

北京金隅集团股份有限公司 2022 年度 跟踪评级报告

项目负责人：杨晨晖 chyang@ccxi.com.cn

项目组成员：张倩倩 qqzhang@ccxi.com.cn

武心远 xywu01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 23 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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）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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0298 号

北京金隅集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 金隅 02”、“19 金隅 MTN001”、“19 金隅 MTN002”、“19 金隅 MTN003”、“20 金隅 02”、“20 金隅 03”、“20 金隅 04”、“20 金隅 MTN001”、“20 金隅 MTN002”、“21 金隅 Y1”、“21 金隅 Y2”、“21 金隅 01”、“22 金隅 Y1”、“22 金隅 Y2”和“22 金隅 Y4”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

二零二二年五月二十三日

评级观点：中诚信国际维持北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 金隅 02”、“19 金隅 MTN001”、“19 金隅 MTN002”、“19 金隅 MTN003”、“20 金隅 02”、“20 金隅 03”、“20 金隅 04”、“20 金隅 MTN001”、“20 金隅 MTN002”、“21 金隅 Y1”、“21 金隅 Y2”、“21 金隅 01”、“22 金隅 Y1”、“22 金隅 Y2”和“22 金隅 Y4”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了水泥板块行业地位显著、2021 年公司保持了较强的获现能力、多元化产业布局有利于分散单一行业波动风险、融资渠道多元化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、在建项目面临较大投资支出等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

金隅集团	2019	2020	2021	2022.3
总资产(亿元)	2,821.24	2,913.52	2,863.57	2,825.75
所有者权益合计(亿元)	825.31	944.56	955.34	984.71
总负债(亿元)	1,995.92	1,968.96	1,908.23	1,841.04
总债务(亿元)	1,227.62	1,169.20	1,059.85	1,072.37
营业总收入(亿元)	918.29	1,080.05	1,236.34	230.84
净利润(亿元)	51.78	51.56	52.13	1.64
EBIT(亿元)	118.04	109.50	103.90	--
EBITDA(亿元)	162.72	153.77	150.22	--
经营活动净现金流(亿元)	95.22	154.56	137.34	2.03
营业毛利率(%)	26.60	19.90	16.23	14.62
总资产收益率(%)	4.29	3.82	3.60	--
资产负债率(%)	70.75	67.58	66.64	65.15
总资本化比率(%)	59.80	55.31	52.59	52.13
总债务/EBITDA(X)	7.54	7.60	7.06	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.38	2.37	3.02	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：水泥(C190100_2019_03)

北京金隅集团股份有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (15%)	EBITDA 利润率(%)*	14.75	6
	总资产收益率(%)*	3.90	6
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	52.59	7
	总债务/EBITDA(X)*	7.38	7
	FCF/总债务(%)*	-0.20	6
规模与多元 化(30%)	(CFO-股利)/总债务(%)*	4.28	5
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	2.60	7
	营业总收入(亿元)*	1,078.23	10
运营实力 (25%)	产能及相关多元	10	10
	区域竞争实力	10	10
	成本及能耗控制	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **水泥板块行业地位显著。**公司水泥业务竞争实力极强，截至 2021 年末，公司熟料和水泥产能分别达到约 1.09 亿吨/年和 1.76 亿吨/年，位居全国第三，行业地位显著。

■ **2021 年保持了较强的获现能力。**受益于水泥板块经营获现能力较好以及房地产拿地节奏放缓，跟踪期内公司保持了较强的获现能力。

■ **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。

■ **融资渠道多元化。**截至 2022 年 3 月末，公司取得的银行授信总额为 1,881.18 亿元，尚未使用的授信余额为 1,151.06 亿元，良好的银企关系为公司业务的发展提供有力支持。此外，公司作为北京国有资本运营管理有限公司（以下简称“北京国管中心”）旗下 A+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，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。

■ **在建项目面临较大投资支出。**公司房地产板块尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力，中诚信国际将对公司房地产业务的资本支出和去化情况保持关注。

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，财务杠杆水平显著升高导致偿债能力大幅下滑等。

评级历史关键信息

北京金隅集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 金隅 MTN002 (AAA)	2021/05/24	杨晨晖、杜佩珊	中诚信国际水泥行业评级方法 031001_2019_03	阅读全文
	20 金隅 MTN001 (AAA)				
	19 金隅 MTN003 (AAA)				
	19 金隅 MTN002 (AAA)				
	19 金隅 MTN001 (AAA)				
AAA/稳定	20 金隅 MTN002 (AAA)	2020/06/01	杨晨晖、杜佩珊	中诚信国际水泥行业评级方法 031001_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	20 金隅 MTN001 (AAA)	2020/03/26	杨韵、杨晨晖、战宇迪	中诚信国际水泥行业评级方法 031001_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	19 金隅 MTN003 (AAA)	2019/11/07	柳青、刘慧敏	中诚信国际水泥行业评级方法 031001_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	19 金隅 MTN002 (AAA)	2019/07/15	杨韵、柳青	中诚信国际水泥行业评级方法 031001_2017_02	阅读全文
AAA/稳定	19 金隅 MTN001 (AAA)	2019/01/28	杨韵、柳青	中诚信国际水泥行业评级方法 031001_2017_02	阅读全文

同行业比较

2021 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 (%)
海螺水泥	2.69	2,305.15	16.78	1,679.53	341.66	29.63	18.98
金隅集团	1.09	2,863.57	66.64	1,236.34	52.13	16.23	5.49
华新水泥	0.75	525.50	44.10	324.64	58.05	34.11	21.06
红狮集团	0.79	668.68	43.57	485.09	55.36	21.24	15.30

注：“海螺水泥”为“安徽海螺水泥股份有限公司”简称；“华新水泥”为“华新水泥股份有限公司”简称；“红狮集团”为“红狮控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 金隅 MTN001	AAA	AAA	2021/05/24	25.00	25.00	2019/03/11~2024/03/11	--
19 金隅 MTN002	AAA	AAA	2021/05/24	20.00	20.00	2019/08/09~2024/08/09	--
19 金隅 MTN003	AAA	AAA	2021/05/24	20.00	20.00	2019/11/14~2024/11/14	--
20 金隅 MTN001	AAA	AAA	2021/05/24	15.00	15.00	2020/04/22~2023/04/22 (3+N)	利息递延权,持有人救济,延期,调整票面利率,赎回
20 金隅 MTN002	AAA	AAA	2021/05/24	15.00	15.00	2020/06/19~2023/06/19 (3+N)	持有人救济,延期,赎回,利息递延权,调整票面利率
19 金隅 02	AAA	AAA	2021/05/24	15.00	15.00	2019/01/09~2026/01/09 (5+2)	调整票面利率、回售
20 金隅 02	AAA	AAA	2021/05/24	45.00	45.00	2020/01/10~2027/01/10 (5+2)	调整票面利率、回售
20 金隅 03	AAA	AAA	2021/05/24	20.00	20.00	2020/06/16~2025/06/16 (3+2)	调整票面利率、回售
20 金隅 04	AAA	AAA	2021/05/24	15.00	15.00	2020/08/14~2025/08/14 (3+2)	调整票面利率、回售选择权
21 金隅 Y1	AAA	AAA	2021/11/05	15.00	15.00	2021/11/15~2023/11/15 (2+N)	续期选择权,票面利率选择权,利息递延权,赎回
21 金隅 01	AAA	AAA	2021/11/15	20.00	20.00	2021/11/22~2026/11/22 (3+2)	调整票面利率、回售选
21 金隅 Y2	AAA	AAA	2021/12/10	15.00	15.00	2021/12/21~2024/12/21 (3+N)	续期选择权,票面利率选择权,利息递延权,赎回
22 金隅 Y1	AAA	AAA	2021/12/29	10.00	10.00	2022/01/07~2025/01/07 (3+N)	续期选择权,票面利率选择权,利息递延权,赎回、偿债保障承诺

22 金隅 Y2	AAA	AAA	2021/12/29	5.00	5.00	2022/01/07~2027/01/07 (5+N)	续期选择权,票面利率选择权, 利息递延权, 赎回、偿债保障 承诺
22 金隅 Y4	AAA	AAA	2022/01/10	15.00	15.00	2022/01/18~2027/01/18 (5+N)	续期选择权,票面利率选择权, 利息递延权, 赎回、偿债保障 承诺

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2018]884号”批复核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过50亿元的公司债券。北京金隅集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）分为两个品种，品种一“19金隅01”已到期；品种二“19金隅02”为7年期，发行规模15.00亿元。本期公司债券募集资金合计20.00亿元，全部用于偿还银行贷款、债券及其他债务融资工具，截至2022年3月末，本期公司债券募集资金已按约定用途使用完毕。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2019]2255号”批复核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过80亿元的公司债券。北京金隅集团股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）为第一期发行，其中品种一“20金隅01”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，品种二“20金隅02”为7年期，附第5年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，本期实际发行规模45.00亿元，其中品种一不发行，品种二发行45.00亿元。北京金隅集团股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）为第二期发行，债券简称“20金隅03”，发行规模为不超过20亿元（含20亿元），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。北京金隅集团股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）为第三期发行，债券简称“20金隅04”，发行规模为不超过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。截至2022年3月末，上述债券募集资金扣

除发行费用后全部用于偿还银行贷款、债券及其他债务融资工具和/或补充流动资金，均已使用完毕。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2020]2749号”批复核准，公司获准向专业投资者公开发行面值总额不超过80亿元的公司债券。北京金隅集团股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）为第一期发行，债券简称“21金隅Y1”，发行规模为不超过15亿元（含15亿元），债券期限为2+N（2）年期。北京金隅集团股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）为第二期发行，债券简称“21金隅01”，发行规模为不超过20亿元（含20亿元），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。北京金隅集团股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）为第三期发行，债券简称“21金隅Y2”，发行规模为不超过15亿元（含15亿元），债券期限为3+N（3）年期。北京金隅集团股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）为第四期发行，其中品种一“22金隅Y1”为3+N（3）年期，发行规模10.00亿元，品种二“22金隅Y2”为5+N（5）年期，发行规模5.00亿元，本期公司债券募集资金合计15.00亿元。北京金隅集团股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）为第五期发行，品种一“22金隅Y3”为3+N（3）年期，品种二“22金隅Y4”为5+N（5）年期，本期实际发行规模15.00亿元，其中品种一不发行，品种二发行15.00亿元。截至2022年3月末，上述债券募集资金扣除发行费用后全部用于偿还银行贷款、债券及其他债务融资工具和/或补充流动资金，除“22金隅Y4”剩余4亿元尚未使用外，其余均已使用完毕。

宏观经济和环境政策

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断

回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回

落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021 年全国水泥市场需求呈现前高后低走势，全年产量同比有所下降，水泥价格先抑后扬大幅波动；行业利润依旧处于历史较好水平

根据国家统计局数据显示,2021年全社会完成固定资产投资(不含农户)54.45万亿元,同比增长4.9%,其中基础设施投资同比增长0.4%。全国房地产开发投资14.76万亿元,同比增长4.4%,房地产开发企业房屋施工面积97.54亿平方米,同比增长5.2%。总体上,2021年主要宏观数据处于合理区间,但与水泥消费相关的多项指标出现下滑,固定资产投资、房地产投资、基建投资增速有所减弱。

2021年,水泥行业市场需求总体呈现前高后低走势,全国水泥产量23.63亿吨,同比下降1.2%。分区域来看,华东和中南地区水泥产量保持低速增长,涨幅分别为2.9%和0.3%;其余地区产量均明显下降,其中东北、西南地区水泥产量同比降幅较大,分别为8.6%和8.5%。全国31个省份中,18个省市产量同比下降,其中云、贵、藏下滑幅度最大,呈两位数下降。

表 1: 2021 年分区域水泥产量情况 (万吨、%)

区域	水泥产量	同比增速	占比
东北	8,647	-8.6	3.66
华东	80,628	2.9	34.12
中南	64,109	0.3	27.13
西南	41,969	-8.5	17.76
华北及西北	40,928	2.1	17.32
全国	236,281	-1.2	100.00

资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

价格方面,2021年全国PO42.5水泥价格指数为486元/吨,比2020年增长10.7%,在生产成本大幅上涨和供给收缩的背景下,水泥价格整体上涨,价位创历史新高。从全年来看,水泥价格呈现出“先抑后扬”的走势。分阶段来看,第一阶段为1~8月,价格总体呈现“高位宽幅震荡”的特点。根据公开数据,2月份全国水泥市场均价为438元/吨(PO42.5散落地价,下同),8月份为429元/吨,环比涨幅1.4%,尽管市场需求恢复相对缓慢,但供给端得到有效控制,价格已经开始进入上行通道。第二阶段为9~12月,水泥价格出现跳涨。根据公开数据,全国水泥市场价格从8月份的429元/吨,上涨至10月份的623元/吨,环比和同比分别上涨44.7%和23.5%,主要原因系能耗双控力度突然收

紧,导致水泥生产供应不足,库存快速下降,以及原燃料价格上涨推升水泥生产成本大幅增长。11月份,随着煤炭产能释放及保供稳价措施落实,煤炭价格出现回落,水泥价格也随之呈现出高位小幅回调。

分区域来看,中南和华东地区表现依旧较强,中南地区水泥价格居六大区域首位,2021年均价533元/吨,同比增长9.2%。其次是华东地区,2021年均价526元/吨,同比增长8.7%。东北地区价格涨幅最大,2021年均价为476元/吨,同比增长38.9%。华北地区2021年水泥均价461元/吨,同比上涨8.6%。西北地区2021年水泥均价458元/吨,同比上涨5.5%。西南地区是六大区域中价格最低的区域,2021年均价为421元/吨,同比增长9.5%。

图 1: 近年来分区域水泥价格走势



资料来源: Wind 数据库, 中诚信国际整理

进入“十四五”以来,错峰限产继续常态化施行,部分北方省份停窑甚至长达5个月,华东、华南区域错峰限产政策相对宽松,但较上年相比范围有所扩大,停产时间亦有延长,不同区域内水泥企业产能释放或将受到不同程度的影响。双碳背景下,多部委针对水泥等重点行业明确“开展生态环境源头防控”、“把碳达峰情况纳入行业环评”等要求,敦促水泥等重点行业加快绿色低碳转型。2021年10月,国家发改委等六部委联合下发《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》,其中对水泥行业节能降碳目标作出明确指示,要求到2025年,通过实施节能降碳行动,行业达到标杆水

平的产能比例超过 30%，行业整体能效水平明显提升，碳排放强度明显下降，绿色低碳发展能力显著增强。相关政策的出台将促使水泥行业全面进入绿色低碳的高质量发展阶段，促进产业升级改造，加快落后产能出清，进一步优化行业供给格局，但同时水泥企业面临的减碳降耗成本压力亦将增加。

总体上，2021 年全国水泥市场需求端和供给端均出现较大波动，需求端呈现出“需求减弱、前高后低、压力加剧”的特征，供给端受“能耗双控、限电限产、煤价飙升”的影响，供给不足，成本大幅上涨，使得全国水泥市场价格出现“先抑后扬”的“√”型大幅波动走势，水泥价格整体上移，较 2020 年增长 10.7%。2021 年水泥行业实现营业收入 10,754 亿元，同比增长 7.3%，实现利润总额 1,694 亿元，同比下降 10.0%，行业效益总体水平同比虽有所减弱，但韧性犹在，行业利润依旧处于历史较好水平。在双碳背景推动下，行业将步入绿色低碳的高质量发展阶段。

随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021 年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期。2022 年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3 月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落 13.8% 和 22.7%。与此同时，2021 年下半年国房景气指数持续回落态势，2022 年一季度则保持 100 以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管 2021 年四季度以来，为“稳地价、稳房价、

稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

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

从商品房价格来看，2022 年一季度全国商品房住宅销售均价 9,911.80 元/平方米，较 2021 年全年下降约 4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前 3 月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在 4.3%~4.4%，增速较 2021 年 12 月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数近 3 月较为稳定，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3 月同比涨幅为 1.6%，较 2021 年 12 月增速回落 1.2 个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着 2021 年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至 2022 年 3 月末，商品房待售面积为 56,113 万平方米，同比增长 8.2%，商品房待售面积已经高于 2002 年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，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面临更大的去化压力。

跟踪期内公司产权结构及公司治理未发生重大变化

跟踪期内，公司产权结构未发生重大变化，截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 106.78 亿股，北京国管中心持有公司 4,797,357,572 股，持股比例为 44.93%，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。公司主要子公司包括金隅地产、冀东集团、冀东水泥、天津建材等。跟踪期内，公司业务范围无重大变化。根据公司披露的《内部控制评价报告》和《2021 年度内控审计报告》，跟踪期内，公司已按照企业内部控制规范体系和相关规定的要求在重大方面保持了有效的财务报告内部控制。整体来看，中诚信国际认为，公司已结合行业特征建立了较为完善的内控体系和风险防范机制。

表 2：公司主要子公司

全称	简称	直接持股比例
北京金隅地产开发集团有限公司	金隅地产	100%
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	44.34%
天津市建筑材料集团（控股）有限公司	天津建材	55%

资料来源：公司提供

跟踪期内公司在京津冀区域水泥市场继续保持较高的市场占有率，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 2021 年末，公司熟料、水泥、预拌混凝土及骨料产能分别达到约 1.09 亿吨/年、1.76 亿吨/年、5,400 万立方米/年和 4,900 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 2021 年末，京津冀核心区域水泥产能为 8,144 万吨/年，占公司总产能的比重为 46.40%。

表 3：截至 2021 年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	560
天津区域	1	66	523

河北区域	37	5,148	7,061
山西区域	9	1,345	2,333
河南区域	2	166	200
东北区域	7	960	1,757
内蒙区域	6	771	1,530
陕西区域	7	1,212	1,955
川渝区域	4	545	901
其他区域	2	405	733
合计	79	10,934	17,552

资料来源：公司提供

产量方面，2021 年受市场需求下降影响，公司熟料产量较上年减少，产能利用率亦有所下滑。同时，受错峰生产政策及不定期限产等因素影响，公司水泥产能利用率仍然不高。

表 4：近年来公司水泥产品产能、产量情况

熟料	2019	2020	2021
产能（万吨/年）	11,146	11,146	10,934
产量（万吨）	8,063	9,018	8,166
产能利用率（%）	72.34	80.91	74.68
水泥	2019	2020	2021
产能（万吨/年）	17,220	17,109	17,552
产量（万吨）	9,189	10,291	9,670
产能利用率（%）	53.36	60.15	55.09

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。

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、污泥、危险废弃物以及城市垃圾焚烧灰渣等资源化和无害化处置等环保产业。截至 2021 年末，公司已有 38 家单位开展了水泥窑协同处置废物业务，新增协同处置能力 95.89 万吨/年，危废、固废年处置能力近 468 万吨/年。

跟踪期内公司水泥产销率持续处于较高水平，受原燃料价格上涨影响，水泥、熟料销售价格有所上升

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，2021 年公司水泥销量占北京和华北市场总量的 36.10%

和 44.10%，其中高标号水泥市场份额占比约为 80%，市场竞争力较强。

销售渠道方面，2021 年公司直销占比同比上升 6 个百分点至 52%，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，公司给予 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% 水平。跟踪期内，国内水泥市场需求整体呈减弱的态势，导致公司当期水泥和熟料销售量均有所下降。熟料为水泥上游产品，销售价格走势与水泥保持了较高的一致性。2021 年，在能耗双控、原燃料价格大幅上涨等因素的影响下，水泥及熟料销售价格均明显提升，分别同比上升 10.96% 和 16.00%。2022 年一季度，公司销售熟料 154 万吨，同比下降 40.31%，销售水泥 998 万吨，同比下降 19.65%；同时，熟料和水泥的平均售价进一步提升，分别同比增长 30.12% 和 27.00%。

表 5：近年来公司水泥产品对外销售情况

销量	2019	2020	2021	2022.1~3
熟料（万吨）	1,167	1,225	983	154
水泥（万吨）	8,473	9,508	8,989	998
水泥产销率（%）	100.69	100.50	100.65	102.46
平均售价	2019	2020	2021	2022.1~3
熟料（元/吨）	282	250	290	324
水泥（元/吨）	320	292	324	381

注：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，但煤炭价格的上涨对公司成本控制能力提出更高挑战

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 45%、35% 和 20%，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拥有自有矿山，保证了原材料供应的稳定。截至 2021 年末，公司已获得采矿许可证的石灰石总储量约 38.23 亿吨，同比增加 32.37%，未来可开采年限约为 32.21 年，主要分布在河北、山西等地区；2021 年公司石灰石自给比例约为 71.8%，同比下降 5.2 个百分点。

能源类采购为公司水泥成本中仅次于原料的第二大构成部分，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贸易企业。为控制煤炭采购成本，近年来公司采取统一采购的方式并选用距离厂区较近的产煤区购买煤炭。跟踪期内，公司煤炭采购均价有所上升。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，公司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 2021 年末，公司余热发电机组装机容量 555.95 兆瓦，跟踪期内利用余热发电 23.68 亿千瓦时，约占总用电量的 29.55%，节约电费成本 8.62 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；公司商贸物流业务收入规模较大，但盈利能力一般

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和北京金隅商贸有限公司

（以下简称“金隅商贸”）等。

表 6：近年来公司新型建材制造收入构成（亿元）

产品	2019	2020	2021	2022.1~3
贸易类业务	220.66	291.66	345.76	65.45
家具及装饰材料	19.76	20.81	25.00	4.62
墙体保温材料	5.00	6.13	6.74	1.09
工业园区	0.38	0.73	0.72	0.19
工程设计（原装饰设计）	22.30	20.31	18.72	2.98
内部抵消	-3.32	-10.17	-7.86	-0.79
合计	264.77	329.46	389.08	73.52

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饰材料、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，跟踪期内销售收入提升。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。2021 年，公司家具及装饰材料业务实现收入 25.00 亿元，墙体保温材料业务实现收入 6.74 亿元。

商贸物流方面，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，下游销售时买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。2021 年，公司贸易类业务实现收入 345.76 亿元。

公司房地产开发业务在京津冀地区享有一定的知名度，跟踪期内签约销售面积、销售均价、销售额均同比下降；同时需关注该业务板块面临较大的资本支出压力和存货去化情况

公司房地产业务的运营主体为全资子公司金隅地产和北京金隅嘉业房地产开发有限公司，以自主开发为主。房地产销售方面，2021 年受房地产调控政策影响，国内销售市场及土地市场均明显降温，公司签约销售面积同比下降 23.99%；销售均价和销售额亦明显下降。

表 7：近年来公司房地产开发情况（万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2019	2020	2021
开工面积	228.33	176.35	79.40
竣工面积	184.91	223.89	402.43
签约销售面积	117.47	194.51	147.84
销售均价	22,088	26,854	25,228
签约销售金额	259.46	522.33	372.97
结转面积	101.26	151.88	183.36
其中：商品房	88.58	121.56	172.99
政策性住房	12.68	30.32	10.37

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 2021 年末，公司主要在售项目共 35 个，主要分布在北京、合肥、南京、杭州、海口等地区。

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 0.32 倍、0.29 倍和 0.59 倍，拿地节奏相对缓慢。2021 年，公司新增土地储备 9 宗（其中并表项目 7 个），土地面积 105.51 万平方米。截至 2021 年末，公司未开工项目共 7 个，合计计容建筑面积 84 万平方米，位于北京、唐山、合肥、

南京等地。公司累计土地储备面积合计 696.76 万平方米，其中商品房土储面积 668.43 万平方米，保障性住房土储面积 28.33 万平方米，主要分布于重庆、天津、唐山、北京、成都、合肥等城市。拥有预售许可证的可售面积约为 396.49 万平方米。

表 8：近年来公司土地储备情况（宗、万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2019	2020	2021
新增土地	4	8	9
新增土地容积率面积	33.11	88.40	105.51
新增土地总地价	84.09	150.83	218.81
平均楼面均价	25,399	17,062	20,738

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2021 年末，公司主要在建项目共 35 个，规划总投资额 1,497 亿元，包括商品房项目 1,379 亿元和保障性住房 118 亿元，尚需投资额为 401 亿元，未来仍存在较大的资本支出压力。此外，公司部分项目区位一般或地价较高，需对该类项目的去化情况保持关注。

表 9：截至 2021 年末公司前十大房地产在建项目情况（亿元）

项目名称	所在城市	计划总投资金额	累计已投资金额	后续投资金额
重庆新都会项目	重庆	201.17	63.41	137.76
杨浦 R-09 项目	上海	95.00	80.00	15.00
上城郡项目	北京	93.61	75.42	18.19
天津空港地块	天津	85.46	74.86	10.60
合肥包河 S1606 地块	合肥	78.32	70.78	7.54
天津金钟地块	天津	71.41	45.32	26.09
南京奶牛场项目	南京	70.84	67.71	3.13
重庆南山郡	重庆	59.74	48.88	10.86
清河安宁庄地块(北陶)	北京	55.13	49.00	6.13
杭州彭埠项目	杭州	53.02	41.34	11.68

资料来源：公司提供

总体上，受房地产调控政策及疫情影响，跟踪期内公司房地产签约销售面积、销售均价和销售额均有所下降，项目开发速度亦有所放缓。截至 2021 年末，公司房地产开发成本和开发产品共计提存货跌价准备 10.79 亿元，同比增长 176.67%，占账面余额的比重为 0.97%。中诚信国际将对公司地产业

务的资本支出压力、项目去化及资产减值情况保持关注。

公司投资性物业地理位置优越，出租率保持在较高水平，但受疫情影响，2021 年物业投资及管理板块收入规模有所下降

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。跟踪期内公司可供出租面积较上年小幅下降，出租率有所上升。截至 2021 年末，公司在北京、天津地区持有的投资性物业为 221.9 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 166.6 万平方米，出租率达 81%。

表 10：截至 2021 年末公司主要投资物业大厦出租情况（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	9.00	95%	12.00
环贸二期	10.60	96%	9.80
环贸三期	4.00	88%	8.70
腾达大厦	6.20	95%	10.00
金隅大厦	3.90	97%	12.50
建材经贸、建达大厦	2.50	60%	6.70
大成大厦	3.30	6%	12.50
环渤海金岸卖场	18.30	94%	2.00
盘古 5 号楼	5.20	23%	12.40
高新产业园一期	12.00	100%	2.20
智造工场一期	7.50	99%	5.80
其他物业	84.30	--	--
合计	166.60	81%	5.50

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，截至 2022 年 3 月末管理面积约 1,465.45 万平方米，其中住宅 1,405.82 万平方米，公寓 5.93 万平方米，商住 53.70 万平方米。2021 年，公司物业投资及管理板块出租率同比基本持平，但受疫情减免租金影响，该板块收入有所下降。

除房地产板块外，公司在建项目整体投资规模可控，建成投产后将提升相关板块产能规模，有助于增强竞争实力

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 2022 年 3 月末主要在建项目计划总投资

60.28 亿元，累计已投入 24.13 亿元，尚需投入 36.15 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 11：截至 2022 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
磐石新型建材产业园熟料水泥生产线项目	13.96	0.38	13.58
邯郸金隅太行熟料生产线搬迁项目	21.00	0.14	20.86
冀东水泥铜川-新建熟料水泥生产线项目	18.00	17.10	0.90
八达岭温泉-度假村升级改造	7.32	6.51	0.81
合计	60.28	24.13	36.15

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于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 2019 年~2021 年审计报告以及公司披露的未经审计的 2022 年一季报，评级报告中使用数据均为各期末数。

受水泥和房地产开发板块毛利率下降影响，跟踪期内公司营业毛利率下滑；费用管控效果显著；公允价值变动收益、营业外收入等增加拉动利润总额同比小幅上升

2021 年公司营业总收入同比增长 14.47% 至 1,236.34 亿元，增速同比略有下降。细分来看，除物业投资及管理板块外其余三个主要板块营收均呈上升态势，房地产开发和新型建材制造及商贸物流板块收入增长较快，其中房地产板块 2021 年结转收入增多。2022 年一季度，公司营业总收入 230.84 亿元，与上年同期基本持平。

毛利率方面，尽管近年来公司成本控制力度不断加强，但跟踪期主要受成本端煤炭价格上升因素影响，水泥及混凝土业务的毛利率水平有所下降；2021 年下半年以来国内房地产市场需求下降，对公司房产项目销售均价、销售额均造成一定影响，当期结转项目的拿地成本较高导致房地产开发板块毛利率进一步下降。受上述两个板块的共同影响，2021 年公司整体毛利率水平下降。物业投资及管理板块毛利率水平较高，但整体业务规模小，对盈利

的支撑有限；新型建材制造及商贸物流板块的毛利率偏低。

表 12：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021	2022.1-3
水泥及混凝土	413.88	420.87	431.90	57.59
新型建材制造及商贸物流	264.77	329.46	389.08	73.52
房地产开发	222.08	313.14	397.30	92.53
物业投资及管理	50.26	47.78	45.20	9.28
板块抵消	-41.57	-37.91	-37.24	-6.17
主营业务收入	909.36	1,073.34	1,226.24	226.76
营业总收入	918.29	1,080.05	1,236.34	230.84
毛利率	2019	2020	2021	2022.1-3
水泥及混凝土	31.81	31.61	24.59	18.03
新型建材制造及商贸物流	4.85	2.82	3.65	4.50
房地产开发	33.95	14.35	12.91	15.89
物业投资及管理	54.39	52.64	54.71	43.44
主营业务毛利率	26.48	19.77	15.79	13.96
营业毛利率	26.60	19.90	16.23	14.62

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用以管理费用为主。2021 年，公司费用管控效果显著，期间费用同比下降 6.34%，其中财务费用下降 24.96%，主要系当期公司优化资本结构、偿还有息负债所致。加之营收规模的上升，公司期间费用率呈持续下降态势。2022 年一季度，公司期间费用和期间费用率同比均有所下降。

公司利润总额主要来自经营性业务利润。2021 年，在经营性业务利润同比下降 4.54% 的情况下，公司投资性房地产增值带动当期公允价值变动收

益增加 1.72 亿元；投资收益较上年增加 1.06 亿元至 7.93 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益约 4.00 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。处置子公司、联营、合营企业产生的投资收益 3.30 亿元；得益于当年公司收到的补偿款增多，营业外收益同比大幅增长至 7.22 亿元。在以上因素的共同影响下，2021 年公司利润总额同比小幅上升 1.12%。跟踪期内资产减值损失有所扩大，主要系公司对房地产在建及完工项目计提存货跌价损失所致，对利润总额有所侵蚀。2022 年一季度是水泥的传统淡季，叠加疫情及煤炭、运输成本增加等因素的影响，公司利润总额同比下降 98.49% 至 3.17 亿元。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	137.63	130.47	122.20	27.98
期间费用率	14.99	12.08	9.88	12.12
经营性业务利润	79.97	72.96	69.65	1.29
资产减值损失	11.11	10.76	13.64	-0.11
公允价值变动收益	7.59	5.20	6.92	0.04
投资收益	2.60	6.87	7.93	-0.09
营业外损益	-0.11	3.67	7.22	0.30
利润总额	79.34	77.94	78.81	3.17
EBITDA 利润率	17.72	14.38	12.15	--
总资产收益率	4.29	3.82	3.60	--

注：中诚信国际分析时将信用减值损失计入资产减值损失；损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内总资产、总负债和总债务规模均有所下降；债务结构保持稳定；权益中永续债规模较大，若将其计入债务，公司杠杆水平较高

截至 2021 年末，公司总资产 2,863.57 亿元，较 2020 年末有所下降，结构上仍以流动资产为主，但占比略有下降。作为流动资产主要构成的货币资金和存货规模均有所下降。公司存货主要包括房地产板块的开发成本、开发产品等，2021 年末同比下降 3%。受房地产开发项目结转进度影响，开发成本同比下降 13.80% 至 738.85 亿元，开发产品同比增长 23.16% 至 365.02 亿元，近年来开发产品占存货比重持续提升。截至 2021 年末，公司计提存货跌价准备 13.13 亿元，计提比例较低。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，伴随着地产项目投入运营，2021 年末同比增长 17.62%；无形资产主要为土地使用权、采矿权、软件使用权，跟踪期内同比变动不大。2022 年 3 月末，在货币资金和存货持续减少的影响下，公司总资产规模下降至 2,825.75 亿元。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	213.25	286.44	219.22	182.75
存货	1,215.74	1,206.08	1,169.89	1,104.63
流动资产	1,744.96	1,826.70	1,699.59	1,636.21
投资性房地产	296.32	306.84	360.92	360.27
固定资产	445.12	437.14	443.71	445.96
无形资产	172.15	169.44	169.92	165.06
非流动资产	1,076.28	1,086.83	1,163.98	1,189.53
总资产	2,821.24	2,913.52	2,863.57	2,825.75

注：中诚信国际分析时将合同资产计入存货。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债以流动负债为主。流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债等构成。2021 年末，受公司偿还银行信贷增加的影响，短期借款规模有所下降；预收款项主要为预收房款，受房地产销售放缓影响亦有所下降。非流动负债方面，主要受长期借款减少影响，2021 年末整体规模同比下降 8.96%。有息债务持续缩减，但规模仍较大，债务结构基本保持稳定。2022 年 3 月末，受时点因素影响，公司经营性负债有所下降；长期借款增加带动有息债务规模上升。

权益方面，2021 年公司到期赎回 2016 年第一期、第二期永续中期票据及 2018 年第二期、第四期和第五期永续中期票据，同时新发两期永续公司债及新增江苏信托永续债权投资，年末其他权益工具为 159.89 亿元；未分配利润、少数股东权益均有所增加，带动当期末公司所有者权益小幅增长。财务杠杆方面，资产负债率和总资本化比率呈小幅下降趋势，截至 2021 年末分别为 66.64% 和 52.59%，但权益中永续债占比较高，若将永续债调整至债务，当期末公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.22% 和 60.53%，杠杆水平明显升高。2022 年 3 月末，永续债规模进一步增长拉动所有者权益增加。

表 15：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	372.18	308.23	251.41	257.07
应付账款	177.02	180.82	197.97	165.97
预收款项	248.92	292.12	271.51	251.94
一年内到期的非流动负债	203.20	149.68	151.26	135.52
其他流动负债	107.76	113.93	93.08	87.68
流动负债	1,277.06	1,188.10	1,197.34	1,111.87
长期借款	357.87	377.77	290.02	357.43
应付债券	274.61	315.72	335.00	285.12
非流动负债	718.86	780.86	710.89	729.16
总负债	1,995.92	1,968.96	1,908.23	1,841.04
短期债务	595.13	475.70	434.84	429.82
长期债务	632.48	693.49	625.01	642.55
总债务	1,227.62	1,169.20	1,059.85	1,072.37
其他权益工具	149.62	165.22	159.89	189.89
未分配利润	265.06	267.88	281.04	281.60
所有者权益合计	825.31	944.56	955.34	984.71
资产负债率	70.75	67.58	66.64	65.15
总资本化比率	59.80	55.31	52.59	52.13

注：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

2021 年保持了较好的获现能力；投资和筹资活动现金净流出规模较大；偿债指标整体向好

2021 年，受三季度以来房地产板块回款速度下降影响，公司经营活动净现金流同比减少 11.14% 至 137.34 亿元，但整体仍处于较好水平；投资活动现金净流出 64.03 亿元，主要系当期在建项目投资额增加及新增土地储备所致；筹资活动现金流亦呈大规模净流出态势，主要系公司归还有息债务金额同比增加所致。2022 年一季度，受水泥行业淡季及疫情复发等因素影响，水泥及混凝土业务收入下降，同时房地产开发板块销售额减少，导致经营活动净现金流同比大幅下降。

得益于盈利的积累，以及公司通过加强资金管理、偿还有息债务等方式压降债务规模，2021 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所提升；货币资金规模有所下降，导致现金短债比下降至 0.50 倍。但整体来看，公司偿债能力相关指标向好。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	95.22	154.56	137.34	2.03

投资活动净现金流	-67.82	-25.65	-64.03	-21.73
筹资活动净现金流	-9.47	-60.72	-142.10	-6.90
经营活动净现金流/总债务	0.08	0.13	0.13	0.01*
经营活动净现金流/利息支出	1.39	2.38	2.76	--
总债务/EBITDA	7.54	7.53	7.06	--
EBITDA 利息倍数	2.38	2.40	3.02	--
货币资金/短期债务	0.36	0.60	0.50	0.43

注：带*指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项风险可控；银行授信充裕，融资渠道畅通

公司对外担保规模很小，截至 2021 年末，公司对外担保金额为 9.42 亿元，占净资产的比例为 0.99%，主要为控股子公司冀东发展集团有限责任公司对唐山市国资委控股的唐山市文化旅游投资集团有限公司的担保。公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度总额为 1,881.18 亿元，尚未使用的授信余额为 1,151.06 亿元，备用流动性较好。此外，公司为“A+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。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产账面价值 416.87 亿元，占当期末资产总额的 14.56%。

表 17：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值
货币资金	17.58
应收款项融资	0.36
存货	130.41
固定资产	12.86
投资性房地产	102.56
股权	103.43
土地使用权	0.49
房地产预售款受限资金	45.18
其他	4.00
合计	416.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019 年~2022 年 4 月 15 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为北京市大型国企，在资源整合、融资渠道等方面能够得到股东和地方政府多方面的支持

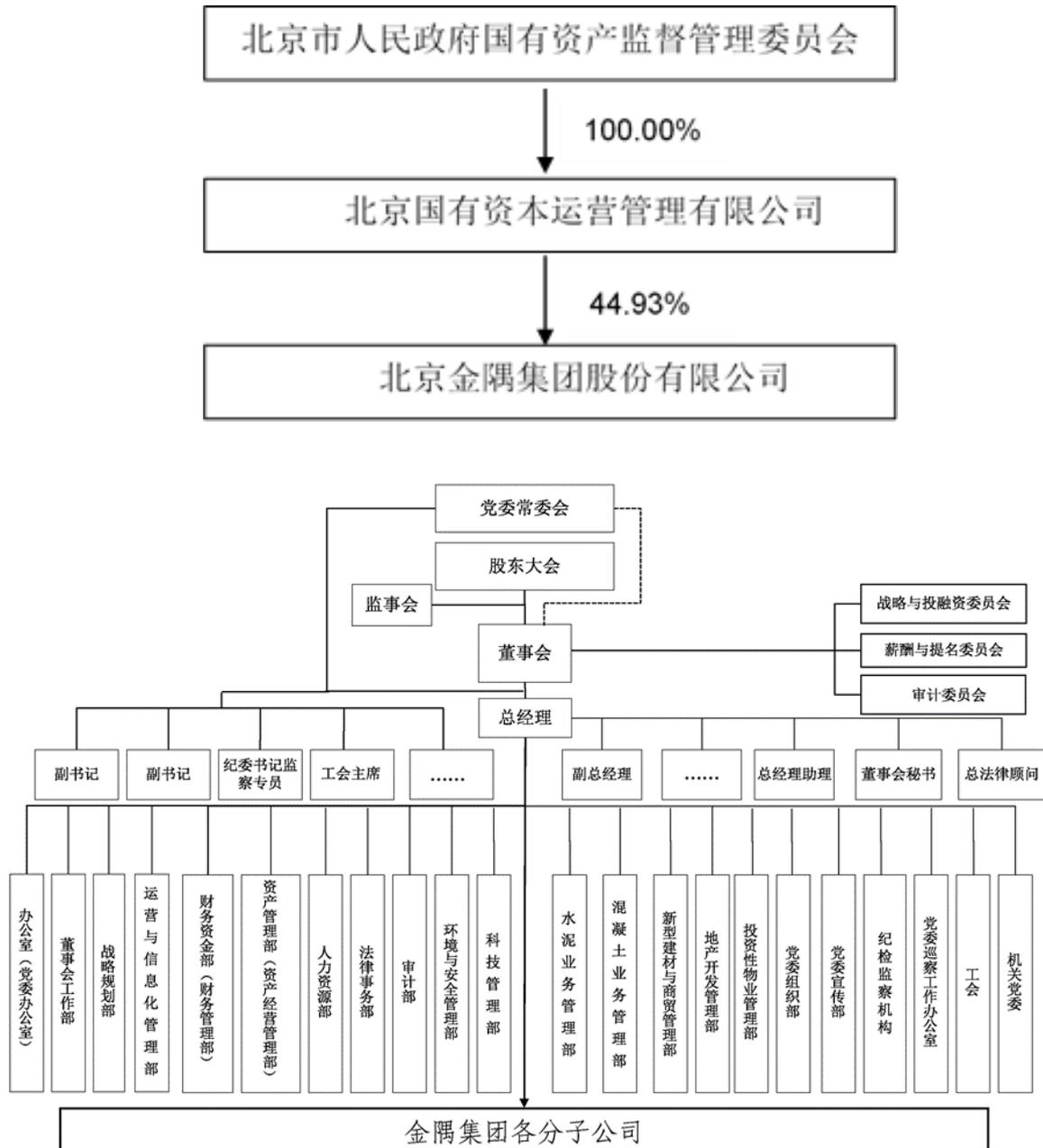
公司作为北京市大型国有企业，在促进地方经济建设、增加就业和税收等方面地位突出。同时，公司是国家重点支持的十二家大型水泥企业或集团之一，通过多年发展已成为京津冀经济圈最大的水泥供应商，建材产品广泛应用于国家重点工程和重大基础设施项目建设。近年来在地方政府主导下，公司相继完成了对冀东集团的战略重组、收购天津建材股权等重大事项，整体业务规模得到快速扩张，区域竞争力进一步增强。

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+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、交易所市场公开发行人多期中期票据、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，中诚信国际维持北京金隅集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 金隅 02”、“19 金隅 MTN001”、“19 金隅 MTN002”、“19 金隅 MTN003”、“20 金隅 02”、“20 金隅 03”、“20 金隅 04”、“20 金隅 MTN001”、“20 金隅 MTN002”、“21 金隅 Y1”、“21 金隅 Y2”、“21 金隅 01”、“22 金隅 Y1”、“22 金隅 Y2”、“22 金隅 Y4”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：北京金隅集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	2,132,504.26	2,864,388.55	2,192,196.85	1,827,514.35
应收账款净额	800,147.35	765,845.88	752,392.75	818,194.87
其他应收款	898,023.92	746,724.42	939,522.01	1,210,103.64
存货净额	12,157,397.74	12,060,754.83	11,698,915.22	11,046,326.42
长期投资	457,751.29	533,102.33	757,182.58	858,107.69
固定资产	4,451,220.75	4,371,444.81	4,437,137.58	4,459,645.08
在建工程	227,923.18	246,043.28	190,103.12	270,647.68
无形资产	1,721,493.80	1,694,356.60	1,699,164.81	1,650,641.15
总资产	28,212,375.57	29,135,238.34	28,635,681.04	28,257,461.61
其他应付款	692,465.87	609,067.72	815,883.37	718,901.53
短期债务	5,951,335.57	4,757,049.49	4,348,390.80	4,298,237.56
长期债务	6,324,839.77	6,934,917.54	6,250,138.70	6,425,454.10
总债务	12,276,175.34	11,691,967.03	10,598,529.49	10,723,691.66
净债务	10,143,671.08	8,827,578.48	8,406,332.64	8,896,177.31
总负债	19,959,240.53	19,689,619.65	19,082,300.40	18,410,387.49
费用化利息支出	387,026.47	315,529.72	250,981.25	--
资本化利息支出	296,646.84	332,781.41	246,031.39	--
所有者权益合计	8,253,135.04	9,445,618.69	9,553,380.64	9,847,074.11
营业总收入	9,182,931.11	10,800,488.44	12,363,444.81	2,308,424.93
经营性业务利润	799,716.58	729,625.36	696,456.58	12,863.30
投资收益	25,988.28	68,677.95	79,255.53	-854.97
净利润	517,814.77	515,590.56	521,271.83	16,382.64
EBIT	1,180,408.47	1,094,970.05	1,039,032.70	--
EBITDA	1,627,179.84	1,537,739.14	1,502,205.33	--
经营活动产生现金净流量	952,168.13	1,545,573.38	1,373,386.87	20,316.08
投资活动产生现金净流量	-678,162.92	-256,492.68	-640,313.21	-217,309.35
筹资活动产生现金净流量	-94,667.17	-607,182.03	-1,421,032.35	-69,040.38
资本支出	736,166.53	317,085.19	500,503.96	94,930.82
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	26.60	19.90	16.23	14.62
期间费用率（%）	14.99	12.08	9.88	12.12
EBITDA 利润率（%）	17.72	14.24	12.15	--
总资产收益率（%）	4.29	3.82	3.60	--
净资产收益率（%）	6.40	5.83	5.49	0.68*
流动比率（X）	1.37	1.54	1.42	1.47
速动比率（X）	0.41	0.52	0.44	0.48
存货周转率(X)	0.57	0.71	0.87	0.69*
应收账款周转率（X）	11.89	13.79	16.29	11.76*
资产负债率（%）	70.75	67.58	66.64	65.15
总资本化比率（%）	59.80	55.31	52.59	52.13
短期债务/总债务（%）	48.48	40.69	41.03	40.08
经营活动净现金流/总债务（X）	0.08	0.13	0.13	0.01*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.16	0.32	0.32	0.02*
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.39	2.38	2.76	--
经调整的经营净现金流/总债务	1.18	5.91	5.75	--
总债务/EBITDA（X）	7.54	7.60	7.06	--
EBITDA/短期债务（X）	0.27	0.32	0.35	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.38	2.37	3.02	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.73	1.69	2.09	--

注：1、中诚信国际分析时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；2、带*指标已经年化处理；3、2022年一季报未经审计，且未提供现金流量表补充资料，相关指标失效。

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/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
	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+租赁负债+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	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=营业周期-应付账款平均净额×360天/采购成本 营业周期=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
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
	经调整的经营活动净现金流（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。