



# 北京金隅集团股份有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0134 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 4 月 17 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	北京金隅集团股份有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“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”、“22 金隅 Y5”、“22 金隅 Y6”和“23 金隅 MTN001”	AAA
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”或“公司”）水泥产能规模优势突出，产品具有较高的品牌知名度和市场占有率，在华北地区具有很强的竞争实力；房地产开发、新型建材及商贸物流等板块提升了公司业务多元化程度；经营获现能力很强，内部流动性良好，且具有很强的外部融资能力等方面的优势。同时中诚信国际也关注到水泥行业下游需求减弱以及能源和原材料价格上涨使公司营收大幅减少、盈利水平显著下降；在建项目和房地产业务仍面临一定的投资压力，需关注资金平衡情况及房地产项目的去化进度等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<b>可能触发评级上调因素：</b> 不适用。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 公司经营持续明显恶化，财务杠杆水平显著升高导致偿债能力大幅下滑等。	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公司水泥产能规模优势突出，产品具有较高的品牌知名度和市场占有率，在华北地区竞争实力很强</li> <li>■ 房地产开发、新型建材及商贸物流等板块提升了公司业务多元化程度</li> <li>■ 经营获现能力很强，内部流动性良好，且具有很强的外部融资能力</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 水泥行业下游需求减弱以及能源和原材料价格上涨使公司营收大幅减少、盈利水平显著下降</li> <li>■ 在建项目和房地产业务仍面临一定的投资压力，需关注资金平衡情况及房地产项目的去化进度</li> </ul>		

项目负责人：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：张倩倩 qqzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

金隅集团（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	2,913.52	2,863.57	2,815.20
所有者权益合计（亿元）	944.56	955.34	948.96
总负债（亿元）	1,968.96	1,908.23	1,866.24
总债务（亿元）	1,354.99	1,298.70	1,270.30
营业总收入（亿元）	1,080.05	1,236.34	1,028.22
净利润（亿元）	51.56	52.13	17.40
EBIT（亿元）	105.83	95.95	45.59
EBITDA（亿元）	151.64	142.27	94.62
经营活动净现金流（亿元）	154.56	137.34	139.65
营业毛利率(%)	19.03	16.23	14.93
总资产收益率(%)	3.63	3.32	1.61
EBIT 利润率(%)	9.80	7.76	4.43
资产负债率(%)	67.58	66.64	66.29
总资本化比率(%)	63.49	62.02	61.84
总债务/EBITDA(X)	8.94	9.13	13.42
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.07	2.48	1.63
FFO/总债务(X)	0.04	0.04	0.02

注：1、中诚信国际根据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 2020 年~2022 年审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务和其他权益工具中的永续债。

## 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	23 金隅 MTN001 (AAA)	2022/07/28; 2023/03/08	赵珊迪、张倩倩; 杨晨晖、张倩倩	中诚信国际水泥行业评级方法 031001_2019_03; 中诚信国际水泥行业评级方法与模型 C190100_2022_04	阅读全文; 阅读全文	
AAA/稳定	20 金隅 MTN002 (AAA) 20 金隅 MTN001 (AAA) 19 金隅 MTN003 (AAA) 19 金隅 MTN002 (AAA) 19 金隅 MTN001 (AAA)	2022/05/23	杨晨晖、张倩倩、武心远	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 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	

注：中诚信国际口径

## 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	水泥产能 (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	3.88	2,439.76	19.67	1,320.22	161.40	21.30	8.50
<b>金隅集团</b>	<b>1.78</b>	<b>2,815.20</b>	<b>66.29</b>	<b>1,028.22</b>	<b>17.40</b>	<b>14.93</b>	<b>1.83</b>
华新水泥	1.18	642.42	52.00	304.70	30.24	26.22	10.03

中诚信国际认为，与同行业相比，金隅集团水泥产能处于较高水平，具有明显的规模优势；新型建材和商贸物流等业务的开展提升了公司业务多元化水平，但其盈利能力相对较弱；房地产开发板块使公司面临较大的资本支出和存货去化压力，亦使得公司杠杆水平高于同行业。

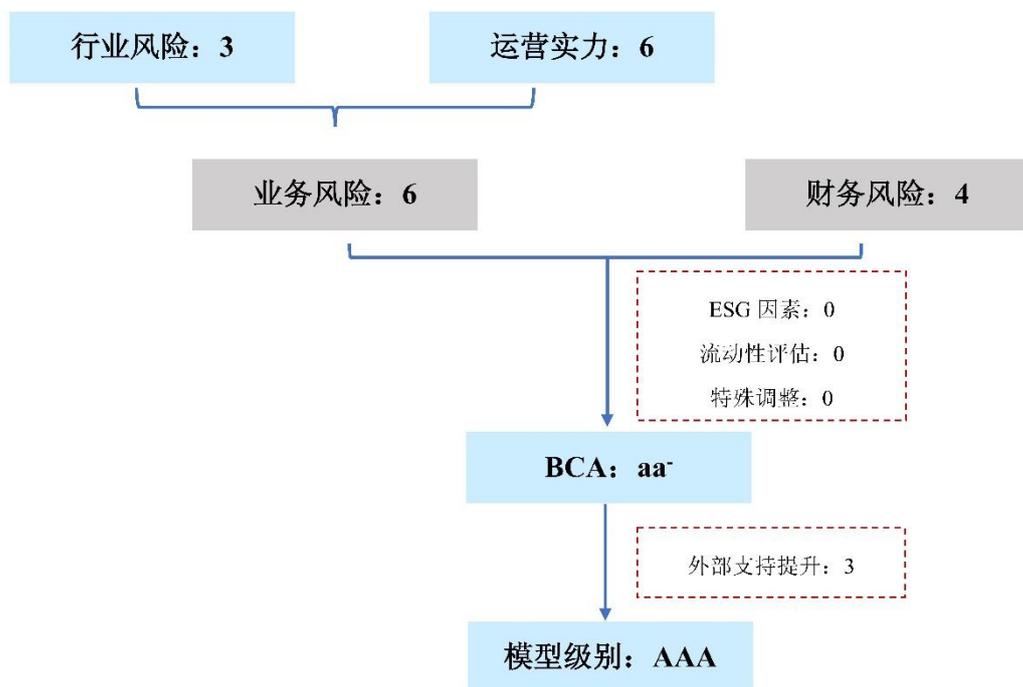
注：“海螺水泥”为“安徽海螺水泥股份有限公司”简称；“华新水泥”为“华新水泥股份有限公司”简称。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 金隅 MTN001	AAA	AAA	2022/05/23	25.00	25.00	2019/03/11~2024/03/11	--
19 金隅 MTN002	AAA	AAA	2022/05/23	20.00	20.00	2019/08/09~2024/08/09	--
19 金隅 MTN003	AAA	AAA	2022/05/23	20.00	20.00	2019/11/14~2024/11/14	--
20 金隅 MTN001	AAA	AAA	2022/05/23	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	2022/05/23	15.00	15.00	2020/06/19~2023/06/19 (3+N)	利息递延权, 持有人救济, 延期, 调整票面利率, 赎回
23 金隅 MTN001	AAA	AAA	2023/03/08	20.00	20.00	2023/03/15~2025/03/15 (2+N)	利息递延权, 持有人救济, 延期, 调整票面利率, 赎回
19 金隅 02	AAA	AAA	2022/05/23	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	2022/05/23	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	2022/05/23	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	2022/05/23	15.00	15.00	2020/08/14~2025/08/14 (3+2)	调整票面利率, 回售
21 金隅 Y1	AAA	AAA	2022/05/23	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, 偿债保障承诺
21 金隅 01	AAA	AAA	2022/05/23	20.00	20.00	2021/11/22~2026/11/22 (3+2)	调整票面利率, 回售, 偿债保障承诺
21 金隅 Y2	AAA	AAA	2022/05/23	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, 偿债保障承诺
22 金隅 Y1	AAA	AAA	2022/05/23	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	2022/05/23	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	2022/05/23	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
22 金隅 Y5	AAA	AAA	2022/08/15	20.00	20.00	2022/08/23~2025/08/23 (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 Y6	AAA	AAA	2022/08/15	5.00	5.00	2022/08/23~2027/08/23 (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

## ● 评级模型

北京金隅集团股份有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际水泥行业评级方法与模型 C190100\_2022\_04

### ■ 业务风险：

金隅集团属于水泥行业，因具有强周期属性，中国水泥行业风险评估为中等；金隅集团产能优势突出，产业链较为完整，区域竞争力和成本控制能力较强，业务风险评估为很低。

### ■ 财务风险：

金隅集团财务杠杆持续优化，经营获现能力很强，且具有很强的外部融资能力，但盈利水平大幅下降，债务规模维持高位，整体偿债指标有所弱化，财务风险评估为中等。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对金隅集团个体基础信用等级无影响，金隅集团具有 aa<sup>-</sup> 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持：

控股股东北京国有资本运营管理有限公司（以下简称“北京国管”）是北京市首家国有资本运营公司试点单位，战略地位突出。公司作为北京市大型国有企业，在资源整合、信用背书、融资渠道等方面可以获得政府和股东的大力支持。外部支持调升 3 个子级。

## 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 3+2 年期，品种二“20 金隅 02”为 5+2 年期，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 3+2 年期。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 3+2 年期。截至 2022 年末，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 3+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[2022]1273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 100 亿元的公司债券。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（第三期）为第一期发行，其中品种一“22 金隅 Y5”为 3+N（3）年期，发行规模 20.00 亿元，品种二“22 金隅 Y6”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 25.00 亿元。截至 2022 年末，上述债券募集资金扣除发行费用后全部用于偿还超短期融资券以及置换前期自有资金偿还的公司债券本金，均已使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

2023 年宏观经济修复预期有所加强，支撑经济运行的积极因素正在增多：服务业与消费回暖空间打开、稳增长政策延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑；政治周期转换将增强地方政府发展经济的积极性；政策调整之下房地产对经济的拖累将有所减轻；经济结构调整转型将推动高新技术产业较快发展。总体来看，2023 年宏观经济或呈现出“N”字型修复，全年 GDP 增速或为 5.3% 左右。不过，宏观经济修复过程中仍面临多重风险挑战：其一，地缘冲突持续、中美大国博弈仍存，全球政经格局发生深刻变化，叠加全球经济走弱压力加大，外部不确定性、不稳定性持续存在；其二，宏观债务风险持续处于高位，需重点关注企业和居民部门资产负债表的演化；其三，房地产对经济的拖累持续减轻，但仍需妥善管控房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。从政策环境看，2023 年财政政策进一步加力提效，通过上调赤字率、提高专项债新增额度及使用效率等措施加大力度稳增长，并将延续使用准财政工具，承担起稳增长的主力作用。稳健的货币政策精准有力，更加侧重结构性政策工具的使用，呵护与支撑实体经济发展。同时，2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。从长远来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供源源不断的支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

## 近期关注

**中诚信国际认为，在房地产投资下滑、煤炭价格高位运行的情况下，2022 年水泥行业供需失衡加剧，行业整体经营效益显著回落，预计短期内行业供需关系难以实现实质性改善，水泥企业仍将面临业绩增长和经营获现压力。**

从水泥供给端来看，淘汰落后产能、严控新增产能的政策依然延续，水泥行业整体产能规模保持相对平稳，但产能过剩的问题尚未得到根本解决，结构性矛盾仍然存在。2022 年以来地产下行周期持续，水泥产量持续呈现负增长。此外，尽管全国各地水泥错峰生产执行情况良好，部分地区企业甚至延长错峰生产，但在需求疲软的背景下，2022 年全国水泥库容比持续在 60% 以上高位波动，第二季度更是升至历史同期新高水平，达 70~80%，市场供需失衡加剧。需求端方面，2022 年 1~11 月，全国固定资产投资（不含农户）52.00 万亿元，同比增长 5.30%，其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 8.90%，基建投资增速有所反弹，但其中与水泥强相关的道路运输业、铁路运输业投资分别仅增长 2.30% 和 2.10%，远低于基建投资整体增速，对水泥需求的拉动作用不明显。地产投资方面，2022 年以来，受行业资金压力加大影响，房地产开发投资增速持续下降，自 4 月起降至负增长，1~11 月房地产开发投资同比增速降

至-9.80%，创 2016 年来新低，房地产新开工面积亦同比回落 38.90%，对水泥需求形成较大抑制。

整体来看，目前水泥行业产能过剩的矛盾依然存在，错峰限产常态化、双碳等一系列政策的推行将有助于落后产能出清，优化行业供给格局，但同时水泥企业在减碳降耗方面面临的投资压力有所增加。在房地产投资下滑、煤炭价格高位运行的影响下，2022 年水泥行业供需失衡加剧，行业整体经营效益显著回落。预计 2023 年水泥行业供需关系难以实现实质性改善，能源价格高位运行造成的成本压力犹存，水泥企业盈利及获现水平仍面临较大挑战，流动资金需求或将进一步扩大。

详见《中国水泥行业展望，2023 年 2 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9750?type=1>

**中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。**

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行叠加疫情防控等不利因素影响，房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39% 和 10%，房地产开发投资额自 2020 年疫情爆发后首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

**中诚信国际认为，金隅集团水泥产品产能规模优势突出，产品种类和区域布局较为多元化，具有较高的市场占有率；公司成本控制能力强，但 2022 年以来水泥需求下滑以及煤炭成本高企仍对盈利造成较大冲击；新型建材和商贸物流板块在一定程度上提升了公司业务多元化水平；而房地产开发业务面临的资本支出和存货去化压力仍值得关注。**

公司产能规模优势突出，产量受下游需求变化及错峰限产等政策影响有所下降，产品种类和区域布局较为多元，可抵御单一区域政策、市场波动等对经营的影响。

随着公司对水泥板块内部业务的资源整合陆续完成，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，区域龙头地位进一步巩固。截至 2022 年末，公司熟料、水泥、预拌混凝土及骨料产能分别达到约 1.1 亿吨/年、1.8 亿吨/年、5,400 万立方米/年和 6,200 万吨/年，其中骨料产能在新产线投产的带动下有所增长，其余产品产能较 2021 年末基本持平，产能规模优势突出。

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 2022 年末，京津冀核心区域水泥产能为 7,952 万吨/年，占公司总产能的比重为 44.60%。

表 1：截至 2022 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	471
河北区域	37	5,148	6,921
山西区域	11	1,677	2,529
河南区域	2	166	200
东北区域	6	920	2,010
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	752
<b>合计</b>	<b>80</b>	<b>11,227</b>	<b>17,828</b>

数据来源：公司提供

产量方面，2022 年水泥市场需求持续低迷，公司水泥、熟料产量均同比减少。同时，受错峰生产政策、不定期限产等因素影响，2022 年公司水泥、熟料产品的产能利用率亦明显下滑，但基本处于行业平均水平。

表 2：近年来公司水泥产品产能、产量情况

熟料	2020	2021	2022
产能（万吨/年）	11,146	10,934	11,227
产量（万吨）	9,018	8,166	7,622
产能利用率（%）	80.91	74.68	67.89
水泥	2020	2021	2022
产能（万吨/年）	17,109	17,552	17,828
产量（万吨）	10,291	9,670	8,514
产能利用率（%）	60.15	55.09	47.77

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。

数据来源：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飞灰等资源化和无害化处置等环保产业。截至 2022 年末，公司已有 66 家单位开展了水泥窑协同处置废物业务，危废、固废年处置能力近 525 万吨/年。

公司水泥产品在华北地区市场具有较高的市占率和品牌知名度，近年来产品售价与成本联动上涨。但 2022 年水泥行业需求端明显下滑，公司水泥产品销售情况值得关注。

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，2022 年公司水泥销量约占北京和华北市场总量的 40% 和 37%，其中高标号水泥市场占有率约为 80%，市场竞争力突出。

销售渠道方面，公司建立了以直销与经销相结合的营销体系。直销客户主要为大型建筑央企以及省属建工集团，近年来直销占比在 50% 左右波动，2022 年为 45%，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。经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。

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。2022 年，国内水泥市场需求延续下行趋势，导致公司当期水泥和熟料销售量均进一步下降。

售价方面，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。2022 年，在能耗双控、原燃料价格大幅上涨等因素的影响下，水泥及熟料售价分别同比上升 19.75% 和 21.38%。**中诚信国际认为**，公司水泥产品在华北地区市场占有率较高，具有一定的市场话语权，原材料、物流等方面价格上涨可以部分传导至下游，但传导存在时滞，整体来看公司仍面临较大成本上涨压力。

表 3：近年来公司水泥产品对外销售情况

销量	2020	2021	2022
熟料（万吨）	1,225	983	892
水泥（万吨）	9,508	8,989	7,796
水泥产销率（%）	100.50	100.65	100.55
平均售价	2020	2021	2022
熟料（元/吨）	250	290	313
水泥（元/吨）	292	324	343

注：平均售价为不含税价格。

资料来源：公司提供

公司运营效率高，石灰石储量丰富，原料自给率较高，能源供应均与国内大型企业建立战略合作关系，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 2022 年末，公司已获得采矿许可证的石灰石矿山主要分布在河北、山西等地区，总储量约 48.78 亿吨，同比增加 2.4%，剩余可开采年限约为 36.3 年；2022 年公司石灰石自给率约为 72.5%，同比上升 0.7 个百分点，仍有待进一步提升。

煤炭是公司生产水泥产品的主要能源。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，为保证燃煤稳定充足供应，公司与主要供应商签订长期合作协议。为控制煤炭采购成本，近年来公司采取集招集采和集招分采相结合的方式

式并选用距离厂区较近的产煤区购买煤炭。同时，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。但 2022 年煤炭采购均价维持高位震荡，对公司水泥产品的利润空间形成较大挤压。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。但 2022 年以来，受煤炭价格上涨影响，电力采购价格亦小幅上升。此外，公司生产线均配备余热发电系统，截至 2022 年末，公司余热发电机组装机容量 570.95 兆瓦，当期利用余热发电 20.64 亿千瓦时，约占总用电量的 26.19%，节约电费成本 7.22 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；公司商贸物流业务规模较大，对营业收入形成有效补充。**

公司是京津冀地区主要的新型建材生产商，产品主要包括家具木业、墙体保温材料及耐火材料等，具有一定的品牌和规模优势，近年来新型建材板块收入呈逐年增长趋势。其中，家具木业板块旗下家具品牌“天坛”在京津冀地区具有一定品牌知名度，家具产品年产量超过 40 万件；墙体保温材料主要为加气混凝土，公司是华北地区最大的加气混凝土生产企业，年产能达 100 万立方米；公司亦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。2022 年，公司的新材料业务实现营收 107.71 亿元，同比基本持平，业务毛利率 13.67%，同比上升 2.83 个百分点。

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，目前年贸易量已超过千万吨。建材产品代理业务以北京金隅商贸有限公司为主要经营主体，其中陶瓷卫浴品牌代理占比最大，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。2022 年，公司商贸物流业务营收为 344.79 亿元，同比小幅增长，毛利率 1.72%，商贸物流业务对公司营收形成有效补充但利润贡献仍较低。

整体来看，公司作为建材行业的龙头企业，以水泥为核心，同时形成墙体保温材料、家具木业等上下游配套的完整建材产业链和装饰装修等产品及服务在内的联动机制，构成全产业链协同发展格局，为公司持续发展奠定基础。

**公司房地产开发业务在京津冀地区享有一定的知名度，但需关注该业务板块面临的资本支出和存货去化压力；此外公司还拥有较大规模的投资性物业，地理位置优越且出租率保持在较高水平，可较好的为公司贡献现金流。**

公司房地产业务的运营主体为全资子公司北京金隅地产开发集团有限公司（以下简称“金隅地产”），以自主开发为主。截至 2022 年末，公司主要在建项目共 35 个，分布在北京、合肥、南京、杭州、海口等地，规划总投资额 1,616.62 亿元，包括商品房项目 1,471.84 亿元和保障性住房 144.78

亿元，尚需投资额为 390.12 亿元，未来仍存在较大的资本支出压力。2022 年，受房地产市场下行等因素影响，公司签约销售面积和销售金额分别同比下降 38.02% 和 12.77%，但由于当期主要销售区域集中在北京、上海、杭州等一线城市，单价较高，使得 2022 年销售均价大幅上涨。此外，公司部分项目区位一般或地价较高，存在去化速度缓慢的情况，中诚信国际将对该类项目的去化和资产减值情况保持关注。

**表 4：近年来公司房地产开发情况（万平方米、元/平方米、亿元）**

项目	2020	2021	2022
新开工面积	176.35	79.40	98.72
竣工面积	223.89	402.43	206.35
签约销售面积	194.51	147.84	91.63
销售均价	26,854	25,228	35,505
签约销售金额	522.33	372.97	325.33
结转面积	151.88	183.36	124.42
其中：商品房	121.56	172.99	119.94
政策性住房	30.32	10.37	4.47

资料来源：公司提供

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 0.29 倍、0.59 倍和 0.36 倍，拿地节奏相对缓慢。截至 2022 年末，公司权益口径土地储备面积合计 660.94 万平方米，主要分布于重庆、天津等地。

此外，公司仍拥有一定规模的投资物业及物业管理收入。其中，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 年末，相关物业管理面积约 1,515.7 万平方米，当期物业管理实现收入 8.98 亿元，同比下降 12.55%。同时，公司在北京拥有环贸中心、腾达大厦以及金隅大厦等优质的投资性物业，前述物业主要分布在北京三环以内市区，地理位置优越。截至 2022 年末，公司在北京、天津地区持有的投资性物业面积合计为 217.9 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 165.4 万平方米，近年来出租率维持在 80% 左右。2022 年公司实现租赁收入 16.18 亿元，同比小幅下降，毛利率保持在 90% 以上。

总体上，受房地产调控政策等因素影响，公司地产项目开发进度有所放缓，未来亦将坚持“保交用、抓销售、去库存”的发展思路谨慎开展房地产业务，并将根据房地产市场变化情况适时调整投资计划。中诚信国际将对公司地产业务的资本支出压力、项目去化和减值情况保持关注。此外，公司拥有的投资性物业可为其带来较好的现金流。

**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。**

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 年末主要在建项目计划总投资 54.53 亿元，累计已投入 45.18 亿元，尚需投入 9.35 亿元。总体来看，公司除房地产板块外的项目未来投资规模较小，建成投产后将提升相关板块产能规模。

**表 5：截至 2022 年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
------	-----	-----	--------

大厂金隅天坛家具-80万标件项目	5.59	3.63	1.96
北京金隅平谷水泥-砂浆项目、数字链项目	5.21	3.29	1.92
冀东水泥铜川-新建熟料水泥生产线项目	15.60	15.29	0.31
八达岭温泉-度假村升级改造	7.30	7.08	0.22
<b>合计</b>	<b>33.70</b>	<b>29.29</b>	<b>4.41</b>

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，金隅集团财务杠杆水平持续优化，经营获现能力很强，利润结构较优，但受行业需求下滑影响，盈利水平明显下降。公司投资支出压力较大，偿债指标有待提升。

公司以经营性业务利润为主的利润结构较优，但跟踪期内，受市场需求回落和燃料价格上涨影响，公司盈利水平明显下降，房地产存货跌价损失对利润的侵蚀情况亦有待关注。

2022 年，公司营业总收入同比下降 16.83%，营业毛利率同比下降 1.30 个百分点。其中，受水泥市场需求收缩以及煤炭价格上升等因素影响，建材产品产销量大幅收缩，公司绿色建材板块营业收入同比减少 4.26%，毛利率同比下降 3.03 个百分点；同时，多地房地产市场下行、多个期房项目停工等不利因素频出，导致地产开发及运营板块营业收入同比下降 40.55%，板块毛利率有所上升。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>绿色建材</b>	<b>768.58</b>	<b>18.14</b>	<b>817.54</b>	<b>15.87</b>	<b>782.74</b>	<b>12.83</b>
其中：水泥及相关业务	334.99	32.48	343.51	28.74	318.92	20.96
混凝土	63.79	13.03	59.04	10.62	46.33	8.03
商贸物流	291.66	1.35	334.84	1.69	344.79	1.72
新材料	82.30	9.03	109.79	10.84	107.71	13.67
服务及其他	13.78	78.74	14.08	78.20	13.43	73.49
<b>地产开发及运营</b>	<b>342.66</b>	<b>18.57</b>	<b>434.79</b>	<b>16.52</b>	<b>258.49</b>	<b>21.76</b>
其中：房地产开发	313.14	14.35	397.30	12.91	230.62	17.14
物业运营	29.52	63.35	37.49	54.76	27.86	60.16
板块抵消	-37.91	--	-26.09	--	-19.04	--
<b>主营业务</b>	<b>1,073.34</b>	<b>18.89</b>	<b>1,226.24</b>	<b>15.79</b>	<b>1,022.19</b>	<b>14.65</b>
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>1,080.05</b>	<b>19.03</b>	<b>1,236.34</b>	<b>16.23</b>	<b>1,028.22</b>	<b>14.93</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，跟踪期内公司期间费用同比上涨 1.69%。其中，随着水泥等建材产品销量下降，销售费用有所减少；财务费用有所增加主要系受当期借款费用资本化金额同比减少影响。整体来看，2022 年公司期间费用规模相对稳定，但营收下降导致期间费用率有所增长。

公司利润主要来源于经营性盈利，2022 年受前述不利因素挤压，经营性业务利润同比下降 67.42%。同时，由于公司对合联营企业的投资收益同比减少，当期投资收益有所下降；由于 2022 年公司收到补偿款同比减少，当期营业外损益亦有所下降。此外，中诚信国际关注到，以房地产在建及完工项目计提存货跌价损失为主的资产减值损失对公司利润形成较大侵蚀，尽管当期处置

无形资产收到的补偿款<sup>1</sup>同比增加，但 2022 年公司利润总额和净利润仍同比分别下降 57.81% 和 66.62%，EBIT 亦明显下降，EBIT 利润率进一步下滑，公司盈利水平明显弱化。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
销售费用	23.39	26.59	23.70
管理费用	63.40	68.42	69.58
财务费用	31.61	23.72	26.88
期间费用率	11.21	9.88	12.09
经营性业务利润	72.96	69.65	22.69
资产减值损失	7.17	10.09	8.28
信用减值损失	3.59	3.55	4.53
投资收益	6.87	7.93	2.51
利润总额	77.94	78.81	33.25
EBIT	105.83	95.95	45.59
EBIT 利润率	9.80	7.76	4.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内公司总资产、总负债及权益规模均有所下降，财务杠杆持续优化，以长期债务为主的债务结构较优。**

2022 年末，公司资产规模小幅下降，结构以流动资产为主，但占比略有减少。公司存货主要包括房地产板块的开发成本、开发产品等，随着项目开发节奏放缓，公司开发成本逐年下降，开发产品则随着项目完工结转维持在一定规模。截至 2022 年末，公司计提存货跌价准备 15.56 亿元，其中房地产开发相关的跌价准备 12.78 亿元，中诚信国际注意到公司部分项目货值较大，相关房地产项目的去化及后续减值情况值得关注。公司经营效率较高，货款回收较为及时，应收账款占比不高。但由于偿还到期债务以及投资支出，2022 年末公司货币资金进一步减少。

公司负债以流动负债为主，主要由短期借款、应付账款、合同负债和一年内到期的非流动负债等构成。合同负债主要为预收房款，2022 年得益于上海杨浦项目等楼盘开盘售罄，期末合同负债有所增长。有息债务方面，公司主要依赖银行贷款及发行债券的方式进行外部融资，2022 年末银行借款有所增长，但超短期融资券规模缩减及部分公司债到期使得公司总债务进一步下降，但整体规模仍较大，债务期限结构基本保持稳定且较优，2022 年末短期债务占比 40.02%。

2022 年末公司所有者权益规模小幅下降，其中永续期公司债增发导致年末其他权益工具有所增长，但同时归母净利润大幅下滑加之现金股利分配同比增长，公司年末未分配利润同比下降。2022 年公司派发 2021 年度现金股利 11.10 亿元，占当年归属于上市公司股东净利润的 37.86%，分红比例有所提升，但分红政策仍保持相对稳健。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

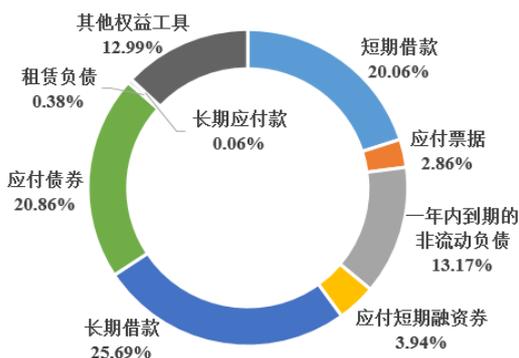
	2020	2021	2022
货币资金	286.44	219.22	159.96
存货	1,205.93	1,169.29	1,111.84
投资性房地产	306.84	360.92	387.06
固定资产	437.14	443.71	436.54
无形资产	161.94	162.81	158.87

<sup>1</sup> 主要系公司为配合北京南中轴线开发，推进北京市丰台区大红门棚户区改造，公司完成北木南厂地块收储相关工作的收益。

流动资产占比	62.70	59.35	55.71
<b>总资产</b>	<b>2,913.52</b>	<b>2,863.57</b>	<b>2,815.20</b>
短期借款	308.23	251.41	254.83
应付账款	180.82	197.97	190.27
其他应付款	78.96	97.02	92.41
合同负债	289.06	268.23	303.58
其他流动负债	113.93	93.08	66.80
长期借款	377.77	290.02	326.37
应付债券	315.72	335.00	264.94
流动负债占比	60.34	62.75	63.68
<b>总负债</b>	<b>1,968.96</b>	<b>1,908.23</b>	<b>1,866.24</b>
短期债务/总债务	36.29	39.26	40.02
<b>总债务</b>	<b>1,354.99</b>	<b>1,298.70</b>	<b>1,270.30</b>
实收资本或股本	106.78	106.78	106.78
其他权益工具	165.22	159.89	164.99
未分配利润	267.88	281.04	271.56
<b>所有者权益合计</b>	<b>944.56</b>	<b>955.34</b>	<b>948.96</b>
资产负债率	67.58	66.64	66.29
总资本化比率	63.49	62.02	61.84

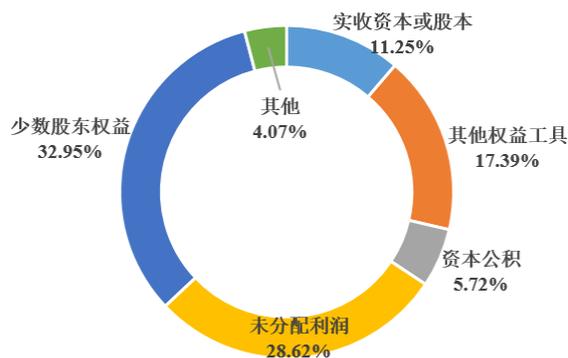
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司经营获现能力很强，但投资支出压力较大。公司债务规模较大，随着盈利水平下降，偿债指标整体有所弱化，内部流动性下降，但凭借其很强的外部融资能力，仍可实现到期债务续接。

跟踪期内，公司维持很强的经营获现能力，经营性净现金流保持大额流入状态。公司投资活动资金支出主要系用于房地产在建项目的投入以及合作拿地支出，2022 年投资活动现金维持净流出态势。公司一直保持较为稳定的外部融资规模，近年来公司积极偿还债务，筹资活动现金流保持大额净流出态势，2022 年偿还债务支付的现金同比有所下降，使得当期筹资活动现金净流出规模同比收缩。

偿债指标方面，2022 年末总债务有所下降，但当期 EBITDA 明显下降，导致 EBITDA 对债务本息的覆盖能力均有所弱化。截至 2022 年末，公司非受限货币资金 97.75 亿元，货币资金规模持续下降导致其对短期债务的覆盖能力呈弱化态势。此外，2022 年 FFO 亦大幅减少，FFO 对总债务的覆盖倍数同比下降。整体来看，公司偿债能力相关指标有所弱化，内部流动性略有降低，但

凭借其多重外部融资渠道及很强的外部融资能力，仍可实现到期债务续接。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022
经营活动净现金流	154.56	137.34	139.65
投资活动净现金流	-25.65	-64.03	-67.32
筹资活动净现金流	-60.72	-142.10	-126.65
非受限货币资金/短期债务	0.45	0.30	0.19
总债务/EBITDA	8.94	9.13	13.42
EBITDA 利息保障倍数	2.07	2.48	1.63
FFO/总债务	0.04	0.04	0.02

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司共获得银行授信总额 1,917.81 亿元，尚未使用的授信余额为 744.53 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和唐山冀东装备工程股份有限公司（以下简称“冀东装备”）亦为 A 股上市公司，拥有多重股权融资渠道。

截至 2022 年末，公司受限资产账面价值 499.09 亿元，占当期末资产总额的 17.73%。其中，公司以 114.03 亿元的存货、10.99 亿元的固定资产、107.77 亿元的投资性房地产、53.59 亿元的土地使用权、0.89 亿元的在建工程作为抵押，以 103.43 亿元的股权投资作为质押，共取得长期借款 118.03 亿元；公司用于担保的受限货币资金 19.08 亿元，房地产预售款受限资金 41.01 亿元；另有受限应收票据 0.35 亿元，受限应收款项融资 2.10 亿元，受限存货 43.73 亿元以及其他受限资产 2.12 亿元。

截至 2022 年末，公司对外担保金额合计 16.58 亿元，被担保方均为国有企业，或有风险较为可控。同期末，公司无重大未决诉讼，因未决诉讼产生的预计负债为 0.02 亿元。

**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，2020 年~2023 年 3 月 10 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。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

- 2023 年，公司继续保持区域竞争优势，预计产能规模相对稳定。
- 2023 年，下游需求维持低位及上游成本高企态势仍然存在，预计公司盈利空间继续承压。
- 2023 年，在债务集中到期偿付及在手项目投资推进共同影响下，预计公司总债务规模小幅下降。

### 预测

表 10：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
------	----------	----------	---------

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

总资本化比率	62.02	61.82	61.0~61.5
总债务/EBITDA	9.13	13.42	11~12

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，金隅集团的流动性尚可，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。**

公司经营获现能力很强，合并口径现金及等价物以及流动性储备对短期债务覆盖程度较好。截至 2022 年末，公司非受限货币资金为 97.75 亿元；同期末，公司共获得各银行综合授信额度 1,917.81 亿元，其中尚未使用额度为 744.53 亿元，相对于 2023 年内到期的债务规模，备用流动性较充足。

公司资金流出主要用于新增外部投资以及债务的还本付息。近两年公司投资活动现金流缺口均在 60~70 亿元。此外，2020~2022 年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出合计为 231.58 亿元。综上所述，公司资金平衡状况尚可，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

**表 11：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）**

	2023 年内到期	2024 年内到期	2025 年内到期	2026 年及以后
<b>合并口径</b>	<b>470.59</b>	<b>241.51</b>	<b>243.31</b>	<b>106.49</b>
银行融资	337.61	92.53	128.31	86.73
公开债务	127.98	132.18	115.00	17.76
其他	5.00	16.80	--	2.00
<b>本部口径</b>	<b>469.66</b>	<b>154.14</b>	<b>139.69</b>	<b>71.67</b>
银行融资	336.68	54.31	44.69	69.67
公开债务	127.98	99.83	95.00	--
其他	5.00	--	--	2.00

注：公司统计口径与中诚信国际口径存在差异，公司统计中不含永续债、应付票据等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，优于行业内大部分企业，潜在 ESG 风险较小。**

环境方面，作为水泥生产企业，公司在生产过程中面临的能源消耗和环境保护问题较为突出。对此，公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大。截止目前，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近一年以来未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司已建立较为完善的法人治理结构，股东大会是公司的最高决策机关，下设董事会，对股东大会负责，董事会由 10 名董事组成，其中独立董事 5 名，设董事长 1

<sup>3</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

人。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 6 名监事组成，设主席 1 人，其中职工代表 3 名。2023 年 2 月，公司董事长、总经理及法定代表人发生变更，系正常职务调整，中诚信国际认为，其变更前后的日常管理、职能定位和业务运营等未发生实质性变化，变更事项对公司信用水平无实质性影响。内控方面，公司制定了详尽的内部控制制度，主要包括对子公司的管理、预算管理、财务管理、资金管理、投融资管理、担保管理、关联交易管理、环保节能管理、信息披露管理和突发事件应急管理等。资金管理方面，公司制定了《北京金隅集团股份有限公司资金归集管理办法》，公司对成员单位实行收支两条线和集中对外支付相结合的资金管理模式，除基本账户保留少量资金外，成员单位资金需归集到公司的全资子公司北京金隅财务有限公司（以下简称“金隅财务”），金隅财务根据成员单位的需求，统一办理对外支付；北京国管对公司无资金归集要求。战略方面，“十四五”期间，公司将坚持创新与资本双轮驱动，产融结合；坚持立足国内，拓展国际；坚持绿色智能，低碳生态；坚持优化转型，以互联网+融合改造提升传统产业；坚持质量和效益并重，持续做强做优做大核心基础产业，加快培育发展新兴产业。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

## 外部支持

**公司作为北京市大型国企，在资源整合、信用背书、融资渠道等方面可以获得政府和股东的大力支持。**

公司是北京国管旗下的北京市大型国有企业，在重点项目推进、土地转化等方面可以获得股东及政府的支持和背书。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。公司作为北京国管旗下 A+H 股上市公司，下属子公司冀东水泥和冀东装备亦为 A 股上市公司，拥有多重股权融资渠道。此外，公司先后在银行间、交易所市场公开发行多期中期票据、短期融资券、公司债等多个品种的直接债务融资工具，债务融资能力极强，为业务的持续发展提供有力保障。

## 同行业比较

中诚信国际选取了安徽海螺水泥股份有限公司、华新水泥股份有限公司作为金隅集团的可比公司，上述公司均为大型水泥企业，具有较高的可比性。

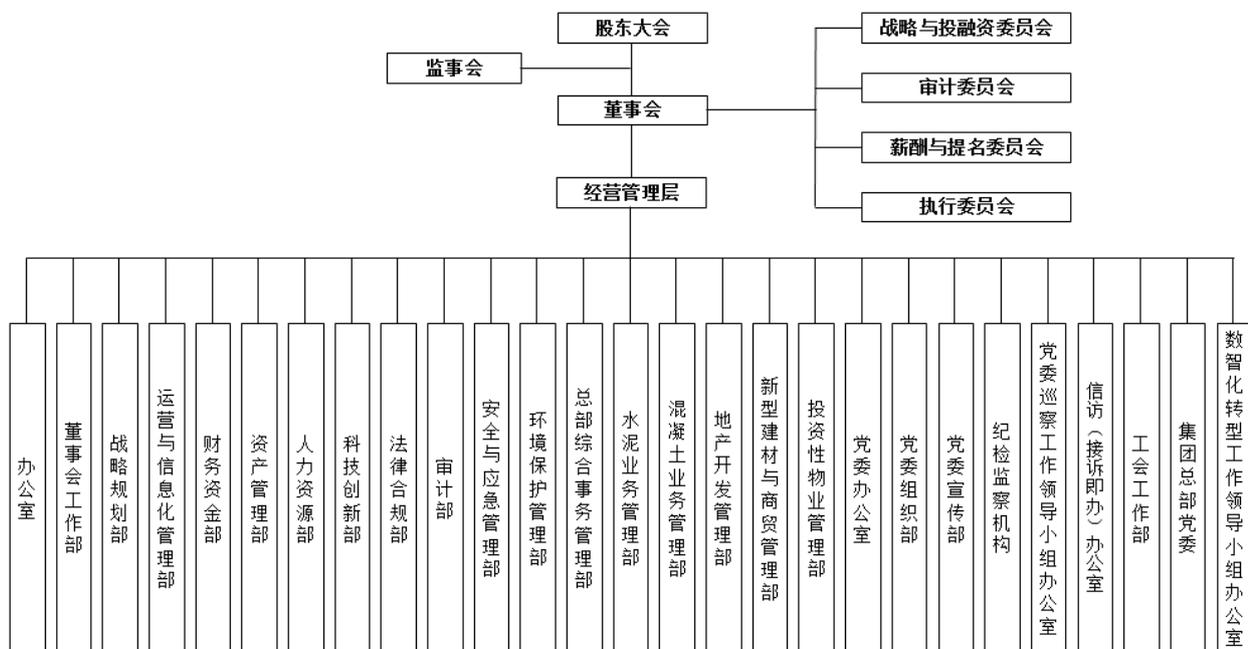
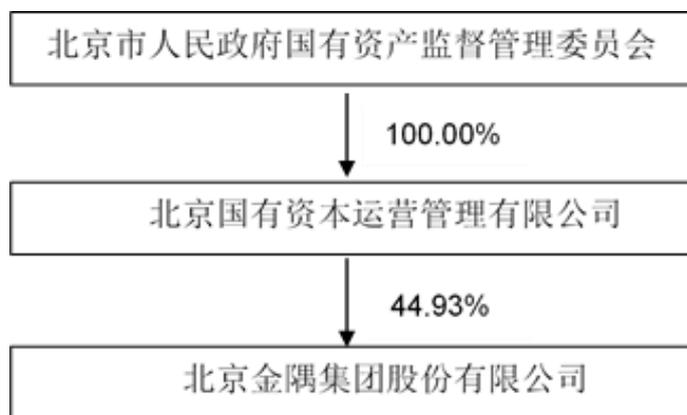
**中诚信国际认为，与同行业相比，金隅集团水泥产能处于较高水平，具有明显的规模优势。布局方面，金隅集团产能布局主要围绕华北地区，区域内市场占有率和品牌知名度突出。与海螺水泥和华新水泥相比，公司业务多元化程度高，新型建材、商贸物流等业务的开展提升了公司营收规模，但其盈利能力相对较弱，对利润贡献有限；房地产开发板块使公司面临较大的资本支出和存货去化压力，亦使得公司财务杠杆水平高于同行业。**

## 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”、“22 金隅 Y5”、“22 金隅 Y6”和“23 金隅 MTN001”的信用等级为 **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：亿元）	2020	2021	2022
货币资金	286.44	219.22	159.96
应收账款	76.58	75.24	76.18
其他应收款	74.85	94.33	73.57
存货	1,205.93	1,169.29	1,111.84
长期投资	53.31	75.72	99.30
固定资产	437.14	443.71	436.54
在建工程	24.60	19.01	36.05
无形资产	161.94	162.81	158.87
资产总计	2,913.52	2,863.57	2,815.20
其他应付款	78.96	97.02	92.41
短期债务	491.70	509.84	508.41
长期债务	863.30	788.86	761.89
总债务	1,354.99	1,298.70	1,270.30
净债务	1,133.49	1,146.24	1,172.55
负债合计	1,968.96	1,908.23	1,866.24
所有者权益合计	944.56	955.34	948.96
利息支出	73.30	57.38	58.14
营业总收入	1,080.05	1,236.34	1,028.22
经营性业务利润	72.96	69.65	22.69
投资收益	6.87	7.93	2.51
净利润	51.56	52.13	17.40
EBIT	105.83	95.95	45.59
EBITDA	151.64	142.27	94.62
经营活动产生的现金流量净额	154.56	137.34	139.65
投资活动产生的现金流量净额	-25.65	-64.03	-67.32
筹资活动产生的现金流量净额	-60.72	-142.10	-126.65

财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	19.03	16.23	14.93
期间费用率（%）	11.21	9.88	12.09
EBIT 利润率（%）	9.80	7.76	4.43
总资产收益率（%）	3.63	3.32	1.61
流动比率（X）	1.54	1.42	1.32
速动比率（X）	0.52	0.44	0.38
存货周转率（X）	0.73	0.87	0.77
应收账款周转率（X）	14.10	16.29	13.58
资产负债率（%）	67.58	66.64	66.29
总资本化比率（%）	63.49	62.02	61.84
短期债务/总债务（%）	36.29	39.26	40.02
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.06	0.06	0.06
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.17	0.15	0.16
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	2.11	2.39	2.40
总债务/EBITDA（X）	8.94	9.13	13.42
EBITDA/短期债务（X）	0.31	0.28	0.19
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.07	2.48	1.63
EBIT 利息保障倍数（X）	1.44	1.67	0.78
FFO/总债务（X）	0.04	0.04	0.02

注：中诚信国际分析时将公司计入其他权益工具中的永续债调整至长期债务，将计入长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
经营效率	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
	现金周转天数	
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn