

信用等级公告

联合[2016]2366 号

联合资信评估有限公司通过对中国建材股份有限公司及其拟发行的 2016 年度第四期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

中国建材股份有限公司

主体长期信用等级为

AAA

中国建材股份有限公司

2016 年度第四期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

中国建材股份有限公司

2016 年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

还本付息方式: 在第5个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途: 偿还银行借款和信用债

评级时间: 2016 年 10 月 9 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
现金类资产(亿元)	182.74	256.92	257.35	354.14
资产总额(亿元)	2917.15	3163.21	3294.13	3469.54
所有者权益(亿元)	535.95	669.96	734.80	732.67
短期债务(亿元)	1223.76	1566.76	1594.26	1694.47
长期债务(亿元)	647.20	467.75	475.45	549.95
全部债务(亿元)	1870.96	2034.51	2069.70	2244.42
营业收入(亿元)	1195.36	1239.62	1020.47	449.34
利润总额(亿元)	106.03	115.53	41.05	12.66
EBITDA(亿元)	170.58	187.75	118.12	--
经营性净现金流(亿元)	116.56	151.69	83.02	24.88
营业利润率(%)	25.81	27.53	24.89	26.02
净资产收益率(%)	15.51	12.94	3.80	--
资产负债率(%)	81.63	78.82	77.69	78.88
全部债务资本化比率(%)	77.73	75.23	73.80	75.39
流动比率(%)	54.80	55.59	58.30	62.45
经营现金流动负债比(%)	6.90	7.64	4.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.97	10.84	17.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.51	1.74	1.29	--

注: 1、2016 年 1~6 月财务数据未经审计; 2、本报告已将其其他流动负债中除短期融资券、超短期融资券以外的预提费用剔除, 已将长期应付款中非付息部分剔除; 3、所有者权益中包含 49.55 亿元永续中票。

分析师

王兴萍 付晓林

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: [Http: //www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

评级观点

中国建材股份有限公司(以下简称“公司”)为中国最大的建材生产企业, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司近年通过结构调整及联合重组, 经营规模持续扩大; 水泥产品、轻质建材、玻璃纤维及复合材料和工程服务业务均居国内龙头地位, 公司水泥产品、商品混凝土和石膏板产能均居于世界第一位, 风机叶片产能居于中国第一位, 玻璃纤维产能居于世界领先地位, 同时公司是中国最大的玻璃和水泥工程服务提供商, 市场竞争优势显著。同时联合资信也关注到水泥行业总体产能过剩以及建材行业竞争加剧; 公司债务负担重、债务结构有待改善等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

随着公司水泥产能布局的基本完成, 公司减少大规模联合重组, 未来投资有所放缓。公司未来将继续立足建材产业相关板块, 以提升发展效益、实现各板块优化升级为目标, 有望实现稳健经营。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据赎回日不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 公司是中国最大的建材生产企业, 各类建材产品均占据突出的行业地位, 市场竞争力强。

2. 通过业务布局和整合,公司各板块业务协同发展,产业链优势突出,在行业内构建起综合业务服务平台。
3. 公司 EBITDA 及经营性现金流规模大,对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 中国建材行业面临水泥等产品产能过剩、原材料价格波动以及竞争加剧的风险。
2. 公司债务负担重,且以短期债务为主,债务结构有待改善;同时具有一定短期支付压力。
3. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国建材股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国建材股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国建材股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国建材股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国建材股份有限公司 2016 年度第四期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回时到期有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国建材股份有限公司

2016 年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”或“公司”）系 2005 年 3 月依法设立的股份有限公司，由中国建筑材料集团公司（以下简称“中建材集团”）为主发起人，联合北新建材（集团）有限公司（以下简称“北新建材”）、中建材集团进出口公司、中国信达资产管理股份有限公司和中国建筑材料科学研究总院，以中国建筑材料及设备进出口公司为主体整体改制设立而成。设立时，公司注册资本为人民币 138776.00 万元，划分为 138776 万股，每股面值人民币 1 元。2006 年 2 月，公司首次在国外公开发行了 752334000 股 H 股，并于 2006 年 3 月获准在香港联交所主板上市。历经多次股权结构和股本变更，截至 2016 年 6 月底，公司注册资本变更为 53.99 亿元。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司经营范围包括：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）。

截至 2016 年 6 月底，公司内设行政人事部、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。公司纳入合并范围的二级子公司有 9 家，业务涉及水泥

产品、轻质建材、复合材料、玻璃及水泥工程设计等业务板块。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 3294.13 亿元，所有者权益合计为 734.80 亿元（含少数股东权益 215.07 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 1020.47 亿元，利润总额 41.05 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司合并资产总额为 3469.54 亿元，所有者权益合计为 732.67 亿元（含少数股东权益 215.07 亿元）。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 449.34 亿元，利润总额 12.66 亿元。

公司注册地址：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、本期债券概况

公司计划发行额度 20 亿元的 2016 年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），募集资金中 5 亿元拟用于偿还银行贷款、15 亿元拟用于偿还信用债。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，应于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用浮动利率计息方式。在本期中期票据前 5 个计息年度的

票面利率为初始基准利率¹加上初始利差；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在本期中期票据第 5 个和其后每个付息日不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司：（1）向普通股股东分红；（2）向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付；（3）减少注册资本，则公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红或向偿付顺

序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本行为。如果公司发生强制付息事件时仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年度开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AAA 企业与 AA⁺企业发行 5 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除发生向普通股股东分红或向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

首先，公司作为大型央企的子公司，近三年国有资本收益上缴情况良好。其次，公司作为中国最大的建材生产企业，综合实力极强，近三年持续盈利，且随着公司“增效降债”战略的推进，公司盈利能力有望保持稳健。总体看，从历史国有资本收益缴纳情况及公司盈利的可持续性两方面考虑，公司未来持续缴纳国有资本收益的可能性很大，公司本期中期票据递延利息支付可能性很小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 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%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

²当期基准利率为票面利率重置日前 5 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%）。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%。整体看，2015 年中国基础设施投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。2016 年 1~6 月，中国产业结构调整持续推进，其中，第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体较为平稳。同期，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。2016 年 1~6 月，中国社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核

心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。贸易方面，2016 年 1~6 月，中国进出口总值 1.7 万亿美元，同比下降 8.8%，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差 2571 亿美。此外，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年底，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年底高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，

同比增长 15.2%，比上年底高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016 年上半年，我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，我国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。

四、行业及区域经济环境

公司所属行业主要包括建材行业，主营业务涉及水泥、玻璃纤维以及石膏板等的生产经营。

1. 建材行业发展概况

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。

2015 年，建材工业面对产能严重过剩、市场需求不旺、下行压力加大的严峻形势，行业经济运行趋于下行但总体企稳。

2015 年，规模以上建材企业完成主营业务收入 7.3 万亿元，同比增长 3.3%，增速同比降低 6.8 个百分点，其中，水泥制造业 8897 亿元，同比降低 9.4%，增速同比下降了 10.3 个百分点；

规模以上建材企业实现利润总额 4492 亿元，同比降低 6.9%，其中，水泥行业实现利润 330 亿元，同比下降 58%；平板玻璃行业实现利润 12 亿元，同比下降 12.4%。尽管建材行业中玻璃纤维、隔热材料、卫生陶瓷等行业利润保持较快增长，其中玻璃纤维行业增速高达 18%，但仍难填补水泥行业巨大的下降空间。

综合来看，2015 年建材工业经济运行之所以能够“降中有升”、“稳中有好”，主要得益于：一是化解过剩产能成效初显。水泥和平板玻璃行业投资增速持续下降，在各子行业中，水泥退居第五位，全年不足 1000 亿元，平板玻璃位居第十三，有效减缓了效益下滑。二是技术进步明显加快。脱硫、脱硝、除尘等在业内加速推进，水泥窑协同处置城市垃圾和产业废弃物发展势头良好，智能制造、两化融合加快进行，带动行业运营成本下降。三是新兴产业发展提速。精细陶瓷、闪烁晶体、耐高压复合材料等高附加值产品日趋成熟，水泥制品、轻质建材、隔热隔音、技术玻璃等新兴产业持续保持 10% 以上快速增长。

2016 年开年，随着全国固定资产投资增速放缓、房地产投资占比继续降低，传统建材行业消费需求不容乐观，与基础设施建设相关的水泥、砖瓦、砌块等消费均有所下降。整体来看，2016 年建材工业机遇与挑战并存。一方面，城镇化和工业化良性互动，“一带一路”、京津冀一体化、长江经济带等重大战略实施，基础设施建设投入加大，各项改革措施红利的释放，为建材行业创造着持续发展空间。另一方面，由于国民经济发展步入新常态，主要靠投资拉动的建材市场需求增长将非常有限。

2. 水泥行业

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。

市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比

较高，受宏观经济影响显著，近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。同时，由于水泥不能长期储存，运输半径较小，水泥产销率一直保持较高水平，水泥库存比较低。

2013年受“稳增长”政策的提振，尤其是3月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，2013年水泥产量24.2亿吨，同比增长10.55%，增速比2012年提升4.69个百分点；销量23.89亿吨，同比增长10.54%。

2014年全年水泥产量为24.76亿吨，同比增长1.8%，增速显著放缓；2014年，全国累计销售水泥24.47亿吨，较2013年增长2.43%。

2015年受固定资产投资增速大幅下滑的影响，全年水泥产量23.48亿吨，同比下降5.18%，是自1991年以来中国水泥产量首次出现负增长。

2016年1~4月，房地产开发投资和基础设施建设投资恢复性增长拉动水泥需求回升，全国水泥产量累计6.59亿吨，同比增长3.20%，其中，华东地区、华北地区是主要产量上涨区域。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%。2013年以来，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近三年，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2015年全国新增投产水泥熟料生产线共有31条，合计年度新增熟料产能4712万吨，比2014年减少2319万吨，已经连续三年新增产能呈递减趋势。

截至2015年底，全国新型干法水泥生产线累计1764条（去除部分2015年已拆除生产线），设计熟料产能达18.1亿吨，实际年熟料产能达到20亿吨，累计产能比上年增长2%。由于2015年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015

年水泥熟料实际产能富余量超过6亿吨。

2015年，从水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑15.77%；其次是华北地区，水泥产量同比也大幅下滑14.60%；西北和华东地区产量也有一定程度的下滑，同比分别下降7.19%和8%；中南地区产量仅有小幅下滑，同比下降1.72%；西南地区表现较好，是全国唯一累计产量为正增长的区域，同比增长1.30%。

2015年以来水泥下游需求的景气逐季走低，一直延续到2016年2月，3月份在全国固定资产投资底部回升趋势下，需求呈现反弹，使得3月份全国水泥产量同比增长24%，是自2014年8月份以来首次同比正增长。2016年1~4月，水泥产量与去年同期相比，北方地区出现分化走势，受益于下游需求逐步回暖，华北保持两位数的高速增长，同比增长11.26%，西北基本持平，同比增长0.29%，东北市场未见好转，同比下降3.75%，成为各大水泥区域市场中唯一下滑的区域；南方地区，西南保持较好的增长水平，同比增长5.34%，华东和中南地区呈现小幅增长，同比分别增长2.32%和2.25%。

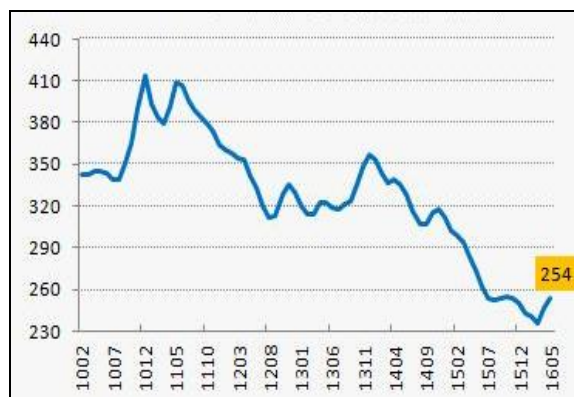
根据近5年全国熟料产能利用率的情况看，2015年为同期最低水平，仅为67%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的占比下降到只有3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

图1 2010~2016年5月全国水泥月度价格走势
(单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网

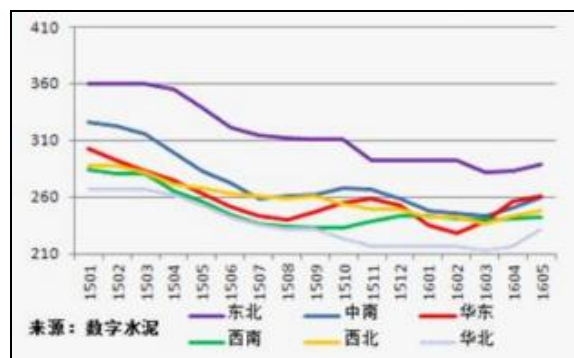
受经济形势低迷的影响,近年来水泥价格不断下滑。2013年上半年全国水泥平均价格处于金融危机以来的低位,四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下,全国水泥均价持续上行至全年最高价,接近2009年底水平;四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业2013年获利的关键。

2014年,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。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看,前8个月从380元/吨的高位持续下降至8月底最低位的325元/吨,四季度虽然季节性表现出反弹行情,但反弹力度明显较弱,且12月份受季节性因素影响,水泥价格又有短暂回调。

2015年,在产能过剩和下游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。截至2015年12月31日,中国水泥价格指数降至79.25,价格走势与水泥行业景气度保持一致。

2016年1~5月,水泥价格呈波动增长趋势,一季度行业淡季之后,随着下游房地产和基建需求开始明显恢复,水泥价格开始回升,截至2016年5月底,中国水泥价格指数回升至83.80,较2015年底增长5.74%。

图2 2015~2016年5月分区域水泥价格走势
(单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网

从区域水泥价格方面看,2015年,华北、西北、东北地区价格持续下跌,西南、华东、中南地区虽二、四季度有小幅反弹行情,但力度微弱,全年同比大幅下滑,其中,西南区域贵州省受新增产能释放影响,价格出现暴跌;由于2014年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重,华东地区多数企业“以价换量”,价格大幅下滑,在第三季度甚至一度跌至六大区域中的最低水平;华北地区水泥价格已在底部的区域,但依旧持续下滑,主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。

2016年1~2月,全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势,3月份市场需求增长和生产随着错峰停产或春季停窑检修结束恢复,华东地区引领全国水泥价格开始触底反弹,西北的陕西、新疆,东北的辽宁、西南的贵州及中南的河南部分地区价格也出现上调,华北地区价格仍然疲软。4月以后,北方地区随着气温的回升需求开始明显恢复,华北地区领涨全国水泥价格,南方地区涨势逐渐消退,华东部分地区开始出现价格下行走势,从全国平均价格来看仍保持上涨趋势。根据Wind资讯数据显示,截至2016年5月27日,华北、东北、西北、华东、西南和中南地区PO42.5水泥均价分别为244.00元/吨、318.33元/吨、285.00元/吨、277.14元/吨、282.50元/吨和286.67元/吨,较2015年底变动率分别为-1.61%、4.37%、7.95%、7.48%、5.61%和2.69%。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。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、房地产投资回暖、国内基础设施建设加快对水泥需求的拉动及大型水泥企业的重大重组，水泥价格有望得到回升，2016年，区域龙头企业对行业的整合力度不断加大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。预计2016年全年水泥价格不会继续2015年下滑趋势，但仍将保持低位。

行业经济效益

2014年水泥全行业利润总额达780亿元，比2013年增长1.8%。从月度看，利润同比增长表现出“前高后低”的特点。主要是由于2013年下半年价格“翘尾”明显，而2014年下半年价格以下跌为主，水泥行业盈利能力较去年同期下降。4~7月，虽水泥产品价格持续下跌，但成本端煤炭价格跌幅更大（煤炭均价同比下降12%），单月盈利能力始终高于去年同期。9月进入旺季，价格环升，但上升幅度不及2013年同期，盈利能力同比下降。12月上中旬，库存高和需求弱促使水泥价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

2015年，煤炭价格的进一步下滑未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在行业产能过剩严重及下游需求下滑的形势下，水泥市场呈现出量价齐跌的趋势，企业亏损加大。根据国家统计局统计数据，2015年中国水泥行业累计实现收入8897亿元，同比下降9.4%，行业亏损企业额达到历史新高的215亿元，比2014年增长119%，亏损面达到35%；行业销售利润率仅为3.7%，是近十年以来最低的一年。

从区域来看，2015年华北全行业亏损，东北、西北和西南下滑幅度超过90%，两大利润区华东和中南地区也分别下滑接近50%。从利润率来看，华北地区创历史新低，为-5.7%，连续3年低于行业平均水平，是目前区域效益最差区域。东北、西北和西南表现接近，利润率不到1%，形势堪忧。华东和中南地区利润率好于

全国平均，保持在5%左右的水平。利润及利润率的下滑首先是由于需求下滑的同时产能仍然在增加，供需矛盾严峻；其次，在行业竞争上，部分大企业主导低价竞争拼实力，不采取自律协同的做法，通过低价提高市场占有率，而生产技术相对落后的企业，不愿意主动退出，不断降低水泥销售价格，均压缩了水泥行业的利润空间；另外随着产量下滑，水泥生产线产能利用率进一步降低，折旧等成本无法充分摊薄，以及受增值税退税政策改革等因素影响，均拉低了水泥企业利润规模。

2016年以来，全国水泥市场需求出现回暖迹象，部分地区价格出现多次拉升，但由于前期水泥价格持续下滑，全国水泥价格仍处于低位运行，全行业盈利表现不佳。根据国家统计局数据显示，2016年一季度，水泥行业实现销售收入1588亿元，同比下降8.02%；全行业亏损20.4亿元，预计上半年全行业效益不容乐观。

行业发展

展望2016年水泥行业，从行业需求来看，中国城镇基础设施的建设，将一定程度上促进水泥需求，但应重点关注其投资落地的时效性，或存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用尚待观察；此外，受宽松的货币环境及房地产政策环境影响，一线及二线房地产市场急剧升温，但三四线城市库存压力仍较为严峻，新开工、施工数据转好，数据持续性仍待检验，预计全年保持投资增速平稳的趋势。总体来看，2016年下半年水泥行业需求存在一定回暖预期，但水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，随2015年部分产能投产加之2015年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016年新增产能同比增速将保持继续下滑；对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，包括产能供给侧减量和结构调整两个方面。

总体来看，预计短期内，中国水泥市场价

格以平稳或小幅回升为主，但仍将保持低位，行业整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

3. 玻璃纤维行业

行业概况

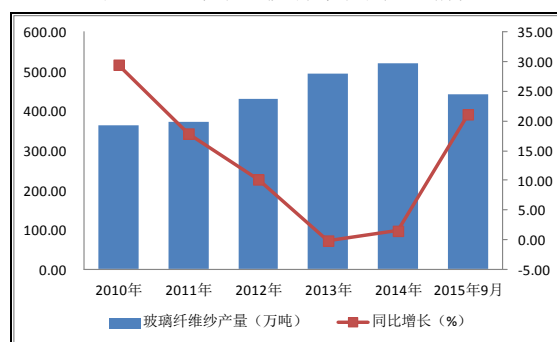
玻璃纤维是一种综合性能优异的无机非金属材料，通常作为复合材料增强基材，电绝缘材、耐热绝热材料、光导材料、耐腐蚀材料和过滤材料等，广泛应用于国民经济各个领域。

近年来，由于经济发展、能源消耗和环境保护的矛盾日益凸显，全球对玻纤的需求不断增长。据统计，全球 2001~2008 年玻纤需求复合增长率 8.1%，中国则高达 23% 以上。由于中国在劳动力成本和叶腊石等原材料上拥有比较优势，相应玻纤行业迅速成长。在经过 2009 年的低迷和 2010 年的恢复性增长之后，中国玻璃纤维行业景气度在 2011 年开始回落。2012 年，为了改善供需关系，行业内龙头企业带头限产，同时，《玻璃纤维行业准入条件》(2012 年修订)于 2012 年 10 月 1 日颁布实施，《玻璃纤维行业准入公告管理暂行办法》也于 11 月实行。在上述因素共同作用下，玻璃纤维全年产量为 288 万吨，同比小幅增长 3.2%。

2013 年，面对市场低迷，行业内企业限产保价、加大技改和产品结构调整成为行业共识，中国玻璃纤维纱产量 494.90 万吨，同比下降 0.14%，产量连续三年下滑。2014 年以来下游风电等行业需求回升，同时由于行业间协同意识的增强以及下游成本上涨等因素的推动，几大主要玻纤生产商也是相继提价，玻纤产品价格有所回升。据统计，2014 年，中国玻璃纤维总产量为 521.26 万吨，同比增长 1.50%，增速较上年有所提升；全年全行业实现主营业务收入 2370.94 亿元，同比增长 13.65%，实现利润总额 166.66 亿元，同比增长 13.69%，玻璃纤

维行业景气度有所回升。

图 3 近年中国玻璃纤维纱产量情况



资料来源：Wind 资讯

2015 年 1~9 月，玻璃纤维行业景气度延续 2014 年回暖的态势，供求关系逐步好转，市场出现量价齐增的良好局面。前三季度，中国玻璃纤维纱产量达 442.05 万吨，同比增长 21.15%；全行业实现主营业务收入 1880.29 亿元，同比增长 10.47%，实现利润总额 129.06 亿元，同比增长 15.66%。

进口方面，近年来国内逐步重视和增强了玻璃纤维产品质量控制与研发创新，以替代进口，满足国内高端消费市场需求，因此玻璃纤维进口量保持低位水平。2014 年，中国进口玻璃纤维纱 7.66 万吨，同比增长 10.74%，进口金额 15937 万美元，同比增长 4.03%。2015 年 1~9 月，中国进口玻璃纤维纱 6.92 万吨，同比增长 21.97%，进口金额 13017 万美元，同比增长 7.41%。

出口方面，2014 年，中国出口玻璃纤维纱 63.67 万吨，同比增长 10.11%，出口金额 66360 万美元，同比增长 15.71%。2015 年 1~9 月，受外需增长乏力，玻璃纤维纱出口量及金额受到较大影响。同期，中国出口玻璃纤维纱 46 万吨，同比下降 4.09%，出口金额 48542 万美元，同比下降 1.88%。

发展前景

玻璃纤维产业的发展与国民经济的发展水平紧密相关，玻纤产品广泛应用于基础设施建设。同时作为新型材料，随着科学技术的进步，玻璃纤维的深加工也使得其应用领域不断延

伸。复合材料目前是玻璃纤维的最大应用领域，占到玻璃纤维总量的55%~60%，其中电子、电器的玻璃纤维用量占到玻璃纤维总量的20%左右，全世界印刷线路板增强材料中一半使用玻璃纤维布；另外建筑市场的玻璃纤维用量占到玻璃纤维总量的40%左右。

中国目前玻纤 39%左右用于出口，出口依赖度较高，人民币汇率的浮动将直接影响行业收入和利润。自 2005 年汇改以来，人民币汇率基本都处在升值通道，以人民币对美元汇率为例，人民币的名义有效汇率升值了 46%。截至 2016 年 8 月 4 日人民币对美元汇率中间价报 6.6406 元，较 2015 年年初增加了 0.4313 元，人民币的贬值将有利于玻纤企业产品出口形势。

2016 年 3 月，为进一步加快新材料产业发展，工信部、发改委、科技部、财政部联合出台了《关于加快新材料产业创新发展的指导意见》（以下简称“意见”）。《意见》指出：到 2020 年将重点发展包括，一是加快发展先进基础材料，包括高品质钢铁材料、新型轻合金材料、工业陶瓷及功能玻璃等品种；二是突破一批关键战略材料，包括耐高温及耐蚀合金、高性能纤维及其复合材料、先进半导体材料、生物医用材料等品种及器件；三是积极开发前沿材料，包括石墨烯、增材制造材料、智能材料、超材料等基础研究与技术积累。对于新材料产业发展瓶颈，《意见》提出了具体解决措施。一是完善新材料产业协同创新体系，二是加强重点新材料产品初期市场培育，三是突破关键工艺与专用装备制约，四是促进新材料产业有序集聚发展，五是加强新材料人才培养与创新团队建设，六是加快军民新材料资源双向转移转化。《意见》同时还提出了加强产业统筹协调、完善财税政策、加强金融支持力度等八项政策措施。上述意见的颁布和实施将会对玻璃纤维行业带来积极有益的影响，将推动玻璃纤维行业的持续发展。

中国目前是最大的玻璃纤维生产国，也是

全球玻璃纤维产业需求和应用的最大市场。

随着国家相关产业振兴规划和加大基础设施投资力度，对于玻璃纤维行业来讲，来自传统玻纤应用领域建筑业和交通运输业玻纤消费量将大幅增加。同时，新能源（风电）等行业对玻璃纤维的需求也将持续快速增长。另外，玻璃纤维增强热塑性复合材料愈来愈受到关注，市场需求有望在近几年大幅增长。预计中国未来几年对玻璃纤维的需求每年将有两位数的增长。

总体看，中国玻纤需求将保持旺盛增长，在出口需求的带动下，随着新应用领域的不断拓展，中国玻纤行业仍有广阔的发展空间。

4. 纸面石膏板行业

行业概况

纸面石膏板的原料为火电厂烟气脱硫产生的废弃物脱硫石膏，属于国家大力提倡的资源综合利用和循环经济的代表产品。目前石膏板已广泛应用于住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙、墙体覆面板（代替墙面抹灰层）、天花板、吸音板、地面基层板和各种装饰板等。

石膏板制造过程的吨碳排放量仅为水泥的四分之一。除其自身质轻、耐火、保温、隔声、施工便捷、便于表面装饰及节能、环保、低碳的特点外，其作为隔墙材料每平方米可替代 200 块实心粘土砖。石膏板做隔墙可增加 7~12%的套内使用面积，石膏板隔墙常规厚度只有 10 厘米，仅为砖墙的 1/4，有效增加了建筑的使用面积，或者说达到相同的使用面积可减少 8%左右的建筑面积，可降低建筑造价和建筑能耗。石膏板墙重量轻、抗震好，石膏板墙重量为同等厚度砖墙的 1/15，砌块墙的 1/10，可减少基础和结构主体造价，有利于建筑的高层化发展和结构抗震。

2012~2014 年中国石膏板产量分别为 21.21 亿平方米、27.00 亿平方米和 34.44 亿平方米，年均复合增长率为 27.43%。2015 年 1~

10月，石膏板累计产量为29.07亿立方米，同比增长2.22%。

行业竞争

中国石膏板市场目前竞争格局大致分为三类：第一类是生产高档石膏板产品的企业，品牌优势较大，市场份额约15%；第二类是生产中档石膏板产品的企业，产品性价比较高，市场份额约40%；第三类是生产低档石膏板产品的企业，较为分散，既无产能优势也无品牌优势，市场份额约45%。北新建材属于第一类企业，主要生产高档产品，在收购泰山石膏后，市场份额达到41%左右，主要竞争对手为3家国外建材企业，分别是德国可耐福、法国圣戈班和拉法基。

发展前景

从用途来看，中国目前石膏板主要作为吊顶材料使用，大约占整个石膏板销量的70%。在发达国家，石膏板有约80%主要用于轻质墙体的建设。随着新型轻质墙体的改革与推广，石膏板作为轻质隔墙的建筑材料，用量将进一步增加。从需求端看，目前中国的石膏板消费基本仍以公用建筑为主，酒店、写字楼、办公场所、医院、机场、工厂等用量约占70%，而美国则有80%的石膏板用于住宅。因此，未来我国石膏板行业需求增长一方面来自传统公用建筑需求的增长，同时，在国家产业政策的支持与鼓励下，逐步拓展至装修、保障性住房、农村住房、普通商品房等更为广泛的建筑领域，住宅市场有望成为石膏板的主要增长点。

从人均石膏消耗量来看，美国年人均石膏板消费量在 10m^2 左右，加拿大在 7m^2 左右，欧洲约为 $5\sim 7\text{m}^2$ ，而中国人均使用量仅为 1m^2 ，仅为美国的十分之一。

从政策导向来看，在国家大力发展循环经济政策的指导下，有关建筑节能、发展环境友好型产品等产业政策、法规的进一步强化和完善，出台了包括《关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》、《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》等一系列相

关政策。产业政策的扶持推动了以石膏板墙体材料为代表的新型墙体材料对传统高耗能的粘土砖等墙体材料的替代，符合国家倡导和支持的发展方向，进而推动了石膏板行业的迅速发展。

总体来看，在国家大力发展循环经济政策的指导下，有关建筑节能、发展环境友好型产品等产业政策、法规的进一步强化和完善，推动了包括石膏板在内的新型节能环保墙体材料的发展。目前，中国石膏板人均消费量与发达国家相比较低，随着消费升级和家居装修市场开拓，未来发展前景看好。

综上，近几年中国建材行业生产及主要产品产量较快增长，销售收入增幅较大，经济效益稳步增长。但同时联合资信也注意到，中国建材行业面临水泥、浮法玻璃等部分产品和部分地区产能过剩，原材料、能源、人工成本大幅度上升以及竞争加剧的风险，拥有技术优势和规模优势的企业将具有更强的抗风险能力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年6月底，公司总股本53.99亿元，其中控股股东中建材集团直接和间接持股比例为44.27%，公司最终实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争实力

公司作为国内最大的建材生产企业，通过资产重组和业务整合，构建起水泥产品、轻质建材、玻璃纤维及复合材料、工程服务四大业务板块。公司四大业务板块近年来均取得了较快发展，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、中国最大的风机叶片制造商，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/或工程总承包服务供应商。

水泥产品是公司的支柱产业，2011~2012

年，公司大力推进资本运营与联合重组，产能规模快速扩张，实现了跨越式发展。公司以旗下中国联合水泥有限责任公司（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，以市场化方式，大力推进淮海、东南、北方、西南区域的联合重组，经过近几年的发展，公司于2013年基本完成了水泥的产业布局，截至2015年底，公司水泥业务板块拥有企业677家，水泥年产能达到4.07亿吨。2015年，公司水泥和水泥熟料产量约为4.54亿吨，其中水泥产量约为2.56亿吨，产能利用率约为63%。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%。

轻质建材板块方面，公司的轻质建材业务主要由北新建材经营。截至2015年底，北新建材石膏板产能达到20亿平方米，位居世界第一。公司目前旗下有“龙”牌、“北新”、“泰山”、“金邦”和“TBO”等品牌，均由北新建材进行经营，其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板已经逐步发展成为业内公认的第一品牌，是中国

为数不多的可以在技术质量、销售价格和市场份额上均超过外资世界500强企业的具有国际竞争力的中国自主品牌。

玻璃纤维及复合材料业务板块方面，公司的玻璃纤维及复合材料板块由中国复合材料集团有限公司（以下简称“中国复材”）经营，截至2015年底，中国复材风电叶片产能规模达到年产1.5万片，位居中国第一。中国复材为亚洲首座大型海上风电场-上海东海大桥项目提供了3MW风机叶片，约占该项目叶片总需求量的80%；此外，中国复材75米6MW风机叶片成功下线，标志着中国复材在大型风电装备和海上风电装备研发制造领域已达到世界先进水平。

工程服务板块方面，公司工程服务板块主要由中国建材国际工程集团有限公司（以下简称“中国建材工程”）经营。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。

表 1 2015 年公司各板块业务产能及行业地位

产业板块	公司名称	业务板块	产能情况	行业地位
水泥板块	中联水泥	新型干法水泥/商品混凝土	1.03 亿吨	产能世界第一
	南方水泥		1.49 亿吨	
	北方水泥		0.32 亿吨	
	西南水泥		1.2 亿吨	
轻质建材	北新建材	石膏板	20 亿平方米	产能世界第一
复合材料	中国复材	风机发电叶片	1.5 万片	产能全国第一
工程服务	中国建材工程	工程设计及承包		国内超过 50%的浮法玻璃生产线市场份额

数据来源：公司提供

3. 人员素质

公司共有董事及高级管理人员21名，监事6名。

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，历任北京新型

建筑材料总厂厂长，公司副总经理、常务副总经理，北新集团建材股份有限公司董事长，公司总经理，中联水泥董事长，现任中建材集团董事长，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、中国上市公司协会副会长、中国物流与采购联合会副会长、首都企业家俱乐部理事长及中国企业改革与发展研究会会长、北大光华管理学院杰出管理实务教授等。

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，历任北新建材总经理助理、副总经理、总经理及副董事长，公司总经理助理及副总经理，北新物流总裁，中国玻纤总经理，公司董事、党委常委，建材股份执行董事兼总裁，北新建材监事会主席，中联水泥监事会主席，中国复材和中国建材工程董事，中国玻纤董事长，南方水泥董事长，北方水泥董事长，中联水泥董事等，现任中建材集团总经理、董事，北新建材监事会主席，北方水泥董事长，南方水泥董事长，公司总裁兼执行董事。

截至2015年底，公司合并口径员工总数109036人。按专业构成划分，公司生产人员占66.87%，技术人员占17.46%，管理人员占15.67%。按学历构成划分，公司研究生及以上学历占0.83%，本科学历占8.48%；大专学历占19.09%；中专及以下学历占71.60%。按年龄构成划分，公司51岁及以上员工占8.70%，41~50岁占30.66%，36~40岁占22.49%，35岁及以下占38.25%。

总体看，公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经验丰富；公司本部员工学历较高，年龄结构合理，拥有较多中高级以上各类专业人员，公司本部职工素质高。

4. 税收优惠

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

根据国家财政部、国税总局《关于资源综合利用及其他产品增值税政策问题的通知》（财税[2008]156号）、《补充通知》（财税[2009]163号）相关规定，享受资源综合利用增值税退税

和财政贴息。2013-2015年，公司享受的资源综合利用增值税退税收入分别为16.25亿元、15.08亿元、8.76亿元。

六、管理分析

公司作为香港联交所上市公司，公司遵循《香港联合交易所有限公司证券上市规则》等相关监管要求以及国内相关法律法规规定，不断完善股东大会、董事会、监事会等法人治理结构，规范公司运作并在董事会下设战略决策委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会及审核委员会4个专门委员会。股东大会是公司的权力机构，依法行使职权。公司设董事会，向股东大会负责并报告工作，董事会由十三名董事组成，设董事长1人，其余董事12人中独立非执行董事5名。董事由股东大会选举产生，任期三年，自获选生效之日起算。董事任期届满，可以连选连任。公司设监事会，监事会由6人组成，其中一人出任监事会主席。监事任期三年，可以连选连任。

截至2016年6月底，公司内设行政人事部、财务部、法律部、董事会秘书局、科技部、投资发展部和审计部等7个职能部门。

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

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

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

子公司管理方面，由于公司下属子公司较

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

总体看，公司法人治理结构和内控机制较为完善，严格控制相关风险，质量管理实施效果良好，公司作为规范的市场化运作的企业集团，整体管理水平较高。

七、经营分析

近几年，公司不断进行联合重组，经营规模逐步扩大，现已发展形成水泥产品、轻质建材、玻璃纤维及复合材料、工程服务四大主板块。

2013~2015年，公司分别实现主营业务收入1181.86亿元、1224.97亿元和1004.11亿元，受水泥需求下滑及行业产能过剩等因素影响，公司主营业务收入有所波动。分板块看，水泥产品收入为公司主营业务收入的主要来源，近年来占比逐年小幅下降，但仍保持在80%以上。

轻质建材板块收入有所波动，但在主营业务收入中占比逐年提升。玻璃纤维及复合材料板块收入不断增长，主要系风电装机容量增加带动公司风机叶片销售增长所致。工程服务板块收入波动增长，主要受“一带一路”政策影响，公司积极开拓海外市场，海外工程项目增加，带动该板块收入增长。公司其他业务主要为建材贸易、物流及石墨业务等，该板块收入占公司主营业务收入的比重较小。

毛利率方面，2013~2015年，公司主营业务综合毛利率分别为26.54%、28.29%和25.38%，呈波动下降趋势。2015年综合毛利率同比下降2.91个百分点，主要系水泥业务毛利率下降所致。近三年，水泥产品毛利率分别为27.27%、29.04%和26.04%，2015年水泥行业环境恶化，导致毛利率同比下降3.00个百分点。轻质建材、玻璃纤维及复合材料和工程服务业务毛利率保持相对稳定，每年变动不大。2015年其他业务毛利率为负，主要系煤炭贸易和石墨业务成本倒挂所致。

表2 公司主营业务收入和毛利构成（单位：亿元、%）

项目		2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~6 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主 营 业 务 收 入	水泥产品	991.57	83.90	1019.49	83.23	803.34	80.01	352.41	79.54
	轻质建材	75.73	6.41	82.57	6.74	75.15	7.48	35.98	8.12
	玻璃纤维及复合 材料	20.21	1.71	24.92	2.03	30.90	3.08	9.84	2.22
	工程服务	60.28	5.10	60.04	4.90	71.80	7.15	33.90	7.65
	其他	34.07	2.88	37.96	3.10	22.91	2.28	10.92	2.47
	合计	1181.86	100.00	1224.97	100.00	1004.11	100.00	443.04	100.00
主 营 业 务 成 本	水泥产品	721.19	83.06	723.39	82.35	594.18	79.30	261.80	80.28
	轻质建材	53.11	6.12	58.01	6.60	51.73	6.90	23.60	7.24
	玻璃纤维及复合 材料	14.80	1.70	18.45	2.10	22.74	3.03	7.31	2.24
	工程服务	46.76	5.39	44.30	5.05	53.17	7.10	24.92	7.64
	其他	32.39	3.73	34.24	3.90	27.49	3.67	8.47	2.60
	合计	868.25	100.00	878.39	100.00	749.30	100.00	326.10	100.00
主 营 业 务 毛	水泥产品	27.27		29.04		26.04		25.71	
	轻质建材	29.87		29.74		31.16		34.39	
	玻璃纤维及复合 材料	26.79		25.95		26.42		25.72	
	工程服务	22.43		26.21		25.95		26.48	

利率	其他	4.94	9.80	-19.97	22.44
	合计	26.54	28.29	25.38	26.39

资料来源：公司提供

注：公司 2016 年 1~6 月统计数据未抵消各板块之间的内部交易。

2016 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 443.04 亿元，其中水泥产品收入 352.41 亿元，占比进一步下降至 79.54%；轻质建材和工程服务收入占比有所提升，分别为 8.12% 和 7.65%；玻璃纤维及复合材料收入占比略有下降。从毛利率来看，2016 年 1~6 月，公司主营业务毛利率为 26.39%，较 2015 年提升 1.01 个百分点；水泥产品毛利率 25.71%，较 2015 年下降 0.70 个百分点；轻质建材毛利率进一步提升 3.23 个百分点至 34.39%；玻璃纤维及复合材料和工程服务毛利率均较 2015 年有所波动，但变动不大。

1. 水泥产品板块

水泥产品是公司的核心业务，也是公司营业收入和利润的最主要来源。经过近几年大规模的联合重组，公司于 2013 年基本完成了对水

泥产品的产业布局，并积极应对行业产能过剩和竞争加剧等局面，积极采取措施降本增效，并形成水泥与商品混凝土业务的市场联动。2015 年以来，宏观经济增速下行，水泥行业供需矛盾进一步恶化，得益于公司管理整合及转型升级等各项工作，公司经营业绩好于行业整体平均水平。

目前，中国建材下属子公司中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥是水泥板块的骨干企业，在淮海、东南、北方、西南四大区域中具有市场龙头地位。其中中联水泥主要销售区域包括江苏北部、山东南部等地的淮海经济区；南方水泥销售区域为以浙江、上海为代表的东南部分省市；北方水泥销售区域主要为东北三省；西南水泥主要负责重庆、云南、贵州、四川三省一市区域。

表 3 主要水泥公司财务数据（单位：亿元）

	2015 年					2016 年 1~6 月				
	资产	负债	所有者权益	营业收入	净利润	资产	负债	所有者权益	营业收入	净利润
中联水泥	780.53	629.70	150.83	205.03	2.85	826.84	675.73	151.10	95.44	0.28
南方水泥	916.75	707.30	209.45	351.38	4.14	954.18	743.99	210.19	148.93	1.19
北方水泥	303.00	248.47	54.53	60.62	0.35	310.25	262.78	47.47	23.13	-7.06
西南水泥	731.14	601.53	129.62	192.25	5.57	737.36	613.83	123.53	89.52	0.93

资料来源：公司提供

生产

公司水泥相关产品包括水泥、熟料及混凝土。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%。公司的水泥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区域。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。截至 2016 年 6 月底，公司水泥业务板块拥有企业 673 家，水泥产能约为 4.07 亿吨，其中中联

水泥产能 1.03 亿吨，南方水泥产能 1.49 亿吨，北方水泥产能 0.32 亿吨，西南水泥产能 1.20 亿吨；2016 年 1~6 月，公司水泥产量为 11976.50 万吨，产能利用率为 64%。

公司现有水泥熟料生产线均符合目前国家相关的耗能及排废指标，绝大部分熟料生产线配有余热发电系统。截至 2016 年 6 月底，公司余热发电总装机规模达到 1597MW，每年可以节电 106 亿千瓦时。

采购

从生产成本来看，主要构成为原材料、煤、电。原材料包括石灰石、粘土、砂岩等，约占生产成本的30%，其中石灰石是最主要的原材料。公司目前石灰石储量约60亿吨，下属各项目公司拥有百余个采矿权证。煤炭是公司水泥生产的主要燃料，约占生产成本的30%-35%。电是公司水泥生产的主要能源，约占生产成本的20%。

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，自身所装备的余热发电可实现约30%的自给；煤均由外购获得；公司石灰石的自给率为70%以上。

公司目前实施区域化集中采购，即建立区域采购中心，统一对原材料进行采购。在煤炭采购中，为减少受外部市场环境及煤炭价格影响，公司与多家煤炭经销商建立了长期合作关系，保证燃料稳定供应的同时获取较低的采购价格。受到行业特性的影响，水泥企业原材料供应商集中度相对较低。

从结算方式来看，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。

销售

公司水泥产品销售采用市场营销集中策

略。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。

2013~2015年，公司水泥熟料销量有所波动，分别为2.85亿吨、2.91亿吨和2.80亿吨。近三年，水泥价格较大幅度下滑，公司水泥产品毛利率逐年下降。同时，为了增强对水泥终端市场控制力，公司大力加强水泥产品产业链延伸，积极进行商品混凝土业务重组，混凝土产能规模及产销量大幅增加。

从销售对象来看，公司水泥产品主要销售对象为搅拌站、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，集中度不高。结算方式以现款现货、银行承兑汇票为主，款到发货。

表4 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	2013年	2014年	2015年	2016年1~6月
中联水泥	水泥熟料	产量	10259	10765	10005	5034.0
		销量	6710	6779	6311	3237.2
		单价	243.8	248.1	186.4	171.0
	混凝土	产量	3314	3519	2901	1440.1
		销量	3314	3519	2901	1440.1
		价格	306.0	313.2	287.6	262.0
南方水泥	水泥熟料	产量	19718	19774	18480	8519.3
		销量	11858	11675	11430	5347.1
		价格	243.7	242.4	201.2	174.7
	混凝土	产量	4941	4639	3750	1853.3
		销量	4941	4639	3750	1853.3
		价格	315.5	341.5	312.2	287.9
北方	水泥熟料	产量	2907	3465	2815	1244.5

水泥		销量	2122	2275	1869	830.7
		价格	321.9	312.1	280.9	243.6
	混凝土	产量	138	218	242	89.6
		销量	138	218	242	89.6
		价格	385.2	360.9	314.6	292.7
西南水泥	水泥熟料	产量	12787	13930	13768	7084.0
		销量	7618	8216	8182	4146.0
		价格	255.1	253.3	229.7	210.6
	混凝土	产量	120	125	104	62.3
		销量	120	125	104	62.3
		价格	275.6	285.4	253.9	260.1
合计	水泥熟料	产量	46039	48255	45365	22027.5
		销量	28510	29119	27956	13646.5
	混凝土	产量	8708	8705	7120	3496.6
		销量	8708	8705	7120	3496.6

资料来源：公司提供

2. 轻质建材

公司纸面石膏板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，主产品是石膏板、龙骨。近年来，北新建材大力发展循环经济、建筑节能和住宅产业化，致力于为公共建筑和家庭客户提供一揽子应用解决方案，其墙体及吊顶系统、住宅部品及建材节能系统、外墙屋面及多层房屋三大业务规模均居行业领先地位。截至2016年6月底，北新建材石膏板产能20亿平方米，位于世界第一。近三年，北新建材纸面石膏板产销量均平稳增长，具体见下表。

表5 近年北新建材石膏板产销情况
(单位：亿平方米)

项目	2013年	2014年	2015年	2016年 1~6月
销量	12.30	14.37	14.46	7.24
产量	12.53	14.23	14.71	7.13
产能	16.50	17.80	20.00	20.00

资料来源：公司提供

公司目前旗下有“龙”牌、“北新”、“泰山”、“金邦”和“TBO”等品牌，均由北新建材进行经营，其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板分别定位于高端与中端消费群体，已经逐步发展

成为业内公认的第一品牌，是中国为数不多的可以在技术质量、销售价格和市场份额上均超过外资世界500强企业的具有国际竞争力的中国自主品牌。

北新建材采取网络销售方式，北新建材生产产品，由各地经销商完成销售。在对大型项目投标、服务及业务洽谈中，北新建材直接参与业务谈判、服务承诺、方案制定等，具体供货委托经销商执行。经过多年的市场培育，已在全国建有300多家营销网络，遍布各大中城市及发达地区县级市。北新建材目前采用全渠道销售的模式，渠道包括：一是各主要区域市场中的传统经销商合作伙伴，通过他们在当地的资源来推广产品及体系，同时北新建材在各地建立办事处机构协助经销商做好攻关、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。

采购方面，北新建材生产所需的主要原材料

料为石膏和护面纸，由石膏板事业部直接进行大宗原料的采购以及供应商的选择。北新建材纸面石膏板的生产采用工业废弃物即工业副产石膏为原材料。利用工业副产石膏生产石膏板的技术不但能够降低公司成本，而且能够节约天然石膏和土地资源，工业废弃物无法存放的问题，并减轻副产石膏粉末对大气造成的污染，实现了资源的综合再利用和环境保护。北新建材2003年以后新建的生产线已全部采用工业副产石膏为原料。公司工业副产石膏的采购距离（即生产基地与供应商的距离）一般控制在100公里以内，以有效的控制物流成本。公司与上游客户结算方式一般为汇款或银行承兑汇票。

3. 玻璃纤维及复合材料

公司的玻璃纤维及复合材料板块由中国复材经营，主营业务是风机叶片的生产和销售。风机叶片是中国复材最主要的收入和利润来源，占2015年主营业务收入的77.88%。近三年风机叶片产量分别为2807片、4656片和6719片，销量分别为3241片、4564片和6540片，随着风电市场逐渐向好，风机叶片销量逐步增长。2013~2015年，风机叶片业务收入分别为12.84亿元、17.51亿元和25.11亿元，风机叶片市场逐年向好。2013~2015年，玻璃钢缠绕类产品等销售收入基本保持稳定。

表6 玻璃纤维及复合材料板块收入构成情况（单位：万元、%）

产品	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
风机叶片	128385	57.17	175130	67.62	251064	77.89	71163	74.55
玻璃钢缠绕类产品	36998	16.47	35265	13.62	34760	10.78	12541	13.14
PVC 复合地板	24548	10.93	18789	7.25	14709	4.56	5462	5.72
其他	34643	15.43	29801	11.51	21811	6.77	6290	6.59
合计	224575	100.00	258985	100.00	322344	100.00	95456	100.00

资料来源：公司提供

截至2015年底，中国复材风电叶片产能达到1.5万片，位居中国第一；中国复材是国内最大、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、哈密叶片生产基地和SINOI海外研发中心。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。

风电叶片及玻璃钢缠绕类产品的原材料为树脂及玻纤织物，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。中国复材与供应商的结算方式为货到付款，主要采用银行承兑汇票、支票、信用证方式进行结算。

4. 工程服务

公司工程服务板块主要由中国建材工程经营。2015年，中国建材工程紧抓玻璃、水泥、新能源等工程技术市场经营，加强科技创新，签订发达国家超大吨位浮法玻璃生产线订单，国际市场竞争力进一步加强；拓展产业链，发展高端装备制造，不断提升工程服务附加值和整体效益；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；坚持自主创新与集成创新相结合，增强企业发展核心竞争力。工程款的结算通常分几个阶段，开工前业主按照合同金额预付15%~30%的款项，在设备到货后付到总金额的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。

中国建材工程在国内外的水泥和玻璃工程及服务业务中具备较强的竞争优势，近三年，中国建材工程不断扩展国际市场，涉及区域为东南亚、西亚、中东等。2015年，中国建材工程全年新签玻璃工程及服务合同36亿元，新签

水泥工程及服务合同45亿元。截至2016年6月底，玻璃工程及服务尚在执行的合同金额为46.87亿元，水泥工程及服务尚在执行的合同金额为48.45亿元，新能源工程及服务尚在执行的合同金额为31.90亿元，拥有较强的市场竞争力。

表7 中国建材工程近三年新签合同额情况（单位：万元）

项目	2013年 新签合同额	2014年 新签合同额	2015年 新签合同额	2016年1~6月新 签合同额	截至2016年6月底正在 执行的合同金额
玻璃工程及服务	510000	400000	360000	159900	468661
水泥工程及服务	390000	480000	450000	165300	484464
新能源工程及服务	--	--	360000	224800	319001
合计	900000	880000	1170000	550000	1272125

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2013~2015年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均逐年下降，2015年分别为2.33次、5.00次和0.31次。公司整体经营效率呈下降趋势，但整体尚可。

6. 未来发展

未来，公司将坚持稳中求进，实施深度管理整合，稳收入、稳市场、稳价格，加强风险防控，坚持创新导向，加快推进转型升级，提高企业整体素质和核心竞争力。

各板块具体发展目标如下：

水泥板块，以夯实核心利润区为重点，稳步推进核心利润区内填平补齐项目的联合重组，有序推进技术改造项目，完善在各区域市场的战略布局，四大水泥公司继续巩固在各自区域的龙头企业地位；延伸和优化产业链，完善产业结构，积极探索商品混凝土和水泥制品业务发展模式，发展高标号化、商混化、特种化和制品化水泥业务，大力推进节能减排。

轻质建材板块，大力发展以节能省地、绿色环保为特征的新型建筑材料产品，以提高产品市场占有率为核心，进一步完善石膏板产业布局；切实加强科技创新、产品创新，开发高成长性产品，进一步增强产品集成优势，提升

可持续竞争实力。

玻璃纤维和复合材料板块，坚持技术创新，坚持走资源重组和低成本扩张的发展路线，实施大型产业基地发展战略，进一步完善生产布局，开拓国内外市场，调整产品结构，提升产品附加值，培育新的利润增长点；大力调整产品结构，使新能源、新材料、环保、新型热塑性材料等应用领域的高附加值产品比重显著提高。

工程服务板块，继续巩固和提高在玻璃和水泥工业工程设计、技术改造市场的领先地位，积极开拓新玻璃、新能源、新材料工程技术服务市场，培育新的经济增长点，提升核心竞争力。

总体看，鉴于公司已基本完成大规模的重组扩张，公司未来投资将有所放缓。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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年合并财务报告，

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2016年上半年财务数据未经审计。

2013年，公司合并报表的子公司共789家，较2012年净增加149家。2014年，公司合并报表的子公司共819家，较2013年净增加30家。2015年公司合并报表的子公司共845家，较2014年净增加26家。以上合并范围的变化对财务数据的可比性影响较小。

截至2015年底，公司合并资产总额为3294.13亿元，所有者权益合计为734.80亿元（含少数股东权益215.07亿元）。2015年，公司实现营业收入1020.47亿元，利润总额41.05亿元。

截至2016年6月底，公司合并资产总额为3469.54亿元，所有者权益合计为732.67亿元（含少数股东权益215.07亿元）。2016年1~6月，公司实现营业收入449.34亿元，利润总额12.66亿元。

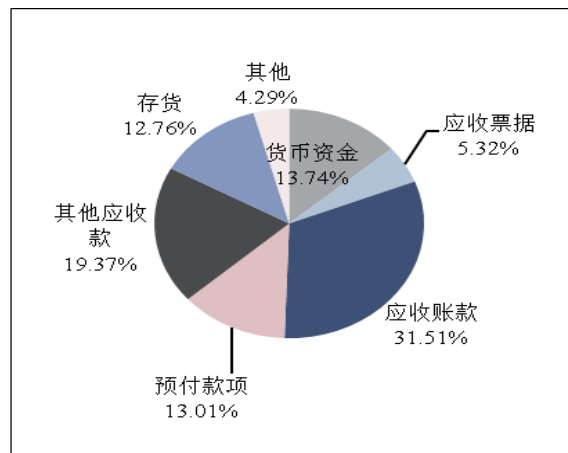
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产规模有所增长，截至2015年底，公司资产总额3294.13亿元，同比增长4.14%。从资产构成来看，流动资产占36.07%，非流动资产占63.93%，公司资产结构以非流动资产为主，符合所处行业特征。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产不断增长，年均复合增长13.31%。截至2015年底，公司流动资产1188.33亿元，同比上升7.64%。主要由应收账款、货币资金、预付账款、其他应收款和存货等构成。其中，货币资金占13.74%，应收账款占31.51%，预付款项占13.01%，其他应收款占19.37%，存货占12.76%。

图4 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金快速增长，年均复合增加17.25%。截至2015年底，货币资金163.26元。截至2015年底，公司受限货币资金57.46亿元，主要是承兑汇票保证金、保函保证金、借款保证金等，受限资金占比较高，对资产流动性有一定影响。

2013~2015年，公司应收账款快速增长，三年年均复合增长19.02%，主要由于公司为了促进销售，提高了部分优质客户的部分赊账额度。截至2015年底，公司应收账款余额为374.39亿元，计提坏账准备17.95亿元，计提比例为4.57%。其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占11.64%，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占87.66%，单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款占0.70%。从按账龄分析的应收账款来看，1年以内占65.57%，1~2年占16.52%，2~3年占3.50%，3年以上的占2.06%，公司应收账款账龄适中。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款。2013~2015年，公司预付账款有所波动，截至2015年底，公司预付款项为374.39亿元，同比增长8.96%，主要系预付材料款增长所致。从账龄来看，1年以内占68.08%，1~2年占20.02%，2~3年占5.59%，3年以上占6.31%。

2013~2015年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长率为18.62%，主要为增值税退税款、政府补贴款、工程备用金、采购备用金、

预付股权款定金等。截至2015年底，公司其他应收款余额230.19亿元，计提坏账准备9.12亿元，计提比例为3.81%，公司其他应收款坏账准备计提比例一般。其他应收款中，单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款占8.42%；单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占59.99%；按账龄分析的其他应收款占31.59%，其中1年以内占21.00%，1~2年占5.31%，2~3年占2.39%，3年以上占2.90%。

公司存货主要由原材料、自制半成品及在产品和库存商品构成，2013~2015年，存货有所波动，截至2015年底，公司存货余额为151.65亿元，同比下降9.00%，主要是公司加强了生产计划和建立了稳定的采购渠道，有效减少了存货对资金的占用所致。2015年底，公司原材料79.91亿元，占存货的52.73%，库存商品33.66亿元，占存货的22.20%，公司存货结构较为稳定。2015年，公司计提存货跌价准备1.68亿元，计提比例1.10%，计提比例偏低，具有一定的存货跌价风险。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产逐年增长，截至2015年底，公司非流动资产合计2105.80亿元，同比增长2.26%。从构成来看，非流动资产主要由固定资产、商誉、长期股权投资和无形资产构成。

2013~2015年，公司可供出售金融资产快速增长，2015年底为33.16亿元，同比增长157.80%。主要原因是成立香港子公司中国建材控股有限公司，作为联想控股、红星美凯龙和中国恒石三家公司的基石投资者进行了投资。

公司长期股权投资包括对合营和联营企业的投资，2013~2015年不断增长，分别为81.22亿元、101.24亿元和104.56亿元。2014年大幅增长主要是公司收购山水水泥16.67%的股份，支付对价12.40亿元导致。

最近三年，公司固定资产有所波动，截至2015年底，公司固定资产账面价值为1192.50亿

元，累计折旧449.98亿元，折旧率26.70%，提取减值准备43.04亿元。公司固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成，分别占50.79%和45.15%。截至2015年底，公司受限固定资产账面价值78.69亿元，占固定资产账面价值的6.60%。

公司在建工程主要为新建或技改工程，近三年快速下降，截至2015年底，公司在建工程账面余额56.04亿元，计提减值准备2.27亿元，在建工程账面价值53.76亿元，同比大幅下降28.06%。

2013~2015年，公司无形资产有所增长，主要为土地使用权和采矿权。截至2015年底，公司无形资产账面价值合计218.99亿元，同比增长11.25%，主要来自采矿权的增加，累计摊销38.98亿元，计提减值准备1.72亿元。从无形资产账面价值构成来看，土地使用权占67.79%，采矿权占31.51%。

近年来随着公司整合重组逐渐接近尾声，公司商誉规模保持相对稳定。2013~2015年，公司商誉分别为422.26亿元、427.62亿元和425.19亿元，年均复合变化率为0.35%。2015年公司计提4.41亿的商誉减值准备。整体看，2015年以来，受建材行业低迷影响，公司开始计提商誉减值准备，但计提比例一般，且公司商誉规模在资产总额中占比较高，联合资信将持续关注公司商誉减值风险。

截至2016年6月底，公司资产总额3469.54亿元，较2015年底增长5.32%，主要来自货币资金和应收票据的增长；流动资产占38.79%，非流动资产占61.21%，流动资产占比较上年底有所增长，但公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2016年6月底，公司流动资产合计1345.84亿元，较2015年底增长13.25%，公司非流动资产为2123.70亿元，较2015年底增长0.85%，主要系长期应收款和在建工程快速增长所致。

总体看，公司资产规模和结构保持稳定，以固定资产为主，符合所在行业特点。同时，

联合资信也注意到较高的商誉对资产质量的不利影响。整体来看，公司资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益快速增长，截至2015年底为734.80亿元，同比增长4.14%，增长主要来自其他权益工具、资本公积和未分配利润。从所有者权益构成来看，实收资本占7.35%，未分配利润占39.61%，其他权益工具占13.49%，资本公积占8.73%，少数股东权益占29.27%。其中其他权益工具为公司于2014和2015年发行的两期永续中票，截至2015年底共计99.09亿元。公司所有者权益结构稳定性较弱。

截至2016年6月底，公司所有者权益合计732.67亿元，较2015年底下降0.29%，主要是资本公积减少导致。

整体看，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

2013~2015年，公司负债总额有所增长，年均复合增长3.67%，截至2015年底，负债达2559.33亿元。从构成上看，公司流动负债占比79.65%，非流动负债占比20.35%，负债结构以流动负债为主，近年来流动负债占比持续上升。

近三年，公司流动负债有所增长，2013~2015年分别为1668.88亿元、1985.97亿元和2038.42亿元。截至2015年底，流动负债主要由短期借款、应付账款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债等构成，其中短期借款占33.85%，应付账款占10.14%，其他流动负债占29.60%，一年内到期的非流动负债占9.72%。

2013~2015年，公司短期借款有所波动，截至2015年底，短期借款690.10亿元，同比增长1.28%。从构成来看，保证借款占57.08%、信用借款占40.14%、抵押借款占2.41%、质押借款占0.38%。

2013~2015年，公司应付票据波动增长。截至2015年底，公司应付票据为103.06亿元，

同比下降15.04%。其中商业承兑汇票占比20.27%，银行承兑汇票占比79.73%。

截至2015年底，公司应付账款为206.67亿元，同比增长13.94%。从账龄来看，1年以内占79.67%，1~2年占12.45%，2~3年占3.33%，3年以上占4.55%。应付账款综合账龄较短。

2013~2015年，公司其他应付款分别为187.58亿元、159.27亿元和167.28亿元，波动中有所下降。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。从其他应付款账龄来看，1年以内占52.20%，1~2年占10.83%，2~3年占17.20%，3年以上占19.78%。公司其他应付款较为集中，综合账龄适宜。

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，截至2015年底，一年内到期的非流动负债198.06亿元，同比下降35.49%。其中一年内到期的长期借款余额为138.84亿元，一年内到期的应付债券为13.20亿元，一年内到期的长期应付款45.67亿元，一年内到期的其他长期负债0.35元。

2013~2015年，公司其他流动负债快速增长，年均复合增长43.17%，主要原因是公司将发行的短期融资债券及私募债列入其他流动负债科目。截至2015年底，其他流动负债603.45亿元，其中包括短期融资债券及私募债603.37亿元，本报告将其放入短期债务及相关指标中核算。

公司非流动负债波动中有所下降，近三年年均复合下降13.26%。截至2015年底，公司非流动负债520.91亿元，同比增长2.68%。从构成上看，长期借款占30.79%，长期应付款占36.77%，应付债券占26.18%。

2013~2015年，公司长期借款快速下降，截至2015年底，公司长期借款为160.39亿元，同比下降43.90%。长期借款中，保证借款占75.07%，信用借款占24.17%，抵押借款占0.76%。

2013~2015年，公司长期应付款快速增长，

分别为80.15亿元、92.36亿元和191.52亿元，年均复合增长54.58%。公司长期应付款主要是融资租赁款。本报告已将融资租赁款调入长期债务核算。

2013~2015年，公司全部债务规模有所增长。经调整公司发行的短期融资债权及进行的融资租赁，公司2013~2015年全部债务分别为1870.96亿元、2034.51和2069.70亿元。从债务期限结构看，近三年公司短期债务占比分别为65.41%、77.01%和77.03%，公司债务以短期为主，且比重快速上升。

2013~2015年，公司资产负债率分别为81.63%、78.82%和77.69%，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；公司全部债务资本化比率有所下降，2015年全部债务资本化比率为73.80%，若将永续中票划入债务，全部债务资本化比率会上升至74.70%；公司长期资本债务资本化比率快速下降，2015年长期债务资本化比率为39.28%，若考虑永续中票，则长期债务资本化比率将上升至43.92%。公司整体债务水平高，其中短期债务比重高。

截至2016年6月底，公司负债合计2736.87亿元，较2015年底增长6.94%。从构成上看，流动负债比重略有下降至78.74%。截至2016年6月底，公司流动负债为2155.11亿元，较2015年底增长5.72%，主要系短期借款和应付票据增加所致；公司非流动负债为581.76亿元，较2015年底增长11.68%，主要来自长期借款和应付债券的增长。

截至2016年6月底，公司全部债务2244.42亿元，较2015年底增长8.44%。从构成来看，短期债务占75.50%，长期债务占24.50%。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化较2015年底分别上升1.19个百分点、1.59个百分点和3.60个百分点至78.88%、75.39%和42.88%。

总体来看，公司债务水平高，短期债务规

模快速上升，且其以流动负债为主的负债结构与以非流动资产为主的资产结构匹配性较差。

4. 盈利能力

2015年公司实现营业收入1020.47亿元，同比下降17.68%。同期，公司营业成本为758.77亿元，较2014年下降14.66%，毛利率下降2.64个百分点至25.65%。公司营业收入和毛利率大幅下滑主要是受2015年全年水泥需求大幅下滑及产能严重过剩等因素，致使公司主要产品水泥的价格大幅下降，从而导致公司盈利能力大幅下滑。

2013~2015年，虽然公司营业收入有所下滑，但公司期间费用波动中有所增长，年均复合增长3.90%。随着公司联合重组企业的增加，公司管理费用持续上升，2015年达78.13亿元。由于公司银行借款规模逐步增加，公司财务费用增幅明显，年均复合增长5.54%，2015年达107.98亿元，占营业收入的10.58%。2015年期间费用合计占比达25.20%，较2014年增加3.69个百分点，对利润总额侵蚀大。

2013~2015年，公司资产减值损失快速增长，年均复合增长90.19%。2015年为9.33亿元，主要为计提的商誉减值准备、应收账款和其他应收款坏账准备。

2013~2015年，公司公允价值变动收益由负转正，大幅增长，2015年达4.39亿元，同比增长38.53%，主要是来自交易性金融资产的公允价值变动。

2013~2015年，公司营业外收入分别为34.00亿元、36.14亿元和48.49亿元，政府补助收入金额分别为31.38亿元、31.03亿元和44.37亿元，占营业外收入的比例分别为92.30%、85.86%和91.50%。政府的补助收入包括增值税返还及财政贴息、奖励款。2015年公司确认的其他政府补助收入为34.44亿元，主要是当地政府给予的奖励和补助，有一定的不确定性。

2015年公司实现利润总额41.05亿元，同比

下降64.47%；净利润27.93亿元，同比下降67.80%。

从盈利指标看，2013~2015年公司营业利润率分别为25.81%、27.53%和24.89%，呈波动下降趋势；同期净资产收益率分别为15.51%、12.94%和3.80%；总资本收益率分别为3.45%、3.21%和1.00%，均呈下降趋势。

2016年1~6月，公司实现营业收入449.34亿元，占2015年全年的44.03%，受春节期间错峰停产、水泥价格仍然低位徘徊等因素的影响，公司营业收入较上年同期下降8.78%；同时公司自身采取了一系列降本增效措施，营业利润率为26.02%，较2015年提升1.13个百分点；同期，公司期间费用为110.25亿元，为2015年全年的42.86%；公司利润总额为12.66亿元，为2015年全年的30.84%。

总体来看，2015年以来，受宏观经济和水泥市场景气度下滑影响，水泥价格大幅下降，对公司盈利能力影响大；公司较高的期间费用对公司利润总额侵蚀大，净利润主要来自营业外收入。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2013~2015年，公司经营活动现金流入量有所下降，2015年为1184.31亿元，同比下降14.87%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为1149.30亿元，收到其他与经营活动有关现金为21.51亿元。2015年，公司现金收入比为112.62%，较2014年上升4.51个百分点，公司收入实现质量较好。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额波动下降，年均复合下降15.61%，2015年为83.02亿元，同比下降45.27%。

2013~2015年，公司投资活动现金流入量波动增长，2015年为30.65亿元，同比增长599.87%。收回投资收到的现金快速增长，三年年均复合增长253.21%，2015年为20.95亿元，同比增长1050.78%。公司投资活动现金流出快速下降，2015年公司投资活动现金流出

157.78亿元，较2014年下降8.99%，其中购建固定资产、无形资产支付的现金为82.85亿元，同比下降19.75%；取得子公司等支付的现金净额为6.11亿元，同比增长55.74%。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-285.10亿元、-168.98亿元和-127.13亿元，随着水泥业务联合重组接近尾声，公司投资活动净流出规模持续下降。

筹资活动现金流方面，2013~2015年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长26.94%，资金来源主要为银行借款。同期，随着筹资资金的增长，公司债务本息支付也快速增长，2015年公司筹资活动现金流出2395.14亿元，同比增长39.72%。2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流净额波动下降，分别为155.48亿元、33.77亿元和52.16亿元。

2016年1~6月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为441.95亿元，现金收入比较2015年有所下滑，为98.35%；同期公司经营活动现金流入461.29亿元，经营活动现金流量净额24.88亿元。2016年1~6月，公司投资活动现金流出69.78亿元，投资活动产生的现金流量净额为-44.27亿元。2016年1~6月，公司筹资活动现金流入1012.16亿元，其中取得借款收到的现金967.37亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为44.67亿元；筹资活动现金流出952.29亿元，其中偿还债务支付的现金为851.89亿元；同期公司筹资活动产生现金流净额为59.87亿元。

总体来看，受公司销售规模波动影响，公司经营现金流净额波动下降，但公司收入实现质量较好；随着联合重组的基本完成，公司投资活动规模持续下降；随着存量债务陆续进入还款期，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，公司近三年流动比率和速动比率均有所上升，2015年分别为58.30%和50.86%，同比分别上升1.71和3.66个

百分点;2016年6月底流动比率和速动比率分别为62.45%和54.92%。2015年,公司经营现金流动负债比为4.07%,同比下降3.57个百分点。总体看,公司短期偿债能力弱,短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看,2013~2015年,公司EBITDA波动中下降,分别为170.58亿元、187.75亿元和118.12亿元。同期,公司EBITDA利息倍数为1.29倍,全部债务/EBITDA不断上升,2015年为17.63倍。公司长期偿债能力偏弱。整体看,公司整体偿债能力弱。

截至2016年6月底,公司在银行共获得授信额度2281.90亿元,其中已使用授信额度1307.359亿元,公司间接融资渠道通畅。

截至2016年6月底,公司不存在对外担保事项。

7. 过往债务履约情况

根据公司《企业信用报告》(报告编号: B201602290121075674),截至2016年9月19日,公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

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

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据计划发行额度为20亿元,在公司赎回前长期存续,且与其他债务融资工具特征接近,故联合资信将其全部作为有息债务进行分析,发行后将在现有全部债务的基础上增加20亿元有息债务,占2016年6月底全部债务的0.89%,长期债务的3.64%,对公司现有债务影响很小。

截至2016年6月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别

为78.88%、75.39%和42.88%。以公司2016年6月底报表财务数据为基础,不考虑其他因素,则预计本期中期票据发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率将分别上升至79.00%、75.55%和43.75%,债务负担略有上升。考虑到公司本期中期票据计划全部用于偿还银行贷款和信用债,预计本期中期票据发行后对债务指标的影响将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年,公司经营活动产生的现金流量分别为1413.84亿元、1391.18亿元和1184.31亿元,分别为本期拟发行中期票据的70.69倍、69.56倍和59.22倍;经营活动产生的现金流量净额分别为116.56亿元、151.69亿元和83.02亿元,分别为本期中期票据额度5.83倍、7.58倍和4.15倍;EBITDA/本期中期票据额度分别为8.53倍、9.39倍和5.91倍,公司经营活动现金流及EBITDA规模大,对本期中期票据保障程度高。

总体看,公司经营活动现金流及EBITDA对本期中期票据的覆盖程度高;若利息递延,利息支付压力较普通债券大。

十、结论

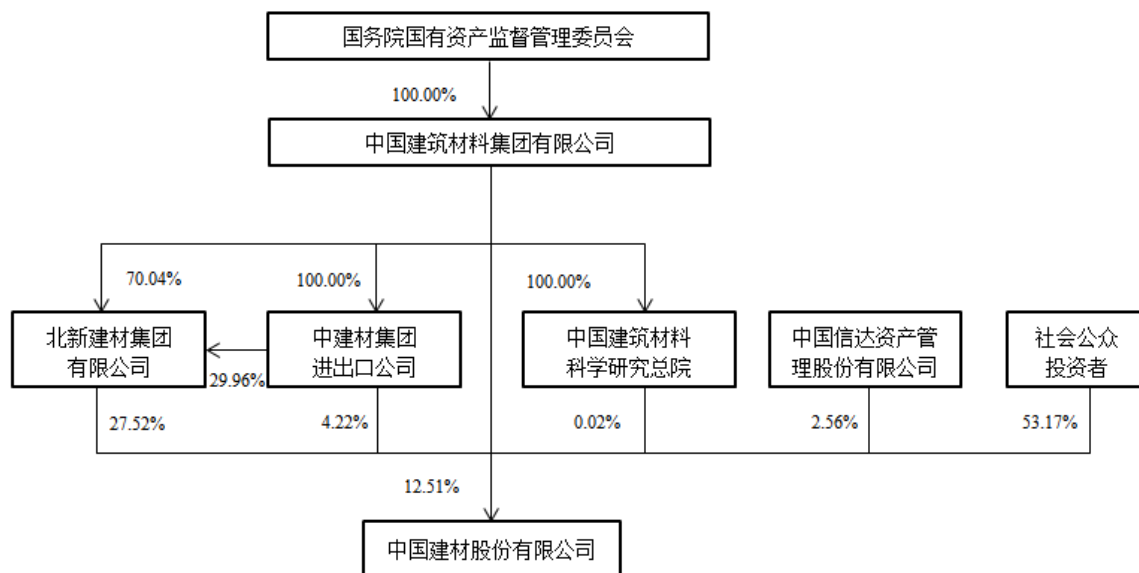
公司是中国最大的建材生产企业,水泥产品、轻质建材、玻璃纤维及复合材料和工程服务业务均居国内龙头地位,市场竞争优势显著;公司水泥产品、商品混凝土和石膏板产能均居于世界第一位,风机叶片产能居于中国第一位,玻璃纤维产能居于世界领先地位,同时公司是中国最大的玻璃和水泥工程服务提供商。目前,在国家大力推行循环经济和节能减排政策的指导下,环保节能型建材产品未来市场前景良好。

公司通过资产重组和业务整合,资产规模不断扩张;前些年投资规模大,导致公司债务负担重,债务结构有待改善;公司资产流动性较弱,收入持续增加,但整体盈利能力下降。

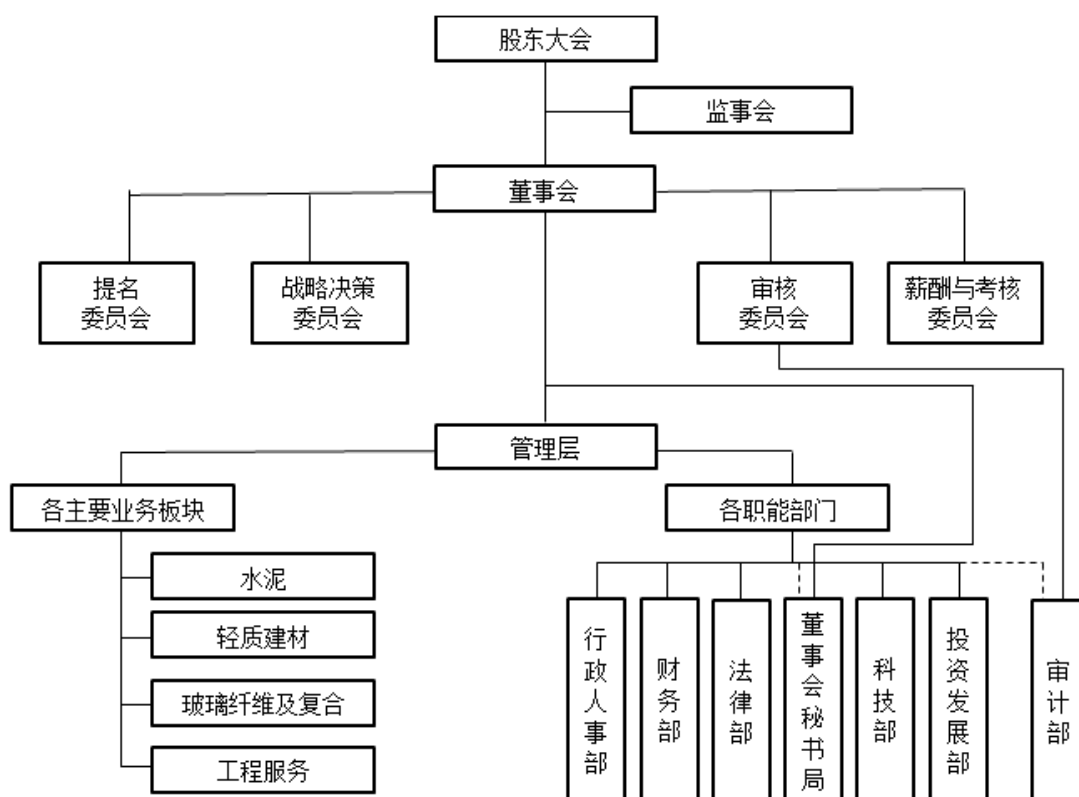
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据本息的保障能力强。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



注 1：董事会秘书局是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

附件 2 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	182.74	256.92	257.35	354.14
资产总额(亿元)	2917.15	3163.21	3294.13	3469.54
所有者权益(亿元)	535.95	669.96	734.80	732.67
短期债务(亿元)	1223.76	1566.76	1594.26	1694.47
长期债务(亿元)	647.20	467.75	475.45	549.95
全部债务(亿元)	1870.96	2034.51	2069.70	2244.42
营业收入(亿元)	1195.36	1239.62	1020.47	449.34
利润总额(亿元)	106.03	115.53	41.05	12.66
EBITDA(亿元)	170.58	187.75	118.12	--
经营性净现金流(亿元)	116.56	151.69	83.02	24.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.66	3.02	2.33	--
存货周转次数(次)	5.96	5.34	5.00	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.39	0.31	---
现金收入比(%)	114.44	108.11	112.62	98.35
营业利润率(%)	25.81	27.53	24.89	26.02
总资本收益率(%)	3.45	3.21	1.00	--
净资产收益率(%)	15.51	12.94	3.80	--
长期债务资本化比率(%)	54.70	41.11	39.28	42.88
全部债务资本化比率(%)	77.73	75.23	73.80	75.39
资产负债率(%)	81.63	78.82	77.69	78.88
流动比率(%)	54.80	55.59	58.30	62.45
速动比率(%)	46.08	47.20	50.86	54.92
经营现金流流动负债比(%)	6.90	7.64	4.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.51	1.74	1.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.97	10.84	17.52	--

注：1、2016 年 1~6 月财务数据未经审计；2、本报告已将其其他流动负债中除短期融资券、超短期融资券以外的预提费用剔除，已将长期应付款中非付息部分剔除；3、所有者权益中包含 49.55 亿元永续中票。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 中国建材股份有限公司 2016 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国建材股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，中国建材股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国建材股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国建材股份有限公司出现重大变化，或发现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，联合资信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，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国建材股份有限公司、主管部门、交易机构等。

