跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016] 555 号

唐山冀东水泥股份有限公司：

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

唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

唐山冀东水泥股份有限公司公开发行的“12 冀东 01”、“12 冀东 02”、“12 冀东 03”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六 月七 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

唐山冀东水泥股份有限公司
2012 年公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果： AA+ **评级展望：** 稳定

上次评级结果： AA+ **评级展望：** 稳定

本次债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 冀东 01	8 亿元	5 年	AA+	AA+	2015 年 6 月 10 日
12 冀东 02	4.5 亿元	7 年	AA+	AA+	2015 年 6 月 10 日
12 冀东 03	8 亿元	10 年	AA+	AA+	2015 年 6 月 10 日

担保方： 冀东发展集团有限责任公司

担保方式： 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间： 2016 年 6 月 7 日

主要财务数据

发行人

项　目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	440.54	412.81	414.44
所有者权益（亿元）	134.37	113.33	103.13
长期债务（亿元）	104.95	88.00	94.27
全部债务（亿元）	263.22	260.26	221.79
营业收入（亿元）	156.65	111.08	14.40
净利润（亿元）	-2.77	-21.50	-8.86
EBITDA（亿元）	36.00	20.19	--
经营性净现金流（亿元）	22.53	9.17	-3.23
营业利润率（%）	20.44	14.75	-2.22
净资产收益率（%）	-2.03	-17.36	-7.46
资产负债率（%）	69.50	72.55	75.12
全部债务资本化比率（%）	66.20	69.66	68.26
流动比率（倍）	0.53	0.43	0.45
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.08	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.23	1.33	-
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.76	0.98	-

担保方

项　目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	634.64	628.45
所有者权益（亿元）	145.61	144.50
营业收入（亿元）	251.10	177.58
净利润（亿元）	-3.36	-33.27
资产负债率（%）	77.06	77.01

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“冀东水泥”）作为国有大型骨干水泥企业之一，在生产规模、成本控制、技术水平及节能减排等方面仍具有明显优势。面对固定资产投资增速放缓和水泥行业产能过剩、竞争激烈、价格持续下降等不利环境，公司水泥销量及销售价格均呈下降趋势，经营亏损规模持续扩大。

考虑到京津冀一体化带来的产业转移及升级，区域基础设施建设将成为首要投资重点，水泥需求未来将继续增加。同时，受益于大气治污与加快落后产能淘汰步伐的推进，长周期看水泥行业供求格局有望重构。

本次债券由冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

冀东集团与北京金隅集团有限责任公司（以下简称“金隅股份”）正实施战略重组，金隅股份以现金 47.5 亿元增资并控股冀东集团；冀东水泥拟通过非公开发行 A 股的方式购买金隅股份及/或冀东集团持有的水泥及混凝土等相关业务。上述重组的实施将有利于冀东水泥在京津冀地区水泥业务的竞争能力、定价能力以及盈利能力的提升。冀东集团的担保对本次债券的信用水平依然具有积极影响。

综上，联合信用评级有限公司维持公司的主体长期信用评级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12 冀东 01”、“12 冀东 02”、“12 冀东 03”债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司目前是北方最大的水泥生产企业，在资源储量、产品质量、营销网络以及品牌知名度方面具有一定优势。跟踪期内，公司已形成涵盖水泥产业链在内的多个领域的产业结

构。

2．跟踪期内，公司建立煤炭和备品备件统一采购业务新模式，有效降低采购成本，通过技术改造等一系列措施，进一步优化主要能耗指标，生产成本进一步降低。

3．担保方冀东集团与金隅股份正在实施战略重组，金隅股份通过增资扩股及股权转让持有冀东集团 55%的股权，成为冀东集团控股股东；冀东水泥拟向金隅股份及/或冀东集团非公开发行 A 股股份的方式购买金隅股份及/或冀东集团持有的水泥及混凝土等相关业务。上述重组的实施有利于提升冀东水泥在京津冀地区水泥业务的竞争能力和定价能力，进而有助于推动冀东水泥盈利能力的提升。

关注

1．公司所属的水泥行业目前产能过剩严重且短期内难以改观；宏观经济低迷、房地产行业波动、水泥市场竞争激烈等因素将给公司现有业务经营带来不利影响。

2．2015 年，水泥、熟料价格下行，公司盈利能力下滑明显，经营亏损规模持续扩大。

3．2015 年，公司短期债务规模有所增加且债务结构不尽合理，债务负担较重，公司面临较大偿债压力。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

张方舟

电话：010-85172818

邮箱：zhangfz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

一、 主体概况

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

截至2016年3月底，公司股本仍为134,752.29万股，冀东集团为公司大股东，持股比例37.48%，公司实际控制人为唐山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“唐山市国资委”）。如下图所示。

图 1　截至 2016 年 3 月底公司股权结构

资料来源：公司提供

根据唐山市国资委及公司控股股东冀东集团与北京金隅股份有限公司（以下简称“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》，重组方案包括公司向金隅股份及/或冀东集团非公开发行A股股份的方式购买金隅股份及/或冀东集团持有的水泥及混凝土等相关业务、资产并募集配套资金（以下简称“本次重组”），公司股票自2016年4月18日起停牌。

2016年5月31日，金隅股份、唐山市人民政府国有资产监督管理委员会、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》，根据协议，本次重组完成后，公司实际控制人将由唐山市国资委变更为北京市国资委。

跟踪期内，公司组织结构没有变化（公司组织架构见附件 1）。截至 2016 年 3 月底，截至 2016 年 3 月底，公司合计拥有全资或控股子公司 66 家、分公司 2 家、合营公司 4 家、联营公司 7 家。公司共有在职员工 17,675 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 412.81 亿元，负债合计 299.48 亿元，所有者权益合计 113.33 亿元（含少数股东权益），其中，归属母公司所有者权益合计 100.61 亿元。2015 年公司实现营业收入 111.08 亿元，净利润（含少数股东损益）-21.50 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 -17.15 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额 9.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.91 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 414.44 亿元，负债合计 311.31 亿元，所有者权益合计 103.13 亿元（含少数股东权益），其中，归属母公司所有者权益合计 91.18 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.40 亿元，净利润（含少数股东损益）-8.86 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-8.05 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-3.23 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.76 亿元。

公司注册地址：唐山市丰润区林荫路；法定代表人：张增光，均未发生任何变化。

二、本次债券概况

本次公司债券名称为“唐山冀东水泥股份有限公司 2012 年公司债券”，分三个品种发行，于 2012 年 10 月 17 日发行结束，募集资金净额为 203,770 万元。本次债券于 2012 年 12 月 11 日起在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易，其中 5 年期品种债券简称为“12 冀东 01”，上市代码为“112113”；7 年期品种债券简称为“12 冀东 02”，上市代码为“112114”；10 年期品种债券简称为“12 冀东 03”，上市代码为“112115”。本次公司债券基本情况如下表所示。

表 1　冀东水泥 2012 年公司债发行概况

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

资料来源：公司年报，联合评级整理。

根据募集要求，2012 年公司债券（12 冀东 01、12 冀东 02、12 冀东 03）募集资金中的 15 亿元用于偿还银行借款，其余用于补充流动资金。截至 2012 年 12 月 31 日，本次公司债券募集资金已按募集要求全部使用完毕。

公司已于 2015 年 10 月 15 日支付本次债券 2014 年 10 月 15 日至 2015 年 10 月 14 日期间的利息。

本次债券由冀东发展集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

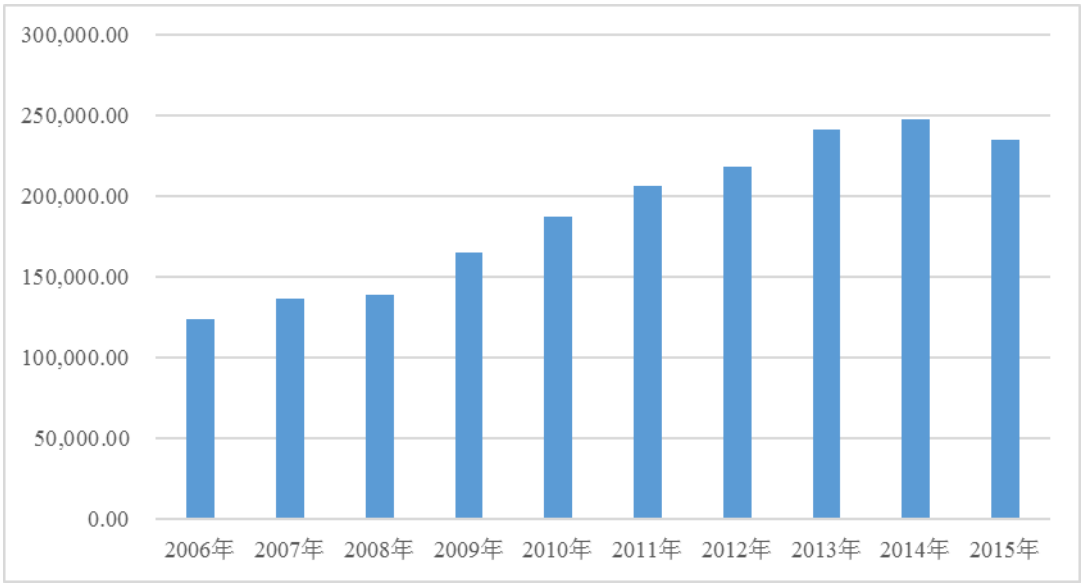
三、行业分析

公司主营业务为水泥的生产和销售，行业分类为水泥制造业。

1．行业概况

从水泥行业的概况来看，水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著。近年，国民经济持续快速发展，固定资产投资较快增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产量逐年提高；近三年，我国水泥产销率维持在 96%~98%。自 2009 年起国务院加大了对水泥行业落后产能的淘汰力度，水泥行业拟建和新开工产能持续走低，产能抑制政策效果明显。据国家统计局公布数据显示，2015 年中国水泥行业出现了 24 年来的首次负增长。在我国经济处于调整期和宏观经济增长继续下行的背景下，2015 年全年水泥产量 23.48 亿吨，比 2014 年减少 1.3 亿吨，同比下降超过 5%。

图 2　中国水泥行业产量（单位：万吨）



资料来源：联合评级根据公开数据整理。

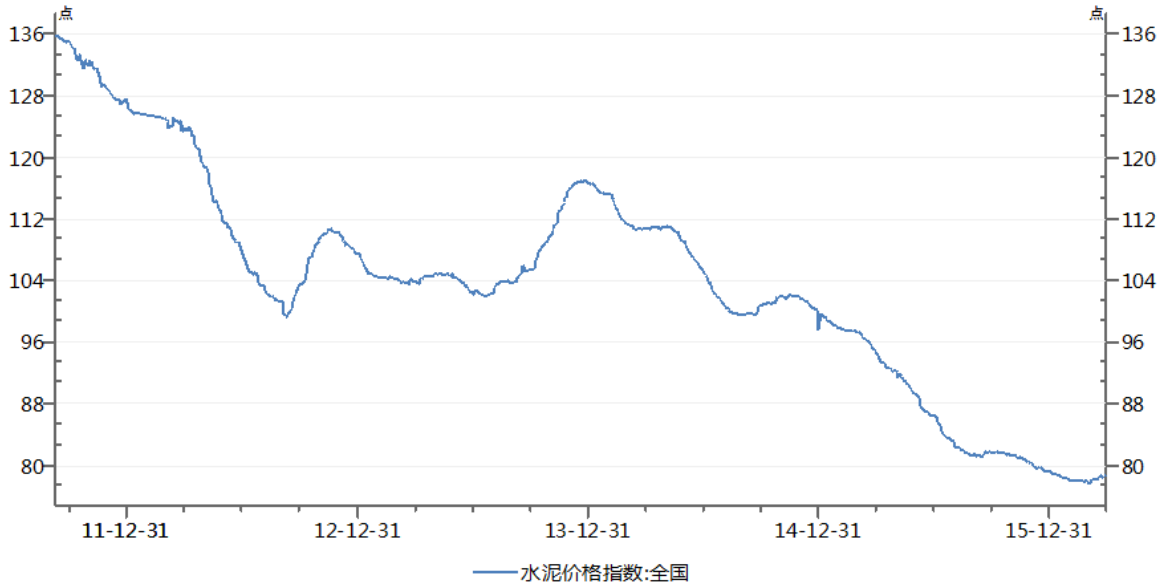
从水泥行业新增产能来看，据中国水泥协会统计，2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，全年新增水泥熟料设计产能 4,712 万吨，较 2014 年减少 2,319 万吨，降幅为 32%。我国新增熟料产能已连续三年呈递减走势。

分区域看，2015 年，我国水泥新增产能主要集中在广东、贵州、广西，合计产能占全国比重超过 40%；从投产时间看，下半年新增产能高于上半年，上半年投产 2,093 万吨，下半年投产 2,619 万吨；分规模来看，日产万吨线 2 条，日产 5,000 吨以上 22 条，日产 2500 吨 7 条；分集团企业看，新增产能有 60%是隶属于我国前十大企业集团，其中位居前 2 位的企业是海螺水泥、红狮水泥，合计占当年新增产能的 36%。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1,764 条（注：去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2016 年仍将会有 3,500 万吨左右产能释放，主要集中在中南和西南地区。同时，部分省份依旧存在新批和在拟建的产能项目，使得我国水泥行业供给侧改革的难度持续加大。

从水泥的价格来看，2014 年以来，我国水泥价格总体呈现下降走势。2015 年，投资建设三大战略重点“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带，以及大基建的铁路建设、互联互通对水泥行业的拉动作用尚未体现，我国水泥价格基本维持下跌趋势，截至 2015 年底，全国水泥价格指数为 79.25，较年初下降了 19.99%。2016 年以来，水泥价格继续在低位振荡。截至 2016 年 5 月 20 日，全国水泥价格指数为 83.53，较年初有所回暖。

图 3　中国水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

整体看，2015 年，我国水泥行业经济效益出现整体性的大幅下降，水泥产能过剩加剧，市场持续恶性竞争，水泥产品价格持续下跌。

2．行业政策

水泥产业政策集中于五个方面：一是提高行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“十三五”规划中，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调。

2015 年 6 月，财政部和国家税务总局联合印发了《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知(财税【2015】78 号)，其中明确了 42.5 及以上水泥掺 20%废渣可享受 70%的退税，这对调整优化产品结构，提高工程质量，扶优扶强，减少与淘汰落后产能有着十分重要的现实意义。

2016 年 5 月，国家工信部发布《工业和信息化部办公厅关于开展国家重大工业节能专项监察的通知》表示，关于电解铝、水泥行业阶梯电价政策执行专项监察，工信部将根据发展改革委、工业和信息化部《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》（发改价格【2013】2530 号）、《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》（发改价格【2016】75 号）有关规定和要求，对 1,000 家以上电解铝、水泥重点用能企业执行阶梯电价政策进行核查和预警监察，出具监察报告。

总体看，水泥行业政策集中在从严新项目审批、清理未开工项目、淘汰落后产能等方面，通过压缩落后产能、清理未开工产能、控制新增产能，推动水泥产业结构调整，提高行业集中度，将推动水泥行业的良性调整和健康发展。

3．行业关注

全行业产能过剩、产能利用率不高

2009~2014 年水泥产能持续释放，同时由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2015 年水泥产能利用率不足 67%，较 2014 年下降 3 个百分点。

水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。

行业集中度不高、行业竞争加剧

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

总体看，短期内水泥行业产能过剩的局面难以改变，加之下游的需求增长低于预期导致水泥行业竞争淘汰加剧，水泥产品价格大幅上涨的可能性较低。

四、管理分析

跟踪期内，公司独立董事郑洪涛因任期届满离任，董事张学刚因个人原因离任，均不再担任公司任何职务。截至2016年3月底，公司原独立董事职位由柴朝明接任、原张学刚董事职位尚未有新董事接任。根据《公司法》、《公司章程》等有关规定，张学刚辞职未导致董事会成员人数低于法定最低人数，其辞职不会影响公司的正常运营。

柴朝明先生，现年48岁，毕业于上海财经大学，经济学学士，北京大学高级管理人员工商管理硕士。2009年1月至今任雷石泰和股权投资管理合伙企业（有限合伙）合伙人。2013年10月至今分别任兴业铜业国际集团有限公司独立董事，上海格蒂电力科技股份有限公司独立董事。2015年6月起，接任公司独立董事。

跟踪期内，公司高管人员构成、部门职能及各项管理制度均无变化。

总体看，跟踪期内，公司董事会未发生重大变化，原董事张学刚的离任不会影响公司正常运营。公司的高管人员、部门职能和各项管理制度均无变化。

五、经营分析

1．经营概况

2015年，水泥行业全局性产能过剩的局面尚未改观，市场竞争异常激烈，公司所属主要区域水泥需求量大幅下降且价格持续下跌，由于公司水泥售价下降幅度大于成本下降幅度，综合毛利率同比下降，产生重大亏损。2015年，公司实现营业收入111.08亿元，较上年大幅下降29.09%；公司净利润由2014年的-2.77亿元扩大亏损18.73亿元至-21.50亿元。

收入结构方面，从产品构成来看，水泥和熟料仍是公司收入和利润的主要来源，2015年占公司营业收入的比重分别为85.51%和8.87%，较上年变化不大。其他收入主要来源于干粉砂浆、水泥外加剂、水泥助磨剂等新型建筑材料等业务，由于所占比重不高（合计占比 5.62%），对公司收入和利润影响不大。从地区分布来看，华北地区仍为公司营业收入的主要来源地区，2015年公司营业收入华北、东北、西北和其他地区占比分别为61.21%、12.73%、8.20%和17.86%，较上年变化不大。

毛利率方面，2015年，公司继续加大对原材料的统一采购和管理力度，有效降低了主要原材料成本，但由于燃料及动力成本、折旧成本的相对固定及产品销售价格的进一步下降，公司产品的主营业务毛利率由2014年的20.76%下降至15.32%，同比下降5.44个百分点。其中，水泥产品毛利率由2014年的21.95%下滑至16.67%，同比下降5.28个百分点；熟料产品毛利率由2014年的 7.76%下滑至-5.42%，同比下降 13.18 个百分点；其他产品毛利率由2014年的25.86%上升到

27.49%，同比小幅上升 1.63 个百分点。具体数据如下表所示。

表 2　2015 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

分产品	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	1,345,648.86	85.90	21.95	949,857.55	85.51	16.67
熟料	148,215.74	9.46	7.76	98,486.58	8.87	-5.42
其他	72,608.94	4.64	25.86	62,480.65	5.62	27.49
合计	**1,566,473.54**	**100.00**	**20.76**	**1,110,824.78**	**100.00**	**15.32**

资料来源：公司年报

2016 年一季度，公司实现营业收入 14.40 亿元，较上年同期下降 4.58%；净利润为-8.86 亿元，亏损金额较上年同期增长 23.12%，主要是由于一季度为传统销售淡季产品平均价格较上年同期下降 22%，持续处于低位以及金融资产投资收益同比大幅减少所致。

从外部支持来看，2015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为2.44亿元，外部支持力度依然较大。

总体看，2015 年受水泥市场环境景气度影响，公司收入持续降低，公司通过严格的成本控制策略，有效降低了原材料成本，但由于产品销售价格的持续下跌，主要产品毛利率均出现下降，公司盈利能力持续下滑。

2．原料采购

公司采购模式、采购制度和结算方式较上年无重大变化。

公司生产成本主要包括原材料、煤、电等，其中原材料包括石灰石、矿渣、石膏、耐火材料等。其中，煤炭、电力、脱硫石膏在制造成本中占比较大，合计超过产品生产成本的 40%以上（煤炭单独占比约 21%），较上年占比有所下降，主要系公司技改提高该类资源利用率所致。

从实际采购情况来看，2015 年受产量下降的影响，公司主要原料煤炭采购量同比下降 24.44%至 617 万吨，2015 年市场煤炭价格依然处于下降阶段，公司 2015 年煤炭采购均价同比下降 27.74%至 324 元/吨；公司电量采购量同比下降 15.65%至 36 亿度，跟踪期内，电价在国家政策调控下保持稳定，维持在 0.54 元/度。具体数据如下表所示。

表 3　2014 年~2015 年公司采购情况（单位：万吨、亿度、元/吨、元/度）

原料	项目	2014 年	2015 年	同比增幅	2016 年 1~3 月
煤炭	采购量	816	617	-24.44	104
	采购均价	448	324	-27.74	284
电力	采购量	43	36	-15.65	5
	采购均价	0.54	0.54	0.00	0.59

资料来源：公司提供

从采购集中度看，2015 年，公司前五大供应商采购金额合计 30.02 亿元，占总采购总额的比例为 31.91%，较上年 27.68%有所提高，但供应商集中度仍然不高。

表 4　2015 年供应商集中度情况（亿元）

序号	供应商名称	采购额	占总采购总额比例
1	同一实际控制人控制的供应商	18.16	19.31
2	供应商 1	5.55	5.90

3	供应商 2	2.94	3.13
4	供应商 3	1.73	1.84
5	供应商 4	1.63	1.73
合计	——	**30.02**	**31.91**

资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，受宏观经济环境的不利影响以及销售的大幅下降，公司煤炭和电力的采购量随之下降；受益于煤炭价格下降，采购总成本有所下降。前五大供应商集中度较上年有所上升，但集中度仍不高。

3．水泥生产

2015 年，公司的生产模式和产品结构较上年无重大变化。

从产能的地区分布来看，截至 2016 年 3 月底，公司水泥产品的产能为 12,528 万吨，水泥熟料的产能为 7,483 万吨，较 2014 年底均无变化，原秦岭水泥的水泥业务及水泥产能，公司出资单独收购并予以保留。其中，冀东大区的水泥和熟料产能分别为 3,360 万吨和 1,956 万吨，占比分别为 26.82%和 26.14%，为公司产能分布的集中地区；其次，陕西大区、内蒙大区、冀中南大区和东北大区的水泥产能占比均超过 10%。公司产能集中在华北和东北地区。具体数据如下表所示。

表 5　截至 2016 年 3 月底公司产能分地区分布情况（单位：万吨、%）

大区	水泥		熟料	
	产能	产能占比	产能	产能占比
冀东大区	3,360	26.82	1,956	26.14
陕西大区	1,976	15.77	1,345	17.97
山西大区	824	6.58	505	6.75
内蒙大区	2,111	16.85	1,103	14.74
冀中南大区	1,414	11.29	986	13.18
东北大区	1,294	10.33	638	8.53
渝川大区	901	7.19	545	7.28
湖南地区	268	2.14	166	2.22
烟台公司	380	3.03	239	3.19
合计	**12,528**	**100.00**	**7,483**	**100.00**

资料来源：公司提供

从实际生产情况来看，2015 年，公司水泥实际产量 5,972 万吨，同比降低 17.54%；生产熟料 4,843 万吨，同比降低 20.70%，由于水泥行业全局性产能过剩的形势未有改观且竞争加剧导致公司销量下滑，公司产能利用率持续降低，水泥和熟料产能利用率分别为 47.67%和 64.72%，分别较上年下降了 10.14 个百分点和 16.89 个百分点。

表 6　近期公司主要产品的产能产量情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2014 年	2015 年	同比增减	2016 年 1~3 月
水泥	产能	12,528	12,528	-	12,528
	产量	7,242	5,972	-17.54	866
	产能利用率	57.81	47.67	下降 10.14 个百分点	6.91
熟料	产能	7,483	7,483	-	7,483
	产量	6,107	4,843	-20.70	660
	产能利用率	81.61	64.72	下降 16.89 个百分点	8.82

资料来源：公司提供

从生产能耗方面来看，截至2016年3月底，公司共投产纯低温余热发电机组42台（套），总装机容量369WM。2015年和2016年1~3月，公司分别利用余热发电16.19亿度和2.16亿度，分别相当于节约标煤56.67万吨和7.56万吨，余热发电产生电量占公司用电总量的42%。2015年和2016年1~3月，公司利用余热发电成本约为0.19元/度和0.21元/度，节约电费成本约8.31亿元和1.16亿元。在氮氧化物减排方面，公司52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，计划2016年完成19条熟料生产线协同处置生活垃圾改造项目。

整体看，公司水泥产能较 2014 年无增减，集中在华北地区、东北地区；主要产品的产量、产能利用率较上年明显下降。

4．产品销售

按客户类型分类，公司客户群体主要有搅拌站、重点（单体）工程及零散客户三类主要客户，2015 年，上述三类客户的占比约为 49%、25%和 26%，以搅拌站客户为主；按合作情况分类，客户群体主要分直销客户与经销商。其中，直销客户约占 64 %，大部分采用现款结算，对个别合作时间长、信用良好的客户或国家重点工程客户，给予一定的信用期或周转量，小部分采用赊销方式（约 1~2 月账期）；经销商约占 36%，全部为现款结算。

从实际销售情况来看，2015 年，公司水泥销量 6,001 万吨，同比降低 17.23%；熟料销量 1,024 万吨，同比降低 26.12%。从产销率来看，由于公司采用以销定产的生产模式，2015 年水泥实际产量和销量同比下降，水泥产品的产销率为 100.49%，较 2014 年变化不大，产销率高；公司水泥熟料主要用于自身水泥产品的配比，少量对外销售以动态控制生产节奏和库存，因此以对外销量计算的熟料产销率不高，2015 年熟料产销率为 21.14%（剔除自用部分），较 2014 年变化不大。具体数据见下表。

表 7　近期公司主营产品的销售情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2014 年	2015 年	同比增减	2016 年 1~3 月
水泥	产量	7,242	5,972	-17.54	866
	销量	7,250	6,001	-17.23	885
	产销率	100.11	100.49	下降 0.38 个百分点	102.19
熟料	产量	6,107	4,843	-20.70	660
	销量	1,386	1,024	-26.12	160
	产销率	22.70	21.14	下降 1.55 个百分点	24.24

资料来源：公司提供

2016 年 1~3 月，受益于国家行业去产能政策及供给侧改革等因素，行业市场逐步回暖以及公司自身经营策略调整，公司水泥产量和销量分别为 866 万吨和 885 万吨，同比分别增长 15.77%、11.18 % ；水泥熟料产量和销量分别为 660 万吨和 160 万吨，与同期基本持平。

从客户集中度来看，2015 年公司对前五大客户销售实现收入合计 11.26 亿元，销售客户集中度由上年的 7.83%上升为 10.13%，公司客户集中度稍有增长但整体不高。

表 8　2015 年公司前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

序号	客户名称	销售额	占销售总额比
1	同一实际控制人及其控制客户	7.70	6.93
2	单位 1	1.32	1.19
3	单位 2	0.76	0.68
4	单位 3	0.76	0.68
5	单位 4	0.72	0.65
合计		**11.26**	**10.13**

资料来源：公司年报

从销售价格来看，水泥产能全局性过剩以及市场竞争进一步加剧，导致公司主要产品价格进一步下滑，水泥产品销售均价由 2014 年 232 元/吨下降到 184 元/吨，同比下降 20.69%；水泥熟料销售均价由 2014 年 168 元/吨下降到 127 元/吨，同比下降 24.40%。具体数据如下表所示。

表 9　2014~2016 年一季度公司产品销售均价变动情况（单位：元/吨、%）

产品	2014 年	2015 年	增减	2016 年 1~3 月
水泥	232	184	-20.69	154
孰料	168	127	-24.40	106

资料来源：公司提供

2016 年一季度，受错峰生产以及传统销售淡季的影响，公司水泥产品价格持续在低位徘徊，水泥产品销售均价为 154 元/吨；水泥熟料销售均价为 106 元/吨，较 2015 年进一步下降。

总体看，跟踪期内，由于行业竞争激烈及市场需求减少，公司主要产品销量、产销率和销售均价均有所下降。

5．经营效率

2015 年，由于水泥市场需求疲软、水泥价格持续走低，公司营业收入明显下滑；公司加强赊销管理及清欠力度，降低下游客户资金占用，应收账款同比降低，但由于销售规模下降，导致应收账款周转率由 2014 年的 9.44 次下降至 5.89 次；公司生产成本相对固定，存货随产量的减少而减少 ，导致公司存货周转率由 2014 年的 5.90 次下降至 5.03 次；总资产周转率由 2014 年的 0.36 次下降至 0.26 次。与同行业上市公司对比，公司各项经营效率指标处于行业中下水平。整体看，公司经营效率一般。

表 10　2015 年水泥上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
天山股份	5.90	6.54	0.24
同力水泥	39.10	7.20	0.60
四川双马	7.35	12.54	0.39
上峰水泥	11.82	5.47	0.48
青松建化	3.50	1.71	0.15
海螺水泥	134.98	8.56	0.49
塔牌集团	44.97	6.28	0.67
秦岭水泥	2.54	2.64	0.72
平均	**7.11**	**6.37**	**0.47**
冀东水泥	6.84	5.19	0.26

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

整体看，公司经营效率指标均出现下降，经营效率明显降低；同行业对比来看，公司各项经营效率指标处于行业中下水平。

6．重大事项

在建项目

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目主要为水泥产业链上下游配套项目，项目的完工投产将有利于公司进一步降低生产成本，提高盈利水平。在建项目预计投资总额为 10.78 亿元，已投资 9.85 亿元。具体数据如下表所示。

表 11　截至 2016 年 3 月底公司在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预计投资总额	截至 2016 年 3 月底已投资	工程进度	资金来源
唐山市鑫研建材有限公司年产 100 万吨矿渣超细粉生产	1.51	1.37	91.03	自筹、借款
昌黎冀东水泥有限公司昌黎公司水泥矿渣立磨项目	2.43	2.15	88.52	借款
辽阳冀东恒盾矿业有限公司砂石骨料生产线	3.79	3.35	88.25	借款
奎山广宗冀东水泥广宗县奎山冀东项目 60 万吨矿渣微粉及水泥中转站生产线	1.40	1.62	115.52	自筹
内蒙古冀东水泥有限责任公司矿山项目	1.66	1.37	82.53	自筹、借款
合计	**10.78**	**9.85**	--	

资料来源：公司提供

处置股权

公司自 2009 年起持有秦岭水泥 29.00%的股份；并于 2011 年 6 月，秦岭水泥董事会改革之后将其纳入公司合并范围。2013 年 1 月 31 日，公司以总价 0.45 亿元在证券市场出售秦岭水泥 0.95%的股份；由于秦岭水泥的持续经营能力不断恶化，公司、秦岭水泥与中国再生资源开发有限公司达成秦岭水泥重组方案，根据该重组方案公司购买秦岭水泥所有资产并将持有的秦岭水泥 1 亿股股权（约为秦岭水泥 15.13%股权）以协议处置总价 2.75 亿元转让给中国再生资源开发有限公司，并丧失对秦岭水泥的控制权。丧失控制权后，公司将剩余持有的秦岭水泥 12.92%股份转入公司金融资产，按照相应会计准则，以股权交割日 2015 年 4 月 17 日公允价值计量产生投资收益 9.48 亿元，对当期公司营业利润额产生较大影响。

并购重组

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

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“国资公司”）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》（以下简称：“股份转让”），冀东集团拟通过协议转让方式向国资公司转让其持有的公司 100,836,212 股股份，占公司股份总数的 7.48%，股份转让完成后冀东集团持有冀东水泥不超过 30.00%的股份，上述股份转让尚待国务院国有资产监督管理委员会批准后方可实施。

2016 年 5 月 31 日，金隅股份、唐山市国资委、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”）；同日，金隅股份与中泰信托有限责任

公司（以下简称“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》（以下简称：“股权转让协议”）。截至 2016 年 5 月 31 日，冀东集团持有公司 37.48%的股份。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 404,256,874 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。

上述权益变动之前，公司的控股股东为冀东集团，实际控制人为唐山市国资委。上述权益变动之后，公司的控股股东仍为冀东集团，但由于冀东集团的实际控制人由唐山市国资委变更为北京市国资委，因此公司的实际控制人由唐山市国资委变更为北京市国资委。上述权益变动尚须经北京金隅股份有限公司股东大会审议通过，并须取得国资主管部门、商务部反垄断局等相关部门的批准或同意。

冀东水泥在京津冀地区熟料设计产能为 2,740 万吨/年，占冀东集团的 40%，占京津冀地区的 28%；金隅股份在京津冀地区熟料设计产能为 2,818 万吨/年，占金隅股份的 81%，占京津冀地区的 29%。两家顺利合并后在京津冀地区的熟料产能将占京津冀地区总产能的 57%，考虑到京津冀一体化带来的产业转移及升级，以及区域基础设施建设，冀东水泥在京津冀地区的市场控制力、定价能力和盈利能力将得到较大提升。

7．经营关注

宏观经济及行业政策风险

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

行业竞争加剧、价格持续下滑

水泥行业目前产能过剩严重且短期内难以改观，以及市场恶性竞争加剧导致公司水泥、熟料销售价格进一步下降，公司利润空间受到挤压，2015 年出现较大亏损，盈利能力下滑明显。

能源价格波动风险

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

8．未来发展

从经营计划来看，公司抓住国家供给侧改革和“去产能”“去库存”“去杠杆”“降成本”“补短板”契机，实施“外拓市场、内控成本”的经营策略，依托大品牌优势，扩展销售渠道，提高服务质量，加强区域内企业合作，积极改善市场环境，同时严控资本性支出和经营性支出，全面提高公司竞争力。

2016 年作为十三五的开局之年，京津冀一体化作为重大布局之一，工程用量将稳步提升，公司已签订首都机场、京沈高速河北段、京沈高铁北京段、徐大堡核电站等国家重点项目，将对公司水泥销量的增长提到有效支撑作用。2016 年公司经营目标是水泥销量 7,200 万吨，同比提高 20%，生产消耗持续下降，整体业绩有望获得较大改善。

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

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2015年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2016年一季度数据未经审计。

2015年纳入公司合并报表范围的子公司为66家。2015年公司因同一控制下发生的企业合并增加冀东水泥铜川有限公司、烟台冀东润泰建材有限公司2家，通过设立或投资等方式取得子公司海南冀东物流有限公司1家，因子公司间企业吸收合并减少灵寿冀东中山水泥有限公司1家，处置子公司冀东水泥滦县砂岩矿有限责任公司及陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司（以下简称“秦岭水泥”）2家。合并范围内子公司虽发生一定变化，但对公司主营业务及公司规模影响不大，财务数据可比性较好。

截至2015年底，公司合并资产总额412.81亿元，负债合计299.48亿元，所有者权益合计113.33亿元（含少数股东权益），其中，归属母公司所有者权益合计100.61亿元。2015年公司实现营业收入111.08亿元，净利润（含少数股东损益）-21.50亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-17.15亿元；公司经营活动产生的现金流量净额9.17亿元，现金及现金等价物净增加额-9.91亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额414.44亿元，负债合计311.31亿元，所有者权益合计103.13亿元（含少数股东权益），其中，归属母公司所有者权益合计91.18亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入14.40亿元，净利润（含少数股东损益）-8.86亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-8.05亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-3.23亿元，现金及现金等价物净增加额-0.76亿元。

2．资产质量

截至2015年底，公司资产总额为412.81亿元，较2014年底减少6.29%，流动资产和非流动资产均有减少。非流动资产在总资产中的占比由期初的76.37%上升至78.78%，公司资产构成仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产总计87.61亿元，较年初减少15.83%，主要系货币资金和存货的减少所致。从流动资产的构成来看，流动资产中应收账款（占比17.83%）、交易性金融资产（占比8.50%）和其他应收款（占比7.32%）占比有所增加，货币资金（占比22.78%）、应收票据（13.79%）、预付账款（占比10.49%）和存货（占比17.46%）占比下降。

截至2015年底，公司货币资金较年初减少34.80%至19.96亿元，主要系经营活动现金流量净额同比减少以及偿付私募债券所致；货币资金中受限资金2.46亿元，主要为票据、保函及债务保证金。

截至2015年，公司交易性金融资产较年初增长375.06%至7.45亿元，主要为公司2015年出售秦岭水泥后的剩余股权。由于出售秦岭水泥重大股权，公司已对秦岭水泥不具有控制权也不具有重大影响，因此持有剩余秦岭水泥股权按公允价值计量，转入交易性金融资产。年末公允价值为7.45亿元。

截至2015年底，公司应收账款账面价值较年初减少7.28%至15.62亿元，主要系销售量下降所致；公司对应收账款按信用风险特征组合计提坏账准备，计提比例为14.92%，组合中，按账龄来看，公司一年以内应收账款占53.86%，三年以上占比为21.61%，有一定回收风险，应收账款前五名占应收账款总额的比例为44.58%，虽较上年同期有所上升，集中度依然偏高。

截至2015年底，公司应收票据较年初减少25.58%至12.08亿元，主要系公司大幅减少商业承

兑票据所致，其中受限规模 1.07 亿元。截至 2015 年底，公司预付账款较年初减少 28.92%至 9.19 亿元，主要系原材料采购量减少所致。

截至 2015 年底，公司存货账面价值较年初减少 27.06%至 15.30 亿元，主要系公司主要产品产销量下降导致库存减少所致；公司对存货计提跌价准备 0.84 亿元，较上年末增长 0.53 亿元，计提比例为 5.47%，计提较为充分。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产为 325.21 亿元，较年初减少 3.35%，主要系固定资产和长期股权投资的减少所致。截至 2015 年底，公司非流动资产构成较年初变化不大；主要由长期股权投资（占比 5.57%）、固定资产（占比 75.66%）、无形资产（占比 8.85%）和其他（占比 9.92%）构成。

截至 2015 年底，公司长期股权投资较年初减少 22.76%至 18.10 亿元，主要系权益法下确认的投资损益减少所致。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值较年初减少 3.44%至 246.04 亿元；固定资产主要以机器设备（占比 97.72%）和房屋建筑物（占比 2.00%）为主，期末累计计提折旧 119.89 亿元，占期末账面原值的 32.69%。截至 2015 年底，公司无形资产较年初增加 1.19%至 28.79 亿元，主要由土地使用权和采矿权构成。

截至 2016 年 3 月底，公司资产合计 414.44 亿元，较年初小幅减少 0.39%，主要系非流动资产的减少所致。资产结构仍以非流动资产（占比 77.12%）为主，较年初变动不大。流动资产中货币资金、应收票据、应收账款和存货较年初分别增长 1.22%、减少 24.85%、减少 2.87%和减少 3.26%，预付账款较年初增长 127.12%；非流动资产中固定资产较年初减少 1.61%，无形资产较年初增长 0.95%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所减小，资产构成较上年相比变化不大，仍以非流动资产为主；随着公司在建项目相继竣工，固定资产占比增长，折旧费用可能随之增长，同时应收账款及存货规模较大，对公司资产流动性带来一定影响。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 299.48 亿元，较年初小幅减少 2.18%，主要系非流动负债的减少所致。其中，流动负债占比增加至 68.69%，非流动负债占比减少至 31.31%，仍然以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债 205.71 亿元，较年初增加 4.05%，主要系短期借款的增加所致。从流动负债的构成来看，短期借款和其他流动负债的占比有所增长，应付账款、和一年内到期的非流动负债占比有所减少；截至 2015 年底，公司流动负债主要由短期借款（占比 45.19%）、应付账款（占比 10.09%）、一年内到期的非流动负债（占比 17.72%）、其他流动负债（占比 19.46%）和其他构成（占比 7.54%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款较年初增长 37.04%至 92.96 亿元，主要系公司长期借款陆续到期，主动增加短期债务应对资金需求所致。

截至 2015 年底，公司应付账款较年初减少 20.65%至 20.75 亿元，从账龄来看，一年以内到期的应付账款占比 76.58%，一年以上到期的占比 23.42%。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债较年初减少 32.55%至 36.45 亿元，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

截至 2015 年底，公司其他流动负债较年初增长 33.26%至 40.04 亿元，主要系公司短期应付债

券和政府补助的增长所致，其中短期应付债券 39.92 亿元、政府补助 0.12 亿元。其他流动负债中短期应付债券部分已调整至短期债务。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 93.77 亿元，较年初减少 13.55%，主要系长期借款和应付债券的减少所致。从构成来看，长期借款和递延所得税负债占比有所下降；截至 2015 年底，公司非流动负债由长期借款（占比 12.04%）、应付债券（占比 65.29%）、长期应付款（占比 16.51%）和其他（占比 6.16%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款账面余额较年初减少 61.34%至 11.29 亿元，主要系长期借款临近到期重分类到一年内到期的非流动负债所致；从长期借款的期限分布来看，2017 年到期的长期借款 9.86 亿元（占比 87.35%），2018 年到期的长期借款 1.17 亿元（占比 10.38%），2019 年到期的长期借款 0.26 亿元（占比 2.27%），存在集中偿付的压力。

截至 2015 年底，公司长期应付款较年初增长 234.40%至 15.48 亿元，主要系 2015 年公司 8 家子公司新增融资租赁业务导致应付融资租赁款增长所致；该部分已调整至长期债务。

截至 2015 年底，公司应付债券较年初下降 13.92%至 61.23 亿元，主要系 2013 年私募债券（第一期）到期偿付完毕所致。截至 2015 年底，公司存续期的应付债券偿付集中在 2017 年（约 23.91 亿元）、2018 年（约 15.93 亿元）和 2020 年（约 8.94 亿元）。具体数据如下表所示。

表 12　截至 2015 年底公司应付债券情况（单位：元）

债券名称	债券规模	发行日期	到期日期
2007 年企业债券	600,000,000.00	2007 年 8 月 1 日	2017 年 8 月 1 日
2011 年公司债券（第一期）	1,600,000,000.00	2011 年 8 月 30 日	2018 年 8 月 30 日
2011 年公司债券（第二期）	900,000,000.00	2012 年 3 月 20 日	2020 年 8 月 30 日
2012 年公司债券（01）	800,000,000.00	2012 年 10 月 15 日	2017 年 10 月 15 日
2012 年公司债券（02）	450,000,000.00	2012 年 10 月 15 日	2019 年 10 月 15 日
2012 年公司债券（03）	800,000,000.00	2012 年 10 月 15 日	2022 年 10 月 15 日
2014 年私募债券（第一期）	100,000,000.00	2014 年 5 月 20 日	2017 年 5 月 20 日
2014 年私募债券（第二期）	900,000,000.00	2014 年 9 月 19 日	2017 年 9 月 19 日
合计	**6,150,000,000.00**		

资料来源：公司提供

从公司的有息债务来看，2015 年公司全部债务 260.26 亿元，较年初小幅下降 1.12%，主要由于长期借款陆续到期以及偿付到期应付债券所致。截至 2015 年底，公司短期债务较年初增长 8.85%至 172.27 亿元；由于公司项目借款陆续到期偿还和应付债券的减少，长期债务减少 16.15%至 88.00 亿元；短期债务占比 66.19%，长期债券占比 33.81%，债务结构不尽合理。同期，2015 年公司长期债务资本化比率下降为 43.71%，全部债务资本化比率上升为 69.66%，仍处于较高水平；公司的资产负债率由 2014 年底的 69.50%上升至 2015 年底的 72.55%，公司债务负担仍较重。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 311.31 亿元，较年初增长 3.95%，主要来自于短期借款、其他流动负债和长期应付款的增加。其中流动负债占比 68.27%，非流动负债占比 31.73%，以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务合计 221.79 亿元，较年初减少 14.78%，其中短期债务占比 57.50%，长期债务占比 42.50%，较年初变化不大。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.12%、68.26%和 47.76%，整体债务负担较年初变化不大。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 113.33 亿元，较年初减少 15.66%，主要系公司亏损导

致未分配利润下降导致；归属于母公司所有者权益合计 100.61 亿元，其中，实收资本占 13.39%，资本公积占 48.92%，盈余公积占 10.09%，未分配利润占 25.11%，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益较年初减少 9.00%至 103.13 亿元，主要系其他综合收益和未分配利润减少所致。归属于母公司所有者权益合计 91.18 亿元，其中实收资本占比 14.78%，资本公积占比 53.98%，盈余公积占比 11.13%，未分配利润占比 18.87%。

总体看，公司整体债务有所下降，但短期债务有所增长，公司债务负担较重，负债结构有待改善，偿付压力较为集中在 2017 年和 2018 年；权益稳定性一般。

4．盈利能力

2015年，公司实现营业收入111.08亿元，同比减少29.09%；营业利润-19.88亿元，较上年营业利润-8.39亿元亏损幅度大幅提高。2015年公司营业收入下降的同时，营业利润大幅下降， 主要是由于2015年公司所属的“三北”区域产能过剩、供需矛盾不断扩大以及房地产等下游行业状况不佳，导致区域市场需求低迷加剧和水泥销售价格大幅下降所致。2015年，公司实现利润总额和净利润分别为-17.36亿元和-21.50亿元，归属于母公司所有者的净利润-17.15亿元。

2015年，公司期间费用小幅增加0.94%至41.40亿元，其中管理费用同比增加6.39%，销售费用和财务费用分别减少3.30%和5.63%。销售费用受到销量减少影响小幅减少至4.05亿元；管理费用上涨主要是由于生产修理费用及停工损失增加所致，2015年管理费用为23.00亿元；财务费用减少主要系债务规模有所降低，以及同期贷款基准利率下降导致利息支出大幅减少所致，2015年财务费用为14.34亿元。2015年，公司费用收入比由2014年的 26.18%大幅上升至37.27%，公司期间费用整体控制能力较弱。

2015年，公司获得营业外收入2.76亿元，同比减少60.79%，主要为政府补助（2.44亿元）。政府补助中，资源综合利用增值税返还和其他税费返还，分别为1.41亿元和1.03亿元，前者具有可持续性；此外，2015年公司公允价值变动收益-1.57亿元，主要系股票价格波动所致，不具有可持续性；2015年公司获得投资收益9.51亿元，主要为秦岭水泥重组、出售股票收益及合营联营公司收益；营业外收入和投资收益在一定程度上减少了公司亏损程度。

从盈利指标来看，2015 年公司的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均出现下滑，分别为-1.38%、-0.68%和-17.36%。同期，公司主营业务毛利率为 15.05%，较上年下降 5.71 个百分点；营业利润率为 14.75%，较上年下降 5.69 个百分点。

从同行业对比来看，公司盈利指标均处于行业较低水平。

表 13　2015 年水泥行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

企业名称	营业利润率	净资产收益率	总资产报酬率
天山股份	-16.95	-7.91	-0.60
同力水泥	-1.27	1.66	3.88
四川双马	-5.75	-4.86	-0.35
上峰水泥	0.75	3.52	3.82
青松建化	-55.31	-13.78	-5.67
海螺水泥	17.00	11.00	10.14
塔牌集团	13.13	8.85	9.28
秦岭水泥	14.25	52.57	13.65
平均	**-4.27**	**6.38**	**4.27**
冀东水泥	-17.90	-15.70	-0.81

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

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.40 亿元，同比减少 4.58%；净利润-8.86 亿元，同比减少 23.12%，主要系当期结转的水泥产品销量及售价较低所致。

总体看，2015年公司产品销量与售价持续走低，导致公司收入规模和利润水平均有明显下滑，整体盈利能力较弱，期间费用控制能力有待提高；2016年一季度，公司盈利能力无明显增强，净利润持续亏损。

5．现金流

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入 94.44 亿元，同比减少 18.09%；现金流出 85.27 亿元，同比减少 8.07%；经营活动产生的现金流量净额为 9.17 亿元，同比减少 59.29%，经营活动现金流量净额降幅较大，主要原因是营业收入同比大幅减少，影响销售商品现金流入同比减少。从收入实现质量来看，2015 年公司的现金收入比为 79.53%，较上年有所增长，公司收入实现质量有待提升。

从投资活动看，2015 年公司投资活动现金流入 9.09 亿元，同比增加 232.68%，主要系处置秦岭水泥股权及交易性金融资产导致现金流入所致；现金流出 12.09 亿元，同比减少 13.20%，主要系公司在建项目持续投资以及收购冀水物业导致现金流出所致；投资活动现金净额为-3.00 亿元，投资活动现金净流出同比增加 73.18%，投资活动产生的现金流持续为负。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入 194.98 亿元，同比增加 50.37%，主要系发行债券收到的现金增长所致；现金流出 211.06 亿元，同比增加 52.24%，主要系偿还债务导致现金流出所致；筹资活动现金净流出 16.08 亿元，较上年同期净流出增长 79.17%。

2016 年一季度，经营活动产生的现金流量净额为-3.23 亿元，主要由于销售收入减少所致；投资活动产生的现金流量净流出 1.03 亿元，主要由于取得投资收益收到的现金减少以及投资支付的现金增加所致；受短期借款及融资租赁金额同比增加，筹资活动产生的现金流量净额为 3.50 亿元，。

整体看，公司经营活动现金流量净流入额较上年有所减少；由于投资活动流出较大，公司仍需依靠外部融资，公司投资活动及筹资活动产生的现金流净额均为负，公司存在一定融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2015年底，公司流动比率、速动比率分别为0.43倍、0.35倍，较上年底均略有下降，处于较低水平；现金短期债务比为0.23倍，较上年有所下降；经营现金流

动负债比率为4.46%，公司短期偿付压力较大。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2015年公司EBITDA为20.19亿元，较上年下降43.92%；其中，折旧21.72亿元、摊销1.38亿元、计入财务费用的利息支出14.44亿元和利润总额-17.36亿元。EBITDA利息倍数为1.33倍，EBITDA全部债务比为0.08倍，EBITDA对全部债务及利息的保障能力较弱。

截至2016年3月底，公司无对外担保，对子公司担保共37.21亿元。

截至2016年3月底，公司已取得银行授信444.33亿元，已使用281.64亿元，公司间接融资渠道通畅。

根据人民银行企信用报告（企业征信号：G1013020800021500B），截至2016年5月3日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往履约债务情况良好。

总体看，跟踪期内，公司负债规模和有息债务规模均有所下降，但整体债务负担仍较重，尤其是短期偿债压力较大；公司盈利能力较弱，考虑到将来京津冀地区的业务整合和东北地区的基础设施建设的开启，公司盈利能力有望得到提升。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）39.49亿元，约为“12冀东01”、“12冀东02”和“12冀东03”债券本金（合计20.50亿元）合计的1.93倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较高；净资产113.33亿元，约为“12冀东01”、“12冀东02”和“12冀东03”债券本金（合计20.50亿元）的5.53倍，公司现金类资产和净资产能够对“12冀东01”、“12冀东02”和“12冀东03”债券的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为20.19亿元，约为债券本金（20.50亿元）的0.98倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入94.44亿元，约为债券本金合计（20.50亿元）的4.61倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司在生产规模、成本控制、技术水平及节能减排等方面仍具有明显优势。面对固定资产投资增速放缓和水泥行业产能过剩、竞争激烈、价格持续下降等不利环境，公司水泥销售价量均呈下降趋势，亏损持续扩大，但是公司未来并购重组的顺利实施将提高公司竞争和盈利能力，公司对“12 冀东 01”、“12 冀东 02”和“12 冀东 03”债券的偿还能力仍很强。

八、担保方实力

冀东集团为公司本次发行的不超过20.50亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

1．冀东集团概况

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

截至 2015 年底，冀东集团下属全资及控股子公司 36 家，注册资本为 123,975.20 万元，唐山

市人民政府国有资产监督管理委员会持有冀东集团 90%股权，为冀东集团最终控制人；中泰信托有限责任公司持有冀东集团 10%股份。

截至2015年底，冀东集团合并资产总额628.45亿元，负债合计483.95亿元，所有者权益（含少数股东损益）144.50亿元，其中归属于母公司所有者权益60.75亿元。2015年冀东集团实现营业收入177.58亿元，净利润（含少数股东损益）-33.27亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-17.02亿元；经营活动产生的现金流量净额13.47亿元，现金及现金等价物净增加额4.63亿元。

2016年5月31日，金隅股份、唐山市人民政府国有资产监督管理委员会、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》，根据协议，本次重组完成后，公司实际控制人将由唐山市国资委变更为北京市国资委。

2．经营概况

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

2015年冀东集团实现主营业务收入176.51亿元，较2014年减少29.26%，同期营业利润亏损31.99亿元，较2014年-13.32亿元亏损进一步扩大。由于冀东集团水泥、混泥土等主营产品市场销价持续走低导致毛利润下滑，经营出现较大亏损。

冀东集团水泥板块（包括水泥和熟料）业务是其主要的收入和利润来源。2015年冀东集团水泥板块实现营业收入105.97亿元，同比下降24.52%，占全部主营业务收入的59.68%，2015年营业收入占比较上年同期下降3.77个百分点，但仍然是冀东集团主要收入来源。

2015年装备工程板块实现主营业务收入4.51亿元，同比大幅下降69.31%，占全部主营业务收入的2.54%，占比同比下降3.31个百分点。混凝土业务由唐山冀东混凝土有限公司运营，2015年实现营业收入22.16亿元，同比下降10.43%，占全部主营业务收入的12.48%。

随着冀东集团开始利用自身水泥板块业务长期积累的相关供应商及客户渠道，开展煤炭、钢材、骨料等批发贸易，2015年批发贸易板块（包含煤炭、骨料和其他主营业务）的主营业务收入为43.87亿元，占主营业务收入的比重24.71%，同比小幅下降。

总体看，2015 年冀东集团经营情况明显下降，受主营水泥行业产能过剩、竞争激烈、价格持续下降等不利影响，冀东发展集团亏损进一步扩大。

3．财务分析

资产及负债

截至2015年底，冀东集团资产总额为628.45亿元，较2014年底小幅下降0.98%，非流动资产占比较年初上升1.46百分点，为64.26%，资产仍以非流动资产为主。从资产的构成来看，流动资产以货币资金（占比25.18%）、应收票据（占比6.55%）、应收账款（占比25.23%）、预付账款（占比7.36%）、其他应收款（占比15.06%）和存货（占比16.49%）为主；非流动资产以固定资产（占比67.04%）、在建工程（占比6.73%）和无形资产（占比8.57%）为主。

截至2015年底，冀东集团负债总额为483.95亿元，较年初小幅减少1.04%；负债中流动负债占71.80%，占比较年初增长1.07个百分点，其中短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债，分别占40.34%、11.61%、16.50%和16.69%；非流动负债较年初下降4.65%，主要来自于长期借款的减少。2015年底冀东集团所有者权益为144.50亿元，较上年下降0.76%，主要来自于未分配利润的减少。截至2015年底，冀东集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务

资本化比率均较年初小幅下降，分别为77.01%、69.51%和42.89%。

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

盈利能力

冀东集团营业收入明显下降，2015 年实现营业收入 177.58 亿元，同比下降 29.28%；实现营业利润-31.99 亿元，亏损金额进一步扩大，主要是冀东集团水泥、混凝土行业竞争加剧，产品价格持续下跌所致。2015 年冀东集团实现利润总额-29.42 亿元，较去年同期出现大幅亏损，主要系营业利润亏损大幅增加所致；实现净利润-33.27 亿元，较上年净利润-3.36 亿元进一步扩大。同期，冀东集团营业利润率和净资产收益率分别为 10.17%和-22.35%，指标明显下降，盈利能力不高。

总体看，跟踪期内，冀东集团盈利能力持续下降，整体处于亏损状态。

现金流

2015 年，冀东集团经营活动现金流入 166.02 亿元，经营活动现金流出 152.56 亿元，经营活动现金流量净额 13.47 亿元，较上年净流入额有所下降，主要来自于营业收入大幅减少所致；2015 年冀东集团现金收入比为 75.72%，较上年上升 9.91 个百分点。投资活动现金流入 14.63 亿元，投资活动现金流出 26.77 亿元，投资活动现金净流出 12.14 亿元，较上年净流出额下降 3.17%，主要系公司在建项目投资节奏不同所致。筹资活动现金流入 381.64 亿元，筹资活动现金流出 378.32 亿元，筹资活动现金净流入 3.32 亿元，较 2014 年由负转正，主要是取得借款所收到的现金大幅增加所致；冀东集团对外部融资仍有一定需求。

总体看，跟踪期内，冀东集团经营活动获现能力较上年进一步下降，对外部融资仍有一定需求。

偿债能力

跟踪期内，冀东集团的长短期偿债指标均有所下降，2015 年末其流动比率、速动比率分别为 0.65 倍和 0.54 倍，EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 0.78 倍和 0.06 倍，整体偿债能力一般。

截至 2016 年 3 月底，冀东集团对外担保金额 46.49 亿元，主要包括唐山建设投资有限责任公司担保金额 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多笔担保金额共计 22.75 亿元；上述被担保企业经营情况良好。

截至 2016 年 3 月底，冀东集团已获得银行授信 640.73 亿元，已使用 437.47 亿元

根据人民银行企业信用报告，截至 2016 年 5 月 11 日，冀东集团有 37 笔已结清的关注类贷款类信息，主要系冀东集团系水泥行业重点企业，且作为集团公司主要行驶管理职能，本部没有主营业务及主要经营收入所致，中国农业银行股份有限公司唐山新城支行、中国建设银行股份有限公司唐山丰润支行、中国银行股份有限公司唐山分行营业部及中国工商银行股份有限公司唐山丰润支行均出具相关说明，冀东集团无逾期、拖欠贷款利息的情况；冀东集团无其他未结清的不良或关注类信贷信息。

总体来看，跟踪期内，冀东集团资产状况良好，亏损额加大，债务负担加重，偿债压力较大；但考虑到与金隅股份的重组计划的顺利进行，冀东集团获增资 47.5 亿元，现金资产充裕，到期债务保障能力得到极大提升，未来随着京津冀一体化政策落实等因素，冀东集团的担保对于本次债券的信用状况依然具有积极作用。

九、综合评价

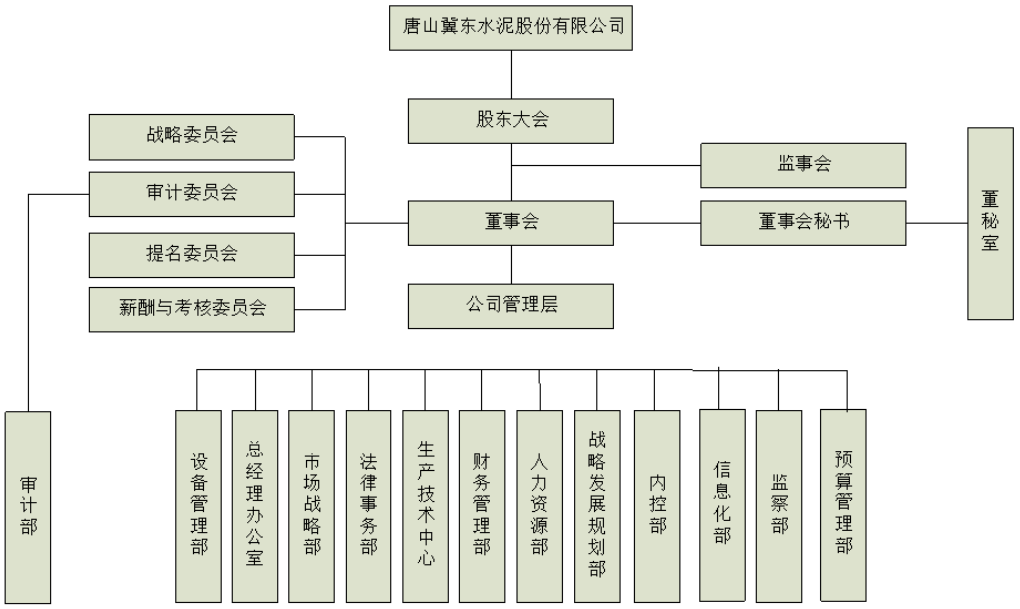
跟踪期内，公司作为国有大型骨干水泥企业之一，在生产规模、成本控制、技术水平及节能减排等方面仍具有明显优势。面对固定资产投资增速放缓和水泥行业产能过剩、竞争激烈、价格持续下降等不利环境，公司水泥销量及销售价格均呈下降趋势，经营亏损规模持续扩大。

考虑到京津冀一体化带来的产业转移及升级，区域基础设施建设将成为首要投资重点，水泥需求未来将继续增加。同时，受益于大气治污与加快落后产能淘汰步伐的推进，长周期看水泥行业供求格局有望重构。

本次债券由冀东集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。冀东集团与金隅股份正实施战略，金隅股份以现金 47.5 亿元增资并控股冀东集团；冀东水泥拟通过非公开发行 A 股的方式购买金隅股份及/或冀东集团持有的水泥及混凝土等相关业务。上述重组的实施将有利于冀东水泥的在京津冀地区水泥业务的竞争能力、定价能力以及盈利能力的提升。冀东集团对本次债券的担保依然具有积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用评级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时维持本次债项信用评级为“AA+”。

附件 1　唐山冀东水泥股份有限公司
组织结构图



资料来源：公司提供

附件2 唐山冀东水泥股份有限公司
主要财务指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	440.54	412.81	414.44
所有者权益（亿元）	134.37	113.33	103.13
短期债务（亿元）	158.27	172.27	127.52
长期债务（亿元）	104.95	88.00	94.27
全部债务（亿元）	263.22	260.26	221.79
营业收入（亿元）	156.65	111.08	14.40
净利润（亿元）	-2.77	-21.50	-8.86
EBITDA（亿元）	36.00	20.19	-
经营性净现金流（亿元）	22.53	9.17	-3.23
应收账款周转次数（次）	9.44	5.89	-
存货周转次数（次）	5.90	5.03	-
总资产周转次数（次）	0.36	0.26	-
现金收入比率（%）	68.52	79.53	137.26
总资本收益率（%）	3.24	-1.83	-
总资产报酬率（%）	3.14	-0.68	-
净资产收益率（%）	-2.03	-17.36	-7.46
营业利润率（%）	20.44	14.75	-2.22
费用收入比（%）	26.18	37.27	55.38
资产负债率（%）	69.50	72.55	75.12
全部债务资本化比率（%）	66.20	69.66	68.26
长期债务资本化比率（%）	43.85	43.71	47.76
EBITDA 利息倍数（倍）	2.23	1.33	-
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.08	-
流动比率（倍）	0.53	0.43	0.45
速动比率（倍）	0.42	0.35	0.38
现金短期债务比（倍）	0.31	0.23	0.28
经营现金流动负债比率（%）	11.40	4.46	-1.52
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.76	0.98	-

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件3 冀东发展集团有限责任公司
主要财务指标

项 目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	634.64	628.45
所有者权益（亿元）	145.61	144.50
短期债务（亿元）	229.42	220.92
长期债务（亿元）	130.66	108.54
全部债务（亿元）	360.08	329.46
营业收入（亿元）	251.10	177.58
净利润（亿元）	-3.36	-33.27
EBITDA（亿元）	43.64	21.17
经营性净现金流（亿元）	17.56	13.47
应收账款周转次数（次）	4.34	2.64
存货周转次数（次）	5.75	4.15
总资产周转次数（次）	0.42	0.28
现金收入比率（%）	65.82	75.72
总资本收益率（%）	4.50	-1.61
总资产报酬率（%）	4.04	-0.67
净资产收益率（%）	-2.27	-22.35
营业利润率（%）	16.31	10.17
费用收入比（%）	22.70	32.80
资产负债率（%）	77.06	77.01
全部债务资本化比率（%）	71.21	69.51
长期债务资本化比率（%）	47.29	42.89
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	0.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.06
流动比率（倍）	0.68	0.65
速动比率（倍）	0.57	0.54
现金短期债务比（倍）	0.34	0.36
经营现金流动负债比率（%）	5.08	3.88

附件 4　有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。