信用等级公告

联合〔2019〕2207 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“15 中材 MTN001”“16 中建材 MTN004”“18 中建材 MTN001”“18 中建材 MTN002”“18 中建材 MTN003”“18 中建材 MTN004”“19 中建材 MTN001”和“19 中建材 MTN002”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

二〇一九年七月二十三日

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
http://www.lhratings.com

中国建材股份有限公司跟踪评级报告

评级结果：

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债项信用

债项简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 中材 MTN001[1]	25 亿元	2020/08/14	AAA	AAA
16 中建材 MTN004[2]	20 亿元	2021/11/17	AAA	AAA
18 中建材 MTN001	10 亿元	2021/09/20	AAA	AAA
18 中建材 MTN002	15 亿元	2021/10/15	AAA	AAA
18 中建材 MTN003	10 亿元	2021/10/22	AAA	AAA
18 中建材 MTN004	8 亿元	2021/11/19	AAA	AAA
19 中建材 MTN001	20 亿元	2022/04/30	AAA	AAA
19 中建材 MTN002	20 亿元	2022/07/08	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 23 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	314.59	661.14	574.12	428.28
资产总额(亿元)	3405.52	4535.12	4361.39	4528.22
所有者权益合计(亿元)	755.87	1240.40	1362.74	1444.64
短期债务(亿元)	1592.32	1778.00	1413.71	1427.77
长期债务(亿元)	693.29	709.33	832.45	922.87
全部债务(亿元)	2285.61	2487.33	2246.16	2350.64
营业收入(亿元)	1032.89	1873.10	2231.23	428.78
利润总额(亿元)	40.60	140.54	203.87	45.69
EBITDA(亿元)	222.08	379.62	451.35	--
经营性净现金流(亿元)	153.89	252.99	485.31	22.45
营业利润率(%)	25.75	26.14	29.57	27.33
净资产收益率(%)	3.73	7.90	10.33	--
资产负债率(%)	77.80	72.65	68.75	68.10
全部债务资本化比率(%)	75.15	66.73	62.24	61.94
流动比率(%)	62.09	70.71	73.69	81.25

[1] 公司与中国中材股份有限公司合并后，“15 中材 MTN001”由公司承继，并由联合资信评估有限公司进行跟踪评级

[2] “16 中建材 MTN004”为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级观点

中国建材股份有限公司（以下简称“公司”或“中建材股份”）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、新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，风电叶片产能居于中国第一位，同时公司是全球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较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，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。

公司 EBITDA 和经营活动现金流量对存续债券的保障能力强。

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，并维持“15 中材 MTN001”“16 中建材 MTN004”“18 中建材 MTN001”“18 中建材 MTN002”“18 中建材 MTN003”“18 中建材 MTN004”“19 中建材 MTN001”和“19 中建材 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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。

经营现金流动负债比(%)	7.59	10.02	22.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.29	6.55	4.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.19	3.22	3.89	--

注：1.2019 年 1—3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资债券及私募债已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债；3.2017 年、2018 年财务数据分别为公司 2018 年审计报告期初数及 2018 年审计报告期末数

分析师： 孙 鑫 蔡伊静
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

3. 公司与中材股份合并完成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. 近年来，公司营业收入和利润规模持续增长，盈利能力有所增强。
5. 公司EBITDA和经营活动现金流量对存续债券的保障能力强。

关注

1. 公司负债水平有所下降，但债务负担仍较重，且以短期债务为主，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，存在一定的减值风险。
3. 公司实收资本和资本公积在所有者权益中占比较低，权益稳定性一般。

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“中国建材集团有限公司”，以下简称“中建材集团”）为主发起人，联合北新建材（集团）有限公司（已更名为“北新建材集团有限公司”，以下简称“北新建材集团”）、中建材集团进出口公司、中国信达资产管理股份有限公司和中国建筑材料科学研究总院，以中国建筑材料及设备进出口公司为主体整体改制设立而成。设立时，公司注册资本为138776.00万元，股份总数为138776万股。2006年2月，公司首次在境外公开发行了752334000股H股，并于2006年3月获准在香港联交所主板上市（股票代码：3323.HK）。2017年9月8日，公司与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）订立合并协议，2018年5月2日，公司与中材股份合并的H股换股及非上市股换股已完成，中材股份注销法人资格。截至2019年3月底，公司实收资本为84.35亿元，其中控股股东中建材集团直接及间接持股比例为41.55%，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、工程服务三大业务。截至2019年3月底，公司内设董事会秘书局、财务部、投资发展部、审计部、法律事务部、科技信息部和人力资源部等12个职能部门。截至2019年3月底，公司纳入合并范围的子公司共19家。

截至2018年底，公司合并资产总额为4361.39亿元，所有者权益合计为1362.74亿元（含少数股东权益433.03亿元）；2018年，公司实现营业收入2231.23亿元，利润总额203.87亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为4528.22亿元，所有者权益合计为1444.64亿元（含少数股东权益479.90亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入428.78亿元，利润总额45.69亿元。

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：曹江林。

三、公司存续债券概况与募集资金使用情况

公司存续债券情况具体如表1：

表1　公司存续债券情况

证券名称	起息日	到期日期	当前余额（亿元）	特殊条款
15中材MTN001	2015/08/14	2020/08/14	25	--
16中建材MTN004	2016/11/17	2021/11/17	20	延期, 赎回, 调整票面利率
18中建材MTN001	2018/09/20	2021/09/20	10	--
18中建材MTN002	2018/10/15	2021/10/15	15	--
18中建材MTN003	2018/10/22	2021/10/22	10	--
18中建材MTN004	2018/11/19	2021/11/19	8	--
19中建材MTN001	2019/04/30	2022/04/30	20	--

19 中建材 MTN002	2019/07/08	2022/07/08	20	
合计			**128**	--

注：1. 公司与中国中材股份有限公司合并后，“15 中材 MTN001”由公司承继，并由联合资信评估有限公司进行跟踪评级；2.“16 中建材 MTN004”为永续中期票据，所列到期日期为首次赎回权行权日；3. 上表所列债券仅为经联合资信评估有限公司评级的债券
资料来源：联合资信整理

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。

“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。

截至目前，公司上述存续期内债券均按募集资金用途使用完毕，除“18中建材MTN001”“18中建材MTN002”“18中建材MTN003”“18中建材MTN004”“19中建材MTN001”和“19中建材MTN002”因尚未到首次付息日外，上述其他债券均按期付息。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三

产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环

比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

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，虽然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

2018 年，中国经济发展继续保持稳中向好的态势，全年 GDP 实际增长 6.6%，全国固定资产投资同比增长 5.9%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5%左右较高的水平。虽然 2018 年以来基建投资增速出现失速下行，由年初的 16.1%降至 9 月的 3.3%，12 月略有回升至 3.8%。但从对水泥需求的影响来看，房地产投资的较好增长水平（尤其是新开工增速较快）对冲了基建投资下滑的影响，水泥下游需求总体平稳。

水泥市场供给方面，2018 年，行业错峰生

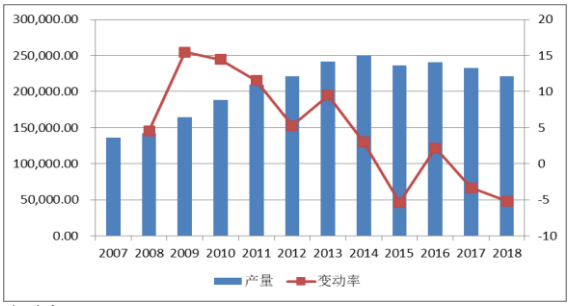
产延续常态化，阶段性减少产品供给；生态环境保护进一步强化，矿山综合治理逐步收紧，中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用，部分落后产能淘汰出市场，总体供给得到有效控制。

2018 年以来，水泥市场需求平稳，供给收缩，同时，在协会和大企业的带动下行业自律的效果明显提升，促使中国水泥市场总体供需矛盾得到了一定改善，多数地区库存水平处于低位运行，支撑水泥价格一路上扬，并站上历史高位。但需要注意的是，由于区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南强北弱的差距继续扩大。尤其是东北、内蒙等地区部分水泥企业依旧处于亏损或盈亏边缘。

2018 年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2018 年，全国水泥产量约为 22.10 亿吨，同比下降 5.18%。2018 年，建材行业实现利润 4317 亿元，较上年增长 43%。其中，水泥制造行业实现利润 1546 亿元，较上年增长 1.1 倍。

图 1　近年中国水泥行业产量及变化情况

（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

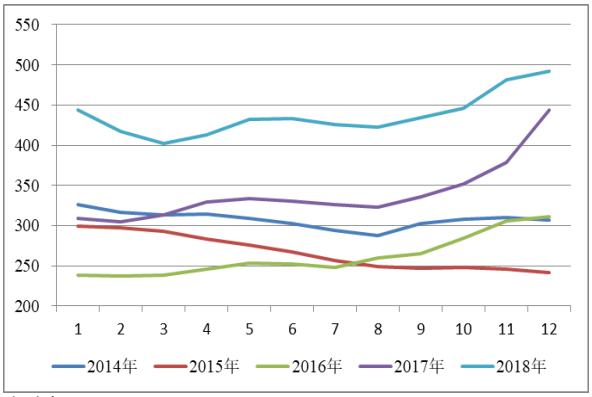
据中国水泥协会初步统计，2018 年全国新点火水泥熟料生产线共有 14 条，合计年度新点火熟料设计产能 2043 万吨，与上年基本持平，且全部为产能置换项目。分区域看，新点火产能中，贵州相对较多，为 3 条，年产 440 万吨，其余地区相对分散；从规模来看，日产 4000 吨以上有 11 条，日产 2500 至 3200 吨有 3 条。从点火时间来看，70%的产能主要集中在下半年，局部区域水泥供给压力增加。

截至 2018 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1681 条，设计熟料产能达 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。水泥熟料生产线平均规模继续提升，从 2017 年的 3424 吨/天提升至 3491 吨/天。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2019 年仍将会有 2500 万吨左右产能新点火，涉及区域相对集中在广东、广西、福建、云南和贵州。

从水泥的价格来看，2018 年全国水泥均价达 435 元/吨，较 2017 年上涨 82 元/吨，涨幅达 23.23%，受下游需求平稳，上游供给紧缩影响，协同行业自律效果提升影响，中国水泥市场总体供需矛盾得到一定改善，支撑水泥价格一路上扬，并达到历史高位。具体看，2018 年全国水泥市场全年基本保持高位稳定，大都在 400—450 元/吨之间运行。受错峰生产、环保检查以及旺季需求量增长等因素影响，2018 年四季度开始呈明显上扬走势，12 月份全国均价已经达到 492 元/吨。

图 2　近四年全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图

（单位：元/吨）

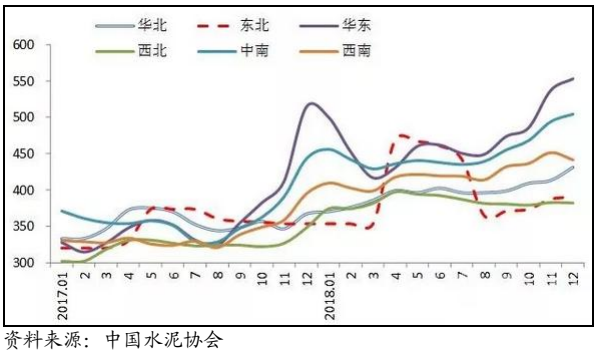


资料来源：Wind

分区域来看，各地区水泥市场价格表现差异较大。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。

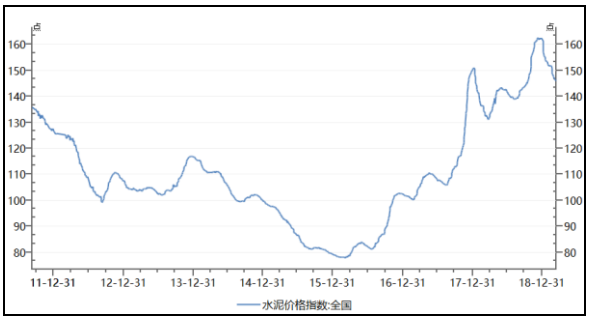
图 3　2017—2018 年各地区水泥（P.O42.5 散装）市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：中国水泥协会

2018 年，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%。

图 4　近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）



资料来源：Wind

总体看，2018 年，水泥产量逐步回落，得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。

行业政策

（1）《水泥行业去产能行动计划(2018—2020)》

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 39,270 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。2019 年，全国范围内计划压减熟料产能 11640 万吨，关闭水泥粉磨站企业 150 家，另外全国前 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。因此 2019 年水泥行业去产能力度将更大。

（2）《京津冀及周边地区 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》

2018 年 9 月，生态环境部办公厅印发《京

津冀及周边地区 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，该方案的实施范围为“2+26”城市，该方案中提到，1、水泥行业自 2018 年 10 月严格执行大气污染物特别排放限值。2、推动一批水泥、化工等重污染企业搬迁工程。3、推进露天矿山综合整治。4、各地重点对钢铁、建材等高排放行业，实施采暖期错峰生产；根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果，可适当缩短或延长错峰生产时间。

（3）召开水泥行业“反垄断”座谈会

2019 年 4 月 24 日，由国家市场监督管理总局反垄断局组织召开了建材领域垄断行为告诫会。此次告诫会要求参会各方积极自查，水泥企业在市场销售中是否形成了垄断协议，是否限制了区域销售，是否存在限价销售等行为；各个协会在日常工作中是否制定了会员间限制产销量、制定排除竞争、限价控价的行为。

总体看，在供给侧改革的大背景下，中国政府对水泥去产能态度坚决，采取多种手段齐抓水泥产能的“质”和“量”，2018 年中国水泥行业产量得以控制，供需矛盾有所缓解，但去产能之路仍任重道远。

行业关注

（1）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。2018 年以来，中国严禁水泥新增产能，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。

（2）行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡，目前国内水泥企业的区域集中度平均在 30%~40%。其中，不同区域的集中度差异较大，华东地区的水泥企业行业集中度最高，西南地区水泥企业行业集中度较低，对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合，但过程将相当漫长，行业恶性竞争局面短期内难以改观。

（3）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。

（4）原材料价格波动影响

水泥产品的主要原材料为石灰石、煤炭和电力，煤炭和电力对水泥企业利润影响较大，煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比在60%以上，占比较高，因此，煤炭、电力价格波动会对水泥行业的成本控制带来压力，对行业整体经济效益的影响显著。

未来发展

水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物，可以减免停产天数，并获取政府补贴。近年来，危废协同处理技术逐步成熟，未来将成为水泥企业重点发展方向之一。

考虑新产能投放以及部分海外产能进口等因素，2019 年全国水泥平均价格将有小幅下滑，但总体有望保持相对较高价格水平。水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势，兼并重组使行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势加强。水泥产能收缩已是大势所趋，在产能供给收缩的背景下，考虑到环保因素，各省出台了大量全面推行错峰生产的政策，差异化错峰生产范围将进一步扩大，预计对水泥市场供给端的收缩将进一步加大，有利于平衡水泥行业供需关系。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

2. 复合材料

公司复合材料业务的主要产品为风电叶片和玻璃纤维。

风电叶片

风电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。风力发电机风电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，风电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。中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，中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 WIND 统计，2018 年，中国新增并网风电装机 2059 万千瓦，累计并网装机容量达到 1.84 亿千瓦，占全部发电装机容量的 9.7%。2018 年风电发电量 3660 亿千瓦时，占全部发电量的 5.2%，比 2017 年提高 0.4 个百分点。2018 年全国风电平均利用小时数 2095 小时，同比增加 147 小时；全年弃风电量 277 亿千瓦时，同比减少 142 亿千瓦时，平均弃风率 7%，同比下降 5 个百分点，弃风限电状况明显缓解。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。《风电发展“十三五”规划》提出，到 2020 年，风电并网装机容量达 2.1 亿千瓦以上，风电年发电量达 4200 亿千瓦时以上，约占全国总发电量的 6%。风电行业发展前景良好。

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，中国将开展大尺寸、大厚度碳纤维复合材料主承力件成型技术工程应用研究、碳纤维复合材料风电叶片热载荷与力学载荷综合作用研究、碳纤维复合材料风电叶片结构优化设计。中国将开发碳纤维复合材料风电叶片新产品，将建立百套量级的碳纤维复合材料风电叶片。目前，中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，低温环境下的风电叶片结冰成为必须考虑的问题。由于风电叶片在冬季极易结冰，影响动力平衡，而风电叶片转速较高，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，中国还将着重研究碳纤维复合材料抗冰风电叶片系统优化设计，建立碳纤维复合材料风电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。

玻璃纤维

玻璃纤维（也称为玻纤）是一种性能优越的非金属无机材料，具有绝缘性好、耐热性强、抗腐蚀性好，机械强度高等特点。玻璃纤维作为新型材料，通常作为复合材料中的增强材料，电绝缘材料和绝热保温材料等，广泛应用于国民经济各个领域。2014 年以来，玻纤下游需求回升，同时由于落后产能的逐步出清和行业间协同意识的增强，玻纤行业保持了较高景气度。

截至 2018 年底，中国新增产能为 105 万吨，同比增速为 15%。2018 年新增产能主要来自中国巨石股份有限公司（以下简称“中国巨石”）、泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”）和重庆国际为主的大企业，分别新增 39 万吨、10 万吨和 10 万吨，合计占已新增产能比重达到 56%，且主要集中在汽车轻量化、风电和电子等领域。

2018 年 1—6 月，规模以上玻璃纤维及制

品制造主营业务收入比上年同期增长 10.2%；利润总额 65.16 亿元，比去年同期增长 21.39%。规模以上纤维增强塑料制品制造实现主营业务收入较去年同期增长 12.2%；利润总额 27.45 亿元，比去年同期增长 6.69%。

玻纤行业由于投资强度大、技术门槛较高，目前已形成较高的资金技术壁垒。产能建设方面，新建一条万吨粗纱玻纤生产线投资约为 1.5 亿元左右，按照新建粗纱窑 5 万吨/年的最低准入要求，单条粗纱产线投入至少为 7.5 亿元，若按照 8 万吨/年的经济规模进行建设，单线投入则需要 12 亿元，资金较为密集，重资产属性很强，对于中小型玻纤企业而言，产能扩张的资金壁垒较高，而自有资金充裕、融资渠道畅通的领先企业具备明显的资金优势；另外，已具备规模优势的领先企业还能通过冷修技改方式来进一步提升产能和改善产品结构，其产能扩张的成本更低。工艺技术要求方面，目前玻纤行业在大型池窑设计和建设、玻璃配方开发、浸润剂配方和自给、大漏板加工等方面形成了较高的技术壁垒，同时玻纤生产在矿石加工、纯氧助燃、电助熔、生产和物流智能化等方面要求较高，无技术积淀的企业难以进入玻纤领域，同时中小型玻纤企业与领先企业在研发投入、核心工艺和配方掌握程度等方面差距日益扩大，领先企业具有明显的技术优势。

另外，随着《玻璃纤维行业准入条件（2012 年修订）》的出台，国家对落后产能加大淘汰力度，并对新建、改扩建玻纤产能的工艺装备、能耗、环保等方面提出明确要求，行业内落后产能及缺乏竞争力的小产能得到较大程度肃清，行业竞争格局大幅好转。

由于玻纤行业在资金、技术、政策等方面存在的壁垒，非玻纤企业进入该领域难度较大，同时行业内中小型玻纤企业与领先企业之间的差距日益扩大，行业产能和盈利日益向领先企业集中。就全球市场而言，目前前五大玻璃纤维企业合计的市场占有率约为 70%。随着中国玻璃纤维行业的异军突起，包括泰山玻纤、中国巨石在内的中国玻璃纤维行业三大巨头成为国际玻璃纤维市场的新寡头，合计占有全球市场 40%左右的份额。就国内市场来看，中国玻璃纤维三大巨头产量占全国总产量 60%以上，随着环保要求的日趋严格以及较高的资金、技术壁垒，行业领军企业竞争优势将更加凸显，市场集中度有望进一步提升。

玻璃纤维生产的主要原燃料为矿石和能源（含天然气、电力等），矿石和能源分别占玻璃纤维生产成本的 30%左右，两者合计约占玻璃纤维生产成本的 60%左右。2018 年玻纤上游原材料供应阶段性偏紧，原材料价格有所上涨。

玻璃纤维产品最早开始是应用于基础设施建设，玻纤产业的发展与国民经济的发展水平紧密相关；不过作为新型材料，随着玻纤产品的日益丰富，其应用领域不断延伸，目前玻纤下游较为分散，不再过多集中于基建领域，在诸如交通、风电、电子电器、工业品、环保等领域均有广泛应用，玻纤产业易受单一行业周期性波动的风险大幅减轻，玻纤产业已具备一定的抗周期特征。目前玻璃纤维增强复合材料是玻璃纤维深加工的最大应用产品，占到玻璃纤维总量的 70%~75%。玻纤下游应用领域中，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；建筑市场的玻璃纤维用量占到玻璃纤维总量的 30%左右；交通领域玻纤用量占玻纤总量的 20%左右。

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的玻纤消费量仍将持续增加；同时，轨道交通、新能源、电子电器、环保等行业对玻璃纤维的需求将快速增长。玻纤需求增量将主要依赖玻纤在新兴领域的加速渗透，尤其是玻璃纤维增强热塑性复合材料愈来愈受到关注，市场需求有望保持大幅增长态势，预计中国未来几年对玻璃纤维的需求每年仍将有

两位数的增长。出口方面，欧洲、印度、东南亚、中东及北非地区玻纤需求在经济复苏和基建投入加大等因素刺激下不断增长，契合“一带一路”政策规划，国内玻纤企业将在产能合作和对外出口方面迎来历史性机遇。

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

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%。北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）属于第一类企业，主要生产高档产品，在收购泰山石膏有限公司后，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10平方米左右，加拿大在7平方米左右，欧洲约为5~7平方米，而中国人均使用量仅为1平方米，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，未来发展前景较好。

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

截至 2019 年 3 月底，公司实收资本 84.35 亿元，其中控股股东中建材集团直接和间接持股比例为 41.55%，公司实际控制人为国务院国资委。

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，已形成水泥产品、新材料、工程服务三大业务板块。

水泥板块方面，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。

2018年，公司与中材股份完成合并，公司于2018年5月2日起正式将中材股份纳入其合并报表范围，开展并表核算。公司与中材股份在水泥、玻纤及制品、工程服务三大板块业务高度重叠。公司与中材股份合并后，水泥总产能达到5.21亿吨/年，成为全球最大的水泥生产商，2018年度，公司水泥产能利用率约为67.03%，熟料产能利用率约为78.35%。水泥板块主要拥有8大平台企业，包括原中材股份旗下的A股上市公司新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”）、宁夏建材集团股份有限公司（以下简称“宁夏建材”）、甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（以下简称“祁连山”），以及中国中材水泥有限责任公司（以下简称“中材水泥”），以及原中建材股份旗下中联水泥、北方水泥、西南水泥、南方水泥。公司水泥板块在中国东南部地区、中东部地区、东北三省、西南地区和西北地区基本完成行业整合，获得了区域经济优势。

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2018年底，北新建材石膏板产能达到24.70亿平方米/年，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材科技股份有限公司（以下简称“中材科技”）、中国复合材料集团有限公司（以下简称“中国复材”）、中材高新材料股份有限公司（以下简称“中材高新”）和中材金晶玻纤有限公司（以下简称“中材金晶”）经营。截至2018年底，公司风电叶片产能规模达15.85GW/年，居于中国第一。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风电叶片，约占该项目叶片总需求量的80%；此外，中国复材75米6MW风电叶片成功下线，标志着中国复材在大型风电装备和海上风电装备研发制造领域已达到世界先进水平。2018年，中材科技积极开拓市场，持续加强产品研发，根据市场需求变化加快产品结构升级，合计销售风电叶片5587MW（2MW及以上产品超过80%），市场占有率逆势提升，继续领跑风电叶片市场。截至2018年底，中材科技共拥有6大系列59个产品型号，适用于高低温、高海拔、低风速、沿海

等不同运行环境。

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“中国建材国际工程”）及中国中材国际工程股份有限公司（以下简称“中材国际”）经营。中国建材国际工程成立于1991年，是全国综合性甲级设计科研单位和国际化工程公司，是上海市高新技术企业，是公司的工程技术平台，拥有建筑材料行业以及轻纺（日用硅酸盐）、建筑工程、环境污染治理专项工程的设计和工程总承包、工程咨询、工程监理等甲级资质及对外经营权，设有联合国工发组织和中国政府合建的中国玻璃发展中心等7个行业性机构，通过ISO9001：2000质量管理体系认证。中材国际于2005年4月12日在上海证券交易所挂牌交易，注册资本为175425.79万元。中材国际主营业务是水泥技术装备及工程服务。中材国际主要通过EPC/EP方式承接大型干法水泥生产线建设和技改等项目，以EPC/EP为载体带动研发设计、施工安装、装备制造和采购业务走出去，是目前全球水泥技术装备工程业最大的总承包商。依托水泥工程技术装备主业，中材国际致力于向节能环保、多元化工程、境外水泥投资等新产业领域拓展。

截至2018年底，公司水泥年产能约5.21亿吨，位居世界第一；商品混凝土年产能约4.60亿立方米，位居世界第一；石膏板年产能24.70亿平方米，位居世界第一；风机叶片年产能15.85GW，位居中国第一；玻璃纤维年产能249.7万吨，位居世界第一。

表 2　2018 年底公司各板块业务主要产能及行业地位

产业板块	公司名称	主要业务板块	产能情况	行业地位
水泥板块	中联水泥	新型干法水泥/商品混凝土	1.06 亿吨/1.82 亿立方米	产能世界第一
	南方水泥		1.46 亿吨/2.00 亿立方米	
	北方水泥		0.37 亿吨/0.29 亿立方米	
	西南水泥		1.20 亿吨/0.09 亿立方米	
	中材水泥		0.25 亿吨/0.02 亿立方米	
	天山股份		0.39 亿吨/0.15 亿立方米	
	宁夏建材		0.21 亿吨/0.10 亿立方米	
	祁连山控股		0.25 亿吨/0.07 亿立方米	
新材料	北新建材	石膏板	24.70 亿平方米	产能世界第一
	中国复材	风机发电叶片	7.5GW/年	中国第一
	中材科技	风机发电叶片	8.35GW/年	
	泰山玻纤	玻璃纤维	77.70 万吨	世界第一
	中国巨石	玻璃纤维	172.00 万吨	

数据来源：公司提供

七、管理分析

公司于2018年6月13日发布《更换董事及监事、选举董事长、董事会专门委员会改组、更换总裁、董事调职以及更换联席公司秘书》的公告。

经公司与相关董事或监事双方同意，宋志平先生与郭朝民先生不再担任董事，而徐卫兵女士不再担任监事。

股东审议并以普通决议案批准选举彭建新先生为执行董事，选举徐卫兵女士、沈云刚先生及范晓焱女士为非执行董事，以及选举李新

华先生及郭燕明先生为监事。

公司选举曹江林先生为公司董事长、彭建新先生为本公司副董事长、彭寿先生公司总裁。

公司董事长兼执行董事曹江林先生，1966年生，工商管理硕士学位，国务院批准的享受政府特殊津贴人员；历任北新建材总经理助理、副总经理、总经理及副董事长，公司总经理助理及副总经理，北新物流有限公司总裁，中国玻纤总经理，公司董事、党委常委，北新建材监事会主席，中联水泥监事会主席，中国复材和中国建材工程董事，中国玻纤董事长，南方水泥董事长，北方水泥董事长，中联水泥董事等，现任中建材集团总经理、董事，北新建材监事会主席，北方水泥董事长，南方水泥董事长。

公司副董事长兼执行董事彭建新先生，1959年6月生；曾任唐山安装工程公司工长、队长、经理助理、项目经理、副总经理，中材建设有限公司（以下简称“中材建设”）副总经理及总经理，中材建设董事长及总经理，中材股份执行董事兼总裁，天山股份董事，中材科技董事等。

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

由于公司与中材股份进行合并的换股事宜已完成（详见下文“九、重大事项”部分），公司已任命多名中材股份的前高级管理人员为公司副总裁。

总体看，跟踪期内，公司高层管理人员发生较大变更，但公司目前高层管理人员行业从业经历丰富，能够满足公司运营发展需求。

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、工程服务三大业务，近年来公司各业务板块规模持续增长。

2018年，公司实现主营业务收入2203.95亿元，同比增长19.01%，主要系水泥板块收入增长所致。从主营业务构成来看，水泥板块为公司收入的最主要来源，2018年水泥板块实现收入1593.60亿元，水泥价格上涨推动公司水泥业务收入持续增长；其收入在主营业务收入中占比保持在65%以上。2018年，新材料业务实现收入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，公司积极拓展海外市场，海外项目增加，带动工程服务板块收入逐年增长，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%。公司其他业务主要为建材贸易、物流等，收入逐年增长，在主营业务收入中占比较小。

表3　2016—2019年3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	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	1284.19	69.34	28.51	1593.60	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

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
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	**1015.79**	**100.00**	**27.18**	**1851.93**	**100.00**	**27.40**	**2203.95**	**100.00**	**31.03**	**421.80**	**100.00**	**28.23**

注：1.水泥包含水泥、熟料及混凝土业务，其中包含中建材投资相关业务数据；新材料包括轻质建材与复合材料业务；工程服务包括装备制造及相关工程技术研究与服务板块；其他包含建材贸易与物流等其他板块。2.上表中 2017 年经营数据已进行重述调整
资料来源：公司提供

毛利率方面，2018年，受水泥价格提升的影响，水泥业务毛利率提高4.65个百分点至33.16%；新材料毛利率为31.27%，基本保持稳定；工程服务板块毛利率为21.80%，保持较高水平。由于水泥板块在公司收入中占比较大，公司综合毛利率与水泥板块毛利率的变动保持一致且呈现上升态势，2018年为31.03%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 428.78 亿元，同比增长 19.36%，净利润为 33.61 亿元，同比增长 156.06%，主要系水泥价格较去年同期有所提升所致。2019 年 1—3 月，公司实现综合毛利率为 28.23%，较 2018 年变化不大。

总体看，公司收入以水泥板块为主。跟踪期内，受水泥行业环境持续向好及吸收合并中材股份影响，公司营业收入有所增长，盈利能力持续提升。

2. 水泥产品板块

水泥板块相关产品包括水泥、熟料及混凝土，为公司收入和利润的最主要来源，在主营业务收入中的占比很高。截至 2018 年底，公司联合重组水泥企业数百家，水泥产能约 5.21 亿吨，商品混凝土产能约 4.60 亿立方米，均位居世界第一。

分产品来看，近三年，水泥及熟料、商品混凝土收入均逐年增长，产品结构较为稳定；其中，水泥及熟料为水泥板块收入的主要构成部分，近三年占比均在 70%以上；毛利率方面，水泥及熟料和商品混凝土毛利率略有差异，其中，水泥及熟料毛利率随着行业环境的变化逐年提高，而商品混凝土毛利率波动下降，2018 年，受价格上涨影响，商品混凝土毛利率提升 3.64 个百分点至 27.27%。2019 年 1—3 月，水泥及熟料和商品混凝土收入占水泥板块的比例分别为 76.34%和 23.66%，占比较上年基本保持稳定；水泥及熟料和商品混凝土毛利率分别为 30.10%和 25.18%，较 2018 年全年略有下降，主要系 2019 年 1—3 月产品均价较 2018 年均价略有下降所致。

表 4　公司水泥业务经营数据（单位：亿元、%）

项目	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
水泥及熟料	601.11	73.94	26.35	972.71	75.75	30.08	1176.76	73.84	35.24	198.94	76.34	30.10
商品混凝土	211.91	26.06	28.40	311.48	24.25	23.63	416.84	26.16	27.27	61.67	23.66	25.18
合计	**813.02**	**100.00**	**26.89**	**1284.19**	**100.00**	**28.51**	**1593.60**	**100.00**	**33.16**	**260.61**	**100.00**	**28.94**

资料来源：公司提供

生产

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。从产量来看，2018年，公司水泥及熟料产量（含原中材股份）为6.15亿吨，基本保持稳定。2018年度，公司水泥产能利用率约为67.03%，熟料产能利用率约为78.35%，较上年变化不大，公司相关产能利用率偏低。

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2018年底，公司余热发电系统总装机达2.117GW，2018年实现余热发电85.19亿千瓦。

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88亿吨，下属各项目公司拥有超过200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10—15%。

成本控制方面，公司部分石灰石及电力资源能够实现自给，且能够依靠规模优势获得较低的煤炭采购价格，具备一定的成本优势。公司石灰石来源主要依靠自有矿山，石灰石自给率达到 90%以上。煤炭全部由外购取得。公司生产所需用电，除按大工业电价从当地供电公司购买外，30%的用电可由生产线配备的余热发电系统实现自给。此外，在降本增效方面，公司水泥板块重点控制煤耗、电耗、余热发电量、维修费用等；深化采购集中管理，推广直供煤使用，降低采购成本；深入推进精益生产和精细管理，加强成本分析、预实差异分析，现场管理和生产运营水平进一步提升。

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

销售

跟踪期内，公司水泥销售区域进一步扩大，其中，中联水泥销售网络覆盖山东、河南、江苏和内蒙等地区，并确立了在山东等地区的水泥销售主导地位；南方水泥销售网络覆盖浙江、湖南、江西、上海、江苏、广西等地区，并确立了在浙江、湖南、江西、上海等地区的主导地位；北方水泥销售网络覆盖东北三省大部分城乡地区，并确定了在吉林及黑龙江等地区水泥市场的主导地位；西南水泥覆盖四川、云南、贵州、重庆等地；天山股份销售网络覆盖新疆、江苏等地区，并确立了在新疆地区的水泥销售主导地位；中材水泥销售网络覆盖广东、汉中、安徽和湖南等地；宁夏建材销售网络覆盖宁夏、甘肃、内蒙、陕西等地区，并确立了在宁夏地区的主导地位；甘肃祁连山建材控股有限公司（以下简称“祁连山控股”）销售地域范围覆盖甘肃、青海省全境，西藏拉萨、那曲、昌都等铁路公路沿线地区，以及四川松潘、九寨沟等与甘肃省连界地区，并确立在甘肃、青海地区的销售主导地位。

从销售量来看，2018 年，公司水泥及熟料销量（含原中材股份）为 3.69 亿吨，产销率为 100%。2018 年，公司商品混凝土销量（含原中材股份）为 0.96 亿立方米，产销率为 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，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 37.55%和 52.05%，产品价格达到相对历史高位。

总体看，跟踪期内，公司已基本完成了对水泥及相关产品的产业布局，产品品种齐全，产供销模式成熟，规模优势显著；部分石灰石及电力供应能够实现自给，具备一定的成本优势。公司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。

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

公司	产品	产销量	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
中联	水泥熟料	产量	10885.00	11046.30	10899.54	1693.43

水泥		销量	6700.48	6701.20	6502.70	938.29
		价格	202.48	269.64	338.20	383.10
	混凝土	产量	3300.47	3650.10	3684.66	812.10
		销量	3300.47	3650.10	3684.66	812.10
		价格	272.13	343.70	438.26	474.53
南方水泥	水泥熟料	产量	18323.50	18467.00	18765.80	3519.19
		销量	11247.53	11306.40	11527.28	2080.82
		价格	194.83	249.12	329.87	319.22
	混凝土	产量	3646.80	4151.10	4751.94	885.04
		销量	3646.80	4151.10	4751.94	885.04
		价格	293.64	345.40	324.10	470.08
北方水泥	水泥熟料	产量	3342.40	2902.70	2427.51	45.83
		销量	2237.09	1833.20	1543.03	61.51
		价格	249.32	307.97	324.94	311.32
	混凝土	产量	244.34	288.90	321.90	6.23
		销量	244.34	288.90	321.90	6.23
		价格	294.50	334	359.64	406.54
西南水泥	水泥熟料	产量	14604.00	14952.10	16178.72	3156.79
		销量	8730.35	8868.60	9398.58	1882.61
		价格	213.57	246.95	297.21	309.25
	混凝土	产量	124.66	133.30	130.84	20.35
		销量	124.66	133.30	130.84	20.35
		价格	258.95	295.00	330.27	306.39
中材水泥	水泥熟料	产量	4506.17	2155.20	4052.22	802.86
		销量	2797.87	2739.80	2463.36	499.61
		价格	199.38	244.79	336.70	352.48
	混凝土	产量	81.80	77.74	67.88	16.09
		销量	81.80	77.74	67.88	16.09
		价格	268.57	316.22	480.81	456.71
天山股份	水泥熟料	产量	3155.53	3655.63	3004.74	397.88
		销量	1916.83	2288.55	1946.16	241.48
		价格	222.57	272.79	350.18	349.03
	混凝土	产量	255.00	268.64	211.03	12.09
		销量	255.00	268.64	211.03	12.09
		价格	285.57	311.19	431.06	477.24
宁夏建材	水泥熟料	产量	2753.97	2800.18	2401.12	251.64
		销量	1575.05	1567.69	1389.00	145.61
		价格	194.5	235.73	254.64	253.26
	混凝土	产量	183.08	166.77	133.00	16.80
		销量	183.08	166.77	133.00	16.80
		价格	300.21	314.38	321.73	348.85
祁连山控股	水泥熟料	产量	3846.20	3724.20	3295.09	294.31
		销量	2179.01	2153.18	1926.57	203.03
		价格	213.25	253.72	275.71	276.69
	混凝土	产量	155.85	134.34	97.88	7.19

		销量	155.85	134.34	97.88	7.19
		价格	272.47	342.46	376.16	384.66
合计	**水泥熟料**	**产量**	**61793.02**	**60106.60**	**61470.19**	**10231.30**
		销量	**37591.09**	**37679.02**	**36898.30**	**6083.84**
	混凝土	**产量**	**8120.05**	**9042.61**	**9599.00**	**1806.47**
		销量	**8120.05**	**9042.61**	**9599.00**	**1806.47**

注：上表中合计数据为公司水泥及水泥熟料、混凝土的总体产量及销量情况，除中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥、天山股份、宁夏建材、祁连山控股外，中建材投资亦有少量水泥及混凝土业务
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包括石膏板、轻钢龙骨、矿棉吸音板等新型建材产品的生产、销售，并为客户提供相应的工程和劳务服务，主要产品包括石膏板、龙骨。2018年，公司石膏板业务实现收入104.99亿元，在轻质建材板块主营业务收入中占比为83.99%，为轻质建材板块主要的收入来源。2018年石膏板毛利率为34.69%，较2017年有所下降，主要系煤价上升导致成本增加所致。

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，2018年，石膏板产量为18.83亿平方米，同比有所增长。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6 近年北新建材石膏板产销情况

（单位：亿平方米、亿平方米/年、%）

项目	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：公司提供

北新建材主导产品的销售以国内市场为主，2018年国内市场收入比重约99.16%，并集中于国内北方、南方、西部地区。

表7 2018年公司轻质建材分区域收入情况

（单位：万元、%）

区域	2018 年	
	收入	占比
国内销售	1239482.90	99.16
北方地区	548040.69	43.84
南方地区	455757.70	36.46
西部地区	235684.51	18.86
国外销售	10543.03	0.84
合计	**1250025.93**	**100.00**

资料来源：公司提供

销售方面，2018 年，北新建材石膏板销量为 18.69 亿平方米，销售规模稳步扩大，产销率均在 99%以上。

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

复合材料及玻璃纤维

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

风电叶片方面，截至2018年底，公司风电叶片产能达到15.85GW/年，居于中国第一。

截至2018年底，中国复材风机叶片产能规模达到年产7.5GW。风力发电叶片是中国复材最主要的收入和利润来源，2018年，中国复材风力发电叶片产销量分别为2521兆瓦和2453兆瓦。

2018 年，中材科技积极开拓市场，持续加

强产品研发，根据市场需求变化加快产品结构升级，合计销售风力发电叶片 5587 兆瓦（2 兆瓦及以上产品超过 80%），市场占有率逆势提升，继续领跑风电叶片市场。截至 2018 年底，中材科技共拥有 6 大系列 59 个产品型号，适用于高低温、高海拔、低风速、沿海等不同运行环境。由于风电叶片受运输成本影响较大，中材科技将生产基地设立在靠近最终用户的区域，目前已基本形成了北京延庆、甘肃酒泉、吉林白城、内蒙锡林、江苏阜宁、江西萍乡、河北邯郸七个生产基地，覆盖了主要的目标客户市场。

表8 近年来公司主要新材料产品生产情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—3 月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
风力发电叶片-中国复材（兆瓦）	2522	2826	2157	2322	2521	2453	529	417
风力发电叶片-中材科技（兆瓦）	5506	5557	4864	4859	5154	5587	1774	946
CNG 气瓶（万只）	12	14	16	16	18	19	6	6
高温过滤材料（万平米）	349	378	544	548	534	536	138.19	136
玻璃微纤维纸（吨）	14732	14861	15465	14999	14910	15443	3664.88	3367.74
太阳能多晶硅熔炼器（只）	170721	166116	148083	150771	82964	101378	8677	12650
精细熔融石英陶瓷（条）	33000	33382	41344	40698	46020	45732	9734	9578
微晶氧化铝陶瓷制品（吨）	39200	39220	38388	42441	38984	37974	10168	9942
高压电瓷绝缘子（吨）	42775	44417	42409	44386	33817	34712	7948	8275
玻璃钢缠绕类产品（吨）	8693	11949	14905	16597	20308	20976	7477	8196
PVC 复合地板（万平方米）	445	468	586	579	554	566	129.62	131.48

资料来源：公司提供

公司玻璃纤维业务主要由中材科技下属子公司泰山玻纤和中材金晶经营以及参股公司中国巨石经营。公司目前是全球五大玻璃纤维制造企业、国内三大主要玻纤生产基地之一。泰山玻纤是国家科技部认定的国家重点高新技术企业、国家863科技成果转化基地、国家科技兴贸重点出口企业。公司拥有中国玻纤行业首家企业博士后科研工作站，唯一的国家级技术中心。公司通过了ISO9001、IS014000、OSHMS体系认证，产品通过英国劳氏、挪威船级社、中国船级社等多家专业认证机构的认证，产品品质获得了国内外客户的广泛认可。

4. 工程服务

公司工程服务板块主要由中国建材国际工程及中材国际经营。

中国建材国际工程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，跟踪期内，中国建材国际工程不断扩展国际市场，涉及区域为东南亚、西亚、中东等。在手合同额充足，拥有较强的市场竞争力。2018 年中国建材国际工程新房屋工程及服务新签合同额大幅增长至 62.05 亿元。截至 2019 年 3 月底，中国建材国际工程正在执行的合同额 154.62 亿元，能够满足未来 1—2 年经营需要。

2018 年，中材国际新签合同金额为 309.86 亿元，同比小幅下降；2019 年 1—3 月，中材国际新签合同额为 76.74 亿元；截至 2019 年 3 月底，中材国际正在执行的合同额437.56亿元，能够满足未来 1—2 年经营需要，拥有较强的市场竞争力。

表9 中国建材国际工程及中材国际近三年新签合同额情况（单位：亿元）

项目		2016 年新签合同额	2017 年新签合同额	2018 年新签合同额	2019 年 1—3 月新签合同额	截至 2019 年 3 月底正在执行的合同金额
中国建材国际工程	玻璃工程及服务	38.00	54.36	62.59	6.84	36.97
	水泥工程及服务	22.16	42.68	24.60	4.36	54.40
	新能源工程及服务	46.29	64.96	54.97	8.20	56.37
	新房屋工程及服务	12.52	1.30	62.05	1.36	6.89
	小计	**118.97**	**163.30**	**204.21**	**20.76**	**154.62**
中材国际	工程建设	210.90	259.47	233.28	56.69	321.99
	装备制造	32.03	37.14	39.09	13.86	23.44
	环保	17.53	24.64	32.54	3.98	34.40
	生产运营管理	15.92	35.41	2.31	1.88	54.05
	其他	1.91	2.18	2.64	0.33	3.68
	小计	**278.29**	**358.84**	**309.86**	**76.74**	**437.56**
合计		**397.26**	**522.14**	**514.07**	**97.50**	**592.18**

注：合计数略区别于各项合计数主要系四舍五入导致尾差所致
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，公司积极拓展海外市场；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

2016—2018 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有所提升，2018 年分别为 3.52 次、7.36 次和 0.50 次。公司整体经营效率尚可。

6. 未来发展

公司未来发展目标是“成为世界一流的建材生产商，为股东创造最大回报”。“十三五”发展战略总体目标是：水泥业务，通过联合重组和内生增长进一步发展水泥业，水泥产能稳定在 5—6 亿吨，保持世界最大的水泥集团地位，积极延伸产业链，提高竞争力；新材料业务，石膏板产能力争达到 25—30 亿平方米，进一步巩固世界一流轻质建材供应商地位，积极推进石膏板业务国际化布局；复合材料板块将重点发展新能源和新材料相关业务，成为中国民用复合材料行业的领导者，新材料产业以产品出口拓展国际业务，市场份额持续加强；玻璃纤维业务继续保持世界领先的玻璃纤维及其制品供应商地位，在五大洲的十多个国家和地区进行海外布点，建立了比较完备的全球营销网络和生产布局，加快发展锂电池隔膜、氮化硅陶瓷等新材料；工程服务业务，继续巩固和保持在水泥工程和玻璃工程领域的领先地位，努力开拓新的利润增长点，积极践行“一带一路”倡议，推进国际产能合作。深化内部协作，共同研究全球布局和市场，继续深耕传统主业，积极推进业务相关多元转型，盈利能力持续提高。

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

公司采用换股吸收合并的方式与中材股份进行合并，即中建材股份将向中材股份换股股东发行中建材股份 H 股及中建材股份非上市股，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 股中建材股份 H 股和

非上市股，并且发行的 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 股从香港联交所退市，中材股份被注销法人资格，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由公司承接与承继。本次合并实施完成后，公司控股股东和实际控制人不变，仍为中建材集团。

2018 年 3 月，中国证券监督管理委员会就本次合并作出了《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）。香港联交所批准中材股份 H 股于联交所退市，自 2018 年 4 月 23 日下午 4 时整起生效。2018 年 5 月 2 日，本次合并的换股事宜已告完成，公司于 2018 年 5 月 2 日起正式将中材股份纳入其合并会计报表，开展并表核算。

合并完成后，公司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，以及中材水泥，中建材股份旗下中联水泥、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国际工程。

总体看，合并后，公司在产业布局、业务规模、产品和服务等方面拥有全面、综合的竞争优势，进一步提升在全球建材行业的竞争力。目前公司是全球水泥产能排名第一的企，并在商品混凝土生产、水泥工程服务、石膏板生产、风电叶片生产等多个领域处于中国或世界领先地位。

十、财务分析

公司提供了 2016—2018 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 2019 年 1—3 月财务数据未经审计。

从合并范围变化来看，随着经营规模的扩大，公司合并范围有所扩大。2018年，公司合并范围新增35家子公司，合并范围减少96家子公司。2018年中材股份及浙江三狮南方新材料有限公司（以下简称“三狮南方”）作为同一控制下企业纳入公司合并报表范围，并同时执行会计政策变更情况所述的会计政策，对期初财务报表进行追溯调整，故本报告2017年数据为2018年追溯调整数据。截至2019年3月底，公司合并范围内二级子公司共19家，较2018年未发生变化。本报告财务分析主要以2018年财务数据为主。

截至2018年底，公司合并资产总额为4361.39亿元，所有者权益合计为1362.74亿元（含少数股东权益433.03亿元）；2018年，公司实现营业收入2231.23亿元，利润总额203.87亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为4528.22亿元，所有者权益合计为1444.64亿元（含少数股东权益479.90亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入428.78亿元，利润总额45.69亿元。

1. 资产质量

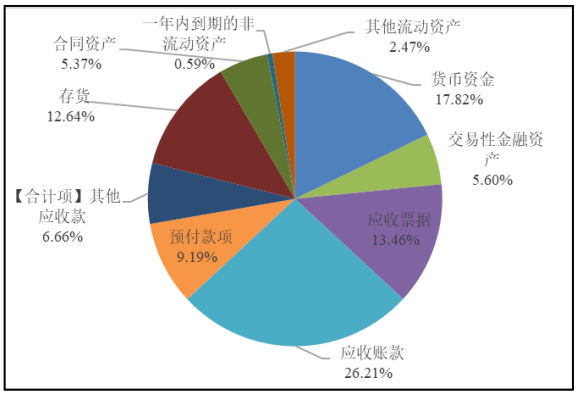
截至 2018 年底，公司资产合计 4361.39 亿元，较年初减少 3.83%，其中流动资产 1556.92 亿元（占 35.70%），非流动资产 2804.47 亿元（占 64.30%），公司资产构成中非流动资产占比较高，符合建材生产企业的特征。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 1556.92 亿元，较年初减少 12.83%，主要系货

币资金减少所致；流动资产主要由货币资金（占 17.82%）、交易性金融资产（占 5.60%）、应收票据及应收账款（占 39.66%）、预付款项（占 9.19%）、其他应收款（占 6.66%）、存货（占 12.64%）、合同资产（占 5.37%）构成。

图 5　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金为 277.44 亿元，较年初大幅减少 20.22%，主要系公司偿还债务所致；其中，使用权受限的货币资金共计 68.46 亿元，主要为银行承兑保证金、保函保证金、矿山环境恢复保证金、质押借款（定期存单等）等，占货币资金总额的 24.68%，受限资金占比较低。

截至 2018 年底，公司交易性金融资产为 87.13 亿元，较年初减少 5.38%，主要系权益工具投资减少所致。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 617.55 亿元，较年初下降 4.90%。截至 2018 年底，公司应收票据为 209.55 亿元，较年初减少 5.30%，变化不大；主要由银行承兑汇票构成。公司应收账款主要为应收销售款。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 408.00 亿元，较年初减少 4.70%，主要系公司加大回款力度所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款占 86.72%；其中，1 年以内占 64.29%、1~2 年占 16.04%、2~3 年占 7.85%，3 年以上的占 11.83%，公司应收账款综合账龄较短。截至 2018 年底，公司计提坏账准备 62.50 亿元，计提比例为 13.28%。整体上看，公司应收账款规模较大，对公司流动性造成一定影响。

截至 2018 年底，公司预付款项为 143.09 亿元，较年初减少 34.27%，主要系公司加大了控制预付款项规模的力度，提高资金使用效率所致。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 103.72 亿元，共计提坏账准备 49.11 亿元。从按账龄分析的其他应收款来看，1 年以内占 28.80%、1~2 年占 18.45%、2~3 年占 15.15%、3 年以上的占 37.59%，综合账龄较长。从构成看，经营性其他应收款占 71.21%，主要为应收各类代垫费用、增值税返还税款、材料销售款、各类保证金等；非经营性占 28.79%，主要为关联方的资金拆借本金。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 196.76 亿元，较年初减少 11.37%，主要系公司严控库存，备货减少所致；存货主要由原材料（占 44.45%）、库存商品（占 31.35%）、自制半成品（占 11.10%）构成；存货跌价准备为 7.13 亿元，计提比例 3.50%，考虑到公司原材料和产品价格存在一定波动，公司面临一定的存货跌价风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 2804.47 亿元，较年初增长 2.02%；非流动资产主要由固定资产（占 56.78%）、无形资产（占 10.16%）和商誉（占 15.54%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 1592.43 亿元，较年初减少 1.45%，主要系计提折旧所致；主要由房屋及建筑物和机器设备构成；公司固定资产成新率为 60.61%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 284.98 亿元，较年初增长 1.24%；主要由土地使用权（占 67.28%）和采矿权（占 29.86%）构成；无形资产累计摊销 87.49 亿元，计提减值准备 5.25 亿元。

截至 2018 年底，公司商誉为 435.79 亿元，

较年初减少 5.24%。公司每年年终对进行商誉减值测试，按可收回金额低于账面价值的差额计提减值准备，相应的资产减值损失计入当期损益，截至 2018 年底，公司共计提商誉减值准备 34.86 亿元。由于建材行业景气度仍有可能波动，公司未来可能有一定商誉减值风险。

表10　近三年公司商誉构成情况（单位：万元）

商誉构成板块	2016 年底	2017 年底（经重述）	2018 年底
轻质建材板块	23152.88	23152.88	23592.35
工程服务	--	127342.05	127618.52
商混板块	901624.66	982626.95	979573.26
水泥板块	3360707.92	3585246.43	3564066.26
其他板块	10514.76	12801.52	11694.36
账面余额合计	**4296000.22**	**4731169.83**	**4706544.75**
减值准备	44066.04	132125.76	348600.99
账面净值合计	**4251934.18**	**4599044.07**	**4357943.76**

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司受限资产合计 194.77 亿元，占公司总资产的 4.47%，受限比例较低。

表11　截至2018年底公司受限资产情况（单位：万元）

所有权受到限制的财产	账面价值
货币资金	684640.88
应收票据	94214.72
应收账款	59550.24
固定资产	1009683.48
无形资产	52339.03
股权	47234.37
合计	**1947662.73**

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 4528.22 亿元，较上年底增长 3.83%，变化不大；其中，流动资产和非流动资产占比分别为 37.86%和 62.14%，资产结构较上年底变化不大。

总体看，公司完成吸收合并中材股份后，资产规模大幅增长。流动资产中货币资金规模较大，应收账款和其他应收款占比较大，对资金形成一定的占用；非流动资产中固定资产占比较高，符合所在行业特点，但商誉占比较高，存在一定减值风险；公司资产受限比例较低。整体看，公司资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益较年初增长 9.86%，主要系利润留存增加及新发行可续期公司债券计入其他权益工具所致。其中，归属于母公司所有者权益为 929.72 亿元，占 68.22%；归属于母公司所有者权益中，股本占 9.07%、资本公积占 15.04%、其他权益工具占 22.23%、未分配利润占 51.31%；其中，其他权益工具为公司发行的永续中票“14 中建材 MTN001”“15 中建材 MTN001”“16 中建材 MTN004”及可续期公司债“17 建材 Y1”“17 建材 Y2”“18 建材 Y1”“18 建材 Y2”“18 建材 Y3”“18 建材 Y4”“18 建材 Y5”“18 建材 Y6”。公司归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 1444.64 亿元，较上年底增长 6.01%。公司所有者权益中归属于母公司的权益占 66.78%，归属于母公司的所有者权益结构较上年底变动不大。

总体看，公司所有者权益逐年增长，归属于母公司所有者权益中未分配利润和其他权益工具占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 2998.64 亿元，较年初减少 8.99%，其中流动负债 2112.67 亿元（占 70.45%），非流动负债 885.97 亿元（占 29.55%），负债结构以流动负债为主，与其以非流动资产为主的资产结构不尽匹配。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 2112.67 亿元，较年初减少 16.36%，主要系短

期借款减少所致；流动负债主要由短期借款（占 29.99%）、应付票据及应付账款（占 23.01%）、其他应付款（占 5.91%）、一年内到期的非流动负债（占 13.70%）、其他流动负债（占 16.10%）、合同负债（占 6.52%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 633.63 亿元，较年初大幅减少 31.95%，主要系融资需求降低所致；主要由保证借款（占 57.36%）和信用借款（占 41.06%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据为 152.62 亿元，较年初下降 28.65%，主要系公司采用银行承兑汇票支付供应商的付款方式减少所致。截至 2018 年底，公司应付账款为 333.45 亿元，较年初减少 11.53%，主要系部分项目支付尾款所致；从账龄看，主要为 1 年以内（占 79.71%）。

其他应付款主要为应付联合重组企业原股东股权转让款、水泥生产线工程项目承包商垫付的款项及公司收取分包商的履约保证金及其他保证金。截至 2018 年底，公司其他应付款为 133.35 亿元，较年初下降 27.29%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 289.52 亿元，较年初增长 6.10%，主要系一年内到期的应付债券规模增加所致。

截至 2018 年底，公司其他流动负债为 340.17 亿元，较年初减少 8.75%，主要系公司短期融资券及私募债券到期偿付所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 885.97 亿元，较年初大幅增长 15.25%，主要系公司调整债务结构，长期借款和应付债券增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 39.15%）、应付债券（占 48.67%）和长期应付款（占 6.14%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 346.90 亿元，较年初增长 22.25%，主要系公司调整债务结构所致。

截至 2018 年底，公司应付债券为 431.19 亿元，较年初增长 31.90%，主要系公司本部及下属子公司 2018 年度新发行债券规模较大所致。

公司长期应付款主要由融资租赁应付款构成，截至 2018 年底，公司长期应付款为 57.25 亿元，较年初大幅减少 44.23%，主要系公司大量融资租赁款到期偿付所致。

债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 2246.16 亿元，较年初下降 9.70%，主要系短期借款减少所致，其中短期债务为 1413.71 亿元，长期债务 832.45 亿元，短期债务占比下降 8.54 个百分点至 62.94%，公司整体债务规模较大，债务结构有所改善，但短期债务占比仍较高。若将永续中票及可续期公司债券划入债务，截至 2018 年底，公司全部债务为 2452.81 亿元，较年初下降 7.48%，其中短期债务为 1413.71 亿元，长期债务 1039.10 亿元，公司整体债务规模较大，短期债务占比高。

债务比率方面，2016—2018 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均有所下降。2018 年分别为 37.92%、62.24%和 68.75%。若将永续中票和可续期公司债券划入债务，截至 2018 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 47.34%、67.97%和 73.49%，若将发行的永续中票及公司债券列入债务，考虑偿付的可能性，实际的资产负债率仍然处于较高水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 3083.57 亿元，较上年底增长 2.83%，变化不大；其中流动负债占 68.42%、非流动负债占 31.58%，资产负债率为 68.10%，较上年底下降 0.65 个百分点。

总体看，公司负债中流动负债占比高，2018 年短期借款大幅减少，债务结构有所改善，但整体看公司短期债务占比仍较高；但将发行的永续中票及可续期公司债券列入债务，考虑偿付的可能性，实际的资产负债率仍然处于较高水平，债务负担仍较重。

3. 盈利能力

2018 年，公司营业收入较上年增长 19.12%，主要系水泥价格持续走高所致。2018 年，公司实现利润总额为 203.87 亿元，同比增长 45.06%，受水泥景气度的提升以及两材合并影响，公司收入和利润总额大幅提升。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用为 372.70 亿元，同比增长 4.48%。2018 年，销售费用占期间费用的 30.95%，管理费用占期间费用的 33.64%。2018 年，公司销售费用为 115.35 亿元，同比增长 10.47%，主要系两材合并及公司加大市场营销力度所致。2018 年，公司期间费用率为 16.70%，同比下降 2.34 个百分点，公司费用控制能力有所增强。

非经常性损益方面，2018 年，公司资产减值损失为 64.98 亿元，同比大幅增长，主要系公司基于稳健性原则，部分板块计提了较多坏账准备所致。投资收益方面，公司投资收益主要来源于长期股权投资收益，2018 年，公司投资收益 21.98 亿元。2018 年，营业外收入与其他收益合计额为 26.06 亿元，占利润总额的比重为 12.78%，对公司利润总额有一定影响。营业外收入与其他收益主要来自于政府的补助收入，其中增值税返还及财政贴息可持续性较强，其他政府补助具有一定不确定性。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率、净资产收益率和营业利润率分别为 7.08%、10.33%和 29.57%，上述盈利指标均有所上涨。受水泥供给侧改革推动水泥价格大幅增长影响，公司盈利能力逐年提升。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 428.78 亿元，同比增长 19.36%，主要系水泥产品量价齐升所致。2019 年 1—3 月，公司实现利润总额 45.69 亿元。

总体看，水泥市场景气度和水泥价格波动对公司盈利能力影响大。跟踪期内，公司营业收入和利润总额有所增长，盈利能力提升；公司较高的期间费用对公司利润总额侵蚀较大；公司资产减值损失规模较大，对公司的利润影响较大；公司整体盈利能力尚可。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2018 年公司经营活动现金流入为 2624.00 亿元，同比增长 32.52%，主要系公司营业收入增长及公司完成吸收合并中材股份所致；公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 43.27%，2018 年为 2138.69 亿元，同比增长 23.83%。综上影响，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 485.31 亿元，同比增长 91.83%。从收入实现情况来看，2018 年公司现金收入比为 114.23%，公司收入实现质量高。

从投资活动看，2018 年，公司投资活动现金流入为 150.34 亿元，同比增长 11.74%，主要系收回投资收到的现金快速增加所致；同期，公司投资活动的现金流出为 320.62 亿元，同比增长 26.26%，投资活动现金流出中购建固定资产、无形资产和其他长期投资所支付的现金占比较大。综上影响，2018 年，公司投资活动现金流量净额为-170.28 亿元，持续净流出状态。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入为 2060.37 亿元，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动产生的现金流出为 2401.29 亿元，同比下降 1.55%。综上影响，2018 年，公司筹资活动现金流量净额为-340.91 亿元，持续净流出，且规模同比扩大。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 22.45 亿元，投资活动产生的现金流量净额-30.06 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 64.42 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营现金流净额持续增长，收入实现质量高；公司为扩大经营活动，加大投资规模，公司投资现金流净额持续净流出；公司筹资活动持续净流出。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流

动比率和速动比率分别为 73.69%和 64.38%，较年初分别增长 2.99 个和 2.46 个百分点。2018 年，公司现金短期债务比为 0.41 倍，经营性现金流动负债比率为 22.97%，均较年初有所提升。考虑到公司短期债务规模较大，存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为451.35亿元，同比增长18.90%，主要系公司利润总额增长所致。2018年，公司EBITDA利息保障倍数为3.89倍；全部债务/EBITDA为4.98倍，同比均有所提升，公司EBITDA对利息保障能力、债务本金保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力有所提高，偿债能力较强。

截至2019年3月底，公司在各银行的授信额度总计为2880.00亿元，未使用额度1469.00亿元；同时，公司为港股上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，公司及其一级子公司存在 1 笔涉案金额在 20000 万元以上的尚未了结的诉讼，即美国石膏板诉讼。美国石膏板诉讼涉及集团诉讼和非集团诉讼等多起案件，其中五个案件（Germano 案[3]、Dragas 案[4]、Lennar 案[5]、Meritage 案[6]、Allen 案[7]）已经终结。除上述已终结案件之外的多区合并诉讼案件仍在进行中，经过北新建材和泰山石膏在诉讼中持续的积极抗辩，原告指导委员会已向法院递交文书将其集团维修索赔金额降至约 3.5 亿美元。此外，原告指导委员会已提起动议主动请求撤销未决的多区合并诉讼中大量个人原告的索赔，原因是原告指导委员会称证据无法显示这些个人原告的家中安装了泰山石膏生产的石膏板。在美国石膏板诉讼案件中，中国建材和中国建材集团被原告追加为被告之一。而该等案件属于石膏板产品质量纠纷，中国建材和中国建材集团并不生产、销售或代理出口石膏板产品，经过中国建材和中国建材集团的积极抗辩，美国地区法院于美国时间 2016 年 3 月 9 日签发了一项判令，驳回了原告方针对中国建材集团的起诉。中国建材、北新建材和泰山石膏已经各自聘请境内外律师就石膏板诉讼案件的应诉策略和抗辩以及对各公司的影响进行研究和评估，目前尚无法确认案件涉及的原告和物业的数量，也难以准确预测任何将来可能的结果及中国建材在该案件中可能承担的责任。截至 2019 年 3 底，北新建材与泰山石膏就上述美国石膏板诉讼事项发生的律师费等各项费用合计 5.85 亿元。北新建材及泰

[3]美国路易斯安那州东区联邦地区法院（以下简称“美国地区法院”）已就 Germano 案件对泰山石膏作出缺席判决，判决泰山石膏向七处物业的业主赔偿 2758356.52 美元及自 2010 年 5 月起计算的利息（以下简称“Germano 案”）。泰山石膏于 2015 年 3 月支付了 Germano 案的缺席判决金额 2758356.52 美元及自 2010 年 5 月起计算的利息。泰山石膏申明，其同意支付前述款项并不代表泰山石膏认可上述案件的缺席判决内容，采取该等措施仅是为了申请撤销藐视法庭判令并在撤销藐视法庭判令后参与石膏板诉讼案件的应诉及进行抗辩。

[4]美国弗吉尼亚州巡回法院已就 Dragas 案件对泰山石膏作出缺席判决，判决泰山石膏赔偿 4009892.43 美元和判决前利息 96806.57 美元，及自 2013 年 6 月计算的利息（以下简称“Dragas 案”）。泰山石膏与 Dragas 就此案达成和解，向其支付了 400 万美元和解费用，此案件已终结。泰山石膏申明，其同意支付前述款项并不代表泰山石膏认可上述案件的缺席判决内容，采取该等措施仅是为了申请撤销/避免藐视法庭判令并在撤销藐视法庭判令后参与石膏板诉讼案件的应诉及进行抗辩。

[5]美国佛罗里达州房屋开发商 Lennar Homes, LLC 和 U.S. Home Corporation（以下简称“Lennar”）在美国佛罗里达州迈阿密-戴德县第十一巡回法院针对包括北新建材、泰山石膏等多家中国公司在内的多家企业提起的诉讼。经过多轮谈判，综合考虑 Lennar 案的诉讼成本及其对美国石膏板集团诉讼的影响等因素，北新建材、泰山石膏于 2017 年 6 月分别与 Lennar 达成了和解。2017 年 7 月，北新建材和泰山石膏分别向 Lennar 支付了全部和解费用。

[6]在多区合并诉讼之外的独立案件 Meritage 案中，美国佛罗里达州房屋开发商 Meritage Homes of Florida, Inc.（以下简称“Meritage”）在美国佛罗里达州李县第二十司法巡回法院针对北新建材、泰山石膏提起诉讼。经过多轮谈判，综合考虑 Meritage 案的诉讼成本及其对美国石膏板多区合并诉讼的影响等因素，北新建材、泰山石膏于 2018 年 3 月共同与 Meritage 达成了和解。2018 年 3 月，泰山石膏向 Meritage 支付了全部和解费用。Meritage 针对北新建材和泰山石膏的案件已经终结。

[7]泰山石膏及其全资子公司泰安市泰山纸面石膏板有限公司（以下合称“泰山”）与 Allen 等原告达成和解（以下简称“Allen 案”），Allen 案是美国石膏板多区合并诉讼之外的一个独立案件。Allen 案最初由原告在弗吉尼亚州诺福克法院针对弗吉尼亚州建材进口商 Venture Supply, Inc.和经销商 Porter-Blaine Corp.（以上两家合称“Venture”）提起诉讼，因 Venture 宣称其被指控在原告的房屋中造成所谓损害及其他损害是由于原告的房屋中安装了泰山生产的石膏板而造成的，Venture 与原告达成了和解（以下简称“Venture 和解”），作为 Venture 和解的一部分，Venture 将针对泰山的第三方索赔转让给了原告，且原告针对泰山主张该转让的第三方索赔。根据泰山在 Allen 案中达成的和解协议，泰山须在和解协议生效日（美国时间 2018 年 8 月 21 日）起 60 日内支付 1978528.40 美元的和解费至托管账户，在支付完成后，原告免除转让的第三方索赔涉及的全部责任，且不就此作出任何进一步索赔或指控。上述和解协议约定，该和解协议的签署仅为避免或减少因诉讼而产生的费用和支出，不得解释为泰山的石膏板产品有质量缺陷，不得解释为泰山承认在 Allen 案中应承担法律责任

山石膏前述费用占公司截至2019年3月31日的合并报表所有者权益的比例为0.40%。

截至2019年3月底，公司对外担保金额为15150.19万元，担保规模较小，对外担保具体情况见表12：

表12 截至2019年3月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保债务到期期限	担保额	担保方式
青海碱业有限公司	2005.12.06—2016.12.05	6400.00	保证
甘肃张掖巨龙建材有限责任公司	2019.6.20、2019.11.18、2019.11.27、2019.12.3、2019.12.11	2600.00	保证
山东中材默锐水务有限公司	2013.11.5—2022.11.4	2814.44	保证
新疆新能源（集团）准东环境发展有限公司	2018.12.12—2026.11.28	1412.75	保证
玉屏海创环境科技有限责任公司	2015.12.9—2022.07.20	600.00	保证
习水海创环境工程有限责任公司	2015.12.9—2027.12.8	1323.00	保证
合计		15150.19	

资料来源：公司提供

总体看，公司对外担保额度较小，或有负债风险较小。

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）》，截至2019年2月18日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

公司在公开市场发行债务融资工具规模较大，根据公司过往在公开市场偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录。

整体上，公司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、产能产量等方面的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

8. 母公司报表分析

截至2018年底，母公司资产合计1289.39亿元，其中流动资产占57.50%、非流动资产占42.50%。流动资产主要为其他应收款（698.53亿元）。母公司其他应收款主要为关联方往来款。母公司非流动资产主要为长期股权投资。截至2019年3月底，母公司资产合计1341.13亿元，其中流动资产占59.03%、非流动资产占40.97%，资产结构较2018年底变化不大。

截至2018年底，母公司口径所有者权益542.96亿元，其中实收资本84.35亿元，资本公积171.48亿元，未分配利润64.23亿元。截至2019年3月底，母公司口径所有者权益合计564.91亿元，所有者权益结构较2018年底变化不大。

截至2018年底，母公司负债合计746.43亿元，其中流动负债359.12亿元、非流动负债387.31亿元；流动负债中短期借款和其他应付款规模较大，分别为85.00亿元和42.30亿元；非流动负债主要为长期借款和应付债券。2018年底，母公司全部债务472.03亿元，其中短期债务85.00亿元，长期债务387.03亿元，资产负债率为57.89%。截至2019年3月底，母公司负债合计776.22亿元，其中流动性负债331.60亿元、非流动负债444.63亿元。

2018年，母公司实现营业收入0.56亿元，利润总额20.83亿元，其中投资收益26.98亿元。2019年1—3月，母公司实现营业收入0.85亿元，利润总额7.01亿元。

现金流方面，母公司经营活动现金流入和流出以收到、支付其他与经营活动有关的现金为主；投资活动现金流入和流出主要为取得投资收益收到的现金和投资支付的现金；筹资活动现金流入和流出主要为取得借款和偿还债务支付的现金。2018年，母公司经营活动现金流量金额为-14.82亿元；投资活动现金流量净额为-3.33亿元；筹资活动现金流量净额为29.44

亿元。2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-57.27亿元；投资活动现金流量净额为-3.77亿元；筹资活动现金流量净额为60.13亿元。

总体看，公司债务中以母公司作为融资主体的债务规模大，偿债能力取决于对下属子公司的控制；母公司为下属子公司提供了较大规模的担保支持，母公司盈利能力较弱。

十一、存续债券偿还能力分析

表13 经联合资信评级的存续中期票据情况

证券名称	起息日	到期日期	当前余额（亿元）
15 中材 MTN001	2015/08/14	2020/08/14	25
16 中建材 MTN004	2016/11/17	2021/11/17	20
18 中建材 MTN001	2018/09/20	2021/09/20	10
18 中建材 MTN002	2018/10/15	2021/10/15	15
18 中建材 MTN003	2018/10/22	2021/10/22	10
18 中建材 MTN004	2018/11/19	2021/11/19	8
19 中建材 MTN001	2019/04/30	2022/04/30	20
19 中建材 MTN002	2019/07/08	2022/07/08	20
合计			128

注：1. 公司与中国中材股份有限公司合并后，“15中材MTN001”由公司承继，并由联合资信评估有限公司进行跟踪评级；2.“16中建材MTN004”为永续中期票据，所列到期日期为首次赎回权行权日
资料来源：联合资信整理

截至本报告出具日，经联合资信评级的中期票据共8只，合计当前余额为128亿元。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续中期票据（经联合资信评级）的保障倍数分别为3.53倍、20.50倍和3.79倍。公司EBITDA和经营活动现金流量对存续中期票据（经联合资信评级）的保障能力强。

表 14 公司存续债券情况（单位：亿元）

期限	余额(以行权计)	只数(以行权计)
2019 年	169	7
2020 年	105	3
2021 年	208	15
2022 年	162	11
2023 年	68	9
2024 年	20	3
合计	732	49

资料来源：联合资信整理

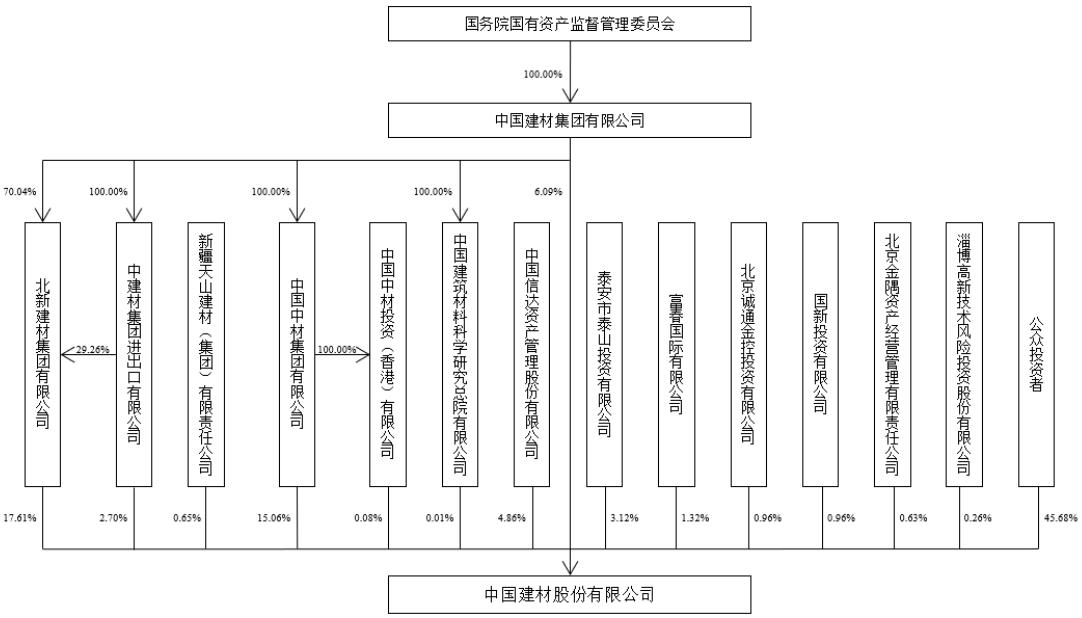
公司目前存续债券共49只，部分具有回售条款或为永续债券的债券按照首次行权日计算，公司偿还债券最高年份为2021年，拟偿还本金合计208亿元。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对单年最高偿还额的保障倍数分别为2.17倍、12.62倍和2.33倍。公司EBITDA和经营活动现金流量对单年最高偿还额的保障能力强。

总体看，公司EBITDA和经营活动现金流量对存续债券的保障能力强。

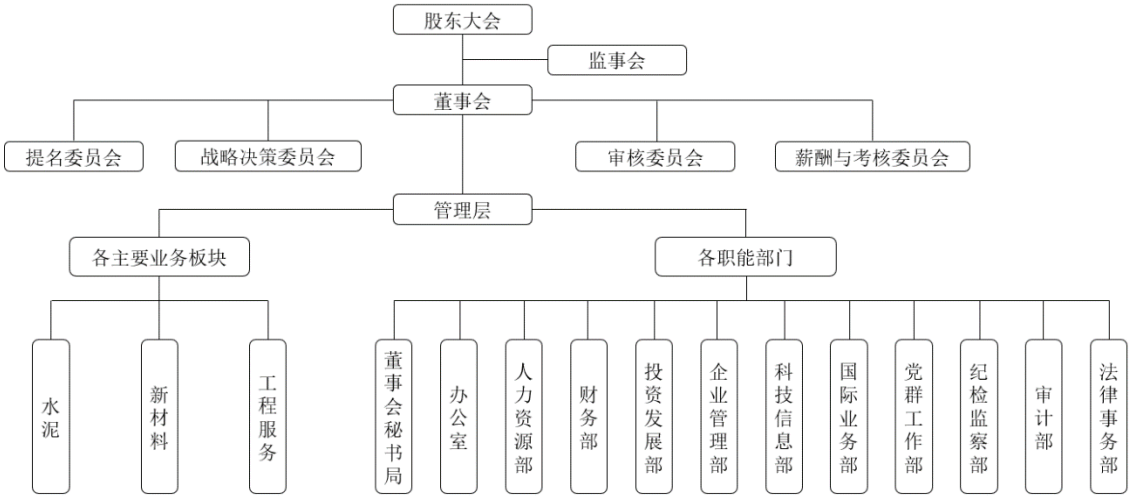
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“15 中材 MTN001”“16 中建材 MTN004”“18 中建材 MTN001”“18 中建材 MTN002”“18 中建材 MTN003”“18 中建材 MTN004”“19 中建材 MTN001”和“19 中建材 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件1-1　截至2019年3月底公司股权结构图



附件1-2　公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司纳入合并范围的子公司（单位：万元、%）

序号	子公司（企业）名称	企业类型	注册地	业务性质	实收资本	持股比例	享有的表决权比例	投资额	取得方式
1	中国联合水泥集团有限公司	境内非金融子企业	北京	水泥及水泥制品生产制造	400000.00	100.00	100	418311.11	投资设立
2	南方水泥有限公司	境内非金融子企业	上海	水泥及水泥制品生产制造	1101363.34	84.83	84.83	1195361.09	投资设立
3	北方水泥有限公司	境内非金融子企业	北京	水泥及水泥制品生产制造	400000.00	70.00	70.00	336265.00	投资设立
4	西南水泥有限公司	境内非金融子企业	成都	水泥及水泥制品生产制造	1167294.02	78.99	78.99	943617.15	投资设立
5	中材水泥有限责任公司	境内非金融子企业	北京	水泥及水泥制品生产制造	185328.00	100.00	100.00	183843.61	同一控制下的企业合并
6	新疆天山水泥股份有限公司	境内非金融子企业	乌鲁木齐	水泥及水泥制品生产制造	104872.30	45.87	45.87	261687.85	同一控制下的企业合并
7	宁夏建材集团股份有限公司	境内非金融子企业	银川	水泥及水泥制品生产制造	47818.10	47.56	47.56	230744.41	同一控制下的企业合并
8	甘肃祁连山建材控股有限公司	境内非金融子企业	永登县	水泥及水泥制品生产制造	35267.86	51.00	51.00	33276.95	同一控制下的企业合并
9	北新集团建材股份有限公司	境内非金融子企业	北京	轻质建筑材料的制造销售	168950.78	37.83	37.83	121194.37	投资设立
10	中材科技股份有限公司	境内非金融子企业	南京	高科技材料业务	129086.43	60.24	60.24	585234.99	同一控制下的企业合并
11	中材金晶玻纤有限公司	境内非金融子企业	淄博	玻璃纤维业务	20395.68	50.01	50.01	12561.80	同一控制下的企业合并
12	中国复合材料集团有限公司	境内非金融子企业	北京	复合材料制品的研究开发和销售	35000.00	100.00	100	56626.40	投资设立

13	中材高新材料股份有限公司	境内非金融子企业	淄博	高科技材料业务	16714.95	99.65	99.65	109509.35	同一控制下的企业合并
14	中国中材国际工程股份有限公司	境内非金融子企业	南京	建设及工程服务	173957.39	40.03	40.03	149971.40	同一控制下
15	中国建材国际工程集团有限公司	境内非金融子企业	上海	工程设计（玻璃及水泥）行业	50000.00	91.00	91.00	50327.38	投资设立
16	中材矿山建设有限公司	境内非金融子企业	天津	建设及工程服务	25000.00	100.00	100.00	25000.00	同一控制下的企业合并
17	中建材投资有限公司	境内非金融子企业	深圳	投资、贸易、租赁业	50000.00	100.00	100.00	54742.28	投资设立
18	厦门艾思欧标准砂有限公司	境内非金融子企业	厦门	制造中国 ISO 标准砂	3200.00	51.00	51.00	12212.62	同一控制下的企业合并
19	中国建材控股有限公司	境外非金融子企业	香港	建筑材料、贸易、工程、投资管理	8231.00	100.00	100.00	8231.00	投资设立

注：1.公司拥有的北新集团建材股份有限公司、中国中材国际工程股份有限公司、新疆天山水泥股份有限公司、宁夏建材集团股份有限公司等公司的表决权不足半数，但对其具有实际控制权，故纳入合并范围；2.公司持有的南方水泥有限公司股权比例较 2018 年末有所变动，主要系由于与交银投资和农银投资签订的债转股项目目前已经出资完成，工商变更手续仍在办理中；3.公司持有的西南水泥有限公司股权比例较 2018 年底有所变动，主要系由于与交银投资和农银投资签订的债转股项目目前已经出资完成，相关工商变更手续已于 2019 年 4 月 28 日完成

附件 2　公司主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	314.59	661.14	574.12	428.28
资产总额(亿元)	3405.52	4535.12	4361.39	4528.22
所有者权益合计(亿元)	755.87	1240.40	1362.74	1444.64
短期债务(亿元)	1592.32	1778.00	1413.71	1427.77
长期债务(亿元)	693.29	709.33	832.45	922.87
全部债务(亿元)	2285.61	2487.33	2246.16	2350.64
营业收入(亿元)	1032.89	1873.10	2231.23	428.78
利润总额(亿元)	40.60	140.54	203.87	45.69
EBITDA(亿元)	222.08	379.62	451.35	--
经营性净现金流(亿元)	153.89	252.99	485.31	22.45
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.23	3.29	3.52	--
存货周转次数(次)	4.97	7.28	7.36	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.47	0.50	--
现金收入比(%)	111.56	101.59	114.23	100.91
营业利润率(%)	25.75	26.14	29.57	27.33
总资本收益率(%)	4.20	5.74	7.08	--
净资产收益率(%)	3.73	7.90	10.33	--
长期债务资本化比率(%)	47.84	36.38	37.92	38.98
全部债务资本化比率(%)	75.15	66.73	62.24	61.94
资产负债率(%)	77.80	72.65	68.75	68.10
流动比率(%)	62.09	70.71	73.69	81.25
速动比率(%)	54.59	61.92	64.38	70.38
经营现金流动负债比(%)	7.59	10.02	22.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.19	3.22	3.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.29	6.55	4.98	--

注：1、2019 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标予以简化；2、其他流动负债中的短期融资债券及私募债已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债；3、2017 年、2018 年财务数据分别为 2018 年审计报告期初数及 2018 年审计报告期末数

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（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

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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