



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪228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已发行的“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）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月二十三日

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）跟踪评级报告（2019）

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）		
债券简称及代码	品种 1 简称“19 金隅 01”（代码：155133）； 品种 2 简称“19 金隅 02”（代码：155134）		
发行规模	品种 1 发行规模 5.00 亿元； 品种 2 发行规模 15.00 亿元		
存续期限	品种 1：5 年期，2019/01/09~2024/01/09； 品种 2：7 年期，2019/01/09~2026/01/09		
上次评级时间	2018 年 12 月 20 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

金隅集团	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	629.10	699.18	792.15	797.16
总资产（亿元）	2,083.97	2,322.07	2,682.76	2,770.83
总债务（亿元）	873.46	948.41	1,180.58	1,279.84
营业总收入（亿元）	477.39	636.78	831.17	160.11
营业毛利率（%）	23.45	25.19	26.95	28.64
净利润（亿元）	26.90	29.50	42.81	3.87
EBITDA（亿元）	75.34	114.84	139.44	-
所有者权益收益率（%）	4.28	4.22	5.40	1.94
资产负债率（%）	69.81	69.89	70.47	71.23
总债务/EBITDA（X）	11.59	8.26	8.47	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.61	2.53	2.09	-

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、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 23 日

基本观点

跟踪期内，随着合并范围的扩大及各业务板块的稳步发展，北京金隅集团股份有限公司（以下简称“公司”或“金隅集团”）收入规模及盈利规模同比增幅明显。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了金隅集团水泥行业地位突出、区域竞争实力增强、较强的成本控制能力等优势因素。但中诚信证评也关注到公司水泥产能释放率较低、房地产开发业务发展面临较大压力、债务规模及财务杠杆率呈上升趋势等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持金隅集团主体信用级别 AAA，评级展望为稳定，维持“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）”信用级别 AAA。

正面

- 水泥行业地位突出，区域竞争实力很强。截至 2018 年末公司熟料和水泥产能分别达到 11,147 万吨/年和 17,220 万吨/年，位居全国第三，行业地位突出，且 2018 年在京津冀区域市场占有率仍达到 50%以上，区域竞争实力很强。
- 成本控制能力较强。公司主要生产线均拥有自备矿山，截至 2018 年末已获得采矿许可证的石灰石总储量为 27.51 亿吨，同比增长 4.17%，当年石灰石自给率达到 78.55%，同比提升 3.20 个百分点；且大部分生产线配备纯低温余热发电设施，截至 2018 年末余热发电装机容量为 541.20MW，较上年末增加 6MW，当年供电自给率达到 36.30%，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，2018 年公司收入规模及盈利规模同比增幅明显，当年实现营业总收入 831.17 亿元，同比增长 30.53%；取得



净利润 42.81 亿元，同比增长 45.12%。

关 注

- 水泥产能释放率较低。近年来国家对水泥行业的环保排放控制要求愈加严格，且错峰生产覆盖面趋广，受此影响，2018 年公司水泥产能利用率仅为 54.78%，处于较低水平，后期产能释放情况值得关注。
- 房地产开发业务发展面临较大压力。受房地产政策持续收紧影响，行业竞争日益加剧，2018 年公司房地产销售规模同比下滑，未来销售面临不确定性增大，项目后期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。公司债务规模逐年上升，截至 2018 年末总债务达 1,180.58 亿元，资产负债率上升至 70.47%；同期末，公司房地产在建项目尚需投资额 535 亿元，拟建房地产项目规划总投资额 331 亿元，未来面临较大的投融资压力。
- 经营性现金流呈现持续净流出。2017 年以来公司加大房地产投资开发力度，房地产板块各项支出规模较大，致使经营性现金流呈持续净流出状态，2017~2018 年及 2019 年 1~3 月经营活动净现金流分别为-118.55 亿元、-50.43 亿元及 -42.10 亿元，中诚信证评对此予以持续关注。

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）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。

募集资金使用情况

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）（以下简称“本期债券”）于 2019 年 1 月 9 日成功发行，本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期，发行规模 5.00 亿元；品种二为 7 年期，发行规模为 15.00 亿元，本期债券募集资金合计 20.00 亿元，扣除发行费用后，均用于偿还银行贷款。

重大事项

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 年北京金隅集团股份有限公司（以下简称“公司”或“金隅集团”）与冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）进行战略重组。当年 10 月 12 日，公司发布《关于对冀东集团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。

为彻底解决内部同业竞争问题，公司将持有的剩余水泥企业股权¹注入冀东水泥旗下。2019 年 1 月 9 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相关事宜的议案》称，同意公司以所持有的赞皇金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权出资，冀东水泥以所持有的临澧冀东水泥有限公司等 5 家公司的股权及 24.82 亿元现金出资，双方共同向合资公司金隅冀东水泥增资，同时冀东水泥以 15.37 亿元现金向金隅集团购买左权金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权。同日，公司与冀东水泥签署《关于合资公司增加注册资本的协议》、《资产收购协议》、《业绩补偿协议》及《关于终止<股权托管协议>之协议》。金隅集团承诺，标的资产于业绩补偿期间（2019~2021 年）实现净利润分别为 6,492.08 万元、6,918.84 万元和 6,946.20 万元，不足部分以现金方式进行补偿。截至 2019 年 3 月 26 日，金隅集团旗下水泥板块内部业务资源整合完毕，公司所持有的赞皇金隅水泥有限公司等 14 家公司的股权已全部过户至合资公司金隅冀东水泥或冀东水泥，并完成相关工商变更登记；同时冀东水泥向合资公司金隅冀东水泥增资的股权资产亦已完成工商变更登记。

此外，2018 年 5 月 5 日，金隅集团发布《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 年末，天津建材总资产为 143.74 亿元，所有者权益为 77.40 亿元；2018 年天津建材实现营业收入 36.29 亿元，实现净利润 3.93 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

¹ 该部分股权原先全部委托冀东水泥管理。

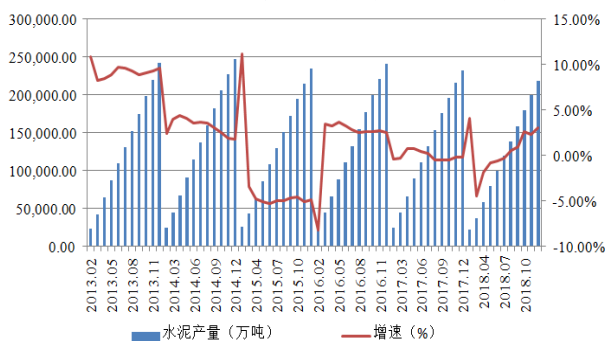
平台，实现产业协同效益。为了提升经营业绩，公司将天津建材旗下相关亏损业务进行剥离。2018年11月16日，天津建材拟以1元底价转让其所持有天津建润钢铁贸易有限公司(以下简称“建润钢贸”)的51%股权。2018年1~9月建润钢贸实现营业收入883万元，同期净利润为-12.28亿元。2019年1月18日，上述该股权转让事项已完成，建润钢贸不再纳入公司合并范围。

行业关注

2018年，在行业去产能及环保限产等政策趋严执行下，水泥新增产能维持低位，产量延续下滑态势，但当前产能过剩状态未得到根本性扭转，未来错峰生产等相关政策的变动及执行效果对水泥供应的影响需予以关注。

2018年水泥行业在环保整治、错峰限产、集中停产、优化产能结构和加强产能置换等政策推动下，整体产能规模保持相对稳定。据中国水泥协会统计，2018年全国新点火水泥熟料生产线合计14条，全部为产能置换项目，年度新点火熟料设计产能为2,043万吨，与2017年基本持平。截至2018年末，全国新型干法水泥生产线累计1,681条，新型干法熟料设计年产能为18.20亿吨，增速为-0.05%，全国新增生产线数和新增设计产能均在相对低位。2018年全国实际熟料年产能依旧超过20亿吨，产能总量与2017年相当，水泥熟料生产线平均规模继续提升，从2017年的3,424吨/天提升至3,491吨/天。2018年我国水泥产量为21.77亿吨，同比下降6.03%，水泥产量延续下滑态势，供给端控制成效显著。

图1：2013~2018年我国水泥产量及增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从环保限产来看，2018年全国范围内大多省份

继续执行错峰生产或环保限产的政策，并强调环保要禁止一刀切，需因地制宜地推进错峰生产。当年环保限产的频繁程度和力度均有所增强，其中东北、京津冀和长三角部分地区采暖季限产时长均较上年延长。2018年我国水泥熟料产能利用率在70%左右，产能过剩情况依然严重，水泥行业整体去产能压力仍较大。差别化错峰生产的推行，有助于鼓励企业提高环保标准，并减轻停产带来的不利影响，但同时亦增加了市场的不公平竞争和行业自律的难度，未来需关注差别化错峰生产政策的执行效果以及相关政策的变动对水泥供应产生的影响。

区域政策及执行方面，按照湖北省经信委、省环保厅《关于进一步规范全省水泥行业错峰生产工作的通知》(鄂经信重化[2018]21号)和《关于全省水泥行业错峰生产工作的补充通知》(鄂经信重化函[2018]39号)要求，湖北省经信委会同省环保厅对相关市(州)审核上报的水泥企业2018年错峰生产备案计划进行审定，并编制2018年全省水泥企业错峰生产计划，计划涵盖全省59条生产线，全年停窑天数在20~365天不等，平均停窑时间为79.4天。截至2018年末，中南地区熟料产能合计44,534.60万吨，前五大水泥企业熟料产能集中度占比为48.73%(其中金隅集团水泥产能规模排名第三)，市场集中度相对较高。

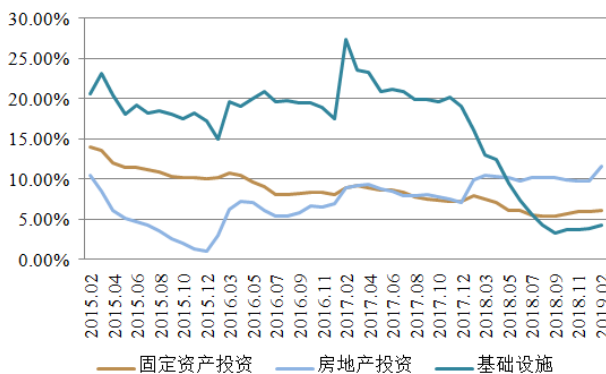
总体看，在水泥行业去产能和产能置换等政策趋严执行下，短期内水泥行业总产能规模或有望小幅下降，但同时需关注短期内仍难以化解的产能过剩矛盾以及行业政策变动对水泥供应的影响。

2018年我国基建投资增速显著下降，但得益于房地产市场增长的需求平滑效应，整体水泥需求未有明显下滑，短期内依托于政策导向对基础设施建设的拉动以及以稳为主的房地产政策调控，水泥需求仍有支撑。

从水泥行业的下游消费需求结构来看，基础设施建设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。2018年，全国房地产开发投资120,264亿元，同比增长9.5%，增速较上年提高2.5个百分点。随着2019年中央经济工作会议“房住不炒”基调的确立以及住房和城乡建设工作会议提出“稳地价、稳房价、稳预期为目标”，短期内房地产价格大幅上涨的可能性较小，价格方面对房地产需求和供给的刺激或均较为有限。受益于当前仍较为丰富的土地储备，2019年上半年乃至前三季度房地产投资或仍将保持较高增速。后期待开发土地面积存量的消耗、销售端持续低迷影响房地产企业新开工的积极性，或将加大下半年尤其是四季度的房地产投资压力。但综合来看，受益于上半年房地产投资预期高速增长拉动，全年房地产投资或仍有望保持增长。基建投资受宏观降杠杆、PPP清库以及地方政府债务约束等影响，增速大幅回落，2018年全国基础设施建设投资145,325亿元，同比增长3.8%，增速同比下降15.2个百分点。自2018年下半年开始央行释放定向MLF鼓励银行投放信贷、投资中低等级产业债、资管新规细则落地对过渡期内的存量产品以及非标融资边际放松，另外国务院会议及政治局会议提出系列经济政策，确立了“保基建促投资”的发展基调；2018年8月，财政部要求加快专项债发行的速度；12月，政治局会议要求积极的财政政策要加力提效，较大幅度扩大地方政府专项债券规模。在政策大力推进基建稳增长之下，未来基建投资增速有望逐步企稳回升，但涨幅尚待观察。

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：国家统计局，中诚信证评整理

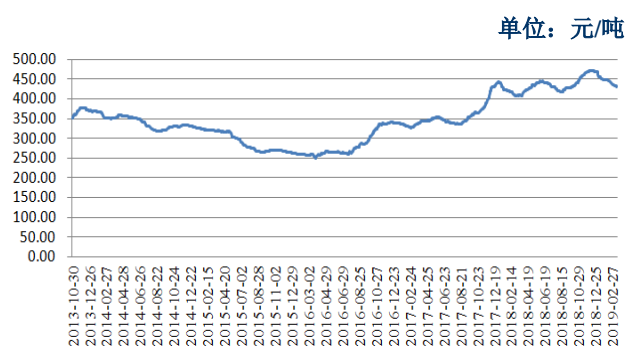
2018年基础设施建设投资增速虽大幅下滑，但在较强的房地产市场需求平滑下，水泥需求依然得

以支撑。地方专项债发行资金到位以及政策导向等对2019年的基础设施建设投资起到良好的促进作用。同时，在以稳为主的房地产政策调控下，房地产开发投资或仍将保有一定增速，短期内对水泥需求提供支撑作用。但我国房地产和基建投资受政策调控影响较大，其投资波动及政策变化对水泥需求的影响将持续存在。

2018年水泥行业整体延续高景气度，水泥价格涨势明显，推动行业效益水平上升，同时，在国家供给侧改革、市场阶段性供需错配以及煤炭供需转向宽松等因素下，行业效益仍可期。

价格方面，截至2018年末全国P.O42.5水泥价格为469.00元/吨，较年初仍上涨4.65%，全年全国P.O42.5水泥均价为434.76元/吨，同比大幅上涨22.74%。春节期间，各地工人返乡、工程停工，各地水泥市场进入休市状态，同时南方各地企业开启错峰生产或自律停窑检修，价格持续回调，截至2019年3月末，全国P.O42.5水泥均价为429.95元/吨，较年初下降9.22%。在国家供给侧结构改革的引导和行业自律水平不断提高的背景下，市场阶段性供需错配仍将持续，短期内我国水泥市场价格仍能得到一定支撑，出现大幅回落的可能性较小。

图3：全国水泥均价（散装P.O42.5）趋势图



资料来源：百年建筑网，中诚信证评整理

行业盈利状况方面，2018年，政策端的持续发力及下游需求端的有效支撑，助推水泥价格继续攀升，行业效益创下新高，2018年水泥行业实现利润总额1,546亿元，同比增长76.28%。

成本方面，水泥成本对煤炭价格波动的敏感性相对较高。2018年国内煤炭供给仍呈现紧平衡状态，全国煤炭价格指数高位震荡，使得水泥企业生

产成本维持在相对较高的位置。其中，秦皇岛动力煤 5,500K 价格整体仍处于高位，由年初的 580 元/吨降至 2018 年 6 月末的 570 元/吨，随后降至 2018 年 8 月末的 565 元/吨，2018 年末已回升至 570 元/吨，截至 2019 年 3 月 29 日为 580 元/吨。2018 年，煤炭行业供给侧改革深入推进，行业由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能，煤炭供应能力增加，煤炭消费小幅增长，行业效益持续转好，但随着国家治理大气环境节能减排，非化石能源对煤炭的替代作用不断增强，煤炭消费增速将有所下降。从供给来看，当前煤炭产能仍然较大，但结构性问题依然突出，随着煤矿安全生产设施不断完善、环保措施逐步到位，煤炭行业产能利用率提高，煤炭有效供给质量提升，全国煤炭市场供需将逐步向宽松方向转变，有利于稳定煤炭价格的市场预期，降低水泥企业生产成本的控制压力。

2018 年，水泥行业整体维持高景气度，全年水泥价格涨幅明显，业内企业经营效益大幅提升，同时在行业供给侧改革和市场阶段性供给错配的持续执行下，短期内水泥价格不会大幅回落，加之生产成本或因煤炭市场供需转向宽松化而得到控制，行业效益仍可期。

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售及限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳和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，并下沉至县级城市，全国 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州及福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准

性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州及合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

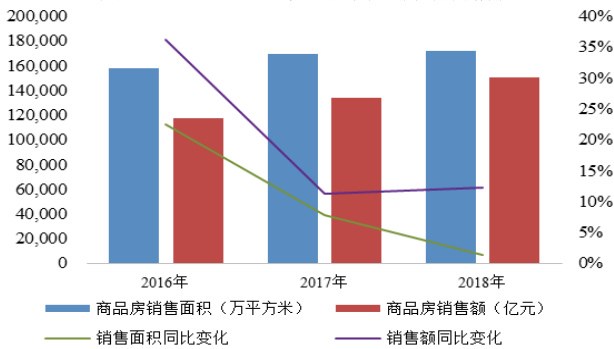
在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点²。受房地产调控政策持续及“因城施策”影

² 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括

响，2018年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 4：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政

策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 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 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 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，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，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、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧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。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

公司主营业务包括水泥及混凝土、房地产开

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；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

发、新型建材、物业投资及管理四大板块。受益于完成对冀东集团的重组及天津建材的并购，2018年公司水泥及商贸物流业务收入持续增加，加之当年房地产板块确认收入规模大幅提升，从而推动全年整体收入规模大幅增长，2018年公司实现营业总收入831.17亿元，同比增长30.53%。其中，公司水泥及混凝土板块实现收入规模为391.20亿元，同比增长25.89%；新型建材板块实现销售收入198.13亿元，

同比增长31.05%；房地产开发板块确认收入规模为221.47亿元，同比增长37.73%；物业投资及管理板块实现收入规模42.33亿元，同比增长27.65%，上述四大板块收入规模占当年营业总收入的比重分别为47.07%、23.84%、26.65%和5.09%。2019年以来公司延续上年良好的发展态势，一季度实现营业总收入160.11亿元，较上年同期增长61.09%。

表 1：2016~2018 年公司营业总收入构成及占比情况

业务类型	2016		2017		2018	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
水泥及混凝土	153.65	32.19	310.74	48.80	391.20	47.07
新型建材	111.21	23.30	151.19	23.74	198.13	23.84
房地产开发	184.49	38.65	160.80	25.25	221.47	26.65
物业投资及管理	32.60	6.83	33.16	5.21	42.33	5.09
板块抵消	-14.02	-2.94	-29.34	-4.61	-29.15	-3.51
其他业务	9.45	1.98	10.31	1.62	7.19	0.86
合计	477.39	100.00	636.78	100.00	831.17	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

完成冀东集团战略重组后，公司水泥行业地位突出，区域竞争实力增强，2018 年水泥及熟料产量实现增长，但受错峰生产和环保限产的影响，产能利用率仍处于较低水平。

2016 年公司完成对冀东集团的战略重组后，近两年熟料及水泥产能基本维持平稳，截至 2018 年末熟料及水泥产能分别为 11,147 万吨/年和 17,220 万吨/年。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。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，发电技术达到国内先进水平，具有较强的成本控制优势。

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年末，公司在京津冀地区的熟料总产能为5,697万吨/年，占熟料总产能的51.11%，水泥总产能8,372万吨/年，占水泥总产能的48.62%，跟踪期内，公司在京津冀地区的市场占有率仍达到50%以上；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年末，山西及陕西地区水泥产能占总产能比重分别为10.68%和11.32%。整体来看，虽然公司水泥产能分布呈一定分散特征，但其在北京、天津及河北等地区的市场占有率较高，区域竞争实力持续增强；同时跨地区、多维度的产能布局有利于公司分散经营风险。

表 2：截至 2018 年末公司水泥产能布局情况

所在区域	熟料产能 (万吨/年)	水泥产能 (万吨/年)
北京区域	316	558
天津区域	133	477
河北区域	5,248	7,337
山西区域	1,237	1,839
陕西区域	1,279	1,950
内蒙古区域	771	1,530
河南区域	166	208
川渝区域	545	901
东北区域	960	1,672
其他区域	492	748
合计	11,147	17,220

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司现有生产线集中于京津冀、山西及陕西等地区，受益于上述市场需求的增加，2018 年公司水

泥及熟料产量分别为 9,433 万吨和 7,958 万吨，较上年分别增长 6.62%和 7.31%。但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仍处于较低水平，当年水泥和熟料产能利用率分别为 54.78%和 71.40%，在环保趋严的环境下，公司后期产能释放情况值得关注。

表 3：2016~2018 年公司水泥及熟料产能、产量情况

熟料	2016	2017	2018
产能（万吨/年）	10,943	11,141	11,147
产量（万吨）	8,310	7,416	7,958
产能利用率（%）	75.94	66.56	71.40
水泥	2016	2017	2018
产能（万吨/年）	17,346	17,709	17,220
产量（万吨）	10,023	8,847	9,433
产能利用率（%）	57.78	49.96	54.78

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2018年末，公司共有22家子公司开展废物处置业务，全年处置各类危险废物27.7万吨，污泥22万吨，生活垃圾13.1万吨，污染土32万吨，较上年分别增长112%、369%、269%和487%，处置危险废物能力明显提高。2018年公司实现固废处置收入10.46亿元，同比增长70.64%。

总体来看，随着完成对冀东集团战略重组，公司对京津冀区域市场控制力得到进一步提升，2018年水泥及熟料产量同比实现增长，但在错峰生产及环保限产的影响下，产能释放率仍处于较低水平。

2018 年公司在主要展业区域水泥销量实现增长，区域优势地位得到稳固，且在水泥销售价格上涨的推动下，当年初始获利水平提升。

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，2018年自给率达到78.55%，同比提升3.20个百分点，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。近年公司通过并购重组增加石灰石资源储备，截至2018年末，公司已获得采矿许

可证的石灰石总储量约为27.51亿吨，同比增长4.17%，石灰石矿产资源储备充足，且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。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，主要采用货到付款的结算方式。近年煤炭价格持续高位震荡使得公司生产成本控制压力加大，2018年煤炭采购均价为560.06元/吨，较上年上涨23.97元/吨。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年末，公司余热发电装机容量541.20MW，较上年末增加6MW。2018年公司共利用余热发电21.30亿千瓦时，供电自给率达36.30%，节约电费7.29亿元，有效降低公司用电成本。

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、国防及民用等各种类型的建筑工程，受下游市场需求变动影响，近年来公司各等级水泥品种销量稍有变动，2018年强度等级42.5号水泥销售占比为75.90%，较上年下降1.47个百分点；当年强度等级32.5号及52.5号水泥销售比重分别为23.10%和1.00%，同比分别上升1.42个百分点和0.05个百分点，整体市场销售仍以强度等级42.5号水泥为主。销售渠道方面，公司销售采取直销为主、分销为辅的渠道模式，其中2018年直销占比77.55%，较上年下降0.15个百分点，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；当年分销模式占比为22.45%，同比上升0.15个百分点，供应对象主要为农村等地区经销商，全部采用现款结算。

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，进一步扩大在京津冀区域的市场份额和品牌影响力，2018年实现水泥销量为9,443

万吨，较上年增加600万吨。公司生产水泥所用熟料全部自产，同时外销少量熟料，受水泥产销量增加影响，2018年熟料销量同比下降10.94%至1,262万吨。由于采用按照订单进行生产和销售的模式，公司水泥产销率维持在较高水平，2018年产销率为100.11%，同比提升0.16个百分点。此外，公司有效发挥水泥生产和预拌混凝土业务的协同性，2018年混凝土销量同比增长8.89%至1,604万立方米。

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，同时在环保督查、煤炭等原材料及运输成本提高等因素的影响下，公司水泥及熟料价格均呈上涨态势。2018年公司水泥和熟料销售均价分别为300元/吨和243元/吨，较上年分别上涨19.52%和14.08%，受益于此，当年水泥及混凝土板块毛利率同比上升2.27个百分点至30.07%。总体来看，公司水泥销售价格吻合市场行情变化；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。

表 4：2016~2018 年公司产品销量及售价情况

销量	2016	2017	2018
熟料（万吨）	1,511	1,417	1,262
水泥（万吨）	10,037	8,843	9,443
平均售价	2016	2017	2018
熟料（元/吨）	145	213	243
水泥（元/吨）	181	251	300

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

销售区域方面，目前公司在国内已形成京津冀、山西、河南、东北、内蒙古、陕西和川渝等七大区域销售布局。2018年公司在京津冀、山西及陕西等区域分别实现水泥销量4,707万吨、1,004万吨和1,282万吨，同比分别增长4.60%、7.15%及16.33%，占当年水泥销售总量比重分别为49.85%、10.63%和13.58%，主要展业区域的水泥销量实现不同程度提升，区域竞争实力很强。

表 5：2017~2018 年公司水泥区域销售情况

所在区域	2017	2018
京津冀区域	4,500	4,707
山西区域	937	1,004
陕西区域	1,102	1,282
内蒙古区域	414	385
河南区域	132	166
川渝区域	604	661
东北区域	702	685
其他区域	452	553
合计	8,843	9,443

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司石灰石资源丰富，原材料供应稳定，尽管煤炭价格的高位震荡走势加大了成本控制压力，但2018年公司在主要展业区域水泥销量实现增长，且受益于水泥销售价格的上涨，当年水泥及混凝土板块初始获利水平得到提升。

公司现有土地储备较为充足，房地产开发业务具有发展潜力，但未来资本支出压力较大，加之房地产调控政策升级，2018年公司房地产销售规模同比下滑，未来销售面临不确定性增大。

公司房地产开发业务已覆盖环渤海、长三角及成渝三大经济圈，在京、沪、津、渝四个直辖市以及杭州、南京、合肥和海口等15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。

销售方面，2018年受益于长三角区域项目销售价格较高，当年公司房产项目销售均价提升至19,777元/平方米，同比上涨17.00%，但受房地产市场调控政策影响，2018年公司实现签约销售面积111.40万平方米，较上年下降19.13%，全年签约销售金额为220.32亿元，同比下降5.39%，对项目开发资金回笼产生不利影响。

表 6：2016~2018 年公司房地产开发情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

产品	2016	2017	2018
销售面积	117.87	137.76	111.40
销售均价	18,204	16,904	19,777
签约金额	214.57	232.87	220.32
结转面积	115.63	94.86	100.93
其中：商品房	104.53	94.58	86.57
保障性住房	11.10	0.61	14.36

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

受政策导向与项目周期影响，公司保障性住房结转面积有所波动，2018 年为 14.36 万平方米，较上年增加 13.75 万平方米，当年保障性住房业务确认收入 11.81 亿元，较上年增加 11.38 亿元；2018 年公司商品房结转面积 86.57 万平方米，同比下降 8.15%，全年商品房确认收入 209.65 亿元，同比增长 30.74%。

在建项目方面，2018 年末公司主要在建房地产项目共 33 个，规划总投资额 1,565 亿元，包括商品房项目 1,497 亿元、保障性住房 68 亿元，尚需投资额为 535 亿元；拟建房地产项目规划总投资额 331 亿元，其中商品房 266 亿元，保障性住房 65 亿元，未来仍面临较大的支出压力。同时，近年来房地产调控政策升级，公司房地产开发业务未来面临的不确定性增大，项目后期资金回笼情况需予以关注。

土地储备方面，近年来公司加快拿地节奏，重点布局一二线城市，2018 年通过挂牌及拍卖等方式获取 13 宗土地，新增土地容积率面积 142.48 万平方米，较上年增加 6.43 万平方米；当年新增土地主要分布于天津市、宁波市以及青岛市等二线城市，土地总地价共 152.63 亿元，同比下降 35.11%。截至 2018 年末，公司土地储备面积合计 874.97 万平方米，同比增长 3.43%，其中商品房土储面积 836.19 万平方米，保障性住房土储面积 38.78 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 7：2016~2018 年公司新增土地储备情况

单位：宗、万平方米、亿元

产品	2016	2017	2018
新增土地	7	14	13
新增土地容积率面积	118.59	136.05	142.48
新增土地总地价	227.22	235.21	152.63

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司现有在建地产项目投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力，加之房地产调控政策升级，2018 年公司房地产销售规模同比下滑，未来销售面临的不确定性增大。

公司新型建材制造业务在京津冀地区具有较强区域竞争优势，且受益于天津建材纳入合并范围，2018 年公司新型建材制造及商贸物流业务收入规模均实现增长。

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，2018 年新型建材板块实现收入规模 198.13 亿元，同比增长 31.05%，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。

新型建材制造方面，公司产品主要包括家具及装修材料和墙体保温材料。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，2018 年公司家具及装饰材料业务实现收入规模 13.45 亿元，较上年增长 20.30%。

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，2018 年公司墙体保温材料业务实现销售收入 5.13 亿元，同比增长 19.58%。

商贸物流业务方面，随着完成对天津建材的并购，2018 年公司商贸物流业务收入规模进一步扩大，全年实现收入规模 168.25 亿元，同比增长 59.42%，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。

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，且受益于完成对天津建材的并购，2018 年公司新型建材制造及商贸物流业务收入规模均实现增长。

公司持有的投资性物业地理位置优越，整体出租率较高，2018 年可出租面积大幅增加，推动当年相关业务收入规模实现增长。

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，2018 年并购天津建材后，自持物业大厦数量增加。截至当年末，公司持有的投资性物业大厦总面积为 135 万平方米，同比增长 88.55%，除自有部分外，可用于出租面积为 113.10 万平方米，当年整体出租率为 88.00%，与上年基本持平。

表 8：截至 2018 年末公司主要投资物业大厦出租情况

单位：万平方米、%

物业名称	地理位置	可出租面积	出租率
环贸一期	北京北三环	9.40	89.00
环贸二期	北京北三环	10.30	93.00
环贸三期	北京北三环	4.00	91.00
腾达大厦	北京四二环	5.70	93.00
金隅大厦	北京四二环	3.70	86.00
建材经贸、建达大厦	北京东二环	4.30	97.00
大成大厦	北京四二环	3.80	93.00
环渤海金岸卖场	天津河西区	19.70	98.00
其他物业	北京城区	52.20	-
合计	-	113.10	88.00

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。2018 年，随着可出租面积的大幅增加，公司物业投资及管理板块实现收入规模为 42.33 亿元，同比增长 27.65%。

总体来看，公司持有的投资性物业项目主要分布在北京三环以内市区，地理位置优越，整体出租率保持在较高水平，2018 年可出租面积大幅增加，推动全年物业投资及管理板块收入规模实现提升。

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 2016~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表；所有数据均为合并口径。

资本结构

随着业务规模扩大及房地产板块投资力度加大，公司资产及负债规模逐年增加，2018 年末资产规模和负债总额分别为 2,682.76 亿元和 1,890.62 亿元，较上年末分别增长 15.53% 和 16.50%。所有者权益方面，受益于经营利润积累和永续中票³的发行，近年来公司自有资本实力持续增强，2018 年末

³ 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 年末，公司资产负债率为 76.05%。

所有者权益（含少数股东权益）合计 792.15 亿元，同比增长 13.30%。资本结构方面，2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 70.47% 和 59.85%，较上年末分别提升 0.58 个百分点和 2.29 个百分点。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 2,770.83 亿元，负债合计 1,973.67 亿元，所有者权益合计 797.16 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 71.23% 和 61.45%，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 9：2018 年末水泥行业部分公司资本结构比较表

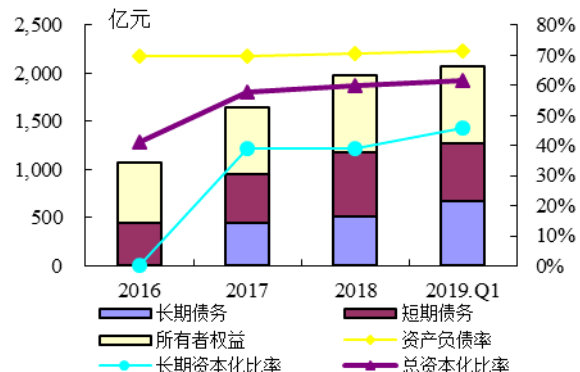
公司简称	资产（亿元）	资产负债率（%）	总资本化比率（%）
金隅集团	2,682.76	70.47	59.85
海螺水泥	1,495.47	22.15	8.08
红狮控股	411.06	49.49	41.91
华新水泥	331.62	44.76	28.23
天山股份	170.34	46.11	34.21
万年青	100.54	39.38	23.25

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，2018 年末流动资产合计 1,691.58 亿元，占总资产比重为 63.05%，主要包括货币资金 187.74 亿元、应收票据 112.26 亿元、应收账款 74.40 亿元、其他应收款 99.42 亿元及存货 1,149.13 亿元。公司货币资金受项目投融资进度影响，存在波动性，2018 年末同比下降 4.85%，其中使用受限货币资金规模为 52.55 亿元。2018 年末公司应收票据规模同比增长 37.20%，主要系银行承兑汇票，其中 1.30 亿元应收票据已用于质押；当年末应收账款同比下降 3.20%，其中账龄在一年以内的应收账款占比为 59.57%，1~2 年的占比为 14.18%，截至当年末应收账款已累计计提坏账准备 24.24 亿元，应收账款账龄较长，面临一定的坏账风险。2018 年公司加大对联营公司的资金支持力度，当年末长期应收款规模为 99.41 亿元，同比增长 68.79%，主要包括应收联营公司款项 39.65 亿元、单位往来款 22.27 亿元、押金保证金 15.05 亿元及应收股权转让款 9.82 亿元等，截至 2018 年末账龄在一年内的其他应收款占比为 70.91%，已累计计提坏账准备 16.51 亿元，需持续关注其他应收款后续回收进度。近年来公司加大房

地产投资力度，2018 年末存货规模同比增长 16.49%，主要包括开发成本 966.93 亿元和开发产品 125.75 亿元，同比分别增长 18.68% 和 2.75%，截至当年末累计计提存货跌价准备 6.90 亿元。2018 年末公司非流动资产合计 991.18 亿元，占资产总额的 36.95%，主要包括投资性房地产 213.27 亿元、固定资产 446.93 亿元及无形资产 166.92 亿元等。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 年末公司投资性房地产同比增长 38.13% 至 213.27 亿元，其中账面价值合计 10.88 亿元的自持物业正在办理产权证书。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，当年末同比下降 2.62%。受益于天津建材纳入合并报表范围，当年末公司无形资产规模同比增长 53.74%，主要为土地使用权。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产合计 1,770.27 亿元，占比 63.89%；非流动资产合计 1,000.56 亿元，占比为 36.11%，资产结构较年初基本保持稳定。

图 5：2016~2019.Q1 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

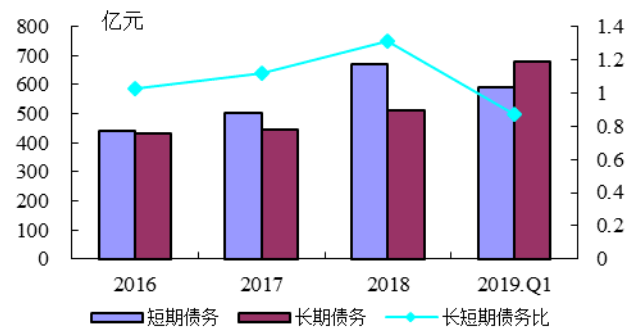
负债方面，公司负债以流动负债为主，2018 年末流动负债合计 1,292.02 亿元，占负债总额的 68.34%，主要包括短期借款 398.80 亿元、应付账款 183.58 亿元、合同负债 237.15 亿元、其他应付款 83.53 亿元、一年内到期的非流动负债 185.44 亿元及其他流动负债 84.93 亿元等。公司短期借款主要为信用借款，随着各业务板块的稳步发展，融资需求加大，2018 年末短期借款规模同比增长 16.01% 至 398.80 亿元；应付账款主要为需支付的材料款及工程款，2018 年业务规模的上升带动应付账款同比增长 16.58%，当年末账龄一年以内的应付账款占比

80.86%；2018 年公司根据新会计准则将部分预收款项重分类至合同负债，使得预收款项下降至 3.18 亿元，当年末合同负债余额 237.15 亿元，同比下降 12.75%，主要包括预收房款 211.51 亿元和预收货款 19.88 亿元；其他应付款主要为应付土地款、押金保证金、应付企业债券利息、代收及暂收款项等，2018 年应付土地款项的减少使得年末其他应付款规模同比下降 7.96%；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款及应付债券，2018 年末公司一年内到期的长期借款规模增加至 94.66 亿元，较上年末增加 70.64 亿元，从而推动一年内到期的非流动负债规模同比增长 61.38%；2018 年末其他流动负债同比增长 40.57%，主要为预提开发成本及预提土地增值税。2018 年末公司非流动负债合计 598.59 亿元，占负债总额的 31.66%，主要包括长期借款 305.06 亿元和应付债券 202.31 亿元。受项目投资增加影响，公司相应投资资金需求增加，2018 年末长期借款和应付债券规模同比增长分别为 18.83% 和 11.43%。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债合计 1,199.54 亿元，占比 60.78%；非流动负债合计 774.13 亿元，占比为 39.23%，负债结构较年初保持稳定。

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，2018 年末总债务规模为 1,180.58 亿元，同比增长 24.48%，包括短期债务 670.05 亿元和长期债务 510.53 亿元。从债务期限结构来看，2018 年末公司长短期债务比由上年末的 1.12 倍上升至 1.31 倍。截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模 1,279.84 亿元，当期长短期债务比为 0.86 倍。公司债务期限结构与项目投资期限较为匹配，但近年

来债务规模快速上升，中诚信证评将对公司面临的债务压力保持关注。

图 6：2016~2019.Q1 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，跟踪期内，公司资产规模和自有资金实力保持持续增长，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

2018 年公司实现营业总收入 831.17 亿元，同比增长 30.53%。细分业务板块来看，公司在京津冀区域市场竞争力较强，2018 年水泥下游市场需求增加，加之水泥价格呈上涨趋势，全年水泥及混凝土板块实现收入规模 391.20 亿元，同比增长 25.89%。2018 年公司房地产板块确认收入 221.46 亿元，较上年增长 37.72%。受益于天津建材纳入合并范围，近年来公司商贸物流业务收入规模快速扩张，推动 2018 年新型建材板块收入同比增长 31.05% 至 198.13 亿元。受益于可出租面积的大幅增加，2018 年公司物业投资及管理板块实现收入规模为 42.33 亿元，同比增长 27.65%。2019 年 1~3 月公司实现营业总收入 160.11 亿元，较上年同期增长 61.09%。

表 10：2016~2018 年公司营业总收入结构及毛利率情况

业务类型	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥及混凝土	153.65	20.55	310.74	27.28	391.20	30.05
新型建材	111.21	7.79	151.19	8.41	198.13	6.14
房地产开发	184.49	27.48	160.80	25.57	221.47	31.78
物业投资及管理	32.60	51.84	33.16	59.59	42.33	57.03
板块抵消	-14.02	-	-29.34	-	-29.15	-
其他业务	9.45	46.35	10.31	49.42	7.19	54.52
合计	477.39	23.45	636.78	25.19	831.17	26.95

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，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上升，2018年为30.05%，较上年提升2.27个百分点。2018年公司结转的房地产项目销售均价较高，推动当年房地产板块毛利率同比上升6.21个百分点至31.78%。2018年公司毛利率较低的商贸物流收入比重提升，致使全年新型建材板块毛利率同比下降2.27个百分点至6.14%。公司物业投资及管理板块毛利率保持在较高水平，2018年为57.03%，同比下降2.56个百分点。综上，2018年公司营业毛利率为26.95%。同比提升1.76个百分点。2019年一季度公司营业毛利率进一步上升至28.64%。

表 11：2018 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	831.17	26.95	15.97
海螺水泥	1,284.03	36.74	5.52
华新水泥	274.66	39.65	12.80
红狮控股	277.81	29.57	6.52
万年青	102.08	32.55	7.96
天山股份	79.32	36.18	13.34

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，2018年支出为71.55亿元，同比增长14.92%；销售费用主要为职工薪酬和运输费等费用，2018年支出为29.16亿元，同比增长11.85%；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，2018年利息支出达到66.76亿元，当年利息收入和资本化利息支出的抵扣使得财务费用为30.47亿元，同比增幅13.86%。2018年公司期间费用率为15.97%，同比下降2.10个百分点。2019年1~3月，公司期间费用合计31.50亿元，期间费用率为19.68%。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 12：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

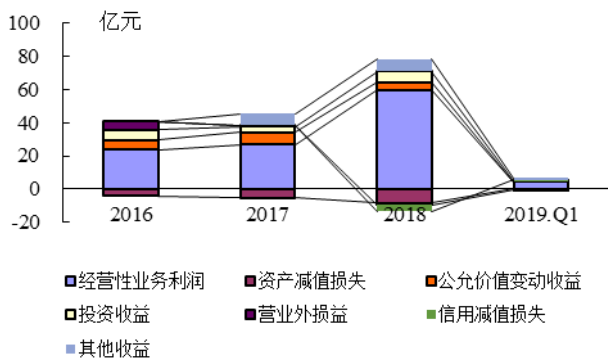
单位：亿元、%				
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	18.54	26.07	29.16	6.01
管理费用	38.08	62.26	71.55	17.12
研发费用	-	-	1.54	0.57
财务费用	16.04	26.76	30.47	7.80
期间费用合计	72.66	115.09	132.73	31.50
营业总收入	477.39	636.78	831.17	160.11
期间费用率	15.22	18.07	15.97	19.68

注：根据财会〔2018〕15号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，以前年度未重述。

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、投资收益和其他收益构成。2018年公司主营业务盈利能力较上年显著增强，全年取得经营性业务利润59.72亿元，较上年增加32.77亿元。2018年公司取得投资收益6.29亿元，较上年减少2.92亿元，主要来源于权益法核算的长期股权投资收益（3.71亿元）和交易性金融资产持有期间取得的投资收益（1.31亿元）。根据新会计准则将与日常活动相关的各类政府补助计入其他收益，2018年公司其他收益为7.69亿元，同比下降11.45%，主要来源于增值税返还。2018年公司将计提的金融资产减值准备于信用减值损失项目列报，当年资产减值损失规模为8.28亿元，主要包括存货跌价损失（3.76亿元）、固定资产减值损失（3.71亿元）；同期发生信用减值损失3.78亿元，主要系坏账损失。综上，2018年公司取得利润总额和净利润分别为64.45亿元和42.81亿元，较上年分别增长58.86%和45.12%。2019年1~3月，公司实现利润总额和净利润分别为6.66亿元和3.87亿元，较上年同期分别增加13.18亿元和10.25亿元。

图 7：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



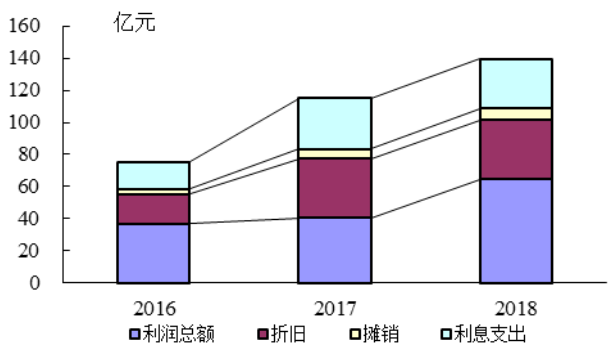
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着天津建材纳入合并范围及各业务板块的稳步发展，2018 年公司整体收入规模增幅明显，且盈利能力显著增强，经营情况较好。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成，2018 年利润总额增加，EBITDA 规模相应呈上升态势，当年 EBITDA 为 139.44 亿元，同比增长 21.42%。偿债能力指标方面，2018 年公司总债务/EBITDA 指标由上年的 8.26 倍上升至 8.47 倍，EBITDA 利息保障倍数由上年的 2.53 倍降至 2.09 倍，2018 年 EBITDA 对债务利息的保障程度减弱。

图 8：2016~2018 年公司 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各项支出规模较大，经营性现金流呈持续净流出状态，2018 年土地储备支出款项较上年大幅减少，全年经营活动净现金流为 -50.43 亿元，净流出规模较上年减少 68.12 亿元。2019 年以来公司经营性现金流呈持续净流出状态，一季度实现经营活动净现金流为 -42.10 亿元。

表 13：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

单位：亿元

偿债指标	2016	2017	2018	2019.Q1
EBITDA	75.34	114.84	139.44	-
经营活动净现金流	35.04	-118.55	-50.43	-42.10
短期债务	442.38	500.94	670.05	592.61
长期债务	431.08	447.47	510.53	687.23
总债务	873.46	948.41	1,180.58	1,279.84
经营净现金流/总债务 (X)	0.04	-0.12	-0.04	-0.13*
经营净现金流/利息支出 (X)	1.21	-2.61	-0.76	-
总债务/EBITDA (X)	11.59	8.26	8.47	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.61	2.53	2.09	-

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 年末担保金额为 64.48 亿元；下属子公司冀东集团为唐山市南湖生态城开发建设投资有限公司 10.20 亿元提供担保；下属子公司天津建材分别为天津一商集团有限公司 3.90 亿元、大同煤矿集团有限责任公司 12.00 亿元及天津建润钢铁贸易有限公司 0.20 亿元提供担保，对外担保余额占当年末公司净资产的比例为 11.46%。此外，截至 2018 年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

资产抵、质押方面，截至 2018 年末，公司共有账面价值为 511.49 亿元的投资性房地产、上市公司股权以及存货等用于抵、质押以取得融资，占期末总资产的比重为 19.07%，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、中国建设银行等金融机构保持良好的长期合作关系，截至 2018 年末，公司共取得银行授信额度合计 1,589 亿元，其中尚未使用额度为 786 亿元。

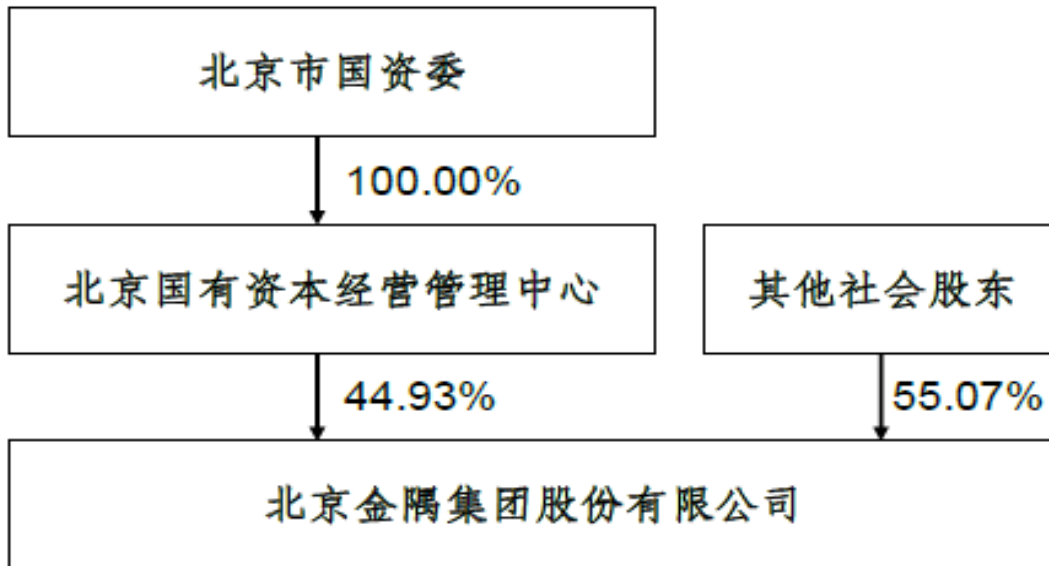
总体来看，公司具有较强区域竞争优势，2018 年随着各业务板块的稳步发展，当年整体收入规模及盈利规模同比增幅明显。同时，跟踪期内，公司资产规模和自有资本实力保持持续增长，整体偿债能力极强。

结论

综上，中诚信证评维持北京金隅集团股份有限

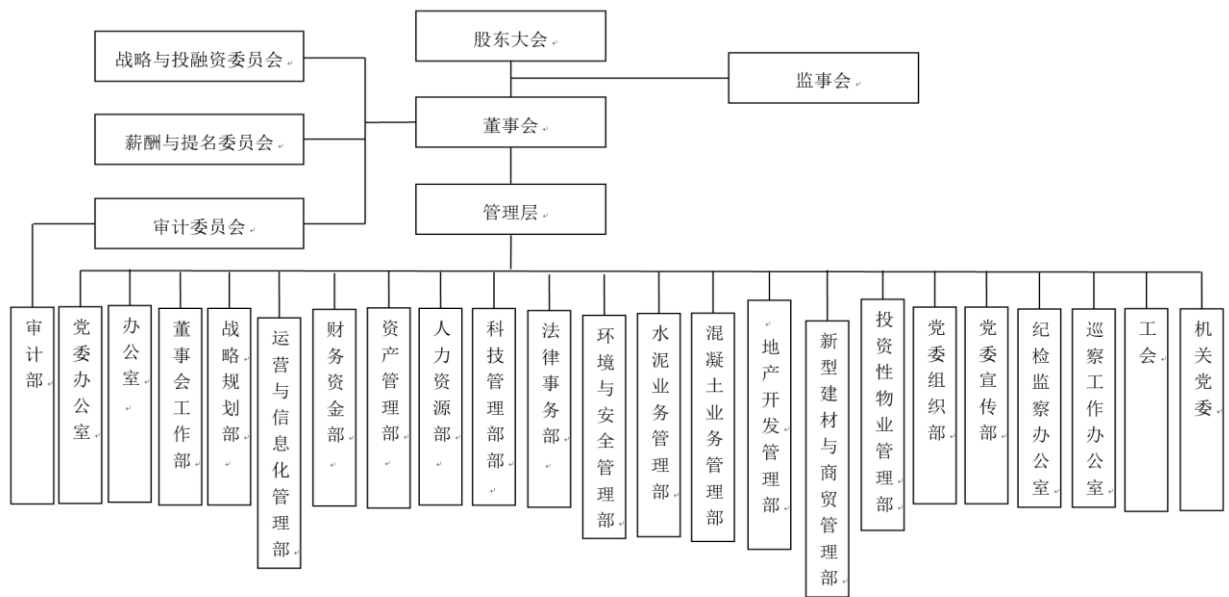
公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“北京金隅集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为**AAA**。

附一：北京金隅集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



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 年末）



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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	2,801,021.11	1,790,384.71	1,877,446.83	2,103,130.98
应收账款净额	888,991.26	768,618.21	744,008.55	793,668.59
存货净额	6,411,123.49	9,864,971.68	11,491,279.37	12,124,015.88
流动资产	11,947,872.54	14,358,926.24	16,915,793.82	17,702,665.78
长期投资	473,199.94	507,282.71	364,792.41	387,528.28
固定资产（合计）	6,502,750.21	6,431,683.74	6,894,969.27	6,866,489.13
总资产	20,839,711.69	23,220,748.21	26,827,609.17	27,708,259.97
短期债务	4,423,847.60	5,009,432.52	6,700,500.61	5,926,140.64
长期债务	4,310,797.30	4,474,664.02	5,105,300.02	6,872,262.38
总债务	8,734,644.90	9,484,096.54	11,805,800.63	12,798,403.01
总负债	14,548,760.61	16,228,967.22	18,906,158.92	19,736,697.25
所有者权益（含少数股东权益）	6,290,951.08	6,991,780.99	7,921,450.25	7,971,562.72
营业总收入	4,773,877.27	6,367,833.09	8,311,673.31	1,601,088.23
期间费用前利润	962,588.11	1,420,313.09	1,924,453.61	358,869.08
投资收益	64,152.80	33,683.73	62,915.52	3,701.08
净利润	269,034.78	295,034.87	428,142.52	38,730.29
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	753,432.62	1,148,388.60	1,394,414.99	-
经营活动产生现金净流量	350,374.98	-1,185,452.38	-504,263.37	-421,025.33
投资活动产生现金净流量	-402,500.18	-69,958.90	-838,392.96	-94,118.56
筹资活动产生现金净流量	737,302.75	732,803.25	1,407,994.44	737,608.43
现金及现金等价物净增加额	689,719.77	-519,669.57	60,596.05	222,487.63
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	23.45	25.19	26.95	28.64
所有者权益收益率（%）	4.28	4.22	5.40	1.94
EBITDA/营业总收入（%）	15.78	18.03	16.78	-
速动比率（X）	0.58	0.41	0.42	0.47
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	-0.12	-0.04	-0.13*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	-0.24	-0.08	-0.28*
经营活动净现金/利息支出（X）	1.21	-2.61	-0.76	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.61	2.53	2.09	-
总债务/EBITDA（X）	11.59	8.26	8.47	-
资产负债率（%）	69.81	69.89	70.47	71.23
总资本化比率（%）	58.13	57.56	59.85	61.45
长期资本化比率（%）	40.66	39.02	39.19	46.30

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、2019 年一季度财务指标中带“*”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”、“长期应付款”及“租赁负债”中的有息债务相应调整计入“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

期间费用前利润 = 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

期间费用率 = (财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 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
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。