跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1343 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持冀东发展集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并将其移出信用评级观察名单，维持“15冀发展MTN001”的信用等级为AA^{-}。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月五日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

冀东发展集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	列入信用评级观察名单

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 冀发展 MTN001	30 亿元	2015/12/4~	AA-	AA-

注：“15 冀发展 MTN001”在赎回前长期存续，期限为 3+N 年。

跟踪评级时间：2017 年 7 月 3 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	77.86	78.87	80.79	66.49
资产总额(亿元)	614.80	596.54	598.48	580.41
所有者权益(亿元)	116.65	104.30	147.17	143.63
短期债务(亿元)	290.18	279.06	219.91	205.01
长期债务(亿元)	131.67	108.54	86.63	87.53
调整后长期债务(亿元)	139.78	159.79	163.18	161.89
全部债务(亿元)	421.85	387.60	306.54	292.54
调整后全部债务(亿元)	429.97	438.85	383.09	366.90
营业收入(亿元)	251.10	179.98	172.47	30.87
利润总额(亿元)	-1.55	-41.29	-12.48	-3.90
EBITDA(亿元)	49.68	12.30	37.44	--
经营性净现金流(亿元)	17.56	12.89	26.51	-2.08
营业利润率(%)	16.31	8.94	18.40	13.29
净资产收益率(%)	-2.88	-43.42	-9.83	--
全部债务资本化比率(%)	78.34	78.80	67.56	67.07
调整后全部债务资本化比率(%)	78.66	85.52	76.58	76.35
资产负债率(%)	81.03	82.52	75.41	75.25
调整后资产负债率(%)	81.03	87.54	80.42	80.42
流动比率(%)	63.95	59.35	70.69	68.12
经营现金流动负债比(%)	4.99	3.65	8.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	0.44	1.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.49	31.51	8.19	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	8.65	35.67	10.23	--

注：1. 2016 年，公司部分会计政策与会计估计变更，对前期差错予以更正，并对 2015 年年末和年初资产负债表数据、2015 年利润表数据进行重述，本报告采用重述后的财务数据进行分析；2. 2017 年一季度财务数据未经审计；3. 所有者权益中包含 30 亿元永续中票“15 冀发展 MTN001”；4. 调整后的债务指标中，将长期应付款调整至长期债务、其他权益工具中的永续中

评级观点

跟踪期内，冀东发展集团有限责任公司（以下简称“公司”或“冀东集团”）仍面临较为严峻的外部环境，2016 年下半年以来，水泥行业逐步回暖，水泥价格回调，公司水泥熟料业务毛利率提升；受国家严控新增水泥生产线影响，公司装备工程业务需求不足，尽管公司盈利能力有所改善，但未能改变公司主业亏损的状态。跟踪期内，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”），控股股东北京金隅股份有限公司（以下简称“金隅股份”）对公司增资，公司资本实力得以提升；公司与金隅股份的战略重组，使得公司增强了对华北地区水泥行业话语权和市场控制力。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司有息债务负担重，短期偿付压力大；若子公司唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”）与金隅股份重组完成，公司面临不能再将重要子公司冀东水泥和唐山冀东混凝土有限公司（以下简称“混凝土公司”）纳入合并范围的风险。

未来，公司经营性业务利润的实现仍有赖于区域水泥市场景气度的回升，短期内公司仍面临一定的经营压力。

2017 年，公司召开“15 冀发展 MTN001”债券持有人会议，并通过了相关议案：在中国证券监督管理委员会审查通过冀东水泥发行股份购买资产的申请后，由冀东集团启动公司内部程序，申请由金隅股份为“15 冀发展 MTN001”的到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信将密切关注本次重组事项对“15 冀发展 MTN001”偿债能力的影响。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并将其

票由所有者权益中剔除，调整至长期债务。

分析师

王兴萍　刘艳婷

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

移出信用评级观察名单，维持“15 冀发展 MTN001”信用等级为 AA^-。

优势

1. 未来，随着京津冀一体化发展的逐步推进和雄安新区的设立，区域水泥需求有望提升。
2. 公司与金隅股份的战略重组，使得公司增强了对华北地区水泥行业话语权和市场控制力。
3. 跟踪期内，控股股东金隅股份对公司进行增资，公司资本实力得以提升。
4. 公司经营活动现金流入量对“15 冀发展 MTN001”的保障能力强。

关注

1. 水泥行业仍属于产能过剩行业，水泥价格的回升有赖于行业自律的良好推动，公司经营环境仍面临一定不确定性。
2. 公司实际债务负担重，短期偿付压力较大。
3. 跟踪期内，公司主业仍处于亏损状态，非经常性损益对利润总额贡献大。
4. 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。
5. 若冀东水泥与金隅股份重组完成后，公司面临不能再将重要子公司冀东水泥和混凝土公司纳入合并范围的风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由冀东发展集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

冀东发展集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于冀东发展集团有限责任公司主体长期信用及“15 冀发展 MTN001”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

冀东发展集团有限责任公司前身是河北省冀东水泥厂，1996 年 9 月经河北省体改委、河北省计委、河北省经贸委、河北省国资局（冀体改委生字[1996]4 号文）批准，按照现代企业制度规范改制组建成立河北省冀东水泥集团有限责任公司，为国家 520 家重点企业之一，2009 年更为现名。此后，公司经过多次增资及股权变更，截至 2015 年底，公司实收资本 12.40 亿元。

2016 年 5 月 31 日，公司与金隅股份、唐山市国有资产监督管理委员会（以下简称“唐山市国资委”）签订《北京金隅股份有限公司与唐山市国有资产监督管理委员会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》，根据该协议，金隅股份以 47.50 亿元认购公司 12.40 亿元的新增注册资本。同时，金隅股份与中泰信托有限责任公司（以下简称“中泰信托”）签署了《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》，以 4.75 亿元收购中泰信托持有公司的 10%股权。2016 年 10 月公司已经完成上述股权变更的工商登记手续。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 24.80 亿元，金隅股份持有公司 55%股权，成为公司控股股东，公司实际控制人由唐山市国资委变更为北京市国资委。

公司经营范围包括水泥、熟料及商品混凝土的生产销售，水泥及相关产业装备制造，并涉及水泥相关上下游产品的贸易及设备工程的施工等，兼有少量房地产业务。跟踪期内，公司经营范围未发生变动。

截至 2017 年 3 月底，公司本部设办公室、战略发展部、财务资金部、资产管理部、人力资源部、法律事务部等合计 10 个职能部门（见附件 1-2）。截至 2017 年 3 月底，公司下属全资及控股二级子公司 33 家，其中公司控股上市公司两家，分别为：冀东水泥（股票代码 000401.SZ）和唐山冀东装备工程股份有限公司（以下简称“冀东装备”，股票代码 000856.SZ）。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 598.48 亿元，所有者权益 147.17 亿元（其中少数股东权益 85.49 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 172.47 亿元，利润总额-12.48 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 580.41 亿元，所有者权益 143.63 亿元（其中少数股东权益 83.37 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.87 亿元，利润总额-3.90 亿元。

公司注册地址：唐山丰润区林荫路东侧；法定代表人：刘文彦。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

2015 年 12 月，公司发行“15 冀发展 MTN001”，公司于“15 冀发展 MTN001”第 3 个和其后每个付息日，有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据，若公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。若公司在“15 冀发展 MTN001”第 3 个付息日不

行使赎回权，则从第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。若公司不行使赎回权，则从第 4 个计算年度起票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，并保持 3 年不变。

在递延利息支付方面，“15 冀发展 MTN001”具有递延支付利息条款。条款规定除非发生强制付息事件，“15 冀发展 MTN001”的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率加上 300 个基点累计计息。强制付息事件指付息日前 12 个月内发生公司向普通股股东分红或减少注册资本，若发生强制付息事件，则公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。

“15 冀发展 MTN001”募集资金 30 亿元，其中 28 亿元用于偿还金融机构有息债务、2 亿元用于补充营运资金。截至 2017 年 3 月底，募集资金已按照计划和约定用途使用完毕。跟踪期内，公司对“15 冀发展 MTN001”按期进行付息。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出

对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

公司为集水泥生产、装备制造、混凝土、贸易、骨料、房地产等多种经营为一体的大型综合性企业集团，主要以水泥生产为经营主业，随着近几年的扩张，混凝土、装备工程和贸易板块也得到较快发展。

1. 水泥行业

（1）行业概况

水泥是一种重要的资源和影响国民经济发展的基础性产品，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。2016 年以来，在基础设施建设和房地产投资的支撑拉动下，水泥行业整体呈现弱复苏态势。

行业供需

基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量，且其投资增速情况决定了水泥需求总量。近年来，在经济下行压力较大的背景下，中国固定资产投资增速持续下滑，包括交通运输（铁路、公路、轨道交通投资）、水利水电和公共设施项目建设等的基础设施建设投资逐渐成为水泥需求的支撑行业，而房地产行业则是水泥需求变动的重要驱动因素。2016年以来，在基础设施建设投资和房地产开发投资的增速增长带动了水泥需求量的回升，2016年，中国水泥产量24.03亿吨，同比增长1.86%。

水泥行业属于产能过剩行业，在相关政策

的引导下，近几年新增产能不断下滑。2016年工信部下达淘汰水泥落后产能任务为5050万吨，行业去产能还有待缺乏成本优势的小规模新型干法生产线加速出清，预计2000吨/天（T/D）以下的产能将在未来市场出清过程中首当其冲，2000-3000T/D产能比重较高，产能出清压力较小。

总体来看，虽然近几年水泥产能过快增长得到抑制，水泥行业新增产能不断下滑，但全国水泥市场产能过剩现象依然严峻。

行业竞争与合作

水泥行业长期呈市场分散、自律缺失、行规不健全的状态，带来恶性竞争、资源利用率低、产业规模优势不明显等问题。

水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。受各地区供需结构、竞争激烈程度、地理位置（影响生产成本和运输费用）等影响，各区域间的水泥价格和利润水平有一定差异。

2015年水泥行业亏损面达到34%，水泥企业对恶性低价竞争带来的不利影响认识加深，行业竞合环境有所改善，对水泥价格的回升起到了重要影响。2016年主导水泥企业和水泥行业的协会在组织、市场整合和协同中表现突出，各级行业协会围绕国务院办公厅34号文件开展区域市场协调工作，推进联合重组、开展错峰生产，水泥行业设立产业结构调整专项资金、开展区域整合、维护行业自律的措施，推动水泥价格多轮上涨。

2016年中国水泥行业内多家大型企业发生并购重组：（1）2016年8月，中国建材行业两大央企中国建筑材料集团有限公司(下称“中国建材集团”)与中国中材集团公司(下称“中国中材”)宣布实施重组，中国中材将无偿划转进入中国建材集团；两大集团在水泥业务重合区域较小，两者合并对降低总体同业竞争的程度有限，合并后有助于新集团实现产能的全国布局。（2）2016年5月金隅股份通过对冀东集团增资扩股及收购股权，实现对冀东集团及冀东水泥的控股，金隅股份计划以通过冀东水泥发行股份及支付现金购买资产的方式实现对冀东水泥的直接控股，两家水泥企业重组后，在京津冀地区产能占比约为50%，有利于改善华北区域低价恶性竞争、市场秩序混乱的市场现状。（3）2015年世界建材行业巨头拉法基（LAFARGE）和豪瑞（HOLCIM）完成合并，新的拉法基豪瑞集团也开始对中国区水泥资产进行整合。拉法基中国区部分非上市水泥资产已注入原豪瑞中国业务平台华新水泥，拉法基也将部分原下属上市公司双马水泥股权转让，不再为其实际控制人，从而避免违反上市公司同业竞争承诺。

除了并购重组，水泥企业间的参股合作、战略合作，也成为了较为普遍的合作方式。近年来，华润水泥参股了福建水泥、昆钢水泥，天瑞水泥参股了山水水泥，华润水泥与金隅股份签订了长期战略合作协议，计划携手开拓国内外市场，建立市场沟通机制、定期进行生产、技术、经营管理方面的交流，中材装备与蒙西水泥、海螺集团与亚洲水泥、同力水泥与中联水泥也签订了类似的战略合作协议或者合作框架协议。

上游原材料

水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导地位。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大。

煤炭价格方面，2011~2015年，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道，2015年底煤炭价格降至最低点。2016年以来，在煤炭去产能、供应量减少，下游需求保持一定水平的情况下，煤炭价格出现回升，并于2016年底涨至最高点。

2017年以来煤价小幅下降，但仍处于高位。煤价的回升一定程度上推高了水泥价格，单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，中、小规模企业则面临一定的成本压力。

电价方面，2016年，国家发改委和工信部发布《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，自2016年1月起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。通知明确，对GB16780-2012《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。约10%左右产能的水泥生产线将因达不到能耗要求被淘汰。

相对而言，电价变动对能耗水平较低水泥企业生产成本影响较小。

（2）行业及区域运行状况

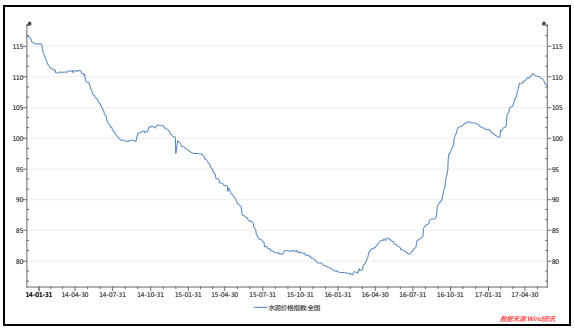
水泥产量

2014~2015年，水泥累计产量同比开始呈现负增长趋势。2016年，中国累计水泥产量24.03亿吨，同比增长1.86%，水泥累计产量同比由负转正。逐月来看，1~2月为传统淡季，3~5月随着下游房地产、基础设施建设投资需求启动以及北方停窑结束，水泥产量保持平稳增长趋势；6~8月，受南方地区进入梅雨季节和G20华东地区部分水泥企业限产的影响，水泥产量同比增速有所回落；9月份以后重大工程加快启动和推进，水泥生产有所加快，四季度为冬歇淡季，且北方地区错峰生产期，市场需求低位徘徊。

水泥价格

水泥销售存在明显的区域性特征，其产品价格主要由区域供需关系和生产成本决定。在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。截至 2016 年 11 月 30 日，全国水泥价格指数 102.12，同比增长 26.90%；全国散装 P.O.42.5 水泥均价为 306.00 元/吨，同比增长 24.39%。逐月来看，2016 年 1~2 月为水泥传统淡季，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势；进入 3 月之后，随需求与生产恢复，南北方水泥价格开始陆续上涨，进入 6~7 月，受南方多地区进入持续降雨季节影响水泥需求疲弱，水泥价格走低；8~9 月份受 G20 华东部分地区限产和市场需求回暖影响，南方水泥价格涨势良好；10 月份以后，随着北方错峰停窑生产期临近、原材料煤炭价格上升以及交通部加大检查超载力度导致运输成本增加，水泥价格全面上涨；2016 年底，水泥价格涨至阶段高点。进入 2017 年一季度，受冬歇淡季影响，水泥价格出现小幅下降；3 月份以来，水泥价格再次进入上行通道，超过 2016 年底水平。

图 1　2014~2017 年 5 月全国水泥价格走势



资料来源：Wind 资讯

行业经济效益

由于水泥工艺的特殊性，其库存规模较小，销量与产量相近，2016 年 1~10 月，水泥行业实现销售收入 6952 亿元，水泥产销量虽小幅回升但上半年价格仍低于 2015 年同期水平，导致销售收入同比下降 1.87%，10 月降幅较 1~9 月下降 1.4 个百分点，降幅持续收窄；2016 年 1~10 月，水泥全行业实现水泥利润总额 332 亿元，同比增长 47%，增速较 1~9 月提升 13 个百分点。10 月单月水泥利润总额为 83.4 亿元，较上月增长 31%，单月利润为年内新高。总体来看，2016 年水泥行业自律和和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度大，水泥价格有所回升，行业盈利能力有所增强，同时联合资信关

注到煤炭和物流成本上升对水泥企业利润空间有所挤压。

（3）行业政策和关注

2016年是“十三五”的开局年，随着水泥产能过剩问题的日益凸显，不管是中央还是地方都出台了化解水泥过剩产能的规划目标和政策手段；而针对近年来日益严重的空气质量等环境问题，相关部门也对水泥的电耗、煤耗、污染源排放计划出台了规范和针对性的调控措施。

具体来看，2016 年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①严禁备案和新建新增产能项目、依法依规淘汰不达标产能。2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换；强化依法行政和标准实施，对经整改达不到环保、能耗、安全、质量等强制性标准要求的产能，依法有序关停退出。逐步淘汰砖瓦轮窑。②实行差别化政策，倒逼过剩产能退出。开展能耗、排放等对标达标，明确了到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤；贯彻落实高耗能行业差别电价、阶梯电价等政策，研究提高享受资源综合利用财税政策的技术门槛，倒逼竞争乏力产能主动退出。③支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，并结合联合重组、技术改造，主动经营性压减过剩产能。④推进水泥窑协同处置、资源化利用城市和产业废弃物。实施水泥窑炉能量梯级利用、能效提升改造，高效节能粉磨粉尘低成本、高效减排改造，高硫石灰石地区氮氧化物、二氧化硫综合减排改造。

表 1　2016 年以来水泥行业相关政策

相关政策/文件	政策要点
《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）	（1）2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换。 （2）污染物排放达不到要求或超总量排污的，实施按日连续处罚；情节严重的，报经有批准权的人民政府批准，责令停业、关闭。能耗超限额的，应在 6 个月内整改达标；确需延长整改期限的，经申请可延长不超过 3 个月的期限；逾期仍不达标的，依法关停退出。 （3）支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，整合产权或经营权，优化产能布局，提高生产集中度，并结合联合重组、技术改造，优化生产要素配置，主动压减竞争乏力的过剩产能。 （4）在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能，同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产。
建材工业发展规划（2016－2020 年）	

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

（4）行业发展

展望2017年水泥行业，从行业供需来看，行业需求基本面难以显著性改善，2017年水泥产量或随固定资产投资增速稳中有降，化解过剩产能和升级产品结构仍是供给侧改革的着力点。各地区水泥企业行业自律和抵制恶性低价竞争意识增强对水泥价格的多轮推涨和水泥企业盈利水平的改善起到了重要作用，行业自律有望持续。综合供需情况、行业竞合和上游原材料判断，水泥价格有望保持相对稳定，或将小幅回升。从融资环境看，水泥企业的外部融资需求较高，而银行等金融机构对水泥企业的信贷政策仍然偏紧，流动性压力较大。

2. 水泥装备制造行业和混凝土行业

水泥装备制造行业

经过三十多年的发展，中国水泥行业将自主创新与引进吸收再创新相结合，大力开展水泥工艺技术与装备的开发研究，使中国水泥工业技术与装备基本实现了与国际平均水平同步。

近年来，中国相继开发和生产了 5000 吨/天~10000 吨/天水泥生产线所需的机械装备，既满足了中国水泥工业的结构调整发展需要，又

大量出口，彻底改变了长期以来国际上大型水泥生产线的成套装备由丹麦史密斯、德国洪堡、伯力鸠斯等几家著名跨国公司垄断的局面。同时，水泥机械产品的出口市场更趋多元化，不仅继续在东南亚、非洲等传统的出口市场中保持优势，而且在中东、美洲及欧洲等地逐步占据了重要地位，未来水泥机械产品出口将成为重要的利润增长来源。

从未来发展趋势看，国家关于水泥产业严控新增产能、淘汰落后产能、水泥窑协同处置生活垃圾等政策的导向驱动下，未来水泥工业装备将向着高效、环保、节能方向发展。但由于水泥行业投资增速放缓，新建水泥生产线较少，导致水泥装备制造行业收入大幅下滑，各企业通过不断调整产品结构以应对行业需求弱化带来的不良影响。

商品混凝土行业

现代混凝土是由水泥、矿物掺合料、砂、石、空气、水和外加剂等组成的多相聚集体。

目前国内的混凝土行业极为不规范，各种投资模式都有，主要以建筑施工企业、水泥企业、房地产等企业为背景，大多是粗放式管理经营，由于缺乏统一的建设设计规范与环保要求，站点规模一般不大，装备布置各异，人员素质参差不齐，短期经营与快速盈利的目的性强，砂石骨料的料场多为面积不大的敞开式非封闭料场，土地多为租用，运输车辆如罐车、泵车等多为个人产权的挂靠车辆，总体来讲投资额不大，建设周期短，门槛不高，行业秩序也不规范。

混凝土行业是个高垫资、低回款的行业，拖欠款问题十分严重，也一直是困扰混凝土企业的一大难题，大部分混凝土企业的应收账款每立方米混凝土 140 元以上，华润、华新等企业应收账款状况相对较好，几乎所有进入混凝土行业的企业都要面临应收账款的问题。

近年来，全国固定资产投资和房地产投资增速双双下滑，根据国家统计局的统计数据显示，近年来，中国商品混凝土产量不断增长，2016年，全国商品混凝土产量为22.29亿立方米，同比增长0.27%，增速同比回落1.83个百分点。

从行业规模来看，根据中国混凝土网的统计数据，截至2016年底，全国混凝土企业总数约为12808家，竞争非常激烈。从区域情况来看，2016年，华北、东北地区混凝土产量分别下滑了4.61%和7.65%，下滑的主因是受下半年环保力度加大，多地搅拌站持续的大面积停产。其余地区混凝土总产量均小幅增长，其中西北地区涨幅最高，增速为6.64%，超预期增长的基建计划拉动了该地区混凝土的需求。从各省市情况来看，江苏、广东、山东、浙江、河南五省份混凝土产量居全国前五名，其中江苏省产量为2.25亿立方米，同比增长1.06%。西藏自治区2016年混凝土产量400万立方米，同比增长14.29%，增速为全国之首。

总体看，受基础设施建设、房地产等固定资产投资增速放缓影响，商品混凝土市场需求偏弱，行业整体经济增长动力不足，行业毛利率较低。随着新型建筑工业化、绿色生态环保节能建材等新的市场需求和日益严厉的节能减排、清洁生产等产业政策倒逼企业必须加快产品结构调整步伐。公司混凝土布局主要围绕在京津冀地区，从未来发展趋势看，受京津冀一体化政策的落实和推进，长期来看，公司混凝土主要布局区域内市场需求前景较好，但短期内难以得到有效改善。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司实收资本 24.80 亿元，金隅股份持有公司 55%股份，公司最终控制人为北京市国资委。

2. 企业规模

公司是中国建材行业的大型企业，是一个涵盖水泥、混凝土、装备工程，涉足砂石骨料及建材制品、贸易、物流、再生资源综合利用、

房地产、海外发展、矿业的跨行业、跨区域、跨所有制、跨国界的综合性企业集团。截至2017年3月底，公司下属全资及控股二级子公司33家，其中控股冀东水泥和冀东装备两家上市公司。

水泥板块

冀东水泥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生产厂商。截至2017年3月底，公司共拥有水泥熟料生产线51条、粉磨站7个，其中，日产熟料4000吨以上的水泥熟料生产线35条；公司具备年产7483万吨熟料、12968万吨水泥的生产能力（含试生产的生产线产能）。其市场覆盖京津冀、内蒙古、陕西、山西、吉林、重庆、辽宁、黑龙江、湖南、山东等区域12个省市，部分区域市场占有率高，区域及规模优势明显。截至2017年3月底，公司拥有30项石灰石矿采矿权，公司石灰石资源可采储量超过22.50亿吨，充足的原料供应为公司生产提供了有力的保证。

装备工程板块

公司装备工程板块主要经营主体为冀东装备，是中国最早的水泥装备制造和维修企业，具备日产2000吨至12000吨新型干法水泥熟料生产线的国内和海外EPC工程服务能力，具备水泥生产线从工艺设计、装备设计制造、建筑安装、生产调试到备件供应、维修服务、生产运营的全产业链服务能力。冀东装备由原上市公司唐山陶瓷股份有限公司（以下简称“唐山陶瓷”）通过资产置换及更名而来，下属盾石机械、盾石建筑、盾石筑炉三家全资子公司及盾石电气、威克莱冀东耐磨技术工程（唐山）有限公司、唐山冀东机电设备有限公司、唐山曹妃甸冀东装备机械热加工有限公司等四家控股子公司。

盾石机械是中国大型水泥机械制造企业之一，目前，盾石机械年装备制造能力达8万吨（成套能力10万吨），以日产2500吨~10000吨水泥生产线主机设备为主。涵盖冶金、化工、港口、环保、电力、矿山等行业设备，产品覆盖全国市场，并出口到美国等二十多个国家和地区。

商品混凝土板块

混凝土公司由冀东集团和冀东水泥共同出资组建，成立于2009年4月，目前注册资本19.90亿元人民币，是华东地区规模较大的混凝土加工企业。混凝土公司依托冀东集团的广阔平台，借助冀东水泥和砂石骨料公司（集团下属子公司）发展战略实现上游产业链集群发展，围绕冀东水泥区域资源优势先后通过收购或新建等方式拓展商品混凝土产业，截至2017年3月底，混凝土公司已在京、津、唐、陕、晋、蒙、湘、吉、辽、渝等10省，收购或新建混凝土公司33家，搅拌站站点37个，具备年生产混凝土2580万方的能力。

3. 人员素质

2016年10月，冀东集团与金隅股份战略重组实施完成，公司股东召开2016年第七次临时股东会对董事会和监事会进行了改组。

根据股东会决议，新一届董事会成员为：刘文彦（董事长、法定代表人）、李文全（副董事长）、于宝池、胡娟、袁军，任期3年，任期自2016年10月至2019年10月；公司原董事张增光（原董事长）、于九洲、薛镭不再担任公司董事职务。

根据股东会决议，新一届监事会成员为：袁文友（监事会主席）、陈宝君，任期3年，任期自2016年10月至2019年10月；根据公司职代会联席会议决议，选举张桂林为职工代表监事，任期3年，任期自2016年10月至2019年10月；公司原监事李文全、张志东、杨宝华、赵阳不再担任公司监事；原监事袁文友继续担任公司监事，任监事会主席。

根据公司第六次董事会第一次会议决议，聘任于宝池为公司总经理，公司原总经理王晓华因退休不再担任总经理职务。

公司相关权利证照中涉及法定代表人的部分已完成变更登记。

本次人事变动不会影响公司的正常运作、日常管理、生产经营及偿债能力。

4．技术水平

截至2017年3月底，公司共投产纯低温余热发电机组43台（套），总装机容量391.80MW。2016年以来公司新增余热发电机组2台，装机容量18.3MW。2016年和2017年一季度，公司分别利用余热发电（不含奎山公司）16.77亿度和1.61亿度，分别相当于节约标煤60.53万吨和5.89万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的30%；2016年，公司利用余热发电成本约为0.12元/度，节约电费成本约6.67亿元。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。截至2017年3月底，公司5条熟料生产线均已完成协同处置生活垃圾改造，计划2017年完成部分生产线协同处置生活垃圾、协同处置危废、协调处置市政污泥项目。

在提高资源综合利用水平方面，目前公司可利用废渣包括石灰石废石、砂岩尾矿、铁矿石尾矿、钢渣、矿渣等十几种。公司按照“减量化、资源化、再利用”的原则，最大限度地利用工业废弃物，实现少排放甚至零排放。

在氮氧化物减排方面，公司已经与日本、德国、美国等多家技术单位进行交流，积极进行技术储备。一直以来，公司均严格执行国家环保标准，在粉尘及废弃方面均采取有效措施，提前实现国家要求的环保目标，新环保法对公司影响较小。

总体看，近年来公司大力开展节能减排工作，积极发展循环经济发展模式，环保风险较低。

5．外部环境

区位优势

公司主要销售的京津唐地区是中国经济发展的重点区域，其中天津滨海新区、曹妃甸循环经济示范区、南堡开发区等国家重点开发区均处于公司合理的销售半径内，区域经济发展潜力巨大、水泥需求旺盛，公司区位优势明显。

在区域竞争方面，公司业务区域主要集中在华北地区。2014~2016 年，华北地区水泥产量分别为 2.23 亿吨、1.98 亿吨和 2.11 亿吨，分别占全国的 9.33%、8.42%和 8.79%。华北地区的行业集中度尚可，冀东水泥占整个华北地区 22%左右的市场份额，金隅股份占 17%左右的市场份额。公司在北京、天津和唐山的市场份额分别约为 20%、30%和 75%。公司水泥业务分布包括传统的京津唐及周边地区，及陕西、山西、内蒙、东北、渝川和湖南等大区。

外部支持

公司是国家重点支持的12家全国性水泥企业集团，能够在项目核准、土地审批、信贷投放等方面获得优先支持。

根据《河北省人民政府办公厅关于下达第三批省重点产业支撑项目的通知》，公司在河北省内的一揽子项目，包括 14 项水泥扩能工程项目和 2 项装备项目已被列入河北省政府第三批重点产业支撑项目，将得到财税、土地、资金融通和行政服务方面的支持。

税收优惠方面（1）所得税优惠政策：根据财税[2011]58 号文件《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知和 2012 年第 12 号《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》，公司下属子公司内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司、包头冀东水泥有限公司、冀东水泥重庆合川有限责任公司、冀东水泥璧山有限责任公司、冀东水泥凤翔有限责任公司和陕西冀东物流服务有限公司征得主管税务机关同意 2016 年减按 15%的税率缴纳企业所得税。（2）增值税优惠政策：根据财税（2015）78 号《关于印发<资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录>的通知》，公司采用旋窑法工艺生产并且 42.5 及以上等级水泥的原料中掺兑废渣比例不低于 20%，其他水泥、水泥熟料的原料中掺兑废渣比例不低于 40%的，可享受增值税即征即退 70%的政策。

2014~2016 年，公司下属水泥企业获得资

源综合利用增值税退税、环保资金拨款、所得税返还、企业发展基金、企业扶持基金等形式补贴收入分别为 5.03 亿元和 2.44 亿元和 2.65 亿元。2017 年 1~3 月，公司获得政府补贴 0.17 亿元。

七、重大事项

冀东集团与金隅股份重组事宜

截至 2016 年 3 月底，冀东集团对冀东水泥持股比例为 37.48%，唐山市国资委持有冀东集团 90%股权，为冀东集团实际控制人。根据唐山市国资委及冀东集团与金隅股份于 2016 年 4 月 15 日签署的《关于冀东发展集团有限责任公司重组之框架协议》（以下简称“框架协议”），本次重组方案包括两个部分：（1）股权重组：金隅股份以现金认购冀东集团新增注册资本及/或受让冀东集团股东持有的冀东集团股权，使得金隅股份持有冀东集团的股权比例不低于 51%，成为冀东集团的控股股东；（2）资产重组：冀东水泥以向金隅股份及/或冀东集团非公开发行 A 股股份的方式（具体可以包括发行股份或发行股份与支付现金相结合等方式）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。在满足条件之日起 2 个工作日内，金隅股份向冀东集团预付人民币 30 亿元，其中人民币 10 亿元为股权重组的定金，剩余预付资金为股权重组的预付款。

2016 年 5 月 30 日，冀东集团与唐山国有资本运营有限公司（以下简称“唐山国资公司”，为唐山市国资委设立的国有独资公司）签署了《冀东发展集团有限责任公司与唐山国有资本运营有限公司关于唐山冀东水泥股份有限公司的股份转让协议》，冀东集团拟通过协议转让方式向唐山国资公司转让其持有的冀东水泥 100836212 股股份，占冀东水泥股份总数的 7.48%，股份转让完成后，冀东集团持有冀东水泥 404256874 股股份，占冀东水泥总股本的 30.00%（未超过 30.00%），仍为冀东水泥控股股东。

2016 年 5 月 31 日，金隅股份、唐山市国资委与冀东集团签署了《北京金隅股份有限公司与唐山市人民政府国有资产监督管理委员会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》（以下简称“增资扩股协议”），金隅股份拟以现金 475000 万元认购冀东集团 123975.20 万元的新增注册资本；同日，金隅股份与中泰信托签订了《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》，金隅股份拟以现金 4.75 亿元收购中泰信托持有的冀东集团 10%的股权。上述两项交易均完成后，金隅股份将持有冀东集团 55%的股权，唐山市国资委持股 45%。截至 2016 年 5 月 31 日，冀东集团持有冀东水泥 37.48%股权。根据增资扩股协议，“冀东集团将其持有的冀东水泥的股份数量降至 404256874 股，不超过冀东水泥股份总数的 30.00%”为增资扩股协议的生效条件之一。

2016 年 10 月 11 日，冀东集团已经完成工商登记手续并领取了换发的营业执照，注册资本变更为 247950.41 万元。金隅股份现持有其 55%的股权，唐山市国资委持有其 45%的股权，金隅股份为其控股股东。公司实际控制人由唐山市国资委变更为北京市国资委。为适应新的股权结构，公司的董事、监事及高级管理人员的人事安排已经做出相关调整。

2016 年 9 月，冀东水泥发布《发行股份及支付现金购买资产并募集资金暨关联交易报告书（草案）》，冀东水泥将以发行股份方式向金隅股份购买其持有的金隅水泥经贸等 31 家公司的股权，以支付现金的方式向河北建设集团有限公司、湖南迪策创业投资有限公司、达科投资有限公司、北京股权投资发展中心（有限合伙）、北京股权投资发展中心二期（有限合伙）、华建国际实业（深圳）有限公司、信达股权投资有限公司和中国信达资产管理股份有限

公司购买前述31家公司中3家公司的部分少数股东股权，并以支付现金的方式向冀东集团、冀东骨料购买其持有的混凝土公司等3家公司的股权。在募集配套资金交易中，冀东水泥拟通过竞价发行的方式向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，本次募集配套资金总额不超过30.12亿元，不超过本次交易中以发行股份方式购买资产交易价格的100.00%。本次募集配套资金中，25.31亿元将用于支付本次交易的现金对价、3.81亿元将用于太行水泥等5家标的公司的6项在建项目的建设，剩余部分用于支付本次交易的交易税费等并购整合费用和中介机构费用。

2016年10月，北京市国资委将北京金隅集团有限责任公司（以下简称“金隅集团”）持有的金隅股份4797357572股国有股份（占金隅股份总股本的44.93%）无偿划转给北京国有资本经营管理中心。本次划转完成后，金隅集团将不再通过金隅股份间接持有冀东水泥任何发行在外的股份，北京市国资委仍为冀东水泥的实际控制人。2016年12月，该事项已获证监会批复。

2016年11月8日，冀东水泥收到证监会出具的《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》（161902号），需要对相关问题进一步落实，同时对本次重大重组中标的公司审计数据及申请文件进行更新，由于无法在规定时间内向证监会提交书面二次反馈意见回复，冀东水泥申请中止本次重大资产重组审查。2016年12月22日，冀东水泥收到《中国证监会行政许可申请中止审查通知书》（161902号），证监会同意冀东水泥关于发行股份购买资产核准的中止审查申请。冀东水泥与金隅股份将继续推进本次交易的相关工作，待相关问题得到进一步落实及相关数据文件更新后，将立即申请恢复本次行政许可申请的审查。

目前，冀东集团的控股股东已变更为金隅股份，实际控制人由唐山市国资委变更为北京市国资委。本次冀东水泥与金隅股份重组事项完成后，冀东集团不能再将重要子公司冀东水泥、混凝土公司纳入合并范围，本次重组事项尚存在不确定性，联合资信将密切关注本次重组的进展情况。

“15冀发展MTN001”债券持有人会议

冀东集团于2016年度发生若干会计政策和会计估计变更以及前期会计差错更正，于2017年4月6日披露了《冀东发展集团有限责任公司会计政策和会计估计变更以及前期会计差错更正的专项说明》，2015年度合并资产负债表重述后净资产减少约40.20亿元。由于本次净资产调减事项涉及金额较大，为了维护“15冀发展MTN001”持有人的合法权益，公司召开债券持有人会议，并通过以下议案：

为保障持有人的利益，在中国证券监督管理委员会审查通过冀东水泥发行股份购买资产的申请后，由冀东集团启动公司内部程序，申请由金隅股份为“15冀发展MTN001”的到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

八、管理分析

公司实际控制人及控股股东变更后，为了适应新的业务发展和规划，组织结构相应发生变动。截至2017年3月底，公司本部设办公室、战略发展部、财务资金部、资产管理部、人力资源部、法律事务部等合计10个职能部门（见附件1-2）。

跟踪期内，公司在管理水平及管理制度等方面无重大变动。

九、经营分析

1. 经营概况

公司以水泥、熟料生产为主业，同时发展混凝土、装备工程、贸易、砂石骨料等板块。近三年，受宏观经济增速下行及水泥及相关行业景气度下行影响，公司营业收入呈波动下降趋势，且于2015年触底。2016年上半年，水

泥价格延续低迷态势，2016 年 3 季度以来，受益于行业自律及煤价大幅回调，水泥价格回升，公司经营状况有所好转。2016 年，公司营业收入较上年度变动不大，从构成看，水泥、熟料业务板块收入同比略有增长，为 109.40 亿元；混凝土板块收入同比略有下降至 20.97 亿元；受水泥行业限制新增产能影响，装备工程业务持续低迷，该板块收入大幅下降至 1.61 亿元；煤炭等大宗商品贸易量呈下降趋势，2016 年，公司贸易业务实现收入 24.49 亿元；公司房地产在售项目较少，对公司收入贡献不大；砂石骨料为公司新兴业务板块，收入规模较小，但进一步增强了集团上下游产业链的完整性。

2016 年，得益于水泥行业自律的良好推进，三季度以来水泥价格稳步提升，尽管需求端未见明显提振，但行业整体有所回暖，公司相关业务盈利水平均有明显回升。2016 年，公司整体毛利率同比提升 9.82 个百分点至 19.61%，公司水泥熟料、混凝土、装备工程业务板块毛利率分别提升至 24.32%、9.13%和 40.99%，同比分别提升 8.26 个百分点、10.53 个百分点和 29.37 个百分点；受房地产行业回暖、房价上涨影响，房地产业务毛利率提升 14.07 个百分点至 21.52%。跟踪期内，公司贸易板块收入占比仍较大，毛利率尽管较上年有所提升，仍保持较低水平，拉低了公司整体毛利率。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.87 亿元，同比增长 43.12%，其中，水泥、熟料业务板块受北方地区冬季为施工淡季影响，水泥销量处于低位，但水泥价格保持企稳态势，该板块业务实现收入 16.35 亿元，同比增长 20.40%，毛利率为 22.22%，较上年同期提升 25.44 个百分点；其他各业务板块收入也均呈现同比增长趋势。综上受多种因素影响，2017 年 1~3 月，公司整体毛利率较上年同期提升 15.57 个百分点至 14.91%。

总体来看，跟踪期内，随着水泥行业回暖，公司各板块毛利率均出现不同程度的提升。

表 2　公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 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
水泥、熟料	105.97	58.88	16.06	109.40	63.43	24.32	16.35	52.96	22.22
混凝土	22.16	12.31	-1.40	20.97	12.16	9.13	2.26	7.32	-3.38
房地产	4.05	2.25	7.45	2.16	1.25	21.52	0.90	2.92	16.49
装备工程	4.51	2.50	11.62	1.61	0.93	40.99	1.05	3.4	35.78
砂石骨料	1.38	0.76	41.35	1.28	0.74	36.86	0.17	0.54	-6.33
商贸物流	32.94	18.30	2.78	24.49	14.20	3.56	8.62	27.91	2.95
其他	8.97	4.98	-15.62	12.57	7.29	22.57	1.53	4.95	18.31
合计	**179.98**	**100.00**	**9.79**	**172.47**	**100.00**	**19.61**	**30.87**	**100.00**	**14.91**

资料来源：公司提供

注：2015 年营业收入为经重述后的数据。

2.　水泥、熟料业务

公司控股子公司冀东水泥为核心经营主体，是中国最早的新型干法水泥生产企业，生产通用、专用两大系列十几个品种，冀东水泥主要水泥品种为普通硅酸盐水泥（P.O42.5R、P.O42.5）、矿渣硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥，2013 年以来，复合硅酸盐水泥的产量占比明显上升，主要是由于公司加大了开发中低端农村市场的力度所致，相应的普通硅酸盐水泥的比重有所下降。其中，主要产品 P.O42.5R 水泥与低碱 P.O42.5 型水泥，面对的是高端用户，P.O42.5R 用于房地产、公路厂房建设，其中低碱 P.O42.5 主要用于国家重点工程，如高速铁路、机场、码头等工程，如首都二机场、秦沈

客运专线、京沪高速铁路、京津铁路客运专线、曹妃甸港口、北京奥林匹克中心等国家重点工程均采用了公司的“盾石”水泥。

原材料采购

公司的石灰石主要来自于自备矿山；天然石膏或改性石膏及煤炭依靠外购；煤炭、电力、脱硫石膏在制造成本中占比较大，受煤炭价格上涨影响，煤价在产品成本中占比进一步提升，三者合计超过产品成本的60%以上。

煤炭采购价格方面，2014~2016年上半年，煤炭价格持续下降；同时，公司通过集中采购，与国内外大型煤炭供应商建立战略合作关系，进一步控制煤炭采购价格，降低水泥产品成本，公司煤炭供应商包括中国中煤能源集团有限公司、陕西煤业化工集团有限责任公司、陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司和山西煤炭进出口集团有限公司等；2016年下半年，煤炭价格有所回升，公司煤炭采购均价有所上涨。煤炭采购量方面，2014~2016年，煤炭采购量随公司水泥产销量的波动而有所波动，2015年由于水泥产销量下滑，煤炭采购量同比大幅下降。2017年一季度为水泥销售淡季，煤炭需求量较小，公司煤炭采购量为2016年的12.47%。公司煤炭采购款结算方式一般为到货当月挂账次月付款，但与大型集团和直采矿多为预付款。

表3　公司原材料采购数据

原料	项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
煤炭	采购量（万吨）	816	617	738	92
	采购均价（元/吨）	448	324	352	541
电力	外购用电量（亿千瓦时）	43	36	39	4.61
	采购均价（元/千瓦时）	0.54	0.54	0.51	0.56

资料来源：公司提供
注：由于部分区域涉及外购电采用水力发电，公司平均外购电价受降水量等因素影响有所波动。

2016年，公司利用余热发电16.77亿度，余热发电产生电量占公司用电总量的30%左右，公司利用余热发电成本约为0.12元/度，节约电费成本约6.67亿元。2017年1~3月，公司累计发电量1.61亿度，公司利用余热发电成本约为0.16元/度，远低于外购平均价。

运输费用方面，公司原材料采购主要是靠铁路及公路运输，运费计入原材料采购成本。

产品生产

截至2017年3月底，公司水泥产能达到12968万吨/年（包括试生产的生产线产能），熟料产能为7483万吨/年。公司共拥有水泥熟料生产线51条、粉磨站7个，其中日产熟料4000吨以上的水泥熟料生产线35条。

从产能利用率情况来看，2014~2016年，公司水泥产能利用率波动下降，处于较低水平，分别为58%、41%和45%，熟料产能利用率同趋势变动，分别为82%、57%和64%。公司产能利用率水平低主要是由于公司产能主要布局在“三北”地区，受北方寒冷气候影响，一般基础建设项目集中在二、三季度，从而使得公司一季度产能利用率较低，第二季度产能利用率快速上升，三季度达到最大值（除检修、限电等因素，基本能够达到满负荷生产），第四季度则略有下降。除季节性因素外，近三年公司产能与实际产量之间差异较大的主要原因：①近年来，公司水泥业务主要布局的三北区域，行业景气度下行，下游需求增速放缓，区域内企业竞争激烈，产能过剩情况显著，供需矛盾突出，导致公司产能发挥严重不足；②公司部分产能生产熟料，未生产成水泥就直接销售，这部分熟料占用了部分产能，且不统计在水泥产量之中；③公司水泥产能为年底统计数据，即在年底所有生产线在一年内最大产量，而产量为全年实际产量累计。新增水泥生产线项目可能在年中陆续投产而不是在年初就投产，且新增项目还需要试运行，运转率较正常水平低。

2016年，公司与金隅股份重组以来，区域市场占有率进一步提升，二者管理和销售理念持续融合，销售区域由大区市场进一步细分，根据细分市场制定区域市场竞争策略。2016年实现水泥销量5796万吨，水泥产量5802万吨，均较上年略有上升；生产熟料4758万吨，与水

泥产量呈同趋势变动。2017年一季度，北方区域水泥行业为需求淡季，水泥产量为663万吨，销量为616万吨；熟料产销量分别为519万吨和83万吨。

表 4　公司产销情况（单位：万吨）

产品	产量				销量			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
水泥	7242	5149	5802	663	7250	5165	5796	616
熟料	6107	4298	4758	519	1386	775	924	83

资料来源：公司提供

注：表中熟料销量统计为扣除满足冀东水泥内部水泥及商品混凝土生产所需量，包含冀东集团内部销售量。

产品销售

2016 年，在水泥行业需求未有明显改善的背景下，公司与金隅股份重组后，将之前的销售区域由大区制进一步细化为小区市场，由按行政区域划分变更为按销售区域划分，每个销售小区包含 2~3 家子公司。2016 年，公司水泥销售量为 5796 万吨，熟料销售量为 924 万吨。

在定价策略上，营销分公司有专门设置了价格委员会，价格委员会包括营销分公司总经理、营销分公司总经理部成员、销售部部长及主管以上人员。价格委员会研究拟定营销分公司的水泥价格并对价格的执行状况进行监督审核。营销分公司价格委员会根据市场情况随时随水泥销售价格进行调整。在水泥产品定价能力方面，公司目前在唐山地区占据掌控地位，在天津、北京及河北其他地区处于主导地位。2016 年一季度，受水泥销售淡季及需求不足影响，水泥价格持续走低；二季度以来，区域内水泥企业在行业协会协助下有序进行限产，部分大型水泥企业重组使得区域集中度进一步提升，下半年煤炭价格触底回弹，多项因素的综合作用引发水泥价格多轮上调。2016 年，公司水泥均价为 177 元/吨，尽管二季度水泥价格开始回调，全年销售均价仍较 2015 年有所下滑；熟料均价为 144 元/吨，较 2015 年提升 13.39%。2017 年一季度，北方地区水泥价格震荡上升，公司水泥和熟料产品售价进一步分别提升至 228 元/吨和 194 元/吨，公司主业盈利能力进一步回升。

表 5　公司主要产品售价

产品	平均售价（元/吨）			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
水泥	214	184	177	228
熟料	174	127	144	194

资料来源：公司提供

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，截至 2017 年 3 月底占比分别为 70%、20%和 10%；按合作情况分类，客户群体主要分直销客户与经销商，直销客户占 30%，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），经销商占比 70%，全部为现款结算。近年来公司提高了销售收入中票据结算的比例，销售收入中使用票据结算约占 40%。其中，公司给予关联方唐山冀东混凝土有限公司及其附属企业的信用账期较长，2016 年底，公司对其共计应收 6.49 亿元，占公司全部应收账款的 46.86%，对公司资金造成一定占用。

总体看，随着水泥价格的止跌回调，公司盈利能力得到改善；公司在华北地区的市场控制力和行业话语权进一步提升，雄安新区的设立将为华北地区带来大量水泥需求，公司盈利能力有望持续提升。

在建和拟建项目

针对目前水泥行业产能过剩的现状，公司未来将以提高产能利用率为主，新建水泥生产线项目少，未来投资支出规模较小。

截至 2017 年 3 月底，公司主要在建项目

包括冀东水泥黑龙江有限公司 7200t/d 新型干法水泥熟料生产线（带纯低温余热发电）和米脂冀东水泥有限公司日产 2000 吨新型干法电石渣水泥资源综合利用项目，计划总投资合计 21.58 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 16.05 亿元。

其中冀东水泥黑龙江有限公司 7200t/d 新型干法水泥熟料生产线项目（带纯低温余热发电）由冀东水泥黑龙江有限公司建设运营，位于黑龙江省哈尔滨市阿城区，该项目已被列入《黑龙江省建材工业“十二五”发展规划和 2020 年远景规划》。该项目已于 2012 年和 2014 年分别取得国家环保部的环境影响批复（环审[2012]201 号）和黑龙江发改委的项目核准批复（黑发改产业函[2014]107 号）。该项目计划总投资 16.70 亿元，截至 2017 年 3 月底已完成投资 11.99 亿元。

表 6　截至 2017 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	预算数	截至 2017 年 3 月底已投资	工程进度	资金来源
冀东水泥黑龙江有限公司 7200t/d 熟料新型干法水泥生产线（带余热发电）	167000.00	119891.07	75	内部借款
米脂冀东水泥有限公司日产 2000 吨新型干法电石渣水泥资源综合利用项目	48783.12	40656.42	95	内部借款、项目借款
合计	**215783.12**	**160547.49**	--	--

资料来源：公司提供

海外水泥项目

公司海外投资项目主要为南非曼巴水泥项目（以下简称“南非项目”），公司（海外水泥项目投资主体为集团本部，而非子公司冀东水泥）与中非发展基金有限公司合作成立毛里求斯非洲犀牛公司，其中，公司持股 60%，中非发展基金有限公司持股 40%，并与南非当地公司合作，成立公司建设南非项目，该项目在南非境内投资建设日产 2800 吨熟料水泥生产线（带 6MW 低温余热发电）工程，产品类型为 P.O52.5 水泥和 P.O42.5 水泥。南非项目计划总投资约 2.13 亿美元，自 2014 年 6 月正式开工建设到投产历经 15 个多月，2015 年 10 月 2 日，大窑点火成功，后续可为公司带来一定的海外水泥投资收益。

3. 装备工程业务

跟踪期内，公司装备工程板块运营主体未发生变动，公司装备工程板块现已形成集水泥生产线装备研发、设备制造、建筑安装、生产调试、配件供应和设备维修于一体的完整的水泥装备产业链，并且整合公司内部资源，提高总包工程服务能力，以总包带动维修和设备销售，由做单一业务向做集成做系统转变，装备工程板块具体经营主体见下表。

表 7　公司装备工程板块经营主体

序号	下属公司	业务类型
1	唐山盾石机械制造公司（“盾石机械”）	装备制造
2	唐山盾石电气有限责任公司（“盾石电气”）	装备制造
3	唐山盾石建筑工程有限责任公司（“盾石建筑”）	工程总包、工程建设、安装、维修等
4	唐山盾石筑炉工程有限责任公司（“盾石筑炉”）	炉窑工程专业承包
5	唐山冀东机电设备有限公司（“机电设备公司”）	设备配件批发、零售、维修
6	唐山曹妃甸冀东装备机械热加工有限公司（“热加工公司”）	铸件、耐磨件的制造销售，安装、维修服务
7	威克莱冀东耐磨技术工程（唐山）有限公司	生产、加工耐磨板及耐磨金属工件

资料来源：公司提供

产销量方面，由于国家严格控制水泥生产线项目建设，水泥装备市场持续低迷，产销量同比均出现不同幅度下降，2016 年，公司装备工程产品产量和销量分别下降至 12506 吨和 13666 吨。

表 8 公司装备工程产品产销量（单位：吨）

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
产量	22839	15377	12506	1705
销量	22917	15414	13666	1638

资料来源：公司提供

注：装备工程产品销量的统计包含冀东装备销往集团内部冀东水泥的数据。

公司装备工程收入主要来自机械设备及备件、土建安装、维修工程以及电气设备及备件业务。受水泥行业固定资产投资下滑影响，冀东装备外销比例逐年下降，设备、备件等贸易业务主要销往集团内部公司冀东水泥，其占比逐渐上升，导致 2016 年公司装备工程板块合并抵消后的收入规模持续下降，仅为 1.61 亿元。2016 年公司前五大客户销售额 9.19 亿元，占其年度销售总额的比重为 85.77%，其中前 5 名客户中关联方销售额 8.87 亿元，占其年度销售总额的比重为 82.76%。截至 2016 年底，公司装备工程业务前五大在手订单合计金额 5.04 亿元，客户均为关联公司。

总体看，在严控水泥行业新增产能的背景下，公司装备工程业务量持续下滑，且对关联方依赖大，未来面临一定的经营压力。

4. 商品混凝土业务

公司混凝土业务运营主体仍然为混凝土公司，混凝土公司按照“集群发展、区域领先”的发展战略，通过收购或新建的方式，目前已在京、津、冀、陕、晋、蒙、湘、吉、辽、渝等 10 省市。跟踪期内，公司调整生产结构，降低部分亏损较大子公司混凝土产量。截至 2017 年 3 月底，混凝土公司控制的下属混凝土企业 33 家，搅拌站站点 37 个，具备 2580 万立方米的生产能力，在京津唐地区具备一定的影响力。

从产销来看，公司混凝土业务以销定产，产销率维持在 100%。由于 2014 年以来基建投资和房地产投资等固定资产投资增速放缓，混凝土产销量持续下滑，2016 年，公司混凝土产销量为 730 万立方米，同比下降 3.95%，同时受上半年价格低迷影响，混凝土全年平均售价持续跌至 284 元/立方米。由于量价齐降，2016 年，混凝土板块收入下降至 20.97 亿元，同比下降 5.37%。2017 年 1~3 月，混凝土平均售价提升至 325 元/平方米，为近三年最高水平。

表 9 公司混凝土产销情况

（单位：万立方米、元/立方米）

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
产量	1148	760	730	69
销量	1148	760	730	69
平均售价	321	290	284	325

资料来源：公司提供

2016 年，公司混凝土板块前五大下游客户为中国建筑第八工程局有限公司、中国新兴建筑工程总公司、河北建工集团有限责任公司、广东珠江工程总承包有限公司和河北建设集团有限公司，前五名销售客户金额合计占比为 11.06%，集中度很低，利于分散市场风险。

混凝土公司赊销比例较大，对流动资金占用显著，公司从以下方面控制应收账款风险：公司设立清欠办，主要针对账龄两年以上的应收账款加强清收；同时，公司每月召开资金平衡会，负责资金的收支。2016 年底应收账款余额较年初降低 13.66 亿元。总体来看，由于混凝土行业受房地产、建筑等下游行业影响大，且混凝土行业内部竞争激烈，应收账款规模较大，对公司资金周转带来一定压力。

5. 贸易业务

公司贸易板块经营主体为冀东发展物流有限责任公司、冀东发展集团国际贸易有限公司、冀东发展集团（香港）国际有限公司以及公司本部，通过集中采购的优势发展以煤炭为主的贸易业务，目前已发展至多种贸易产品。公司贸易产品主要包括煤炭、铁矿石、钢材、铁矿粉、水泥等。

对于煤炭、矿石等资源类商品，公司一般利用自身采购量大的集量优势，在自身采购的

同时，收集需求客户信息，签订销售合同并收到预付货款后，再与上游供货商签订采购合同。对于水泥、钢材等商品，公司则根据市场行情以及下游需求方供货方式进行约定。目前，公司背靠背的贸易业务较多，仓库一般为公司自有。

2016 年，公司主要的上游贸易供应商为北京昊华诚和国际贸易有限公司、Mechel carbon(singapore) pte Ltd、Batek resources limited、乌拉特中旗亿利资源有限责任公司和天津中煤能源华北有限公司；公司主要的下游销售客户为 CFPC(singapore) pte ltd、济南京煤商贸有限公司、Trafigura pte Ltd 和浙江万蓬进出口有限公司等。目前，公司与国内上游供货商和下游销售商的货款结算一般采用现金、银行汇款和银行承兑汇票等方式。

从区域看，2016 年，公司仍以内贸[1]为主，占 59%，销售区域主要集中于北京、河北和天津，同时存在一定量的关联交易；公司外贸占 41%，包括焦炭、矿渣等产品的出口及铁矿石、煤炭等产品的转口贸易。受宏观经济下行影响，煤炭等大宗贸易产品销量和售价下滑，2016 年，公司贸易板块实现收入 24.49 亿元，贸易板块毛利率较低，对公司整体盈利能力贡献较小；同时，联合资信关注到公司贸易产品价格波动较大，公司面临一定的价格波动风险。

6. 房地产业务

2016 年，公司房地产销售收入主要来自启新 1889 项目和金岸红堡一期项目。尽管跟踪期内房地产市场回暖，唐山市房价大幅上涨，公司签约销售金额较上年持续增长，但受结转进度影响，公司房地产结转收入规模较小，为 1.72 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司在建项目 3 个，预计总投资金额 33.67 亿元，总建筑面积 61.03 万平方米。其中“南湖一期”金岸世铭项目已基本完工，未来主要投资项目为启新 1889 项目和金岸红堡一期项目，已完成投资金额 27.82 亿元，未来尚需投资金额 5.85 亿元。

表 10　截至 2017 年 3 月底公司房地产在建项目情况

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	计划总投资	总建筑面积	已销售面积	已销售金额	已累计完成投资金额	未来尚需投资金额
启新 1889 项目	10.70	18.73	7.32	4.17	9.80	0.90
金岸红堡项目一期	14.12	23.30	4.94	2.93	9.69	4.43
金岸世铭项目	8.85	19.00	15.99	8.25	8.33	0.52
合计	**33.67**	**61.03**	**28.25**	**15.35**	**27.82**	**5.85**

资料来源：公司提供

注：表中已累计完成投资金额指已支付的工程款金额，与实际完工进度存在一定的差异。

截至 2017 年 3 月底，公司未开发土地占地面积 14 万平方米，均位于唐山市，该地块获取时间较早，土地成本较低，但公司目前尚无明确开发规划。

总体看，公司房地产业务规模较小，对公司盈利贡献有限。

7. 其他业务

公司其他业务板块包含的业务种类较多，各运营主体及其业务分别为：公司下属子公司冀东砂石骨料有限公司进行砂石骨料的生产和销售，唐山冀东发展燕东建设有限公司进行房屋建筑工程施工总承包以及装配式住宅（新型房屋项目），河北省建筑材料工业设计研究院进行水泥工艺、水泥机械设备的设计，冀东发展物流有限责任公司进行物流运输，冀东发展集团河北矿山工程有限公司进行爆破工程、土石方工程、地基工程，唐山冀东古冶矿业投资有限责任公司进行矿业投资、开采，唐山冀东发展煤炭科技有限公司进行褐煤设备安装、销售及提供技术服务，唐山启新记忆物业服务

[1] 公司内贸包含集团下属贸易公司销售给冀东水泥的煤炭，该部分占比较大。

有限公司进行物业服务管理等。跟踪期内，公司其他业务变动不大。

8. 经营效率

2016年，公司销售债权周转次数同比有所提升，存货周转次数和总资产周转次数均同比下降，三者分别为3.00次、3.10次和0.29次。总体来看，公司经营效率较低。

9. 未来发展

在加大环境保护、淘汰落后产能的背景下，公司主业水泥业务基本不再新建水泥生产线，目前在建水泥生产线项目较少。得益于“京津冀一体化”的良好契机、行业自律的良好推行以及雄安新区的设立，均有利于区域内水泥需求的逐步回暖。若冀东水泥与金隅股份重组完成，公司面临不能再将重要子公司冀东水泥和混凝土公司纳入合并范围的风险，公司经营范围及规模将大幅下滑。公司装备工程、房地产和贸易等板块仍面临一定的经营压力。

十、财务分析

公司提供了2014~2016年财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对2014~2015年财务报告进行了审计，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对2016年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2017年一季度财务报表未经审计。

2016年，由于会计政策和会计估计变更，并对前期差错予以更正，公司对2015年年初和年末资产负债表、2015年利润表进行重述，本报告以重述后的财务数据作为分析依据。

具体调整事项为：2016年公司对混凝土业务相关的应收款项各组合分类进行了调整，由不计提坏账更改为按照账龄分析法计提坏账准备，相应2015年公司计提坏账准备6.06亿元，相应调增2015年度减值损失2.52亿元，调增2015年初未弥补亏损3.54亿元；同时子公司冀东水泥对运输设备和机器设备等固定资产折旧年限进行了调整，调整情况如表11所示。固定资产折旧年限调整自2016年1月1日起执行，固定资产折旧调整减少2016年累计折旧3.03亿元，增加2016年利润总额3.03亿元，扣除企业所得税影响后，增加公司2016年净利润2.30亿元。

表11 固定资产折旧年限调整情况

类别	调整后折旧年限	调整前折旧年限
运输设备	6~10年	10年
机器设备	15年	12年

资料来源：公司审计报告

表12 前期差错更正对会计科目的影响（单位：万元）

资产负债表	
会计科目	**对2015年年末数据的影响**
货币资金	205.8
应收账款	-13340.6
预付款项	-2103.3
其他应收款	-9846.6
存货	-40891.6
投资性房地产	-143986.4
可供出售金融资产	-50000.0
长期股权投资	-8108.6
固定资产	-9363.8
在建工程	37936.3
工程物资	-1902.0
无形资产	7052.7
商誉	-18370.5
长期待摊费用	-3393.1
资产合计	**-331984.3**
应付账款	657.5
预收款项	-19640.8
应交税费	815.0
其他应付款	1799.5
应付职工薪酬	2142.7
长期应付职工薪酬	23589.2
负债合计	**9363.1**
资本公积	-3128.3
其他综合收益	-96010.9
年初未弥补亏损	-147288.3
本年净利润	-94919.9
所有者权益合计	**-341347.4**

利润表	
会计科目	对 2015 年数据的影响
营业收入	5349.4
营业成本	33607.7
营业税金及附加	3179.5
销售费用	244.7
管理费用	12656.1
财务费用	5372.0
公允价值变动收益	5450.1
资产减值损失	56086.1
投资收益	3393.2
营业外支出	593.4
所得税费用	-313.5
净利润	-94919.9

资料来源：公司审计报告

2016 年，公司合并范围二级子公司新增 2 家，分别为唐山高压电瓷有限公司和冀东住宅产业化科技有限公司，二级子公司减少 1 家，为盾石磁能科技有限责任公司。截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并范围的二级子公司 33 家。由于合并范围新增子公司多为公司新设立且目前处于运营初期，营业收入规模不大，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 598.48 亿元，所有者权益 147.17 亿元（其中少数股东权益 85.49 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 172.47 亿元，利润总额-12.48 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 580.41 亿元，所有者权益 143.63 亿元（其中少数股东权益 83.37 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.87 亿元，利润总额-3.90 亿元。

1. 资本及债务结构

资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 598.48 亿元，较上年底变动不大，其中，流动资产占 36.50%，非流动资产占 63.50%，资产构成仍以非流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 218.47 亿元，同比增长 4.15%，主要由于货币资金和其他应收款增长所致，主要由货币资金（占 28.73%）、应收票据（占 5.44%）、应收账款（占 17.50%）、其他应收款（占 18.89%）和存货（占 21.10%）等构成。

近三年，公司货币资金不断增长，截至 2016 年底，公司货币资金 62.76 亿元，同比增长 11.00%，主要为银行存款（占 75.44%）及其他货币资金（占 24.56%），其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、应付债券保证金等。截至 2016 年底，公司受限货币资金 22.73 亿元，受限比例为 36.22%，受限比例较大。

2014~2016 年，公司应收票据快速下降，截至 2016 年底，公司应收票据 11.88 亿元，同比下降 19.18%，主要系公司为了回笼资金，将部分应收票据背书或贴现所致。截至 2016 年底，公司受限应收票据为 0.49 亿元，受限比例为 4.12%。

2014~2016 年，公司应收账款快速下降，截至 2016 年底，公司应收账款 38.24 亿元，同比下降 23.94%，主要系公司加强混凝土等业务形成的应收款项回收所致。公司应收账款前五名占比为 6.49%，客户集中度较低。从账龄结构看，1 年以内的占 46.61%，1-2 年的占 21.35%，2-3 年的占 13.47%，3 年以上的占 18.57%。截至 2016 年底，公司应收账款合计计提坏账准备 11.93 亿元（其中按账龄分析法计提的坏账准备 11.04 亿元），计提比例为 23.78%，计提较为充分。

公司其他应收款主要为单位往来款、代垫款项、应收股权转让款等，近三年快速增长。截至 2016 年底，公司其他应收款 41.26 亿元，同比增长 65.28%，主要系往来款和应收股权转让款增加所致。从账龄上看，1 年以内的占 49.78%，1-2 年的占 8.31%，2-3 年的占 6.17%，3 年以上的占 35.74%，综合账龄较长，对公司资金形成占用。2016 年底，公司对其他应收款合计计提坏账准备 10.14 亿元（其中单项金额

重大并单项计提的坏账准备 4.55 亿元，安账龄分析法计提的坏账准备 5.55 亿元），综合计提比例为 19.72%。整体看，公司其他应收款坏账准备计提比例较高。2016 年底，其他应收款账面余额前五名合计占比 50.32%，集中度较高。

表 13　2016 年底其他应收款账面余额前五名情况

（单位：亿元、%）

项目	年末余额	占比	性质	账龄
单位 1	11.92	23.19	代垫款项	1-5 年
单位 2	8.35	16.24	应收股权转让款	1 年以内
单位 3	2.02	3.93	应收拆迁补偿款	1 年以内
单位 4	1.94	3.77	预付投资款	4-5 年
单位 5	1.64	3.19	预付投资款	5 年以上
合计	**25.86**	**50.32**	--	--

资料来源：公司审计报告

近三年，公司存货规模较大，但有所波动。截至 2016 年底，公司存货账面价值 46.09 亿元，同比增长 6.19%，主要为水泥生产的原材料（占 24.03%）、在产品（占 15.25%）和产成品（占 15.09%）以及房地产开发成本（占 28.06%）和开发产品（占 17.57%）等。2016 年底，公司存货共计提 2.79 亿元跌价准备（主要为开发产品跌价准备 1.22 亿元），占存货账面余额的 6.06%，计提比例较低。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 380.00 亿元，同比变动不大，主要包括可供出售金融资产（占 5.53%）、固定资产（占 68.06%）、在建工程（占 6.11%）和无形资产（占 9.51%）等。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 21.03 亿元，同比大幅增长 60.76%，主要系子公司持有云南国际信托有限公司天富宝稳健 1 期集合信托计划 15.07 亿元所致。公司固定资产账面价值 258.62 亿元，同比小幅下降 4.69%，主要系计提折旧所致，包括水泥、混凝土及装备等的厂房和机器设备。公司在建工程 23.22 亿元，主要系冀东水泥黑龙江有限公司 7200t/d 熟料新型干法水泥生产线、米脂公司日产 2000 吨新型干法水泥综合利用项目、重型装备厂房等项目。公司无形资产 36.15 亿元，主要为土地使用权和矿山开采权。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 580.41 亿元，流动资产占比持续小幅下降，资产结构变动不大。货币资金规模较 2016 年底下降 25.09%，主要系偿还到期债务所致。其他应收款较 2016 年底下降 33.09%至 27.61 亿元，主要系往来款减少所致。

总的来看，跟踪期内，公司资产规模变动不大，资产构成仍以非流动资产为主，资产结构基本符合水泥行业特点，流动资产中存货和应收款项占比大，资产流动性一般。公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 147.17 亿元，同比增长 41.10%，归属于母公司所有者权益合计 61.68 亿元，同比增长 135.40%。

2016 年 5 月，金隅股份以人民币 47.50 亿元认购公司 12.40 亿元的新增注册资本，计入实收资本科目，其余 35.10 亿元计入资本公积，导致公司 2016 年注册资本大幅增长至 24.80 亿元，资本公积大幅增长至 64.95 亿元。2016 年，公司经营亏损导致未分配利润持续下降至 -58.93 亿元。2017 年 3 月底，未分配利润进一步下滑；且公司所有者权益中的少数股东权益大，权益稳定性较弱。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 451.30 亿元，其中流动负债占 68.48%，非流动负债占 31.52%，负债结构以流动负债为主，较上年底变动不大。

2016 年底，公司流动负债主要包括短期借款（占 50.23%）、应付票据（占 6.08%）、应付账款（占 14.51%）、一年内到期的非流动负债（占 14.84%）和其他流动负债（占 8.64%）等。短期借款 155.26 亿元，其中包括保证借款 28.34 亿元、信用借款 119.17 亿元、抵押借款

0.23 亿元、质押借款 7.53 亿元，同时联合资信关注到孙公司唐山欧伦特高压电瓷有限公司存在逾期借款 0.42 亿元。应付票据 18.80 亿元，主要为原材料采购款，其中，商业承兑汇票占比提升，回收风险加大。应付账款同比增长 2.87%至 44.83 亿元，账龄以 1 年以内和 1-2 年为主，账龄同比延长。由于短期融资券到期兑付，公司其他流动负债同比大幅下降至 0.13 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 142.23 亿元，同比增长 2.47%，主要为长期借款（占 16.59%）、应付债券（占 44.31%）和长期应付款（占 32.73%）。近三年，公司长期借款波动下降，2016 年底为 23.60 亿元，同比下降 54.98%，主要为保证借款和信用借款。应付债券呈快速下降趋势，截至 2016 年底为 63.03 亿元，为公司及子公司发行的债券。长期应付款快速增长，2016 年底为 46.55 亿元，主要为应付融资租赁款，本文将其调整计入长期债务核算。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 436.78 亿元，较 2016 年底略有下降。公司使用票据结算量持续下降，应付票据下降；随着部分应付债券到期兑付，以及长期借款增加，长期有息债务规模较上年底变动不大。

近三年，公司全部债务规模持续下降，截至 2016 年底，公司全部债务 306.54 亿元，其中短期债务占 71.74%，长期债务占 28.26%，以短期债务为主。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 292.54 亿元，较 2016 年底小幅下降，且短期债务占比有所下降。

考虑到长期应付款全部为融资租赁款，若将长期应付款调整至长期债务，将其他权益工具中的永续中票由所有者权益调入长期债务核算，近三年，公司调整后的全部债务规模呈波动下降趋势，截至 2016 年底，公司调整后的全部债务 383.09 亿元，同比下降 12.71%，其中，短期债务占 57.40%，占比小幅下降，长期债务占 42.60%。截至 2017 年 3 月底，公司调整后全部债务 366.90 亿元，调整后全部债务规模进一步下降，其中短期债务占 55.88%，长期债务占 44.12%。从实际有息债务规模看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，随着长期债务的增加和短期债务的下降，债务结构有所优化。

从债务指标看，近三年，公司长期债务资本化比率不断下降，全部债务资本化比率和资产负债率波动下降，2016 年分别为 37.05%、67.56%和 75.41%；截至 2017 年 3 月底，上述指标分别为 37.87%、67.07%和 75.25%，较 2016 年底变动不大。

考虑调整后的长期债务和全部债务，并将 30 亿元中期票据“15 冀发展 MTN001”从所有者权益中剔除，计入负债核算。从调整后的债务指标看，近三年，调整后长期债务资本化比率波动提升，调整后全部债务资本化比率和调整后资产负债率均波动下降，2016 年三项指标分别为 58.21%、76.58%和 80.42%，分别较 2015 下降 10.05 个百分点、8.94 个百分点和 7.12 个百分点，各指标下降明显，但仍处于较高水平。截至 2017 年 3 月底，上述三个指标分别为 58.76%、76.35%和 80.42%，较 2016 年底变动不大。

整体看，跟踪期内，公司主业经营亏损，大幅侵蚀权益规模；得益于股东增资，2016 年债务负担小幅下降，但仍处于较重水平；短期债务占比有所下降，公司债务结构有待持续优化。

2. 盈利能力

跟踪期内，受水泥行业回暖影响，公司水泥、熟料业务收入小幅增长，其他相关业务板块收入下滑，2016 年，公司实现营业收入 172.47 亿元，同比下降 4.17%；同期营业成本同比下降 14.60%，营业成本降速高于营业收入，导致 2016 年公司营业利润率提升至 18.40%，同比提升 9.46 个百分点。

近三年，公司期间费用变动下降，2016

年为 48.46 亿元，同比下降 20.26%，主要来自管理费用与财务费用的下降；公司将水泥生产线维修费计入管理费用，导致管理费用金额大，跟踪期内，公司维修费用同比大幅下降，同时严控费用支出，导致管理费用下降明显；同时，较重的有息债务使得财务费用高企，跟踪期内，公司有息债务规模及融资利率均有所下降，财务费用同比下降。2016 年，公司期间费用占营业收入的比重为 28.10%，同比下降 5.70 个百分点。公司期间费用控制能力略有提升，但仍有待提高。

2016 年，公司资产减值损失 9.46 亿元，主要为坏账损失 5.27 亿元、在建工程减值损失 1.09 亿元以及可供出售金融资产减值损失 0.89 亿元等，同比有所减少，主要系 2015 年计提可供出售金融资产减值损失达 5 亿元。资产减值损失进一步侵蚀公司营业利润。

2016 年，公司获得投资收益 7.84 亿元，主要包括处置长期股权投资产生的投资收益 6.23 亿元以及权益法核算的长期股权投资收益 1.07 亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益主要来自处置三河冀东水泥有限责任公司、唐山海螺型材有限责任公司股权产生的收益，权益法核算的长期股权投资收入主要来自持有冀东海德堡（扶风）水泥有限公司、冀东海德堡（泾阳）水泥有限公司股权产生的投资收益。

2016 年，公司营业外收入 7.89 亿元，同比大幅增长 154.68%，主要包括处置非流动资产获利 3.06 亿元、收到政府补助 1.84 亿元及增值税返还 1.74 亿元。

跟踪期内，公司投资收益和营业外收入对利润贡献很大，主业经营持续亏损，但亏损面较上年有所收窄。2016 年，公司营业利润为-19.69 亿元，利润总额为-12.48 亿元。

从盈利指标来看，2014~2016 年，总资本收益率分别为 4.09%、-3.42%和 1.68%；净资产收益率分别为-2.88%、-43.42%和-9.83%，均呈现波动下降趋势，公司主营业务盈利能力弱。

2017 年一季度，华北地区水泥价格企稳，但受销售淡季影响，水泥销量仍处低位，2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.87 亿元，同比增长 43.12%，营业利润率为 13.29%。同期，公司实现营业外收入 0.56 亿元，利润总额为-3.90 亿元，较去年同期亏损面大幅收窄。

总体看，跟踪期内，公司收入规模略有下降，但盈利水平较上年有所回升，主业经营亏损面收窄，期间费用对利润侵蚀显著，非经常性损益和营业外收入对利润总额贡献较大。未来公司经营性业务的扭亏仍有赖于区域内水泥市场价格以及下游需求的支撑，短期内公司存在一定的经营压力。

3. 现金流及保障

经营活动方面，近三年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动幅度较大，2016 年为 174.20 亿元，现金收入比为 101.01%，同比提升 26.30 个百分点，收入实现质量大幅提升；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金波动下降，2016 年为 8.03 亿元，主要是各公司收到的利息收入、保证金、往来款、政府补贴和票据等，2016 年公司经营活动现金流入量为 183.97 亿元。2016 年，支付其他与经营活动有关的现金 26.21 亿元，主要是各公司费用性支出（包含管理费用中的固定资产修理费）、职工薪酬和往来款等，经营活动现金流量净额为 26.51 亿元，同比增长 2.83%。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入 36.56 亿元，主要来自收回投资收到的现金 28.59 亿元，主要系转让冀东水泥及冀东装备股权、股票交易等收到的现金；处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 6.82 亿元，主要系孙公司冀东水泥吉林有限责任公司因拆除收到补偿和资产处置款。公司投资支付的现金 38.50 亿元，主要为用于购买理财产品 14.50 亿元，以及子公司冀东砂石骨料有限公司等投资云南国际信托有限公司天

富宝稳健 1 期集合信托支出 15.07 亿元。综合来看，2016 年公司投资活动现金净流出 10.82 亿元。2016 年，公司投资活动现金流量净额为-10.82 亿元。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入 355.97 亿元，其中吸收投资收到现金 47.69 亿元，主要来自股东增资；取得借款收到现金 306.09 亿元。同期，公司筹资活动现金流出 377.72 亿元，主要用于偿还债务本息。公司筹资活动现金流量净额为-21.75 亿元。

2017 年 1~3 月，经营活动净现金流为-2.08 亿元；投资活动净现金流为 7.70 亿元；筹资活动净现金流为-3.47 亿元，偿还债务本息支出规模较大。

总体来看，跟踪期内，公司现金流状况有所改善，但偿债方面仍面临较大资金压力。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率均呈波动提升趋势，2016年分别为70.69%和55.77%，分别提升11.34个百分点和8.70个百分点，但仍处于较低水平；2016年，公司经营现金流动负债比为8.58%，同比提升4.93个百分点。2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别为68.12%和51.58%，均较上年底略有下降。跟踪期内，公司短期偿债能力有所提升，但仍存在较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 波动下降，分别为 49.68 亿元、12.30 亿元和 37.44 亿元；EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 1.83 倍、0.44 倍和 1.53 倍；全部债务/EBITDA 波动提升，分别为 8.49 倍、31.51 倍和 8.19 倍；若按照调整后的全部债务进行计算，则调整后全部债务/EBITDA 分别为 8.65 倍、35.67 倍和 10.23 倍。公司整体偿债能力偏弱。

截至2017年3月底，公司本部获得银行授信额度总额为124.97亿元，尚未使用的授信额度为26.47亿元；截至2017年3月底，公司控股上市公司冀东水泥和冀东装备，具备直接融资渠道；但联合资信关注到若后续冀东水泥与金隅股份重组事宜完成，公司或将不再并表冀东水泥，则对公司融资能力影响较大。

截至 2016 年底，公司对外担保金额 46.44 亿元，担保比率 32.33%，分别是对唐山建设投资有限责任公司提供担保 23.74 亿元和唐山市南湖生态城开发建设投资有限责任公司提供担保 22.70 亿元，被担保公司均为国有独资企业，目前被担保公司经营正常。考虑到公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（银行版）（机构信用代码为G10130208000332008），截至2017年5月5日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息中有37笔关注类贷款，根据各银行出具的说明文件，由于公司为集团公司，主要职能为管理，本部没有主营业务及主营业务收入，将其划分到关注类，公司均已在贷款到期日正常偿还，过往债务履约情况正常。

6. 抗风险能力

公司作为中国建材行业的大型企业，在行业地位、区域市场占有率、产能规模等方面具备显著优势。基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十一、债券偿还能力

“15冀发展MTN001”发行额度30亿元，2014~2016年，公司EBITDA对“15冀发展MTN001”的保障倍数分别为1.66倍、0.41倍和1.25倍；经营活动产生的现金流入量对“15冀发展MTN001”的保障倍数分别为6.50倍、5.53倍和6.13倍；经营活动净现金流对“15冀发展MTN001”的保障倍数分别为0.59倍、0.43倍和0.88倍。总体来看，公司经营活动现金流入量“15冀发展MTN001”的保障能力强。

跟踪期内，公司主营业务仍处于亏损状态，2016年，公司未向股东进行分红，公司下属上市子公司冀东水泥和冀东装备均未向全体股东进行分红、利润分配、资本公积转增股本。

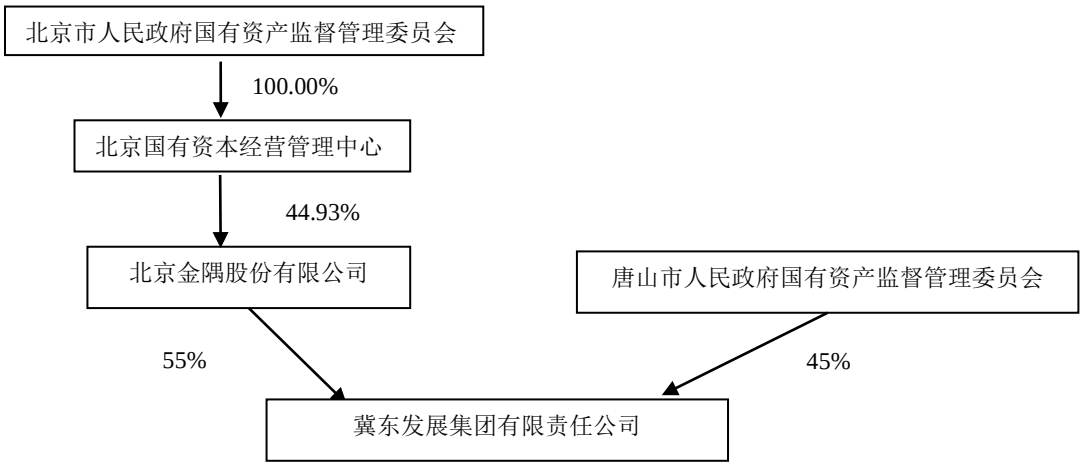
若考虑到冀东水泥和金隅股份重组完成后，冀东水泥不再纳入公司合并范围，公司将申请由金隅股份为“15冀发展MTN001”的到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至2016年底，金隅股份合并资产总额2083.97亿元，所有者权益629.10亿元；2016年，金隅股份实现营业收入477.39亿元，实现利润总额36.77亿元

联合资信将密切关注冀东集团、冀东水泥与金隅股份的重组事项，以及本次重组事项对“15冀发展MTN001”偿债能力的影响。

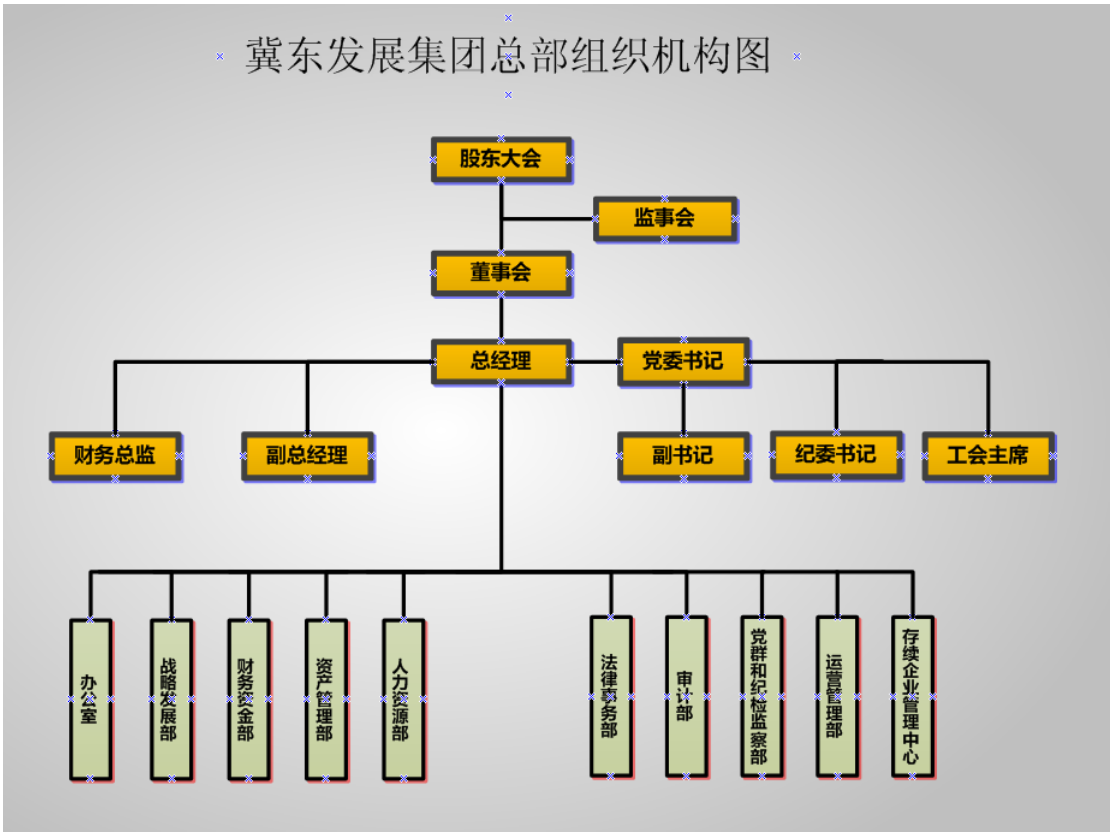
十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并将其移出信用评级观察名单，维持“15 冀发展MTN001”信用等级为 AA^{-}。

附件1-1　公司股权结构图



附件1-2　公司组织结构图



附件 2　公司主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	77.86	78.87	80.79	66.49
资产总额(亿元)	614.80	596.54	598.48	580.41
所有者权益(亿元)	116.65	104.30	147.17	143.63
短期债务(亿元)	290.18	279.06	219.91	205.01
长期债务(亿元)	131.67	108.54	86.63	87.53
调整后长期债务(亿元)	139.78	159.79	163.18	161.89
全部债务(亿元)	421.85	387.60	306.54	292.54
调整后全部债务(亿元)	429.97	438.85	383.09	366.90
营业收入(亿元)	251.10	179.98	172.47	30.87
利润总额(亿元)	-1.55	-41.29	-12.48	-3.90
EBITDA(亿元)	49.68	12.30	37.44	--
经营性净现金流(亿元)	17.56	12.89	26.51	-2.08
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.03	2.44	3.00	--
存货周转次数(次)	4.24	3.50	3.10	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.30	0.29	--
现金收入比(%)	65.82	74.71	101.01	102.67
营业利润率(%)	16.31	8.94	18.40	13.29
总资本收益率(%)	4.09	-3.42	1.68	--
净资产收益率(%)	-2.88	-43.42	-9.83	--
长期债务资本化比率(%)	53.02	51.00	37.05	37.87
调整后长期债务资本化比率(%)	54.51	68.26	58.21	58.76
全部债务资本化比率(%)	78.34	78.80	67.56	67.07
调整后全部债务资本化比率(%)	78.66	85.52	76.58	76.35
资产负债率(%)	81.03	82.52	75.41	75.25
调整后资产负债率(%)	81.03	87.54	80.42	80.42
流动比率(%)	63.95	59.35	70.69	68.12
速动比率(%)	49.93	47.07	55.77	51.58
经营现金流动负债比(%)	4.99	3.65	8.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	0.44	1.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.49	31.51	8.19	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	8.65	35.67	10.23	--

注：1、2016 年，公司部分会计政策与会计估计变更，对前期差错予以更正，并对 2015 年年末和年初资产负债表数据、2015 年利润表数据进行重述，本报告采用重述后的财务数据进行分析；

2、2017 年一季度财务数据未经审计；

3、所有者权益中包含 30 亿元永续中票“15 冀发展 MTN001”；

4、调整后的债务指标中，将长期应付款调整至长期债务、其他权益工具中的永续中票由所有者权益中剔除，调整至长期债务。

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	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
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	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据+短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：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。详见下表：

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

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。