

信用评级公告

联合〔2021〕3632号

联合资信评估股份有限公司通过对中国建材股份有限公司及其拟公开发行的2021年可续期公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国建材股份有限公司主体长期信用等级为AAA，中国建材股份有限公司公开发行2021年可续期公司债券（第二期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年五月三十一日



中国建材股份有限公司公开发行 2021年可续期公司债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 20 亿元（含 20 亿元），引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制

本期债券期限：分品种发行，品种一基础期限 2 年，品种二基础期限 3 年

偿还方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

续期选择权：品种一基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券

递延支付利息权：除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为

赎回选择权：（1）公司因税务政策变更进行赎回：由于法律法规改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2021 年 5 月 31 日

评级观点

中国建材股份有限公司（以下简称“公司”）作为大型建材央企中国建材集团有限公司核心的产业平台和旗舰上市公司，其主营业务水泥产品、新材料和工程服务业务均具有显著的竞争优势。公司水泥产品、商品混凝土、石膏板和风机叶片等核心产品产能居于世界第一位。近年来，公司盈利能力持续提升，经营状况良好，经营活动现金流量净额呈持续增长态势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到水泥价格存在波动风险，公司商誉规模较大等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

本期债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

未来，公司凭借产品及规模优势，经营规模及盈利能力将保持良好水平，公司在全球建材行业的竞争力将进一步提升。综合评估，联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

优势

1. 竞争实力极强，市场地位突出。公司是全国最大的建材生产企业，产品多元，其水泥产品、商品混凝土、石膏板和风机叶片等各主要产品产能世界领先，规模优势突出。
2. 经营情况良好。2018—2020 年，公司营业收入和利润总额均保持增长，盈利能力持续提升。
3. 经营获现能力强。2018—2020 年，公司经营活动现金流量净额逐年增长，收入实现质量高，经营获现能力强。
4. 债务负担持续下降，偿债能力强。2018—2020 年，公司全部债务资本化比率持续下降，EBITDA 利息保障倍数持续增长，融资渠道通畅，整体偿债能力强。

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水泥企业信用评级方法	V3.0.201907
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
---				---

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

关注

- 水泥价格及原燃料价格波动风险。**2018 年以来，水泥价格波动幅度较大，公司收入主要来源于水泥业务，动力煤为公司重要燃料，占公司成本比例较大，未来国内经济增长情况及行业需求情况均存在较大不确定性，水泥价格和动力煤价格存在波动的可能；易对公司稳定盈利造成一定影响。
- 商誉规模较大，资产减值损失对利润侵蚀较大。**公司因联合重组形成的商誉规模较大，存在一定的商誉减值风险；公司部分应收类款项账龄较长，计提坏账准备规模较大；2018—2020 年，资产减值损失规模波动增长，分别为 62.26 亿元、101.60 亿元和 98.51 亿元，对利润侵蚀较大。
- 本期债券条款设置上区别于普通公司债券。**本期债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

分析师：刘珺轩 宋莹莹

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	576.07	609.19	635.21	660.01
资产总额(亿元)	4373.98	4457.34	4554.56	4691.80
所有者权益合计(亿元)	1357.77	1509.23	1651.56	1680.53
短期债务(亿元)	1416.95	1161.32	1067.96	/
长期债务(亿元)	831.16	911.17	879.02	/
全部债务(亿元)	2248.11	2072.50	1946.98	/
营业收入(亿元)	2231.83	2574.82	2589.54	478.44
利润总额(亿元)	202.20	274.78	300.54	42.23
EBITDA(亿元)	447.10	510.78	524.90	--
经营性净现金流(亿元)	485.71	633.49	642.30	-21.67
营业利润率(%)	29.57	26.92	26.21	23.15
净资产收益率(%)	10.25	12.23	13.12	--
资产负债率(%)	68.96	66.14	63.74	64.18
全部债务资本化比率(%)	62.35	57.86	54.10	/
流动比率(%)	73.30	80.42	81.54	81.76
经营现金流动负债比(%)	22.93	32.43	33.45	--
现金短期债务比(倍)	0.41	0.52	0.59	/
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	4.06	3.71	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.94	5.22	6.36	--

公司本部(母公司)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	1289.39	1262.42	1231.71	1288.50
所有者权益(亿元)	542.96	576.71	590.74	591.71
全部债务(亿元)	583.94	600.26	619.30	658.96
营业收入(亿元)	0.56	0.96	1.04	0.00
利润总额(亿元)	20.83	74.42	72.64	1.96
资产负债率(%)	57.89	54.32	52.04	54.08
全部债务资本化比率(%)	51.82	51.00	51.18	52.69
流动比率(%)	206.44	289.87	250.77	190.57
经营现金流动负债比(%)	-4.13	-4.84	-9.72	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 2021年一季度财务数据未经审计, 相关指标未予以年化; 4. 其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务, 长期应付款和租赁负债已计入长期债务; 以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债; 5. 本报告2018年、2019年和2020年财务数据分别为2019年审计报告期初数、2020年审计报告期初数及2020年审计报告期末数据; 6. “/”为数据未获取

主体评级历史

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/05/13	刘璐轩 宋莹莹	水泥企业信用评级方法(V3.0.201907) 水泥企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	阅读全文
AAA	稳定	2016/10/09	王兴萍 付晓林	水泥行业企业信用分析要点(2013年) /--	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国建材股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

刘建群 宋莹莹

联合资信评估股份有限公司



中国建材股份有限公司公开发行 2021 年可续期公司债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”或“公司”）系 2005 年 3 月依法设立的股份有限公司，由中国建筑材料集团公司（现已更名为“中国建材集团有限公司”，以下简称“中建材集团”）为主发起人，联合北新建材（集团）有限公司（已更名为“北新建材集团有限公司”，以下简称“北新建材集团”）、中建材集团进出口公司、中国信达资产管理股份有限公司和中国建筑材料科学研究总院，以中国建筑材料及设备进出口公司为主体整体改制设立而成。设立时，公司注册资本为 138776.00 万元，股份总数为 138776 万股。2006 年 2 月，公司首次在境外公开发行了 752334000 股 H 股，并于 2006 年 3 月获准在香港联交所主板上市。2017 年 9 月 8 日，公司与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）订立合并协议，2018 年 5 月 2 日，公司与中材股份合并的 H 股换股及非上市股换股已完成，中材股份注销法人资格。截至 2020 年底，公司实收资本为 84.35 亿元，其中，控股股东中建材集团直接及间接持股比例为 43.02%，中建材集团实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”），公司最终实际控制人为国务院国资委（详见附件 1-1）。

公司是中建材集团旗下建材产品板块核心企业，主要经营水泥、新材料、工程服务三大主营业务。截至 2021 年 3 月底，公司本部内设有董事会秘书局、财务部、投资发展部、审计部、法律事务部、科技信息部和人力资源部等职能部门（详见附件 1-2）。截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 18 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 4554.56 亿元，所有者权益合计 1651.56 亿元（含少数股东权益 573.13 亿元）；2020 年，公司实现营业

收入 2589.54 亿元，利润总额 300.54 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 4691.80 亿元，所有者权益合计 1680.53 亿元（含少数股东权益 582.57 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 478.44 亿元，利润总额 42.23 亿元。

注册地址：北京市海淀区复兴路 17 号国海广场 2 号楼（B 座）；法定代表人：曹江林。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期公司债券名称为“中国建材股份有限公司公开发行 2021 年可续期公司债券（第二期）”，发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元）。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

(1) 债券期限、品种及续期选择权

本期债券分两个品种，品种一基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。

(2) 递延支付利息权

本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

(3) 强制付息事件

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；向偿付顺序劣于本期债券的证券进行任何形式的兑付；减少注册资本。

(4) 赎回选择权

公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

公司因会计准则变更进行赎回：若未来因

企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

本期债券无担保。

综上分析，本期债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，一旦发生递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍

未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度

三大需求对GDP增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿

元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延

续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡**。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜**。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计 2021 年我**

国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

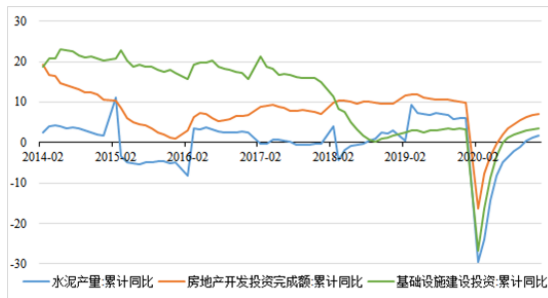
四、行业分析

1. 行业概况

2020年，水泥产量在新冠疫情影响下仍保持同比小幅增长。水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但水泥行业去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2020年水泥价格先降后升，区域价格表现有所分化，行业总体效益小幅下滑。

水泥需求方面，2020年以来中国经济受到新冠疫情冲击增速继续下行，全年GDP同比增长2.3%。房地产调控维持“房住不炒”基调不变，仍较为严格；房地产开发投资仍表现出一定韧性，全年累计同比增长7.0%，增速较2019年下降2.9个百分点。2020年，中国基础设施建设投资完成额同比增长3.41%，较上年同期增速上升0.08个百分点，发挥一定逆周期调节作用。分季度来看，2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产开发投资均出现大幅负增长；但二、三季度，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，中国基建投资和房地产开发投资有所回暖，但房地产开发投资较上年同期仍差距较大；四季度地产开发投资加速回暖。整体看，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，政府在基建投资方面保持一定力度以引导经济复苏，房地产企业具有较强的开工意愿，全年水泥需求量虽受到一定影响，但仍保持增长。

图1 2014年以来中国水泥产量、房地产开发和基础设施建设投资累计同比变动情况（单位：%）



资料来源：Wind

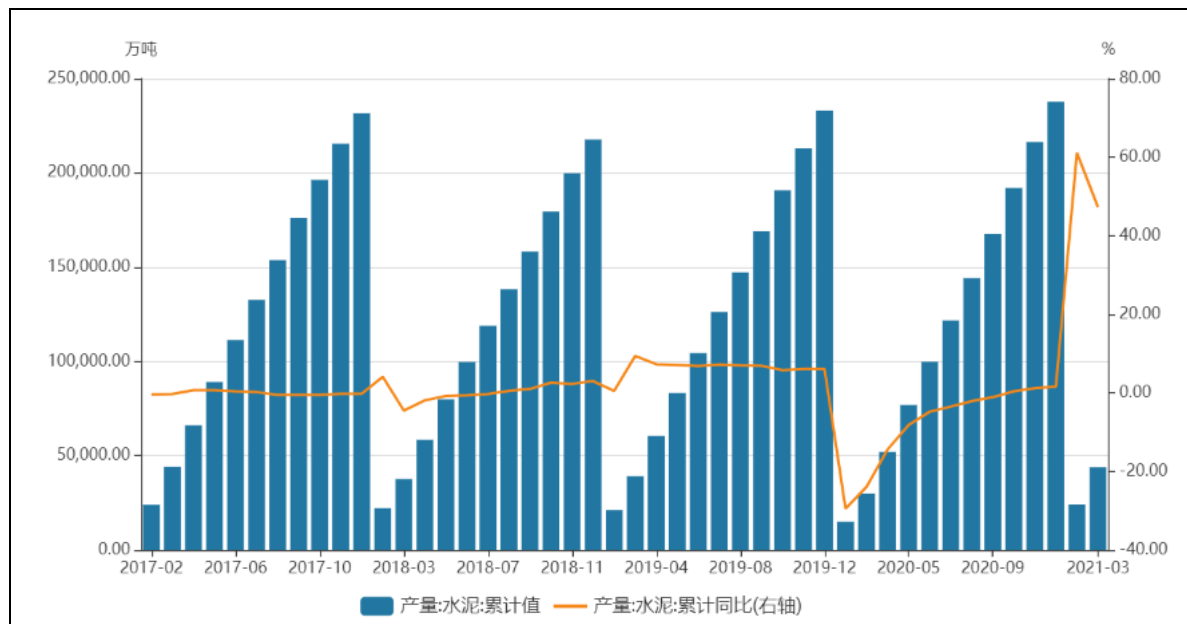
水泥供给方面，据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至2020年底，全国新型干法水泥生产线累计共有1609条（剔除部分已关停和拆除生产线，不包括日产700吨以下规模生产线），设计熟料年产能18.3亿吨，实际熟料年产能超过20亿吨。2020年新点火产能项目主要位于贵州、云南等地，较2019年略有增加，主要原因是2020年新点火的熟料生产线中部分是早期批复延续建设项目或置换非新干水泥产能的项目。另外值得关注的是，部分已经产能置换项目执行中存在“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目。整体看，水泥行业去产能进度缓慢，局部区域供给出现增长。

限产政策方面，2019年以来，各地水泥行业错峰生产政策只紧不松，2019年，河南实行“开二停一”，贵州推出刚性错峰，内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件，通过环保手段来倒逼去产能。2020年1月，工信部发布公告要求各地认真开展水泥错峰生产，坚决打好污染防治攻坚战。公告指出山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、宁夏、新疆、河北、湖北、浙江等地陆续发布了2019—2020年采暖季水泥行业错峰生产方案，公告发布之后青海、宁夏、内蒙古等地亦发布了行业错峰生产方案，避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。进入10月后，2020年秋冬季大气污染防治攻坚战在全国打响，河北、湖南、山东等地已经召开水泥行业差异化错峰生产工作座谈会，对秋冬季节错峰生产进行部署，要求水泥熟料企业落实错峰生产政策。2020年12月，工信部和生态环境部发布《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》，因时因地制宜，精准施策安排好错峰生产，并对承担供暖任务、协同处置生产线的错峰要求加以明确。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上保持一定压力。

2020年，全国水泥产量约23.77亿吨，同

比增长 1.60%，其中一季度水泥产量受疫情影响较大，三四季度随投资力度回升，产量恢复较快。

图 2 2017 年以来中国水泥行业产量及变化情况



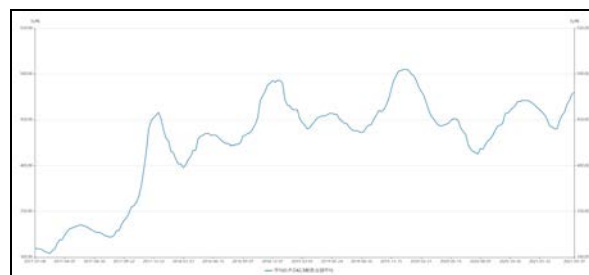
资料来源：Wind

2019 年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2020 年以来，水泥价格呈先降后升态势：一季度受新冠疫情影响水泥价格由 2019 年末高位下行，4 月后小幅回升后，5-8 月受梅雨天气影响再次下滑；9 月后随着需求的强势复苏，水泥价格持续回升。2021 年一季度，水泥行业进入淡季，多地水泥产销双弱，水泥价格同比有所下降，3 月开始回升。截至 2021 年 3 月底，全国水泥（P.O42.5 散装）均价 449 元/吨，基本恢复至 2020 年同期水平。

从各区域情况来看，西北地区和中南地区 2020 年水泥价格涨幅在全国六大区中领先，全年均价同比增长 14.7% 和 8.3%。华北地区水泥价格表现相对平稳，全年均价小幅下滑。华东地区水泥价格 2020 年受疫情、天气等因素影响波动幅度较大，全年均价同比下降 0.3%。西南地区 and 东北地区水泥价格同比分别下跌 8.0% 和 5.0%，主要系需求减弱因素所致，西南地区也受到产能增加影响。

行业效益方面，2020 年水泥行业全年实现水泥销售收入 9960 亿元，同比下降 2.2%；利润 1833 亿元，同比下降 2.1%。

图 3 2017 年以来全国水泥（P.O42.5 散装）周均价走势图



资料来源：Wind

2. 上游原燃料情况

煤炭价格波动对水泥行业的成本控制带来压力。

煤炭价格方面，2020 年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于 2019 年。2021 年 1 月至 2 月初，煤炭价格继续走高。截至 2021 年 2 月 10 日，动力

煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

矿石方面，随着中国加大矿山环保治理力度，石灰石价格整体走高，但由于大型水泥企业普遍具备较高自给率的石灰石资源，石灰石价格波动对水泥企业成本影响基本可控。

3. 行业发展

预计水泥需求短期内维持平台期，但需关注地产调控和逆周期调节政策力度调整对水泥需求带来的影响。

2021年是中国“十四五”计划的开局之年，是全面建成小康社会的关键时期，基建投资有望维持增长；房地产市场仍具韧性，从前期土地成交情况和房企加快回笼资金意愿来看，施工整体有望延续增长趋势，对水泥需求形成一定支撑。

但仍应关注到，随着“三道红线”“贷款集中管理”和“集中供地”等政策的推出，地产行业供给侧调控力度仍在加大，房企投资将更加谨慎。而随着中国经济逐步恢复正常，政府的逆周期调节政策力度或将逐步减弱。上述两方面的政策力度调整均可能对未来水泥需求走势产生重要影响。

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，推动行业产能置换升级，并指出水泥行业向智能化发展的方向。随着“碳达峰”“碳中和”的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大。

2020年1月，工信部发布了《水泥玻璃行

业产能置换实施办法操作问答》，明确了水泥行业产能置换项目的范围、指标要求、置换比例、操作程序，要求项目建设地省级主管部门负责监督新建项目方案的落实和督促组织查验并公布装置的实际产能，并由工信部组织抽查各地公告的产能置换方案执行情况，对各区域水泥产能置换有一定规范作用。2020年12月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，进一步提高产能置换比例，明确要求，位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料建设项目，产能置换比例为2:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料建设项目，产能置换比例分别为1.5:1。

2020年9月，工信部发布了《建材工业智能制造数字转型行动计划（2021—2023年）》的通知（工信厅原〔2020〕39号），提出水泥行业要重点形成数字规划设计、智能工厂建设、自动选配配矿、窑炉优化控制、磨机一键启停、设备诊断运维、生产远程监控、智能质量控制、能耗水耗管理、清洁包装发运、安全环保、固废协同处置等集成系统解决方案，并在组织领导、政策支持、人才保障和经营环境等方面加强相关保障措施。

2020年9月，在第七十五届联合国大会上，中国向世界宣布将提高国家自主减排贡献力度，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。水泥行业也是二氧化碳排放的主要工业行业之一。控制水泥行业的碳排放主要通过减少水泥用量、提高能效水平、提升产品利用效率和优化产品材料结构等路径。未来，节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司最终实际控制人为国务院国资委。

截至2020年底，公司实收资本84.35亿元，控股股东中建材集团直接和间接持股比例为

43.02%，其中，直接持有内资股 7.45%、间接持有内资股 35.39%，直接持有 H 股 0.10%，间接持有 H 股 0.08%，公司最终实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是中国建材行业百强第一名，以其相关业务领域的优势企业为主体，通过资产重组和业务整合，构建起水泥、新材料、工程技术服务和贸易与物流四大业务板块。

水泥业务是公司的核心主业，近年来，公司大力推进资本运营与联合重组，产能规模快速扩张，实现了跨越式发展。公司与中材股份合并后，公司水泥总产能达到5.14亿吨/年。公司水泥板块在我国东南部地区、中东部地区、东北三省、西南地区 and 西北地区基本完成行业整合，获得了区域竞争优势。

公司新材料业务板块主要由轻质建材、玻璃纤维、风机叶片等业务构成。轻质建材板块方面，公司的轻质建材业务主要由北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）经营。截至2020年底，北新建材石膏板产能达到28.24亿平方米/年。公司目前旗下有“龙”牌、“北新”“泰山”“金邦”和“TBO”等品牌，均由北新建材经营，其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板已经逐步发展成为业内公认的第一品牌，是中国为数不多的可以在技术质量、销售价格和市场份额上均超过外资世界500强企业的具有国际竞争力的中国自主品牌。公司的风

机叶片和玻璃纤维主要由中材科技股份有限公司（以下简称“中材科技”）、中国复合材料集团有限公司（以下简称“中国复材”）、中材金晶玻纤有限公司（以下简称“中材金晶”）以及参股公司中国巨石股份有限公司（以下简称“中国巨石”）和中材科技下属子公司泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”）经营。截至2020年底，公司风机叶片产能规模达15.18GW/年。中国复材为亚洲首座大型海上风电场-上海东海大桥项目提供了3MW风机叶片，约占该项目叶片总需求量的80%；此外，中国复材75米6MW风机叶片成功下线，标志着中国复材在大型风电装备和海上风电装备研发制造领域已达到世界先进水平。2020年，中材科技合计销售风电叶片12.3GW。

工程技术服务板块方面，公司工程服务板块主要由中国建材国际工程集团有限公司（以下简称“中国建材国际工程”）及中国中材国际工程股份有限公司（以下简称“中材国际”）经营。中国建材国际工程成立于1991年，是全国综合性甲级设计科研单位和国际化工程公司。中材国际主营业务是水泥技术装备及工程服务。中材国际主要通过EPC/EP方式承接大型干法水泥生产线建设和技改等项目，以EPC/EP为载体带动研发设计、施工安装、装备制造和采购业务走出去，是目前全球水泥技术装备工程业最大的总承包商。

表 2 2020 年底公司各板块业务主要产能及行业地位

产业板块	公司名称	主要业务板块	产能情况	行业地位
水泥板块	中联水泥	新型干法水泥/ 商品混凝土	1.04 亿吨/ 2.03 亿立方米	产能世界第一
	南方水泥		1.40 亿吨/ 1.71 亿立方米	
	北方水泥		0.37 亿吨/ 0.35 亿立方米	
	西南水泥		1.21 亿吨/ 0.09 亿立方米	
	中材水泥		0.25 亿吨/ 0.02 亿立方米	
	天山股份		0.38 亿吨/ 0.14 亿立方米	
	宁夏建材		0.21 亿吨/ 0.1 亿立方米	

产业板块	公司名称	主要业务板块	产能情况	行业地位
	祁连山控股		0.28 亿吨/ 0.07 亿立方米	
新材料	北新建材	石膏板	28.24 亿平方米	产能世界第一
	中国复材	风机发电叶片	5.18GW/年	世界第一
	中材科技	风机发电叶片	10.00GW/年	
	泰山玻纤	玻璃纤维	93.70 万吨	世界第一
	中国巨石	玻璃纤维	199.60 万吨	

注：1.“中联水泥”全称为中国联合水泥有限责任公司（以下简称“中联水泥”），“南方水泥”全称为南方水泥有限公司（以下简称“南方水泥”），“北方水泥”全称为北方水泥有限公司（以下简称“北方水泥”），“西南水泥”全称为西南水泥有限公司（以下简称“西南水泥”），“中材水泥”全称为中国中材水泥有限责任公司（以下简称“中材水泥”），“天山股份”全称为新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”），“宁夏建材”全称为宁夏建材集团股份有限公司（以下简称“宁夏建材”），“祁连山控股”全称为甘肃祁连山建材控股有限公司（以下简称“祁连山控股”）

数据来源：公司提供

3. 税收优惠

公司及所属子公司作为资源综合利用产品企业、高新技术企业、西部地区鼓励发展的产业企业，享受增值税、所得税、消费税等多项税收优惠，主要包含以下内容：

根据国家财政部、国税总局《关于资源综合利用及其他产品增值税政策问题的通知》（财税〔2008〕156号）《补充通知》（财税〔2009〕163号）及《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》（财税〔2015〕78号）相关规定，享受资源综合利用增值税退税和财政贴息。2018年、2019年和2020年，增值税返还分别为13.75亿元、11.61亿元和17.39亿元，财政贴息分别为0.15亿、0.002亿和0.03亿元。

4. 人员素质

公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经验丰富；公司员工结构合理，能够满足公司运营发展需求。

截至2021年3月底，公司董事共15名、监事8名、高级管理人员共15名。公司设董事长1名，为公司的法定代表人；监事会主席1名；总裁1名，对董事会负责，主持公司的全面生产经营管理工作。

公司董事长兼执行董事曹江林先生，1966年生，工商管理硕士学位，国务院批准的享受政府特殊津贴人员；历任北新建材总经理助理、副总经理、总经理及副董事长，公司总经理助理及副总经理，北新物流有限公司总裁，中国

玻纤总经理，公司董事、党委常委，北新建材监事会主席，中联水泥监事会主席，中国复材和中国建材工程董事，中国玻纤董事长，南方水泥董事长，北方水泥董事长，中联水泥董事等，现任中建材集团总经理、董事，北新建材监事会主席，中国巨石董事长，南方水泥董事长。

公司总裁兼执行董事彭寿先生，1960年8月生，管理学硕士学位，教授级高级工程师，国务院批准的享受政府特殊津贴人员；在中建材集团下属单位担任多个职务，包括中国玻璃控股有限公司董事局主席兼非执行董事，凯盛科技集团有限公司党委书记兼执行董事，中建材蚌埠玻璃工业设计研究院有限公司党委书记兼执行董事，中国联合装备集团有限公司党委书记兼执行董事，中国洛阳浮法玻璃集团有限责任公司董事长，蚌埠中光电科技有限公司董事长等；现任中国建材国际工程集团有限公司党委书记、董事长兼总裁、公司总裁兼执行董事。

由于公司与中材股份进行合并的换股事宜已完成，公司已任命多名中材股份的前高级管理人员为公司副总裁。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告（授信机构版）》，截至2021年5月10日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。公司于公开市场发行债券均

按时还本付息。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构和内控机制完善，严格控制相关风险。

公司根据《公司法》《联交所证券上市规则》等境内外相关法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司股东享有法律法规、《公司章程》规定的各项权利，通过召开股东大会的形式实现自身权益；股东大会是公司最高权利机构，《股东大会议事规则》能切实予以执行。

公司董事会由 15 名董事组成，设董事长 1 名，独立非执行董事 5 名；董事由股东大会选举产生，董事长由全体董事的过半数选举和罢免。

公司监事会成员 8 人，设监事会主席 1 名，监事任期三年，可以连选连任。监事会向股东大会负责，主要职责包括检查公司的财务，对公司董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的行为进行监督等

公司设总经理（即总裁）1 名，对董事会负责，主持公司日常生产经营管理工作，并组织实施董事会决议、公司年度经营计划和投资方案等；公司设副总经理（即副总裁）若干名，财务负责人（即财务总监）1 名。

2. 管理水平

公司作为规范的市场化运作的企业集团，整体管理水平高。

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设董事会秘书局、财务部、投资发展部、审计部、法律事务部、科技信息部和人力资源部等职能部门。

公司根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》《公司法》《证券法》等有关法律法规，制定了一系列比较完善的、体现新的公司治理结构的规章制度，构成了比较完善的治理框架及制度体系。

业务管理方面，公司根据各类业务制定了相应的业务管理流程，建立并实施了相应流程的授权制度、审核批准制度和业务区域管理制度，明确了相关部门和岗位的职责、权限，确保不相容岗位相互分离、制约和监督。

财务管理方面，公司制定了相应的预算管理、投融资管理、借款及担保、关联交易、资金运营内控制度和短期资金调度应急预案等制度，完善了财务管理规范。

子公司管理方面，由于公司下属子公司较多，为了规范下属子公司的运作，提高对下属子公司的控制力，公司在人事、财务和资产方面都制定了相应的管理办法。

安全生产管理方面，为加强公司各业务板块生产经营活动中的劳动保护工作，保护劳动者在生产过程中的安全和健康，公司根据《安全生产法》等有关法律、法规、规定和公司章程，制定了《安全生产管理规定》，各业务板块生产严格贯彻执行生产过程中的相关规程和制度，生产环境保护工作及劳动者生产安全得到有效保证。

借款及担保方面，为规范公司、下属子公司及各级控股公司的借款及担保行为，规避和降低借款及担保风险，公司根据《担保法》以及《公司章程》的有关规定，制定了《借款及担保管理制度》，下属子公司及各级控股公司在新增借款和授信额度前须公司批准；未经公司批准，下属子公司及各级控股公司不得提供对外担保。

七、重大事项

公司水泥板块重组事项已确定交易方案及对价，水泥板块的重组有利于公司整合资源，

巩固公司在水泥行业的领先地位，推动解决公司附属公司在水泥业务方面的同业竞争问题。联合资信将持续关注上述事项重组进展及完成情况。

2020年8月7日，公司与其A股上市的附属公司天山股份订立了一份示意性的资产购买协议，有关公司拟出售其分别于中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥的股权，代价为天山股份发行予中建材股份的股份。同日，天山股份与27名南方水泥或西南水泥（视情况而定）的少数股东分别订立了一份示意性的资产购买协议，有关天山股份拟向该独立卖方收购其于南方水泥或西南水泥（视情况而定）的股权，代价为天山股份发行予该独立卖方的股份。此外，天山股份拟于建议重组完成后进行新股配售。2021年3月3日，公司发布关于水泥资产重组进展的公告，公司与天山水泥订立了补充协议，以协定重组的对价。后续整合完成后，天山股份将直接控股中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥。

玻璃纤维业务及其制品业务板块重组事项终止，联合资信将持续关注该业务板块后续推动解决同业竞争问题的进展情况。

2020年12月1日，中材科技发布重组公告，拟购买中国复材及中国巨石等现有股东持有的连云港中复连众复合材料集团有限公司（以下简称“中复连众”）的全部或部分股权，并向中国巨石出售其持有的泰山玻纤的全部或部分股权。2020年12月15日，中材科技发布终止筹划重大资产重组事项的公告，因上述重组涉及交易方式较为复杂，各方就方案细节尚未达成一致意见，公司董事会未能审议通过，故终止本次重大资产重组事项。

水泥工程资产重组事项已确立交易对价，水泥工程资产重组事项有利于推动公司该业务板块的资源整合及推动解决同业竞争问题，联合资信将持续关注公司水泥工程资产重组事项的进展及完成情况。

2020年10月30日，中建材股份、建材研究总院及中国建材国际工程与中材国际订立了一份示意性的资产购买协议，有关中建材股份、建材研究总院及中国建材国际工程拟出售其分别于北京凯盛、南京凯盛及中材矿山（以下简称“标的资产”）的股权，同日，中材国际同时与49名南京凯盛的少数股东订立了一份示意性的购买协议。2021年2月9日，中建材股份、建材研究总院及中国建材国际工程与中材国际订立了中国建材补充协议，协定了重组下相关交易的对价。

八、经营分析

1. 经营概况

公司各主要业务板块经营规模大，行业地位突出，市场竞争优势显著。2018—2020年，受水泥价格波动影响，公司营业收入波动增长，综合毛利率波动下降，但整体盈利保持较高水平。2021年一季度，公司收入和利润同比大幅增长。

公司是全国最大的综合性建材产业集团中建材集团旗下建材产品板块的核心企业，主要经营水泥、新材料和工程服务等业务，是中国最大的建材生产企业。

2018—2020年，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长7.35%，2019年同比增长15.53%，主要系水泥价格增长推动水泥板块和主营业务收入增长所致；2020年略有下降。

从主营业务构成来看，水泥板块为公司收入的最主要来源，2018—2020年，其收入在主营业务收入中占比均保持在65%以上，但占主营业务收入比重逐年下降，2020年，水泥板块为公司收入的最主要来源，占主营业务收入的68.59%。2018—2020年，新材料业务收入持续增长，主要系随着行业景气度提升，石膏板收入增长所致；新材料收入占比持续增长，2020年为15.17%。在“一带一路”政策的带动下，公司拓展海外市场，海外项目增加，但受疫情影响，2020年公司工程服务收入为322.19亿元，

较2019年减少9.11%。公司其他业务主要为建材贸易、物流等，收入逐年增长，在主营业务收入中占比较小。

表3 2018—2021年3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2018年			2019年（经调整）			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	1593.60	72.31	33.16	1818.49	71.40	29.20	1742.43	68.59	28.04	287.98	61.24	21.24
新材料	248.91	11.29	31.27	289.17	11.35	27.86	385.45	15.17	30.37	94.73	20.15	29.74
工程服务	311.27	14.12	21.80	354.49	13.92	19.92	322.19	12.68	17.91	69.43	14.77	24.00
其他	50.16	2.28	19.68	84.72	3.33	37.85	90.28	3.55	33.10	18.07	3.84	39.68
合计	2203.95	100.00	31.03	2546.87	100.00	28.04	2540.36	100.00	27.29	470.22	100.00	24.07

注：1. 水泥包含水泥、熟料及混凝土业务，其中包含中建材投资有限公司（以下简称“中建材投资”）相关业务数据；新材料包括轻质建材与复合材料业务；工程服务包括装备制造及相关工程技术研究与服务板块；其他包含建材贸易与物流等其他板块
资料来源：公司提供

毛利率方面，2018—2020年，公司水泥业务毛利率逐年下降，2019年水泥板块毛利率较2018年下降3.96个百分点，主要系成本核算方式调整所致；2020年水泥板块毛利率下降主要系产品价格下降所致。2018—2020年，新材料毛利率波动下降；工程服务板块毛利率逐年下降，2020年较2019年下降2.01个百分点，主要系受疫情影响致使成本增加所致。综上，公司综合毛利率持续下降。

2021年1—3月，公司营业收入478.44亿元，同比大幅增长40.35%；实现主营业务收入470.22亿元，实现净利润30.85亿元，同比增长157.08%，主要系收入增长所致；综合毛利率为24.33%，同比下降4.39个百分点。

2. 水泥产品板块

公司已基本完成了对水泥及相关产品的产业布局，产品品种齐全，产供销模式成熟，规模优势显著；部分原燃料能够实现自给，具备一定的成本优势。2018年以来，公司水泥熟料、混凝土的产销量波动增长，产品价格有所

波动。

水泥板块相关产品包括水泥、熟料及混凝土，水泥业务为公司的支柱产业。截至2020年底，公司联合重组水泥企业数百家，水泥产能约5.14亿吨/年，商品混凝土产能约4.50亿立方米/年，均位居世界第一。

分产品来看，2020年，水泥及熟料收入有所下降，商品混凝土收入较为稳定，产品结构较为稳定；其中，水泥及熟料为水泥板块收入的主要来源，占比在70%左右。毛利率方面，水泥及熟料、商品混凝土毛利率逐年下降，但维持较高水平，2019年下降主要系公司改变成本核算方式，2020年下降主要受价格下降影响。

2021年1—3月，水泥及熟料收入同比增长30.81%，商品混凝土收入同比增长44.76%，主要系2020年一季度受疫情影响，下游施工停滞及运输受限致使销售下滑，收入减少所致；水泥及熟料和商品混凝土收入占比较上年基本保持稳定；水泥及熟料和商品混凝土毛利率同比有所下降。

表4 公司水泥业务经营数据（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年（经调整）			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥及熟料	1176.76	73.84	35.24	1300.94	71.54	32.65	1210.41	69.47	31.82	201.80	70.07	23.88
商品混凝土	416.84	26.16	27.27	517.55	28.46	20.51	532.03	30.53	19.47	86.19	29.93	15.06
合计	1593.60	100.00	33.16	1818.49	100.00	29.20	1742.43	100.00	28.04	287.98	100.00	21.24

资料来源：公司提供

(1) 生产

近年来，公司主要通过联合重组实现了水泥板块生产能力的持续扩大，成为世界最大的水泥和商品混凝土生产商，规模优势明显。公司下属各单位均采用先进的生产技术和制造设备，水泥业务板块全部采用当前国家大力推行的新型干法水泥生产线。

从产量来看，2020年度，公司水泥产能约5.14亿吨/年，位居世界第一，产能利用率约为71%，产品覆盖全部水泥品种。

公司现有水泥熟料生产线均符合目前国家相关的耗能及排废指标，绝大部分熟料生产线配有余热发电系统。截至2020年底，公司余热发电系统总装机达2.15GW。目前，公司已按照国家规定的限期完成了3.0米以下的水泥磨机淘汰任务。

(2) 采购

公司生产成本主要构成为原材料、煤和电成本。原材料包括石灰石、粘土、砂岩等，其成本约占生产成本的20%~30%，其中石灰石是最主要的原材料。煤炭是公司水泥生产的主要燃料，其成本约占生产成本的35%~40%。电是公司水泥生产的主要能源，其成本约占生产成本的15%~20%。

成本控制方面，公司部分石灰石及电力资源能够实现自给，且能够依靠规模优势获得较低的煤炭采购价格，具备一定的成本优势。

公司石灰石来源主要依靠自有矿山，公司目前石灰石储量约92.5亿吨，下属各项目公司拥有282个采矿权证，石灰石自给率达到90%以上。煤炭全部由外购取得。公司生产所需用电，除按大工业电价从当地供电公司购买外，30%的用电可由生产线配备的余热发电系统实现自给。

公司目前实施区域化集中采购，即建立区域采购中心，统一对原材料进行招标采购。在煤炭采购中，为减少受外部市场环境及煤炭价格影响，公司与多家煤炭经销商建立了长期合作关系，保证燃料稳定供应的同时获取较低的

采购价格。受到行业特性的影响，水泥企业原材料供应商集中度相对较低。

原材料采购的结算方面，公司一般会采用货到付款的方式进行结算，通常有一定的账期；此外公司在大宗燃料采购时也会选择预付货款的方式，用以获取一定的价格优惠。

(3) 销售

公司在产品销售中采用市场营销集中策略，即按照“营销集中、产销分离”的目标，建立总部市场部、区域营销中心及工厂业务部三级营销组织体系，直接统一对外销售。其中，中联水泥销售网络覆盖山东、河南、江苏和内蒙等地区，并确立了在山东等地区的水泥销售主导地位；南方水泥销售网络覆盖浙江、湖南、江西、上海、江苏、广西等地区，并确立了在浙江、湖南、江西、上海等地区的主导地位；北方水泥销售网络覆盖东北三省大部分城乡地区，并确定了在吉林及黑龙江等地区水泥市场的主导地位；西南水泥覆盖四川、云南、贵州、重庆等地；天山股份销售网络覆盖新疆、江苏等地区，并确立了在新疆地区的水泥销售主导地位；中材水泥销售网络覆盖广东、汉中、安徽和湖南等地；宁夏建材销售网络覆盖宁夏、甘肃、内蒙和陕西等地区，并确立了在宁夏地区的主导地位；甘肃祁连山建材控股有限公司（以下简称“祁连山控股”）销售地域范围覆盖甘肃、青海省全境，西藏拉萨、那曲、昌都等铁路公路沿线地区，以及四川松潘、九寨沟等与甘肃省连界地区，并确立在甘肃、青海地区的销售主导地位。

从销售量来看，2018—2020年公司水泥及熟料销量波动增长，2019年同比增长6.03%，受疫情影响，2020年同比略有下降；产销率逐年下降，分别为60.03%、58.16%和58.03%，处于较低水平，主要系公司在计算产量时未将继续自用的熟料产量扣除所致。

从销售价格来看，各销售区域产品价格差异较为明显，水泥及熟料和混凝土产品销售价格均有所波动，混凝土价格波动方向与水泥及

熟料价格波动方向基本一致。2019年，北方水泥的水泥及熟料价格下降10.33%，主要系东北产能过剩，供需失衡，水泥价格持续下跌；祁连山水泥及水泥熟料较为稳定；其他产品价格均保持不同程度上涨，其中，天山股份水泥熟料价格较2018年上涨14.15%，产品价格达到

相对历史高位，主要系新疆及江苏等地水泥价格上升较多所致。2020年，受各地需求变动及南方超长雨季等因素影响，中联水泥、北方水泥、西南水泥和天山股份水泥及熟料价格较2019年分别下降8.09%、7.07%、7.21%和10.50%，其他产品价格微升。

表5 公司水泥熟料、混凝土产销情况（单位：万吨、元/吨、万立方米、元/立方米）

公司	产品	产销量	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
中联水泥	水泥熟料	产量	10899.54	11879.29	11877.48	1644.55
		销量	6502.70	6850.40	6902.37	1073.26
		价格	338.20	370.11	340.15	343.66
	混凝土	产量	3684.66	4750.83	4592.27	793.00
		销量	3684.66	4750.83	4592.27	793.00
		价格	438.26	472.86	459.82	457.22
南方水泥	水泥熟料	产量	18765.80	21352.24	21322.47	4040.69
		销量	11527.28	12123.47	12156.98	2240.82
		价格	329.87	341.35	342.79	339.32
	混凝土	产量	4751.94	5168.78	5465.59	971.10
		销量	4751.94	5168.78	5465.59	971.10
		价格	324.10	475.93	478.15	473.83
北方水泥	水泥熟料	产量	2427.51	2941.16	3255.87	25.41
		销量	1543.03	1817.09	2051.41	37.65
		价格	324.94	291.37	270.78	308.77
	混凝土	产量	321.90	342.61	384.06	21.09
		销量	321.90	342.61	384.06	21.09
		价格	359.64	342.24	341.70	428.69
西南水泥	水泥熟料	产量	16178.72	16501.02	16027.74	3054.31
		销量	9398.58	9614.51	9224.04	1838.96
		价格	297.21	307.11	284.98	272.03
	混凝土	产量	130.84	105.96	88.48	19.29
		销量	130.84	105.96	88.48	19.29
		价格	330.27	344.21	308.40	260.54
中材水泥	水泥熟料	产量	4052.22	4294.47	4184.75	878.08
		销量	2463.36	2609.32	2433.64	513.41
		价格	336.70	353.26	364.45	342.25
	混凝土	产量	67.88	72.96	59.00	13.33
		销量	67.88	72.96	59.00	13.33
		价格	480.81	519.58	458.46	455.80
天山股份	水泥熟料	产量	3004.74	3302.26	3387.44	435.91
		销量	1946.16	2148.73	2145.37	266.87
		价格	350.18	399.72	357.76	348.00
	混凝土	产量	211.03	204.95	214.44	10.88
		销量	211.03	204.95	214.44	10.88
		价格				

		价格	431.06	424.71	370.85	421.58
宁夏建材	水泥熟料	产量	2401.12	2693.71	2781.61	260.46
		销量	1389.00	1524.19	1586.43	153.59
		价格	254.64	258.82	265.20	260.75
	混凝土	产量	133.00	177.19	188.46	19.27
		销量	133.00	177.19	188.46	19.27
		价格	321.73	322.67	326.81	354.23
祁连山控股	水泥熟料	产量	3295.09	3908.02	4155.79	359.39
		销量	1926.57	2266.55	2378.97	235.42
		价格	275.71	275.69	295.56	290.07
	混凝土	产量	97.88	151.80	160.33	18.47
		销量	97.88	151.80	160.33	18.47
		价格	376.16	381.81	388.63	411.22
中建材投资	水泥熟料	产量	445.46	396.80	--	--
		销量	201.48	170.51	--	--
	混凝土	价格	273.68	332.08	--	--
		产量	199.89	205.22	--	--
合计	水泥熟料	产量	61470.19	67268.97	66993.14	10698.81
		销量	36898.30	39124.80	38879.20	6359.98
	混凝土	产量	9599.00	11180.30	11152.63	1866.44
		销量	9599.00	11180.30	11152.63	1866.44

注：上表中合计数据为公司水泥及水泥熟料、混凝土的总体产量及销量情况，除中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥、天山股份、宁夏建材、祁连山控股外，中建材投资 2020 年和 2021 年 1—3 月水泥相关业务并入南方水泥中

资料来源：公司提供

3. 新材料业务

公司新材料业务板块主要由轻质建材业务和玻璃纤维及复合材料业务构成；新材料业务规模优势明显，主要产品产能规模世界领先，产销率保持很高水平，综合竞争力强。

(1) 轻质建材

公司轻质建材业务主要由北新建材经营。北新建材的主营业务产品包括石膏板、轻钢龙骨、矿棉吸音板等新型建材产品的生产和销售，并为客户提供相应的工程和劳务服务，主要产品包括石膏板、龙骨。公司目前旗下有“龙”“北新”“泰山”“金邦”和“TBO”等品牌，均由北新建材经营，其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板分别定位于高端与中端消费群体，已经逐步发展成为业内公认的第一品牌。截至 2020 年底，北新建材石膏板年产能 28.24 亿平方米，位居世界第一。

2018—2020 年，公司石膏板业务收入波动

增长，在轻质建材板块主营业务收入中占比持续下降，2020 年占比为 63.59%，为轻质建材板块主要的收入来源。从产量来看，2018—2020 年，石膏板产量逐年增长；受新投产项目产能尚未充分释放影响，产能利用率逐年小幅下降。

表 6 2018—2020 年北新建材石膏板产销情况

(单位：亿平方米、亿平方米/年、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产能	24.70	27.52	28.24
产量	18.83	19.94	20.33
销量	18.69	19.66	20.15
产能利用率	76.23	72.46	71.99
产销率	99.25	98.60	99.10

资料来源：公司提供

北新建材主导产品的销售以国内市场为主，并集中于国内北方、南方、西部地区。2020 年，南方区域销售占比有所提升。

表7 2019—2020年公司轻质建材分区域收入情况
(单位:亿元、%)

区域	2019年		2020年	
	收入	占比	收入	占比
国内销售	132.23	99.25	166.45	99.56
北方地区	56.32	42.27	61.54	36.81
南方地区	48.80	36.63	70.89	42.40
西部地区	27.11	20.35	34.02	20.35
国外销售	1.00	0.75	0.74	0.44
合计	133.23	100.00	167.19	100.00

资料来源:公司提供

采购方面,北新建材生产所需的主要原材料为石膏和护面纸。北新建材的采购模式是由石膏板事业部直接进行大宗原料的采购以及供应商的选择,采购部则通过市场调研等对其决策提供支持和监督。

北新建材石膏板的生产采用以销定产的模式,稳步推进全国范围内生产基地的建设。通过工艺改进和技术升级,2003年以后的新建石膏板生产线已全部采用工业废弃物即工业副产石膏为原料,已有生产线原料系统也已全面实施工业副产石膏改造,大量消纳电厂、化肥厂工业废渣,生产出的产品在建筑中可以减少对传统黏土砖的使用,并减少天然资源的消耗。此外,北新建材新建石膏板生产线均配备了余热利用设备以及先进的燃煤沸腾炉燃烧技术,实现了工业废水、废料的回收利用,并利用生产过程中的余热,节约能耗,降低生产成本,实现资源的综合利用。

销售方面,北新建材目前采用全渠道销售的模式,以区域经销商销售模式为主。同时,随着新的生产线的建立和市场的拓展,销售渠道已经延伸至县一级乃至乡镇一级市场。目前,北新建材已在全国建立了300多家营销机构,覆盖个大中城市和发达地区县级市。2018—2020年,北新建材石膏板销售规模稳步扩大,产销率在99%左右,产销率维持较高水平。

整体看,公司轻质建材板块经营稳定,品牌知名度高,产能规模世界领先,产销率保持很高水平,综合竞争力较强。

(2) 复合材料及玻璃纤维

公司的复合材料板块由中国复材、中材科技、中材高新和中材金晶经营,主营业务是风电叶片和玻璃纤维的生产和销售以及CNG气瓶、过滤材料和先进陶瓷等产品。

风电叶片方面,截至2020年底,中国复材风电叶片产能为5.18GW/年,中材科技风电叶片产能为10.00GW/年,公司风电叶片产能世界第一。

中国复材为亚洲首座大型海上风电场—上海东海大桥项目提供了3MW风电叶片,约占该项目叶片总需求量的80%;此外,中国复材75米6MW风电叶片成功下线,标志着中国复材在大型风电装备和海上风电装备研发制造领域已达到世界先进水平。中国复材已形成ISO9001质量体系、ISO14001环境管理体系标准和职业健康安全标准三个管理体系同时运行的良好格局。风电叶片是中国复材最主要的收入和利润来源。

中材科技经营主体为其子公司中材叶片。凭借自身强大的研发能力和高新技术储备,中材科技风电叶片生产技术和质量始终处于国内领先水平,并在产品开发上实现了从1.5MW到2MW、3MW乃至8MW的系列化推进。2020年,中材科技积极开拓市场,持续加强产品研发,根据市场需求变化加快产品结构升级,合计销售风电叶片12.34GW,市场占有率连续10年保持全国第一。截至2020年底,中材科技拥有1MW~8MW的6大系列产品,适用于高低温、高海拔、低风速、沿海以及海上等不同运行环境。由于风电叶片受运输成本影响较大,中材科技将生产基地设立在靠近最终用户的区域,目前已基本形成了北京延庆、甘肃酒泉、吉林白城、内蒙锡林、江苏阜宁、江西萍乡、河北邯郸七个生产基地,覆盖了主要的目标客户市场。

2018—2020年,中国复材和中材科技的风力发电叶片合计产量及销量均持续提升,且幅度较大。2018—2020年,受下游需求影响,公

司其他高新材料产品产量在合理范围内波动，产销率保持较高水平。2021年1—3月，中国

复材和中材科技的风力发电叶片产量占2020年全年的比重分别为20.84%和21.92%。

表8 2018—2020年及2021年1—3月公司主要新材料产品生产情况

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1—3月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
风力发电叶片-中国复材(兆瓦)	2521	2453	2850	2888	5528	4979	1152	1080
风力发电叶片-中材科技(兆瓦)	5154	5587	8218	7941	12369	12343	2712	1718
CNG气瓶(万只)	18	19	18	18	37	33	9	8
高温过滤材料(万平米)	534	536	585	576	583	620	200	174
玻璃微纤维纸(吨)	14910	15443	15796	15649	14338	14059	3924	3566
太阳能多晶硅熔炼器(只)	82964	101378	48425	49318	24742	26314	6890	6870
精细熔融石英陶瓷(条)	46020	45732	45350	45550	54845	54383	18100	17800
微晶氧化铝陶瓷制品(吨)	38984	37974	38561	35398	34905	35315	8063	9152
高压电瓷绝缘子(吨)	33817	34712	44214	41059	34714	33687	6101	6563
玻璃钢缠绕类产品(吨)	20308	20976	24582	25348	16713	17465	3657	4907
PVC复合地板(万平方米)	553.88	565.90	625.18	614.38	741.06	734.50	173.82	161.05

资料来源：公司提供

公司玻璃纤维业务主要由中材科技下属子公司泰山玻纤和中材晶金经营以及参股公司中国巨石经营。公司目前是全球五大玻璃纤维制造企业、国内三大主要玻纤生产基地之一。泰山玻纤是国家科技部认定的国家重点高新技术企业、国家863科技成果转化基地、国家科技兴贸重点出口企业。公司拥有中国玻纤行业首家企业博士后科研工作站，唯一的国家级技术中心。公司通过了ISO9001、ISO14000、OSHMS体系认证，产品通过英国劳氏、挪威船级社、中国船级社等多家专业认证机构的认证，产品品质市场认可度较高。

4. 工程服务

在国内水泥和玻璃产能过剩的环境下，公司积极拓展海外市场；2018—2020年，公司工程服务业务增量规模波动下降，但仍维持较大规模，在手合同额规模能够满足未来一段时间经营需要。

公司工程服务板块主要由中国建材国际工程及中材国际经营。

中国建材国际工程从事玻璃、水泥、新能源等工程技术市场经营，签订发达国家超大吨

位浮法玻璃生产线订单，国际市场竞争力进一步加强。工程款的结算通常分几个阶段，开工前业主按照合同金额预付15%~30%的款项，在设备到货后支付至总金额的60%~70%，设备安装调试完成后支付至总金额的90%，剩余部分待质保期满后付清。

中国建材国际工程在国内外的水泥和玻璃工程及服务业务中具备较强的竞争优势，2018—2020年，中国建材国际工程不断扩展国际市场，涉及区域为东南亚、西亚、中东等。中国建材国际工程在手合同额充足，拥有较强的市场竞争力。2018—2020年，中国建材国际工程新签合同额逐年下降，2020年同比减少20.12%，主要受疫情影响所致。截至2021年3月底，中国建材国际工程正在执行的合同额215.39亿元，能够满足未来1~2年经营需要。

中材国际主要面向国内外的水泥建材生产商，为其提供生产线设计、设备采购及工程总承包服务。国内水泥工程EPC参与主体较少，公司是主要参与方，公司执行的EPC合同市场份额超过80%。公司执行的设备制造合同市场占有率超过30%。大型水泥工程安装业务主要竞争者是民营企业，公司执行的水泥工程安装

业务合同市场份额超过50%。2018—2020年，中材国际新签合同金额波动下降；截至2021年3月底，中材国际正在执行的合同额411.72亿元，能够满足未来1~2年经营需要。

2018—2020年和2021年1—3月，公司工程

服务收入中境内占比分别约为35.82%、44.99%、60.38%和62.58%，受疫情影响，2020年以来，境内收入占比大幅增长，但境外收入占比仍有一定比例。

表9 2018—2020年及2021年1—3月中国建材国际工程及中材国际新签合同额情况（单位：亿元）

项目		2018年 新签合同额	2019年 新签合同额	2020年 新签合同额	2021年1—3月 新签合同额	截至2021年3月底正 在执行的合同金额
中国建材国际工程	玻璃工程及服务	62.59	60.22	74.01	13.98	57.50
	水泥工程及服务	24.60	51.14	39.55	14.18	62.56
	新能源工程及服务	54.97	70.31	40.82	16.13	82.31
	新房屋工程及服务	62.05	11.59	0.00	0.04	13.02
	小计	204.21	193.26	154.39	44.33	215.39
中材国际	工程建设	233.28	238.86	270.37	47.59	322.78
	装备制造	39.09	43.00	40.81	11.20	22.10
	环保	32.54	21.50	21.80	2.04	17.30
	生产运营管理	2.31	6.77	2.45	5.87	44.34
	其他	2.64	2.74	6.45	1.95	5.20
	小计	309.86	309.86	341.89	68.65	411.72
合计		514.07	503.13	496.28	112.98	627.11

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2018—2020年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数波动提升，存货周转次数逐年提升，2020年分别为5.58次、9.31次和0.57次。考虑公司业务相对多元，产品种类较多，公司整体经营效率尚可。

表10 同行业公司2020年经营效率指标对比
(单位：次)

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
唐山冀东水泥股份有限公司	17.75	8.27	0.59
华润水泥控股有限公司	14.91	14.54	0.62
安徽海螺水泥股份有限公司	142.24	19.86	0.93
华新水泥股份有限公司	23.01	9.14	0.90
公司	5.58	9.31	0.57

资料来源：上表中公司销售债权周转次数按照联合资信公式计算获取，其余数据均来自Wind，由联合资信整理

6. 未来发展

公司经营计划切实可行，有利于公司发展。公司将继续立足建材产业相关板块，围绕“整合优化、增效降债”的战略定位，以提升发展效益，提高现有业务管理质量为目标，实现各板块的优化升级。

公司将坚持“4335”指导原则，推动形成水泥、新材料、工程技术服务三大主业格局。

“坚持效率优先效益优先、坚持主业突出专业化、坚持精细精简精干、坚持价本利经营理念、坚持整合优化、坚持数字化”的管理原则，“稳价、降本、保量、压减、优化”的经营措施。重点抓好以下工作：

经营方面：以价本利为理念，维护行业健康。落实错峰生产、环保限产、限制新增，推动产能淘汰、置换政策完善。

管理方面：以精细精简精干为原则，节支降本。聚焦“三精管理”，即经营精益化、管理精细化、组织精健化。

发展方面：以“+”为策略，提升竞争力。

水泥板块，优化升级水泥业务，全力推进“水泥+”战略，进一步巩固完善水泥产业体系。新材料板块，坚持产业化导向，拓展打造一批有国际竞争力的先进制造业集群。工程服务板块，强化板块间合作，加大“属地化经营”力度，继续开展“工程+”适度多元化业务。

创新方面：以一流为目标，发展智能制造。推进转型升级，实现效率效益双提升，扎实推进业务板块整合。

财务方面：以稳健为原则，进一步降低资产负债率。

九、财务分析

公司提供了2018—2020年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2021年1—3月财务数据未经审计。

从合并范围变化来看，随着经营规模的扩大，公司合并范围有所扩大。2018年，公司合并范围新增35家子公司，减少96家子公司。2019年，公司合并范围新增46家子公司，减少52家子公司。2020年，公司合并范围新增36家子公司，减少36家子公司。截至2021年3月底，公司合并范围内一级子公司共18家。2018年财务数据采用2019年审计报告年初数据；2019年财务数据采用2020年审计报告年初数据。

截至2020年底，公司合并资产总额4554.56亿元，所有者权益合计1651.56亿元（含少数股东权益573.13亿元）；2020年，公司实现营业收入2589.54亿元，利润总额300.54亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额4691.80亿元，所有者权益合计1680.53亿元（含少数股东权益582.57亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入478.44亿元，利润总额42.23亿元。

1. 资产质量

公司资产以非流动资产为主。流动资产中

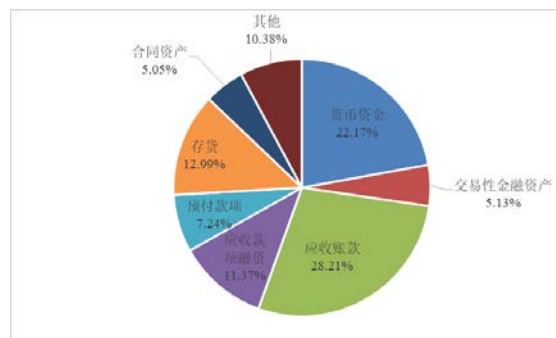
货币资金占比较高，应收账款和存货对资金形成一定的占用；非流动资产中商誉占比较高，存在一定商誉减值风险；公司资产受限比例较低。整体看，公司资产质量很好。

2018—2020年末，公司资产规模有所波动，年均复合增长2.04%。截至2020年底，公司合并资产总额4554.56亿元，较年初增长2.18%，较年初变化不大。其中，流动资产占34.38%，非流动资产占65.62%。公司资产以非流动资产为主，符合建材生产企业的特征。

（1）流动资产

2018—2020年末，公司流动资产波动增长，年均复合增长0.43%。截至2020年底，公司流动资产1565.98亿元，较年初下降0.32%，较年初变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占22.17%）、交易性金融资产（占5.13%）、应收账款（占28.21%）、应收账款融资（占11.37%）、预付款项（占7.24%）、存货（占12.99%）和合同资产（占5.05%）。

图4 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2018—2020年末，公司货币资金波动增长，年均复合下降11.54%。截至2020年底，公司货币资金347.14亿元，较年初增长18.83%。货币资金中有49.96亿元受限资金，主要为银行承兑保证金、保函保证金、矿山环境恢复保证金、质押借款（定期存单等）等，占货币资金总额的14.39%，受限资金占比一般。

2018—2020年末，随着收入规模的增长，公司应收账款逐年增长，年均复合增长4.01%。

截至 2020 年底，公司应收账款 441.80 亿元，较年初增长 7.52%。按账龄分布，1 年以内占 63.65%、1~2 年占 15.73%、2~3 年占 7.25%、3 年以上占 13.36%，公司部分应收账款账龄时间偏长。截至 2020 年底，公司计提坏账准备 91.92 亿元，计提比例为 17.22%。整体上看，公司应收账款规模较大，对公司流动性造成一定影响。

公司应收账款融资均为应收票据，2018—2020 年末，应收账款融资波动增长，年均复合增长 1.47%。截至 2020 年底，公司应收账款融资 177.98 亿元，较年初下降 4.82%。

2018—2020 年末，公司预付款项逐年下降，年均复合下降 8.35%。截至 2020 年底，公司预付款项 113.31 亿元，较年初下降 6.74%，主要系公司加大了控制预付款项规模的力度，提高资金使用效率所致。

2018—2020 年末，公司其他应收款逐年减少，年均复合下降 30.37%，主要系公司对各种应收款项采取多种措施进行压降所致。截至 2020 年底，公司其他应收款为 50.42 亿元，共计提坏账准备 87.78 亿元。从按账龄分析角度的其他应收款来看，1 年以内占 24.95%、1~2 年占 13.78%、2~3 年占 9.65%、3 年以上的占 51.63%，综合账龄较长。

2018—2020 年末，公司存货逐年增长，年均复合增长 1.54%。截至 2020 年底，公司存货 203.36 亿元，较年初增长 1.33%，公司对存货累计计提跌价准备 7.19 亿元，计提比例 3.41%，考虑到公司原材料和产品价格存在一定波动，公司面临一定的存货跌价风险。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 2.92%。截至 2020 年底，公司非流动资产 2988.58 亿元，较年初增长 3.54%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 6.56%）、固定资产（占 52.43%）、在建工程（占 6.88%）、无形资产（占 12.77%）和商誉（占 11.12%）构成。

2018—2020 年末，公司固定资产波动下降，年均复合下降 0.81%。截至 2020 年底，公司固定资产 1567.00 亿元，较年初减少 2.42%；主要由房屋及建筑物（占 54.00%）和机器设备（42.61%）构成；公司固定资产成新率为 56.55%，成新率一般。

2018—2020 年末，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 15.33%。截至 2020 年底，公司无形资产 381.56 亿元，较年初增长 20.39%，主要系土地使用权和采矿权增加所致；主要由土地使用权（占 50.60%）和采矿权（占 46.39%）构成；无形资产累计摊销 117.11 亿元，计提减值准备 7.01 亿元。

2018—2020 年末，公司商誉逐年下降，年均复合下降 12.68%，主要为公司每年对商誉进行减值计提所致。截至 2020 年底，公司商誉为 332.26 亿元，较年初下降 12.15%。公司每年年终对进行商誉减值测试，按可收回金额低于账面价值的差额计提减值准备，相应的资产减值损失计入当期损益，截至 2020 年底，公司共计提商誉减值准备 132.37 亿元。由于建材行业景气度仍有可能波动，公司未来可能有一定商誉减值风险。

表 11 2018—2020 年公司商誉构成情况（单位：亿元）

商誉构成板块	2018 年底	2019 年底	2020 年
轻质建材板块	2.36	5.42	5.31
工程服务	12.76	12.70	12.93
商混板块	97.96	96.45	94.14
水泥板块	356.41	355.09	350.88
其他板块	1.17	1.54	1.37
账面余额合计	470.65	471.20	464.63
减值准备	34.86	92.97	132.37
账面净值合计	435.79	378.22	332.26

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司受限资产账面价值占公司总资产的 1.70%，受限比例较低。

表12 截至2020年底公司受限资产情况(单位:亿元)

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	49.96	票据保证金、保函保证金、履约保证金、借款保证金
应收款项融资	11.50	质押用于票据池业务、质押作为应付票据的保证金
应收账款	0.61	质押用于票据池业务、质押借款、担保
固定资产	10.27	保理、抵押
无形资产	2.60	抵押用于融资借款
其他	2.33	抵押用于融资借款
合计	77.27	--

资料来源:公司财务报告

截至2021年3月末,公司合并资产总额4691.80亿元,较年初增长3.01%,变化不大。其中,流动资产占35.58%,非流动资产占64.42%,资产结构较2020年底变化不大。

2. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益逐年增长,所有者权益中未分配利润、少数股东权益及其他权益工具占比较高,公司所有者权益稳定性一般。

2018—2020年末,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长10.29%。截至2020年底,公司所有者权益合计1651.56亿元,较年初增长9.43%,主要系利润积累所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为65.30%,少数股东权益占比为34.70%。归属于母公司所有者权益1078.43亿元,实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占7.82%、12.87%、15.99%和59.75%。所有者权益中未分配利润、少数股东权益及其他权益工具占比较高,权益结构稳定性一般。截至2020年底,公司其他权益合计172.39亿元,全部为永续中票及永续期公司债券。

截至2021年3月底,公司所有者权益合计1680.53亿元,较2020年底增长1.75%,规模及构成均变化不大。

(2) 负债

公司负债及债务规模有所下降,公司借款中信用占比较高,融资能力强;将发行的永续

中票及永续期公司债券列入债务,考虑偿付的可能性,实际的资产负债率仍然处于较高水平,债务负担仍较重。

2018—2020年末,公司负债规模逐年下降,年均复合下降1.89%,主要系流动负债规模变化所致。截至2020年底,公司负债总额2903.00亿元,较年初下降1.53%,较年初变化不大。其中,流动负债占66.15%,非流动负债占33.85%。公司负债以流动负债为主,负债结构较年初变化不大。

2018—2020年末,公司流动负债逐年下降,年均复合下降4.78%。截至2020年底,公司流动负债1920.43亿元,较年初下降1.69%,较年初变化不大。公司流动负债主要由短期借款(占31.06%)、应付票据(占8.43%)、应付账款(占22.66%)、其他应付款(占6.81%)、一年内到期的非流动负债(占14.66%)和合同负债(占8.34%)构成。

2018—2020年末,公司短期借款波动下降,年均复合下降2.99%。截至2020年底,公司短期借款596.47亿元,较年初下降7.25%,主要系公司当期偿还规模较大所致;短期借款主要由保证借款(313.91亿元)和信用借款(279.17亿元)构成。

2018—2020年末,公司应付票据波动增长,年均复合增长2.97%,截至2020年底,公司应付票据161.81亿元,较年初下降3.47%,主要系公司采用银行承兑汇票支付供应商的付款方式减少所致。

2018—2020年末,公司应付账款逐年增长,年均复合增长14.22%。截至2020年底,公司应付账款435.10亿元,较年初增长11.94%,主要系公司业务规模增加且减少银行承兑汇票支付形式所致。应付账款账龄以一年以内为主,占比79.26%。

其他应付款主要为应付联合重组企业原股东股权转让款、水泥生产线工程项目承包商垫付的款项及公司收取分包商的履约保证金及其他保证金。2018—2020年末,公司其他应

付款波动增长,年均复合增长2.07%。截至2020年底,公司其他应付款130.77亿元,较年初下降9.30%。

2018—2020年末,公司一年内到期的非流动负债波动下降,年均复合下降1.92%。截至2020年底,公司一年内到期的非流动负债281.54亿元,较年初增长51.20%,主要系一年内到期的应付债券大幅增加所致。

2018—2020年末,公司合同负债逐年增长,年均复合增长7.85%。截至2020年底,公司合同负债160.15亿元,较年初增长0.30%,较年初变化不大。

2018—2020年末,公司非流动负债逐年增长,年均复合增长4.60%。截至2020年底,公司非流动负债982.57亿元,较年初下降1.21%,较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款(占49.01%)和应付债券(占37.85%)构成。

2018—2020年末,公司长期借款逐年增长,年均复合增长17.82%。截至2020年底,公司长期借款481.56亿元,较年初增长38.66%,主要系公司规模扩大,外部融资增加所致;长期借款主要由信用借款(242.38亿元)以及保证借款(231.64亿元)构成。

2018—2020年末,公司应付债券波动下降,年均复合下降7.13%。截至2020年底,公司应付债券371.86亿元,较年初下降30.54%,主要系公司2020年度新发债规模减少及部分债券划转入一年内到期所致。从期限分布看,公司到期债券主要集中在2021年和2022年,考虑公司融资能力强,经营现金流好,公司偿付压力尚可。

债务方面,2018—2020年末,公司全部债务有所波动,年均复合下降6.94%。截至2020年底,公司全部债务1946.98亿元,较年初下降6.06%。其中,短期债务占比下降1.18个百分点至54.85%,长期债务占45.15%,公司整体债务规模较高,债务结构有所改善。截至2020年底,公司短期债务1067.96亿元,较年

初下降8.04%;长期债务879.02亿元,较年初下降3.53%。截至2020年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.74%、54.10%和35.74%,较年初分别下降2.40个、3.76个百分点和2.91个百分点,公司资产负债率位于行业较高水平。

如将永续债调入长期债务,截至2020年底,公司长期债务和全部债务分别为1051.42亿元和2119.38亿元;公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.52%、58.90%和41.55%,较调整前分别上升3.79个百分点、4.79个百分点和6.81个百分点。

表13 截至2020年底同行业公司资产负债率情况
(单位:%)

公司名称	资产负债率
唐山冀东水泥股份有限公司	45.46
华润水泥控股有限公司	27.01
安徽海螺水泥股份有限公司	16.30
华新水泥股份有限公司	41.40
公司	63.74

资料来源:Wind,联合资信根据公开资料整理

截至2021年3月底,公司负债总额3011.27亿元,较年初增长3.73%。其中,流动负债占67.81%,非流动负债占32.19%。公司以流动负债为主,负债结构较2020年底变化不大。截至2021年3月底,公司资产负债率为64.18%,较2020年底上升0.44个百分点。如将永续债调入长期债务,截至2021年3月底,公司调整后资产负债率为67.86%。

3. 盈利能力

水泥价格波动对公司盈利能力影响大,2018—2020年,公司营业收入和利润总额均有所增长,盈利能力提升;公司较高的资产减值损失对公司利润总额侵蚀较大;公司获得政府补助款较多,对公司的利润产生一定影响。

2018—2020年,公司营业收入逐年增长,

年均复合增长 7.72%。2020 年，公司实现营业收入 2589.54 亿元，较上年增长 0.57%，较上年变化不大。同期，公司营业利润率分别为 29.57%、26.92%和 26.21%，连续下降，2019 年下降较多，主要系公司根据新收入准则要求，将与销售商品相关的运输、包装、装卸费等从销售费用调整至营业成本中计量所致。同期，公司净利润分别为 139.14 亿元、184.57 亿元和 216.63 亿元，连续增长，年均复合增长 24.78%。

期间费用方面，2018—2020 年，公司期间费用波动下降，分别为 371.97 亿元、310.45 亿元和 312.93 亿元，年均复合减少 8.28%。2020 年，公司期间费用总额为 312.93 亿元，较 2019 年增长 0.80%，同比变化不大。2018—2020 年，公司销售费用逐年减少，年均复合减少 35.12%，其中 2019 年同比大幅减少 56.30%，主要系将运输费用调整入成本核算所致；同期，公司财务费用逐年减少，年均复合减少 13.47%，主要系公司有息债务规模下降及融资成本降低所致。2018—2020 年，公司期间费用率分别为 16.67%、12.06%和 12.08%，波动下降。

2018—2020 年，公司资产减值损失波动增长，分别为 62.26 亿元、101.60 亿元和 98.51 亿元，主要系公司基于稳健性原则，以及水泥转型升级产能置换、政府拆除和环保原因拆除等因素，对商誉和固定资产计提较多减值准备所致。投资收益方面，公司投资收益主要来源于长期股权投资收益，2018—2020 年，公司投资收益分别为 18.90 亿元、16.32 亿元和 40.31 亿元，年均复合增长 46.06%，主要为权益法核算的长期股权投资收益。2018—2020 年，营业外收入与其他收益合计额分别为 26.36 亿元、31.05 亿元和 32.70 亿元，占利润总额的比重分别为 13.04%、11.30%和 10.88%，对公司利润总额有一定影响。营业外收入与其他收益主要来自于政府的补助收入，其中增值税返还及财政贴息可持续性较强，其他政府补助具有一定

不确定性。

从盈利指标来看，公司盈利能力逐年提升，2018—2020 年，公司总资本收益率分别为 6.96%、7.82%和 8.24%，逐年上升；净资产收益率分别为 10.25%、12.23%和 13.12%，处于行业一般水平。

表 14 2020 年公司盈利情况同行业对比

(单位：亿元、%)

公司名称	营业收入	营业利润率	净资产收益率
唐山冀东水泥股份有限公司	354.80	33.55	17.24
华润水泥控股有限公司	400.87	39.01	19.56
安徽海螺水泥股份有限公司	1762.43	28.43	23.48
华新水泥股份有限公司	293.57	38.85	25.09
公司	2589.54	26.21	13.12

注：华润水泥控股有限公司 2020 年营业利润率数据为毛利率数据

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 478.44 亿元，同比大幅增长 40.35%，主要系 2020 年一季度受疫情影响收入有所下降所致；实现净利润 30.85 亿元，同比增长 157.08%，主要系收入增长所致。

4. 现金流

2018—2020 年，受销售规模增长影响，公司经营活动现金流量为净流入，且净流入规模大幅增长，收入实现质量高，经营活动的现金留存规模可对投资性现金流缺口形成有效覆盖；筹资活动现金流持续为净流出，但考虑到公司未来转型升级支出、技改投入和债务集中到期兑付，公司未来仍有一定融资需求。

表 15 公司现金流情况 (单位：亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	2627.12	3051.39	3060.84	513.35
经营活动现金流出量	2141.40	2417.90	2418.54	535.03
经营活动现金流量净额	485.71	633.49	642.30	-21.67
投资活动现金流入量	150.44	225.89	226.68	22.16

投资活动现金流出量	320.68	491.70	491.62	68.42
投资活动现金流量净额	-170.23	-265.82	-264.94	-46.26
筹资活动现金流入量	2060.95	1870.19	1789.55	415.24
筹资活动现金流出量	2402.24	2205.30	2107.95	311.51
筹资活动现金流量净额	-341.30	-335.10	-318.41	103.73
筹资活动前现金流	315.48	367.68	377.35	-67.93
现金收入比	114.27	115.57	115.48	100.94

资料来源：公司财务报告及财务报表

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长7.94%，主要系公司营业收入增长所致。公司经营活动现金流出年均复合增长6.27%。综上所述影响，2018—2020年，经营活动产生的现金流量净额年均复合增长14.99%。从收入实现情况来看，2018—2020年，公司现金收入比波动增长，公司收入实现质量高。

从投资活动看，2018—2020年，公司投资活动现金流入年均复合增长22.75%，主要系收回投资收到的现金快速增加所致；公司投资活动的现金流出年均复合增长23.82%，投资活动现金流出中购建固定资产、无形资产和其他长期投资所支付的现金占比较大；公司收回投资收到的现金和投资支出的现金规模较大主要为购买及出售理财产品产生的现金流。综上所述影响，2018—2020年，公司投资活动现金流量呈持续净流出状态，公司存在一定的资本支出需求。

2018—2020年，公司筹资活动前现金流量净额分别为315.48亿元、367.68亿元和377.35亿元，公司经营活动现金流可以满足正常的生产经营和投资活动需要。

从筹资活动看，2018—2020年，公司筹资活动产生的现金流入逐年下降，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动产生的现金流出年均复合下降6.33%，主要系偿还对外债务融资规模逐年下降所致。综上所述影响，2018—2020年，公司筹资活动现金流量持续净流出，随着公司主要业务水泥板块的联合重组规模下降，

重组资金需求下降，但考虑到公司未来转型升级支出、技改投入和债务集中到期兑付，公司未来仍有一定融资需求。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额-21.67亿元，投资活动产生的现金流量净额-46.26亿元，筹资活动产生的现金流量净额103.73亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较强。考虑到公司股东背景、经营规模、综合竞争力、行业地位和融资能力等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年末，公司流动比率分别73.30%、80.42%和81.54%，速动比率分别为63.99%、70.15%和70.95%；现金短期债务比分别为0.41倍、0.52倍和0.59倍，经营性现金流动负债比率分别为22.93%、32.43%和33.45%。截至2021年3月底，公司流动比率和速动比率分别为81.76%和70.68%，均较2020年底变化不大。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA分别为447.10亿元、510.78亿元和524.90亿元，年均复合增长8.35%，主要系利润总额增长所致。2018—2020年，公司EBITDA利息保障倍数分别为3.94倍、5.22倍和6.36倍；全部债务/EBITDA分别为5.03倍、4.06倍和3.71倍，公司EBITDA对利息保障能力、债务本金保障能力很强。

截至2021年3月底，公司获得授信额度3161.14亿元，未使用额度1605.15亿元，公司间接融资渠道畅通。作为H股上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至2021年3月底，公司对外担保合计0.64亿元，占净资产比重很小，全部为对青海碱业有限公司（以下简称“青岛碱业”）的担保。青海碱业，注册地为德令哈市工业园区，注册资本为8.43亿元。公司联合重组浙江水泥有限公司（以下简称“浙江水泥”）过程中承

接了对青海碱业的 0.64 亿元贷款担保。浙江水泥已代青海碱业承担了 0.64 亿元的担保责任，并就该笔对外担保在其财务报表中计提了 0.64 亿元的预计负债。

截至 2021 年 3 月底，公司及其一级子公司存在 2 笔重大未决诉讼，即美国石膏板诉讼和云南永保案件。

(1) 美国石膏板诉讼。美国石膏板诉讼涉及集团诉讼和非集团诉讼等多起案件，泰山石膏有限公司（公司子公司北新建材的全资附属公司，以下简称“泰山石膏”）及泰安市泰山纸面石膏板有限公司（泰山石膏的全资附属公司，与泰山石膏合称“泰山”）已与美国石膏板诉讼多区合并诉讼案多数原告达成全面和解，截至 2021 年 3 月底，北新建材与泰山就上述美国石膏板诉讼事项发生的律师费等各项费用合计 27.17 亿元人民币。北新建材及泰山前述费用占公司截至 2021 年 3 月底的所有者权益的比例为 1.62%。

公司、北新建材及泰山自出席应诉美国石膏板诉讼以来，投入了大量人力物力，和解将最终解决前述集体诉讼的纠缠，化解重大诉讼的风险，有利于大幅降低诉讼成本，节约人力物力及时间精力，有利于公司、北新建材及泰山为其集中精力开展生产经营活动。公司不认为支付上述和解金额会对本公司、北新建材或泰山的正常经营活动造成任何重大不利影响。此外，上述多区合并诉讼中的 Mitchell 案等诉讼，以及任何选择退出本次和解的集体成员的诉讼将继续进行，联合资信将持续关注相关事件的进展情况以及对公司经营可能造成的影响。

(2) 云南永保案件。公司一级子公司西南水泥在 2012 年 3 月 23 日与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，就西南水泥收购云南永保特种水泥股份有限公司（后更名为云南永保特种水泥有限责任公司，以下简称“云南永保”）100% 股权事宜进行了约定。在《股权转让协议》履行过程中，出现转让方谭国仁违反

《股权转让协议》的情形，西南水泥根据《股权转让协议》的约定对转让价款进行了扣减，但谭国仁对此不予认可，其向上海国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“上海贸仲”）申请仲裁，要求支付股权转让价款余款。上海贸仲于 2018 年 6 月 26 日作出仲裁裁决，裁决结果为西南水泥向谭国仁支付股权转让价款余款 4.31 亿元及逾期付款损失、仲裁费。该仲裁裁决作出后，谭国仁向云南省昆明市中级人民法院（以下简称“昆明中院”）申请执行，并申请冻结了西南水泥持有云南西南水泥有限公司的股权。在昆明中院执行过程中，西南水泥提出中止执行申请，昆明中院已于 2019 年 11 月 11 日裁定中止执行。针对转让方谭国仁违反《股权转让协议》的事由，西南水泥向中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）申请仲裁，中国贸仲于 2019 年 9 月 29 日作出部分裁决，部分裁决结果为谭国仁应向西南水泥返还代付的个人收入所得税税金 2.06 亿元，及以此为基础按照年利率 8% 计算自 2018 年 6 月 11 日起至实际支付之日止的利息。西南水泥的其他仲裁请求将在经审计、鉴定等程序后由仲裁庭实体审理后进行裁决。此外，针对谭国仁在其控制及经营云南永保期间损害云南永保公司利益事由，云南永保向四川省高级人民法院提起诉讼，要求被告谭国仁等赔偿云南永保遭受的损失，目前该案件仍在审理过程中。在西南水泥就其收购云南永保 100% 股权进行账务处理时，已在西南水泥财务报表的负债科目中反映了上述案件所涉股权转让价款。因此上述案件对公司可能造成的潜在经济损失相对较小，不会对公司偿债能力造成重大不利影响。

总体看，美国石膏板案已经进入和解阶段，将最终解决集体诉讼的纠缠，化解重大诉讼的风险，有利于大幅降低诉讼成本，节约人力物力及时间精力，有利于公司、北新建材及泰山为其集中精力开展生产经营活动。云南永保案对公司可能造成的潜在经济损失相对较

小，不会对公司偿债能力造成重大不利影响。

6. 抗风险能力

基于对建材行业发展趋势的基本判断、公司在财务及经营方面的风险识别，以及公司在行业地位、业务结构、产能产量等方面的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

7. 母公司报表分析

母公司资产构成主要为与子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司权益中含较大规模永续权益工具；母公司无实际经营业务，利润主要来源为对下属子公司的投资收益。

2018—2020年末，母公司资产总额逐年下降，年均复合减少2.26%。截至2020年底，母公司资产总额1231.71亿元，较年初下降2.43%，主要由货币资金（25.36亿元）、其他应收款（合计）（588.39亿元）和长期股权投资（606.43亿元）构成。截至2021年3月底，母公司资产总额为1288.50亿元，较2020年底增长4.61%。

2018—2020年末，母公司所有者权益快速增长，年均复合增长4.31%。截至2020年底，母公司所有者权益590.74亿元，较年初增长2.43%，主要由股本（84.35亿元）、其他权益工具（172.39亿元）、资本公积（171.39亿元）和未分配利润（132.12亿元）构成。截至2021年3月底，母公司所有者权益为591.71亿元，较2020年底增长0.16%，变动不大。

2018—2020年末，母公司负债波动下降，年均复合下降7.33%。截至2020年底，母公司负债总额640.96亿元，较年初下降6.53%，其中，短期借款88.20亿元，长期借款138.48亿元，应付债券257.28亿元；2018—2020年末，母公司资产负债率分别为57.89%、54.32%和52.04%。截至2021年3月底，母公司负债总额为696.79亿元，较2020年底增长8.71%。

2018—2020年，母公司营业收入持续增长，但规模均较小。2020年，母公司实现营业

收入1.04亿元，投资净收益75.34亿元，利润总额72.64亿元。2021年1—3月，母公司无营业收入，实现投资收益2.93亿元，利润总额为1.96亿元。

2018—2020年，母公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，净流出规模波动增长，2020年为-23.81亿元；母公司投资活动产生的现金流量净额有所波动，2019年由净流出转为净流入，2020年为27.95亿元；母公司筹资活动产生的现金流量有所波动，2019年由净流入转为净流出，2020年净额-15.69亿元。2021年1—3月，母公司经营活动产生的现金流量净额-27.85亿元；投资活动产生的现金流量净额-0.76亿元；筹资活动产生的现金流量净额48.05亿元。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券的发行对公司现有债务水平影响小。

本期债券拟发行金额不超过20.00亿元，以下测算均按照最高发行额度20.00亿元进行，本期债券发行额度分别占2020年底长期债务和全部债务的2.21%和1.01%。

截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.74%、54.10%和34.74%，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至63.90%、54.36%和35.25%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期债券募集资金将用于偿还公司的有息债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和EBITDA对本期债券的保障能力很强。

本期债券拟发行金额不超过20.00亿元，2018—2020年，公司经营活动现金流入量分别

为本期债券拟发行最高金额的 131.36 倍、152.57 倍和 153.04 倍；经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行最高金额的 24.29 倍、31.67 倍和 32.11 倍；公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行最高金额的 22.36 倍、25.54 倍和 26.24 倍。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

截至2021年5月底，公司存续债券共52只，如以行权计，公司债券将于1年内到期的金额为204.52亿元、将于1~3年到期的金额为273.00亿元、3~5年到期的金额为58.00亿元、5年以上到期的金额为30.00亿元。总体看，公司存续债券规模较大，未来3年以内将面临较大规模的到期及行权。

十一、结论

公司作为大型建材央企中建材集团最核心的产业平台和旗舰上市公司的建材生产企业，公司水泥产品、新材料和工程服务业务均具有显著竞争优势。公司水泥产品、商品混凝土、石膏板和风机叶片等核心产品产能居于世界第一位。近年来，公司盈利能力持续提升，经营状况良好；经营活动现金流量净额持续增长。联合资信也关注到水泥价格存在波动风险，公司商誉规模较大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

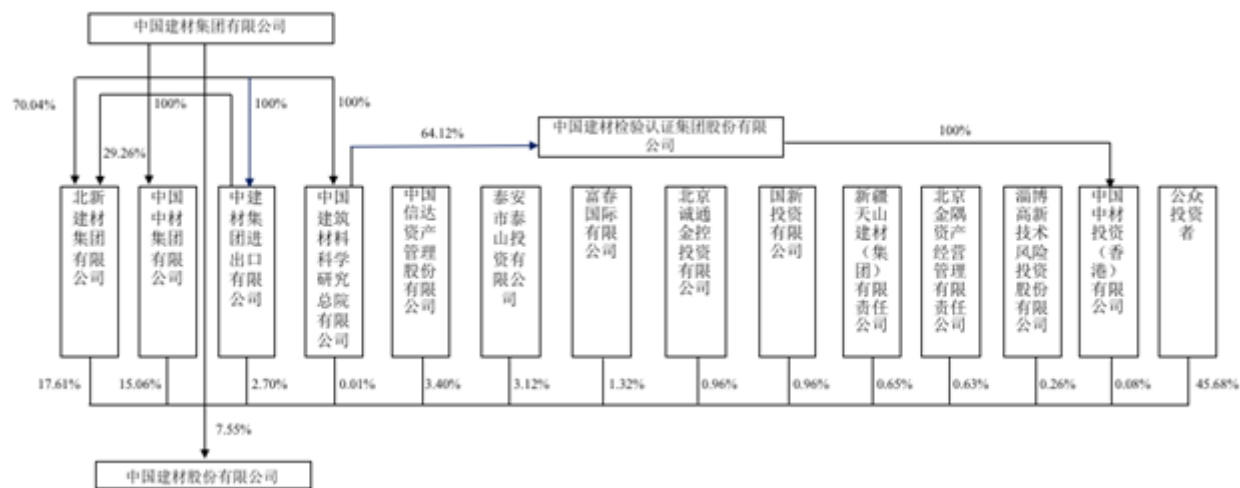
本期债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

未来，公司凭借产品及规模优势，经营规模及盈利水平将保持良好水平，公司在全球建材行业的竞争力将进一步提升。综合评估，联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

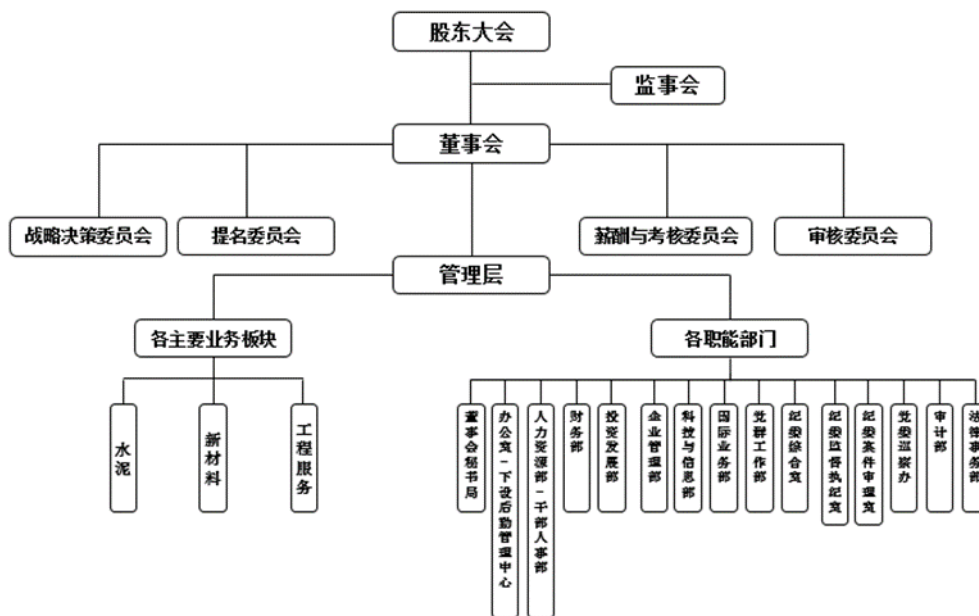
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件1-1 截至2021年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件1-2 截至2021年3月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司纳入合并范围的一级子公司

序号	子公司（企业）名称	注册地	业务性质	实收资本 （万元）	持股比例 （%）
1	中国联合水泥集团有限公司	北京市	水泥及水泥制品生产制造	800000.00	100.00
2	南方水泥有限公司	上海市	水泥及水泥制品生产制造	1101363.34	84.83
3	北方水泥有限公司	北京市	水泥及水泥制品生产制造	400000.00	73.90
4	西南水泥有限公司	成都市	水泥及水泥制品生产制造	1167294.02	79.84
5	中材水泥有限责任公司	北京市	水泥及水泥制品生产制造	185328.00	100.00
6	新疆天山水泥股份有限公司	乌鲁木齐市	水泥及水泥制品生产制造	104872.30	45.87
7	宁夏建材集团股份有限公司	银川市	水泥及水泥制品生产制造	47818.10	47.56
8	甘肃祁连山建材控股有限公司	永登县	水泥及水泥制品生产制造	35267.86	51.00
9	北新集团建材股份有限公司	北京市	轻质建筑材料的制造销售	168950.78	37.83
10	中材科技股份有限公司	南京市	高科技材料业务	167812.36	60.24
11	中材金晶玻纤有限公司	淄博市	玻璃纤维业务	20395.68	50.01
12	中国复合材料集团有限公司	北京市	复合材料制品的研究开发和销售	35000.00	100.00
13	中材高新材料股份有限公司	淄博市	高科技材料业务	16714.95	99.65
14	中国中材国际工程股份有限公司	南京市	建设及工程服务	173957.39	40.03
15	中国建材国际工程集团有限公司	上海市	工程设计（玻璃及水泥）行业	50000.00	91.00
16	中材矿山建设有限公司	天津市	建设及工程服务	25000.00	100.00
17	中建材投资有限公司	深圳市	投资、贸易、租赁业	300000.00	100.00
18	中国建材控股有限公司	香港	建筑材料、贸易、工程、投资管理	8231.00	100.00

注：公司拥有的北新集团建材股份有限公司、中国中材国际工程股份有限公司、新疆天山水泥股份有限公司、宁夏建材集团股份有限公司等公司的表决权不足半数，但对其具有实际控制权，故纳入合并范围

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	576.07	609.19	635.21	660.01
资产总额(亿元)	4373.98	4457.34	4554.56	4691.80
所有者权益(亿元)	1357.77	1509.23	1651.56	1680.53
短期债务(亿元)	1416.95	1161.32	1067.96	/
长期债务(亿元)	831.16	911.17	879.02	/
全部债务(亿元)	2248.11	2072.50	1946.98	/
营业收入(亿元)	2231.83	2574.82	2589.54	478.44
利润总额(亿元)	202.20	274.78	300.54	42.23
EBITDA(亿元)	447.10	510.78	524.90	--
经营性净现金流(亿元)	485.71	633.49	642.30	-21.67
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.08	5.71	5.58	--
存货周转次数(次)	7.35	9.31	9.31	--
总资产周转次数(次)	0.50	0.58	0.57	--
现金收入比(%)	114.27	115.57	115.48	100.94
营业利润率(%)	29.57	26.92	26.21	23.15
总资本收益率(%)	6.96	7.82	8.24	--
净资产收益率(%)	10.25	12.23	13.12	--
长期债务资本化比率(%)	37.97	37.65	34.74	/
全部债务资本化比率(%)	62.35	57.86	54.10	/
资产负债率(%)	68.96	66.14	63.74	64.18
流动比率(%)	73.30	80.42	81.54	81.76
速动比率(%)	63.99	70.15	70.95	70.68
经营现金流动负债比(%)	22.93	32.43	33.45	--
现金短期债务比(倍)	0.41	0.52	0.59	/
EBITDA 利息倍数(倍)	3.94	5.22	6.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	4.06	3.71	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予以年化；4. 其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款已计入长期债务；以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债；5. 本报告 2018 年、2019 年和 2020 年财务数据分别为 2019 年审计报告期初数、2020 年审计报告期初数及 2020 年审计报告期末数据；6. “/”为数据未获取

附件 3 公司主要财务数据及指标（本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.85	36.96	25.68	45.12
资产总额(亿元)	1289.39	1262.42	1231.71	1288.50
所有者权益(亿元)	542.96	576.71	590.74	591.71
短期债务(亿元)	196.91	152.69	223.54	312.22
长期债务(亿元)	387.03	447.57	395.76	346.74
全部债务(亿元)	583.94	600.26	619.30	658.96
营业收入(亿元)	0.56	0.96	1.04	0.00
利润总额(亿元)	20.83	74.42	72.64	1.96
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-14.82	-11.52	-23.81	-27.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	117.00	115.37	108.31	--
营业利润率(%)	43.91	76.63	57.73	--
总资本收益率(%)	2.19	6.32	6.00	--
净资产收益率(%)	4.54	12.90	12.30	--
长期债务资本化比率(%)	41.62	43.70	40.12	36.95
全部债务资本化比率(%)	51.82	51.00	51.18	52.69
资产负债率(%)	57.89	54.32	52.04	54.08
流动比率(%)	206.44	289.87	250.77	190.57
速动比率(%)	206.44	289.87	250.77	190.57
经营现金流动负债比(%)	-4.13	-4.84	-9.72	--
现金短期债务比(倍)	0.22	0.24	0.11	0.14
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 中国建材股份有限公司 公开发行 2021 年可续期公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年中国建材股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国建材股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国建材股份有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对中国建材股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，中国建材股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国建材股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国建材股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国建材股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国建材股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国建材股份有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国建材股份有限公司、监管部门等。