

信用等级公告

联合[2018]570 号

中国建材股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国建材股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年可续期公司债券(第一期)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，评级展望为“稳定”

中国建材股份有限公司拟公开发行的 2018 年可续期公司债券(第一期)信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国建材股份有限公司

公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期债券发行规模：不超过 30 亿元（含）
本期债券期限：品种一基础期限为 3 年，品种二基础期限为 5 年
还本付息方式：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
品种间回拨选择权：本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制
续期选择权：品种一基础期限为 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；品种二基础期限为 5 年，以每 5 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 5 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
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
评级时间：2018 年 5 月 23 日

主要财务数据

项目	2015	2016	2017	2018.03
资产总额（亿元）	3,294.44	3,405.85	3,470.24	3,537.55
所有者权益（亿元）	735.11	755.63	853.98	867.62
长期债务（亿元）	475.45	574.22	547.22	--
全部债务（亿元）	2,070.05	2,166.66	2,121.07	--
营业收入（亿元）	1,021.18	1,032.93	1,300.63	260.33
净利润（亿元）	27.93	28.10	63.40	13.46
EBITDA（亿元）	228.98	221.99	279.34	--
经营性净现金流（亿元）	83.03	153.92	222.70	28.97
营业利润率（%）	24.87	25.75	27.28	27.80
净资产收益率（%）	3.98	3.77	7.88	--
资产负债率（%）	77.69	77.81	75.39	75.47
全部债务资本化比率（%）	73.79	74.14	71.30	--
流动比率（倍）	0.58	0.62	0.62	0.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.10	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	2.23	2.74	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	7.63	7.40	9.31	--

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、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标予以简化。4、其他流动负债中的短期融资债券及私募债已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；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 2015 年、2016 年财务数据分别为 2016 年、2017 年审计报告期初数。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国建材股份有限公司（以下简称“公司”或“中国建材”）的评级反映了其作为中国最大的建材生产企业，其水泥产品、商品混凝土和石膏板产能均居世界首位；风机叶片产能全国领先；玻璃纤维产能及玻璃和水泥工程服务规模世界领先，各主要业务板块经营规模大。同时，公司是中国最大的玻璃和水泥工程服务提供商，行业地位突出，市场竞争优势显著。伴随业务规模扩大，公司近年来资产规模及所有者权益持续增长。联合评级同时也关注到在国内宏观经济下行背景下，水泥行业产能过剩、竞争激烈，以及公司债务负担较重、债务结构不尽合理等因素对公司信用状况带来的不利影响。

公司水泥产能布局已基本完成，未来投资将有所放缓，随着公司深度管理整合、风险防控加强、各版块转型升级，以及科技创新和产品创新的加强，公司有望保持稳健经营。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期可续期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是全国最大的建材生产企业，水泥、混凝土、石膏板等各主要产品产能世界领先，规模优势突出。
2. 通过资本运营及联合重组，公司已基本完成了水泥的产业布局，生产基地布局合理，产品品种齐全，经营模式成熟，竞争优势明显。
3. 公司依托自有矿山，石灰石自给程度较高，且绝大部分熟料生产线配有余热发电系统，部分电力供应可实现自给，具备较强的低成本优势。
4. 公司控股股东中国建材集团有限公司是全国最大的综合性建材产业集团，具备较强的综合实力，能够为公司提供多方面的支持。

关注

1. 近年来，水泥产品需求增速放缓，竞争激烈，行业整体产能过剩严重。
2. 公司债务负担较重，短期债务占比高，短期偿付压力大，债务结构有待优化。
3. 公司收入规模受水泥行业景气度影响大，利润对营业外收入依赖程度较高；期间费用较高，费用控制能力有待提高。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


王文燕

联合信用评级有限公司

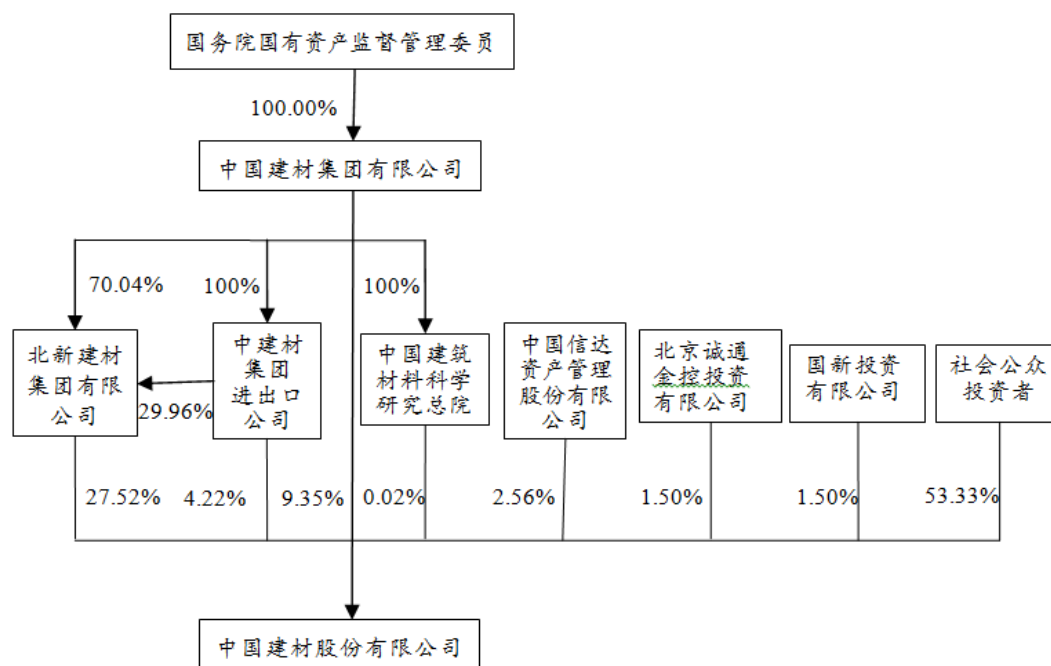
一、主体概况

中国建材股份有限公司（以下简称“公司”或“中国建材”）系由中国建材集团有限公司（原名“中国建筑材料集团有限公司”，以下简称“中国建材集团”）作为主发起人，联合北新建材（集团）有限公司、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，于 2005 年 3 月 28 日在国家工商行政管理总局注册成立，初始注册资本人民币 138,776.00 万元。

2006 年 3 月，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）和中国证券监督管理委员会批准（国资改革〔2005〕513 号，证监国合字〔2006〕2 号），公司首次在境外公开发行 75,233.4 万股 H 股，并在香港联交所主板上市，证券简称“中国建材”，证券代码“3323.HK”，此次发行上市后公司注册资本增加至人民币 207,170.00 万元。

此后，经过多次股权划转、增发股份以及资本公积转增股本，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为人民币 539,902.63 万元，中国建材集团直接持有公司内资股的 9.35%，间接持有内资股的 31.76%，并直接持有公司 H 股的 0.16%，合计持有公司 41.27% 的股权，为公司的控股股东；国务院国资委持有中国建材集团 100% 的股权，为公司实际控制人。

图1 截至2018年3月底公司股权结构¹



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：对外派遣与其实力、规模、业绩相适应的境外工程所需的劳务人员。一般性经营项目：新型建筑材料及制品、新型房屋、水泥及制品、玻璃纤维及制品、复合材料及制品的技术研发、生产和销售；建筑材料的仓储、配送和分销；水泥、玻璃生产线的技术研发、工程设计与工程总承包；新型建筑材料的工程设计与工程总承包；与以上业务相关的技术咨询、信息服务；承包境外建材、建筑和轻纺行业的工程勘测、咨询、设计和监理及工程；进出口业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

¹ 图中社会公众投资者部分包含中国建材集团所持公司 0.16% 的 H 股

截至 2017 年底，公司设有行政人事部、财务部、投资发展部、法律部、科技部、审计部和董事会秘书局等 7 个职能部门（见附件 1）；拥有子公司 760 家；拥有员工合计 100,218 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 3,470.24 亿元，负债合计 2,616.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）853.98 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 618.56 亿元。2017 年，公司实现营业收入 1,300.63 亿元，净利润（含少数股东损益）63.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 38.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 222.70 亿元，现金及现金等价物净增加额 -18.19 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 3,537.55 亿元，负债合计 2,669.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）867.62 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 627.68 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 260.33 亿元，净利润（含少数股东损益）13.46 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 9.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 28.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 58.95 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：宋志平。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可（2017）1554 号文核准，公司获准公开发行不超过人民币 200 亿可续期公司债券（以下简称“本次债券”）。公司已于 2017 年 10 月发行首期可续期债券，其中品种一（债券简称“17 建材 Y1”、债券代码“143923.SH”）发行规模 30.00 亿元、债券期限 3（3+N）年，品种二（债券简称“17 建材 Y2”、债券代码“143924.SH”）发行规模 90.00 亿元、债券期限 5（5+N）年。

本期债券名称为“中国建材股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）”，发行规模为不超过 30 亿元。本期债券分两个品种，品种一基础期限为 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；品种二基础期限为 5 年，以每 5 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 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。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（含超额配售部分）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，按面值向合格投资者平价发行。

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。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。品种一的初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；品种二的初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计

算到 0.01%)。

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，且不会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 5 个工作日披露《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。

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：（1）向普通股股东分红；（2）向偿付顺序劣后于本期债券的证券进行任何形式的兑付；（3）减少注册资本。

赎回选择权

（1）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。（2）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。

本次债券无担保。

2. 本次及本期债券募集资金用途

本次债券的募集资金扣除相关发行费用后，拟用于偿还有息债务及补充营运资金；本期债券的募集资金扣除相关发行费用后，拟用于偿还有息债务。

三、行业分析

公司所属行业为建材行业，主营业务涉及水泥等建筑材料的生产经营。

1. 行业概况

建材行业是重要的基础原材料及制品产业，主要由非金属矿业、建筑材料和新型无机非金属材料三大材料产业组成，产品主要用于建筑、汽车、化工、轻工、电子、国防工业等行业。其中，水泥作为建材行业中重要的基础建筑材料，与基础设施建设密切相关。

水泥制造业具有较强的周期性，且变动趋势与国民经济、全社会固定资产投资规模的变动较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。同时，水泥制造业的周期性波动幅度往往比宏观经济更大，宏观经济对水泥制造业的影响存在一定的杠杆效应。2003~2012年，全国固定资产投资增速基本保持在20%以上，水泥产量也随之不断增长，近十年内平均增速达到12.2%。2015~2017年，全国固定资产投资增速分别降至10.0%、8.1%和7.2%；受宏观经济低迷和固定资产投资增速下滑影响，2014年水泥产量增速下滑7.99个百分点；而2015年水泥产量增速则大幅下降至-5.18%；2016年1~12月，全国累计水泥产量为24.03亿吨，同比增长2.5%，相比于2015年，2016年水泥行业在房地产市场的回暖（地产投资增速6.9%）和基建投资（基建投资增速18%）稳定快速增长

的带动下，供需关系出现了明显改善。2017年，行业成本端原材料上涨明显，进一步影响水泥行业市场形势，2017年全国水泥建材市场全年基本呈现震荡上行的态势，景气度持续上升，三季度之后市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2017年全国水泥产量约为23.16亿吨，同比下降0.2%，水泥行业实现收入9,149亿元，同比增长17.89%，利润总额877亿元，同比增长94.41%。

产能利用率方面，水泥行业早在2003年就出现产能过剩的苗头，当时立窑等落后产能的产量占总产量的78%，新型干法水泥产量占22%，主要任务是淘汰落后的立窑产能过剩。到2012年，新型干法水泥产量占水泥总产量已达到90%。随着固定资产投资增速的下降，水泥产量增速下降，2013年全国水泥产能利用率仅为75.8%。在这样的背景下，2014年全国建成投产水泥熟料生产线仍有54条，总产能7,000多万吨，产能利用率不足70%，较2013年下降3个百分点，加上2015年在建项目建成投产，将形成新旧过剩产能叠加局面。2016年，水泥行业产业结构调整、产能过剩问题依旧突出，熟料产能利用率也仅为68.1%。2017年，全国关停水泥生产线共计27条，合计年产能1,295.8万吨。2017年淘汰的生产线多数集中在日产1,000~2,500吨左右，这部分淘汰量尚未解决目前的产能过剩问题，未来的去产能仍将继续推进。按照水泥行业发展规划，我国要在未来3年内压减熟料产能近4亿吨，同时要求前10家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到70%。

由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。从全国大多数地区来看，春节期间建筑活动较少，通常为水泥销售的淡季，大部分水泥厂在此期间停窑大修；三季度南方地区是雨季，土建活动少，是水泥销售的淡季；12月份及一季度，受气候因素影响，是北方地区水泥行业淡季。

水泥行业具有较强的区域性。由于水泥生产工艺简单、技术门槛不高、产品价格低廉，同时体积较大、运费高、利润薄，量重价低、不易储存的特性，导致其生产和销售具有明显区域性特征。水泥生产与市场的陆地距离一般在300公里以内。受水泥销售市场半径限制，企业之间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然全国水泥行业集中度较低，但在区域内的竞争仍相对激烈。目前，已经形成了多范围、多格局并存的区域水泥市场。

总体看，水泥的需求主要取决于下游的固定资产投资增速，随着宏观经济的下行，固定资产投资增速放缓，水泥需求大幅减少。同时，在宏观经济波动的影响下，加之产能扩张导致的竞争格局变化，整个行业存在较强的周期性波动。水泥行业已形成多个区域水泥竞争市场格局。

2. 上游原材料

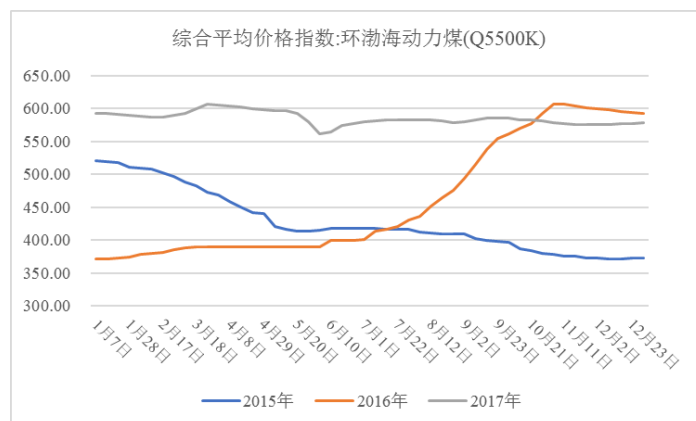
水泥的生产成本主要包括煤炭、电力、石灰石等原材料成本及折旧等其他成本，其中，煤炭与电力成本约占水泥生产成本的60%（煤炭成本约占45%左右）。在水泥生产成本中，煤炭价格的波动最大，对水泥价格的影响较大；电力价格受政府管控，变动幅度较小；水泥企业一般拥有自己的矿山，石灰石资源较为丰富，价格也较为平稳，电力和石灰石原材料对水泥价格的影响相对较小。因此，影响水泥价格最主要的因素是煤炭成本。同时，运输成本也是影响水泥成本的一个重要因素。

煤炭

近年来，煤炭价格变动剧烈。2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，较年初下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年12月31日环渤海动力煤价为525元/吨，较2013年底下降16.80%，2015年煤炭价格进一步下探，2015年12月31日渤海动力煤价格为372元/吨，较2014年底下降了29.14%。2016年2月，虽然供给侧改革已经颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4月开始实施的“276个工作日”政策使得煤炭产量从4月起大幅减少，6月起，煤炭价

格开始出现大幅上涨，其中中国太原炼焦煤交易价格指数同比增速于7月中旬便达到31.05%，环渤海动力煤价格指数周同比增速于9月中旬达4.27%，9月，我国逐步放开先进产能的“276个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。2017年以来，煤炭价格指数均保持相对稳定。2017年，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格持续高位波动，同比大幅上升；其中，7月为迎峰度夏的动力煤需求旺季，9月受冬储煤的需求和钢铁旺季生产需求影响，动力煤和炼焦煤价格有所上升。

图2 2015~2017年国内动力煤价格情况（单位：点）



资料来源：Wind

电力

国家发展改革委、工业和信息化部、质检总局联合出台了《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》（发改价格[2014]880号），决定自2014年7月1日起，对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策。从价格来看，淘汰类水泥企业每千瓦时电价增加0.4元。而生产1吨熟料，电耗基本在90~110千瓦时，实施差别电价之后，这类企业生产1吨水泥的成本将上涨36~44元，生产1吨水泥的成本将增加20元左右。

水泥行业电力成本在生产制造过程中占据着相当大的比重，如果阶梯电价实施，针对这类能耗较高，或者尚未淘汰清理出局的落后企业，电价的上涨幅度必然偏高，这将大幅度压缩利润空间，令其失去市场竞争能力，最终被市场淘汰出局。由于电价受政府主导，电价波动较小，从而电力成本对水泥企业生产成本的影响相对较小。国内水泥行业为了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，余热发电可提供单位水泥生产约30%的用电。

总体看，水泥生产以煤炭与电力成本为主。煤炭价格的波动最大，对水泥价格的影响较大；电力价格受政府管控，变动幅度较小，对水泥生产成本影响有限。

3. 下游需求

从中国水泥的下游消费需求结构来看，基础设施建设和房地产开发处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，其投资增速情况决定了水泥需求总量。2012年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。

基础设施建设包括交通运输（铁路、公路、轨道交通投资）、水利水电和公共设施项目建设等固定资产投资，是对水泥需求拉动最直接的行业。2015年中国GDP同比增长6.9%，首度“破7”，经济下行压力加大，投资增速持续下滑态势未改，虽然随着建设工程项目的加快推进，水泥市场需求下

滑趋势减缓，但仍难以得到根本好转。2015年，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资累计同比增长20.3%，增速小幅提高；道路运输业固定资产投资累计同比增长18.1%，增速回落0.3个百分点；铁路运输业固定资产投资累计增长仅为1.8%，投资增速大幅回落。尽管2015年年初以来批复项目较多，但受审批程序严格化影响，部分重大项目建设推进缓慢，基建投资进度低于预期，水泥需求不足的局面难以扭转。2016年，我国基础设施建设投资保持较快增长，对西部地区投资力度增强，国家新开工西部大开发重点工程30项，投资总规模为7,438亿元，重点投向西部地区铁路、公路、大型水利枢纽和能源等重大基础设施建设领域。2016年我国基础设施建设投资（不含电力）11.89万亿元，同比增长17.4%，较2015年同期提高0.2个百分点；2017年，全国基础设施投资14.00万亿元，同比增长19.0%，全国整体水泥需求有所改善。

房地产投资方面，2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%。全年土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%。房地产开发企业房屋施工面积693,652万平方米，同比增长3.0%，增速比上年提高0.5个百分点。2016年，我国房地产市场呈现回暖趋势，库存压力有所缓解。在多重政策利好影响下，一线及部分热点二三线城市显现过热发展态势，楼市调控逐渐收紧，10月、11月一线城市和部分热点二线城市相继出台了限购、限贷和首付比例限制调控政策，但多数三四线城市库存压力依然严峻。2016年全国房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.9%，较去年同期提高5.9个百分点；房地产开发企业房屋施工面积和新开工面积与去年同期相比均保持不同程度的增长，其中，房屋施工面积同比增长3.2%，房屋新开工面积同比增长8.1%；商品房销售面积和销售额保持高位增长，同比分别增长22.5%和34.8%；土地购置面积持续下降，同比下降3.4%，但降幅较上年大幅减缓。2017年全国房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.0%，增速较上年回升0.16个百分点；其中，住宅投资75,148亿元，同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，同比减少1.26%，占房地产开发比重为14.24%。从地区分布看，2017年，东部地区房地产开发投资58,023亿元，同比增长3.18%；中部地区投资23,884亿元，同比增长2.57%；西部地区投资23,877亿元，同比增长3.54%；东北地区投资4,015亿元，同比增长1.00%。

总体看，基础设施建设与房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量，且其投资增速情况决定了水泥需求总量。近年来，基础设施和房地产投资增速有所波动，导致水泥需求出现先下滑后增长态势。

4. 市场价格

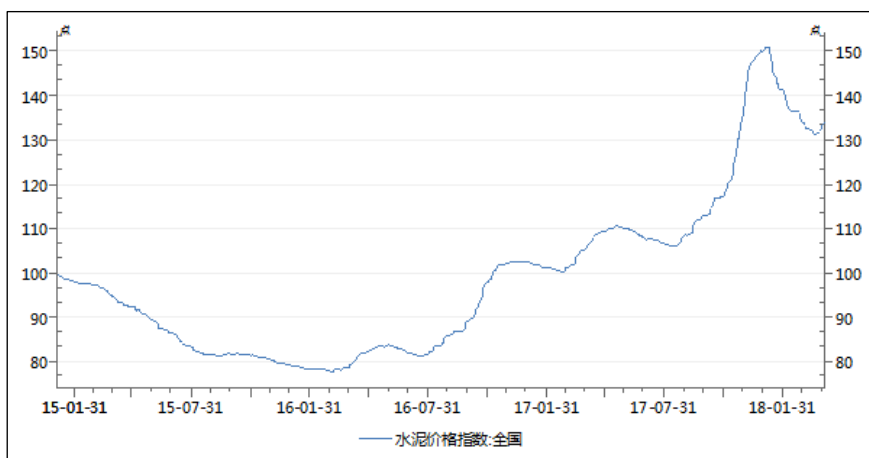
2012年在全国经济形势低迷的影响下，水泥价格不断下滑，到三季度前期全国水泥价格已处于行业平均价格最低水平；8月底开始，主要由于建筑施工工期加紧带动水泥需求回升，水泥行业市场行情好转，全国平均水泥价格开始上扬；四季度，受天气等因素影响施工放缓，水泥需求逐渐由强转弱，水泥价格先升后降。

2013年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的较低水平，价格变动较为平稳，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价。进入2014年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，2015年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015年12月降至79.25；同期，据中国水泥协会数字水泥监测数据显示，截至2015

年底，全国水泥市场平均成交价为 249 元/吨（全品种含税落地价，下同），企业平均出厂价为 195 元/吨，同比下跌均在 20%左右。全国水泥市场平均价格自 2014 年连续两年持续下行，受水泥行业回暖影响，水泥市场平均价格自 2016 年初探底后开始持续回升，尤其是 8 月份以后，价格更是直线攀升，根据数字水泥网监测，2016 年全国水泥市场平均价格由年初最低降至 244 元/吨，至 12 月份已回升至 337 元/吨，上涨了 93 元/吨，涨幅达 37%。2017 年 1~2 月，受淡季及过节等客观因素影响，水泥价格持续下滑；3 月起，市场开始回暖，加之环保停产、原材料上涨等影响，水泥价格一路上升；市场行情持续走高至 5 月下旬，6~8 月南方市场进入雨季，水泥需求逐渐下滑，水泥价格持续下降至 8 月中旬后。随着市场环保力度加大，水泥市场于 9 月市场进入传统旺季，市场行情持续好转，水泥价格涨价行情快速上升，直至 12 月份涨价行情依旧不减，长三角地区熟料价格突破 500 元/吨，水泥价格奔向 600 元/吨，多地涨幅达 200 元/吨。2017 年，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，煤炭价格高位运行，2017 以来，动力煤市场煤价高开高走，价格全年高位运行。2017 年煤炭价格季节性波动比较明显，夏季煤炭短时供给偏紧，煤价一度创出新高。2017 年 11 月下旬，随着冬季供暖需求增加，煤价稳中上行趋势再度显现。其次，环保加强，错峰生产。2017 年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律。新增夏季错峰，并冬季停产时间明显加长，北方市场几乎停产半年，产能发挥率不足 50%，长时间停产导致水泥供给缩小，随着供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。

图 3 2015~2018 年 4 月全国水泥价格指数



资料来源：Wind

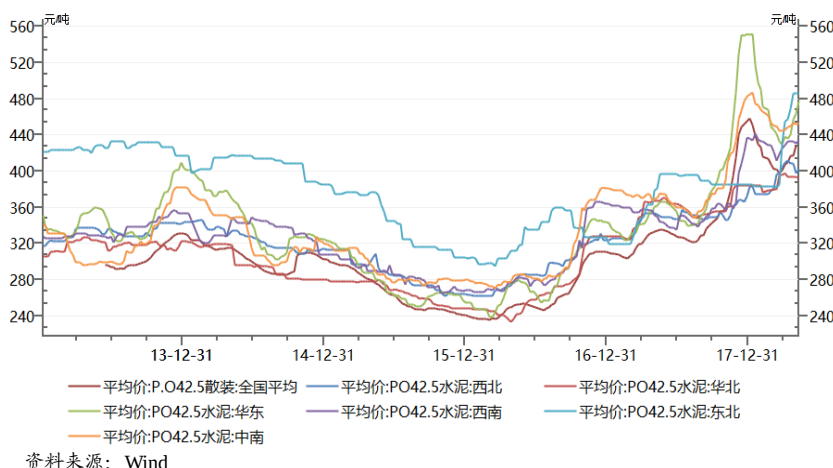
从区域水泥价格来看，水泥行业明显的区域性特征使各区域水泥价格分化较为明显，对全国利润贡献最大的华东和中南地区价格表现活跃，走势与全国基本一致。华东地区的水泥销售可以采取水路运输，水路运输的成本较低，合理的运输半径可以达到1,000公里以上，因此华东市场的开放程度较高，浙江、江苏、安徽等省的水泥销售容易相互渗透，市场价格也会受到相互影响。由于市场竞争激烈，华东地区的水泥价格波动相对较大，且长期低于全国平均价格。2007~2009年间，华东市场的水泥价格一直位于各区域水泥价格的底部，2010年和2011年，拉闸限电导致水泥价格快速上涨而高于全国水泥平均价格，但2012年以后重又滑落至全国平均水平之下。根据最新数据显示，2017 年元旦过后，华东地区受阴雨天气及节假日影响，华东地区水泥价格继续下调。2017年3月华东地区市场需求略有回升，熟料价格大幅上涨，推动水泥价格同步涨价，上扬态势一直持续到5月后期，7 月开始市场安排错峰生产，受此拉动，8月中旬后水泥行情出现大面积上涨，整体涨势明显，领跑全

国市场。尤其是10-11月份，涨势十分强劲，价格赶超10年，长江流域价格普遍接近600元/吨，达历史高位。

东北地区水泥市场封闭性较强，尤其是吉林省和黑龙江省，水泥运输主要以公路运输为主，使得这一区域市场的价格也较为稳定。此外，2011年以来，东北地区的行业集中度也持续上升，黑龙江主导企业有北方水泥和亚泰水泥，2013年两家新型干法水泥熟料产能占全省的比重约为85%，吉林省排前三位的主导企业亚泰水泥、北方水泥和冀东水泥，新型干法水泥熟料产能合计占全省比重超过90%。2016年5~6月，东北地区水泥价格上调50~60元/吨。集中度高的主导企业具有很强的话语权，对市场的主控能力、成本转嫁能力强，水泥价格能够保持在较高水平，且水泥价格相对平稳。

西北地区城际间距离远，市场封闭性也较强。在西部大开发的政策推动下，区域水泥产能增长十分迅速；以新疆为例，受投资需求拉动影响，2012年水泥产量达到4,097万吨，同比增长32.80%，增速居全国第一，高于全国平均水平27.10个百分点。随着新增产能的快速释放，西北市场水泥价格自2011年达到历史高点后，供求关系发生转变，市场供给过剩情况加重，水泥价格大幅走低，至2015年9月末PO42.5标号水泥价格已降至254元/吨，较2011年峰值下跌一半。2016年起，西北地区的水泥价格呈回升趋势，截至2017年底，水泥价格已回升至约372.80元/吨。

图4 分区域水泥价格走势（单位：元/吨）



总体看，由于水泥行业整体的产能过剩仍然需要长时间来改善，并且水泥价格受季节和政策性因素影响较大。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

5. 市场竞争

水泥的区域性明显，全国水泥市场的地区差异较大，中国水泥工业经历了高速发展的时期，目前形成了成熟的七大市场竞争格局。

表1 区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团、中国建材（子公司中联水泥）	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。

东北	亚泰集团、辽源金刚、冀东水泥、天瑞水泥、山水集团、CRH	振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资，经济发展以及水泥需求的提升。
西北	中材集团（子公司赛马实业、天山股份）、冀东水泥、祁连山	受益于西部大开发，此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。
华东	中国建材（子公司南方水泥）、海螺水泥、上海建材、江苏金峰、山水集团	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，也是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、华润、鱼峰	大企业云集，竞争激烈，已步入成熟市场。
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞、同力、葛洲坝	得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段。
西南	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基瑞安	除拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高。

资料来源：Wind

截至2017年底，中国（不含港澳台）前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.68亿吨，占全国总产能的75%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的57%，与上年持平。从最新的排名来看，中国建筑材料集团有限公司、安徽海螺水泥有限集团、唐山冀东水泥股份有限公司（包括金隅）分列前三甲，华润水泥控股有限公司和华新水泥股份有限公司（含双马）分列第四位和第五位。近年，我国水泥产能集中度逐年提升，随着供给侧改革力度逐渐加大，水泥生产企业的兼并重组不断推进，未来企业扩张竞争将会更加激烈。

表2 截至2017年底全国水泥熟料产能排名

排名	集团企业名称	熟料产能（万吨/年）
1	中国建材集团有限公司	39,376
2	安徽海螺水泥有限集团	20,736
3	唐山冀东水泥股份有限公司（含金隅）	10,432
4	华润水泥控股有限公司	6,526
5	华新水泥股份有限公司（含双马）	6,417
6	山东山水水泥集团有限公司	5,419
7	红狮控股集团有限公司	4,644
8	台湾水泥股份有限公司	4,067
9	天瑞水泥集团有限公司	3,395
10	亚洲水泥（中国）控股公司	2,062

资料来源：中国水泥协会

注：上述熟料产能统计口径为截至 2017 年 12 月 31 日实际点火投产的新型干法生产线产能

总体看，我国水泥产业已进入高速发展的阶段，区域性市场正在逐步形成，并且水泥企业开始向大型化迈进，水泥企业兼并重组将进一步加快。

6. 行业政策

为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自2009年起，国家加大水泥、玻璃等大宗建材行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整。

表3 近年来我国水泥行业主要限制性政策法规汇总

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2014.12.2	关于批准发布 GB175-2007	复合硅酸盐水泥的强度等级分为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 五

	《通用硅酸盐水泥》国家标准第2号修改单的公告	个等级，不再包含 32.5。
2015.4.20	《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》(工信部产业[2015]127号)	产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；新(改、扩)建项目产能置换指标，须为2013年及以后列入工业和信息化部公告或省级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能；支持跨地区产能置换。
2015.4.23	《六部委关于开展水泥窑协同处理生活垃圾试点工作的通知》(工信厅联节[2015]28号)	试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和国家投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线，试点及评估工作期限为2年。
2015.6.12	关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知	将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为70%：42.5及以上等级水泥的原料20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料40%以上来自废渣；纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》(GB4915—2013)规定的技术要求。
2015.8.31	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知(工信部联原[2015]309号)	发展高品质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用C35及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。
2016.1.14	《两部门关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》(发改价格[2016]75号)	对GB16780-2012《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高，加速淘汰落后生产线。
2016.4.27	工信部发布《工业节能管理办法》(第33号)	对工业企业节能管理、节能监察等作出具体规定。水泥企业基本都划在重点用能工业企业范围内，水泥企业要按照《办法》对工业企业节能的七条规定和对重点用能工业企业节能八条规定自觉予以执行。
2016.5.18	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发[2016]34号)	严禁新增产能，淘汰落后产能，推进联合重组，加快转型升级；到2020年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料前10家企业的生产集中度达60%左右。
2016.6.28	国家安监总局制定了《工贸行业遏制重特大事故工作意见》安监总管四[2016]68号。	《意见》要求加强对重要场所、设备、作业的风险管控和监督检查。水泥企业危险爆炸源包括原煤仓库、煤磨车间、乙炔燃油仓库、纸袋库以及氨水等等，《意见》中对如何遏制工贸行业重特大事故做出详细说明，有利于提升水泥行业安全生产工作。
2016.6.30	工业和信息化部发布《工业绿色发展规划(2016-2020年)》(工信部规[2016]225号)。	《规划》规定，到2020年，水泥熟料综合能耗(千克标准煤/吨)需从2015年的112kg降至105kg。《规划》同时提出大力推进能效提升、大幅减少污染排放、加强资源综合利用、加快构建绿色制造体系、推进工业绿色协调发展、实施绿色制造+互联网、促进工业绿色开放发展等十大主要任务。鼓励工业绿色发展，水泥行业实施高固气比熟料煅烧、大推力多通道燃烧等技术改造，因地制宜推进水泥窑协同处置固体废物。保证行业清洁生产水平大幅提升。
2016.12.12	国务院发布《政府核准的投资项目目录(2016年本)》国发[2016]72号。	文件指出，对于水泥行业等产能严重过剩行业的项目，要严格执行《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》(国发[2013]41号)，各地方、各部门不得以其他任何名义、任何方式备案新增产能项目，各相关部门和机构不得办理土地(海域、无居民海岛)供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务，并合力推进化解产能严重过剩矛盾各项工作。
2017.11.1	工业和信息化部发布《关于“2+26”城市部分工业行业2017—2018年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业(含特种水泥，不含粉磨站)采暖季按照有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。
2017.12.11	中国水泥协会	首先，三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能利用率达到70%；其次，前10家大企业集团的全熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%。力争10个省区内前2家大企业熟料产能集中度达到65%。

资料来源：Wind，联合评级整理。

总体来看，目前的产业调控政策主要集中在四个方面：一是提高行业准入门槛，二是严控新增产能，三是淘汰落后产能，四是提高节能环保水平。这些政策的执行将有利于建材行业的健康持续发展。

7. 行业关注

行业进入壁垒总体较高，资金、政策、资源和能源以及产业政策与监管约束趋强

(1) 生产经营过程中资金投入规模庞大，回收期较长，具有一定的项目投资风险和收益不确定性风险

水泥生产线的建设需要庞大的资金投入，生产线点火投产后亦需要大量的流动资金来维持日常运营，因此属于典型的资本密集型行业。随着环保要求的提高，新建生产线的设计规模门槛也越来越高；同时，水泥企业为达到规模效应，也倾向于布局更大产能的生产线。与庞大的初期投入相应，水泥生产线的投资回收期也较长。以4500T/D新型干法水泥生产线配套低温余热发电系统的生产线为例，其投资总规模一般超过7亿元，投资回收期在7年以上，较长的投资回收期也意味着较大的项目投资风险和收益的不确定性。

(2) 国家对水泥行业监管严格，行业发展与国家政策密切相关

水泥行业属于高污染、高耗能行业，同时全局性产能过剩情况严重，因此国家实行了较为严格的行业准入控制，产业限制政策与行业监管措施提高了行业进入壁垒。国家在有关水泥的节能、环保、优化产业结构等方面制定了一系列较为严格的行业政策，总体上，国家在节能环保、淘汰落后产能和抑制产能过剩等方面采取的监管力度大，形成了较高的政策壁垒。

(3) 受原材料供给影响，水泥生产经营具有一定的区域限定性

水泥生产的主要原材料是石灰石矿，一般而言，1吨水泥熟料需要消耗约1.2吨的石灰石。由于石灰石价值低，运输不经济，水泥生产线往往依靠石灰石矿而建；生产线与石灰石矿的直线距离越短，原料的运输成本就越低。大型水泥企业通过开采自有矿山，在市场竞争中能体现出明显的成本优势。目前，我国电力供应存在一定的区域性缺口。河北、山东、湖南、江浙等省市的部分地区冬夏两季供电负荷大，多次对水泥等高耗能企业采取“拉闸限电”措施，电力供应不足对项目建设和水泥企业的日常经营形成了一定的制约。

行业产能过剩明显，随着拟建、在建产能如期释放，过剩情况将进一步加剧

近年来我国经济的快速增长为我国水泥行业的发展提供了较好的外部环境，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设等形成了对水泥的迅猛需求。但水泥行业经过20余年的快速发展，目前产能严重过剩，市场竞争程度高，终端市场分散。虽然整个行业已经形成一批龙头企业，竞争格局的稳定性得到加强，但行业在产能过剩、环保压力下的限产停产和需求增速波动等因素的影响下存在较大的波动性。随着拟建、在建产能如期释放，预计过剩情况将进一步加剧。

受产能释放竞争加剧、环保成本增加，以及下游需求不振等因素影响，盈利水平逐步下滑

在产能释放竞争加剧、环保成本增加，以及下游需求不振等多种因素影响下，近几年来，水泥制造行业的整体盈利水平呈现波动下滑的态势。首先，新增产能释放使本已过剩的局面愈加严重，低价竞争成为行业常态，导致利润空间逐渐被压缩。其次，近年国家提高了环保标准，环保设备投入增加，环保运营成本上升。再者，经济低迷，固定资产投资增速放缓，水泥需求减缓甚至需求减少，导致水泥价格持续下跌。

8. 行业发展

水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势，兼并重组使行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优

势加强。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。近期因需求乏力，产品价格持续下滑，行业盈利空间被压缩，短期内信用质量下降。但长期看，投资仍是我国稳定经济的重要手段，行业整体需求有望提升。

新增产能持续释放，行业产能过剩呈长期化趋势

我国水泥行业产能过剩加剧的风险从2010年开始不断凸显，在需求减弱和行业产能持续释放的影响下，预计过剩压力将长期存在。一方面，宏观经济和固定资产投资呈放缓趋势，加之房地产市场景气度下滑，水泥行业面临的需求压力加大。另一方面，金融危机以来行业新增产能维持在较高水平，尽管同时期全国加快了落后产能淘汰速度，但淘汰速度远不及新增速度，行业总产能不断刷新历史峰值。目前，新型干法水泥的普及率已很高，进一步上升空间已经有限，而随着在建、拟建的生产线陆续达产，行业产能仍将持续提高。

兼并重组加快，行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势加强

行业集中度提升是水泥行业良性发展的必由之路。国家在产业政策上对于大型水泥企业集团有明显的倾向性，从2006年国务院确立60家重点扶持的水泥企业以来，行业并购重组速度不断加快，目前全国性和区域性龙头企业梯队已经初步形成。尽管行业集中度较10年已有明显提高，但进一步上升的空间仍然很大。因此，国家对重点企业的扶持政策将保持不变，具有规模优势和区域竞争优势的企业融资渠道畅通。

产业结构趋于优化，行业发展质量总体上升

未来，水泥行业的投资重心将由置换落后产能向技术改造转移，尤其在节能环保方面，国家也将执行更为严格的强制性政策以推动该领域的技术改造，包括配套余热发电、水泥窑协同处理生活工业排污、重复利用煤矿渣和脱硫脱销等。同时，产能限制也将促使水泥企业进行产品差异化竞争和上下游产业链整合，例如开发高标号及特种水泥、拓展混凝土业务等。此外，近年执行淘汰落后政策，新建的水泥熟料单线产能呈大型化趋势，总体来看，我国水泥行业的产业结构在趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

总体上看，受原材料价格下降和产能过剩的影响，水泥价格持续下滑；中国固定资产投资、房地产投资增速放缓，对水泥行业发展带来一定负面影响。但长期看，由于投资仍是我国稳定经济的重要手段，未来国家在水利基础设施、轨道交通建设等方面投资仍将持续，中西部基建投资加大，以及“一带一路”建设仍然为该行业提供了较好的经营环境，水泥的需求总量仍将保持在较高水平。水泥行业仍需继续淘汰落后产能，加大行业的重组与并购，调整产业结构，降低能耗并且寻求产业转型。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是全国最大的综合性建材产业集团中国建材集团旗下建材产品板块的核心企业，主要经营水泥、轻质建材、玻璃纤维及复合材料、工程服务等业务，是中国最大的建材生产企业。公司目前已成为全球最大的水泥生产商、全球最大的商品混凝土生产商、全球最大的石膏板生产商、中国领先的风机叶片制造商，世界领先的玻璃纤维生产商、国际领先的玻璃和水泥生产线设计及工程总承包服务供应商。

水泥产品是公司的支柱产业，公司通过资本运营与联合重组，实现了产能规模的快速扩张，并于2013年基本完成了水泥的产业布局。公司水泥板块以旗下中国联合水泥集团有限公司（以下简称“中联水泥”）、南方水泥有限公司（以下简称“南方水泥”）、北方水泥有限公司（以下简称“北方

水泥”)和西南水泥有限公司(以下简称“西南水泥”)为平台,截至2017年底,公司水泥业务板块拥有企业580家,新型干法水泥²年产能达到4.13亿吨,具备较强的规模优势;公司现有产品包括强度等级为32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R等多个品种水泥产品,覆盖市场水泥品种的100%。

轻质建材方面,公司子公司北新集团建材股份有限公司(以下简称“北新建材”)石膏板产能达21.82亿平方米,位居世界第一,旗下拥有“龙”牌、“北新”、“泰山”、“金邦”和“TBO”等品牌,其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板已经逐步发展成为业内公认的知名品牌,在技术质量、销售价格和市场份额上均具有国际竞争力。

玻璃纤维及复合材料方面,子公司风电叶片产能规模达到年产7.5万片,全国领先,其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,子公司研发的75米6MW风机叶片成功下线,标志着其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。

工程服务板块的运营主体中国建材国际工程集团有限公司(以下简称“中国建材工程”)连续多年跻身全国工程项目管理企业前10强、工程总承包企业和勘察设计企业前20强、建材行业500强,建材集团A级企业,并连年被评为上海市“走出去”战略先进企业、上海市对外工程承包和劳务合作企业前10强,占据国内超过50%的浮法玻璃生产线市场份额。

表4 截至2017年底公司各板块业务产能及行业地位

产业板块	业务板块	行业地位
水泥板块	新型干法水泥/商品混凝土	产能世界第一
轻质建材	石膏板	产能世界第一
复合材料	风机发电叶片	产能全国领先
工程服务	工程设计及承包	国内领先

资料来源:公司提供

总体看,公司主要业务板块经营规模在国际或国内市场均处于绝对优势地位,水泥等业务已形成了较为完善的产业布局,覆盖区域较广,具备较强的规模优势,综合竞争力较强。

2. 技术水平与节能环保

公司以建设创新型试点企业为平台,推进科技与产业协同发展,在水泥万吨生产线工艺技术及石膏板、兆瓦级风机叶片、大型无碱池窑拉丝生产工艺与装备、信息显示液晶玻璃基板技术、薄膜太阳能电池用TCO导电膜玻璃基板技术、太阳能光伏玻璃技术、大型节能环保立磨设计制造技术等继续保持行业领先地位。目前公司的大部分业务板块都建立了企业技术中心,其中一些中心参与了行业标准的制定;子公司北新建材在1996年即被授予第一批国家级企业技术中心。公司技术创新管理体系获国家级企业管理现代化创新成果二等奖,自主知识产权专利技术和专利保有量在建材行业排名领先,是全国专利系统先进企业。

公司重视环境保护和节能减排,加强环境保护工作力度,进一步加大节能减排、技术改造及环境保护设施投入。公司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,能够实现水泥生产过程自动化和高效、优质、低耗、环保;约90%的熟料生产线均配有余热发电系统,公司生产所需用电的30%可由生产线配备的余热发电系统实现自给。此外,公司水泥熟料生产线配套脱硝装置、收尘设备等,减少氮氧化物和粉尘排放,并综合利用粉煤灰、矿渣、炉渣和脱硫石膏等固

² 新型干法水泥即采用窑外分解新工艺生产的水泥。其生产以悬浮预热器和窑外分解技术为核心,采用新型原料、燃料均化和节能粉磨技术及装备,全线采用计算机集散控制,实现水泥生产过程自动化和高效、优质、低耗、环保

体废弃物，进一步推进了环境保护及节能减排。此外，公司石膏板生产线采用工业废弃物即工业副产石膏为原料，大量消纳电厂、化肥厂工业废渣，成为新型建材行业节能减排的典范；生产线也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，并充分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。

总体看，公司生产工艺与技术领先，水泥及轻质建材生产线配备了节能减排及环境保护设施，能够实现资源的综合利用、节能减排并降低生产成本。

3. 人员素质

截至2018年3月底，公司董事、监事及高级管理人员共27名，其中董事局主席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活动。

公司董事局主席宋志平先生，1956年生，博士研究生学历，教授级高级工程师，国务院批准的享受政府特殊津贴人员，建材行业业务及管理经验达35年以上。曾任北京新型建筑材料总厂厂长，公司副总经理、常务副总经理，北新建材董事长，公司总经理，中联水泥董事长，现任中国建材集团董事长，公司董事局主席、执行董事。同时，宋志平先生目前兼任中国建筑材料联合会副会长、中国企业联合会副会长、中国工业与经济联合会主席团主席等。

公司总裁曹江林先生，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，建材行业业务及管理经验达25年以上。曾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，中建材投资有限公司（原名“北新物流有限公司”）总裁，中国巨石股份有限公司（原名“中国玻纤股份有限公司”，以下简称“中国巨石”）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，中国复合材料集团有限公司（以下简称“中国复材”）董事，中国巨石董事长，南方水泥董事长，北方水泥董事长，中联水泥董事等，现任中国建材集团总经理、董事，北新建材监事会主席，南方水泥董事长，公司总裁兼执行董事。

由于公司与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）进行合并的换股事宜已完成（详见下文“重大事项”部分），公司已任命八名中材股份的前高级管理人员（即宋寿顺先生、余明清先生、隋玉民先生、苏逵先生、于凯军先生、薛忠民先生、刘燕先生及刘标先生）为公司副总裁，并拟于近期更换董事和监事（尚待2018年股东周年大会审议及批准）。

截至2017年底，公司员工总数100,218人，从岗位构成来看，生产人员占68.56%，技术人员占16.07%，管理人员占15.37%；从教育程度来看，研究生及以上学历占1.07%，本科学历占9.97%，大专学历占18.57%，中专学历占23.46%，高中及以下学历占46.93%；从年龄结构来看，51岁及以上员工占8.51%，41~50岁占32.65%，36~40岁占20.86%，35岁及以下占37.98%。

总体看，公司高层管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展；作为生产型企业，公司员工构成能够满足目前生产经营需要，但员工年龄偏高，公司人员负担偏重。受合并影响，公司董事、监事及高级管理人员可能产生一定变动，联合评级将持续关注其对公司经营的影响。

4. 外部环境

股东背景

公司控股股东为中国建材集团，直接及间接持有公司44.27%的股份，实际控制人为国务院国资委。中国建材集团于1984年经国务院批准设立，2003年成为国务院国有资产监督管理委员会直接监督管理的中央企业。中国建材集团是我国最大的综合性建材产业集团，已形成了建材产品、装备制造、相关工程技术与服务、建材贸易和物流四大业务板块。中国建材集团是中国建材行业百

强第一名；位列美国《财富》杂志公布的 2016 年世界 500 强企业第 327 位，连续六年入围世界五百强。

2016 年 8 月，中国建材集团与中材集团实施战略重组，将中材集团无偿划转入中国建材集团，同时将中国建筑材料集团有限公司更名为中国建材集团有限公司，重组后中国建材集团资产总额 5,500 亿元，员工总数 25 万人，年营业收入近 3,000 亿元，规模进一步扩大，竞争力进一步增强，成为中国最大、世界领先的综合性建材产业集团。中国建材集团拥有 14 家上市公司，其中海外上市公司 2 家。水泥熟料产能约 4.13 亿吨、商品混凝土产能 4.3 亿立方米、石膏板产能 21.82 亿平方米，均位居世界第一；在国际水泥工程市场和余热发电国际市场领域处于世界第一。同时，中国建材集团拥有 26 家国家级科研设计院所，3.8 万名科技研发人员，8,000 多项专利，33 个国家行业质检中心，11 个国家实验室和技术中心，18 个标委会。

整体看，中国建材集团业务规模大、实力雄厚，能够为公司提供多方面的支持。

税收优惠与外部支持

企业所得税方面，公司部分附属公司获豁免或按优惠税率 15% 纳税。此外，国务院在 1996 年发出《鼓励天然资源综合利用通知》，通过优惠政策鼓励及支持企业综合利用天然资源，财政部和国家税务局发布《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）等多项规定，对若干环保产品，包括使用工业废料作部分原材料的资源综合利用产品，以增值税退税方式和财政贴息的方式提供优惠；公司已缴增值税而又具备资格的产品，在获得相关政府部门批准后，实时或日后可获退税。2015~2017 年，公司分别获得资源综合利用增值税返还 15.08 亿元、8.76 亿元和 9.29 亿元；此外，公司还分别获得财政贴息 1.17 亿元、0.50 亿元和 0.55 亿元。

另一方面，为了鼓励公司发展及为地方经济发展所作贡献，部分地方政府机构给予公司一定的政府补助。2015~2017 年，公司分别获得其他政府补助 34.44 亿元、15.99 亿元和 5.96 亿元。

总体看，公司控股股东为国内最大的综合性建材产业集团，业务规模大，综合实力雄厚；公司具有良好的外部发展环境和税收优惠政策。

五、公司管理

1. 治理结构

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 13 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 6 人，设监事会主席 1 名，其中 2 名为股东代表、2 名独立监事、2 名职工代表；股东代表和独立监事由股东大会选举产生，职工代表监事由职工民主选举产生，监事会主席的任免需由三分之二以上监事会成员表决通过。

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。

总体看，公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，符合上市公司的相关监管规定，法人治理结构基本完善。

2. 管理制度

公司设有行政人事部、财务部、法律部、投资发展部等 7 个部门，制定了由预算管理制度、投融资管理制度、借款及担保制度和关联交易等管理制度组成的公司日常管理制度。

对子公司管理方面，公司各下属子公司财务总监由公司提名，子公司董事会聘任，以加强对下属子公司的财务监督和集中管理。公司根据《预算管理办法》以及各级控股子公司年度预算编制整体预算，公司财务部根据子公司及其各级控股公司定期报送的预算完成情况监控预算的执行情况，并及时向公司办公会提供预算的执行进度、执行差异及其对企业预算目标的影响等信息。公司对子公司货币资金、固定资产、存货等具体实物资产的管理执行岗位责任制，以保证对货币资金、实物资产的验收入库、领用发出、保管及处置的有效控制，同时采取了职责分工、实物定期盘点、财产记录、账实核对、财产保险等措施，以防止各种实物资产的被盗、偷拿、毁损和重大流失；对固定资产，公司实行分级管理和分类管理相结合的办法。

投融资管理方面，公司在对外投资、收购出售资产、融资决策等方面严格按照《投资管理办法》、《固定资产项目决策听证会管理办法》等规定进行操作。公司投资发展部负责公司包括资产重组、收购、兼并、股权转让、上市融资等资本运营业务，对各子公司资本运营项目提出初步审核意见，由公司董事会审议决定，由投资发展部协助各子公司开展资本运营业务；对重大投资项目、涉及新产品、新技术、新工业等其他项目组织有关专家、专业人员进行听证，并作为该项目投资决策的必要条件，控制相关重大生产经营活动。

财务管理方面，公司不断加强财务会计体系建设，适时跟踪国家会计准则和会计制度的最新动向，并据此制定了涵盖财务信息控制、资金管理、预算及财务分析等方面制度和规定，包括《预算管理办法》、《财务总监委派及工作办法》、《财务统计报表指引》等，以保证会计核算及财务报告的规范性、及时性、合规性。公司董事会根据情况设立预算委员会或指定财务部负责预算管理事宜，预算委员会主要拟定预算的目标、政策，制定预算管理的具体措施和办法，审议、平衡预算方案，组织下达预算，协调解决预算编制和执行中的问题等。

借款及担保管理方面，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，公司制定了《借款及担保管理办法》，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。

关联交易方面，公司根据《公司法》和《香港联合交易所有限公司上市规则》的相关规定制定了《关连（关联）交易管理制度》，保证关联交易遵守公平、公正、公开的原则，并确保公司开展的关联交易符合股东的整体利益以及相关规则。

总体看，公司部门设置合理，内部管理制度较健全，管理运作情况较好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务主要包括水泥、新材料的生产和销售以及工程服务三大业务板块，2015~2017年公司实现营业收入分别为1,021.18亿元、1,032.93亿元和1,300.63亿元，年均复合增长12.86%，其中，2017年，随着水泥行业景气度的回升，水泥价格大幅上涨，公司营业收入大幅增长25.92%；2015~2017年，公司净利润分别为27.93亿元、28.10亿元和63.40亿元，2017年净利润大幅增长125.67%，主要系

受水泥行业市场回暖影响，水泥价格走高所致。近三年，公司主营业务收入在营业收入中的占比均保持在98%以上，主营业务较为突出。

从主营业务构成来看，水泥板块为公司收入的最主要来源，2015~2017年分别实现收入803.34亿元、813.02亿元和1,039.11亿元；2017年，受水泥行业市场回暖影响，水泥价格走高影响，水泥板块收入较上年增长27.81%；其收入在主营业务收入中占比均保持在80%以上。新材料业务包括轻质建材及玻璃纤维及复合材料业务，2015~2017年，新材料业务分别实现收入106.05亿元、103.98亿元和132.16亿元，2017年新材料收入较上年增长27.10%，主要系随着行业景气度提升，石膏板销量增长所致，新材料收入占比较稳定。在“一带一路”政策的带动下，公司积极拓展海外市场，海外项目增加，带动工程服务板块收入逐年增长，2017年，工程服务收入增长25.18%至93.12亿元，占主营业务收入比重为7.24%。公司其他业务主要为建材贸易、物流及石墨等，收入有所波动，在主营业务收入中占比较小。

毛利率方面，2015~2017年，水泥业务毛利率分别为26.04%、26.89%和28.23%；2016年水泥业务毛利率小幅提高，主要系公司持续推进降本增效，深化采购集中管理，采购成本有所降低所致。2017年，受水泥价格上涨的影响，水泥业务毛利率提高1.34个百分点至28.23%。2015~2017年，新材料毛利率分别为29.78%、31.77%和34.64%，逐年增长，主要系石膏板产品售价上涨所致。工程服务板块毛利率分别为25.95%、31.29%和25.32%，呈现波动减少态势。2015年公司其他业务毛利率为-19.97%，主要系煤炭贸易和石墨业务成本倒挂所致；2016年其他业务毛利率回升至5.03%；2017年其他业务毛利率较上年提高15.48个百分点至20.51%，主要系公司部分贸易业务及石墨业务毛利率升高。由于水泥板块在公司收入中占比较大，公司综合毛利率与水泥板块毛利率的变动保持一致呈现逐年上升态势，分别为25.38%、27.18%和28.55%。

表5 2015~2018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	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	803.34	80.01	26.04	813.02	80.04	26.89	1,039.11	80.81	28.23	204.07	79.26	28.36
新材料	106.05	10.56	29.78	103.98	10.24	31.77	132.16	10.28	34.64	27.25	10.58	35.00
工程服务	71.80	7.15	25.95	74.39	7.32	31.29	93.12	7.24	25.32	18.92	7.35	24.59
其他	22.91	2.28	-19.97	24.41	2.40	5.03	21.49	1.67	20.51	7.23	2.81	29.97
合计	1,004.11	100.00	25.38	1,015.79	100.00	27.18	1,285.87	100.00	28.55	257.47	100.00	28.83

资料来源：公司审计报告

注：水泥包含水泥、熟料及混凝土业务；新材料业务包括轻质建材及玻璃纤维及复合材料业务；工程服务包括装备制造及相关工程技术研究与服务等；其他包含建材贸易与物流等其他板块业务。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 260.33 亿元，同比增长 24.75%，主要系建材行业景气度回升所致；实现净利润 13.46 亿元，同比增长 372.26%，主要系受水泥价格上涨影响，公司收入及盈利空间扩大所致。

总体看，公司收入以水泥板块为主，近三年受水泥行业环境影响，公司整体营业收入及净利润均逐年增长，2017 年以来伴随行业的回暖，公司收入及利润水平大幅提升。

2. 水泥板块

水泥板块相关产品包括水泥、熟料及混凝土，为公司收入和利润的最主要来源，在主营业务收入中的占比均在 80%以上。公司通过资本运营与联合重组的方式，于 2013 年基本完成了对水泥产品的产业布局，经营规模逐步扩大。公司通过联合重组、新建、扩建水泥熟料生产线和粉磨站，并不

断延伸产业链，截至 2017 年底，公司联合重组水泥企业数百家，水泥产能约 4.13 亿吨，位居世界第一。目前，公司水泥板块主要由下属子公司中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥四大核心企业运营。

分产品来看，近三年，水泥及熟料收入逐年增长，商品混凝土收入波动增长，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构成部分，近三年占比均在 72%以上；毛利率方面，水泥及熟料和商品混凝土毛利率差别不大，其中，水泥及熟料毛利率随着行业环境的变化逐年提高，而商品混凝土毛利率逐年下降，2017 年商品混凝土毛利率下降 4.75 个百分点至 23.65%，主要系同期原材料水泥及砂石价格大幅上涨所致。2018 年 1~3 月，水泥及熟料和商品混凝土收入占水泥板块的比例分别为 72.55%和 27.45%，占比较上年同期变动不大；水泥及熟料和商品混凝土毛利率分别为 30.02%和 23.99%，毛利率较上年同期变动不大。

表6 2015~2018年3月公司水泥板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

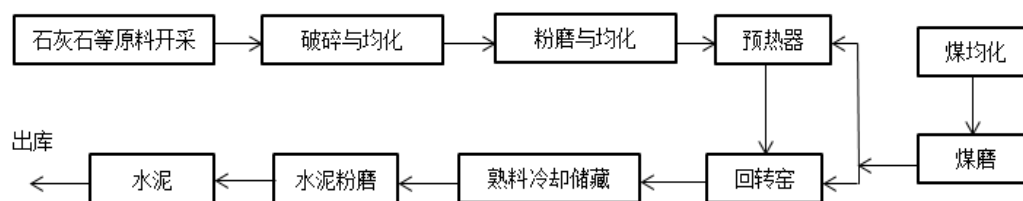
项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥及熟料	587.19	73.09	25.04	601.11	73.94	26.35	754.65	72.63	29.95	148.05	72.55	30.02
商品混凝土	216.15	26.91	28.75	211.91	26.06	28.40	284.46	27.37	23.65	56.02	27.45	23.99
合计	803.34	100.00	26.04	813.02	100.00	26.89	1,039.11	100.00	28.23	204.07	100.00	28.36

资料来源：公司提供

（1）产品生产

截至 2017 年，公司水泥业务板块拥有企业 580 余家。公司水泥相关产品包括熟料、水泥和混凝土。在水泥工业中，最常用的是硅酸盐水泥熟料，硅酸盐水泥熟料加适量石膏磨细后即成硅酸盐水泥。公司水泥产品包括强度等级为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 等多个品种水泥产品，覆盖市场全部水泥品种。商品混凝土是当代最主要的土木工程材料之一，公司主要以自有搅拌站生产商品混凝土。

图5 公司水泥生产工艺流程图



资料来源：公司提供

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，生产能力主要集中在淮海经济区、东南经济区、东北地区及西南地区等四大区域。

从产量来看，近三年，受水泥行业去产能及行业景气度回升影响，公司水泥及熟料产量逐年增长，分别为4.54亿吨、4.75亿吨和4.78亿吨，2017年水泥产能约为4.13亿吨，产能利用率约为64%，熟料产能利用率约为77%，水泥及熟料的产能利用率均较低。

（2）原材料采购

从成本构成来看，公司水泥生产成本主要包括原材料、煤、电三类。其中，原材料包括石灰石、粘土、砂岩等，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，约占生产成本的 35~40%。电是公司水泥生产的主要能源，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，石灰石自给率达到 70%以上，目前公司下属各项目公司拥有百余个采矿权证，石灰石储量约 60 亿吨。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。此外，在降本增效方面，公司水泥板块重点控制煤耗、电耗、余热发电量、维修费用等；深化采购集中管理，推广直供煤使用，降低采购成本；深入推进精益生产和精细管理，加强成本分析、预实差异分析，现场管理和生产运营水平进一步提升。

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。

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）产品销售

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。由于水泥产品自身特点，销售半径通常在 200 公里以内，但在行业景气度低迷的环境下，能够产生经济效益的销售半径进一步缩短。公司针对水泥产品特点，通过组建核心利润区的方式来实施集中销售，拓展市场份额，并延伸产业链发展商品混凝土业务，与水泥业务形成联动，进一步完善业务布局。

公司销售网络覆盖淮海、东南、北方、西南四大区域，其中，中联水泥主要销售区域包括江苏北部、山东南部等淮海经济区，覆盖山东、河南、江苏和内蒙等地区；南方水泥主要销售区域包括浙江、上海等东南地区省市，销售网络覆盖浙江、湖南、江西、上海、江苏、广西等地区；北方水泥销售网络覆盖东北三省大部分城乡地区；西南水泥覆盖四川、云南、贵州、重庆等区域。

从销售量来看，2015~2017 年，公司水泥及熟料销量分别为 2.80 亿吨、2.91 亿吨和 2.89 亿吨，受水泥行业景气度影响有所波动，产销率分别为 61.62%、61.27%和 60.56%，产销率较低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，实际产销率为 100%。近三年，公司商品混凝土销量分别为 0.71 亿立方米、0.74 亿立方米和 0.84 亿立方米，产销率均为 100%。2018 年 1~3 月，公司水泥熟料和混凝土产量为 0.78 亿吨和 0.13 亿立方米，产销率分别为 61.64%和 100.00%。

从销售价格来看，各销售区域产品价格差异较为明显，整体来看，受行业整体需求下滑影响，2016 年公司各区域水泥及熟料产品价格较上年变化均不大；2017 年，受行业去产能影响，水泥熟料及混凝土价格较上年均有大幅上涨，其中中联水泥上升幅度最大，水泥熟料和混凝土价格分别较上年上升 33.17%和 26.30%。2018 年 1~3 月，继续受去产能政策影响，公司各区域水泥熟料和混凝土价格均较上年有所上升；其中中联水泥价格上升幅度仍最大，水泥熟料和混凝土价格分别较上年上升 26.94%和 28.67%。

表 7 公司水泥、熟料、混凝土产销情况（单位：万吨、万立方米、元/吨、元/立方米、%）

公司	产品	产销量	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
中联水泥	水泥熟料	产量	10,005.00	10,885.00	11,046.30	1,102.85
		销量	6,311.00	6,700.48	6,701.20	717.97
		单价	186.41	202.48	269.64	342.27
	混凝土	产量	2,901.00	3,300.47	3,650.10	517.62
		销量	2,901.00	3,300.47	3,650.10	517.62
		价格	287.55	272.13	343.70	442.25
南方水泥	水泥熟料	产量	18,480.00	18,323.50	18,467.00	3,459.25
		销量	11,430.00	11,247.53	11,306.40	2,210.20
		价格	201.20	194.83	249.12	301.46
	混凝土	产量	3,750.00	3,646.80	4,151.10	751.77
		销量	3,750.00	3,646.80	4,151.10	751.77
		价格	312.19	293.64	345.40	405.93
北方水泥	水泥熟料	产量	2,815.00	3,342.40	2,902.70	67.04
		销量	1,869.00	2,237.09	1,833.20	51.81
		价格	280.89	249.32	307.97	311.93
	混凝土	产量	242.00	244.34	288.90	5.95
		销量	242.00	244.34	288.90	5.95
		价格	314.56	294.50	334.00	403.15
西南水泥	水泥熟料	产量	13,768.00	14,604.00	14,952.10	3,069.28
		销量	8,182.00	8,730.35	8,868.60	1,784.81
		价格	229.69	213.57	246.95	296.80
	混凝土	产量	104.00	124.66	133.30	32.31
		销量	104.00	124.66	133.30	32.31
		价格	253.89	258.95	295.00	301.54
合计	水泥熟料	产量	45,365.20	47,531.10	47,771.40	7,788.59
		销量	27,955.60	29,122.40	28,929.80	4,801.03
		产销率	61.62	61.27	60.56	61.64
	混凝土	产量	7,119.90	7,444.32	8,395.30	1,340.11
		销量	7,119.90	7,444.32	8,395.30	1,340.11
		产销率	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

注：生产的熟料自用为主，多余部分对外销售或转存货。但水泥熟料产量统计中未扣减继续用于生产水泥的部分，销售仅统计对外出售的熟料，因此产销率较低，但实际产销率为 100%。

从销售对象来看，公司水泥产品主要销售对象主要包括搅拌站、水泥制品企业、重点工程业主、房地产开发商或施工单位、乡镇市场经销商等，销售对象分布较广，集中度低。

结算方面，公司水泥和熟料销售采用“现款交易为主，赊销和预收为辅”的结算方式，银行承兑汇票支付比重约 45%~65%，其他为现金支付；其中高铁、基建等重大项目的账期相对较长，通常为 6 个月左右。商品混凝土一般根据项目进度进行结算，账期平均为 5 个月左右，回款相对较慢。

总体看，目前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；部分石灰石及电力供应能够实现自给，具备一定的成本优势；受去产能政策影响，2017 年，公司水泥熟料产量略有增加，销量略有减少，但混凝土产销量均增加；水泥熟料及混凝土产品价格均大幅上涨。

3. 轻质建材板块

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、销售，并为客户提供相应的工程和劳务服务，主要产品是石膏板、龙骨。2015~2017 年，公司石膏板业务分别实现收入 64.34 亿元、68.88 亿元和 94.66 亿元，在轻质建材板块主营业务收入中占比分别为 85.66%、84.98%和 85.15%，为轻质建材板块主要的收入来源。

采购方面，北新建材石膏板生产的主要原材料包括石膏和护面纸，由石膏板事业部直接进行大宗原料的采购和供应商的选择。其中，北新建材纸面石膏板的生产采用燃煤电厂的工业废弃物即工业副产石膏为原材料，不仅能够降低生产成本，还能够节约天然石膏，并对工业废弃物实现资源的综合利用，实现环境保护。公司生产基地与燃煤电厂等供应商的距离一般控制在 100 公里以内，以缩短工业副产石膏的采购距离，从而降低物流成本。公司与包括中国华能集团、中国电力投资集团公司等五大电力集团在内的工业副产石膏及护面纸的主要供应商保持了稳定的合作关系。北新建材与供应商结算一般采用现款现货或延期付款的方式，账期通常在 1~3 个月。

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，成为新型建材行业节能减排的典范。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，并充分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。

近三年，北新建材石膏板产业稳步增长，产能逐年扩大，截至 2017 年底，北新建材石膏板年产能 21.82 亿平方米，位居世界第一。从产量来看，近三年石膏板产量分别为 14.71 亿平方米、16.32 亿平方米和 18.26 亿平方米，逐年增长；产能利用率分别为 73.55%、76.55%和 83.68%，逐年提高。

表8 近年北新建材石膏板产销情况（单位：亿平方米、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
产能	20.00	21.32	21.82
产量	14.71	16.32	18.26
销量	14.46	16.35	18.21
产能利用率	73.55	76.55	83.68
产销率	98.30	100.18	99.73

资料来源：公司提供

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，主要渠道包括：一是通过各主要区域市场中的传统经销商合作伙伴推广产品及体系，同时北新建材在各地建立办事处机构协助经销商做好公关、服务及销售工作；二是向装饰公司等单位采取直接战略合作的方式，推进进一步的稳固合作；三是随着近年来应用领域的拓展，北新建材也随之拓宽了渠道方向，发展行业客户，随着石膏板逐渐进入家装领域以及精装修楼盘的增多，北新建材也相应与一些房地产商、家装公司签订了战略合作协议。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。2015~2017 年，北新建材石膏板销量分别为 14.46 亿平方米、16.35 亿平方米和 18.21 亿平方米，销售规模稳步扩大，产销率均在 98%以上。

品牌方面，北新建材目前旗下有“龙”牌、“北新”、“泰山”、“金邦”和“TBO”等品牌，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知名品牌，在技术质量、销售价格和市场份额上均具有国际竞争力。

总体看，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，产销量逐年增长，综合竞争力较强。

4. 玻璃纤维及复合材料板块

公司的玻璃纤维及复合材料板块由中国复材经营，主要从事风机叶片、玻璃钢缠绕类产品、PVC复合地板等的生产和销售。从产品构成来看，近三年风机叶片收入分别为25.11亿元、18.71亿元和15.21亿元，在玻璃纤维及复合材料板块主营业务收入中的占比逐年下降至69.79%，仍为最主要的收入来源；玻璃钢缠绕类产品收入波动增长，2017年在主营业务收入占比提高至16.16%。2018年1~3月，风机叶片、玻璃钢缠绕类产品、PVC复合地板收入分别为0.95亿元、0.63亿元和0.32亿元，收入占比分别为38.19%、25.11%和12.89%。

表9 玻璃纤维及复合材料板块主营业务收入构成情况³（单位：亿元、%）

产品	2015年		2016年		2017年		2018年1~3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
风机叶片	25.11	77.89	18.71	74.72	15.21	69.79	0.95	38.19
玻璃钢缠绕类产品	3.48	10.78	2.59	10.33	3.52	16.16	0.63	25.11
PVC复合地板	1.47	4.56	1.26	5.04	1.53	7.03	0.32	12.89
其他	2.18	6.77	2.48	9.91	1.53	7.02	0.59	23.81
合计	32.23	100.00	25.04	100.00	21.79	100	2.49	100

资料来源：公司提供

采购方面，风机叶片及玻璃钢缠绕类产品的原材料主要为树脂及玻纤织物，生产能源主要依靠电力供应。中国复材主要原材料的采购均采用总部集中招标的模式。2017年玻璃纤维及复合材料产品前五大供应商采购额合计占比75.62%，其中采购额最大的供应商采购额占比25.53%，供应商集中度较高，但对单一供应商不存在过度依赖。与供应商结算方面，中国复材与供应商主要采用货到付款的方式结算，以银行承兑汇票、支票、信用证等结算。

生产方面，公司采用以销定产的生产模式。截至2017年底，中国复材风机叶片产能已达7.5万片，拥有连云港、沈阳、酒泉、包头、哈密叶片生产基地和SINOI海外研发中心，具备一定的规模优势。质量管理方面，中国复材按照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，确保其产品质量及管理水平。近三年，风机叶片产量分别为6,719片、3,707片和3,058片，在行业政策变化 and 市场需求变化的影响下呈现波动下降态势，2016年下降明显主要系2015年风电行业受政策影响出现抢装潮，提前透支部分需求所致。

表10 近年中国复材风机叶片产销情况（单位：片、万元/片）

项目	2015年	2016年	2017年
产量	6,719	3,707	3,058
销量	6,540	4,126	3,276
均价	38.39	45.35	46.43

资料来源：公司提供

³ 各板块主营业务收入与公司合并口径下分板块主营业务收入情况略有不同是受到合并后内部抵消的影响，可能会导致各板块综合毛利率等指标与公司合并口径下分板块计算不一致。

销售方面，公司深化与大客户的合作，抓住“大客户、大项目、大订单”，加快新客户拓展，并努力开拓海外市场。近三年，风机叶片销量分别为 6,540 片、4,126 片和 3,276 片，呈现逐年下降态势，主要系下游风电装机增速下降所致。近三年，公司风机叶片均价分别为 38.39 万元/片、45.35 万元/片和 46.43 万元/片，呈逐年上升趋势。2017 年玻璃纤维及复合材料产品前五大客户销售额合计占比 78.87%，客户集中度高。与客户结算方面，中国复材产品生产完工后需经过安装、运行等阶段，相应的结算一般分为预付款、交货验收付款和质保三个阶段。通常情况下，在合同签订时预付 20% 订金，产品发出时付款 50%，交货验收时付款 25%，剩余的 5% 作为产品质保金。

总体看，近三年公司风机叶片产销量逐年下降，风机叶片均价逐年上升，但收入规模整体呈下降趋势。公司风机叶片业务具备一定的规模优势，但下游客户集中度高，对主要客户较为依赖。

5. 工程服务板块

公司工程服务板块主要由子公司中国建材工程经营，主要从事玻璃、水泥生产线和太阳能电站设计及工程总承包等服务。经营模式方面，公司工程服务按照总部承揽，各部门及分、子公司自揽的方式进行，主要包括工程项目总包模式、单一项目承包模式、技术服务和技术改造模式等。其中，工程项目总包模式包括对项目设计、采购、施工和试运行服务的全过程承包；单一项目承包模式主要为针对国内玻璃、水泥早期落后技术生产线上某一环节或某一设备利用新技术进行技术改造、施工和装备提供等工程服务；技术服务和技术改造模式中的技术服务主要为公司利用自身拥有的玻璃、水泥等专业技术为国内外建材企业解决某一特定技术问题所提供的各种服务，技术改造为帮助建材企业在其原有技术水平上采用先进的、适用的新技术、新工艺、新设备、新材料等对现有设施、生产工艺条件进行的改造。

近年来，公司坚持自主创新和集成创新相结合的技术创新战略，签订发达国家超大吨位浮法玻璃生产线订单，并拓展产业链，发展高端装备制造，引领传统产能改造与产业升级，推广脱硫、脱氮、余热发电一体化节能技术在建材行业的应用，打造世界级节能减排示范线，并向“城市垃圾及污泥协同处理”业务领域转型，在国内外市场竞争力进一步加强。近三年，在国内水泥和玻璃产能过剩的环境下，公司围绕“一带一路”政策，积极拓展海外业务，加强国际合作，覆盖区域主要包括东南亚、西亚、中东等地。2015~2017 年，工程服务业务海外收入占比分别为 47%、52% 和 30%

表11 中国建材工程新签合同额情况（单位：亿元）

项目	2015 年 新签合同额	2016 年 新签合同额	2017 年 新签合同额	2018 年 1~3 月 新签合同额	截至 2018 年 3 月末 正在执行的合同金额
玻璃工程及服务	36.00	38.00	54.36	8.26	24.22
水泥工程及服务	45.00	15.00	42.68	0.30	17.48
新能源工程及服务	36.00	58.68	64.96	1.89	32.13
新房屋工程及服务	--	--	1.30	6.09	19.42
合计	117.00	111.68	163.30	16.54	93.24

资料来源：公司提供

近三年，玻璃工程及服务新签合同额逐年增长；水泥工程及服务新签合同额波动下降势，2016 年下降明显，主要系公司进行产业结构调整，通过开拓新能源的工程服务市场来应对国内建材市场的变化，着重推进“一带一路”地区的境外工程项目所致；公司新增新能源工程及服务新签合同额逐年增长，2017 年新能源工程及服务新签合同额增长至 64.96 亿元；2017 年，公司新增新房屋工程及服务。总体来看，2015~2017 年中国建材工程新签合同额分别为 117.00 亿元、111.68 亿元和 163.30 亿元，2017 年主要在水泥工程及服务板块的带动下增长较快。截至 2018 年 3 月末，中国建材工程

正在执行的合同额 93.24 亿元，能够满足未来 1~2 年经营需要。

工程款结算方面，结算方式主要为按合同节点结算，开工前业主按照合同金额预付 15%~30% 的款项，在设备到货后付到总金额的 60%~70%，设备安装调试完成后付到总金额的 90%，剩余部分待质保期满后付清。

总体看，在国内水泥和玻璃产能过剩的环境下，公司围绕“一带一路”，积极拓展海外市场，海外业务占比逐步提高；随着公司新增新能源工程及服务合同，业务增量规模波动提高，在手合同额规模能够满足未来一段时间经营需要。

6. 重大事项

公司拟采用换股吸收合并的方式与中国中材股份有限公司（证券简称“中材股份”，证券代码“1893.HK”）进行合并，即中国建材将向中材股份换股股东发行中国建材 H 股及中国建材非上市股，换股比例为每 1 股中材股份 H 股和非上市股可以分别换取 0.85 股中国建材 H 股和非上市股，并且拟发行的 H 股股票将申请在香港联合交易所有限公司上市流通。在换股后，中材股份 H 股将从香港联交所退市，中材股份将被注销法人资格，中材股份的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利和义务将由公司承接与承继。

2017 年 9 月 8 日，本次吸收合并及关事项分别获得公司和中材股份董事会批准。2017 年 12 月 6 日，公司召开 2017 年第一次临时股东大会、2017 年第一次 H 股类别股东会、2017 年第一次内资股类别股东会分别审议通过了本次合并的相关议案，批准本次合并；同日，中材股份召开的股东特别大会、H 股类别股东大会分别审议通过本次合并的相关议案。本次合并实施完成后，公司控股股东和实际控制人不变，仍为中国建材集团有限公司。

2018 年 3 月，中国证券监督管理委员会已就本次合并作出了《关于核准中国建材股份有限公司增发境外上市外资股的批复》（证监许可〔2018〕482 号），核准中国建材增发不超过 989,525,898 股境外上市外资股，每股面值人民币 1 元。香港联交所已批准中材股份 H 股于联交所退市，自 2018 年 4 月 23 日下午 4 时整起生效。

H 股换股（即向中材股份换股股东发行及寄发中建材股份 H 股证书）及非上市股换股（即向中材股份换股股东发行的中建材股份非上市股的股份登记）已于 2018 年 5 月 2 日完成。中材股份 H 股股东持有的全部 1,164,148,115 股中材股份 H 股已按换股比例转换为 989,525,898 股中建材股份 H 股，中材股份非上市股股东持有的全部 2,407,315,885 股中材股份非上市股（包括 2,276,522,667 股中材股份内资股及 130,793,218 股中材股份非上市外资股）已按换股比例转换为 2,046,218,502 股中建材股份非上市股（包括 1,935,044,267 股中建材股份内资股及 111,174,235 股中建材股份非上市外资股）。

总体看，本次吸收合并为“两材合并”（中国建材集团有限公司与中国中材集团有限公司）下两家香港上市公司的整合，有利于实现强强联合、优势互补以及资源优化配置，从而进一步提升公司在全球建材行业的竞争力。

7. 经营效率

2015~2017 年，应收账款周转次数分别为 2.76 次、2.59 次和 3.13 次，总资产周转次数分别为 0.32 次、0.31 次和 0.38 次，均呈波动上升趋势；存货周转次数分别为 4.73 次、4.92 次和 5.83 次，呈逐年上升趋势。2017 年，上述指标分别较上年提高 0.54 个百分点、0.07 个百分点和 0.91 个百分点，主要系随着水泥价格上涨，公司营业收入和营业成本大幅增长所致。与同行业上市公司对比，公司各项经营指标均处于行业较低水平。

表12 2017年水泥上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
海螺水泥	87.86	10.57	0.65
冀东水泥	12.01	7.29	0.37
中国天瑞水泥	6.58	3.29	0.16
亚洲水泥（中国）	3.53	7.90	0.49
中国建材	3.09	5.85	0.37

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，近年来公司经营效率有所提高，处于行业较低水平。

8. 经营关注

受行业产能过剩及下游需求不足影响，公司产能利用率较低

水泥行业产能过剩问题仍凸显，行业竞争加剧，政策引导淘汰落后产能、抑制重复建设。此外，水泥行业的需求主要来自于固定资产投资和房地产投资，但近几年由于固定资产与房地产投资的增长速度放缓，新建项目逐渐减少，市场对水泥的需求也同样降低，固定资产投资的推进力度及房地产调控政策等的变化可能会对公司的营业能力带来较大影响。由于生产经营环境特别是市场供求关系的影响，公司产能利用率偏低。若未来行业景气度未能提升，公司未能有效整合资源，或将导致公司投资回报比例偏低，从而对其成本摊销和盈利水平产生一定影响。

经营效率有待提高

近三年，公司应收账款和存货水平较高，对公司的资金形成占用，经营效率指标处于行业较低水平。此外，原材料及产品价格存在一定波动，建材行业下游需求不足、竞争激烈，公司面临一定的存货跌价风险和应收账款回收风险。

原材料价格波动风险

水泥行业属于劳动密集型、资源密集型和高能耗行业，公司水泥生产成本中煤、电成本约占总成本的一半以上，煤、电价格波动相对较大，且 2016 年以来煤炭价格上升迅速，将对公司盈利能力造成一定影响。

9. 未来发展

未来，公司的远景规划目标是“成为世界一流的建材生产商，为股东创造最大回报”。“十三五”发展战略总体目标是：通过联合重组和内生增长进一步发展水泥业务，水泥产能稳定在 4~5 亿吨，保持世界最大的水泥集团地位，积极延伸产业链，提高竞争力；石膏板产能力争达到 25 亿平方米，进一步巩固世界一流轻质建材供应商地位；复合材料板块将重点发展新能源和新材料相关业务，逐步成为中国民用复合材料行业的领导者；玻璃纤维业务继续保持世界领先的玻璃纤维及其制品供应商地位；工程服务业务继续巩固和保持全国勘察设计企业前十强及在国内玻璃工程领域的领导地位，巩固和提高在水泥工程领域的市场领先地位，努力开拓新的利润增长点；物流贸易（含连锁经营）业务实现巴新连锁销售网络铺设，向南太其他岛国扩张；打造石墨精深加工研发、生产基地、物流贸易于一体的南方石墨产业园基地。

总体看，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017年财务报表均由天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；公司2018年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》及其应用指南的有关规定编制。

公司自2017年1月1日采用《企业会计准则第16号——政府补助》（财会〔2017〕15号）相关规定，采用未来适用法处理，将与日常活动相关的政府补助计入“其他收益”科目核算。公司自2017年5月28日采用《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组及终止经营》（财会〔2017〕13号）相关规定，采用未来适用法处理，区分终止经营损益、持续经营损益列报。

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。2015年，公司合并报表的子公司共846家，较上年净增加26家；2016年，公司合并报表的子公司共834家，较上年净减少12家；2017年，公司合并报表子公司760家，较上年净减少74家。公司业务范围变化不大，上述合并范围的变化对财务数据的可比性影响较小。

截至2017年底，公司合并资产总额3,470.24亿元，负债合计2,616.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）853.98亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计618.56亿元。2017年，公司实现营业总收入1,300.63亿元，净利润（含少数股东损益）63.40亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为38.77亿元；经营活动产生的现金流量净额为222.70亿元，现金及现金等价物净增加额-18.19亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额3,537.55亿元，负债合计2,669.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）867.62亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计627.68亿元。2018年1~3月，公司实现营业总收入260.33亿元，净利润（含少数股东损益）13.46亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为9.08亿元；经营活动产生的现金流量净额为28.97亿元，现金及现金等价物净增加额58.95亿元。

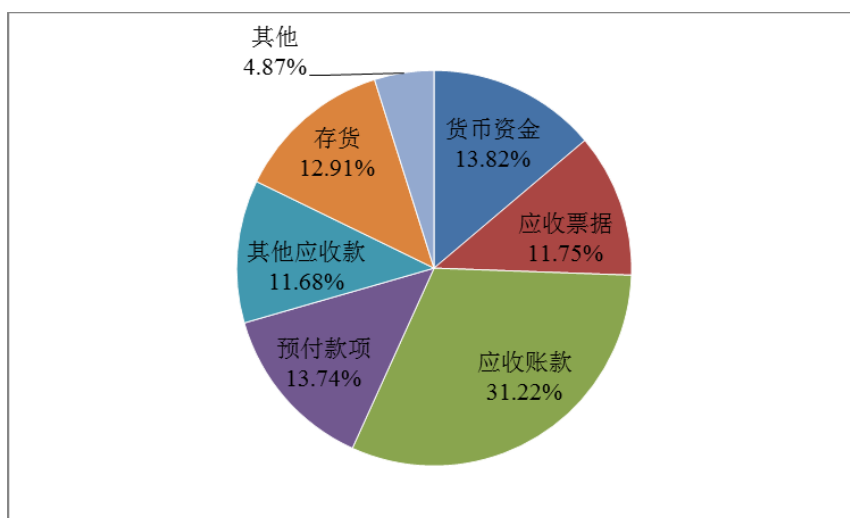
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额呈逐年增长态势，年均复合增长2.63%；截至2017年底，公司资产总额为3,470.24亿元，较年初增长1.89%。其中流动资产占36.57%，非流动资产占63.43%，公司资产构成以非流动资产为主，符合建材生产企业的特征。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产年均复合增长3.32%，呈持续增长态势。截至2017年末，公司流动资产合计为1,269.10亿元，较年初增长0.80%；主要由货币资金（占13.82%）、应收票据（占11.75%）、应收账款（占31.22%）、预付款项（占13.74%）、其他应收款（占11.68%）和存货（占12.91%）构成。

图6 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长3.65%。截至2016年底，公司货币资金合计182.26亿元，较年初增长11.61%，主要系公司投资规模下降，而经营活动现金净流入增加所致。截至2017年底，公司货币资金175.45亿元，较年初下降3.73%；公司货币资金主要由银行存款（占53.17%）和其他货币资金（占46.71%）构成；其中，使用权受限的货币资金共计81.90亿元，主要为承兑汇票保证金、保函保证金、信用证保证金等，占货币资金总额的46.68%，受限资金占比较高，对货币资金流动性有一定影响。

2015~2017年，公司应收票据复合增长53.53%，呈持续增长趋势。截至2017年底，公司应收票据为149.08亿元，较年初增长41.43%，主要系收入增长及调整客户结算方式所致；公司应收票据由银行承兑汇票（占53.25%）和商业承兑汇票（占46.75%）组成。

2015~2017年，公司应收账款持续增长，年均复合增长2.87%；截至2017年底，公司应收账款账面价值396.20亿元，较年初增长3.60%，主要系受宏观经济形势影响，公司为争取更多客户，根据客户的资信情况，适当放宽对政府基建工程等重点客户的信用期限所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款占90.59%；其中，1年以内占68.04%，1~2年占19.12%，2~3年占6.58%，3年以上的占6.26%，公司应收账款账龄尚可。截至2017年底，公司计提坏账准备29.09亿元，计提比例为6.84%。整体上看，公司应收账款规模较大，部分应收账款账龄较长，对公司资金形成一定占用。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款。2015~2017年，公司预付款项波动增长，年均复合增长6.07%。截至2016年底，公司预付款项151.61亿元，较年初减少2.21%；截至2017年底，公司预付款项174.41亿元，较年初增长15.04%，主要系随着产量增长，公司预付材料款等增加所致。

2015~2017年，公司其他应收款呈逐年下降趋势，年均复合下降19.74%。截至2017年底，公司其他应收款为148.28亿元，较年初下降35.34%，主要系公司对各种应收款项采取多种措施进行压控所致。截至2017年底，公司计提坏账准备19.97亿元，计提比例为11.87%。从按账龄分析的其他应收款来看，1年以内占47.61%，1~2年占22.70%，2~3年占12.95%，3年以上的占16.74%，总体账龄较长。

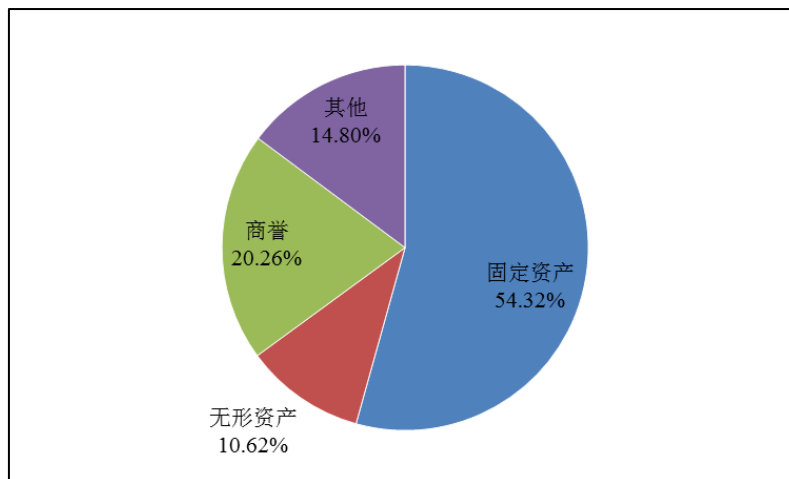
2015~2017年，公司存货账面价值年均复合增长3.93%，呈逐年增长趋势。截至2017年底，公司存货账面价值为163.81亿元，较年初增长7.74%，主要系原材料和产成品增加所致。存货主要由

原材料（占 53.28%）、自制半成品及在产品（占 13.72%）和产成品（占 25.935%）构成。截至 2017 年底，公司存货跌价准备为 1.29 亿元，计提比例 0.78%，考虑到公司原材料和产品价格波动较大，公司面临一定的存货跌价风险。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长 2.24%，呈持续上升态势。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 2,201.14 亿元，较年初增长 2.53%。公司非流动资产主要由固定资产（占 54.32%）、无形资产（占 10.62%）和商誉（占 20.26%）构成。

图 7 公司 2017 年底非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司固定资产账面价值年均复合增长 0.13%，呈波动增长趋势。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 1,195.59 亿元，较年初增长 0.49%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 53.07%）和机器设备（占 42.98%）构成。截至 2017 年底，公司固定资产成新率为 67.34%，成新率一般；累计计提固定资产减值准备 45.73 亿元。

2015~2017 年，公司无形资产账面价值逐年增加，年均复合增长 3.33%。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 233.80 亿元，较年初增长 5.82%，主要系土地使用权和采矿权的增加所致；公司无形资产主要由土地使用权（占 67.23%）和采矿权（占 31.87%）构成。截至 2017 年底，无形资产累计摊销 56.10 亿元，计提减值准备 1.72 亿元。

2015~2016 年，公司商誉保持稳定、未发生变动；截至 2017 年底，公司商誉账面价值 445.97 亿元，较年初增长 4.89%。截至 2017 年底，公司累计计提减值准备 6.98 亿元；公司商誉主要系整合重组商混板块和水泥板块的企业形成，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。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 271.95 亿元，占公司总资产的 10.39%，受限比例一般；但货币资金受限比例较高，对公司资产流动性造成一定影响。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额合计 3,537.55 亿元，较年初增长 1.94%，较上年底变动不大。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为 38.84%和 61.16%，资产结构较上年底变动不大，仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产呈持续增长趋势，以非流动资产为主。流动资产中货币资金受限规模较大，应收账款和预付款项占比较大，对资金形成一定的占用；非流动资产中固定资产占比较高，符合所在行业特点，但商誉占比较高，存在一定商誉减值风险。整体看，公司资产质量一般。

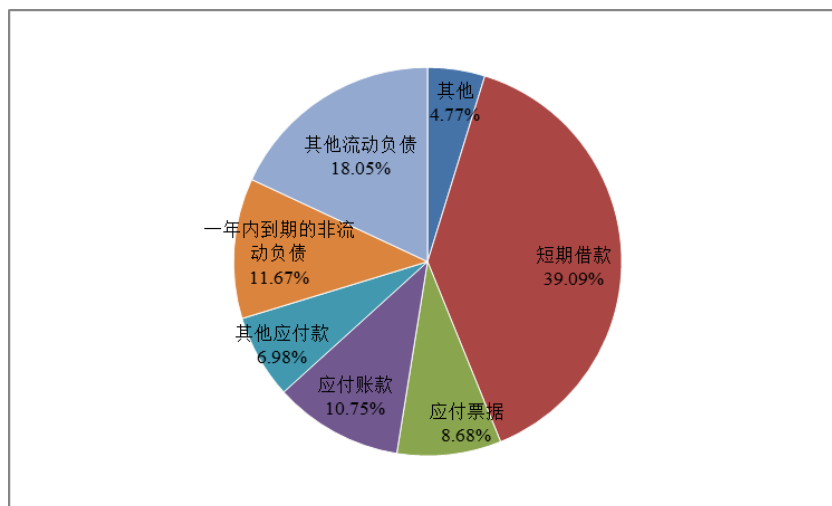
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债规模年均复合增长 1.11%，呈波动增长趋势。截至 2016 年底，公司负债总额为 2,650.22 亿元，较年初增长 3.55%；截至 2017 年底，公司负债总额为 2,616.26 亿元，较年初下降 1.28%。其中，流动负债占 77.65%，非流动负债占比 22.35%，以流动负债为主，与其以非流动资产为主的资产结构不尽匹配。

2015~2017 年，公司流动负债规模年均复合下降 0.17%，呈波动下降趋势。截至 2016 年底，公司流动负债合计 2,028.33 亿元，较年初下降 0.50%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 2,031.64 亿元，较年初增长 0.16%；公司流动负债主要以短期借款（占 39.09%）、应付票据（占 8.68%）、应付账款（占 10.75%）、其他应付款（占 6.98%）、一年内到期的非流动负债（占 11.67%）和其他流动负债（占 18.05%）为主。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动增加，年均复合增长 7.28%。截至 2016 年底，公司短期借款 823.41 亿元，较年初增长 19.32%，主要系公司融资需求增加所致。截至 2017 年底，公司短期借款 794.21 亿元，较年初下降 3.55%；公司短期借款主要为保证借款（占 56.41%）和信用借款（占 42.45%）。

2015~2017 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 30.83%，主要系公司采用银行承兑汇票支付供应商的付款方式增加所致。截至 2017 年底，公司应付票据 176.40 亿元，较年初增长 33.64%。

2015~2017 年，公司应付账款年均复合增长 2.81%，呈持续小幅增长趋势。截至 2017 年底，应付账款合计 218.43 亿元，较年初增长 2.14%，主要系未结算材料款、工程款等增加所致。

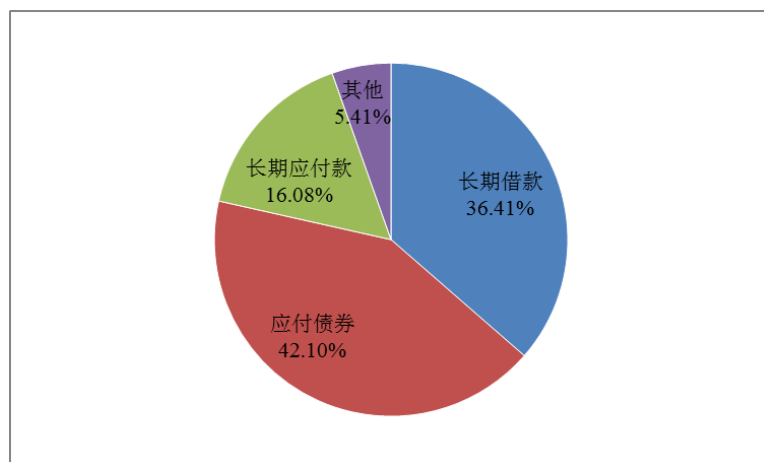
2015~2017 年，公司其他应付款呈波动减少趋势，年均复合下降 7.92%。截至 2016 年底，公司其他应付款余额为 141.50 亿元，较年初下降 15.41%，主要系应付股权款减少所致。截至 2017 年底，公司其他应付款 141.82 亿元，较年初增长 0.22%；公司其他应付款主要是应付联合重组企业原股东股权转让款、水泥生产线工程项目承包商垫付的款项及公司收取分包商的履约保证金及其他安全保证金等。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 9.42%。截至 2017 年底，一年内到期的非流动负债 237.14 亿元，较年初增长 6.78%，主要系一年内到期的长期应付款增加所致。

2015~2017 年，公司其他流动负债逐年减少，年均复合下降 22.04%。截至 2017 年底，公司其他流动负债 366.81 亿元，较年初减少 11.65%，主要系偿还部分短期融资债券及私募债所致。

2015~2017 年，公司非流动负债呈波动增长趋势，年均复合增长 5.94%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 621.89 亿元，较年初增长 19.39%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 584.62 亿元，较年初下降 5.99%，主要由长期借款（占 36.41%）、应付债券（占 42.10%）和长期应付款（占 16.08%）构成。

图9 截至2017年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期借款呈逐年增长趋势，年均复合增长 15.20%；截至 2016 年底，公司长期借款余额为 202.69 亿元，较年初增长 26.37%，主要系融资需求增加所致。截至 2017 年底，公司长期借款 212.87 亿元，公司长期借款由保证借款（占 50.43%）、信用借款（占 43.54%）以及抵押借款（占 6.04%）构成。

2015~2017 年，公司应付债券呈逐年增长趋势，年均复合增长 34.35%；截至 2016 年底，公司应付债券 232.47 亿元，较年初增长 70.50%，主要系发行“16 中建材 MTN1”、“16 中建材 MTN2”、“16 中建材 MTN3”、“16 中材 01”和“16 中材 02”等债券所致。截至 2017 年底，公司应付债券 246.12 亿元，较年初增长 5.87%，主要系发行“17 建材 01”、“17 建材 02”等债券所致；应付债券期末余额中，不考虑回售情况，2019 年到期的应付债券规模相对较大，存在一定集中偿付压力。

2015~2017 年，公司长期应付款逐年减少，年均复合下降 29.95%，主要系融资租入应付款减少所致。截至 2017 年底，公司长期应付款为 93.98 亿元，较年初下降 39.34%；公司长期应付款主要是融资租赁款（占 93.89%）。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 1.22%。截至 2017 年底，公司全部债务为 2,121.07 亿元，较年初下降 2.10%，其中短期债务为 1,573.85 亿元（占 74.20%），长期债务 574.22 亿元（占 25.80%），公司整体债务规模较高，以短期债务为主。若将永续中票及永续公司债券划入债务，2015~2017 年，公司全部债务年均复合增长 1.14%。截至 2017 年底，公司全部债务为 2,286.07 亿元，较年初下降 1.96%，其中短期债务为 1,573.85 亿元（占 68.85%），长期债务 712.22 亿元（占 31.15%），公司整体债务规模较高，仍以短期债务为主。

债务比率方面，2015~2017 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均呈波动下降态势。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 77.69%、77.81%和 75.39%，负债水平虽小幅下降，但考虑到下降的主要原因是公司将发行的永续中票及公司债券列入权益，考虑偿付的可

能性，实际的资产负债率仍然维持较高水平；2015~2017 年，全部债务资本化比率分别为 73.79%、74.14%和 71.30%，若将永续中票和永续公司债券划入债务，公司全部债务资本化比率分别为 75.25%、75.52%和 72.80%；2015~2017 年，长期债务资本化比率分别为 39.27%、43.18%和 39.05%，若将永续中票和永续公司债券划入债务，则长期债务资本化比率将上升至 46.56%、49.45%和 45.47%。总体看，公司债务负担重，其中短期债务比重高，公司面临一定偿付压力。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 2,669.93 亿元，较上年底增长 2.05%，其中流动负债占 77.36%，非流动负债占 22.64%，仍主要由流动负债构成；资产负债率为 75.49%，较上年底变动不大。

总体看，公司负债以流动负债为主；公司债务负担重，且以短期债务为主，债务结构有待改善。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 7.78%，主要系其他权益工具有所增加所致；截至 2017 年底，公司所有者权益合计 853.98 亿元，较年初增长 13.02%。其中，归属于母公司所有者权益为 618.56 亿元，占 72.43%；归属于母公司所有者权益中，股本占 8.73%、资本公积占 9.71%、其他权益工具占 26.50%、其他综合收益占-0.16%、专项储备占 0.07%、盈余公积占 2.32%、未分配利润占 52.83%；其中，其他权益工具为公司发行的永续中票“14 中建材 MTN1”、“15 中建材 MTN1”、“16 中建材 MTN4”、“17 建材 Y1”和“17 建材 Y2”。公司归属于母公司所有者权益以未分配利润为主，稳定性较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 867.62 亿元，较年初增长 1.60%。公司所有者权益中归属于母公司的权益占 72.35%，归属于母公司的所有者权益结构较上年底变动不大。

总体看，公司所有者权益中归属于母公司所有者的权益占比高，其中归属于母公司所有者权益以未分配利润为主，公司所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 12.86%。2017 年，公司实现营业收入 1,300.63 亿元，同比增长 25.92%，主要系供给侧改革下公司产品价格上升带动销售收入大幅增加所致。2015~2017 年，公司营业利润逐年大幅增长，分别为-2.53 亿元、18.10 亿元和 97.13 亿元，主要系随着水泥景气度的提升，公司毛利率和盈利水平大幅提升所致。2015~2017 年，公司净利润分别为 27.93 亿元、28.10 亿元和 63.40 亿元，年均复合增长 50.67%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用波动增长，分别为 257.21 亿元、244.47 亿元和 265.77 亿元，年均复合增长 1.65%。2015~2017 年，公司销售费用呈逐年增长趋势，分别为 71.10 亿元、72.40 亿元和 81.60 亿元，年均复合增长 7.13%，主要系公司营业销售额增长，销售费用支出相应增加。2015~2017 年，公司管理费用呈波动增长趋势，分别为 78.13 亿元、75.32 亿元和 82.22 亿元，年均复合增长 2.59%。2015~2017 年，公司财务费用呈波动下降趋势，分别为 107.98 亿元、96.75 亿元和 101.95 亿元，年均复合下降 2.83%，其中 2016 年财务费用同比减少 10.40%，主要系 2016 年市场利率走低所致。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 25.19%、23.67%和 20.43%，呈逐年下降趋势，公司费用控制能力有待提高。

2015~2017 年，公司资产减值损失持续增长，分别为 9.33 亿元、13.89 亿元和 15.74 亿元，年均复合增长 29.90%，主要系公司基于稳健性原则，部分板块计提了较多坏账准备所致。投资收益方面，2015~2017 年，公司投资收益分别为 5.65 亿元、11.18 亿元和 11.09 亿元，年均复合增长 40.03%，主要系水泥业务的联营公司利润上升以及玻璃纤维及复合材料业务的联营公司利润上升所致。2017 年，公司资产减值损失和投资收益分别占公司营业利润的 16.20%和 11.41%，对公司营业利润影响较大。2017 年，受会计政策影响，公司其他收益 12.93 亿元，占当期营业利润的 13.31%，对公司营业利润

影响较大。2015~2017 年，公司营业外收入分别为 48.49 亿元、27.39 亿元和 9.04 亿元，2017 年下降明显主要系科目调整所致；2017 年，公司营业外收入在公司利润总额中占 9.45%，占比大幅下降，但仍对公司利润总额有一定影响。

从盈利指标来看，受水泥景气度波动，2015~2017 年，公司总资产收益率分别为 5.04%、4.46% 和 5.55%，公司总资产报酬率分别为 4.70%、4.18% 和 5.70%，净资产收益率分别为 3.98%、3.77% 和 7.88%，整体看，公司近三年盈利能力波动上升。从同行业比较情况看，公司盈利指标属于中等水平（如下表所示）。

表13 2017年水泥行业盈利指标比较（单位：%）

证券代码	简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
600585.SH	海螺水泥	35.09	19.10	18.36
000401.SZ	冀东水泥	29.83	1.10	3.71
0743.HK	亚洲水泥（中国）	24.44	6.25	7.80
3323.HK	中国建材	28.54	6.70	5.61

资料来源：Wind，联合评级整理。

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入、营业利润、净利润分别为 260.33 亿元、19.91 亿元和 13.46 亿元，分别较上年同期增长 24.75%、599.39% 和 372.26%，主要系水泥等建材价格回升，以及长期股权投资收益增加所致。

总体看，水泥市场景气度和水泥价格波动对公司盈利能力影响大，公司获得政府补助款较多，对公司的利润贡献较大；公司较高的期间费用对公司利润总额侵蚀大，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 1,184.84 亿元、1,195.84 亿元和 1,458.52 亿元，年均复合增长 10.95%，主要系公司营业收入增加所致；公司经营活动现金流出分别为 1,101.81 亿元、1,041.93 亿元和 1,235.82 亿元，年均复合增长 5.91%，主要系采购支出波动增加所致。2015~2017 年，经营活动产生的现金流量净额分别为 83.03 亿元、153.92 亿元和 222.70 亿元，年均复合增长 63.78%。从收入实现情况来看，近三年公司现金收入比分别为 112.60%、111.57% 和 108.52%，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入持续增长，分别为 30.65 亿元、71.37 亿元和 125.73 亿元，年均复合增长 102.55%，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分别为 157.78 亿元、194.98 亿元和 224.77 亿元，年均复合增长 19.36%，主要系公司为购建无形资产和其他长期资产现金支出增长所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为-127.13 亿元、-123.61 亿元和-99.04 亿元，均为净流出状态，但净流出规模有所下降。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流入呈逐年下降趋势，分别为 2,447.30 亿元、2,077.16 亿元和 1,997.44 亿元，年均复合下降 9.66%，主要系借款规模减少所致；公司筹资活动产生的现金流出分别为 2,395.14 亿元、2,113.69 亿元和 2,139.55 亿元，年均复合下降 5.49%，主要系偿还对外债务融资规模波动减少所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 52.16 亿元、-36.53 亿元和-142.11 亿元，2016 年筹资活动现金流量净额由净流入转为净流出，2017 年净流出规模扩大。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 28.97 亿元，仍保持净流入状态；投资活动现金

流量净额为-8.38 亿元；筹资活动现金流量净额为 38.57 亿元。

总体看，受公司销售规模增长影响，公司经营现金流净额持续增长，公司收入实现质量较好；公司为扩大经营活动，加大投资规模，公司投资现金流净额持续净流出；随着存量债务陆续进入还款期，公司面临一定的支付压力，公司对外筹资需求依然较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 0.58 倍、0.62 倍和 0.62 倍，流动比率基本保持稳定；公司速动比率分别为 0.51 倍、0.55 倍和 0.54 倍。近三年，公司现金短期债务比分别为 0.16 倍、0.20 倍和 0.22 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力一般。公司经营性现金流流动负债比率分别为 4.07%、7.59%和 10.96%，公司经营活动现金流对流动负债的覆盖能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 年均复合增长 10.45%，呈波动增长趋势，主要系利润总额波动所致。2017 年，公司 EBITDA 为 279.34 亿元，其中，利润总额占 34.23%、计入财务费用的利息支出占 35.92%、摊销占 4.90%、折旧占 24.94%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.00 倍、2.23 倍和 2.74 倍，呈逐年上升趋势，整体水平尚可；EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.10 倍和 0.13 倍，呈波动上升趋势，公司 EBITDA 对利息保障能力尚可，对债务本金保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力有待提高。

截至 2018 年 3 月底，公司获得授信额度 2,266.03 亿元，已使用授信额度 1,422.44 亿元，未使用授信额度 843.59 亿元；公司间接融资渠道畅通。作为 H 股上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码 G10110108017787004），截至 2018 年 3 月 21 日，公司已结清和未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息。

截至 2018 年 3 月底，公司重大未决诉讼如下：（1）自 2009 年起，美国多家房屋业主、房屋建筑公司等针对包括北新建材（集团）有限公司（以下简称“北新建材”）、泰山石膏股份有限公司（以下简称“泰山石膏”）在内的至少数十家中国石膏板生产商在内的多家企业提起多起诉讼，以石膏板存在质量问题为由，要求赔偿其宣称因石膏板质量问题产生的各种损失。由于北新建材和泰山石膏在诉讼中持续的积极抗辩，原告指导委员会已向法院递交文书将其集团维修索赔金额降至约 3.5 亿美元。而美国路易斯安那州东区联邦地区法院于美国时间 2016 年 3 月 9 日签发了一项判令，驳回了原告方针对中国建材集团的起诉。2017 年 6 月，北新建材、泰山石膏已各自与其中一宗石膏板诉讼案的原告 Lennar 达成了和解。2017 年 7 月，北新建材和泰山石膏分别向 Lennar 支付了全部和解费用，Lennar 针对北新建材和泰山石膏的案件已经终结。北新建材和泰山石膏已经聘请境内外律师就该案件的应诉策略以及对北新建材和泰山石膏的影响进行研究和评估，目前尚无法准确预估该案件可能对北新建材和泰山石膏造成的经济损失以及对当期利润的影响。由于公司及其子公司的主要资产及主要商业活动均在中国国内，且中国和美国间不存在关于互相承认和执行对方国家法院判决的公约或条约，北新建材和泰山石膏各自的美国和中国律师认为美国法院判决在中国获得执行的可能性很低，因此美国法院的判决不会对公司及其子公司造成重大经济损失，亦不会对其生产经营造成重大不利影响。（2）美国佛罗里达州房屋开发商 Meritage Homes of Florida, Inc.（以下简称“Meritage”）针对北新建材、泰山石膏及泰山石膏全资子公司泰安市泰山纸面石膏板有限公司（以下合称“泰山石膏”）提起诉讼，Meritage 就其宣称的在其建造的房屋中因安装北新建材或泰山生产的石膏板而造成的所谓损害及其他损害提出损害赔偿请求（以下简称“Meritage 案”）。Meritage 案是 MDL 案之外的一个独立案件。综合考虑 Meritage 案的诉讼成本及其对 MDL 案的影响等因素，北新建材、泰山石膏共同与 Meritage 达成了和解。根据北新建材、泰山石膏共同与 Meritage 达成的和解协议，泰山

石膏同意向 Meritage 支付 138 万美元以达成全面和解。前述和解款项应于 2018 年 3 月 30 日前分批次付清。Meritage 在收到全部和解款项后的三个工作日内，将申请撤回其针对北新建材和泰山石膏提出的全部索赔和全部指控。

截至 2018 年 3 月底，公司对合并范围外公司的担保为浙江水泥有限公司对青海碱业有限公司提供的 5,698.14 万元担保。截至 2017 年末，浙江水泥有限公司已代青海碱业有限公司承担了 716.16 万元的担保责任，并就该笔对外担保在其财务报表中计提了 5,683.84 万元的预计负债。整体看，公司对外担保金额较小，或有风险不大。

总体看，公司目前债务负担较重，其中短期债务占比较高，债务结构有待改善；考虑到公司股东背景、经营规模、综合实力、行业地位等因素，公司整体偿债能力仍属极强。

八、本期可续期公司债券偿债能力分析

本期可续期公司债券在公司赎回前长期存续，联合评级通过对相关条款的分析，认为本次债券在清偿顺序和利息支付等方面与其他普通债券相关特征接近，以下指标测算将其视为公司普通有息债务。

1. 本期可续期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年底，公司债务总额为 2,121.07 亿元，本次拟发行可续期公司债规模 30.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较小；本期可续期公司债券基础发行规模为不超过 30 亿元，假设发行规模为 30 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度较小。

以 2017 年底财务数据为基础，假设本次公司债券募集资金净额为 30.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 40.33%、71.58% 和 75.60%，较发债前分别上升 1.28 个百分点、0.29 个百分点和 0.21 个百分点。

若将公司存续的永续中票划入债务，截至 2017 年底，公司债务总额为 2,286.07 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度较小。以 2017 年底财务数据为基础，假设本期公司债券募集资金净额为 30.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 46.50%、72.75 和 75.68%，债务负担略有加重。考虑到部分资金将用于偿还债务，相关指标可能低于上述预测值。

2. 本期可续期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 279.34 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 9.31 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。公司 2017 年经营活动产生的现金流入 1,458.52 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 48.62 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度高。公司 2017 年经营活动产生的现金流量净额 222.70 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 7.42 倍，对本期债券覆盖程度高。

随着资源整合、精细管理和节能降耗，以及新业务开拓有效推进，公司经营规模、盈利水平将有望获得提高，公司对本次债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、技术水平、盈利能力等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

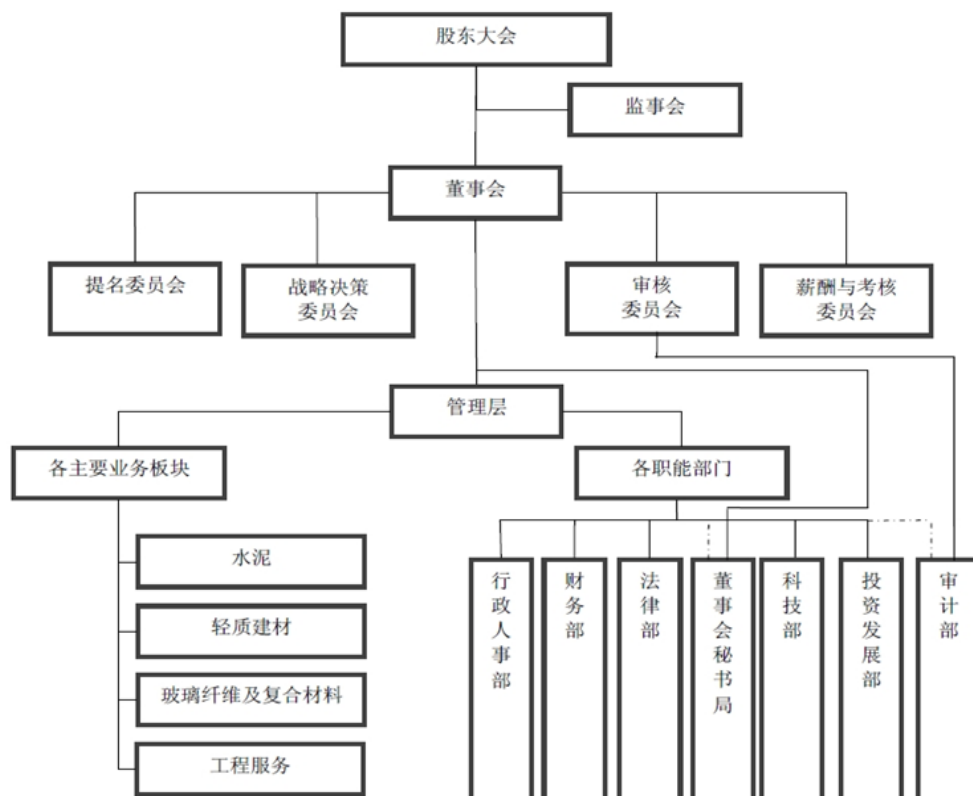
九、综合评价

公司作为中国最大的建材生产企业，其水泥产品、商品混凝土和石膏板产能均居世界首位；风机叶片产能全国领先；玻璃纤维产能及玻璃和水泥工程服务规模世界领先，各主要业务板块经营规模大。同时，公司是中国最大的玻璃和水泥工程服务提供商，行业地位突出，市场竞争优势显著。伴随业务规模扩大，公司近年来资产规模及所有者权益持续增长。联合评级同时也关注到在国内宏观经济下行背景下，水泥行业产能过剩、竞争激烈，以及公司债务负担较重、债务结构不尽合理等因素对公司信用状况带来的不利影响。

公司水泥产能布局已基本完成，未来投资将有所放缓，随着公司深度管理整合、风险防控加强、各版块转型升级，以及科技创新和产品创新的加强，公司有望保持稳健经营。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可续期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 中国建材股份有限公司组织机构图



注 1：董事会秘书局系董事会日常办事机构。

注 2：审计部受董事会下设审核委员会的监督和指导。

附件 2 中国建材股份有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额（亿元）	3,294.44	3,405.85	3,470.24	3,537.55
所有者权益（亿元）	735.11	755.63	853.98	867.62
短期债务（亿元）	1,594.60	1,592.45	1,573.85	--
长期债务（亿元）	475.45	574.22	547.22	--
全部债务（亿元）	2,070.05	2,166.66	2,121.07	--
营业收入（亿元）	1,021.18	1,032.93	1,300.63	260.33
净利润（亿元）	27.93	28.10	63.40	13.46
EBITDA（亿元）	228.98	221.99	279.34	--
经营性净现金流（亿元）	83.03	153.92	222.70	28.97
应收账款周转次数(次)	2.76	2.59	3.13	--
存货周转次数（次）	4.73	4.92	5.83	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.31	0.38	--
现金收入比率（%）	112.60	111.57	108.52	101.75
总资本收益率（%）	5.04	4.46	5.55	--
总资产报酬率（%）	4.70	4.18	5.70	--
净资产收益率（%）	3.98	3.77	7.88	--
营业利润率（%）	24.87	25.75	27.28	27.80
费用收入比（%）	25.19	23.67	20.43	22.15
资产负债率（%）	77.69	77.81	75.39	75.47
全部债务资本化比率（%）	73.79	74.14	71.30	--
长期债务资本化比率（%）	39.27	43.18	39.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	2.23	2.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.10	0.13	--
流动比率（倍）	0.58	0.62	0.62	0.67
速动比率（倍）	0.51	0.55	0.54	0.58
现金短期债务比（倍）	0.16	0.20	0.22	0.29
经营现金流动负债比率（%）	4.07	7.59	10.96	1.40
EBITDA/本期发债额度（倍）	7.63	7.40	9.31	--

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、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标予以简化。4、其他流动负债中的短期融资债券及私募债已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；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 2015 年、2016 年财务数据分别为 2016 年、2017 年审计报告期初数。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 拆入资金

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国建材股份有限公司 公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（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评级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如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国建材股份有限公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的可续期债券下设特殊条款，如发现中国建材股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国建材股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国建材股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（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。

