



北京金隅集团股份有限公司

2025 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[2025]跟踪 0149 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 4 月 24 日

本次跟踪发行人及评级结果	北京金隅集团股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“23 金隅 MTN002”、“23 金隅 MTN004”、“23 金隅 MTN005”、“23 金隅 MTN006”、“24 金隅 MTN001”、“24 金隅 MTN002”、“25 金隅 MTN001”、“20 金隅 02”、“20 金隅 03”、“20 金隅 04”、“21 金隅 01”、“22 金隅 Y2”、“22 金隅 Y4”、“22 金隅 Y5”、“22 金隅 Y6”、“金隅 KY02”、“金隅 KY03”、“金隅 KY04”、“金隅 KY05”、“金隅 KY06”、“金隅 KY07”、“金隅 KY08”、“金隅 KY09”、“金隅 KY10”	AAA
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。	
评级观点	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”）水泥业务保持突出的产能规模优势，在华北地区领先的市场地位相对稳固；水泥产业链延伸、新型建材及商贸物流等板块一体化发展有助于增强产业发展竞争力；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房地产和水泥行业的下游需求疲弱导致公司盈利及经营获现水平持续承压；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；行业下行期公司资金需求增加，债务规模和财务杠杆上升较快等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：公司盈利能力持续明显恶化，财务杠杆水平显著升高导致偿债能力大幅下滑等。</p>	
正 面		
<ul style="list-style-type: none">■ 公司水泥业务保持突出的产能规模优势，在华北地区领先的市场地位相对稳固■ 水泥产业链延伸、新型建材及商贸物流等板块一体化发展有助于增强产业发展竞争力■ 具有很强的外部融资能力		
关 注		
<ul style="list-style-type: none">■ 房地产和水泥行业的下游需求疲弱导致公司盈利及经营获现水平持续承压■ 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■ 行业下行期公司资金需求增加，债务规模和财务杠杆上升较快		

项目负责人：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨雨茜 yqyang@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）	2022	2023	2024
总资产（亿元）	2,815.60	2,696.79	2,639.96
所有者权益合计（亿元）	948.96	943.64	921.17
总负债（亿元）	1,866.64	1,753.15	1,718.78
总债务（亿元）	1,270.30	1,387.10	1,550.82
营业总收入（亿元）	1,028.22	1,079.56	1,107.12
净利润（亿元）	17.40	-12.87	-15.34
EBIT（亿元）	45.59	14.13	21.23
EBITDA（亿元）	94.62	66.61	75.00
经营活动净现金流（亿元）	139.65	71.41	-53.16
营业毛利率(%)	14.93	11.10	10.46
总资产收益率(%)	1.62	0.51	0.80
EBIT利润率(%)	4.43	1.31	1.92
资产负债率(%)	66.30	65.01	65.11
总资本化比率(%)	61.84	67.46	71.55
总债务/EBITDA(X)	13.42	20.82	20.68
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.63	1.38	1.47
FFO/总债务(X)	0.02	0.01	0.005

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 2022 年~2024 年审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计口径包括长期应付款中带息债务和其他权益工具中的永续债；3、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。

● 同行业比较（2024 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 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	水泥业务毛利 率(%)	经营活动净现 金流(亿元)
海螺水泥	4.03	2,546.35	21.31	910.30	76.63	25.03	184.76
华新水泥	1.26	695.13	49.80	342.17	29.53	23.75	59.77
金隅集团	1.83	2,639.96	65.11	1,107.12	-15.34	9.52*	-53.16

中诚信国际认为，与同行业相比，金隅集团水泥产能靠前，在华北地区市占率领先，但其盈利能力经营获现能力相对较弱；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：1、“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；2、华新水泥的水泥产能含联营企业产能；3、海螺水泥的水泥业务毛利率根据公开披露的“建材行业（自产品销售）-42.5 级水泥以及建材行业（自产品销售）-32.5 级水泥”收入和成本数据合并计算得到；4、金隅集团未披露水泥业务毛利率，表中列示数据为绿色建材板块毛利率。

资料来源：中诚信国际整理

● 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
23 金隅 MTN002	AAA	AAA	2024/4/25	20.00	20.00	2023/5/25~2025/5/25 (2+N)	延期，调整票面利率，赎回，利息递延权，持有人救济
23 金隅 MTN004	AAA	AAA	2024/4/25	15.00	15.00	2023/9/20~2025/9/20 (2+N)	利息递延权，持有人救济，延期，调整票面利率，赎回
23 金隅 MTN005	AAA	AAA	2024/4/25	10.00	10.00	2023/10/26~2025/10/26 (2+N)	延期，赎回，调整票面利率，利息递延权，持有人救济
23 金隅 MTN006	AAA	AAA	2024/4/25	15.00	15.00	2023/11/21~2025/11/21 (2+N)	延期，持有人救济，利息递延权，调整票面利率，赎回
24 金隅 MTN001	AAA	AAA	2024/4/25	15.00	15.00	2024/2/6~2031/02/06(5+2)	调整票面利率，回售
24 金隅 MTN002	AAA	AAA	2024/4/25	20.00	20.00	2024/3/4~2031/3/4 (5+2)	调整票面利率，回售
25 金隅 MTN001	AAA	AAA	2025/2/8	15.00	15.00	2025/02/17~2028/02/17(3+N)	延期，赎回，调整票面利率，利息递延权，持有人救济
20 金隅02	AAA	AAA	2024/4/25	45.00	31.99	2020/01/10~2027/01/10	调整票面利率，回售

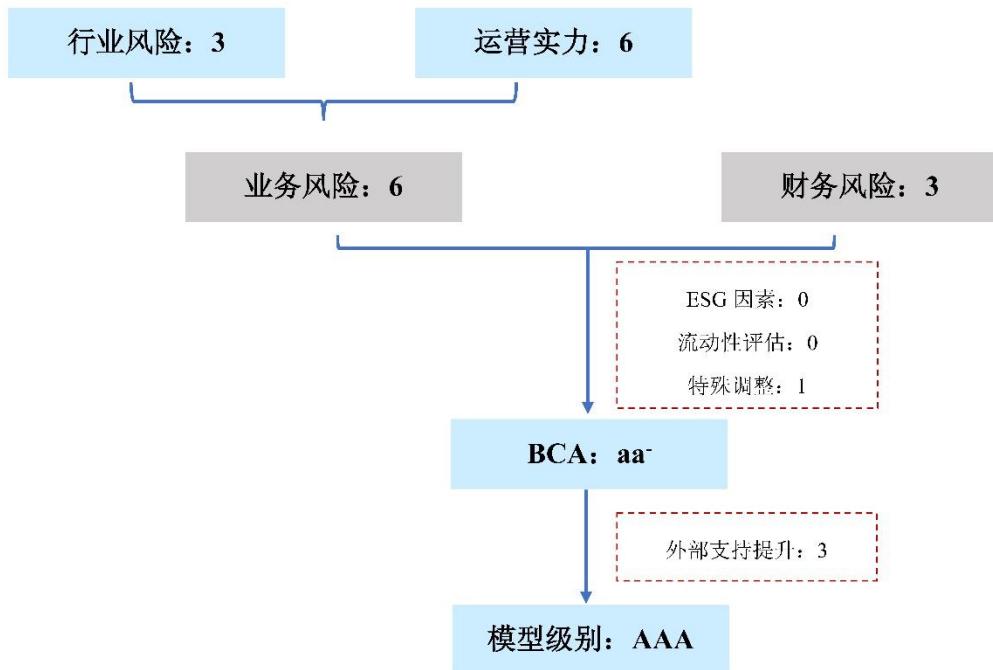
							(5+2)
20 金隅 03	AAA	AAA	2024/4/25	20.00	20.00	2020/06/16~2025/06/16 (3+2)	调整票面利率, 回售
20 金隅 04	AAA	AAA	2024/4/25	15.00	8.79	2020/08/14~2025/08/14 (3+2)	调整票面利率, 回售
21 金隅 01	AAA	AAA	2024/4/25	20.00	13.88	2021/11/22~2026/11/22 (3+2)	调整票面利率, 回售, 偿债保障承诺
22 金隅 Y2	AAA	AAA	2024/4/25	5.00	5.00	2022/01/07~2027/01/07 (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	2024/4/25	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	2024/4/25	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	2024/4/25	5.00	5.00	2022/08/23~2027/08/23 (5+N)	续期选择权, 利息递延权, 赎回, 偿债保障承诺
金隅 KY02	AAA	AAA	2024/4/25	20.00	20.00	2023/4/21~2026/4/21 (3+N)	调整票面利率, 延期, 有条件赎回, 利息递延权, 偿债保障承诺
金隅 KY03	AAA	AAA	2024/4/25	20.00	20.00	2023/5/11~2026/5/11 (3+N)	调整票面利率, 有条件赎回, 延期, 利息递延权, 偿债保障承诺
金隅 KY04	AAA	AAA	2024/4/25	5.00	5.00	2023/6/6~2025/6/6 (2+N)	偿债保障承诺, 调整票面利率, 有条件赎回, 延期, 利息递延权
金隅 KY05	AAA	AAA	2024/4/25	30.00	30.00	2023/6/6~2026/06/06 (3+N)	调整票面利率, 有条件赎回, 延期, 利息递延权, 偿债保障承诺
金隅 KY06	AAA	AAA	2024/4/18	15.00	15.00	2024/4/26~2027/4/26(3+N)	有条件赎回, 延期, 利息递延权, 偿债保障承诺, 调整票面利率
金隅 KY07	AAA	AAA	2024/8/1	10.00	10.00	2024/08/12~2027/08/12(3+N)	有条件赎回, 延期, 利息递延权, 偿债保障承诺, 调整票面利率
金隅 KY08	AAA	AAA	2024/8/1	5.00	5.00	2024/08/12~2029/08/12(5+N)	有条件赎回, 延期, 利息递延权, 偿债保障承诺, 调整票面利率
金隅 KY09	AAA	AAA	2024/11/22	5.00	5.00	2024/12/02~2026/12/02(2+N)	有条件赎回, 延期, 利息递延权, 偿债保障承诺, 调整票面利率
金隅 KY10	AAA	AAA	2024/11/22	10.00	10.00	2024/12/02~2027/12/02(3+N)	有条件赎回, 延期, 利息递延权, 偿债保障承诺, 调整票面利率

注：债券余额为 2025 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
金隅集团	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/4/28 至本报告出具日

● 评级模型

北京金隅集团股份有限公司评级模型打分(C190100_2024_05_2025_1)



注:

调整项: 公司财务风险得分较低，但其融资渠道很畅通，融资成本也较低，实际财务风险较低，对公司信用水平有提升作用。

外部支持: 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”）的重要子公司以及北京市大型国有企业，在资源整合、业务发展及融资渠道等方面均可以获得政府和股东的大力支持，外部支持调升 3 个子级。

方法论: 中诚信国际水泥行业评级方法与模型 C190100_2022_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年中国经济运行稳中趋缓，一揽子增量政策实施后呈现明显筑底企稳迹象。政策转型释放出更多积极因素，支撑 2025 年中国经济持续回升向好。但中国经济仍然面临多重风险与挑战，稳中求进需要政策更加积极有力，加大超常规逆周期调节力度。

详见《筑底企稳、稳中求进的中国经济—2024 年宏观经济及大类资产配置分析与 2025 年展望》，报告链接
<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11667?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2024 年国内供需失衡格局加剧使得水泥行业面临较大的下行压力，行业经营业绩降至历史低位。2025 年，在更加积极的宏观政策刺激下，水泥需求降幅或有望收窄，但行业景气度仍偏弱，预计企业经营仍将承压，需对区域分布单一、经营获现及成本控制能力不强、财务杠杆高企及偿债指标边际恶化较大的企业经营及偿债压力保持关注。

2024 年，水泥行业仍面临较大的下行压力。需求端来看，国内下游基建投资增速放缓，地产行业仍持续筑底，水泥需求延续弱势运行态势，2024 年国内水泥产量连续第四年下滑。供给端来看，虽然错峰限产周期延长、双碳等一系列政策趋严执行有助于优化行业供给格局，但行业产能过剩局面依然严峻。供需结构失衡使得水泥库存偏高，价格维持低位震荡态势，行业效益持续下滑，企业亏损程度亦有所扩大，经营获现水平下降使得企业偿债指标普遍弱化。展望 2025 年，宏观政策基调明显更为积极，在政策、资金落地节奏有序和执行力度到位的前提下，水泥行业需求或在短期内有所支撑，但长期来看，水泥行业需求下行是经济结构转型的必然结果，行业景气度仍然偏弱；同时，错峰限产、产能置换及“双碳”等政策仍将在较长时间内影响行业供给，2025 年产能去化情况有赖于政策执行力度和行业反“内卷”式竞争。预计在供需关系未有明显改善的情况下，2025 年水泥价格或仍将延续低位震荡走势，难以形成趋势性反弹，行业经营效益或仍将承压。同时，在行业下行周期中，区域分布单一、经营获现及成本控制能力不强、财务杠杆高企及偿债指标边际恶化较大的水泥企业所面临的经营及偿债压力值得持续关注。

详见《中国水泥行业展望，2025 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11689?type=1>

2024 年房地产行业销售规模降幅同比扩大，土地投资及新开工仍处于低位，房企主要偿债指标趋弱，但政策刺激为市场注入信心，各项利好政策密集出台，融资环境持续改善，预计 2025 年行业销售及投资下行压力仍在，但考虑到利好政策深度及广度仍有提升空间，行业基本面仍将以改善修复为主基调。

2024 年房地产行业继续呈调整态势，上半年“517”新政以及下半年“924”新政为市场注入信心，行业呈阶段性回温态势，高能级核心城市恢复尤为明显；受土地供给量价齐跌、销售持续下滑、库存规模高企等因素影响，2024 年行业土地投资与开发规模仍处于低位。行业融资政策进一步宽松，“白名单”等政策亦不断推进，融资环境持续改善，但需警惕各类舆情对房企公开市场融资的影响。预计 2025 年，在经济恢复缓慢的背景下，居民收入预期未能根本性扭转，购房信心仍不足，市场持续筑底，但在“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”背景下，政策端有望

持续发力，托底行业基本面。

详见《中国房地产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11651?type=1>

中诚信国际认为，金隅集团水泥产品保持突出的规模优势，在华北地区市场地位稳固，跟踪期内市场需求走弱和水泥价格低位运行使其盈利持续承压，公司加大区域布局和一体化发展以增强产业韧性，骨料及新材料业务等收入增长较好，但当年地产板块拿地支出同比上升，该业务面临的资本支出和去化压力仍值得关注。

跟踪期内，公司产权结构和两会一层¹均无较大变化，通过收购及股权置换方式扩充建材产品产能和区域布局，战略方向较明确，收购资产的后续经营表现有待关注。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人均未发生变化，董监高较为稳定。截至 2024 年末，公司股本为 106.78 亿元，北京国有资本运营管理有限公司为公司控股股东，持股比例为 45.26%，北京市国资委为公司实际控制人。

2024 年，公司通过子公司冀东水泥及其下属公司完成对双鸭山新时代水泥有限责任公司（以下简称“双鸭山水泥”）等 3 家企业 100% 股权的并购，通过子公司北京金隅新型建材产业化集团有限公司完成对浙江金隅杭加绿建科技有限公司（以下简称“金隅杭加”） 53.93% 股权置换工作，合并范围有所扩大，公司水泥和混凝土等建材产品的产能和区域布局随之扩充，但目前国内水泥和混凝土市场景气度仍处于低位，需对被收购资产的后续经营表现和投资回报率保持关注。

战略规划方面，公司持续做大做强建材和房地产两大主业，建材板块以拓市场、降成本为主要目标导向，并增强产业链供应链韧性；地产板块转变发展方式，深度参与城市更新，拓展房地产发展新路径，战略方向较明确。

公司水泥主业规模优势突出，跟踪期内水泥、骨料和混凝土等产能及危固废处理能力进一步增加，业务多元化程度有所提升，但当年水泥产量受市场需求影响有所下滑。

公司作为全国第三大、北方第一大水泥生产企业，保持突出的规模优势。2024 年，公司在行业低谷期通过收购方式补齐在东北部分区域产能布局²，并通过购买其他股东股权实现海外产线的全资控股，当年在黑龙江省双鸭山市和南非林波波省塔巴津比市各新增一条熟料和水泥产线。截至 2024 年末，公司水泥熟料及水泥产能分别为 10,766 万吨/年（含少量联合营产能）和 18,287 万吨/年³，除新增产能外较 2023 年末变动不大⁴。产能布局方面，公司仍以京津冀为核心战略区域，生产线主要分布在京津冀、山西及陕西等华北地区，截至 2024 年末，京津冀核心区域水泥熟料产能和水泥产能比重分别为 48.10% 和 44.67%。

表 1：截至 2024 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	295	560
天津区域	1	62	471

¹ 公司董事会由 10 名成员构成，包含董事长 1 名，执行董事 3 名，非执行董事 1 名，职工董事 1 名，独立董事 4 名。

² 2024 年 12 月，公司完成对双鸭山水泥 100%、闻喜鑫海天混凝土有限公司（以下简称“闻喜商混”）100% 股权及运城市海鑫海天混凝土有限公司（以下简称“运城商混”）100% 股权的收购及并表，收购价款分别为 6.35 亿元和 0.71 亿元（闻喜商混和运城商混合计值）；2025 年一季度，公司完成对关于收购辽宁恒威水泥集团有限公司及其关联企业股权的收购和并表，收购价款为 4.28 亿元。

³ 2024 年按照最近各地区运转政策对窑设计产能进行了调整（设计产能=日产能*310 天），故熟料产能略有变化，全文同。

⁴ 河北地区水泥熟料二合一产线完成技术改造，熟料产能略有缩减；同时，下属子公司合计新增水泥粉磨产能 217 万吨/天。

河北区域	37	4,821	7,138
山西区域	11	1,566	2,529
陕西区域	7	1,132	1,955
内蒙区域	6	719	1,530
河南区域	2	155	200
川渝区域	4	508	901
东北区域	7	1,045	2,140
海外区域	1	87	112
其他区域	2	378	752
合计	82	10,766	18,287

注：1、此表中包括海外产能和新收购的双鸭山新时代水泥有限责任公司（以下简称“双鸭山水泥”）数据；2、加总数与合计值不一致为四舍五入影响。

数据来源：公司提供

产量方面，2024 年水泥市场需求总体延续下行趋势，公司通过平衡价量关系制定生产计划，当年熟料和水泥产量分别同比下降 10.05% 和 12.24%⁵。水泥供需结构性失衡使得行业内产能利用率⁶有所下降，公司产能利用率变动趋势与行业一致，目前仍略高于行业平均水平。

表 2：近年来公司水泥和熟料产品产能、产量情况

熟料	2022	2023	2024
产能（万吨/年）	11,227	11,360	10,766
产量（万吨）	7,622	7,351	6,612
产能利用率（%）	67.89	64.71	62.73
水泥	2022	2023	2024
产能（万吨/年）	17,828	17,828	18,287
产量（万吨）	8,514	9,248	8,116
产能利用率（%）	47.77	51.87	44.97

注：1、公司产能、产量数据为全口径统计数据，包括联营、合营企业，但产量不包括海外及双鸭山水泥相关数据。

数据来源：公司提供

同时，公司继续推进纵向一体化发展，2024 年分别新增骨料和混凝土产能 800 万立方米/年和 1,400 万吨/年，截至 2024 年末，公司预拌混凝土、骨料产能分别达到约 6,200 万立方米/年和 8,600 万吨/年。受益于产能扩充及产业链协同效应，2024 年骨料销售收入同比增长约 25%，毛利率受价格回落影响同比小幅下滑，但仍为公司目前利润率最高的建材产品，利润贡献持续增加。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 2024 年末，公司危废、固废年处置能力（含建筑垃圾）小幅增至超 555 万吨/年。总体而言，相关多元化业务持续发展有助于扩充利润来源并增强业务竞争力。

公司水泥产品在华北区域具有稳固的市场地位和很高的品牌知名度，跟踪期内优势区域的水泥市场份额稳定，下半年水泥价格逐步企稳回升使得全年价格降幅有所收窄，未来价格反弹幅度、持续性及对后续盈利的影响值得关注。

公司水泥及混凝土产品主要品牌为“金隅”和“盾石”，在华北地区具有很高的品牌知名度，2024 年公司水泥销量占北京和华北市场总量的比重均约为 43%，其中高标号水泥市场占有率约为

⁵ 根据国家统计局数据，2024 年全国累计水泥产量 18.25 亿吨，同比下降 9.5%。

⁶ 根据数字水泥网数据，2024 年熟料实际产能利用率预计 53%，较 2023 年下降 6 个百分点。

49%，同比基本无变化。

具体来看，公司水泥基本遵循“以销定产”原则，因市场需求下降，2024年公司水泥销量同步下降12.58%；熟料主要供内部生产使用，外销占比较低，2024年外部采购增加使得公司熟料对外销售同比提高29.23%。与此同时，低迷的市场需求使得熟料和水泥销售均价进一步下降，但降幅有所收窄，水泥业务盈利压力较大。2024年下半年以来，在行业反内卷倡议提出后，企业加强自律生产并增加错峰停产天数，水泥市场价格逐步企稳回升。2025年一季度因传统淡季，水泥价格环比有所下降但同比增长，未来市场价格回升的持续性、回升幅度及对盈利改善的影响仍值得关注。

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，2024年直销占比54.24%，同比小幅上升，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。总体而言，良好的收款条件保障了水泥业务的回款质量，水泥业务经营现金流保持相对稳健水平。

表 3：近年来公司水泥和熟料产品对外销售情况

销量	2022	2023	2024
熟料（万吨）	892	691	893
水泥（万吨）	7,796	8,633	7,547
水泥产销率（%）	100.55	100.35	100.09
平均售价	2022	2023	2024
熟料（元/吨）	313	236	221
水泥（元/吨）	343	260	246

注：水泥产销率的计算口径不含合联营企业；平均售价为不含税价格。

资料来源：公司提供

受益于石灰石原料较高的自给率、能源价格下降及持续的生产提质增效，跟踪期内水泥生产成本继续下降且降幅大于销售均价降幅，但能源和材料采购价格进一步下探空间有限以及绿色低碳化等支出较大使得公司成本继续压降难度加大。

在水泥价格持续承压及环保要求提高的情况下，成本控制成为企业改善经营效益的关键。从熟料成本构成来看，燃料及动力、原辅材料以及制造费用分别约占公司熟料生产成本的55%~65%、10%~20%和20%~25%。2024年以来，公司继续通过技术改造以提高生产效率并降低材料消耗以及能耗，使用替代燃料以降低成本，2024年水泥产业替代燃料率超过11%，亦通过加强供应链管理以取得优于同行业的材料和能源价格。生产效率和综合能耗方面，通常认为大产线在生产普通水泥方面具有更高的经济效益，公司部分小产线通过产能整合等方式在不影响总产能的情况下实现产线效率的提升，目前，公司拥有一条万吨产线，且单线产能在5,000吨/日以上的产线占比超50%。此外，公司持续推进产线的超低排放改造等，2024年冀东水泥吨熟料综合能耗同比下降2.70%，截至2024年末，熟料单位产品综合能耗达到标杆水平产能占比达到64%，优于行业平均水平⁷。

⁷ 2024年5月，国家发展改革委联合工业和信息化部等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》。其中提出，目标到2025年底，水泥熟料产能控制在18亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，水泥熟料单位产品综合能耗比2020年降低3.7%。

材料和能源方面，石灰石是最主要的生产原料，近年来，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 2024 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 45.04 亿吨，剩余可开采年限约为 39 年；2024 年公司石灰石自给率约为 86%，同比上升 3.1 个百分点，仍有提升空间。

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，大部分采购订单需要预付货款。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，但采购价格主要参考市场价格动态调整。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，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。2024 年以来煤炭采购均价下降约 16%，对生产成本的压降贡献最大。

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，2024 年电价小幅下降；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 2024 年末，公司余热发电机组装机容量同比增长 12.03 兆瓦至 601.67 兆瓦，当期利用余热发电 17.43 亿千瓦时，约占总用电量的 24.66%，节约电费成本 6.97 亿元；同时，2024 年公司新建 16 个光伏项目并实现并网发电，新增装机容量 51.47 兆瓦，多举措降低电费支出。

总体而言，受益于生产工艺及技术改进、能源及材料价格的下降等，公司单位熟料生产的燃料及动力成本、原辅材料成本进一步下降，熟料综合生产成本在 2023 年已实现较大下降的背景下进一步减少，2024 年成本降幅大于销售均价的下滑，公司具有优于同行业的成本优势。但受限于煤炭采购均价变动幅度以及环保成本的增加，公司持续压降成本的空间有限。

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，多赛道小规模的建材品类、家居装饰服务与房地产业务可实现业务联动发展，2024 年以来新材料业务增长较快，商贸物流收入略有增长但利润表现不佳。

公司是京津冀地区主要的新型建材生产商，业务包括新型建材制造及天坛整装业务等，新型建材产品主要包括家具木业、涂料、砂浆、墙体保温材料、耐火材料及装配式钢结构建筑件等，截至 2024 年末，上述产品产能分别为 80 万标件/年、12.2 万吨/年、275 万吨/年、537 万立方米/年、21 万吨/年、30 万立方米/年。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，板材产能全国领先。墙体保温材料主要为加气混凝土，2024 年上半年，公司并购金隅杭加，加气混凝土业务实现全国布局，年产能达到 537 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 21 万吨。此外，近年来公司天坛整装业务快速发展，以京津冀、长三角区域家居装饰市场为重点，服务于追求高品质生活的客户群体，2024 年天坛整装收入同比增长 180% 至 12.20 亿元。同时，由于新型建材板块持续拓展新产品新赛道，2024 年新材料业务收

入同比增加 11.97 亿元至 126.11 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，以冀东集团和天津建材下属贸易子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。2024 年，公司商贸物流业务营收增至 419.95 亿元，但受工程量减少及大宗贸易存货减值等因素影响，当年有一定亏损。

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，跟踪期内公司拿地支出较大，需关注该业务板块面临的资本支出、存货去化压力及资产减值风险；公司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，现金流贡献相对稳定。

公司房地产业务的运营主体主要为全资子公司金隅地产⁸，以自主开发为主。截至 2024 年末，公司主要在建项目共 22 个，分布在北京、合肥、南京、天津等地，规划总投资额 1,110.7 亿元，包括商品房项目 1,102.73 亿元和保障性住房 7.97 亿元，尚需投资额为 262.49 亿元，未来仍存在较大的资本支出压力。2024 年，公司新开工面积较 2023 年略有增长，项目开发集中于北京、苏州、上海等地区。受房地产市场下行等因素影响，公司当期签约销售金额和签约销售面积分别同比下降 42.16% 和 40.70%；2024 年签约销售项目主要位于北京、苏州、合肥、南京、天津等地，签约销售均价同比变动不大。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	2022	2023	2024
新开工面积	98.72	32.79	40.88
竣工面积	206.35	159.15	111.93
签约销售面积	91.63	113.36	67.22
销售均价	35,505	20,539	20,036
签约销售金额	325.33	232.84	134.68
结转面积	124.42	116.58	110.27
其中：商品房	119.94	85.24	97.84
政策性住房	4.47	31.34	12.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 0.36 倍、0.24 倍和 0.78 倍，2024 年拿地规模较大，当年公司新增土地储备项目 4 个，3 个项目位于北京，1 个项目位于唐山，拿地支出合计 105.54 亿元。截至 2024 年末，公司权益口径土地储备面积合计 561.4 万平方米，主

⁸ 公司下属房地产开发平台除金隅地产外，还包括北京金隅嘉业房地产开发有限公司（以下简称“金隅嘉业”）和北京金隅程远房地产开发有限公司（以下简称“金隅程远”）等。2018 年，金隅嘉业将 18 家子公司股权无偿划转至金隅地产名下，且金隅嘉业目前由金隅地产代管；金隅程远股权已于 2019 年 10 月划转至金隅地产名下。

要分布于京津冀及长三角地区。

此外，公司具有一定规模的投资物业及物业管理收入。截至 2024 年末，公司京内外物业管理面积约 1,909 万平方米，较 2023 年末基本持平，其中，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 2024 年末，相关物业管理面积约 1,530.6 万平方米，同比变动不大。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。此外，公司逐步加大商业地产自持比例，持有型物业面积将保持增长，截至 2024 年末，公司在北京、天津地区持有的投资性物业面积合计为 262.2 万平方米，同比增长 4.21%，其中，在北京核心区域的乙级以上高档投资性物业占比约 32%。除部分自用外其余均用于对外出租，可出租面积为 151.7 万平方米，2024 年物业平均出租率同比提升约 5 个百分点至 87%。2024 年公司物业管理和服务收入等同比增长约 3.19% 至 34.47 亿元，对公司现金流贡献较好。

总体上，公司拥有的优质物业资产可为其带来较好的现金流，但房地产业务受市场景气度影响仍面临压力。2024 年公司加大拿地力度，新项目开发、销售和资金平衡压力以及存量项目去化缓慢及周边竞品价格波动带来的资产减值风险值得关注。

除房地产板块外，公司在建项目整体投资规模较小。

在建项目方面（除房地产开发板块），公司固定资产投入主要为新型建材扩产带来的资本支出，以及水泥板块的绿色低碳技术改造等，截至 2024 年末主要在建项目计划总投资 10.10 亿元，尚需投入 3.76 亿元。总体来看，除房地产板块外，公司其他固定资产投资类项目的未来投资规模较小。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，金隅集团两大主业利润表现均不佳，水泥业务盈利边际好转，地产业务收入结转增加但经营性亏损加大，存货和合同负债随之明显下降，资产和负债规模有所收缩；行业下行期公司资金需求上升，总债务和财务杠杆增加较快，但凭借其很强的外部融资能力，仍可实现到期债务续接，部分低估的土地资产和存量房产具有一定财务弹性。

盈利能力

房地产市场下行及水泥需求收缩使得公司两大主业面临经营压力，2024 绿色建材收入受水泥销售量价齐跌影响略有下滑，但成本降幅更大使得毛利率同比提升 0.97 个百分点；地产开发和运营板块收入因房地产项目收入结转增加而上升，但结利项目利润同比下降导致当年该板块毛利率同比下降 5.17 个百分点。综合影响下，公司营业总收入略有上升，营业毛利率同比小幅下降。

受债务上升带来的财务费用增加影响，公司期间费用规模和期间费用率均有所上升，营业毛利率与期间费用率倒挂使得经营性业务利润亏损加大，主要系房地产开发业务的经营性亏损上升，水泥业务经营性利润同比好转。当年房地产业务计提的资产减值下降使得公司资产减值损失同比减少，收回部分已计提坏账准备的货款使得 2024 年信用减值损失转正。此外，投资性房地产评估增值、土地资产被收储带来的资产处置收益上升、处置部分债权投资以及合作开发地产项目确认

收益带来的投资收益增加等因素对公司利润贡献加大，但仍无法平衡经营性亏损和减值的计提等，2024 年公司净利润仍处于亏损状态，资产减值损失变动对利润的影响及盈利能力改善情况需关注。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
绿色建材	782.74	12.83	794.69	8.55	786.51	9.52
地产开发及运营	258.49	21.76	301.25	18.90	334.20	13.72
营业总收入/营业毛利率	1,028.22	14.93	1,079.56	11.10	1,107.12	10.46

注：1、由于年报口径调整，2023 年数据披露为营业收入，且主要板块收入均为合并抵消前数据；2、物业运营收入包括装饰业务收入，2023 年度该业务收入增长较多。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2022	2023	2024
销售费用	23.70	23.98	23.33
管理费用	69.58	65.66	66.48
财务费用	26.88	22.75	27.97
期间费用率（%）	12.09	10.90	11.24
经营性业务利润	22.69	-3.08	-16.12
资产减值损失	-8.28	-18.59	-12.28
信用减值损失	-4.53	-1.24	2.22
公允价值变动损益	5.83	11.67	7.39
资产处置收益	13.07	11.49	11.99
投资收益	2.51	1.32	10.63
其他收益	6.13	5.74	6.05
利润总额	33.25	3.00	4.56
净利润	17.40	-12.87	-15.34
EBIT	45.59	14.13	21.23
总资产收益率（%）	1.62	0.51	0.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2024 年末，公司资产构成及规模总体变动较小，流动资产占比小幅降至 50.45%，总资产同比下降 2.11%，主要系存货下降所致。具体来看，房地产项目成本结转增加但投入强度下降导致存货同比下降 12.69%；合并新业务主体及行业下行期回款放缓使得应收账款有所上升；持有型物业公允价值上升带动投资性房地产小幅增长。此外，公司无形资产中的部分土地使用权的实际变现价值高于入账价值，2024 年政府将公司位于通州、瀛海、顺三条三个地块的土地资产收储，为公司带来较多土地补偿收入，但入账价格相对较低且企业合并增加部分土地资产，当期末无形资产小幅增加。总体来看，房地产市场持续调整使得项目开发和销售放缓，需对项目去化速度和存货质量保持关注；投资性房地产和少量土地使用权具有一定经济价值，但资产变现不确定性较大。

公司负债以流动负债为主，2024 年房地产项目结转增加且新签约项目规模下降导致合同负债同比下降 75.55%，2024 年末流动负债占比随之大幅下降 10.78 个百分点。公司新增较多长期带息负债以满足资金需求，但总负债仍呈下降趋势，资产负债率基本持平。有息债务方面，公司债务以银行借款和公开发行债券为主，2024 年占比分别为 57.43% 和 40.03%。2024 年公司加大长期银行借款融资力度，长期债券及永续债产品发行亦增加，加之短期债务的小幅下降，当期末短期

债务占比下降约 7 个百分点至 37.55%，债务结构得以优化。从债务主体来看，本部债务占比约 74%，本部融资结构与合并口径接近，截至 2024 年末，本部公开发行债券的存量余额占总债务比重约 47.33%，略高于合并口径。

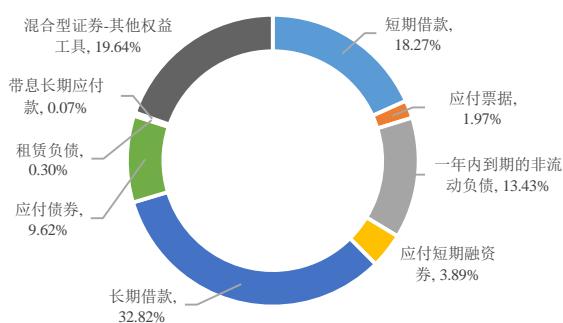
所有者权益方面，2024 年公司经营亏损加之计提永续债利息使得当期末未分配利润继续下降，购买南非水泥业务经营主体的其他股东股权及天津建材少数股东减资完成等使得当期末少数股东权益亦呈下降态势，同期虽净新增约 30 亿元永续债，但 2024 年末公司所有者权益仍有所降低，财务杠杆进一步上升。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2022	2023	2024
货币资金	159.96	173.32	182.92
存货	1,111.84	958.10	836.56
长期股权投资	77.37	91.89	93.58
投资性房地产	387.06	436.71	450.50
固定资产	436.54	440.80	452.34
无形资产	158.87	161.70	162.72
总资产	2,815.20	2,696.79	2,639.96
应付账款	190.27	185.24	209.44
其他应付款	92.41	63.52	66.61
合同负债	303.58	244.90	59.89
流动负债占比（%）	63.67	67.08	56.31
总负债	1,866.24	1,753.15	1,718.78
短期债务/总债务（%）	40.02	44.54	37.55
总债务	1,270.30	1,387.10	1,550.82
实收资本或股本	106.78	106.78	106.78
其他权益工具	164.99	274.68	304.57
未分配利润	271.56	252.67	232.62
少数股东权益	312.66	213.57	184.00
所有者权益合计	948.96	943.64	921.17
资产负债率（%）	66.30	65.01	65.11
总资本化比率（%）	61.84	67.46	71.55

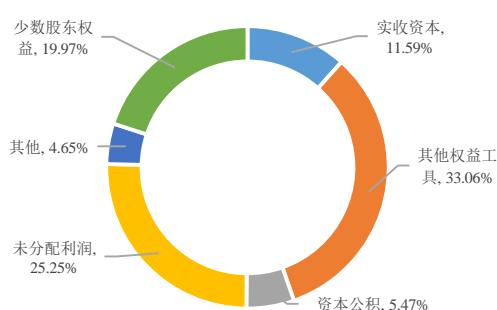
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2024 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 2024 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

现金流及偿债情况

跟踪期内，公司经营活动现金流由正转负，主要系地产业务销售回款下降和拿地支出上升所致，

水泥业务经营获现情况良好且同比略有提升。公司投资活动资金支出主要系对联营公司出资、水泥产线改造及产业链布局投入等，2024 年上述资本支出有所上升，但土地被收储当年获得的现金流入同比有所下降，投资活动净现金流由正转负。公司加大对对外融资力度，且少数股东收回投资下降，筹资活动现金流保持较大规模净流入。

偿债指标方面，2024 年，受经营获现水平下降及债务规模上升影响，相关偿债指标有所弱化，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 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2022	2023	2024
经营活动净现金流	139.65	71.41	-53.16
投资活动净现金流	-67.32	13.24	-20.09
筹资活动净现金流	-126.65	-44.63	84.14
非受限货币资金/短期债务	0.19	0.22	0.27
总债务/EBITDA	13.42	20.82	20.68
EBITDA 利息保障倍数	1.63	1.38	1.47
FFO/总债务	0.02	0.01	0.005
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	2.40	1.48	-1.04

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产账面价值 310.27 亿元，占当期末资产总额的 11.75%，主要系用于抵押借款的投资性房地产、存货、股权投资，以及房地产预售款受限资金、受限货币资金等。

截至 2024 年末，公司对外担保余额合计 11.52 亿元（不含对购房客户住房抵押贷款的阶段性连带责任担保 53.90 亿元），包括对唐山市文化旅游投资集团有限公司的担保 7 亿元（由唐山市财政局提供反担保）、对南京铧隅房地产开发有限公司的担保 3.50 亿元（对合作开发项目公司的同股权比例担保）、对鞍山冀东水泥有限责任公司的担保 0.75 亿元以及对网赢如意仓供应链有限公司的担保 0.27 亿元，整体或有风险较为可控。同期末，公司无重大未决诉讼。

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，2022 年~2025 年 1 月末，公司本部、金隅地产的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⁹

假设

——2025 年，公司水泥业务收入在价格同比改善的情况下有所上升，房地产结转收入较 2024 年预计有所降低，其他业务收入相对稳定；基于持续的经营策略调整，预计利润将有所好转。

——2025 年，水泥板块绿色低碳等技术改造等投入预计仍将保持在一定规模，收购价款大部分在 2025 年支付；地产板块在 2024 年拿地支出增加的背景下或会增加投资支出。

⁹ 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其他事项和假设因素，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。

——2025 年，预计融资政策较以前年度变动不大，债务规模随资金需求增加而上升。

预测

表 9：预测情况表（%、X）

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 预测
总资本化比率(%)	67.46	71.55	72.00~73.00
总债务/EBITDA(X)	20.82	20.68	19.00~20.00

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG¹⁰表现方面，金隅集团注重可持续发展和安全管理，在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大，2024 年公司所属企业安全生产投入资金约 4.9 亿元；当年实施 124 个节能降碳改造项目，节能技改专项资金投入达 3.77 亿元。公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，金隅集团未使用授信额度充足。同时，公司为“A+H”股上市公司，下辖 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。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等。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，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

特殊调整

公司财务风险得分较低，但其融资渠道很畅通，融资成本也较低，实际财务风险较低，对公司信用水平有提升作用。

外部支持

公司作为北京市大型国企，在资源整合、业务发展及融资渠道等方面均可以获得政府和股东的大力支持。

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，整体业务稳健发展，保持区域竞争优势。

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，并拥有多重股权融资渠道。此外，公司在公开债券市场融资畅通，为业务持续发展提供有力保障。

跟踪债券信用分析

2024 年 4 月以来，公司新发行的“金隅 KY06”、“金隅 KY07”、“金隅 KY08”、“金隅 KY09”、“金隅 KY10”分别募集资金 15 亿元、10 亿元、5 亿元、5 亿元和 10 亿元，截至 2024 年末，除“金隅 KY09”、“金隅 KY10”合计已使用募集资金 6.12 亿元外，其他新发行债券的募集资金均已按照规定用途使用完毕。

¹⁰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。

“23 金隅 MTN002”、“23 金隅 MTN004”、“23 金隅 MTN005”、“23 金隅 MTN006”、“25 金隅 MTN001”、“22 金隅 Y2”、“22 金隅 Y4”、“22 金隅 Y5”、“22 金隅 Y6”、“金隅 KY02”、“金隅 KY03”、“金隅 KY04”、“金隅 KY05”、“金隅 KY06”、“金隅 KY07”、“金隅 KY08”、“金隅 KY09”、“金隅 KY10”均设置公司续期选择权、递延支付利息权、调整票面利率选择权、赎回选择权等，跟踪期内上述债券尚未进入续期选择期限，亦未进行票面利率调整，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

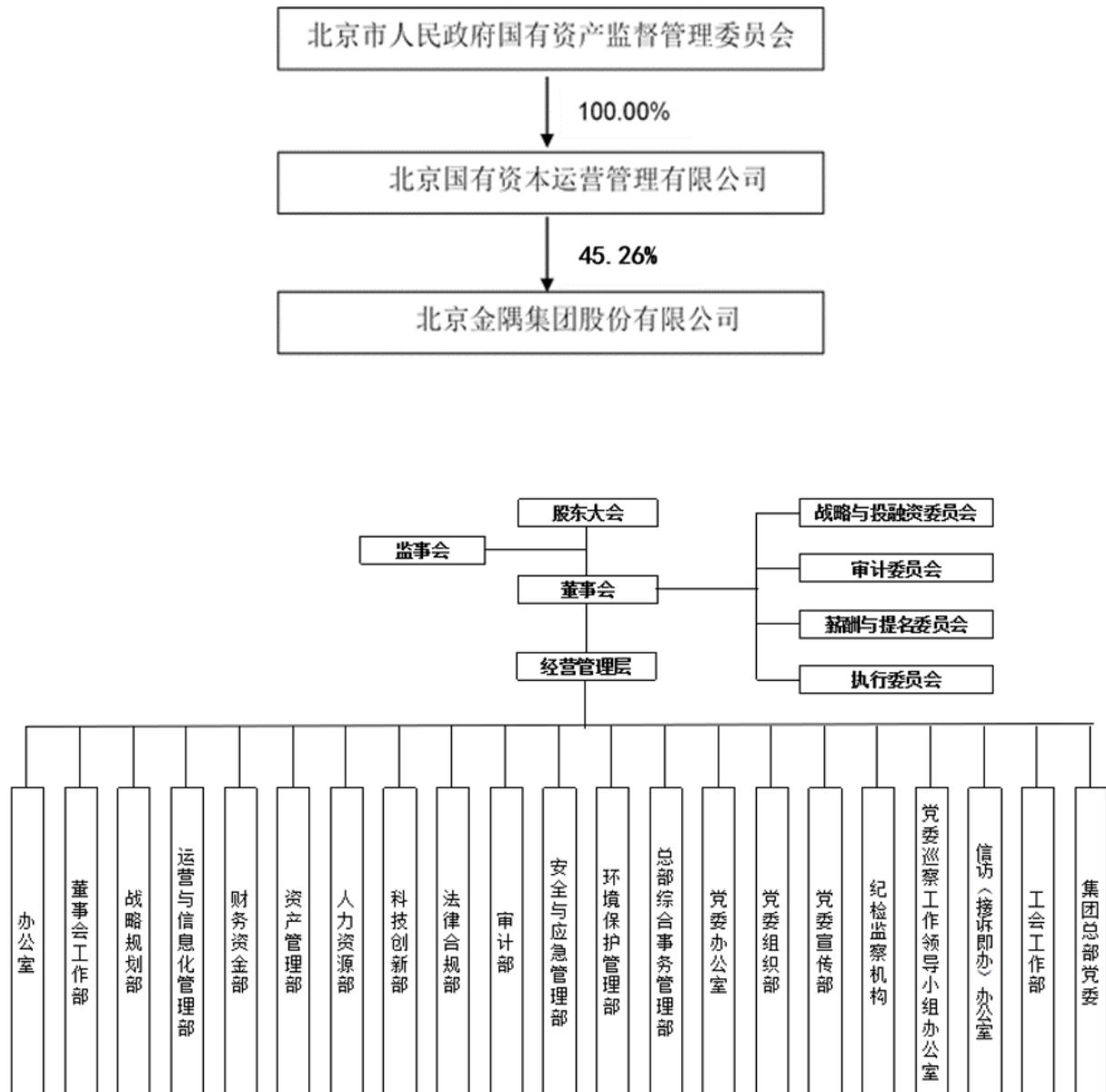
“24 金隅 MTN001”、“24 金隅 MTN002”、“20 金隅 02”、“20 金隅 03”、“20 金隅 04”、“21 金隅 01”均设置回售、调整票面利率选择权等，跟踪期内上述条款均未触发，对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

“20 金隅 03”、“20 金隅 04”将于 2025 年到期；“23 金隅 MTN002”、“23 金隅 MTN004”、“23 金隅 MTN005”、“23 金隅 MTN006”、“22 金隅 Y5”、“金隅 KY04”将自 2025 年 5 月起陆续进入票面利率重新定价周期和续期选择权行权期，若公司未行使续期选择权，或面临一定的债券到期偿付压力。但考虑到公司具有一定的资金储备和畅通的再融资渠道，债券接续压力不大，目前跟踪债券信用风险极低。

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“23 金隅 MTN002”、“23 金隅 MTN004”、“23 金隅 MTN005”、“23 金隅 MTN006”、“24 金隅 MTN001”、“24 金隅 MTN002”、“25 金隅 MTN001”、“20 金隅 02”、“20 金隅 03”、“20 金隅 04”、“21 金隅 01”、“22 金隅 Y2”、“22 金隅 Y4”、“22 金隅 Y5”、“22 金隅 Y6”、“金隅 KY02”、“金隅 KY03”、“金隅 KY04”、“金隅 KY05”、“金隅 KY06”、“金隅 KY07”、“金隅 KY08”、“金隅 KY09”、“金隅 KY10”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 2024 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）	2022	2023	2024
货币资金	159.96	173.32	182.92
应收账款	76.18	81.90	105.87
其他应收款	73.57	61.32	54.20
存货	1,111.84	958.10	836.56
长期投资	99.30	110.73	113.61
固定资产	436.54	440.80	452.34
在建工程	36.05	26.05	20.03
无形资产	158.87	161.70	162.72
资产总计	2,815.60	2,696.79	2,639.96
其他应付款	92.41	63.52	66.61
短期债务	508.41	617.82	582.40
长期债务	761.89	769.28	968.42
总债务	1,270.30	1,387.10	1,550.82
净债务	1,172.55	1,248.51	1,393.14
负债合计	1,866.64	1,753.15	1,718.78
所有者权益合计	948.96	943.64	921.17
利息支出	58.14	48.29	51.02
营业总收入	1,028.22	1,079.56	1,107.12
经营性业务利润	22.69	-3.08	-16.12
投资收益	2.51	1.32	10.63
净利润	17.40	-12.87	-15.34
EBIT	45.59	14.13	21.23
EBITDA	94.62	66.61	75.00
经营活动产生的现金流量净额	139.65	71.41	-53.16
投资活动产生的现金流量净额	-67.32	13.24	-20.09
筹资活动产生的现金流量净额	-126.65	-44.63	84.14
财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率（%）	14.93	11.10	10.46
期间费用率（%）	12.09	10.90	11.24
EBIT 利润率（%）	4.43	1.31	1.92
总资产收益率（%）	1.62	0.51	0.80
流动比率（X）	1.32	1.20	1.38
速动比率（X）	0.38	0.38	0.51
存货周转率（X）	0.79	0.93	1.10
应收账款周转率（X）	13.50	13.66	11.79
资产负债率（%）	66.30	65.01	65.11
总资本化比率（%）	61.84	67.46	71.55
短期债务/总债务（%）	40.02	44.54	37.55
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.06	0.01	-0.06
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.16	0.03	-0.17
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	2.40	1.48	-1.04
总债务/EBITDA（X）	13.42	20.82	20.68
EBITDA/短期债务（X）	0.19	0.11	0.13
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.63	1.38	1.47
EBIT 利息保障倍数（X）	0.78	0.29	0.42
FFO/总债务（X）	0.02	0.01	0.005

注：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。

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
经营效率	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)
	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 (营业毛利润率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	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
盈利能力	经营性业务利润 营业收入-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
	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
现金流	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)
	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
偿债能力	注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

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大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大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	债券安全性大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