰的生产线多数集中在日产 1,000~2,500 吨左右，这部分淘汰量尚解决目前的产能过剩问题，未来的去产能需要继续推进。

截至 2017 年 6 月底，全国有水泥企业 3,465 家；其中，从熟料到水泥生产完整的企业 1,234 家，纯熟料生产企业 46 家，水泥粉磨站企业 2,173 家，水泥配置站企业 12 家。全国实际熟料产能 20.2 亿吨，水泥产能 38.30 亿吨。

据中国水泥协会初步统计，2017 年全国新点火水泥熟料生产线共有 13 条，合计年度新点火熟料设计产能 2,046 万吨，较 2016 年减少 512 万吨，降幅为 20%，已连续五年呈递减走势，全国新增产能进一步减少。分区域看，新点火产能相对集中在广东、湖南、广西合计能力占全国一半，多数为产能置换项目；从规模来看，日产 5,000 吨以上 11 条，日产 2,500 吨 2 条。

截至 2017 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1,715 条，设计熟料产能达 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。水泥熟料生产线平均规模从 2016 年的 3,337t/d 提升至 3,424t/d。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2018 年仍将会有 1,500 万吨左右产能新点火，涉及区域相对分散。

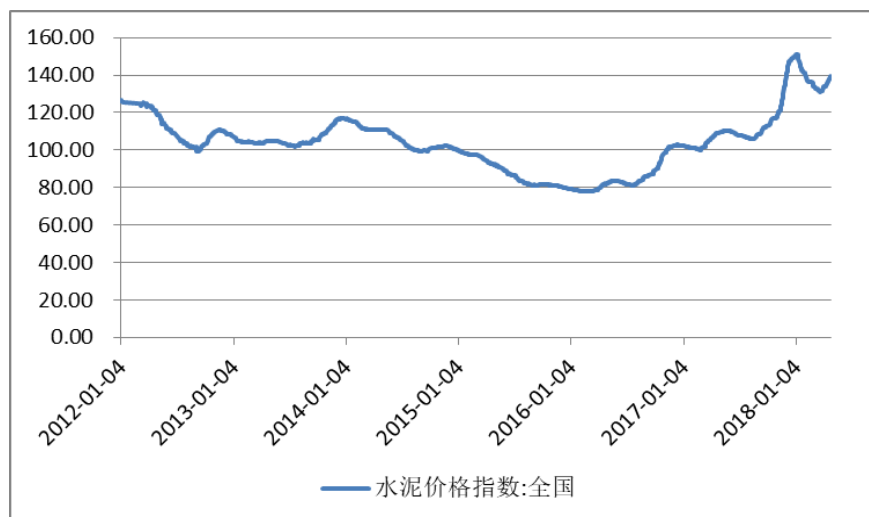
目前全国共有在运行的新型干法水泥熟料生产线 1736 条（不含台湾省），熟料生产能力超过 20 亿吨。按照水泥行业发展规划，我国要在未来 3 年内压减熟料产能近 4 亿吨，同时要求前 10 家大企

业集团在全国的熟料产能集中度达到 70%。

从水泥的价格来看，2017 年全国水泥市场全年基本呈现震荡上行的态势，尤其是 8 月份市场之后涨价行情十分显著，涨幅超往期，水泥价格回归合理区间。全国水泥平均市场价格从年初 2 月份 327 元/吨上涨至 12 月份的 409 元/吨（不含西藏），年末较年初上涨 25%。至 12 月份，全国三分之二的省份主流市场水泥价格（P.O42.5 散）突破 400 元/吨，其中六个主流市场的价格达到了 500 元/吨以上。价格持续上涨，需求小幅波动，行业效益出现明显好转。2017 年前 10 个月全行业累计利润总额约 670 亿元，同比增长 117%，利润创历史同期第二高水平。

2017 年，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，煤炭价格高位运行，2017 以来，动力煤市场煤价高开高走，价格全年高位运行。2017 年煤炭价格季节性波动比较明显，夏季煤炭短时供给偏紧，煤价一度创出新高。2017 年 11 月下旬，随着冬季供暖需求增加，煤价稳中上行趋势再度显现。其次，环保加强，错峰生产。2017 年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律。新增夏季错峰，并冬季停产时间明显加长，北方市场几乎停产半年，产能发挥率不足 50%，长时间停产导致水泥供给缩小，随着供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。

图 3 近年来中国水泥价格指数情况



资料来源: Wind

总体看，2017 年，水泥产量逐步回落至同比小幅负增长，供需关系进一步好转，水泥价格震荡上行，价格回归合理区间，我国水泥行业经济效益有所好转，水泥产能过剩情况有所缓解。

2. 行业政策

2+26 城市水泥企业采暖季继续全面实行错峰生产

从 2016 年 1 月中央环保督察在河北省开展试点，至 2017 年中央环保督察已进行了四批，实现了对全国 31 省份的全覆盖。2017 年 3 月，国家环保部、发改委、财政部、能源局联合发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，加大京津冀及周边地区大气污染治理力度，要求京津冀及周边 2+26 个城市水泥行业采暖季继续全面实行错峰生产。11 月，工信部和环保部发布《关于“2+26”城市部分工业行业 2017~2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》，提出水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季节按照《工业和信息化部 环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。

《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》

2017 年 12 月, 中国水泥协会印发《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》, 该报告提到三大目标, 首先, 三年压减熟料产能 39,270 万吨, 关闭水泥粉磨站企业 540 家, 将上述指标按四年分解得到每年的目标任务, 使全国熟料产能平均利用率达到 80%, 水泥产能平均利用率达到 70%; 其次, 前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70%以上, 水泥产能集中度达到 60%。力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%; 第三, 形成政府主导和市场机制结合的去产能机制, 2017 年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清, 准备就绪。2018 年上半年正式启动运行去产能机制, 力争在 10 个省区组建水泥投资管理公司, 形成去产能的有效机制。

《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》确定了 2018 年、2019 年和 2020 年的目标任务, 具体看, 2018 年, 全国范围内将完成压减熟料产能 13,580 万吨, 将关闭水泥粉磨站企业 210 家; 并且将力争于 2018 年上半年实现全面停止生产 32.5 强度等级水泥产品。

2019 年, 全国范围内压减熟料产能 11640 万吨, 关闭水泥粉磨站企业 150 家。企业兼并重组方面, 前 10 家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到 62%以上, 水泥产能集中度达到 50%以上。在 5 个省区内, 前 2 家大企业实际控制熟料产能达到 65%, 此外, 在全国 100 万以上人口规模、具有水泥窑的城市有 50%开展水泥窑协同处置。

2020 年, 全国范围内压减熟料产能 14050 万吨, 压减水泥粉磨站企业 180 家。企业集中度方面, 前 10 家大企业集团熟料产能集中度达 70%, 水泥产能集中度达到 60%。

此外, 水泥行业还拟设立去产能专项资金(基金), 形成政府主导和市场机制结合的去产能机制。2017 年试点、2018 年启动, 鼓励企业间兼并重组, 支持相互参股、委托经营、资产交换等方式的市场整合, 以优化市场布局, 提高市场集中度。

总体看, 在供给侧改革的大背景下, 我国政府对水泥去产能态度坚决, 采取多种手段齐抓水泥产能的“质”和“量”, 2017 年我国水泥行业产能过剩问题得到有效缓解, 但去产能之路仍任重道远。

3. 行业关注

全行业仍产能过剩、产能利用率不高

水泥产能持续释放, 同时由于缺乏合理布局, 中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大, 无序竞争较为严重。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。2017 年, 我国严控水泥新增产能, 逐步淘汰部分落后产能, 水泥产能过剩情况有所缓解; 但全行业产能利用率仍不高。

行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡, 目前国内水泥企业的区域集中度平均在 30%~40%。其中, 不同区域的集中度差异较大, 华东地区的水泥企业行业集中度最高, 西南地区水泥企业行业集中度较低, 对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合, 但过程将相当漫长, 行业恶性竞争局面短期内难以改观。

安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一, 水泥行业环保政策持续收紧, 对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力, 水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

4. 区域水泥情况

公司地处京津冀地区, 由于水泥行业销售半径较小, 所处区域经济发展情况对水泥企业经营情况影响较大, 因此京津冀地区经济发展情况对公司经营影响较大。

2017年，中共中央国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。这是继深圳特区和上海浦东新区之后，又一具有全国意义的新区。雄安新区的设立起步面积约为100平方公里，中期发展区域面积约为200平方公里，远期控制区面积为2,000平方公里。从雄安新区的建设周期来看，初、中期在3~5年左右，而远期将在20年左右。

河北雄安新区设立中期将拉动大量基建投资，设立雄安新区的第一定位是集中疏解北京非首都功能，产业和相关人口的转移。建立在雄安新区当前的基础设施条件基础上，未来雄安新区将催生大量的基建、地产投资。从而区域内水泥行业将受到提振。雄安新区的规划，中期总体将带来9,000万吨左右的水泥需求增量，平均每年900万吨左右，对应区域内安置人口总量500万来看，人均累计水泥消费量接近20元/吨。

2017年以来，水泥供给侧改革在京津冀地区将进一步深化，环保、错峰等行政手段将进一步趋严，明确的产能退出计划也将陆续落地，区域内的集中度和产能利用率将得到明显提升；与此同时，雄安新区的设立和京津冀区域一体化进程的推进，区域内需求将在接下来几年内迎来明显回暖。

新区建设需要大量基础建设材料，区域性极强的水泥最为受益。考虑到雄安新区地位高，投资力度大。粗略按照每亿元投资消耗1万吨水泥计算，仅起步区建设就需要3,000万吨以上，如果3年建成，则年均增加水泥需求1,000万吨以上，占2016年京津冀市场水泥需求11,160万吨的10%左右，需求提升十分显著。此外，新区的建设必要需要外围的交通网络配套，相应的铁路公路建设也将进一步增厚水泥需求。考虑到水泥的区域性，京津冀的水泥企业最为受益雄安新区的建设，主要收益企业为冀东水泥和金隅股份，此外山西、辽宁、内蒙古的企业也将受益。

区域竞争格局方面，目前京津冀地区水泥竞争格局呈现金隅股份和冀东水泥寡头垄断局面，冀东水泥及其间接控股股东金隅集团控制的水泥产能合计为1.7亿吨，熟料产能为1.17亿吨。尤其在京津冀地区，两家公司市场占有率达到50%以上，市场占有率高，市场话语权持续增强。目前，金隅股份与冀东集团（冀东水泥原母公司）完成资产重组，成为冀东水泥控股股东。同时冀东水泥和金隅股份水泥业务拟合并。若本次合并顺利完成，京津冀地区水泥行业将面临“单寡头”局面，从而去除富余产能，改善区域供需关系，结束恶性价格竞争，行业效益有望快速提升。

总体看，中、长期来看，雄安新区的建设将拉动京津冀地区水泥需求，进而利好区域水泥企业。同时，随着水泥供给侧改革在京津冀地区将进一步深化区域内需求将在接下来几年内迎来明显回暖。

四、管理分析

跟踪期内，受公司控股股东冀东集团和金隅股份合并影响，公司董事会成员以及高层管理人员出现较大规模变动；但相关接任董事和高管均管理经验丰富并且大部分有多年金隅集团工作经验。公司董事会成员及高层管理人员变更详情见下表。

表2 2017年度公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因	接管职务人员	时间
姜德义	董事长	任期满离任	2017.09.07	董事会换届	姜长禄	2017.09.07
郑宝金	董事	任期满离任	2017.09.07	董事会换届	--	--
宁亚平	独立董事	任期满离任	2017.09.07	董事会换届	姚颐	2017.09.07
刘作毅	独立董事	任期满离任	2017.09.07	董事会换届	孔祥忠	2017.09.07
于九洲	副董事长、总经理	离任	2018.01.19	因退休，主动辞职	--	--
刘宗山	董事、副总经理	离任	2018.01.03	工作变动	--	--
王顺晴	监事会主席	离任	2018.02.28	工作变动	刘宗山	2018.02.28

葛栋	总经理助理	解聘	2017.06.05	聘任为公司副总经理	--	--
葛栋	副总经理	解聘	2018.01.03	工作变动	--	--
刘素敏	总经理助理	任免	2017.06.05	聘任为公司副总经理	张占民	2017.06.05
韩保平	董事会秘书	解聘	2017.03.03	工作变动	刘宇	2017.03.03

资料来源：公司年报，联合评级整理。

公司现任董事长姜长禄先生，1965年生，北京科技大学毕业，工学硕士，高级经济师。历任北京市琉璃河水泥厂副厂长，北京金隅集团股份有限公司水泥事业部部长，北京金隅水泥经贸有限公司经理，北京金隅集团股份有限公司总经理助理，北京金隅水泥经贸有限公司经理，北京金隅集团股份有限公司党委常委、副总经理、水泥事业部部长、北京金隅水泥经贸有限公司经理，唐山冀东水泥股份有限公司党委书记、副董事长。2017年9月至今任北京金隅集团股份有限公司党委常委、副总经理；2017年9月至今任公司董事长。

总体看，跟踪期内，公司受冀东集团与金隅股份合并影响，董事会和管理层变化较大，联合评级将持续关注新一届管理层对公司经营管理的影响。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，我国水泥行业经济效益有所好转，水泥产能过剩情况有所缓解，水泥产品价格大幅上涨。公司核心区域水泥市场秩序逐渐好转，水泥和熟料销售价格理性恢复。2017年，公司实现营业收入152.90亿元，较上年增长23.95%；实现净利润1.31亿元，实现扭亏；其中归属于母公司所有者的净利润1.10亿元，较上年增长108.72%。

收入结构方面，从产品构成来看，水泥和熟料仍是公司收入和利润的主要来源，2017年占公司营业收入的比重分别为80.37%和12.24%。其他收入主要来源于干粉砂浆、水泥外加剂、水泥助磨剂等新型建筑材料等业务，由于所占比重不高，对公司收入和利润影响不大。2017年，水泥收入较上年增长19.66%至122.89亿元，主要系水泥价格大幅上涨所致；熟料收入较上年增长41.06%至18.71亿元，主要系熟料价格上涨所致。

毛利率方面，2017年，公司继续加强内部管理，核心区域内熟料产品价格大幅上涨，公司产品的综合毛利率由上年的24.17%提升至29.83%，同比提升5.66个百分点。其中，水泥产品毛利率由上年的24.15%升至32.41%，同比提升8.26个百分点；熟料产品毛利率由上年的23.37%降至19.69%，同比降低3.68个百分点；其他产品毛利率由上年的25.92%降至18.50%，同比下降7.42个百分点，主要系毛利率较低的物流运输业务占比提升所致。具体数据如下表所示。

表3 2016~2017年公司收入及毛利率变动情况（单位：亿元、%）

分产品	2016年			2017年			收入变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
水泥	102.70	83.26	24.15	122.89	80.37	32.41	19.66	提高 8.26 个百分点
熟料	13.26	10.75	23.37	18.71	12.24	19.69	41.06	降低 3.68 个百分点
其他	7.39	5.99	25.92	11.30	7.39	18.50	52.92	降低 7.42 个百分点
合计	123.35	100.00	24.17	152.90	100.00	29.83	23.95	提高 5.66 个百分点

资料来源：公司年报

2018年一季度，公司实现营业收入19.88亿元，较上年同期增长13.02%，主要系产品价格上升

所致；受错峰生产及环保限产政策、核心区域水泥市场需求下滑等因素的影响，公司水泥产量同比减少约 17%，停工费用增加，净利润亏损同比增加，公司净利润降至-5.45 亿元。

总体看，2017 年受水泥市场回暖影响，水泥销售价格大幅增长，公司营业收入增长明显，水泥毛利率明显提升。2018 年一季度，受错峰生产及环保限产政策、核心区域水泥市场需求下滑等因素的影响，公司停工费用增加，净利润亏损同比增加，公司净利润降至-5.45 亿元。

2. 原料采购

公司采购模式、采购制度和结算方式较上年无重大变化。

公司生产所需原材料主要包括石灰石、矿渣、石膏、耐火材料，所需能源动力主要为电力。其中，煤炭、电力、脱硫石膏在制造成本中占比较大，合计超过产品生产成本的 40%以上。煤炭采购来源仍主要为山西煤、陕西煤、内蒙煤及唐山煤，运输方式仍为铁路运输和汽车运输。

从实际采购情况来看，2017 年受产量减少的影响，公司主要原料煤炭采购量较上年减少 11.46%至 653.51 万吨；2017 年，市场煤炭价格震荡上涨，公司 2017 年煤炭采购均价较上年增长 53.03%至 537.95 元/吨；公司电量采购量较上年减少 5.04%至 36.59 亿度，公司继续采取削峰填谷方式，电力采购均价小幅下降至 0.50 元/度。具体数据如下表所示。

表 4 2016~2017 年公司采购情况（单位：万吨、亿度、元/吨、元/度）

原料	项目	2016 年	2017 年
煤炭	采购量	738.12	653.51
	采购均价	351.54	537.95
电力	采购量	38.53	36.59
	采购均价	0.51	0.50

资料来源：公司提供

从采购集中度看，2017 年，公司前五大供应商采购金额合计 39.38 亿元，占总采购总额的比例为 34.24%，较上年略有下降，供应商集中度仍然不高。

表 5 2017 年供应商集中度情况（单位：亿元、%）

	供应商名称	采购额	占总采购总额比例
1	同一实际控制人控制的供应商	34.61	30.09
2	供应商 1	2.39	2.08
3	供应商 2	0.83	0.72
4	供应商 3	0.78	0.68
5	供应商 4	0.77	0.67
合计	--	39.38	34.24

资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，受产量减少的影响，公司煤炭和电力的采购量随之减少；但煤炭价格大幅增长，采购总成本略有增长。前五大供应商集中度较上年略有下降，但集中度仍不高。

3. 水泥生产

2017 年，公司的生产模式和产品结构较上年无重大变化。

产能方面，截至 2017 年底，公司水泥产品的产能仍为 12,968 万吨，水泥熟料的产能仍为 7,483 万吨，较 2016 年无变化。

从实际生产情况来看，公司采用以销定产的生产模式，2017 年，水泥产能过剩情况依然严重，

受水泥行业竞争激烈，国家执行错峰生产影响，公司水泥实际产量下降 12.81%至 5,059 万吨；公司熟料主要为自用，随着水泥产量的减少，公司熟料产量同比减少 9.37%至 4,312 万吨。2017 年，公司水泥和熟料产能利用率分别为 39.01%和 57.62%，分别较上年下降 5.73 个百分点和 5.96 个百分点；公司产能利用率进一步下降。

表 6 2016~2017 年公司主要产品的产能产量情况（单位：万吨、%、个百分点）

产品	项目	2016 年	2017 年	同比增减
水泥	产能	12,968	12,968	--
	产量	5,802	5,059	-12.81
	产能利用率	44.74	39.01	-5.73
熟料	产能	7,483	7,483	--
	产量	4,758	4,312	-9.37
	产能利用率	63.58	57.62	-5.96

资料来源：公司提供

从生产能耗方面来看，截至2017年底，公司共投产纯低温余热发电机组43（套），总装机容量357兆瓦。2017年，公司利用余热发电15.02亿度，相当于节约标煤50.38万吨，余热发电量占公司用电总量的37%。2017年，公司利用余热发电成本约为0.13元/度，节约电费成本约5.26亿元。较上年变化不大。在氮氧化物减排方面，公司51条熟料生产线均已完成氮氧化物减排项目建设；公司水泥窑协同处理项目正在规划中，已完成1条熟料生产线协同处置生活垃圾改造项目。

总体看，2017 年，公司水泥和熟料产能均无变化；受水泥行业竞争激烈，国家执行错峰生产影响，公司水泥和熟料的产量均下降，水泥和熟料的产能利用率均处于较低水平。

4. 产品销售

按客户类型分类，公司客户群体主要有搅拌站、重点（单体）工程及零散客户三类主要客户，2017 年，上述三类客户的占比约为 25.00%、48.50%和 26.50%，公司加大对重点（单体）工程客户的开拓。按合作情况分类，客户群体主要分直销客户与经销商；其中，直销客户约占 40%，大部分采用现款结算，对个别合作时间长、信用良好的客户或国家重点工程客户，给予一定的信用期或周转量，小部分采用赊销方式（约 1~2 月账期）；经销商约占 60%，全部为现款结算。

从实际销售情况来看，2017 年，受水泥行业错峰生产影响，公司水泥销量 5,078 万吨，同比减少 12.39%；熟料销量 923 万吨，公司熟料主要为自用，少量外售。具体数据见下表。

表 7 2016~2017 年公司主营产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	同比增减
水泥	产量	5,802	5,059	-12.81
	销量	5,796	5,078	-12.39
	价格	177	242	36.72
熟料	产量	4,758	4,312	-9.37
	销量	924	923	0.00
	价格	144	203	40.97

资料来源：公司提供

从销售价格来看，受供给侧改革和环保限产等因素的影响，水泥行业价格整体大幅上升，水泥产品销售均价由上年的 177 元/吨大幅提升至 242 元/吨，同比上升 36.72%；水泥熟料销售均价由上年的 144 元/吨上升到 203 元/吨，同比上升 40.97%。

2017 年以来，公司水泥产品销售仍主要面向我国华北地区（北京、天津、河北、山西及内蒙古）、

东北地区（辽宁、吉林）、西北地区（陕西）以及其他地区（湖南、山东及重庆），其中华北地区仍是最大销售区域。受益于“京津冀协同发展”战略的推进和供给侧改革的实施，公司在华北区域市场占有率进一步提升，华北地区毛利率同比大幅提升 10.06 个百分点；东北地区和其他地区毛利率同比分别下降 4.50 和 3.91 个百分点，主要由于区域内成本上涨幅度超过价格所致。

从客户集中度来看，2017 年公司对前五大客户销售实现收入合计 19.93 亿元，销售客户集中度由上年的 9.59% 升至 13.03%，公司客户集中度有所提升，但仍处于较低水平。

表 8 2017 年公司前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

	客户名称	销售额	占销售总额比
1	同一实际控制人的客户	14.41	9.42
2	单位 1	2.26	1.48
3	单位 2	1.15	0.75
4	单位 3	1.06	0.70
5	单位 4	1.05	0.69
	合计	19.93	13.03

资料来源：公司年报

总体看，2017 年，受供给侧改革和环保限产等因素的影响，公司水泥和熟料销售均价大幅增长；受水泥行业错峰生产影响，公司水泥销量有所减少；华北地区仍为公司主要的销售市场。

5. 经营效率

2017 年，由于水泥及熟料价格上涨，公司营业收入有所增长；公司加强赊销管理及清欠力度，降低下游客户资金占用，应收账款同比降低，应收账款周转率由上年 6.95 次上升至 9.49 次；公司存货周转率由上年的 5.82 次升至 7.01 次；总资产周转率由上年的 0.30 次升至 0.37 次，上述指标均有所提升。与同行业上市公司对比，公司各项经营效率指标处于行业中下水平。总体看，公司经营效率一般。

表 9 2017 年水泥上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
天山股份	11.54	8.34	0.38
同力水泥	73.17	17.11	0.66
四川双马	15.02	12.93	0.48
上峰水泥	29.37	2.84	0.78
海螺水泥	87.86	10.57	0.65
塔牌集团	39.43	7.58	0.55
平均	42.73	9.89	0.58
冀东水泥	9.49	7.01	0.37

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，公司经营效率指标均有所上升，经营效率有所提升；但从同行业对比来看，公司各项经营效率指标处于行业中下水平。

6. 重大事项

金隅股份与公司股东冀东集团计划进行战略重组，重组的交易方案包括两个组成部分：股权重组部分，金隅股份与冀东集团进行战略重组；资产重组部分，公司向金隅股份及/或冀东集团非公开发行 A 股股份的方式购买金隅股份及/或冀东集团持有的水泥及混凝土等相关业务、资产并募集配套

资金。

2018年2月8日，公司发布《出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易方案》称，金隅集团拟以北京金隅水泥经贸有限公司等10家公司的股权，公司拟以所持有的冀东水泥滦县有限责任公司等20家公司的股权及唐山冀东水泥股份有限公司唐山分公司等2家分公司的资产出资，双方共同组建合资公司。合资公司组建后，金隅集团持有合资公司47.09%股权，公司持有合资公司52.91%股权并拥有合资公司控股权。同时，为有效解决公司与金隅集团之间的同业竞争，公司与金隅集团签订《股权托管协议》，金隅集团将持有的剩余水泥公司股权除所有权、收益权之外的权利全部委托公司管理，包括但不限于：股东表决权、管理者的委派权或选择权，并向公司支付托管费用；公司与金隅集团签订《关于避免同业竞争的协议》，对金隅集团避免与公司之间发生同业竞争的相关安排进行了约定。此外，金隅集团承诺自本次交易完成之日起的三年内，将上述托管的股权以出资、出售或其他法律法规许可的方式注入合资公司或公司。2018年2月26日，北京市国资委对公司与金隅集团在本次组建合资公司中双方出资资产的评估结果进行了核准，并出具了予以核准的批复。2018年3月28日，金隅集团收到香港联交所关于本次交易的批准函。2018年4月27日，公司收到中国证监会通知，公司出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易事项获得无条件通过。

公司及间接控股股东金隅集团控制的水泥产能合计为1.7亿吨，熟料产能为1.17亿吨。尤其在京津冀地区，两家公司市场占有率达到50%以上，市场占有率高，市场话语权增强。

总体看，本次交易完成后，将有效改善冀东水泥与金隅集团之间的同业竞争情况，完善公司与金隅集团水泥业务板块内部管理机制，进一步提升公司在华北地区，尤其是京津冀地区水泥市场占有率和市场竞争优势。随着资产重组的完成，冀东水泥在京津冀地区的市场控制力、定价能力和盈利能力将得到较大提升，未来冀东水泥营业收入和盈利有望大幅提升。

7. 关联交易

2017年公司购买商品、接受劳务的关联交易为26.16亿元，占当期营业总成本的比例为17.24%，主要为向关联方购买设备、备件及材料及接受劳务。该类关联交易按照市场价格进行交易，对公司经营独立性影响较小，公司对该类关联交易依赖较小。

2017年公司出售商品、提供劳务的关联交易为6.56亿元，占当期营业收入的比例为4.29%。该类关联交易按照市场价格进行交易，对公司经营独立性影响较小，公司对该类关联交易依赖较小。

总体看，公司对关联交易管理严格，关联交易金额较小，对公司经营独立性影响较小。

8. 经营关注

宏观经济及行业政策风险

公司所在水泥行业属投资拉动型行业，其需求与国家政策、宏观经济环境特别是和固定资产投资具有较强相关性。房地产行业下行、宏观经济波动、国家产业政策变化、市场竞争加剧等因素将持续给公司经营带来风险。

行业竞争加剧

2017年以来，国家去产能政策的实施对水泥行业有较为积极的影响，但水泥行业目前产能过剩严重且短期内改观效果有限，如去产能政策落实不到位，行业发展依然受制于产能严重过剩和集中度低。

能源价格波动风险

煤炭、电力在水泥制造成本中占比较高。煤炭、电力价格波动将对公司盈利产生一定影响。

产能利用率有待提升

受水泥行业产能过剩严重,景气度不高影响,公司水泥和熟料产品产能利用率均不高,2016~2017年,水泥产能利用率分别为44.74%和39.01%;熟料产能利用率分别为63.58%和57.62%。公司闲置产能超量,将对成本产生较大压力,进而影响公司盈利能力和利润水平。

9. 未来发展

2018年,公司将以完善区域市场格局,提高核心竞争力为目标,做强核心区域、做优重点区域、做活布点布局区域,推动供产销全流程、全价值链、全员参与的提质增效;加强行业整合,提升产能集中度,加强战略营销,促进稳量提价;加强对标管理,严控成本和应收,切实提升管控水平。公司2018年计划实现营业收入163亿元。

未来,公司将着力加强营销管控,全力推进稳量;着力强化生产运营管控;强化资源战略储备;将公司环保转型的先发优势积极培育成公司转型升级、可持续发展的新动能;着力强化“红线”意识,加强安全环保管控。公司将密切关注国家对房地产宏观经济政策的变化,加强对影响水泥行业的政策和相关因素的分析研究;同时,结合公司发展战略,不断拓展和完善市场布局,降低单一、局部市场波动对公司的影响,并根据市场环境的变化及时调整营销策略,努力实现公司生产经营稳定运行。另外,公司将进一步加强战略采购渠道建设,建立长期稳定的战略合作关系,统筹规划降本。

总体看,公司的经营计划的制定符合国家政策导向、区域经济发展局势和公司实际发展情况,有利于巩固和提高公司综合竞争力和盈利能力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016年度和2017年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并均出具了标准无保留审计意见;公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。截至2017年底,纳入公司合并报表范围的子公司为70家。2017年,公司通过投资设立新增子公司6家,注销子公司1家。合并范围内子公司虽发生一定变化,但对公司主营业务及公司规模影响不大,财务数据可比性较好。

截至2017年底,公司合并资产总额410.34亿元,负债合计297.61亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计112.74亿元,归属于母公司的所有者权益100.78亿元。2017年,公司实现营业收入152.90亿元,净利润(含少数股东损益)1.31亿元,归属于母公司所有者的净利润1.10亿元;经营活动产生的现金流量净额27.02亿元,现金及现金等价物净增加额9.21亿元。

截至2018年3月底,公司合并资产总额395.49亿元,负债合计290.36亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计105.13亿元,其中,归属于母公司的所有者权益94.17亿元。2018年1~3月,公司实现营业收入19.88亿元,净利润(含少数股东损益)-5.45亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润-4.86亿元;公司经营活动产生的现金流量净额1.96亿元,现金及现金等价物净增加额-13.58亿元。

2. 资产质量

截至2017年底,公司资产合计410.34亿元,较年初减少1.07%,主要来自非流动资产的减少。

其中，流动资产 112.23 亿元（占 27.35%），非流动负债 298.11 亿元（占 72.65%），资产结构仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 112.23 亿元，较年初增长 5.15%，主要系货币资金和应收票据增长所致；流动资产主要由货币资金（占 32.36%）、应收票据（占 26.76%）、应收账款（占 10.34%）、预付款项（占 5.88%）、其他应收款（占 8.29%）和存货（占 12.41%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 36.32 亿元，较年初大幅增长 13.90%，主要系经营及投资活动现金净流入增加所致；其中公司下属子公司奎山冀东水泥有限公司 5,700 万元银行存款被冻结。

截至 2017 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产较年初大幅减少 94.61% 至 0.31 亿元，主要系公司出售 6,238.47 万股中再资源环境股份有限公司（以下简称：“中再资环”、代码：600217.SH）股票及其价格波动所致。

截至 2017 年底，公司应收票据 30.03 亿元，较年初大幅增长 239.70%，主要系公司加大票据结算方式所致；主要由银行承兑票据（占 87.77%）构成。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 11.60 亿元，较年初大幅减少 16.26%，主要系公司加强应收账款管理，加大清欠力度所致。公司累计计提应收账款坏账准备 3.47 亿元，计提比例为 23.00%；组合中，按账龄来看，公司一年以内应收账款占 37.82%，三年以上占 42.78%。应收账款前五名占应收账款总额的比例为 51.91%，较上年同期有所上升，集中度依然偏高；其中欠款占比最高的公司为关联方金隅冀东（唐山）混凝土环保科技集团有限公司及其附属企业（占应收账款余额 40.19%）。

公司预付款项主要为按合同规定支付的材料、设备、工程预付款。截至 2017 年底，公司预付款项账面价值为 6.60 亿元，较年初减少 19.44%。其中 1 年以内占 51.61%，1~2 年占 9.47%，2~3 年占 7.99%，3 年以上占 30.93%。按预付对象归集的期末余额前五名的预付款占预付账款年末余额的比例为 41.98%，较上年同期有所上升。

公司其他应收款为股权收购定金（占 29.07%），押金、保证金、备用金（占 28.91%），政府欠款（占 13.75%），单位往来款项（占 9.51%）和关联方款项（占 9.79%）构成。截至 2017 年底，公司其他应收款 9.30 亿元，较年初大幅减少 49.32%，主要系公司收到三河冀东水泥有限责任公司（以下简称“三河公司”）及唐山海螺型材有限责任公司（以下简称“唐山海螺公司”）股权转让款所致；公司按账龄组合计提坏账的其他应收款中，1 年以内占 25.49%，1~2 年占 26.85%，2~3 年占 25.95%，3 年以上占 21.71%；共计提 3.37 亿元的坏账准备，坏账计提比例为 26.58%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 13.93 亿元，较年初减少 10.07%，主要系水泥产品价格上涨，公司减少库存所致；存货主要由原材料（占 57.19%）、在产品（占 21.17%）和库存商品（占 21.62%）构成，构成方面变化不大。公司存货按成本与可变现净值孰低原则计价，共计提了 0.66 亿元的存货跌价准备，计提比例为 4.55%，计提较为充分。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 298.11 亿元，较年初减少 3.23%；公司非流动资产构成较年初变化不大，主要由长期股权投资（占 5.03%）、固定资产（占 78.74%）、无形资产（占 9.45%）构成。

公司长期股权投资仍主要为对参股水泥及混凝土等建材企业的投资。截至 2017 年底，公司长期股权投资账面价值为 14.98 亿元，较年初减少 3.60%，主要系按权益法核算的公司联营企业金隅冀东（唐山）混凝土环保科技集团有限公司出现亏损所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 234.73 亿元，较年初变化不大。固定资产主要仍由机

器设备（占 46.64%）和房屋建筑物（占 51.82%）构成，期末累计计提折旧和减值 151.51 亿元，占期末账面原值的 36.53%，固定资产成新率 60.77%，成新率尚可。

截至 2017 年底，公司无形资产 28.18 亿元，较年初变化不大，主要仍由土地使用权（占 75.75%）和采矿权（占 21.57%）构成；累计摊销 7.33 亿元。

截至 2017 年底，公司受限资产 62.58 亿元，主要是通过融资租赁租入的固定资产、票据、信用证保证金，占总资产比例为 15.25%。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 395.49 亿元，较年初小幅减少 1.83%。资产结构仍以非流动资产（占 73.99%）为主，较年初变动不大。

总体看，2017 年，公司资产规模和资产构成均较上年相比变化不大，仍以非流动资产为主；应收账款及存货规模较大，对公司资产流动性带来一定影响，且应收账款存在一定回收风险。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 297.61 亿元，较年初减少 1.82%；其中，流动负债占比上升 6.20 个百分点至 74.47%，非流动负债占比降至 25.53%，仍以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2017 年底，公司流动负债 221.63 亿元，较年初增长 7.09%，主要系短期借款、应付账款和其他流动负债增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 57.22%）、应付账款（占 15.65%）和一年内到期的非流动负债（占 13.02%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 126.82 亿元，较年初增长 7.81%，主要系随着公司业务规模的扩大，公司资金需求增加所致；主要由信用借款（占 95.23%）构成；公司短期借款利率区间为 4.35%~4.79%。

截至 2017 年底，公司应付账款 34.69 亿元，较年初增长大幅 71.49%，主要系随着在建项目的建设，公司应付的原材料款、工程款和设备款增加所致；其中 1 年以内的应付账款占 90.04%。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值为 28.85 亿元，较年初大幅减少 34.90%，主要系公司偿还有关债务所致；公司短期偿债压力较大。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债 75.98 亿元，较年初减少 20.99%，主要系应付债券和长期应付款减少所致；主要由长期借款（占 22.74%）、应付债券（占 28.42%）和长期应付款（占 44.15%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款较年初增长 8.90%至 17.28 亿元，主要系公司融资需求增加所致。

截至 2017 年底，公司应付债券较年初减少 32.83%至 21.59 亿元，主要系部分债重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司存续期的应付债券集中于 2020 年偿还，存在一定集中还款压力。具体如下表所示。

表 10 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	期末余额	发行日期	到期日
2011 年公司债券（第二期）	4.15	2012 年 3 月 20 日	2020 年 3 月 30 日
2012 年公司债券（品种二）	4.49	2012 年 10 月 15 日	2019 年 10 月 15 日
2012 年公司债券（品种三）	7.97	2012 年 10 月 15 日	2022 年 10 月 15 日
17 年公司债券（第一期）	4.97	2017 年 6 月 30 日	2020 年 6 月 30 日
合计	21.59	--	--

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司长期应付款较年初减少 22.41%至 33.55 亿元，主要系公司及子公司偿还融资租赁款所致；该部分已计入至长期债务。

从有息债务来看，2017 年公司全部债务 241.19 亿元，较年初减少 7.34%。截至 2017 年底，公司短期债务较年初减少 0.16%至 168.78 亿元，长期债务减少 20.64%至 72.41 亿元；短期债务占 69.98%，长期债券占 30.02%，债务结构有待改善。同期，2017 年公司长期债务资本化比率较上年下降 5.85 个百分点至 39.11%，全部债务资本化比率下降 1.83 个百分点至 68.15%，仍处于较高水平；公司的资产负债率下降 0.55 个百分点至 72.53%，公司债务负担仍较重。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 290.36 亿元，较年初下降 2.43%。其中流动负债占 77.22%，非流动负债占 22.78%，仍以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 233.55 亿元，较年初减少 3.17%，长短期债务构成较年初变化不大。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为 73.42%、68.96%和 37.37%，整体债务负担较年初变化不大。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 112.74 亿元，较年初增长 0.95%；归属于母公司所有者权益合计 100.78 亿元，其中，股本占 13.37%、资本公积占 48.84%、盈余公积占 10.07%、未分配利润占 26.68%，实收资本和股本占比较大，公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益较年初减少 6.75%至 105.13 亿元，主要系未分配利润减少所致。归属于母公司所有者权益合计 94.17 亿元，其中股本占 14.31%，资本公积占 52.26%，盈余公积占 10.77%，未分配利润占比 22.09%。

总体看，公司负债规模略有下降，负债水平有所下降，但债务负担仍较重，且短期债务占比较高、应付债券到期日集中，公司仍面临较大的短期及集中偿债压力；权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2017 年，随着我国水泥行业经济效益有所好转，水泥产品价格有所回升，公司主营业务收入及毛利率同比均增加，公司亏损大幅减少。2017 年，公司实现营业收入 152.90 亿元，较上年增长 23.95%；实现净利润由上年的 -0.24 亿元扭转为 1.31 亿元，实现扭亏；实现归属于母公司所有者的净利润 1.10 亿元，同比增长 108.72%。

2017 年，公司期间费用增长 24.16%至 41.96 亿元，仍主要由管理费用和财务费用构成；其中管理费用同比增长 43.12%至 23.96 亿元，主要系公司加大设备维修维护力度，维修费用增加，同时受国家错峰生产政策的影响，停工费用增加所致；财务费用同比下降 5.58%至 11.80 亿元，主要系有息债务略有减少所致；销售费用同比增长 36.13%至 6.19 亿元，主要系以到位价结算的产品销量增加，该产品运费由公司承担及公司新成立经贸公司所致。2017 年，公司费用收入比下降 0.05 个百分点至 27.44%，公司期间费用整体控制能力有待提升，仍处于较弱水平。

2017 年，公司资产减值损失 0.33 亿元，较上年减少 2.90 亿元，主要系当期其他应收款坏账准备转回 0.76 亿元，无形资产减值损失计提减少 0.41 亿元，商誉减值损失计提减少 0.43 亿元所致，不具有可持续性；公允价值变动收益由 2016 年的 -1.27 亿元升至 1.99 亿元，主要系出售部分中再资环股票所致，不具有可持续性；公司获得投资收益 -2.01 亿元，主要系公司出售部分所持中再资环股票及受合营联公司投资收益影响所致，其中合营联营企业投资收益具有可持续性；其他收益为 2.66 亿元，主要为资源综合利用增值税返还。营业外收入 0.24 亿元，主要为子公司财产保险、胜诉赔偿收入等。公允价值变动收益和其他收益对公司净利润影响较大。

从盈利指标来看，受产品价格上涨的影响，公司营业利润率由上年的 22.98% 提高至 28.42%。得益于公司经营效益的改善，2017 年公司总资产报酬率由上年的 3.52% 上升至 3.81%；公司总资本收益率由上年的 3.32% 上升至 3.69%，净资产收益率由上年的 -0.21% 上升至 1.17%，公司盈利能力增强。从同行业对比来看，公司盈利指标均处于行业较低水平。

表 11 2017 年水泥行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

企业名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
天山股份	29.00	4.01	4.30
同力水泥	40.68	29.45	17.33
四川双马	21.69	7.23	6.36
上峰水泥	34.69	42.67	19.92
海螺水泥	35.09	19.10	18.36
塔牌集团	29.52	11.21	11.63
冀东水泥	29.83	1.10	3.71

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2018 年一季度，公司实现营业收入 19.88 亿元，较上年同期增长 13.02%，主要系产品价格上升所致；受错峰生产及环保限产政策、核心区域水泥市场需求下滑等因素的影响，公司水泥产量同比减少约 17%，停工费用增加，公司净利润降至 -5.45 亿元。

总体看，2017 年，受公司核心区域水泥市场秩序逐渐好转，产品价格上涨的影响，公司营业收入增长，净利润实现扭亏；公司期间费用整体控制能力有待提升；公允价值变动收益和其他收益对公司净利润影响较大。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入规模为 117.85 亿元，较上年增长 10.96%，主要系营业收入增长所致。经营活动现金流出 90.83 亿元，较上年大幅增长 14.55%。综上影响，2017 年，公司经营活动现金净额为 27.02 亿元，较上年增长 0.41%。从收入实现质量来看，2017 年公司的现金收入比为 73.05%，较上年下降 9.01 个百分点，公司现金收入比较低主要由于公司收到的部分票据在采购时背书转让所致。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入 15.57 亿元，较上年增长 130.59%，主要系公司本期收到三河公司及唐山海螺公司股权转让款所致；投资活动现金流出 5.61 亿元，较上年减少 18.91%。综上影响，投资活动现金净额由上年的净流出 0.17 亿元转为净流入 9.95 亿元。

从筹资活动看，2017 年公司筹资活动现金流入 184.52 亿元，较上年减少 17.59%，主要系取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出 212.29 亿元，较上年减少 12.65%，主要系偿还短期融资券本金及利息减少所致；筹资活动现金净流出 27.77 亿元，持续净流出。

2018 年一季度，经营活动产生的现金流量净额为 1.96 亿元；投资活动产生的现金流量净流出 389.05 万元；筹资活动产生的现金流量净流出 15.50 亿元。

总体看，公司经营活动现金流状况良好，投资活动流出下降，公司对外部融资需求减弱，但筹资活动产生的现金流净额持续为负。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2017年底，公司流动比率、速动比率分别为0.51倍、0.44倍，较上年底变化不大，但仍处于较低水平；现金短期债务比为0.39倍，较上年略有提升；经营现金流动负债比率由13.00%小幅下降至12.19%，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2017年公司EBITDA为34.99亿元，较上年增长1.48%，变化不大；其中，折旧占50.41%、摊销占4.60%、计入财务费用的利息支出占34.57%、利润总额占10.33%，EBITDA质量较差。EBITDA利息倍数由上年的2.61倍提升至2.75倍，EBITDA全部债务比由上年的0.13倍提升至0.15倍，EBITDA对全部债务及利息的保障能力较弱。

截至2017年底，公司及子公司对外担保合计1.08亿元，主要为对鞍山冀东水泥有限责任公司和金隅冀东（唐山）混凝土环保科技有限公司的担保，均为连带责任保证担保，被担保企业运营情况良好。

截至2017年底，公司无重大未决诉讼或仲裁。

截至2017年底，公司已取得银行授信432.05亿元，已使用153.79亿元，尚余未使用的授信278.26亿元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

根据人民银行企业信用报告（企业征信号：G1013020800021500B），截至2018年3月16日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往履约债务情况良好。

总体看，2017年，公司整体债务负担仍较重，短期和长期偿债指标虽有所好转，但偿债压力仍然较大；考虑到公司经营规模及京津冀地区的水泥行业发展环境，公司盈利能力有望得到提升，从而带动其整体偿债能力的增强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产66.65亿元，为“12冀东02”和“12冀东03”债券本金（合计12.50亿元）合计的5.33倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度高；净资产112.74亿元，为“12冀东02”和“12冀东03”债券本金（合计12.50亿元）的9.02倍，公司现金类资产和净资产能够对“12冀东02”和“12冀东03”债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为34.99亿元，约为债券本金（12.50亿元）的2.80倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入117.85亿元，约为债券本金合计（12.50亿元）的9.43倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在生产规模、成本控制、技术水平及节能减排等方面仍具有明显优势，以及京津冀地区的水泥行业发展环境，公司盈利能力有望得到提升，公司对“12冀东02”和“12冀东03”债券的偿还能力仍很强。

八、担保方实力

冀东集团为公司发行的“12冀东02”和“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。

1. 冀东集团概况

冀东集团是国家建材行业大型骨干企业，其前身河北省冀东水泥集团有限责任公司是 1996 年 9 月在河北省冀东水泥厂的基础上经河北省人民政府批准、按照现代企业制度组建的国有独资公司，始建于 1979 年。2009 年，冀东集团更名为现用名。2010 年 8 月，冀东集团改制成为国有控股公司（国有股占 90%）。

截至 2017 年底，冀东集团注册资本及实收资本均为 247,950.48 万元，北金隅股份持有冀东集团 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。

截至 2017 年底，冀东集团合并资产总额 586.63 亿元，负债合计 441.74 亿元，所有者权益（含少数股东损益）144.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益 57.98 亿元。2017 年冀东集团实现营业收入 226.63 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.51 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 -2.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 30.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.87 亿元。

2. 经营概况

冀东集团业务经营中，水泥板块、装备工程板块、混凝土业务及批发贸易板块四部分占主要地位。

2017 年冀东集团实现营业收入 226.63 亿元，同比增长 31.41%，同期营业利润亏损 -0.70 亿元，较 2016 年亏损有所减少，主要系冀东集团水泥、混凝土等主营产品市场销价持续回升所致。

冀东集团水泥板块（包括水泥和熟料）业务是其主要的收入和利润来源。2017 年，冀东集团水泥板块实现营业收入 139.89 亿元，同比增长 27.87%，占全部营业收入的 61.72%，仍然是冀东集团主要收入来源。

2017 年装备工程板块实现主营业务收入 7.62 亿元，占全部营业收入的 3.36%，收入和占比均有提升。混凝土业务由唐山冀东混凝土有限公司运营，2017 年实现混凝土营业收入 15.88 亿元，占全部营业收入的 7.01%。随着冀东集团开始利用自身水泥板块业务长期积累的相关供应商及客户渠道，开展煤炭、钢材、骨料等批发贸易，2017 年批发贸易板块（包含煤炭、骨料和其他主营业务）的收入为 45.96 亿元，同比增长 87.68%，占营业收入的比重由上年的 14.20% 提升至 20.28%。

总体看，2017 年冀东集团经营情况有所好转，受主营水泥行业回暖影响，冀东发展集团营业收入大幅增长，亏损有所减少。

3. 财务分析

资产及负债

截至 2017 年底，冀东集团资产总额为 586.63 亿元，较年初小幅下降 1.98%，非流动资产占比为 63.39%，较年初变化不大，资产仍以非流动资产为主。从资产的构成来看，流动资产以货币资金（占 23.79%）、应收票据（占 18.18%）、应收账款（占 16.42%）、其他应收款（占 10.55%）和存货（占 25.24%）为主；非流动资产以固定资产（占 70.44%）和无形资产（占 9.88%）为主。

截至 2017 年底，冀东集团负债总额为 441.74 亿元，较年初小幅减少 2.12%；负债中流动负债占 80.23%，占比较年初提升 11.75 个百分点，仍以流动负债为主，其中短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债分别占 49.62%、18.03%、10.18% 和 11.31%；非流动负债较年初减少 38.61%，主要来自于应付债券和长期应付款的减少。截至 2017 年底冀东集团所有者权益为 144.88 亿元，较上年减少 1.56%。截至 2017 年底，冀东集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较年初小幅下降，分别为 75.30%、68.58% 和 35.46%。

总体看，冀东集团资产规模变化不大，资产仍以非流动资产为主；负债中流动负债有所增长，整体债务负担较重。

盈利能力

2017年冀东集团实现营业收入226.63亿元，同比增长31.41%，主要系水泥、混凝土等主营产品市场销价持续回升，水泥板块收入大幅增长所致，同期营业利润亏损0.70亿元，较2016年亏损大幅减少。同期，冀东集团营业利润率和净资产收益率分别为20.35%和-0.34%，指标明显均有所提升，但整体盈利能力不高。

总体看，2017年，冀东集团盈利能力有所提升，亏损有所减少。

现金流

2017年，冀东集团经营活动现金流量净额30.47亿元，较上年增长7.04%，主要系公司营业收入增长所致；2017年冀东集团现金收入比为86.91%，较上年下降14.10个百分点。投资活动现金投资活动现金净流入7.49亿元，较上年净流出额有所下降，主要系公司减少投资所致。筹资活动现金净流出31.11亿元。

总体看，冀东集团经营活动现金流状况良好，投资活动净流出下降。

4. 债权保护效果

以2017年底财务数据测算，“12冀东02”和“12冀东03”待偿本金共计12.50亿，占担保方冀东集团资产总额的2.13%和净资产总额的8.63%，占比很低；冀东集团2017年经营活动现金净流量是“12冀东02”和“12冀东03”待偿本金的2.44倍，对“12冀东02”和“12冀东03”的覆盖倍数较高。冀东集团的担保对债券的保护程度很高。

总体看，2017年，冀东集团资产状况良好，盈利能力有所提升，亏损有所减少，考虑到与金隅股份的重组事项的顺利进行，同时未来随着京津冀一体化政策落实等因素，冀东集团的担保对于“12冀东02”和“12冀东03”的信用状况依然具有积极作用。

九、综合评价

跟踪期内，公司作为国有大型骨干水泥企业之一，在生产规模、成本控制等方面仍具有明显优势，受益于水泥价格上涨以及公司进一步加强内部管理，公司营业收入有所增长。联合评级同时也关注到，面对固定资产投资增速放缓和水泥行业产能过剩、竞争激烈、区域限产等不利环境，公司整体债务负担仍较重，经营压力依然存在。

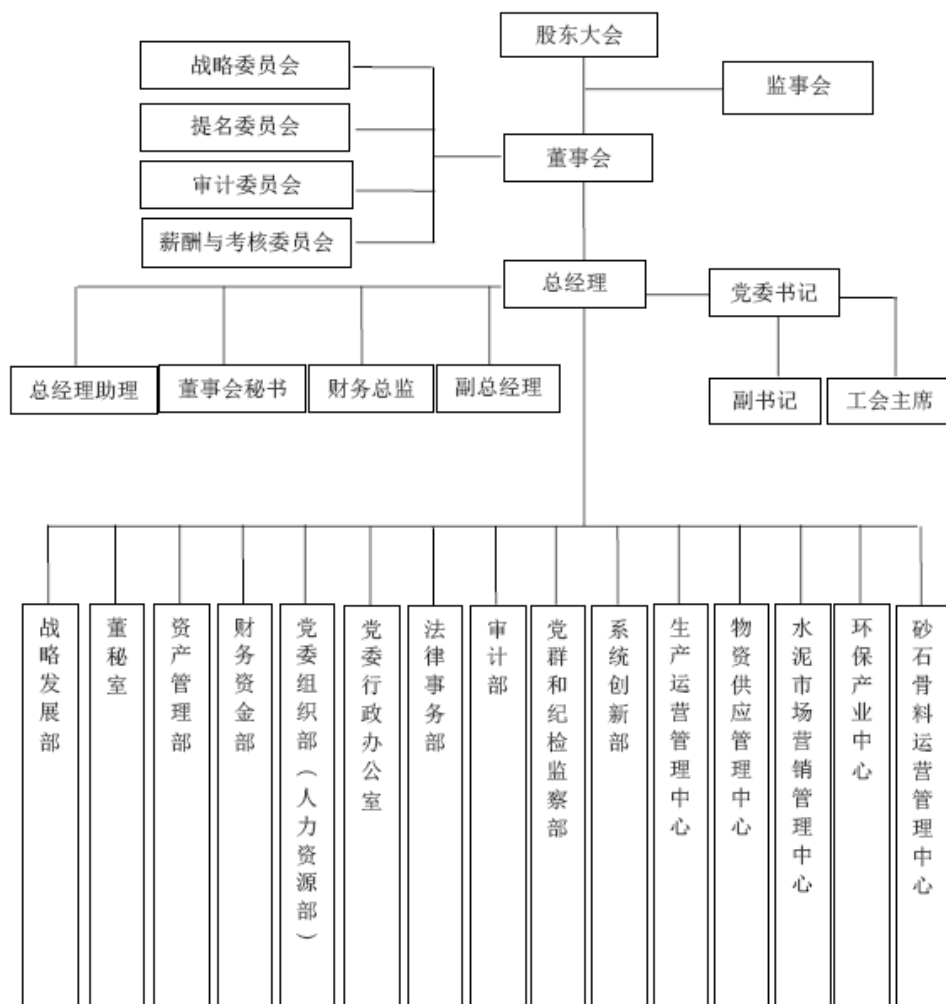
京津冀一体化带来产业转移及升级，区域基础设施建设将成为首要投资重点，水泥需求未来将继续增加。同时，随着大气治污与加快落后产能淘汰步伐的推进，长期利好于综合实力较强的大型企业。

冀东水泥重大资产重组获得证监会批准，本次交易完成后，进一步提升公司在华北地区，尤其是京津冀地区水泥市场占有率和市场竞争优势，未来公司营业收入和盈利有望大幅提升。

“12冀东02”和“12冀东03”由冀东发展集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2017年，冀东集团资产状况良好，盈利能力有所提升，亏损有所减少，其担保对“12冀东02”和“12冀东03”的信用水平仍起到积极的作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用评级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12冀东02”、“12冀东03”债项信用等级为“AA+”

附件 1 唐山冀东水泥股份有限公司 组织结构图



资料来源：公司提供

附件2 唐山冀东水泥股份有限公司

主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额（亿元）	414.80	410.34	395.49
所有者权益（亿元）	111.68	112.74	105.13
短期债务（亿元）	169.18	168.78	170.81
长期债务（亿元）	91.24	72.41	62.74
全部债务（亿元）	260.42	241.19	233.55
营业收入（亿元）	123.35	152.90	19.88
净利润（亿元）	-0.24	1.31	-5.45
EBITDA（亿元）	34.48	34.99	--
经营性净现金流（亿元）	26.91	27.02	1.96
应收账款周转次数（次）	6.95	9.49	--
存货周转次数（次）	5.82	7.01	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.37	--
现金收入比率（%）	82.05	73.05	0.88
总资本收益率（%）	3.31	3.69	--
总资产报酬率（%）	3.52	3.81	--
净资产收益率（%）	-0.21	1.17	-5.01
营业利润率（%）	22.98	28.42	23.59
费用收入比（%）	27.39	27.44	54.81
资产负债率（%）	73.08	72.53	73.42
全部债务资本化比率（%）	69.98	68.15	68.96
长期债务资本化比率（%）	44.96	39.11	37.37
EBITDA 利息倍数（倍）	2.61	2.75	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.15	--
流动比率（倍）	0.52	0.51	0.46
速动比率（倍）	0.44	0.44	0.38
现金短期债务比（倍）	0.27	0.39	0.31
经营现金流流动负债比率（%）	13.00	12.19	0.87
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.76	2.80	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2、2018 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、短期债务包含部分其他流动负债；4、长期应付款计入长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件3 冀东发展集团有限责任公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	598.48	586.63
所有者权益（亿元）	147.17	144.88
短期债务（亿元）	220.04	236.56
长期债务（亿元）	133.18	79.62
全部债务（亿元）	353.22	316.18
营业收入（亿元）	172.47	226.63
净利润（亿元）	-14.47	-0.51
EBITDA（亿元）	14.05	41.86
经营性净现金流（亿元）	26.51	30.47
应收账款周转次数（次）	3.38	3.82
存货周转次数（次）	3.28	3.75
总资产周转次数（次）	0.28	0.37
现金收入比率（%）	101.01	86.91
总资本收益率（%）	-2.75	3.70
总资产报酬率（%）	-2.03	3.47
净资产收益率（%）	-9.92	-0.34
营业利润率（%）	18.40	20.35
费用收入比（%）	28.10	22.77
资产负债率（%）	75.41	75.30
全部债务资本化比率（%）	70.59	68.58
长期债务资本化比率（%）	47.50	35.46
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.13
流动比率（倍）	0.71	0.61
速动比率（倍）	0.56	0.45
现金短期债务比（倍）	0.37	0.38
经营现金流动负债比率（%）	8.58	8.60

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。