



信用等级通知书

信评委函字[2019]G538号

北京金隅集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“北京金隅集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年九月十八日

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（第二期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	北京金隅集团股份有限公司
发行规模	本次债券总规模不超过80亿元，可分期发行，具体发行规模及分期方式根据发行时的市场情况确定。
债券期限	本次债券期限不超过7年（含7年），可以为单一年品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券的具体品种及期限构成将由公司根据资金需求和发行时市场情况确定。
债券利率	本次债券票面利率将由公司与主承销商按照国家有关规定根据簿记建档结果确定。
偿还方式	本次债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本次债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于偿还银行贷款、债券及其他债务融资工具和/或补充流动资金。

概况数据

金隅集团	2016	2017	2018	2019.H1
所有者权益（亿元）	629.10	699.18	792.15	816.19
总资产（亿元）	2,083.97	2,322.07	2,682.76	2,773.23
总债务（亿元）	873.46	948.41	1,180.58	1,252.38
营业总收入（亿元）	477.39	636.78	831.17	446.11
营业毛利率（%）	23.45	25.19	26.95	27.75
净利润（亿元）	26.90	29.50	42.81	39.65
EBITDA（亿元）	75.34	114.84	139.44	93.13
所有者权益收益率（%）	4.28	4.22	5.40	9.72
资产负债率（%）	69.81	69.89	70.47	70.57
总债务/EBITDA（X）	11.59	8.26	8.47	6.72
EBITDA 利息倍数（X）	2.61	2.53	2.09	2.65

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 年半年度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“北京金隅集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用等级为 AAA，该级别反映了本次债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体金隅集团偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了公司水泥行业地位突出、区域竞争实力很强、较强的成本控制能力、收入及盈利规模增长较快等对其业务发展及信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到公司水泥产能利用率较低、债务规模及财务杠杆率呈上升趋势、房地产开发业务经营压力较大，以及经营性现金流呈现净流出等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 行业地位突出，区域竞争实力很强。公司是国家重点支持的 12 家全国性大型水泥企业之一，随着 2016 年完成对冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）的战略重组，公司水泥产能规模大幅提升，截至 2019 年 6 月末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，且在京津冀区域市场占有率在 50%以上，区域竞争实力很强。
- 成本控制能力较强。公司从技术和原料等方面实现对成本的控制，现有生产线规模大多在 4,000t/d 及以上，规模效应较强，且采用新型干法回转窑烧制工艺，大部分生产线配备纯低温余热发电设施，生产能耗和电耗水平在行业内具有较强的竞争力；此外，公司主要生产线均拥有自备矿山，2018 年石灰石自给率达到

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

袁宇城 ychuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年9月18日

78.55%，截至 2019 年 6 月末已获得采矿许可证的石灰石总储量约为 27.10 亿吨，石灰石储量丰富，具备较强的成本控制能力和成本竞争优势。

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

关注

- 水泥产能释放率较低。近年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，2016~2018 年及 2019 年 1~6 月公司水泥产能利用率分别为 57.78%、49.96%、54.78%和 50.69%，处于较低水平，后期产能释放情况值得关注。
- 房地产开发业务经营压力较大。受房地产政策持续收紧影响，行业竞争日益加剧，2018 年及 2019 年 1~6 月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 2019 年 6 月末总债务达 1,252.38 亿元，资产负债率上升至 70.57%；同期末，公司主要在建项目尚需投资额 622.82 亿元（房地产尚需投资 580.50 亿元），拟建房地产项目规划总投资额 159.13 亿元，未来面临较大的投融资压力。
- 经营性现金流呈现净流出。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净流出状态，2017~2018 年经营活动净现金流分别为-118.55 亿元和-50.43 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。

概 况

发债主体概况

北京金隅集团股份有限公司（以下简称“公司”或“金隅集团”）原名为北京金隅股份有限公司，成立于 2005 年 12 月，是经北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）和北京市发展和改革委员会批准，由北京金隅集团有限责任公司（以下简称“金隅有限”）作为主发起人设立的股份有限公司，初始注册资本为 18.00 亿元。2008 年 7 月，经北京市国资委及国家商务部批准，公司进行增资扩股及股权调整，注册资本增至 28.00 亿元；同时原股东北方房地产开发有限责任公司将其所持有 7.60% 的股权转让给金隅有限。根据中国证券监督管理委员会证监许可[2009]550 号文《关于核准北京金隅股份有限公司发行境外上市外资股的批复》，公司于 2009 年 7 月发行 H 股 933,333,000 股，在香港联交所上市（证券代码：02009.HK）。2011 年 3 月，公司通过换股吸收合并向河北太行水泥股份有限公司原股东公开发行新股 410,404,560 股，于上海证券交易所完成 A 股上市（证券代码：601992；证券简称：金隅股份）。2016 年 11 月，北京市国资委将公司原控股股东金隅有限所持公司 4,797,357,572 股 A 股股份无偿划转给北京国有资本经营管理中心（以下简称“北京国管中心”），上述股权划转完成后金隅有限不再持有公司股份，北京国管中心对公司持股比例为 44.93%，成为公司控股股东。2017 年 12 月公司中文名称变更为“北京金隅集团股份有限公司”；2018 年 1 月，证券简称变更为“金隅集团”。截至 2019 年 6 月末，公司总股本为 106.78 亿股，北京国管中心仍是控股股东，北京市国资委持有北京国管中心 100% 股权，为公司最终实际控制人。

公司主营业务包括水泥及混凝土生产销售、房地产开发、新型建材制造及商贸物流、物业投资及管理四大业务板块。2016~2018 年及 2019 年 1~6 月公司分别实现营业总收入 477.39 亿元、636.78 亿元、831.17 亿元及 446.11 亿元，其中 2018 年上述四大业务板块收入占比分别为 47.07%、26.65%、23.84% 和 5.09%。

截至 2018 年末，公司总资产为 2,682.76 亿元，所有者权益（含少数股东权益，下同）为 792.15 亿元，资产负债率为 70.47%；2018 年公司实现营业总收入 831.17 亿元，净利润 42.81 亿元，经营活动净现金流-50.43 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司总资产为 2,773.23 亿元，所有者权益为 816.19 亿元，资产负债率为 70.57%；2019 年 1~6 月，公司实现营业总收入 446.11 亿元，净利润 39.65 亿元，经营活动净现金流 9.48 亿元。

本次债券概况

表 1：本次公司债券概况

基本条款	
债券名称	北京金隅集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）
发行规模	本次债券总规模不超过 80 亿元，可分期发行，具体发行规模及分期方式根据发行时的市场情况确定
债券期限	本次债券期限不超过 7 年（含 7 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券的具体品种及期限构成将由公司根据资金需求和发行时市场情况确定
债券利率	本次债券票面利率将由公司与主承销商按照国家有关规定根据簿记建档结果确定
偿还方式	本次债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本次债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于偿还银行贷款、债券及其他债务融资工具和/或补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

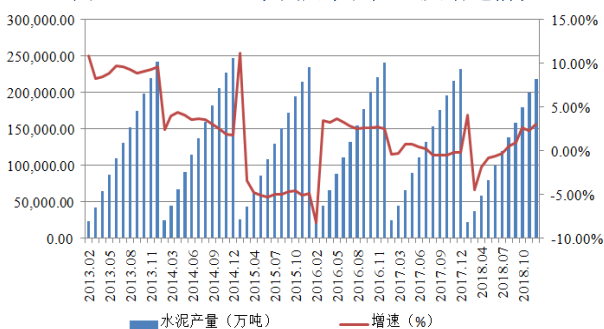
水泥行业概况

水泥是以石灰石和粘土为主要原料，经过破碎、配料、磨细制成生料，然后喂入水泥窑煅烧成熟料，再将熟料加适量石膏磨细而成。水泥和水后，经搅拌、成型、养护成为混凝土，广泛应用于建筑、道路、桥梁、水利等工程。作为国民经济建设的重要基础原材料，水泥在国民经济基本建设、工业建设以及其他相关建设领域具有不可替代的作用，其产值约占建材工业的 40%。水泥行业是仅次于冶金、化工行业的第三大耗能产业，具有区域性、季节性和低库存等特征。

改革开放以来，随着我国工业化、城镇化进程

的推进，固定资产投资增加，国内对水泥的需求不断增长，我国水泥产业发展迅速，水泥产量从1978年的6,524万吨增至2014年的247,613万吨，年复合增长率达10.63%。此外，自1985年开始我国水泥产量连续32年位居世界第一，2015年我国水泥产量占世界总产量的57%左右。近年来受宏观经济增速放缓、房地产调控趋严等因素影响，国内投资增速不断下滑，由于水泥行业是典型的投资拉动型产业，我国水泥行业进入低速增长阶段。2015年水泥需求出现了近二十多年的首次负增长，全年水泥产量23.48亿吨，同比下降5.00%；2016年，在基建投资保持快速增长和房地产市场回暖的带动下，水泥市场呈现出弱势复苏态势，水泥需求低速增长，当年房地产投资增速6.90%，基础建设增速18.00%，水泥产量为24.03亿吨，同比增长2.50%，供需关系有所改善。2017年以来，国家主管机构及水泥行业协会出台一系列遏制产能扩张、化解过剩产能的政策，提出在限制新增产能、淘汰落后产能的基础上，将错峰生产列入水泥行业压减过剩产能的政策。2017年全国水泥产量为23.16亿吨，同比下降3.62%，供给端控制成效显著。2018年我国水泥产量为21.77亿吨，同比下降6.03%，水泥产量延续下滑态势。2019年上半年，产能置换政策依旧，新增产能被严格控制，水泥产能总量保持稳定。在房地产投资增速超预期及基建投资企稳回升的带动下，2019年1~6月我国水泥产量为10.45亿吨，同比增长6.80%。

图 1：2013~2018 年我国水泥产量及增速情况



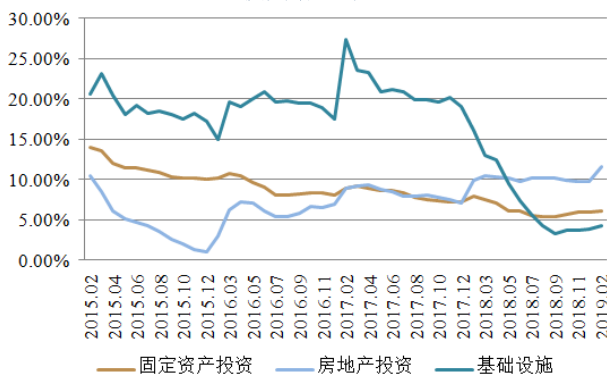
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

下游方面，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。2016年房地产市场呈现回暖趋势，投资增速回升，当年全国房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.90%，增速较上年增加5.90个百分点。2016年基础建设投资保持快速增长，全国基础设施建设投资118,878亿元，同比增长17.40%，增速较上年提升0.20个百分点，其中对西部投资力度增强，当年国家新开工西部大开发重点工程30项，投资总规模为7,438亿元，重点投向西部地区铁路、公路、大型水利枢纽和能源等重大基础设施建设领域。虽然2016年底开始房地产市场调控愈加严厉，但2017年房地产投资整体情况仍好于市场预期，特别是上半年三、四线城市房地产市场火热，良好地支撑了房地产投资增速没有出现大幅下跌。2017年，全国完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.00%，增速较上年微增0.10个百分点。2018年，全国房地产开发投资120,264亿元，同比增长9.50%，增速较上年提高2.50个百分点；2019年以来房地产投资实现稳中有升，上半年全国房地产开发投资61,609亿元，同比增长10.90%。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。同时，基础设施建设投资持续稳定在较高水平，2017年全国基础设施建设投资140,005亿元，同比增长19.00%，增速较上年回升1.60个百分点。2018年受宏观降杠杆、PPP清库以及地方政府债务约束等影响，增速大幅回落，当年全国基础设施建设投资145,325亿元，同比增长3.80%，增速同比下降15.20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，2019年上半年度全国基础设施建设投资增速达到4.10%，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



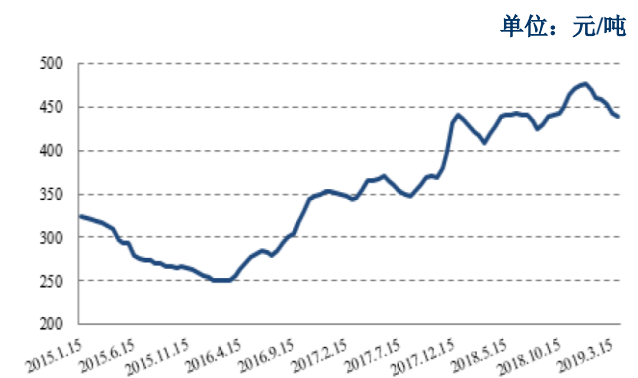
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

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。

价格方面，2016年上半年经济不景气，水泥企业为减亏而涨价，此外各区域尤其是北方地区受需求持续疲软的影响，北方地区通过停窑限产支撑价格；下半年煤价回升幅度明显，亦带动水泥价格的回升。根据数字水泥网监测，2016年全国P.O42.5散装水泥市场价格由年初最低降至244元/吨，至12月已回升至337元/吨，涨幅达37%。2017年1~8月全国水泥价格一直于280~300元/吨之间震荡；9月以来，受错峰生产加强、供应紧张短期难解除影响，供给紧缩预期及上游煤炭价格高位震荡引致全国水泥价格持续大涨，截至2017年末全国P.O42.5水泥均价

为440.58元/吨，同比上涨29.88%。2018年1~2月，受需求淡季影响，水泥价格有所下跌；3月中下旬开始，全国各地项目陆续开工建设，下游需求逐步复苏，叠加春季环保限产力度较大导致产量受限等因素，水泥价格止跌反弹，7月中旬全国P.O42.5水泥销售均价回升至约430元/吨。截至2018年末全国P.O42.5水泥价格为469元/吨，较年初上涨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%。2019年上半年全国P.O42.5水泥平均价位达到435元/吨，同比增长4%，需求增长，供给压缩使得全国水泥市场价格处于历史较高水平。分季度来看，2019年一季度全国处于水泥消费淡季，价格延续上年底水平，P.O42.5水泥市场价位维持在437元/吨；二季度价格高位略有回落，但稳定在433元/吨左右。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：近年来全国 P.O42.5 水泥价格走势



资料来源：数字水泥网，中诚信证评整理

行业盈利状况方面，2015年，水泥价格持续下滑，行业盈利能力大幅下降，全行业利润总额同比下降57.94%至329.70亿元。分区域来看，华北地区出现全行业亏损，亏损额达42.1亿元；东北、西北和西南地区的利润额下滑超过80%；华东和中南地区也分别下滑超过40%。2016年二季度以来，水泥价格有所上涨，但由于煤炭价格上涨和公路治理超限导致原材料运费提高，加之行业自律限产，水泥企业生产成本有所上升。2016年冬季，在行业协同加强及环保政策趋严的背景下，全国范围内的错峰生产执行力度加大，“去产量”效果明显，对水泥价格上涨形成一定支撑，水泥行业景气度持续回暖，

当年水泥行业实现利润总额518亿元，同比增长超过50%。2017年以来，虽然全年水泥产销量下降，但由于价格增幅明显，水泥行业整体效益水平持续提升，2017~2018年全国水泥行业实现利润总额分别为877亿元和1,545.50亿元。2019年1~5月，全国水泥行业实现利润总额650亿元，同比增长33%。

政策方面，作为“两高一资”行业，我国水泥行业面临着严重的节能降耗压力，近年来，国家相关部委出台了一系列包括水泥行业在内的产能过剩行业的遏制产能新增、淘汰落后产能、整顿违规项目的相关政策及通知，包括国务院《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》（国发〔2009〕38号）、《关于化解产能过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41号）、《关于做好产能严重过剩行业违规项目清理整顿的通知》、《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34号）等；2017年12月，水泥行业协会正式发布去产能行动计划（2018~2020），文件称计划三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能利用率达到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。2018年GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第3号修改单正式取消P.C.32.5水泥，暂保留矿渣、火山灰、粉煤灰硅酸盐水泥32.5等级，2019年10月1日开始实施，取消低标水泥使拥有熟料资源的大企业有望受益，行业集中度有望加速提升。但当前水泥产能过剩情况依然严重，2018年我国水泥熟料产能利用率在70%左右，水泥行业整体去产能压力仍较大。从错峰生产执行力度来看，各地方政府、行业协会和大型企业加大水泥错峰生产的力度，内蒙古、山西、重庆、山东及浙江等省份均已下发水泥夏季错峰生产计划相关文件，水泥错峰生产由北方地区延伸至南方各省，错峰生产的覆盖面趋广。从环保政策来看，目前国内仅在京津冀地区强制施行煤改气和最高标准的排污许可标准，但随着环保监管趋严，各地区环保整治力度也将加大。2017年1月5日，国务院发布《“十三五”节能减排综合工作方

案》，未来将积极推进京津冀及周边地区、长三角、珠三角和东北等重点地区水泥行业升级改造，全面达标排放治理工程。2017年3月，中央层面出台“2+26”城市¹限产政策总纲后，环保督查逐渐在全国范围铺开，力度空前。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。2019年一季度，各地延续错峰生产政策，全国环保限产力度继续维持，4月份以来，全国各省陆续出台错峰生产计划，其中关中地区在夏季（6月1日至8月31日）对水泥行业实施限产，山东省2019年夏季错峰生产40天，唐山要求4月份水泥停窑时间不少于15天；此外，4月中旬，山东、河南及河北等地陆续发布重污染天气预警，要求水泥企业限产。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。

总体来看，经过高速发展阶段，我国水泥行业产能过剩和能耗问题较为严重，随着转型升级、化解过剩产能政策的持续推进，行业已进入调整期，需持续关注行业标准和节能减排等政策对水泥行业的影响。

区域竞争格局

水泥产品重量大、货值低以及标准化的商品特性决定了其具有一定的销售运输半径和市场辐射区域限制，加之我国资源和经济发展呈现一定的不平衡性，因此国内水泥行业发展呈现明显的区域性特征，根据地理区域可将全国水泥市场分为华北、东北、华东、中南、西南、西北六大区域。公司熟料生产线主要分布在北京、天津、河北、山西和陕西等地区，以京津冀为核心的华北地区是公司的重点市场区域。

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

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

图 4：全国以及华北区域 P.O42.5 水泥价格情况



注：华北地区包括北京市、天津市、河北省、山西省以及内蒙古自治区等区域。

资料来源：数字水泥网，中诚信证评整理

为保证空气质量，防止大气污染，近年来水泥行业环保政策持续收紧，其中华北地区始终为错峰限产的重点区域。2016年10月，工信部以及环保部联合下发《2016~2020年期间水泥错峰生产工作通知》，全国包括北京、天津、河北、山西以及陕西在内的15个省、直辖市以及自治区所有水泥生产线进行错峰生产以应对雾霾天气。2017年8月，工信部在《京津冀及周边地区2017~2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中提出，京津冀地区大气污染传输通道“2+26”城市区域内水泥企业于采暖季全部实施停产，限产实施范围进一步扩大。同时，2017年以来华北地区启动夏季错峰生产

计划，各地市在非采暖季限产时间整体有所增加，环保限产政策呈常态化趋势。受环保政策趋严以及供给侧改革推进、淘汰落后产能影响，2015~2017年华北地区水泥产量分别为1.98亿吨、2.11亿吨和1.63亿吨，2017年以来降幅明显。2018年9月，工信部在《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中提出，为全面完成2018年空气质量改善任务，2018年10月1日至2019年3月31日，京津冀及周边地区PM2.5平均浓度同比下降约3%，重度及以上污染天数同比下降约3%，受此影响，2018年华北地区水泥产量为1.70亿吨，较上年基本持平。

此外，2017年4月，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区，定位为北京非首都功能疏解集中承载地。新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新三县以及周边部分区域，规划面积达1,770平方公里，地处京津冀区域腹地，在京津冀一体化中具有显著的区位优势。2019年1月国务院批复同意《河北雄安新区总体规划（2018~2035年）》（以下简称“总体规划”），批复中指出，总体规划是雄安新区发展、建设、管理的基本依据，各有关部门和单位以及北京市、天津市等各地区，要积极主动对接和支持雄安新区规划建设，形成推动雄安新区高质量发展的合力。随着总体规划的落地，雄安新区逐步转入实质性建设阶段，预计将会催生较大规模的基础设施以及配套地产项目建设，有望提升京津冀区域内水泥产品整体需求。目前来看，雄安新区建设尚处于起步阶段，未来项目的集中建设有望拉动京津冀地区水泥需求，对区域内水泥企业业绩增长起到一定支撑作用。

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

行业关注

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

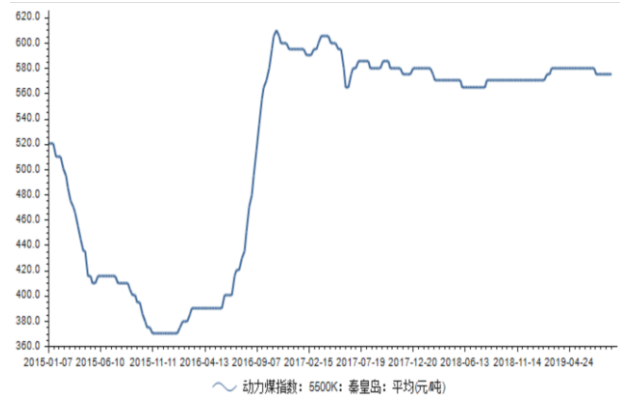
煤炭和电力构成水泥企业运营成本的重要组成部分，对企业利润有着较大的影响。近年来，大型水

泥生产企业逐步配备了余热配套发电系统，降低了水泥企业的电力能耗，电力成本占比有所降低。目前煤炭成本在水泥熟料生产成本中占比近40%。

电力方面，近年来国内实行差别化电价政策，有利于水泥行业淘汰落后产能、优化资源配置，实现产业结构升级。2014年5月国家发展改革委员会、工信部、质检总局联合出台《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》，决定自2014年7月1日起，对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策。对于明确淘汰的利用水泥立窑、干法中空窑（生产高铝水泥、硫铝酸盐水泥等特种水泥除外）、立波尔窑、湿法窑生产熟料的企业，其用电价格在现行目录销售电价基础上每千瓦时加价0.4元。此外，各地可进一步扩大实施范围，提高加价标准。阶梯电价政策从成本端推动水泥落后产能的淘汰。2015年4月13日，国家发展改革委员会发布《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，规定2015年4月20日起，将全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约0.002元（含税），全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约0.0018元（含税）。阶梯电价的实施和用电成本的降低将有助于从成本端有效推动落后产能的淘汰工作，实现行业的转型升级。2015年12月，国家出台《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格通知》（发改价格201513105号），规定从2016年1月1日起，全国一般工商业销售电价平均每千瓦时下调约0.0030元，大工业用电价格不作调整，减轻中小微企业负担。2016年1月，国家发改委和工信部联合下发《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，对水泥企业用电实行阶梯电价，并对水泥及熟料综合电耗高的企业实行加价政策；2016年9月，工信部《绿色制造工程实施指南（2016~2020年）》，明确到2020年规模以上单位工业增加值能耗下降18%，吨水泥综合能耗降到85千克标准煤。2017年3月29日，国家发改委、国家能源局《关于有序放开发用电计划的通知》，推进火电企业市场电部分降价幅度收窄；2017年6月16日，国家发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，通知称，自2017

年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%；腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价。此后，山东、河南、河北、广东等多个省份上调燃煤发电机组标杆上网电价。未来，技术转型升级、节能降耗将成为大型水泥企业降低生产成本的重要手段。

图 5：秦皇岛动力煤（Q5500K）平均价格走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

煤炭方面，受去产能政策对国内供应的影响，2016年，我国煤炭价格反弹回升，最高达607元/吨，煤炭价格的上升增加了水泥企业的生产成本。2017年以来煤炭价格仍维持高位震荡态势。其中，秦皇岛港5500大卡动力煤市场价整体上涨，2017年5月以后延续消费淡季行情，价格小幅回落，至6月中旬又开始回升，9月中旬后出现小幅回落。2018年国家继续推行煤炭中长期合同制度与“基准价+浮动价”的定价机制，在监管部门加强中长期合同兑现情况监管力度后，中长期合同兑现率大幅提升，对稳价保供起到较好的作用。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。其中，秦皇岛动力煤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。2019年1月以来，受矿难事件影响，陕西及内蒙古等地区部分煤矿相机停产，我国动力煤价格有所上升，截至2019年6月末，秦皇岛动力煤价格为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

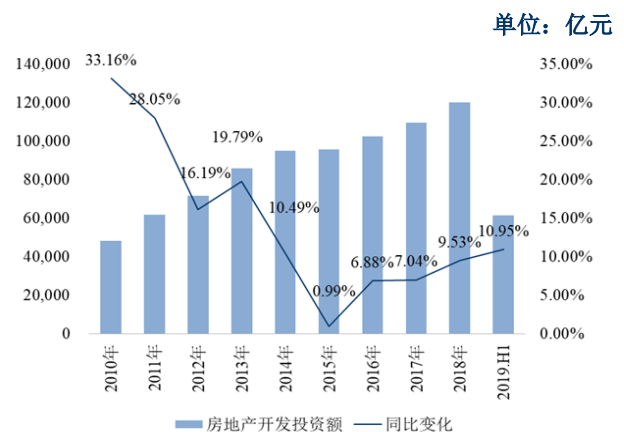
业效益持续转好，但随着国家治理大气环境节能减排，非化石能源对煤炭的替代作用不断增强，煤炭消费增速将有所下降。从供给来看，当前煤炭产能仍然较大，但结构性问题依然突出，随着煤矿安全生产设施不断完善、环保措施逐步到位，煤炭行业产能利用率提高，煤炭有效供给质量提升，全国煤炭市场供需将逐步向宽松方向转变，有利于稳定煤炭价格的市场预期，降低水泥企业生产成本的控制压力。

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

房地产行业概况

近年来，我国房地产行业的快速发展成为推动房屋建筑市场增长的重要力量。2016年，房地产市场回暖，在新开工量、竣工量及土地购置支出的带动下，房地产开发投资增速触底反弹，当期房地产开发投资额同比增长6.9%。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018年全国房地产开发投资较上年同期增长9.53%至120,264亿元，增速较上年同期上升2.49个百分点。2019年以来房地产开发企业投资热情持续高涨，1~6月全国房地产开发投资61,609亿元，同比增长10.90%，增速较上年同期上升1.2个百分点。

图 6：2010~2019.H1 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售面积分别为157,349万平方米和117,627亿元，分别同比增长22.5%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售面积分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售面积分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.7%和13.7%。2018年，全国商品房销售面积和销售面积分别为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1.47个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长2.2%，销售面积同比增长14.7%；办公楼销售面积同比下降8.3%，销售面积同比下降2.6%；商业营业用房销售面积同比下降6.8%，销售面积同比增长0.7%。2019年1~6月，全国商品房销售面积和销售面积分别为75,786万平方米和70,698亿元，同比分别下降1.8%和增长5.6%，销售面积增速同比下降7.6个百分点，随着“因城施策”贯彻落实，房地产销售显著降温。

从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018年，东部地区商品房销售面积79,258亿元，同比增长6.5%；中部地区商品房销售面积33,848亿元，同比增长18.1%；西部地区商品房销售面积31,127亿元，同比增长23.4%；东北地区商品房销售面积5,740亿元，同比增长7.0%。2018年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商

商品房销售增速高于东部地区。2019年1~6月，东部地区实现商品房销售额37,716亿元，同比增长4.7%；中部地区商品房销售额15,353亿元，同比增长6.1%；西部地区商品房销售额15,178亿元，同比增长8.4%；东北地区商品房销售额2,451亿元，同比增长0.9%，各区域销售额增速均呈回落趋势。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，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。2019年1~6月全国100个城市住宅均价持续呈现逐月增长的态势，2019年6月全国100个城市住宅均价为14,891元/平方米，较年初小幅增长1.45%；其中，一线城市住宅均价41,486元/平方米，较年初小幅增长0.29%；二线城市住宅均价13,859元/平方米，较年初增长2.04%；三线城市住宅均价9,279元/平方米，较年初增长2.40%。总体来看，受2016年10月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降。

商品房库存方面，2016年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至2016年末，全国商品房待售面积69,539万平方米，环比增加444万平方米，但较上年末减少2,314万平方米。2017年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至2017年末，全国商品房待售面积58,923万平方米，环比减少683万平方米，较上年末减少10,616万平方米。2018年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至2018年末为52,414万平方米，较上年末

减少6,510万平方米。从去化周期来看，以2018年1~12月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较2017年进一步缩短至3.7个月。截至2019年6月末，全国商品房待售面积进一步下降至50,162万平方米，较上年末减少2,252万平方米。从去化周期来看，以2019年1~6月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期为3.97个月，受房地产销售景气度下降影响，库存商品房去化周期有所上升。

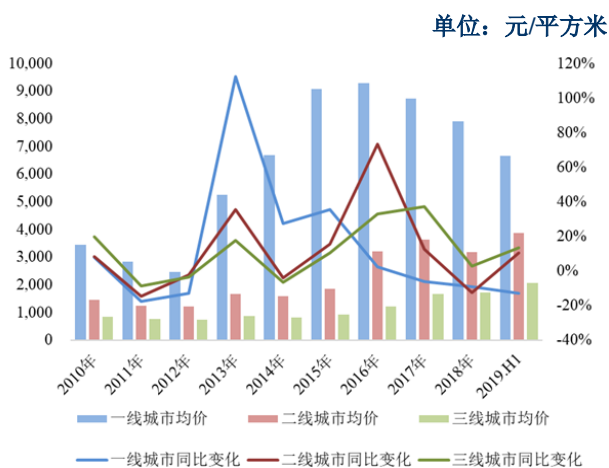
土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,025万平方米、25,508万平方米和29,142万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和14.25%；同期土地成交价款分别为9,129亿元、13,643亿元和16,102亿元，增速分别为19.77%、49.45%和18.02%，2018年增速较上年大幅下降31.43个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018年房地产企业土地购置成本分别为4,144.84元/平方米、5,348.52元/平方米和5,525.36元/平方米，同比分别增长24.05%、29.04%和3.31%，2018年增速较上年大幅下降25.73个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。2019年1~6月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为8,035万平方米和3,811亿元，分别同比下降27.5%和27.6%；同期土地购置成本为4,743.00元/平方米，同比下降0.14%，2019年以来房企拿地投资意愿降低，土地投资整体较为低迷。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在2013年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至2016年到达顶点，2017年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018年一线城市土地成交均价及溢价率分别为7,925.80元/平方米和5.38%，2019年上半年，一线城市土地成交均价持续下降至6,661.95元/平方米，而溢价率则回升至11.79%。二线城市土地成交均价于2013~2015年间小幅波动增长，而2016年二线城市

² 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

土地成交均价大幅增长73.67%至3,221.65元/平方米，平均溢价率同比上升35.57个百分点至56.08%，2017年以来土地市场热度持续减弱，2018年二线城市土地成交均价为3,189.58元/平方米，同比下降12.24%，溢价率回落至13.60%。2019年上半年，二线城市土地成交楼面均价为3,874.71元/平方米，同比增长18.47%，溢价率为18.92%。三线城市成交土地均价于2016年以来维持高位增长，2016年和2017年土地均价涨幅分别达33.05%和37.44%，平均溢价率分别为30.58%和30.90%，而2018年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为1,728.86元/平方米，涨幅下滑至2.81%，平均溢价率则下降至15.35%，房企拿地更趋审慎。2019年上半年三线城市土地成交楼面均价为2,073.46元/平方米，同比增长13.46%，平均溢价率增长至19.56%。

图 7：2010~2019.H1 各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2016年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016年8月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑

州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州及南昌等21个城市相继出台限购限贷政策。

2017年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至2017年末，共有46城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州7城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

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、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有50余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018年6月，北京、上海等30个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。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、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，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人

口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取广州、深圳等12个城市作为住房租赁首批试点。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、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年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，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年4月，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》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年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。2019年上半年，房地产市场整体的政策基调仍为坚持“房住不炒”，4月中央政治局会议再次强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。同期住建部明确将房地产长效机制考核目标落实到年度、季度甚至月度，并对一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。5月，住建部又对近3个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连及南宁4个城市进行预警提示。7月中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，定调下半年房地产调控政策。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举

的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战

2016年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的39.28%上升为46.01%，金额为66,355.08亿元，同比增长34.92%，较上年同期增速上升22.89个百分点。但受2017年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为72,600亿元，同比增长9.41%，增速下降25.51个百分点；2018年，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8.99%，增速同比下降0.43个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。2019年1~5月，房地产开发企业到位资金66,689亿元，同比增长7.6%，其中定金及预收款22,395亿元，增长11.3%；个人按揭贷款10,251亿元，增长10.8%。

外部流动性方面，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，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。2016年和2017年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为18,158亿元和20,485亿元，分别同比上升4.3%和12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为3,354亿元和4,756亿元，同比分别增长19.84%和41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为19,025.96亿元，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4.67%，增速大幅下滑。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、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。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。2019年以来融资渠道进一步收紧，2019年5月银保监会发布《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号）对银行、保险、信托、金融租赁公司、财务公司等银保监会回辖内机构逐一点名，将房地产融资业务监管作为工作重点之一。2019年7月国家发改委发布《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》对房企海外发债用途进行限制，仅能用于偿还一年内到期的海外债，同时加强信息披露要求。与此同时，央行表示加强对存在高杠杆经营的大型房企融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。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。

公司重大事项

战略重组冀东集团以及并购天津建材

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

为了解决同业竞争及整合内部业务资源，2017年11月20日，冀东集团旗下上市公司唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”）发布《重

大资产重组停牌公告》，拟对与公司水泥产业资产重组方案进行调整。2018年2月8日，冀东水泥发布《出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易方案》称，金隅集团拟以北京金隅水泥经贸有限公司等10家公司的股权，冀东水泥拟以所持有的冀东水泥滦县有限责任公司等20家公司的股权及唐山冀东水泥股份有限公司唐山分公司等2家分公司的资产出资，双方共同组建合资公司金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司（以下简称“金隅冀东水泥”）。2018年6月1日，金隅冀东水泥正式取得唐山市丰润区行政审批局核发的营业执照，公司和冀东水泥分别持有47.09%和52.91%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³注入冀东水泥旗下。2019年1月10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

³ 该部分股权原先全部委托冀东水泥管理。

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，公司发布《关于收购天津市建筑材料集团（控股）有限公司55%股权的公告》，拟以43.15亿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，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的全部天津建润钢铁贸易有限公司（以下简称“建润钢贸”）股权，合计股权比例为51%。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。中诚信证评将对公司与天津建材后续资源整合以及业务开展情况保持持续关注。

竞争实力

完成冀东集团战略重组后，公司水泥行业地位突出，区域竞争实力很强

公司是国家重点支持的12家大型水泥企业之一，通过多年经营发展已成为京津冀地区最大的水泥供应商。近年来公司逐步优化产业布局，通过外延并购扩大业务规模。2016年10月，公司完成对冀东集团的战略重组，水泥及熟料产能规模得到快速提升。截至2019年6月末，公司共拥有水泥熟料生产线84条，具备年产11,147万吨熟料以及17,220万吨水泥的生产能力，根据中国水泥协会公布的2018年全国水泥熟料产能50强企业排名，公司年产能位列行业第三位。从产能分布来看，公司

水泥产能主要分布于京津冀、内蒙古、陕西及山西等地区，其中京津冀区域市场占有率在50%以上。整体来看，通过多年的经营发展及重组并购，公司水泥产能规模快速扩张，且在主要市场具有较高的市场份额，区域竞争实力很强。

较强的成本控制能力

公司从技术及原料等方面控制水泥的生产成本。技术方面，公司现有生产线规模大部分为4,000t/d及以上，在水泥生产企业中处于较高水平，具有较强的规模效应。此外，公司重视资源的节约和综合利用，在生产工艺上采用新型干法回转窑烧制工艺，并大部分生产线配备纯低温余热发电项目，截至2019年6月末，公司余热发电装机容量达到541.20MW，利用余热发电可满足公司用电量的三分之一左右，生产能耗和电耗明显降低，成本控制与竞争力得到增强。原料方面，公司在新设生产线时综合考虑当地的石灰石储量情况，现有生产线主要分布在矿山集中、石灰石储量丰富的地区，主要生产线均拥有自备矿山，且石灰石储量丰富。整体看，公司具备较强的成本控制能力和成本竞争优势。

业务运营

公司主营业务包括水泥及预拌混凝土、房地产开发、新型建材制造与商贸物流、物业投资及管理四大板块。受益于完成对冀东集团的重组及天津建材的并购，近年公司水泥及商贸物流业务销售收入大幅增加，从而推动整体收入规模逐年增长，2016~2018年分别实现营业总收入477.39亿元、636.78亿元及831.17亿元；2019年1~6月公司实现营业收入446.11亿元，较上年同期增长26.14%。

表2：2016~2019.H1公司营业总收入构成及占比情况

单位：亿元、%

业务类型	2016		2017		2018		2019.H1	
	收入	占比	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	197.41	44.25
新型建材制造及商贸物流	111.21	23.30	151.19	23.74	198.13	23.84	127.92	28.67
房地产开发	184.49	38.65	160.80	25.25	221.46	26.65	111.49	24.99
物业投资及管理	32.60	6.83	33.16	5.21	42.33	5.09	22.26	4.99
板块抵消	-14.02	-2.94	-29.43	-4.61	-29.15	-3.51	-16.97	-3.80
其他业务	9.45	1.98	10.32	1.62	7.19	0.86	4.00	0.90
合计	477.39	100.00	636.78	100.00	831.17	100.00	446.11	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

水泥业务⁴

生产

2016年，随着对冀东集团战略重组的完成，公司熟料和水泥产能规模均大幅提升，截至2019年6月末熟料及水泥产能分别达到11,147万吨/年、17,220万吨/年。在生产工艺上，公司生产采用新型干法回转窑烧制工艺，生产设备为新型回转式焚烧炉，并大部分生产线配备纯低温余热发电系统，具有运行费用低、炉内气体自净化程度高、排放污染少等优点。

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2019年6月末，公司在京津冀地区共拥有熟料生产线44条，熟料总产能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%，在京津冀区域拥有较高的市场占有率；同时，受益于完成对冀东集团的重组整合，公司在山西、陕西等地区的竞争实力亦有所增强，截至2019年6月末，山西及陕西地区水泥产能占总产能的比重分别为10.68%和11.32%。

表3：截至2019年6月末公司水泥产能布局情况

所在区域	熟料生产线数量（条）	熟料产能（万吨/年）	水泥产能（万吨/年）
北京区域	4	316	558
天津区域	2	133	477
河北区域	38	5,248	7,337
山西区域	9	1,237	1,839
陕西区域	9	1,279	1,950
内蒙古区域	6	771	1,530
河南区域	2	166	208
川渝区域	4	545	901
东北区域	7	960	1,672
其他区域	3	492	748
合计	84	11,147	17,220

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年受错峰生产及限产较严重的影响，公司水泥及熟料产量分别降至8,847万吨和7,416万吨；2018年水泥及熟料产量分别为9,433万吨和7,958万吨；2019年1~6月水泥及熟料产量分别为4,364万吨和3,791万吨，较上年同期分别增长17.41%和17.62%。2016~2018年及2019年1~6月，公司水泥产能利用率分别为57.78%、49.96%、54.78%和50.69%；同期熟料产能利用率分别为75.94%、66.56%、71.40%和68.02%，产能利用率较低且有所波动，主要由于公司执行错峰生产政策和不定期限产所致。

⁴ 为方便与2017年数据对比，该板块2016年业务数据为全年合并冀东集团数据。

表 4: 2016~2019.H1 公司水泥及熟料产能、产量情况

熟料	2016	2017	2018	2019.H1
产能(万吨/年)	10,943	11,141	11,147	11,147
产量(万吨)	8,310	7,416	7,958	3,791
产能利用率(%)	75.94	66.56	71.40	68.02*
水泥	2016	2017	2018	2019.H1
产能(万吨/年)	17,346	17,709	17,220	17,220
产量(万吨)	10,023	8,847	9,433	4,364
产能利用率(%)	57.78	49.96	54.78	50.69*

注:带***数据经年化处理

数据来源:公司提供,中诚信证评整理

循环经济方面,公司利用在水泥工业上积累的技术及设备优势,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%。

采购

公司生产水泥所需原料及能源主要为石灰石、煤炭及电力,其中石灰石主要来自自有矿山,近年公司通过并购重组增加石灰石资源储备,石灰石自给率逐年提升,2018年自给率达到78.55%,不足部分向第三方市场采购以满足水泥生产的需求,主要通过现款结算。目前公司拥有丰富的石灰石矿产资源,大部分生产基地距离石灰石产地较近,原料供应保障程度较高。截至2019年6月末,公司已获得采矿许可证的石灰石总储量约为27.10亿吨,未来可开采年限约为20年。

煤炭方面,公司与中国中煤能源集团有限公司、陕西煤业化工集团有限责任公司、陕西省煤炭运销(集团)有限责任公司和山西煤炭进出口集团有限公司等大型煤炭生产企业建立良好的中长期合作关系,生产所需煤炭全部由供应商直接供应,主要采用货到付款的结算方式。随着行业供给侧改革实施,2017年以来煤炭价格快速上涨,一定程度上加大了公司煤炭采购成本。2016~2018年及2019

年1~6月公司煤炭采购均价分别为338.71元/吨、536.09元/吨、560.06元/吨和590.74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2019年6月末,公司余热发电装机容量541.20MW,利用余热发电可满足公司用电量的34%左右。2018年公司共利用余热发电21.30亿千瓦时,节约电费7.29亿元;2019年1~6月,公司通过低温余热累计发电10.10亿千瓦时,节约电费3.59亿元,有效降低公司用电成本。

销售

公司主要经营“金隅”和“盾石”牌水泥,整体市场销售以强度等级42.5号水泥为主,产品广泛应用于工业、农业、交通、水利、国防及民用等各种类型的建筑工程。公司坚持在京津冀地区的战略布局,近年来先后中标京石高铁、南水北调、北京地铁以及石武高铁等多个重点项目,进一步扩大了在京津冀区域的市场份额和品牌影响力。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,其中直销及分销模式占比约为8:2。公司直销的供应对象主要为重点基建、房产项目工程和搅拌站等,主要通过现款方式结算,对合作时间长、信用良好的客户以及国家重点工程客户,给予1~2个月的赊销账期;分销模式供应对象主要为农村等地区经销商,全部采用现款结算。客户集中度方面,2018年公司前五大客户销售金额占比为4.91%,客户集中度很低。

公司主要采用按照订单进行生产和销售的模式,近年水泥产销率均维持在100%左右,2016~2018年及2019年1~6月销量分别为10,037万吨、8,843万吨、9,443万吨及4,358万吨。公司生产水泥所用熟料全部自产,同时外销少量熟料,2016~2018年及2019年1~6月熟料销量分别为1,511万吨、1,417万吨、1,262万吨和639万吨。此外,公司有效发挥水泥生产和预拌混凝土业务的协同性,2018年混凝土销量同比增长8.89%至1,604万立方米;2019年1~6月,混凝土销量为815万立方米,较上年同期增长29.80%。

表 5: 2016~2019.H1 公司产品销量及售价情况

销量	2016	2017	2018	2019.H1
熟料 (万吨)	1,511	1,417	1,262	639
水泥 (万吨)	10,037	8,843	9,443	4,358
平均售价	2016	2017	2018	2019.H1
熟料 (元/吨)	145	213	243	275
水泥 (元/吨)	181	251	300	325

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

售价方面, 随着完成对冀东集团战略重组, 公司资源整合成效逐步显现, 在京津冀地区影响力及话语权得到提升, 同时在水泥行业景气度回暖的带动下, 近年来水泥销售价格整体呈上涨态势。2017 年以来, 在环保督查、下游需求回暖、煤炭等原材料及运输成本提高等因素的影响下, 各区域水泥价格均呈上涨态势, 2017~2018 年公司水泥销售均价分别上涨至 251 元/吨和 300 元/吨; 2019 年上半年水泥销售均价进一步涨至 325 元/吨。总体来看, 公司水泥销售价格基本吻合市场行情变化, 整体呈现波动上涨趋势; 同时中诚信证评亦将对各区域市场竞争格局、水泥价格变动趋势, 以及由此对公司盈利情况产生的影响保持关注。

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

房地产开发业务

公司房地产开发业务已覆盖环渤海、长三角、成渝三大经济圈, 在京、沪、津、渝四个直辖市以及杭州、南京、合肥、海口等省会城市或区域中心城市实现战略布局。目前公司具有房地产开发一级资质, 主要产品包括商品房及保障性住房。

商品房销售方面, 2016 年以来公司加大库存去化力度, 房地产签约销售面积逐年增加, 但 2018 年受房地产市场调整政策趋严影响, 当年房地产签约销售面积大幅下降, 2016~2018 年分别为 117.87 万平方米、137.76 万平方米及 111.40 万平方米; 2019 年 1~6 月签约销售面积 40.05 万平方米, 较上年同期下降 22.71%。销售均价方面, 2016~2018 年公司房地产销售均价分别为 18,204 元/平方米、16,904

元/平方米及 19,777 元/平方米, 其中 2017 年公司新售房地产项目区域销售价格较低, 致使全年销售均价同比下跌 7.14% 至 16,904 元/平方米。2018 年受益于长三角区域项目销售价格较高, 当年公司房地产项目销售均价提升至 19,777 元/平方米, 同比上涨 17.00%。2019 年 1~6 月, 公司房地产项目销售均价进一步上涨至 23,414 元/平方米。

公司保障房开发用地主要来自其在城区的旧厂区土地, 保障性住房需求不受房地产市场增速减缓的影响, 故公司保障性住房项目的开发降低了普通商品房市场波动对公司经营的影响。受政策导向与项目周期影响, 公司保障房结转面积有所波动, 2016~2018 年及 2019 年 1~6 月分别为 11.10 万平方米、0.61 万平方米、14.36 万平方米及 4.74 万平方米。受此影响, 同期公司保障房业务分别确认收入 10.40 亿元、0.43 亿元、11.81 亿元及 8.57 亿元。

表 6: 2016~2019.H1 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	2019.H1
销售面积	117.87	137.76	111.40	40.05
销售均价	18,204	16,904	19,777	23,414
签约金额	214.57	232.87	220.32	93.77
结转面积	115.63	94.86	100.93	45.51
其中: 商品房 (含自住型)	104.53	94.58	86.57	40.77
保障性住房	11.10	0.61	14.36	4.74

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

在建项目方面, 2019 年 6 月末公司主要在建房地产项目共 48 个, 主要位于国内一、二线城市, 规划总投资额 1,821.86 亿元, 包括商品房项目 1,655.88 亿元、保障性住房 165.98 亿元, 尚需投资额为 580.50 亿元; 拟建房地产项目规划总投资额 159.13 亿元, 包括商品房项目 62.38 亿元、保障性住房 96.75 亿元, 未来仍面临较大的支出压力。此外, 近年来房地产调控政策持续升级, 公司房地产开发业务未来面临的不确定性增大, 项目资金回笼情况需予以关注。

土地储备方面, 公司重点布局一二线城市, 目前主要通过市场竞拍及自有厂区工业用地转化等方式获取, 2017 年以来公司拿地节奏加快, 当年通过挂牌及拍卖等方式获取 14 宗土地, 新增土地容积率面积 136.05 万平方米, 分布于北京市、南京市、

宁波市以及唐山市等区域，土地总地价共 235.21 亿元。2018 年公司获取 13 宗土地，新增土地容积率面积 142.48 万平方米，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。2019 年 1~6 月，公司获取土地 2 宗，新增土地容积率面积 17.35 万平方米，土地总地价共 46.50 亿元。截至 2019 年 6 月末，公司土地储备面积合计 855.72 万平方米，以商品房为主，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7：2016~2019.H1公司新增土地储备情况

单位：宗、万平方米、亿元

产品	2016	2017	2018	2019.H1
新增土地	7	14	13	2
新增土地容积率面积	118.59	136.05	142.48	17.35
新增土地总地价	227.22	235.21	152.63	46.50

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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

新型建材制造及商贸物流

公司以水泥建材主业为依托，对产业链进行延伸，目前公司是京津冀地区主要的新型建材生产商，2016~2018 年及 2019 年 1~6 月新型建材制造及商贸物流板块合计实现收入分别为 111.21 亿元、151.19 亿元、198.13 亿元及 127.92 亿元，根据业务类型分为新型建材制造和商贸物流两大类，其中商贸物流业务收入规模较大，但对利润贡献度较小。

表8：2016~2019.H1公司新型建材制造与商贸物流收入构成

单位：亿元

产品	2016	2017	2018	2019.H1
家具及装饰材料	10.14	11.18	13.45	8.70
墙体保温材料	3.14	4.29	5.13	2.63
商贸物流	79.17	64.77	-	-
装饰设计	13.07	13.00	13.09	9.89
冀东集团	10.54	40.77	-	-
贸易类业务	-	-	168.25	107.54
工业园区	-	-	0.37	0.18
内部抵消	-4.84	-3.66	-2.17	-1.02

注：冀东集团相应板块主要为商贸物流业务；2018 年起商贸物流及冀东集团板块相关收入合并至贸易类业务板块统计。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

新型建材制造方面，公司产品主要包括家具及装修材料、墙体保温材料等。公司以多样化的新型建材产品和优良的产品质量，成为国家诸多大型运动场馆的建材供应商及服务商，产品具有一定的品牌和规模优势。

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

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

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

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

物业投资及管理

公司物业投资及管理业务主要包括投资性物业大厦、公寓和住宅小区等项目，其中投资性物业

大厦包括环贸中心、腾达大厦以及金隅大厦等，主要分布在北京三环以内市区，地理位置优越。近年来，公司主要投资性物业大厦的出租率保持较高水平，租金水平稳中有涨。截至 2019 年 6 月末，公司在北京、天津地区持有高档写字楼约 155.00 万平方米，除部分自用外其余均用于对外出租，可出租面积 121.90 万平方米，已出租面积 103.62 万平方米，出租率为 85.00%。

表9：截至2019年6月末公司主要投资物业大厦出租情况

单位：万平方米、元/平方米/天

	可出租面积	已出租面积	出租率	出租单价
环贸一期	9.4	8.93	95%	11.5
环贸二期	10.3	10.09	98%	8.9
环贸三期	4	3.72	93%	8.5
腾达大厦	5.7	5.36	94%	10.1
金隅大厦	3.7	3.03	82%	10.8
建材经贸、建达大厦	4.3	4.04	94%	5.7
大成大厦	3.8	3.61	95%	11.7
环渤海金岸卖场	19.7	18.91	96%	2.3
物流园项目一期	11.9	11.31	95%	2.05
智造工场一期	7.5	5.63	75%	5.64
其他物业	41.6	28.99	-	-
合计	121.9	103.62	85%	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司公寓及住宅小区物业管理主要依托于自有房地产项目，管理面积约 1,200 万平方米。同时，以凤山温泉度假村、八达岭温泉度假村等为代表的度假休闲产业已形成一定的规模，为公司补充了一定的现金流入。近年来，随着租金水平的上涨以及物业收入的增长，公司物业投资及管理板块收入规模逐年提升，2016~2018 年及 2019 年 1~6 月分别为 32.60 亿元、33.16 亿元、42.33 亿元及 22.26 亿元。

总体来看，公司投资性物业项目地理位置优越，整体出租率保持在较高水平，受益于租金水平的上涨及可出租面积的增加，近年来公司收入规模逐年提升。

公司管治

治理结构

依照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准

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

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

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

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

此外，公司下设新型建材与商贸物流管理部、资产管理部、地产与物业事业部及战略发展部等部门，并明确了各部门的权利和责任，制订了相应的岗位职责和管理制度，各部门分工明确，职责清晰。

内部管理

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

财务管理方面，公司结合生产经营的实际情

况，建立了规范、健全的财务管理制度，从财务管理体制、资金筹集、资产运营、成本费用控制、收益分配、重组清算、信息管理、财务监督等方面进行了详细规定，明确规范公司及所属公司的财务管理应按照公司的发展战略，合理筹集资金，有效营运资产，严格控制成本费用，规范收益分配及重组清算行为，加强财务监督和财务信息管理。

投融资管理方面，公司根据实际经营情况建立了健全的投融资管理制度。母公司对系统内各单位的外部融资实行统一调控管理，控制企业总体债务规模，各成员单位的融资计划需报母公司准许后方可实施。对于重大投资项目，需由相关业务职能部门评估后，报请公司董事会或董事会授权组织决议，对于未经公司董事会或董事会授权审议批准的项目，公司不予纳入预算安排。

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

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

担保管理方面，公司建立了较为完备的担保制度和流程，通过《公司章程》和《对外担保管理制度》等相关制度规范担保事宜。财务资金部是公司融资及担保评估部门，各成员单位对外融资及担保等行为均纳入集团统一管理，未经母公司有权机构许可，任何系统内单位不得对外融资或提供担保。

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

战略规划

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

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

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

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

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

在建项目方面（除房地产开发业务外），截至2019年6月末公司主要在建项目预计总投资81.93亿元，累计已投入金额39.61亿元，后期面临一定的资本支出压力。

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年半年度财务报表；各期财务报表均依据新会计准则编制；所有数据均为合并口径。

资本结构

2016年公司通过重组并购冀东集团扩大生产规模，加之房地产板块投资力度加大，带动资产及负债规模逐年增加。2016~2018年及2019年6月末，公司总资产分别为2,083.97亿元、2,322.07亿元、2,682.76亿元和2,773.23亿元，同期负债总额分别为1,454.88亿元、1,622.90亿元、1,890.62亿元和1,957.04亿元。所有者权益方面，受益于2016年冀东集团纳入合并报表、经营利润积累和永续中票的发行，近年来公司自有资本实力持续增强，2016~2018年末及2019年6月末所有者权益（含少数股东权益）分别为629.10亿元、699.18亿元、792.15亿元和816.19亿元。截至2019年6月末，公司实收资本、其他权益工具⁵和未分配利润分别为106.78亿元、149.62亿元和266.64亿元；同期末公司少数股东权益215.10亿元，占合并口径所有者权益的26.35%。现金分红方面，2016~2018年公司年报披露拟现金分红金额分别为4.91亿元、5.13亿元及5.87亿元，占当年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润比重分别为18.28%、18.07%及

18.01%。

资本结构方面，近年来公司资产负债率保持在相对稳定水平，2016~2018年末及2019年6月末分别为69.81%、69.89%、70.47%和70.57%，同期末总资本化比率分别为58.13%、57.56%、59.85%和60.54%。但与同行业水泥制造企业相比，公司资产负债率处于较高水平。

表 10：2018 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

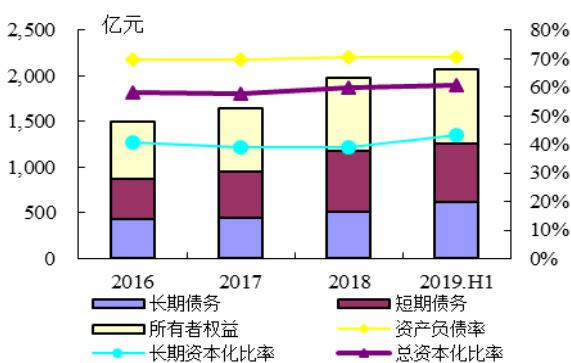
数据来源：Choice，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要由流动资产构成，2016~2018年末及2019年6月末流动资产占总资产比重分别为57.33%、61.84%、63.05%和63.83%。公司货币资金受项目投融资进度影响，存在较大波动性，2016~2018年末及2019年6月末分别为280.10亿元、179.04亿元、187.74亿元和218.74亿元，其中2019年6月末使用受限货币资金规模为61.82亿元。近年公司应收票据和应收账款随业务范围及规模的扩大呈整体增长态势，2016~2018年末及2019年6月末应收票据余额分别为38.57亿元、81.82亿元、112.26亿元及70.67亿元，主要系银行承兑汇票，其中2018年末1.30亿元应收票据已用于质押；同期应收账款账面价值分别为88.90亿元、76.86亿元、74.40亿元及89.03亿元，其中2018年末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。2018年公司加大对联营公司的资金支持力度，当年末其他应收款规模为99.42亿元，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

⁵ 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2019年6月末，公司资产负债率为75.96%。

回收进度；2019年6月末其他应收款增至99.87亿元。近年来公司加大房地产投资力度，促使存货规模快速增加，2016~2018年末及2019年6月末存货账面价值分别为641.11亿元、986.50亿元、1,149.13亿元及1,207.34亿元，其中2016~2018年末及2019年6月末存货中开发成本分别为486.59亿元、814.75亿元、966.93亿元及1,025.46亿元；同期开发产品106.83亿元、122.38亿元、125.75亿元及121.33亿元，截至2018年末累计计提存货跌价准备6.90亿元。公司非流动资产主要包括投资性房地产、固定资产及无形资产等，2018年末上述三项分别为213.27亿元、446.93亿元及166.92亿元。其中投资性房地产主要为用于出租的持有型物业，采用公允价值计量方式，自持物业大厦数量增加，截至2019年6月末公司投资性房地产增至227.98亿元，其中账面价值合计12.48亿元的自持物业正在办理产权证书。2016~2018年末及2019年6月末固定资产分别为457.73亿元、458.95亿元、446.93亿元及438.70亿元，主要为房屋建筑物和机器设备；同期无形资产分别为113.50亿元、108.57亿元、166.92亿元及164.55亿元，其中2018年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。

图8：2016~2019.H1公司资本结构分析



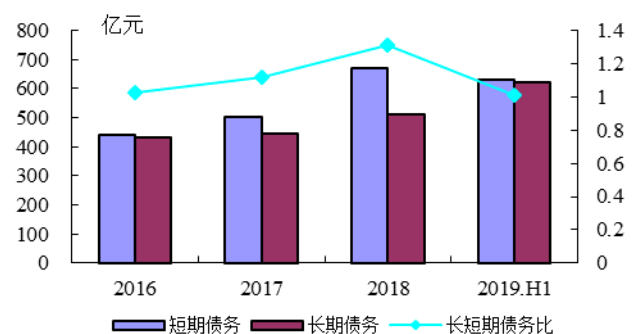
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2016~2018年末及2019年6月末占总负债的比重分别为65.27%、68.05%、68.34%和64.15%。2018年末公司流动负债合计1,292.02亿元，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。其中，短期借款主要为信用借款，随着各业务板块稳步发展，公司融资需求加大，截至2018年末短期借款增至398.80亿元；截至2019年6月末短期借款为355.65亿元，年利率为3.48%~7.00%。应付账款主要为需支付的材料款及工程款，2019年6月末应付账款余额171.82亿元，其中账龄在一年以内的应付账款占比75.95%。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；2019年6月末合同负债222.45亿元，主要包括预收房款198.22亿元和预收货款18.19亿元。其他应付款主要为应付土地款、押金保证金、拆迁补偿款、代收及暂收款项等，2019年6月末其他应付款为99.89亿元。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的应付债券及长期借款，2019年6月末为227.92亿元；其他流动负债主要为预提开发成本及预提土地增值税，2019年6月末为103.71亿元。2018年末公司非流动负债合计598.59亿元，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，2019年6月末，公司长期借款为375.33亿元，应付债券增至237.07亿元。

从债务结构来看，公司主要通过银行借款和发债方式进行融资，2016~2018年末及2019年6月末总债务分别为873.46亿元、948.41亿元、1,180.58亿元和1,252.38亿元。近三年及一期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为1.03倍、1.12倍、1.31倍和1.01倍，债务期限结构与项目投资期限较为匹配，但近年来公司债务规模快速上升，中诚信证评将对公司面临的债务压力保持关注。

图9：2016~2019.H1公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司资产规模和自有资本实力保持持续增长，但债务规模亦不断扩大，中诚信证评将对公司的债务压力保持关注。

盈利能力

2016~2018年及2019年1~6月公司分别实现营业收入总收入477.39亿元、636.78亿元、831.17亿元及446.11亿元。细分业务板块来看，2016年公司完成冀东集团的并购，推动水泥产能大幅提升，加之水泥价格呈上涨趋势，近年来公司水泥及混凝土板块收入规模逐年提升，2016~2018年该板块收入规模分别为153.65亿元、310.74亿元及391.20亿元，2019年1~6月该板块实现收入197.41亿元，同比

增长25.80%。受项目收入确认影响，公司房地产板块收入规模呈波动趋势，2016~2018年及2019年1~6月该板块确认收入分别为184.49亿元、160.80亿元、221.46亿元及111.49亿元。受益于冀东集团及天津建材纳入合并范围，公司商贸物流业务规模快速扩张，推动新型建材及商贸物流板块整体收入规模逐年增长，2016~2018年及2019年1~6月分别为111.21亿元、151.19亿元、198.13亿元及127.92亿元。受益于租金水平的上涨及可出租面积的增加，近年来公司物业投资及管理板块整体收入规模小幅提升，2016~2018年及2019年1~6月分别为32.60亿元、33.16亿元、42.33亿元及22.26亿元。

表 11：2016~2019.H1 公司收入结构及毛利率情况

单位：亿元、%

业务类型	2016		2017		2018		2019.H1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥及混凝土	153.65	20.55	310.74	27.28	391.20	30.05	197.41	31.90
新型建材制造及商贸物流	111.21	7.79	151.19	7.25	198.13	6.14	127.92	5.01
房地产开发	184.49	27.48	160.80	25.57	221.46	31.78	111.49	37.42
物业投资及管理	32.60	51.84	33.16	59.59	42.33	57.03	22.26	66.04
板块抵消	-14.02	-	-29.43	-	-29.15	-	-16.97	-
其他业务	9.45	46.35	10.32	49.42	7.19	54.52	4.00	41.75
合计	477.39	23.45	636.78	25.19	831.17	26.95	446.11	27.75

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2016~2018年及2019年1~6月，公司营业毛利率分别为23.45%、25.19%、26.95%和27.75%。细分业务方面，近年来水泥价格走势呈上涨趋势，公司水泥及混凝土板块毛利率逐年提升，2016~2018年及2019年1~6月分别为20.55%、27.28%、30.05%及31.90%。2018年公司毛利率较低的商贸物流收入比重提升，致使全年新型建材制造及商贸物流板块毛利率同比下降1.11个百分点至6.14%；2019年1~6月该板块毛利率进一步下滑至5.01%。2017年受房地产项目区域销售价格较低影响，当年公司房地产开发板块毛利率小幅下降至25.57%；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%；2019年1~6月，房地产板块毛利率提升至37.42%。公司物业投资及管理板块毛利率保持在较高水平，2016~2018年及2019年1~6月该板块毛利率分别为51.84%、59.59%、57.03%及

66.04%。

表 12：2018 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；销售费用主要为职工薪酬和运输费等费用，随着冀东集团及天津建材纳入合并范围，公司各项费用支出逐年增加；近年来公司债务规模快速上升，致使财务费用支出亦保持增长趋势，2017~2018年利息支出分别达到45.46亿元和66.76亿元，同期利息收入和资本化利息支出

的抵扣使得财务费用支出分别为 26.76 亿元和 30.47 亿元。2016~2018 年及 2019 年 1~6 月公司期间费用总额分别为 72.66 亿元、115.09 亿元、132.73 亿元及 61.19 亿元，同期期间费用率分别为 15.22%、18.07%、15.97%及 13.72%。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 13：2016~2019.H1 公司期间费用分析

	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.H1
销售费用	18.54	26.07	29.16	13.90
管理费用	38.08	62.26	71.55	31.94
研发费用	-	-	1.54	1.21
财务费用	16.04	26.76	30.47	14.14
期间费用合计	72.66	115.09	132.73	61.19
营业总收入	477.39	636.78	831.17	446.11
期间费用率	15.22	18.07	15.97	13.72

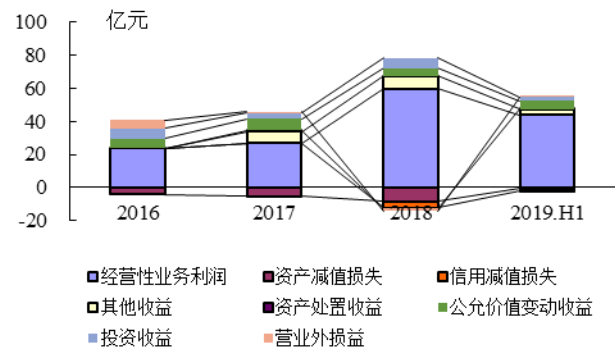
注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，以前年度未重述。

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、公允价值变动收益、其他收益、投资收益和营业外损益构成。2016~2018 年，公司利润总额分别为 36.77 亿元、40.57 亿元及 64.45 亿元，主要来源于经营性业务利润，同期分别为 23.60 亿元、26.95 亿元及 59.72 亿元。2016~2018 年公司公允价值变动收益分别为 5.93 亿元、7.21 亿元及 4.77 亿元，主要来自按公允价值计量的投资性房地产。公司营业外损益主要为政府补助，2016~2018 年分别为 4.97 亿元、0.84 亿元及 -1.24 亿元，2017~2018 年公司将增值税返还 4.81 亿元和 5.95 亿元均计入其他收益，致使同期营业外损益规模大幅下降。2016~2018 年公司取得投资收益分别为 6.42 亿元、3.37 亿元及 6.29 亿元，其中 2018 年投资收益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）。此外，公司资产减值损失主要为坏账损失、存货跌价损失及固定资产减值损失，2016~2018 年分别为 4.15 亿元、5.35 亿元及 8.28 亿元；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，当年发生信用减值损失 3.78 亿元，主要

系坏账损失。综上，2016~2018 年公司取得净利润分别为 26.90 亿元、29.50 亿元及 42.81 亿元。2019 年 1~6 月，公司收入规模增长及毛利水平提升，当期实现利润总额和净利润分别为 52.65 亿元和 39.65 亿元，较上年同期分别增长 34.21%和 35.42%，盈利能力大幅提升。

图 10：2016~2019.H1 公司利润总额构成



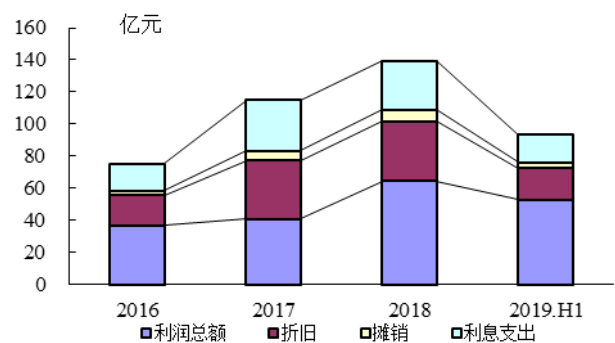
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 由折旧、利息支出和利润总额构成，2016~2018 年以及 2019 年 1~6 月分别为 75.34 亿元、114.84 亿元、139.44 亿元和 93.13 亿元。偿债能力指标方面，近三年及一期公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.61 倍、2.53 倍、2.09 倍和 2.65 倍，同期总债务/EBITDA 分别为 11.59 倍、8.26 倍、8.47 倍和 6.72 倍。总体来看，近年来公司 EBITDA 对债务利息的保障程度有所减弱，但仍处于良好水平。

图 11：2016~2019.H1 公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，近年来公司房地产开发板块土地储备支出和项目开发销售进度对公司经营活动现金流影响较大，2016~2018 年经营活动净现金流分别为 35.04 亿元、-118.55 亿元和-50.43 亿元，其中 2017 年以来公司土地储备支出增加，经营活动净现金流呈持续净流出状态。2019 年 1~6 月公司实现经营活动净现金流为 9.48 亿元。

表 14：2016~2019.H1 公司偿债能力分析

单位：亿元

偿债指标	2016	2017	2018	2019.H1
EBITDA	75.34	114.84	139.44	93.13
经营活动净现金流	35.04	-118.55	-50.43	9.48
短期债务	442.38	500.94	670.05	630.81
长期债务	431.08	447.47	510.53	621.57
总债务	873.46	948.41	1,180.58	1,252.38
经营净现金流/ 总债务 (X)	0.04	-0.12	-0.04	0.02*
经营净现金流/ 利息支出 (X)	1.21	-2.61	-0.76	0.27
总债务/EBITDA (X)	11.59	8.26	8.47	6.72*
EBITDA 利息倍数 (X)	2.61	2.53	2.09	2.65

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 2019 年 6 月末担保金额为 90.62 亿元；此外，新收购的子公司对唐山市文化旅游投资集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司及天津一商集团有限公司亦存在连带责任担保，对外担保金额为 24.30 亿元。

表 15：截至 2019 年 6 月末公司对外担保情况

单位：亿元

担保方	被担保方	担保金额
冀东集团	唐山市文化旅游投资集团有限公司	10.00
天津建材	天津一商集团有限公司	2.30
天津建材	大同煤矿集团有限责任公司	12.00
金隅集团	购房客户	90.62
合计	-	114.92

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

未决诉讼方面，截至 2019 年 6 月末，公司无影响正常经营的重大诉讼、仲裁事项。

资产抵、质押方面，截至 2019 年 6 月末，公司共有账面价值为 627.11 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 22.61%，一定程度上降低了对其他债务的保障能力。

财务弹性方面，公司与中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行等金融机构保持良好的长期合作关系，截至 2019 年 6 月末，公司共取得银行授信额度合计 1,563.92 亿元，其中尚未使用额度为 759.33 亿元。

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

结 论

综上，中诚信证评评定北京金隅集团股份有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；评定“北京金隅集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为**AAA**。

关于北京金隅集团股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

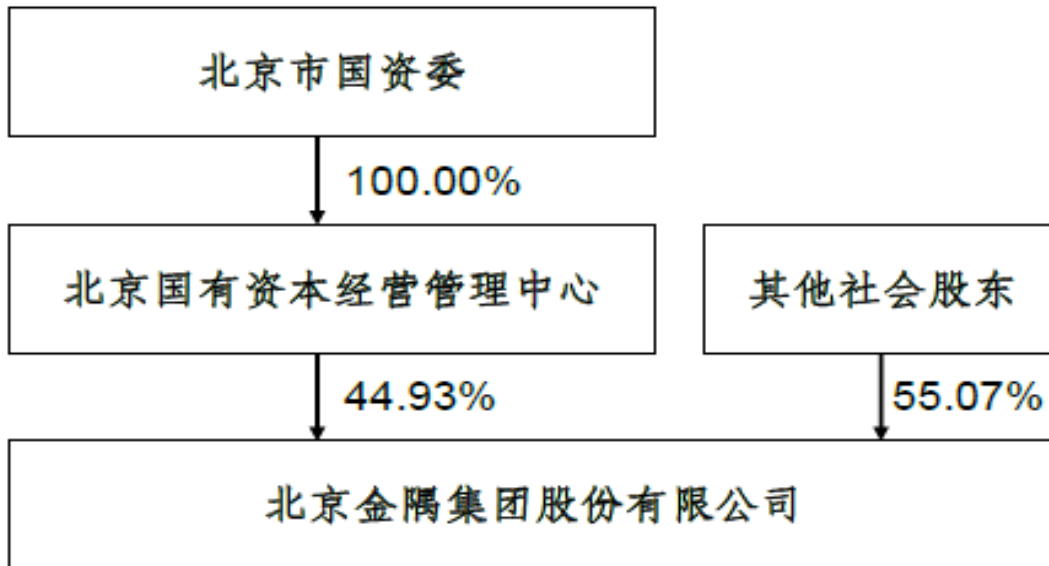
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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

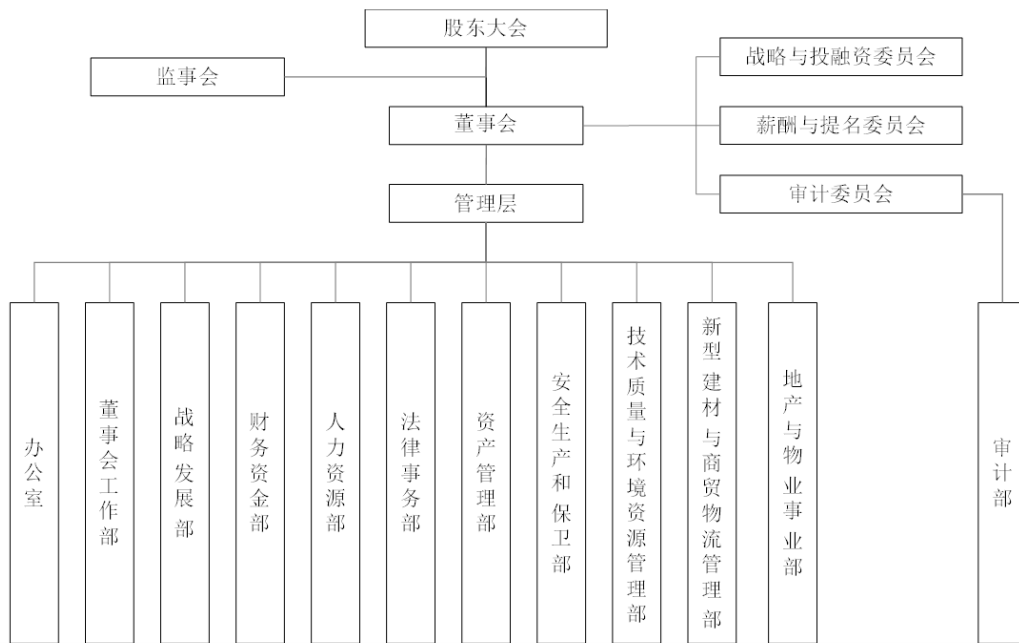
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：北京金隅集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

附二：北京金隅集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

附三：北京金隅集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.H1
货币资金	2,801,021.11	1,790,384.71	1,877,446.83	2,187,357.45
应收账款净额	888,991.26	768,618.21	744,008.55	890,310.03
存货净额	6,411,123.49	9,864,971.68	11,491,279.37	12,091,134.14
流动资产	11,947,872.54	14,358,926.24	16,915,793.82	17,701,261.83
长期投资	473,199.94	507,282.71	364,792.41	351,011.42
固定资产（合计）	6,502,750.21	6,431,683.74	6,894,969.27	7,019,705.56
总资产	20,839,711.69	23,220,748.21	26,827,609.17	27,732,288.41
短期债务	4,423,847.60	5,009,432.52	6,700,500.61	6,308,080.65
长期债务	4,310,797.30	4,474,664.02	5,105,300.02	6,215,706.23
总债务	8,734,644.90	9,484,096.54	11,805,800.63	12,523,786.89
总负债	14,548,760.61	16,228,967.22	18,906,158.92	19,570,361.70
所有者权益（含少数股东权益）	6,290,951.08	6,991,780.99	7,921,450.25	8,161,926.71
营业总收入	4,773,877.27	6,367,833.09	8,311,673.31	4,461,108.86
期间费用前利润	962,588.11	1,420,313.09	1,924,453.61	1,050,123.60
投资收益	64,152.80	33,683.73	62,915.52	25,478.93
净利润	269,034.78	295,034.87	428,142.52	396,497.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	753,432.62	1,148,388.60	1,394,414.99	931,292.97
经营活动产生现金净流量	350,374.98	-1,185,452.38	-504,263.37	94,807.96
投资活动产生现金净流量	-402,500.18	-69,958.90	-838,392.96	-95,255.65
筹资活动产生现金净流量	737,302.75	732,803.25	1,407,994.44	218,916.51
现金及现金等价物净增加额	689,719.77	-519,669.57	60,596.05	217,169.07
财务指标	2016	2017	2018	2019.H1
营业毛利率（%）	23.45	25.19	26.95	27.75
所有者权益收益率（%）	4.28	4.22	5.40	9.72*
EBITDA/营业总收入（%）	15.78	18.03	16.78	20.88
速动比率（X）	0.58	0.41	0.42	0.45
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	-0.12	-0.04	0.02*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	-0.24	-0.08	0.03*
经营活动净现金/利息支出（X）	1.21	-2.61	-0.76	0.27
EBITDA 利息倍数（X）	2.61	2.53	2.09	2.65
总债务/EBITDA（X）	11.59	8.26	8.47	6.72*
资产负债率（%）	69.81	69.89	70.47	70.57
总资本化比率（%）	58.13	57.56	59.85	60.54
长期资本化比率（%）	40.66	39.02	39.19	43.23

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 年半年度财务指标中带“*”的为年化指标；3、中诚信证评进行相关财务指标计算时将“短期融资券”、“长期应付款”及“租赁负债”中的有息债务分别调整计入“短期债务”和“长期债务”。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

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。



营业执照

发行使用

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 上海市青浦区工业园区第一工业区7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2017年11月15日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



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

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201505332021876033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



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

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201506332282899033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



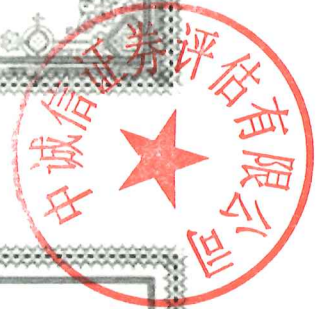
袁宇城，证件号码:341225199505042053，于2015年07月26日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201508342752134034

2015年07月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



袁宇城，证件号码:341225199505042053，于2015年07月26日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201508342787642034

2015年07月