



跟踪评级公告

大公报 SD【2018】055 号

大公国际资信评估有限公司通过对北京金隅集团股份有限公司及“13 金隅 MTN001”、“14 金隅 MTN001”、“14 金隅 MTN002”、“15 金隅 MTN001”、“16 金隅 MTN001”、“16 金隅 MTN002”、“17 金隅 MTN001”、“17 金隅 MTN002”、“18 金隅 MTN001”、“2016 年公司债券（第一期）（16 金隅 01、16 金隅 02）”、“2017 年公司债券（第一期）（17 金隅 01、17 金隅 02）”的信用状况进行跟踪评级，确定北京金隅集团股份有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“13 金隅 MTN001”、“14 金隅 MTN001”、“14 金隅 MTN002”、“15 金隅 MTN001”、“16 金隅 MTN001”、“16 金隅 MTN002”、“17 金隅 MTN001”、“17 金隅 MTN002”、“18 金隅 MTN001”、“2016 年公司债券（第一期）（16 金隅 01、16 金隅 02）”、“2017 年公司债券（第一期）（17 金隅 01、17 金隅 02）”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年四月二十日



北京金隅集团股份有限公司主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2018】055 号

主体信用

 跟踪评级结果：**AAA** 评级展望：**稳定**

 上次评级结果：**AAA** 评级展望：**稳定**

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017	2016	2015
总资产	2,322.07	2,083.97	1,307.47
所有者权益	699.18	629.10	421.82
营业收入	636.78	477.39	409.25
利润总额	40.57	36.77	31.83
经营性净现金流	-118.55	35.04	-6.53
资产负债率 (%)	69.89	69.81	67.74
债务资本比率 (%)	60.34	59.66	52.50
毛利率 (%)	25.19	23.45	25.41
总资产报酬率 (%)	3.10	2.57	3.43
净资产收益率 (%)	4.22	4.28	4.63
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-2.61	1.21	-0.27
经营性净现金流/总负债 (%)	-7.70	2.99	-0.78

注：公司 2016 年利润表数据采用 2017 年追溯调整后的数据。

债项信用

债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
13 金隅 MTN001	15	5	AAA	AAA	2017.04
14 金隅 MTN001	20	5	AAA	AAA	2017.04
14 金隅 MTN002	15	5	AAA	AAA	2017.04
15 金隅 MTN001	10	5(5+N)	AAA	AAA	2017.04
16 金隅 MTN001	20	5(5+N)	AAA	AAA	2017.04
16 金隅 MTN002	20	5(5+N)	AAA	AAA	2017.04
17 金隅 MTN001	25	5(5+N)	AAA	AAA	2017.07
17 金隅 MTN002	25	5(5+N)	AAA	AAA	2017.10
18 金隅 MTN001	20	5	AAA	AAA	2017.12
16 金隅 01	32	5(3+2)	AAA	AAA	2017.04
16 金隅 02	18	7(5+2)	AAA	AAA	2017.04
17 金隅 01	35	5(3+2)	AAA	AAA	2017.05
17 金隅 02	5	7(5+2)	AAA	AAA	2017.05

跟踪评级观点

北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”或“公司”）主要从事建材制造、房地产开发和物业管理等业务。评级结果反映了公司产业链规模优势及协同效应继续增强，行业地位及市场占有率进一步提升，雄安新区基建项目推进可继续促进公司水泥销量提升，公司依然具有品牌、规模和技术优势以及融资能力仍然很强等有利因素；同时也反映了房地产行业发展仍存在不确定性，有息债务规模较大以及公司与冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）战略重组后在经营管理方面依然存在一定挑战等不利因素。

综合分析，大公对公司“13 金隅 MTN001”、“14 金隅 MTN001”、“14 金隅 MTN002”、“15 金隅 MTN001”、“16 金隅 MTN001”、“16 金隅 MTN002”、“17 金隅 MTN001”、“17 金隅 MTN002”、“18 金隅 MTN001”、“2016 年公司债券(第一期)(16 金隅 01、16 金隅 02)”、“2017

评级小组负责人：肖尧
 评级小组成员：韩光明 徐梦琪
 联系电话：010-51087768
 客服电话：4008-84-4008
 传真：010-84583355
 Email：rating@dagongcredit.com

年公司债券（第一期）（17 金隅 01、17 金隅 02）”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 随着对冀东集团战略重组的完成，公司各业务板块纵向一体化产业链规模优势及协同效应继续增强；
- 重组完成后，公司熟料和水泥产能及产量均得到较大提升，行业地位及市场占有率进一步提升；
- 雄安新区基建项目的推进，将可以继续促进公司水泥销量的提升；
- 公司是京津冀地区主要的新型建筑材料生产商，产品依然具有一定的品牌、规模和技术优势；
- 公司多次发行债务融资工具，股权融资渠道较通畅，仍然拥有很强的融资能力。

不利因素

- 房地产行业未来发展受政策调控因素影响较大，仍面临结构性调整压力，存在一定的不确定性；
- 冀东集团资产负债率仍较高且 2017 年净利润继续为负，公司战略重组后在经营管理方面依然存在一定挑战；
- 公司有息债务规模较大，仍然面临一定短期偿债压力。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的北京金隅集团股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

金隅集团成立于2005年12月22日，初始注册资本为18.00亿元。2008年7月，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”）及商务部批准，公司进行了增资扩股及股权调整，注册资本增加至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的公司7.60%的股权转让给北京金隅集团有限责任公司（2017年12月更名为北京金隅资产经营管理有限责任公司，以下简称“金隅资管”）。2009年8月，公司在香港联交所实现整体上市（证券代码：2009.HK），新增注册资本10.73亿元。2011年3月，公司在上海证券交易所上市（证券代码：601992.SH）。2015年12月，公司以8.48元/股的价格向包括公司控股股东金隅资管在内的8名投资者发行A股股票554,245,283股；2016年10月，根据北京市国资委《关于无偿划转北京金隅股份有限公司44.93%国有股权的通知》，金隅资管拟将其持有公司的全部国有股份无偿划转至北京国有资本经营管理中心（以下简称“北京国管中心”）。2016年12月，公司国有股权无偿划转过户手续已办理完毕，北京国管中心直接持有公司4,797,357,572股股份，占公司总股本的44.93%，北京国管中心及其一致行动人合计持有公司4,903,106,674股股份，占公司总股本的45.92%；金隅资管不再持有公司股份，北京国管中心成为公司控股股东。北京市国资委全资持有北京国管中心，公司的实际控制人为北京市国资委。截至2017年末，公司注册资本106.78亿元，控股股东北京国管中心直接加间接合计持有公司45.92%股权，北京市国资委为公司实际控制人。

2017年12月16日，公司发布公告称将中文名称由“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”；2017年12月23日，公司发布公告称已完成名称变更；2018年1月16日，公司发布公告称证券简称于2018年1月19日起由“金隅股份”变更为“金隅集团”，证券代码保持不变。2018年2月1日，公司发布《关于股东减持股份计划的公告》称，股东北京京国发股权投资基金（有限合伙）（以下简称“京国发基金”）计划自公告披露15个交易日后的6个月内以集中竞价、大宗交易等方式，减持公司股份不超过10,575万股。2018年4月17日，公司发布《股东减持股份进展公告》称，截止公告披露日，京国发基金通过上海证券交易所集中竞价及大宗交易方式减持公司52,874,602股股份，占公司总股本0.495%，减持数量已过半；其

中截至 2018 年 3 月 27 日，减持数量为 46,704,902 股，未超过其持股数量的 50%。京国发基金为公司控股股东北京国管中心的一致行动人，截至 2018 年 4 月 17 日，北京国管中心直接加间接合计持有公司 45.42% 股权。

2017 年 11 月 20 日，冀东水泥发布《重大资产重组停牌公告》称，因外部环境发生变化，为尽快解决冀东水泥与公司同业竞争问题，冀东水泥拟对原方案进行重大调整，预计调整后的重组方案对冀东水泥仍然构成重大资产重组。2017 年 12 月 18 日，冀东水泥发布公告称，交易方式初步确定为公司拟以部分水泥企业股权出资，冀东水泥拟以所持有的部分水泥企业股权及资产出资，双方共同组建合资公司，冀东水泥拥有合资公司控股权。2018 年 1 月 18 日，冀东水泥发布关于收到《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》的公告称，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）决定终止对《唐山冀东水泥股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易》行政许可申请的审查，冀东水泥及公司正在按照《上市公司重大资产重组管理办法》及其他有关规定继续推进调整后的重大资产重组方案，各项工作正在有序进行中，待调整后的重大资产重组方案履行相关审议程序后上报中国证监会。

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，公司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。合资公司组建后，公司持有合资公司 47.09% 股权，冀东水泥持有合资公司 52.91% 股权并拥有合资公司控股权。同时，为有效解决冀东水泥与公司之间的同业竞争，冀东水泥与公司签订《股权托管协议》，公司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；冀东水泥与公司签订《关于避免同业竞争的协议》，对公司避免与冀东水泥之间发生同业竞争的相关安排进行了约定。此外，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或冀东水泥。2018 年 2 月 26 日，北京市国资委对公司与冀东水泥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，公司收到香港联交所关于本次交易的批准函，同意公司进行本次交易。2018 年 3 月 30 日，冀东水泥收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》，中国证监会认为冀东水泥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。截至本报告出具日，此次重大资产重组事项仍在推进之中。

公司是开展水泥和新型建材制造、保障性住房与商品房开发、物业投资与资产管理等业务的大型综合性企业。公司各板块相互支撑，

协调发展，形成了较强的竞争能力，其中水泥、新型建材、房地产等业务已经具备较强的区域竞争优势。截至 2017 年末，公司共有全资、控股子公司 362 家，其中二级子公司共 72 家。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

债券简称	金额	发行期限	募集资金用途	进展情况
13 金隅 MTN001	15	2013. 10. 15~2018. 10. 15	偿还银行贷款、补充流动资金	已按募集资金要求使用
14 金隅 MTN001	20	2014. 10. 16~2019. 10. 16	偿还银行贷款	已按募集资金要求使用
14 金隅 MTN002	15	2014. 11. 18~2019. 11. 18	偿还银行贷款	已按募集资金要求使用
15 金隅 MTN001	10	2015. 10. 16~在公司依照发行条款约定赎回之前长期存续	偿还银行借款	已按募集资金要求使用
16 金隅 MTN001	20	2016. 09. 06~在公司依照发行条款约定赎回之前长期存续	偿还银行借款	已按募集资金要求使用
16 金隅 MTN002	20	2016. 09. 08~在公司依照发行条款约定赎回之前长期存续	偿还银行借款	已按募集资金要求使用
17 金隅 MTN001	25	2017. 10. 12~在公司依照发行条款约定赎回之前长期存续	偿还存量债务、补充营运资金	已按募集资金要求使用
17 金隅 MTN002	25	2017. 11. 07~在公司依照发行条款约定赎回之前长期存续	偿还存量债务	已按募集资金要求使用
18 金隅 MTN001	20	2018. 01. 22~2023. 01. 22	偿还公司本部私募债券	已按募集资金要求使用
16 金隅 01	32	2016. 03. 14~2021. 03. 14	偿还银行贷款、企业债券，补充营运资金	已按募集资金要求使用
16 金隅 02	18	2016. 03. 14~2023. 03. 14	偿还银行贷款、企业债券，补充营运资金	已按募集资金要求使用
17 金隅 01	35	2017. 05. 19~2022. 05. 19	偿还银行贷款、债券及其他债务融资工具和/或补充流动资金	已按募集资金要求使用
17 金隅 02	5	2017. 05. 19~2024. 05. 19	偿还银行贷款、债券及其他债务融资工具和/或补充流动资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2017年以来我国经济增长表现平稳,主要经济指标处于合理区间,产业结构更趋优化;我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段,随着创新型国家建设的推进和区域协调发展战略的实施,我国经济仍具有保持中高速增长潜力

2017年,我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧,产业结构持续优化,主要经济指标仍处于合理区间。根据国家统计局初步核算数据,2017年,我国实现国内生产总值827,122亿元,同比增长6.9%,增速同比上升0.2个百分点。分产业看,第一产业增加值65,468亿元,比上年增长3.9%;第二产业增加值334,623亿元,比上年增长6.1%;第三产业增加值427,032亿元,比上年增长8.0%,占国内生产总值的比重为51.6%,高于第二产业11.2个百分点,产业结构更趋优化。经济景气度方面,2018年1月,中国制造业PMI终值为51.3%,较上月回落0.3个百分点,仍位于临界点之上。总的来看,2015年以来,国民经济增速趋于稳定,主要经济指标处于合理区间,运行较为平稳,结构调整在加快推进,保持稳中有进的态势,产业结构更趋优化。

从国际形势来看,2017年以来,世界经济整体有所复苏,世界银行于2017年6月将2017年世界经济增长预期由2.4%上调至2.7%,但全球经济仍面临下行风险,处在危机后的深度调整之中。在宏观经济方面,美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存,新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制;在金融市场方面,发达经济体政府债务负担有所好转,但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观,此外,全球非金融企业债务水平进一步升高,成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日,特朗普当选美国总统,继英国脱欧之后,美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。2017年12月,美联储实施了年内第三次加息,将联邦基金利率目标区间上调25个基点到1.25%至1.5%的水平,美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力,同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言,2017年以来,世界经济有所复苏,但仍存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2015年以来,央行延续之前稳健的货币政策基调,更加注重松紧适度,适度预调微调。2015年内多次降息、降准,有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性,改善社会融资结构,同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策,不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015年11月3日,国家发布“十三五”规划建议稿,建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念,这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展

着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年10月，中国共产党第十九次全国代表大会在北京举行，会议明确了“中国特色社会主义进入了新时代，这是我国发展新的历史方位”，同时基于对“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”这一我国当前社会主要矛盾的判断，提出了“把提高供给体系质量作为主攻方向、加快建设创新型国家、实施乡村振兴战略、实施区域协调发展战略以及加快完善社会主义市场经济”的具体解决措施，这意味着我国政府的工作重心由过往的稳增长转变为优化经济结构、转换增长动力。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，当前我国仍面临着产业结构失衡、区域经济差异较大等问题，但随着创新型国家建设的推进，我国经济结构中高附加值服务业、高附加值制造业的比重将不断提升，而区域协调发展战略的落实也将进一步提升我国的整体消费需求，这些都将成为我国经济注入新的增长活力。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

● 建材

我国水泥行业产能过剩普遍存在，国内新增产能持续下降；国家加大落后产能淘汰力度，鼓励企业兼并重组，提升市场集中度，大型水泥企业区域控制能力进一步加强

水泥作为基础性的建材产品之一，广泛应用于建筑工程。我国已成为世界上水泥第一大生产和消费国，我国产量约占全球总产量的70%，人均消费1.7吨水泥。根据中国水泥网初步统计，截至2016年末，全国新型干法水泥生产线累计1,769条，设计熟料产能达18.3亿吨，实际年熟料产能超过20亿吨，累计产能同比增长1%。分区域看，新点火产能主要集中在湖北、广东、云南，合计能力占全国三分之二，多数为产能置换项目；从规模来看，日产5,000吨以上14条，日产2,500吨5条；分集团企业看，产能有接近50%集中在华润水泥控股有限公司、中国建材集团有限公司和安徽海螺水泥股份有限公司。从实际生产运行来看，2015年，全国累计水泥产量23.5亿吨，同比下滑4.9%，其中东北、华北地区分别下滑21.1%和14.4%；2016年，水泥产量有所回升，全国累计水泥产量为24.0亿吨，同比增长2.5%；2017年，全国累计水泥产量为23.2亿吨，同比降低0.2%，整体趋于稳定。

我国水泥行业快速扩张造成了严重的产能过剩，2006~2012年的7年中，在地方政府上项目以及一些企业非理性投资行为的推动下，我国水泥项目投资过热，年增长率高达21%，直至2013年增速才有所回

落。水泥行业的产能严重过剩造成了过多无效投资和大量的资源浪费，与此同时，下游受房地产市场下行以及基建项目需求下降影响，水泥行业利润增长放缓，行业利润增长波动加大，水泥行业面临供给端和需求端的双重挤压。根据国家统计局数据，2015年，水泥行业利润总额为329.7亿元，较2014年下降58%，行业企业亏损面约为35%；2016年以来，随着供给侧改革的深入，水泥行业去产能政策得到较好的落实，行业利润水平有所回升，2016年及2017年，水泥行业分别实现利润518.0亿元和887.0亿元，同比分别增长55%和94%。

2015年全国水泥产量自2000年以来首次出现负增长，水泥行业已经进入平台期。但由于近年来我国水泥投资一直处于高位，水泥产能过剩较为严重，行业竞争较为激烈，因此自2009年9月以来，有关控制水泥产能过快增长的政策密集出台。2013年10月15日，国务院印发了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（以下简称“意见”），这是继发改委和工信部出台《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》后，再次出台关于抑制水泥等过剩行业产能的文件，显示出国家整理产能过剩的力度在不断加强，此次政策的出台有利于遏制产能扩张，并提高行业集中度，对行业内大型企业发展形成利好，而部分小规模低标号水泥生产企业则面临较大政策风险。2013年12月27日，环保部会同国家质检总局发布了《水泥工业大气污染物排放标准》，环保新政的实施，使水泥行业龙头企业获得的更多兼并重组机会，进而促进行业产业升级，淘汰落后产能，提高行业集中度。2014年3月10日，国家发展改革委会同环境保护部、工业和信息化部发布了《水泥行业清洁生产评价指标体系》，并于2014年4月1日起施行。2014年12月10日，国家标准化委员会公布关于批准发布GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第2号修改单的公告，取消32.5复合硅酸盐水泥，并将于2015年12月1日起正式实施。低标水泥取消将增加熟料的消费量，对龙头企业提升市场份额、强化区域控制力将有明显促进作用，将是化解产能过剩的又一重要措施。2015年4月，工业和信息化部发布《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，称需继续做好产能等量或减量置换工作，严禁钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃行业新增产能。2016年1月，国家发展改革委与工业和信息化部联合下发《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，称自2016年1月起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。据行业相关部门预计，水泥行业阶梯电价政策的实施将促使约10%左右产能的水泥生产线达不到能耗要求被淘汰，对促进化解水泥行业过剩产能将起到一定作用。

同时，在供给侧改革的大环境下，水泥行业去产能化逐步深入。2016年5月，国务院办公厅印发《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，提出的目标包括：到2020年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；建材工业效益好转，

水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。2017年12月，中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，提出了三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%；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。整体来看，政府出台的一系列政策仍以遏制产能扩张，化解产能过剩为主，来推动水泥及建材工业的转型升级，提升行业的整体市场竞争力。2014年以来，随着国家一系列政策的实施，水泥新增产能逐年下降，产能得到一定的限制，其中2015年全国新增水泥熟料产能4,712万吨，同比减少2,319万吨，下降幅度为32.98%。2016年全国新点火水泥熟料生产线共有19条，合计年度新点火熟料产能2,558万吨，较2014年减少2,163万吨，降幅为46%，已连续四年呈递减走势。但固定资产投资额增长率逐年下降，面对下游市场低迷的情况，我国水泥行业仍存在产能过剩压力，新型干法水泥熟料生产线的增加使得国内水泥行业产能利用率继续下降。国家发改委等部门针对水泥行业发布的多份产业政策和规划，为大型水泥企业及各大区域水泥龙头企业的发展提供了有利条件。

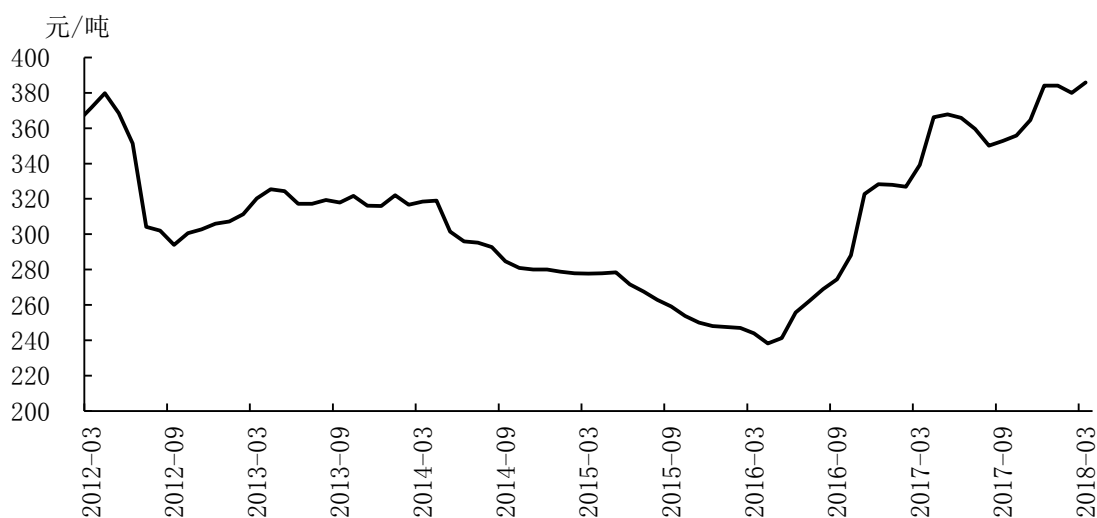


图1 2012年3月~2018年3月华北地区P.O 42.5水泥月均价

数据来源: Wind

随着供给侧推进，行业去产能加速，行业整体供需关系有所改善，水泥行业向下游转嫁成本能力提高。2017年以来，水泥产品平均售价保持稳定增长，2017年12月29日，华北地区普通硅酸盐水泥P.O42.5售价为384.00元/吨，较年初增长17.07%。在产能过剩、环保要求上升的背景下，国家进一步鼓励水泥行业整合，为大型水泥企业及各大区域水泥龙头企业的发展提供了有利条件。2016年以来，国家继续化

解过剩产能和淘汰落后产能，严控行业新增产能，提高行业集中度，促进产业转移和重大布局优化。2016年，“两材”合并及金隅集团和冀东集团战略重组的完成，对化解产能过剩，推动区域性资源整合具有重大的意义，也标志着供给侧改革进入实质性阶段。预计行业集中度将进一步提高，产能结构逐渐优化。

我国新型建材行业集中度不高；随着节能环保和低碳经济的要求，新型建材行业将得到快速发展

新型建筑材料是区别于传统的砖瓦、灰砂石等建材的建筑材料新品种。我国新型建材工业的起步相对较晚，虽已具备了相当的规模和较为齐全的品种，但生产企业众多，生产能力较分散，行业集中度仍然不高。

发展新型建材是实施节能环保和低碳经济的要求。根据住房和城乡建设部的统计，我国建筑相关行业在全社会能耗中占比达25%以上，和发达国家比差距较大。新型建材由于其轻质、低能耗、施工便利等特点，将得到快速发展。

● 房地产

国内房地产行业开始步入调整期，市场回暖使得库存压力得到一定释放，但市场分化日益明显，房企面临结构性调整压力；随着房地产销售市场及土拍市场热度持续攀升，不同城市因城施策，全国多个城市出台限购限贷等紧缩调控政策

房地产作为强周期行业，同时也是我国经济发展的支柱产业，且出于改善民生促进社会和谐稳定的考虑，住宅地产是国家宏观调控的重点领域，商业地产受房地产调控政策影响相对较小。从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构及土地供给等多方面，经济政策与行政指导相配合，基本以规范供给、调节需求为基调。

中国城镇化建设的推进使得国内房地产行业的市场化速度逐步加快。城镇化进程促进了人口结构的转换，刺激了房地产的消费性需求、生产性需求和投资需求快速增长。根据政府的发展规划，中国城镇化率将在2020年达到60%，2030年达到70%。城镇化水平的持续提升，将为房地产行业提供巨大的发展空间。2014年上半年，随着国内宏观经济增速下滑及调控政策的持续，房地产市场景气度明显下降，库存问题凸显。地方政府控制土地推出节奏，新入市土地大幅下降；同时，房地产企业以去库存为主要经营目标，开发新项目意愿普遍不强，商品房新开工面积显著缩小，开发投资增速快速回落。2015年，我国全年完成房地产开发投资95,978.9亿元，同比增长1.0%，增速同比下滑9.5个百分点，2016年房地产投资有所回暖，全年完成开发投资额102,580.6亿元，同比名义增长6.9%。2014年以来，国内房地产行业

长期繁荣期结束，开始步入调整期。

2015年以来，国内宏观经济下行压力仍然较大，但政策宽松效果逐步显现，商品房销售主要指标有所回升。销售量方面，经过春节时期的交易低迷之后，商品房销售规模增速明显加快。2015年，国内完成商品房销售面积12.8亿平方米，同比增长6.5%；商品房销售额87,280.8亿元，同比增长14.4%；2016年，国内完成商品房销售面积15.7亿平方米，同比增长22.5%；商品房销售额117,627.1亿元，同比增长34.8%；价格方面，随着行情的逐步好转，房地产企业一手房价格288指数止跌回稳。随着交易量的提升和价格企稳，国房景气指数自2015年7月起有所回升，由2015年6月的92.63增至2017年12月的101.72。2016年以来，受房地产市场销量及价格不断攀升、土拍市场过热影响，2016年9月至10月初，全国二十余城市先后发布新一轮楼市调控政策，多地重启限购限贷，此轮调控具有限购范围大、首付比例大幅提升、购房者门槛显著提高的特点。2017年9月起，厦门、桂林、无锡、东莞、西安、重庆、南昌、南宁、长沙、贵阳、石家庄、武汉等多个城市先后加码调控措施，其中以限售者居多，而厦门、无锡、东莞、西安等城市在2017年上半年已先后限售，截至2017年9月末，全国限售城市扩大到了47个。此外，受环一线城市房价上涨较快的影响，一线周边县市及省内热点城市，如环北京的河北涿州、沧州、保定市涞水县、张家口市崇礼区开始限购，廊坊市扩大限购范围，环上海的嘉兴、嘉善县升级限购限贷力度，环深圳的佛山限购升级，中山也重启限购，南京周边的句容、福州周边的连江县等均实施限购政策。随着热点城市调控政策的加大和购房意愿的下降，预计未来房地产行业投资及销售热度将有所回落，市场趋于理性。

2015年4月以来，新政策使得销售规模出现明显回升，房地产市场供需两端的调整使得库存压力得到了一定释放，70个大中城市新建住宅价格环比增速持续提升。2016年10月，因紧缩调控政策出台，新建住宅价格指数于顶部开始大幅下滑。

从城市分类来看，一、二线城市对房地产市场政策较为敏感，政策刺激对三线及以下城市房地产市场的效果一般。2013年以来，长期的调控政策使得一、二线城市商品房价格增速快速回落，而房地产支持政策的出台释放了较大的需求，一、二线城市，尤其是一线城市商品房价格快速回升。2015年3月以来，一线城市商品房销售量明显增长，价格环比增速均高于2%，随着大型房地产企业积极进入，一线房地产市场将呈现量价齐升的态势；二线城市价格小幅上升，库存压力亦得到有效释放；而三线及以下城市价格则呈现小幅的波动，仍面临较大的去库存压力。2016年一季度，70个大中城市新建住宅价格持续攀升，市场成交持续向好，库存压力得到有效释放；2016年4月以来，一方面一线及热点二线城市因城施策，出台收紧政策，另一方面部分压力较大的城市仍继续出台上调公积金贷款额度，提供购房补贴等刺激政策，因此一线城市房价再次进入调整，二线城市价格增速有所放

缓。三线及以下城市价格则呈现小幅的波动，房地产利好政策对三线及以下城市刺激有效性一般，区域仍面临较大的去库存压力。2016年10月以来，一、二线等热点城市调控政策不断收紧，限购限贷力度及各项监管措施陆续出台，房价走势明显放缓，三线城市房价较为稳定。根据易居研究院数据，2016年12月，一、二、三线35个城市新建商品住宅存销比分别为7.2个月、8.6个月和12.4个月，环比数据显示一二线城市去化速度略有加快，三线城市存销比回落的速度明显加快，与2016年房地产市场交易持续向好的态势有关。2017年8月，三线城市调控政策陆续出台后，价格同比随之开始下滑。

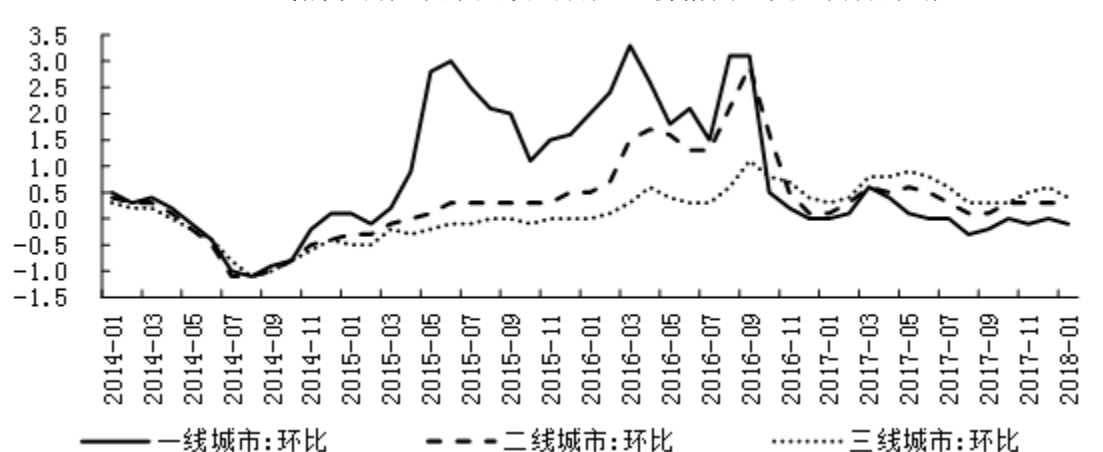


图2 2014年1月~2018年1月我国70个大中城市新建住宅价格指数环比情况（单位：%）

数据来源：Wind

因此，本轮房地产市场的回暖主要源自于一、二线城市的拉动，区域房地产市场分化更为显著；一、二线城市市场逐步向好，而三线及以下城市的高库存问题仍然较为严峻。

从行业竞争格局来看，我国从事房地产开发业务的企业主要来自大陆境内和港澳地区，竞争要素包括土地储备、财务实力、品牌知名度、产品价格与质量、售后服务品质以及其他资源等方面。为了在激烈竞争中争夺市场份额，大型成熟的开发商均已建立了各自不同的产品类型和品牌，通过市场地位划分吸引不同目标客户群体，因此，准确的市场预判与产品定位成为了决定项目吸引力的主要因素。

北京市经济保持较快发展；京津冀协同发展及雄安新区的设立将为京津冀地区带来更大的可持续发展空间

北京市综合经济实力保持在全国前列。2017年，北京市实现地区生产总值28,000.4亿元，同比增长6.7%，其中第一产业增加值120.5亿元，同比下降6.2%；第二产业增加值5,310.6亿元，同比增长4.6%；第三产业增加值22,569.3亿元，同比增长7.3%。凭借首都的区位优势以及资源积累，北京市吸引了国内外众多大型企业，北京经济的较快发展能够为区域内企业提供良好的外部环境。

2015年4月30日，中共中央政治局召开会议，审议通过《京津冀协同发展规划纲要》，指出推动京津冀协同发展是重大国家战略，核心是有序疏解北京非首都功能，将率先在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域取得突破。长期来看，京津冀协同发展将为北京及其周边地区带来更大的可持续发展空间。

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，地处京津冀区域腹地，区位优势明显。雄安新区的设立是京津冀协同发展工作中意向重大的决策部署，对于集中疏解北京非首都功能，调整优化京津冀城市布局 and 空间结构，具有重大的意义。

经营与竞争

公司继续从事建材制造、房地产开发和物业投资管理业务，建材和房地产开发仍然是主要的收入和利润来源；2017年，公司营业收入和毛利率均有所增长

公司继续从事建材制造、房地产开发以及物业投资和资产管理业务，建材和房地产开发仍然是公司收入和利润的主要来源。2017年，受益于水泥产品价格的持续提升，公司营业收入及毛利润同比均有所增长。

分板块来看，2017年，由于水泥及其他新型建材产品价格的提升及合并范围的变化，建材业务收入同比增幅较大，其中水泥与混凝土业务收入同比增加161.75亿元，新型建材业务收入同比增加20.14亿元；受结算面积减少影响，其中商品房结算面积减少10.28万平方米，保障房结算面积同比减少10.49万平方米，使得房地产业务收入同比减少23.69亿元；物业投资与资产管理业务收入继续增长，同比增加5.15亿元。

从毛利率来看，2017年，主要产品销售价格的持续提升，使得水泥与混凝土毛利率同比增长6.86个百分点，新型建材毛利率同比增长0.76个百分点；商品房毛利率同比降低5.45个百分点，主要是2016年商品房收入中包含了14.00亿元的星牌及单店自住型商品房的一级开发收入，此业务毛利率相对较高，而2017年一级开发收入仅为0.06亿元；保障房毛利率同比转正，主要是2016年公司结转的保障房收入中长阳项目达到8.90亿元，但该项目与周边配套商品房按照统一的土地成本进行分摊，使得保障性住房收入及成本出现倒挂，而2017年保障房板块结算的是以前项目的尾盘，因此毛利率转变为正；物业投资与资产管理业务毛利率同比增长5.78个百分点，仍处于较好水平。

表 2 2015~2017 年公司营业收入和毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目		2017 年		2016 年		2015 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入		636.78	100.00	477.39	100.00	409.25	100.00
建材	水泥与混凝土	315.40	49.53	153.65	32.19	108.29	26.46
	新型建材	131.35	20.63	111.21	23.30	103.72	25.34
房地产	保障房开发	1.25	0.20	10.40	2.18	17.77	4.34
	商品房开发	159.55	25.06	174.09	36.47	151.44	37.00
物业投资与资产管理		37.75	5.93	32.60	6.83	26.92	6.58
其他及抵消		-8.52	-1.34	-4.56	-0.96	1.11	0.27
毛利润		160.43	100.00	111.97	100.00	103.99	100.00
建材	水泥与混凝土	86.45	53.89	31.58	28.20	14.44	13.89
	新型建材	11.22	6.99	8.66	7.73	10.08	9.69
房地产	保障性住房	0.14	0.09	-4.31	-3.85	6.13	5.89
	商品房开发	41.70	25.99	55.00	49.12	56.68	54.51
物业投资与资产管理		21.75	13.56	16.90	15.09	16.20	15.58
其他及抵消		-0.83	-0.52	4.14	3.70	0.46	0.44
毛利率		25.19		23.45		25.41	
建材	水泥与混凝土	27.41		20.56		13.33	
	新型建材	8.54		7.78		9.72	
房地产	保障性住房	11.49		-41.37		34.50	
	商品房开发	26.14		31.59		37.43	
物业投资与资产管理		57.62		51.84		60.18	
其他及抵消		-		-		41.44	

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，水泥产品的持续提升及合并范围的变化使得水泥及混凝土业务收入增幅较大，2017 年公司收入及毛利率均出现增长。

完成对冀东集团战略重组之后，公司各业务板块纵向一体化产业链规模优势及协同效应继续增强

根据北京市政府相关政策，公司原控股股东金隅资管将下属位于市区的工厂搬迁至北京周边地区。公司充分利用金隅资管在市区内下属企业搬迁余留用地，进行房地产开发，进而开发高档写字楼项目，并延伸出了物业投资管理板块，形成了建材制造、房地产开发、物业投资管理三大业务板块协调发展的产业格局。公司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。公司已完工房地产开发项目用地部分来自自有厂房搬迁，在北京地区的房地产开发项目所用水泥和混凝土部分为公司生产产品，同时可选用公司生产的新型建材产品。公司注重防范关联交易存在的风险，采用公开招标等方式规范化操作。物业投资管理业务中获得的经验支持了房地产开发的设计和建

设，同时物业投资管理形成的稳定现金流支持水泥和新型建材等业务板块的发展。随着对冀东集团战略重组的完成，公司借助冀东集团水泥、新型建材等产业板块的既有市场占有率和积累的各种资源及优势，进一步延伸目标区域市场，各业务板块纵向一体化产业链规模优势及协同效应继续增强。

● 建材

公司建材制造板块主要包括水泥与混凝土和新型建材业务。

产品 1：水泥和混凝土

公司水泥与混凝土产能布局主要以北京市和河北省为主，主要经营主体包括冀东集团、鹿泉金隅鼎鑫水泥有限公司、赞皇金隅水泥有限责任公司、天津振兴水泥有限公司和北京金隅琉水环保科技有限公司（以下分别简称“鼎鑫水泥”、“赞皇水泥”、“振兴水泥”和“琉水环保”）等。

表 3 2017 年公司水泥与混凝土业务重要经营子公司财务指标情况（单位：%、亿元）

名称	期末持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润
冀东集团	55.00	586.63	75.30	226.63	-0.51
鼎鑫水泥	100.00	31.07	41.05	18.98	2.64
赞皇水泥	100.00	16.68	46.61	7.83	1.37
琉水环保	100.00	13.84	40.66	8.27	0.29
振兴水泥	62.09	10.20	32.07	3.30	-0.01

数据来源：根据公司提供资料整理

公司是国家重点扶持的 12 家大型水泥企业之一，完后对冀东集团的战略重组之后，熟料和水泥产能及产量均得到较大提升；雄安新区基建项目的推进，可以继续促进公司水泥销量的提升

从公司水泥业务生产成本来看，煤炭及电力能源、原材料以及制造费用分别约占 45%、35%和 20%，其中石灰石是生产水泥的重要资源性原材料。截至 2017 年末，公司石灰石总储量达 26.35 亿吨，其中京津冀地区的石灰石总储量近 17 亿吨，资源仍然较为充足，对外依存度相对较低。煤炭采购方面，公司主要供应商为国内大型煤炭生产企业和经贸企业，保持了良好的合作关系；此外，公司通过低温余热发电技术降低了用电成本。

完后对冀东集团的战略重组之后，公司熟料和水泥产能及产量均得到较大提升。截至 2017 年末，公司熟料生产线达到 84 条，主要分布在河北省，其次为陕西省，熟料及水泥产能分别达到 11,141 万吨/年和 17,709 万吨/年。公司生产水泥所用熟料全部自产，同时外销少量熟料。截至 2017 年末，公司混凝土总产能为 7,400 万立方米，2017 年销量为 1,473 万立方米。

表 4 2015~2017 年公司水泥产品的产能产量情况（单位：万吨）

产品	2017 年		2016 年		2015 年	
	年产能	产量	年产能	产量 ¹	年产能	产量
熟料	11,141	7,416	10,943	8,310	3,600	3,053
水泥	17,709	8,847	17,346	10,023	4,550	3,249

数据来源：根据公司提供资料整理

作为国家重点扶持建设的 12 家大型水泥制造企业之一，公司坚持在京津冀地区的战略布局，不断巩固和扩大区域市场的影响力。公司水泥在北京地区有很强的区域优势和很高的市场占有率，并购冀东集团之后，公司水泥销量占北京和华北市场总量的 66%和 59%，其中高标号水泥市场份额占 70%左右。2017 年以来，受下游基础建设投资回暖以及合并后区域协同效应持续提升影响，水泥销售均价继续增长。2017 年，公司水泥及熟料的平均销售价格为 268 元/吨，同比增加 92 元/吨。

表 5 2015~2017 年公司水泥、熟料分区域销量情况（单位：万吨）

区域	2017 年		2016 年 ²		2015 年	
	水泥	熟料	水泥	熟料	水泥	熟料
京津冀	4,500	1,030	5,338	1,065	2,542	627
其他区域	4,343	387	4,699	446	637	120
合计	8,843	1,417	10,037	1,511	3,179	747

数据来源：根据公司提供资料整理

公司销售采取直销为主、分销为辅的渠道模式，其中直销占比约为 70%，供应对象主要为重点基建、房产项目工程和搅拌站等；分销占比约为 30%，供应对象主要为农村等地区经销商。近年来，公司利用自身业务优势，先后中标了京石高铁、南水北调、北京地铁等多个重点项目，市场拓展成效较显著。公司下游客户类型丰富，集中度较低。

作为国家第一批循环经济试点企业之一，公司协同政府创建无垃圾公害城市，打造“资源-产品-废弃物-再生资源”为核心的循环经济模式。公司总结出一整套利用水泥窑协同处废的经验，自主研发和建成运营国内首条利用水泥窑无害化处置工业固体废弃物示范线，拥有年处置 20 余万吨污泥、3 万吨飞灰及 40 余类危险废弃物的资质和能力，负责北京市约 90%的危险废弃物处置工作。截至 2017 年末，公司余热发电装机总量 535.20 兆瓦，可实现年供电约 41.46 亿千瓦时。2017 年，公司通过低温余热发电技术累计发电约 21.20 亿千瓦时，节约电费约 7.26 亿元。

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

¹ 2016 年公司熟料及水泥产量包含了冀东集团全年熟料及水泥产量数据。

² 2016 年公司水泥及熟料销量包含了冀东集团全年水泥及熟料销量数据。

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。公司作为华北地区最大的水泥企业，在雄安新区周边均有产业布局，由于水泥销售方面具有运输半径的限制，雄安新区基础设施建设工程的推进，可以持续平稳的促进公司水泥产品销量的提升。

综合来看，完后对冀东集团的战略重组之后，公司熟料和水泥产能及产量得到较大提升，公司在华北区域市场占有率进一步提高，竞争优势有所增加；雄安新区基建项目的推进，可以继续促进公司水泥销量的提升。预计未来1~2年，公司水泥业务将保持稳定发展。

产品 2：新型建材

公司新型建材板块包括商贸物流和建材生产两部分，主要经营主体有北京金隅商贸有限公司和北京金隅天坛家具股份有限公司（以下分别简称“金隅商贸”和“天坛家具”）等。

名称	期末持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润
金隅商贸	100.00	22.72	64.09	64.07	0.46
天坛家具	100.00	18.20	56.18	8.43	-0.09

数据来源：根据公司提供资料整理

公司是京津冀地区主要的新型建材生产商，产品依然具有一定的品牌、规模和技术优势，在国内市场具有一定的竞争优势；2017 年，公司新型建材业务收入有所增长

公司是京津冀地区主要的新型建材生产商，具备较强的竞争优势。随着公司业务规模的扩大，2017 年，公司新型建材业务收入 131.35 亿元，同比增加 20.14 亿元。公司商贸物流业务涵盖煤炭、钢材、铁矿石及卫浴产品等。公司代理经营陶瓷卫浴品牌涵盖科勒、TOTO、乐家、杜拉维特、汉斯格雅等国际知名品牌，均为一级代理，公司是以上品牌在华北地区最主要的代理商。

公司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 and 耐火材料等，公司是京津冀地区主要的新型建材生产商，保温及耐火产品产销及综合实力位居国内前列。公司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。同时，公司是北京市属唯一从事新型建材制造业的大型国有企业，能够继续得到北京市政府的大力支持。

公司家具及装饰材料产品包括家具、门窗、纤维板、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，总体规模较大。公司“天坛”品牌被国家工商行政管理总局认可为“中国驰名商标”，其木制家具被国家质量监督检验检疫总局认可为“中国名牌产品”。2017 年，公司家具及装饰材料收入继续增长，在国内办公家具市场具有一定竞争优势。

表 7 2015~2017 年公司新型材料主要业务销售收入（单位：亿元）

主要产品	2017 年	2016 年	2015 年
商贸物流	64.77	79.17	70.38
家具及装饰材料	11.18	10.14	9.83
耐火材料	-	-	6.74
墙体保温材料	4.29	3.14	2.56
装饰设计	13.00	13.07	14.21
冀东集团	40.77	10.54	-
内部抵消	-3.66	-4.84	-4.43

数据来源：根据公司提供资料整理

注：2015 年起公司统计口径调整，将商贸物流、家具及装饰材料、墙体保温材料业务中的装饰设计归纳统计，2016 年 10 月起增加冀东集团相应板块；2016 年起耐火材料归入水泥板块统计。

公司的墙体保温材料主要包含加气混凝土，加气混凝土是新型节能墙材的主导产品之一，也是国家多年来一直大力倡导要发展的新型墙体材料。公司是华北地区最大的加气混凝土生产企业，具备较强规模优势。

公司是国内产能最大的耐火材料供应商，也是中国大型耐火材料设计、研发、制造和服务提供商之一。公司拥有不定型耐火材料和定型耐火材料生产线，在国内外有较高的知名度。2015 年以来，由于北京市政府环保要求，公司对部分生产线进行了搬迁、停产，公司耐火材料的产销量受到影响；2016 年起公司将耐火材料归入水泥板块统计。

● 房地产

公司房地产业务仍主要由北京金隅嘉业房地产开发有限公司（以下简称“金隅嘉业”）、北京金隅大成房地产开发有限公司（以下简称“金隅大成”）经营。金隅嘉业和金隅大成均具有房地产开发一级资质。

表 8 2017 年公司房地产业务重要经营子公司财务指标情况（单位：%、亿元）

名称	期末持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润
金隅嘉业	100.00	646.83	88.83	96.84	9.87
金隅大成	100.00	395.04	89.47	43.92	1.53

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产开发依然具有一定的品牌效应和规模优势，2017 年签约销售金额保持增长；土地储备较为充足，具有可持续发展能力

公司房地产业务经营历史较长，是北京地区综合实力较强的房地产开发企业之一，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。公司被国家住建部授予“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。公司开发项目所用的水泥、混凝土、保温材料、涂料、隔墙、加

气块等部分来自公司建材板块子公司，产业协同效应使得公司具备较强的成本优势。公司房地产业务包含保障性住房开发和商品房开发两部分。

表 9 2015~2017 年公司房地产开发情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
销售面积	137.76	117.87	99.17
销售均价	16,904	18,204	14,445
销售金额	232.87	214.57	143.25
新竣工面积	105.06	102.90	154.73
结转面积	94.86	115.63	126.31
其中：商品房	94.25	104.53	106.97
保障性住房	0.61	11.10	19.34

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，公司销售面积及销售金额有所增长，销售均价有所降低；竣工面积略有增长，结转面积均继续减少，主要是由于保障房业务规模继续降低及结转的商品房面积亦有所降低所致。保障房开发方面，公司是北京地区主要的保障性住房（含自住型商品房）开发企业之一，累计开发面积超过 400 万平方米。受益于北京市工厂搬迁，公司保障房开发用地多数来自于其在城区大量旧工业厂区的土地，利润空间相对较高。同时，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。2017 年，公司房地产业务结转面积同比减少，其中商品房结转面积 94.25 万平米，同比降低 9.83%，保障性住房结转面积 0.61 万平方米，同比减少 10.49 万平方米；2017 年，公司合同签约面积 137.76 万平方米，同比增长 16.90%，其中商品房合同签约面积 102.66 万平方米，同比降低 7.10%，保障性住房合同签约面积 35.10 万平方米，同比增加 27.77 万平方米。

公司房地产开发坚持快速周转的方针，重点布局一二线城市，在北京成功取得具有一定规模的商品房项目、保障房项目和自住型商品房项目的开发权，在天津、杭州、南京、成都等地区也获得一批开发用地。公司土地储备资源较为充足，主要分布于重庆、安徽、北京、杭州及海南等地区，截至 2017 年末，占比分别为 33.90%、10.61%、18.81%、3.14%和 4.37%。2017 年，公司新增土地储备 136 万平方米，为房地产板块持续发展提供了较好支撑。2017 年，公司保持着较快的拿地速度，所获取的土地储备主要位于北京、成都、唐山及宁波等地，其中北京地区新增顺义区天竺镇第 22 街区地块（95%权益）、房山区阎村镇 LX14-0602 地块、经济技术开发区河西区 X90R2 及 X90A1 地块及昌平区北七家镇 CP07-0203-0007 地块（49%权益）等土地储备；截至 2017 年末，公司拥有土地储备总面积 846.14 万平方米，其中商品房

793.25 万平方米，保障房 52.89 万平方米（详见附件 3）；截至 2017 年末，公司主要在建房地产项目规划总投资额 597.33 亿元，其中商品房 541.03 亿元，保障性住房 56.30 亿元；拟建房地产项目规划总投资额 217.42 亿元，其中商品房 194.70 亿元，保障性住房 22.72 亿元，未来存在一定的支出压力。

● 物业投资及资产管理

公司物业出租率保持较高水平，出租单价稳中有升，管理物业地理位置仍较为优越；2017 年，物业出租和管理业务收入有所增长，继续为公司带来稳定现金流入

公司物业投资及资产管理项目包括高档写字楼、公寓和住宅小区、停车场等，项目均立足北京，由下属子公司北京金隅物业管理有限责任公司（以下简称“金隅物业”）承担，金隅物业拥有由建设部颁发的国家物业管理一级资质。

公司投资性物业大厦主要包括环贸一、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 年末，公司上述主要投资性物业大厦的总面积为 71.60 万平方米，可出租面积为 61.00 万平方米，已出租面积 54.30 万平方米，综合平均出租率约为 89%，综合平均出租单价 8.2 元/平方米/天。2017 年以来，公司主要投资性物业大厦的出租率仍保持较高水平，主要写字楼大厦的新租或续租的出租单价均稳中有升。

公司现有高档物业管理面积超过 100 万平方米，主要分布在北京的长椿街、西直门、安贞桥等地段，地理位置优越；中低档物业管理面积较大，其中住宅小区物业约 360 万平方米，自管宿舍区约 80 万平方米。出租和物业收入的平稳增长，为公司带来了稳定的现金流入。2017 年，公司物业投资及管理板块实现营业收入 37.75 亿元，同比增长 15.80%。

公司治理与管理

金隅集团成立于 2005 年 12 月 22 日，截至 2017 年末，公司注册资本 106.78 亿元，控股股东北京国管中心直接加间接合计持有公司 45.92% 股权，北京市国资委为公司实际控制人。

公司建立了较为完善的治理结构，权力机构、决策机构、监督机构及经营管理层之间权责明确，运作规范。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、香港联交所有关法律法规的要求，设立股东大会、董事会和监事会，规范运作，强化内部管理，加强信息披露，确保公司经营管理有效运行。

公司未来的发展战略致力于加强产业链的整合和运作，发展核心业务板块，并在北京及环渤海地区进行扩张，提高品牌知名度。水泥

板块，面对区域产能过剩、市场需求不振、资源及环境约束严厉等挑战，公司以降低生产成本为核心，通过统一招标采购以及强化循环经济和环保产业发展优势等措施降本增效；新型建材方面，公司坚持新型建材园区发展模式，加快商贸物流业务发展；房地产方面，公司将加强对政策信息预判及把握能力，实现稳健可持续发展。公司河北大厂金隅现代工业园区项目、北京房山窦店循环经济园区改造项目以及北京大兴黄村金隅国际物流园区项目建设逐步推进，园区化集中生产模式基本形成，产业协同效应将逐步显现。

公司完成与冀东集团的战略重组，有效提高了区域水泥的集中度，水泥与混凝土业务经营规模得到扩大，在华北地区市场占有率进一步提高；但冀东集团资产负债率仍较高且 2017 年净利润继续为负，使公司在重组后的经营管理方面依然存在一定挑战

公司于 2016 年 10 月 9 日（章程修订日）开始拥有对冀东集团的实质控制权，持有冀东集团 55% 的股权，成为其控股股东。冀东集团是 2006 年《关于公布国家重点支持水泥产业结构调整大型企业（集团）名单的通知》（发改运行【2006】3001 号）确定的 12 家全国性大型水泥企业之一，主营业务为水泥及混凝土生产销售，销售区域以华北、东北和西北地区为主。

2015 年，区域内水泥产能过剩，下游需求不足，供需矛盾进一步扩大，冀东集团出现重大亏损。2016 年以来，受战略重组及水泥需求有所回暖影响，区域整合效应及水泥销售价格有所回升，2017 年，冀东集团同比亏损幅度继续降低，冀东水泥 2017 年全年净利润为 1.31 亿元，实现扭亏；但冀东集团及冀东水泥资产负债率处于较高水平，整体债务负担较大，且冀东集团 2017 年净利润继续为负。

表 10 2015~2017 年冀东集团主要财务指标（单位：亿元、%）

指标	2017 年	2016 年	2015 年
期末总资产	586.63	598.48	596.54
期末资产负债率	75.30	75.41	82.52
营业收入	226.63	172.47	179.98
营业利润	-0.70	-19.69	-43.72
净利润	-0.51	-14.47	-45.28
经营性净现金流	30.47	26.51	12.89

数据来源：根据公司提供资料整理

本次战略重组顺应了京津冀协同发展国家战略和供给侧结构性改革政策导向，有效提高了京津冀地区熟料和水泥的集中度，规范了区域水泥业务市场秩序，重组完成后公司水泥产能大幅增加，经营规模得到扩大，在华北地区市场占有率进一步提高。但公司能否在企业文化、管理模式、技术研发、销售渠道及客户资源等方面与冀东集团进行融合，能否完全承接其存续债务以及能否通过整合对冀东集团实施

有效管理均存在一定的不确定性，使公司在重组后的经营管理方面依然存在一定挑战。

公司主业涉及建材、房地产和物业投资管理三大板块，业务板块关联性较强，依然具有协同效应。公司发展获得北京市政府的大力支持，是北京地区大型水泥和新型建材生产企业，是北京主要的保障性住房开发企业之一，仍然具有很强的区域竞争优势。完成对冀东集团的战略重组后，公司水泥与混凝土业务经营规模得到扩大，在华北地区市场占有率进一步提高。但公司也面临水泥行业产能过剩、环保压力上升以及房地产行业结构性调整所带来的不确定性等挑战。综合来看，公司抗风险能力极强。

财务分析

公司提供了 2017 年财务报表。安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“安永华明”）对公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年审计报告中关键事项涉及投资性房地产之公允价值和商誉减值，安永华明并对每一关键事项在审计中如何应对进行了描述。

根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）要求，公司在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“资产处置收益”项目，原在“营业外收入”和“营业外支出”的部分非流动资产处置损益，改为在“资产处置收益”中列报；公司相应追溯重述了比较利润表。该会计政策变更对合并及公司净利润无影响。

根据《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号——政府补助〉的通知》（财会[2017]15 号）要求，公司在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目，与企业日常活动相关的政府补助由在“营业外收入”中列报改为在“其他收益”中列报；按照该准则的衔接规定，公司对 2017 年 1 月 1 日前存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日至该准则施行日（2017 年 6 月 12 日）之间新增的政府补助根据本准则进行调整。2017 年度和 2016 年度的“其他收益”、“营业利润”以及“营业外收入”项目列报的内容有所不同，但对 2017 年度和 2016 年度合并及公司净利润无影响。

根据《关于印发〈企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营〉的通知》（财会[2017]13 号）要求，公司在利润表中的“净利润”项目之下新增“持续经营净利润”和“终止经营净利润”项目，分别列示持续经营损益和终止经营损益；按照该准则的衔接规定，公司对 2017 年 5 月 28 日存在的终止经营，采用未来适用法处理。2017 年度和 2016 年度利润表中按经营持续性分类的净利润列报的内容有所不同，但对合并及公司净利润和股东权益无影响。

2017 年，公司依据相关法律法规进行了会计政策变更，并对 2016 年利润表相关数据进行了调整，公司 2016 年利润表数据采用 2017 年

追溯调整后的数据。

资产质量

2017 年末，公司资产规模继续增长，仍以流动资产为主，占比有所提升；受存货规模增加影响，存货周转效率有所降低

2017 年末，公司资产规模继续扩大，同比增长 11.43%，流动资产占比 61.84%，同比增长 4.50 个百分点。

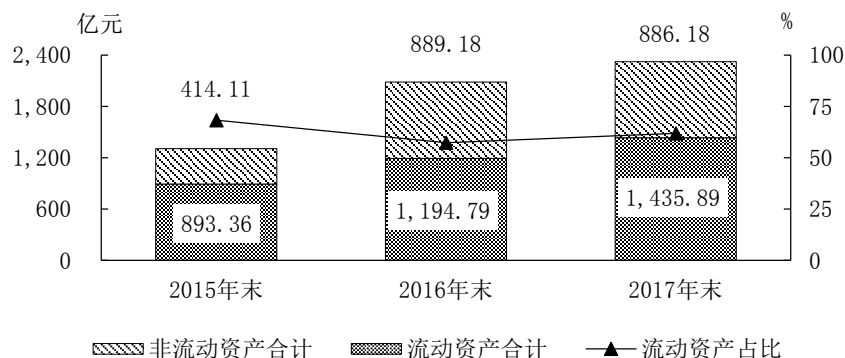


图 3 2015~2017 年末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收票据、应收账款及其他应收款等构成。2017 年末，公司流动资产为 1,435.89 亿元，同比增长 20.18%；其中，存货为 986.50 亿元，同比增长 53.87%，主要是随着土地储备的增加，使得开发成本增加较多所致，存货中开发成本和开发产品分别为 814.75 亿元和 122.38 亿元，公司已累计计提了 3.99 亿元存货跌价准备；货币资金 179.04 亿元，同比降低 36.08%，主要是拿地支出增加所致，受限货币资金为 49.90 亿元，其中房地产预售款受限资金³为 32.45 亿元，财务公司存放中央银行法定准备金为 12.28 亿元；应收票据为 81.82 亿元，同比增加 43.25 亿元，主要是由于公司水泥及预拌混凝土板块销售额增加，应收票据规模亦随之增加，其中银行承兑汇票和商业承兑汇票分别为 69.02 亿元和 12.79 亿元；应收账款 76.86 亿元，同比降低 13.54%，其中前五名单位合计占比为 4.02%，公司本期计提坏账准备 5.50 亿元，累计计提坏账准备 24.21 亿元；其他应收款 58.79 亿元，同比降低 4.08%，主要由单位往来款、应收股权转让款、押金保证金及代垫款项等构成，其中前五名单位合计占比为 16.17%。

³ 房地产开发企业商品房预售资金需全部存入房地产预售资金监管专用账户，保证预售资金优先用于工程建设，使用前需向监管银行提交书面申请，在完成监管的预售项目竣工验收并达到其他规定的条件下，可申请解除资金监管。

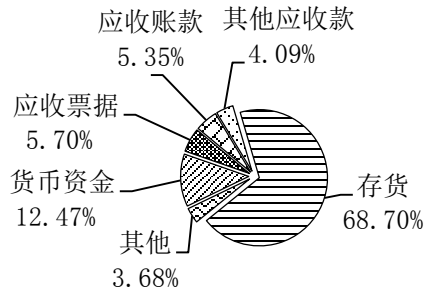


图 4 2017 年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要由固定资产、投资性房地产和无形资产等构成，2017 年末三项合计在非流动资产中占比 81.47%。2017 年末，公司非流动资产 886.18 亿元，同比变化不大；其中，固定资产为 458.95 亿元，同比增长 0.27%，仍由房屋及建筑物、机器设备及运输工具等构成，已累计计提折旧 136.81 亿元；投资性房地产为 154.40 亿元⁴，同比增长 3.10%，仍是以公允价值计量，2017 年末公允价值增加 5.14 亿元⁵；无形资产为 108.57 亿元，同比降低 4.34%，其中土地使用权、采矿权和软件使用权分别为 81.50 亿元、23.82 亿元和 1.03 亿元，未办妥产权证书的土地使用权合计 0.34 亿元；在建工程为 28.71 亿元，同比降低 27.55%，主要是部分在建项目转固所致。

截至 2017 年末，公司受限资产合计 310.54 亿元，在总资产中占比为 13.37%，与净资产比重为 44.41%。其中受限货币资金 49.90 亿元，包括子公司北京金隅财务有限公司存放中央银行法定准备金额 12.28 亿元；公司将 85.71 亿元存货、76.00 亿元投资性房地产以及 42.74 亿元固定资产用于抵押担保。此外，受限资产还包括部分应收票据、股权和无形资产等。

2015~2017 年，公司应收账款周转天数分别为 54.04 天、59.47 天和 46.86 天；存货周转天数分别为 606.53 天、581.83 天和 615.03 天，受存货规模增幅较大影响，2017 年公司存货周转效率有所降低。

综合来看，2017 年末，公司资产规模继续增长，仍保持为以流动资产为主的资产结构；受存货规模增加影响，存货周转效率有所降低。

资本结构

受融资规模增加影响，2017 年末公司总负债及有息债务规模继续增长，偿债压力有所加大，仍然面临一定短期偿债压力

2017 年末，公司负债合计 1,622.90 亿元，同比增长 11.55%，其

⁴ 其中包括账面价值 3.50 亿元投资性房地产未办妥产权证书，该投资性房地产是在 2011 年通过同一控制下企业合并所取得，公司正在办理相关权属的变更手续，公司管理层认为公司有权合法、有效地占有并使用或处置上述房地产，并且上述事项不会对公司 2017 年 12 月 31 日的整体财务状况构成重大不利影响

⁵ 公司投资性房地产由独立评估公司第一太平戴维斯估值及专业顾问有限公司按公开市场和现有用途为基础采用未来收益法和市场法进行评估。

中流动负债占比 68.05%，同比增长 2.77 个百分点。

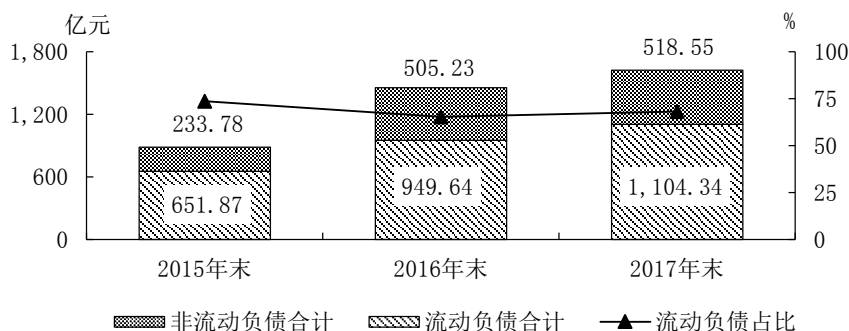


图5 2015~2017年末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、预收款项、应付账款、一年内到期的非流动负债、其他应付款和其他流动负债等构成。2017年，公司流动负债为1,104.34亿元，同比增长16.29%；其中，短期借款为343.75亿元，同比增长7.33%，仍主要由信用借款、保证借款和质押借款等构成，分别为320.30亿元、18.40亿元和5.05亿元；预收款项为273.40亿元，同比增长16.53%，仍主要为预收的房款、货款、租金及物业费，其中预收房款为247.35亿元，同比增加37.98亿元；应付账款为157.47亿元，同比增长27.90%，其中一年以内应付账款为134.14亿元，占比为85.18%，公司应付账款不计息；一年内到期的非流动负债为114.91亿元，同比增加45.94亿元，主要是一年内到期的应付债券及长期借款增加所致；其他应付款为80.26亿元，仍主要由代收及暂收款项、押金保证金及应付土地款等构成，同比增长34.20%，主要是应付土地款增加11.58亿元及代收及暂收款项增加9.36亿元所致，其中一年以内的其他应付款为63.40亿元，占比为78.99%；其他流动负债为60.42亿元，同比增长5.28%，仍主要由预提开发成本及与预提土地增值税等构成；应付票据为14.58亿元，同比降低36.97%，主要是票据到期兑付所致，其中银行承兑汇票为14.49亿元。

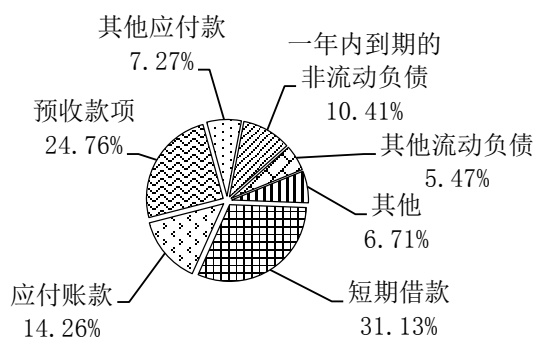


图6 2017年末公司流动负债构成情况

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债等构成。2017年末，公司非流动负债为518.55亿元，同比增长2.64%；

其中，长期借款为 256.71 亿元，同比增加 75.83 亿元，主要是随着业务规模的扩大使得融资需求增加所致，其中信用借款、抵押借款、保证借款和质押借款分别为 101.80 亿元、65.47 亿元、60.05 亿元和 29.40 亿元；应付债券为 181.55 亿元，同比降低 14.68%，主要是部分债券转入一年内到期的非流动负债所致；递延所得税负债为 44.74 亿元，同比降低 6.81%，仍主要由于投资性房地产评估增值及企业合并中的资产公允价值调整等形成；长期应付款为 9.21 亿元，同比减少 28.20 亿元，主要融资租赁款大幅减少所致。

表 11 2015~2017 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
短期有息债务	516.36	419.25	267.14
长期有息债务 ⁶	547.19	511.08	199.08
总有息债务	1,063.55	930.33	466.21
短期有息债务占总总有息债务比重	48.55	45.06	57.30
总有息债务占总负债比重	65.53	63.95	52.64

公司融资规模随着业务规模扩大而增加，长短期借款融资及债券发行均有所增加，使得 2017 年末公司有息债务继续增加，偿债压力有所加大。2017 年末，有息债务结构由仍以长期有息债务为主，但短期有息债务占比有所提高。截至 2017 年末，公司短期有息债务占比 48.55%，存在一定短期偿债压力。

表 12 截至 2017 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	516.36	192.17	116.47	137.12	54.42	47.00	1,063.55
占比	48.55	18.07	10.95	12.89	5.12	4.42	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

2017 年末，公司资产负债率为 69.89%，同比增长 0.08 个百分点；公司流动比率为 1.30 倍，同比略有增加；速动比率为 0.41 倍，同比有所降低。

2017 年末，公司所有者权益为 699.18 亿元，同比增长 11.14%；其中，股本为 106.78 亿元，同比未发生变化；资本公积为 58.20 亿元，同比降低 0.77%，主要是资本溢价减少 0.45 亿元；盈余公积为 13.68 亿元，同比增长 7.14%，主要是提取的法定盈余公积增加 0.91 亿元；未分配利润为 227.58 亿元，同比增长 8.47%，主要是年内归属于母公司所有者的净利润增加所致；其他权益工具为 99.72 亿元，同比增加 49.90 亿元，主要是公司年内新增发行两期共 50.00 亿元永续中票所致；少数股东权益为 187.55 亿元，同比变化不大。公司拟以 2017 年末总股本 10,677,771,134 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股

⁶ 本报告将永续债券计入到有息债务，其中一年内到期的永续债券计入到短期有息债务。

利 0.48 元（含税），共计派发股利总计人民币 5.13 亿元，剩余未分配利润以后年度分配。

截至 2017 年末，公司对外担保为 134.94 亿元，担保比率 19.30%。公司的部分客户采取银行按揭（抵押贷款）方式购买其开发的商品房时，根据银行发放个人购房抵押贷款的要求，公司为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性连带责任保证担保，该项担保责任在购房客户办理完房屋所有权证并办妥房产抵押登记手续后解除。截至 2017 年末，公司为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性连带责任保证担保金额为 120.53 亿元。此外，截至 2017 年末，合并范围增加冀东集团使得公司除对客户的抵押贷款担保之外仍有对外担保 14.41 亿元。虽然有关物业的可变现净值足以偿还未缴付的按揭本金以及应计利息和罚款，且被担保企业均为国企，但公司仍存在一定的或有风险。

表 13 截至 2017 年末公司对外担保情况⁷（单位：万元）

被担保企业	担保方式	担保总额	担保期限	是否逾期	是否互保
鞍山冀东水泥有限责任公司	连带责任担保	2,000	2017/07/11~2018/07/17	否	否
	连带责任担保	1,400	2017/11/30~2018/11/15	否	否
	连带责任担保	1,800	2017/11/16~2018/11/15	否	否
唐山市南湖生态城开发建设投资有限公司	连带责任担保	45,000	2015/09/09~2029/05/21	否	否
	连带责任担保	19,000	2015/09/15~2029/05/21	否	否
	连带责任担保	42,000	2015/10/19~2029/05/21	否	否
唐山建设投资有限责任公司	连带责任担保	32,887	2013/02/08~2018/04/20	否	否
合计	-	144,087	-	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，受业务规模扩大影响，公司负债及有息债务规模继续加大，仍然面临一定短期偿债压力。

盈利能力

受益于主要产品价格的增长，2017 年公司营业收入及利润总额均有所提升；但期间费用率有所提升，对利润形成一定挤占

2017 年以来，受益于水泥市场景气度的提升，水泥产品价格持续处于高位，公司营业收入及毛利率均有所提升。其中，营业收入为 636.78 亿元，同比增长 33.39%，毛利润为 160.43 亿元，同比增长 43.29%；毛利率为 25.19%，同比增长 1.74 个百分点。

⁷ 表 13 中未包含向购房客户发放的抵押贷款提供的阶段性连带责任保证担保；公司对鞍山冀东水泥有限责任公司到期贷款均进行续保，对唐山建设投资有限责任公司到期贷款将不再续保。公司未提供被担保企业最新征信报告及财务报表。

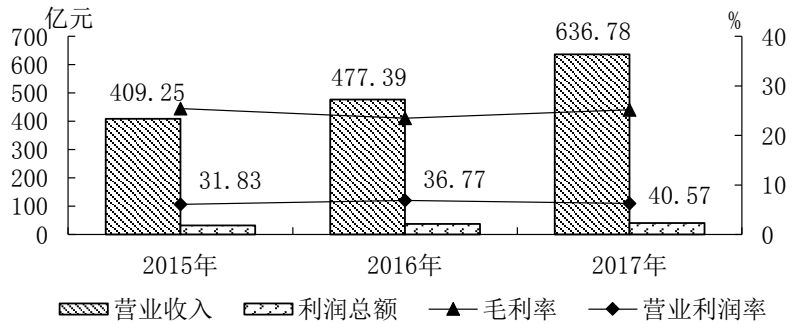


图7 2015~2017年公司收入和盈利情况

2016年，公司期间费用率为18.07%，同比增长2.85个百分点，受合并范围变化及业务量增加影响，销售费用及管理费用同比分别增加7.53亿元和24.18亿元，受债务规模扩大影响，财务费用同比增加10.72亿元。

表14 2015~2017年公司期间费用及其占比情况（单位：万元、%）

项目	2017年	2016年	2015年
销售费用	260,729	185,424	154,616
管理费用	622,562	380,786	297,381
财务费用	267,559	160,350	133,555
期间费用	1,150,850	726,560	585,552
期间费用/营业收入	18.07	15.22	14.31

2017年，公司资产减值损失为5.35亿元，同比增加1.20亿元，主要为计提的坏账损失、存货跌价损失及固定资产减值损失等；公允价值变动收益为7.21亿元，同比增加1.29亿元，其中投资性房地产公允价值变动收益为5.14亿元；投资收益为3.37亿元，同比减少3.05亿元，主要是处置长期股权投资产生的投资收益减少3.62亿元所致；资产处置收益为0.66亿元，同比减少0.23亿元，主要为固定资产处置收益；其他收益为6.90亿元，主要是增值税返还4.81亿元和其他补贴收入1.82亿元；营业利润为39.74亿元，同比增长21.58%；营业外收入为5.01亿元，同比减少2.88亿元，其中政府补助为3.59亿元；利润总额和净利润分别为40.57亿元和29.50亿元，同比分别增长10.35%和9.66%；总资产报酬率为3.10%，同比增长0.53个百分点，净资产收益率为4.22%，同比降低0.06个百分点。

综合来看，受益于水泥产品价格的提升，2017年公司营业收入及利润总额均有所增加，但合并范围的扩大使得公司期间费用率有所增加，对利润形成一定挤占。

现金流

2017年，公司经营性现金流由净流入转变为净流出，无法对债务形成有效保障；业务规模的扩大使得公司融资规模仍处于高位

2017年，公司经营性净现金流为-118.55亿元，同比由净流入转变为净流出，主要是期内支付的土地出让金增加所致；投资性净现金流为-7.00亿元，净流出同比减少33.25亿元，主要是收到的出售短期理财产品款增加所致；筹资性净现金流为73.28亿元，同比变化不大但规模仍较大，主要是业务规模扩大使得公司融资规模保持在高位。

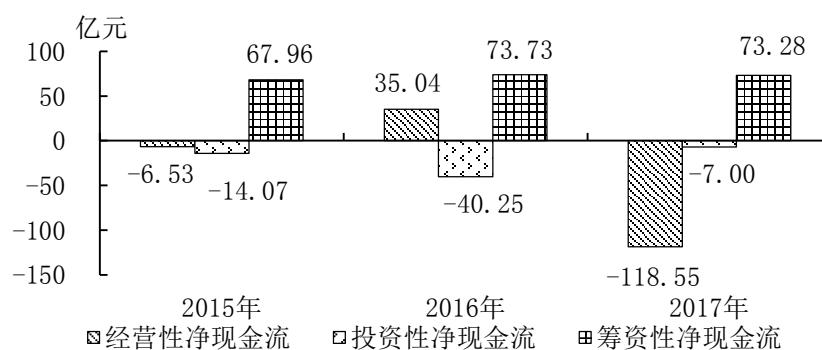


图8 2015~2017年公司现金流情况

2017年，公司经营性现金流转变为净流出，无法对债务形成有效保障；利息支出的增加使得公司EBIT及EBITDA利息保障倍数有所降低。

表15 2015~2017年公司债务及利息的覆盖水平 (单位: %、倍)

项目	2017年	2016年	2015年
经营性净现金流/流动负债	-11.54	4.38	-1.05
经营性净现金流/总负债	-7.70	2.99	-0.78
经营性净现金流利息保障倍数	-2.61	1.21	-0.27
EBIT利息保障倍数	1.58	1.86	1.86
EBITDA利息保障倍数	2.53	2.61	2.49

综合来看，2017年，公司经营性现金流转变为净流出，无法对债务形成有效保障；融资规模仍处于高位。

偿债能力

近年来，公司多次发行债券，股权融资渠道较通畅，仍然拥有很强的融资能力

受益于主要产品价格增长，2017年，公司营业收入及毛利率同比均有所增长，合并范围的扩大及业务规模的扩大使得公司期间费用率有所增长，对利润形成一定挤占；公司期末资产负债率略有增加，有息债务继续增加，偿债压力有所加大；公司经营性现金流转变为净流

出，无法对债务形成有效保障。

由于公司业务规模的扩张，公司债权融资与股权融资规模均有所增长。截至 2018 年 3 月末，公司共发行 42 支债券，累计融资 763 亿元。2014 年 3 月，公司完成主要向金隅资管的非公开发行股票发行，募集资金 27.95 亿元，扣除发行费用后主要投入北京金隅国际物流园工程项目和年产 80 万标件家具生产线项目。2015 年 12 月 3 日，公司完成非公开发行人股票，以 8.48 元/股的价格向包括金隅资管在内的 8 名投资者发行 A 股股票 554,245,283 股，募集资金 47 亿元，用于房地产项目开发及补充流动资金。公司多次发行债券，股权融资渠道较通畅，拥有很强的融资能力，并保持与多家银行等金融机构的良好合作关系。综合来看，公司偿债能力极强。

债务履约情况

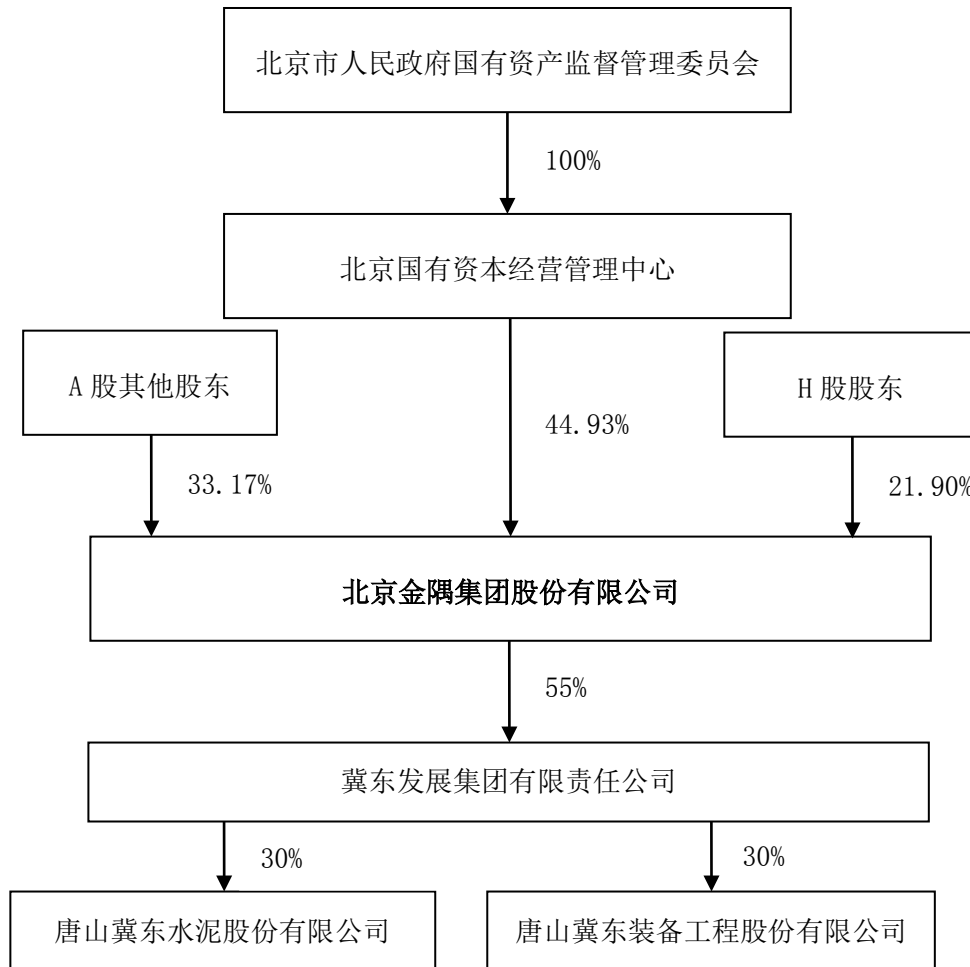
根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 10 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司发行的各类债务融资工具到期均按期兑付本息，未到期已到付息日债券均正常付息。

结论

金隅集团已发展成为集建材制造、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，仍然具有较强的协同效应。作为北京市重点扶持的大型企业，公司建材、房地产等业务依然具有很强的区域竞争优势。但同时公司也面临水泥行业产能过剩、环保标准提高以及房地产行业不确定性等挑战。完成对冀东集团的战略重组后，公司各业务板块纵向一体化产业链规模优势及协同效应继续增强；重组完成后，公司水泥与混凝土业务经营规模得到扩大，行业地位及市场占有率进一步提高；但冀东集团资产负债率仍较高且 2017 年净利润继续为负，公司战略重组后在经营管理方面依然存在一定挑战。预计未来 1~2 年，公司经营规模有望扩大。

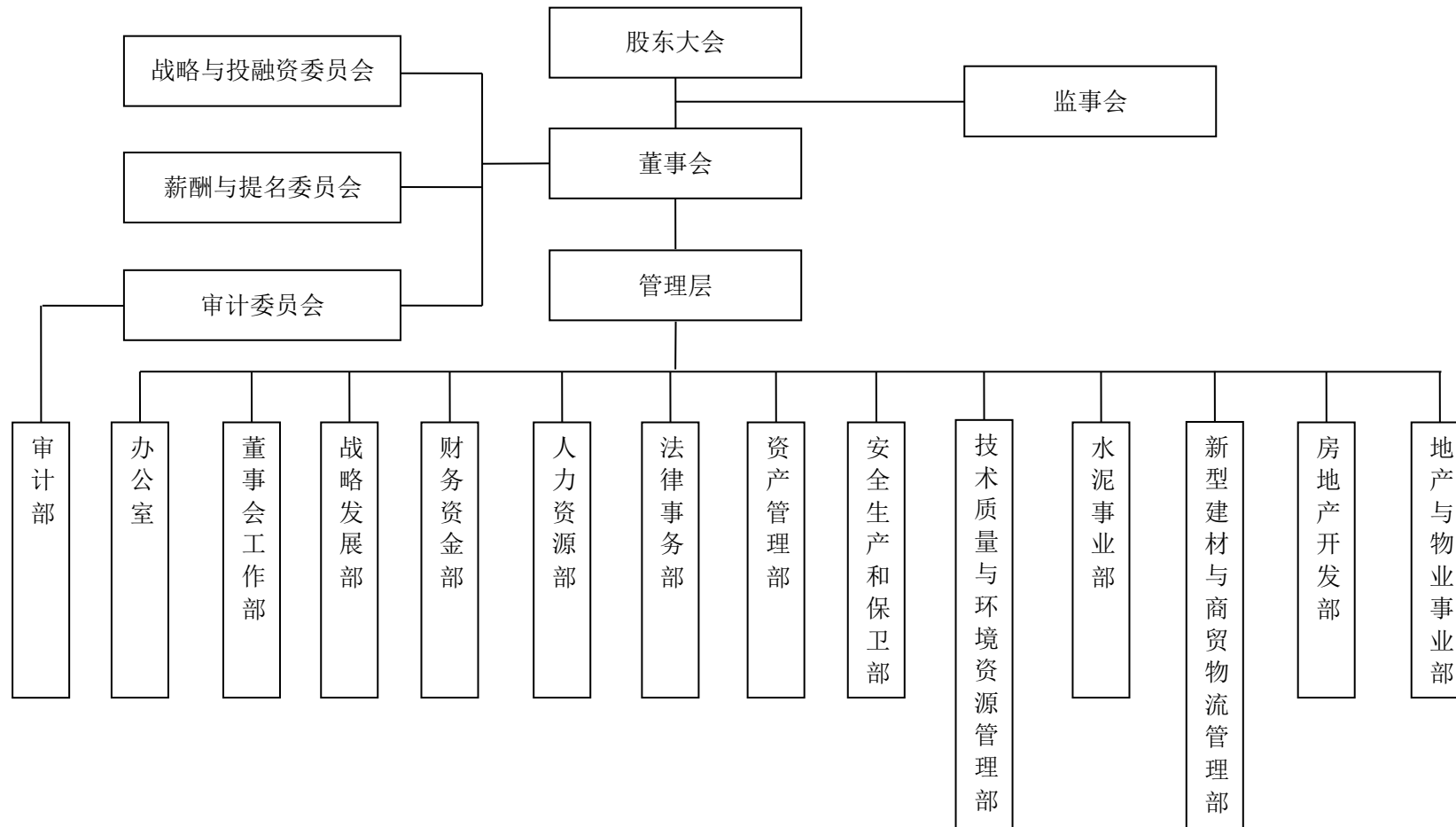
综合分析，大公对公司“13 金隅 MTN001”、“14 金隅 MTN001”、“14 金隅 MTN002”、“15 金隅 MTN001”、“16 金隅 MTN001”、“16 金隅 MTN002”、“17 金隅 MTN001”、“17 金隅 MTN002”、“18 金隅 MTN001”、“2016 年公司债券（第一期）（16 金隅 01、16 金隅 02）”、“2017 年公司债券（第一期）（17 金隅 01、17 金隅 02）”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2017 年末北京金隅集团股份有限公司股权结构图



附件 2

截至 2017 年末北京金隅集团股份有限公司组织结构图



附件 3 截至 2017 年末北京金隅集团股份有限公司土地储备情况

单位：万平方米

序号	项目名称	项目地点	土地储备面积
-	商品房开发	-	793.25
1	重庆-新都会	重庆南岸区茶园	214.41
2	重庆-南山郡	重庆南岸区南山	46.42
3	合肥-大成郡	合肥市包河区	45.53
4	合肥-南七花园	合肥市蜀山区	42.28
5	海口-阳光郡	海口市西海岸长滨 17 街	31.39
6	北京-上城郡	北七家	27.55
7	南京-奶牛场地块	南京市浦口区江浦街道奶牛场	26.58
8	重庆-时代都汇	重庆南岸区茶园	26.03
9	北京-昌平区北七家镇	昌平区北七家镇	23.69
10	上海-嘉定菊园	上海嘉定区菊园新区	23.24
11	天津-空港地块	天津市空港经济区	21.30
12	北京-阎村项目	房山区阎村镇	20.84
13	杭州-三堡地块	杭州市江干区景芳三堡	20.21
14	南京-九龙湖 G20 地块	南京市江宁区长亭街以东	17.16
15	唐山-启新 C-01 地块	路北区新华东道北侧	14.36
16	成都-高新项目	成都市高新区中和街道观东社	14.30
17	唐山-金岸红堡	河北省唐山市路北区	12.82
18	成都-新都项目	成都市新都区大丰街道赵家	12.68
19	宁波-高新区 GX03-02-15 地块	北至腊梅路，南接丹桂路	11.53
20	青岛-和府	青岛市市北区	11.28
21	承德-鹰手营子北山地块项目	承德鹰手营子矿区	11.27
22	唐山-金隅乐府	河北省唐山市路北区	10.50
23	北京-亦庄项目	北京经济技术开发区河西区	9.36
24	内蒙-环球金融中心	呼和浩特市赛罕区	9.15
25	宁波-高新区 GX03-01-07 地块	北至规划百合路，南临规划腊梅	8.96
26	成都-大成郡	成都双流县西航港街道	8.92
27	成都-上熙府	成都市郫都区郫筒街道城关村	8.09
28	北京-西山甲一号	北京丰台长辛店	6.81
29	海口-西溪里	海口海甸岛	5.60
30	唐山-启新 1998	河北省唐山市路北区	5.41
31	成都-武侯珑熙郡	成都武侯区	4.96
32	天津-金隅悦城	天津东丽区张贵庄	4.91
33	宁波-姚江船闸	宁波江北文教街道	4.64
34	杭州-观澜时代	杭州经济技术开发区	4.38
35	北京-金玉府	北京海淀区田村山	3.70
36	北京-糖十	北京房山区长阳镇	2.61
37	内蒙-金隅丽港城	内蒙古中海以西	2.07
38	马鞍山-佳山墅	马鞍山花山区	1.94

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 3 截至 2017 年末北京金隅集团股份有限公司土地储备情况（续表）

单位：万平方米

序号	项目名称	项目地点	土地储备面积
-	商品房开发	-	793.25
39	北京-后沙峪商品房	北京顺义区后沙峪镇后沙峪村	1.50
40	杭州-半山田员外	杭州拱墅区	1.47
41	南京-金隅紫京府	南京建邺区	1.23
42	其他	-	12.17
-	保障房开发	-	52.89
1	北京-北奥地块	北京大红门	24.59
2	北京-金港家园	顺义区天竺镇	14.15
3	北京-朝阳新城 D 组团	北京朝阳区东坝	9.85
4	北京-金成雅苑	北京顺义区后沙峪镇后沙峪村	4.29
-	合计	-	846.14

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 4 北京金隅集团股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017 年	2016 年	2015 年
资产类			
货币资金	1,790,385	2,801,021	1,836,988
应收票据	818,166	385,703	219,792
应收账款	768,618	888,991	688,207
其他应收款	587,907	612,931	199,870
预付款项	179,235	496,868	361,501
存货	9,864,972	6,411,123	5,400,719
流动资产合计	14,358,926	11,947,873	8,933,563
投资性房地产	1,544,045	1,497,663	1,444,480
固定资产	4,589,532	4,577,328	1,814,117
在建工程	287,149	396,362	124,919
无形资产	1,085,709	1,135,017	408,725
非流动资产合计	8,861,822	8,891,839	4,141,107
资产总计	23,220,748	20,839,712	13,074,670
占资产总额比 (%)			
货币资金	7.71	13.44	14.05
应收票据	3.52	1.85	1.68
应收账款	3.31	4.27	5.26
其他应收款	2.53	2.94	1.53
预付款项	0.77	2.38	2.76
存货	42.48	30.76	41.31
流动资产合计	61.84	57.33	68.33
投资性房地产	6.65	7.19	11.05
固定资产	19.76	21.96	13.88
在建工程	1.24	1.90	0.96
无形资产	4.68	5.45	3.13
非流动资产合计	38.16	42.67	31.67

附件 4 北京金隅集团股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年	2016 年	2015 年
负债类			
短期借款	3,437,520	3,202,773	1,680,600
应付账款	1,574,709	1,231,164	862,571
预收款项	2,734,049	2,346,250	1,903,403
其他应付款	802,634	598,069	307,856
应付短期债券	276,970	300,000	600,000
一年内到期的非流动负债	1,149,144	689,742	390,750
其他流动负债	604,236	573,938	523,076
流动负债合计	11,043,436	9,496,419	6,518,657
长期借款	2,567,103	1,808,769	688,860
应付债券	1,815,484	2,127,940	1,200,000
递延所得税负债	447,373	480,087	264,599
非流动负债合计	5,185,531	5,052,342	2,337,826
负债合计	16,228,967	14,548,761	8,856,483
占负债总额比 (%)			
短期借款	21.18	22.01	18.98
应付账款	9.70	8.46	9.74
预收款项	16.85	16.13	21.49
其他应付款	4.95	4.11	3.48
应付短期债券	1.71	2.06	6.77
一年内到期的非流动负债	7.08	4.74	4.41
其他流动负债	3.72	3.94	5.91
流动负债合计	68.05	65.27	73.60
长期借款	15.82	12.43	7.78
应付债券	11.19	14.63	13.55
非流动负债合计	31.95	34.73	26.40
权益类			
股本	1,067,777	1,067,777	533,889
资本公积	582,020	586,520	1,157,970
盈余公积	136,802	127,687	105,329
未分配利润	2,275,818	2,098,012	1,884,616
其他权益工具	997,200	498,200	99,000
归属于母公司所有者权益	5,116,285	4,420,049	3,808,297
少数股东权益	1,875,496	1,870,902	409,890
所有者权益合计	6,991,781	6,290,951	4,218,187

附件 4 北京金隅集团股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017 年	2016 年 (追溯调整)	2015 年
损益类			
营业收入	6,367,833	4,773,877	4,092,534
营业成本	4,763,501	3,654,205	3,052,604
销售费用	260,729	185,424	154,616
管理费用	622,562	380,786	297,381
财务费用	267,559	160,350	133,555
资产减值损失	53,502	41,498	44,791
公允价值变动损益	72,138	59,268	60,219
投资收益	33,684	64,153	-1,763
营业利润	397,351	326,819	250,199
营业外收支净额	8,364	40,834	68,066
利润总额	405,714	367,653	318,265
净利润	295,035	269,035	195,107
归属于母公司所有者的净利润	283,666	268,665	201,745
占营业收入比 (%)			
营业成本	74.81	76.55	74.59
销售费用	4.09	3.88	3.78
管理费用	9.78	7.98	7.27
财务费用	4.20	3.36	3.26
资产减值损失	0.84	0.87	1.09
公允价值变动损益	1.13	1.24	1.47
投资收益	0.53	1.34	-0.04
营业利润	6.24	6.85	6.11
营业外收支净额	0.13	0.86	1.66
利润总额	6.37	7.70	7.78
净利润	4.63	5.64	4.77
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-1,185,452	350,375	-65,264
投资活动产生的现金流量净额	-69,959	-402,500	-140,701
筹资活动产生的现金流量净额	732,803	737,303	679,554
财务指标			
EBIT	719,864	535,750	447,845
EBITDA	1,148,389	753,433	598,305
总有息负债	10,635,498	9,303,313	4,662,116

附件 4 北京金隅集团股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2017 年	2016 年 (追溯调整)	2015 年
毛利率 (%)	25.19	23.45	25.41
营业利润率 (%)	6.24	6.85	6.11
总资产报酬率 (%)	3.10	2.57	3.43
净资产收益率 (%)	4.22	4.28	4.63
资产负债率 (%)	69.89	69.81	67.74
债务资本比率 (%)	60.34	59.66	52.50
长期资产适合率 (%)	137.41	127.57	158.32
流动比率 (倍)	1.30	1.26	1.37
速动比率 (倍)	0.41	0.58	0.54
保守速动比率 (倍)	0.24	0.34	0.32
存货周转天数 (天)	615.03	581.83	606.53
应收账款周转天数 (天)	46.86	59.47	54.04
经营性净现金流/流动负债 (%)	-11.54	4.38	-1.05
经营性净现金流/总负债 (%)	-7.70	2.99	-0.78
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-2.61	1.21	-0.27
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.58	1.86	1.86
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	2.53	2.61	2.49
现金比率 (%)	16.25	30.14	28.18
现金回笼率 (%)	107.81	112.78	93.75
担保比率 (%)	19.30	25.88	13.44

附件 5 冀东发展集团有限责任公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017 年	2016 年	2015 年
资产类			
货币资金	511,035	627,598	565,415
应收票据	390,410	118,751	146,940
应收账款	352,584	382,368	502,709
其他应收款	226,557	412,586	249,632
预付款项	65,395	73,665	71,362
存货	542,039	460,920	434,055
流动资产合计	2,147,887	2,184,721	2,097,726
长期股权投资	150,620	142,334	159,213
固定资产	2,619,175	2,586,163	2,713,286
在建工程	124,625	232,159	241,352
无形资产	367,224	361,520	356,411
长期待摊费用	65,801	54,758	62,928
递延所得税资产	57,025	60,867	51,764
非流动资产合计	3,718,374	3,800,042	3,867,692
总资产	5,866,261	5,984,763	5,965,418
负债类			
短期借款	1,758,799	1,552,613	1,401,762
应付票据	106,206	187,964	234,093
应付账款	639,095	448,333	435,831
预收款项	102,277	78,801	57,200
应付职工薪酬	20,599	25,539	17,182
其他应付款	360,656	267,118	167,838
一年内到期的非流动负债	400,681	458,553	622,955
其他流动负债	99,958	1,313	533,074
流动负债合计	3,544,225	3,090,717	3,534,376
长期借款	240,740	235,998	164,459
应付债券	219,802	630,291	920,938
长期应付款	335,649	465,490	212,458
非流动负债合计	873,201	1,422,325	1,388,010
负债合计	4,417,427	4,513,042	4,922,385

附件 5 冀东发展集团有限责任公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年	2016 年	2015 年
权益类			
实收资本（股本）	247,950	247,950	123,975
资本公积	649,493	649,493	242,139
盈余公积	5,199	5,199	5,199
未分配利润	-627,960	-589,334	-415,902
归属于母公司所有者权益	579,760	616,822	262,037
少数股东权益	869,074	854,899	780,996
所有者权益合计	1,448,834	1,471,721	1,043,032
损益类			
营业收入	2,266,338	1,724,676	1,799,768
营业成本	1,771,138	1,386,456	1,623,547
销售费用	79,598	62,633	56,925
管理费用	284,818	242,829	316,886
财务费用	151,541	179,154	233,947
资产减值损失	26,203	94,570	112,492
投资收益	18,627	78,446	134,888
营业利润	-6,995	-167,937	-437,210
营业外收支净额	35,809	48,716	24,285
利润总额	23,964	-124,806	-412,925
所得税	29,037	19,875	39,920
净利润	-5,072	-144,681	-452,845
归属于母公司所有者的净利润	-21,226	-156,032	-277,176
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	304,651	265,086	128,934
投资活动产生的现金流量净额	74,903	-108,173	-118,460
筹资活动产生的现金流量净额	-311,075	-217,518	36,020

附件 6 唐山冀东水泥股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017 年	2016 年	2015 年
资产类			
货币资金	363,166	318,855	199,608
应收票据	300,291	88,398	120,811
应收账款	116,012	138,538	156,204
其他应收款	93,048	183,589	64,159
预付款项	65,985	81,910	91,867
存货	139,298	154,889	152,987
流动资产合计	1,122,330	1,067,384	876,062
长期股权投资	149,826	155,416	181,027
固定资产	2,347,265	2,332,500	2,460,366
在建工程	37,798	122,698	129,148
无形资产	281,766	288,391	287,871
长期待摊费用	51,965	41,583	39,118
递延所得税资产	38,034	42,375	38,183
非流动资产合计	2,981,101	3,080,621	3,252,061
总资产	4,103,431	4,148,005	4,128,123
负债类			
短期借款	1,268,243	1,176,370	929,550
应付票据	31,066	70,947	29,446
应付账款	346,868	202,271	207,465
预收款项	45,678	30,693	22,817
应付职工薪酬	9,256	10,776	9,189
其他应付款	88,776	90,618	94,801
一年内到期的非流动负债	288,492	443,145	364,503
其他流动负债	101,736	1,307	400,410
流动负债合计	2,216,274	2,069,518	2,057,115
长期借款	172,750	158,628	112,860
应付债券	215,910	321,423	612,261
长期应付款	335,453	432,361	154,843
非流动负债合计	759,794	961,700	937,704
负债合计	2,976,068	3,031,217	2,994,819

附件 6 唐山冀东水泥股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年	2016 年	2015 年
权益类			
股本	134,752	134,752	134,752
资本公积	492,175	492,175	492,162
盈余公积	101,464	101,464	101,464
未分配利润	268,901	257,863	252,574
归属于母公司所有者权益	1,007,800	998,549	1,006,061
少数股东权益	119,563	118,239	127,243
所有者权益合计	1,127,363	1,116,787	1,133,304
损益类			
营业收入	1,528,971	1,233,515	1,110,825
营业成本	1,528,971	1,233,515	940,603
销售费用	61,916	45,484	40,541
管理费用	239,606	167,414	230,015
财务费用	118,042	125,015	143,410
投资收益	-20,099	55,764	95,114
营业利润	37,730	-12,116	-198,799
营业外收支净额	-1,578	32,001	25,233
利润总额	36,152	19,884	-173,566
所得税	23,039	22,250	41,469
净利润	13,113	-2,365	-215,034
归属于母公司所有者的净利润	11,038	5,289	-171,522
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	270,231	269,129	91,729
投资活动产生的现金流量净额	99,527	-1,715	-30,030
筹资活动产生的现金流量净额	-277,671	-191,033	-160,797

附件 7 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 8 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

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，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 9 短期债券信用等级符号和定义

- A-1 级：**为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
- A-2 级：**还本付息能力较强，安全性较高。
- A-3 级：**还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
- B 级：**还本付息能力较低，有一定的违约风险。
- C 级：**还本付息能力很低，违约风险较高。
- D 级：**不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。