



北京金隅股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行人公司债券（第一期）信用评级报告

大公报 D【2015】1294 号

公司债券信用等级：**AA+**

主体信用等级：**AA+**

评级展望：**稳定**

发债主体：北京金隅股份有限公司
 发行规模：本次债券发行总额不超过 50 亿元（含 50 亿元），首期基础发行金额不超过 30 亿元（含 30 亿元），可超额配售不超过 20 亿元（含 20 亿元），其中品种一基础发行规模为 15 亿元，品种二基础发行规模为 15 亿元，含品种间回拨选择权
 债券期限：品种一，5 年（附第 3 年末上调票面利率选择权和回售权）；品种二，7 年（附第 5 年末上调票面利率选择权和回售权）
 偿还方式：每年付息一次（附上调票面利率选择权和回售权），到期一次还本
 发行目的：偿还银行贷款、企业债券，补充营运资金

评级观点

北京金隅股份有限公司（以下简称“金隅股份”或“公司”）主要从事建材制造、房地产开发和物业管理。评级结果反映了公司各板块协同效应较强、水泥业务区域竞争力很强、新型材料业务具有竞争优势以及房地产业务土地储备较为充足等优势；同时也反映了水泥行业运行压力上升，房地产行业面临结构调整压力以及公司经营性净现金流不稳定等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司主营业务将稳定发展。综合来看，大公对金隅股份的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 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；
- 公司水泥业务在北京地区具有很强的区域优势和很高的市场占有率；
- 公司是京津冀地区主要的新型建筑材料生产商，产品具有一定的品牌、规模和技术优势；
- 公司土地储备较为充足，是北京主要的保障性住房开发企业之一，保障性住房及自住型商品房的发展降低了普通商品房市场波动对公司经营的影响。

主要风险/挑战

- 受下游需求不足、产能过剩影响，水泥行业运行压力上升，华北地区水泥价格下行对区域内企业盈利能力形成挑战；
- 房地产行业未来发展受政策调控因素影响较大，面临结构性调整压力，存在一定的不确定性；
- 公司有息债务逐年增长，且面临一定短期偿债压力；
- 公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障能力不稳定。

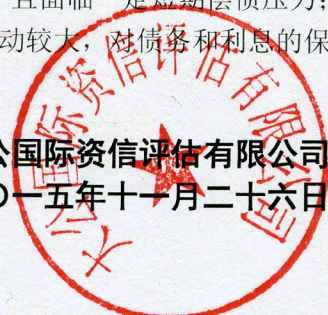
主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.9	2014	2013	2012
总资产	1,223.09	1,156.85	988.40	831.62
所有者权益	357.24	362.47	300.25	250.33
营业收入	259.03	412.41	447.90	340.54
利润总额	16.62	38.03	39.94	39.58
经营性净现金流	17.67	-61.56	-5.60	43.11
资产负债率 (%)	70.79	68.67	69.62	69.90
债务资本比率 (%)	55.47	52.73	52.67	51.75
毛利率 (%)	25.87	24.17	22.30	24.46
总资产报酬率 (%)	2.22	4.33	5.09	5.89
净资产收益率 (%)	2.89	7.47	10.80	12.60
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.20	-2.83	-0.35	2.59
经营性净现金流/总负债 (%)	2.13	-8.31	-0.88	7.61

注：2015 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：周风华
 评级小组成员：李将卓
 联系电话：010-51087768
 客服电话：4008-84-4008
 传 真：010-84583355
 Email：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
 二〇一五年十一月二十六日



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。

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、及时性和完整性不作任何明示、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、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，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。

发债主体

金隅股份成立于 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(以下简称“金隅集团”)。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)。

2014 年 3 月,公司完成主要向大股东金隅集团的非公开发行,金隅集团以 5.58 元/股认购公司 44,803 万股股票。截至 2015 年 9 月末,公司注册资本 47.85 亿元,金隅集团对公司控股 47.92%。2015 年 10 月 13 日,金隅集团增持 0.30%,截至 2015 年 10 月末,对公司的持股比例上升至 48.16%。金隅集团是北京市国有资产监督管理委员会(以下简称“北京市国资委”)下属的国有独资企业,其前身是成立于 1955 年的北京市建材工业管理局,公司实际控制人为北京市国资委。

公司是拥有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 2015 年 9 月末,公司共有全资、控股子公司 158 家,其中二级子公司共 70 家。

2015 年 10 月,公司非公开发行股票事项获得证监会核准。根据方案,本次发行拟向包括公司控股股东金隅集团在内的不超过十名特定投资者非公开发行 A 股股票不超过 554,245,300 股,募集资金不超过 47 亿元,用于房地产项目开发及补充流动资金。截至本报告出具日,本次非公开发行股票事项尚未完成。

发债情况

债券概况

本次债券是金隅股份面向合格投资者公开发行的公司债券,发行总额为不超过 50 亿元人民币(含 50 亿元),分期发行,首期发行金额不超过 30 亿元人民币(含 30 亿元),发行期限不超过 7 年(含 7 年),附票面利率上调选择权和回售选择权。票面金额为人民币 100 元,平价发行。本次债券票面利率采取单利,按年计息,不计复利,每年支付利息一次,最后一期利息随本金一起支付。

本次债券无担保。

募集资金用途

本次公司债券募集资金扣除发行费用后,其中 25 亿元拟用于偿还



银行贷款、企业债券，剩余部分用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

近年来，我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间；产业结构调整不断呈现积极变化，第三产业对经济的拉动作用明显增强；随着经济结构调整和各项稳增长政策的推进，我国经济总体将保持平稳运行的态势

近年来，受传统行业产能过剩、房地产行业景气度下降、实体经济增长乏力等因素影响，我国主要经济指标增速出现下滑，经济下行压力加大。2012~2014年，我国GDP同比增速分别为7.8%、7.7%和7.4%，增速逐年放缓；规模以上工业增加值同比增速由10.0%降至8.3%，固定资产投资（不含农户）同比增速由20.6%降至15.7%，降幅明显。2015年前三季度，我国国内生产总值同比增长6.9%，一、二、三季度同比增速分别为7.0%、7.0%和6.9%；规模以上工业增加值同比增长6.2%，较上半年下降0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长10.3%，增速比上半年回落1.1个百分点。目前我国仍处于经济结构调整的关键阶段，传统行业去库存、去产能的压力较大，工业生产仍较为疲弱，企业投资意愿仍然不强。

我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，经济发展已进入增速放缓、转型提质的“新常态”阶段。产业结构调整不断呈现积极变化，2015年前三季度，三次产业增加值占GDP比重分别为8.04%、40.55%和51.41%，其中第三产业占比较上年同期提高2.3个百分点；第一、二、三产业增加值同比增长分别增长3.8%、6.0%和8.4%，第三产业增加值增速较上年同期增长0.8个百分点，明显快于第一、二产业；第三产业对经济增长的拉动作用明显增强，我国经济发展由工业主导向服务业主导转变的趋势更加明显。高新技术产业快速发展，2015年前三季度，高技术产业增加值增长速度达到10.4%，比规模以上工业增长速度高出4.2个百分点。需求结构持续改善，消费需求对经济增长的贡献加强，2015年前三季度，社会消费品零售总额同比增长10.5%，增速比上半年提高0.1个百分点，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为58.4%，比上年同期提高9.3个百分点。

国内政策方面，为应对经济下行的压力，我国政府出台了一系列“稳增长、促改革、调结构”的政策。“一带一路”、“京津冀”及“长江经济带”战略逐步推进；加快铁路、水利、棚改等一系列重大工程和公共设施项目启动实施，加大基础设施投资力度；出台国有企业改革的相关政策和顶层设计方案，对国有企业进行分类改革，推进整体上市，从企业管理转向资本管理，推进混合所有制改革，完善现代企业制度。货币政策方面，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构，加大社会融资对实体经济的支持



力度。

综合来看，受传统行业产能过剩、工业生产和固定资产投资增速下滑等因素的影响，我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理运行区间，产业结构调整不断呈现积极变化，第三产业对经济的拉动作用明显增强。随着产业结构调整 and 各项稳增长政策的推进，我国经济总体将保持平稳运行的态势，转型升级任务将逐步完成。

行业及区域经济环境

● 建材

水泥与国民经济发展水平和固定资产投资密切相关，受到下游需求不足影响，2015年以来，水泥产量出现负增长；华北市场价格下行挤压利润空间，区域内企业经营面临挑战；环保监管升级、淘汰落后产能加速，行业集中度提高有利于大型企业和区域龙头企业发展

水泥是国民经济建设中的重要基础材料，主要应用于基础设施建设和房地产等领域，需求与国民经济发展和固定资产投资水平密切相关，周期性较强。近年来，我国水泥产量保持逐年增长，但受到固定资产投资增速放缓以及房地产行业景气度下降，水泥产量增长率有所下降，2015年以来出现负增长。2012~2014年，我国固定资产投资额增长率分别为20.29%、19.11%和14.73%，房地产投资额增长率分别为16.19%、19.79%和10.49%。同期，我国水泥产量增长率分别为5.27%、9.48%和3.01%，连续三年增速低于10%。2015年1~10月，我国水泥累计产量19.47亿吨，同比减少4.58%，为1991年以来首次在除一季度以外的月份出现连续负增长。

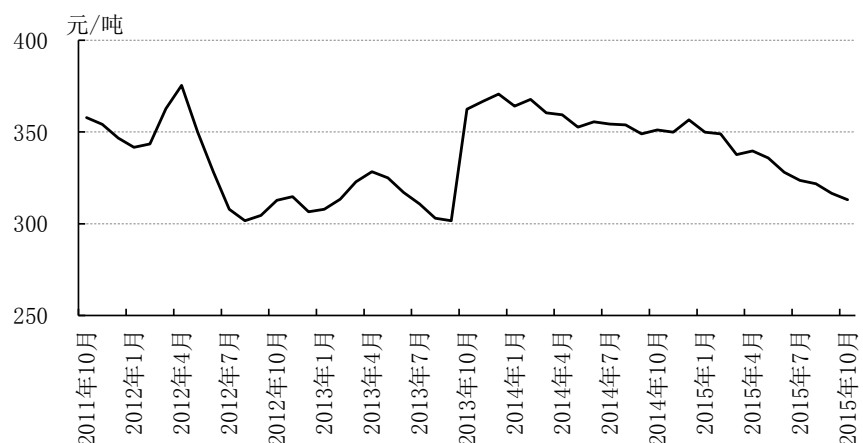


图1 2011年10月~2015年10月华北地区P.O 42.5水泥月平均价

数据来源：Wind 资讯

水泥“重量大、价值低”的特性决定了其产品的运输半径较小，故其竞争格局具有显著的地域性特征。2013年10月以来，受到需求疲软的影响，华北地区水泥产品价格回落并持续下行，区域内水泥企业



经营面临挑战。

水泥企业的生产成本主要由石灰石、煤炭、电力、其他原料和折旧等构成，其中石灰石是生产企业的重要资源性原材料，国内大型水泥生产企业基本拥有矿山，以降低对外依存度。煤炭和电力在水泥产品的成本中约占 60%，对产品的成本影响较大。近年来，煤炭价格持续下行，有利于水泥企业成本控制。

我国水泥行业面临产能过剩风险。近年来，国家加大对水泥产业的调控力度，加快淘汰落后产能。继 2013 年发布的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》等文件之后，2014 年 8 月，工信部印发《工业和通信业节能与综合利用领域技术标准体系建设方案》，指出对于水泥落后产能，除了进一步提高生产规模、工艺、技术淘汰标准外，还要在其他方面制定节能减排达标标准，不达标者也列入淘汰行列。

2015 年 11 月 13 日，为了减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，工信部与环境保护部联合下发《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》，决定北方地区在 2015~2016 年采暖期全面试行水泥错峰生产。水泥错峰生产于 2014 年 11 月首先在新疆试行，12 月东北三省开始试行，为期均为 4 个月。北京、天津、山东、河北、山西、河南等 4 省 2 市从 2015 年 1 月 15 日至 3 月 15 日，实施了 2 个月的水泥错峰生产。中国水泥协会数据显示，这次 7 省 1 区 2 市试行的水泥错峰生产累计减少熟料产量 8,556 万吨，减少煤炭消耗 1,075 万吨，减少直接二氧化碳排放 6,330 万吨，节能减排效果明显，同时有利于限产报价，化解产能过剩问题。

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。同时，在环保力度不断提高的背景下，小型水泥企业工艺落后，生产成本相对较高，市场议价能力较弱，面临较大的落后产能淘汰压力，因此，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，行业集中度不高。截至 2014 年末，我国共有家具制造企业 4,700 多家；加气混凝土生产企业约 700 家，企业平均年产能不足 10 万立方米；耐火材料生产企业超过 2,300 多家，平均年产量不足 1.1 万吨，年销售收入达到 2 亿元以上的企业仅有约 20 家。

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

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，近期受宏观政策调控影响，行业虽现回暖迹象，但中长期需求仍面临结构性调整

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，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、住房结构以及土地政策等多方面，直接或间接对房地产业发展产生一定的影响。

2011年下半年起，中央政府先后颁布多项房地产限制政策，从而抑制了全国范围的住宅价格上涨，投资性购房需求随之下降，导致新房库存量逐渐增加。然而，随着住房供需关系的改变以及房价快速上涨趋势的结束，房地产行业调控政策也由抑制市场过热的单边调控转向因地制宜的双向调控。2014年3月，李克强总理《政府工作报告》中提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性。同年5月，中国人民银行（以下简称“央行”）强调合理配置信贷资源，优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，明确表示将保护合理的自住购房需求。

2015年3月，李克强总理《政府工作报告》中再次提出，我国房地产行业政策面将延续2014年以来的市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。由此，2015年对房地产行业调控政策的有限松绑和更为明确的调整方向，使得行业呈现出一定回暖迹象。2015年1~9月，50个代表城市住宅月均成交约2,770万平方米¹，同比增长近三成，绝对量创2010年以来同期最高水平，这将有利于该行业在市场化运作中保持整体平稳发展，但中长期需求仍面临结构性调整。

2014年以来，货币政策的宽松有效降低了购房者和房地产企业的资金成本；政策的转变有效地促进了房地产市场的回暖，但短期内投资仍处于探底阶段

由于房地产行业高度依赖于大额投资带动发展，因此即使货币政策发生微调也会对房地产企业资金成本造成较大影响。为支持实体经济的发展，我国采用了适度宽松的货币政策，对房地产市场构成了实质性的支持。2014年11月以来，央行通过下调准贷款利率、存款准备金率，以及SLO和MLF等流动性调节工具释放流动性。适度宽松的货币政策为市场提供了较为充足的流动性，购房者和房地产企业的资金成本有所下降，有效支持了需求的增长和投资的恢复。

¹ 数据来源：中国指数研究院、中国房地产指数系统《2015年三季度中国房地产市场研究报告》。

表 1 2014 年 11 月以来我国人民币贷款基准利率调整情况（单位：%）

项目	2015. 10	2015. 08	2015. 06	2015. 05	2015. 02	2014. 11
≤1 年	4. 35	4. 60	4. 85	5. 10	5. 35	5. 60
(1, 5] 年	4. 75	5. 00	5. 25	5. 50	5. 75	6. 00
> 5 年	4. 90	5. 15	5. 40	5. 65	5. 90	6. 15

数据来源：中国人民银行

此外，国内债券市场的政策变化拓展了房地产企业的直接融资途径，通过多元化融资调整债务结构，房地产企业的资金成本压力在一定程度上得到了缓解。

2014 年，商品房销售呈现先抑后扬的走势：1~5 月，房地产销售面积增速同比大幅下降至负区间；6~12 月，在新出台房地产政策的刺激下，房地产市场销售量增速快速下降趋势有所改观，并逐步完成筑底。2014 年，国内完成商品房销售面积 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%；商品房销售额 76,292.4 亿元，同比下降 6.3%。2015 年 1~9 月，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。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 1~9 月，国内商品房销售面积为 8.3 亿平方米，同比增长 7.5%；销售额为 56,744.8 亿元，同比增长 15.30%。随着交易量的提升和价格企稳；国房景气度指数 6 月起出现小幅回升。

投资方面，房地产企业仍以库存为主要目标，开工意愿不高，拿地支出规模同比大幅下降 27.5%，新开工面积同比下降 12.6%，房地产开发投资增速继续下降至 2.6%。但在持续的政策、销售利好，以及持续的流动性宽松的环境下，房地产企业在一、二线的拿地和投资意愿亦有所恢复。在经历短期探底之后，预计房地产开发投资将温和回升。

目前，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。

北京市经济稳步增长；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

北京市综合经济实力保持在全国前列。2012~2014 年，北京市分别实现地区生产总值 17,801 亿元、19,501 亿元和 21,331 亿元，年增长率分别为 7.7%、7.7%和 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，北京经济的快速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。

经营与竞争

公司主要从事建材制造、房地产开发和物业投资管理，建材和房地产开发是主要的收入和利润来源；近年来，公司营业收入和毛利率均有所波动

公司主要从事建材制造、房地产开发以及物业投资和资产管理等业务。2012~2014年，公司经营规模有所扩大，营业收入、毛利润及毛利率有所波动。

分板块来看，建材和房地产业务是公司收入和利润的主要来源，2013年，在两个板块的带动下，公司营业收入出现较大增长。2012~2014年，公司建材板块收入有所波动。2013年，由于京津冀地区环保要求提高，同时淘汰落后产能力度上升，部分中小企业停产，公司发挥大型企业在环保、技术等方面的优势，公司水泥和混凝土销量大幅增长，同时，商贸物流业务规模扩大，受此影响，公司建材板块收入和毛利润分别同比增长31.38%和21.04%。2014年，受价格进一步下降影响，水泥与混凝土收入同比小幅回落；为控制煤炭、钢材的贸易风险，公司缩小了商贸物流业务规模，新型建材业务收入同比减少41.66亿元。2012~2014年，公司房地产板块收入保持增长，其中，商品房开发收入持续增长，年复合增长率约为10%。2013年，由于四季度结转面积较大，保障房开发收入同比增长161.67%；2014年收入同比持平。2012~2014年，公司物业投资与资产管理业务收入保持平稳增长，年增长率约13%。其他业务占比很小。

从毛利率来看，各板块毛利率均有所波动。2013年，主要受到煤炭价格同比下降的影响，公司水泥与混凝土毛利率同比有所上升；2014年，产品市场价格进一步下滑，使得水泥与混凝土毛利率回落。2012~2014年，受钢材、煤炭贸易量变化影响，新型建材毛利率出现波动；而保障性住房毛利率受项目结算进度影响较大。

2015年1~9月，公司营业收入同比下降10.05%，而毛利率同比上升1.11个百分点。分板块来看，受到市场价格进一步下降的影响，水泥与混凝土收入和毛利率下降；公司商贸物流业务规模同比有所缩小，导致新型建材业务在收入规模同比减少的同时毛利率小幅上升；受进度影响，保障房结转面积较小，毛利率变化较大；受地产项目结转面积增加而结转单价下降的影响，商品房开发收入同比增长33.76%，而毛利率同比下降5.27个百分点。

表 2 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司营业收入和毛利润构成（单位：亿元、%）

项目		2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入		259.03	100.00	412.41	100.00	447.90	100.00	340.54	100.00
建材	水泥与混凝土	80.83	31.20	126.40	30.65	131.20	29.29	114.61	33.66
	新型建材	73.72	28.46	101.93	24.72	143.59	32.06	94.57	27.77
房地产	保障房开发	3.54	1.37	39.34	9.54	39.46	8.81	15.08	4.43
	商品房开发	81.31	31.39	116.03	28.13	109.83	24.52	94.27	27.68
物业投资与资产管理		17.80	6.87	21.92	5.32	19.38	4.33	16.96	4.98
其他		1.83	0.71	6.79	1.65	4.44	0.99	5.05	1.48
毛利润		67.02	100.00	99.69	100.00	99.90	100.00	83.29	83.29
建材	水泥与混凝土	12.03	17.95	20.02	20.08	24.06	24.09	18.03	21.65
	新型建材	7.46	11.13	9.17	9.20	10.17	10.18	10.25	12.31
房地产	保障性住房	1.33	1.98	9.20	9.23	7.89	7.90	4.19	5.03
	商品房开发	33.69	50.27	44.91	45.05	44.75	44.79	37.15	44.60
物业投资与资产管理		11.61	17.32	13.37	13.41	11.56	11.57	10.92	13.11
其他		0.90	1.34	3.02	3.03	1.46	1.46	2.75	3.30
毛利率		25.87		24.17		22.30		24.46	
建材	水泥与混凝土	14.88		15.84		18.35		15.73	
	新型建材	10.12		9.00		7.08		10.84	
房地产	保障性住房	37.57		23.39		19.99		27.79	
	商品房开发	41.43		38.71		40.74		39.41	
物业投资与资产管理		65.22		60.99		59.65		64.39	
其他		49.18		44.48		33.11		54.46	

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司水泥与混凝土、房地产业务易受行业周期性影响，但盈利能力总体较为稳定。

公司各业务板块形成纵向一体化产业链，具有较强的协同效应

根据北京市政府相关政策，金隅集团将下属位于市区的工厂搬迁至北京周边地区。公司充分利用金隅集团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，同时采用了大量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进行规范化操作。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。

● 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市琉璃河水泥有限公司（以下分别简称“鼎鑫水泥”、“赞皇水泥”、“振兴水泥”和“琉璃河水泥”）等。

表 3 2014 年及 2015 年 1~9 月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	年份	期末 持股比例	期末 总资产	期末 资产负债率	营业 收入	利润 总额	经营性 净现金流
鼎鑫水泥	2015 年 1~9 月	100.00	31.80	43.84	9.82	-0.19	-0.004
	2014 年	100.00	33.85	46.72	19.24	1.81	2.87
赞皇水泥	2015 年 1~9 月	51.00	15.59	56.66	4.18	-0.17	0.48
	2014 年	51.00	16.06	56.93	8.66	0.79	1.37
振兴水泥	2015 年 1~9 月	60.64	11.00	39.39	3.26	-0.47	0.25
	2014 年	60.64	11.54	38.14	6.24	0.06	0.07
琉璃河 水泥	2015 年 1~9 月	100.00	14.11	51.73	4.29	-0.38	-0.08
	2014 年	100.00	13.95	48.75	7.84	-0.84	0.62

数据来源：根据公司提供资料整理

作为国家重点扶持的 12 家大型水泥企业之一，公司水泥业务在北京具有很强的区域优势和很高的市场占有率；水泥销售价格的持续下行挤压了产品利润空间，同时影响了板块收入规模；未来，环保因素仍将对公司水泥业务造成一定影响

从公司水泥业务生产成本来看，煤、电能源、原材料以及制造费用分别约占 50%、30%和 15%，其中石灰石是生产水泥的重要资源性原材料。截至 2015 年 9 月末，公司石灰石总储量约 13 亿吨，可供开采 50 余年，资源较为充足。公司使用自有资源的同时，外购部分石灰石，2012 年以来，石灰石自给比例约为 60%，对外依存度较低。煤炭方面，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。2014 年，公司煤炭采购总量为 481.66 万吨，采购总额为 21.41 亿元。煤炭市场价格下行使公司水泥生产的单位成本有所下降。2014 年，公司前五大煤炭供应商采购金额合计占比 22.32%，集中度一般。电力方面，公司生产用电主要为直供电，2014 年，公司共用电 25.49 亿千瓦时，共计 15.04 亿元。公司通过低温余热发电技术降低用电成本，2014 年累计发电 8.84 亿千瓦时，占公司总用电量的 34.75%，节约电费 3.54 亿元；2015 年 1~9 月累计发电 6.40 亿千瓦时，节约电费 2.37 亿元。

截至 2015 年 9 月末，公司共拥有 36 条熟料生产线，58 条水泥生产线以及 59 条混凝土生产线，主要分布在河北省，其次为北京市。

2012 年以来，公司熟料和水泥产能略有增长，水泥产量有所波动。2013 年以来，受到环保因素和淘汰落后产能因素影响，水泥产量较 2012 年有所减少。公司生产水泥所用熟料全部自产，熟料产能能够匹配水泥产能，同时，由于部分地区水泥生产需求不足，公司外销少量熟料。2014 年外销量在熟料总产量中占比 23.05%。

表 4 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司水泥产品的产能产量情况（单位：万吨、万方）

产品	2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量
熟料	3,670	2,335	3,765	3,189	3,600	3,053	3,450	2,884
水泥	4,470	2,341	4,570	3,303	4,550	3,249	4,450	3,855

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2015 年 9 月末，公司混凝土总产能为 2,290 万立方米。2012~2014 年，公司混凝土销量分别为 902 万立方米、1,303 万立方米和 1,450 万立方米，保持增长。2015 年 1~9 月，公司混凝土销量为 820 万立方米。

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，水泥销量占北京市场总量的 40%以上，其中高标号水泥占市场份额的 70%左右。2012~2014 年，公司水泥销量持续增长，在京津冀以外的地区销量逐步上升。2012 年以来，公司水泥产品产销率保持在较高水平，但受到下游基础建设投资以及房地产行业增速放缓的影响，产品销售均价逐年下滑，挤压了利润空间，同时影响了水泥板块收入规模。2012~2014 年及 2015 年 1~9 月，公司水泥和熟料的平均销售价格分别为 247 元/吨、234 元/吨、214 元/吨和 197 元/吨。

表 5 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司水泥、熟料分区域销售情况（单位：万吨）

区域	2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	水泥	熟料	水泥	熟料	水泥	熟料	水泥	熟料
京津冀	1,866	552	2,735	573	2,827	578	2,508	611
其他区域	478	91	585	162	412	71	323	98
合计	2,344	643	3,320	735	3,239	650	2,831	709

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 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 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。公司下游客户类型较为丰富，客户集中度基本维持在 10%以下的较低水平。

公司水泥回转窑大部分完成脱硝改造，在京水泥企业全部完成物料密闭化改造。2012 年以来，受国家宏观经济增速持续放缓的影响，水泥需求逐步回落，同时随着环保要求升级，政府淘汰落后产能力度升级，京津冀地区水泥产量和销售量均有所降低，产品销售价格逐渐下行，而受到小型水泥企业关停的影响，地区市场竞争格局正在发生变化，公司发挥技术、成本方面的优势，保持市场竞争优势。未来，环保因素仍将对公司水泥业务造成一定影响。

预计未来 1~2 年，公司水泥与混凝土市场仍将以京津冀地区为主，在北京市水泥市场保持主导地位。

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、北京金隅天坛家具股份有限公司和通达耐火技术股份有限公司（以下分别简称“金隅商贸”、“天坛家具”和“通达耐火”）等。

表 6 2014 年及 2015 年 1~9 月公司新型建材业务重要经营子公司财务指标情况（单位：%、亿元）

名称	年份	期末 持股比例	期末 总资产	期末 资产负债率	营业 收入	利润 总额	经营性 净现金流
金隅商贸	2015 年 1~9 月	100.00	22.17	64.70	42.84	0.23	0.51
	2014 年	100.00	19.86	63.12	55.56	0.33	-2.57
天坛家具	2015 年 1~9 月	97.26	13.16	52.60	5.07	-0.03	-0.80
	2014 年	97.26	12.92	51.52	7.26	0.13	-0.08
通达耐火	2015 年 1~9 月	92.83	11.39	42.08	5.25	-0.04	0.30
	2014 年	92.83	12.86	48.29	7.59	2.69	0.15

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司是京津冀地区主要的新型建材生产商，产品具有一定的品牌、规模和技术优势，在国内市场具有一定的竞争优势；近年来，公司商贸物流业务规模有所波动，公司减少了煤炭、钢材贸易量以控制风险

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。2012~2013 年，公司为推进建材贸易业务战略化的布局，逐渐扩大商贸物流业务规模，而其规模的增长主要依赖煤炭、钢材、铁矿石等贸易增加的带动。2014 年，为控制风险，公司煤炭和钢材贸易规模缩小，商贸物流收入有所减少。

表 7 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司新型材料各产品销售收入（单位：亿元）

主要产品	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
商贸物流	59.48	82.84	126.17	77.32
家具及装饰材料	7.24	11.88	9.85	9.23
耐火材料	5.24	7.51	7.97	9.84
墙体保温材料	1.76	3.00	2.46	5.06

数据来源：根据公司提供资料整理

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和耐火材料等，公司是京津冀地区最大的新型建材生产商，是北京市属唯一从事新型建材制造业的大型国有企业，能够得到北京市政府的大力支持。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。

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”。2013~2014 年，公司家具及装饰材料收入规模同比均有所增长，在国内办公家具市场具有一定竞争优势。

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。公司加气混凝土的产能达 52 万立方米/年，是中国华北地区最大的加气混凝土生产企业，具备较强规模优势。2013~2014 年，公司墙体材料采取薄利多销的营销方法，产品价格的下降使得收入规模较 2012 年有所下降。

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。2013 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，收入同比均有所下降。

● 房地产

公司房地产业务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”）和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 2014 年及 2015 年 1~9 月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	年份	期末 持股比例	期末 总资产	期末 资产负债率	营业 收入	利润 总额	经营性 净现金流
金隅嘉业	2015 年 1~9 月	100.00	469.36	82.95	45.03	6.66	41.31
	2014 年	100.00	423.83	82.11	102.63	14.27	-26.44
金隅大成	2015 年 1~9 月	100.00	202.44	77.72	21.63	3.22	-12.58
	2014 年	100.00	183.50	68.05	54.24	8.58	-27.22

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司房地产开发具有一定的品牌效应和规模优势；土地储备较为充足，具有可持续发展能力；公司是北京主要的保障性住房开发企业之一，保障性住房及自住型商品房的开发降低了普通商品房市场波动对公司经营的影响

公司房地产业务经营历史较久，是北京地区综合实力较强的房地产开发企业之一，已形成了立足北京，拓展至天津、重庆、海南、浙江、河北、内蒙古等省市区的开发格局，具有一定的品牌优势和规模优势。公司开发项目中部分所用的水泥、混凝土、保温材料、涂料、隔墙、加气块等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。

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。2013 年 10 月，北京市政府出台建设自住型改善型商品房的政策，公司成为首批获建自住型商品房的企业。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，这使得公司拥有了高于一般保障性住房项目的利润空间。同时，增加住房供给以缓解供需矛盾也是政府房地产调控的重点方向，保障性住房是政府导向的低价住宅产品，其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，但受到开发周期的影响，保障房销售收入及毛利率有所波动。

表 9 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司房地产开发情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
销售面积	61.14	147.35	168.43	129.44
销售均价	14,363	14,793	12,043	11,067
新竣工面积	58.55	201.46	169.71	110.66
结转面积	57.36	149.72	117.67	83.60
其中：商品房	53.79	96.67	72.24	59.50
保障性住房	3.57	53.05	45.43	24.10

数据来源：根据公司提供资料整理

2012~2014 年，公司房地产业务结转面积保持稳步增长，合同签



约面积有所波动，2014年同比下降12.52%，保障性住房签约销售面积同比有所下降。2015年1~9月，受到项目周期影响，销售及结转均面积有所下降。

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，具有可持续发展能力，详见附件1。

● 物业投资及资产管理

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。

截至2015年9月末，公司拥有投资性物业面积75万平方米。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。2015年9月末，公司上述主要投资性物业大厦的总面积为59.60万平方米，可出租面积为39.72万平米，已出租面积38.27万平方米，出租率为96.35%。2012年以来，公司主要投资性物业大厦的出租率基本保持较高水平，主要写字楼大厦的新租或续租的出租单价均稳中有升，租金收入逐年增加。

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。出租和物业收入的持续增加，为公司带来了稳定的现金流入。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

金隅股份成立于2005年12月22日，公司控股股东为金隅集团，截至2015年9月末，公司注册资本47.85亿元，金隅集团持有公司股份为47.92%。2015年10月13日，金隅集团增持0.30%，截至2015年10月末，对公司的持股比例上升至48.16%。公司实际控制人为北京市国资委。

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，规范运作，强化内部管理，加强信息披露，确保公司经营管理的有效运行。2015年7月，蒋卫平先生因到龄退休，辞去董事长职务。公司董事长职务由姜德义先生出任。

战略与管理

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。水泥方面，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，公司以保障项目现金流为前提，加强对政策信息预判及把握能力，实现稳健可持续发展。

由于公司业务规模扩张，公司债权融资与股权融资规模均有所增长。2012年至本报告出具日，公司共发行19支债券。2014年3月，公司完成主要向大股东金隅集团的非公开发行，金隅集团以5.58元/股认购公司44,803万股股票，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10月，公司非公开发行股票事项获得证监会核准。根据方案，本次发行拟向包括公司控股股东金隅集团在内的不超过十名特定投资者非公开发行A股股票不超过554,245,300股，募集资金不超过47亿元，用于房地产项目开发及补充流动资金。此外，公司通过股权信托融资、引入战略投资者等其他股权融资方式进行融资，有利于保持资产负债率的稳定性。

抗风险能力

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，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，具有很强的区域竞争优势。但公司也面临水泥行业产能过剩、环保压力上升、产品价格下降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，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了2012~2014年及2015年1~9月财务报表。安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2012~2014年财务报表分别进行了审计²，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2015年1~9月财务报表未经审计。

² 由于会计准则变更，2013年审计报告中，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2012年末资本公积、盈余公积、未分配利润、管理费用、可供出售金融资产等科目数据进行了重述调整，本报告中相关科目使用重述调整后数据。

资产质量

公司总资产增长较快，流动资产占比略高；受房地产及物业管理业务影响，公司存货及投资性房地产在总资产中占比较高

公司资产中，流动资产占比略高。2012~2014 年末，公司总资产增长较快，年均复合增长率约 18%。2015 年 9 月末，总资产较 2014 年末增长 5.73%。

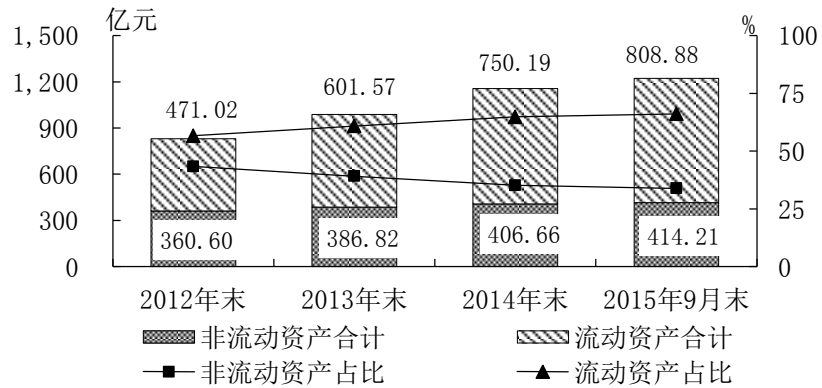


图 2 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司资产构成情况

从流动资产构成来看，公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款及预付款项构成，该四项合计占流动资产的比重超过 90%。2012~2014 年末，存货在流动资产中占比约 40%，存货中开发成本和开发产品占比约为 90%，受到房地产开发项目投入增加的影响，存货规模逐年增长。2012~2014 年末，公司货币资金余额保持增长；2014 年末，公司受限货币资金为 45.00 亿元，其中房地产预售款受限资金³占比 76.07%，下属财务公司存放中央银行法定准备金占比 20.06%。2012~2014 年末，公司应收账款保持增长。受建材业务规模扩大影响，2013 年末公司应收账款同比增幅较大；2014 年末，公司应收账款余额 54.05 亿元，一年以内金额占比 85.16%，应收账款余额前五单位合计占比 6.53%。2012~2014 年末，公司预付款项有所波动，2013 年末，预付款项同比增长 3 倍，一是由于煤炭价格下跌，公司水泥板块各企业加大采购力度，二是由于公司商贸物流业务规模扩大；2014 年末，由于部分采购合同尚未到期，公司预付款项同比下降 3.12%。2015 年 9 月末，公司存货、应收账款和货币资金较 2014 年末均有小幅增加。

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。

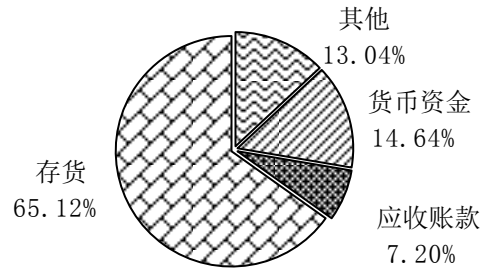


图3 2014年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产以固定资产、投资性房地产和无形资产为主，三项合计占比约 90%。2012~2014 年末，公司固定资产以房屋建筑物和机器设备为主，由于在建工程陆续转固，固定资产逐年增长，但增速有所下降。同期，公司投资性房地产以公允价值计量，保持小幅增长，2014 年末金额为 140.52 亿元⁴，公允价值增加 6.28 亿元。2014 年末，公司将 0.08 亿元固定资产和 70.91 亿元⁵投资性房地产用于银行借款担保抵押，合计金额在非流动资产中占比 17.46%。公司无形资产主要为土地使用权和采矿权。2015 年 9 月末，由于工程项目投入增加，公司在建工程为 14.55 亿元，较 2014 年末增加 74.23%；公司其他的非流动资产主要科目较 2014 年末变动不大。

截至 2015 年 9 月末，公司用于抵押的资产账面价值为 100.76 亿元，主要是投资性房地产进行抵押，获得银行借款 44.64 亿元。此外，公司受限货币资金 41.34 亿元，其中包括 34.89 亿元房地产预售款受限资金。上述受限资产合计 142.10 亿元，约占期末总资产的 11.62%。

2012~2014 年及 2015 年 1~9 月，公司应收账款周转天数分别为 39.55 天、36.16 天、45.44 天和 60.41 天；存货周转天数分别为 416.73 天、361.50 天、497.62 天和 713.31 天，受房地产开发周期较长影响，公司存货周转周期较长，此外，商贸物流业务规模变化对营业成本的影响较大，导致存货周转效率出现大幅波动。

综合来看，公司总资产增长较快，流动资产占比略高；受房地产及物业管理业务影响，公司存货及投资性房地产在总资产中占比较高。

资本结构

因房地产项目预售规模较大，预收款项在总负债中占比较大；公司有息债务逐年增长，且面临一定短期偿债压力

公司负债构成以流动负债为主。2012~2014 年末，总负债保持增长，年复合增长率约为 17%。2015 年 9 月末，总负债较 2014 年末增加 9.00%。

⁴ 其中包括账面价值 2.66 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；目前权属变更手续正在办理，公司认为其对上述投资性房地产的占有、使用或者处置没有任何障碍。

⁵ 其中 8.04 亿元投资性房地产用于为控股股东金隅集团提供债务担保。

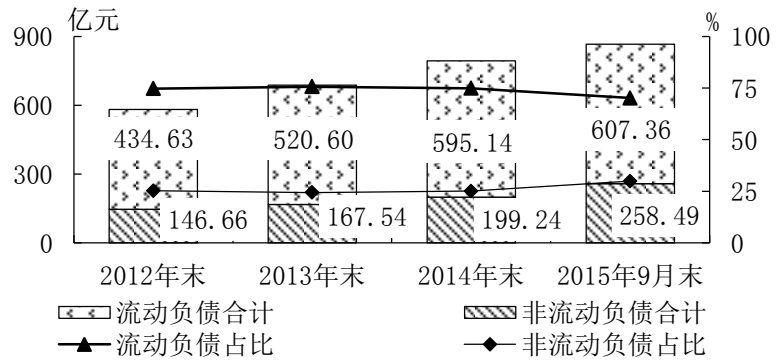


图4 2012~2014年末及2015年9月末公司负债构成情况

公司流动负债中，预收款项、短期借款、应付账款的占比较大。2012~2014年末，公司预收款项持续小幅增长，以房地产预售款为主。2014年末，公司预收款项为165.30亿元，其中房地产预售款占比89.05%，年末一年内的预收账款占比96.07%。2012~2014年末，公司短期借款余额有所波动，2014年末余额为116.36亿元，其中信用借款占比92.86%，抵押借款占比5.14%。2012~2014年末，公司应付账款持续小幅增长，2014年末余额为92.98亿元，账期在一年以内的应付账款占比77.92%。2012~2014年末，公司一年内到期的非流动负债、应付短期债券、其他流动负债和其他应付款保持增长。2014年末，公司一年内到期的非流动负债为61.17亿元，以一年内到期的长期借款和应付债券为主；应付短期融资券为66.00亿元，为2014年发行的四期短期融资券；其他流动负债为45.25亿元，主要为预提开发成本和预提土地增值税；其他应付款为30.78亿元，包括应付工程款及押金保证金等。2015年9月末，短期借款较2014年末增加44.04%；一年内到期的非流动负债较2014年末减少36.32%；随着两期短期融资券的到期偿付，公司应付短期融资券下降至20.00亿元；其他的流动负债主要科目较2014年末变化不大。

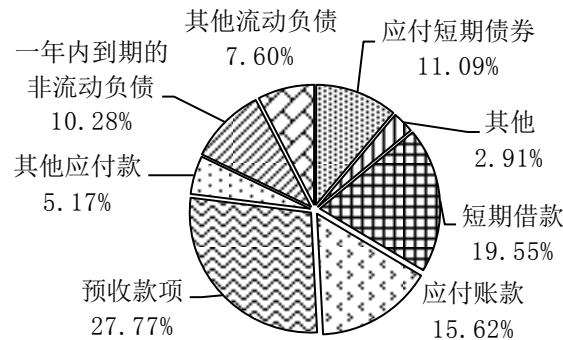


图5 2014年末公司流动负债构成情况

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2013年末，公司长期借款大幅上升，同比增长44.63%；2014年末，长期借款余额67.80

亿元，同比略有下降，其中抵押、信用和保证借款分别占比 68.27%、19.32%和 12.41%。2013 年末，公司应付债券同比小幅下降，2014 年末大幅上升，同比增长 43.84%，为 2014 年新发行的两期中期票据所致。2015 年 9 月末，长期借款为 92.65 亿元，较 2014 年末增加 36.67%；受发行私募债和中期票据影响，公司应付债券余额为 121.81 亿元，较 2014 年末增加 34.30%，其余非流动负债科目较 2014 年末变化不大。

表 11 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 9 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	272.04	245.89	202.22	153.94
长期有息债务	172.86	158.72	132.08	114.50
总有息债务	444.90	404.61	334.30	268.44
总有息债务占总负债比重	51.38	50.93	48.58	46.18

2012 年以来，公司有息负债及其占总负债的比重均有所上升。公司有息债务以短期有息债务为主，面临一定集中偿付压力。

表 12 截至 2015 年 9 月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	272.04	35.16	50.00	15.00	35.00	37.70	444.90
占比	61.15	7.90	11.24	3.37	7.87	8.47	100.00

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司资产负债率基本稳定，分别为 69.90%、69.62%、68.67%和 70.79%；公司流动比率小幅上升，分别为 1.08 倍、1.16 倍、1.26 倍和 1.33 倍；速动比率分别为 0.34 倍、0.43 倍、0.44 倍和 0.47 倍，2013 年以来流动资产对流动负债的保障水平基本稳定。

2012~2014 年末，公司所有者权益有所增长，分别为 250.33 亿元、300.25 亿元和 362.47 亿元，主要是未分配利润逐年增长所致。2014 年，公司向大股东等非公开发行人 A 股股票 500,903,224 股，同时产生资本溢价导致资本公积相应增长。截至 2015 年 9 月末，公司股本为 47.85 亿元，所有者权益为 357.24 亿元，2015 年 9 月末未分配利润为 181.29 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司对外担保余额为 66.36 亿元，担保比率为 18.58%⁶，均为公司经营房地产业务对购房客户的按揭贷款担保，存在一定或有风险。

综合来看，公司有息债务规模持续增长，且面临一定短期偿债压力。

⁶ 2015 年 6 月末，公司所有者权益为 357.24 亿元。



盈利能力

受到商贸物流业务经营规模以及水泥产品市场环境变化影响，公司收入和毛利率有所波动，期间费用水平较为稳定

2012~2014年，受到商贸物流业务规模变化以及京津冀地区水泥产品市场环境变化影响，公司营业收入及毛利率有所波动。

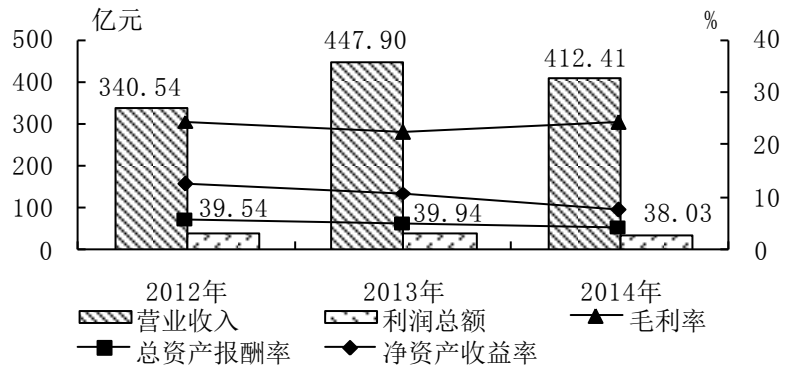


图6 2012~2014年公司收入和盈利情况

2012~2014年，公司期间费用率约为13%，费用控制能力较强。资产减值损失分别为0.48亿元、3.81亿元和2.10亿元，其中2013年因关停淘汰水泥生产线计提了2.99亿元，2014年计提了0.95亿元存货跌价准备。公允价值变动收益分别为9.36亿元、6.72亿元和6.28亿元，全部来自投资性房地产。营业外收入主要为增值税返还、拆迁补偿收入等政府补贴，2012~2014年，营业外收支净额分别为8.60亿元、7.29亿元和8.52亿元。公司利润总额和净利润有所波动，由于受到以前期间所得税调整的影响，2014年净利润同比下降16.47%。公司总资产报酬率及净资产收益率有所下降。

2015年1~9月，公司营业收入为259.03亿元，同比下降10.05%，主要是市场价格进一步下降使得水泥和混凝土收入同比减少；毛利率为25.87%，同比上升1.11个百分点。受到收入下降影响，期间费用率同比有所上升。营业外收支净额为3.02亿元。公司利润总额和净利润分别为16.62亿元和10.33亿元，同比分别下降37.18%和46.21%，是由于水泥和保障房开发收入同比均有较大减少。

综合来看，受到商贸物流业务经营规模以及水泥产品市场环境变化影响，公司收入和毛利率有所波动，期间费用水平较为稳定。

现金流

公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障能力不稳定

2012~2014年，公司经营性净现金流变化较大。2013年，受土地储备支出增加的影响，经营性净现金流转为净流出；2014年，由于房地产板块支付了2013年取得的两个自住型商品房项目地款约60亿元，经营性现金流的净流出规模扩大。随着房地产开发项目的持续投入，

投资性净现金流保持净流出,2014 年公司购置长期资产支出有所下降,从而使得投资性现金流的净流出规模缩小。由于对房地产开发等经营项目的持续投入,公司债务融资规模增长,筹资性净现金流于 2013 年转为净流入,并且净流入规模于 2014 年扩大。

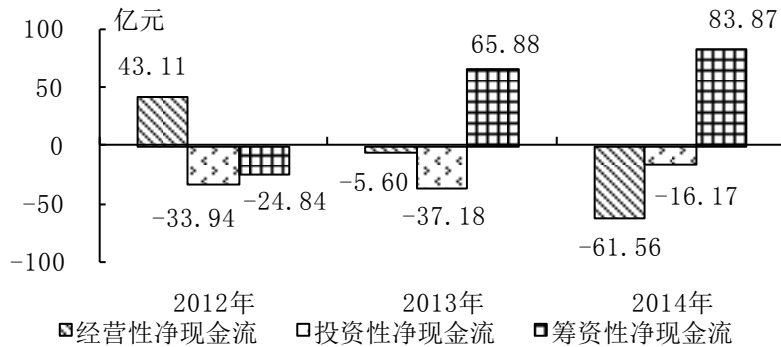


图 7 2012~2014 年公司现金流情况

2015 年 1~9 月,由于公司土储支出有所减少,经营性净现金流为 17.67 亿元,现金流转为净流入;投资性净现金流为-12.21 亿元;筹资性净现金流为 5.35 亿元。

公司经营性净现金流变化较大,对债务和利息的保障不稳定。

表 13 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司债务及利息的覆盖水平 (单位: %、倍)

项目	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债	2.94	-11.04	-1.17	10.41
经营性净现金流/总负债	2.13	-8.31	-0.88	7.61
经营现金流利息保障倍数	1.20	-2.83	-0.35	2.59
EBIT 利息保障倍数	1.84	2.31	3.14	2.94
EBITDA 利息保障倍数	2.65	2.97	3.90	3.60

综合来看,公司经营性净现金流波动较大,对债务和利息的保障能力不稳定。

偿债能力

2012 年以来,公司营业收入和毛利率均出现波动,期间费用率较为稳定;公司有息债务规模增长较快,但资产负债率保持稳定,有息债务在总负债中的占比适中,但规模逐年增长,且面临一定短期偿债压力;公司经营性净现金流变化较大。金隅集团对公司支持力度较大,公司股权与债权融资能力较强,并与多家银行等金融机构建立了良好合作关系。综合来看,公司偿债能力很强。

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 2015 年 11 月 16 日,公司本部未曾发生信贷违约事件。截



至本报告出具日，公司在债券市场发行的各类债务融资工具到期本息均已按期兑付。

结论

金隅股份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，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、房地产等业务具有很强的区域竞争优势。同时公司也面临水泥行业产能过剩、环保标准提高，房地产行业发展的不确定性等挑战。整体来看，公司偿还债务的能力很强。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，公司主营业务将稳定发展。因此，大公对金隅股份的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对北京金隅股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2015 年 9 月末北京金隅股份有限公司土地储备情况

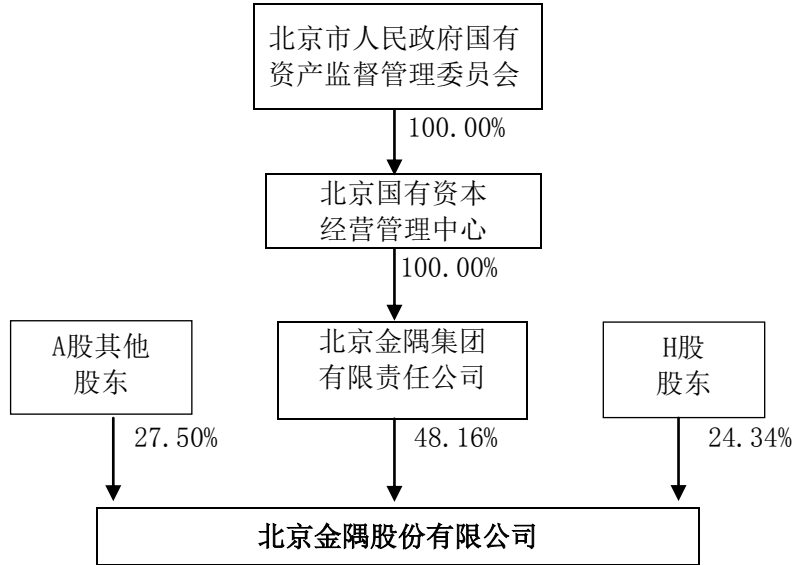
单位：万平方米

项目名称	项目地点	规划总建筑面积	已取得许可证书	已售面积
商品房开发	-	882.45	-	205.78
北京-金隅澜湾	北京昌平区	7.86	1、2、3、4、5	5.38
北京-嘉和园公建	北京昌平区	4.26	1、2、3、4、5	2.55
北京-金隅翡丽	北京海淀区	9.78	1、2、3、4、5	6.45
北京-北京方向	北京丰台区	23.58	1、2、3、4、5	19.69
重庆-南山郡	重庆南岸区	47.56	1、2、3、4、5	3.30
重庆-时代都汇	重庆南岸区	45.15	1、2、3、4、5	13.78
成都-大成郡	成都双流县	17.39	1、2、3、4、5	3.62
天津-金隅悦城	天津东丽区	21.14	1、2、3、4、5	11.85
天津-金隅满堂	天津中北镇	12.32	1、2、3、4、5	8.04
杭州-观澜时代	杭州经济技术开发区	76.29	1、2、3、4、5	44.35
杭州-半山田员外	杭州拱墅区	19.34	1、2、3、4、5	6.62
内蒙-金隅时代城	呼和浩特市赛罕区	35.01	1、2、3、4、5	33.51
内蒙-金隅丽港城	内蒙古中海以西	12.45	1、2、3、4、5	8.94
内蒙-环球金融中心	内蒙古呼和浩特	17.64	1、2、3、4、5	2.42
唐山-金隅乐府	河北省唐山市	30.14	1、2、3、4、5	15.59
海口-海甸溪	海口海甸岛	35.37	1、2、3、4、5	9.57
马鞍山-佳山墅	马鞍山花山区	11.81	1、2、3、4、5	4.21
杭州-钱江学府	杭州上城区	6.44	1、2、3、4、5	0.60
北京-长阳商品房	北京房山区	8.00	1、2、3、4	0.06
北京-西郊砂石厂西地块	北京海淀区	9.82	1、2	0.00
南京-金隅紫京府	南京建邺区	17.26	1、2、3、4、5	5.65
成都-武侯珑熙郡	成都武侯区	33.86	1、2、3、4、5	0.72
上海-嘉定菊园	上海	37.00	1、2、3	0.00
宁波-姚江船闸	宁波	6.75	1、2	0.00
北京-张郭庄	北京	27.90	1、2	8.24
青岛-镇江路地块	青岛	21.96	1、2	0.00
重庆-新都会	重庆南岸区茶园	200.00	-	0.00
合肥-蜀山地块	合肥市蜀山区	79.88	-	0.00
北京-其他	北京	6.49	-	0.00
保障性住房	-	59.85	-	3.35
北京-朝阳新城 D 组团	北京朝阳区	13.23	1、2、3、4、5	3.35
北京-北奥地块	北京大红门	8.24	-	0.00
北京-南口采石场地块	北京市昌平	24.59	1、2	0.00
北京-张郭庄保障房	北京丰台区	8.61	1、2	0.00
其他	-	5.18	-	0.00

注：“1”代表《国有土地使用证》，“2”代表《建设用地规划许可证》，“3”代表《建设工程规划许可证》，“4”代表《建筑工程施工许可证》，“5”代表《商品房预售许可证》

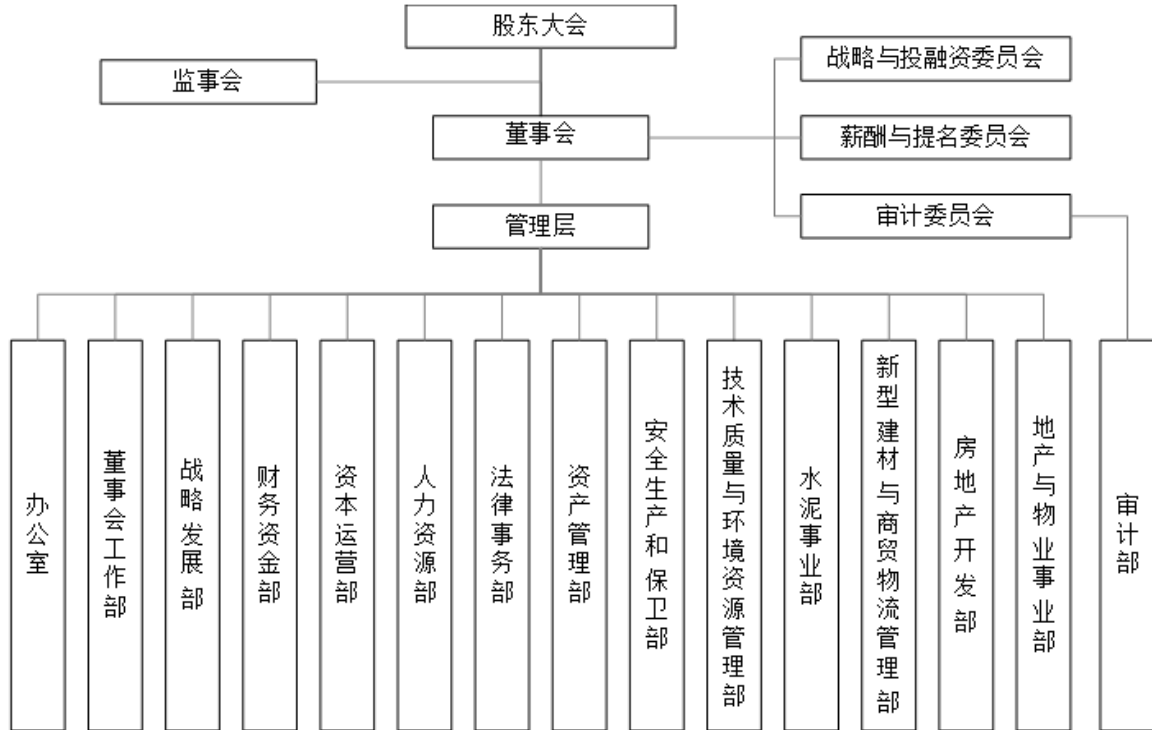
数据来源：根据公司提供资料整理

附件 2 截至 2015 年 10 月末北京金隅股份有限公司股权结构图





附件 3 截至 2015 年 10 月末北京金隅股份有限公司组织结构图



附件 4 北京金隅股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	1,169,406	1,098,017	859,551	590,609
应收账款	618,702	540,483	500,587	399,180
预付款项	397,015	352,698	364,063	90,942
存货	5,260,055	4,885,316	3,760,201	3,228,689
流动资产合计	8,088,826	7,501,881	6,015,723	4,710,188
投资性房地产	1,431,242	1,405,181	1,354,590	1,284,040
固定资产	1,781,728	1,802,119	1,693,432	1,533,115
无形资产	408,693	397,720	396,268	360,068
非流动资产合计	4,142,066	4,066,616	3,868,232	3,605,992
资产总计	12,230,892	11,568,497	9,883,955	8,316,180
占资产总额比 (%)				
货币资金	9.56	9.49	8.70	7.10
应收账款	5.06	4.67	5.06	4.80
预付款项	3.25	3.05	3.68	1.09
存货	43.01	42.23	38.04	38.82
流动资产合计	66.13	64.85	60.86	56.64
投资性房地产	11.70	12.15	13.70	15.44
固定资产	14.57	15.58	17.13	18.44
无形资产	3.34	3.44	4.01	4.33
非流动资产合计	33.87	35.15	39.14	43.36
负债类				
短期借款	1,675,964	1,163,564	1,351,650	1,138,829
应付账款	794,901	929,755	851,670	656,920
预收款项	1,945,354	1,652,967	1,556,795	1,420,695
其他应付款	431,663	307,834	275,727	248,312
应付短期债券	200,000	660,000	300,000	100,000
一年内到期的非流动负债	389,512	611,651	319,922	257,602
其他流动负债	479,515	452,539	380,247	314,868
流动负债合计	6,073,594	5,951,366	5,205,997	4,346,295
长期借款	926,549	677,950	687,992	475,705
应付债券	1,218,102	906,991	630,560	669,245
递延所得税负债	259,996	255,117	241,883	198,999
非流动负债合计	2,584,894	1,992,393	1,675,426	1,466,609
负债合计	8,658,488	7,943,758	6,881,424	5,812,903

附件 4 北京金隅股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
占负债总额比 (%)				
短期借款	19.36	14.65	19.64	19.59
应付账款	9.18	11.70	12.38	11.30
预收款项	22.47	20.81	22.62	24.44
其他应付款	4.99	3.88	4.01	4.27
应付短期债券	2.31	8.31	4.36	1.72
一年内到期的非流动负债	4.50	7.70	4.65	4.43
其他流动负债	5.54	5.70	5.53	5.42
流动负债合计	70.15	74.92	75.65	74.77
长期借款	10.70	8.53	10.00	8.18
应付债券	14.07	11.42	9.16	11.51
递延所得税负债	3.00	3.21	3.52	3.42
非流动负债合计	29.85	25.08	24.35	25.23
权益类				
少数股东权益	417,927	514,012	374,517	212,078
实收资本（股本）	478,464	478,464	428,374	428,374
资本公积	750,667	789,869	557,984	520,687
盈余公积	82,850	82,850	71,120	58,091
未分配利润	1,812,868	1,731,508	1,541,980	1,263,975
归属于母公司所有者权益	3,154,477	3,110,727	2,628,014	2,291,198
所有者权益合计	3,572,404	3,624,739	3,002,531	2,503,277
损益类				
营业收入	2,590,268	4,124,147	4,478,976	3,405,410
营业成本	1,920,099	3,127,282	3,479,988	2,572,469
销售费用	109,194	152,157	156,623	135,060
管理费用	222,085	288,660	281,132	218,545
财务费用	96,312	120,944	101,750	90,240
资产减值损失	4,724	21,044	38,092	4,772
公允价值变动损益	26,061	62,829	67,173	93,620
投资收益	-1,777	-2,844	-3,475	-714
营业利润	136,018	295,105	326,470	309,719
营业外收支净额	30,209	85,230	72,903	86,041
利润总额	166,227	380,335	399,372	395,760
所得税	62,890	109,437	75,057	80,375
净利润	103,337	270,897	324,316	315,385
归属于母公司所有者的净利润	106,177	242,272	321,518	296,871

附件 4 北京金隅股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
占营业收入比 (%)				
营业成本	74.13	75.83	77.70	75.54
销售费用	4.22	3.69	3.50	3.97
管理费用	8.57	7.00	6.28	6.42
财务费用	3.72	2.93	2.27	2.65
资产减值损失	0.18	0.51	0.85	0.14
公允价值变动损益	1.01	1.52	1.50	2.75
投资收益	-0.07	-0.07	-0.08	-0.02
营业利润	5.25	7.16	7.29	9.09
营业外收支净额	1.17	2.07	1.63	2.53
利润总额	6.42	9.22	8.92	11.62
所得税	2.43	2.65	1.68	2.36
净利润	3.99	6.57	7.24	9.26
归属于母公司所有者的净利润	4.10	5.87	7.18	8.72
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	176,730	-615,617	-55,984	431,076
投资活动产生的现金流量净额	-122,051	-161,690	-371,828	-339,388
筹资活动产生的现金流量净额	53,474	838,736	658,762	-248,448
财务指标				
EBIT	270,919	501,278	502,922	490,086
EBITDA	391,494	638,307	625,096	600,742
总有息负债	4,452,140	4,046,099	3,342,976	2,684,382
毛利率 (%)	25.87	24.17	22.30	24.46
营业利润率 (%)	5.25	7.16	7.29	9.09
总资产报酬率 (%)	2.22	4.33	5.09	5.89
净资产收益率 (%)	2.89	7.47	10.80	12.60
资产负债率 (%)	70.79	68.67	69.62	69.90
债务资本比率 (%)	55.47	52.73	52.67	51.75
长期资产适合率 (%)	148.65	138.13	120.93	110.09
流动比率 (倍)	1.33	1.26	1.16	1.08
速动比率 (倍)	0.47	0.44	0.43	0.34
保守速动比率 (倍)	0.22	0.23	0.19	0.16
存货周转天数 (天)	713.31	497.62	361.50	416.73
应收账款周转天数 (天)	60.41	45.44	36.16	39.55

附件 4 北京金隅股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债 (%)	2.94	-11.04	-1.17	10.41
经营性净现金流/总负债 (%)	2.13	-8.31	-0.88	7.61
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.20	-2.83	-0.35	2.59
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.84	2.31	3.14	2.94
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	2.65	2.97	3.90	3.60
现金比率 (%)	19.25	18.45	16.51	13.59
现金回笼率 (%)	103.75	107.54	102.38	104.35
担保比率 (%)	18.58	17.19	16.99	18.72

附件 5 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⁷ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁸ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁷ 前三季度取 270 天。

⁸ 前三季度取 270 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+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 6 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司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。