

信用等级公告

联合[2018] 2506 号

联合资信评估有限公司通过对唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的唐山冀东水泥股份有限公司 2018 年度第一期中期票据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 AA⁺, 评级展望为正面; 担保方北京金隅集团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 2018 年度第一期中期票据信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年九月三日



唐山冀东水泥股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

偿债主体长期信用等级：AA⁺

偿债主体评级展望：正面

担保主体长期信用等级：AAA

担保方评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据基础发行额度：15 亿元

本期中期票据发行额度上限：30 亿元

本期中期票据期限：赎回前长期存续

偿还方式：在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的：偿还有息债务

评级时间：2018 年 9 月 3 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿元)	39.49	46.39	66.65	79.59
资产总额(亿元)	412.81	414.80	410.34	420.43
所有者权益(亿元)	113.33	111.68	112.74	114.90
短期债务(亿元)	172.27	169.05	168.78	174.77
长期债务(亿元)	88.00	91.24	72.41	39.46
全部债务(亿元)	260.26	260.29	241.19	214.23
营业收入(亿元)	111.08	123.35	152.90	78.24
利润总额(亿元)	-17.36	1.99	3.62	6.81
EBITDA(亿元)	21.24	36.32	35.49	--
经营性净现金流(亿元)	9.17	26.91	27.02	11.83
营业利润率(%)	14.75	22.98	28.42	33.22
净资产收益率(%)	-18.97	-0.21	1.16	--
资产负债率(%)	72.55	73.08	72.53	72.67
全部债务资本化比率(%)	69.66	69.98	68.15	65.09
流动比率(%)	42.59	51.58	50.64	55.52
经营现金流动负债比(%)	4.46	13.00	12.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	2.39	2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.25	7.17	6.80	--

注：短期债务包含其他流动负债中的超短期融资券；长期债务包含长期应付款中融资租赁款。

分析师

刘珺轩 王兴萍

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

评级观点

唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“冀东水泥”）作为国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业之一，在行业地位、产能规模、技术水平和节能减排等方面具备显著优势。近年来，受行业自律、环保政策趋严市场集中度提升及煤价上涨等因素综合作用，水泥行业景气度不断回升，公司经营面不断好转，主业盈利能力持续提升。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司短期偿付压力较大、债务负担重等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

北京金隅集团股份有限公司（原名为“北京金隅股份有限公司”，以下简称“金隅集团”）与公司控股股东冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）战略重组，使得公司对华北地区水泥行业话语权和市場控制力明显增强，长期来看，对公司经营形成一定支撑。2017 年 11 月，公司对资产重组方案作出重大调整，初步确定将与金隅集团共同组建合资公司，公司拥有合资公司的控股权，截至目前，合资公司已组建完毕。公司水泥和熟料产能进一步扩大，区域市场占有率进一步增强。联合资信对公司的评级展望为正面。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。

金隅集团对本期中期票据本息偿付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，金隅集团担保实力极强，有效提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期

中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司是国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业之一，行业地位突出、规模优势显著、装备水平先进、品牌知名度高。
2. 公司水泥产量位居行业前列，其市场覆盖京津唐、吉林、内蒙古、陕西、山西、渝川、辽宁等省市，部分区域市场占有率高，区域及规模优势明显。雄安新区的设立将带来大量水泥需求。
3. 金隅集团与公司共同出资组建合资公司，公司拥有合资公司的控股权，公司产能进一步扩大，对华北地区水泥行业话语权和市場控制力进一步增强。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。
5. 金隅集团对本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

关注

1. 水泥行业仍属于产能过剩行业，未来行业景气度的提升仍有赖于行业自律的良好推动。
2. 公司债务负担较重，且短期债务占比高，短期支付压力较大。
3. 由于公司水泥生产产能发挥不足，检修、停工损失等造成管理费用较高，财务费用规模较大，公司盈利能力仍较弱。
4. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦发生递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由唐山冀东水泥股份有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

唐山冀东水泥股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

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，以定向募集方式设立组建为股份制企业，设立时的注册资本为32360万元。1996年5月30日，公司发行社会公众股6000.00万股（A股），发行后注册资本变更为40000.00万元。1996年6月，公司在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“冀东水泥”，证券代码“000401”。

2016年5月，公司、金隅集团和冀东集团进行战略重组。2016年10月起，公司实际控制人由唐山市国有资产监督管理委员会变更为北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。2018年，公司与金隅集团分别以下属子/分公司水泥及混凝土相关业务、资产出资，共同组建合资公司，公司拥有合资公司控股权。截至目前，合资公司已组建完毕，并完成工商登记。

截至2018年6月底，公司注册资本为1347522914元，冀东集团为其第一大控股股东，持股比例30%，金隅集团持有冀东集团55%的股权，公司实际控制人为北京市国资委（详见附件1）。

公司是中国大型水泥骨干企业之一，主营业务为水泥的生产和销售。截至2018年6月底，公司设有审计部、法律事务部、财务资金部、资产管理部、董秘室、战略发展部、党群和纪检监察部、系统创新部、生产运营管理中心、物资供应管理中心、（党委行政）办公室、（党委组织部）人力资源部、水泥市场营销管理中心、砂石骨料运营管理中心及环保产业中心共计15个部室及管理中心（附件2）。截至2018

年6月底，公司拥有子公司71家，合营公司4家，联营公司6家。

截至2017年底，公司（合并）资产总额410.34亿元，所有者权益112.74亿元（包含少数股东权益11.96亿元）；2017年公司实现营业收入152.90亿元，利润总额3.62亿元。

截至2018年6月底，公司（合并）资产总额420.43亿元，所有者权益114.90亿元（包含少数股东权益11.87亿元）；2018年1~6月，公司实现营业收入78.24亿元，利润总额6.81亿元。

公司注册地址：河北省唐山市丰润区林荫路；法定代表人：姜长禄。

二、本期中期票据概况

公司计划于2018年注册永续中期票据30亿元，本期计划发行2018年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行额度15亿元，发行额度上限30亿元。公司计划将募集资金用于偿还有息债务。

本期中期票据由金隅集团提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。金隅集团自身实力极强，其担保可有效提升本期中期票据本息偿付的安全性。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据约定赎回时到期。在中期票据第3个和其后每个付息日，公司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。如在前述赎回权条款规定的时间，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制定的信息披露

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。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档建档结果确定，在前 3 个计息年度内保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年调整一次票面利率。（1）前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%），初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。票面利率公式为：初始票面利率=初始基准利率+初始利差。（2）如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始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，在之后的 3 个计息年度内保持不变，当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。第 4 个计息年度开始票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps，自首个票面重置日进行利率跃升，后续维持利率跃升幅度不变。（3）如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期票面利率再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息

事件，本期中期票据的每个付息日，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累计计息。付息方式为：本期中期票据每次付息日前 5 个工作日，由公司按有关规定在指定的信息媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指付息日前 12 个月，发生以下事件的（①向普通股股东分红；②减少注册资本），公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。利息递延下的限制事项是指公司有递延支付利息的情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红、减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。如果公司在某个付息日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，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎

回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除公司发生向股东分红和减少注册资本事件之外,可递延利息支付且递延利息次数不受限制。2015~2017年,公司未进行股东分红,未减少注册资本。从利息支付角度分析,公司未来减少注册资本的可能性小,进行股东分红的可能性小,公司具有递延支付利息的可能性。

(4) 本期中期票据若在某个付息日选择递延支付利息,则自下个计息年度起,本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 基点,直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。从票面利率角度分析,从票面利率调整幅度角度,公司递延支付利息的可能性小。

综上分析,本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2017年,世界主要经济体仍维持复苏态势,为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境,加上供给侧结构性改革成效逐步显现,2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年,中国国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速自2011年以来首次回升。具体来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转;产业结构持续改善;固定资产投资增速有所放缓,居民消费平稳较快增长,进出口大幅改善;全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,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)涨幅较大;制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均小幅上升;就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年,全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元,支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升,财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大,财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜;进行税制改革和定向降税,减轻相关企业负担;进一步规范地方政府融资行为,防控地方政府性债务风险;通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资,推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年,央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”,市场资金面呈紧平衡状态;利率水平稳中有升;M1、M2增速均有所放缓;社会融资规模增幅下降,其中人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升;人民币兑美元汇率有所上升,外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长,产业结构继续改善。2017年,中国农业生产形势较好;在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下,中国工业结构得到进一步优化,工业生产保持较快增速,工业企业利润快速增长;服务业保持较快增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升,仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年,全国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元,同比增长7.2%(实际增长1.3%),增速较2016年下降0.9个百分点。其中,民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%,较2016年增幅显著,主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施,通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力,推动了民间投资的增长。具体来看,由于2017年以来国家进一

步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电

产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

四、行业与区域环境分析

1. 水泥行业分析

行业概况

水泥是一种重要的资源性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。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为 32.5 水泥、42.5

水泥及其他高标号（如 52.5、62.5）水泥等。

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。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。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。

行业运行状况

从中国水泥的下游消费需求结构来看，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，且其投资情况决定了水泥需求总量，其变动情况决定了水泥需求的变动情况。2017 年，中国 GDP 同比增长 6.9%，经济增速较上年回升 0.2 个百分点，在中国经济呈现新常态的背景下，固定资产投资增速持续放缓，同比增长 7.20%，较 2016 年同期下降 0.9 个百分点，投资增速持续下滑态势未改。

2017 年，水泥需求量较上年略有下滑，全年中国水泥产量 23.16 亿吨，同比下降 3.61%，为 2015 年后第二次负增长，水泥需求呈逐步下降趋势。2018 年 1~3 月，中国水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，南方启动明显快于北方，同时企业主动作为，通过季节性淡季生产调控，产能呈现较大幅度下降，中国水泥产量 3.76 亿吨，较 2017 年同期下降 4.51%。

2017 年，全国水泥累计产量 23.16 亿吨，同比下降 3.61%，为 2015 年后第二次负增长，各区域水泥产量均呈现不同幅度的回落，其中华北和东北地区降幅较大，同比分别下降 22.54% 和 15.08%。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；6~7 月，受南方地区进入梅雨季节、农忙及高温天气等淡季因素影响，下游需求疲弱，水泥产量同比增速有所回落；进入 8 月，随着天气状况好转，水泥需求出现超预期萎缩，导致累计增速由正转负；9~10 月，受假期和将雨影响，各区域水泥需求恢复具有一定差异，大部分地区以继续推涨价格为主；进入 11 月，北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季，加之下游工程赶工，需求集中释放，南方局部区域因环保和能耗压力生产阶段性受限；12 月中下旬，北方地区进入淡季，供需停滞。2018 年一季度，水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，主要系北方地区两会期间安全督查及环保检查较为严格，同时下游原材料价格处于高位，影响开工进度，南方市场表现相对较好，与上年同期持平。2018 年 1~3 月，全国水泥产量 3.76 亿吨，同比下降 4.51%。

2017 年，在水泥行业面临国家严格限制新增产能、提高行业准入门槛以及环保督查等背景下，尽管缺乏行政化去产能的手段，全国整体水泥产能首次呈下降趋势。据 Wind 资讯统计，2017 年全国水泥熟料生产线 1715 条，较 2016 年净减少 54 条，其中新增投产水泥熟料生产线共有 13 条；全国水泥熟料总设计产能 18.20 亿吨，较 2016 年净减少 0.10 亿吨，其中新增设计产能 0.20 亿吨。2017 年，全国累计销售水泥 23.08 亿吨，较 2016 年下降 1.67%，产销率达 99.90%，较 2016 年上升 1.90 个百分点。截至 2017 年底，水泥行业库存量处于历史低位。

2017 年，全国水泥均价呈现持续上涨态势，尤其是进入 8 月份旺季以来，各区域水泥均价均呈现加速上涨趋势，至 2017 年底，水泥价格涨至历史高位水平，全国 PO42.5 散装水泥均价由年初的 310 元/吨上升至 458 元/吨，涨幅达 47.74%。2018 年一季度，尽管处于行业淡季，水泥均价略有回调，环比逐月回落，但得益于

错峰生产和行业自律，全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，水泥价格远高于上年同期水平。截至 2018 年 3 月底，全国 PO42.5 散装水泥均价为 401 元/吨，较年初小幅下降 57 元/吨。

总体看，水泥行业供给侧改革缺乏行政化手段，主要依靠于行业自律、环保限产等相对温和的方式来压缩过剩产能，产能缩减速度可能较为缓慢，同时需求端支撑较弱，未来一段时间内，行业供需矛盾仍然存在。

上游原材料

煤、电成本在水泥熟料生产成本中占比达 60%左右，煤炭、电力价格变化对水泥成本影响大。煤炭价格方面，进入 2017 年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，2017 年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自 2017 年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势。煤炭价格的上升大部分会转嫁到水泥价格上，但会有一定时间上的滞后，而单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，煤价上升带来的成本上升幅度较小，中、小规模企业则面临一定的成本压力。电价方面，主要执行上网电价和一般工商业销售电价，国内水泥行业为了节约用电成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完成低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供一定比例的用电。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。

行业政策

环保方面，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。

去产能方面，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 39270 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 13580 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 家大企业集团的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%。

未来发展

随着水泥价格的回升，2017 年水泥行业自律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，北方地区水泥企业盈利水平整体仍弱于南方，区域内企业分化加剧。展望 2018 年，基建投资虽有望保持较高增速但房地产投资增速回调可能性大，水泥需求预计以企稳为主；供给侧改革背景下，错峰生产、行业集中度提升以及行业自律的有望继续推进，水泥价格有望保持高位运行。

2. 区域环境

公司主要销售市场华北地区是中国“十二五”以来重点发展的区域，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，京津冀一体化政策使华北区域经济发展潜力巨大，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，2016 年以前，公司在该区域的主要竞争对手为金隅集团。2015~2017 年，华北地区水泥产量分别为 1.98 亿吨、2.11 亿吨和 1.63 亿吨，分别占全国的 8.42%、8.79% 和 7.04%。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，金隅集团占 17% 左右的市场份额。2016 年 10 月，冀东水泥纳入金隅集团合并范围，并采取了一系列避免同业竞争的措施，冀东水泥在华北市场的控制力进一步提升。目前，公司在北京、天津和唐山的市场份额分别约为 20%、30% 和 75%。

公司水泥业务分布既包括传统的京津唐及周边地区，也包括陕西、山西、内蒙、东北、渝川和湖南等大区。

2017 年，中共中央国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。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 9000 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 吨/人。

总体看，短期内，鉴于目前国家尚未出台关于雄安新区建设的具体时间、周期及规划等文件，雄安新区的相关政策短期内对区域内水泥企业经营业绩无重大影响。但中、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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为 A 股上市公司，截至 2018 年 6 月底，公司总股本为 1347522914 股，控股股东冀东集团对公司的持股比例为 30.00%，公司最终控制人为北京市国资委。

2. 企业规模和竞争实力

公司是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一和中国北方最大的水泥生产厂商。自设立以来，公司实施“区域领先”战略，在进入的区域市场做大做强，通过占据较高的市场份额主导当地水泥市场。公司已从一个区域的单体生产企业快速发展成为区域市场连片、横跨西北-华北-东北市场、纵延产业链、居中国水泥行业前列的大型水泥企业集团。截至 2017 年底，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

市场占有率高，区域及规模优势明显。

金隅集团完成对公司控股股东的股权重组后，水泥及熟料产能规模大幅增加，根据中国水泥协会公布的 2018 年全国水泥熟料产能 50 强企业排名，金隅集团与冀东水泥年熟料产能合计位列第三。

公司“盾石”品牌是中国建材行业著名品牌之一，2005 年被国家工商总局评定为“中国驰名商标”。公司以著名的“盾石”牌硅酸盐水泥为主导产品，三个系列的产品包括中标、英标、美标等通用硅酸盐水泥，道路、油井、博格板超早强等专用水泥，中热/低热、抗硫酸盐等特种水泥。公司在全国同行业率先通过了 CQBM 产品质量认证、ISO9001 质量体系认证、ISO14001 环境体系认证和 HSAS18001 职业安全卫生体系认证、国内首批水泥免检产品认定。公司产品遍布中国华北、东北、西北、湖南、渝川等地区，首都国际机场、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应用了“盾石”牌水泥。

截至 2017 年底，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 22.95 亿吨，充足的原料供应为公司生产提供了有力的保证。

总体来看，公司区位优势和资源明显，在区域市场占有率较高，整体竞争实力较强。

3. 技术水平

公司为国内最早引进国际先进工艺技术全套新型干法水泥生产线的4家企业之一，并实现了最先投产。公司还首先建成了中国第一条日产4000吨熟料新型干法水泥国产化示范线，填补了国内自行设计、制造、安装日产4000吨熟料新型干法水泥生产线的空白。目前，公司下属水泥企业均采用新型干法水泥工艺，整体技术水平位居国内前列，部分技术达到了国际一流水平。从系统工艺及工艺装备来看，公司的

原料、烧成系统基本达到国际先进水平，水泥粉磨系统部分达到国内、国际先进水平。

资源综合利用方面，公司水泥产品中掺加的工业废渣达到近二十种，在国内水泥产业处于领先水平。公司采用国际先进的纯低温余热发电设备和技术，吨熟料产生的废热可发电量 36~38 度，占水泥生产综合电耗的 33% 左右，可以实现良好的经济效益和环境效益。2009 年公司成功研制并组织生产了深海固井油井水泥、道路硅酸盐水泥、中热硅酸盐水泥等特种水泥，填补了国内技术空白；公司开发的超早强水泥，已经用于京津城际铁路等多条重点建设铁路线的建设施工中。

公司生产过程的信息化走在行业内的前列，具体如下：

公司借助 MES（制造执行）系统，实时采集各个工厂的数据，并将信息发布到各级管理层。通过该系统公司实现了技术资源的共享，能够对下属企业操作层面实时进行指导，有效突破了空间限制，提高了管控效率、控制了生产风险。

公司所有生产线均采用 DCS（中央集中控制）系统，该系统减少了人员操作，生产控制更准确、及时，生产系统运行的可靠性大大提高；通过自动保护，避免了人为操作的滞后；有助于连续化生产，提高了生产效率。

公司开发了数字矿山系统，通过建立模型，能够实现智能配矿，最大限度地提高了矿山资源的利用率。目前公司已应用该系统的都是复杂矿山、品位低的矿山，其他矿山正在逐步推广。

公司的智能发运系统，通过流程化管理，减少人为因素，有助于防作弊，减少了损失；减少装错车的现象，提升发运效率的作用明显。

总体看，公司生产工艺先进，技术积累丰富，具有较强的技术竞争力。

4. 节能减排

公司坚持将环境保护作为企业可持续发展

战略的重要内容，已有下属38家企业通过了ISO14001环境管理体系认证。通过引入完整的环境管理方法，完善细化管理内容，强化环保意识、提高自我约束力，有效的提升了环境管理水平。

公司现有投资项目符合环保要求，项目可充分考虑环保设计和环保投入，严格履行环境影响评价制度和“三同时”制度。现有生产企业废气治理、噪声控制、废水处理等主要环保设施建设齐全、运行稳定，各项污染物达标排放。

截至2017年底，公司共投产纯低温余热发电机组43台（套），总装机容量357MW。2017年，公司利用余热发电21.98亿度，相当于节约标煤75.84万吨，减少二氧化碳排放255.68万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的40.19%。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。

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. 外部支持

公司是国家重点支持的12家全国性水泥企业集团之一，能够在项目核准、土地审批、信贷投放等方面获得优先支持。

根据《河北省人民政府办公厅关于下达第三批省重点产业支撑项目的通知》（冀政办函〔2008〕33号），公司在河北省内的一揽子项目，包括14项水泥扩能工程项目和2项装备项目已被列入河北省政府第三批重点产业支撑项目，得到在财税、土地、资金融通和行政服务方面的支持。

冀东集团下属的装备制造板块、商品混凝土板块、矿业板块以及房地产板块均可以为冀东水泥提供上下游相关服务、拓展销售渠道。

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。

2015~2017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2.44亿元、2.65亿元和2.51亿元。2018年1~6月，公司获得政府补贴0.98亿元。

6. 人员素质

截至2018年6月底，公司共有董事、监事、高级管理人员16名。其中董事长1名、董事兼财务总监1名。

姜长禄先生，1965年5月出生，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副部长、部长、总经理助理，水泥分公司副经理，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、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月至今任唐山冀东水泥股份有限公司党委书记、董事长。

于宝池先生，1960年10月出生，中南矿冶学院毕业，工程硕士，教授级高级工程师。历任冶金工业部秦皇岛黑色冶金矿山设计研究院干部、冀东发展集团有限责任公司副总经理、党委委员、董事，唐山冀东水泥股份有限公司党委委员、副董事长、副总经理；唐山冀东装备工程股份有限公司董事、总经理。2014年2月至今任唐山冀东装备工程股份有限公司党委书记；2016年10月至今任冀东发展集团有限责任公司党委委员、董事、总经理；2017年6月至今任北京金隅集团股份有限公司党委委员；2016年10月至今任唐山冀东水泥股份有限公司董事。

截至2017年底，公司共有在岗职工14224人。按专业构成划分，生产人员占49.78%、销售人员占11.90%、技术人员占28.80%、财务人员占2.21%、行政人员占7.30%。按教育程度划分，初中及以下学历占18.50%、高中、职高学历占21.27%、中专、中技学历占22.14%、专科学历占23.92%、本科学历占13.55%、研究生及以上学历占0.62%。

总体看，公司管理人员行业经验丰富，职工素质能够满足公司业务需求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

截至2018年6月底，冀东集团为公司控股股东，公司的实际控制人为北京市国资委。公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高

级管理层能按照各自的职责独立运作。

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事、监事，审议批准年度财务决算方案，资源整合方案等。公司每年至少召开一次年度股东大会，在《公司法》及《公司章程》规定的情形下召开临时股东大会。股东大会确保所有股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。董事会是公司的决策机构，对股东大会负责。董事会严格按照《公司章程》及《董事会议事规则》等制度，在规定的职责范围内行使经营决策权，并负责公司内部控制体系的建立和监督，对公司内部控制制度的制定和有效执行负责。公司董事会由9名董事组成，其中3名为独立董事。董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会和提名委员会，并制定了相应的专业委员会工作细则，明确了各专业委员会的职责权限和工作程序。监事会是公司的监督机构，监事会由3名监事组成，其中1名为职工代表。监事会严格按照《公司章程》及《监事会议事规则》等制度履行对公司董事和高管的行为进行监督、检查公司财务、对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、向股东大会提出提案等职权。公司管理层行使执行权，总理由董事会聘任，向董事会负责，执行董事会决议，负责公司的日常经营管理工作。公司管理层负责内部控制具体制度的制定和有效执行。

公司董事会及管理层在不断完善公司治理结构的基础上，设置了各职能部门，组织结构体系比较健全、完整。公司明确了各部门、层级的职责与权限，建立了监督与考核制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配，保证

了董事会与管理层的决策得以顺利贯彻执行。

总体来看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理水平

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。实现了对下属子、分公司的资金归集与监管、对公司票据的全面管理、对全公司信贷情况的掌控，强化了全公司的担保和融资管理；通过资金日报和大额资金周报对资金运行进行监控；资金支付采用三级审批程序，按照经公司权限领导审批后的付款申请通过网银或资金管理系统进行多级复核支付；资金计划方面，每月由各职能部门提前上报资金计划需求，月内按确定的计划金额进行收、付款控制。

全面预算管理方面，公司将全面预算管理列为企业管理的重要内容，提出“以全面预算管理为主线”的理念，实现了过程控制流程化、预算体系模板化、预算指标统一化、预算平台一体化。公司正在逐步建立三级预算管理模式，尤其强化在车间、班组及关键岗位有效开展预算工作。通过推进全面预算管理工作，建立科学的生产经营管理模式，使公司将关注重点从“重视经营成果”转变到“重视经营过程”，从“强调事后分析”转变到“强调事前和事中控制”，公司管理水平不断提升。

安全管理方面，公司建立起了六大安全管理体系，一是各级安全生产责任落实体系，由原来的上级要求变成了主动安全承诺，提升安全生产职责履行的自觉性；二是组织保障体系，建立起了“总部安全监察、大区安全监管、企业安全管理”三级管控体系，配备了专职的安全管理岗位；三是安全生产制度体系，制定了涵盖生产经营全过程和全体职工的安全生产规章制度和操作规程；四是安全生产教育培训体系，安全生产管理人员和特种作业人员需要考核合

格后持证上岗，实施新职工三级安全教育和班组长安全教育，强化转岗安全教育，并坚持全体职工每月4小时安全再教育；五是安全监督检查体系，通过三级现场检查 and 建立安全信息报送制度，落实检查责任和逐级上报路径，对检查发现的安全隐患限期整改，对重大安全隐患由公司总部挂牌督办；六是安全评审考核体系，对于安全事故考核，制定了《安全生产违规处罚办法》，落实相应的经济处罚、行政处分和“一票否决”；对各企业人员安全素质、安全基础管理、生产现场管理三大项22个小项进行综合评审，考核结果纳入各企业管理者年薪绩效考核的范围。

产品质量管理方面，公司建立了严格的产品质量控制和检验制度，依据《质量管理检查指导实施办法》，对所有在线运行水泥（熟料）企业进行了质量基础管理现场检查指导，通过现场检查，发现问题，提出整改建议并督导落实；建立从进厂原材料到出厂水泥各工艺环节的质量控制模板，将质量控制的要求落实到操作层面；组织各类业务培训，提高质量管理人员综合业务素质和技能，确保质量管理人员的胜任能力。

投资管理方面，公司建立了一套投资风险控制机制，主要措施包括：投资计划以企业发展战略为导向，确定投资规模，权衡收益与风险，并“突出主业，多业并举”，选择并购目标；投资计划拟定综合考虑自有资金情况、融资能力、筹资成本。强化项目的论证和调研工作，每个项目确定之前，投资管理部组织项目调研考察，形成调研考察报告，经专业研讨会、总经理办公会讨论通过后，再提交董事会研究决策。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

七、重大事项

金隅集团与公司股东冀东集团进行战略重组，重组的交易方案包括两个组成部分：股权

重组部分，金隅集团与冀东集团进行战略重组；资产重组部分，公司向金隅集团及/或冀东集团非公开发行 A 股股份的方式购买金隅集团及/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 3 月 30 日，公司收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》，中国证监会认为公司提交的重大资产重组行政许可申请所有材料齐全，决定对该行政许可申请予以受理。

2018 年 5 月 31 日，公司收到中国证监会《关于核准唐山冀东水泥股份有限公司重大资产重组的批复》（证监许可【2018】887 号），核准公司出资组建合资公司重大资产重组暨关

联交易。2018 年 6 月 1 日，本次交易中组建的合资公司取得了唐山市丰润区行政审批局核发的营业执照。2018 年 7 月 26 日，金隅集团所持有的北京金隅水泥经贸有限公司等 10 家公司的股权以及冀东水泥滦县有限责任公司等 20 家公司的股权已全部过户至合资公司，并完成工商变更登记手续。截至 2018 年 7 月 26 日，合资公司实收资本已全部到位。公司与金隅集团共同出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易事项已实施完成。

根据公司与金隅集团共同出资组建合资公司方案，公司对重组后业务的财务报表进行了备考合并，信永中和会计师事务所对该备考合并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。根据备考财务报告，截至 2017 年底，公司备考合并资产总额 566.41 亿元，备考股东权益总额 196.35 亿元；2017 年，公司备考营业总收入为 250.41 亿元，备考利润总额为 14.57 亿元。

联合资信将持续关注合资公司资源、业务整合及内部管理情况及其对公司基本信用面的影响。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事水泥和熟料的生产和销售，两者销售收入是公司收入和利润的主要来源，2017 年占公司主营业务收入的比重分别为 80.37% 和 12.24%。公司其他收入主要是干粉砂浆、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很小。

2015~2017 年，水泥行业景气度波动较大，2015~2016 年一季度末，水泥行业景气度持续下行，水泥价格呈不断走低态势并出现拐点；；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。2017 年，随着供给侧改革的推进，环保政策趋严，错峰停窑时间拉长和范围扩大，公司所处区域市场秩序持续改善，带动产品价格提升，公司实现主营业务收入 152.90 亿元，同比增长 23.95%，水泥产品收入较上年增长 19.66%，熟料产品收入较上年增长 41.10%，其他收入较上年增长 52.91%，主要由于物流运输、外加剂销售等收入同比增长所致。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 77.08 亿元，同比增长 19.56%，主要系公司区域水泥市场好转，导

致公司经营好转。

毛利率方面，2015~2017 年，公司不断加强内部管理，随着水泥行业景气度波动，公司水泥业务毛利率逐年提升，分别为 16.67%、24.15%和 32.41%，带动公司主营业务综合毛利率逐年提升，分别为 15.32%、24.17%和 29.83%。2017 年，公司其他产品毛利率有所下降，主要系毛利率较低的物流运输业务占比提升所致。2018 年 1~6 月，公司主营业务综合毛利率同比提升 6.49 个百分点至 34.94%；水泥毛利率进一步提升至 37.29%。

表 1 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	94.99	86.65	16.67	102.70	84.60	24.15	122.89	80.37	32.41	61.45	79.72	37.29
熟料	9.85	8.98	-5.42	13.26	10.92	23.37	18.71	12.24	19.69	11.22	14.56	29.46
其他	4.78	4.36	27.49	5.43	4.48	25.92	11.30	7.39	18.50	4.41	5.72	16.12
合计	109.62	100.00	15.32	121.40	100.00	24.17	152.90	100.00	29.83	77.08	100.00	34.94

资料来源：公司提供

原材料采购

公司水泥生产所需原材料和能源主要为石灰石、石膏、粉煤灰、煤和电等。截至 2017 年末，公司石灰石资源储备总量 22.97 亿吨。煤炭和电力在公司制造成本中占比较大，合计超过产品成本的 40%。煤炭采购来源仍主要为山西煤、陕西煤、内蒙煤及唐山煤，运

输方式为铁路运输和汽车运输。

作为水泥及熟料生产的主要原料，石灰石资源是水泥企业重要的战略资源。截至 2017 年底，公司拥有石灰石资源约 22.97 亿吨，分布于河北、陕西、吉林、山西、湖南、四川、内蒙等省区。

表 2 截至 2017 年底公司石灰石矿山分布情况（单位：万吨）

序号	矿山所属公司	2017 年末保有储量	年开采量	剩余开采年限
1	唐山冀东水泥股份有限公司	12768	893	14
2	冀东水泥滦县有限责任公司	6318	239	13
3	唐山冀东启新水泥有限责任公司	3132	155	23
4	承德冀东水泥有限责任公司	4726	95	39
5	平泉冀东水泥有限责任公司	346	62	2
6	唐县冀东水泥有限责任公司	1443	202	7
7	涿水冀东水泥有限责任公司	1800	48	6
8	冀东水泥（烟台）有限责任公司	2126	116	19
9	冀东海德堡（扶风）水泥有限公司	13427	462	39
10	冀东海德堡（泾阳）水泥有限公司	25380	312	71
11	冀东水泥凤翔有限责任公司	5711	142	30
12	冀东水泥铜川有限公司	42701	346	36

13	冀东水泥磐石有限责任公司	6095	170	17
14	冀东水泥永吉有限责任公司	7325	182	37
15	内蒙古冀东水泥有限责任公司	5160	35	32
16	包头冀东水泥有限公司	16687	108	76
17	冀东水泥阿巴嘎旗有限责任公司	5622	70	31
18	冀东水泥重庆合川有限责任公司	3831	273	19
19	冀东水泥重庆江津有限责任公司	5837	238	19
20	冀东水泥璧山有限责任公司	3171	272	15
21	临澧冀东水泥有限公司	4175	274	16
22	大同冀东水泥有限责任公司	12626	272	35
23	冀东海天水泥闻喜有限责任公司	2375	162	13
24	阳泉冀东水泥有限责任公司	5853	187	31
25	易县鑫海矿业有限公司	6749	20	21
26	辽阳冀东恒盾矿业有限公司	7600	100	38
27	冀东水泥葫芦岛有限责任公司	7043	0	38
28	河北昌黎冀东水泥有限公司	682	50	14
29	冀东水泥黑龙江有限公司	8962	0	30
合计		229671	5485	

资料来源：公司提供

煤炭采购价格方面，2015~2018 年上半年，煤炭价格持续上涨；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。煤炭采购量方面，近年来，煤炭采购量有所波动。2018 年 1~6 月，煤炭采购量为 267.44 万吨。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。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，占采购总额的比例为 34.24%，较上年略有下降，供应商集中度不高。

表 3 公司原材料采购数据

原料	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
煤炭	采购量（万吨）	617	738.12	653.51	267.44
	采购均价（元/吨）	324	351.54	537.95	566.48
电力	外购用电量（亿千瓦时）	36	38.53	36.59	15.56

采购均价（元/千瓦时）	0.54	0.51	0.50	0.51
-------------	------	------	------	------

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。

2017 年，公司利用余热发电 21.98 亿度，相当于节约标煤 75.84 万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的 40.19%，公司利用余热发电成本约为 0.13 元/度，节约电费成本约 2.86 亿元。

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

公司是中国北方地区大型水泥企业之一，在“三北”地区仍具有较强的规模优势。金隅集团完成对公司控股股东的股权重组后，水泥及熟料产能规模大幅增加，根据中国水泥协会公布的 2018 年全国水泥熟料产能 50 强企业排名，金隅集团与冀东水泥年熟料产能合计位列第三。截至 2017 年底，金隅集团熟料及水泥产能分别达到 11141 万吨/年和 17709 万吨/年。

截至 2017 年底，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。

从产能利用率情况来看，2015~2017年，公司水泥产能利用率和熟料产能利用率均有所下降，处于较低水平，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5059万吨；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4312万吨。2017年水泥产能利用率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。

从产品结构来看，公司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。近年来，复合硅酸盐水泥的产量占比有所上升，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。公司主要产品 P.O42.5R 水泥与低碱 P.O42.5 型水泥，销售对象是高端用户，P.O42.5R 用于房地产、公路厂房建设，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。首都国际机场、津秦客运专线、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”牌水泥。

表 4 公司水泥熟料生产情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
水泥	产能（万吨）	12528	12968	12968
	产量（万吨）	5972	5802	2082
	产能利用率	47.67%	44.74%	16.05%
熟料	产能（万吨）	7483	7483	7483
	产量（万吨）	4843	4312	1981
	产能利用率	64.72%	63.58%	26.47%

资料来源：公司提供

注：表中熟料销量统计为扣除满足公司内部水泥及商品混凝土生产所需量。

产品销售

2017 年以来，在供给侧改革的推动下，

公司控股股东冀东集团与金隅集团股权重组的资源整合效果进一步显现，公司所处核心区域水泥市场秩序继续改善，2017 年，公司水泥和熟料平均销售价格分别提升至 242 元/吨和 203 元/吨，同比分别增长 36.72%和 40.97%。但受行业错峰生产影响，公司水泥销量同比下降 12.39%，熟料销量小幅下降。

在定价策略上，营销分公司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对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。2015~2017 年，公司水泥均价逐年提升，2017 年为 242 元/吨；熟料均价同趋势变动，2017 年为 203 元/吨。2018 年 1~6 月，公司水泥和熟料产品售价进一步分别提升至 289 元/吨和 241 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

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
水泥	销量（万吨）	6001	5796	5078
	价格（元/吨）	158	177	242
熟料	销量（万吨）	1024	924	923
	价格（元/吨）	96	144	203

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，2017 年三者占比分别为 25.00%、48.50%和 26.50%；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 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），经销商占比 60%，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的信用账期较长，2017 年底，公司对其共计应收 6.06 亿元，占公司全部应收账款的 40.19%，对公司资金造成一定占用。

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

表 6 2017 年公司水泥业务主要销售区域情况表
(单位: 亿元、%)

区域	主营业务收入	主营业务成本	主营业务毛利率	毛利率同比变化
华北地区	96.56	64.74	32.95	10.06
东北地区	15.61	10.95	29.86	-4.5
西北地区	14.67	9.95	32.18	4.71
其他地区	26.07	21.66	16.90	-3.91

资料来源：公司提供

从客户集中度看，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

集中度为 13.03%，公司客户集中度一般。

2017 年 4 月 1 日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区，雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新三县以及周边部分区域。雄安新区地处京津冀区域腹地，区位优势明显，而雄安新区现有的开发程度较低，未来将会有较大规模的基础设施建设。公司作为华北地区的大型水泥企业之一，在雄安新区周边均有产业布局，由于水泥销售具有陆运 200 公里运输半径的限制，雄安新区基础设施建设工程的推进，将为公司未来业务的发展提供一定增长空间。

总体看，随着水泥价格的止跌回调，公司盈利能力不断改善；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。

2. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数波动提，存货周转次数和总资产周转次数逐年提升，2017 年分别为 4.75 次、7.29 次和 0.37 次。总体看，随着水泥行业逐步回归理性竞争，公司经营效率呈增长态势，总体保持适宜水平。

3. 未来发展

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 2018 年 6 月底，公司主要在建项目 8 个，主要为水泥生产线相关的建设与技改项目，计划总投资合计 19.69 亿元，大部分项目完工程度较高，未来投资支出压力不大。

表 7 截至 2018 年 6 月底公司主要在建项目情况 (单位: 万元、%)

项目名称	预算数	期初金额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	本期其他减少金额	期末余额	工程累计投入占预算比例	工程进度
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	5316	12767	9750	--	8333	95%	98%
易县鑫海矿业有限公司年产 120 万	5817	5594	258	4902	950	--	100%	100%

方石子（建筑石料用灰岩）项目								
涞水冀东水泥有限责任公司大厦住宅楼项目	11800	4575	66	--	--	4641	41%	50%
承德冀东水泥有限责任公司矿山技改工程	5017	1598	152	--	--	751	100%	99%
唐山冀东启新水泥有限责任公司辅料堆棚改造项目	2046	1569	--	--	22	1547	97%	97%
包头冀东水泥有限公司溶剂灰岩破碎筛分二期项目	1576	1561	15	--	--	1576	100%	99%
冀东海天水泥闻喜有限责任公司熟料帐篷库	1298	1171	105	--	--	1276	98%	95%
大同冀东水泥有限责任公司 1#窑筒体修复项目	2347	0	2059	--	--	2059	88%	95%
合计	196901	21385	15423	14652	972	21183	--	--

资料来源：公司提供

目前，合资公司已组建完毕，公司在京津冀市场的控制力进一步提升，产能规模进一步扩大。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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年及 2018 年半年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司上述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。

2016 年，公司合并范围新增 1 家子公司，为投资新设的唐县冀东燃气销售有限公司（持股 100%）；合并范围减少 2 家子公司，分别为三河冀东水泥有限责任公司（以下简称“三河公司”）和唐山冀东灰剑水泥有限公司（以下简称“灰剑公司”）。2017 年，公司合并范围新增 6 家子公司，分别为金隅冀东水泥吉林经贸有限公司、陕西金隅冀东水泥经贸有限公司、烟台金隅冀东水泥沿海经贸有限公司、辽宁金隅冀东水泥贸易有限公司、内蒙古金隅冀东水泥经贸有限公司、太原金隅冀东水泥经贸有限公

司；合并范围减少 1 家子公司，为唐山冀东水泥职工教育培训有限公司。2018 年 1~6 月，公司合并范围新增 1 家子公司，为包头金隅冀东水泥营销有限公司。截至 2018 年 6 月底，公司合并范围包含 71 家全资及控股子公司。近三年及一期公司合并范围的变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 410.34 亿元，所有者权益 112.74 亿元（包含少数股东权益 11.96 亿元）；2017 年公司实现营业收入 152.90 亿元，利润总额 3.62 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司（合并）资产总额 420.43 亿元，所有者权益 114.90 亿元（包含少数股东权益 11.87 亿元）；2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 78.24 亿元，利润总额 6.81 亿元。

2. 资产质量

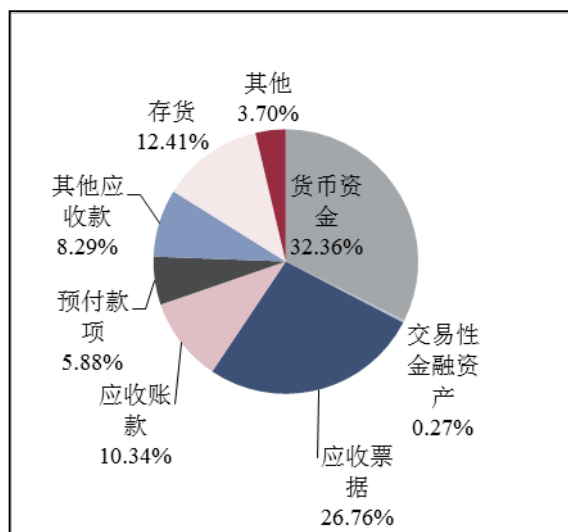
2015~2017 年，公司合并资产总额保持相对稳定。截至 2017 年底，公司合并资产总额 410.34 亿元；其中流动资产合计占 27.35%，非流动资产合计占 72.65%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 13.19%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 112.23 亿元，以货币资金（占 32.36%）、应收账款（占 10.34%）、应收票据（占 26.76%）、预付款项（占 5.88%）、其他应

收款（占 8.29%）和存货（占 12.41%）为主。

图 1 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 34.88%。截至 2017 年底，公司货币资金为 36.32 亿元，同比增长 13.90%，主要系经营活动现金净流入增加所致，货币资金中银行存款 34.92 亿元，受限资金 1.39 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、信用证保证金。

2015~2017 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 57.66%。截至 2017 年底，公司应收票据为 30.03 亿元，同比增长 239.70%，主要系公司采用票据结算方式增加所致。其中银行承兑汇票占比为 87.77%。

2015~2017 年，公司应收账款不断下降，年均复合下降 13.82%。截至 2017 年底，公司应收账款账面余额为 15.07 亿元，账面价值为 11.60 亿元，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余额的比例为 51.91%，集中度偏高，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%。

2015~2017 年，公司预付账款不断下降，

年均复合下降 15.25%。截至 2017 年底，公司预付账款为 6.60 亿元；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%。预付款项主要是按合同规定支付的材料、设备、工程预付款以及收购股权款。2017 年底，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重为 41.98%。

2015~2017 年，公司存货波动下降，年均复合下降 4.58%。截至 2017 年底，公司存货账面价值 13.93 亿元，同比下降 10.07%，主要系水泥产品价格上涨，公司减少库存所致。存货构成方面以煤炭原材料、库存商品和在产品为主，近年来变动不大。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，计提比例较低。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 20.43%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 9.30 亿元，主要由押金、保证金、备用金、政府借款、股权定金等构成；2016 年公司其他应收款余额较 2015 年底大幅增加 11.94 亿元，主要由于公司出售持有的三河冀东水泥有限责任公司（以下简称“三河冀东”）及唐山海螺型材有限责任公司（以下简称“海螺型材”）股权，导致应收北京产权交易所股权转让款 8.32 亿元，同时融资租赁保证金增加 1.73 亿元所致，公司已计提坏账准备 3.58 亿元；2017 年公司其他应收款余额较 2016 年底减少 9.06 亿元，主要本公司 2012 年预付唐山燕东集团 19380 万元股权收购款，后唐山燕东集团违约，经诉讼并胜诉，现已查封唐山燕东集团持有的唐山冀东发展燕东建设有限公司 41%的股权等资产。截至 2017 年底，该款项清收尚无重大进展，基于谨慎性原则，公司按照 60%的比例确认对该股权收购预付款的坏账准备。公司 2014 年底与李文秀签订框架协议，约定收购其持有的唐山圣龙水泥有限公司 51%股权，后李文秀违约，经诉讼并胜诉，2017 年 12 月 20 日本公司及其下属营销分公司与李

文秀签订执行和解协议书,协议约定,李文秀在 2017 年 12 月 25 日前支付 4000 万元,2018 年 2 月 12 日前支付 8000 万元,剩余 4399.77 万元款项在 2018 年 3 月 15 日前支付完毕,上述款项均已按协议日期收回。基于谨慎性原则,公司按 5%的比例确认对李文秀股权收购款的坏账准备。公司按账龄组合计提坏账的其他应收款中,1 年以内占比 25.49%,1~2 年占 26.85%,2~3 年占 25.95%,其余为 3 年以上;共计提 3.37 亿元的坏账准备,坏账计提比例为 26.58%。

非流动资产

2015~2017 年,公司非流动资产有所下降,年均复合下降 4.26%。截至 2017 年底,公司非流动资产合计 298.11 亿元,主要由固定资产(占 78.74%)、长期股权投资(占 5.03%)和无形资产(占 9.45%)构成。

公司长期股权投资仍主要为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 14.98 亿元,同比下降 3.60%,主要系按权益法核算的公司联营企业金隅冀东(唐山)混凝土环保科技有限公司出现亏损所致。

公司固定资产主要由机器设备和房屋建筑物构成。截至 2017 年底,公司固定资产账面原值 386.23 亿元,累计计提折旧 150.54 亿元、减值准备 0.97 亿元,固定资产账面价值 234.73 亿元。通过融资租赁租入的固定资产账面价值合计 58.66 亿元。

截至 2017 年底,公司在建工程 3.78 亿元,主要为砂石骨料生产线、水泥矿渣生产线和新型干法电石渣水泥资源综合利用项目等。

公司无形资产主要为土地使用权、矿山采矿权和非专利技术等。截至 2017 年底,公司无形资产为 28.18 亿元,主要由土地使用权(占 75.75%)和采矿权(占 21.57%)构成。

截至 2018 年 6 月底,公司合并资产总额 420.43 亿元,以非流动资产为主,占 68.81%,流动资产占 31.19%,资产结构较 2017 年底变

动不大。截至 2018 年 6 月底,公司流动资产合计 131.14 亿元,同比略有增长,主要系经营回暖,货币资金和应收账款增长所致。非流动资产合计 289.29 亿元,各科目均较 2017 年底变动不大。

总体看,近年来公司资产规模保持相对稳定,资产构成以非流动资产为主,资产结构符合水泥行业特点;流动资产中存货、应收账款和货币资金占比大,非流动资产以固定资产和无形资产为主,公司资产流动性弱,整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年,公司所有者权益保持相对稳定。截至 2017 年底,公司所有者权益 112.74 亿元,同比变动不大。截至 2017 年底,公司实收资本和资本公积分别为 13.48 亿元和 49.22 亿元。所有者权益结构方面,截至 2017 年底,实收资本占 11.95%,资本公积占 43.66%,盈余公积占 9.00%,未分配利润占 23.85%,公司所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年 6 月底,公司所有者权益(含少数股东权益 11.87 亿元)114.90 亿元,较 2017 年底增长 1.92%,主要系未分配利润增长所致。所有者权益结构较 2017 年底变动不大。

负债

2015~2017 年,公司负债总额保持相对稳定。截至 2017 年底,公司负债合计 297.61 亿元。从构成上看,流动负债占比 74.47%,负债结构以流动负债为主。

2015~2017 年,公司流动负债有所增长,年均复合增长 3.80%。截至 2017 年底,公司流动负债合计 221.63 亿元,以短期借款(占 57.22%)、应付账款(占 15.65%)、一年内到期的非流动负债(占 13.02%)和其他流动负债(占 4.59%)为主。截至 2017 年底,公司短期借款余额 126.82 亿元,同比增长 7.81%,主要系借款补充流动资金所致。应付账款为 34.69

亿元，其中 1 年以内的应付账款占 78.76%，主要是应付原材料款、工程款和设备款。公司其他应付款为 8.88 亿元，主要是应付关联方往来款、押金、质保金及保证金等。公司一年内到期的非流动负债 28.85 亿元，较上年底下降 34.89%。公司其他流动负债 10.17 亿元，为公司于 2017 年发行的超短期融资券（本金 10 亿元）。

2015~2017 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 9.98%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 75.98 亿元，同比下降 20.99%。公司非流动负债以长期借款（占 22.74%）、应付债券（占 28.42%）和长期应付款（占 44.15%）为主。截至 2017 年底，公司长期借款 17.28 亿元，其中保证借款和信用借款分别占 25.33%和 74.67%，长期借款利率区间为 4.75%~5.39%。公司应付债券 21.59 亿元，主要为存续的企业债、公司债及私募债应偿付本息。公司长期应付款全部为融资租赁款，2017 年为 33.55 亿元，较 2016 年底减少 9.69 亿元，主要系公司及下属子公司偿还融资租赁款所致。

考虑其他流动负债及长期应付款中的有息部分，2015~2017 年，公司全部债务波动中有所下降，截至 2017 年底，公司全部债务 241.19 亿元，其中短期债务占 69.98%、长期债务占 30.02%。截至 2018 年 6 月底，公司调整后全部债务 214.23 亿元，较 2017 年底有所下降，主要系部分长期债务到期偿还所致。从债务指标看，2015~2017 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均波动下降，2017 年底分别为 39.11%、68.15%和 72.53%；截至 2018 年 6 月底，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所下降，分别为 25.56%和 65.09%，资产负债率增长至 72.67%。总体看，公司有息债务负担重，短期债务占比较高，短期支付压力较大。

截至 2018 年 6 月底，公司负债总额为 305.53 亿元，较 2017 年底略有增长，仍以流

动负债为主。截至 2018 年 6 月底，公司流动负债合计 236.21 亿元，较 2017 年底增长 6.58%，主要由于短期借款和应付账款增加所致；应付票据较 2017 年底增长 56.51%至 4.86 亿元，主要系票据融资增加所致；预收款项较 2017 年底增长 32.67%至 6.06 亿元，主要系预收水泥款增加所致。非流动负债合计 69.32 亿元，较 2017 年底下降 8.76%，主要由于长期应付款减少所致。

总体看，近年来公司债务规模变动不大，但债务结构中短期债务占比逐年增大，短期支付压力较大，债务结构有待优化；公司整体债务负担重。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 17.32%；2017 年，公司营业收入 152.90 亿元，同比增长 23.9%；2015~2017 年，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长 6.80%；2017 年，营业成本 107.29 亿元，同比增长 14.71%；综合以上因素，公司营业利润率逐年提升，分别为 14.75%、22.98%和 28.42%，主要系水泥产品价格上涨所致。

从期间费用来看，近年来公司期间费用收入比保持在较高水平，2017 年期间费用为 41.96 亿元，占营业收入的比重为 27.44%，公司期间费用主要为管理费用和财务费用，随着公司经营的好转，管理费用和财务费用较 2016 年均有所增长，分别为 23.96 亿元和 11.80 亿元。整体看，公司期间费用水平较高，控制能力亟待提高。

2015~2017 年，公司获得投资收益分别为 9.51 亿元、5.58 亿元和-2.01 亿元，2016 年主要为公司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。2017 年投资收益为负，主要系公司出售部分所持中再资环股票及合营联营公司投资收益影响所致。

2015~2017 年年，公司营业外收入和其他

收益合计分别为 2.76 亿元、6.61 亿元和 2.89 亿元。其中，2017 年公司获得政府补贴收入为 2.66 亿元。公司获得的补贴收入主要为公司及下属水泥企业获得的资源综合利用增值税退税以及所得税优惠返还等补贴收入。

2017 年，公司营业利润转负为正，为 3.77 亿元；利润总额为 3.62 亿元，同比增长 81.81%。从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率均逐年提升，2017 年分别为 3.93%和 1.16%。总体看，公司盈利能力较弱。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 78.24 亿元，较上年同期增长 19.54%；营业成本 50.75 亿元，较上年同期增长 8.73%，2018 年 1~6 月，公司营业利润率为 33.22%。同期，公司管理费用为 13.07 亿元，较去年同期增长 3.79 亿元，主要系公司积极响应国家环保限产政策，停工费用增加所致；2018 年 1~6 月，公司营业利润 6.78 亿元，利润总额为 6.81 亿元，均超过上年全年水平。

总体看，由于公司业务收入较为单一，公司收入和利润规模随水泥行业景气度的变动而波动，近年来随着水泥行业回暖，公司盈利能力逐步提升，但未来盈利能力的持续回升仍依赖于行业景气度的持续提升。

5. 现金流分析

从经营活动看，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主。2015~2017 年，公司经营活动现金流入量不断增长，年均复合增长 11.71%。2017 年公司经营活动现金流入量为 117.85 亿元，同比增长 10.96%；其中销售商品、提供劳务收到的现金金额为 111.68 亿元；收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款项，2017 年为 3.99 亿元。经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的薪酬以及支付的各项税费为主。2015~2017 年，公司经营活动现

金流出量波动增长，年均复合增长 3.21%。2017 年公司经营活动现金流出量为 90.83 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 53.54 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金主要是支付往来款与管理费用中的付现费用，2017 年支付的金额为 6.39 亿元。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 9.17 亿元、26.91 亿元和 27.02 亿元，均呈现净流入状态。从收入实现质量看，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 79.53%、82.05%和 73.05%，公司收入实现质量较差。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 30.86%。2017 年，公司投资活动现金流入 15.57 亿元，主要为公司处置子公司及长期投资等收回的投资。2015~2017 年，公司投资活动现金流出量快速下降，年均复合下降 31.87%。2017 年，公司投资活动现金流出 5.61 亿元，主要用于购买固定资产支出 5.01 亿元。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -3.00 亿元、-0.17 亿元和 9.95 亿元。

近年来，公司对外投资规模较小，经营活动现金流能够满足对外投资资金需求，2015~2017 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 6.17 亿元、26.74 亿元和 36.98 亿元。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降 2.72%。2017 年，公司筹资主要通过借款的方式，现金流入金额为 184.52 亿元，其中借款取得的现金为 157.78 亿元；筹资活动现金流出主要用于偿还债务，2017 年筹资活动现金流出金额为 212.29 亿元，主要为偿还借款支付的现金 178.60 亿元。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -16.08 亿元、-19.10 亿元和 -27.77 亿元。

2018 年 1~6 月，公司经营活动产生现金流量净额为 11.83 亿元，经营活动现金流入 59.92 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 55.08 亿元，经营活动现金流出 48.09

亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 27.10 亿元。同期，公司现金收入比 70.40%，较 2017 年底有所下降。2018 年 1~6 月，公司投资活动现金净流入 0.53 亿元，主要系处置固定资产、无形资产及其他长期资产收到的现金所致；筹资活动现金流量净额为-10.52 亿元。

总体看，近年来随着公司经营好转，公司经营现金流规模不断增大，但经营获现能力仍较差；公司对外投资规模小，经营活动现金流能够满足投资需求；公司筹资活动主要用于偿还债务本息。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率波动提升，速动比率逐年提升，但均处于较低水平，2017 年底分别为 50.64% 和 44.36%。2015~2017 年，公司经营现金流流动负债比波动提升，分别为 4.46%、13.00% 和 12.19%。截至 2018 年 6 月底，公司流动比率和速动比率均较 2017 年底有所提升，分别为 55.52% 和 48.32%。总体看，公司短期债务规模较大，面临较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，随着公司经营面的逐步好转，公司 EBITDA 波动提升，分别为 21.24 亿元、36.32 亿元和 35.49 亿元；公司 EBITDA 利息倍数逐年提升，分别为 1.34 倍、2.39 倍和 2.69 倍；全部债务/EBITDA 逐年下降，分别为 12.25 倍、7.17 倍和 6.80 倍。近年来，EBITDA 对债务本息的保障能力有所增强。综合来看，整体偿债能力一般。

截至 2018 年 7 月底，公司对合营公司审批担保额度 1.77 亿元，担保余额 0.032 亿元，全部为对鞍山冀东水泥有限责任公司的担保，鞍山冀东水泥有限责任公司为公司的合营企业且目前经营状况良好，公司或有负债风险较低。

截至 2018 年 6 月底，公司共获得金融机构授信额度 338.07 亿元，已使用额度 239.34 亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司作为 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1013020800021500B），截至 2018 年 8 月 2 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业之一，行业地位突出、规模优势显著、装备水平先进、品牌知名度高、区域市场占有率高。总体看，公司具备很强的抗风险能力。

十、担保方分析

金隅集团对本期中期票据的本息偿还提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 保证人主体概况

金隅集团于 2005 年 12 月 22 日在北京注册成立，注册资本 18.00 亿元。金隅集团是由北京金隅集团有限责任公司（以下简称“北京金隅”）作为主发起人，中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）、北方房地产开发有限责任公司（以下简称“北方房地产”）、天津市建筑材料集团（控股）有限公司（以下简称“天津建材集团”）以及合生集团有限公司（以下简称“合生集团”）共同发起设立。北京金隅、中材股份、北方房地产、天津建材集团持股比例分别为 60.84%、13.31%、7.6% 以及 6.84%，股权性质为国有法人股；合生集团持股比例为 11.41%，股权性质为外资股。2006 年 4 月 5 日，金隅集团由内资企业变更为外商投资企业。金隅集团于 2009 年 7 月 29 日在香港交易所主板上市，并于 2011 年 3 月 1 日在上海证券交易所上市。2017 年 12 月 23 日，金隅集团发布公告，名称由“北京金隅股份有限公司”变更为“北京金隅集团股份有限公司”，并已完成工商变更登记手续。金隅集团历经多次增资扩股、股权转让等，截至 2018 年 3 月底，注册资本 106.78 亿元，

北京国有资本经营管理中心直接及间接合计持有金隅集团44.93%股权，北京市人民政府国有资产监督管理委员会为实际控制人。

金隅集团经营范围包括：制造建筑材料、家具、建筑五金；木材加工；房地产开发经营；物业管理；销售自产产品。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

截至2017年底，金隅集团设有董事会工作部、战略发展部、资本运营部、法律事务部、财务资金部等16个部室。

截至2017年底，金隅集团（合并）资产总额2322.07亿元，所有者权益合计699.18亿元（含少数股东权益187.55亿元）；2017年，金隅集团实现营业总收入636.78亿元，利润总额40.57亿元。

截至2018年3月底，金隅集团（合并）资产总额2353.05亿元，所有者权益合计691.02亿元（含少数股东权益183.17亿元）；2018年1~3月，金隅集团实现营业总收入99.39亿元，利润总额-6.52亿元。

金隅集团注册地址：北京市东城区北三环东路36号；法定代表人：姜德义。

2. 基础素质分析

截至2017年底，北京国有资本经营管理中心直接及间接合计持有金隅集团45.92%股权。金隅集团实际控制人为北京市国资委。

2016年，金隅集团战略重组冀东集团后，成为全国第三大水泥企业，熟料产能约1.1亿吨、水泥产能约1.7亿吨、预拌混凝土产能约7800万立方米、预拌砂浆产能约225万吨、骨料产能约3850万吨，助磨剂外加剂产能约34万吨。

金隅集团拥有家具木业、墙体及保温材料、装饰装修材料等重点产品系列。其中：金隅加气产品产销规模行业排名第三，金隅防火涂料产能及综合实力位列国内三甲，天坛家具是全国家具行业领先企业，建材经贸大厦被誉为

“京城高新建材第一家”，星牌优时吉矿棉板单线产能全球第一、规模亚洲最大、中高端销量国内第二。

金隅集团房地产开发业务已覆盖环渤海、长三角、成渝三大经济圈，在京、沪、津、渝四个直辖市以及杭州、南京、合肥、海口等14个省会城市或区域中心城市实现战略布局。金隅集团被国家住建部授予“国家住宅产业化基地”称号，具有一定的品牌优势和规模优势。

金隅集团目前在北京持有高档写字楼约120万平方米（包括在北京核心区域持有的投资性物业总面积约72万平米）、物业管理面积（包括住宅小区和底商）约1200万平方米，专业化能力、品牌知名度、出租率和收益水平多年保持北京乃至全国业内领先水平。

总体看，金隅集团作为一家集建材制造、房地产开发以及物业管理三大业务板块为一体的大型产业集团，各业务板块形成了纵向一体化产业链，具有较强的协同效应。金隅集团建材业务规模优势明显，行业地位突出；房地产业务具有很强的区域竞争优势。

3. 管理分析

金隅集团按照《公司法》的规定，已建立了符合现代企业制度的法人治理结构，设有“三会一层”（即股东大会、董事会、监事会和经营管理层），建立并完善了相关议事规则。

金隅集团建立了股东大会、董事会、监事会和。目前，董事会由9名董事组成，其中执行董事4名，独立董事4名，设董事长1人；监事会由7名监事组成，其中职工代表监事3人；金隅集团设总经理1人，副总经理等其他高级管理人员9名。董事会是经营决策机构，对股东会负责；总经理对董事会负责。

金隅集团逐步完善内控体系建设，构建了一系列管理制度和办法。

对子公司的管理方面，金隅集团以产权为纽带，向子公司委派企业高级管理人员/财务负责人/监事，同时在财务管理方面实行采购、货

币资金、投融资、对外担保等的集中管理，对子公司重大事项和领导任免有决定权。

投融资管理方面，金隅集团具有健全的投融资管理制度。对于重大投资项目，由金隅集团相关业务职能部门评估后，需报请董事会组织决议，对于未经董事会审议批准的项目，不予纳入预算安排。金隅集团本部对系统内各单位的外部融资实行统一调控管理，控制企业总体债务规模，各成员单位的融资计划需报金隅集团本部准许后方可实施。

担保管理方面，金隅集团建立了较为完备的担保制度和流程，通过《公司章程》和《对外担保管理制度》等相关制度规范担保事宜。金隅集团设立财务资金部，作为金隅集团融资及担保的评估部门，且各成员单位对外融资及担保等行为纳入集团式统一管理，未经金隅集团母公司有权机构许可，任何系统内单位不得对外融资或提供担保。除须经股东大会批准的对外担保外，金隅集团的对外担保须经董事会批准。金隅集团对外担保，应采取反担保等必要的措施防范风险，聘请具备资质的评估机构调查反担保提供方的风险承担能力，提供反担保财产的评估结果。对于公司与子公司之间以及子公司之间提供的担保，为提高决策效率，可由董事会决定年度最高额度，在此额度范围内授权金隅集团二分之一以上执行董事签字同意处理具体事宜。

财务管理方面，金隅集团根据《中华人民共和国会计法》、《企业财务通则》及其他相关法律法规和《公司章程》的规定，建立了规范、健全的财务管理制度，从财务管理体制、资金筹集、资产运营、成本费用控制、收益分配、重组清算、信息管理、财务监督等方面做了详细规定，明确规范金隅集团及下属公司的财务

管理应按照公司的发展战略，合理筹集资金，有效营运资产，严格控制成本费用，规范收益分配及重组清算行为，加强财务监督和财务信息管理。

总体看，金隅集团建立了较为完善的治理结构和良好的管理机制，内部管理制度不断健全与规范。

4. 经营分析

金隅集团作为一家多元化经营的大型企业，业务范围涵盖水泥与混凝土、新型建材、房地产开发、物业投资与资产管理等业务。

近三年，金隅集团营业收入不断增长，主要受行业景气度提升影响，水泥与混凝土业务收入和新型建材业务收入不断提升；房地产开发收入有所波动，物业投资与资产管理收入逐年增长。2017 年，公司实现营业收入 626.46 亿元，其中水泥与混凝土、新型建材、房地产开发收入占比分别为 49.60%、24.13% 和 25.67%。

从毛利率来看，近三年金隅集团综合毛利率波动下降，分别为 25.34%、22.99% 和 24.80%。其中水泥与混凝土业务毛利率逐年提升，2017 年为 27.28%；新型建材业务毛利率波动下降，2017 年为 7.25%；房地产业务毛利率逐年下降，2017 年为 25.57%；物业投资与资产管理业务毛利率保持较高水平，2017 年为 59.59%。

2018 年 1~3 月，金隅集团实现营业收入 97.68 亿元，其中水泥与混凝土收入 41.79 亿元，占比为 42.78%；新型建材收入 32.53 亿元，占比为 33.30 亿元；房地产收入 18.85 亿元。毛利率方面，受一季度水泥淡季影响，水泥与混凝土毛利率较 2017 年略有下降，为 24.04%。综合毛利率为 22.28%。

表 8 金隅集团营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥与混凝土	108.29	26.83	13.33	153.65	32.84	20.55	310.74	49.60	27.28	41.79	42.78	24.04

新型建材	103.72	25.70	9.72	111.21	23.77	7.79	151.19	24.13	7.25	32.53	33.30	7.47
房地产	169.21	41.92	36.67	184.49	39.43	27.48	160.80	25.67	25.57	18.85	19.30	22.54
物业投资与资产管理	26.92	6.67	60.18	32.60	6.96	51.84	33.16	5.29	59.59	8.52	8.72	59.00
其他合并抵消	-4.53	-1.12	--	-14.02	-3.00	--	-29.43	-4.70	--	-4.00	-4.09	-0.79
合计	403.61	100.00	25.34	467.93	100.00	22.99	626.46	100.00	24.80	97.68	100.00	22.28

资料来源：公司提供

水泥与混凝土

金隅集团是京津冀区域最大的水泥供应商，也是国家支持的十二家大型水泥企业（集团）之一，产能布局以在京津冀、陕西、山西、内蒙、东北、重庆、山东、河南和湖南等 13 个省（直辖市、自治区）为主。目前，金隅集团水泥产能达 17709 万吨/年，熟料产能达 11141 万吨/年，混凝土产能达 6078 万立方米/年，预拌砂浆产能约 225 万吨，骨料产能约 3850 万吨，助磨剂外加剂产能约 34 万吨。

表 9 截至 2017 年底金隅集团水泥熟料产能分布
(单位: 万吨/年)

区域	熟料	水泥	综合产能
北京区域	316	558	456
天津区域	133	477	252
河北区域	5331	7864	7297
山西区域	1237	1839	1697
陕西区域	1278	2084	1799
内蒙区域	771	1530	1153
河南区域	166	208	218
川渝区域	545	901	770
东北区域	960	1600	1360
其他区域	405	648	567
合计	11141	17709	15568

资料来源：公司提供

金隅集团多数水泥厂都具有自有矿山，可为水泥生产提供充足的原材料保证。此外，金隅集团还通过向第三方采购石灰石满足水泥生产的需求，但比例较小。

金隅集团生产水泥主要的原材料为石灰石，主要能源为煤炭和电力。金隅集团采取统一采购的方式控制煤炭采购成本，供应商为国内大型煤炭生产企业和经贸企业，为保

证燃煤供应充足，金隅集团同主要供应商保持了长期良好的合作关系。在控制用电成本方面，金隅集团按照国家相关规定，持续进行余热发电技术改造，节约了用电成本。

金隅集团对外销售水泥的主要品牌为“金隅牌”水泥，在京津冀地区具有较高的品牌知名度和市场占有率。金隅集团水泥产品在北京地区具有较强的规模优势，水泥销售量约占北京市场总量的 40%，其中高标号水泥在北京高标号水泥市场份额高达 70% 左右。

新型建材

金隅集团新型建材生产业务涵盖装饰及装修材料、节能墙体及保温材料和耐火材料等，保温及耐火产品产销及综合实力位居国内前列。金隅集团以其多样化的新型建材产品和优良的产品质量，成为国家诸多大型运动场馆的建材供应商及服务商。

金隅集团新型建筑材料产品包括家具木业、墙体保温材料及耐火材料，除此以外包括有关生产及经销新型建筑材料的服务。

金隅集团家具木业产品包括家具、门窗、纤维板、地板等，其中天坛股份主要生产办公室、酒店、餐馆及家用家具。共有近 20 条家具生产线，产品以中高档为主，家具产量近 20 万件/年。

金隅集团的墙体保温材料主要包含加气混凝土，加气混凝土作为新型节能墙材的主导产品之一，是国家多年来一直大力倡导要发展的新型墙体材料，以轻质、保温隔热性能好、利废环保等优点在市场上占有一定份额，并具有很好的发展趋势。金隅集团加气混凝土的产能达 52 万立方米/年，是华北地区

最大的加气混凝土生产企业，加气产品产销规模行业排名第三，具备较强规模优势。

金隅集团拥有两个先进的生产耐火材料生产基地，一个位于北京，由 5 条完整的生产线组成；另一个位于河南省巩义，拥有 2 条生产线。2013 年以来，由于北京市政府环保要求，金隅集团对部分生产线进行了搬迁、停产，耐火材料的产销量受到影响；2016 年起金隅集团将耐火材料归入水泥板块统计。

商贸物流业务是金隅集团建材领域的主要业务，近年来保持了快速发展，主要得益于金隅集团加强内部资源整合，利用代理商的品牌质量优势，加强销售队伍的建设 and 同下游主要商贸客户的合作。金隅集团商贸物流业务涵盖煤炭、钢材、铁矿石及卫浴产品等。

房地产

金隅集团是北京地区综合实力最强的房地产开发企业之一，年开复工面积 200 万平方米以上，形成了立足北京，拓展至天津、重庆、海南、浙江、河北、内蒙古等省市区的开发格局。同时，金隅集团也是北京最大的保障性住房开发企业之一。

2017 年，金隅集团全年实现结转面积 94.86 万平方米，同比有所下降，其中商品房结转面积 94.25 万平米，保障性住房结转面积 0.61 万平方米；金隅集团全年累计合同签约面积 137.76 万平方米，同比增长 16.87%，其中商品房累计合同签约面积 102.66 万平方米，保障性住房累计合同签约面积 35.10 万平方米，同比大幅增长。截至 2017 年底，金隅集团拥有土地储备面积 846.00 万平方米，较为充裕，能够满足未来项目开发需求。

表 10 金隅集团房地产业务指标

(单位: 万平方米)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
结转面积:合计	126.31	115.63	94.86
结转面积:商品房	106.97	104.53	94.25
结转面积:保障性住房	19.34	11.10	0.61

合同签约面积:合计	99.17	117.87	137.76
合同签约面积:商品房	89.98	110.54	102.66
合同签约面积:保障性住房	9.18	7.33	35.10
土地储备总面积	735.00	778.00	846.00

资料来源: 公司提供

物业投资与资产管理

金隅集团出租和管理的物业主要包括高档写字楼、公寓和住宅小区、停车场等，主要依托自有项目，发展相对成熟；度假休闲主要包括凤山温泉、八达岭等项目，未来发展前景较好，但目前仍处于发展阶段，对金隅集团收入和利润的贡献不大。

金隅集团投资性物业大厦均位于北京城区，主要包括环贸一、二、三期，腾达大厦，金隅大厦，建达/建材经贸大厦和大成国际。2017 年底核心区域主要投资性物业大厦可出租面积 71.60 万平方米，综合平均出租率 89.00%，综合平均出租单价为 8.20 元/平方米/天。

金隅集团出租率在北京地区保持较高水平，其持有的物业项目获得“全国优秀物业示范大厦”称号。通过完善的设施和优秀的服务，先后吸引了英特尔、日本电通、德国电信、一汽奥迪等国际知名公司的入驻，品牌效应的提升，直接带动了金隅集团物业出租率及出租价格的提高。

5. 重大事项

关于收购天津市建筑材料集团（控股）有限公司股权

2018年2月7日，金隅集团公告称参与了在天津产权交易中心公开挂牌的天津建材 55%股权转让项目，拟以 431536.8585 万元购买天津津诚国有资本投资运营有限公司持有的天津市建筑材料集团（控股）有限公司（以下简称“天津建材”）天津建材 55% 股权。2018 年 4 月 25 日，金隅集团召开的第四届董事会第三十一次会议审议通过了《关于参与天津建材混改暨收购天津建材控股权的议案》，同意

其在董事会的审批权限内以合适价格购买津诚资本持有的天津建材55%股权。2018年5月4日，交易双方签署了《产权交易合同》。

天津建材主要经营业务为建筑材料研发与生产、建材及相关产品贸易与物流、房地产开发与经营等。

金隅集团将充分利用天津自贸区的区位和相关政策优势，将双方的商贸物流业务进行深度整合，在天津建设商贸物流业务平台，实现产业协同效益。

6. 财务分析

金隅集团提供了2015~2017年财务报告，安永华明会计师事务所（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；金隅集团提供的2018年1~3月财务数据未经审计。

从合并范围来看，截至2015年底，金隅集团新增2家二级子公司纳入合并范围，二级子公司共70家；截至2016年底，金隅集团纳入合并范围内的二级子公司共72家；2016年10月，金隅集团将冀东集团纳入合并报表范围；2017年合并范围新增子公司多为房地产项目公司和煤炭水泥等批发零售公司，相关子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。总体看，2016年合并范围变化影响了金隅集团财务数据的连续性和可比性，本报告主要以2017年财务数据为基础对金隅集团进行财务分析。

截至2017年底，金隅集团（合并）资产总额2322.07亿元，所有者权益合计699.18亿元（含少数股东权益187.55亿元）；2017年，金隅集团实现营业总收入636.78亿元，利润总额40.57亿元。

截至2018年3月底，金隅集团（合并）资产总额2353.05亿元，所有者权益合计691.02亿元（含少数股东权益183.17亿元）；2018年1~3月，金隅集团实现营业总收入99.39亿元，利润总额-6.52亿元。

资产质量

2015~2017年，受合并报表范围变化影响，金隅集团资产规模快速增长，年均复合增长33.27%，分别为1307.47亿元、2083.97亿元和2322.07亿元。截至2017年底，金隅集团总资产中流动资产占61.84%，非流动资产占38.16%，资产构成以流动资产为主。

截至2017年底，金隅集团流动资产1435.89亿元，流动资产构成以货币资金（占12.47%）和存货（占68.70%）为主。

截至2017年底，金隅集团货币资金179.04亿元，构成主要为银行存款（占90.24%）。受限货币资金49.89亿元，占货币资金的27.86%；其中财务公司存放中央银行法定准备金12.28亿元，房地产预售款受限资金32.45亿元，其余为信用证保证金、质量/履约保证金、承兑汇票保证金等受限资金。

截至2017年底，金隅集团应收账款账面价值76.86亿元。金隅集团应收账款前五名占比为4.02%，客户集中度较低。金隅集团应收账款账面余额为101.07亿元，其中按账龄组合计提坏账准备比率为23.95%。金隅集团坏账准备余额为24.21亿元，坏账准备综合计提比率23.81%，计提较为充分。

截至2017年底，金隅集团存货规模986.50亿元，主要为房地产开发业务开发投入及未结转项目成本，其中开发成本及开发产品合计占比94.81%。金隅集团跌价准备余额为3.99亿元，其中开发成本及开发产品跌价准备余额为1.97亿元，原材料、库存商品、产成品等跌价准备余额为2.01亿元，存货跌价准备综合计提比率为0.40%。

截至2017年底，金隅集团非流动资产886.18亿元，构成以投资性房地产（占17.42%）、固定资产（占51.79%）和无形资产（占12.25%）为主。

截至2017年底，金隅集团投资性房地产154.40亿元，采用公允价值模式计量。未办妥产权证书的投资性房地产3.50亿元。所有权或

使用权受到限制的投资性房地产为76.00亿元，用作抵押取得借款。

截至2017年底，金隅集团固定资产458.95亿元，构成以房屋及建筑物（占53.42%）和机器设备（占43.65%）为主。所有权或使用权受到限制的固定资产42.74亿元（占9.31%），用作抵押取得借款。固定资产累计折旧年底余额为48.25亿元，减值准备年底余额1.53亿元，固定资产成新率76.48%。

截至2017年底，金隅集团无形资产108.57亿元，主要由土地使用权（占75.07%）和非专利技术（占21.94%）构成。无形资产累计摊销合计14.36亿元，减值准备合计0.87亿元。

截至2018年3月底，金隅集团资产总额2353.05亿元，较2017年底增长1.33%，主要系单位往来款及代垫款增加致使其他应收款增加以及公司购买理财产品增加致使可供出售金融资产增加所致。其中流动资产占61.99%，非流动资产占38.01%，流动资产比重较上年底有所上升。资产构成较2017年底变化不大。

总体看，金隅集团将冀东集团纳入报表合并范围，使其资产规模快速增长，资产构成以流动资产为主，流动资产中存货占比高，资产流动性一般。

所有者权益

受合并报表范围变化影响，2015~2017年金隅集团所有者权益快速增长，年均复合增长28.75%，分别为421.82亿元、629.10亿元和699.18亿元。截至2017年底，金隅集团归属于母公司权益合计511.63亿元，其中股本占20.87%，其他权益工具占19.49%，资本公积占11.38%，盈余公积占2.68%，未分配利润占44.48%，其他综合收益、专项储备和一般风险准备合计占1.11%。其他权益工具为99.72亿元，为金隅集团发行的三期永续债“15金隅MTN001”、“16金隅MTN001”、“16金隅MTN002”、“17金隅MTN001”、和“17金隅MTN002”。

截至2018年3月底，金隅集团所有者权益

691.02亿元，较2017年底小幅下降1.17%，主要系未分配利润和少数股东权益减少所致。所有者权益构成较2017年底变化不大。

整体看，金隅集团所有者权益中，未分配利润和其他权益工具占比较大，所有者权益稳定性一般。

负债

受合并报表范围变化影响，2015~2017年，金隅集团负债规模快速增长，年均复合增长35.37%，分别为885.65亿元、1454.88亿元和1622.90亿元。截至2017年底，从债务结构看，流动负债占比68.05%，非流动负债占31.95%，债务结构以流动负债为主。

截至2017年底，金隅集团流动负债1104.34亿元，主要为短期借款（占31.13%）、应付账款（占14.26%）和预收账款（占24.76%）等。

截至2017年底，金隅集团短期借款343.75亿元，其中信用借款占93.18%，质押借款、抵质押借款及保证借款合计占6.82%。短期借款年利率为3.30%~8.40%。

截至2017年底，金隅集团应付账款157.47亿元，主要为应付工程款和应付货款；其中1年以内的应付账款占85.18%，1至2年应付账款占7.62%，2至3年应付账款占3.51%，3年以上应付账款占3.69%。

截至2017年底，金隅集团预收款项273.40亿元，主要为预收房款（占90.47%）和预收货款（占6.90%）；1年以内的预收款项占比78.36%，1至2年的预收款项占比20.17%，2年以上预收款项占比1.47%。

截至2017年底，金隅集团一年内到期的非流动负债114.91亿元；其中一年内到期的长期借款占24.02亿元，一年内到期的应付债券83.75亿元，一年内到期的长期应付款占7.14亿元。

截至2017年底，金隅集团非流动负债518.55亿元，以长期借款（占49.51%）和应付债券（占35.01%）为主。

截至2017年底，金隅集团长期借款256.71亿元，其中质押借款29.40亿元，抵押借款65.47亿元，保证借款占60.05亿元，信用借款101.80亿元；一年以上但未超过两年的长期借款占20.83%，两年以上但未超过五年的长期借款占53.77%，五年以上的长期借款占25.40%。

截至2017年底，金隅集团应付债券181.55亿元，其中公司债券141.55亿元，中期票据35.00亿元，债权融资计划5.00亿元。

截至2018年3月底，金隅集团负债合计1622.90亿元，较2017年底增长2.41%，主要来自于短期借款、预收款项和长期借款的增加；其中流动负债占68.38%，非流动负债占31.62%，流动负债占比较2017年底小幅上升。

有息债务方面，本评级报告将金隅集团应付短期融资券、所有者权益中包含的永续中票、长期应付款的有息部分调整至短期债务和长期债务核算。受合并范围变化影响，金隅集团有息债务规模快速增长，2015~2017年全部债务分别为470.48亿元、923.28亿元和109.20亿元。截至2017年底，金隅集团全部债务中短期债务占45.87%，长期债务占54.13%。

债务指标方面，金隅集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率近三年平均值分别为69.44%、59.00%和42.56%；2017年底分别为69.89%、60.97%和45.81%。

截至2018年3月底，金隅集团全部债务为550.27亿元，其中短期债务占49.60%，较2017年底上升3.73个百分点。金隅集团长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为44.33%、61.24%和70.63%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较上年有所上升。

总体看，金隅集团债务负担重，未来一段时间金隅集团将维持一定的投资支出，债务规模或呈上升趋势。

盈利能力

受合并范围变化影响，金隅集团营业收入规模快速增长，年均复合增长24.74%，2015~2017年分别为409.25亿元、477.39亿元和636.78亿元。同期，营业成本分别为305.26亿元、365.42亿元和476.35亿元；金隅集团营业利润率分别为20.09%、20.16%和22.30%。2017年，金隅集团营业利润和利润总额分别为39.74亿元和40.57亿元。

2015~2017年，金隅集团期间费用率分别为14.31%、15.22%和18.07%。金隅集团期间费用主要以管理费用为主，近三年占比均超过50.00%。总体看，金隅集团费用控制能力有待提高。

2015~2017年，金隅集团营业外收入分别为7.42亿元、8.88亿元和5.01亿元，2017年政府补助为3.59亿元。

2015~2017年，金隅集团总资产收益率和净资产收益率呈下降趋势，近三年加权平均值为3.26%和4.32%，2017年为3.40%和4.22%。

2018年1~3月，金隅集团实现营业总收入99.39亿元，为2017年全年收入的15.61%；利润总额-6.52亿元；金隅集团营业利润率19.66%，较2017年下降2.64个百分点。

总体看，受益于水泥业务规模的扩大以及房地产市场回暖，相关业务收入呈增长态势，2017年金隅集团盈利水平有所回升。

现金流

从经营活动情况来看，2015~2017年，金隅集团经营活动产生的现金流入分别为399.69亿元、553.78亿元和729.90亿元；受合并范围变化及经营性应收减少影响，2017年经营活动现金流入量大幅增长。近三年，金隅集团经营活动现金流出分别为406.22亿元、518.74亿元和848.44亿元；受房地产开发业务土地支出增加影响，2017年经营活动现金流出增幅大于经营活动现金流入。近三年，经营活动产生的现金流量净额分别为-6.53亿元、35.04亿元和-118.55亿元。从收入实现质量看，近三年金隅集团现金收入比分别为

93.75%、112.78%和107.81%，收入实现质量尚可。

从投资活动情况来看，2015~2017年，金隅集团投资活动现金流入量分别为、6.71亿元、25.31亿元和98.44亿元；金隅集团投资活动现金流出量分别为20.78亿元、65.56亿元和105.44亿元，购建固定资产及建设工程项目投入增加及并购冀东集团影响导致2017年投资活动现金流出大幅增长。综上，2015~2017年，投资活动产生的现金流量净额分别为-14.07亿元、-40.25亿元和-7.00亿元，金隅集团投资活动现金整体为流出状态。

2015~2017年，金隅集团筹资活动现金流入量分别为384.17亿元、525.17亿元和684.15亿元，主要系金隅集团发行债券规模增加以及合并范围扩大使得金隅集团2017年取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出量分别为316.21亿元、451.44亿元和610.87亿元，偿还债务支付的现金大幅增加导致2017年筹资活动现金流出量大幅增加。综上，2015~2017年，筹资活动产生的现金流量净额分别为67.96亿元、73.73亿元和73.28亿元，金隅集团筹资活动现金整体为流入状态。

2018年1~3月，金隅集团经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-37.68亿元、-15.96亿元和43.07亿元。

总体看，近三年金隅集团经营活动现金流规模较大，投资活动现金流始终保持净流出，金隅集团经营活动难以满足投资资金需求，外部融资需求较大。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，金隅集团流动比率和速动比率三年平均值分别为130.16%和48.68%，2017年底上述两项指标分别为130.02%和40.69%。2015~2017年，金隅集团经营现金流动负债比波动下降，2017年为-10.73%。截至2018年3月底，流动比率和速动比率均有所下降，分别为128.35%和

39.89%。总体看，金隅集团短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，金隅集团EBITDA利息倍数三年平均值为2.54倍，2017年为2.53倍，金隅集团EBITDA对利息保护能力较强；2015~2017年，全部债务/EBITDA三年平均值为10.07倍，2017年为9.51倍。总体看，金隅集团长期偿债能力指标一般。

截至2017年底，金隅集团对外担保0.52亿元，被担保企业为鞍山冀东水泥有限责任公司（合营企业），被担保企业正常经营，但金隅集团仍存在一定的或有风险。

融资渠道方面，金隅集团为上市公司，并且拥有2家上市公司，唐山冀东水泥股份有限公司（股票简称“冀东水泥”，股票代码“000401”）和唐山冀东装备工程股份有限公司（股票简称“冀东装备”，股票代码“000856”），具备直接融资渠道。

金隅集团为A股上市公司，根据过往公告，公司履约状况良好。

抗风险能力

金隅集团集建材制造、房地产开发及物业管理三大业务板块为一体，各业务板块间形成了纵向一体化产业链，具有较强的协同效应。通过与冀东集团的战略重组，其水泥与混凝土业务规模得到扩大，行业地位及市场占有率进一步提升。综合评估，联合资信评定金隅集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

十一、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行额度 15 亿元，发行额度上限 30 亿元，本报告以发行额度上限 30 亿元作为测算额度，占 2018 年 6 月底全部债务和长期债务规模的 14.00%和 76.03%，对公司现有债务结构影响有一定影响。

截至 2018 年 6 月底，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分别为 72.67%、65.09%和 25.56%；本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 74.49%、68.01%和 37.68%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还公司有息债务，上述指标可能低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 94.44 亿元、106.20 亿元和 117.85 亿元，分别为测算额度的 3.15 倍、3.54 倍和 3.93 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强；2015~2017 年，公司经营活动现金流净额分别为 9.17 亿元、26.91 亿元和 27.02 亿元，分别为测算额度的 0.31 倍、0.90 倍和 0.90 倍。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 21.24 亿元、36.32 亿元和 35.49 亿元，分别为测算额度的 0.71 倍、1.21 倍和 1.18 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

总体看，本期中期票据的发行对公司现有债务结构有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。本期中期票据由金隅集团提供连带责任保证担保，金隅集团偿债能力极强，其担保可有效提升本期中期票据的安全性。

十一、结论

公司作为国家政策重点支持的 12 家全国性大型水泥骨干企业之一，在行业地位、产能规模、技术水平和节能减排等方面具备显著优势。近年来，受行业自律、环保政策趋严、市场集中度提升及煤价上涨等因素综合作用，水泥行业景气度持续回升，公司主业盈利能力不断回升。同时，公司面临短期偿付压力较大、债务负担重等不利影响。

金隅集团与公司控股股东冀东集团战略重组，使得公司对华北地区水泥行业话语权

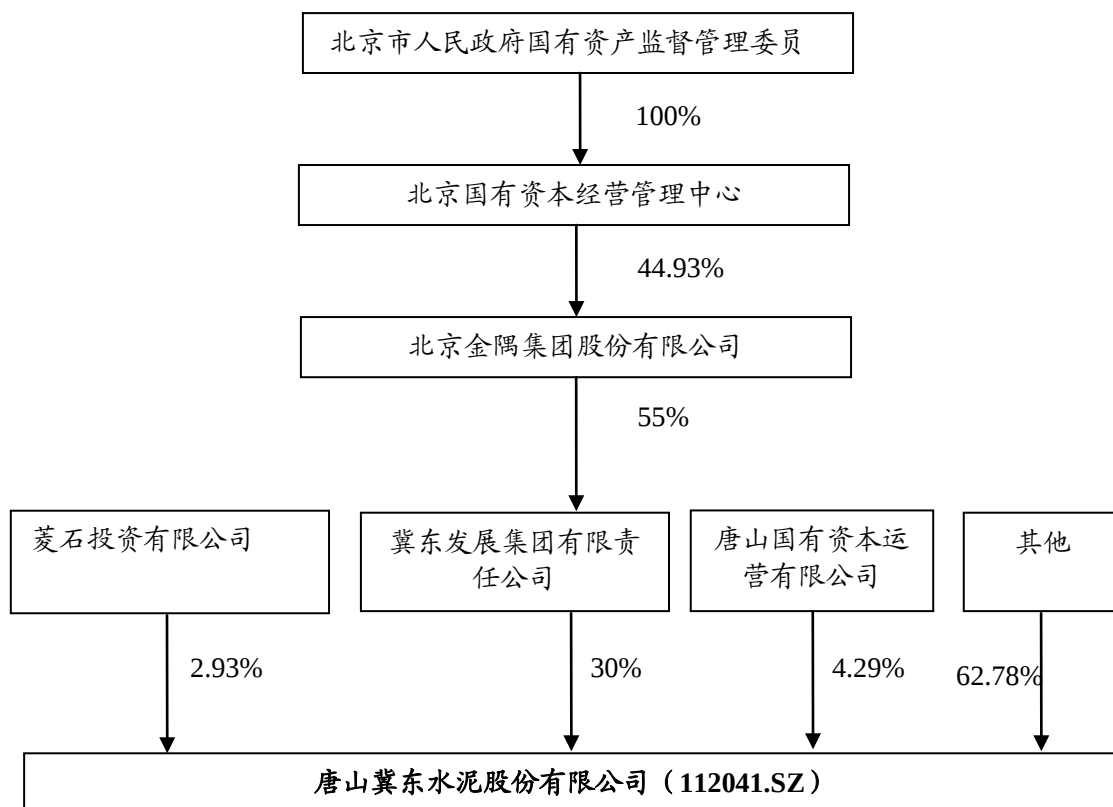
和市场控制力明显增强，长期来看，为公司经营形成一定支撑。2017 年 11 月，公司对资产重组方案作出重大调整，初步确定将与金隅集团共同组建合资公司，公司拥有合资公司的控股权，截至目前，合资公司已组建完毕。公司水泥和熟料产能进一步扩大，区域市场占有率进一步增强。未来随着水泥行业景气度持续回升，公司行业地位的增强，公司盈利水平有望大幅增长。联合资信对公司的评级展望为正面。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。本期中期票据的发行对公司现有债务结构有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

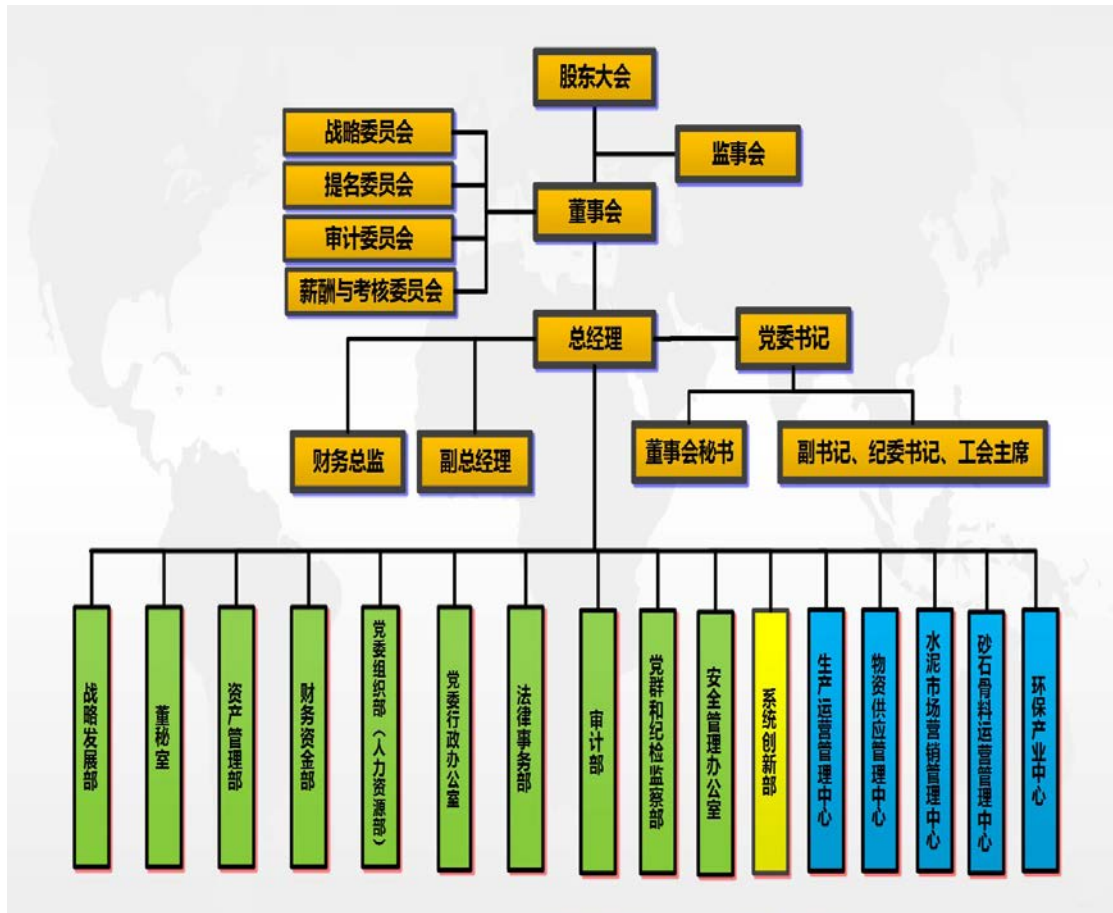
本期中期票据由金隅集团提供连带责任保证担保，金隅集团偿债能力极强，其担保可有效提升本期中期票据的安全性。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

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 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.49	46.39	66.65	79.59
资产总额(亿元)	412.81	414.80	410.34	420.43
所有者权益(亿元)	113.33	111.68	112.74	114.90
短期债务(亿元)	172.27	169.05	168.78	174.77
长期债务(亿元)	88.00	91.24	72.41	39.46
全部债务(亿元)	260.26	260.29	241.19	214.23
营业收入(亿元)	111.08	123.35	152.90	78.24
利润总额(亿元)	-17.36	1.99	3.62	6.81
EBITDA(亿元)	21.24	36.32	35.49	--
经营性净现金流(亿元)	9.17	26.91	27.02	11.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.66	4.90	4.75	--
存货周转次数(次)	5.19	6.08	7.29	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.30	0.37	--
现金收入比(%)	79.53	82.05	73.05	70.40
营业利润率(%)	14.75	22.98	28.42	33.22
总资本收益率(%)	-1.61	3.82	3.93	--
净资产收益率(%)	-18.97	-0.21	1.16	--
长期债务资本化比率(%)	43.71	44.96	39.11	25.56
全部债务资本化比率(%)	69.66	69.98	68.15	65.09
资产负债率(%)	72.55	73.08	72.53	72.67
流动比率(%)	42.59	51.58	50.64	55.52
速动比率(%)	35.15	44.09	44.36	48.32
经营现金流动负债比(%)	4.46	13.00	12.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	2.39	2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.25	7.17	6.80	--

注：短期债务包含其他流动负债中的超短期融资券；长期债务包含长期应付款中融资租赁款。

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 / (应收账款净额 + 应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

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

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。

联合资信评估有限公司关于 唐山冀东水泥股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

唐山冀东水泥股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对唐山冀东水泥股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，唐山冀东水泥股份有限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唐山冀东水泥股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现唐山冀东水泥股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对唐山冀东水泥股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如唐山冀东水泥股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对唐山冀东水泥股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与唐山冀东水泥股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。