大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

北京金隅集团股份有限公司

主体与 2018 年度第三期中期票据信用评级报告

CREDIT RATING REPORT

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

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

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

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

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

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

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

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

评级报告导读

信用评级作为阻止信用无度扩张的逆周期力量是信用经济发展规律的内在要求和评级的价值所在。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。

评定等级

发债主体：北京金隅集团股份有限公司			
中期票据信用等级	**AAA**		
主体信用等级	**AAA**	**评级展望**	稳定
债项概况			
注册总额：100 亿元		本期发债额度：25 亿元	
本期票据期限:5 年		偿还方式：每年付息一次，到期一次还本	
发行目的：偿还公司本部银行借款			

主要观点

大公确定北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”或“公司”）信用等级为 AAA，评级展望为稳定，2018 年度第三期中期票据信用等级为 AAA。本次评级结果表明金隅集团面临偿债环境较好；财富创造能力持续提升；可用偿债来源充裕；偿债能力极强。主要理由阐述如下：

1、公司面临较好偿债环境。中国供给侧改革仍稳步推进，为公司业务发展提供良好的宏观外部环境；我国水泥行业产能过剩普遍存在,国家加大落后产能淘汰力度，鼓励企业兼并重组，提升市场集中度，大型水泥企业区域控制能力进一步加强；雄安新区基建项目的推进，可以继续促进公司水泥销量的提升。

2、公司财富创造能力持续提升。2016 年以来，水泥需求低迷现象有所改善；公司完成对冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）的战略重组之后，熟料和水泥产能及产量均得到提升，同时各业务板块纵向一体化产业链规模优势得到增强；公司房地产开发具有一定的品牌效应和规模优势，2015 年以来签约销售金额保持增长；土地储备较为充足。

3、公司偿债来源较充裕。公司经营性净现金流波动较大，对债务及利息保障能力的稳定性有待提升；债券融资渠道多样，拥有很强的融资能力；公司存货及投资性房地产所处地理位置较好，变现能力强；以政府补助为主的外部支持可对偿债来源形成一定补充。

4、公司偿债能力极强。2015 年以来，受合并范围变化及业务规模扩大影响，公司负债规模持续增加，以流动负债为主；流动性来源对流动性损耗的保障能力一般，预计 2018 年将能形成较好

的覆盖；清偿性偿债来源对债务偿还形成有力补充；稳定的盈利对债务和利息提供较好的保障。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

1、随着对冀东集团战略重组的完成，公司各业务板块纵向一体化产业链规模优势及协同效应得到增强；

2、雄安新区基建项目的推进，可以持续促进公司水泥销量的提升；

3、重组完成后，公司熟料和水泥产能及产量均得到较大提升，行业地位及市场占有率进一步提升；

4、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；

5、公司多次发行债务融资工具，同时股权融资渠道较通畅，拥有很强的融资能力。

主要风险/挑战：

1、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；

2、冀东集团资产负债率较高且2015～2017年净利润连续亏损，公司战略重组后在经营管理方面存在一定挑战；

3、公司有息债务持续增长，偿债压力有所加大。

展望

金隅集团已发展成为集建材制造、房地产开发以及物业管理三大业务板块为一体的大型产业集团，各业务板块形成了纵向一体化产业链，具有较强的协同效应，预计随着水泥行业集中度水平的提高，公司市场占有率及盈利能力将持续提升。综合考虑，大公对未来1～2年金隅集团的信用评级展望为稳定。

主要财务数据与核心指标

（单位：人民币亿元、%）

项目	2018年1～3月	2017年	2016年	2015年
总资产	2,353.05	2,322.07	2,083.97	1,307.47
所有者权益	691.02	699.18	629.10	421.82
总有息债务	1,108.53	1,063.55	930.33	466.21
营业收入	99.39	636.78	477.39	409.25
净利润	-6.38	29.50	26.90	19.51
经营性净现金流	-37.68	-118.55	35.04	-6.53
毛利率	22.27	25.19	23.45	25.41
总资产报酬率	0.05	3.10	2.57	3.43
债务资本比率	61.60	60.34	59.66	52.50
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	0.89	2.53	2.61	2.49
经营性净现金流/总负债	-2.29	-7.70	2.99	-0.78

注：公司提供了2015～2017年及2018年1～3月财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2015～2017年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2018年1～3月财务报表未经审计。

联系方式

评级小组负责人：韩光明　　评级小组成员：栗婧岩　温　静
联系电话：+86-10-51087768　　客服电话：+ 86-4008-84-4008
传真：+86-10-84583355　　Email : dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦A座29层

大公国际资信评估有限公司
二〇一八年八月一日

发债情况

本期票据情况

金隅集团已于银行间市场交易商协会注册总额为 100 亿元的中期票据，分期发行，其中第一期 20 亿元人民币已于 2018 年 1 月发行完毕，本期为第二期（2018 年度第三期），发行金额 25 亿元人民币，发行期限为 5 年，票据面值 100 元，采取集中簿记建档、集中配售的方式发行，到期日按照面值兑付。本期票据采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期票据无担保。

募集资金用途

本期票据拟募集资金 25 亿元，将用于偿还公司本部银行借款。

基本经营

（一）主体概况与公司治理

金隅集团的实际控制人为北京市国资委，截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 106.78 亿元。

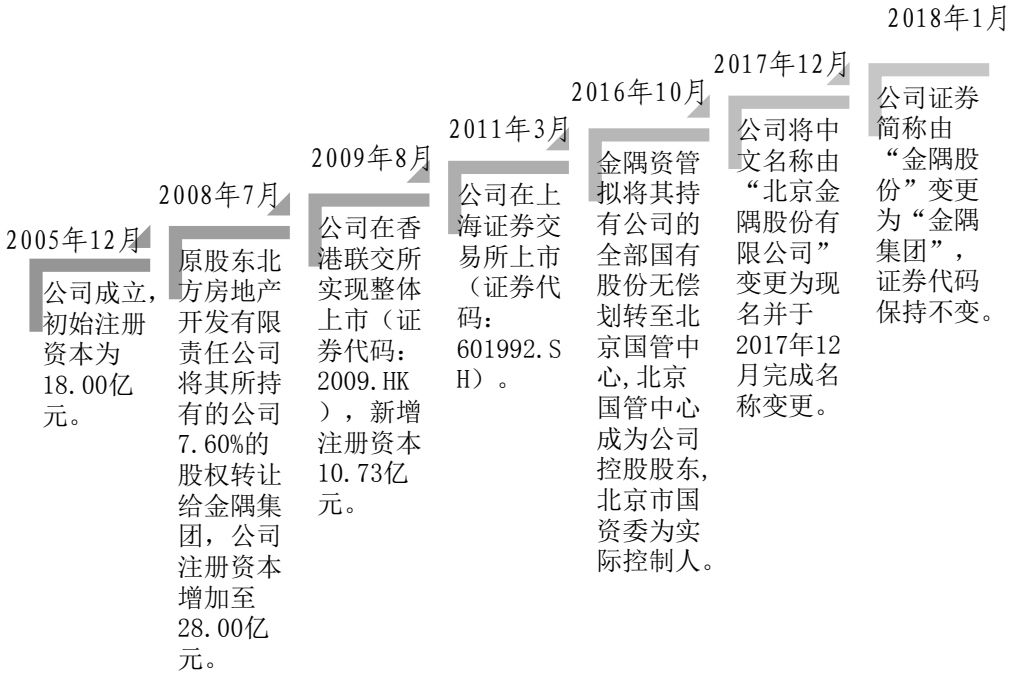


图 1　公司历史沿革

2017 年 11 月 20 日，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》称，因外部环境发生变化，为尽快解决冀东水泥与公司同业竞争问题，冀东水泥拟对原方案进行重大调整，预计调整后的重组方案对冀东水泥仍然构成重大资产重组。2018年2月8日，冀东水泥发布《出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易方案》称，公司拟以北京金隅水泥经贸有限公司（以下简称“水泥经贸”）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（以下简称“冀东水泥滦县”）等20家公司的股权及唐山冀东水泥股份有限公司唐山分公司等2家分公司的资产出资，双方共同组建合资公司。合资公司组建后，公司持有合资公司47.09%股权，冀东水泥持有合资公司52.91%股权并拥有合资公司控股权。同时，为有效解决冀东水泥与公司之间的同业竞争，冀东水泥与公司签订《股权托管协议》，公司将持有的剩余水泥公司股权除所有权、收益权之外的权利全部委托冀东水泥管理，包括但不限于：股东表决权、管理者的委派权或选择权，并向冀东水泥支付托管费用；冀东水泥与公司签订《关于避免同业竞争的协议》，对公司避免与冀东水泥之间发生同业竞争的相关安排进行了约定。此外，公司承诺自本次交易完成之日起的三年内，将上述托管的股权以出资、出售或其他法律法规许可的方式注入合资公司或冀东水泥。截至2018年5月31日，北京市国资委、香港联交所和中国证监会等机构均对本次交易予以核准。截至本报告出具日，此次交易全部决策程序均已履行完毕，全部应获得的批准或授权均已获得，不存在尚须履行的决策程序及尚须获得的批准或授权。2018年6月12日，冀东水泥发布《关于公司间接控股股东增持公司股份计划完成的公告》称，公司于2018年5月24日通过深圳证券交易所交易系统以大宗交易方式增持了冀东水泥股份13,475,229股，占冀东水泥股份总数的1%（不足1%），增持后，公司及一致行动人持有冀东水泥31%（不足31%）的股份。自2018年5月29日至2018年6月11日期间，公司通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价方式继续增持了冀东水泥股份13,475,126股，占冀东水泥股份总数的1%（不足1%）；本次增持计划实施后，公司及其一致行动人合计持有冀东水泥股份431,207,229股，占冀东水泥股份总数的32%（不足32%）。2018年7月31日，公司发布《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》称，2018年7月26日，公司所持有的水泥经贸等10家公司的股权以及冀东水泥所持有的冀东水泥滦县等20家公司的股权已全部过户至合资公司，并完成相关工商变更登记手续。

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》（以下简称“《公告》”）称，公司作为意向受让方，参与了在天津产权交易中心公开挂牌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%股权转让项目，拟以431,536.8585万元购买天津津诚国有资本投资运营有限公司（以下简称“津诚资本”）持有的天津建材55%股权。本次交易未构成关联交易及重大资产重组，交易实施不存在重大法律障碍且已经金隅集团董事会审议通过，无需提交金隅集团股东大会审议；本次收购资产的资金来源为公司自筹资金。2018年5月8日，公司发布《关于收到上海证券交易所对收购天津建材股权有关事项问询函的公告》称，上海证券交易所（以下简称“上交所”）要求公司就标的资产的历史沿革情况、评估情况及营收情况等进一步做补充披露。2018年5月11日，公司发布公告就上交所问询函所涉及事项进行了回复。

2018年6月29日，公司发布《关于购买北京金隅资产经营管理有限责任公司部分子公司股权暨关联交易的公告》称，公司拟以现金7.55亿元向关联方北京金隅资产经营管理有限责任公司（以下简称“金隅资产经营公司”）购买其所持有的北京东陶有限公司30%股权、东陶机器（北京）有限公司20%股权、以及全资子公司北京大成房地产开发有限责任公司（以下简称“大成房地产”）所持有的北京市门窗有限公司100%股权和金隅京体（北京）体育文化有限公司66.67%股权。金隅集团已于2018年6月28日与金隅资产经营公司和大成房地产签署《股权转让协议》。

（二）盈利模式

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，2015～2017年，建材和房地产开发业务在收入中占比合计均超过90%，在毛利润中占比合计均超过

80%。随着对冀东集团战略重组的完成，公司建材业务规模得到较大提升，在华北地区市场占有率进一步提高，同时各业务板块纵向一体化产业链规模优势及协同效应得到增强。未来建材和房地产开发板块仍将是公司的主要发展板块，主业收入及利润水平将保持稳定增长。

公司建材业务板块中水泥与混凝土业务运营主体为冀东集团，新型建材运行主体为北京金隅商贸有限公司和北京金隅天坛家具股份有限公司（以下分别简称“金隅商贸”和“天坛家具”）；房地产开发业务运营主体为北京金隅嘉业房地产开发有限公司（以下简称“金隅嘉业”）、北京金隅大成房地产开发有限公司（以下简称“金隅大成”），金隅嘉业和金隅大成均具有房地产开发一级资质。

（三）股权链

截至2018年3月末，公司注册资本106.78亿元，控股股东北京国管中心直接加间接合计持有公司45.48%股权，北京市国资委为公司实际控制人。2018年2月1日，公司发布《关于股东减持股份计划的公告》称，股东北京京国发股权投资基金（有限合伙）（以下简称“京国发基金”）计划自公告披露15个交易日后的6个月内以集中竞价、大宗交易等方式，减持公司股份不超过10,575万股。2018年6月6日，公司发布《股东减持股份进展公告》称，截至2018年6月4日，京国发基金通过上海证券交易所以集中竞价及大宗交易方式减持公司62,633,202股股份，占公司总股本0.586%。截至2018年6月6日，北京国管中心直接加间接合计持有公司45.33%股权。截至2018年3月末，公司共有全资、控股子公司366家，其中二级子公司共72家。

公司建立了较为完善的治理结构，权力机构、决策机构、监督机构及经营管理层之间权责明确，运作规范。公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和中国证监会、上海证券交易所、香港联交所有关法律法规的要求，设立股东大会、董事会和监事会，规范运作，强化内部管理，加强信息披露，确保公司经营管理有效运行。

（四）供应链

公司水泥生产所需的主要原材料和原燃料包括石灰石、煤炭和电

力，公司石灰石资源较为充足，对外依存度较低，煤炭采购方面和国内大型煤炭生产企业和经贸企业保持着良好的合作关系，此外公司通过低温余热发电技术降低用电成本。近年来公司逐步形成以建材制造、房地产开发以及物业管理为一体的产业链，同时随着对冀东集团战略重组的完成，公司各业务板块纵向一体化产业链规模优势及协同效应得到增强。

（五）信用链

2015 年以来，公司有息债务持续增长，其中 2016 年末，受合并范围变化影响，公司长短期借款及应付债券均出现增长，总有息债务增幅较大；2017 年末公司有息债务规模随着业务规模扩大而增加。截至 2018 年 3 月末，公司总有息债务 1,108.53 亿元，其中短期有息债务占比为 47.65%，存在一定短期偿债压力。

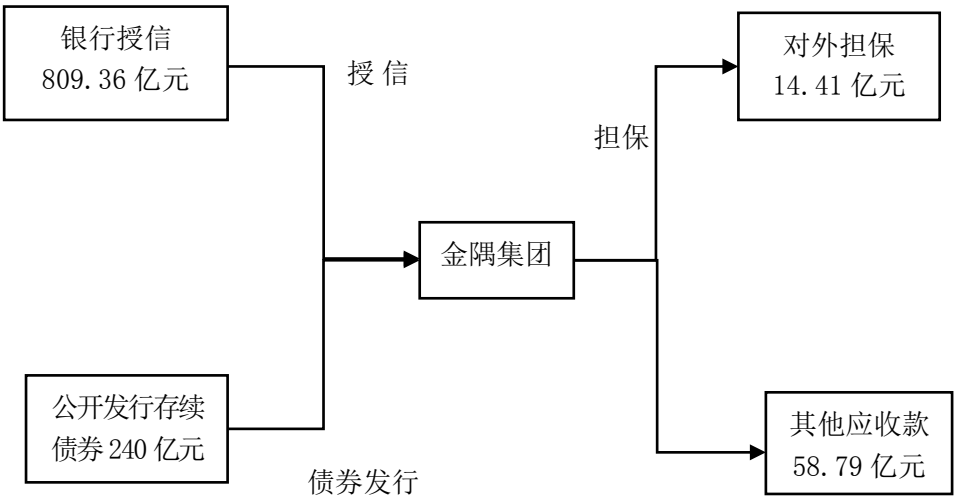


图 2　截至 2017 末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2018 年 7 月 31 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司发行的各类债务融资工具到期均按期兑付本息，未到期已到付息日债券均正常付息。

偿债环境

中国供给侧改革仍稳步推进，为公司业务发展提供良好的宏观外部环境；我国水泥行业产能过剩普遍存在，国家加大落后产能淘汰力度，鼓励企业兼并重组，提升市场集中度，大型水泥企业区域控制能力进一步加强；雄安新区基建项目的推进，可以继续促进公司水泥销量的提升。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）宏观政策环境

中国供给侧改革稳步推进，充足的政策支持有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政治环境。

中国供给侧改革稳步推进，对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。

（二）产业环境

我国水泥行业产能过剩普遍存在，国家加大落后产能淘汰力度，鼓励企业兼并重组，提升市场集中度，大型水泥企业区域控制能力进一步加强；雄安新区基建项目的推进，可以继续促进公司水泥销量的提升。

水泥作为基础性的建材产品之一，广泛应用于建筑工程。我国已成为世界上水泥第一大生产和消费国，我国产量约占全球总产量的70%，人均消费1.7吨水泥。2017年，全国累计水泥产量为23.2亿吨，同比降低0.2%,整体趋于稳定。

2016年1月，国家发展改革委与工业和信息化部联合下发《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，称自2016年1月起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。据行业相关部门预计，水泥行业阶梯电价政策的实施将促使约10%左右产能的水泥生产线达不到能耗要求被淘汰，对促进化解水泥行业过剩产能将起到一定作用。同时，在供给侧改革的大环境下，水泥行业去产能化逐步深入。2016年5月，国务院办公厅印发《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，提出的目标包括：到2020年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。2017年12月，中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，提出了三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%；前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%等目标。整体来看，政府出台的一系列政策仍以遏制产能扩张，化解产能过剩为主，来推动水泥及建材工业的转型升级，提升行业的整体市场竞争力。在产能过剩、环保要求上升的背景下，国家进一步鼓励水泥行业整合，为大型水泥企业及各大区域水泥龙头企业的发展提供了有利条件。

2017年4月1日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区，雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新三县以及周边部分区域。雄安新区地处京津冀区域腹地，区位优势明显，而雄安新区现有的开发程度较低，未来将会有较大规模的基础设施建设。公司作为华北地区最大的水泥企业，在雄安新区周边均有产业布局，

由于水泥销售方面具有运输半径的限制，雄安新区基础设施建设项目的推进，可以持续平稳的促进公司水泥产品销量的提升。

房地产调控政策以化解库存为核心，政府加大房地产调控力度，2016 年 9 月以来，多地密集出台限购限贷政策，维稳倾向明显，房地产市场发展不确定性增加。

作为投资的重要组成部分，稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段，房地产调控政策思路也因此出现重大调整。从政策基调来看，以去库存为主旋律，稳定市场和房价倾向明显。2017 年以来，新一轮楼市调控措施在全国热点一、二线城市及环一线城市周边县市等二十余城市先后出台，其中一线城市全部执行“认房又认贷”政策，且非户籍人口购房门槛均提高至 5 年；二线城市中，杭州、南昌、南京、郑州、成都等相继升级限购措施，将非户籍人口购房门槛均提高至 2 年，长沙、青岛、石家庄依次重启限购，非户籍人口限购一套，同时提高购房首付比。此外，受环一线城市房价的较快上涨影响，一线周边县市及省内热点城市，如环北京的河北涿州、沧州、保定市涞水县、张家口市崇礼区开始限购，廊坊市扩大限购范围，环上海的嘉兴、嘉善县升级限购限贷力度，环深圳的佛山限购升级，中山也重启限购，南京周边的句容、福州周边的连江县等均实施限购政策。2017 年 9 月，以西安、重庆等地为代表的多个城市出台或加强调控政策，且限售逐年成为调控政策新的着力点。随着热点城市及环一线城市房地产调控政策的加大和购房意愿的下降，房地产行业投资及销售有所放缓。

财富创造能力

公司完成对冀东集团的战略重组之后，熟料和水泥产能及产量均得到提升；公司房地产开发具有一定的品牌效应和规模优势，2015 年以来签约销售金额保持增长；土地储备较为充足；预计公司 2018 年收入及盈利仍有一定提升空间。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）市场需求

1、建材板块

受益于基础设施建设及房地产开发投资回升，水泥需求低迷现象有所改善；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。

从水泥行业的下游消费需求结构来看，基础设施建设投资和房地产开发投资在总的水泥消费中占比很高，另外民间消费如产业园区厂房及自发性新型农村建设等也是水泥下游消费的重要构成部分，现阶段基建、房产开发及民间消费在总的水泥消费中占比约为 40.00%、30.00%和 30.00%。2017 年，国家继续出台地面交通、综合地下管廊、海绵城市建设等基础设施建设投资规划，全国固定资产投资完成额为 63.17 万亿元，同比增长 7.2%；同期基础设施建设投资完成额为 17.31 万亿元，同比增长 14.9%。房地产投资方面，2017 年，房地产开发投资完成额为 10.98 万亿元，同比增长 7.0%。基础设施建设及房地产开发投资回升促进了水泥需求量，持续低迷的现象得到了一定地改善。随着供给侧推进，行业去产能加速，行业整体供需关系有所改善，水泥行业向下游转嫁成本能力提高。2017 年以来，水泥产品平均售价保持稳定增长。

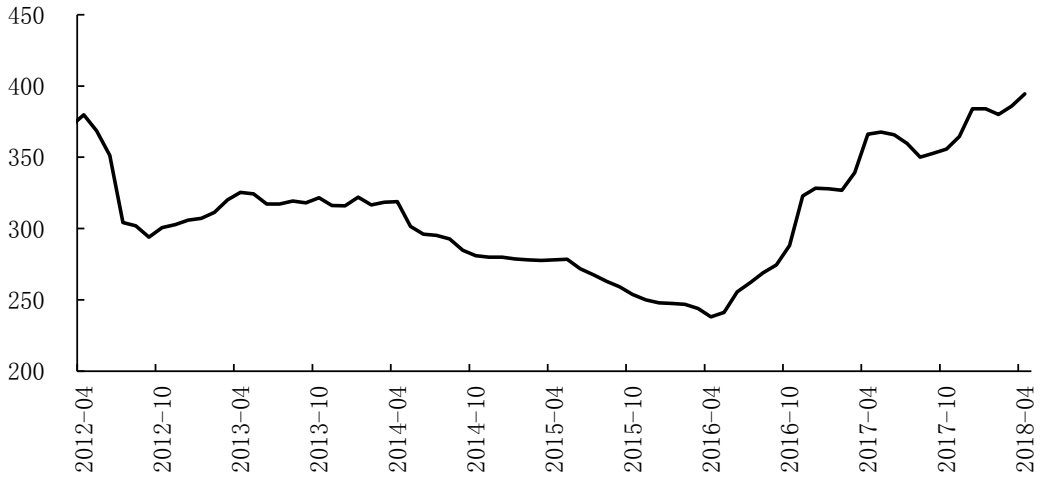


图 3　2012 年 4 月～2018 年 4 月华北地区 P.O 42.5 水泥月平均价（单位：元/吨）

数据来源：Wind

新型建筑材料是区别于传统的砖瓦、灰砂石等建材的建筑材料新品种。我国新型建材工业的起步相对较晚，虽已具备了相当的规模和

较为齐全的品种，但生产企业众多，生产能力较分散，行业集中度仍然不高。发展新型建材是实施节能环保和低碳经济的要求。根据住房和城乡建设部的统计，我国建筑相关行业在全社会能耗中占比达25%以上，和发达国家比差距较大。新型建材由于其轻质、低能耗、施工便利等特点，将得到快速发展。

2、房地产板块

2017 年以来，随着部分城市调控政策的实施，房地产企业面临结构性调整压力，商品房销售增速有所放缓。

房地产行业仍是国民经济的支柱产业，在整个国民经济体系中处于先导性、基础性地位，但部分城市房价上涨过快、住房供求结构性失衡等问题仍存在，宏观调控政策将持续推动房地产行业的稳定发展。2015 年以来，国内宏观经济下行压力仍然较大，但宽松的政策有效地促进了房地产市场的回暖，商品房销售主要指标大幅回升。2016 年，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，国房景气指数不断上升且维持在较好水平，由 2015 年 12 月的93.34 大幅上升到 2017 年 11 月的 101.60。2016 年，价格方面，随着行情的逐步好转，2016 年 1～9 月房地产百城住宅价格指数继续攀升，但由于多地限购限贷政策的出台，2016 年 10 月之后国内商品住宅价格增速明显回落，2017 年 12 月，百城住宅价格指数环比仅增长0.38%。销售量方面，2018 年 1～4 月，全国商品房销售面积 4.22 亿平方米，同比下降 1.3%，增速比 1～3 月份回落 2.3 个百分点。住宅销售面积同比仅增长 0.4%。商品房与住宅销售面积增速持续回落，趋势无限接近销售下滑。

1、建材

产品 1：水泥和混凝土

公司是国家重点扶持大型水泥企业，完成对冀东集团的战略重组之后，熟料和水泥产能及产量均得到较大提升，在华北地区市场占有率进一步提高。

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

司（以下分别简称“鼎鑫水泥”、“赞皇水泥”、“振兴水泥”和“琉水环保”）等。

从公司水泥业务生产成本来看，煤炭及电力能源、原材料以及制造费用分别约占45%、35%和20%，其中石灰石是生产水泥的重要资源性原材料。截至2018年3月末，公司石灰石总储量达38.4亿吨，其中京津冀地区的石灰石总储量近11.6亿吨，资源较为充足，对外依存度相对较低。煤炭采购方面，公司主要供应商为国内大型煤炭生产企业和经贸企业，保持着良好的合作关系；此外，公司通过低温余热发电技术降低了用电成本。

完成对冀东集团的战略重组之后，公司熟料和水泥产能及产量均得到较大提升。截至2018年3月末，公司熟料生产线达到83条，主要分布在河北省，其次为陕西省，熟料及水泥产能分别达到11,141万吨/年和17,709万吨/年。公司生产水泥所用熟料全部自产，同时外销少量熟料，2017年，熟料外销量在总产量中占比23.31%。截至2018年3月末，公司混凝土总产能为6,078万立方米，2017年混凝土销量为1,473万立方米。

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，并购冀东集团之后，公司水泥销量占北京和华北市场总量的66%和59%，其中高标号水泥市场份额占70%左右。2015年以来，受下游基础建设投资回暖以及合并后区域协同效应持续提升影响，水泥销售均价持续增长。2017年，公司水泥及熟料的平均销售价格为268元/吨，同比增加92元/吨；2018年1~3月，水泥和熟料的平均销售价格为275元/吨。

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

作为国家第一批循环经济试点企业之一，公司协同政府创建无垃圾公害城市，打造“资源-产品-废弃物-再生资源”为核心的循环经济模式。公司总结出一整套利用水泥窑协同处废的经验，自主研发和建成运营国内首条利用水泥窑无害化处置工业固体废弃物示范线，拥有年处置20余万吨污泥、3万吨飞灰及40余类危险废弃物的资质和能力，负责北京市约90%的危险废弃物处置工作。截至2018年3月末，公司余热发电装机总量535.20兆瓦，可实现年供电约40.79亿千瓦时，节约标准煤136.85余万吨，减少二氧化碳排放约367.85万吨。2017年及2018年1~3月，公司通过低温余热发电技术累计发电约分别为21.20亿千瓦时和2.43亿千瓦时，节约电费约分别为7.26亿元和0.92亿元。

公司完成与冀东集团的战略重组，有效提高了区域水泥的集中度，水泥与混凝土业务经营规模得到扩大，同时各业务板块纵向一体化产业链规模优势及协同效应得到增强；但冀东集团资产负债率较高且2015～2017年净利润继续为负，使公司在重组后的经营管理方面依然存在一定挑战。

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

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

本次战略重组顺应了京津冀协同发展国家战略和供给侧结构性改革政策导向，有效提高了京津冀地区熟料和水泥的集中度，规范了

区域水泥业务市场秩序，重组完成后公司水泥产能大幅增加，经营规模得到扩大，在华北地区市场占有率进一步提高；同时，公司借助冀东集团水泥、新型建材等产业板块的既有市场占有率和积累的各种资源及优势，进一步延伸目标区域市场，各业务板块纵向一体化产业链规模优势及协同效应得到增强。但公司能否在企业文化、管理模式、技术研发、销售渠道及客户资源等方面与冀东集团进行融合，能否完全承接其存续债务以及能否通过整合对冀东集团实施有效管理均存在一定的不确定性，使公司在重组后的经营管理方面依然存在一定挑战。

产品2：新型建材

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；2017年，公司新型建材业务收入有所增长。

公司新型建材板块包括商贸物流和建材生产两部分，主要经营主体为金隅商贸和天坛家具等。

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

公司新型建材生产业务涵盖装饰及装修材料、节能墙体及保温材料和耐火材料等，公司是京津冀地区主要的新型建材生产商，保温及耐火产品产销及综合实力位居国内前列。公司以其多样化的新型建材产品和优良的产品质量，成为国家诸多大型运动场馆的建材供应商及服务商。同时，公司是北京市属唯一从事新型建材制造业的大型国有企业，能够继续得到北京市政府的大力支持。

公司家具及装饰材料产品包括家具、门窗、纤维板、地板等，共有近20条生产线，产品以中高档为主，家具产能约65万件/年，总体规模较大。公司“天坛”品牌被国家工商行政管理总局认可为“中国驰名商标”，其木制家具被国家质量监督检验检疫总局认可为“中

国名牌产品”。2017 年，公司家具及装饰材料收入继续增长，在国内办公家具市场具有一定竞争优势。

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。截至 2018 年 3 月末，公司加气混凝土的产能达 100 万立方米/年，是华北地区最大的加气混凝土生产企业，加气产品产销规模行业排名第二，具备较强规模优势。

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

2、房地产

公司房地产开发具有一定的品牌效应和规模优势，2015～2017 年签约销售金额保持增长；土地储备较为充足，具有可持续发展能力。

公司房地产业务主要金隅嘉业和金隅大成经营。金隅嘉业和金隅大成均具有房地产开发一级资质。

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，公司房地产开发业务已覆盖环渤海、长三角、成渝三大经济圈，在京、沪、津、渝四个直辖市以及杭州、南京、合肥、海口等 14 个省会城市或区域中心城市实现战略布局。公司被国家住建部授予“国家住宅产业化基地”称号，具有一定的品牌优势和规模优势。公司开发项目所用的水泥、混凝土、保温材料、涂料、隔墙、加气块等部分来自公司建材板块子公司，产业协同效应使得公司具备较强的成本优势。公司房地产业务包含保障性住房开发和商品房开发两部分。

2015～2017 年，公司销售面积及销售金额均持续增长[1]，销售均价有所波动；竣工面积有所降低，结转面积均持续减少，主要是由于保障房业务规模继续降低及结转的商品房面积亦有所降低所致。保障

[1] 见附件 4。

房开发方面，公司是北京地区主要的保障性住房（含自住型商品房）开发企业之一，累计开发面积超过400万平方米。受益于北京市工厂搬迁，公司保障房开发用土地多数来自于其在城区大量旧工业厂区的土地，利润空间相对较高。同时，保障性住房需求不受房地产市场增速减缓的影响，故公司保障性住房项目的开发降低了普通商品房市场波动对公司经营的影响。2017 年，公司房地产业务结转面积同比减少，其中商品房结转面积94.25万平米，同比降低9.83%，保障性住房结转面积0.61万平方米，同比减少10.49万平方米；2017年，公司合同签约面积137.76万平方米，同比增长16.90%，其中商品房合同签约面积 102.66 万平方米，同比降低 7.10%，保障性住房合同签约面积35.10万平方米，同比增加27.77万平方米。2018年1～3月，公司合同签约面积 16.27 万平方米，同比降低 45.83%，其中商品房合同签约面积 16.23 万平方米，同比降低 40.62%，保障性住房合同签约面积0.04万平方米，同比降低98.58%。

公司房地产开发坚持快速周转的方针，重点布局一二线城市，在北京成功取得具有一定规模的商品房项目、保障房项目和自住型商品房项目的开发权，在天津、杭州、南京、成都等地区也获得一批开发用地。公司土地储备资源较为充足，主要分布于重庆、安徽、北京、杭州及海南等地区，截至2017年末，占比分别为33.90%、10.61%、18.81%、3.14%和4.37%。2017年，公司新增土地储备136万平方米，为房地产板块持续发展提供了较好支撑。2017 年以来，公司保持着较快的拿地速度，所获取的土地储备主要位于北京、成都、唐山及宁波等地，其中北京地区新增顺义区天竺镇第22街区地块（95%权益）、房山区阎村镇LX14-0602地块、经济技术开发区河西区X90R2及X90A1地块及昌平区北七家镇CP07-0203-0007地块（49%权益）等土地储备；截至2018年3月末，公司拥有土地储备总面积840.84万平方米，其中商品房788.00万平方米，保障房52.84万平方米（详见附件4）；截至2017年末，公司主要在建房地产项目规划总投资额597.33亿元，其中商品房541.03亿元，保障性住房56.30亿元；拟建房地产项目规划总投资额 217.42 亿元，其中商品房 194.70 亿元，保障性住房22.72亿元，未来存在一定的支出压力。

3、物业投资及资产管理

公司物业出租率保持较高水平，出租单价稳中有升，管理物业地理位置较为优越；2015年以来，物业出租和管理业务收入持续增长，为公司带来稳定现金流入。

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

公司投资性物业大厦主要包括环贸一、二、三期，腾达大厦，金隅大厦，建达/建材经贸大厦和大成国际。2018年3月末，公司上述主要投资性物业大厦的总面积为50.3万平方米，可出租面积为41.3万平方米，已出租面积38.0万平方米，综合平均出租率约为92.01%，综合平均出租单价9.51元/平方米/天。2015年以来，公司主要投资性物业大厦的出租率仍保持较高水平，主要写字楼大厦的新租或续租的出租单价均稳中有升。

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

（三）盈利能力

公司主要从事建材制造、房地产开发和物业投资管理业务，建材和房地产开发是主要的收入和利润来源；受益于水泥产品价格的提升及合并范围的变化，2015～2017年，公司营业收入和毛利率均有所增长。

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。受益于水泥产品价格的提升及合并范围的变化，2015～2017年，公司营业收入和毛利率均有所增长；同期，公司毛利率有所波动。

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。建材板块方面，2015年，受产品价格进一步下滑的影响，水泥与混

凝土营业收入同比减少 14.33%；新型建材业务收入同比持平。2016 年，受到下游需求回暖的影响，水泥与混凝土价格有所回升，以及 2016 年 10 月以来合并范围新增冀东集团，建材板块收入增幅较大，其中水泥及混凝土实现收入 153.65 亿元，同比增长 41.89%。2017 年，由于水泥及其他新型建材产品价格的提升及合并范围的变化，建材业务收入同比增幅较大，其中水泥与混凝土业务收入同比增加 161.75 亿元，新型建材业务收入同比增加 20.14 亿元。房地产板块方面，2015 年，受到项目结转周期影响，保障性住房收入同比减少 54.83%，而商品房开发收入同比增长 30.52%，带动板块收入进一步增长。2016 年保障性住房结转面积 11.10 万平方米，同比降低 42.60%，导致收入同比降低 41.47%，保障性住房业务规模继续收缩；同期商品房业务规模继续扩大。受结算面积减少影响，其中商品房结算面积减少 10.28 万平方米，保障房结算面积同比减少 10.49 万平方米，使得 2017 年房地产业务收入同比减少 23.69 亿元。2015～2017 年，公司物业投资与资产管理业务收入保持增长，在收入占比中持续提升。公司其他业务占比很小。

表 1　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司营业收入和毛利润情况（单位：亿元）

项目		2018 年 1～3 月		2017 年[2]		2016 年		2015 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入		**99.39**	**100.00**	**636.78**	**100.00**	**477.39**	**100.00**	**409.25**	**100.00**
建材	水泥与混凝土	41.79	42.05	315.40	49.53	153.65	32.19	108.29	26.46
	新型建材	32.53	32.73	131.35	20.63	111.21	23.30	103.72	25.34
房地产	保障房开发	0.05	0.05	1.25	0.20	10.40	2.18	17.77	4.34
	商品房开发	18.80	18.92	159.55	25.06	174.09	36.47	151.44	37.00
物业投资与资产管理		8.52	8.58	37.75	5.93	32.60	6.83	26.92	6.58
其他及抵消		-2.30	-2.31	-8.52	-1.34	-4.56	-0.96	1.11	0.27
毛利润		**22.13**	**100.00**	**160.43**	**100.00**	**111.97**	**100.00**	**103.99**	**100.00**
建材	水泥与混凝土	10.05	45.39	86.45	53.89	31.58	28.20	14.44	13.89
	新型建材	2.43	10.98	11.22	6.99	8.66	7.73	10.08	9.69
房地产	保障房开发	0.00	0.01	0.14	0.09	-4.31	-3.85	6.13	5.89
	商品房开发	4.25	19.19	41.70	25.99	55.00	49.12	56.68	54.51
物业投资与资产管理		5.03	22.71	21.75	13.56	16.90	15.09	16.20	15.58
其他及抵消		0.38	1.71	-0.83	-0.52	4.14	3.70	0.46	0.44

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率来看，由于水泥与混凝土价格的波动及多轮房产限购政

[2] 公司按照 2015 年及 2016 年填报口径对 2017 年营业收入及毛利润构成情况进行了调整。

策，使得公司毛利率表现出一定的波动性。2015 年，水泥销售价格的持续走低使水泥与混凝土板块毛利率有所下降；而保障性住房毛利率受结算项目及区域影响较大。2016 年，水泥产品销售价格有所回升以及部分原材料成本降低，使得水泥与混凝土毛利率同比增长 7.23 个百分点；新型建材毛利率略有降低，主要是合并的冀东集团第四季度相应板块的毛利率较低所致；2016 年公司结转的房产项目中自住型商品房达 93.80 亿元，而自住型商品房毛利率相对较低，受此影响，商品房毛利率同比降低 5.84 个百分点；2016 年公司结转的保障性住房收入中长阳项目达到 8.90 亿元，但该项目与周边配套商品房按照统一的土地成本进行分摊，使得保障性住房收入及成本出现倒挂；物业投资与资产管理业务毛利率同比降低 8.34 个百分点，主要是由于合并的冀东集团第四季度物业板块的毛利率较低，但整体仍处于较好水平。

表 2　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司毛利率情况（单位：　%）

项目		2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
毛利率		22.27	25.19	23.45	25.41
建材	水泥与混凝土	24.05	27.41	20.56	13.33
	新型建材	7.47	8.54	7.78	9.72
房地产	保障房开发	5.37	11.49	-41.37	34.50
	商品房开发	22.59	26.14	31.59	37.43
物业投资与资产管理		59.04	57.62	51.84	60.18
其他及抵消		-	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

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

2018 年 1～3 月，受水泥行业错峰生产及环保限产及房地产业务

结转收入减少等影响，公司营业收入为 99.39 亿元，同比降低 12.34%，毛利润为 22.13 亿元，同比降低 26.12%，毛利率为 22.27%，同比降低 4.15 个百分点。

2018 年，公司收入及盈利仍有一定提升空间。建材业务方面，随着水泥行业供给侧改革的持续推进及环保标准执行力度的加大，不符合标准水泥及熟料产能将进一步被淘汰，公司市场占有率及主要产品销售可得到一定提升；房地产开发业务方面，前期签约销售物业竣工交付后，预计本期可转算金额将同比有所增加；物业投资及资产管理业务收入预计将保持着稳定的增长水平。同时由于 2017 年水泥产品价格为持续增长，在预计 2018 年水泥产品价格处于高位运行的情况，2018 年水泥产品平均价格将高于 2017 年，建材业务盈利水平将会有所提升；同时物业投资及资产管理业务方面，随着租金水平的提升，收益水平将有所提升。总体来看，2018 年，公司收入及盈利仍有一定提升空间。

偿债来源

公司经营性净现金流波动较大，对债务及利息保障能力的稳定性有待提升；债券融资渠道多样，拥有很强的融资能力；公司存货及投资性房地产所处地理位置较好，变现能力强；以政府补助为主的外部支持可对偿债来源形成一定补充。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）盈利

2015～2017 年，公司期间费用率持续增加，对利润形成一定挤占，费用控制能力有待提升；利润总额及净利润均持续提升，总资产报酬率有所波动，净资产收益率持续降低。2018 年 1～3 月，公司净利润由盈转亏。

2015～2017 年，公司利润总额分别为 31.83 亿元、36.77 亿元和 40.57 亿元，净利润分别为 19.51 亿元、26.90 亿元和 29.50 亿元，均持续增长；同期，公司期间费用率分别为 14.31%、15.22%和 18.07%，

逐年上升。其中，2016 年期间费用率同比增长 0.91 个百分点，主要是受合并范围变化及公司业务规模扩大影响，销售费用及管理费用同比分别增加 3.08 亿元和 8.34 亿元；2017 年，公司期间费用率为 18.07%，同比增长 2.85 个百分点，受合并范围变化及业务量增加影响，销售费用及管理费用同比分别增加 7.53 亿元和 24.18 亿元，受债务规模扩大影响，财务费用同比增加 10.72 亿元。2018 年 1～3 月，受营业收入同比下降影响，公司期间费用率为 28.58%，同比增加 6.06 个百分点。公司期间费用对利润形成一定挤占，费用控制能力有待提升。

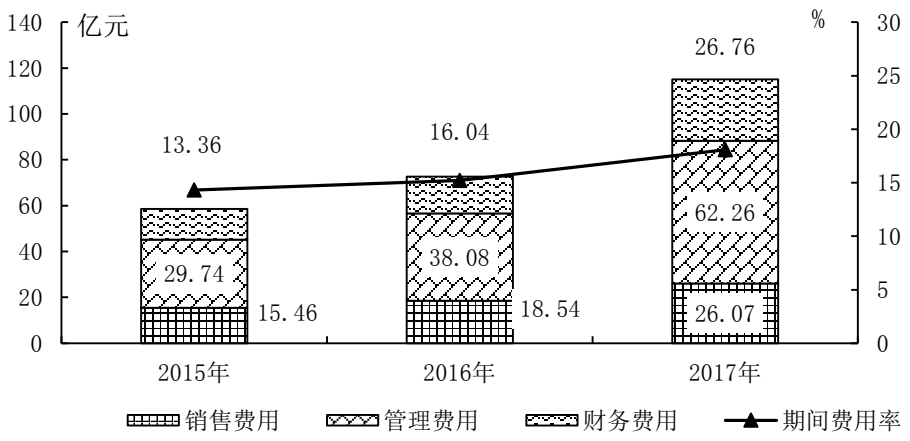


图 4　2015～2017 年公司期间费用及占营业收入比重情况

2015～2017 年，公司资产减值损失为分别 4.48 亿元、4.15 亿元和 5.35 亿元，其中 2015 年对存货和坏账分别计提了 2.84 亿元和 1.55 亿元，2016 年占比较大的固定资产减值损失和坏账损失分别为 0.96 亿元和 2.39 亿元，2017 年同比增加 1.20 亿元，主要为计提的坏账损失、存货跌价损失及固定资产减值损失等；公允价值变动收益分别为 6.02 亿元、5.93 亿元和 7.21 亿元，主要来自于投资性房地产；投资收益分别为-0.18 亿元、6.42 亿元和 3.37 亿元，其中 2016 年同比增加 6.59 亿元，主要是处置长期股权投资产生投资收益 5.16 亿元。2017 年会计政策调整，公司新增资产处置收益及其他收益科目，其中资产处置收益为 0.66 亿元，同比减少 0.23 亿元，主要为固定资产处置收益；其他收益为 6.90 亿元，主要是增值税返还 4.81 亿元和其他补贴收入 1.82 亿元。2015～2017 年，公司营业利润分别为 25.02

亿元、31.80亿元和39.74亿元，持续增长；营业外收入分别为7.42亿元、8.88亿元和5.01亿元，主要以增值税返还、拆迁补偿收入等政府补贴为主；营业外支出分别为0.61亿元、3.91亿元和4.17亿元，其中2016年同比增加3.30亿元，主要是处置非流动资产形成损失2.19亿元；总资产报酬率分别为3.43%、2.57%和3.10%，净资产收益率分别为4.63%、4.28%和4.22%，其中，受合并范围增加冀东集团影响使得资产规模增长较大影响，2016年公司总资产报酬率及净资产收益率均有所下滑。

2018年1～3月，公司资产减值损失为-0.88亿元，同比减少1.10亿元，主要计提坏账准备减少及部分转回所致；公允价值变动收益为0.01亿元，同比减少0.52亿元，主要是2017年同期处置股票所致；投资收益为0.61亿元，同比减少0.73亿元，主要是2017年同期处置部分子公司股权所致；其他收益为0.66亿元，同比增加0.20亿元，主要是本期获得的水泥企业增值税返还同比增加所致；资产处置收益为0.14亿元，同比增加0.03亿元；营业利润为-6.60亿元，同比减少8.55亿元；营业外收入为0.43亿元，同比减少0.34亿元；营业外支出为0.34亿元，同比增加0.24亿元；利润总额和净利润分别为-6.52亿元和-6.38亿元，同比分别减少9.13亿元和6.98亿元。

（二）自由现金流

2015～2017年，公司经营性净现金流波动较大，对债务及利息保障能力的稳定性有待提升；较大业务投资规模使得公司投资性现金流持续为净流出。

2015～2017年，公司经营性净现金流波动较大，其中2016年，公司经营性净现金流为35.04亿元，转变为净流入，主要是由于经营性应收减少以及公司房地产板块土地储备支出同比减少所致；2017年，公司经营性净现金流为-118.55亿元，同比由净流入转变为净流出，主要是期内支付的土地出让金增加所致；同期，公司经营性净现金流对流动负债的覆盖程度有所波动，保障能力不稳定。

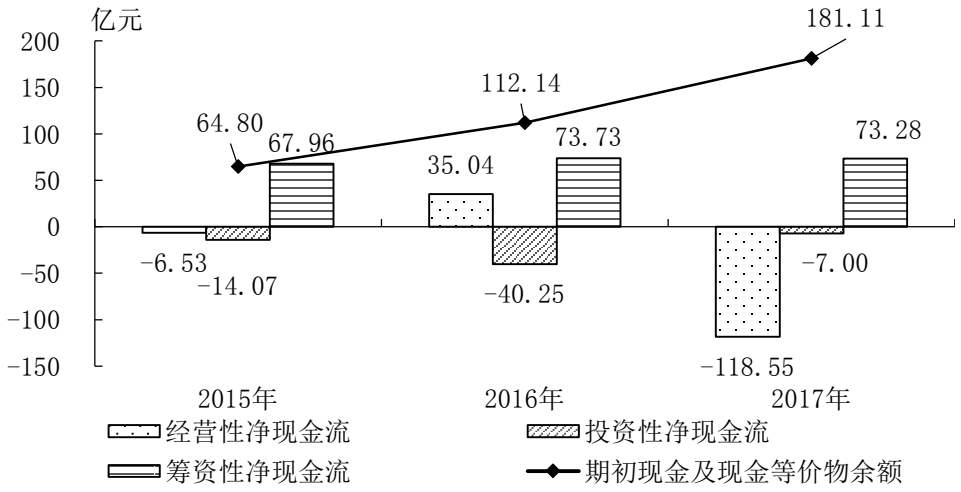


图 5　2015～2017 年现金流和期初现金及现金等价物余额情况

随着大厂金隅家具生产基地、金隅物流园等建设工程的持续投入，2015～2017 年，公司投资性现金流持续为净流出，净流出规模有所波动，其中，2016 年投资性净现金流为-40.25 亿元，净流出同比增加 26.18 亿元，主要是由于购建固定资产及工程项目投入同比增加所致；2017 年，投资性净现金流为-7.00 亿元，净流出同比减少 33.25 亿元，主要是收到的出售短期理财产品款增加所致。

2018 年 1～3 月，公司经营性净现金流为-37.38 亿元，同比净流出减少 41.78 亿元，主要是支付的土地款同比减少所致；投资性净现金流为-15.96 亿元，同比减少 22.32 亿元，主要是本期购买理财产品支付的现金增加所致。

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

综合来看，拿地支出的增加使得公司经营性净现金流波动较大，对债务及利息保障能力不稳定；对在建项目的持续投资使得公司投资性现金流持续表现为净流出；预计未来随着拿地进度的放缓及在建项目的完工，公司自由现金流将有所提升。

（三）债务收入

2015～2017 年，公司筹资性现金流持续表现为净流入；公司多次发行债券，股权融资渠道较通畅，拥有很强的融资能力。

2015～2017 年,公司筹资性净现金流分别为 67.96 亿元、73.73 亿元和 73.28 亿元，持续表现为较大幅净流入。从筹资性现金流入来源来看，主要是银行借款，公司保持与多家银行等金融机构的良好合作关系。

同时，2014 年 3 月公司完成主要向金隅资管的非公开股票发行，募集资金 27.95 亿元，2015 年 12 月 3 日公司完成非公开发行股票，以 8.48 元/股的价格向包括金隅资管在内的 8 名投资者发行 A 股股票 554,245,283 股，募集资金 47 亿元；此外，公司多次发行债券，截至 2018 年 3 月末，公司共发行 42 支债券，累计融资 763 亿元。综合来看，公司融资渠道较为多样，拥有很强的融资能力。

（四）外部支持

房地产业务方面，根据北京市政府相关政策，公司原控股股东金隅资管将下属位于市区的工厂搬迁至北京周边地区，公司可利用金隅资管在市区内下属企业搬迁余留用地补充项目开发用地；同时，公司是北京市属唯一从事水泥及新型建材制造业的大型国有企业，在业务规模的拓展上能够持续得到北京市政府的大力支持。

公司获得的外部支持主要是政府补助，政府每年给予公司一定比例的财政扶持，例如增值税返还及拆迁补偿等，2015～2017 年，公司获得的政府补助分别为 6.04 亿元、5.96 亿元和 3.59 亿元，可对偿债来源形成一定补充。

（五）可变现资产

2015～2017 年末，公司资产规模持续增长，以流动资产为主；公司存货主要是在建拟建及在售房产项目，投资性房地产所处位置较为优越，变现能力强；公司受限资产规模较大，对公司资产的流动性形成一定不利影响。

2015～2017 年末，公司资产规模持续增长，以流动资产为主。受将冀东集团纳入合并范围影响，2016 年末，公司总资产同比增长 59.39%，流动资产占比 57.33%，同比降低 11.00 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 2,353.06 亿元，较 2017 年末增长 1.33%，流动资产占比为 61.99%。

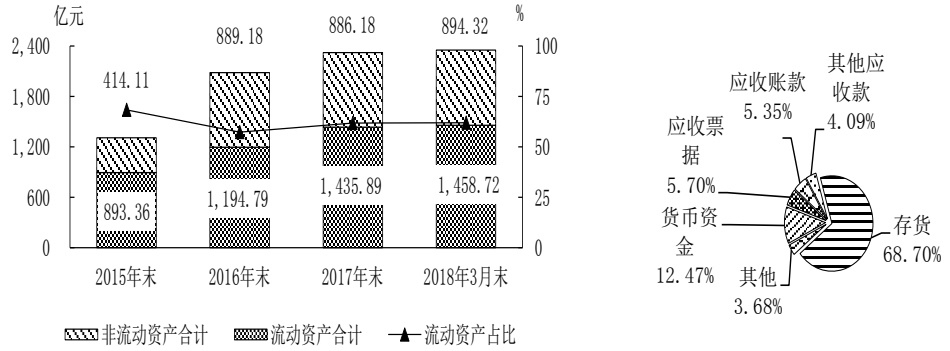


图 6　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产构成及 2017 年末流动资产构成情况

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收票据、应收账款及其他应收款等构成。2015～2017 年末，公司流动资产分别为 893.36 亿元、1,194.79 亿元和 1,435.89 亿元。2015～2017 年末，存货在流动资产中占比均超过 30%，存货中开发成本和开发产品占比约为 90%，其中 2016 年末存货为 641.11 亿元，同比增长 18.71%，主要是随着房地产开发项目投入增加，存货规模持续扩张所致，2017 年末存货为 986.50 亿元，同比增长 53.87%，主要是随着土地储备的增加，使得开发成本增加较多所致，存货中开发成本和开发产品分别为 814.75 亿元和 122.38 亿元，公司已累计计提了 3.99 亿元存货跌价准备；公司货币资金有所波动，其中 2016 年末为 280.10 亿元，受合并范围变化以及预售房款和筹资金额增加影响，同比大幅增长 52.48%，货币资金 179.04 亿元，同比降低 36.08%，主要是拿地支出增加所致，受限货币资金为 49.90 亿元，其中房地产预售款受限资金[3]为 32.45 亿元，财务公司存放中央银行法定准备金为 12.28 亿元；公司应收票据持续增长，其中 2017 年末为 81.82 亿元，同比增加 43.25 亿元，主要是由于公司水泥及预拌混凝土板块销售额增加，应收票据规模亦随之增加，其中银行承兑汇票和商业承兑汇票分别为 69.02 亿元和 12.79 亿元；公司应收账款有所波动，其中 2016 年末为 88.90 亿元，同比增长 29.18%，主要是合并范围新增冀东集团所致，2017 年末为 76.86 亿元，同比降低 13.54%，其中前五名单位合计占比为 4.02%，

[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。

公司本期计提坏账准备5.50亿元，累计计提坏账准备24.21亿元；公司其他应收款有所波动，其中2016年末为61.29亿元，同比增加41.31亿元，主要是合并范围变化使得往来款、代垫款项和应收股权转让款大幅增加所致，2017年末为58.79亿元，同比降低4.08%，其中前五名单位合计占比为16.17%。2018年3月末，公司流动资产为1,458.72亿元，较2017年末增长1.59%；其中，其他应收款为87.07亿元，较2017年末增长48.10%，主要是单位往来款及代垫款项增加所致；应收票据为64.95亿元，较2017年末降低20.61%；预付款项为24.68亿元，较2017年末增长37.69%，主要是预付货款及工程款增加所致；流动资产其他各主要科目较2017年末均无重大变化。

公司非流动资产主要由固定资产、投资性房地产和无形资产等构成。2015～2017年末，公司非流动资产分别为414.11亿元、889.18亿元和886.18亿元。2015～2017年末，公司固定资产保持增长，以房屋建筑物和机器设备为主,其中2016年末为457.73亿元，同比增加276.32亿元，主要是合并范围变化，使得房屋建筑物、机器设备及运输工具大幅增加，2017年末为458.95亿元，同比增长0.27%，已累计计提折旧136.81亿元；公司投资性房地产以公允价值计量，保持小幅增长，其中2016年末为149.77亿元，同比增长3.68%，公允价值增加5.97亿元，2017年末为154.40亿元[4]，同比增长3.10%，2017年末公允价值增加5.14亿元[5]；公司无形资产有所波动，以土地使用权和非专利技术为主，其中2016年末为113.50亿元，同比增加72.63亿元，主要是合并范围变化使得土地使用权和非专利技术分别增加54.89亿元和18.79亿元，2017年末为108.57亿元，同比降低4.34%，其中土地使用权、采矿权和软件使用权分别为81.50亿元、23.82亿元和1.03亿元，未办妥产权证书的土地使用权合计0.34亿元；公司在建工程有所波动，其中2016年末为39.64亿元，同比增加27.14亿元，主要是合并范围的变化及对在建项目的持续投入所致，2017年末为28.71亿元，同比降低27.55%，主要是部分在建项

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

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

目转固所致；公司商誉有所波动，其中 2016 年末为 27.50 亿元，同比增加 24.91 亿元，主要是年内对冀东水泥及唐山冀东装备工程股份有限公司因企业合并形成的商誉分别为 20.14 亿元和 4.78 亿元，可回收价值按照资产组的公允价值减去处置费用后的净额与资产预计未来现金流量的现值两者之间较高者确定，2017 年末商誉同比变化不大。2018 年 3 月末，公司非流动资产为 894.32 亿元，较 2017 年末增长 0.92%；非流动资产各主要科目较 2017 年末均无重大变化。

2017 年末，公司可变现资产为 1,463.60 亿元[6]。受限资产方面，截至 2017 年末[7]，公司受限资产合计 310.54 亿元，在总资产中占比为 13.37%，与净资产比重为 44.41%。其中受限货币资金 49.90 亿元，包括子公司北京金隅财务有限公司存放中央银行法定准备金额 12.28 亿元；公司将 85.71 亿元存货、76.00 亿元投资性房地产以及 42.74 亿元固定资产用于抵押担保。此外，受限资产还包括部分应收票据、股权和无形资产等。

综合来看，公司经营性净现金流波动较大，稳定性有待提升；融资渠道较为多样，拥有很强的融资能力，债务收入保持在稳定规模；公司可变现资产以存货、固定资产及投资性房地产，其中以房屋建筑物和生产专用机器设备为主的固定资产变现能力较弱，但存货及投资性房地产所处地理位置较好，变现能力强；此外，以政府补助为主的外部支持可对偿债来源形成一定补充。整体来看，公司偿债来源较为充足，偏离度为 11.86，公司偿债来源结构有待改善。

偿债能力

2015 年以来，受合并范围变化及业务规模扩大影响，公司负债规模持续增加，以流动负债为主；流动性来源对流动性损耗的保障能力一般，预计 2018 年将能形成较好的覆盖；清偿性偿债来源对债务偿还形成有力补充；稳定的盈利对债务和利息提供较好的保障。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

[6] 可变现资产数值未经专业评估。
[7] 公司未提供截至 2018 年 3 月末受限资产明细情况。

（一）存量债务分析

2015 年以来，受合并范围变化及业务规模扩大影响，公司负债规模持续增加，以流动负债为主。

2015 年以来，公司负债规模持续增加，其中 2016 年末，受合并范围变化影响，公司总负债为 1,454.88 亿元，同比增长 64.27%；截至 2018 年 3 月末，公司总负债为 1,662.03 亿元，较 2017 年末增长 2.41%，流动负债占比为 68.38%。

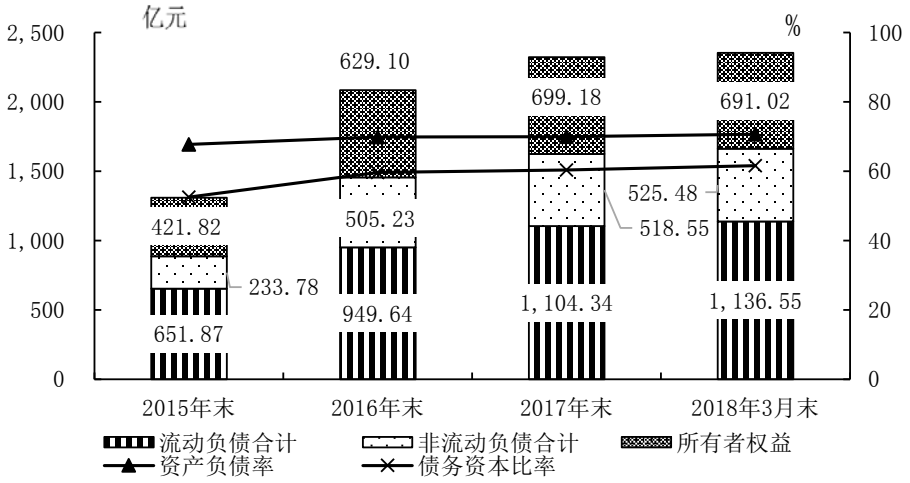


图 7　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司资本构成情况

公司流动负债主要由短期借款、预收款项、应付账款、一年内到期的非流动负债、其他应付款和其他流动负债等构成。2015～2017 年末，公司流动负债分别为 651.87 亿元、949.64 亿元和 1,104.34 亿元。2015～2017 年末，公司短期借款持续增长，其中 2016 年末为 320.28 亿元，同比增加 152.22 亿元，主要是由于合并范围变化所致，2017 年末为短期借款为 343.75 亿元，同比增长 7.33%，主要由信用借款、保证借款和质押借款等构成，分别为 320.30 亿元、18.40 亿元和 5.05 亿元；公司预收款项持续增长，以房地产预售款为主，其中 2016 年末为 234.63 亿元，同比增加 23.27%，主要是预收房款及货款增加所致，2017 年末为 273.40 亿元，同比增长 16.53%，其中预收房款为 247.35 亿元，同比增加 37.98 亿元；公司应付账款持续增长，其中 2016 年末为 123.12 亿元，同比增加 42.73%，主要是由于合并范围变化使得应收货款增加所致，2017 年末为 157.47 亿元，同比增长 27.90%，其中一年以内应付账款为 134.14 亿元，占比为

85.18%，公司应付账款不计息；公司一年内到期的非流动负债持续增长，主要是一年内到期的应付债券和长期借款，其中 2016 年末为 68.97 亿元，同比增加 29.90 亿元，主要是一年内到期的应付债券增加较多，2017 年末为 114.91 亿元，同比增加 45.94 亿元，主要是一年内到期的应付债券及长期借款增加所致；公司其他应付款保持增长，主要为代收及暂收款项和押金保证金，其中 2016 年末为 59.81 亿元，同比增加 29.02 亿元，主要是由于合并范围变化使得代收及暂收款项等增加较多所致，2017 年末为 80.26 亿元，同比增长 34.20%，主要是应付土地款增加 11.58 亿元及代收及暂收款项增加 9.36 亿元所致；公司其他流动负债要由预提开发成本及预提土地增值税构成，其中 2016 年末为 57.39 亿元，同比增长 9.72%，2017 年末为 60.42 亿元，同比增长 5.28%。2018 年 3 月末，公司流动负债为 1,136.55 亿元，较 2017 年末增长 2.92%；其中，应付短期债券为 60.00 亿元，较 2017 年末增加 32.30 亿元，主要是本期发行超短期融资券所致；应交税费为 9.57 亿元，较 2017 年末降低 45.93%，主要是本期支付所得税所致；应付股利为 3.58 亿元，较 2017 年末增长 87.63%，主要是本期计提永续债券利息所致；流动负债其他各主要科目较 2017 年末均无重大变化。

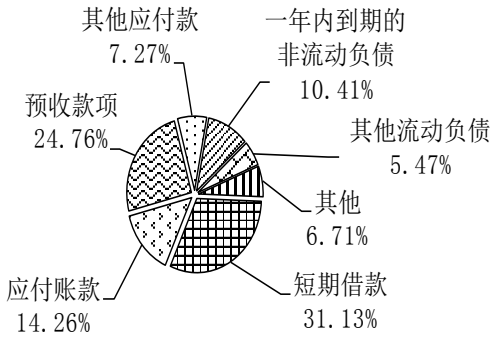


图 8　2017 年末公司流动负债构成情况

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债等构成。2015～2017 年末，公司非流动负债分别为 233.78 亿元、505.23 亿元和 518.55 亿元。2015～2017 年末，公司长期借款持续增长，其中 2016 年末为 180.88 亿元，同比增加 111.99 亿元，主要是合并范

围变化所致，2017年末为256.71亿元，同比增加75.83亿元，主要是随着业务规模的扩大使得融资需求增加所致，其中信用借款、抵押借款、保证借款和质押借款分别为101.80亿元、65.47亿元、60.05亿元和29.40亿元;公司应付债券有所波动,其中2016年末为212.79亿元，同比增加92.79亿元，主要是由于合并范围变化及年内新增发行两期公司债券所致，2017年末为181.55亿元，同比降低14.68%，主要是部分债券转入一年内到期的非流动负债所致;公司递延所得税负债有所波动，其中2016年末为48.01亿元，同比增加21.55亿元，主要是企业合并中资产公允价值调整所致，2017年末为44.74亿元，同比降低6.81%，主要由于投资性房地产评估增值及企业合并中的资产公允价值调整等形成；长期应付款波动较大，其中2016年末为37.41亿元，同比增加37.22亿元，主要为合并范围变化而增加的融资租赁款，2017年末为9.21亿元，同比减少28.20亿元，主要融资租赁款大幅减少所致。2018年3月末，公司非流动负债为525.48亿元，较2017年末增长1.33%；非流动负债各主要科目较2017年末均无重大变化。

随着合并范围及融资规模的扩大，公司有息债务规模持续增长，偿债压力有所加大，面临一定的短期偿付压力。

公司融资规模随着业务规模扩大而增加，2015年以来，公司有息债务[8]持续增长，其中2016年末，受合并范围变化影响，公司长短期借款及应付债券均出现增长，总有息债务增幅较大，偿债压力有所加大。2016年末，有息债务结构由以短期有息债务为主变为以长期有息债务为主，债务期限结构有所优化。2017年末，有息债务结构由仍以长期有息债务为主，但短期有息债务占比有所提高。截至2018年3月末,公司总有息债务为1,108.53亿元,较2017年末增长4.23%,债务压力继续加大。

[8] 长期有息债务中包括永续票据。

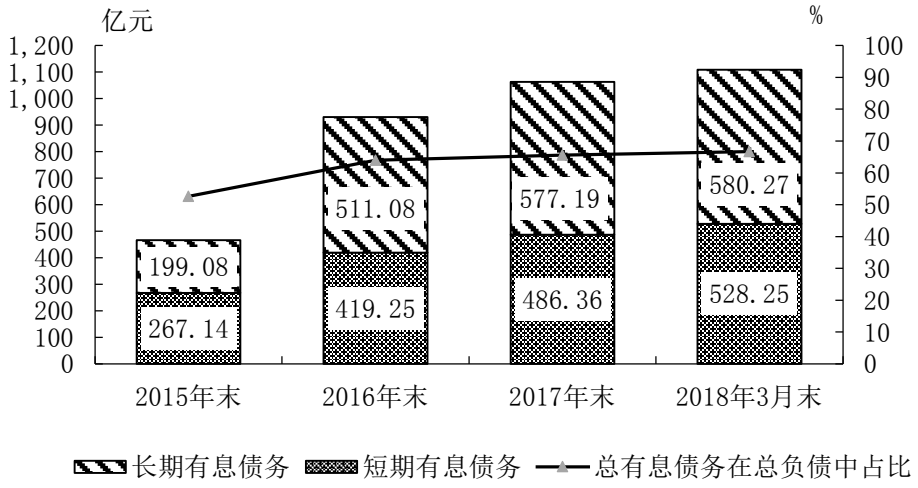


图 9　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司有息债务情况

2015～2017 年末及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 67.74%、69.81%、69.89%和 70.63%，其中 2016 年末同比增加 2.07 个百分点，主要是合并范围内新增的冀东集团资产负债率较高所致。2018 年 3 月末，资产负债率较 2017 年末增加 0.74 个百分点，主要是融资规模继续扩大所致。

表3　截至2018年3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	528.25	19.51	247.64	8.73	214.00	90.39	**1,108.53**
占比	47.65	1.76	22.34	0.79	19.30	8.15	**100.00**

资料来源：根据公司提供资料整理

从有息债务期限结构来看，截至 2018 年 3 月末，公司将于一年内到期的有息债务占比为 47.65%，短期有息债务占比较高，公司存在一定的短期偿付压力。

公司对外担保主要为对购房客户的按揭担保以及合并范围增加冀东集团新增对外担保，存在一定或有风险。

或有负债方面，截至 2017 年末[9]，公司对外担保为 134.94 亿元，担保比率 19.30%。公司的部分客户采取银行按揭（抵押贷款）方式购买其开发的商品房时，根据银行发放个人购房抵押贷款的要求，公司为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性连带责任保证担保，该项担保责任在购房客户办理完房屋所有权证并办妥房产抵押登记手续后解除。截至 2017 年末，公司为银行向购房客户发放的抵押贷

[9] 公司未提供截至 2018 年 3 月末为购房客户提供的按揭担保数据，故此数据为 2017 年末口径。

款提供阶段性连带责任保证担保金额为120.53亿元。此外，合并范围增加冀东集团使得公司除对客户的抵押贷款担保之外仍有其他对外担保，截至2018年3月末，其他对外担保为14.71亿元。虽然有关物业的可变现净值足以偿还未缴付的按揭本金以及应计利息和罚款，且被担保企业均为国企，但公司仍存在一定的或有风险。

2015～2017年末，公司所有者权益逐年增长，其中受合并范围新增冀东集团影响，2016年末所有者权益规模增幅较大。

2015～2017年末，公司所有者权益分别为421.82亿元、629.10亿元和699.18亿元，持续增长。2015年12月，公司完成非公开发行A股股票,同时产生资本溢价,使得股本和资本公积相应增长;2016年5月，公司以2015年末总股本5,338,885,567股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股,公司股本增至10,677,771,134股；2015～2017年末，公司未分配利润分别为188.46亿元、209.80亿元和227.58亿元，持续增长，其中2017年末同比增长8.47%，主要是年内归属于母公司所有者的净利润增加所致；2016年末其他权益工具为49.82亿元，同比增加39.92亿元，主要是年内新增发行两期共40.00亿元永续中票所致，2017年末为99.72亿元，同比增加49.90亿元，主要是公司年内新增发行两期共50.00亿元永续中票所致；2015～2017年末，少数股东权益分别为40.99亿元、187.09亿元和187.55亿元，其中2016年末同比增加146.10亿元，主要是合并范围变化所致。2017年末，公司按总股本106.78亿股为基础数，每股派发现金红利0.048元（含税），共计派发现金红利5.13亿元。2018年3月末，公司所有者权益为691.02亿元，较2017年末降低1.17%，其中未分配利润为223.98亿元，较2017年末降低1.58%，主要是本期归属于母公司所有者的净利润为负所致。

（二）偿债能力分析

公司偿债来源较为充足，能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障；随着经营规模进一步扩大、成本优势进一步释放，同时公司整体负债水平尚可，存在一定新增债务空间。

公司流动性还本付息能力一般。流动性偿债来源以货币资金、债务收入和经营性净现金流为主。截至2017年末，公司货币资金为

179.04 亿元，其中受限部分为 49.90 亿元，可用货币资金规模一般，能为流动性偿债来源形成一定补充；公司流动性偿债来源中，债务收入占比较高，且公司债务融资渠道较为多样，拥有较强的融资能力；公司经营性净现金流波动较大，对公司债务和利息的保障能力有待提升，同时公司投资支出金额较大，使得流动性消耗较大；此外，对外担保存在一定或有风险，对公司流动性偿债来源存在一定影响。随着公司拿地进度放缓、在售项目资金回笼以及在建项目逐渐完工等，预计公司流动性偿债能力将逐步增强。

公司清偿性还本付息能力一般。清偿性偿债来源为可变现资产，公司存货及投资性房地产占比较高，变现能力强；但公司存量债务规模加大，使得公司清偿性还本付息能力一般。2015～2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.49 倍、2.61 倍、2.53 倍，有所波动，但公司盈利可对利息形成一定覆盖。整体而言，公司偿债来源较为充足，能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障。

表 4　2017～2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	0.90	0.91
流动性还本付息能力	1.35	1.81
盈利对利息覆盖能力	2.53	2.59

数据来源：公司提供、大公测算

根据公司提供资料，大公测算公司 2018 年清偿性还本付息能力、流动性还本付息能力以及盈利对利息覆盖能力有所增长。随着建材业务市场占有率的提升以及房地产开发业务的持续推进，公司经营规模将继续扩大，规模优势将进一步体现，公司盈利能力和经营性现金流状况将可得到提升；截至 2017 年末，公司资产负债率为 69.89%，总有息债务为 1,063.55 亿元亿元，占总负债比重为 65.53%，公司财务杠杆处于适度水平；同时，公司与境内外多家银行合作关系良好，截至 2017 年末未使用银行授信额度为 809.36 亿元，公司有一定的新增融资空间。整体而言，清偿性还本付息能力一般，获取土地及对外投资支出较大使得流动性还本付息能力有所下降，盈利对利息保障程度较好。

结论

公司偿还债务的能力极强，本期票据到期不能偿付的风险极小，抗风险能力极强。随着对冀东集团战略重组的完成，公司水泥与混凝土业务经营规模得到扩大，行业地位及市场占有率进一步提高；但冀东集团资产负债率较高且 2015～2017 年净利润连续亏损，使公司在重组后的经营管理方面存在一定挑战；金隅集团已发展成为集建材制造、房地产开发以及物业管理三大业务板块为一体的大型产业集团，各业务板块形成了纵向一体化产业链，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、环保标准提高以及房地产行业发展不确定性等挑战。2015～2017，随着合并范围及业务规模的扩大，公司的收入和盈利逐年增长，负债规模及总有息债务逐年增加，但公司偿债来源较为充足。

预计未来 1～2 年，公司经营规模有望扩大。因此，大公对金隅集团的评级展望为稳定。

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”）将对北京金隅集团股份有限公司（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: 大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 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。

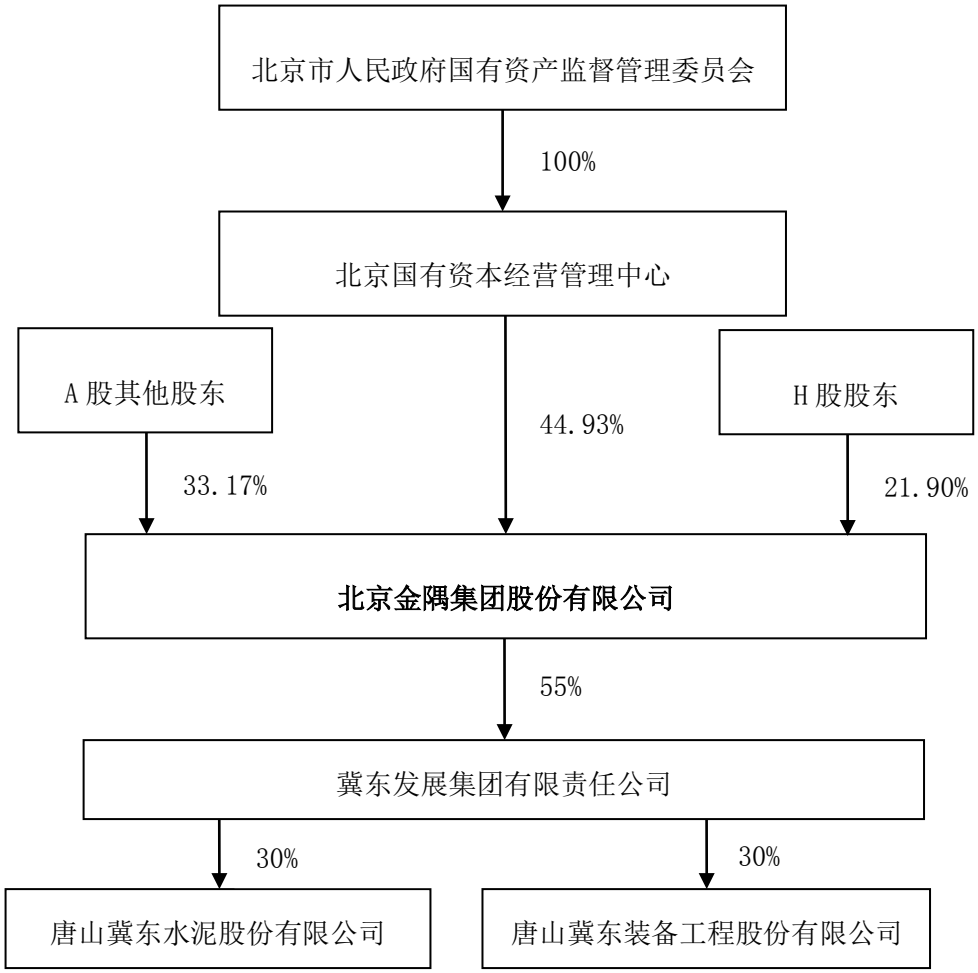
附件 1

报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。

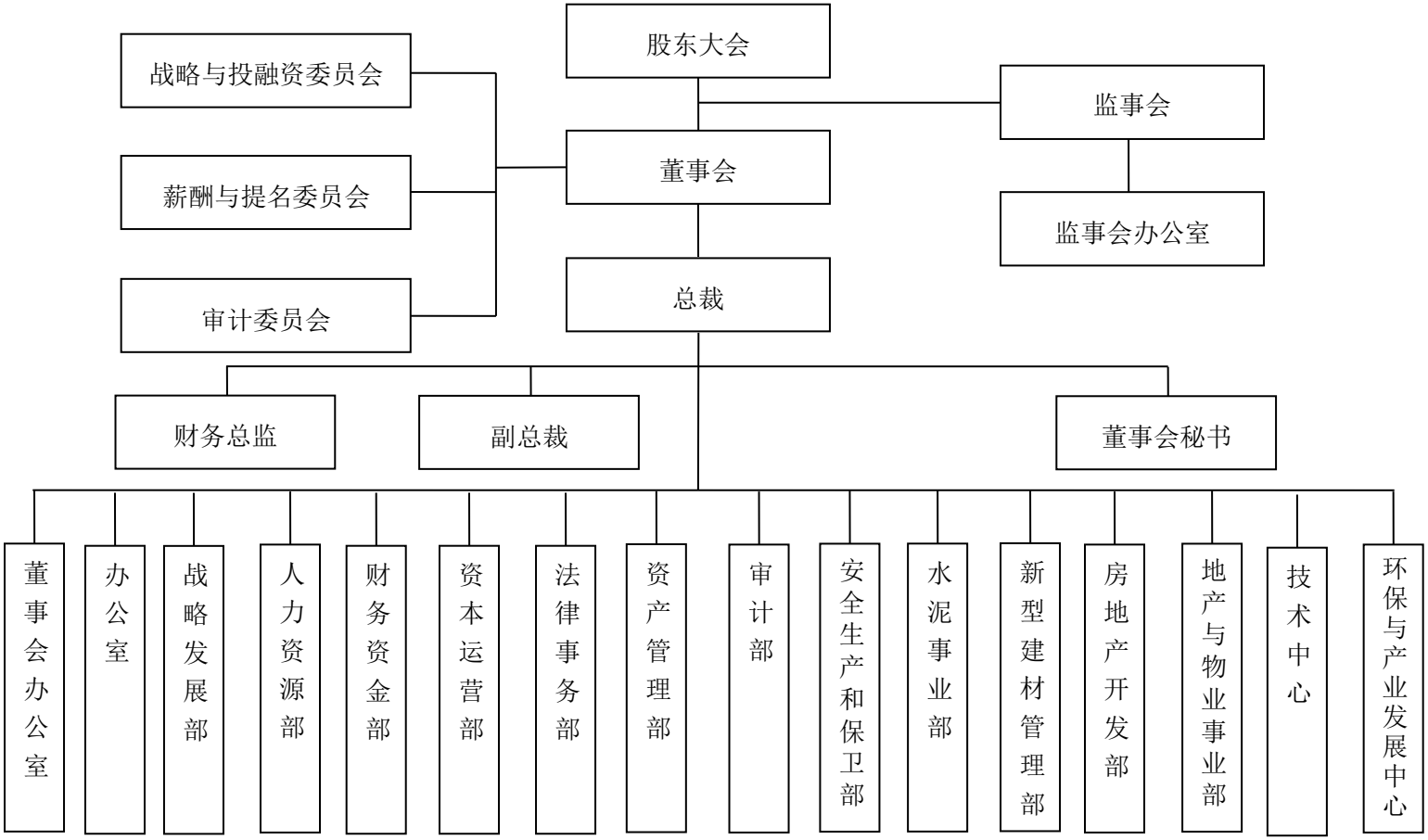
附件 2

截至 2018 年 3 月末金隅集团股权结构图



附件 3

截至 2018 年 3 月末金隅集团组织结构图



附件 4

金隅集团相关数据表格

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

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

数据来源：根据公司提供资料整理

2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司水泥产品的产能产量情况（单位：万吨）

产品	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量[10]	年产能	产量
熟料	11,141	885	11,141	7,416	10,943	8,310	3,600	3,053
水泥	17,709	879	17,709	8,847	17,346	10,023	4,550	3,249

数据来源：根据公司提供资料整理

2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司水泥、熟料分区域销量情况（单位：万吨）

区域	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年[11]		2015 年	
	水泥	熟料	水泥	熟料	水泥	熟料	水泥	熟料
京津冀	459	195	4,500	1,030	5,338	1,065	2,542	627
其他区域	451	53	4,343	387	4,699	446	637	120
合计	**909**	**244**	**8,843**	**1,417**	**10,037**	**1,511**	**3,179**	**747**

数据来源：根据公司提供资料整理

[10] 2016 年公司水泥及熟料产量包含了冀东集团全年水泥及熟料产量数据。
[11] 2016 年公司水泥及熟料销量包含了冀东集团全年水泥及熟料销量数据。

附件 4-1

金隅集团相关数据表格

2015～2017 年冀东集团主要财务指标（单位：亿元、%）

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

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年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	期末持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润
金隅商贸	100.00	22.72	64.09	64.07	0.46
天坛家具	100.00	18.20	56.18	8.43	-0.09

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年公司房地产业务重要经营子公司财务指标情况（单位：%、亿元）

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

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 4-2

金隅集团相关数据表格

2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司新型材料主要业务销售收入（单位：亿元）

主要产品	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
商贸物流	12.97	64.77	79.17	70.38
家具及装饰材料	2.63	11.18	10.14	9.83
耐火材料	-	-	-	6.74
墙体保温材料	0.90	4.29	3.14	2.56
装饰设计	2.66	13.00	13.07	14.21
冀东集团	17.72	40.77	10.54	-
内部抵消	-4.36	-3.66	-4.84	-4.43

数据来源：根据公司提供资料整理

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

2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司房地产开发情况

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
销售面积（万平方米）	16.27	137.76	117.87	99.17
销售均价（元/平方米）	21,171	16,904	18,204	14,445
销售金额（亿元）	34.44	232.87	214.57	143.25
新竣工面积（万平方米）	27.40	105.06	102.90	154.73
结转面积（万平方米）	14.20	94.86	115.63	126.31
其中：商品房	14.09	94.25	104.53	106.97
保障性住房	0.11	0.61	11.10	19.34

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 4-3

金隅集团相关数据表格

截至 2018 年 3 月末北京金隅集团股份有限公司土地储备情况（单位：万平方米）

序号	项目名称	项目地点	土地储备面积
-	**商品房开发**	-	**788.00**
1	重庆-新都会	重庆南岸区茶园	214.41
2	重庆-南山郡	重庆南岸区南山	45.91
3	合肥-大成郡	合肥市包河区	45.53
4	合肥-南七花园	合肥市蜀山区	37.21
5	海口-阳光郡	海口市西海岸长滨 17 街	31.39
6	北京-上城郡	北七家	27.14
7	南京-奶牛场地块	南京市浦口区江浦街道奶牛场	26.58
8	重庆-时代都汇	重庆南岸区茶园	25.19
9	北京-昌平区北七家镇	昌平区北七家镇	23.69
10	上海-嘉定菊园	上海嘉定区菊园新区	23.24
11	天津-空港地块	天津市空港经济区	21.3
12	北京-阎村项目	房山区阎村镇	20.84
13	杭州-三堡地块	杭州市江干区景芳三堡	20.21
14	南京-九龙湖 G20 地块	南京市江宁区长亭街以东	17.16
15	唐山-启新 C-01 地块	路北区新华东道北侧	14.36
16	成都-高新项目	成都市高新区中和街道观东社	14.3
17	唐山-金岸红堡	河北省唐山市路北区	12.29
18	成都-新都项目	成都市新都区大丰街道赵家	12.68
19	宁波-高新区 GX03-02-15 地块	北至腊梅路，南接丹桂路	11.53
20	青岛-和府	青岛市市北区	11.06
21	承德-鹰手营子北山地块项目	承德鹰手营子矿区	11.27
22	成都-高新区 GX2017-16 地块	成都高新区	11.00
23	唐山-金隅乐府	河北省唐山市路北区	10.18
24	北京-亦庄项目	北京经济技术开发区河西区	9.36
25	内蒙-环球金融中心	呼和浩特市赛罕区	9.15
26	宁波-高新区 GX03-01-07 地块	北至规划百合路，南临规划腊梅	8.96
27	成都-大成郡	成都双流县西航港街道	8.92
28	成都-上熙府	成都市郫都区郫筒街道城关村	8.09
29	北京-西山甲一号	北京丰台长辛店	6.81
30	海口-西溪里	海口海甸岛	4.09
31	唐山-启新 1998	河北省唐山市路北区	5.41
32	成都-武侯珑熙郡	成都武侯区	4.96
33	天津-金隅悦城	天津东丽区张贵庄	4.66
34	宁波-姚江船闸	宁波江北文教街道	4.64
35	杭州-观澜时代	杭州经济技术开发区	2.75

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 4-4

金隅集团相关数据表格

截至 2018 年 3 月末北京金隅集团股份有限公司土地储备情况（续）

序号	项目名称	项目地点	土地储备面积
-	**商品房开发**	-	**788.00**
36	北京-金玉府	北京海淀区田村山	3.40
37	北京-糖＋	北京房山区长阳镇	2.61
38	内蒙-金隅丽港城	内蒙古中海以西	2.07
39	马鞍山-佳山墅	马鞍山花山区	1.94
40	北京-后沙峪商品房	北京顺义区后沙峪镇后沙峪村	1.50
41	杭州-半山田员外	杭州拱墅区	0.68
42	南京-金隅紫京府	南京建邺区	0.84
43	其他	-	8.69
-	**保障房开发**	-	**52.84**
1	北京-北奥地块	北京大红门	24.59
2	北京-金港家园	顺义区天竺镇	14.15
3	北京-朝阳新城 D 组团	北京朝阳区东坝	9.81
4	北京-金成雅苑	北京顺义区后沙峪镇后沙峪村	4.29
-	**合计**	-	**840.84**

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年末公司对外担保情况 （单位：万元）

被担保企业[12]	担保方式	担保总额	担保期限	是否逾期	是否互保
鞍山冀东水泥有限责任公司	连带责任担保	2,000	2017/07/11～2018/07/17	否	否
	连带责任担保	1,800	2017/11/16～2018/11/16	否	否
	连带责任担保	1,400	2017/11/30～2018/11/30	否	否
	连带责任担保	216	2018/01/12～2018/07/12	否	否
	连带责任担保	586	2018/01/31～2018/07/31	否	否
金隅冀东（唐山）混凝土环保科技集团有限公司	连带责任担保	2,200	2017/04/28～2018/04/27	否	否
唐山市南湖生态城开发建设投资有限责任公司	连带责任担保	45,000	2015/09/09～2029/05/21	否	否
	连带责任担保	19,000	2015/09/15～2029/05/21	否	否
	连带责任担保	42,000	2015/10/19～2029/05/21	否	否
唐山建设投资有限责任公司	连带责任担保	32,887	2013/02/08～2018/04/20	否	否
合计	-	**144,087**	-	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

[12] 公司对外担保企业已到期的均未续保。

附件 5

金隅集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产类				
项目	2018 年 1～3 月（未经审计）	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	1,683,174	1,790,385	2,801,021	1,836,988
应收票据	649,510	818,166	385,703	219,792
应收账款	732,111	768,618	888,991	688,207
其他应收款	870,706	587,907	612,931	199,870
预付款项	246,797	179,235	496,868	361,501
存货	10,053,037	9,864,972	6,411,123	5,400,719
流动资产合计	14,587,232	14,358,926	11,947,873	8,933,563
投资性房地产	1,544,045	1,544,045	1,497,663	1,444,480
固定资产	4,518,128	4,589,532	4,577,328	1,814,117
在建工程	311,677	287,149	396,362	124,919
无形资产	1,086,850	1,085,709	1,135,017	408,725
非流动资产合计	8,943,230	8,861,822	8,891,839	4,141,107
资产总计	23,530,462	23,220,748	20,839,712	13,074,670
占资产总额比（%）				
货币资金	7.15	7.71	13.44	14.05
应收票据	2.76	3.52	1.85	1.68
应收账款	3.11	3.31	4.27	5.26
其他应收款	3.70	2.53	2.94	1.53
预付款项	1.05	0.77	2.38	2.76
存货	42.72	42.48	30.76	41.31
流动资产合计	61.99	61.84	57.33	68.33
投资性房地产	6.56	6.65	7.19	11.05
固定资产	19.20	19.76	21.96	13.88
在建工程	1.32	1.24	1.90	0.96
无形资产	4.62	4.68	5.45	3.13
非流动资产合计	38.01	38.16	42.67	31.67
负债类				
短期借款	3,593,154	3,437,520	3,202,773	1,680,600
应付账款	1,293,190	1,574,709	1,231,164	862,571
预收款项	3,028,762	2,734,049	2,346,250	1,903,403
其他应付款	783,678	802,634	598,069	307,856
应付短期债券	600,000	276,970	300,000	600,000
一年内到期的非流动负债	1,089,362	1,149,144	689,742	390,750

附件 5-1

金隅集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年 1～3 月（未经审计）	2017 年	2016 年	2015 年
负债类				
其他流动负债	620,723	604,236	573,938	523,076
流动负债合计	11,365,521	11,043,436	9,496,419	6,518,657
长期借款	2,684,198	2,567,103	1,808,769	688,860
应付债券	1,745,822	1,815,484	2,127,940	1,200,000
递延所得税负债	484,571	447,373	480,087	264,599
非流动负债合计	5,254,751	5,185,531	5,052,342	2,337,826
负债合计	16,620,272	16,228,967	14,548,761	8,856,483
占负债总额比（%）				
短期借款	21.62	21.18	22.01	18.98
应付账款	7.78	9.70	8.46	9.74
预收款项	18.22	16.85	16.13	21.49
其他应付款	4.72	4.95	4.11	3.48
应付短期债券	3.61	1.71	2.06	6.77
一年内到期的非流动负债	6.55	7.08	4.74	4.41
其他流动负债	3.73	3.72	3.94	5.91
流动负债合计	68.38	68.05	65.27	73.60
长期借款	16.15	15.82	12.43	7.78
应付债券	10.50	11.19	14.63	13.55
非流动负债合计	31.62	31.95	34.73	26.40
权益类				
股本	1,067,777	1,067,777	1,067,777	533,889
资本公积	581,990	582,020	586,520	1,157,970
盈余公积	136,802	136,802	127,687	105,329
未分配利润	2,239,812	2,275,818	2,098,012	1,884,616
其他权益工具	997,200	997,200	498,200	99,000
归属于母公司所有者权益	5,078,478	5,116,285	4,420,049	3,808,297
少数股东权益	1,831,712	1,875,496	1,870,902	409,890
所有者权益合计	6,910,189	6,991,781	6,290,951	4,218,187
损益类				
营业收入	993,934	6,367,833	4,773,877	4,092,534
营业成本	772,628	4,763,501	3,654,205	3,052,604
销售费用	51,144	260,729	185,424	154,616
管理费用	168,770	622,562	380,786	297,381
财务费用	64,106	267,559	160,350	133,555
资产减值损失	-8,794	53,502	41,498	44,791
公允价值变动损益	-139	72,138	59,268	60,219
投资收益	6,070	33,684	64,153	-1,763

附件 5-2

金隅集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类				
项目	2018 年 1～3 月（未经审计）	2017 年	2016 年	2015 年
营业利润	-66,004	397,351	326,819	250,199
营业外收支净额	846	8,364	40,834	68,066
利润总额	-65,158	405,714	367,653	318,265
净利润	-63,846	295,035	269,035	195,107
归属于母公司所有者的净利润	-21,261	283,666	268,665	201,745
占营业收入比（%）				
营业成本	77.73	74.81	76.55	74.59
销售费用	5.15	4.09	3.88	3.78
管理费用	16.98	9.78	7.98	7.27
财务费用	6.45	4.20	3.36	3.26
资产减值损失	-0.88	0.84	0.87	1.09
公允价值变动损益	-0.01	1.13	1.24	1.47
投资收益	0.61	0.53	1.34	-0.04
营业利润	-6.64	6.24	6.85	6.11
营业外收支净额	0.09	0.13	0.86	1.66
利润总额	-6.56	6.37	7.70	7.78
净利润	-6.42	4.63	5.64	4.77
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-376,790	-1,185,452	350,375	-65,264
投资活动产生的现金流量净额	-159,575	-69,959	-402,500	-140,701
筹资活动产生的现金流量净额	430,677	732,803	737,303	679,554

附件 5-3

金隅集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

主要财务指标				
项目	2018 年 1～3 月（未经审计）	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	11,393	719,864	535,750	447,845
EBITDA	117,609	1,148,389	753,433	598,305
总有息债务	11,085,251	10,635,498	9,303,313	4,662,116
毛利率（%）	22.27	25.19	23.45	25.41
营业利润率（%）	-6.64	6.24	6.85	6.11
总资产报酬率（%）	0.05	3.10	2.57	3.43
净资产收益率（%）	-0.92	4.22	4.28	4.63
资产负债率（%）	70.63	69.89	69.81	67.74
债务资本比率（%）	61.60	60.34	59.66	52.50
长期资产适合率（%）	136.02	137.41	127.57	158.32
流动比率（倍）	1.28	1.30	1.26	1.37
速动比率（倍）	0.40	0.41	0.58	0.54
保守速动比率（倍）	0.21	0.24	0.34	0.32
存货周转天数（天）	1,160.08	615.03	581.83	606.53
应收账款周转天数（天）	67.94	46.86	59.47	54.04
经营性净现金流/流动负债（%）	-3.36	-11.54	4.38	-1.05
经营性净现金流/总负债（%）	-2.29	-7.70	2.99	-0.78
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-2.84	-2.61	1.21	-0.27
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.09	1.58	1.86	1.86
EBITDA 利息保障倍数（倍）	0.89	2.53	2.61	2.49
现金比率（%）	14.85	16.25	30.14	28.18
现金回笼率（%）	118.06	107.81	112.78	93.75
担保比率[13]（%）	-	19.30	25.88	13.44

[13] 担保比率的计算中包含对购房客户的按揭担保。

附件 6

各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
3. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
4. EBITDA 利润率（%）＝ EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×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. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
14. 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%
15. 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%
16. 存货周转天数[14]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数[15]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
18. 流动比率＝流动资产/流动负债
19. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
20. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
21. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
22. 流动性来源 ＝ 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持+经营活动产生的现金流量净额

[14] 一季度取 90 天。
[15] 一季度取 90 天。

23. 流动性损耗 ＝ 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出

24. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

25. 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）

26. 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）

附件 7

主体及中期票据信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		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		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		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		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		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		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		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		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		不能偿还债务。
展望	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。

注：大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同；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。