

信用等级公告

联合〔2019〕302号

北新建材集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北新建材集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

北新建材集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

北新建材集团有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（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：李 日

二〇一九年七月一日

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>

北新建材集团有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（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：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 12 亿元（含）

债券期限：品种一为 5 年期，附第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为 5 年期。

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：中国建材集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证

评级时间：2019 年 7 月 1 日

主要财务数据

发行人-北新建材集团有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	141.26	151.24	168.20	176.64
所有者权益（亿元）	108.38	121.08	136.28	140.07
长期债务（亿元）	7.00	7.00	7.00	7.00
全部债务（亿元）	22.68	19.72	21.93	28.33
营业收入（亿元）	70.81	78.42	100.45	31.15
净利润（亿元）	3.50	10.18	15.16	1.77
EBITDA（亿元）	4.71	11.45	16.60	--
经营性净现金流（亿元）	0.99	-0.48	0.82	-0.67
营业利润率（%）	2.12	2.14	2.17	1.76
净资产收益率（%）	3.26	8.87	11.78	1.28
资产负债率（%）	23.28	19.94	18.98	20.71
全部债务资本化比率（%）	17.31	14.00	13.86	16.82
流动比率（倍）	0.68	0.72	0.79	0.77
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.58	0.76	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.22	12.61	16.17	--
EBITDA/ 本次发债额度（倍）	0.39	0.95	1.38	--

担保方-中国建材集团有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	5,644.90	5,915.95	5,808.95
所有者权益（亿元）	1,426.87	1,563.89	1,643.92
营业收入（亿元）	2,613.01	3,021.18	3,480.02
净利润（亿元）	50.04	100.24	135.40
资产负债率（%）	74.72	73.56	71.70

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2019 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3、中国建材集团其他流动负债中的短期应付债券已计入短期债务，长期应付款已计入长期债务，并进行相关指标的计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北新建材集团有限公司（以下简称“公司”或“北新集团”）的评级反映了公司作为中国建材集团有限公司（以下简称“中国建材集团”）“新型房屋”产业的主要经营主体，具有资产质量高、债务负担轻、长期股权投资收益规模大、股东实力雄厚等优势。公司重要联营企业中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）产销规模大、行业地位高、盈利能力强。同时，联合评级关注到公司贸易业务毛利率较低、新型房屋国内市场接受度不高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着新型房屋在国内市场接受度的提升以及公司房屋板块业务的开拓，公司的竞争实力有望增强。同时，2018 年 5 月，中国建材与中国中材股份有限公司合并后，中国建材全球竞争力进一步增强，未来公司投资收益有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由中国建材集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中国建材集团作为全国最大的综合性建材产业集团，在水泥、玻璃纤维和复合材料方面均具有显著竞争优势，运营状况佳，收入规模和经营活动现金流净额规模大。中国建材集团所提供的担保能够显著提升本期债券的信用水平。

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

优势

1. 公司为中国建材集团“三新战略”中“新型房屋”业务的主要经营主体，股东对其支持力度较大，目前已完成新型房屋产业布局，该板块有望成为公司未来收入增长点。

2. 公司贸易业务稳定发展，为国内规模较大的综合性木材进口商，SPF 进口量全国领先，具有一定市场影响力，木材贸易具有一定优势地位。

3. 公司重要联营企业中国建材在水泥、复合材料等建材行业处于国内龙头地位，具有较强规模优势，盈利规模大。同时公司为中国建材最大股东，较大规模的投资收益能有效支撑公司盈利水平。

4. 公司资产质量高，债务负担轻，对全部债务的偿还能力很强。

5. 中国建材集团系中国建材行业百强第一名，资产规模和收入规模大，经营活动现金流情况良好，整体实力很强，其担保能够显著提升本期债券的信用水平。

关注

1. 贸易摩擦、人民币汇率波动以及市场竞争程度进一步加剧等不利因素使公司的贸易板块面临较大经营压力。

2. 目前，推动新型房屋业务国内市场发展面临一定的政策压力，新型房屋对收入贡献增长具有一定不确定性。

3. 公司主营业务毛利率较低，盈利对投资收益的依赖度较高，中国建材经营业绩的稳定性对公司盈利的影响较大。

分析师

周 婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@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：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

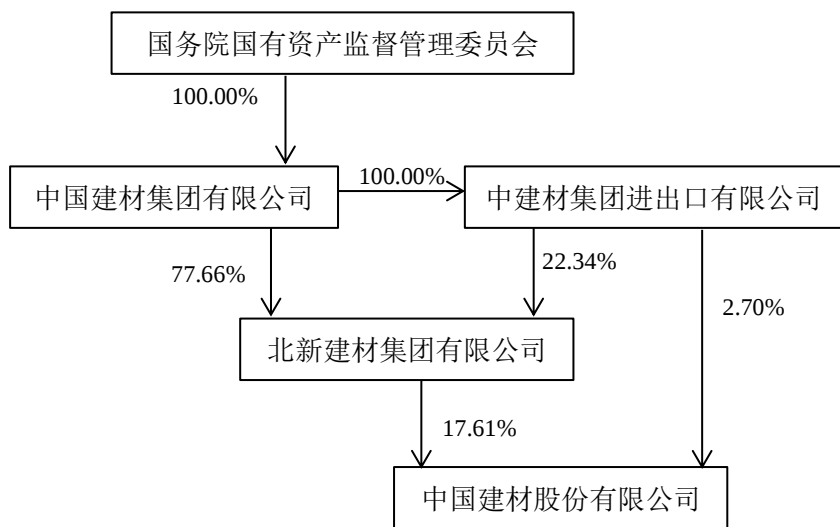
北新建材集团有限公司（以下简称“北新集团”或“公司”）系国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）直属管理的中央企业中国建材集团有限公司（以下简称“中国建材集团”）旗下的骨干企业。公司前身为成立于 1979 年 8 月 29 日的“北京新型建筑材料试验厂”，1985 年又更名为“北京新型建筑材料总厂”。

根据国家建材总局和国家经贸委于 1995 年下发的《关于北京新型建筑材料总厂建立现代企业制度试点<实施方案>的批复》，公司改组为由中国新型建筑材料公司（后更名为中国建材集团）设立的国有独资公司。1996 年 3 月改制完成，改制后公司更名为“北新建材有限公司”，注册资本 18,555 万元，由中国建材集团 100%控股；同年，公司更名为“北新建材（集团）有限公司”。经历次增资，截至 2004 年底，公司注册资本 45,191 万元，仍由中国建材集团 100%控股公司。

2005 年，根据《关于将北新建材（集团）有限公司的 25%股权划入至中建材集团进出口公司的决定》（中建材发[2005]576 号文），中国建材集团将其持有的公司 25%股权无偿划转至中建材集团进出口有限公司（以下简称“中建材进出口”）。2008 年，根据《关于无偿划转北新建材（集团）有限公司 10%股权的决定》（中建材发财务[2008]340 号文），中国建材集团将其持有的公司 10%股权无偿划转至中建材集团进出口公司。2011 年，公司更名为现用名。

后经中国建材集团多次对公司增资，截至 2018 年底公司注册资本变更为 86,049 万元。其中，控股股东中国建材集团直接持股 77.66%，中建材集团进出口持股 22.34%，公司实际控制人为国资委。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：制造新型建筑材料、装饰材料及配套产品、机械设备、金属房屋；销售煤炭；汽车货运；承包与其实力、规模、业绩相适应的国外工程项目；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；房地产开发，销售商品房；新型建筑材料、装饰材料及配套产品、机械设备、金属房屋的技术开发、销售、技术服务；销售金属材料、木材、建筑机械、汽车配件、五金交电化工、矿产品；仓储服务；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。（未经专项审批项目除外）

截至 2018 年底，公司本部下设党委工作部、财务部、企业管理部、投资发展部、技术中心、国

际业务部、物流中心等 10 个职能部门和业务部门；公司合并范围内拥有二级子公司 9 家；本部拥有在职员工 115 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 168.20 亿元，负债合计 31.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 136.28 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 133.00 亿元。2018 年，公司实现营业收入 100.45 亿元，净利润（含少数股东损益）15.16 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 15.10 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额 0.82 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.34 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 176.64 亿元，负债合计 36.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 140.07 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 135.93 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.15 亿元，净利润（含少数股东损益）1.77 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.76 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-0.67 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.38 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 10 层 1001 号；法人代表：宋志平。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“北新建材集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为 5 年期。本期债券设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券品种一和品种二总计发行规模不超过 12 亿元（含 12 亿元）。债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。本期债券票面利率由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。

本期债券由中国建材集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司有息债务及补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务主要为贸易和轻钢结构新型房屋两大产业板块，其中贸易中收入占比较大的主要为金属贸易和木制品业务。公司利润来源主要为对中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）的投资收益，中国建材主要从事水泥生产和销售业务。因此，本报告行业分析将主要围绕对公司营业收入和利润影响较大的贸易、水泥行业、轻钢结构新型房屋展开。

1. 贸易行业

（1）行业概况

进出口贸易方面，自 2010 年开始，我国进出口贸易增速明显放缓，2012 年达到相对低位。进入 2013 年，我国大宗商品进口量增加；同时，美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长，促进外贸发展的积极因素开始增多，对外贸易增速趋稳并略有回升。2016 年以来，随着我国促进外贸回稳向好政策措施效果的逐步显现，贸易进口量三四季度实现正增长。2017 年，世界经济温

和复苏，国内经济稳中向好，推动全年我国外贸进出口持续增长。2017年，我国货物贸易进出口总值27.79万亿元人民币，比2016年增长14.2%，扭转了此前连续两年下降的局面。其中，出口15.33万亿元，增长10.8%；进口12.46万亿元，增长18.7%；贸易顺差2.87万亿元，收窄14.2%。2018年，我国对外贸易总体平稳，稳中有进，进出口规模创历史新高，有望继续保持全球货物贸易第一大国地位。

据海关统计，2018年，我国外贸进出口总值30.51万亿元人民币，比2017年增长9.7%。其中，出口16.42万亿元，增长7.1%；进口14.09万亿元，增长12.9%；贸易顺差2.33万亿元，收窄18.3%。按美元计价，2018年，我国外贸进出口总值4.62万亿美元，增长12.6%；其中，出口2.48万亿美元，增长9.9%；进口2.14万亿美元，增长15.8%；贸易顺差3,517.6亿美元，收窄16.2%。

从贸易方式结构来看，2018年，我国一般贸易进出口17.64万亿元，增长12.5%，占我国进出口总值的57.8%，比2017年提升1.4个百分点，贸易方式结构有所优化。从贸易对象来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口额分别增长7.9%、5.7%和11.2%，三者合计占我国进出口总值的41.2%。同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，增长13.3%，高出全国整体增速3.6个百分点，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力正在持续释放，成为拉动我国外贸发展的新动力。其中，对俄罗斯、沙特阿拉伯和希腊进出口额分别增长24%、23.2%和33%。

国内贸易方面，2011年以来国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局数据显示，2017年，社会消费品零售总额达到36.6万亿元，较上年增长10.2%，连续第14年保持两位数增长。2018年，社会消费品零售总额38.10万亿元，较上年增长9.0%，增速出现回落。按经营单位所在地分，2018年城镇消费品零售额32.56万亿元，较上年增长8.8%；乡村消费品零售额5.54万亿元，增长10.1%。2018年国内贸易主要行业包括批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务、修理和其他服务业，突破10万亿元大关。

总体看，我国对外贸易总体平稳但全球经济依旧处于深度调整之中，中美贸易摩擦导致国际贸易存在一定不确定性，我国对外贸易环境较为复杂；国内贸易增速有所下降，但未来随着中国产业转型和产能优化，国内贸易将不断优化发展。

（2）部分主要贸易品

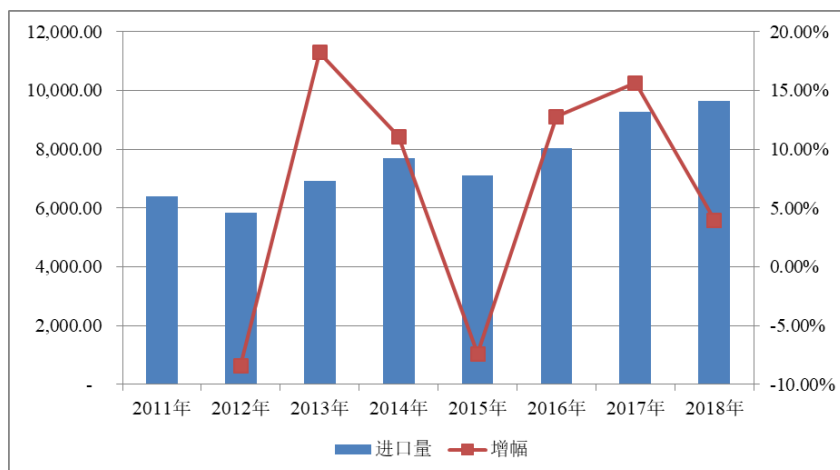
木材

我国是一个林木资源相对匮乏的国家，根据最新森林资源清查结果显示，我国森林面积为15,894.1万公顷，全国森林覆盖率为16.55%，世界排名第120位，比世界平均水平低10.45%；人均森林面积仅为0.128公顷，相当于世界平均水平的21%；人均森林储蓄量9.048立方米，相当于世界人均占有量的12.5%。

从进口来源地看，俄罗斯、新西兰、加拿大、美国、泰国五国占木材进口总量的70.5%，其中俄罗斯木材就占进口总量的31%。从贸易品种来看，针叶材是我国木材进口的主要品种，占进口总量的68%，热带阔叶木材占21%，温带阔叶木材占11%。

我国为了保护生态环境，很多地区降低了砍伐指标，自2013年以来，我国木材产量呈逐年下降趋势，我国木材进口量波动上涨。截至2017年底，我国木材产量已下降至7,156.8万平方米。在木材产量下滑背景下，我国木材需求主要依赖于进口。为了鼓励木材进口，从1998年起，我国对各种进口木材实施零关税，并放宽木材进出口权，导致我国木材进口量大幅度增长。2018年我国进口原木量5,974.9万立方米、进口额101.08亿美元，分别增长7.9%和10.7%；进口锯材量3,674万立方米、进口额101.08亿美元，分别下降1.7%和增长0.4%。

图 2 近年来我国木材（原木+锯材）进口量情况（单位：万立方米）



资料来源：Wind

我国木材主要消耗于造纸、人造板、实木地板、实木家具等行业。我国作为全球第二大木材消耗国和第一大木材进口国，近 10 年来我国木材消费总量增长了 173%，目前全国年木材消耗量将超过 6 亿立方米，对外依赖度超过 50%。随着各个行业的快速发展，木材市场需求仍将持续增长。根据测算，到 2020 年，我国的木材需求量可能达到 8 亿立方米，缺口约为 2 亿立方米。2017 年，我国全面停止天然林商业性采伐后，国内商品木材产量每年减少约 4,000 万立方米，未来我国木材进口依赖度将进一步提高。

总体看，我国为了保护生态环境，木材产量呈逐年下降趋势。近年来，我国木材进口量呈增长趋势。我国木材进口依赖度超过 50%，随着我国全面停止天然林商业性采伐，未来我国木材进口依赖度将进一步提高。

电解铜

从全球资源储量来看，根据美国地质调查局数据统计显示，目前，全球已探明铜储量约 7.2 亿吨，从国家分布看，世界铜资源主要集中在智利、澳大利亚、秘鲁、美国、墨西哥、俄罗斯、印度尼西亚、波兰等国，合计资源储量约占全球铜资源储量的 80%以上，其中智利为铜资源储量大国，占比约为 29%；澳大利亚和秘鲁占比分别约为 12%和 11%。我国铜矿资源相对贫乏，铜储量占不到全世界铜储量的 5%，铜矿主要依赖进口。

2017 年，我国精炼铜（电解铜）消费量为 1,180.68 万吨，较上年增长 2.36%，2004 开始，我国铜消费量始终处于全球第一位，消费量占比 50%左右。国内电解铜供需缺口较大，为相关进出口贸易企业提供了较大的发展空间。

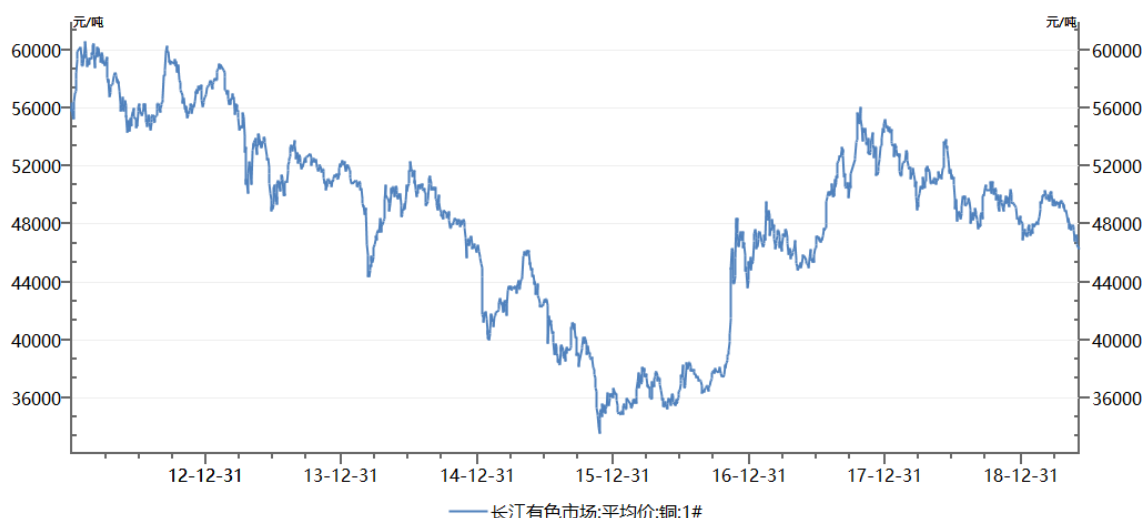
从上游来看，我国是世界第一大铜进口国，我国精炼铜原材料自给率不足 30%，对外依存度较大，除较大规模的铜矿进口，为满足国内精炼铜消费缺口，我国同时对精炼铜直接进口。2008 年金融危机之后，国内基础建设，电网投资都进入高速发展期，从而带动精炼铜消费，精炼铜年产量逐年提高，2016 年，我国精炼铜产量同比上升 5.93%至 843 万吨；2017 年，受供给侧改革和环保政策影响，我国精炼铜产量 769 万吨，同比有所下滑；2018 年，受下游需求回暖影响，我国精炼铜产量 874 万吨，同比增长超过 10%。进口方面，2017 年，我国精炼铜进口量 324.38 万吨，同比下滑 10.62%，主要系 2016 年 11 月后铜价格上涨影响所致。

从下游来看，2013~2018 年，我国精炼铜消费量逐年增长，但增速放缓。铜下游消费行业主要包括电力、空调制冷、交通运输、建筑（房地产）和电子等行业，其中电力行业消费约占中国电解

铜消费的 50%，系中国最主要的电解铜消费领域；空调制冷消费约占 15.0%，交通运输消费约占 10.0%，建筑（房地产）消费约占 9.0%，电子行业消费约占 7.5%。近年来，受宏观经济增速放缓影响，铜下游行业增速整体呈下降趋势。

价格方面，2014 年以来，由于下游市场需求减弱，铜行业整体价格趋弱，并在 2015 年 11 月跌落至近 5 年的最低点，铜价跌破 34,000 元/吨。2016 年以来，受下游行业需求回暖及政治因素影响，国内铜价逐步呈现出震荡上扬的走势，铜价由 2016 年初的 36,250 元/吨大幅增长至 2017 年底的 55,250 元/吨。2018 年，铜价波动下行，其中 2018 年三季度铜价受市场资金紧张及市场消费与预期不对称影响，铜价持续走低。但长期来看，中国城市化进程和工业化进程的持续进行，仍将对有色金属产品的中长期需求产生积极影响。

图 3 近年来长江有色市场铜平均价



资料来源：Wind

总体看，我国铜消费需求较大但铜矿资源较贫乏，铜主要依赖进口。我国电解铜原材料自给率较低，下游行业需求逐年稳定增长，但增速放缓。我国铜价近几年来整体波动较大。2016 年以来，受下游行业需求回暖及政治因素影响铜价有所上升，未来铜价走势存在一定不确定性。

（3）行业关注

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显著提高，消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入，但对外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。

外部贸易环境日趋复杂

根据世界贸易组织统计，中国已连续 21 年成为反倾销调查最多的国家，连续 10 年成为遭遇反补贴调查最多的国家。2017 年，中国继续成为全球遭遇反倾销和反补贴调查最多的国家，共有 21

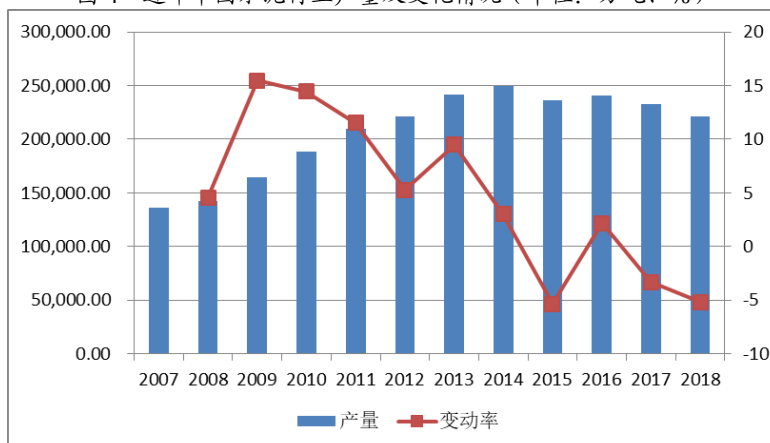
个经济体对华启动 75 起贸易救济调查，涉案金额 110 亿美元，遭遇美国发起 337 调查 24 起，涉案金额超过 25 亿美元，影响我钢铁、铝、光伏、轮胎、家电、化肥等诸多出口产品。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延，中美贸易摩擦导致国际贸易存在一定不确定性。

2. 水泥行业

(1) 行业概况

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。2015~2017 年，全国固定资产投资增速分别降至 10.0%、8.1%和 7.2%。2017 年以来，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，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%。2018 年水泥产量为 21.8 亿吨，同比下降 5.87%；水泥价格延续 2017 年以来的上涨态势，并在第四季度创下新高，水泥行业利润超过 1,500 亿元，达到历史高位。

图 4 近年中国水泥行业产量及变化情况（单位：万吨、%）



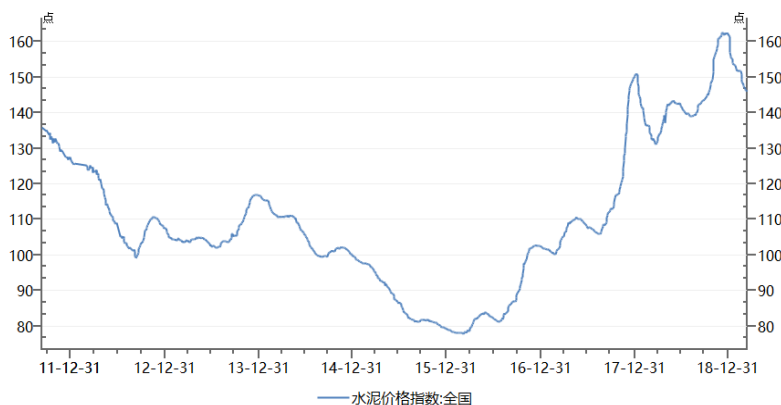
资料来源：Wind

产能利用率方面，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。2018 年以来，行业错峰生产延续常态化，阶段性减少产品供给；生态环境保护进一步强化，矿山综合治理逐步收紧，中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用，部分落后产能淘汰出市场，总体供给收缩。

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。2017 年以来，水泥价格呈快速上涨态势，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，环保加强，错峰生产，供给压缩明显。其次，煤炭价格维持高位运行，2018 年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。2018 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，产能发挥率不足，长时间停产导致水泥供给减少，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。截至 2018 年底，全国水泥价格指数为 162.27 点，较 2017 年底的 149.90 点上涨 8.25%。2019 年一季度为水泥行情淡季，价格较去年四季度明显回落，但较 2018 年同期相比，水泥价格同比上涨 8.98%，水泥价格仍处于高位。

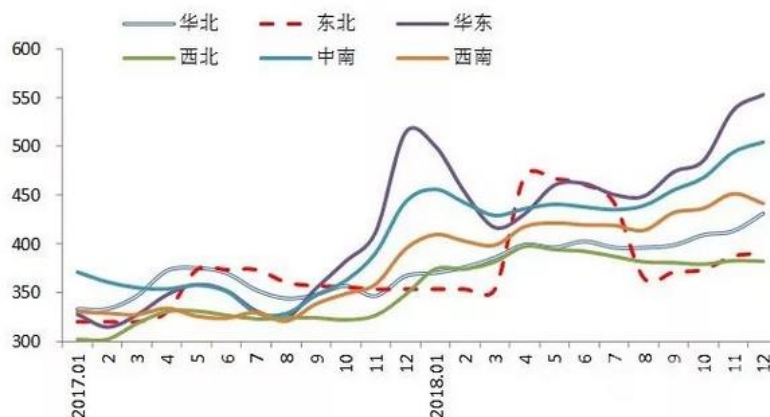
图 5 近年来全国水泥价格指数



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。具体看，华东地区水泥价格无论是价位还是涨幅在全国各大区域中均居前位，2018年均价472元/吨，比2017年增长30%，12月份更是达到了历史最高位的553元/吨，局部地区甚至突破600元/吨。其次是中南地区，2018年均价453元/吨，比2017年增长25%，12月份也达到了历史高位的504元/吨。西南地区水泥2018年均价422元/吨，比2017年增长25%。华北、东北和西北整体价格虽然比2017年也均有所上涨，但绝对价和涨幅均较低，均价普遍低于400元/吨。其中，2018年下半年，受基建投资低迷，加上水泥产能严重过剩拖累，东北、西北地区水泥价格较其他地区偏低，水泥市场延续南强北弱格局。

图6 2017~2018年各地区水泥（P.O42.5 散装）市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：中国水泥协会

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。受益于行业供给侧结构性改革的积极影响，全年水泥行业供需关系持续改善，水泥产能过剩情况有所缓解，产品价格同比涨幅明显，行业盈利水平大幅提升。2019年，水泥行业供需关系将持续改善，但若下游需求不及预期，水泥价格仍存在波动的可能，从而对水泥企业稳定盈利能力造成一定影响。

（2）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。

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。

（3）行业关注

全行业仍产能过剩、产能利用率不高

水泥产能持续释放，同时，由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。近年来，我国严控水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解；但全行业产能利用率仍不高。

安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

水泥产品价格波动影响

近年水泥行业景气度回升，水泥价格上涨并处于历史高位，但未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，从而对水泥企业稳定盈利能力造成一定影响。

（4）未来发展

在化解产能路径方面，预计将“先兼并重组、再去产能”，即在行业集中度提高的前提下实现去产能，因此未来企业兼并重组将持续深化，其中全国性大型水泥企业或区域龙头企业将是行业整合主力，未来自身优势和竞争力随兼并重组有望持续提高，中型水泥企业或出现分化，规模较小、

实力较弱的小型水泥企业将是被整合和淘汰的对象，未来水泥行业市场集中度将进一步提升。

3. 轻质结构房屋

(1) 行业概况

轻钢结构一般是指自身质量较轻、承受外部荷载较小、受力变形较小的一种结构体系，有板式结构、刚性框架结构、框架-板结构等形式。其中，冷弯薄壁型钢是轻钢结构的一种结构形式。采用1mm左右厚的热镀锌钢板，经辊轧成截面C型与U型的轻钢龙骨，在组成墙板、楼板、屋架时形成“工厂化”规模生产，通过自攻螺钉在现场进行快速组装的装配式墙体承重体系，是一种高效节能型绿色结构体系。

较之传统建筑，轻钢结构建筑在节省材料、人力、能源等诸多方面有明显优势；同时，轻钢结构建筑主要采用轻钢龙骨或钢木为其基本搭建结构，墙面采用保温隔热的新型轻质复合建筑材料，轻钢结构建筑在使用方面具有抗震防风、施工快捷、保温隔热、节能环保、隔声降噪等优势，符合可持续发展的战略，具有良好的建筑综合效益性，并且，因轻钢结构住宅预制程度较高，对促进建筑产业化发展具有意义。

从国外发展现状来看，在美国、日本、澳大利亚等发达国家，住宅产业化已经非常普及。上世纪60年代至今，工业化住宅技术在全球经济发达国家和地区得到广泛而深入地发展，已完全成熟。从国内发展现状来看，我国轻钢结构住宅建筑建设企业大部分引进国外的生产与建造技术，自主研发的技术较少，仍处在开发阶段，建筑材料与应用体系之间的研究脱节，轻钢结构住宅建筑在整个房地产行业中使用率还不足1%。目前，大中型企业逐步涉足轻钢结构住宅建筑市场，同时，新型城镇化政策为其发展带来巨大需求。

现今，发展装配式建筑上升为国家战略性重点，关于装配式建筑的政策密集出台且逐渐细化，整体行业形势十分利好。传统建筑给社会、环境和资源带来弊端众多，低碳经济和节能减排政策支持装配式建筑的发展。并且新型城镇化及特色小镇等政策为装配式建筑发展带来较大需求，“走出去”、“一带一路”倡议也将极大促进新型房屋海外市场的发展。总体看，装配式建筑正在迎来强有力的发展机遇。

(2) 行业关注

政策支持力度有待加强，市场氛围尚未完全形成

政策支持力度还有待加强。其中，针对现阶段装配式建筑成本提高问题，虽部分地方出台了有关政策，但与节能减排、绿色建筑评价、污染防治等方面政策结合不够，政策操作性不强，执行效率较低。

目前我国对于淘汰高耗能建筑材料的相关标准多为推荐标准，并未强制执行，对于不符合节能环保要求、有悖循环经济原则、质量性能差的建材难以做到真正强制淘汰，而劣质的陈旧建材价格优势强，让价格相对稍高的绿色环保建材难以大规模进驻主流建筑市场，极度影响装配式建筑的发展，市场氛围尚未完全形成。

行业标准规范体系有待提高，专业队伍紧缺

我国的绿色装配式建筑起步较晚，装配式建筑标准规范体系尚不能满足装配式建筑大规模推进和稳步发展的需要。因我国数模协调尚未强制推行，装配式建筑优势未能充分发挥。目前装配式建筑仍存在重结构设计标准、轻建筑设计标准和部品标准的现象，部品工业化设计标准及相关施工、验收规范等需进一步完善。再者，装配式建筑设计、施工、生产、安装等各环节都存在人才不足的问题，仍需通过具体项目逐步培养和磨练专业人才，尤其是既懂技术和管理、又善经营的复合型人才。

才。

轻钢结构单位造价仍高于传统建筑

目前投入轻钢结构建筑的企业生产规模还比较小，并没有完全实现住宅产业化理想中的大批量生产，工业化大生产的优势目前还无法体现，房屋产品的单位造价仍然高于传统建筑，这是新型房屋产品在国内推广的重大制约因素。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是央企中国建材集团的子公司，实际控制人为国务院国资委。经过多年的发展，公司形成了以国内外建材贸易和新型房屋两大板块业务为主体的业务平台结构。

公司在不断开拓新市场的同时注重技术创新，重点完善自主创新体系建设和增强新产品、新技术的自主研发能力，面向市场进行研发，取得一系列成果。目前，公司拥有有效专利 188 项，其中发明专利 13 项，国际发明专利 1 项，并拥有软件著作权 1 项。另外，子公司北新房屋有限公司（以下简称“北新房屋”）为高新技术企业，自 2017 年 10 月 25 日起，有效期三年。

公司将 OSB 产品从德国引进到中国，开始推广销售，并注册了欧松®商标，经过十多年的推广，公司销售的 OSB 板已具有一定市场知名度。北新欧松®吸音板产品是公司自主研发的创新型产品，拥有完全自主知识产权，目前已获得了多项专利。

目前公司建材贸易板块重心为木材贸易，2018 年公司全年实现木材进口量 329.82 万立方米，SPF¹ 进口量全国领先；公司是国内首家将欧松板引入中国的企业，且欧松板的进口量、销量的市场占有率均在 50% 以上；公司构建起新西兰、澳大利亚、北美地区、俄罗斯的上游采购板块，掌握全球木材采购价格变动趋势，拥有世界上优质上游资源的供货渠道。截至 2018 年底，人造板业务新开发下游客户 346 家，其全国经销商已达 251 家。金属贸易板块作为公司的传统优势领域，与多家上下游企业建立了稳定的合作关系，虽受到宏观经济形势和行业低迷的影响，但仍能够保持一定的规模及渠道优势。

新型房屋板块方面，公司作为最早开展新型房屋业务的企业之一，核心团队具有较好的技术积累，并从日本引进核心技术—冷弯薄壁型钢，在国内轻钢结构新型房屋领域具有一定技术优势；同时，公司基本完成新型房屋在北京、江苏连云港、海南定安、四川成都、黑龙江牡丹江等地的产业布局，为公司新型房屋业务在全国推进奠定了基础。

目前，公司持有中国建材 17.61% 的股权，系中国建材最大的股东。中国建材主要经营水泥、轻质建材、玻璃纤维及复合材料、工程服务等业务，是世界最大的水泥生产商、商品混凝土生产商和石膏板生产商。截至 2018 年底，中国建材合并资产总额 4,361.39 亿元，负债合计 2,998.64 亿元，所有者权益合计 1,362.74 亿元，中国建材吸收合并中材股份后，资产规模大幅提升。2018 年，中国建材实现营业收入 2,231.23 亿元，净利润（含少数股东损益）140.84 亿元，收益于吸收合并中材股份及水泥价格上涨，中国建材营业收入及净利润大幅增长。

总体看，公司在建材贸易和新型房屋领域具有一定的竞争优势，同时，公司持有的核心资产——中国建材经营规模大、市场地位领先，能够为公司提供稳定且较大规模的投资收益。

¹ SPF 是云杉、松木、冷杉的英文缩写，是产自加拿大的主要商用软木材树种组合，具有强度大、易加工、纹理漂亮等特点，是较好的建筑及结构用材。

2. 股东支持

公司控股股东中国建材集团是中国建材行业百强第一名，截至 2018 年底，中国建材集团资产总额 5,808.95 亿元，所有者权益 1,643.92 亿元；2018 年，实现营业总收入 3,480.82 亿元，净利润 135.40 亿元。中国建材集团位列美国《财富》杂志公布的 2018 年世界 500 强企业第 243 位，连续第八年入围世界五百强。近年来，中国建材集团大力推进水泥、玻璃的联合重组、结构调整与节能减排，大力发展“新型建材、新型房屋、新能源材料”产业发展。公司是中国建材集团新型房屋产业发展的承担者。为了更好的促进新型房屋产业发展，根据中国建材集团发展战略，2015 年 12 月，公司受让关联方北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）持有的北新房屋 19.25% 的股权。同时，公司以旗下“新型房屋”业务资产整合后进一步向北新房屋增资，增资后公司持有北新房屋 81% 股权，北新房屋将作为公司后续推进新型房屋业务发展的主要载体。北新房屋是专门从事新型房屋建设业务的公司，曾多次承接中国对外援建业务，在新型房屋建设方面具有丰富的经验。

2017 年 6 月，中国建材集团以货币形式对公司增资 21,868.00 万元，增资后，公司注册资本变更为 86,049 万元。其中，中国建材集团持股 77.66%，中建材集团进出口公司持股 22.34%，公司实际控制人为国资委。

总体看，公司作为中国建材集团“新型房屋”产业发展的承担者，中国建材集团通过促进旗下新型房屋业务板块的整合，从资金和资源方面给予公司大力支持。

3. 人员素质

目前，公司共有董事、监事及高级管理人员 11 人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长宋志平先生，博士学位，同时担任中国建材集团董事长、党委书记和中国建材董事局主席，历任北京新型建材实验厂技术员、推广销售处长；北京新型建筑材料总厂副厂长、厂长；公司总经理、党委书记；北新建材董事长。

公司董事、总经理、党委副书记陶铮先生，硕士学位，历任交通部水运科学研究所项目经理；联想（北京）有限公司采购主管；北新物流有限公司总裁助理、五金工具事业部总经理、综合管理部总经理；北新建材总经理助理、采购部总经理；北新建材董事会秘书；中国玻纤股份有限公司副总经理、董事会秘书。同时担任中国建材董事，北新国际木业有限公司（以下简称“北新国际木业”）董事长，北新房屋董事长，北新集团新加坡有限公司（以下简称“北新新加坡公司”）董事会主席，北新集团国际贸易有限公司执行董事。

截至 2018 年底，公司本部职工总数 129 人。从学历构成看，中专及以下占 13.95%，大专占 13.95%，本科及以上学历占 72.09%；从业务构成看，管理人员占 79.84%，研发与技术人员占 5.43%，销售人员占 13.95%；从年龄分布看，30 岁及以下占 28.68%，30~50 岁占 50.39%，50 岁及以上占 20.93%。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业从业经验，人员素质及年龄结构满足公司生产经营所需。

五、管理分析

1. 治理结构

公司设立股东会，是公司最高的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划等重大决策，审议批准公司的年度财务预决算方案等职能。股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。

公司设立董事会，董事会对股东会负责，执行股东会的决议；董事会成员为 5 人，由股东会选举产生，任期 3 年，可连选连任；董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事长和副董事长由董事会选举产生。董事会的职责包括：召集股东大会并向大会报告工作，执行股东大会决议；审定公司的经营计划和投资方案；制定公司的基本管理制度等。

公司设立监事会，监事有权对董事、高级管理人员的行为进行监督；监事会成员 3 人，其中职工代表监事 1 名，由职工代表大会选举产生，股东代表监事 2 名，由股东委派。监事任期每届 3 年，可连选连任。

目前，公司高层管理团队 6 人，公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，主持公司日常生产经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构符合法规要求，运作规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

为了规范公司财务管理行为，明确职责分工，加强内部控制，防范财务风险，公司遵循集约化、精益化、规范化、信息化和标准化原则，已建立一整套保证公司顺利、稳步发展的组织机构和规章制度。

在资金管理方面，公司执行严格的资金审批程序，各类款项支付均需履行相应的审批程序，严格控制银行账户的开立和撤销，严格控制外部融资权限。公司建立月度资金收支计划制度，统筹协调公司资金使用，提高资金的运营效率。

在预算管理方面，公司按照“上下结合、分级编制、逐级汇总”的程序，组织实施企业财务预算编制工作并上报中国建材集团。根据中国建材集团批复的财务预算报告，公司将各项预算指标分解下达各预算执行单位，并由预算执行单位将下达的年度预算指标细化为季度、月度指标，严格执行各期预算指标。同时，公司通过下达预算目标责任书，以及严格季度和年度考核等方式，充分发挥预算管理在公司组织和协调生产经营活动，完成既定的经营目标中的积极作用。

在融资管理方面，公司每年根据全面预算，制定年度《年度筹融资工作总结及筹融资计划》。中国建材集团批复后，公司根据各业务部门的资金收支计划，综合公司整体负债水平、负债结构、融资成本等因素，确定具体的融资方式、金额和期限等要素。

在对外担保方面，公司制定了《担保管理办法》等管理制度，明确了担保业务申请、审批、执行等环节的控制要求，对担保业务进行严格控制。原则上公司除下属子公司因经营需要发生的授信担保业务，不对外提供担保。所有担保业务由财务部在中国建材集团向各全资子公司分配的年度最高担保额度的限额内集中管理。

在子公司管理方面，公司通过战略制定、高层人事任免、经营目标制定等多种手段对子公司进行管理，同时，为了激励子公司充分发挥自主权，公司给予子公司日常经营事务的充分自主权，并结合财务、审计、投资等一系列专项制度对子公司重大事务进行管理。

总体看，公司内部管理制度健全，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务以木材、金属等大宗建材贸易为基础，同时大力发展新型房屋产业。目前公司收入主要来自于建材贸易业务，贸易种类以金属和木材为主。2016~2018 年，公司营业收入分别为 70.81

亿元、78.42 亿元和 100.45 亿元，年均复合增长 19.10%。得益于较大规模的投资收益和营业外收入，公司近三年净利润分别为 3.50 亿元、10.18 亿元和 15.16 亿元，年均复合增长 108.26%。

营业收入及构成方面，公司主营业务收入主要来自建材贸易业务，收入占比超过 95%。2016~2018 年，公司建材贸易收入逐年增长。其中，2017 年，公司适时调整战略及子公司北新新加坡公司开展国际金属业务，公司国际贸易收入明显增长，带动建材贸易收入增长 10.07%至 75.85 亿元。2018 年，公司加大国内有色金属市场开拓力度，带动建材贸易收入增长 28.48%至 97.45 亿元。根据公司发展战略，新型房屋为公司未来发展重点，近年来，新型房屋营业收入逐年增长，主要系随着新型房屋板块重组整合，公司加大投入力度，销售收入增加所致；新型房屋营业收入占比逐年提升，但占比仍较低。其他业务主要为销售材料、出租固定资产、房租、劳务输出等，其占公司营业收入比重小，对公司营业收入和利润贡献很低。

表 1 近年公司营业收入与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建材贸易	68.91	97.32	1.69	75.85	96.73	1.59	97.45	97.01	1.95
新型房屋	1.69	2.38	25.04	2.05	2.61	23.93	2.47	2.45	12.66
其它	0.21	0.30	-1.77	0.52	0.66	22.37	0.54	0.53	20.92
合计	70.81	100.00	2.24	78.42	100.00	2.31	100.45	100.00	2.31

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016~2018 年，公司建材贸易业务毛利率分别为 1.69%、1.59%和 1.95%，波动提升。2018 年，公司通过调整业务结构，压缩低效业务，建材贸易毛利率同比提升 0.36 个百分点。新型房屋板块方面，2016~2017 年新型房屋毛利率分别为 25.04%和 23.93%，保持稳定，主要公司对新型房屋板块进行资源重组整合所致。2018 年，新型房屋毛利率下降 11.27 个百分点至 12.66%，主要系毛利率较高的国外业务占比下降及市场竞争激烈所致。受上述因素综合影响，公司综合毛利率分别为 2.24%、2.31%和 2.31%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.15 亿元，同比增长 29.87%，主要系公司加大国内贸易规模所致。实现净利润 1.77 亿元，同比减少 18.04%，主要系随着业务规模扩大，管理费用和财务费用增加所致。综合毛利率为 1.87%。

总体看，近三年，公司营业收入逐年增长，但收入以毛利率较低的建材贸易为主，主营业务盈利水平不高。公司加大对新型房屋业务的投入力度，销售收入有所增长，但该板块对公司营业收入和利润贡献仍然较低。

2. 建材贸易板块

公司建材贸易板块主要由北新建材集团有限公司本部、北新集团厦门国际贸易公司、北新国际木业、北新建材集团南宫金属有限公司、北新集团坦桑尼亚有限公司（以下简称“北新坦桑公司”）运营。2012 年开始，公司推行“两材一新”的战略，着重推动钢材、木材贸易，2013 年以来，受产能过剩和需求下滑影响，我国钢铁行业持续低迷，公司通过调整结构和模式、缩减业务规模、压库存、清应收等方式，严防经营风险。目前，国内贸易以金属贸易为主；国际贸易方面以木材贸易为主，金属贸易占有一定比例，其它产品贸易规模很小。伴随金属贸易规模的减少，国内贸易占比波动下降，2018 年公司建材贸易业务中国内贸易占比 56.60%，国内、国际贸易占比基本持平。

(1) 国内贸易

公司国内贸易以有色金属为主，有色金属包括电解铜、锌锭、铬矿和铜精矿等。公司为控制金属贸易价格波动风险，根据供应商报价同时向客户公开报价，依据客户的需求确定提货量，尽量降低库存。有色金属贸易存在毛利率低、价格变化频繁等特点，公司多为现货交易，基本无库存，通常先拿到订单后，锁定价差再进行采购。

2016~2018 年，国内贸易收入波动增长，分别为 44.33 亿元、34.51 亿元和 55.16 亿元，2018 年有较大增长，公司对有色业务团队进行组织调整，加强市场开拓力度，带动金属贸易收入大幅增长。公司国内贸易主要以金属贸易为主，占比分别为 76.13%、75.86%和 85.78%。由于浆纸价格波动较大，为控制价格波动风险，公司 2015 年主动缩减浆纸贸易规模，2017 年完全退出。公司主动退出浆纸贸易等低效高风险业务，严控经营风险。

从国内贸易毛利率看，公司木材毛利率波动上升，2017 年，公司木材毛利率降至 0.16%，主要系市场价格竞争激烈，同时公司为避免价格波动风险，采用快进快出经营策略所致，木材贸易盈利微弱。2018 年，随着市场行情好转，木材毛利率提升至 2.88%。受市场竞争激烈影响，公司金属贸易毛利率维持很低水平，2016 年金属贸易出现微幅亏损。2018 年，其他业务中毛利率较高的 FK 装配式建筑成套技术体系技术收入增加，带动公司国内贸易的其他业务毛利率达到 44.33%。

表 2 近年公司国内贸易板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
木材	7.94	17.91	0.90	5.44	15.78	0.16	4.84	8.78	2.88
金属	33.75	76.13	-0.04	26.18	75.86	0.38	47.31	85.78	0.41
矿产品	1.86	4.20	1.56	2.79	8.08	1.86	2.85	5.16	1.62
浆纸	0.03	0.07	0.12	--	--	--	--	--	--
其他	0.75	1.69	15.41	0.10	0.29	-10.60	0.16	0.28	44.33
合计	44.33	100	0.45	34.51	100.00	0.43	55.16	100.00	0.81

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司与华北地区大型钢厂以及大型有色金属冶炼生产及有色金属贸易企业建立了稳定的战略合作关系，保障了货源供应。公司依托与中建五局、中建一局、北京建工等大型国有建设单位的良好合作关系，积极参与工地钢材的投标，大力发展直供工地钢材业务。目前，市场区域遍布华北、华南等地区。公司选择优质的供应商供货，采取货到付款的模式进行采购，规避采购环节资金风险；同时对于实力雄厚、信誉良好的大型国有企业下游客户，一般给予 40~60 天账期，通过国内信用证、银行承兑汇票和电汇方式结算。近年来，公司国内贸易前五大供应商占国内贸易总采购额比例一般，风险集中度一般。

公司目前下游客户主要为知名大中型矿业经营、钢铁冶炼、有色冶炼企业集团以及贸易企业，同样建立了较为稳固的合作关系，以北京、天津、河北为核心，业务遍布华北、西北、东北、华南等地区。

总体看，近几年，公司国内贸易收入波动增长，毛利率波动提高；公司与上下游企业均已建立较稳定合作关系，受客户订单需求变化，公司灵活选取供应商；国内贸易盈利持续处于较低水平。

(2) 国际贸易

公司国际贸易主要系木材进口业务以及金属、矿产品等出口业务。金属、矿产品出口主要由公司根据市场判断、长期合作客户需求、公司垫资能力等多种因素的综合考虑确定贸易量；木材贸易

采取自营及委托进口相结合的方式，其中自营规模较小，主要为委托进口贸易。

公司金属贸易以国内市场为主，同时不断拓展国际市场。2016~2018 年，国际贸易收入逐年增长，分别为 24.58 亿元、41.35 亿元和 42.29 亿元。2015 年，公司新设子公司北新新加坡公司，受限于成立时间较短及业务流程不完善，北新新加坡公司前期未开展国际金属业务，其于 2017 年正式开始国际金属贸易业务，带动公司国际金属贸易收入提升至 8.64 亿元。另外，由于 2017 年从国外采购的木材及金属比国内采购的木材及金属更有价格优势，公司适时调整战略，扩大国际贸易业务规模。受上述两方面的影响，2017 年公司国际贸易收入较上年增长 68.23%至 41.35 亿元。2018 年，受外部环境影响，公司为严控风险，主动压缩国际金属贸易，国际金属贸易收入下降至 0.62 亿元；受下游需求增长影响，公司国际木材贸易收入增长 27.01%至 39.55 亿元。

从业务结构看，公司国际贸易主要以木材贸易为主，2016~2018 年在国际贸易收入中占比分别为 89.83%、75.31%和 93.52%，占比呈波动上升趋势。金属贸易收入占比波动较大，近三年占比分别为 1.42%、20.89%和 1.47%。

表 3 近年公司国际贸易板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
木材	22.08	89.83	3.45	31.14	75.31	2.92	39.55	93.52	3.11
金属	0.35	1.42	24.51	8.64	20.89	0.64	0.62	1.47	8.58
矿产品	0.00	0.02	1.54	--	--	--	0.28	0.65	1.10
化工	0.14	0.57	-0.18	--	--	--	--	--	--
其他	2.01	8.16	5.87	1.57	3.79	5.87	1.84	4.36	9.01
合计	24.58	100.00	3.92	41.35	100.00	2.56	42.29	100.00	3.43

资料来源：公司提供，联合评级整理。

毛利率方面，近三年，国际木材业务毛利率波动下降；国际金属业务毛利率波动明显，2016 年，公司缩减部分低效高风险国际金属贸易，同时子公司北新坦桑公司精简业务，重点发展优质业务，拉动当年金属业务毛利率达到较高水平。综上因素，近三年，公司国际贸易毛利率分别为 3.92%、2.56%和 3.43%，波动下降。

采购方面，木材贸易合作供应商均为业内世界级供应商，其中原木的主要供货商来自澳洲和日本，锯材的主要供货商来自俄罗斯和加拿大。有色金属贸易供应商主要为智利、秘鲁的生产商以及位于新加坡的大型交易商等。

公司国际贸易主要系木材贸易，主要由北新国际木业和北新厦门国际贸易有限公司运营。公司作为国内规模较大的综合性木材进口商，涵盖原木、锯材、欧松板、密度板、地板等各类木制品，锯材欧松板进口量保持在行业领先地位，SPF 进口量全国领先。2016~2018 年，公司木材进口量为 202.92 万立方米、240.28 万立方米和 329.82 万立方米。近年来，公司木材业务加强上下游渠道建设，不断巩固与上游供应商的合作，并整合下游资源，培养与实力强、信誉好的客户的合作关系。公司在原木、锯材业务产品供大于求、价格倒挂的不利情况下，研判市场，及时调整产品结构，压缩原木进口量的同时加大 SPF 板材进口量，有效规避市场风险。2016~2018 年，公司实现木材国际贸易收入分别为 22.08 亿元、31.14 亿元和 39.55，受市场环境影响逐年增长；毛利率为 3.45%、2.92%和 3.11%，波动下降。

运营模式方面，公司对于高端锯材产品主要采取自营模式，自行进口产品并组织销售，此部分产品规模较小，毛利率一般在 5%~8%左右。低端锯材以及原木产品主要采取委托进口模式，客户先

交纳 15%以上的保证金，现款现货结算。定价方面，委托进口一般采取成本加成方式锁定利润空间，毛利率在 1.5%左右。

公司木材库存规模较小，仓库分布在大连、天津、北京、上海、深圳、青岛、重庆、成都等物流便利的城市，自有库较少，多委托第三方仓库公司管理并不定期检查，库存时间一般一个月左右，最长一般不超过 90 天。

公司原木、锯材业务主要客户为分布在各地区沿港口的贸易经销商，通常直接在港口交易。人造板业务重点开拓国内下游市场，除传统经销商外，继续与东易日盛、业之峰等知名装饰公司深入合作。在巩固和发展北京市场的基础上，深度开发沿海地区成熟市场，培育山东、广东和华北三个收入达到千万级的市场，并派驻专门人员开发了浙江、西南、西北、东北等空白地区，目前已拥有经销商 251 家，销售网络覆盖全国。同时大力开发欧松板在房屋结构领域的应用，积极布局新型房屋市场，与苏州皇家等知名房屋企业建立合作关系。

另外，公司积极贯彻落实集团公司“国际化”战略，以坦桑建材分拨中心为平台，集中力量，全力开拓建材产品和新型房屋产品出口业务。北新坦桑公司于 2008 年 10 月 23 日在坦桑尼亚注册成立，现已成为坦桑极具影响力的资深建筑材料供应商。北新坦桑公司依据“一带一路”整体战略，践行中国建材集团“6 个 1”海外战略规划，发展定位为“中国建材东非分拨中心”，以坦桑尼亚为基地，建立专业化的建材物流平台，发挥品牌优势，抓好渠道建设，建设成为立足坦桑，辐射东非的建材大流通平台，成为非洲领先的建材集成服务商。北新坦桑公司建成的中国建材坦桑尼亚分拨中心于 2018 年 7 月正式投入使用，项目位于达累斯萨拉姆市商业中心卡利亚库附近，占地面积约 2.5 万平方米，目前是坦桑尼亚最大的建材分拨中心。下游客户方面，北新坦桑公司与当地大型瓷砖批发商合作，拥有 70%左右业务占有率；北新坦桑公司已与进入坦桑尼亚甚至东非的中资建筑承包企业、中资房地产开发企业中的 80%建立了建材产品供应关系，现阶段以钢筋、水泥、瓷砖为主要供应品类。公司国际贸易业务多集中在非洲等发展中国家，对方国家政治环境、国家政策及经济形势存在一定的不确定性，为防范汇率变动风险，公司将美元作为国际贸易的主要结算货币，但人民币升值等国际货币结算不确定因素可能导致公司存在一定的汇兑损失风险。

总体看，公司国际贸易以木材贸易为主，同时公司择机开展国际金属贸易，近年来毛利率水平有所波动，但整体仍处于较低水平。公司作为国内规模较大的综合性木材进口商，在行业内具有一定竞争优势。公司位于坦桑尼亚的分拨中心已于 2018 年 8 月投入运营，未来随着坦桑尼亚分拨中心的稳定运营及公司在坦桑尼亚市场的拓展，公司国际贸易收入有望进一步提升。

3. 新型房屋板块

中国建材集团将其旗下所有新型房屋业务板块进行整合，公司作为中国建材集团旗下新型房屋业务发展的承担者。北新房屋在新型房屋建设方面具有丰富的业务经验，拥有完整新型房屋产业链，是国内较少拥有大规模建设能力和经营的新型房屋公司之一。

新型房屋板块主要由北新房屋运营，该公司拥有北新集成房屋制造（海南）有限公司、北新集成房屋发展（海南）有限公司、北新集成房屋（北京）有限公司、北新集成房屋（连云港）有限公司、北新集成房屋（成都）有限公司、北新房屋（牡丹江）有限公司等 6 家新型房屋生产基地。公司主要从事轻钢结构集成房屋及整套建材体系的开发设计、生产施工以及销售，历经十余年发展，已形成了房屋制造的自主知识产权和核心技术，具备了以环保节能集成房屋及建材成套设备为主营产品、以轻钢结构及建筑围护、内外部装饰部品材料开发设计为核心技术的专业运营能力。

公司新型房屋业务流程主要包括设计、生产和安装三大部分，其中设计部分对成本影响最大，

难度最高，主要包括画图、测算等技术方案和规划。生产部分主要通过公司的各个生产基地对房屋模块进行大规模标准化生产，公司核心技术冷弯薄壁型钢生产所用设备以及授权软件均为澳大利亚进口，能够实现自动化的智能制造。安装施工环节采用干法作业，避免粉尘等环境污染且实现了水资源节约，施工过程相较传统房屋较为快捷，工期一般在 30~40 天。

公司新型房屋业务以冷弯薄壁型钢为技术体系，以工程设计为核心竞争力，以各大制造基地为依托，大力开拓新型房屋产业链上下游。通过参股、控股行业内的优秀生产企业，建立房屋原材料和房屋部品部件生产基地，向产业链上游拓展；联合地产开发和施工企业，主要面向新农村建设、新型城镇化、养老和旅游地产等市场，通过开发示范项目，向产业链下游拓展，实现产品推广和迅速扩大市场的目的。在每个房屋基地项目所在地，与当地政府合作，采用“1+1+N”的运作模式，即 1 个制造基地用于生产新型房屋建设所需要的基本构配件，1 个新型房屋示范园用于向社会各界全方位展示新型房屋产品，在房屋基地周边合理运输范围内建设 N 个新型房屋项目，以此迅速扩大各房屋基地的经营规模。

2016~2018 年公司实现新型房屋业务收入 1.69 亿元、2.05 亿元和 2.47 亿元，逐年增长，主要系结转收入面积增长所致。截至 2018 年底，公司新型房屋业务在建项目 50 个，在建面积 22.00 万平方米，覆盖大理、秦皇岛、青岛、大连等多个城市，业务规模有所提升；2018 年新开工项目 38 个，新开工面积 10.00 万平方米，受市场环境的影响较上年大幅增长，较大规模的新开工面积为公司未来收入提供支撑。

表 4 近年来公司新型房屋建设情况（单位：个、万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
建设项目	24.00	21.00	50.00
施工面积	25.50	18.60	22.00
新开工项目	26.00	14.00	38.00
新开工面积	19.95	1.20	10.00
协议销售面积	24.00	5.00	25.00
结转收入面积	7.00	10.00	10.40

资料来源：公司提供

房屋销售方面，2016~2018 年公司新型房屋协议销售面积分别为 24.00 万平方米、5.00 万平方米和 25.00 万平方米，结转收入面积分别为 7.00 万平方米、10.00 万平方米和 10.40 万平方米，逐年增长，主要系随着公司积极拓展业务，近年来达到可结转收入条件的项目增加所致。

公司新型房屋原材料包括钢材、石膏板、涂料等建筑材料，多为公司自身贸易品种或关联公司产品，少数建筑材料需要外购，因此具有一定的成本优势。销售方面，国内市场主要采取与开发商合作的模式，分为中高端市场和低端市场两大类客户群，中高端市场主要为节能环保的别墅项目以及一部分旅游产业，低端市场主要为新农村建设等项目，随着国家政策的推动，低端市场规模不断扩大。国外市场主要为与当地政府合作建设的大型规模化精品项目，非洲市场占比较大。目前新型房屋业务由于土地政策、人口等限制，在国内推行速度较缓。

依托北新房屋的建设及对外承接项目经验，随着公司五个基地的生产产能逐渐释放、国内新农村建设等业务的逐步开拓，公司新型房屋业务有望取得较大发展。

总体看，目前公司全国布局的五个新型房屋制造基地均已投入运营。近年来，随着公司大力发展新型房屋业务，其收入规模稳步增长，同时较大规模的新开工面积为公司未来收入提供支撑。随着消费者对新型房屋的认识逐步加深以及国家对新型房屋的政策支持，新型房屋产品在新型城镇化

过程中的市场需求将逐渐旺盛，市场发展空间巨大，新型房屋业务有望成为公司未来收入增长点。

4. 重要联营企业—中国建材

截至 2017 年底，公司持有中国建材 27.52% 的股权。后经过 2018 年 5 月两材合并，目前，公司持有中国建材股份比例下降至 17.61%，仍为中国建材第一大股东。2016~2018 年，公司投资收益分别为 4.38 亿元、10.78 亿元和 15.37 亿元，对公司营业利润贡献高，投资收益主要来自于联营企业中国建材。2016~2018 年，公司对中国建材的长期股权投资产生的现金红利分别为 0.64 亿元、1.49 亿元和 2.67 亿元，中国建材的经营状况对公司利润实现具有决定性影响。

（1）中国建材概况

中国建材是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、新材料、工程服务等业务，是中国最大的建材生产企业。中国建材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。2018 年 5 月，中国建材与中材股份合并，中国建材在全球建材行业的竞争力进一步提升。截至 2018 年末，中国建材水泥产能约 5.21 亿吨，位居世界第一；商品混凝土产能约 4.60 亿立方米，位居世界第一；石膏板产能 24.70 亿平方米，位居世界第一；风机叶片产能 15.85GW，位居中国第一；玻璃纤维产能 249.70 万吨，位居世界第一。

截至 2018 年底，中国建材合并资产总额 4,361.39 亿元，负债合计 2,998.64 亿元，所有者权益 1,362.74 亿元。2018 年，中国建材实现营业总收入 2,231.23 亿元，净利润 140.84 亿元。

（2）中国建材经营概况

中国建材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。2016~2018 年，中国建材实现营业收入分别为 1,032.93 亿元、1,873.10 亿元和 2,231.23 亿元，年均复合增长 46.97%，其中，2017 年，中国建材营业收入大幅增长 81.34%，主要系 2018 年 5 月中国建材吸收合并中材股份，中国建材追溯调整 2017 年财务数据，同时叠加水泥价格大幅上涨因素所致；2018 年，中国建材营业收入较上年增长 19.12%，主要系水泥价格持续走高所致。2016~2018 年，中国建材净利润分别为 28.10 亿元、97.97 亿元和 140.84 亿元，年均复合增长 123.90%，主要系受水泥行业市场回暖影响，水泥价格走高以及吸收合并中材股份所致。近三年，中国建材主营业务收入在营业收入中的占比均保持在 95% 以上，主营业务较为突出。

从主营业务构成来看，水泥板块为中国建材收入的最主要来源，2016~2018 年分别实现收入 813.02 亿元、1,284.19 亿元和 1,593.60 亿元，水泥价格上涨推动中国建材水泥业务收入持续增长；其收入在主营业务收入中占比均保持在 65% 以上，2017 年水泥业务占比下降 10.70 个百分点至 69.34%，主要系受合并范围变化，新材料及工程服务收入大幅增长所致。2016~2018 年，新材料业务分别实现收入 103.98 亿元、228.57 亿元和 248.91 亿元，2018 年新材料收入较上年增长 8.90%，主要系随着行业景气度提升，石膏板收入增长所致，新材料收入占比较稳定，保持在 10% 以上。在“一带一路”政策的带动下，中国建材积极拓展海外市场，海外项目增加，带动工程服务板块收入逐年增长，2018 年，工程服务收入增长 6.09% 至 311.27 亿元，占主营业务收入比重提升至 14.12%。中国建材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5 2016~2019年3月中国建材主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2016 年			2017 年（已重述）			2018 年			2019 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	813.02	80.04	26.89	1,284.19	69.34	28.51	1,593.60	72.31	33.16	260.61	61.79	28.94
新材料	103.98	10.24	31.77	228.57	12.34	31.74	248.91	11.29	31.27	58.39	13.84	28.13
工程服务	74.39	7.32	31.29	293.39	15.84	20.16	311.27	14.12	21.80	79.23	18.78	20.09
其他	24.41	2.40	5.03	45.78	2.47	20.88	50.16	2.28	19.68	23.56	5.58	47.95
合计	1,015.79	100.00	27.18	1,851.93	100.00	27.40	2,203.95	100.00	31.03	421.80	100.00	28.23

资料来源：联合评级通过公开资料搜集整理。

注：1、水泥包含水泥、熟料及混凝土业务；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与服务板块；其他包含建材贸易与物流等其他板块。2、上表中 2017 年经营数据已进行重述调整。

毛利率方面，2016~2018年，水泥业务毛利率分别为26.89%、28.51%和33.16%；2018年，受水泥价格上涨影响，水泥业务毛利率提高4.65个百分点至33.16%。2016~2018年，新材料毛利率分别为31.77%、31.74%和31.27%，基本保持稳定。工程服务板块毛利率分别为31.29%、20.16%和21.80%，受合并范围变化影响，2017年工程服务毛利率下滑明显，但仍保持较高毛利率。2017年其他业务毛利率较上年提高15.85个百分点至20.88%，主要系贸易物流毛利提升所致。由于水泥板块在中国建材收入中占比较大，中国建材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27.18%、27.40%和31.03%。

2019 年 1~3 月，中国建材实现营业收入 428.78 亿元，同比增长 19.36%，主要系水泥产品同比量价齐升所致。实现净利润 33.61 亿元，同比增长 156.06%，主要系受行业景气度影响，经营持续好转，及公允价值变动收益大幅增长所致。综合毛利率为 28.23%，其中，受季节性、错峰生产导致生产成本较高拖累，水泥业务毛利率下降 4.22 个百分点至 28.94%。

总体看，中国建材收入以水泥板块为主。近三年，受水泥行业环境及吸收合并中材股份影响，中国建材营业收入及净利润均逐年增长，经营情况持续好转，综合毛利率逐年提升。

5. 重大事项

为进一步整合中国建材集团下新型房屋业务，根据战略定位聚焦主业，根据控股股东中国建材集团整体发展战略，公司于 2015 年收购关联方北新建材转让的其持有的北新房屋 19.25%股权。另外，在上述股权收购的基础上，公司对北新房屋进行增资，使北新房屋的注册资本由 20,000 万元增加至 85,000 万元，即新增注册资本 65,000 万元。增资以股权和货币两种方式缴付出资，作为公司出资的股权包括北新集成房屋（北京）有限公司 100%股权、北新集成房屋（连云港）有限公司 100%股权、北新集成房屋发展（海南）有限公司 70%股权、北新集成房屋制造（海南）有限公司 100%股权、北新集成房屋（成都）有限公司 100%股权、北新房屋（牡丹江）有限公司 100%股权。目前此次重组已完成，2015 年 12 月 31 日为股权交割日。截至 2015 年底，公司持有北新房屋 73.37%的股权而成为控股股东，已将北新房屋 2015 年度资产负债表纳入公司合并范围。截至 2018 年 9 月 30 日，公司持有北新房屋持股比例为 81%。

中国建材采用换股吸收合并的方式与中材股份进行合并，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。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中国建材承接与承继。2018 年 5 月，中国建材采用换股吸收合并的方式与中材股份进行合并，本次吸收合并有利于实现强强联合、优势互补以及资源优化配置，从而进一步提升中国建材在全球建材行业的竞争力，中国建材规模进一步扩大，截至 2018 年底，中国建材合并资产总额 4,361.39 亿元，

所有者权益 1,362.74 亿元。2018 年，中国建材实现收入 2,231.23 亿元，实现净利润 140.84 亿元。

总体看，通过重组，公司和北新建材下属的新型房屋业务整合到统一的房屋平台，即北新房屋。公司作为中国建材集团旗下的新型房屋战略的实施主体，整合资源，扩大市场规模。“两材合并”后，公司重要联营企业中国建材规模进一步扩大，盈利能力提升，未来公司投资收益有望进一步提升。

6. 经营效率

2016~2018 年，公司应收账款周转率分别为 39.48 次、41.30 次和 49.19 次，存货周转率分别为 8.96 次、10.08 次和 12.90 次，总资产周转率分别为 0.50 次、0.54 次和 0.63 次，上述指标均逐年提升，主要系随着公司国际贸易规模的扩大，公司营业收入和营业成本大幅增长所致。

总体看，公司经营效率有所提升，整体处于一般水平。

7. 经营关注

（1）主营业务毛利率较低，盈利主要依赖投资收益

当前，公司建材贸易板块为收入主要来源，建材贸易整体毛利率较低。2016~2018 年，公司投资收益分别为 4.38 亿元、10.78 亿元和 15.37 亿元，占当年营业利润比重分别为 201.54%、140.44% 和 108.82%，公司持有的中国建材 17.61% 股权所取得的投资收益是营业利润的主要来源。中国建材的经营状况对公司利润实现具有决定性影响。

（2）由于中国国情特点，新型房屋板块推广速度较慢

由于国内存在人口密度较高，土地流转限制等特点，公司国内新型房屋业务的推广速度较慢，整体收入在公司总收入中占比仍较小。公司新型房屋业务的主要下游市场之一新农村建设离不开政府的支持。目前由于官员换届以及一系列回款、垫资等资金周转问题使得公司业务发展存在一定阻力，未来公司新型房屋业务的推进需要地方政府、国家开发银行等政策性银行等部门和单位提供的系统性政策支持。另外，我国新型房屋业务起步较晚，相关行业规范和业内企业的房屋业务的标准化工作仍不完善。公司仍需提高业务的标准化管理水平，以实现规模化经营。

（3）国际贸易存在政策经济环境以及汇兑风险

公司国际贸易和新型房屋出口占比较大，多集中在非洲等发展中国家，且新型房屋多为政府发起的项目，因此受到对方国家政治环境、国家政策及经济形势影响，存在一定的不确定性。另一方面，因人民币升值等国际货币结算不确定因素而存在一定的汇兑损失风险。

8. 未来发展

根据中国建材集团的“大建材”、“三新”、“国际化”战略，公司定位于“一新两材”的核心主业，即新型房屋、木材和金属业务运营商，公司依托建材产业投资，以木材、金属大宗贸易和物流服务为基础，大力发展新型房屋产业，努力将公司打造成为国内领先、世界先进的新型节能房屋运营商和集成服务商，成为中国建材集团旗下的骨干企业。

新型房屋业务方面，北新集团将着力推进标准化工作，加大产品应用技术的研发投入，培育并形成核心优势。公司将立足国内和国外两个市场。在国外市场，抓住“一带一路”的政策机遇，以“大客户、大订单”为导向，进一步深化与中央企业、外交部、南南合作组织等国内外组织机构的合作，从精品项目着手，提高品牌影响力，以巴布亚新几内亚、坦桑尼亚市场为发展重心，并在原有东南亚和非洲两个核心利润区的基础上，开辟南太新业务区；在国内市场，立足新型城镇化，推

动我国尽快由分散型农业向集约型农业发展，以及拓展与地方政府、国家开发银行等单位的合作，加快布局新农村建设、政府公建、养老产业、旅游地产等产业。

金属贸易业务方面，北新集团将依托北京、天津物流港和南宫金属物流园三大平台，积极打造供应链综合集成服务，着力提高企业的市场竞争优势和经营效益；选择“低风险、稳收益”的业务，着力加强与大客户尤其是国有大企业的合作力度，通过资源聚合实现规模化经营，提高市场控制力，严控经营风险；同时，积极扩大金属贸易业务的出口，通过探索新的模式和思路，力求实现盈利水平的提升。

木业业务方面，公司将将继续聚焦原木、锯材及高端人造板材领域，以成为国内领先、世界一流木材供应商为目标，通过建立完善的全球木材采购体系，着力提升公司在海外木材资源分配中的参与程度，提高木材业务国际化水平；在国内建立完善的木材贸易现代物流体系，加强重要环节供应链管理，努力形成自身的竞争优势；进一步加强精细化管理，降低费用成本，强化风险管控能力；积极探索电子商务与木材贸易的结合方式，不断创新业务模式，持续实现有质量的增长。

总体看，北新集团整体发展较为稳定，虽然贸易板块受到大环境影响，整体行业处于疲软状态，但公司在国内、国际市场都有着相对成熟的供应商、客户群体，具有相对稳定的客户优势；同时公司着力发展的新型房屋板块未来有望成为新的利润增长点，其后期发展将成为公司实现升级转型的新突破口。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年财务报表经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017 年和 2018 年度财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表遵照财政部最新的企业会计准则的规定编制。从合并范围看，2016 年，公司合并范围内减少 1 家子公司（清算关闭），新增合并公司 1 家。2017 年和 2018 年，公司合并范围均无变化。考虑到公司合并范围变化未涉及公司主营业务变化，并且新设与处置的公司整体规模相对较小，对公司整体财务数据可比性影响有限，公司近三年财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 168.20 亿元，负债合计 31.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 136.28 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 133.00 亿元。2018 年，公司实现营业收入 100.45 亿元，净利润（含少数股东损益）15.16 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 15.10 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额 0.82 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.34 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 176.64 亿元，负债合计 36.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 140.07 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 135.93 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.15 亿元，净利润（含少数股东损益）1.77 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.76 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-0.67 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.38 亿元。

2. 资产质量

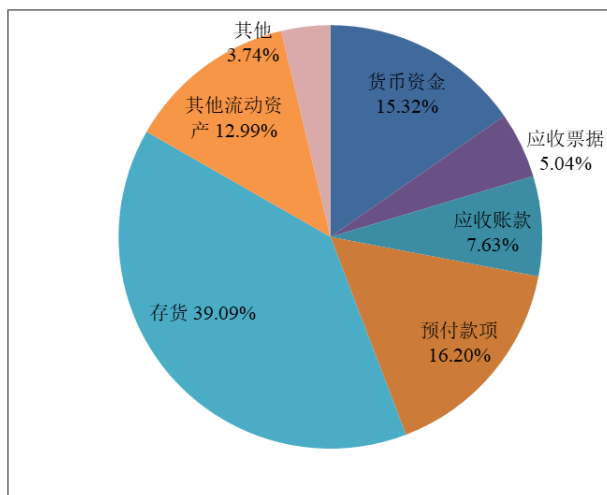
2016~2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 9.12%，主要系非流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司资产合计 168.20 亿元，较年初大幅增长 11.22%，其中流动资产 19.38 亿元（占 11.52%），非流动资产 148.83 亿元（占 88.48%），资产结构以非流动资产为主，由于公司持有的中

国建材股权系其核心资产，按权益法在长期股权投资科目核算，因此公司非流动资产占比较高。

流动资产

2016~2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 6.09%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 19.38 亿元，较年初增长 18.51%，主要系其他流动资产增长所致；流动资产主要由货币资金（占 15.32%）、应收票据（占 5.04%）、应收账款（占 7.63%）、预付款项（占 16.20%）、存货（占 39.09%）、其他流动资产（占 12.99%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司货币资金逐年减少，年均复合减少 8.43%。截至 2018 年底，公司货币资金为 2.97 亿元，较年初大幅减少 10.25%，主要系提高资金使用效率，减少资金沉淀所致；其中，银行存款占比为 87.42%；受限的货币资金为 0.29 亿元。

2016~2018 年，公司应收票据逐年增长，年均复合增长 120.59%，主要系公司业务量增加所致。截至 2018 年底，公司应收票据为 0.98 亿元，较年初大幅增长 70.60%；全部为银行承兑汇票。

2016~2018 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 8.76%，主要系业务量增加，及正常的经营业务结算形成。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 1.48 亿元，较年初大幅增长 12.28%，主要系销售收入增长带动应收账款增加。其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款合计 1.45 亿元，账龄 1 年以内（含 1 年）应收账款占 71.85%，1~2 年占 12.99%，2~3 年占 7.83%，3 年以上占 7.33%。公司共计提应收账款坏账准备 0.67 亿元，计提比例 31.09%，坏账准备计提较为充分，整体看，公司应收账款回收风险较小。

公司预付款项主要系贸易业务中向上游供应商支付的预付货款。2016~2018 年，公司预付款项波动减少，年均复合减少 9.10%。截至 2017 年底，公司预付款项 2.64 亿元，较年初大幅减少 30.39%，主要系公司进一步调整业务结算方式，并且核销对邢台龙海钢铁集团的预付款导致净额减少 6,406 万元所致。截至 2018 年底，公司预付款项为 3.14 亿元，较年初大幅增长 18.69%，主要系结算周期影响所致。

公司存货主要为建材贸易业务形成的库存商品。2016~2018 年，公司存货年均复合增长 0.13%，基本保持稳定。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 7.57 亿元，较年初减少 0.83%；公司存货以库存商品（占 80.75%）、工程施工（占 11.17%）和自制半成品以及在产品（占 7.01%）为主。截至 2018 年底，公司存货已累计计提跌价准备 16.76 万元，计提比例为 0.02%。考虑到木材及金属价格波动

较大，存货未来存在一定的跌价风险。

2016~2018 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 476.63%。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 2.52 亿元，较年初大幅增加 2.42 亿元，主要系公司在年末利用资金收支间隙购买 2.27 亿元理财产品所致。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 9.53%，主要系长期股权投资增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 148.83 亿元，较年初增长 10.33%；非流动资产主要由长期股权投资（占 93.60%）构成。

目前公司持有中国建材 17.61% 股权，为中国建材第一大股东，公司采用权益法对该项投资在长期股权投资科目核算。2016~2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 10.20%，主要系同期中国建材经营业绩良好，权益法下确认的投资收益增加所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 139.31 亿元，较年初大幅增长 10.75%；公司未计提减值准备。公司长期股权投资全部为对中国建材的投资，2018 年，公司权益法下确认对中国建材的投资收益 15.27 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产为 0.84 亿元，因信用证保证金受限的货币资金 0.29 亿元，因票据质押借款的应收票据 0.56 亿元，受限资产合计金额占资产总额的 0.50%，受限比例很小。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 176.64 亿元，较年初增长 5.02%；其中，流动资产和非流动资产占比分别为 12.69% 和 87.31%，仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，近三年，公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产中的长期股权投资为主，整体资产质量高。

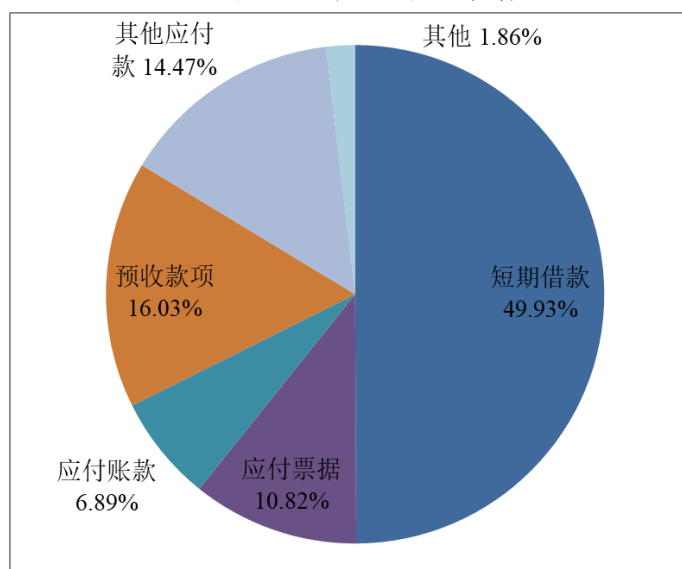
3. 负债及所有者权益

负债

2016~2018 年，公司负债规模波动减少，年均复合减少 1.47%，整体变化不大。截至 2018 年底，公司负债规模合计 31.93 亿元，较年初增长 5.84%，其中流动负债 24.58 亿元（占 76.99%），非流动负债 7.35 亿元（占 23.01%），负债结构以流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债波动减少，年均复合减少 1.82%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 24.58 亿元，较年初增长 7.82%，主要系应付票据增加所致；流动负债主要由短期借款（占 49.93%）、应付票据（占 10.82%）、应付账款（占 6.89%）、预收款项（占 16.03%）和其他应付款（占 14.47%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司短期借款逐年减少，年均复合减少 3.70%，基本保持稳定。截至 2018 年底，公司短期借款为 12.27 亿元，较年初减少 3.50%；由信用借款（占 80.90%）和保证借款（占 19.10%）构成。

截至 2016 年底，公司应付票据为 2.19 亿元。截至 2017 年底，公司无应付票据，主要系公司调整付款方式所致。截至 2018 年底，公司增至应付票据为 2.66 亿，主要系公司根据业务情况，扩大应付票据结算方式所致。

2016~2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 16.16%。截至 2017 年底，公司应付账款为 1.62 亿元，较年初大幅增长 28.99%，主要系公司业务往来增加所致。截至 2018 年底，公司应付账款为 1.69 亿元，较年初增长 4.60%；在账龄结构方面，主要以 1 年以内为主，占比为 87.86%。

公司预收款项主要系公司下游客户预付的货款。2016~2018 年，公司预收款项逐年减少，年均复合减少 12.63%，主要系公司与客户结算进度加快，及时向客户发货加快周转所致。截至 2018 年底，公司预收款项为 3.94 亿元，较年初大幅减少 14.98%；其中一年以内预收款项占 88.08%。

2016~2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 8.42%。截至 2017 年底，公司其他应付款为 3.44 亿元，较年初大幅增长 13.75%，主要系新增应付供电改造款所致。截至 2018 年底，公司其他应付款为 3.56 亿元，较年初增长 3.33%。公司其他应付款主要由职工安置费（占 71.19%）和供电改造款（占 15.18%）构成。公司账龄超过一年的重要其他应付款为 3.07 亿元，具体情况如下表所示。

表 6 截至 2018 年底公司重要的一年期以上的其他应付款情况（单位：万元）

项目	期末余额	未偿还原因
职工安置费	25,329.93	未结算
西区供电改造支出	5,400.00	未结算
合计	30,729.93	--

资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司非流动负债规模保持稳定。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 7.35 亿元，

较年初减少 0.29%；非流动负债主要由应付债券（占 95.30%）构成。

2016~2018 年，公司应付债券维持 7 亿元，公司于 2016 年 7 月 29 日发行公司债“16 北新集”，发行规模为 7.00 亿元，期限 5（3+2）年，利率为 4.00%。

2016~2018 年，公司全部债务波动减少，年均复合减少 1.67%。截至 2018 年底，公司全部债务 21.93 亿元，较年初增长 11.23%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务 14.93 亿元（占 68.08%），长期债务 7.00 亿元（占 31.92%），负债结构以短期债务为主，符合贸易类公司特点。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 23.28%、19.94%和 18.98%，公司全部债务资本化比率分别为 17.31%、14.00%和 13.86%，公司长期债务资本化比率分别为 6.07%、5.47%和 4.89%，公司债务结构较为合理，整体债务负担轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 36.58 亿元，较年初增长 14.57%，主要系随着贸易业务的扩大，公司短期借款和应付票据增加所致；其中流动负债占 79.89%，非流动负债占 20.11%，负债结构以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 28.33 亿元，较年初增长 29.16%，主要系短期债务增长所致。其中，公司短期债务为 21.33 亿元（占 75.29%），较年初增长 42.83%，主要系短期借款和应付票据增加所致；公司长期债务维持 7.00 亿元（占 24.71%）。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期资本化比率分别为 20.71%、16.82%和 4.76%，分别较年初提升 1.73 个百分点、提升 2.96 个百分点和下降 0.13 个百分点。

总体看，近年来，公司负债规模波动减少，变化较小；负债结构以流动负债为主，符合贸易类公司特点；公司短期债务占比较高，整体债务负担轻。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 12.14%，主要系利润留存增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 136.28 亿元，较年初增长 12.55%，其中，归属母公司所有者权益 133.00 亿元（占 97.60%），以实收资本（占 6.47%）、资本公积（占 10.73%）、盈余公积（占 3.55%）和未分配利润（占 79.46%）为主；未分配利润占比高，权益稳定性较低。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 140.07 亿元，较年初增长 2.78%，变化不大，构成较年初变动不大。

总体看，公司所有者权益逐年增长，公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较低。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入分别为 70.81 亿元、78.42 亿元和 100.45 亿元，年均复合增长 19.10%。其中，2018 年，公司加大国内有色金属市场开拓力度，带动建材贸易收入增长 28.48%至 97.45 亿元。从收入构成看，建材贸易仍是公司收入的主要来源。2016~2018 年，公司营业利润分别为 2.17 亿元、7.67 亿元和 14.13 亿元，逐年增长，主要系公司联营企业中国建材盈利情况较好，投资收益逐年增长所致。公司投资收益主要来自于联营企业中国建材，剔除投资收益后公司处于亏损状态。2016~2018 年，公司净利润分别为 3.50 亿元、10.18 亿元和 15.16 亿元，年均复合增长 108.26%。

从期间费用来看，2016~2018 年，公司期间费用分别为 2.46 亿元、2.77 亿元和 3.05 亿元，逐年增长；公司销售费用分别为 0.64 亿元、0.87 亿元和 0.92 亿元；管理费用分别为 0.87 亿元、0.82 亿元和 0.97 亿元；财务费用分别为 0.94 亿元、1.01 亿元和 1.10 亿元。2016~2018 年，公司费用收入比分别为 3.47%、3.53%和 3.03%，波动下降。

资产减值损失、投资收益和营业外收入对公司利润造成较大影响。具体看，2016~2018 年，公

司资产减值损失分别为 1.25 亿元、2.02 亿元和 0.40 亿元。具体看，2016 年，公司资产减值损失 1.25 亿元，占净利润的 35.67%，主要系公司对应收账款、预付账款、其他应收款按比例计提以及单项计提相应的减值准备所致。2017 年，公司资产减值损失 2.02 亿元（占净利润的 19.84%），较上年增长 61.63%，主要系公司计提坏账损失 1.44 亿元、可供出售金融资产计提减值损失 0.58 亿元所致，其中，公司已对其他应收款中应收天津腾德木业有限公司、青岛瑞众建材有限公司、青岛加德木业有限公司和潍坊公司破产管理人商贸款项合计 6,989.01 万元全额计提坏账准备。2017 年，受上下游企业经营不善影响，公司贸易业务导致的资产减值损失规模较大。2016~2018 年，公司投资收益分别为 4.38 亿元、10.78 亿元和 15.37 亿元，持续增长，主要系同期中国建材经营业绩良好，公司按照权益法核算相应确认投资收益增加所致。近三年，公司营业外收入分别为 1.55 亿元、3.27 亿元和 1.27 亿元。其中，2016 年，公司营业外收入主要是根据 2015 年 8 月 19 日，公司与北新建材股份签署的关于北新房屋《股权收购及增资协议》的相关约定，公司将持有的牡丹江集成房屋项目资产划转至北新房屋（牡丹江）有限公司，根据《企业会计准则》的相关规定，该部分项目资产对应的递延收益 1.44 亿元一次性转入营业外收入。2017 年，营业外收入 3.27 亿元（占净利润的 32.16%），主要为当期新增西三旗土地拆迁补助款 3.00 亿元。2018 年，营业外收入主要为公司收到西三旗土地拆迁补助款 1.00 亿元，整体看公司营业外收入可持续性较差。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率分别为 2.12%、2.14%和 2.17%，盈利稳定。2016~2018 年，公司总资本收益率分别为 3.41%、8.16%和 10.82%，总资产报酬率分别为 3.17%、7.65%和 10.22%，净资产收益率为 3.26%、8.87%和 11.78%，随着投资收益规模的增长，上述盈利指标均有所提升。剔除投资收益和营业外收入，公司主营业务盈利能力偏弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.15 亿元，同比增长 29.87%，主要系公司加大国内贸易规模所致。实现净利润 1.77 亿元，同比减少 18.04%，主要系投资收益同比减少所致。

总体看，近年来，公司收入规模和净利润均逐年增长；公司盈利能力对投资收益和政府补助依赖性大，主营业务盈利能力较弱。公司投资收益主要来自于联营企业中国建材，剔除投资收益的主营业务盈利能力较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入分别为 86.18 亿元、87.77 亿元和 117.37 亿元，年均复合增长 16.70%，主要系收入规模扩大所致。公司经营活动现金流动主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2016~2018 年，公司经营活动现金流出分别为 85.19 亿元、88.25 亿元和 116.55 亿元，年均复合增长 16.96%，经营活动现金流入与流出变动幅度基本一致。综上影响，2016~2018 年，公司经营活动现金净额分别为 0.99 亿元、-0.48 亿元和 0.82 亿元，其中，2017 年，公司改变结算方式，减少应付票据以及当年受到宏观经济下行、市场需求疲软等因素影响，建材贸易业务盈利空间不断收窄，同时叠加当年回款较慢因素，导致经营活动现金流量净额为负。2016~2018 年，公司现金收入比率分别为 120.30%、111.20%和 115.79%，公司收入实现质量高。

从投资活动来看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入分别为 0.01 亿元、3.83 亿元和 3.26 亿元，波动较大。其中，2017 年，公司收到西三旗土地拆迁补助款 3.00 亿元及持有中国建材股票的现金分红；2018 年，公司收到到其他与投资活动有关的现金 1 亿元、收到中国建材股票的现金分红 1.50 亿元、收回投资收到的现金 0.76 亿元。2016~2018 年，公司投资活动现金流出分别为 0.31 亿元、0.49 亿元和 3.35 亿元，2018 年投资活动现金流出增幅较大，主要系公司购买理财产品所致。综上影响，2016~2018 年，公司投资活动现金净额分别为-0.30 亿元、3.34 亿元和-0.09 亿元。

从筹资活动来看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 24.16 亿元、19.81 亿元和 18.08 亿元，年均复合减少 13.50%，主要系取得借款收到的现金减少所致。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 24.01 亿元、22.86 亿元和 19.19 亿元。综上影响，2016~2018 年，公司筹资活动现金净额分别为 0.15 亿元、-3.05 亿元和 -1.10 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 -0.67 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -0.36 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 0.65 亿元。

总体看，近三年，公司经营活动现金流入逐年增长，收入实现质量高，经营活动现金流能够满足投资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 0.68 倍、0.72 倍和 0.79 倍，逐年提升；速动比率分别为 0.38 倍、0.38 倍和 0.48 倍。公司现金短期债务比分别为 0.24 倍、0.31 倍和 0.26 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度水平一般；公司经营现金流动负债比率分别为 3.90%、-2.09% 和 3.35%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 4.71 亿元、11.45 亿元和 16.60 亿元，年均复合增长 87.79%，主要系公司投资收益增长所致。公司 2018 年 EBITDA 由利润总额（占 92.19%）、计入财务费用的利息支出（占 6.12%）、折旧（占 1.33%）以及摊销（占 0.35%）构成。2016~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.21 倍、0.58 倍和 0.76 倍，EBITDA 利息倍数分别为 5.22 倍、12.61 倍和 16.17 倍，均逐年提升，公司 EBITDA 对全部债务和利息的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保，

截至 2018 年底，公司共有三笔诉讼金额超过 1,000 万元的未决诉讼和仲裁案件。1、公司与唐山市港口物流有限公司发生仓储合同纠纷，公司为原告，涉诉金额为 3,064.66 万元，目前案件处于发回重审一审中。公司已于 2018 年 12 月已对其计提减值 1,455.88 万元。2、公司与上海建发国际货运代理有限公司、上海建发国际货运代理有限公司青岛分公司发生仓储合同纠纷，公司为原告，涉诉金额为 1,756.47 万元，目前案件处于发回重审一审中。3、2015 年，包括中国建材集团、中国建材股份、公司在内的多家被告等接到美国路易斯安那州东区联邦地区法院通过北京市高级人民法院转送达的关于 Eduardo 和 Carmen Amorin 个人并代表类似情形的所有人起诉案件（简称“Amorin 案”）的民事诉讼传票和起诉状，在该案中，原告因其声称的石膏板质量问题对多家被告提起诉讼。目前案件已取得一定进展：公司代理出口的产品（“龙牌”石膏板）已被测试表明未被污染；此外，通过主张属人管辖权异议，成功取得“北新集团不受佛罗里达州和弗吉尼亚州的管辖”的有利裁定。因此，预计美国法院的判决结果不会对公司生产经营构成重大不利影响。总体看，公司未决诉讼及仲裁对公司生产经营影响较小，或有风险不大。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2019 年 6 月 10 日，公司无未结清或已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度 60.02 亿元，未使用授信额度 43.99 亿元，公司间接融资渠道通畅。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力强，间接融资渠道通畅。考虑到公司作为中国建材集团旗下的骨干公司，在股东支持、行业地位、市场认可度等方面具备优势，未来随着公司新型房屋业务的拓展及中国建材竞争力的提升，公司收入及利润规模将稳定增长，公司整体偿债能力

很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 28.33 亿元，本期拟发行债券规模为 12.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度较大，对公司债务规模有一定影响。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 12.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 25.75%、22.36%和 11.94%，分别提高了 5.04 个百分点、5.53 个百分点和 7.18 个百分点。但考虑本期债券发行所募集资金拟部分用于偿还银行贷款等有息负债，本期债券对公司整体债务负担影响低于以上预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 16.60 亿元，为本期公司债券发行额度（12.00 亿元）的 1.38 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度高。公司 2018 年经营活动现金流入量为 117.37 亿元，为本期公司债券发行额度（12.00 亿元）的 9.78 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司的综合实力、股东支持等方面所具备的竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由中国建材集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。针对本次担保事宜，中国建材集团已经出具了《担保函》，并签署了《担保协议》。担保方中国建材集团为公司发行的不超过 12 亿元公开发行公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的无限连带责任保证担保。担保范围包括本次债券的本金、利息及其孳息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。若本次债券为一次发行，中国建材集团承担保证责任的期间为本次债券发行首日至本次债券到期日后六个月止。若本次债券为分期发行，中国建材集团就各期债券承担保证责任的期间分别计算，分别为各期债券的发行首日至各期债券到期日后六个月止。经本次债券有关主管部门和债券持有人会议批准，本次债券的发行条件（包括利率、期限、还本付息方式等）发生变更时，不需另行经中国建材集团同意（但无论在任何情况下，本次债券的发行总额不得超过人民币 12 亿元（含 12 亿元）），中国建材集团继续承担本协议项下的保证责任（中国建材集团对变更后的主债权继续按照本协议相关约定承担担保义务和责任）。如北新集团债券本金到期且发行人未按照本次债券《募集说明书》规定的期限内按约定偿付本次债券本金，或因北新集团债券利息到期且发行人未按照本次债券《募集说明书》规定的期限内按约定偿付本次债券利息，则中国建材集团应在收到本次债券合法持有人或本次债券受托管理人的书面索赔要求后，根据担保函履行担保义务。

2. 担保人信用分析

(1) 中国建材集团概况

中国建材集团系 1984 年 1 月经国务院批准成立的国有独资公司。中国建材集团原名中国新型建筑材料公司，原注册资本 2 亿元，隶属国家建筑材料工业局，1998 年底与国家建材局脱钩成为中央直属企业。1999 年被列入中央企业工委管理的 163 户国有重要骨干企业，同年 5 月更名为中国新型建筑材料（集团）公司。2003 年，中国新型建筑材料（集团）公司被列入国资委管理的 189 户大型企业集团。2009 年，更名为中国建筑材料集团有限公司。2016 年，中国建筑材料集团有限公司与中国中材集团有限公司（以下简称“中材集团”）实施重组，更名为现用名。截至 2018 年底，中国建材集团注册资本及实收资本为 171.36 亿元。国资委持有中国建材集团 100% 股权，系实际控制人。

中国建材集团主营业务包括水泥相关产品、纸面石膏板和玻璃纤维等建材产品生产；建材贸易与物流业务；工程技术研究与服务以及装备制造等业务。

截至 2018 年底，中国建材集团内设办公室、财务部、投资发展部、企业管理部、纪检监察部等 12 个职能部门。中国建材集团业务涉及建材产品、装备制造、相关工程技术研究与服务、建材贸易与物流等业务板块，共拥有十多家控股上市子公司。

中国建材集团注册地址：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。

(2) 规模与竞争力

目前，中国建材集团为全国最大的综合性建材产业集团，中国建材行业百强第一名。中国建材集团通过资产重组和业务整合，已形成建材产品、装备制造、相关工程技术研究与服务、建材贸易与物流四大业务板块，具备很强的综合实力。

建材产品是中国建材集团的核心主业，中国建材集团以中国建材、中国新型房屋集团有限公司和中建材玻璃公司为主体，开展战略性资源整合和结构调整，以新技术改造传统产业，构建起水泥、玻璃、轻质建材、新型房屋、玻璃纤维、复合材料、耐火材料等产业平台。

建材产品是中国建材集团的核心主业，经过近几年的发展，于 2013 年基本完成了水泥的产业布局。2016 年，中国建材集团与中材集团完成兼并重组后，水泥、玻璃纤维、风机叶片等产品产能规模和区域布局进一步扩大，产品品种进一步丰富。截至 2018 年底，水泥产能约 5.21 亿吨，位居世界第一；商品混凝土产能约 4.60 亿立方米，位居世界第一；石膏板产能 24.70 亿平方米，位居世界第一；风机叶片产能 15.85GW，位居中国第一。

玻璃产品方面，中国建材集团以凯盛科技集团公司、蚌埠玻璃工业设计研究院为骨干企业，拥有近 20 条现代化浮法玻璃生产线，可生产多种色调和规格的优质浮法玻璃，年综合加工能力 1,000 万平方米，产品包括车用玻璃、建筑深加工玻璃、装饰玻璃等。

轻质建材方面，中国建材集团拥有墙体及吊顶系统、住宅部品及建筑节能系统、建筑外围护系统、新型工厂化房屋系统四大业务，规模均居行业领先地位，其中纸面石膏板年产能超过 20 亿平方米，居世界第一。玻璃纤维方面，中国建材集团为世界玻纤的领军企业，在规模、技术、研发、质量、市场等方面处于领先地位，总产能已达 100 万吨，位居世界第一。复合材料方面，中国建材集团为国内最大、全球前三的兆瓦级风机叶片制造生产商，拥有连云港、沈阳、酒泉、包头叶片生产基地和德国海外研发中心，总产能达 1.5 万片。

成套装备板块方面，中国建材集团以中国联合装备集团有限公司、合肥水泥研究设计院、凯盛重工有限公司等为骨干企业，以 20 余家装备制造企业为生产基地，协同集团科技业务、物流贸易业务，构建起我国建材行业与轻工机械行业及矿山装备、环保装备等门类齐全、技术先进、装备优良、工艺精湛、配套齐全的装备产业服务平台。

相关工程技术与服务板块方面，中国建材集团子公司中国建筑材料科学研究总院是中国建筑材料与无机非金属材料专业领域规模最大、实力最雄厚的综合性科研开发机构。几十年来，开展了包括国家重点基础研究项目、国家攻关项目和国家“863”高技术项目在内的数千项研究任务，研制开发出大批科技成果，承担了大量国内外大型工程设计和工程总承包业务，是促进行业技术创新、节能减排、推动产业结构调整和优先升级的主导力量。

物流贸易板块方面，中国建材集团以中建材集团进出口公司、北新集团、中建材投资有限公司为主体，凭借集团在科技研发、产品制造与成套装备方面的强大优势，开展进出口贸易、大宗物流贸易和商业流通业务，形成了拥有国际知名度和自主知识产权的产品与品牌，成为面向全球的建材综合服务商，被商务部列为重点出口支持企业和重点商业流通企业。中国建材集团涵盖建材产品、钢材、木材、矿产品、煤炭、建筑机械、机电产品、新能源产品等商品的贸易，大型成套装备出口及国际工程总包、电子商务和 e 物流等领域，与全球 160 多个国家和地区的客户建立长期稳定的合作关系，各类业务遍及五大洲。

中国建材集团作为中国建筑材料与无机非金属材料专业领域规模最大、技术水平最高、实力最雄厚的综合性科研开发平台、技术研发中心与服务机构，以及国内建材领域规模最大、综合性、独立的第三方检验认证服务机构，汇聚了包括中国工程院院士、“千人计划”、“新世纪百千万人才工程”、学术带头人和各类高层次科技人员组成的 1.3 万余人的科技人才队伍。

中国建材集团作为国家创新型企业和技术创新示范企业，科研实力雄厚，共拥有 6 个国家级企业技术中心，2 个国家重点实验室，1 个国家工程实验室，3 个国家级工程（技术）研究中心，7 个国家级工业产品质量控制和技术评价实验室，5 个联合国技术发展促进中心，27 个国家和行业学会、协会及标准化技术委员会，构建起具有国际竞争力的建材企业集团技术创新体系，成为我国建材工业科技研发的主体力量。

总体看，中国建材集团作为全国最大的综合性建材产业集团，在水泥、玻璃纤维和复合材料方面均具有显著竞争力。中国建材集团重视科研发展，科研和技术实力雄厚，中国建材集团保持行业内领先地位，具有很强的综合实力。

（3）经营分析

中国建材集团通过不断联合重组，目前已发展形成建材产品、装备制造、相关工程技术与服务、建材贸易与物流四大主业板块。

2016~2018 年，中国建材集团营业总收入逐年增长，年均复合增长 15.40%，主要系水泥价格持续走高所致。2016~2018 年，中国建材集团营业利润分别为 30.20 亿元、139.96 亿元和 208.46 亿元，水泥等建材产品价格大幅上涨带动中国建材集团营业利润提升；中国建材集团实现净利润分别为 50.04 亿元、100.24 亿元和 135.40 亿元。

主营业务收入构成方面，2016~2018 年，建材产品、建材贸易与物流两大板块合计收入占主营业务收入的比重均在 80%以上，是中国建材集团收入的主要来源。近年来，建材产品板块收入逐年增长，主要系水泥等建材产品价格大幅上涨所致。建材贸易与物流板块收入为中国建材集团收入的第二大来源，2016~2018 年，其收入占主营业务收入的比重分别为 23.94%、24.95%和 21.82%；建材贸易与物流板块收入逐年增长。2016~2018 年，装备制造板块、相关工程技术与服务板块收入均逐年增长，分别年均复合增长 19.17%和 89.46%。其他板块构成较为复杂，包括地质勘探、矿产品等业务收入，对中国建材集团收入和利润形成一定补充。

表 7 中国建材集团主营业务收入构成表（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建材产品	1,563.81	60.63	25.63	1,827.92	61.17	28.10	2,204.07	64.02	31.25
装备制造	51.92	2.01	18.78	52.58	1.76	17.84	73.73	2.14	23.82
相关工程技术与服务	86.71	3.36	31.96	258.89	8.66	20.70	311.23	9.04	21.79
建材贸易与物流	617.38	23.94	2.64	745.64	24.95	3.29	751.15	21.82	3.51
其他	259.53	10.06	8.46	103.40	3.46	19.59	102.68	2.98	21.21
合计	2,579.34	100.00	18.47	2,988.43	100.00	20.79	3,442.86	100.00	23.88

资料来源：中国建材集团审计报告

注：其他业务主要包括地质勘探、矿产品等业务。

毛利率方面，2016~2018 年，受水泥等建材产品带动，中国建材集团的建材产品板块毛利率逐年提升，分别为 25.63%、28.10%和 31.25%。相关工程技术与服务板块毛利率分别为 31.96%、20.70%和 21.79%，2017 年由于工程承包项目毛利率有所下降，相关工程技术与服务毛利率较 2016 年下降 11.26 个百分点。2016~2018 年，建材贸易与物流板块毛利率分别为 2.64%、3.29%和 3.51%，维持较低水平。受上述因素影响，中国建材集团综合毛利率逐年上升，近三年分别为 18.47%、20.79%和 23.88%。

总体看，中国建材集团不断通过联合重组，已发展形成建材产品、装备制造、相关工程技术与服务、建材贸易与物流四大主板块。近年来，中国建材集团收入逐年增长，收入规模大，毛利率稳步提升。建材产品和建材贸易与物流为中国建材集团最主要的收入来源，建材产品板块对中国建材集团利润贡献度高。

建材产品板块

中国建材集团以中国建材、凯盛科技集团有限公司（由中建材玻璃公司更名而来，以下简称“凯盛科技”）为主体，开展战略性资源整合和结构调整，以新技术改造传统产业，以增量投入发展先进生产力，构建起实力雄厚的建材产业平台。

2018 年，中国建材集团建材产品板块实现收入 2,204.07 亿元，同比增长 20.58%。中国建材集团建材产品板块收入以水泥、熟料及混凝土收入为主。

①水泥及相关产品

水泥是中国建材集团建材产品板块中的核心产品，主要由下属子公司中国建材经营，2016~2018 年中国建材水泥板块分别实现收入 813.02 亿元、1,284.19 亿元和 1,593.60 亿元，水泥价格上涨推动水泥业务收入持续增长；中国建材水泥板块收入在其主营业务收入中占比均保持在 65%以上。目前，中国建材下属子公司中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥和原中国中材下属子公司天山股份、宁夏建材、甘肃祁连山、中材水泥是水泥板块的骨干企业。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；天山水泥销售网络覆盖新疆、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、陕西等地区，并确立了在宁夏地区的主导地位；甘肃祁连山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。

表8 中国建材集团主要水泥经营主体水泥、熟料、混凝土产销情况(单位:万吨、万立方米、元/吨、元/立方)

公司	产品	产销量	2016 年	2017 年	2018 年
中联水泥	水泥熟料	产量	10,885.00	11,046.30	10,899.54
		销量	6,700.48	6,701.20	6,502.70
		价格	202.48	269.64	338.20
	混凝土	产量	3,300.47	3,650.10	3,684.66
		销量	3,300.47	3,650.10	3,684.66
		价格	272.13	343.70	438.26
南方水泥	水泥熟料	产量	18,323.50	18,467.00	18,765.80
		销量	11,247.53	11,306.40	11,527.28
		价格	194.83	249.12	329.87
	混凝土	产量	3,646.80	4,151.10	4,751.94
		销量	3,646.80	4,151.10	4,751.94
		价格	293.64	345.40	324.10
北方水泥	水泥熟料	产量	3,342.40	2,902.70	2,427.51
		销量	2,237.09	1,833.20	1,543.03
		价格	249.32	307.97	324.94
	混凝土	产量	244.34	288.90	321.90
		销量	244.34	288.90	321.90
		价格	294.50	334	359.64
西南水泥	水泥熟料	产量	14,604.00	14,952.10	16,178.72
		销量	8,730.35	8,868.60	9,398.58
		价格	213.57	246.95	297.21
	混凝土	产量	124.66	133.30	130.84
		销量	124.66	133.30	130.84
		价格	258.95	295.00	330.27
中材水泥	水泥熟料	产量	4,506.17	2,155.20	4,052.22
		销量	2,797.87	2,739.80	2,463.36
		价格	199.38	244.79	336.70
	混凝土	产量	81.80	77.74	67.88
		销量	81.80	77.74	67.88
		价格	268.57	316.22	480.81
天山股份	水泥熟料	产量	3,155.53	3,655.63	3,004.74
		销量	1,916.83	2,288.55	1,946.16
		价格	222.57	272.79	350.18
	混凝土	产量	255.00	268.64	211.03
		销量	255.00	268.64	211.03
		价格	285.57	311.19	431.06
宁夏建材	水泥熟料	产量	2,753.97	2,800.18	2,401.12
		销量	1,575.05	1,567.69	1,389.00
		价格	194.5	235.73	254.64
	混凝土	产量	183.08	166.77	133.00
		销量	183.08	166.77	133.00
		价格	300.21	314.38	321.73
祁连山控	水泥熟料	产量	3,846.20	3,724.20	3,295.09
		销量	2,179.01	2,153.18	1,926.57

股	混凝土	价格	213.25	253.72	275.71
		产量	155.85	134.34	97.88
		销量	155.85	134.34	97.88
		价格	272.47	342.46	376.16
合计	水泥熟料	产量	61,793.02	60,106.60	61,470.19
		销量	37,591.09	37,679.02	36,898.30
	混凝土	产量	8,120.05	9,042.61	9,599.00
		销量	8,120.05	9,042.61	9,599.00

资料来源：联合评级通过公开资料搜集整理

从销售量来看，2016~2018 年，中国建材集团主要经营主体的水泥及熟料销量合计分别为 3.76 亿吨、3.77 亿吨和 3.69 亿吨，产销率分别为 60.83%、62.69%和 60.03%，产销率较低主要系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%左右。近三年，中国建材集团主要经营主体的商品混凝土销量合计分别为 0.81 亿立方米、0.90 亿立方米和 0.96 亿立方米，产销率均为 100%。

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，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，除南方水泥的混凝土价格小幅下降 6.17%外，其他产品价格均保持上涨，其中，中材水泥上升幅度最大，水泥熟料和混凝土价格分别较上年上升 33.75%和 52.05%，产品价格达到相对历史高位。

从销售对象来看，中国建材集团的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。

总体看，目前中国建材集团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。近年来中国建材集团主要经营主体的水泥熟料产量基本保持稳定；水泥熟料、混凝土实际产销率高；水泥熟料及混凝土产品价格持续上涨，并达到相对历史高位。

②玻璃纤维

玻璃纤维方面，主要由下属子公司中国巨石股份有限公司（以下简称“中国巨石”）和中材集团下属泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”）经营，另外，建材总院也有部分玻纤业务²。

中国巨石（由中国玻纤更名而来）是国内玻纤行业的龙头企业，玻璃纤维的产量、销量、出口量、技术、营销网络、管理等多项指标长期保持国内第一和世界领先。截至2018年末，中国巨石拥有十余条玻璃纤维窑拉丝生产线，年产能已经达到172万吨，主要分布在桐乡、成都、九江等生产基地，为世界最大的玻纤生产企业之一。其中，中国巨石自主设计与建设的年产12万吨无碱玻纤池窑生产线为目前世界上最大规模的单座无碱池窑生产线。大型玻纤生产基地在提升规模效应的同时，也有效提高了技术水平、降低了制造成本，更为稳定产品质量、提高中国巨石整体效率创造了条件。

截至2018年底，中国巨石资产总额为303.70亿元，所有者权益为145.80亿元，2018年实现营业收入100.32亿元，净利润23.85亿元。

总体看，中国建材集团下属子公司的玻璃纤维产能规模大，规模优势显著，具有较强竞争力。

③纸面石膏板

中国建材集团纸面石膏板业务主要由北新建材经营。北新建材是中国新型节能环保建材规模化生产和应用的引领者。截至 2018 年底，北新建材石膏板年产能 24.70 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 16.32 亿平方米、18.26 亿平方米和 18.83 亿平方米，逐年增长；

² 由于玻璃纤维是风力发电机叶片等公司其他产品的上游产品，部分玻璃纤维制品收入涉及内部抵消。

产能利用率分别为 76.55%、83.68%和 76.23%。受新增产能投产时间影响，2018 年石膏板产能利用率小幅下降。

表9 北新建材石膏板产销情况（单位：亿平方米、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产能	21.32	21.82	24.70
产量	16.32	18.26	18.83
销量	16.35	18.21	18.69
产能利用率	76.55	83.68	76.23
产销率	100.21	99.72	99.25

资料来源：联合评级通过公开资料搜集整理

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，北新建材石膏板业务经营稳定，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。

建材贸易与物流板块

中国建材集团的建材贸易与物流业务主要由中建材集团进出口公司、北新集团、中建材投资有限公司和中材进出口有限公司等子公司负责。中国建材集团进出口贸易业务涵盖建材产品、钢材、木材、矿产品、煤炭、建筑机械、机电产品、新能源产品等商品的贸易，大型成套装备出口及国际工程总包，以及电子商务等领域，与全球160多个国家和地区的客户建立长期稳定的合作关系，各类业务遍及五大洲。

2016~2018 年，中国建材集团的建材贸易与物流板块分别实现收入 617.38 亿元、745.64 亿元和 751.15 亿元，由于贸易行业的特点，该板块毛利率较低，分别为 2.64%、3.29%和 3.51%。

总体看，近年来，中国建材集团致力于调整收入结构，控制贸易与物流业务规模，提升产业盈利能力，建材贸易与物流板块收入逐年增长，毛利率有所提升，对中国建材集团收入和利润形成一定补充。

（4）财务分析

财务概况

中国建材集团提供的 2016~2018 年度财务报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“天职国际”）审计，并均出具了带强调事项段的无保留审计意见，强调事项为：截至 2016~2018 年底，中国建材集团均为中国巨石第一大股东，持有中国巨石股权比例均为 26.97%，中国巨石董事会由 9 人组成，其中中国建材集团派出董事 4 名，独立董事 3 名，第二大股东派出董事 2 名。中国巨石之董事长、监事会召集人和财务总监均由中国建材集团派出人员担任，中国建材集团认为对中国巨石拥有实际控制权，并将其纳入合并财务报表。

从合并范围看，2016 年，中国建材集团原二级子公司浙江三狮集团有限公司无偿划入二级子公司中建材资产管理公司、中国建材集团上海管理有限公司无偿划入二级子公司中建材联合投资有限公司；合并范围新增二级子公司中材集团，为同一控制下企业合并，中国建材集团对 2016 年初财务报表进行追溯调整。为增强数据可比性，财务分析部分 2015 年数据已追溯调整。截至 2016 年底，中国建材集团纳入合并范围二级子公司 11 家。2017 年，原二级子公司中国新型房屋集团有限公司

无偿划入二级子公司中建材资产管理公司，中国联合装备集团有限公司（以下简称“中国联合装备”）与二级子公司凯盛科技进行重组，中国建材集团以持有的中国联合装备 100% 股权对凯盛科技增资 6.56 亿元。截至 2018 年底，中国建材集团纳入合并范围二级子公司 10 家，较上年底增加 1 家，对数据可比性影响较小。整体看，中国建材集团近三年财务数据可比性强。

截至 2018 年底，中国建材集团合并资产总额 5,808.95 亿元，负债合计 4,165.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,643.92 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 409.01 亿元。2018 年，中国建材集团实现营业收入 3,478.46 亿元，净利润（含少数股东损益）135.40 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.59 亿元；中国建材集团经营活动产生的现金流量净额 585.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 -61.68 亿元。

资产质量

2016~2018 年，中国建材集团资产规模波动增长，年均复合增长 1.44%。截至 2018 年底，中国建材集团资产合计 5,808.95 亿元，较年初减少 1.81%，其中流动资产 2,447.44 亿元（占 42.13%），非流动资产 3,361.51 亿元（占 57.87%），资产结构以非流动资产为主。

①流动资产

2016~2018 年，中国建材集团流动资产波动减少，年均复合减少 1.52%。截至 2018 年底，中国建材集团流动资产合计 2,447.44 亿元，较年初减少 7.37%，主要系货币资金和预付款项减少所致；流动资产主要由货币资金（占 18.58%）、应收票据（占 10.68%）、应收账款（占 25.20%）、预付款项（占 10.02%）、其他应收款（占 7.97%）、存货（占 16.17%）构成。

2016~2018 年，中国建材集团货币资金逐年减少，年均复合减少 9.13%。截至 2018 年底，中国建材集团货币资金为 454.80 亿元，较年初大幅减少 16.60%，主要系偿还债务，银行存款和其他货币资金减少所致；从构成看，银行存款占 71.06%，其他货币资金占 28.60%，其他为少量库存现金。

2016~2018 年，中国建材集团应收票据波动增长，年均复合增长 13.55%。截至 2017 年底，中国建材集团应收票据 262.11 亿元，较年初大幅增长 29.28%，主要系中国建材集团结算中采用应收票据的比例提高所致。截至 2018 年底，中国建材集团应收票据为 261.40 亿元，较年初减少 0.27%。

2016~2018 年，中国建材集团应收账款波动减少，年均复合减少 4.57%。截至 2018 年底，中国建材集团应收账款账面价值为 616.73 亿元，较年初大幅减少 10.95%，主要系加大回款力度所致。截至 2018 年底，中国建材集团计提坏账准备 149.74 亿元，计提比例为 19.54%。整体上看，中国建材集团应收账款规模较大，对中国建材集团流动性造成一定影响。

2016~2018 年，中国建材集团预付款项波动减少，年均复合减少 8.40%。截至 2017 年底，中国建材集团预付款项 331.72 亿元，较年初大幅增长 13.52%，主要系中国建材集团生产经营规模扩大，预付材料款、工程款和设备款相应增加。截至 2018 年底，中国建材集团预付款项为 245.16 亿元，较年初大幅减少 26.10%，主要系加大了控制预付款项规模的力度，提高资金使用效率所致。

其他应收款主要为增值税退税款、政府补贴款、工程备用金、采购备用金等。2016~2018 年，中国建材集团其他应收款逐年减少，年均复合减少 16.16%。截至 2018 年底，中国建材集团其他应收款为 195.03 亿元，较年初大幅减少 23.25%，主要系对各种应收款项采取多种措施进行压控所致；中国建材集团共计提坏账准备 73.50 亿元，计提比例为 27.37%。中国建材集团其他应收款坏账准备计提较为充分，但对中国建材集团资金形成一定占用。

2016~2018 年，中国建材集团存货波动减少，年均复合减少 1.66%。截至 2018 年底，中国建材集团存货账面价值为 395.77 亿元，较年初减少 9.22%。从存货账面余额构成看，主要为原材料（占 29.96%）、自制半成品及在产品（占 14.27%）、库存商品（占 45.11%），中国建材集团共计提存

货跌价准备 10.19 亿元，计提比例 2.51%，考虑建材产品及原材料价格存在波动性，中国建材集团存货可能面临一定跌价风险。

②非流动资产

2016~2018 年，中国建材集团非流动资产逐年增长，年均复合增长 3.78%。截至 2018 年底，中国建材集团非流动资产合计 3,361.51 亿元，较年初增长 2.68%；非流动资产主要由固定资产（占 57.37%）、在建工程（占 7.33%）、无形资产（占 10.18%）、商誉（占 13.5%）构成。

2016~2018 年，中国建材集团固定资产基本保持稳定。截至 2018 年底，中国建材集团固定资产账面价值为 1,928.35 亿元，较年初增长 0.08%。截至 2018 年底，中国建材集团固定资产账面原值为 3,096.73 亿元，累计计提折旧 1,078.31 亿元，累计计提减值准备 90.07 亿元，固定资产成新率 62.27%。从构成看，中国建材集团固定资产主要为房屋及建筑物（占 50.05%）和机器设备（占 43.02%）。

中国建材集团在建工程主要为下属公司的水泥新建或技改工程、玻璃纤维新建或技改工程、玻璃基板升级改造等。2016~2018 年，中国建材集团在建工程逐年增长，年均复合增长 28.25%。截至 2018 年底，中国建材集团在建工程账面价值为 249.25 亿元，较年初大幅增长 33.02%，其中西南水泥、南方水泥、中联水泥和北新建材的在建工程规模较大，账面价值分别为 28.52 亿元、19.45 亿元、16.21 亿元和 20.66 亿元。

2016~2018 年，中国建材集团无形资产逐年增长，年均复合增长 5.31%。截至 2017 年底，中国建材集团无形资产账面价值为 337.84 亿元，较年初增长 9.45%，主要系土地使用权增加所致。截至 2018 年底，中国建材集团无形资产账面价值为 342.31 亿元，较年初增长 1.32%；无形资产构成以土地使用权（占 70.98%）为主；累计摊销 99.29 亿元，累计计提减值准备 5.75 亿元。

中国建材集团商誉主要源自水泥、商混等板块经营过程中的企业合并等事项。2016~2018 年，中国建材集团商誉波动增长，年均复合增长 0.34%。截至 2018 年底，中国建材集团商誉为 453.93 亿元，规模较大；中国建材集团累计计提 36.95 亿元商誉减值准备，存在一定减值风险。

总体看，近年来，中国建材集团资产规模波动增长，资产结构中非流动资产占比相对较高，且保持相对稳定；现金类资产规模较大，资产流动性较好，但应收类款项对中国建材集团资金形成一定占用；非流动资产以固定资产、无形资产和商誉为主，存在一定的商誉减值风险，资产质量尚可。

负债及所有者权益

2016~2018 年，中国建材集团负债规模波动减少，年均复合减少 0.63%。截至 2018 年底，中国建材集团负债规模合计 4,165.03 亿元，较年初减少 4.30%，其中流动负债 2,934.21 亿元（占 70.45%），非流动负债 1,230.82 亿元（占 29.55%），负债结构以流动负债为主。

①流动负债

2016~2018 年，中国建材集团流动负债波动减少，年均复合减少 4.35%。截至 2018 年底，中国建材集团流动负债合计 2,934.21 亿元，较年初减少 9.51%，主要系短期借款减少所致；流动负债主要由短期借款（占 30.22%）、应付票据（占 7.83%）、应付账款（占 15.45%）、其他应付款（占 9.17%）、一年内到期的非流动负债（占 12.80%）、其他流动负债（占 12.45%）构成。

2016~2018 年，中国建材集团短期借款逐年减少，年均复合减少 14.82%，主要系融资需求降低所致。截至 2018 年底，中国建材集团短期借款为 886.85 亿元，较年初大幅减少 25.04%，主要由保证借款（占 53.42%）和信用借款（占 42.12%）构成。

2016~2018 年，中国建材集团应付票据波动增长，年均复合增长 3.91%。截至 2017 年底，中国建材集团应付票据为 280.65 亿元，较年初大幅增长 31.86%，主要系中国建材集团采取票据支付结算的情况增加所致。截至 2018 年底，中国建材集团应付票据为 229.81 亿元，较年初大幅减少 18.12%，

主要系采用银行承兑汇票支付供应商的付款方式减少所致；其中银行承兑汇票占 93.64%。

2016~2018 年，中国建材集团应付账款波动增长，年均复合增长 0.59%，变化不大。截至 2018 年底，中国建材集团应付账款为 453.31 亿元；从账龄看，1 年以内占 77.65%、1~2 年占 8.76%、2~3 年占 3.91%、3 年以上占 9.68%。

中国建材集团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收取分包商的履约保证金及其他安全保证金等。2016~2018 年，中国建材集团其他应付款逐年增长，年均复合增长 29.12%。截至 2018 年底，中国建材集团其他应付款为 268.96 亿元，较年初大幅增长 22.49%。

2016~2018 年，中国建材集团一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 9.11%。截至 2018 年底，中国建材集团一年内到期的非流动负债为 375.48 亿元，较年初增长 9.99%，主要系一年内到期的应付债券增加所致；主要由一年内到期的长期借款 161.34 亿元、一年内到期的应付债券 154.17 亿元构成。

2016~2018 年，中国建材集团其他流动负债逐年减少，年均复合减少 14.50%，主要系偿还短期应付债券所致。截至 2018 年底，中国建材集团其他流动负债为 365.40 亿元，较年初减少 5.48%；主要为中国建材集团存续期内的短期应付债券（占 99.30%）。

②非流动负债

2016~2018 年，中国建材集团非流动负债逐年增长，年均复合增长 10.36%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2018 年底，中国建材集团非流动负债合计 1,230.82 亿元，较年初大幅增长 10.93%；非流动负债主要由长期借款（占 42.08%）、应付债券（占 39.40%）、长期应付款（占 11.41%）构成。

2016~2018 年，中国建材集团长期借款逐年增长，年均复合增长 18.84%，主要系调整债务结构所致。截至 2018 年底，中国建材集团长期借款为 517.91 亿元，较年初大幅增长 18.02%；主要由保证借款（占 47.34%）和信用借款（占 46.96%）构成。

2016~2018 年，中国建材集团应付债券逐年增长，年均复合增长 12.84%。截至 2018 年底，中国建材集团应付债券为 484.98 亿元，较年初大幅增长 21.29%，主要系下属子公司 2018 年度新发行债券规模较大所致。

中国建材集团长期应付款主要由融资租赁应付款构成。2016~2018 年，中国建材集团长期应付款逐年减少，年均复合减少 12.73%。截至 2018 年底，中国建材集团长期应付款为 140.46 亿元，较年初大幅减少 23.07%，主要系部分融资租赁款转为一年内到期所致。

2016~2018 年，中国建材集团全部债务波动下降，年均复合减少 2.91%。截至 2018 年底，中国建材集团全部债务 2,998.33 亿元，较年初减少 6.58%，主要系短期借款减少所致。其中短期债务为 1,854.98 亿元（占 61.87%），长期债务为 1,143.35 亿元（占 38.13%），短期债务占比较上年下降 6.31 个百分点，负债结构仍以短期债务为主。2016~2018 年，中国建材集团资产负债率分别为 74.72%、73.56%和 71.70%，逐年下降；全部债务资本化比率分别为 69.03%、67.24%和 64.59%，逐年下降；长期债务资本化比率分别为 39.51%、39.51%和 41.02%，债务结构略有优化。

总体看，近年来，中国建材集团债务规模波动下降，整体债务负担仍较重。2018 年，长期债务占比提高，债务结构有所改善。

③所有者权益

2016~2018 年，中国建材集团所有者权益逐年增长，年均复合增长 7.34%，主要系少数股东权益增加及利润留存所致。截至 2018 年底，中国建材集团所有者权益合计 1,643.92 亿元，较年初增长

5.12%，其中归属于母公司的所有者权益占 28.35%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 41.90%）、其它权益工具（占 12.11%）和未分配利润（占 42.01%）构成。少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性有待改善。

总体看，近年来，中国建材集团所有者权益规模较大且呈逐年增长趋势，但归属于母公司的所有者权益占比较低，权益结构稳定性有待提高。

盈利能力

2016~2018 年，中国建材集团营业总收入逐年增长，年均复合增长 15.40%，主要系水泥价格持续走高所致。2016~2018 年，中国建材集团营业利润分别为 30.20 亿元、139.96 亿元和 208.46 亿元，水泥等建材产品价格大幅上涨带动中国建材集团营业利润提升；中国建材集团实现净利润分别为 50.04 亿元、100.24 亿元和 135.40 亿元。

从期间费用看，2016~2018 年，中国建材集团期间费用分别为 415.47 亿元、450.89 亿元和 483.57 亿元，年均复合增长 7.88%。中国建材集团销售费用分别为 111.46 亿元、124.04 亿元和 137.24 亿元；管理费用分别为 166.83 亿元、155.04 亿元和 163.43 亿元；财务费用分别 137.19 亿元、149.27 亿元和 145.92 亿元。2018 年，中国建材集团销售费用、管理费用、财务费用分别占期间费用的 28.38%、33.80%和 30.18%。2016~2018 年，中国建材集团费用收入比分别为 15.90%、14.93%和 13.90%，逐年下降，费用控制能力尚可。

2016~2018 年，中国建材集团计提的资产减值损失分别为 32.56 亿元、48.61 亿元和 101.13 亿元，逐年增长，主要系当期对固定资产、商誉确认减值损失规模较大所致；资产减值损失规模大，侵蚀中国建材集团利润。中国建材集团确认的投资收益分别为 12.07 亿元、11.13 亿元和 19.64 亿元，规模较大。2016~2018 年，中国建材集团营业外收入、其他收益合计金额分别为 54.40 亿元、50.21 亿元和 42.03 亿元，其占利润总额的比重分别为 71.78%、33.24%和 20.34%，主要为政府补助，政府补助对中国建材集团利润影响较大。

从盈利指标看，2016~2018 年，中国建材集团营业利润率分别为 17.87%、20.07%和 22.92%，总资本收益率分别为 4.22%、5.27%和 6.08%，中国建材集团总资产报酬率分别为 3.89%、5.16%和 6.10%，净资产收益率为 3.58%、6.70%和 8.44%。整体看，中国建材集团盈利能力较强。

整体看，近年来，受水泥等建材产品价格上涨明显影响，中国建材集团营业总收入和净利润均保持逐年增长，且规模较大；虽然资产减值损失规模较大，侵蚀中国建材集团利润，但中国建材集团整体盈利能力仍较强。

现金流

从经营活动看，2016~2018 年，中国建材集团经营活动现金流入分别为 2,917.18 亿元、3,346.92 亿元和 4,121.22 亿元，年均复合增长 18.86%。中国建材集团经营活动现金流动主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2016~2018 年，中国建材集团经营活动现金流出分别为 2,644.02 亿元、3,072.84 亿元和 3,535.77 亿元，年均复合增长 15.64%。综上影响，2016~2018 年，中国建材集团经营活动现金净额分别为 273.16 亿元、274.09 亿元和 585.45 亿元。2016~2018 年，中国建材集团现金收入比率分别为 105.76%、105.75%和 115.38%，中国建材集团收入实现质量高。

从投资活动来看，2016~2018 年，中国建材集团投资活动现金流入分别为 138.95 亿元、394.32 亿元和 240.65 亿元，波动减少。2016~2018 年，中国建材集团投资活动现金流出分别为 351.74 亿元、551.85 亿元和 528.37 亿元。综上影响，2016~2018 年，中国建材集团投资活动现金净额分别为-212.79 亿、-157.53 亿元和-287.72 亿元，持续较大规模净流出。中国建材集团仍有较多水泥新建或技改工程、玻璃纤维新建或技改工程等在建工程，未来资本性支出仍将维持在一定水平。

从筹资活动来看, 2016~2018 年, 中国建材集团筹资活动现金流入分别为 2,959.49 亿元、2,863.07 亿元和 2,629.05 亿元, 年均复合减少 5.75%; 中国建材集团筹资力度很大, 筹资活动多元化。2016~2018 年, 中国建材集团筹资活动现金流出分别为 2,993.33 亿元、3,015.01 亿元和 2,992.89 亿元。综上所述影响, 2016~2018 年, 中国建材集团筹资活动现金净额分别为-33.84 亿元、-151.94 亿元和-363.84 亿元, 持续净流出, 且规模逐年扩大, 随着中国建材集团主要业务水泥板块的联合重组规模下降, 重组资金需求减少。

总体看, 近年来, 中国建材集团经营活动净流入保持较高规模, 经营获现能力强, 收入实现质量高; 投资活动持续较大规模净流出; 考虑到中国建材集团仍维持一定资本支出规模以及未来偿债需求, 中国建材集团存在一定的外部融资需求。

偿债能力

从短期偿债指标看, 2016~2018 年, 中国建材集团流动比率分别为 0.79 倍、0.81 倍和 0.83 倍, 速动比率分别为 0.66 倍、0.68 倍和 0.70 倍, 现金短期债务比分别为 0.35 倍、0.38 倍和 0.43 倍, 上述指标均逐年上升。整体看, 中国建材集团短期偿债压力较大, 短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标来看, 2016~2018 年, 中国建材集团 EBITDA 分别为 369.97 亿元、445.40 亿元和 515.36 亿元, 逐年增长, 主要系利润总额增加所致。中国建材集团 2018 年 EBITDA 主要由利润总额(占 40.10%)、计入财务费用的利息支出(占 29.26%)、折旧(占 25.20%)构成。2016~2018 年, 中国建材集团 EBITDA 全部债务比分别为 0.12 倍、0.14 倍和 0.17 倍, 中国建材集团 EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看, 中国建材集团长期偿债能力指标表现尚可。

总体看, 中国建材集团短期偿债能力指标表现一般, 长期偿债能力指标表现尚可。考虑到中国建材集团作为全国最大的综合性建材产业集团, 资产规模大, 技术水平先进, 在行业地位、市场认可度等方面具备优势, 中国建材集团整体偿债能力极强。

3. 债权保护效果分析

以 2018 年底财务数据测算, 本期债券发行规模(12 亿元)占担保方中国建材集团资产总额的 0.21%, 占所有者权益总额的 0.73%, 整体占比极低; 2018 年, 中国建材集团 EBITDA 为本期债券发行规模(12 亿元)的 42.95 倍, 中国建材集团 EBITDA 对本期债券的保护程度高。2018 年中国建材集团经营活动产生的现金流入为 4,121.22 亿元, 为本期公司债券发行额度(12 亿元)的 343.44 倍, 中国建材集团经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高; 2018 年中国建材集团经营活动现金流量净额为 585.45 亿元, 为本期公司债券发行额度(12 亿元)的 48.79 倍, 对本期债券的覆盖程度高。

总体看, 中国建材集团的担保对于本期债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

十、综合评价

联合评级对北新集团的评级反映了公司作为中国建材集团“新型房屋”产业的主要经营主体, 具有资产质量高、债务负担轻、长期股权投资收益规模大、股东实力雄厚等优势。公司重要联营企业中国建材产销规模大、行业地位高、盈利能力强。同时, 联合评级关注到公司贸易业务毛利率较低、新型房屋国内市场接受度不高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

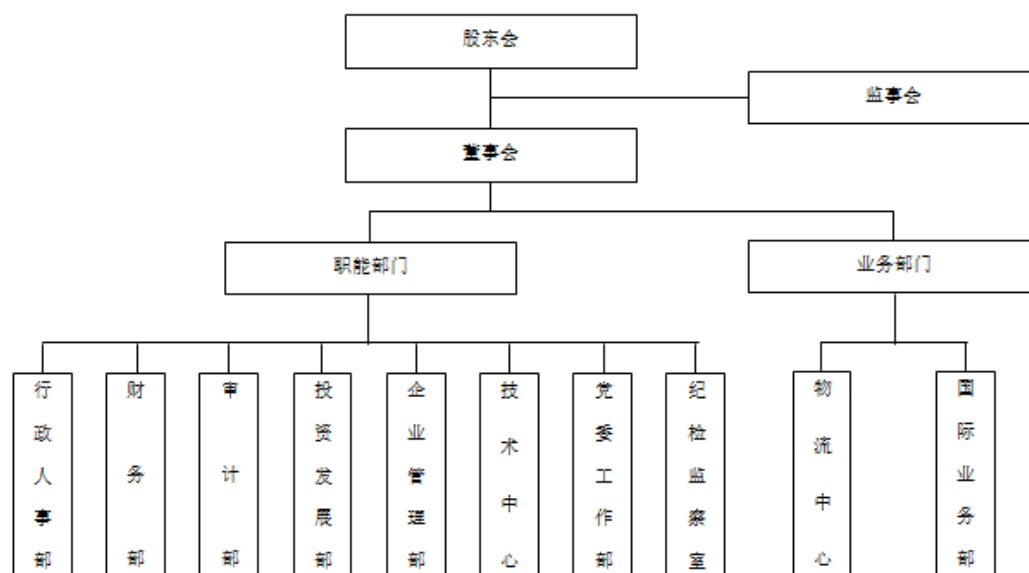
未来, 随着新型房屋在国内市场接受度的提升以及公司房屋板块业务的开拓, 公司的竞争实力有望增强。同时, 2018 年 5 月, 中国建材与中材股份合并后, 中国建材全球竞争力进一步增强, 未来公司投资收益有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由中国建材集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中国建材集团作为全国

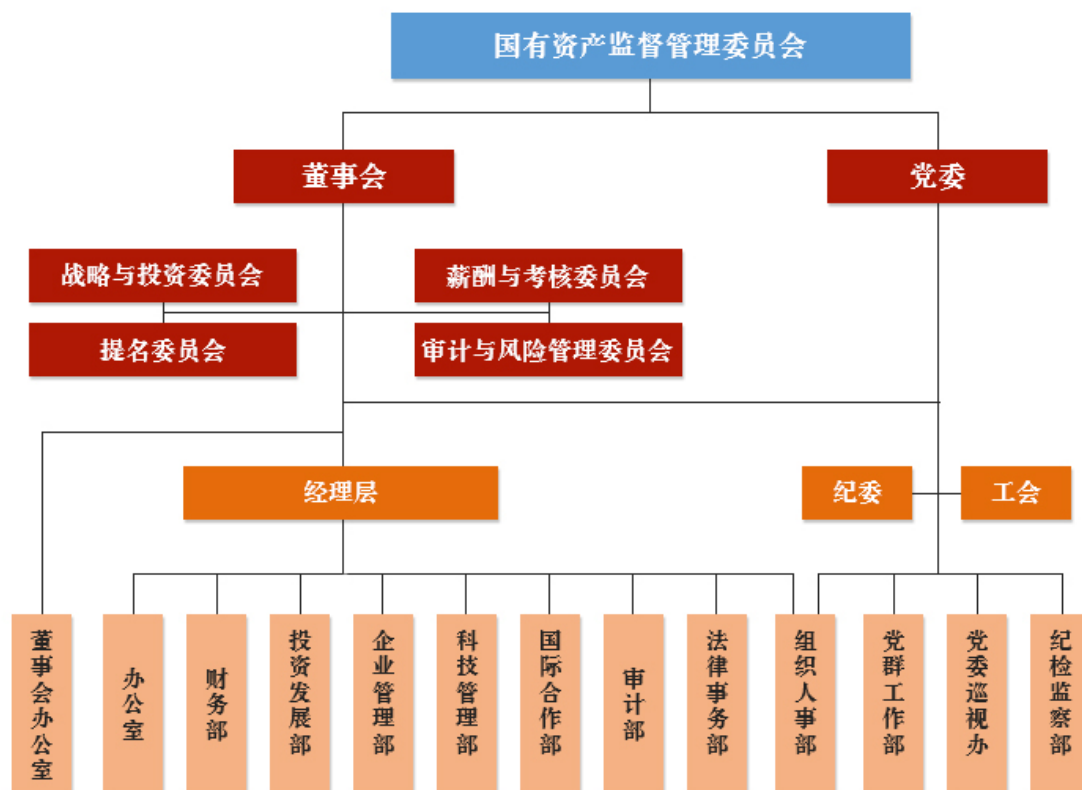
最大的综合性建材产业集团，在水泥、玻璃纤维和复合材料方面均具有显著竞争优势，运营状况佳，盈利水平很高。中国建材集团所提供的担保能够显著提升本期债券的信用水平。

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

附件 1 北新建材集团有限公司 组织机构图



附件 2 中国建材集团有限公司 组织结构图



附件 3 北新建材集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	141.26	151.24	168.20	176.64
所有者权益（亿元）	108.38	121.08	136.28	140.07
短期债务（亿元）	15.68	12.72	14.93	21.33
长期债务（亿元）	7.00	7.00	7.00	7.00
全部债务（亿元）	22.68	19.72	21.93	28.33
营业收入（亿元）	70.81	78.42	100.45	31.15
净利润（亿元）	3.50	10.18	15.16	1.77
EBITDA（亿元）	4.71	11.45	16.60	--
经营性净现金流（亿元）	0.99	-0.48	0.82	-0.67
应收账款周转次数（次）	39.48	41.30	49.19	--
存货周转次数（次）	8.96	10.08	12.90	--
总资产周转次数（次）	0.50	0.54	0.63	--
现金收入比率（%）	120.30	111.20	115.79	121.05
总资本收益率（%）	3.41	8.16	10.82	--
总资产报酬率（%）	3.17	7.65	10.22	--
净资产收益率（%）	3.26	8.87	11.78	--
营业利润率（%）	2.12	2.14	2.17	1.76
费用收入比（%）	3.47	3.53	3.03	2.47
资产负债率（%）	23.28	19.94	18.98	20.71
全部债务资本化比率（%）	17.31	14.00	13.86	16.82
长期债务资本化比率（%）	6.07	5.47	4.89	4.76
EBITDA 利息倍数（倍）	5.22	12.61	16.17	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.58	0.76	--
流动比率（倍）	0.68	0.72	0.79	0.77
速动比率（倍）	0.38	0.38	0.48	0.45
现金短期债务比（倍）	0.24	0.31	0.26	0.17
经营现金流动负债比率（%）	3.90	-2.09	3.35	-2.30
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.39	0.95	1.38	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2019 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 4 中国建材集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	5,644.90	5,915.95	5,808.95
所有者权益（亿元）	1,426.87	1,563.89	1,643.92
短期债务（亿元）	2,248.50	2,188.41	1,854.98
长期债务（亿元）	931.99	1,021.28	1,143.35
全部债务（亿元）	3,180.48	3,209.69	2,998.33
营业收入（亿元）	2,613.01	3,021.18	3,480.02
净利润（亿元）	50.04	100.24	135.40
EBITDA（亿元）	369.97	445.40	515.36
经营性净现金流（亿元）	273.16	274.09	585.45
应收账款周转次数（次）	3.45	3.84	4.44
存货周转次数（次）	5.06	5.56	6.24
总资产周转次数（次）	0.47	0.52	0.59
现金收入比率（%）	105.76	105.75	115.38
总资本收益率（%）	4.22	5.27	6.08
总资产报酬率（%）	3.89	5.16	6.10
净资产收益率（%）	3.58	6.70	8.44
营业利润率（%）	17.87	20.07	22.92
费用收入比（%）	15.90	14.92	13.90
资产负债率（%）	74.72	73.56	71.70
全部债务资本化比率（%）	69.03	67.24	64.59
长期债务资本化比率（%）	39.51	39.51	41.02
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	2.96	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.14	0.17
流动比率（倍）	0.79	0.81	0.83
速动比率（倍）	0.66	0.68	0.70
现金短期债务比（倍）	0.35	0.38	0.43
经营现金流动负债比率（%）	8.52	8.45	19.95
EBITDA/本期发债额度（倍）	30.83	37.12	42.95

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。3、中国建材集团其他流动负债中的短期应付债券已计入短期债务，长期应付款已计入长期债务，并进行相关指标的计算。

附件 5 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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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/本次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/本次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

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 6 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 北新建材集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（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，在每年北新建材集团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。

北新建材集团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。北新建材集团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北新建材集团有限公司的相关状况，如发现北新建材集团有限公司或本次（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。

如北新建材集团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，可宣布信用等级暂时失效，直至北新建材集团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北新建材集团有限公司、监管部门等。

