



北京金隅集团股份有限公司

2024 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[2024]跟踪 0160 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）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

2024 年 4 月 25 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	“19 金隅 MTN002”、“19 金隅 MTN003”、“23 金隅 MTN001”、“23 金隅 MTN002”、“23 金隅 MTN004”、“23 金隅 MTN005”、“23 金隅 MTN006”、“24 金隅 MTN001”、“24 金隅 MTN002”、“20 金隅 02”、“20 金隅 03”、“20 金隅 04”、“21 金隅 01”、“21 金隅 Y2”、“22 金隅 Y1”、“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”	AAA
--------------------	--	------------

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，在华北地区的市场占有率有所提升；水泥产业链延伸、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房地产和水泥行业的下游需求减弱及市场竞争加大使公司面临较大的盈利压力；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。

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

可能触发评级上调因素：不适用。

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。

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，在华北地区的市场占有率有所提升 ■ 水泥产业链延伸、新型建材及商贸物流等板块提升了公司业务多元化程度 ■ 经营获现能力良好，且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减弱及市场竞争加大使公司面临较大的盈利压力 ■ 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

项目负责人：汪莹莹 yywang@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）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	2,863.57	2,815.60	2,696.79
所有者权益合计（亿元）	955.34	948.96	943.64
总负债（亿元）	1,908.23	1,866.64	1,753.15
总债务（亿元）	1,298.70	1,270.30	1,387.10
营业总收入（亿元）	1,236.34	1,028.22	1,079.56
净利润（亿元）	52.13	17.40	-12.87
EBIT（亿元）	95.95	45.59	14.13
EBITDA（亿元）	142.27	94.62	66.61
经营活动净现金流（亿元）	137.34	139.65	71.41
营业毛利率(%)	16.23	14.93	11.10
总资产收益率(%)	3.35	1.61	0.51
EBIT 利润率(%)	7.76	4.43	1.31
资产负债率(%)	66.64	66.30	65.01
总资本化比率(%)	62.02	61.84	67.46
总债务/EBITDA(X)	9.13	13.42	20.82
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.48	1.63	1.38
FFO/总债务(X)	0.04	0.02	0.01

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 2021 年~2023 年审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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。

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	24 金隅 MTN002 (AAA)	2023/07/20; 2024/2/27	杨晨晖、张倩倩; 汪莹莹、张倩倩	中诚信国际水泥行业评级方 法与模型 C190100 2022_04	阅读原文 ;	阅读全文
AAA/稳定	24 金隅 MTN001 (AAA)	2023/07/20; 2024/1/31	杨晨晖、张倩倩; 汪莹莹、张倩倩	中诚信国际水泥行业评级方 法与模型 C190100 2022_04	阅读原文 ;	阅读全文
AAA/稳定	23 金隅 MTN006 (AAA)	2023/07/20; 2023/11/13	杨晨晖、张倩倩	中诚信国际水泥行业评级方 法与模型 C190100 2022_04	阅读原文 ;	阅读全文
AAA/稳定	23 金隅 MTN005 (AAA)	2023/07/20; 2023/10/19	杨晨晖、张倩倩	中诚信国际水泥行业评级方 法与模型 C190100 2022_04	阅读原文 ;	阅读全文
AAA/稳定	23 金隅 MTN004 (AAA)	2023/07/20; 2023/9/12	杨晨晖、张倩倩	中诚信国际水泥行业评级方 法与模型 C190100 2022_04	阅读原文 ;	阅读全文
AAA/稳定	23 金隅 MTN002 (AAA)	2022/07/28; 2023/4/26	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	阅读全文 ;	阅读全文
AAA/稳定	23 金隅 MTN001 (AAA) 19 金隅 MTN003 (AAA) 19 金隅 MTN002 (AAA)	2023/04/17	杨晨晖、张倩倩	中诚信国际水泥行业评级方 法 031001 2019_03	阅读全文	阅读全文
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	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	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	阅读全文

注：中诚信国际口径

同行业比较（2023 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)	水泥相关业务 毛利率(%)	经营活动净现 金流(亿元)
金隅集团	1.8	2,696.79	65.01	1,079.56	-12.87	12.30	71.41
华新水泥	1.3	688.00	51.61	337.57	32.18	26.76	62.36

中诚信国际认为，与同行业相比，金隅集团水泥产能具有明显的规模优势，在华北地区市占率领先，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：1、“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。

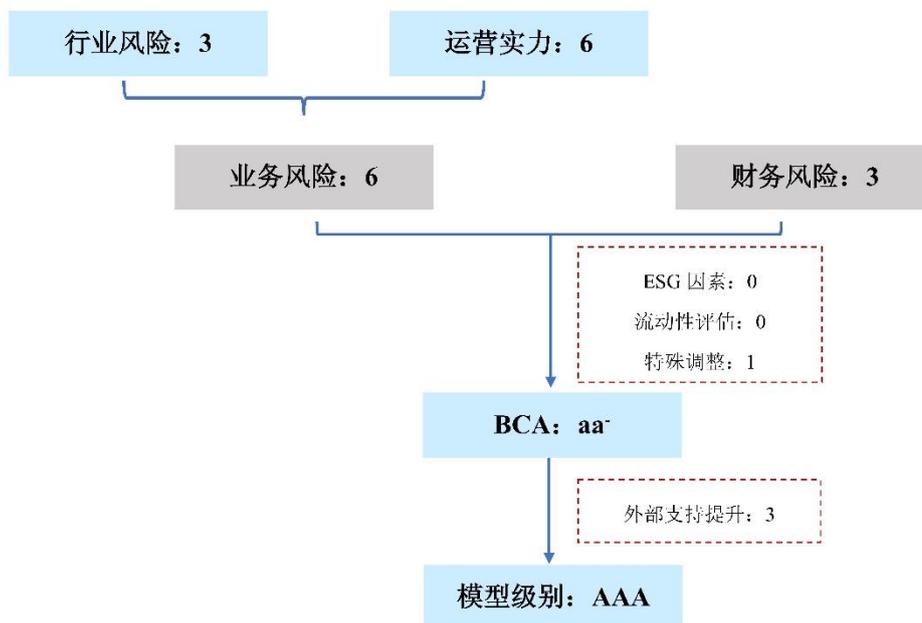
本次跟踪债项情况

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 MTN002	AAA	AAA	2023/04/17	20.00	20.00	2019/08/09~2024/08/09 --	
19 金隅 MTN003	AAA	AAA	2023/04/17	20.00	20.00	2019/11/14~2024/11/14 --	
23 金隅 MTN001	AAA	AAA	2023/04/17	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
23 金隅 MTN002	AAA	AAA	2023/4/26	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	2023/9/12	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	2023/10/19	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	2023/11/13	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	2024/1/31	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	2024/2/27	20.00	20.00	2024/3/4~2031/3/4 (5+2)	调整票面利率，回售
20 金隅 02	AAA	AAA	2023/04/17	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	2023/04/17	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	2023/04/17	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	2023/04/17	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	2023/04/17	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	2023/04/17	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	2023/04/17	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	2023/04/17	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	2023/04/17	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	2023/04/17	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	2023/4/12	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	2023/4/26	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	2023/5/29	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	2023/5/29	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

● 评级模型

北京金隅集团股份有限公司评级模型打分(2024_01)



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

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[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 2023 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。其中，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永续期公司债券（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永续期公司债券（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永续期公司债券（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 2023 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永续期公司债券（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。北京金隅集团股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行科技创新永续期公司债券（第一期）为第二期发行，品种一未实际发行，品种二“金隅 KY02”实际发行规模 20 亿元，期限为 3+N（3）年期。北京金隅集团股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行科技创新永续期公司债券（第二期）为第三期发行，实际发行规模 20 亿元，债券简

称为“金隅 KY03”，期限为 3+N（3）年期。北京金隅集团股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第三期）为第四次发行，品种一“金隅 KY04”实际发行规模 5 亿元，期限为 2+N（2）年期，品种二“金隅 KY05”实际发行规模 30 亿元，期限为 3+N（3）年期。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及到期或回售的公司债券本金、置换前期自有资金偿还的公司债券本金等，截至 2023 年末，上述资金均已按照规定的募集资金用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年中国经济实现恢复性增长但复苏力度较为温和，在多项有利因素支撑下，2024 年中国经济有望延续向好，但经济运行仍将面临多重压力，“进”与“立”的政策措施仍需加快落实。

2023 年中国经济在复杂形势下保持韧性，GDP 同比增长 5.2%，较前值加快 2.2 个百分点，两年复合增速为 4.1%，总体实现温和复苏。虽然经济复苏节奏波动起伏，但产出缺口逐季收窄，三大产业与三大需求的增长贡献率总体恢复至常态。在经济恢复性增长的过程中，随着增长动能的持续调整与“多重压力”的交织影响，经济运行呈现出名义增速偏低，需求不足仍存，修复结构分化，以及价格水平较弱等特征。

中诚信国际认为，2024 年中国经济持续向好有多项有利因素支撑。其中，房地产等拖累因素有望减轻，工业生产将保持韧性，超额储蓄有望释放，新动能将持续蓄势，前期政策效果延续显现，后续政策空间也将形成有力支撑。但是，以下五个重点领域能否顺利实现“再平衡”依然面临一定的挑战与风险：一是投资需求和投资结构转换过程中的挑战；二是消费需求和供给结构重新匹配中的挑战；三是新旧动能转换与传统动能平稳衔接中的挑战；四是房地产调整转型与行业向新发展模式转变中的风险与挑战；五是债务风险化解过程中的结构性与尾部风险释放与挑战。

中诚信国际认为，2024 年宏观经济政策将落实“稳中求进、以进促稳、先立后破”总基调，并且“进”和“立”的政策力度将有所加强。从财政政策来看，积极的财政政策将适度加力、提质增效，注重用好政策空间，提高资金效益，优化支出结构，在操作节奏上或将“财政前置”。从货币政策来看，稳健的货币政策将灵活适度、精准有效，注重引导实体经济融资成本稳中有降，推动宽货币向宽信用传导，或将侧重支撑价格水平有所改善。总体来看，宏观政策操作仍将坚持在“稳增长”与“防风险”中寻求平衡。

综合以上因素，中诚信国际预计 2024 年中国 GDP 增速将为 5.0%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年四季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/10948?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2023 年错峰限产等政策持续发力，但在房地产投资下滑及落后产能退出较慢的情况下，水泥行业供需失衡加剧，竞争激烈导致行业整体经营效益进一步下滑，长期需求不足仍是制约行业回暖的首要因素，绿色低碳化和产能置换是行业高质量发展的关键，水泥企业将持续面临转型发展和盈利压力。

从水泥供给端来看，2023 年去产能化进程持续推进，各地区水泥错峰生产执行周期和停产时间均有不同程度的延长，但技术改造等带来一定的产能提升，低效产能退出相对缓慢，行业产能过剩的局面长期存在，低碳绿色发展和产能置换是目前水泥行业供给变化的最重要影响因素。受整体市场需求疲软影响，2023 年中国水泥产量已连续 3 年下滑，加之过去两年延期的产能置换项目集中投产，实际产能利用率有所下降。

需求端方面，2023 年，全国固定资产投资（不含农户）为 50.30 万亿元，同比增长 3.0%，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 5.90%，地方政府和城投平台的资金压力限制了以道路运输业为代表的部分基建项目的投资能力，基建投资增长趋缓；2023 年，道路运输业投资实现负增长，铁路运输投资同比保持两位数高速增长，对水泥需求起到一定支撑作用。地产投资方面，居民收入预期弱、房价下跌逾期、地产开发商信用风险等因素仍然制约市场恢复节奏，2023 年，房地产开发投资同比下降 9.6%，商品房销售面积、新开工面积、施工面积等指标仍承压，难以提振水泥需求，行业需求整体向下。供需结构性失衡使得全国水泥库存维持高位，叠加煤炭价格同比回落，2023 年水泥价格降至历史低位后反弹动力不足，部分区域跌破现金成本使得企业盈利空间大幅收缩，掌握优质矿山资源和产业链完整度高、规模优势突出、生产成本低、拥有其他优质资产的企业安全垫更高。

整体来看，经济结构转型发展使得以基建和房地产投资为主要驱动力的水泥需求高增长难以为继，水泥行业景气度自高点回落，预计未来将处于长期下行通道。2024 年“万亿国债”和“三大工程”等稳增长政策拉动的投资需求有助于水泥需求企稳，但水泥价格趋势性反转动力不足，行业整体经营效益改善压力大。

详见《中国水泥行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10944?type=1>

2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望, 2024 年 1 月》, 报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?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, 市场份额进一步提升, 但激烈的市场竞争下水泥产品利润空间大幅压缩, 骨料等产业链一体化发展对公司业绩贡献增加, 新型建材和商贸物流板块发展有助于提升业务多元化水平, 但房地产开发业务面临的资本支出和去化压力仍值得关注。

公司水泥主业规模优势突出, 产能相对集中于北方地区, 2023 年水泥产量因加大与战略客户合作和增加重点项目承接而上升, 骨料产能和危固废处理能力稳步提升, 多元化业务贡献加大。

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。截至 2023 年末, 水泥熟料及水泥产能分别为 1.1 亿吨/年 (含少量联合营产能)、1.8 亿吨/年, 较 2022 年末基本持平。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 2023 年末, 京津冀核心区域水泥熟料产能和水泥产能比重分别 49.41%和 44.60%。

表 1: 截至 2023 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	5,231	6,921
山西区域	11	1,677	2,529
内蒙区域	6	771	1,530
陕西区域	7	1,212	1,955
东北区域	6	970	2,010
川渝区域	4	545	901
河南区域	2	166	200
其他区域	2	405	752
合计	80	11,360	17,828

数据来源: 公司提供

产量方面, 2023 年水泥市场需求持续低迷, 但公司加大与战略客户合作和重点项目承接, 水泥产量同比逆势增长。水泥供需结构性失衡使得行业内产能利用率普遍不高, 2023 年公司因产能置换和环保要求等关停部分产线, 加之全年产量增加, 实际运营产线的产能利用率有一定提升。

表 2: 近年来公司水泥和熟料产品产能、产量情况

熟料	2021	2022	2023
产能 (万吨/年)	10,934	11,227	11,360
产量 (万吨)	8,166	7,622	7,351
产能利用率 (%)	74.68	67.89	64.71
水泥	2021	2022	2023
产能 (万吨/年)	17,552	17,828	17,828
产量 (万吨)	9,670	8,514	9,248
产能利用率 (%)	55.09	47.77	51.87

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

同时, 公司继续推进纵向一体化发展, 2023 年新增骨料产能 1,000 万吨/年, 截至 2023 年末, 公司预拌混凝土、骨料产能分别达到约 5,400 万立方米/年和 7,200 万吨/年。受益于产能扩充及产业链协同效应, 2023 年骨料销售收入同比增长约 26%, 毛利率亦同比增长近 6 个百分点, 利润贡

献增加。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 2023 年末，公司危废、固废年处置能力增至 540 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，2023 年优势区域的水泥市场份额进一步提升，但市场竞争激烈导致水泥价格降幅较大，价格修复情况值得关注。

公司水泥及混凝土产品主要品牌为“金隅”和“盾石”，在华北地区具有很高的品牌知名度，2023 年公司水泥销量约占北京和华北市场总量的比重均为 43%，其中高标号水泥市场占有率约为 49%，较大的市场拓展力度使得公司在优势区域的市场份额同比提升。

具体来看，公司水泥基本遵循“以销定产”原则，2023 年水泥销量同步增长 10.74%；公司熟料主要供内部生产使用，外销占比较低，2023 年市场需求仍然较弱，公司熟料对外销售减少。销售区域方面，近两年华北地区水泥销量占比保持在 70%以上，2023 年华北地区销量同比增长 9.16%，但由于东北地区销售的强劲增长，华北地区销量占比略有下降。与此同时，由于激烈的市场竞争和原材料价格传导效应，2023 年熟料和水泥均价降幅约 80 元/吨，东北和华北地区价格降幅更大，水泥业务盈利压力明显上升。从 2024 年一季度市场情况来看，水泥价格仍在底部徘徊，未来一年主要行业参与者的营销策略及市场价格修复进度仍值得关注。

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，近年来直销占比在 50%左右波动，2023 年为 46%，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	2021	2022	2023
熟料（万吨）	983	892	691
水泥（万吨）	8,989	7,796	8,633
水泥产销率（%）	100.65	100.55	100.35
平均售价	2021	2022	2023
熟料（元/吨）	290	313	236
水泥（元/吨）	324	343	260

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，2023 年水泥生产成本有所下降，但能源价格居相对高位及环保支出的增加使得公司持续面临成本控制压力。

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%，企业一方面通过技术改造以提高生产效率并降低能耗，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，截至 2023 年末，综合能耗低于标杆水平的产线占比约 46%，已实现超低排放的产线数量占比超 40%，优于行业平均水平。

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 2023 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 45.67 亿吨，剩余可开采年限约为 25 年；2023 年公司石灰石自给率约为 82.90%，同比上升 10.4 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。2023 年以来煤炭采购均价有所下降但仍处于相对高位，水泥生产成本压降难度较大。

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，2023 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 2023 年末，公司余热发电机组装机容量 589.64 兆瓦，当期利用余热发电 19.83 亿千瓦时，约占总用电量的 25.68%，节约电费成本 7.47 亿元，有效降低了电费支出。

总体而言，受益于技术改进和能源价格的下降，2023 年水泥生产成本下降接近 40 元/吨，但煤炭价格高位震荡及环保成本的增加亦使得水泥生产成本处于相对高位，降本增效压力较大。

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，对营业收入形成一定补充。

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。2023 年，公司的新材料业务实现营收 114.14 亿元，业务毛利率 14.71%，同比均有所上升。

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。2023 年，公司商贸物流业务营收增至 392.26 亿元，对公司营收形成补充但利润贡献较低。

2023 年，公司与居然之家新零售集团股份有限公司（以下简称“居然之家”）达成战略合作，公司以自有资金通过协议转让方式取得居然之家 10% 股份，交易总金额为 22.32 亿元。未来，双方拟在卖场运营、房地产开发、整装业务、物业管理数字化转型、物流交付网络建设等领域开展深度合作，或有利于丰富和优化公司产业链。

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，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¹，以自主开发为主。截至 2023 年末，公司主要在建项目共 25 个，分布在北京、合肥、南京、天津等地，规划总投资额 1,299.4 亿元，包括商品房项目 1,252.37 亿元和保障性住房 47.03 亿元，尚需投资额为 321.62 亿元，未来仍存在较大的资本支出压力。2023 年，公司新开工节奏明显放缓，且项目开发更加集中于北京地区。受房地产市场下行等因素影响，公司当期签约销售金额同比进一步下降 28.43%，签约销售面积略有反弹，当期北京签约销售额占比大幅提升，但均价较低的政策性住房销售增加较多，导致当年签约销售均价明显下降。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	2021	2022	2023
新开工面积	79.40	98.72	32.79
竣工面积	402.43	206.35	159.15
签约销售面积	147.84	91.63	113.36
销售均价	25,228	35,505	20,539
签约销售金额	372.97	325.33	232.84
结转面积	183.36	124.42	116.58
其中：商品房	172.99	119.94	85.24
政策性住房	10.37	4.47	31.34

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 0.59 倍、0.36 倍和 0.24 倍，拿地节奏逐年放缓。2023 年，公司新增土地储备项目 3 个，位于苏州、唐山和上海，拿地支出合计 56.16 亿元。截至 2023 年末，公司权益口径土地储备面积合计 593.56 万平方米，主要分布于重

¹ 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。

庆、天津等地。

此外，公司拥有一定规模的投资物业及物业管理收入。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 2023 年末，相关物业管理面积约 1,583.12 万平方米，同比增长 4.45%。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 2023 年末，公司在北京、天津地区持有的投资性物业面积合计为 251.6 万平方米，同比增长 15.47%，除部分自用外其余均用于对外出租，可出租面积为 151.4 万平方米，2023 年物业平均出租率约 82%。2023 年公司物业管理和租金收入等同比增至 34.47 亿元，对公司现金流贡献较好。

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水泥板块的绿色低碳技术改造和环保投入及数字化投入等，截至 2023 年末主要在建项目 14 个，计划总投资 32.37 亿元，尚需投入 3.73 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，金隅集团经营获现能力良好，但受行业发展进入调整期等影响，存货质量和项目去化对现金流有一定影响，激烈的市场竞争亦使得公司盈利压力有所加大。公司未来仍面临一定投资压力，债务或将维持高位，但凭借其很强的外部融资能力，仍可实现到期债务续接。

2023 年水泥板块盈利大幅下滑且房地产存货跌价损失增加，导致公司由盈转亏，盈利能力大幅下滑。

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，2023 年激烈的市场竞争使得公司水泥业务收入和毛利率均同比下降，房地产开发收入小幅增长但利润空间收缩，新材料业务收入和毛利率保持稳中有升，商贸物流收入同比上升但利润贡献很小。综合影响下，公司营业总收入略有上升，营业毛利率同比下降 3.83 个百分点。更加严格的费用管控作用下，公司期间费用有所下降，但利润空间被大幅压缩使得当年经营性业务利润由正转负。此外，受地产价格下行使得房地产存量项目计提的存货跌价损失增加等因素影响，2023 年资产减值损失明显上升，因持有型物业公允价值上升及存量土地资产被收储获得的资产处置收益增加，非经常性收益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，2023 年公司净利润出现一定亏损，盈利能力明显弱化。

表 5: 近年来公司主要板块收入和毛利率构成 (亿元、%)

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
绿色建材	817.54	15.87	782.74	12.83	794.69	8.55
其中: 水泥及相关业务	343.51	28.74	318.92	20.96	268.80	12.30
混凝土	59.04	10.62	46.33	8.03	48.37	12.83
商贸物流	334.84	1.69	344.79	1.72	392.26	2.88
新材料	109.79	10.84	107.71	13.67	114.14	14.71
服务及其他	14.08	78.20	13.43	73.49	10.90	50.37
地产开发及运营	434.79	16.52	258.49	21.76	301.25	18.90
其中: 房地产开发	397.30	12.91	230.62	17.14	251.32	13.72
物业运营	37.49	54.76	27.86	60.16	49.93	44.96
营业总收入/营业毛利率	1,236.34	16.23	1,028.22	14.93	1,079.56	11.10

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、%)

	2021	2022	2023
销售费用	26.59	23.70	23.98
管理费用	68.42	69.58	65.66
财务费用	23.72	26.88	22.75
期间费用率	9.88	12.09	10.90
经营性业务利润	69.65	22.69	-3.08
资产减值损失	10.09	8.28	18.59
信用减值损失	3.55	4.53	1.24
公允价值变动损益	6.92	5.83	11.67
资产处置收益	0.74	13.07	11.49
投资收益	7.93	2.51	1.32
利润总额	78.81	33.25	3.00
EBIT	95.95	45.59	14.13
EBIT 利润率	7.76	4.43	1.31

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

跟踪期内, 总资产随存货结转和部分应收类款项收回而下降, 经营亏损不利于权益积累, 债务规模和财务杠杆进一步增长, 需对房地产项目去化速度和市场价格变化保持关注。

2023 年, 受房地产成本逐步结转、部分开发的商业地产转为自持及计提跌价损失等因素影响, 存货下降明显, 收回联营企业款项及地产项目拆借款使得公司应收类款项有所下降, 同时, 收购居然之家新零售集团股份有限公司 10.00% 股份使得长期股权投资随之增长, 持有型物业公允价值上升及持有规模增加带动投资性房地产上升。此外, 公司无形资产主要系土地使用权, 大部分地块为制造业生产用地, 少量地块的实际经济价值远大于账面价值, 但价值变现具有较大的不确定性, 2023 年政府将公司位于通州地块的土地资产收储, 为公司带来一定土地补偿收入。总体来看, 房地产市场持续调整使得项目开发和销售放缓, 公司存货规模或将保持下降趋势, 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, 负债构成相对简单, 以有息负债、应付类款项、合同负债等为主。2023 年末, 房地产项目结转及新签约项目规模下降导致合同负债减少, 公司退回部分购房意向金等导致其他应付款减少, 总负债和资产负债率随之下降。

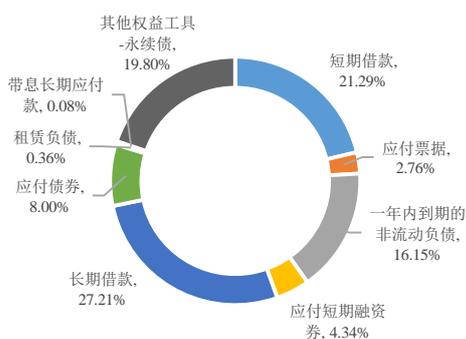
所有者权益方面，2023 年公司归母净利润大幅下滑加之计提永续债利息，当期末未分配利润有所下降。同期，公司净新增约 100.00 亿元永续债，但在少数股东权益下降等综合影响下，2023 年末公司所有者权益略有下滑。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023
货币资金	219.22	159.96	173.32
存货	1,169.29	1,111.84	958.10
长期股权投资	64.84	77.37	91.89
投资性房地产	360.92	387.06	436.71
固定资产	443.71	436.54	440.80
无形资产	162.81	158.87	161.70
总资产	2,863.57	2,815.20	2,696.79
应付账款	197.97	190.27	185.24
其他应付款	97.02	92.41	63.52
合同负债	268.23	303.58	244.90
流动负债占比	62.75	63.68	67.08
总负债	1,908.23	1,866.24	1,753.15
短期债务/总债务	39.26	40.02	44.54
总债务	1,298.70	1,270.30	1,387.10
实收资本或股本	106.78	106.78	106.78
其他权益工具	159.89	164.99	274.68
未分配利润	281.04	271.56	252.67
少数股东权益	318.16	312.66	213.57
所有者权益合计	955.34	948.96	943.64
资产负债率	66.64	66.30	65.01
总资本化比率	62.02	61.84	67.46

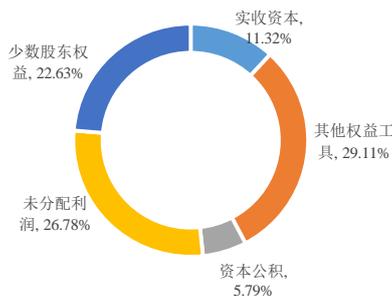
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 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 2023 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，公司经营活动净现金流有所下滑但仍保持净流入，偿债指标整体有所弱化，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，公司保持良好的经营获现能力，但利润的下滑以及地产销售的放缓使得 2023 年经营活动净现金流入同比下降 48.87%。公司投资活动资金支出主要系房地产在建项目投入和合作拿地支出、水泥产线改造及产业链布局投入等，2023 年上述资本投入保持下降趋势，但收购居然之家新零售集团股份有限公司 10.00% 股份的投资支出较大，此外，2023 年公司收到的土地补偿

款及收回投资上升，投资活动净现金由负转正。公司一直保持较为稳定的外部融资规模，2023 年公司地产板块债务继续下降，筹资活动现金流保持净流出但规模收缩。

有息债务方面，公司债务以银行借款和公开发行债券为主，2023 年流动性资金需求上升及一年内到期的非流动负债增加使得短期债务有所增长，当期永续债发行较多以平衡一年内到期的长期债券，长期债务规模变动不大，综合影响下，2023 年末总债务有所上升，仍以长期债务为主。从债务主体来看，本部债务占比约 73%，且本部债务结构与公司合并口径基本一致。偿债指标方面，2023 年，受利润下滑和经营获现水平下降，叠加债务规模上升影响，主要偿债指标均有所弱化，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）

	2021	2022	2023
经营活动净现金流	137.34	139.65	71.41
投资活动净现金流	-64.03	-67.32	13.24
筹资活动净现金流	-142.10	-126.65	-44.63
非受限货币资金/短期债务	0.30	0.19	0.22
总债务/EBITDA	9.13	13.42	20.82
EBITDA 利息保障倍数	2.48	1.63	1.38
FFO/总债务	0.04	0.02	0.01
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	2.39	2.40	1.48

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年末，公司受限资产账面价值 313.84 亿元，占当期末资产总额的 11.64%，主要系用于抵押借款的投资性房地产、股权投资、存货，以及房地产预售款受限资金、受限货币资金等。

截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 13.83 亿元，被担保方主要系唐山市文化旅游投资集团有限公司和南京铎隅房地产开发有限公司，前者由唐山市财政局提供反担保，后者为公司对合作开发项目公司的同股权比例担保，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，2021 年~2024 年 3 月，公司本部、冀东水泥、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²

假设

——2024 年，公司水泥业务在行业需求下滑的背景下仍面临经营压力，但基于经营策略的调整，预计利润将有所好转；地产板块保持相对稳健的经营策略。

——2024 年，水泥板块绿色低碳等技术改造、矿山资源储备及相关产业链投资预计仍将保持在一定规模；地产板块投资相对谨慎，总体投资支出仍有一定资金缺口。

——2024 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。

² 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。

预测

表 9：预测情况表（%、X）

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 预测
总资本化比率(%)	61.84	67.46	67.5~68.5
总债务/EBITDA(X)	13.42	20.82	14~18

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

公司经营获现能力良好，截至 2023 年末，公司共获得银行授信总额 2,091.94 亿元，其中尚未使用额度为 1,271.47 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，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。

ESG 分析³

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。截至目前，公司在资源利用、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⁴和运行等方面综合考察公司治理情况。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，公司坚守“新型绿色环保建材制造、贸易及服务，房地产业”两大核心主业，持续做强做优做大“大建材”和“大房地产”业务，培育发展高端装备制造和新型商贸服务业。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。

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。

³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。

⁴公司董事会由 10 名成员构成，其中执行董事 4 名，非执行董事 2 名，独立董事 4 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。

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。

同行业比较

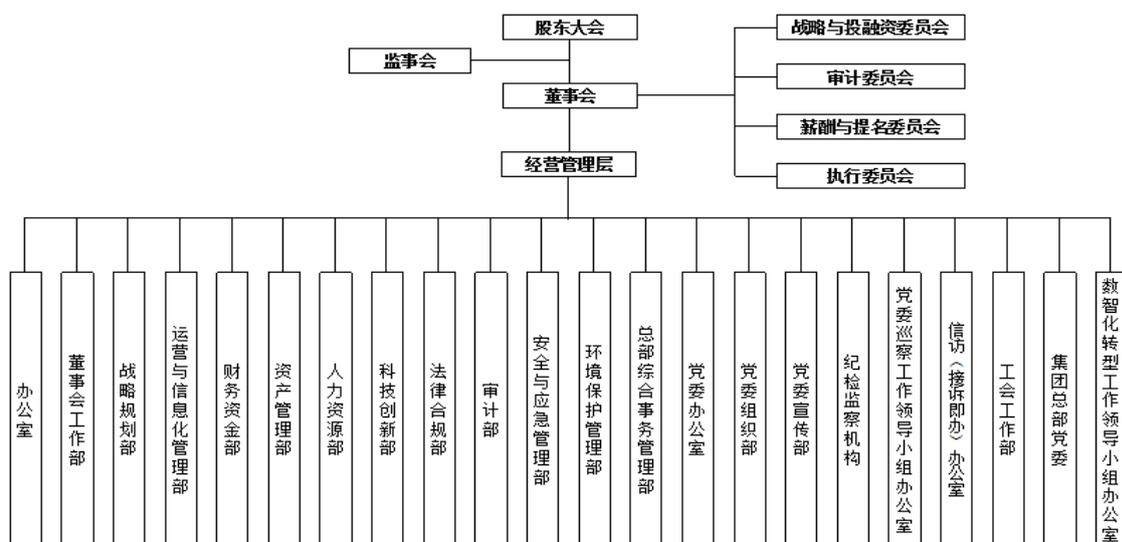
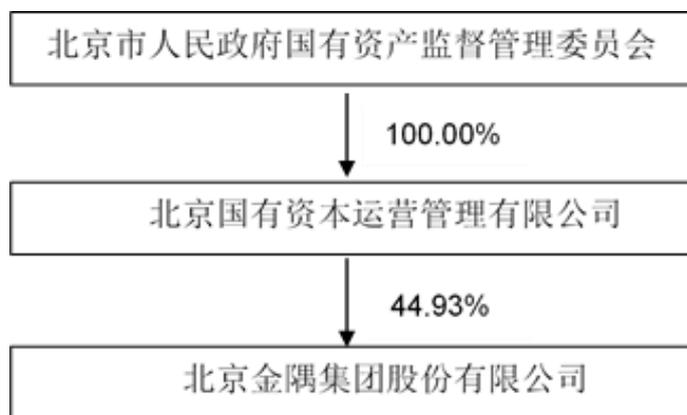
中诚信国际选取了华新水泥股份有限公司作为金隅集团的可比公司，上述公司均为大型水泥企业，具有较高的可比性。

中诚信国际认为，与同行业相比，金隅集团水泥产能具有明显的规模优势，在华北地区市占率领先，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。

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 MTN002”、“19 金隅 MTN003”、“23 金隅 MTN001”、“23 金隅 MTN002”、“23 金隅 MTN004”、“23 金隅 MTN005”、“23 金隅 MTN006”、“24 金隅 MTN001”、“24 金隅 MTN002”、“20 金隅 02”、“20 金隅 03”、“20 金隅 04”、“21 金隅 01”、“21 金隅 Y2”、“22 金隅 Y1”、“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”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 2023 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）	2021	2022	2023
货币资金	219.22	159.96	173.32
应收账款	75.24	76.18	81.90
其他应收款	94.33	73.57	61.32
存货	1,169.29	1,111.84	958.10
长期投资	75.72	99.30	110.73
固定资产	443.71	436.54	440.80
在建工程	19.01	36.05	25.70
无形资产	162.81	158.87	161.70
资产总计	2,863.57	2,815.60	2,696.79
其他应付款	97.02	92.41	63.52
短期债务	509.84	508.41	617.82
长期债务	788.86	761.89	769.28
总债务	1,298.70	1,270.30	1,387.10
净债务	1,146.24	1,172.55	1,249.31
负债合计	1,908.23	1,866.64	1,753.15
所有者权益合计	955.34	948.96	943.64
利息支出	57.38	58.14	48.29
营业总收入	1,236.34	1,028.22	1,079.56
经营性业务利润	69.65	22.69	-3.08
投资收益	7.93	2.51	1.32
净利润	52.13	17.40	-12.87
EBIT	95.95	45.59	14.13
EBITDA	142.27	94.62	66.61
经营活动产生的现金流量净额	137.34	139.65	71.41
投资活动产生的现金流量净额	-64.03	-67.32	13.24
筹资活动产生的现金流量净额	-142.10	-126.65	-44.63

财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	16.23	14.93	11.10
期间费用率（%）	9.88	12.09	10.90
EBIT 利润率（%）	7.76	4.43	1.31
总资产收益率（%）	3.35	1.61	0.51
流动比率（X）	1.42	1.32	1.20
速动比率（X）	0.44	0.38	0.38
存货周转率（X）	0.89	0.77	0.93
应收账款周转率（X）	16.43	13.58	13.66
资产负债率（%）	66.64	66.30	65.01
总资本化比率（%）	62.02	61.84	67.46
短期债务/总债务（%）	39.26	40.02	44.54
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.06	0.06	0.01
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.15	0.16	0.03
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	2.39	2.40	1.48
总债务/EBITDA（X）	9.13	13.42	20.82
EBITDA/短期债务（X）	0.28	0.19	0.11
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.48	1.63	1.38
EBIT 利息保障倍数（X）	1.67	0.78	0.29
FFO/总债务（X）	0.04	0.02	0.01

注：1、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；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。

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
经营效率	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
现金流	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
	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