

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不會就本公告全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



北京金隅集團股份有限公司

**BBMG Corporation\***

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：2009)

### 海外監管公告

本公告乃北京金隅集團股份有限公司(「本公司」)按香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條發出。

茲載列本公司於二零一九年一月七日在中華人民共和國上海證券交易所網站刊登之2019年面向合格投資者公開發行公司債券(第一期)信用評級報告，僅供參閱。

承董事會命

北京金隅集團股份有限公司

主席

姜德義

中國北京，二零一九年一月七日

於本公告日期，本公司執行董事為姜德義、吳東及鄭寶金；本公司非執行董事為郭燕明及薛春雷；及本公司獨立非執行董事為王光進、田利輝、唐鈞及魏偉峰。

\* 僅供識別



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]G583号

## 北京金隅集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“北京金隅集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年十二月二十日

# 北京金隅集团股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	北京金隅集团股份有限公司
<b>发行规模</b>	本次债券总规模不超过50亿元。采用分期发行方式，其中本期为第二期发行，分为两个品种，总发行规模不超过20亿元（含20亿元）。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，由公司和主承销商协商一致，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权。
<b>债券期限</b>	本期债券分为2个品种，品种一为5年期，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为7年期，附第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
<b>债券利率</b>	本期债券品种一存续期内前3年和品种二存续期内前5年的票面利率将由公司与主承销商按照国家有关规定根据簿记建档结果确定。本期债券存续期前3年和品种二存续期内前5年的票面利率固定不变。
<b>偿还方式</b>	本期债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
<b>募集资金用途</b>	本期债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于偿还银行贷款、债券及其他债务融资工具。

## 概况数据

金隅集团	2015	2016	2017	2018.H1
所有者权益（亿元）	421.82	629.10	699.18	763.39
总资产（亿元）	1,307.47	2,083.97	2,322.07	2,541.54
总债务（亿元）	460.58	873.46	948.41	1,083.06
营业总收入（亿元）	409.25	477.39	636.78	353.65
营业毛利率（%）	25.41	23.45	25.19	27.80
净利润（亿元）	19.51	26.90	29.50	29.28
EBITDA（亿元）	59.83	75.34	114.84	73.17
所有者权益收益率（%）	4.63	4.28	4.22	7.67
资产负债率（%）	67.74	69.81	69.89	69.96
总债务/EBITDA（X）	7.70	11.59	8.26	7.40
EBITDA 利息倍数（X）	2.49	2.61	2.53	3.02

注：1、所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益；  
2、2018年半年度所有者权益收益率和总债务/EBITDA指标经年化处理。

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“北京金隅集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体金隅集团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。中诚信证评肯定了公司水泥行业地位突出、区域竞争实力持续增强、较强的成本控制能力、收入及盈利规模增长较快等对其业务发展及信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到公司债务规模及财务杠杆率呈上升趋势、房地产业务易受行业政策影响，以及水泥行业产能过剩和行业景气度波动风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

## 正面

- ▶ 行业地位突出，区域竞争实力持续增强。公司是国家重点支持的12家全国性大型水泥企业之一，随着2016年完成对冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）的战略重组，公司水泥产能规模大幅提升，截至2018年6月末熟料和水泥产能分别达到11,141万吨/年和17,709万吨/年，位居全国第三，行业地位突出，且在京津冀区域市场占有率达到60%，区域竞争实力持续增强。
- ▶ 成本控制能力较强。公司从技术和原料等方面实现对成本的控制，现有生产线规模大多在4,000t/d及以上，规模效应较强，且采用新型干法回转窑烧制工艺，大部分生产线配备纯低温余热发电设施，生产能耗和电耗水平在行业内具有较强的竞争力；此外，公司主要生产线均拥有自备矿山，2017年石灰石自给率达到



## 分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

陈小中

梅楚霖 clmei@ccxr.com.cn

梅楚霖

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年12月20日

75.35%，截至 2018 年 6 月末已获得采矿许可证的石灰石总储量约为 26.41 亿吨，石灰石储量丰富，具备较强的成本控制能力和成本竞争优势。

- 收入及盈利规模增长较快。随着合并范围的扩大和各业务板块的稳步发展，公司近年来整体收入规模增幅明显，且盈利规模增长较快。

## 关注

- 水泥行业产能过剩及行业景气度波动风险。在限制新增产能和逐步去产能共同作用下，水泥行业产能释放率逐步提升，但目前行业产能过剩形势依然严峻，加之宏观经济运行的周期性波动以及国家经济政策调整等因素均对水泥行业的经营和发展造成较大的影响。
- 房地产业务受行业政策影响较大。受房地产政策持续收紧影响，行业竞争日益加剧，国内住宅市场销售增速有所放缓，公司房地产开发业务发展面临压力，项目资金回笼情况需予以关注。
- 债务规模大幅增长，财务杠杆呈上升趋势。公司债务规模逐年增长，截至 2018 年 6 月末总债务达 1,083.06 亿元，资产负债率进一步上升至 69.96%；同期末，公司在建项目尚需投资 521.78 亿元（房地产尚需投资 480.35 亿元），拟建房产项目预计总投资 351.19 亿元，未来面临较大的支出压力及融资压力。
- 管理能力面临挑战。近年来公司加大资本运作力度，2016 年及 2018 年分别并购冀东集团和天津建材 2 家企业，且计划对内部业务资源进行整合，鉴于整合工作对公司的管理能力提出更高要求，中诚信证评将持续关注公司相关业务资源整合进展及管理能力提升的情况。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

北京金隅集团股份有限公司（以下简称“公司”或“金隅集团”）原名为北京金隅股份有限公司，成立于 2005 年 12 月，是经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”）和北京市发展和改革委员会批准，由北京金隅集团有限责任公司（以下简称“金隅有限”）作为主发起人设立的股份有限公司，初始注册资本为 18.00 亿元。2008 年 7 月，经北京市国资委及国家商务部批准，公司进行增资扩股及股权调整，注册资本增至 28.00 亿元；同时原股东北方房地产开发有限责任公司将其所持有 7.60% 的股权转让给金隅有限。根据中国证券监督管理委员会证监许可[2009]550 号文《关于核准北京金隅股份有限公司发行境外上市外资股的批复》，公司于 2009 年 7 月发行 H 股 933,333,000 股，在香港联交所上市（证券代码：02009.HK）。2011 年 3 月，公司通过换股吸收合并向河北太行水泥股份有限公司原股东公开发行新股 410,404,560 股，于上海证券交易所完成 A 股上市（证券代码：601992；证券简称：金隅股份）。2016 年 11 月，北京市国资委将公司原控股股东金隅有限所持公司 4,797,357,572 股 A 股股份无偿划转给北京国有资本经营管理中心（以下简称“北京国管中心”），上述股权划转完成后金隅有限不再持有公司股份，北京国管中心对公司持股比例为 44.93%，成为公司控股股东。2017 年 12 月公司中文名称变更为“北京金隅集团股份有限公司”；2018 年 1 月，证券简称变更为“金隅集团”。截至 2018 年 6 月末，公司总股本为 106.78 亿股，北京国管中心仍是控股股东，北京市国资委持有北京国管中心 100% 股权，为公司最终实际控制人。

公司主营业务包括水泥及混凝土生产销售、房地产开发、新型建材制造及商贸物流、物业投资及管理四大业务板块。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司分别实现营业总收入 409.25 亿元、477.39 亿元、636.78 亿元及 353.65 亿元，其中 2017 年上述四大业务板块收入占比分别为 48.80%、25.25%、23.74% 及 5.21%。

截至 2017 年末，公司总资产为 2,322.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益，下同）为 699.18 亿元，资产负债率为 69.89%；2017 年公司实现营业总收入 636.78 亿元，净利润 29.50 亿元，经营活动净现金流-118.55 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产为 2,541.54 亿元，所有者权益为 763.39 亿元，资产负债率为 69.96%；2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 353.65 亿元，净利润 29.28 亿元，经营活动净现金流-36.39 亿元。

### 本期债券概况

表 1：本期公司债券概况

基本条款	
债券名称	北京金隅集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本次债券总规模不超过 50 亿元。采用分期发行方式，其中本期为第二期发行，分为两个品种，总发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元）。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，由公司和主承销商协商一致，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权
债券期限	本期债券分为 2 个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券品种一存续期内前 3 年和品种二存续期内前 5 年的票面利率将由公司与主承销商按照国家有关规定根据簿记建档结果确定。本期债券存续期前 3 年和品种二存续期内前 5 年的票面利率固定不变
偿还方式	本期债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于偿还银行贷款、债券及其他债务融资工具

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

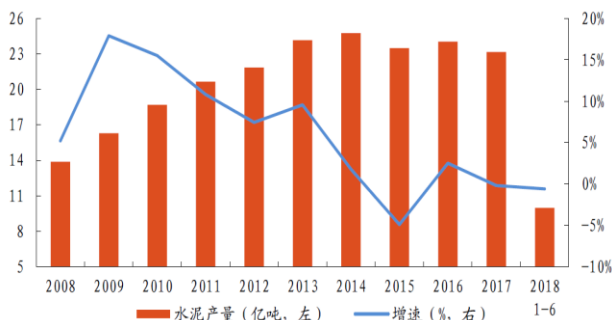
### 水泥行业概况

水泥是以石灰石和粘土为主要原料，经过破碎、配料、磨细制成生料，然后喂入水泥窑煅烧成熟料，再将熟料加适量石膏磨细而成。水泥和水后，经搅拌、成型、养护成为混凝土，广泛应用于建筑、道路、桥梁和水利等工程。作为国民经济建设的重要基础原材料，水泥在国民经济基本建设、工业建设以及其他相关建设领域具有不可替代的作用，其

产值约占建材工业的40%。水泥行业是仅次于冶金、化工行业的第三大耗能产业，具有区域性、季节性和低库存等特征。

改革开放以来，随着我国工业化、城镇化进程的推进，固定资产投资增加，国内对水泥的需求不断增长，我国水泥产业发展迅速，水泥产量从1978年的6,524万吨增至2014年的247,613万吨，年复合增长率达10.63%。此外，自1985年开始我国水泥产量连续32年位居世界第一，2015年我国水泥产量占世界总产量的57%左右。近年来受宏观经济增速放缓、房地产调控趋严等因素影响，国内投资增速不断下滑，由于水泥行业是典型的投资拉动型产业，我国水泥行业进入低速增长阶段。2015年水泥需求出现了近二十多年的首次负增长，全年水泥产量23.48亿吨，同比下降5.0%；2016年，在基建投资保持快速增长和房地产市场回暖的带动下，水泥市场呈现出弱势复苏态势，水泥需求低速增长，当年房地产投资增速6.9%，基础建设增速18%，水泥产量为24.03亿吨，同比增长2.5%，供需关系有所改善。2017年以来，国家主管机构及水泥行业协会出台一系列遏制产能扩张、化解过剩产能的政策，提出在限制新增产能、淘汰落后产能的基础上，将错峰生产列入水泥行业压减过剩产能的政策。2017年全国水泥产量为23.16亿吨，同比下降3.62%，供给端控制成效显著。2018年1~6月全国水泥产量为9.97亿吨，较上年同期下降0.60%。

图 1：我国水泥产量及其增速情况



资料来源：数字水泥网，中诚信证评整理

下游方面，基础设施建设投资和房地产开发投资在总的水泥消费中占比分别约为40%和30%，近三年水泥行业需求总量均保持在20亿吨以上。水泥行业与国民经济的增长速度密切相关，因此宏观经济运行的周期性波动以及国家经济政策调整，将通

过影响全社会固定资产投资，进而对水泥行业的经营和发展造成较大的影响。2015年，我国全社会固定资产投资562,000亿元，较上年增长9.8%，扣除价格因素实际增长11.8%，较上年减少2.9个百分点。其中，固定资产投资（不含农户）551,590亿元，较上年名义增长10%，扣除价格因素实际增长12%。2016年，全国固定资产投资增速保持下降趋势，全年完成固定资产投资（不含农户）596,500.75亿元，同比增长8.1%。2017年以来，固定资产投资资金来源增速明显低于固定资产投资完成额增速，以绝对额来看，资金来源减去投资完成额在9月转负，这是2004年以来的首次，投资资金相对短缺致使固定资产投资呈现继续下滑趋势。2017年全国固定资产投资631,684亿元，同比增长7.2%，增速较上年小幅回落0.9个百分点。

从基础设施建设和房地产开发方面来看，2015年我国基建和房地产整体表现乏力，尤其是房地产投资增速出现断崖式下滑，当年房地产开发投资95,979亿元，投资增速从上年的10.5%直线下降到1.0%，降幅连续2年接近10个百分点，直接导致水泥需求的快速下降。当年我国基础设施建设投资（不含电力，下同）101,271亿元，同比增长17.2%，较上年回落4.3个百分点，基建投资维持在17%左右的高位增速，对水泥需求总量起到支撑作用。2016年房地产市场呈现回暖趋势，投资增速回升，当年全国房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.9%，增速较上年增加5.9个百分点。2016年基础建设投资依然保持快速增长，全国基础设施建设投资118,878亿元，同比增长17.4%，增速较上年提升0.2个百分点，其中对西部投资力度增强，当年国家新开工西部大开发重点工程30项，投资总规模为7,438亿元，重点投向西部地区铁路、公路、大型水利枢纽和能源等重大基础设施建设领域。虽然2016年底开始房地产市场调控愈加严厉，但2017年房地产投资整体情况仍好于市场预期，特别是上半年三、四线城市房地产市场火热，促使全年房地产投资增速基本与上年持平。2017年，全国完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.0%，增速较上年微增0.1个百分点。同时基础设施建设投资持续稳定在较高

水平，2017年全国基础设施建设投资140,005亿元，同比增长19.0%，增速较上年回升1.6个百分点。受PPP项目清理工作的影响，2018年上半年全国基础设施投资（不含电力）同比增长7.3%，增速较上年同期的21.1%大幅下降。但全国房地产投资表现不俗，增速较2017年同期有明显回升，2018年1~6月全国房地产开发投资55,531亿元，同比增长9.7%，比上年增速提高1.2个百分点。当前我国经济进入新常态，宏观经济增速将稳中趋缓，加之2016年9月以来房地产政策持续收紧，房地产投资增速或将下滑，水泥市场需求下行压力仍存。

图 2：我国月度累计固定资产投资、房地产投资和基建投资增速对比



资料来源：数字水泥网，中诚信证评整理

价格方面，2015年受基建表现乏力及房地产投资增速断崖式下滑的影响，水泥产能过剩加剧市场恶性竞争，全国水泥均价持续下跌。据数字水泥网监测数据显示，截至当年末，全国水泥市场平均成交价为249元/吨（全品种含税落地价），企业平均出厂价为195元/吨，同比下降均在20%左右。2016年上半年水泥企业为减亏而涨价，此外各区域尤其是北方地区受需求持续疲软的影响，北方地区通过停窑限产支撑价格；下半年煤价回升幅度明显，亦带动水泥价格的回升。根据数字水泥网监测，2016年全国P.O42.5散装水泥市场价格由年初最低降至244元/吨，至12月已回升至337元/吨，涨幅达37%。2017年1~8月全国水泥价格一直于280~300元/吨之间震荡；9月以来，受错峰生产加强、供应紧张短期难解除影响，供给紧缩预期及上游煤炭价格高位震荡引致全国水泥价格持续大涨，截至2017年末全国P.O42.5水泥均价为440.58元/吨，同比上涨29.88%。2018年1~2月，受需求淡季影响，水泥价格有所下降；3月中下旬开始，全国各地项目陆续开工建设，

下游需求逐步复苏，叠加春季环保限产力度较大导致产量受限等因素，水泥价格止跌反弹，7月中旬全国P.O42.5水泥销售均价回升至约430元/吨。

图 3：我国 P.O42.5 水泥价格走势



资料来源：数字水泥网，中诚信证评整理

行业盈利状况方面，2015年，水泥价格持续下滑，行业盈利能力大幅下降，全行业利润总额同比下降 57.94%至 329.70 亿元。分区域来看，华北地区出现全行业亏损，亏损额达 42.1 亿元；东北、西北和西南地区的利润额下滑超过 80%；华东和中南地区也分别下滑超过 40%。2016年二季度以来，水泥价格有所上涨，但由于煤炭价格上涨和公路治理超限导致原材料运费提高，加之行业自律限产，水泥企业生产成本有所上升。2016年冬季，在行业协同加强及环保政策趋严的背景下，全国范围内的错峰生产执行力度加大，“去产量”效果明显，对水泥价格上涨形成一定支撑，水泥行业景气度持续回暖，当年水泥行业实现利润总额 518 亿元，同比增长超过 50%。2017年，虽然全年水泥产销量下降，但由于价格增幅明显，水泥行业整体效益水平持续提升，全国水泥行业实现利润总额 877 亿元。2018年 1~6 月，全国水泥行业实现利润总额 689 亿元，创近三年同期最高水平。

政策方面，作为“两高一资”行业，我国水泥行业面临着严重的节能降耗压力，近年来，国家相关部委出台了一系列包括水泥行业在内的产能过剩行业的遏制产能新增、淘汰落后产能、整顿违规项目的相关政策及通知，包括国务院《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》（国发〔2009〕38号）、《关于化解产能过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41号）、《关于做好产能严重过剩行业违规项目清理整顿的通



知》、《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）等；2017年12月，水泥行业协会正式发布去产能行动计划（2018~2020），文件称计划三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%；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%等目标。2017年我国水泥熟料产能利用率在75%左右，同比有所上升，但与80%的合理值尚存在一定距离，产能过剩情况依然严重，水泥行业整体去产能压力仍较大。从错峰生产执行力度来看，各地方政府、行业协会和大型企业加大水泥错峰生产的力度，内蒙古、山西、重庆、山东及浙江等省份均已下发水泥夏季错峰生产计划相关文件，水泥错峰生产由北方地区延伸至南方各省，错峰生产的覆盖面趋广。从环保政策来看，目前国内仅在京津冀地区强制施行煤改气和最高标准的排污许可标准，但随着环保监管趋严，各地区环保整治力度也将加大。2017年1月5日，国务院发布《“十三五”节能减排综合工作方案》，未来将积极推进京津冀及周边地区、长三角、珠三角和东北等重点地区水泥行业升级改造，全面达标排放治理工程。2017年3月，中央层面出台“2+26”城市<sup>1</sup>限产政策总纲后，环保督查逐渐在全国范围铺开，力度空前。未来几年产能治理及节能减排将成为行业调整的一个重要基调。

总体来看，2017年以来，全国固定资产投资增速有所放缓，但在供给侧改革的背景下，受环保督查、错峰生产、淘汰落后产能以及行业整合力度加大等因素影响，全国水泥价格呈上涨趋势，行业盈利能力显著提升。同时，需关注行业标准和节能减排等政策对水泥行业的影响。

### 区域竞争格局

水泥产品重量大、货值低以及标准化的商品特性决定了其具有一定的销售运输半径和市场辐射区域限制，加之我国资源和经济发展呈现一定的不

平衡性，因此国内水泥行业发展呈现明显的区域性特征，根据地理区域可将全国水泥市场分为华北、东北、华东、中南、西南、西北六大区域。公司熟料生产线主要分布在北京、天津、河北、山西和陕西等地区，以京津冀为核心的华北地区是公司的重点市场区域。

竞争格局方面，京津冀地区水泥市场集中度较高，金隅集团以及冀东水泥作为区域内龙头企业，市场影响力强，在销售重叠区域存在过一定的价格竞争情况。2016年以来，随着金隅集团及冀东水泥完成战略重组，京津冀市场秩序得到明显改善，行业集中度进一步提升。山西及内蒙古区域市场竞争较为激烈，市场内中小企业数量众多，在近年来供给过剩、需求萎靡的情况下，小厂商为求生存肆意压低产品价格恶性竞争，行业秩序较为混乱。整体来看，华北地区水泥行业呈现出以金隅集团、冀东水泥为龙头，中小水泥企业较为分散的市场竞争格局，产能过剩矛盾仍存在。近年来，受益于行业内完成重组以及执行错峰生产等环保政策，区域内水泥产品供需关系有所缓和，产品价格持续回升，但受制于市场需求以及区域竞争情况，华北地区水泥价格仍较同时点全国水泥均价偏低。

图 4：全国以及华北区域 P.O42.5 水泥价格情况



注：华北地区包括北京市、天津市、河北省、山西省以及内蒙古自治区等区域。

资料来源：数字水泥网，中诚信证评整理

为保证空气质量，防止大气污染，近年来水泥行业环保政策持续收紧，其中华北地区始终为错峰限产的重点区域。2016年10月，工信部以及环保部联合下发《2016~2020年期间水泥错峰生产工作通知》，全国包括北京、天津、河北、山西以及陕

<sup>1</sup> 京津冀及周边“2+26”城市包括北京市、天津市、河北省 8 个、山西省 4 个、山东省 7 个以及河南省 7 个共计 28 个位于京津冀大气污染传输通道上的城市。

西在内的 15 个省、直辖市以及自治区所有水泥生产线进行错峰生产以应对雾霾天气。2017 年 8 月，工信部在《京津冀及周边地区 2017~2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中提出，京津冀地区大气污染传输通道“2+26”城市区域内水泥企业于采暖季全部实施停产，限产实施范围进一步扩大。同时，2017 年以来河北地区启动夏季错峰生产计划，各地市在非采暖季限产时间整体有所增加，环保限产政策呈常态化趋势。受环保政策趋严以及供给侧改革推进、淘汰落后产能影响，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，2017 年以来降幅明显。2018 年 9 月，工信部在《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中提出，为全面完成 2018 年空气质量改善任务，2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日，京津冀及周边地区 PM2.5 平均浓度同比下降约 3%，重度及以上污染天数同比下降约 3%，受此影响，2018 年 1~6 月华北地区水泥产量仅为 0.68 亿吨，较上年同期下降 5.21%。

此外，2017年4月，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区，定位为北京非首都功能疏解集中承载地。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，地处京津冀区域腹地，在京津冀一体化中具有显著的区位优势。雄安新区规划面积达1,770平方公里，目前开发程度较低，随着整体规划的落地，预计将会催生较大规模的基础设施以及配套地产项目建设，有望提升京津冀区域内水泥产品整体需求。目前来看，雄安新区建设尚处于起步阶段，未来项目的集中建设有望拉动京津冀地区水泥需求，对区域内水泥企业业绩增长起到一定支撑作用。

总体来看，受错峰生产等环保政策常态化以及供给侧改革的持续推进，华北区域水泥供给收窄，同时区域内小散企业恶性竞争局面有所改善；雄安新区建设的推进有望拉动京津冀地区水泥需求。

## 行业关注

**原燃料是水泥行业运营成本的重要构成，2016 年煤炭价格触底回升，水泥行业利润承压**

煤炭和电力构成水泥企业运营成本的重要部

分，对企业利润有着较大的影响。近年来，大型水泥生产企业逐步配备了余热配套发电系统，降低了水泥企业的电力能耗，电力成本占比有所降低。目前煤炭成本在水泥熟料生产成本中占比近40%。

电力方面，近年来国内实行差别化电价政策，有利于水泥行业淘汰落后产能、优化资源配置，实现产业结构升级。2014年5月国家发展改革委员会、工信部、质检总局联合出台《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》，决定自2014年7月1日起，对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策。对于明确淘汰的利用水泥立窑、干法中空窑（生产高铝水泥、硫铝酸盐水泥等特种水泥除外）、立波尔窑、湿法窑生产熟料的企业，其用电价格在现行目录销售电价基础上每千瓦时加价0.4元。此外，各地可进一步扩大实施范围，提高加价标准。阶梯电价政策从成本端推动水泥落后产能的淘汰。2015年4月13日，国家发展改革委员会发布《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，规定2015年4月20日起，将全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约0.002元（含税），全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约0.0018元（含税）。阶梯电价的实施和用电成本的降低将有助于从成本端有效推动落后产能的淘汰工作，实现行业的转型升级。2015年12月，国家出台《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格通知》（发改价格201513105号），规定从2016年1月1日起，全国一般工商业销售电价平均每千瓦时下调约0.0030元，大工业用电价格不作调整，减轻中小微企业负担。2016年1月，国家发改委和工信部联合下发《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，对水泥企业用电实行阶梯电价，并对水泥及熟料综合电耗高的企业实行加价政策；2016年9月，工信部《绿色制造工程实施指南（2016~2020年）》，明确到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。阶梯电价政策及节能降耗举措的实施将使水泥行业内用电成本进一步分化，生产设备先进的水泥企业成本优势凸显。

图 5：环渤海动力煤（Q5500K）平均价格走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

煤炭方面，2011~2015年末，受国内经济增速趋缓以及能源结构调整等影响，煤炭市场需求乏力、产能过剩，煤炭价格持续下跌，环渤海动力煤价格指数（秦皇岛发热量5500大卡动力煤的综合平均价格）从2011年中期的843元/吨跌至371元/吨，产地与港口价格倒挂30元/吨以上。受去产能政策对国内供应的影响，2016年，我国煤炭价格反弹回升，最高达607元/吨，煤炭价格的上升增加了水泥企业的生产成本。2017年以来煤炭价格仍维持高位震荡态势。其中，秦皇岛港5500大卡动力煤市场价整体上涨，2017年5月以后延续消费淡季行情，价格小幅回落，至6月中旬又开始回升，9月中旬后出现小幅回落，截至2018年6月末约为560元/吨。中诚信证评认为，短期内煤炭价格不会有明显回落，价格具有一定支撑，使得水泥企业生产成本维持在相对较高的位置。同时在能源发展“十三五”规划、煤炭工业“十三五”规划等背景下，未来我国仍将将对煤炭行业延续“调结构”、“去产能”的政策导向，同时将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，未来煤价或将逐步稳定在合理区间，水泥企业生产成本有望企稳。

总体来看，受宏观经济增速趋缓及行业竞争激烈的影响，水泥企业成本管控能力成为企业的核心竞争力。煤炭、电力成本在水泥企业运营成本中占比较高，且由于水泥行业的竞争格局，其成本向下游传导的能力较弱，需关注煤炭、电力价格变化对水泥企业盈利水平的影响。

## 房地产行业概况

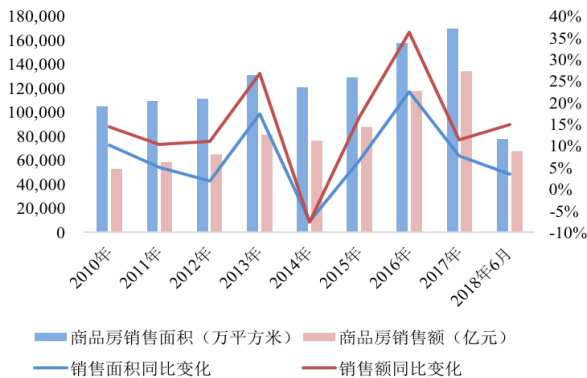
根据国家统计局数据显示，近年来房地产开发

投资额保持增长，但增速有所放缓。受2014年国内经济整体下行、房地产销售疲软的影响，2014年和2015年房地产行业投资增速出现大幅回落；其中，2015年全国房地产开发投资95,979亿元，同比增长仅0.99%。受益于宽松的行业政策，2016年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上涨5.89个百分点。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策持续高压，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼自有资金，加快房地产开发建设节奏，2018年1~6月全国房地产开发投资较上年同期增长9.7%至55,531亿元，增速较上年同期上升1.2个百分点。

从销售情况看，得益于频出的利好政策，2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元，同比分别增长6.5%和14.4%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长6.9%和16.6%。2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元，分别同比增长22.4%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.66%和13.67%，受2016年10月及2017年3月连续出台的房地产调控政策影响，增速均出现较大幅度放缓。值得注意的是，2017年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长5.3%和11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长24.3%和17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长18.7%和25.3%。2018年1~6月，全国商品房销售面积和销售额分别为77,143万平方米和66,945亿元，同比分别增长3.3%和13.2%，在各线城市调控政策持续

高压的背景下，增速较上年同期分别下降 12.8% 和 8.3%。

图 6：2010~2018.H1 商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

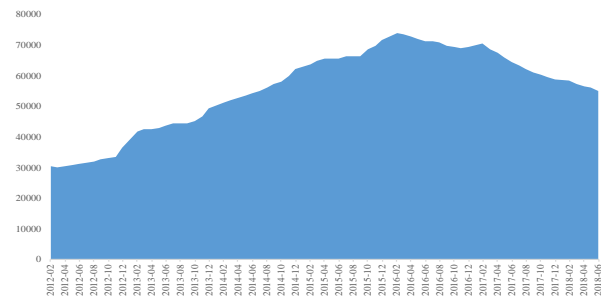
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017 年东部地区商品房销售额 74,439 亿元，同比增长 6.2%，销售额占比达 55.68%；同期中部地区商品房销售额 28,665 亿元，同比增长 24.1%；西部地区商品房销售额 25,231 亿元，同比增长 25.9%；东北部地区商品房销售额为 5,367 亿元，同比增长 21.8%。2018 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 36,034 亿元，同比增长 3.9%，销售额占比达 53.83%；中部地区商品房销售额 14,476 亿元，同比增长 27.0%；西部地区商品房销售额 14,008 亿元，同比增长 28.2%，东部地区增速及占比持续下降。2017 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然持续向上，2017 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%<sup>2</sup>。受 2016 年 10 月以来房

<sup>2</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城

地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。2018 年 6 月，全国 100 个城市住宅均价为 12,642 元/平方米，较年初下降 9.49%；其中，一线城市住宅均价 41,644 元/平方米，较年初小幅增长 1.07%；二线城市住宅均价 13,383 元/平方米，较年初增长 5.51%；受益于热点城市调控政策趋严带来购房需求外溢，以及棚改货币化安置等因素的综合影响，三线城市 2018 年 6 月住宅均价较年初大幅增长 25.47% 至 10,458 元/平方米。

图 7：2012~2018.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 5.89 亿平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。截至 2018 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 5.51 亿平方米，较上年末减少 3,800 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年末进一步缩短至 4.28 个月；但考虑到 2018 年上半年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房

中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

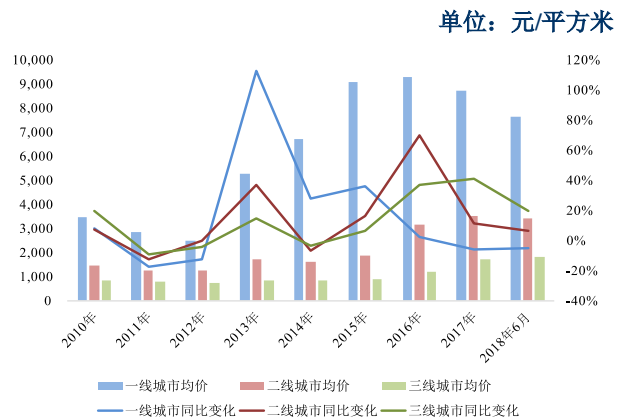
新增供应将有所增加。

土地市场方面，近三年全国房地产用地供给小幅波动。根据国土资源局数据显示，2015~2017年全国房地产建设用地供应面积分别为119,800万平方米、107,500万平方米和115,000万平方米。土地成交面积受供应波动的影响亦有所波动，房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，土地成交均价呈现上升趋势。2015~2017年，我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,811万平方米、22,025万平方米和25,508万平方米，同期土地成交价款分别为7,622亿元、9,129亿元和13,643亿元。受此影响，2017年房地产企业土地购置成本涨至5,348.52元/平方米，近三年年均复合增长率为26.52%。2018年1~6月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为11,085万平方米和5,265亿元，分别同比增长7.2%和20.3%，增速有所回落；同时受热点城市调控影响，整体地价下降明显，2018年1~6月土地购置成本为4,749.66元/平方米。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交楼面均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交楼面均价的涨幅在2013年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交楼面均价则持续增长至2016年到达顶点，平均溢价率较2015年提升15.6个百分点至41.94%，受土拍限价影响，2017年以来一线城市土地成交楼面均价持续回落，2018年上半年一线城市土地成交楼面均价及溢价率分别为7,627.20元/平方米和8.43%。二线城市土地成交楼面均价于2013~2015年间小幅波动增长，而2016年二线城市土地成交楼面均价大幅增长74.18%至3,270.54元/平方米，平均溢价率同比上升35.63个百分点至56.26%，同样受土拍限价影响，2017年以来土地市场热度持续减弱，2018年上半年二线城市土地成交楼面均价为3,500.67元/平方米，涨幅和溢价率分别回落至8.71%和18.80%。三线城市成交土地楼面均价于2016年以来维持高位增长，2016年和2017年土地楼面均价涨幅分别达36.65%和41.35%，平均溢价率分别为34.01%和32.46%，2018年上半年，三线城市土地成交楼面均

价为1,827.47元/平方米，涨幅回落至19.61%，平均溢价率则下降至22.76%。

图8：2010~2018.H1各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大。受2016年10月份以来国内房地产政策持续收紧及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显。

### 行业政策

在2016年9月末的首轮调控后，部分热点二线城市市场热度依然不减，为引导房价理性回归，2017年3月以来房地产市场调控进一步加码升级，2017年末，全国已有超过60个城市出台不同程度的调控政策，调控政策集中分布在京津冀、长三角和珠三角等多个城市群，调控内容不断细化，因城施策和分类调控已成为主流，通过居民购买端、新房销售端、土地购买端和企业融资端等多方面显著加强对房地产市场的调控，从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局和证监会等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山和肇庆等12个城市作为住房租

赁首批试点。2017年8月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在13个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。同年10月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。中诚信证评将持续关注后续住房租赁政策的推出，及其对未来商品房住宅购置需求的影响情况。

2018年，房地产行业受相关政策影响持续承压，四限政策依旧从紧执行，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市。3月，李克强总理在十三届全国人大一次会议《政府工作报告》里明确提出要健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。7月，习近平主席在中央政治局会议上明确提出了政府下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，并加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。中央将继续坚持加强和完善宏观调控，同时从供给侧进一步发力，包括加快推进房地产税相关政策举措，加快推进租售同权等一系列配套政策的落实，促进长效机制建设，更好实现“房子是用来住而不是用来炒的”基本定位。

## 行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战

2016年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的39.28%上升为46.01%，金额为66,355.08亿元，同比增长34.92%，较上年同期增速上升22.89个百分点。但受2017年以来房地产行业政策持续收紧影

响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为72,600亿元，同比增长9.41%，增速下降25.51个百分点；2018年上半年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计37,647亿元，较上年同期增速下降6.9个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016年和2017年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为18,158亿元和20,485亿元，分别同比上升4.3%和12.80%；而受融资环境趋紧影响，2018年上半年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为9,987.75亿元，较上年同期下降10.30%。2016年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，自2016年10月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2016年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。2017年以来，随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布情况来看，2018~2023年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

## 竞争实力

完成冀东集团战略重组后，公司水泥行业地位突出，区域竞争实力持续增强

为推进区域性资源整合，优化区域产业结构布局以及增强华北地区市场区域竞争力，2016年公司与冀东集团进行战略重组。当年10月12日，公司发布《关于对冀东发展集团有限责任公司增资并收购股权相关事宜实施结果的公告》，公司与冀东集团股权重组事项实施完毕并成为冀东集团控股股东，持有其55%的股权。

为了解决同业竞争及整合内部业务资源，2017

年 11 月 20 日，冀东集团旗下上市公司唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”）发布《重大资产重组停牌公告》，拟对与公司水泥产业资产重组方案进行调整。2018 年 2 月 8 日，冀东水泥发布《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，冀东水泥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金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司（以下简称“金隅冀东水泥”）。2018 年 6 月 1 日，金隅冀东水泥正式取得唐山市丰润区行政审批局核发的营业执照，公司和冀东水泥分别持有 52.91% 和 47.09% 的股权。2018 年 7 月 31 日，金隅集团发布《关于公司将水泥等业务相关资产注入唐山冀东水泥股份有限公司实施完成的公告》，2 家分公司完成工商变更登记手续，冀东水泥完成以分公司资产对合资公司金隅冀东水泥的出资；同时公司所持有的 10 家公司股权以及冀东水泥持有 20 家公司的股权已全部过户至金隅冀东水泥，并完成工商变更登记手续。

此外，为有效解决同业竞争问题，公司与冀东水泥签订《关于避免同业竞争的协议》；双方一并签订《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冀东水泥管理，包括但不限于股东表决权、管理者的委派权或选择权，并向冀东水泥支付托管费用。同时，公司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金隅冀东水泥。中诚信证评将对公司剩余水泥资产注入合资公司金隅冀东水泥的后续事项以及资源整合情况保持关注。

公司是国家重点支持的 12 家大型水泥企业之一，通过多年经营发展已成为京津冀地区最大的水泥供应商。近年来公司逐步优化产业布局，通过外延并购扩大业务规模。2016 年 10 月，公司完成对冀东集团的战略重组，水泥及熟料产能规模分别提升约 1.3 亿吨和 0.75 亿吨。截至 2018 年 6 月末，公司共拥有水泥熟料生产线 87 条，具备年产 11,141

万吨熟料以及 17,709 万吨水泥的生产能力，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，公司年产能位列行业第三位。从产能分布来看，公司水泥产能主要分布于京津冀、内蒙古、陕西及山西等地区，其中在京津冀区域市场占有率达到 60%。整体来看，通过多年的经营发展及重组并购，公司水泥产能规模快速扩张，且在主要市场具有较高的市场份额，区域竞争实力持续增强。

### 较强的成本控制能力

公司从技术及原料等方面控制水泥的生产成本。技术方面，公司现有生产线规模大部分为 4,000t/d 及以上，在水泥生产企业中处于较高水平，具有较强的规模效应。此外，公司重视资源的节约和综合利用，在生产工艺上采用新型干法回转窑烧制工艺，并大部分生产线配备纯低温余热发电项目，截至 2018 年 6 月末，公司余热发电装机容量达到 535.20MW，生产能耗和电耗明显降低，成本控制与竞争力得到增强。原料方面，公司在新设生产线时综合考虑当地的石灰石储量情况，现有生产线主要分布在矿山集中、石灰石储量丰富的地区，主要生产线均拥有自备矿山，且石灰石储量丰富。整体看，公司具备较强的成本控制能力和成本竞争优势。

### 业务运营

公司主营业务包括水泥及预拌混凝土、房地产开发、新型建材制造与商贸物流、物业投资及管理四大板块。受益于完成对冀东集团的重组，近年来公司水泥及商贸物流业务收入大幅增加，从而推动整体收入规模逐年增长，2015~2017 年分别实现营业收入总收入 409.25 亿元、477.39 亿元及 636.78 亿元；2018 年 1~6 月公司实现营业收入总收入 353.65 亿元，较上年同期增长 20.02%。

**表2：2015~2018.H1公司营业总收入构成及占比情况**

单位：亿元、%

业务类型	2015		2016		2017		2018.H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
水泥及混凝土	108.29	26.46	153.65	32.19	310.74	48.80	156.90	44.37
新型建材制造及商贸物流	103.72	25.34	111.21	23.30	151.19	23.74	90.70	25.65
房地产开发	169.21	41.35	184.49	38.65	160.80	25.25	99.50	28.14
物业投资及管理	26.92	6.58	32.60	6.83	33.16	5.21	18.90	5.34
板块抵消	-4.53	-1.11	-14.02	-2.94	-29.34	-4.61	-16.00	-4.52
其他业务	5.64	1.38	9.45	1.98	10.31	1.62	3.67	1.04
<b>合计</b>	<b>409.25</b>	<b>100.00</b>	<b>477.39</b>	<b>100.00</b>	<b>636.78</b>	<b>100.00</b>	<b>353.65</b>	<b>100.00</b>

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

### 水泥业务<sup>3</sup>

#### 生产

2016年，随着对冀东集团战略重组的完成，公司熟料和水泥产能规模均大幅提升，截至2018年6月末熟料、水泥及预拌混凝土产能分别达到11,141万吨/年、17,709万吨/年、7,200万立方米/年。在生产工艺上，公司生产采用新型干法回转窑烧制工艺，生产设备为新型回转式焚烧炉，并大部分生产线配备纯低温余热发电系统，具有运行费用低、炉内气体自净化程度高、排放污染少等优点。

**表3：截至2018年6月末公司水泥产能布局情况**

所在区域	熟料生产线数量(条)	熟料产能(万吨/年)	水泥产能(万吨/年)
北京区域	4	316	558
天津区域	2	133	477
河北区域	40	5,331	7,864
山西区域	9	1,237	1,839
陕西区域	11	1,278	2,084
内蒙古区域	6	771	1,530
河南区域	2	166	208
川渝区域	4	545	901
东北区域	7	960	1,600
其他区域	2	405	648
<b>合计</b>	<b>87</b>	<b>11,141</b>	<b>17,709</b>

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从产能布局来看，公司坚持以京津冀为核心战略区域，逐步延伸布局半径，现有生产线主要分布在京津冀、山西及陕西等地区。截至2018年6月末，公司在京津冀地区共拥有熟料生产线46条，熟料总

产能5,780万吨/年，占熟料总产能的51.88%，水泥总产能8,899万吨/年，占水泥总产能的50.25%，在京津冀区域拥有较高的市场占有率；同时，受益于完成对冀东集团的重组整合，公司在山西、陕西等地区的竞争实力亦有所增强，截至2018年6月末，山西及陕西地区水泥产能占总产能的比重分别为10.38%和11.77%。

2016年公司完成对冀东集团的战略重组，从而推动水泥及熟料产能大幅提升，当年水泥及熟料产量分别增至10,023万吨和8,310万吨。2017年，受错峰生产及限产政策的影响，公司水泥及熟料产量分别降至8,847万吨和7,416万吨；2018年1~6月水泥及熟料产量分别为3,717万吨和3,223万吨。受错峰生产和环保限产的影响，公司水泥及熟料产能利用率逐年下降，2015~2017年及2018年1~6月，公司水泥产能利用率分别为70.63%、57.78%、49.96%和41.97%；同期熟料产能利用率分别为80.65%、75.94%、66.56%和57.85%，在环保趋严的环境下，公司后期产能释放情况值得关注。

**表4：2015~2018.H1公司水泥及熟料产能、产量情况**

	2015	2016	2017	2018.H1
<b>熟料</b>				
产能(万吨/年)	3,670	10,943	11,141	11,141
产量(万吨)	2,960	8,310	7,416	3,223
产能利用率(%)	80.65	75.94	66.56	57.85*
<b>水泥</b>				
产能(万吨/年)	4,470	17,346	17,709	17,709
产量(万吨)	3,157	10,023	8,847	3,717
产能利用率(%)	70.63	57.78	49.96	41.97*

注：带“\*”数据经年化处理

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

循环经济方面，公司利用在水泥工业上积累的

<sup>3</sup> 为方便与2017年数据对比，该板块2016年业务数据为全年合并冀东集团数据。



技术及设备优势，自主研发并投运国内首条利用水泥窑无害化处置工业固体废弃物示范线，发展工业废弃物、污水处理厂污泥、危险废弃物以及城市垃圾焚烧飞灰等资源化和无害化处置等环保产业。截至2017年末，公司已有17家子公司开展了水泥窑协同处置废物业务，全年累计处置各类污染物34.84万吨，实现固废处置收入约7亿元，同比增长超过20%。

## 采 购

公司生产水泥所需原料及能源主要为石灰石、煤炭及电力，其中石灰石主要来自自有矿山，近年公司通过并购重组增加石灰石资源储备，石灰石自给率逐年提升，2017年自给率达到75.37%，不足部分向第三方市场采购以满足水泥生产的需求，主要通过现款结算。目前公司拥有丰富的石灰石矿产资源，大部分生产基地距离石灰石产地较近，其原料供应保障程度较高。截至2018年6月末，公司已获得采矿许可证的石灰石总储量约为26.41亿吨，未来可开采年限约为20年。

煤炭方面，公司与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大型煤炭生产企业建立良好的中长期合作关系，生产所需煤炭全部由供应商直接供应。随着行业供给侧改革实施，2017年以来煤炭价格快速上涨，一定程度上加大了公司煤炭采购成本。2015~2017年及2018年1~6月公司煤炭采购均价分别为341.81元/吨、338.71元/吨、536.09元/吨和547.67元/吨。结算方面，公司煤炭采购主要采用货到付款的结算方式。

电力方面，为降低用电成本，公司在外购国家电网统一输送的电力基础上，亦通过生产线配套的纯低温余热发电项目生产电力，截至2018年6月末，公司余热发电装机容量535.20MW，利用余热发电可满足公司用电量的35%左右。2017年公司共利用余热发电21.20亿千瓦时，节约电费7.26亿元；2018年1~6月，公司通过低温余热累计发电9.20亿千瓦时，节约电费3.68亿元，有效降低公司用电成本。

## 销 售

公司主要经营“金隅”和“盾石”牌水泥，产品广泛应用于工业、农业、交通、水利、国防及民用等各种类型的建筑工程。公司坚持在京津冀地区的战略布局，近年来先后中标京石高铁、南水北调、北京地铁以及石武高铁等多个重点项目，进一步扩大了在京津冀区域的市场份额和品牌影响力。截至目前，公司水泥销量在京津冀地区市场占有率达到60%，其中高标号（强度等级42.5及以上）水泥市场份额占比约为70%。销售渠道方面，公司主要采取直销与分销相结合的销售方式，其中直销及经销模式占比各约50%。公司直销的供应对象主要为重点基建、房产项目工程和搅拌站等，主要通过现款方式结算，对合作时间长、信用良好的客户以及国家重点工程客户，给予1~2个月的赊销账期；分销模式供应对象主要为农村等地区经销商，全部采用现款结算。客户集中度方面，2017年公司前五大客户销售金额占比为1.60%，客户集中度很低。

公司采用按照订单进行生产和销售的模式，产销率维持在较高水平，2015~2017年及2018年1~6月产销率分别为100.70%、100.14%、99.95%及100.11%。随着近年产能规模持续扩张及区域竞争力提升，2016年公司水泥销量增至10,037万吨；2017年在错峰生产等行业政策影响下，公司水泥销量下滑至8,843万吨；2018年1~6月水泥销量为3,721万吨。公司生产水泥所用熟料全部自产，同时外销少量熟料，2015~2017年及2018年1~6月熟料销量分别为747万吨、1,511万吨、1,417万吨和643万吨。此外，公司有效发挥水泥生产和预拌混凝土业务的协同性，2017年混凝土销量同比增长11.50%至1,473万立方米；2018年1~6月，混凝土销量为627万立方米，较上年同期基本持平。

表 5：2015~2018.H1 公司产品销量及售价情况

销量	2015	2016	2017	2018.H1
熟料（万吨）	747	1,511	1,417	643
水泥（万吨）	3,179	10,037	8,843	3,721
平均售价	2015	2016	2017	2018.H1
熟料（元/吨）	122	145	213	245
水泥（元/吨）	191	181	251	297

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

售价方面，随着完成对冀东集团战略重组，公司资源整合成效逐步显现，在京津冀地区影响力及话语权得到提升，同时在水泥行业景气度回暖的带动下，近年来水泥销售价格整体呈上涨态势。2016年上半年水泥市场持续低迷，下半年以来受益于错峰生产、行业协同的加强以及下游需求的回暖，水泥销售价格有所回升，公司全年水泥销售均价为181元/吨，仍较2015年小幅下跌。2017年，在环保督查、下游需求回暖、煤炭等原材料及运输成本提高等因素的影响下，各区域水泥价格均呈上涨态势，公司全年水泥销售均价为251元/吨；2018年上半年水泥销售均价进一步涨至297元/吨。总体来看，公司水泥销售价格基本吻合市场行情变化，整体呈现波动上涨趋势；同时中诚信证评亦将对各区域市场竞争格局、水泥价格变动趋势，以及由此对公司盈利情况产生的影响保持关注。

总体来看，随着完成对冀东集团战略重组，公司水泥产能规模大幅扩张，对京津冀区域市场控制力得到进一步提升，且受益于水泥行业景气度的回暖，公司产品售价整体呈上涨趋势，但在错峰生产及环保限产的影响下，近年来公司水泥产销量有所波动，且后期产能释放率值得关注。

## 房地产开发业务

公司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。目前公司具有房地产开发一级资质，主要产品包括商品房及保障性住房。

商品房销售方面，近年来公司加大库存去化力度，房地产签约销售面积逐年增加，2015~2017年分别为99.17万平方米、117.87万平方米和137.76万平方米。销售均价方面，2015~2017年公司房地产销售均价分别为14,445元/平方米、18,204元/平方米和16,904元/平方米，其中2016年全国房地产行业景气度较高，在环渤海及长三角等区域项目销售价格上涨的带动下，当年销售均价提升幅度较大。2017年公司新售房地产项目区域销售价格较低，致使全年销售均价同比下跌7.14%至16,904元/平方米。2018年1~6月，公司房地产项目签约销

售金额为91.90亿元，签约销售面积为51.82万平方米，同比有所下降。

公司保障房开发用地主要来自其在城区的旧厂区土地，保障性住房需求不受房地产市场增速减缓的影响，故公司保障性住房项目的开发降低了普通商品房市场波动对公司经营的影响。受政策导向与项目周期影响，公司保障性住房结转面积逐年减少，2015~2017年分别为19.34万平方米、11.10万平方米和0.61万平方米。受此影响，同期公司保障性住房业务分别确认收入17.52亿元、10.40亿元和0.43亿元，呈逐年下降趋势。2018年1~6月，公司保障性住房结转面积为0.13万平方米，确认收入0.06亿元。

表6：2015~2018.H1公司房地产开发情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

产品	2015	2016	2017	2018.H1
销售面积	99.17	117.87	137.76	51.82
销售均价	14,445	18,204	16,904	17,730
签约金额	143.25	214.57	232.87	91.90
结转面积	126.31	115.63	94.86	43.08
其中：商品房 (含自住型)	106.97	104.53	94.58	42.95
保障性住房	19.34	11.10	0.61	0.13

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，2018年6月末公司主要在建房地产项目共34个，规划总投资额1,429.28亿元，包括商品房项目1,342.25亿元、保障性住房87.03亿元，尚需投资额为480.35亿元；拟建房地产项目规划总投资额351.19亿元，全部为商品房项目，未来仍面临较大的支出压力。此外，近年来房地产调控政策持续升级，公司房地产开发业务未来面临的不确定性增大，项目资金回笼情况需予以关注。

**表7：截至2018年6月末公司前十大房地产在建项目情况**

单位：亿元、万平方米

项目名称	区域	计划总投资	累计已投资	可售面积
新都会	重庆	178.13	39.29	215.45
三堡项目	杭州	111.86	77.78	16.62
空港地块	天津	102.56	62.93	17.67
合肥南七里项目	合肥	100.93	57.12	51.54
新北七家项目	北京	80.70	66.84	19.74
大成郡	合肥	78.34	51.09	37.76
北七家项目	北京	71.87	39.63	29.23
金隅奶牛场	南京	61.74	47.92	21.67
金隅悦城	天津	55.32	50.20	48.87
嘉定菊园	上海	52.00	47.00	22.04

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，公司重点布局一二线城市，目前主要通过市场竞拍及自有厂区工业用地转化等方式获取，2017年以来公司拿地节奏加快，当年通过挂牌及拍卖等方式获取 14 宗土地，新增土地容积率面积 136.05 万平方米，分布于北京市、南京市、宁波市以及唐山市等区域，土地总地价共 235.21 亿元。2018 年 1~6 月，公司获取土地 4 宗，新增土地容积率面积 57.75 万平方米，土地总地价共 51.00 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司土地储备面积合计 857.31 万平方米，其中商品房土储面积 818.71 万平方米，保障性住房土储面积 38.60 万平方米，较大规模的土地储备资源为公司房地产开发业务持续发展提供了有力支撑。

**表8：2015~2018.H1公司新增土地储备情况**

单位：宗、万平方米、亿元

产品	2015	2016	2017	2018.H1
新增土地	3	7	14	4
新增土地容积率面积	222.39	118.59	136.05	57.75
新增土地总地价	101.03	227.22	235.21	51.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来公司房地产签约销售金额保持增长，且土地储备较为充足，具有可持续发展能力，但未来资本支出压力较大，加之房地产调控政策持续升级，公司房地产开发业务未来面临较大不确定性。

## 新型建材制造及商贸物流

公司以水泥建材主业为依托，对产业链进行延伸，目前公司是京津冀地区主要的新型建材生产

商，2015~2017 年新型建材制造及商贸物流板块合计实现收入分别为 103.72 亿元、111.21 亿元和 151.19 亿元，根据业务类型分为新型建材制造和商贸物流两大类，其中商贸物流业务收入规模较大，但对利润贡献度相对较小。

**表9：2015~2018.H1公司新型建材制造与商贸物流收入构成**

单位：亿元

产品	2015	2016	2017	2018.H1
家具及装饰材料	9.83	10.14	11.18	6.02
墙体保温材料	2.56	3.14	4.29	2.58
耐火材料	7.51	-	-	-
商贸物流	70.38	79.17	64.77	29.46
装饰设计	14.21	13.07	13.00	5.84
冀东集团	-	10.54	40.77	43.61
天津建材	-	-	-	4.10
内部抵消	-	-4.84	-3.66	-0.92

注：冀东集团相应板块主要为商贸物流业务（煤炭贸易）；2016 年起耐火材料归入水泥板块统计。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

新型建材制造方面，公司产品主要包括家具及装饰材料、墙体保温材料以及耐火材料等。公司以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，产品具有一定的品牌和规模优势。

细分产品来看，公司家具及装饰材料产品主要包括家具、门窗、纤维板以及地板等，共有近 20 条生产线，产品以中高档为主，家具产能约 65 万件/年。公司生产模式主要为自行生产及委托加工，旗下家具品牌“天坛”在京津冀地区具有一定品牌知名度，在北京及周边地区政府办公家具中市场份额较大，销售渠道和下游客户稳定，近年来收入规模逐年提升。

公司的墙体保温材料主要为加气混凝土，具有轻质、保温隔热性能好以及利废环保等优点，为新型节能墙材的主导产品之一。公司加气混凝土年产能达 100 万立方米，是华北地区最大的加气混凝土生产企业，具备较强的规模优势。公司产品主要用于框架建筑的填充墙和内隔墙、剪力墙建筑的非承重墙以及多层建筑的非承重内外墙、低层建筑的承重墙和非承重墙、建筑屋面板等。

公司系国内产能最大的耐火材料供应商，拥有国内领先的耐火材料管控一体化自动生产线，年生

产能力达 25 万吨，产品广泛应用于冶金、建材、电力及石化等领域。2013 年以来，根据北京市政府环保要求，公司对部分生产线进行搬迁、停产，耐火材料的产销量受到影响，2016 年起公司将耐火材料收入归入水泥板块统计。为促进产品质量提升、增强市场竞争力，近年来公司在河北投资建设金隅现代工业园区，并在北京房山规划改造完成窰店循环经济园区，园区化集中生产模式基本形成，产业协同效应不断显现。

商贸物流板块方面，随着完成与冀东集团战略重组，公司商贸物流收入规模进一步扩大，目前业务主要包括大宗物资贸易和建材产品代理。公司大宗物资贸易品种主要包括铁矿石、钢材、焦炭以及建材类商品，主要通过境外矿山和境内焦化厂、钢厂采购，并销售给下游钢厂、电厂以及贸易商赚取差价。公司建材产品代理经营的卫浴品牌涵盖科勒、TOTO、乐家、杜拉维特以及汉斯格雅等国际知名品牌，代理区域包括北京、天津、内蒙古、山西以及河南等地区。

2018 年 5 月 5 日，公司发布《关于收购天津市建筑材料集团（控股）有限公司 55% 股权的公告》，拟以 40.18 亿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”）55% 股权。截至 2018 年 5 月末，公司已全额支付股权款，并成为天津建材的控股股东，将其纳入合并报表范围。截至 2018 年 6 月末，天津建材总资产为 190.38 亿元，所有者权益为 106.17 亿元；2018 年上半年天津建材实现营业收入 4.86 亿元，净利润-0.39 亿元。公司并购天津建材将有助于优化公司各业务板块在京津冀区域的业务布局，同时，将充分利用天津自贸区的区位和政策优势，将双方的商贸物流业务进行深度整合，在天津建设全国一流的商贸物流业务平台，实现产业协同效益。鉴于目前天津建材经营状况较差，公司计划将其旗下相关亏损业务进行剥离，以提升公司的经营业绩。2018 年 11 月 16 日，天津建材拟以 1 元底价转让其所持有的全部天津建润钢铁贸易有限公司（以下简称“建润钢贸”）股权，合计股权比例为 51%，2017 年和 2018 年 1~9 月建润钢

贸营业收入分别为 2.23 亿元和 883 万元；同期净利润分别为-0.98 亿元和-12.28 亿元，所有者权益分别为-0.14 亿元和-12.76 亿元。截至目前，上述该股权转让事项尚未完成，中诚信证评将持续关注后期该事项进展情况以及未来相关业务资源整合情况。

总体来看，公司作为京津冀地区主要的新型建材生产商，产品具有一定的品牌和规模优势，近年来受益于园区建设改造以及内部资源整合，公司新型建材制造及商贸物流板块整体收入规模呈逐年增长趋势。

## 物业投资及管理

公司物业投资及管理业务主要包括投资性物业大厦、公寓和住宅小区等项目，其中投资性物业大厦包括环贸中心、腾达大厦以及金隅大厦等，主要分布在北京三环以内市区，地理位置优越。近年来，公司主要投资性物业大厦的出租率保持较高水平，租金水平稳中有涨。截至 2018 年 6 月末，公司在北京、天津地区持有高档写字楼约 120.00 万平方米，其中主要投资性物业大厦的总面积为 108.50 万平方米，除部分自用外其余均用于对外出租，可出租面积 86.30 万平方米，已出租面积 80.26 万平方米，出租率为 93.00%。

**表10：截至2018年6月末公司主要投资物业大厦出租情况**

单位：万平方米、%、元/平方米/天

	可出租面积	已出租面积	出租率	出租单价
环贸一期	9.40	7.90	84.04	11.30
环贸二期	10.30	9.48	92.04	8.40
环贸三期	4.00	3.60	90.00	8.20
腾达大厦	5.70	5.30	92.98	9.60
金隅大厦	3.70	3.11	84.05	10.50
建材经贸、建达大厦	4.30	3.91	90.93	5.70
大成大厦	3.80	3.61	95.00	11.00
环渤海金岸卖场	19.70	19.50	98.98	2.40
其他物业	25.20	23.85	94.64	-
<b>合计</b>	<b>86.30</b>	<b>80.26</b>	<b>93.00</b>	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司公寓及住宅小区物业管理主要依托于自有房地产项目，管理面积约 1,200 万平方米。同时，以凤山温泉度假村、八达岭温泉度假村等为代表的度假休闲产业已形成一定的规模，为公司补充了一

定的现金流入。近年来，随着租金水平的上涨以及物业收入的增长，公司物业投资及管理板块收入规模逐年提升，2015~2017年及2018年1~6月分别为26.92亿元、32.60亿元、33.16亿元和18.90亿元。

总体来看，公司投资性物业项目地理位置优越，出租率较高，受益于租金水平的上涨及物业收入的增长，近年来公司收入规模逐年提升。

## 公司管治

### 治理结构

依照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关要求，公司建立了较为完善的治理结构，设由股东大会、董事会、监事会和总经理组成的治理架构。公司股东大会是公司的权力机构，行使决定公司经营方针和投资计划等职权。

公司设董事会，对股东大会负责。公司董事会成员11名，其中独立董事不少于3名，设董事长1名。董事会下设战略与投融资委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会等专门委员会。董事会的职责包含决定公司的经营计划和投资方案；制订公司年度财务预算方案、财务决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；决定公司内部管理机构的设置；制订公司基本管理制度等工作。公司设监事会，由7名监事组成，设主席1人，其中职工监事的比例不低于三分之一。

监事会主要职责是检查公司财务；监督公司董事、高级管理人员履行职务的行为，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；提议召开临时股东大会会议；向股东大会会议提出提案。

公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘。总经理行使主持公司的经营管理工作、组织实施公司年度经营和投资计划、拟定公司内部管理机构设置方案及基本管理制度等职权。

此外，公司下设新型建材与商贸物流管理部、资产管理部、地产与物业事业部及战略发展部等部门，并明确了各部门的权利和责任，制订了相应的

岗位职责和管理制度，各部门分工明确，职责清晰。

### 内部管理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和中国证监会、上海证券交易所以及香港联交所有关法律法规和规范性文件的要求，建立健全了较为完善的内部控制制度管理体系。公司内部控制制度涵盖了财务管理、资金管理、投融资管理、安全生产管理、环保节能制度与管理、担保管理、关联交易管理、资金管理和信息披露等整个生产经营过程，形成了规范的管理体系。

财务管理方面，公司结合生产经营的实际情况，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、财务监督等方面进行了详细规定，明确规范公司及所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。

投融资管理方面，公司根据实际经营情况建立了健全的投融资管理制度。母公司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母公司准许后方可实施。对于重大投资项目，需由相关业务职能部门评估后，报请公司董事会或董事会授权组织决议，对于未经公司董事会或董事会授权审议批准的项目，公司不予纳入预算安排。

安全生产管理方面，公司按照《中华人民共和国劳动法》、《中华人民共和国安全生产法》等有关法律法规成立有专门的生产安全部门负责管理及监管安全生产工作，并制订了包括《生产安全事故应急救援预案》在内的一系列安全生产管理规章制度，生产经营符合劳动及安全相关法律法规。

环保节能制度与管理方面，为推进公司环境保护工作，加强公司节约能源管理，公司根据《中华人民共和国环境保护法》制订了《公司环境保护管理办法》和《公司节约能源管理办法》，以上办法包括环保工作的机构设置与各机构和责任人的职责、建设项目环境保护管理、环境保护基础管理与节能管理体系、节能基础管理工作以及节能技术进

步等内容。

担保管理方面，公司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。财务资金部是公司融资及担保评估部门，各成员单位对外融资及担保等行为均纳入集团统一管理，未经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。

总体来看，公司建立了较完善的法人治理结构和内部管理体系，并制定了相应的管理制度，符合现有业务发展需求。

## 战略规划

水泥及混凝土板块，公司将通过差异化战略竞争策略，坚持“打造国际一流的现代化、专业化、大型水泥上市公司”的战略定位，完善区域市场格局，做强核心区域、做优重点区域、做活布点布局区域；持续推进与冀东集团整合，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，严控成本和应收账款，切实提升管控水平。公司将以水泥主业为依托，扎实抓好非水泥业务的强化管控，确保实现板块全面提质增效。混凝土产业依照“做实、做强、做优、创新”的目标，构建集中运作、协同高效、管控有力的运营机制，深化扁平化、专业化、区域化管理，实现经营层面整体盈利。

新型建材板块，公司将进一步加强科技创新、提升产品技术含量、做出特色产品；进一步加强基础管理、发挥产能优势、将产业做实。围绕创新谋发展，瞄准行业技术高端和价值高端，制造质量更好、性能更优的新型环保产品，持续推进金隅特色泛家居建材产业链、装配式建筑加气板材体系、精装修一体化、适老化改造、保温产业以及化工建材

等业务整体协同发展。

商贸物流板块，公司将通过精细化管理和对标先进企业等方式，提升卫浴代理业务的核心营销能力。以钢铁为核心带动大宗商品贸易相关业务，打造风险可控、具有金隅特色的大宗商品贸易产品体系，做实业务、做大规模。协调推进冀东国贸业务发展，实现与金隅商贸分工合作、资源互补、携手共进，在做好风险防控的前提下，实现贸易板块新突破。

房地产开发板块，公司将深刻研究房地产政策和市场变化新趋势，进一步完善运营管理模式，提升运营效率和质量，全面提升核心竞争力；进一步强化战略思维，把握京津冀协同发展及国家区域战略带来的发展机遇，加大推进在区域中心城市的战略布局，通过不断优化布局结构、创新体制机制、创新开发产品、创新合作模式、拓展融资渠道等方式，打造具有金隅品牌特色和优势的发展体系和发展路径。以战略合作和资本并购等方式，提升产业规模，拓展房地产开发与地产经营的战略布局。

物业投资及管理板块，公司将充分利用北京“四个中心”建设的大好机遇，强管理、谋创新、促转型，充分挖掘利用公司不动产存量资源，围绕提升土地房产资产质量、提升商业地产运营质量、提升园区运营管理水平 and 物业管理水平质量等重点，全面提高产业板块的发展质量和后劲。

在建项目方面（除房地产开发业务外），公司在建项目主要为水泥生产线扩建及技改项目，截至2018年6月末主要在建项目预计总投资60.99亿元，累计已投入金额19.56亿元，后期面临一定的资本支出压力。

表11：截至2018年6月末公司主要在建项目情况

单位：亿元

在建项目名称	预计总投资	截至2018年6月末已投资	未来尚需投资
北京兴发水泥有限公司兴发改造项目	5.80	0.19	5.61
大厂金隅天坛家具大厂项目建设	5.59	0.23	5.36
北京市加气混凝土物流园项目	13.68	10.08	3.60
冀东发展机械设备-搬迁扩能项目	11.33	7.22	4.11
冀东水泥黑龙江熟料新型干法水泥生产线	16.70	1.82	14.88
冀东水泥葫芦岛熟料新型干法水泥生产线	7.90	0.03	7.87
<b>合计</b>	<b>60.99</b>	<b>19.56</b>	<b>41.43</b>

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，以及未经审计的 2018 年半年度财务报表；各期财务报表均依据新会计准则编制；所有数据均为合并口径。

## 资本结构

2016 年公司通过重组并购冀东集团扩大生产规模，并带动资产规模持续增长。2015~2017 年及 2018 年 6 月末，公司总资产分别为 1,307.48 亿元、2,083.97 亿元、2,322.07 亿元和 2,541.54 亿元，呈持续增长态势。随着业务规模扩大及房地产板块投资力度加大，公司负债规模亦逐年扩张，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末负债总额分别为 885.65 亿元、1,454.88 亿元、1,622.90 亿元和 1,778.14 亿元。所有者权益方面，受益于 2016 年冀东集团纳入合并报表、经营利润积累和永续中票的发行，近年来公司自有资本实力持续增强，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末所有者权益（含少数股东权益）分别为 421.82 亿元、629.10 亿元、699.18 亿元和 763.39 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司实收资本、其他权益工具<sup>4</sup>和未分配利润分别为 106.78 亿元、119.68 亿元和 243.72 亿元；同期末公司少数股东权益 220.47 亿元，占合并口径所有者权益的 28.88%。现金分红方面，2015~2017 年公司年报披露拟现金分红金额分别为 1.60 亿元、4.91 亿元和 5.13 亿元，占当年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润比重均低于 20%。

资本结构方面，近年来公司资产负债率保持在相对稳定水平，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末分别为 67.74%、69.81%、69.89%和 69.96%，同期末总资本化比率分别为 52.20%、58.13%、57.56%和 58.66%。但与同行业水泥制造企业相比，公司资产负债率处于较高水平。

表 12：2017 年末水泥行业部分公司资本结构比较

公司简称	资产（亿元）	资产负债率（%）	总资本化比率（%）
金隅集团	2,322.07	69.89	57.56
海螺水泥	1,221.43	24.71	13.23
红狮控股	351.03	51.79	45.91
华新水泥	304.99	56.87	43.89
天山股份	184.66	55.23	46.68
万年青	83.74	44.67	31.17

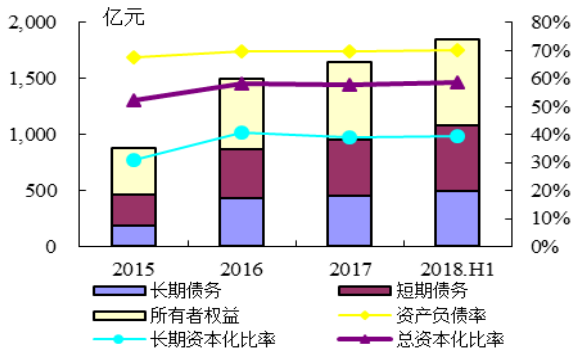
数据来源：Choice，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要由流动资产构成，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末流动资产占总资产比重分别为 68.33%、57.33%、61.84%和 60.54%。公司货币资金受项目投融资进度影响，存在较大波动性，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末分别为 183.70 亿元、280.10 亿元、179.04 亿元和 176.81 亿元，其中 2018 年 6 月末使用受限货币资金规模为 60.04 亿元。近年公司应收票据和应收账款随业务范围及规模的扩大呈整体增长态势，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末应收票据余额分别为 21.97 亿元、38.57 亿元、81.82 亿元及 78.37 亿元；同期应收账款账面价值分别为 68.82 亿元、88.90 亿元、76.86 亿元及 85.88 亿元，截至 2017 年末应收账款累计计提坏账准备 24.21 亿元。2017 年末公司其他应收款账面价值为 58.79 亿元，主要包括押金保证金、单位往来款及股权转让款等，截至 2017 年末累计计提坏账准备 12.85 亿元；2018 年 6 月末其他应收款大幅增至 92.11 亿元，主要系押金保证金和单位往来款分别增至 46.43 亿元和 27.03 亿元。近年来公司加大房地产投资力度，促使存货规模快速增加，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末存货账面价值分别为 540.07 亿元、641.11 亿元、986.50 亿元及 1,033.34 亿元，其中 2015~2017 年末及 2018 年 6 月末存货中开发成本分别为 414.40 亿元、486.59 亿元、814.75 亿元及 870.93 亿元；同期开发产品 101.60 亿元、106.83 亿元、122.38 亿元及 108.53 亿元。公司非流动资产主要包括投资性房地产、固定资产及无形资产等，2017 年末上述三项分别为 154.40 亿元、458.95 亿元及 108.57 亿元。其中投资性房地产主要为用于出租的持有型物业，采用公允价值计量方式，自持物业大厦数量增加，截至 2018 年 6 月

<sup>4</sup> 公司将永续中票计入“其他权益工具”核算，若将永续中票纳入负债考虑，截至 2018 年 6 月末，公司资产负债率为 74.67%。

末公司投资性房地产增至 192.18 亿元。受益于冀东集团及天津建材纳入合并报表范围，公司固定资产及无形资产规模均大幅增加，2105~2017 年末及 2018 年 6 月末固定资产分别为 181.41 亿元、457.73 亿元、458.95 亿元及 455.21 亿元；同期无形资产分别为 40.87 亿元、113.50 亿元、108.57 亿元及 175.13 亿元。

图 9：2015~2018.H1 公司资本结构分析

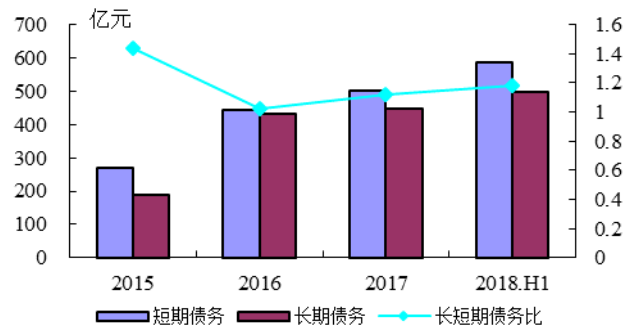


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末占总负债的比重分别为 73.60%、65.27%、68.05% 和 64.55%。公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债等，2017 年末上述五项分别为 343.75 亿元、157.47 亿元、273.40 亿元、80.26 亿元及 114.91 亿元。其中，短期借款主要为信用借款，随着各业务板块的稳步发展，公司融资需求加大，截至 2018 年 6 月末短期借款增至 381.37 亿元；预收款项主要为预收房款，2018 年 6 月末，公司根据新会计准则将预收款项重分类至合同负债，使得预收款项下降至 1.92 亿元，当期合同负债余额 224.91 亿元；其他应付款主要为应付土地款、押金保证金、代收及暂收款项等，2018 年 6 月末其他应付款为 89.17 亿元；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的应付债券及长期借款，2018 年 6 月末为 130.49 亿元。2017 年末公司非流动负债合计 518.55 亿元，主要为长期借款 256.71 亿元和应付债券 181.55 亿元，受项目投资增加影响，公司相应投资资金需求增加，2018 年 6 月末，公司长期借款为 291.35 亿元，应付债券增至 199.71 亿元。

从债务结构来看，公司主要通过银行借款和发债方式进行融资，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末总债务分别为 460.58 亿元、873.46 亿元、948.41 亿元和 1,083.06 亿元。近三年及一期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.44 倍、1.03 倍、1.12 倍和 1.18 倍，债务期限结构与项目投资期限较为匹配，但近年来公司债务规模快速上升，中诚信证评将对公司面临的债务压力保持关注。

图 10：2015~2018.H1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着业务规模的扩大和对冀东集团重组的完成，公司资产规模和自有资本实力保持增长，但债务规模亦不断加大，中诚信证评将对公司的债务压力保持关注。

## 盈利能力

2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司分别实现营业收入总收入 409.25 亿元、477.39 亿元、636.78 亿元及 353.65 亿元。细分业务板块来看，2016 年公司完成冀东集团的并购，推动水泥产能大幅提升，加之水泥价格呈上涨趋势，近年来公司水泥及混凝土板块收入规模逐年提升，2015~2017 年该板块收入规模分别为 108.29 亿元、153.65 亿元及 310.74 亿元，2018 年 1~6 月该板块实现收入 156.90 亿元，同比增长 12.70%。受项目收入确认影响，公司房地产板块收入规模呈波动趋势，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月该板块确认收入分别为 169.21 亿元、184.49 亿元、160.80 亿元及 99.50 亿元。受益于冀东集团纳入合并范围，2017 年公司商贸物流业务规模快速扩张，推动新型建材及商贸物流板块整体收入规模逐年增长，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月分别为 103.72 亿元、111.21 亿元、151.19 亿元及 90.70 亿



元。受益于租金水平的上涨及物业收入的增长，近年来公司物业投资及管理板块整体收入规模小幅提升，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月分别为 26.92

亿元、32.60 亿元、33.16 亿元及 18.90 亿元。

表 13：2015~2018.H1 公司收入结构及毛利率情况

单位：亿元、%

业务类型	2015		2016		2017		2018.H1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥及混凝土	108.29	13.33	153.65	20.55	310.74	27.28	156.90	31.30
新型建材制造及商贸物流	103.72	9.72	111.21	7.79	151.19	8.41	90.70	6.36
房地产开发	169.21	36.67	184.49	27.48	160.80	25.57	99.50	32.01
物业投资及管理	26.92	60.18	32.60	51.84	33.16	59.59	18.90	58.46
板块抵消	-4.53	-	-14.02	-	-29.34	-	-16.00	-
其他业务	5.64	30.32	9.45	46.35	10.31	49.42	3.67	61.04
<b>合计</b>	<b>409.25</b>	<b>25.41</b>	<b>477.39</b>	<b>23.45</b>	<b>636.78</b>	<b>25.19</b>	<b>353.65</b>	<b>27.80</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司营业毛利率分别为 25.41%、23.45%、25.19% 和 27.80%。细分业务方面，近年来水泥价格走势呈上涨趋势，公司水泥及混凝土板块毛利率逐年提升，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月分别为 13.33%、20.55%、27.28% 及 31.30%。2016 年公司确认部分保障房收入，该业务毛利率水平较低，且当年结算的部分自住型商品房价格水平相对较低，导致全年房地产开发板块毛利率降至 27.48%；2017 年受房地产项目区域销售价格较低影响，当年该板块毛利率小幅下降至 25.57%；2018 年 1~6 月，房地产板块毛利率提升至 32.01%。公司物业投资及管理板块毛利率保持在较高水平，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月该板块毛利率分别为 60.18%、51.84%、59.59% 及 58.46%。

表 14：2017 年水泥行业部分公司盈利指标比较

单位：亿元、%

公司简称	营业总收入	毛利率	期间费用率
金隅集团	636.78	25.19	18.07
海螺水泥	753.11	35.09	9.62
华新水泥	208.89	29.55	15.64
红狮控股	181.39	19.95	7.51
万年青	70.94	26.36	10.26
天山股份	70.80	29.00	17.49

数据来源：Choice，中诚信证评整理

期间费用方面，公司管理费用主要为职工薪酬、办公费和停工损失等；销售费用主要为职工薪

酬和运输费等费用，随着冀东集团纳入合并范围，公司各项费用支出逐年增加；近年来公司债务规模快速上升，致使财务费用支出亦保持增长趋势，2017 年利息支出达到 45.46 亿元，虽然利息收入和资本化利息支出的抵扣使得财务费用为 26.76 亿元，但同比增幅仍超过 60%。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司期间费用总额分别为 58.56 亿元、72.66 亿元、115.09 亿元及 58.64 亿元，同期期间费用率分别为 14.31%、15.22%、18.07% 及 16.07%。总体来看，公司期间费用率处于行业较高水平，费用控制能力有待加强。

表 15：2015~2018.H1 公司期间费用分析

单位：亿元、%

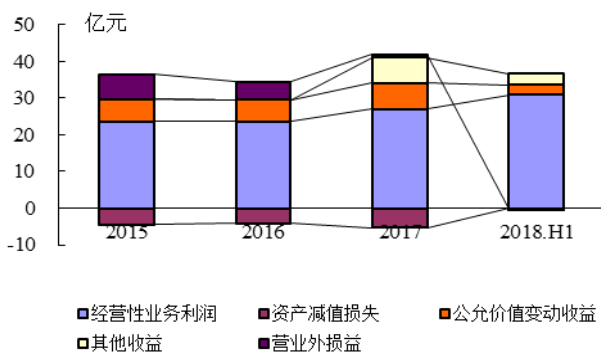
	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	15.46	18.54	26.07	11.64
管理费用	29.74	38.08	62.26	31.57
财务费用	13.36	16.04	26.76	13.64
期间费用合计	58.56	72.66	115.09	56.84
营业总收入	409.25	477.39	636.78	353.65
<b>期间费用率</b>	<b>14.31</b>	<b>15.22</b>	<b>18.07</b>	<b>16.07</b>

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动收益和营业外损益构成。2015~2017 年，公司利润总额分别为 31.83 亿元、36.77 亿元和 40.57 亿元，主要来源于经营性业务利润，同期分别为 23.65 亿元、23.60 亿元和 26.95 亿元。2015~2017 年公司公允价值变动收益分别为

6.02 亿元、5.93 亿元和 7.21 亿元，主要来自按公允价值计量的投资性房地产。公司营业外损益主要为政府补助，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月分别为 6.81 亿元、4.97 亿元、0.84 亿元及 -0.21 亿元，2017 年及 2018 年上半年公司将增值税返还 4.81 亿元和 2.41 亿元均计入其他收益，致使营业外损益规模大幅下降。此外，公司资产减值损失主要为坏账损失、存货跌价损失及固定资产减值损失，2015~2017 年分别为 4.48 亿元、4.15 亿元及 5.35 亿元。综上，2015~2017 年公司取得净利润分别为 19.51 亿元、26.90 亿元及 29.50 亿元。2018 年 1~6 月，公司收入规模增长及毛利水平提升，当期实现利润总额和净利润分别为 39.23 亿元和 29.28 亿元，盈利能力大幅提升。

图 11: 2015~2018.H1 公司利润总额构成



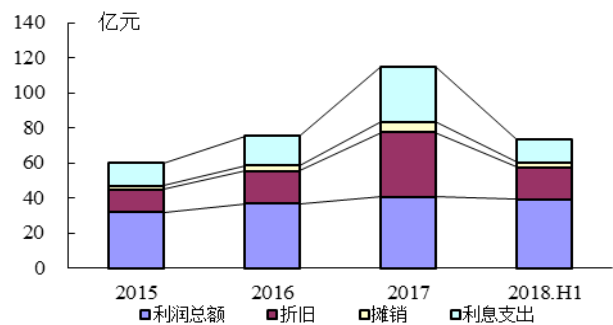
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 随着合并范围的扩大和各业务板块的稳步发展, 公司整体收入规模增幅明显, 且盈利能力显著增强。

### 偿债能力

获现能力方面, 公司 EBITDA 由折旧、利息支出和利润总额构成, 2015~2017 年以及 2018 年 1~6 月分别为 59.83 亿元、75.34 亿元、114.84 亿元和 73.17 亿元。偿债能力指标方面, 近三年及一期公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.49 倍、2.61 倍、2.53 倍和 3.02 倍, 同期总债务/EBITDA 分别为 7.70 倍、11.59 倍、8.26 倍和 7.40 倍。总体来看, 近年来公司 EBITDA 对债务利息的保障程度整体有所增强。

图 12: 2015~2018.H1 公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

经营活动现金流方面, 近年来公司房地产开发板块土地储备支出和项目开发销售进度对公司经营活动现金流影响较大, 2015~2017 年和 2018 年 1~6 月经营活动净现金流分别为 -6.53 亿元、35.04 亿元、-118.55 亿元和 -36.39 亿元, 其中 2017 年以来公司土地储备支出增加, 经营活动净现金流呈大幅净流出状态。

表 16: 2015~2018.H1 公司偿债能力分析

单位: 亿元				
偿债指标	2015	2016	2017	2018.H1
EBITDA	59.83	75.34	114.84	73.17
经营活动净现金流	-6.53	35.04	-118.55	-36.39
短期债务	271.50	442.38	500.94	585.84
长期债务	189.08	431.08	447.47	497.22
总债务	460.58	873.46	948.41	1,083.06
经营净现金流/总债务 (X)	-0.01	0.04	-0.12	-0.07*
经营净现金流/利息支出 (X)	-0.27	1.21	-2.61	-1.50
总债务/EBITDA (X)	7.70	11.59	8.26	7.40*
EBITDA 利息倍数 (X)	2.49	2.61	2.53	3.02

注: 带“\*”指标经年化处理

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

对外担保方面, 公司为购房客户提供连带责任担保, 截至 2018 年 9 月末担保金额为 130.96 亿元; 此外, 新收购的子公司对唐山市南湖生态城开发建设投资有限公司亦存在连带责任担保, 对外担保金额为 10.20 亿元。

表 17：截至 2018 年 9 月末公司对外担保情况

单位：亿元

担保方	被担保方	担保金额合计
冀东集团	唐山市南湖生态城开发建设投资有限公司	10.20
金隅集团	购房客户	130.96
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>141.16</b>

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

未决诉讼方面，截至 2018 年 9 月末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

资产抵、质押方面，截至 2018 年 9 月末，公司共有账面价值为 400.55 亿元的投资性房地产、上市公司股权以及土地等用于抵、质押以取得融资，占期末总资产的比重为 15.20%，一定程度上降低了对其他债务的保障能力。

财务弹性方面，公司与中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行等金融机构保持良好的长期合作关系，截至 2018 年 9 月末，公司共取得银行授信额度合计 1,600.15 亿元，其中尚未使用额度为 801.48 亿元。

整体来看，作为国家重点支持的 12 家全国性水泥生产企业之一，公司具有较强的区域竞争优势以及成本控制能力，且通过重组并购等方式增强市场竞争力及丰富产业布局，整体收入规模和盈利能力得到提升，抗风险能力进一步增强。此外，公司资产规模和自有资本实力保持增长，整体偿债能力极强。

## 结 论

综上，中诚信证评评定北京金隅集团股份有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；评定“北京金隅集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为**AAA**。

## 关于北京金隅集团股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

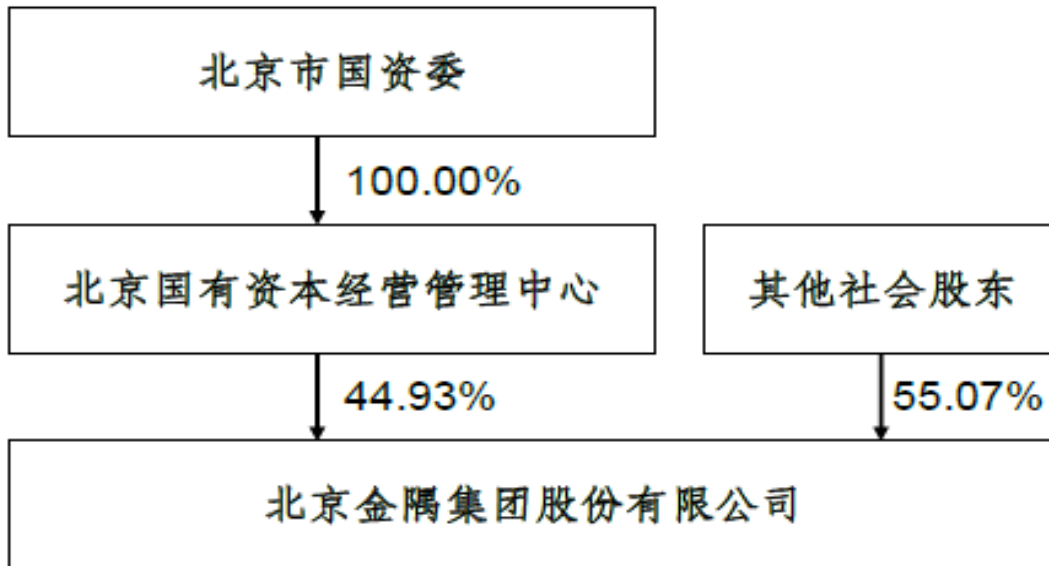
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

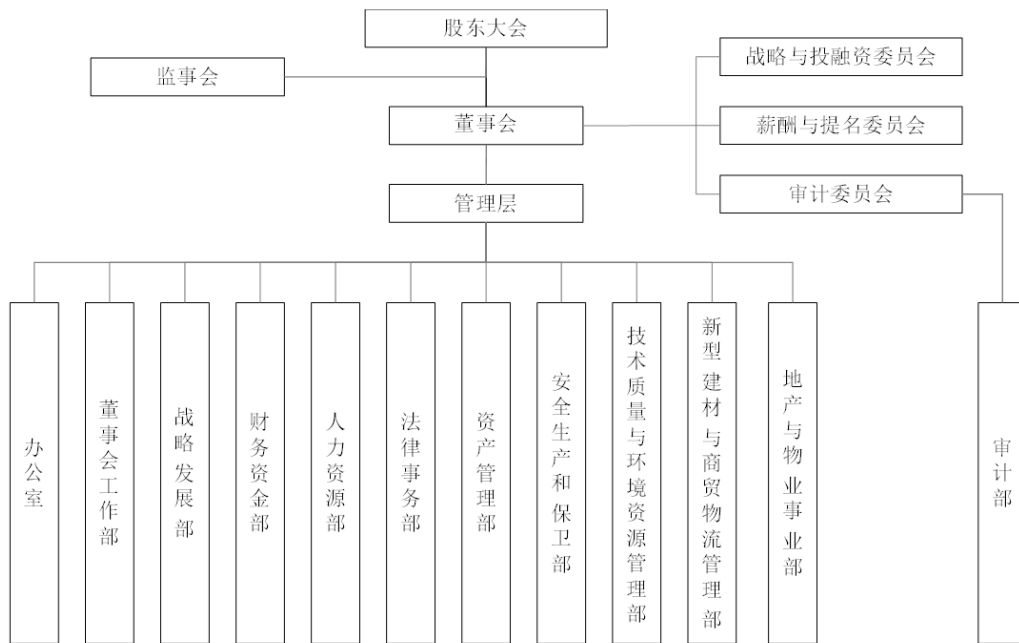
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：北京金隅集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

附二：北京金隅集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

**附三：北京金隅集团股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金	1,836,988.07	2,801,021.11	1,790,384.71	1,768,069.12
应收账款净额	688,206.85	888,991.26	768,618.21	858,755.60
存货净额	5,400,718.72	6,411,123.49	9,864,971.68	10,333,385.55
流动资产	8,933,563.27	11,947,872.54	14,358,926.24	15,387,111.39
长期投资	91,006.07	473,199.94	507,282.71	468,734.59
固定资产（合计）	3,384,244.33	6,502,750.21	6,431,683.74	6,845,492.51
总资产	13,074,670.43	20,839,711.69	23,220,748.21	25,415,386.34
短期债务	2,714,997.90	4,423,847.60	5,009,432.52	5,858,355.37
长期债务	1,890,765.43	4,310,797.30	4,474,664.02	4,972,197.37
总债务	4,605,763.33	8,734,644.90	9,484,096.54	10,830,552.74
总负债	8,856,482.99	14,548,760.61	16,228,967.22	17,781,449.06
所有者权益（含少数股东权益）	4,218,187.44	6,290,951.08	6,991,780.99	7,633,937.29
营业总收入	4,092,534.09	4,773,877.27	6,367,833.09	3,536,539.33
三费前利润	822,085.81	962,588.11	1,420,313.09	877,691.33
投资收益	-1,762.51	64,152.80	33,683.73	23,245.77
净利润	195,106.78	269,034.78	295,034.87	292,774.32
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	598,304.20	753,432.62	1,148,388.60	731,690.82
经营活动产生现金净流量	-65,263.57	350,374.98	-1,185,452.38	-363,859.82
投资活动产生现金净流量	-140,701.01	-402,500.18	-69,958.90	-673,831.50
筹资活动产生现金净流量	679,553.75	737,302.75	732,803.25	915,670.83
现金及现金等价物净增加额	473,384.93	689,719.77	-519,669.57	-123,771.64
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	25.41	23.45	25.19	27.80
所有者权益收益率（%）	4.63	4.28	4.22	7.67*
EBITDA/营业总收入（%）	14.62	15.78	18.03	20.69
速动比率（X）	0.54	0.58	0.41	0.44
经营活动净现金/总债务（X）	-0.01	0.04	-0.12	-0.07*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.02	0.08	-0.24	-0.12*
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.27	1.21	-2.61	-1.50
EBITDA 利息倍数（X）	2.49	2.61	2.53	3.02
总债务/EBITDA（X）	7.70	11.59	8.26	7.40*
资产负债率（%）	67.74	69.81	69.89	69.96
总资本化比率（%）	52.20	58.13	57.56	58.66
长期资本化比率（%）	30.95	40.66	39.02	39.44

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2018 年半年度财务指标中带“\*”的为年化指标；3、中诚信证评进行相关财务指标计算时将“短期融资券”和“长期应付款”中的有息债务分别调整计入“短期债务”和“长期债务”。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)



## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



# 营业执照

发行使用

统一社会信用代码 91310118134618359H  
证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 上海市青浦区工业园区翔工业区7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。  
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

仅供北京金隅集团股份有限公司2019年面向合格投资者发行公司债券



登记机关

2017年11月15日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



陈小中, 证件号码:330482198410030317, 于2015年05月17日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn核实信息

201505332021876033



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



陈小中, 证件号码:330482198410030317, 于2015年06月07日参加证券投资分析考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn核实信息

201506332282899033



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



梅楚霖，证件号码:33022619880918448X，于2011年06月11日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2011063306205401



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



梅楚霖，证件号码:33022619880918448X，于2015年03月29日参加证券投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201504331742461033

