

## 北京金隅集团股份有限公司

### 2020 年公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

---

项目负责人：杨 韵 [yyang02@ccxi.com.cn](mailto:yyang02@ccxi.com.cn)

项目组成员：杜佩珊 [pshdu@ccxi.com.cn](mailto:pshdu@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 08 月 07 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]2871D 号

## 北京金隅集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任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 2020 年公开发行公司债券（第三期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年八月七日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
北京金隅集团股份有限公司	不超过 15 亿元 (含 15 亿元)	5 年, 附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权	按年付息, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付	偿还有息负债

**评级观点:** 中诚信国际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; 评定“北京金隅集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券(第三期)”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了水泥板块行业地位显著、业务规模扩大、收入和盈利水平稳步提升、多元化产业布局有利于分散单一行业波动风险、融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时, 中诚信国际关注到水泥和房地产业务易受行业景气度及政策影响、债务规模持续增长、在建项目面临较大投资支出等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

**概况数据**

金隅集团(合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	2,322.07	2,682.76	2,821.24	2,840.20
所有者权益合计(亿元)	699.18	792.15	825.31	819.70
总负债(亿元)	1,622.90	1,890.62	1,995.92	2,020.50
总债务(亿元)	948.41	1,180.58	1,227.62	1,256.56
营业总收入(亿元)	636.78	831.17	918.29	137.19
净利润(亿元)	29.50	42.81	51.78	-2.16
EBIT(亿元)	67.33	94.92	113.31	--
EBITDA(亿元)	110.18	139.23	156.59	--
经营活动净现金流(亿元)	-118.55	-50.43	95.22	-37.90
营业毛利率(%)	25.19	26.95	26.60	21.20
总资产收益率(%)	3.06	3.79	4.12	--
资产负债率(%)	69.89	70.47	70.75	71.14
总资本化比率(%)	57.56	59.85	59.80	60.52
总债务/EBITDA(X)	8.61	8.48	7.84	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.70	2.09	2.46	--

注: 中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

**正面**

■ **水泥板块行业地位显著。** 2019 年, 公司完成水泥板块内部资源整合, 水泥业务竞争实力进一步提升。截至 2019 年末, 公司熟料和水泥产能分别达到 11,146 万吨/年和 17,220 万吨/年, 位居全国第三, 行业地位显著。

■ **业务规模扩大, 收入和利润水平稳步提升。** 受益于业务规模快速扩张, 近三年公司营业收入、净利润均保持增长, 盈利水平持续提升。

■ **多元化产业布局有利于分散单一行业波动风险。** 公司已形成建材制造、商贸物流、房地产开发以及物业管理为核心的产业布局, 具有一定的协同性, 同时多元化业务发展也有助于提高自身整体抗风险能力。

■ **融资渠道畅通。** 截至 2019 年末, 公司取得的银行授信总额为 1,654.35 亿元, 尚未使用的授信余额为 824.98 亿元, 备用流动性充裕。此外, 公司作为北京国有资本经营管理中心(以下简称“北京国管中心”)旗下 A 股+H 股上市公司, 下属子公司唐山冀东水泥股份有限公司(以下简称“冀东水泥”)亦为 A 股上市公司, 股权融资渠道畅通。

**关注**

■ **水泥和房地产业务易受行业景气度及政策影响。** 水泥行业景气度易受宏观经济运行的周期性波动及国家政策调控影响, 加之目前国内水泥行业去产能成效仍有待巩固, 未来水泥行业产能化解情况、以及行业景气度波动对公司经营和发展的影响值得关注。此外, 近期房地产行业景气度呈现波动, 行业竞争日益加剧, 房地产政策的变化将对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **债务规模持续增长, 在建项目面临较大投资支出。** 近年来, 由于合并范围扩大以及项目投资支出增加, 公司债务规模逐年增长; 加之公司房地产板块尚需投资规模较大, 未来资本支出规模较大。

**评级展望**

中诚信国际认为, 北京金隅集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。** 公司经营明显恶化, 杠杆水平显著升高导致偿债能力大幅下滑等。

**同行业比较**

2019 年部分水泥企业主要指标对比表

公司名称	熟料产能 (亿吨/年)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	净资产收益率 (%)
中国建材	3.89	4,459.22	66.10	2,574.82	184.58	14.86	12.84
海螺水泥	2.53	1,787.77	20.39	2,534.03	184.29	30.22	12.83
金隅集团	1.11	2,821.24	70.75	918.29	51.78	26.60	6.40

注: “中国建材”为“中国建材股份有限公司”简称; “海螺水泥”为“安徽海螺水泥股份有限公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

## 发行主体概况

北京金隅集团股份有限公司原名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。2009 年 7 月，公司向全球投资者发行 H 股 933,333,000 股，在香港联交所实现整体上市（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）。经过一系列增资控股及股权划转，截至 2019 年末，公司总股本为 106.78 亿元，北京国管中心及其一致行动人<sup>1</sup>合计持有公司 4,840,473,472 股，持股比例为 45.33%，为公司控股股东；北京市国资委持有北京国管中心 100% 股权，为公司实际控制人。

公司主要业务包括水泥生产及销售、建材制造、建筑装饰、商贸物流、旅游服务、房地产开发以及物业投资及管理，是一家涵盖多元化业务的大型综合性企业。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	直接持股比例
冀东发展集团有限责任公司	冀东集团	55%
唐山冀东水泥股份有限公司	冀东水泥	7%
金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司	金隅冀东水泥	47.09%
金隅冀东（唐山）混凝土环保科技有限公司	混凝土集团	55%
天津市建筑材料集团（控股）有限公司	天津建材	55%
北京金隅商贸有限公司	金隅商贸	100%
北京金隅嘉业房地产开发有限公司	金隅嘉业	100%
北京金隅地产开发集团有限公司	金隅地产	100%
北京金隅物业管理有限责任公司	金隅物业	100%

注：持股比例为截至 2019 年末数据，公司对冀东水泥间接持股 30%。  
资料来源：公司年报

## 本期公司债券概况

公司经中国证监会 2019 年 11 月 11 日出具的“证监许可[2019]2255 号”文核准面向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 80 亿元的公司债券，分期发行。本期债券为第三期发行，发行规模不超过 15 亿元（含 15 亿元），债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。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。本期债券募集资金拟用于偿还公司有息负债。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

**宏观风险：**当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中

股份 43,115,900 股，持股比例为 0.40%。

<sup>1</sup> 北京国管中心与北京京国发股权投资基金（有限合伙）为一致行动人，截至 2019 年末，北京京国发股权投资基金（有限合伙）持有公司

复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续

经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

**宏观政策：**“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按3.6%以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

**宏观展望：**考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或

边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

**中诚信国际认为**，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行 业

### 2019年全国水泥需求及熟料用量均持续增长，水泥价格全年高位运行；但去产能成效仍有待巩固，错峰生产政策有待细化

根据国家统计局数据显示，2019年全社会完成固定资产投资（不含农户）55.15万亿元，同比增长5.4%，基础设施投资同比增长3.8%。全国房地产开发投资13.22万亿元，同比增长9.9%，房地产开发企业房屋施工面积89.38亿平方米，同比增长8.7%。总体上，2019年基建投资保持低速平稳增长，基础设施补短板项目持续推进，房地产开发韧性依然较强，投资增速继续保持快速增长，支撑全年水泥需求量持续向好。

2019年，全国水泥产量23.3亿吨，比上年增长6.13%，是近五年以来增长最快的一年，同期水泥熟料产量为15.2亿吨，创历史新高。分区域来看，东北地区水泥产量同比增长最快，涨幅为13.12%，主要由于南北价差持续拉大，东北水泥大量南下，带动当地水泥企业产能利用率提升；其次是华东区域增速较快，本地需求强劲是主因。

**表 2：2019 年分区域水泥及熟料产量情况（万吨、%）**

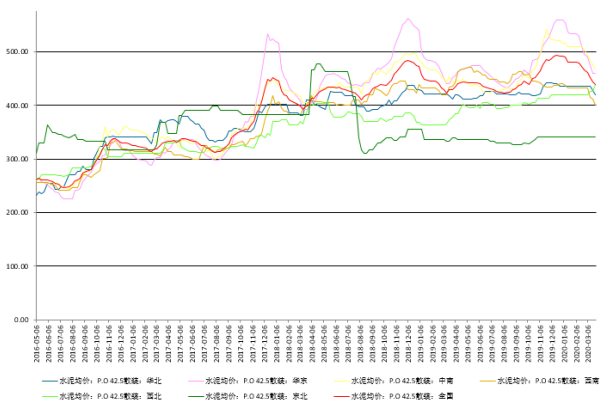
区域	水泥产量	同比增速	占比	熟料产量	同比增速	占比
华北	19,486	6.32	8.36	14,159	8.95	9.30
东北	8,386	13.12	3.60	6,908	39.54	4.53
华东	77,291	9.42	33.17	45,089	4.79	29.60
中南	63,934	2.69	27.44	39,164	3.46	25.71
西南	45,842	3.98	19.67	33,526	5.02	22.01
西北	18,096	7.44	7.77	13,480	13.17	8.85

全国	233,036	6.13	100.00	152,325	6.77	100.00
----	---------	------	--------	---------	------	--------

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

价格方面，2019年全国PO42.5水泥价格指数439元/吨，比2018年上涨11元/吨，同比增长2.67%，价位创历史新高。分阶段来看，1~3月，价格呈现“同比增长，环比回落”的特点。一季度全国PO42.5散装水泥市场平均价格指数为438元/吨（含税到位价），高于去年同期价格28元/吨，而3月份比1月份价格下降27元/吨，环比下降6%。4~8月，水泥价位在420~440元/吨之间波动运行，整体表现为“高位震荡”，需求同比增长和供给的进一步压缩使得全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，支撑水泥价格处于历史较好水平。9~12月，水泥需求和供给压缩均有超预期表现，水泥价格从9月份的433元/吨上涨到12月份的471元/吨，环比涨幅8.8%，局部区域甚至出现多频次、大幅度的上涨。区域方面，华东和中南地区价格较高，其中华东地区连续保持六大区域中最高价位，2019年均价479元/吨。

图1：近年来分区域PO42.5水泥价格走势（元/吨）



资料来源：choice，中诚信国际整理

根据中国水泥协会信息研究中心统计，截至2019年末，全国新型干法水泥生产线累计1,624条，设计熟料产能维持在18.2亿吨，总量与2018年基本相当。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目，导致去产能进度缓慢。2020年1月3日，工信部出台的《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问题》要求已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料

生产线不能用于产能置换，自2021年1月1日起实行。此外，随着水泥错峰生产政策的逐年推进，部分地区错峰方案中差异化政策不合理、过于频繁临时性管控措施带来的安全问题、水泥窑磨“一刀切”停产导致阶段性的局部市场供需矛盾等问题，未来仍需不断完善和细化。

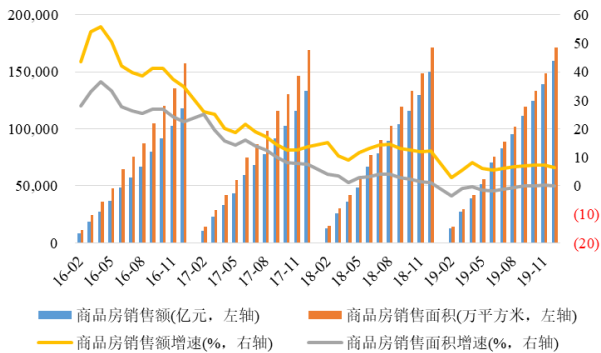
总体上，2019年以来水泥行业产销两旺，价格持续高位运行，特别是进入四季度以来，部分地区水泥供应短缺，价格快速上涨。但中诚信国际同时关注到，进入2020年以来受新冠疫情影响，固定资产投资增速回落，众多项目建设进度放缓，水泥需求量短期内可能出现一定幅度的下降。2020年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收官之年，大气污染和环境治理管控措施依旧严格，加之道路运输超载治理趋严，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望呈现高位波动。

### 2019年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019年，全国商品房销售面积为17.16亿平方米，同比下降0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.5%，增速下滑5.7个百分点。商品房销售价格方面，2019年，70个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由2018年8月环比涨幅1.49%的高点波动回落至2019年12月的0.35%。

图2：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

### 新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持

等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但 2020 年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

## 重大事项

### 完成对冀东集团的战略重组，彻底解决区域内同业竞争问题，公司在华北地区水泥行业的市场占有率和竞争优势得到显著提升

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，重组的交易方案主要包括两方面：一是股权重组，公司以现金认购冀东集团新增注册资本及/或受让冀东集团原股东持有的冀东集团股权，成为冀东集团的控股股东；二是资产重组，公司及冀东集团将水泥及混凝土等相关业务注入冀东集团控股子公司冀东水泥，冀东水泥以向公司及/或冀东集团非公开发行 A 股股份的方式购买公司及/或冀东集团持有的水泥及混凝土等相关业务、资产并募集配套资金。同年 10 月，股权重组事项完成，公司成为冀东集团的控股股东，持股比例为 55%。

随后，公司着手进行水泥板块的内部资源整合。2018 年 2 月 8 日，冀东集团控股子公司冀东水泥发布《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。金隅冀东水泥组建后，金隅集团直接持有合资公司 47.09% 股权，冀东水泥直接持有合资公司 52.91% 股权并拥有合资公司控股权。



2019年1月，公司将赞皇金隅水泥有限公司等剩余水泥业务相关资产通过增资金隅冀东水泥及冀东水泥现金收购两种方式注入冀东水泥。2019年3月末，金隅集团旗下水泥板块内部业务资源整合完毕，公司与冀东水泥同业竞争问题已得到彻底解决，未来公司水泥业务板块由冀东水泥统一经营管理，有助于水泥业务实现资源共享及管理协同，进一步提升公司在华北地区水泥市场的占有率和市场竞争优势。

### 公司参与天津建材混改并对其实现控股，有助于强化在区域内建材市场的优势地位及业务布局

2018年5月，公司以40.18亿元购买天津津诚国有资本投资运营有限公司持有的天津建材55%股权，并将其纳入合并报表范围。天津建材主营业务包括建筑材料、装饰材料生产及销售和对授权范围内的国有资产实施监督管理及资本运营。此次股权收购完成后，公司各业务板块在京、津区域的布局有所优化，区域优势得到进一步发挥；同时，公司与天津建材在业务结构上具有较强的产业协同效应，可充分利用天津自贸区的区位和政策优势，将建材制造业、房地产以及商贸物流业务进行深度整合，实现产业协同效益。中诚信国际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关注。

### 业务运营

公司主营业务包括水泥及混凝土生产及销售、新型建材制造及商贸物流、房地产开发、物业管理四大板块。其中水泥及混凝土收入占营业收入的比重近三年均保持在40%以上，是公司最重要的收入来源，2020年一季度受疫情影响，水泥需求量下降，收入同比下降21.84亿元，占比同比下滑10.11个百分点。

表3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.3
水泥及混凝土	310.74	391.20	413.88	38.44
新型建材制造及商贸物流	151.19	198.13	264.77	44.72
房地产开发	160.80	221.46	222.08	50.20

物业投资及管理	33.16	42.33	50.26	8.43
板块抵消	-29.43	-29.15	-41.57	-5.41
主营业务收入	626.46	823.97	909.36	136.38
<b>营业总收入</b>	<b>636.78</b>	<b>831.17</b>	<b>918.29</b>	<b>137.19</b>
占比	2017	2018	2019	2020.3
水泥及混凝土	49.60	47.48	45.51	28.19
新型建材制造及商贸物流	24.13	24.05	29.12	32.79
房地产开发	25.67	26.88	24.42	36.81
物业投资及管理	5.29	5.14	5.53	6.18
板块抵消	-4.70	-3.54	-4.57	-3.97
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

### 随着对冀东集团战略重组的完成，公司对京津冀区域市场控制力得到进一步提升，产能规模优势突出，但在错峰限产等行业政策的影响下，水泥产量有所波动

截至2019年末，公司熟料、水泥、预拌混凝土及骨料产能分别达到11,146万吨/年、17,220万吨/年、4,042.5万立方米/年和3,600万吨/年。产能布局方面，公司坚持以京津冀为核心战略区域，逐步延伸布局半径，生产线主要分布在京津冀、山西及陕西等华北地区，截至2019年末京津冀核心区域水泥产能为8,372万吨/年，占公司总产能的比重为48.62%。

表4：截至2020年3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
<b>合计</b>	<b>84</b>	<b>11,146</b>	<b>17,220</b>

资料来源：公司提供

产量方面，近三年公司熟料产量保持增长，产能利用率稳步提升。受错峰生产政策及不定期限产等因素影响，水泥产能利用率不高且产量有所波

动。2020 年一季度受疫情影响，公司熟料、水泥产量较低，同比分别下滑 12.54% 和 37.68%。

**表 5: 近年来公司水泥产品产能、产量情况**

熟料	2017	2018	2019	2020.3
产能(万吨/年)	11,141	11,146	11,146	11,146
产量(万吨)	7,416	7,958	8,063	1,077
产能利用率(%)	66.56	71.40	72.34	36.65
水泥	2017	2018	2019	2020.3
产能(万吨/年)	17,709	17,220	17,220	17,220
产量(万吨)	8,847	9,433	9,189	738
产能利用率(%)	49.96	54.78	53.36	17.14

注：公司产能、产量数据为全口径统计数据，包括联营、合营企业。季报中产能利用率为年化数据。

资料来源：公司提供

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 2020 年 3 月末，公司已有 26 家子公司开展了水泥窑协同处置废物业务；2019 年处理各类污染物同比增长 70.94% 至 162.80 万吨，2020 年一季度处理各类污染物 30.97 万吨，同比增长 46.78%，处置能力显著提升。

### 公司水泥产销率持续处于较高水平，受益于区域市场秩序改善和行业景气度回暖，水泥、熟料产品价格持续上涨

公司水泥及混凝土产品主要品牌为“金隅”和“盾石”，在华北地区具有较高的品牌知名度，公司水泥销量在京津冀市场中占有率接近 60%，其中高标号水泥市场份额占比约为 70%。

销售渠道方面，2019 年公司直销占比为 44%，供应对象主要为重点基建、房产项目工程和搅拌站等，结算主要采用现款方式，对个别合作时间长、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。

销量方面，公司熟料主要供内部生产使用，外销占比较低，水泥产销率近年来保持在 100% 左右，2020 年一季度有所下滑，主要是受疫情影响，外部需求减弱。

随着公司完成对冀东集团战略重组，资源整合成效逐步显现，在京津冀地区影响力及话语权亦得到提升，同时在水泥行业景气度复苏的带动下，公司水泥产品售价近年来整体呈增长态势。熟料为水泥上游产品，近年来销售价格走势与水泥保持了较高的一致性，亦呈增长态势。

**表 6: 近年来公司水泥产品对外销售情况**

销量	2017	2018	2019	2020.3
熟料(万吨)	1,417	1,369	1,167	213
水泥(万吨)	8,843	8,295	8,473	621
水泥产销率(%)	99.95	100.31	100.69	94.23
平均售价	2017	2018	2019	2020.3
熟料(元/吨)	213	243	282	275
水泥(元/吨)	251	300	320	329

注：2019 年起公司销量数据为报表口径数据，并对 2018 年数据进行了追溯调整。2018 年~2019 年水泥产销率均以报表口径计算。平均售价为不含税价格。

资料来源：公司提供

### 公司石灰石储量丰富，原料自给率逐年提升，能源供应均与国内大型企业建立战略合作关系，供应稳定，但煤炭价格的持续上涨对公司成本控制能力提出一定挑战

从成本构成来看，能源、原料以及制造费用分别约占公司水泥生产成本的 39%、39% 和 22%，其中石灰石是最主要的生产原料。公司不断优化对上游原材料的掌控，通过并购重组等方式增加石灰石储备，目前大部分生产基地具有自有矿山，保证了原材料供应的稳定。截至 2019 年末，公司已获得采矿许可证的石灰石总储量约 26.87 亿吨，未来可开采年限约为 20 年，主要分布在河北、山西等地区，目前公司石灰石自给比例约为 71%。

能源类采购为公司水泥成本中最大构成，煤炭和电力是公司生产水泥产品的主要能源和动力来源。公司煤炭采购主要来自陕西、山西、内蒙古以

及河北等地区，主要供应商为国内大型煤炭生产企业和经贸企业。煤炭采购价格方面，随着行业供给侧改革实施，2017年以来煤炭价格快速上涨，为控制煤炭采购成本，公司采取统一采购的方式并选用距离厂区最近的产煤区购买煤炭。另外，公司根据市场情况调整自身煤炭储备规模，以保证稳定的煤炭供应并减弱煤炭价格波动对生产成本的影响。结算方面，公司煤炭采购主要采用货到付款的结算方式。

电力采购方面，公司生产用电主要来源于电力公司直接供电，已与大唐国际发电股份有限公司、河北西柏坡电厂发电有限责任公司以及神华集团仓东电厂等大型电厂建立战略合作关系；同时，公司利用电厂产生的粉煤灰、脱硫石膏生产水泥，加大资源综合利用，降低生产成本。此外，公司生产线均配备余热发电系统，截至2020年3月末，公司余热发电机组装机容量为541.20兆瓦，2019年利用余热发电21.3亿千瓦时，供电自给率为34%，节约电费7.49亿元，有效降低了电费支出。

**公司作为京津冀地区主要的新型建材生产商，产品具有一定的规模和品牌优势，随着对天津建材股权收购完成，公司在建材领域的优势地位进一步强化**

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和规模优势。目前，公司新型建材制造及商贸物流板块运营主体主要为北京金隅天坛家具股份有限公司、金隅商贸等，未来还计划组建集团公司将现有业务主体进行整合以提升板块整体竞争实力。2018年5月，公司完成对天津建材55%股权的收购，进一步巩固了在环渤海经济圈建材行业内的领先地位。

表 7：近年来公司新型建材制造收入构成（亿元）

产品	2017	2018	2019	2020.3
家具及装饰材料	11.18	13.45	19.76	1.65
墙体保温材料	4.29	5.13	5.00	0.67
装饰设计	13.00	13.09	22.30	2.32
贸易类业务	105.54	168.25	220.66	40.28

资料来源：公司提供

新型建材制造方面，产品主要包括家具及装修

材料、墙体保温材料以及耐火材料等。公司家具产品年产量超过40万件，具有一定的规模优势。旗下家具品牌“天坛”在京津冀地区具有一定品牌知名度，产品类型以中高档为主，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，近年来销售收入逐年提升。公司的墙体保温材料主要为加气混凝土，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。另外，公司是国内产能最大的耐火材料供应商之一，年生产能力达25万吨，涵盖冶金、建材等行业领域25个系列共240余种产品。

商贸物流方面，随着公司完成与冀东集团战略重组，商贸物流业务规模得到进一步扩大，目前业务主要包括大宗物资贸易和建材产品代理。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，以冀东发展集团国际贸易有限公司为重点经营主体，公司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。由于上游采购采用即期信用证和电汇形式为主，下游销售时卖家通常分批次提货缴款，资金周转周期较长，因此公司多以薄利多销的方式扩大贸易规模，提升资金周转效率，目前年贸易量已超过千万吨。建材产品代理业务以金隅商贸为主要经营主体，其中陶瓷卫浴品牌代理所占比重最大。公司代理经营的卫浴品牌涵盖科勒、TOTO、乐家等国际知名品牌，代理区域包括北京、天津、内蒙古、山西以及河南等省市或自治区，是我国北方地区中高端洁具规模最大的经销商，卫浴产品年销售量已达250余万件。

**公司房地产开发业务在京津冀地区享有较高的知名度，受行业影响，近年来销售面积有所波动，销售均价整体上涨，项目储备丰富，为未来发展提供有力支撑的同时亦带来较大的资本支出压力**

公司房地产业务的运营主体为全资子公司金隅嘉业和金隅地产，以自主开发为主。房地产销售方面，近三年签约销售面积有所波动，其中，2018年受房地产市场调控政策影响，销售面积同比减少

19.13%。销售均价逐年增长，主要由于近年来公司拿地主要集中在北京、上海、杭州、宁波等较发达地区，杭州都会森林、北京金麟府等重点项目销售均价较高。

**表 8：近年来公司房地产开发情况（万平方米、元/平方米、亿元）**

项目	2017	2018	2019	2020.3
签约销售面积	137.76	111.40	117.47	10.63
销售均价	16,904	19,777	22,088	25,919
签约销售金额	232.87	220.32	259.46	27.55
结转面积	94.86	100.93	101.26	34.00
其中：商品房	94.58	86.57	88.58	14.59
保障性住房	0.61	14.36	12.68	19.40

资料来源：公司提供

区域分布方面，公司坚持以区域中心城市为核心，进行区域深耕的战略布局，已覆盖京、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。截至 2020 年 3 月末，公司主要在售项目共 17 个，主要分布在北京、宁波、杭州海口等城市。

土地获取方面，近三年公司拿地金额分别为当期签约销售金额的 1.01 倍、0.69 倍和 0.32 倍，拿地节奏放缓。2019 年，公司获取的 4 宗土地均在核心城市，新增土地储备 33.11 万平方米，为房地产板块的持续发展提供有力支撑。

**表 9：近年来公司土地储备情况（宗、万平方米、亿元、万元/平方米）**

项目	2017	2018	2019	2020.3
新增土地	14	13	4	2
新增土地容积率面积	136.05	142.48	33.11	14.21
新增土地总价	235.21	152.63	84.09	34.63
平均楼面均价	1.73	1.07	2.54	2.44

资料来源：公司提供

2020 年 3 月末，公司未开工项目共 4 个，合计计容建筑面积 43.96 万平方米，均位于北京市。累计土地储备 805.61 万平方米，其中拥有预售许可证的可售面积约为 115 万平方米，对未来销售业绩的支撑作用较强。

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目共 43 个，规划总投资额 1,754.12 亿元，

包括商品房项目 1,601.33 亿元、保障性住房 152.79 亿元，尚需投资额为 532.47 亿元，未来仍存在较大的资本支出压力。

**表 10：截至 2020 年 3 月末公司前十大房地产在建项目情况（亿元、万平方米）**

项目名称	所在城市	计划总投资金额	累计已投资金额	可售面积
新都会项目	重庆	201.17	44.16	220.44
金隅空港项目	天津	104.13	66.64	28.91
金隅中铁诺德都会森林	杭州	103.18	88.48	25.79
蜀山区项目	合肥	88.66	78.13	80.62
金辰府项目	北京	85.11	76.79	28.00
张郭庄项目	北京	81.33	70.66	32.24
包河 S1606 项目	合肥	76.13	62.19	50.40
奶牛场项目	南京	70.84	54.95	32.96
上城郡项目	北京	68.16	57.89	40.15
金隅金钟项目	天津	65.58	36.25	50.79

资料来源：公司提供

**公司投资性物业项目地理位置优越，出租率保持在较高水平，受益于业务规模扩大以及出租单价的上涨，近年来物业投资及管理板块收入规模稳步提升**

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，主要由下属子公司金隅物业负责经营。金隅物业拥有住建部颁发的国家物业管理一级资质。

公司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，写字楼大厦的新租和续租单价均稳中有升。截至 2020 年 3 月末，公司在北京、天津地区持有的投资性物业增至 178.20 万平方米，除部分自用外其余均用于对外出租，可出租面积为 146.20 万平方米，出租率达 75%，稳定在较高水平。

**表 11：截至 2020 年 3 月末公司主要投资性物业大厦出租情况（万平方米、%、元/平方米/天）**

物业名称	可出租面积	出租率	出租单价
环贸一期	9.40	88	11.90
环贸二期	10.30	95	8.50
环贸三期	4.00	74	6.60

腾达大厦	5.70	83	9.90
金隅大厦	3.70	92	12.50
建材经贸、 建达大厦	4.30	75	5.70
大成大厦	3.80	100	11.30
环渤海金岸卖场	19.70	81	2.30
盘古大观 5 号楼	10.60	55	12.20
高新产业园一期	12.20	95	2.00
智造工场一期	7.50	87	4.90
其他物业	48.60	--	--
<b>合计</b>	<b>146.20</b>	<b>75</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

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 1,300 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，亦为公司带来了

现金流入作为补充。近年来，随着业务规模的扩大以及单位租金提升，物业投资及管理板块收入逐年增长。

## 战略规划及管理

### 公司各业务板块未来规划清晰，除房地产板块外的在建项目整体投资规模可控

在建项目方面（除房地产开发板块），公司在建工程主要为新型建材产能改、扩建及物流园项目等，截至 2020 年 3 月末主要在建项目计划总投资 56.04 亿元，累计已投入 34.12 亿元，尚需投入 21.91 亿元。总体来看，公司除房地产板块外的项目未来仍有一定的投资规模，但整体可控。

表 12：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	未来尚需投入
北京金隅天坛家具-西三旗厂房改造	7.00	6.77	0.23
大厂金隅天坛家具大厂项目建设	5.59	4.77	0.82
金隅天坛（唐山）木业科技-金隅天坛家居（曹妃甸）创新产业建设项目	8.48	7.80	0.68
北京市加气混凝土-物流园项目	13.68	11.93	1.75
八达岭温泉-度假村升级改造	6.99	2.12	4.87
冀东发展集团-曹妃甸工业园	14.30	0.73	13.57
<b>合计</b>	<b>56.04</b>	<b>34.12</b>	<b>21.91</b>

资料来源：公司提供

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。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。

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，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。

房地产开发板块，公司将进一步完善运营管理模式，提升运营效率和质量，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。

物业投资及管理板块，公司将充分利用北京“四个中心”建设的机遇，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等重点，全面提高产业板块的发展质量和后劲。

### 公司法人治理结构清晰，各部门权责明确，内控体系较为完善

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。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。

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有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。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、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 2017 年~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季报，报告中使用数据均为各期末数，各期财务报表均依据新会计准则编制；中诚信国际分析时将公司“短期融资券”计入短期债务，将“长期应付款”中的有息债务计入长期债务进行分析；将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收款项”。

## 盈利能力

### 公司毛利率整体较为稳定，利润总额保持增长，期间费用率呈下降趋势

近年来公司营业毛利率整体较为稳定。分板块来看，得益于水泥价格的提升以及公司加强成本控制力度，水泥及混凝土板块毛利率稳步提升；新型建材制造及商贸物流板块毛利率较低，且逐年下滑，主要是由于低毛利率的贸易业务增长较快；房地产开发毛利率随结转面积单价提升而逐年增长；物业投资及管理板块毛利率水平较高，但近三年呈下滑趋势，主要由于收购的天津建材的物业及自建的园区等物业出租价格较低。2020 年一季度，受疫

情影响，各板块毛利率均有所下滑，综合毛利率较去年同期下降 7.22 个百分点。

表 13：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.3
水泥及混凝土	27.28	30.05	31.81	25.62
新型建材制造及商贸物流	8.41	6.14	4.85	3.32
房地产开发	25.57	31.78	33.95	25.63
物业投资及管理	59.59	57.03	54.39	47.49
主营业务毛利率	24.80	26.70	26.48	20.74
<b>营业毛利率</b>	<b>25.19</b>	<b>26.95</b>	<b>26.60</b>	<b>21.20</b>

资料来源：公司提供

公司期间费用主要以管理费用为主，随业务规模的扩大以及合并范围的增加，期间费用合计逐年增长，但得益于收入规模的快速上升，期间费用率呈下降趋势。

公司利润总额主要来自经营性业务利润，其中 2018 年在供给侧改革影响下，水泥价格大幅上涨，同时，对冀东集团的战略重组成效显著，水泥板块盈利能力大幅增长。2018 年资产减值损失较高，其中包括存货跌价损失及合同履行成本减值损失 3.76 亿元、固定资产减值损失 3.71 亿元。公允价值变动收益主要来自按公允价值计量的投资性房地产，有所波动。2018 年投资收益较高，其中长期股权投资收益为 3.71 亿元，主要由冀东海德堡（扶风）水泥有限公司和冀东海德堡（泾阳）水泥有限公司贡献。2019 年投资收益中长期股权投资收益为 3.88 亿元，但由于当年以摊余成本计量的金融资产终止确认损失导致当期投资收益减少 4.43 亿元。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	115.09	132.73	137.63	29.74
期间费用率	18.07	15.97	14.99	21.68
经营性业务利润	33.84	67.41	79.97	-2.94
资产减值损失	5.35	8.28	6.43	0.06
公允价值变动收益	7.21	4.77	7.59	0.20
投资收益	3.37	6.29	2.60	0.39
营业外损益	0.84	-1.24	-0.11	0.60
利润总额	40.57	64.45	79.34	-1.80
EBITDA 利润率	18.03	16.78	17.05	--
总资产收益率	3.27	3.80	4.12	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

随着合并范围的扩大以及业务的快速扩张，公司资产和权益规模不断增长，但同时债务规模亦持续增长，中诚信国际将对公司资本结构的稳健性保持关注

公司资产规模逐年大幅增长，以流动资产为主。流动资产主要由存货和货币资金构成，其中存货主要包括房地产板块的开发成本、开发产品等，随房地产开发建设项目的逐步投入，存货规模不断增长。非流动资产方面，投资性房地产主要是公司用于租赁的物业资产等，随收购天津建材、盘古大观“龙首”、自建园区物业等逐年大幅增长。无形资产主要是土地使用权、采矿权、商标权、软件使用权。

表 15：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	179.04	187.74	213.25	210.24
存货	986.50	1,149.13	1,215.31	1,239.74
流动资产	1,435.89	1,691.58	1,744.96	1,769.24
投资性房地产	154.40	213.27	296.32	296.32
固定资产	458.95	446.93	445.12	439.67
无形资产	108.57	166.92	166.26	164.92
非流动资产	886.18	991.18	1,076.28	1,070.96
<b>总资产</b>	<b>2,322.07</b>	<b>2,682.76</b>	<b>2,821.24</b>	<b>2,840.20</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债结构以流动负债为主。预收款项主要是预收房款，受地产行业影响，2018年起有所下降。一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款、应付债券等。非流动负债方面，随着公司业务规模扩大，资金需求量上升，长期借款和应付债券近年来均呈增长趋势。

表 16：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	343.75	398.80	372.18	382.26
应付账款	157.47	183.58	177.02	164.57
预收款项	273.40	240.33	248.92	241.92
一年内到期的非流动负债	114.91	185.44	203.20	217.30
其他流动负债	60.42	84.93	107.76	100.46
流动负债	1,104.34	1,292.02	1,277.06	1,292.15
长期借款	256.71	305.06	357.87	371.81
应付债券	181.55	202.31	274.61	269.45

非流动负债	518.55	598.59	718.86	728.35
总负债	1,622.90	1,890.62	1,995.92	2,020.50
总债务	948.41	1,180.58	1,227.62	1,256.56
所有者权益合计	699.18	792.15	825.31	819.70
资产负债率	69.89	70.47	70.75	71.14
总资本化比率	57.56	59.85	59.80	60.52

注：2019年~2020年一季度预收款项包含合同负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2018年，公司发行永续中票“18金隅MTN002”、“18金隅MTN004”、“18金隅MTN005”，金额合计为50亿元，计入其他权益工具，加之少数股东权益增长、未分配利润累积，当期末公司所有者权益规模大幅上涨。2019年，资本公积、盈余公积、未分配利润的累积均有所增长，公司自有资本实力进一步得到夯实。2020年一季度，受少数股权权益下降影响，公司所有者权益合计小幅减少。公司财务杠杆水平近年来整体稳定，2019年末其他权益工具中含永续债149.62亿元，若将其纳入负债考虑，则当期末资产负债率和总资本化比率分别为76.05%和67.09%，资本结构有待优化。

## 现金流及偿债能力

### 2019年公司经营活动净现金流大幅好转，与其相关的偿债指标亦有所增强

2019年受水泥板块销售获现能力较好以及房地产拿地节奏放缓，公司经营活动净现金流大幅好转。投资活动现金流近两年均呈大幅净流出状态，其中2018年受收购天津建材支付股权款、购买信托产品等因素影响，2019年受收购盘古大观“龙首”支付51.87亿元影响。筹资活动方面，近年来各业务板块较大的投资支出使得公司对外融资需求保持在一定规模，2017年~2018年筹资活动均呈大幅净流入，2019年由于销售回款较好，同时公司积极偿还债务，全年筹资活动现金变为净流出。

偿债能力相关指标方面，2019年经营活动净现金流明显好转，能够覆盖利息支出，但仍无法覆盖总债务。EBITDA对利息支出的覆盖能力有所波动，但整体覆盖能力较好。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	-118.55	-50.43	95.22	-37.90
投资活动净现金流	-7.00	-83.84	-67.82	-14.64
筹资活动净现金流	73.28	140.80	-9.47	54.60
经营净现金流/总债务	-0.12	-0.04	0.08	-0.12
经营活动净现金流/利息支出	-2.91	-0.76	1.50	--
总债务/EBITDA	8.61	8.48	7.84	--
EBITDA 利息倍数	2.70	2.09	2.46	--

注：季报中经营活动净现金流/总债务为年化数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司对外担保金额很小，受限资产规模较大，一定程度上降低了资产流动性，银行授信充裕，股权融资渠道畅通

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保金额为 10.58 亿元，占净资产的比例为 1.28%。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 670.89 亿元，占当期末总资产的 23.78%，一定程度上降低了该部分资产对其他债务的保障能力。

表 18：2019 年末公司受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值
货币资金	18.00
应收票据	0.92
存货	339.16
固定资产	28.02
无形资产	0.98
投资性房地产	137.78
股权	104.06
其他原因造成所有权受到限制的货币资金	41.98
<b>合计</b>	<b>670.89</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

银行授信方面，2019 年末公司获得的银行授信总额为 1,654.35 亿元，尚未使用的授信余额为 824.98 亿元，备用流动性充裕。此外，公司作为北京国管中心旗下 A 股+H 股上市公司，下属子公司冀东水泥亦为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的征信报告及其他公开资料显示，截至 2020 年 5 月 22 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。公司及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

## 外部支持

### 公司是北京市大型国有企业，能够得到股东和地方政府在资源整合、信用背书、融资渠道等多方面的支持

公司作为北京市大型国有企业，在促进地方经济建设、增加就业和税收等方面地位突出，同时，公司是国家重点支持的十二家大型水泥企业或集团之一，通过多年发展已成为京津冀经济圈最大的水泥供应商，建材产品广泛应用于国家重点工程和重大基础设施项目建设。近年来在地方政府主导下，公司相继完成对冀东集团的战略重组、收购天津建材股权等重大事项，整体业务规模得到快速扩张，区域竞争力进一步增强。

作为一家涵盖多元化业务的大型综合性企业集团，公司一直以来都能够得到银行等金融机构的大力支持，充足的授信额度为公司各类业务开展奠定了良好基础。公司作为北京国管中心旗下 A 股+H 股上市公司，下属子公司冀东水泥亦为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。此外，公司先后在银行间、交易所市场公开发发行多期中期票据、短期融资券、公司债等多个品种的直接债务融资工具，债务融资能力亦极强，为业务的持续发展提供有力保障。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际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 2020 年公开发行公司债券（第三期）”的信用等级为 **AAA**。



## 中诚信国际关于北京金隅集团股份有限公司 2020年公开发行公司债券（第三期）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。

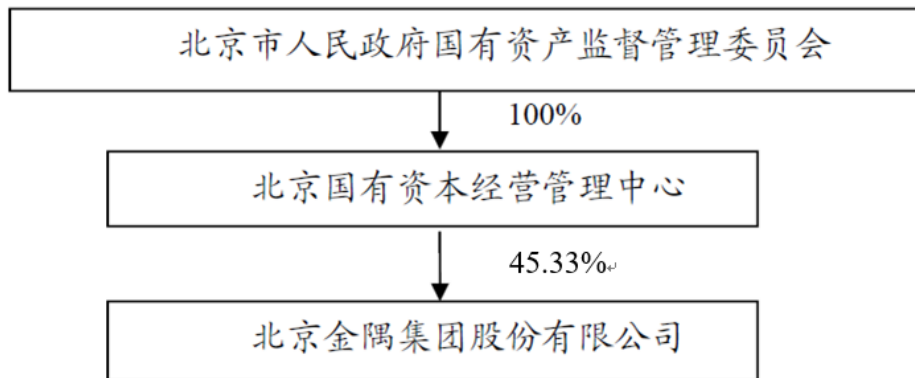
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

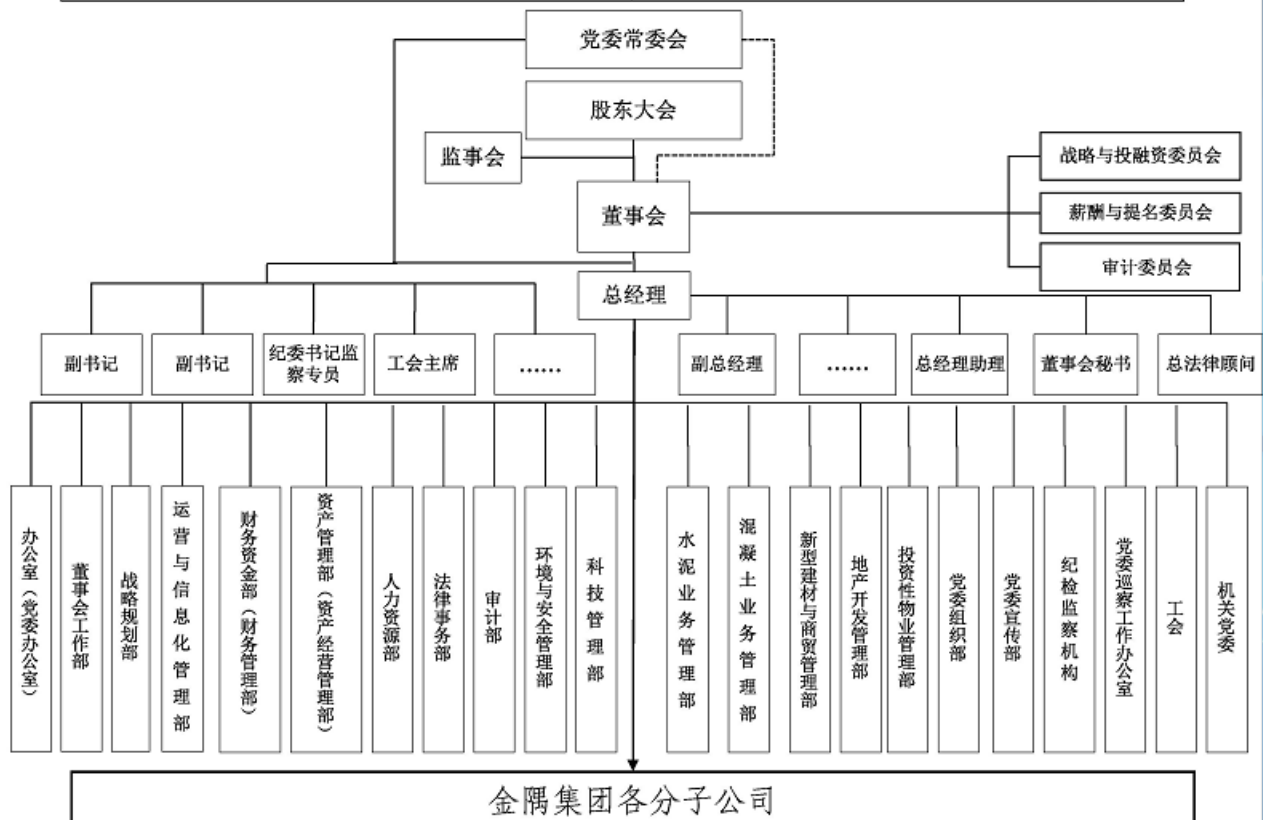
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020年08月07日

## 附一：北京金隅集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



### 北京金隅集团股份有限公司组织架构图



注：北京国管中心与北京国发股权投资基金（有限合伙）为一致行动人，截至 2019 年末合计持有公司股权比例为 45.33%。

资料来源：公司提供

## 附二：北京金隅集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,790,384.71	1,877,446.83	2,132,504.26	2,102,376.74
应收账款净额	768,618.21	744,008.55	850,331.99	828,619.23
其他应收款	587,906.87	994,161.96	898,023.92	915,181.90
存货净额	9,864,971.68	11,491,279.37	12,157,397.74	12,401,690.50
长期投资	507,282.71	303,675.70	457,751.29	458,389.21
固定资产	4,589,532.15	4,469,277.20	4,451,220.75	4,396,706.43
在建工程	287,149.05	292,967.54	227,923.18	243,309.74
无形资产	1,085,708.60	1,669,175.43	1,721,493.80	1,649,188.55
总资产	23,220,748.21	26,827,609.17	28,212,375.57	28,401,985.39
其他应付款	802,633.75	835,259.55	692,465.87	664,474.62
短期债务	5,009,432.52	6,700,500.61	5,951,335.57	6,153,065.32
长期债务	4,474,664.02	5,105,300.02	6,324,839.77	6,412,569.90
总债务	9,484,096.54	11,805,800.63	12,276,175.34	12,565,635.21
净债务	7,693,711.83	9,928,353.80	10,143,671.08	10,463,258.47
总负债	16,228,967.22	18,906,158.92	19,959,240.53	20,205,024.72
费用化利息支出	267,558.76	304,747.83	339,704.27	--
资本化利息支出	140,469.58	360,791.24	296,646.84	--
所有者权益合计	6,991,780.99	7,921,450.25	8,253,135.04	8,196,960.67
营业总收入	6,367,833.09	8,311,673.31	9,182,931.11	1,371,858.55
经营性业务利润	338,446.77	674,090.65	799,716.58	-29,430.56
投资收益	33,683.73	62,915.52	25,988.28	3,892.55
净利润	295,034.87	428,142.52	517,814.77	-21,569.96
EBIT	673,273.14	949,211.31	1,133,086.28	--
EBITDA	1,101,797.70	1,392,325.14	1,565,910.64	--
经营活动产生现金净流量	-1,185,452.38	-504,263.37	952,168.13	-378,973.34
投资活动产生现金净流量	-69,958.90	-838,392.96	-678,162.92	-146,447.51
筹资活动产生现金净流量	732,803.25	1,407,994.44	-94,667.17	546,006.00
资本支出	188,224.78	245,313.37	736,166.53	46,903.32
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	25.19	26.95	26.60	21.20
期间费用率(%)	18.07	15.97	14.99	21.68
EBITDA 利润率(%)	17.30	16.75	17.05	--
总资产收益率(%)	3.06	3.79	4.12	--
净资产收益率(%)	4.44	5.74	6.40	-1.05
流动比率(X)	1.30	1.31	1.37	1.37
速动比率(X)	0.41	0.42	0.41	0.41
存货周转率(X)	0.59	0.57	0.57	0.35*
应收账款周转率(X)	7.68	10.99	11.17	6.54*
资产负债率(%)	69.89	70.47	70.75	71.14
总资本化比率(%)	57.56	59.85	59.80	60.52
短期债务/总债务(%)	52.82	56.76	48.48	48.97
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.12	-0.04	0.08	-0.12*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.24	-0.08	0.16	-0.25*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.91	-0.76	1.50	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-18.21	-10.29	1.18	--
总债务/EBITDA(X)	8.61	8.48	7.84	--
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.21	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.70	2.09	2.46	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.65	1.43	1.78	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款的带息债务纳入长期债务核算，将短期融资券纳入短期债务核算；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。