信用等级公告

联合[2018] 967 号

联合资信评估有限公司通过对中国建材股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国建材股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 中国建材 MTN004”的信用等级为 AAA，确定“15 中材 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月八日

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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
*16 中建材 MTN004[1]	20 亿元	2021/11/16	AAA	AAA
15 中材 MTN001[2]	25 亿元	2020/08/14	AAA	--

跟踪评级时间：2018 年 6 月 8 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	257.35	314.59	353.32	440.76
资产总额(亿元)	3294.13	3405.42	3470.24	3537.55
所有者权益(亿元)	734.80	755.87	853.98	867.62
短期债务(亿元)	1594.26	1592.32	1572.40	1632.46
长期债务(亿元)	574.54	693.29	711.13	738.20
全部债务(亿元)	2168.79	2285.61	2283.52	2370.66
营业收入(亿元)	1020.47	1032.89	1300.63	260.33
利润总额(亿元)	41.05	40.60	95.63	19.60
EBITDA(亿元)	225.93	217.63	274.13	--
经营性净现金流(亿元)	83.02	153.89	222.70	28.97
营业利润率(%)	24.89	25.75	27.28	27.80
净资产收益率(%)	3.80	3.73	7.42	--
资产负债率(%)	77.69	77.81	75.39	75.47
调整后资产负债率(%)	80.70	81.30	80.11	80.11
调整后全部债务资本化比率(%)	77.33	78.21	76.79	77.11
流动比率(%)	58.30	62.09	62.47	66.52
经营现金流动负债比(%)	4.07	7.59	10.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.98	2.15	2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.60	10.50	8.33	--

注：1、2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2、短期债务、长期债务、全部债务、调整后全部债务资本化比率和调整后的资产负债率等债务指标中考虑了其他流动负债中的短期融资券及私募债、长期应付款中的融资租赁款及其他权益工具中的永续中票，计算相关指标时将永续中票从所有者权益中剔除，调整进入负债和有息债务中进行核算；3、所有者权益中包含永续中票。

分析师

刘珺轩　王兴萍　孙　鑫

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

[1]存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

[2] 公司与中材股份合并后，“15 中材 MTN001”由公司承继，并由联合资信进行跟踪评级。

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，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公司债务负担重和债务结构有待改善等因素对公司经营及偿债能力的不利影响。

2018 年 5 月，公司与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）合并的 H 股换股及非上市股换股已完成，未来合并事项完成后，公司水泥、新材料和工程服务三大板块有望实现强强联合、优势互补及资源优化配置，从而进一步提升公司在全球建材行业的竞争力。

综合评估，联合资信确定维持中国建材股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“16 中建材 MTN004”的信用等级为 AAA，确定“15 中材 MTN001”的信用等级为 AAA。

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. 公司与中材股份合并完成后，将有利于实现业务板块的强强联合及优势互补，将进一步增强公司在全球建材行业的竞争力。
4. 跟踪期内，公司营业收入和利润规模较大

幅度提升。

5. 公司EBITDA及经营性现金流对存续债券的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司债务负担重，以短期债务为主的债务结构有待改善。
2. 公司因联合重组形成的商誉规模较大，在资产总额中占比较高。
3. 公司实收资本和资本公积在所有者权益中占比较低，权益稳定性偏弱。
4. 跟踪期内，公司利润总额对政府补贴依赖大。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国建材股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”或“公司”）系2005年3月依法设立的股份有限公司，由中国建筑材料集团公司（现已更名为“中国建材股份有限公司”，以下简称“中建材集团”）为主发起人，联合北新建材（集团）有限公司（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，股份总数为138776万股。2006年2月，公司首次在境外公开发行了752334000股H股，并于2006年3月获准在香港联交所主板上市。历经多次股权结构和股本变更，截至2018年3月底，公司注册资本为53.99亿元，其中控股股东中建材集团直接及间接持股比例为41.27%，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2018年3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子公司有760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2017年底，公司合并资产总额为3470.24亿元，所有者权益合计为853.98亿元（含少数股东权益235.42亿元）。2017年，公司实现营业收入1300.63亿元，利润总额95.63亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额为3537.55亿元，所有者权益合计为867.62亿元（含少数股东权益239.94亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入260.33亿元，利润总额19.60亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

2016年11月，公司发行“16中建材MTN004”，募集资金20亿元，其中5亿元用于偿还银行贷款，15亿元用于偿还信用债。目前，募集资金已按照计划和约定用途使用完毕。

2015年8月，中材股份发行“15中材MTN001”，募集资金25亿元，其中20.60亿元用于偿还银行贷款，4.40亿元用于补充流动资金。目前募集资金已按照计划和约定用途使用完毕。2018年5月，公司发布公告，公司与中材股份合并的H股换股及非上市股换股

已完成，中材股份将注销法人资格，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与义务将由公司承接与承继。“15 中材 MTN001”作为中材股份的债务，由公司承继，并由联合资信进行定期与不定期跟踪评级。

跟踪期内，公司上述存续债券均按时足额付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
*16 中建材 MTN004	20	20	2016/11/17	2021/11/16
15 中材 MTN001	25	25	2015/08/14	2020/08/14

资料来源：中国货币网

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

“16 中建材 MTN004”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。

基于”16 中建材 MTN004”条款，可得出以下结论：

（1）”16 中建材 MTN004”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，”16 中建材 MTN004 与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）”16 中建材 MTN004”如不赎回，从第 6 个计息年开始每 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。从票面利率角度分析，公司在“16 中建材 MTN004”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较大。

（3）“16中建材MTN004”在除发生强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。强制付息事件指付息日前12个月内发生公司向普通股股东分红或向偿付顺序劣后于”16中建材MTN004”的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本。跟踪期内，公司向股东分红7.16亿元；从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，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，”16 中建材 MTN004”具有公司可赎回权、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”16 中建材 MTN004”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。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改

革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经

济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

公司所属行业主要为建材行业，主营业务涉及水泥、复合材料以及石膏板等的生产经营。

1. 水泥行业

行业概况

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，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为32.5水泥、42.5水泥及其他高标号（如52.5、62.5）水泥等。

水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。

行业运行状况

从中国水泥的下游消费需求结构来看，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量，且其投资情况决定了水泥需求总量，其变动情况决定了水泥需求的变动情况。2017年，中国GDP同比增长6.9%，经济增速较上年回升0.2个百分点，在中国经济呈现新常态的背景下，固定资产投资增速持续放缓，同比增长7.20%，较2016年同期下降0.9个百分点，投资增速持续下滑态势未改。

2017年，水泥需求量较上年略有下滑，全年中国水泥产量23.16亿吨，同比下降3.61%，为2015年后第二次负增长，水泥需求呈逐步下降趋势。2018年1~3月，中国水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，南方启动明显快于北方，同时企业主动作为，通过季节性淡季生产调控，产能呈现较大幅度下降，中国水泥产量3.76亿吨，较2017年同期下降4.51%。

2017年，全国水泥累计产量23.16亿吨，同比下降3.61%，为2015年后第二次负增长，各区域水泥产量均呈现不同幅度的回落，其中华北和东北地区降幅较大，同比分别下降22.54%和15.08%。逐月来看，1~2月为传统淡季，3~5月随着下游房地产、基础设施建设投资需求启动以及北方停窑结束，水泥产量保持平稳增长趋势；6~7月，受南方地区进入梅雨季节、农忙及高温天气等淡季因素影响，下游需求疲弱，水泥产量同比增速有所回落；进入8月，随着天气状况好转，水泥需求出现超预期萎缩，导致累计增速由正转负；9~10月，受

假期和将于影响，各区域水泥需求恢复具有一定差异，大部分地区以继续推涨价格为主；进入 11 月，北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季，加之下游工程赶工，需求集中释放，南方局部区域因环保和能耗压力生产阶段性受限；12 月中下旬，北方地区进入淡季，供需停滞。2018 年一季度，水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，主要系北方地区两会期间安全督查及环保检查较为严格，同时下游原材料价格处于高位，影响开工进度，南方市场表现相对较好，与上年同期持平。2018 年 1~3 月，全国水泥产量 3.76 亿吨，同比下降 4.51%。

2017 年，在水泥行业面临国家严格限制新增产能、提高行业准入门槛以及环保督查等背景下，尽管缺乏行政化去产能的手段，全国整体水泥产能首次呈下降趋势。据 Wind 资讯统计，2017 年全国水泥熟料生产线 1715 条，较 2016 年净减少 54 条，其中新增投产水泥熟料生产线共有 13 条；全国水泥熟料总设计产能 18.20 亿吨，较 2016 年净减少 0.10 亿吨，其中新增设计产能 0.20 亿吨。2017 年，全国累计销售水泥 23.08 亿吨，较 2016 年下降 1.67%，产销率达 99.90%，较 2016 年上升 1.90 个百分点。截至 2017 年底，水泥行业库存量处于历史低位。

2017 年，全国水泥均价呈现持续上涨态势，尤其是进入 8 月份旺季以来，各区域水泥均价均呈现加速上涨趋势，至 2017 年底，水泥价格涨至历史高位水平，全国 PO42.5 散装水泥均价由年初的 310 元/吨上升至 458 元/吨，涨幅达 47.74%。2018 年一季度，尽管处于行业淡季，水泥均价略有回调，环比逐月回落，但得益于错峰生产和行业自律，全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，水泥价格远高于上年同期水平。截至 2018 年 3 月底，全国 PO42.5 散装水泥均价为 401 元/吨，较年初小幅下降 57 元/吨。

总体看，水泥行业供给侧改革缺乏行政化手段，主要依靠于行业自律、环保限产等相对温和的方式来压缩过剩产能，产能缩减速度可能较为缓慢，同时需求端支撑较弱，未来一段时间内，行业供需矛盾仍然存在。

上游原材料

煤、电成本在水泥熟料生产成本中占比达 60%左右，煤炭、电力价格变化对水泥成本影响大。煤炭价格方面，进入 2017 年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，2017 年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自 2017 年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势。煤炭价格的上升大部分会转嫁到水泥价格上，但会有一定时间上的滞后，而单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，煤价上升带来的成本上升幅度较小，中、小规模企业则面临一定的成本压力。电价方面，主要执行上网电价和一般工商业销售电价，国内水泥行业为了节约用电成本，目前大型新型干法水泥生产企业已完成低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供一定比例的用电。相对而言，电价变动对能耗水平较低水泥企业生产成本影响较小。

行业政策

环保方面，从 2016 年 1 月中央环保督察在河北省开展试点，至 2017 年中央环保督察已进行了四批，实现了对全国 31 省份的全覆盖。2017 年 3 月，国家环保部、发改委、财政部、能源局联合发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，加大京津冀及周边地区大气污染治理力度，要求京津冀及周边 2+26 个城市水泥行业采暖季继续全面实行错峰生产。11 月，工信部和环保部发布《关于“2+26”城市部分工业行业 2017~2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》，提出水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季节按照《工业和信息化部环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通

知》有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。

去产能方面，2017 年 12 月，中国水泥协会印发《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》，该报告提到三大目标，首先，三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%；其次，前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70%以上，水泥产能集中度达到 60%。力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%；第三，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，2017 年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2018 年上半年正式启动运行去产能机制，力争在 10 个省区组建水泥投资管理公司，形成去产能的有效机制。

《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》确定了 2018 年、2019 年和 2020 年的目标任务，具体看，2018 年，全国范围内将完成压减熟料产能 13580 万吨，将关闭水泥粉磨站企业 210 家；并且将力争于 2018 年上半年实现全面停止生产 32.5 强度等级水泥产品。

2019 年，全国范围内压减熟料产能 11640 万吨，关闭水泥粉磨站企业 150 家。企业兼并重组方面，前 10 家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到 62%以上，水泥产能集中度达到 50%以上。在 5 个省区内，前 2 家大企业实际控制熟料产能达到 65%，此外，在全国 100 万以上人口规模、具有水泥窑的城市有 50%开展水泥窑协同处置。

2020 年，全国范围内压减熟料产能 14050 万吨，压减水泥粉磨站企业 180 家。企业集中度方面，前 10 家大企业集团熟料产能集中度达到 70%，水泥产能集中度达到 60%。

未来发展

随着水泥价格的回升，2017 年水泥行业自律和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度大，水泥价格有所回升，行业盈利能力有所增强，北方地区水泥企业盈利水平整体仍弱于南方，区域内企业分化加剧。展望 2018 年，基建投资虽有望保持较高增速但房地产投资增速回调可能性大，水泥需求预计以企稳为主；供给侧改革背景下，错峰生产、行业集中度提升以及行业自律的继续推进，水泥价格有望保持高位运行。

2. 复合材料

公司复合材料业务的主要产品为风机叶片。风机叶片是一个复合材料制成的薄壳结构，一般由根部、外壳和加强筋或梁三部分组成，复合材料在整个风电叶片中的重量一般占到 90%以上。风力发电机风机叶片是风力发电机组的关键部件之一，其设计、材料和工艺决定风力发电装置的性能和功率。随着煤、石油、天然气等传统化石能源耗尽时间表的日益临近，风能的开发和利用越来越得到人们的重视，已成为能源领域最具商业推广前景的项目之一。

在风力发电机兴起 100 多年的历史里，叶片材料经历了木制叶片、布蒙皮叶片、铝合金叶片等。随着联网型风力发电机的出现，风力发电进入高速发展时期，传统材料的叶片在日益大型化的风力发电机上使用时某些性能已达不到要求，于是具有高比强度的复合材料叶片发展起来。现在，几乎所有的商业级叶片均采用复合材料为主体制造，风机叶片已成为复合材料的重要应用领域之一。

风电是资源潜力大、技术基本成熟的可再生能源。近年来，全球资源环境约束加剧，气候变化日趋明显，风电越来越受到世界各国的高度重视，并在各国的共同努力下得到了快速发展。我国可开发利用的风能资源十分丰富，在国家政策措施的推动下，经过十年的发展，我国的风电产业从粗放式的数量扩张，向提高质量、降低成本的方向转变，风电产业进入稳定持续增长的新阶段。根据中国风能协会发布

的《2017 年中国风电装机容量统计》统计，2017 年，中国（不包括港澳台地区）新增装机容量 1966 万千瓦，同比下降 15.9%；累计装机容量 1.88 亿千瓦，同比增长 11.7%，增速放缓。新增装机和累计装机两项数据均居世界第一。根据中国气象局风能太阳能资源评估中心测算，中国陆地和海上风电的潜在开发量分别为 23.8 亿千瓦和 2 亿千瓦。为促进风电产业持续健康发展，国家能源局于 2016 年 11 月印发了《风电发展“十三五”规划》。规划明确，将持续增加风电在能源消费中的比重，实现风电从补充能源向替代能源的转变。根据规划，到 2020 年底，风电累计并网装机容量将达到 2.1 亿千瓦以上，其中海上风电并网装机容量达到 500 万千瓦以上；风电年发电量将达到 4200 亿千瓦时，约占全国总发电量的 6%。按 2020 年风电发电量测算，相当于每年节约 1.5 亿吨标准煤，减少排放二氧化碳 3.8 亿吨，二氧化硫 130 万吨，氮氧化物 110 万吨。

国家能源局印发的《能源技术创新“十三五规划”》指出，“十三五”期间，我国将开展大尺寸、大厚度碳纤维复合材料主承力件成型技术工程应用研究、碳纤维复合材料风机叶片热载荷与力学载荷综合作用研究、碳纤维复合材料风机叶片结构优化设计。我国将开发碳纤维复合材料风机叶片新产品，将建立百套量级的碳纤维复合材料风机叶片。目前，我国在沿海及内陆地区陆续开始装备大量风机，现有风机塔筒也高度不断提升，低温环境下的风机叶片结冰成为必须考虑的问题。由于风机叶片在冬季极易结冰，影响动力平衡，而风机叶片转速较高，离心力较大，在严重失衡情况下，叶片容易发生断裂。“十三五”期间，我国还将着重研究碳纤维复合材料抗冰风机叶片系统优化设计，建立碳纤维复合材料风机叶片制造标准化平台。同时海上风电的开发对叶片行业提出了更高的要求，会推动国内叶片行业的产业升级。风电叶片行业在未来 2-3 年继续保持较快增长，并且风电产业将在相当长的时期内为国民经济“保增长、促调整、利民生”发挥积极的作用。

3. 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。

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，未来中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$5\sim7m^2$，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司总股本 53.99 亿元，其中控股股东中国建材集团有限公司直接和间接持股比例为 41.27%，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、新材料、工程服务三大业务板块。公司三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，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2018年3月底，公司水泥业务板块拥有企业数百家，水泥产能约为4.13亿吨/年，混凝土产能约为4.25亿立方米。2017年，公司水泥熟料产量约为4.78亿吨，商品混凝土产量约为0.84亿平方米。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2017年底，北新建材石膏板产能达到21.82亿平方米，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2018年3月底，中国复材风电叶片产能规模达7.5GW，居于中国领先地位。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 2　2017 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	年产能情况	行业地位
水泥板块	中联水泥	水泥	水泥 1.06 亿吨；混凝土 1.82 亿立方米	产能世界第一
	南方水泥		水泥 1.48 亿吨；混凝土 1.98 亿立方米	
	北方水泥		水泥 0.37 亿吨；混凝土 0.29 亿立方米	
	西南水泥		水泥 1.20 亿吨；混凝土 0.09 亿立方米	
新材料	北新建材	石膏板	21.82 亿平方米	产能世界第一
	中国复材	风机发电叶片	7.5GW	全国领先
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. 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。2015~2017 年，公司享受的资源综合利用增值税退税收入分别为 8.76 亿元、9.02 亿元和 9.30 亿元；财政贴息分别为 1.17 亿元、0.50 亿元和 0.55 亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司无重大人事变动，在法人治理、内控体系及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是中建材集团旗下建材产品板块核心企业，主要经营水泥、新材料、工程服务三大主营业务，近年来公司各业务板块规模持续增长。

2015~2017 年，公司分别实现主营业务收入 1004.11 亿元、1015.79 亿元和 1285.87 亿元，受水泥行业景气度持续回升影响，公司主营业

务收入逐年提升。分板块看，水泥产品收入为公司主营业务收入的主要来源，近年来占比变动不大，保持在 80%左右。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。新材料板块收入波动增长，主要系 2015 年风电行业受政策影响出现抢装潮，提前透支 2016 年和 2017 年部分市场需求，导致 2016 年板块收入有所下降，2017 年石膏板业务表现优异，带动该板块收入涨幅明显。工程服务板块收入不断增长，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，2015~2017 年，公司主营业务综合毛利率分别为 25.38%、27.18%和 28.55%，呈逐年提升趋势。2016 年综合毛利率同比提升 1.37 个百分点，主要系水泥业务、新材料板块毛利率提升所致。2017 年，水泥业务毛利率 28.23%，同比提升 1.34 个百分点，主要系水泥价格上涨，带动毛利率提升。新材料业务毛利率 34.64%，同比提升 2.87 个百分点。2016 年工程服务业务毛利率较高，为 31.29%，主要系当年完成项目合同毛利率水平较高所致。

表 3　公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
水泥	803.34	80.01	26.04	813.02	80.04	26.89	1039.11	80.81	28.23	204.07	79.26	28.36
新材料	106.05	10.56	29.78	103.98	10.24	31.77	132.16	10.28	34.64	27.25	10.58	35.00
工程服务	71.80	7.15	25.95	74.39	7.32	31.29	93.12	7.24	25.32	18.92	7.35	24.59
其他	22.92	2.28	-19.97	24.42	2.41	5.03	21.49	1.67	20.51	7.23	2.81	29.97
合计	**1004.11**	**100.00**	**25.38**	**1015.79**	**100.00**	**27.18**	**1285.87**	**100.00**	**28.55**	**257.47**	**100.00**	**28.83**

资料来源：公司提供
注：水泥板块包含水泥、熟料及混凝土业务；新材料包括轻质建材与复合材料业务，其中轻质建材包含部分中建材投资相关业务数据；工程服务板块包括装备制造及相关工程技术研究与服务板块；其他主要为建材贸易与物流等其他业务。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 257.47 亿元，其中水泥产品收入 204.07 亿元，占比略有下降至 79.26%；新材料和工程服务收入占比有所提升，分别为 10.58%和 7.35%。从毛利率来看，2018 年 1~3 月，公司主营业务毛利率为 28.83%，较 2017 年全年水平提升 0.28 个百分点；其中水泥产品毛利率 28.36%，尽管一季度为水泥销售淡季，水泥价格的高位运行使得公司水泥毛利率略有提升；新材料和工程服务毛利率分别为 35.00%和 24.59%，分别较 2017 年变动 0.36 个百分点和-0.73 个百分点。

2. 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，水泥行业供需矛盾恶化，公司面临较大的经营压力，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。2016年下半年以来，随着水泥行业景气度回升，公司盈利水平不断提升。

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、西南四大区域中居于市场龙头地位。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 4　公司水泥业务经营数据（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥熟料	587.19	73.09	25.04	601.11	73.94	26.35	754.65	72.63	29.95	148.05	72.55	30.02
混凝土	216.15	26.91	28.75	211.91	26.06	28.40	284.46	27.37	23.65	56.02	27.45	23.99
合计	**803.34**	**100.00**	**26.04**	**813.02**	**100.00**	**26.89**	**1039.11**	**100.00**	**28.23**	**204.07**	**100.00**	**28.36**

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2017年底，公司水泥业务板块拥有企业数百家，水泥产能约为4.13亿吨/年，混凝土产能约为4.25亿立方米/年，均位居世界第一。其中中联水泥产能1.06亿吨/年，混凝土产能1.82亿立方米/年；南方水泥产能1.48亿吨/年，混凝土产能1.98亿立方米/年；北方水泥产能0.37亿吨/年，混凝土产能0.29亿立方米/年；西南水泥产能1.20亿吨/年，混凝土产能0.09亿立方米/年。

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2017年底，公司余热发电总装机规模达到1626MW，每年可实现余热发电63.94亿千瓦时。

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20%~30%，其中石灰石是最主要的原材料。公司目前石灰石储量约70亿吨，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35%~40%。电是公司水泥生产的主要能源，约占生产成本的15%~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。

2015～2017年，公司水泥熟料销量有所波动，分别为2.80亿吨、2.91亿吨和2.89亿吨。近年来，水泥行业供大于求，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不断增加。

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

公司	产品	产销量	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
中联水泥	水泥熟料	产量	10005.00	10885.00	11046.30	1102.85
		销量	6311.00	6700.48	6701.20	717.97
		单价	186.41	202.48	269.64	342.27
	混凝土	产量	2901.00	3300.47	3650.10	517.62
		销量	2901.00	3300.47	3650.10	517.62
		价格	287.55	272.13	343.70	442.25
南方水泥	水泥熟料	产量	18480.00	18323.50	18467.00	3459.25
		销量	11430.00	11247.53	11306.40	2210.20
		价格	201.20	194.83	249.12	301.46
	混凝土	产量	3750.00	3646.80	4151.10	751.77
		销量	3750.00	3646.80	4151.10	751.77
		价格	312.19	293.64	345.40	405.93
北方水泥	水泥熟料	产量	2815.00	3342.40	2902.70	67.04
		销量	1869.00	2237.09	1833.20	51.81
		价格	280.89	249.32	307.97	311.93
	混凝土	产量	242.00	244.34	288.90	5.95
		销量	242.00	244.34	288.90	5.95
		价格	314.56	294.50	334.00	403.15
西南水泥	水泥熟料	产量	13768.00	14604.00	14952.10	3069.28
		销量	8182.00	8730.35	8868.60	1784.81
		价格	229.69	213.57	246.95	296.80
	混凝土	产量	104.00	124.66	133.30	32.31
		销量	104.00	124.66	133.30	32.31
		价格	253.89	258.95	295.00	301.54
合计	**水泥熟料**	**产量**	**45365.20**	**47531.10**	**47771.40**	**7788.59**
		销量	**27955.60**	**29122.40**	**28929.80**	**4801.03**
		产销率	**61.62**	**61.27**	**60.56**	**61.64**
	混凝土	**产量**	**7119.90**	**7444.32**	**8395.30**	**1340.11**
		销量	**7119.90**	**7444.32**	**8395.30**	**1340.11**
		产销率	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

3. 新材料业务

公司新材料业务板块主要由轻质建材业务和玻璃纤维及复合材料业务构成。

轻质建材

公司轻质建材业务主要由北新建材经营。北新建材的主营业务是石膏板、轻钢龙骨等新型建材的生产、销售，并为客户提供相应的工程和劳务服务。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2017年底，北新建材石膏板产能21.82亿平方米/年，位于世界第一。近三年，

北新建材纸面石膏板收入逐年增长，毛利率不断提升，为轻质建材业务最主要的收入和利润来源。2017年石膏板收入94.66亿元，主要系销售量价齐升所致。

表 6　公司轻质建材业务经营数据（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石膏板	64.34	85.66	30.70	68.88	84.98	32.03	94.66	85.15	36.35	20.96	84.65	34.90
龙骨	5.23	6.96	30.03	6.09	7.52	29.99	8.91	8.02	26.00	2.13	8.62	20.34
其他	5.53	7.38	--	6.09	7.50	--	7.60	6.83	--	1.67	6.73	--
合计	**75.11**	**100.00**	**31.23**	**81.06**	**100.00**	**34.16**	**111.17**	**100.00**	**37.19**	**24.76**	**100.00**	**35.41**

资料来源：公司提供

注：其他收入包括其他建材产品、工程及劳务、增值税补贴等收入，该部分收入未核算毛利率。

公司目前旗下有“龙”牌、“北新”、“泰山”、“金邦”和“TBO”等品牌，均由北新建材经营，其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板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。近三年，石膏板产销量不断提升，2017年分别为18.26亿平方米和18.21亿平方米。

表7　近年北新建材石膏板产销情况

（单位：亿平方米、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
销量	14.46	16.35	18.21	3.58
产量	14.71	16.32	18.26	3.23
产能	20.00	21.32	21.82	21.82
产能利用率	73.55	76.55	83.68	14.81
产销率	98.30	100.18	99.73	110.67

资料来源：公司提供

北新建材主导产品的销售以国内市场为主，2017年国内市场收入比重约为99.27%，并集中于国内北方、南方、西部地区。

表8　跟踪期内轻质建材分区域收入情况

（单位：亿元、%）

区域	2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比
国内销售	110.83	99.27	24.74	99.03
北方地区	50.14	44.91	10.76	43.07
南方地区	39.64	35.51	9.70	38.84
西部地区	21.05	18.85	4.28	17.12
国外销售	0.81	0.73	0.24	0.97
合计	**111.64**	**100.00**	**24.98**	**100.00**

资料来源：公司提供

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；二是向装饰公司等用户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，解决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。

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。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。中国复材已形成ISO9001 质量体系、ISO14001环境管理体系标准和职业健康安全标准三个管理体系同时运行的良好格局。

风机叶片是中国复材最主要的收入和利润来源，占2017年主营业务收入的69.79%。近三年风机叶片产量分别为6719片、3707片和3058片，销量分别为6540片、4096片和3276片，呈下降趋势，主要由于2015年风电行业受政策影响出现抢装潮，提前透支2016年和2017年部分市场需求所致。2015~2017年，风机叶片业务收入分别为25.11亿元、18.71亿元和15.21亿元。2015~2017年，玻璃钢缠绕类产品等销售收入有所波动，分别为3.48亿元、2.59亿元和3.52亿元。

表9　复合材料业务收入构成情况（单位：万元、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
风机叶片	25.11	77.89	28.04	18.71	74.72	26.06	15.21	69.79	21.62	0.95	38.19	20.22
玻璃钢缠绕类产品	3.48	10.78	23.85	2.59	10.33	25.32	3.52	16.16	30.32	0.63	25.11	27.14
PVC 复合地板	1.47	4.56	10.20	1.26	5.04	-6.58	1.53	7.03	5.27	0.32	12.89	-0.51
其他	2.18	6.77	19.63	2.48	9.91	31.92	1.53	7.02	57.13	0.59	23.81	69.08
合计	**32.23**	**100.00**	**26.20**	**25.04**	**100.00**	**24.92**	**21.79**	**100.00**	**24.37**	**2.49**	**100.00**	**30.92**

资料来源：公司提供

截至2017年底，中国复材风电叶片产能达到7.5GW/年，居于全国领先地位；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。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，在设备到货后支付至总金额的60%~70%，设备安装调试完成后支付至总金额的90%，剩余部分待质保期满后付清。

在具体项目的经营模式上，工程服务业务板块的经营按照总部承揽和各部门、分公司、子公司自揽方式进行，主要包括工程项目总包模式、单一项目承包模式、技术服务和技术改造模式等。

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。2017年，中国建材工程全年新签玻璃工程及服务合同54.36亿元，新签水泥工程及服务合同42.68亿元，新签新能源工程及服务合同64.96亿元。截至2018年3月底，玻璃工程及服务尚在执行的合同金额为24.22亿元，水泥工程及服务尚在执行的合同金额为17.48亿元，新能源工程及服务尚在执行的合同金额为32.13亿元，房屋工程及服务尚在执行的合同金额为19.42亿元，在手合同额充足，拥有较强的市场竞争力。

表10　中国建材工程近三年新签合同额情况（单位：万元）

项目	2015 年 新签合同额	2016 年 新签合同额	2017 年 新签合同额	2018 年 1~3 月 新签合同额	截至 2018 年 3 月底正在执行的合同金额
玻璃工程及服务	360000	380000	543600	82600	242165
水泥工程及服务	450000	150000	426800	3000	174775
新能源工程及服务	360000	586800	649600	18900	321268
房屋工程及服务	--	--	13000	60900	194225
合计	**1170000**	**1116800**	**1633000**	**165400**	**932433**

资料来源：公司提供

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

5.　经营效率

2017 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同比有所提升，分别为 2.52 次、5.89 次和 0.38 次。公司整体经营效率尚可。

6.　未来发展

截至2018年3月底，公司主要在建项目为位于辽宁铁岭的水泥熟料生产线，项目总投资7.99亿元，截至2018年3月底已投资6.45亿元，预计2018年完成剩余1.54亿元投资。

表11　截至2018年3月底公司在建项目（单位：万元）

项目	项目核准批文	总投资	开工时间	预计投产时间	截至 2018 年 3 月底已投资额	2018 年计划投资额
金刚水泥（铁岭）有限公司新型干法熟料线	辽发改工业[2008]958 号、铁岭国用(2009)第 003 号、辽环函[2008]268 号	79900	2007 年	2018 年 8 月	64506.90	15393.10

资料来源：公司提供

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。

新材料板块中，对于轻质建材板块，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。对于复合材料板块，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。

九、重大事项

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

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

2018 年 3 月，中国证券监督管理委员会已就本次合并作出了《关于核准中国建材股份有限公司增发境外上市外资股的批复》（证监许可〔2018〕482 号），核准中国建材增发不超过 989525898 股境外上市外资股，每股面值人民币 1 元。香港联交所已批准中材股份 H 股于联交所退市，自 2018 年 4 月 23 日下午 4 时整起生效。

H 股换股（即向中材股份换股股东发行及寄发中建材股份 H 股证书）及非上市股换股（即向中材股份换股股东发行的中建材股份非上市股的股份登记）已于 2018 年 5 月 2 日完成。中材股份 H 股股东持有的全部 1164148115 股中材股份 H 股已按换股比例转换为 989525898 股中建材股份 H 股，中材股份非上市股股东持有的全部 2407315885 股中材

股份非上市股（包括 2276522667 股中材股份内资股及 130793218 股中材股份非上市外资股）已按换股比例转换为 2046218,502 股中建材股份非上市股（包括 1935044267 股中建材股份内资股及 111174235 股中建材股份非上市外资股）。

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

合并完成后，公司水泥总产能将达到 5.3 亿吨/年以上，成为全球最大的水泥生产商。截至目前，公司与中材股份在水泥、新材料、工程服务三大板块业务高度重叠。其中，水泥板块两家主要拥有 8 大平台企业，包括 A 股上市公司天山股份、宁夏建材、祁连山，以及中材股份旗下中材水泥，中国建材旗下中联水泥、北方水泥、西南水泥、南方水泥。新材料板块拥有两家 A 股上市公司中材科技和北新建材，以及两家港股公司旗下公司中材金晶和中国复材；工程服务板块拥有一家 A 股上市公司中材国际，以及两家港股公司旗下中材矿山和中国建材工程。

合并后公司有望在产业布局、业务规模、产品和服务等方面拥有全面、综合的竞争优势，从而进一步提升在全球建材行业的竞争力。预期合并后公司将是全球水泥产能排名第一的企业；并在商品混凝土生产、水泥工程服务、石膏板生产、风机叶片生产等多个领域拥有世界领先地位。

十、财务分析

公司提供了 2015~2017 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 2018 年一季度财务数据未经审计。

2015年，公司纳入合并范围的子公司共845家，较2014年净增加26家。2016年，公司纳入合并范围的子公司共834家，较2015年净减少11家。2017年，公司纳入合并范围的子公司共756家，较2016年净减少78家。2018年一季度，公司纳入合并范围的子公司共749家，较2017年净减少7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2017年底，公司合并资产总额为3470.24亿元，所有者权益合计为853.98亿元（含少数股东权益235.42亿元）。2017年，公司实现营业收入1300.63亿元，利润总额95.63亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额为3537.55亿元，所有者权益合计为867.62亿元（含少数股东权益239.94亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入260.33亿元，利润总额19.60亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额3470.24亿元，同比增长1.90%。从资产构成来看，流动资产占36.57%，非流动资产占63.43%，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

截至 2017 年底，公司流动资产 1269.10 亿元，同比增长 0.80%。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 13.82%，应收票据占 11.75%，应收账款占 31.22%，预付款项占 13.74%，其他应收款占 11.68%，存货占 12.91%。

截至2017年底，货币资金175.45亿元，其中受限货币资金81.90亿元，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。

截至2017年底，公司应收账款账面价值为

396.20亿元，计提坏账准备29.09亿元，计提比例为6.84%。其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占8.72%，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占90.59%，单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款占0.69%。从按账龄分析的应收账款来看，1年以内占68.04%，1~2年占19.12%，2~3年占6.58%，3年以上的占6.26%，公司应收账款账龄适中。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款。截至2017年底，公司预付款项为174.41亿元，同比增长15.04%，主要系公司生产经营规模扩大，增加相应规模的物资采购和设备采购。从账龄来看，1年以内占64.67%，1~2年占15.30%，2~3年占7.97%，3年以上占12.06%。

公司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、预付股权款定金等。截至2017年底，公司其他应收款账面价值148.28亿元，计提坏账准备19.97亿元，计提比例为11.87%，公司其他应收款坏账准备计提比例尚可。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10.69%；单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占43.86%；按账龄分析的其他应收款占45.45%，其中1年以内占47.61%，1~2年占22.70%，2~3年占12.95%，3年以上占16.74%。

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，截至2017年底，公司存货余额为163.81亿元，同比增长7.74%。2017年底，公司原材料87.28亿元，占存货的53.28%，库存商品42.48亿元，占存货的25.93%，自制半成品及在产品22.48亿元，占存货的13.72%，公司存货结构较为稳定。2017年，公司计提存货跌价准备1.29亿元，计提比例0.78%，计提比例偏低，具有一定的存货跌价风险。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计2201.14亿元，同比增长2.55%。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。

2017年，公司可供出售金融资产33.47亿元，主要为香港子公司中国建材控股有限公司对联想控股、红星美凯龙和中国恒石三家公司的投资。

公司长期股权投资包括对合营和联营企业的投资，2017年为103.75亿元。截至2017年底，公司计提长期股权投资减值准备1038.03万元。

截至2017年底，公司固定资产账面价值为1195.59亿元，累计折旧602.03亿元，提取减值准备45.73亿元。公司固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成，分别占53.07%和42.98%。截至2017年底，公司受限固定资产账面价值170.64亿元，占固定资产账面价值的14.27%。

公司在建工程主要为新建或技改工程，截至2017年底，公司在建工程账面价值102.14亿元，同比增长18.70%，主要是由于南方水泥、西南水泥和中国建材工程下属子公司生产线、设备的技术改造工程以及环保工程增加所致。截至2017年底，公司在建工程累计计提减值准备3.33亿元。

表12　截至2017年底在建工程明细（单位：万元）

单位	账面余额	减值准备	账面净值
中联水泥	152215.45	76.62	152138.83
南方水泥	286264.67	18762.39	267502.27
北方水泥	75297.60	1241.48	74056.13
西南水泥	344152.56	11993.44	332159.12
北新建材	91207.32	1237.86	89969.46
中国复材	41190.89	--	41190.89
中国建材工程	38653.03	--	38653.03
中建材投资	25720.54	--	25720.54
合计	**1054702.05**	**33311.79**	**1021390.26**

资料来源：公司财务报告

公司无形资产主要为土地使用权和采矿权。截至2017年底，公司无形资产账面价值合计233.80亿元，同比增长5.82%，主要来自土地使用权和采矿权的增加，累计摊销56.10亿元，

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67.23%，采矿权占31.87%。

2017年，公司商誉为445.97亿元，主要系公司实施联合重组产生。2017年公司累计计提6.98亿元商誉减值准备。公司对商誉不摊销，每年年度终了进行减值测试，按可收回金额低于账面价值的差额计提减值准备，相应的资产减值损失计入当期损益。减值损失一经确认，在以后会计期间不再转回。公司商誉减值准备计提比例一般，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。

表13　近三年公司商誉构成情况（单位：万元）

项目	2015年	2016年	2017年
轻质建材板块	23153	23153	23153
商砼板块	900651	901625	981564
水泥板块	3361681	3360708	3514316
其他版块	10515	10515	10515
账面余额合计	**4296000**	**4296000**	**4529548**
减值准备	44066	44066	69804
账面净值合计	**4251934**	**4251934**	**4459744**

资料来源：公司财务报告

截至2018年3月底，公司资产总额3537.55亿元，较2017年底增长1.94%，主要来自货币资金和存货的增长；流动资产占38.84%，非流动资产占61.16%，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2018年3月底，公司流动资产合计1373.91亿元，较2017年底增长8.26%，其中货币资金236.30亿元，较上年底增长34.68%，主要系一季度为水泥行业传统淡季，水泥行情一般从一季度末开始启动，公司提前为生产经营准备资金所致；公司非流动资产为2163.64亿元，较2017年底下降1.70%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模和结构保持稳定，以固定资产为主，符合建材行业特点。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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益为853.98亿元，同比增长12.98%，增长主要来自盈余公积、未分配利润和其他权益工具。从所有者权益构成来看，其中实收资本占6.32%，未分配利润占38.26%，其他权益工具占19.19%，资本公积占7.03%，少数股东权益占27.57%。其中其他权益工具为公司发行的永续中票，分别为“14中建材MTN001”（本金50亿元）、“15中建材MTN001”（本金50亿元）、“16中建材MTN004”（本金20亿元）、“17建材Y1”（本金30亿元）和“17建材Y2”（本金15亿元），截至2017年底共计163.90亿元。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，实收资本占比较低，结构稳定性较弱。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计867.62亿元，较2017年底增长1.60%，主要来自未分配利润的增加。所有者权益构成较上年底变动不大。

整体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较低，权益稳定性较弱。

负债

截至2017年底，公司负债总额合计2616.26亿元。从构成上看，公司流动负债占比77.65%，非流动负债占比22.35%，负债结构以流动负债为主，流动负债占比有所上升。

截至2017年底，公司流动负债2031.64亿元，较上年变动不大。截至2017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39.09%，应付账款占10.75%，其他流动负债占18.05%，一年内到期的非流动负债占11.67%。

截至2017年底，公司短期借款794.21亿元，同比下降3.55%。从构成来看，保证借款占56.41%、信用借款占42.45%、抵押借款占

0.92%、质押借款占0.22%。

截至2017年底，公司应付票据为176.40亿元，同比增长33.64%。其中商业承兑汇票占比6.69%，银行承兑汇票占比93.31%。

截至2017年底，公司应付账款为218.43亿元，同比增长2.17%。从账龄来看，1年以内占83.40%，1~2年占6.94%，2~3年占4.01%，3年以上占5.65%。应付账款综合账龄较短。

截至2017年底，公司其他应付款141.82亿元，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35.56%，1~2年占10.75%，2~3年占29.30%，3年以上占24.39%。公司其他应付款较为集中，综合账龄较长。

截至2017年底，一年内到期的非流动负债237.14亿元，同比增长6.78%。其中一年内到期的长期借款余额为72.04亿元，一年内到期的应付债券为65.25亿元，一年内到期的长期应付款99.71亿元，一年内到期的其他长期负债0.14亿元。

截至2017年底，其他流动负债366.81亿元，其中包括短期融资债券及私募债366.10亿元，本报告将其调入短期债务及相关指标中核算。

截至2017年底，公司非流动负债584.62亿元，同比下降5.99%。从构成上看，长期借款占36.41%，长期应付款占16.08%，应付债券占42.10%。

截至2017年底，公司长期借款为212.87亿元，同比增长5.02%。其中，保证借款占43.54%，信用借款占50.43%，抵押借款占6.03%。

截至2017年底，公司长期应付款为93.98亿元，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。

公司调整后的全部债务考虑了公司发行的短期融资债券、私募债、永续债及进行的融资租赁等，截至2017年底，公司调整后的全部债务2283.52亿元，同比略有下降。从债务期限结构看，2017年底短期债务占68.86%，长期债务占31.14%，公司债务以短期为主。

2017年，公司资产负债率75.39%，同比下降2.41个百分点。若将公司发行的永续中票由所有者权益中剔除，调入负债和有息债务中进行核算，截至2017年底，公司调整后的长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均有所下降，但均处于高位，分别为50.75%、76.79%和80.11%。公司实际债务负担重。

截至2018年3月底，公司负债合计2669.93亿元，较2017年底增长2.05%，主要系公司发行各种长短期债券所致，负债构成较上年底变动不大。截至2018年3月底，公司流动负债为2065.37亿元，较2017年底增长1.66%；公司非流动负债为604.56亿元，较2017年底增长3.41%。

截至2018年3月底，公司调整后全部债务2370.66亿元，较2017年底有所增长。从构成来看，短期债务占68.86%，长期债务占31.14%。调整后的全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2017年底持续上升，分别为77.11%和51.20%；调整后的资产负债率与2017年底持平。

总体看，跟踪期内，公司实际债务负担重，短期债务占比高，债务结构有待优化。

3. 盈利能力

近三年，公司营业收入波动中不断增长，2017年公司实现营业收入1300.63亿元，同比增长25.92%。同期，公司营业成本为929.45亿元，同比增长23.05%，营业利润率提升1.53个百分点至27.28%。

近三年，公司期间费用波动增长，2017年为265.77亿元，占营业收入的比重逐年下降，2017年为20.43%，同比下降3.24个百分点。2017年，销售费用、管理费用和财务费用分别为81.60亿元、82.22亿元和101.95亿元，各项费用均同比有所提升，主要系随着水泥行业景气度

回升，公司营业收入规模不断扩大，各项开支相应增加。但公司费用控制能力逐年提升。

2017年，公司资产减值损失15.74亿元，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。

2017年，公司公允价值变动收益为-0.15亿元，主要是来自交易性金融资产的公允价值变动。投资收益11.09亿元，主要由对中国巨石股份有限公司和江西南方万年青水泥股份有限公司的长期股权投资权益法下产生的投资收益和对甘肃上峰水泥股份有限公司的处置所产生的投资收益构成。

2017年，公司其他收益12.93亿元，营业外收入9.04亿元，二者均主要来自政府的补贴收入，其中与日常经营活动相关的政府补贴计入其他收益。2017年，公司政府补助收入金额为15.80亿元，占营业外收入和其他收益之和的比例为71.92%。政府的补助收入包括增值税返还及财政贴息、奖励款。2017年公司享受的资源综合利用增值税退税收入为9.30亿元，财政贴息为0.55亿元；公司确认的其他政府补助收入为5.95亿元，主要是当地政府给予的奖励或补助资金，具体包括美丽乡村生产资金补助、节能、降耗、减排、环保奖励资金、税收优惠返还、政府补贴改制费用、重点引资企业奖励、技术改造财政奖励资金等，政府补助对公司利润总额贡献大，该部分政府补助收入具有一定的不确定性。

受以上因素影响，2017年公司利润总额同比大幅增长135.52%，为95.63亿元。

从盈利指标看，2017年，公司净资产收益率为7.42%；总资本收益率为5.27%，同比均有所提升。

2018年1~3月，公司实现营业收入260.33亿元，同比增长24.75%，尽管一季度为水泥销售淡季，但水泥价格仍处于高位，公司营业利润率较2017年持续提升至27.80%；同期，公司期间费用为57.66亿元，占营业收入的比重为22.15%；公司利润总额为19.60亿元，同比大幅提升479.04%。

跟踪期内，得益于建材行业景气度回升，公司收入和利润规模大幅提升，期间费用控制能力有所提升，政府补助收入对利润总额贡献大，公司目前盈利水平尚可。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2017 年，公司经营活动现金流入量为 1458.52 亿元，同比增长 21.97%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 1411.47 亿元，收到其他与经营活动有关现金为 30.88 亿元。2017 年，公司现金收入比为 108.52%，较 2016 年下降 3.04 个百分点，公司收入实现质量较好。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 222.70 亿元，同比大幅增长 44.71%。

2017 年，公司投资活动现金流入量大幅增长至 125.73 亿元，主要为收回投资收到的现金 105.96 亿元。公司投资活动现金流出有所增长，为 224.77 元，主要用于购建固定资产、无形资产和对外投资。2017 年，公司投资活动产生的现金流净额为-99.04 亿元。

筹资活动现金流方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 1997.44 亿元，同比下降 3.84%，主要来自对外借款。同期，公司筹资活动现金流出 2139.55 亿元，主要用于偿还债务本息。2017 年，公司筹资活动产生的现金流净额为-142.11 亿元。

2018 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 264.90 亿元，现金收入比较 2017 年有所下滑，为 101.75%；同期公司经营活动现金流入 282.31 亿元，经营活动现金流量净额 28.97 亿元。2018 年 1~3 月，公司投资活动现金流出 44.52 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-8.38 亿元。2018 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入 586.68 亿元，其中取得借款收到的现金 580.43 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 6.25 亿元；筹资活动现金流出 548.11 亿元，其中偿还债务支付的现金为 501.73 亿

元；同期公司筹资活动产生现金流净额为38.57亿元。

总体看，随着水泥行业逐步回暖，公司经营现金流有所好转，收入实现质量较好；公司对外投资支出压力不大，但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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年流动比率和速动比率分别为62.47%和54.40%，同比分别变动0.38和-0.19个百分点；2018年3月底流动比率和速动比率分别为66.52%和58.09%，较2017年底均有所提升。2017年，公司经营现金流动负债比为10.96%，同比提升3.37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，2017年，公司EBITDA为274.13亿元，同比增长25.96%。同期，公司EBITDA利息倍数为2.69倍，同比有所提升；全部债务/EBITDA为8.33倍。公司长期偿债能力一般。整体看，公司整体偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司在银行共获得授信额度2253.34亿元，其中已使用授信额度1422.44亿元，尚未使用授信额度830.90亿元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司为港股上市公司，具备直接融资渠道。

截至2018年3月底，公司不存在对外担保事项。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1011010801778700 4），截至2018年3月21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。

7. 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。

十一、存续债券偿还能力

截至2018年3月底，由联合资信进行跟踪评级的存续债券分别为“16中建材MTN004”（本金20亿元）、“15中材MTN001”（本金25亿元）。其中“16中建材MTN004”在第5年末附有调整票面利率和回售条款，假设2021年公司发生回售，则当年待偿还中期票据金额为20亿元；2020年公司待偿还中期票据金额为25亿元，为中期票据单年度最高偿还金额（以下简称“测算额度”）。

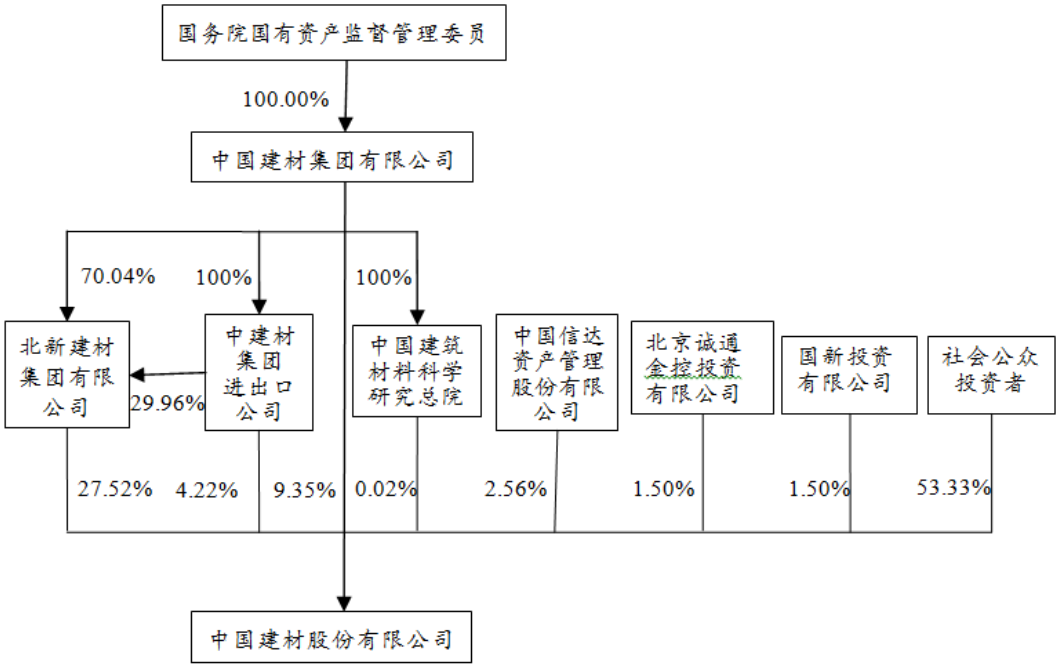
2015~2017年，公司EBITDA对“测算额度”的保障倍数分别为9.16倍、8.88倍和11.17倍；经营活动产生的现金流入量对“测算额度”的保障倍数分别为47.37倍、47.83倍和58.34倍；经营活动净现金流对“测算额度”的保障倍数分别为3.32倍、6.16倍和8.91倍。总体来看，公司经营活动现金流和EBITDA对存续债券的保障能力强。

若同时考虑公司存续期内全部债券，2021年公司到期兑付债券本金合计83亿元，2020年公司到期兑付债券本金合计105亿元（以下简称“单年集中偿付金额”）。2015~2017年，公司EBITDA对“单年集中偿付金额”的保障倍数分别为2.18倍、2.12倍和2.66倍；经营活动现金流入量对“单年集中偿付金额”的保障倍数分别为11.28倍、11.39倍和13.89倍；经营活动现金净流量对“单年集中偿付金额”的保障倍数分别为0.79倍、1.47倍和2.12倍。

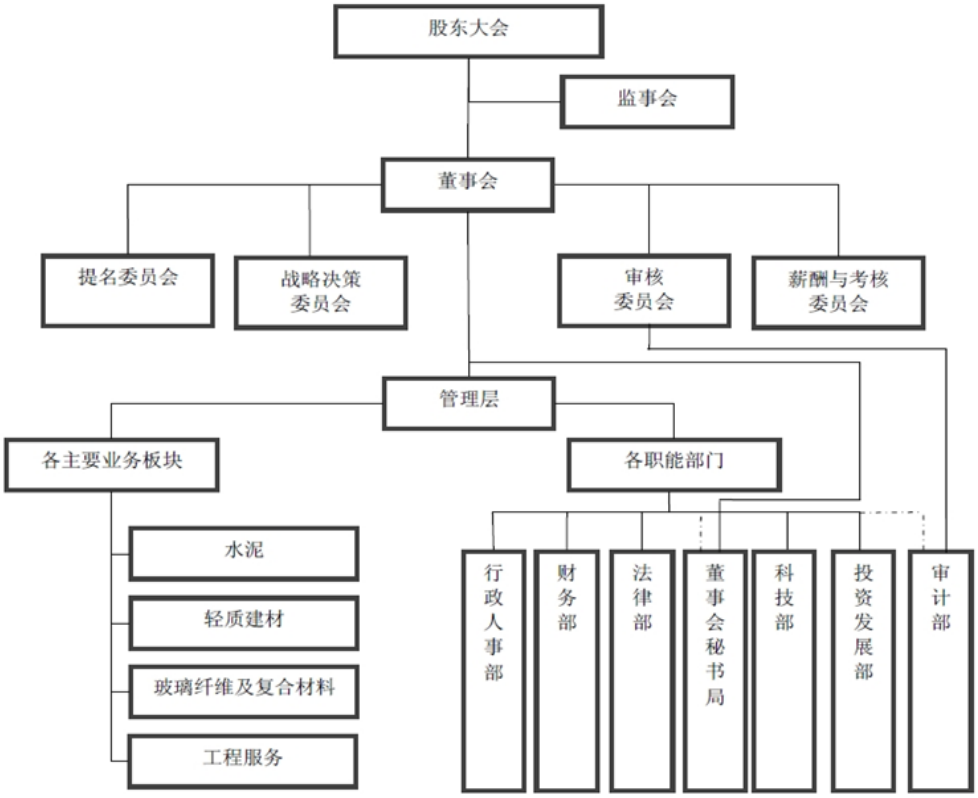
十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16中建材MTN004”的信用等级为AAA，确定“15中材MTN001”信用等级为AAA。

附件1-1　公司股权结构图



附件1-2　公司组织结构图



注 1：董事会秘书局系董事会日常办事机构。

注 2：审计部受董事会下设审核委员会的监督和指导。

附件 2　公司主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	257.35	314.59	353.32	440.76
资产总额(亿元)	3294.13	3405.42	3470.24	3537.55
所有者权益(亿元)	734.80	755.87	853.98	867.62
短期债务(亿元)	1594.26	1592.32	1572.40	1632.46
长期债务(亿元)	574.54	693.29	711.13	738.20
全部债务(亿元)	2168.79	2285.61	2283.52	2370.66
营业收入(亿元)	1020.47	1032.89	1300.63	260.33
利润总额(亿元)	41.05	40.60	95.63	19.60
EBITDA(亿元)	225.93	217.63	274.13	--
经营性净现金流(亿元)	83.02	153.89	222.70	28.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.41	2.23	2.52	--
存货周转次数(次)	4.77	4.97	5.89	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.31	0.38	---
现金收入比(%)	112.62	111.56	108.52	101.75
营业利润率(%)	24.89	25.75	27.28	27.80
总资本收益率(%)	4.90	4.26	5.27	--
净资产收益率(%)	3.80	3.73	7.42	--
调整后长期债务资本化比率(%)	47.47	52.12	50.75	51.20
调整后全部债务资本化比率(%)	77.33	78.21	76.79	77.11
资产负债率(%)	77.69	77.81	75.39	75.47
调整后资产负债率(%)	80.70	81.30	80.11	80.11
流动比率(%)	58.30	62.09	62.47	66.52
速动比率(%)	50.86	54.59	54.40	58.09
经营现金流动负债比(%)	4.07	7.59	10.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.98	2.15	2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.60	10.50	8.33	--

注：1、2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2、短期债务、长期债务、全部债务、调整后全部债务资本化比率、调整后长期债务资本化比率和调整后的资产负债率等债务指标中考虑了其他流动负债中的短期融资券及私募债、长期应付款中的融资租赁款及其他权益工具中的永续中票，计算相关指标时将永续中票从所有者权益中剔除，调整进入负债和有息债务中进行核算；3、所有者权益中包含永续中票。

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	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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

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。