

信用等级公告

联合〔2020〕2013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长期信用状况及拟发行的中国建材股份有限公司 2020 年度第三期中期票据进行综合分析和评估，确定中国建材股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国建材股份有限公司 2020 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



中国建材股份有限公司

2020 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还公司有息债务

评级时间: 2020 年 7 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
			资产质量	1
财务风险	F1	现金流	盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	资本结构	2
			偿债能力	2
调整因素和理由			调整子级	
---			---	

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

中国建材股份有限公司(以下简称“公司”或“中国建材”)作为大型建材央企中国建材集团有限公司最核心的产业平台和旗舰上市公司的建材生产企业, 公司水泥产品、新材料和工程服务业务均具有显著竞争优势。公司水泥产品、商品混凝土、石膏板、风机叶片等核心产品产能居于世界第一位; 公司各主要业务板块经营规模大, 行业地位突出, 市场竞争优势显著; 近年来, 公司盈利能力持续提升, 运营状况良好; 经营活动现金流量净额大幅增长, 经营活动获现能力强。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到水泥价格存在波动风险, 公司债务负担较重, 商誉规模较大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

未来, 公司凭借产品及规模优势, 经营规模及盈利能力将保持良好水平, 公司在全球建材行业的竞争力将进一步提升。综合评估, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 竞争实力极强, 市场地位突出。公司是全国最大的建材生产企业, 水泥产品、商品混凝土、石膏板、风机叶片等各主要产品产能世界领先, 规模优势突出。
2. 经营情况良好。近年来, 公司营业收入和利润总额均有所增长, 盈利能力持续提升。
3. 经营获现能力强。近年来, 公司经营活动现金流量净额大幅增长, 收入实现质量高, 经营获现能力强。
4. 公司经营活动现金流和 EBITDA 本期中票保障能力很强。2017—2019 年, 公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行金额的 198.01 倍、262.71 倍和 305.10 倍; 经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行金额的 25.30 倍、48.57 倍和 63.35 倍; 公司

分析师：孙鑫 蔡伊静 程真

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

EBITDA 分别为本期中期票据拟发行金额 37.96 倍、44.71 倍和 50.79 倍。

关注

1. **水泥价格波动风险。**2019 年，水泥价格上涨并仍处于历史高位，未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，易对公司稳定盈利造成一定影响。
2. **债务负担较重，商誉规模较大。**若将永续中票及可续期公司债券列入债务，公司债务负担仍较重；因联合重组形成的商誉规模较大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	661.14	576.07	609.16	618.11
资产总额(亿元)	4535.12	4373.98	4459.22	4580.38
所有者权益合计(亿元)	1240.40	1357.77	1511.66	1531.59
短期债务(亿元)	1780.00	1416.95	1161.32	1177.09
长期债务(亿元)	709.33	831.16	911.17	1012.28
全部债务(亿元)	2489.33	2248.11	2072.50	2189.36
营业收入(亿元)	1873.10	2231.83	2574.82	340.89
利润总额(亿元)	140.54	202.20	274.78	19.10
EBITDA(亿元)	379.62	447.10	507.87	--
经营性净现金流(亿元)	252.99	485.71	633.48	-41.41
营业利润率(%)	26.14	29.57	30.06	27.30
净资产收益率(%)	7.90	10.25	12.21	--
资产负债率(%)	72.65	68.96	66.10	66.56
全部债务资本化比率(%)	66.74	62.35	57.82	58.84
流动比率(%)	70.71	73.30	80.55	86.40
经营现金流流动负债比(%)	10.02	22.93	32.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.56	5.03	4.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.22	3.94	5.19	--

公司本部（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1046.84	1289.39	1262.42	1281.33
所有者权益（亿元）	357.94	542.96	576.71	585.52
全部债务(亿元)	420.65	583.94	600.25	627.88
营业收入(亿元)	0.54	0.56	0.96	0.00
利润总额(亿元)	14.05	20.83	74.42	-0.50
资产负债率（%）	65.81	57.89	54.32	54.31
全部债务资本化比率(%)	54.03	51.82	51.00	51.75
流动比率（%）	156.19	206.43	289.77	331.10

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标予以简化；4. 其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款已计入长期债务；以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债；5. 本报告 2017 年、2018 年和 2019 年财务数据分别为 2018 年审计报告期初数、2019 年审计报告期初数及 2019 年审计报告期末数

主体评级历史

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/04/02	孙鑫、蔡伊静	水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
AAA	稳定	2016/10/09	王兴萍、付晓林	水泥行业企业信用分析要点 (2013 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国建材股份有限公司

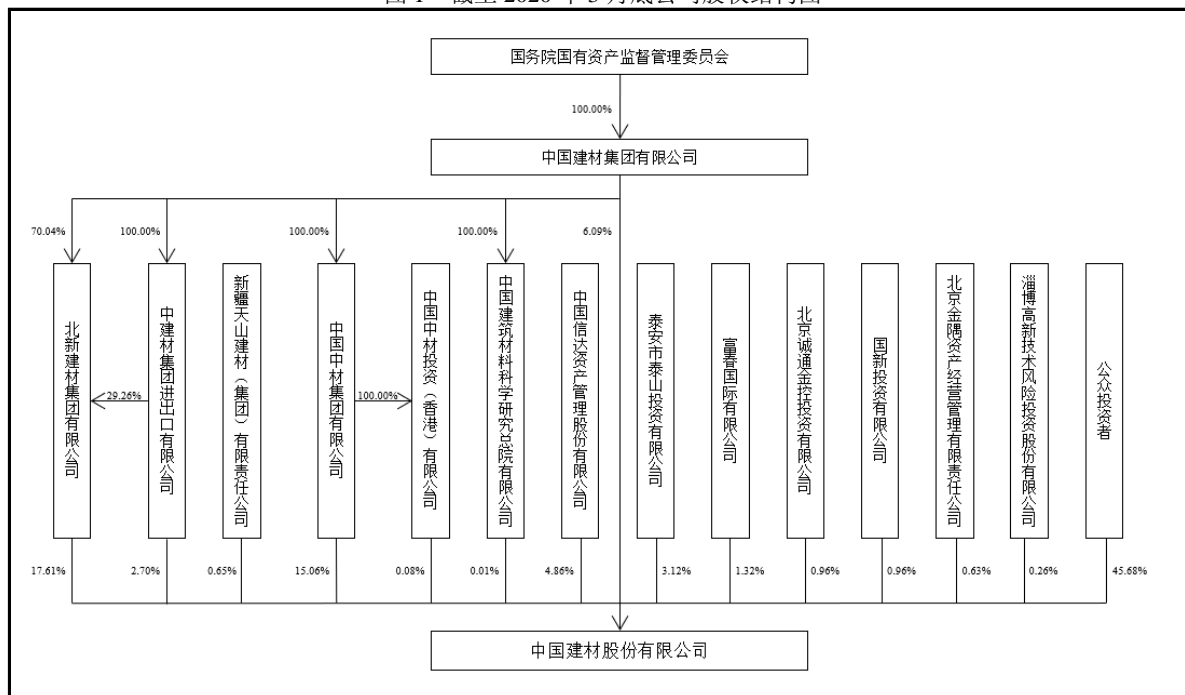
2020 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”或“公司”）系 2005 年 3 月依法设立的股份有限公司，由中国建筑材料集团公司（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，公司首次在海外公开发行了 752334000 股 H 股，并于 2006 年 3 月获准在香港联交所主板上市。2017 年 9 月 8 日，公司与中材股份有限公司（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 2020 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”）。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 18 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 4459.22 亿元，所有者权益 1511.66 亿元（含少数股东权

益 511.34 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 2574.82 亿元，利润总额 274.78 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 4580.38 亿元，所有者权益 1531.59 亿元（含少数股东权益 516.22 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 340.89 亿元，利润总额 19.10 亿元。

注册地址：北京市海淀区复兴路17号国海广场2号楼（B座）；法定代表人：曹江林。

二、本期中期票据概况

公司于2020年取得TDFI发行资质（中市协注（2020）TDFI17号）。公司本次拟在TDFI项下发行2020年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行额度为10亿元，发行期限为5年。本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

本期中期票据募集资金用途为偿还公司有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表1 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑

1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低

6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的

核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1-3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方

面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；

2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积

极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

1. 行业概况

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。

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，具有明显的销售市场半径。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。

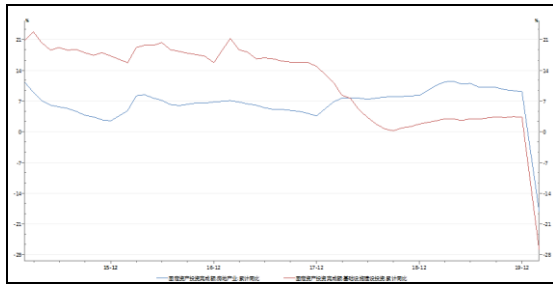
作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。

2. 行业运行状况

尽管水泥行业产能过剩矛盾依然突出，但随着国家供给侧结构性改革的进一步深化，水泥生产企业积极落实错峰生产和环保限产，行业盈利水平大幅提升，行业总体收益保持增长趋势。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，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% 左右的较高的水平。2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。2019 年，基础设施建设投资完成额同比增长 3.33%，较去年同期增速上升 1.54 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 12 月，房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续水泥需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

图2 2015年以来，全国房地产和基础设施建设投资同比变动情况



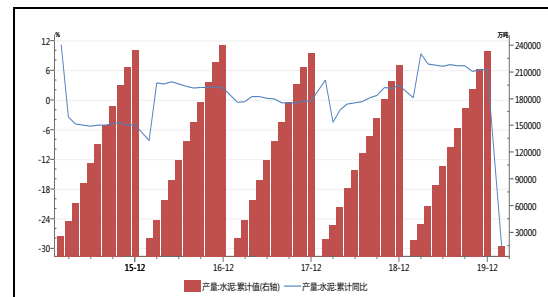
资料来源：Wind

水泥市场供给方面，2019年以来，水泥供给端基本保持稳定，随着蓝天保卫战进入攻坚战，各地水泥行业错峰生产政策只紧不松，2019年，河南实行“开二停一”，贵州推出刚性错峰，内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件，通过环保手段来倒逼去产能。

据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019年全国新点火水泥熟料生产线共有16条，新点火熟料设计产能2372万吨/年。截至2019年底，全国新型干法水泥生产线累计1624条，设计熟料产能维持在18.2亿吨，实际年熟料产能依旧超过20亿吨。产能总量与去年基本相当，新型干法熟料总产能变化不大。2019年，全国水泥产量约为23.30亿吨，同比增长6.10%；熟料用量逐年增加，2019年全国水泥熟料产量为15.20亿吨，创历史新高。受疫情及季节影响，2020年1—2月份水泥和熟料产量均大幅下降。据国家统计局数据显示，2020年1—2月，全国累计水泥产量1.50亿吨，同比下降29.50%，其中，南方华东、中南、西南三地水泥产量占全国92%，同比下降30%。全国水泥熟料产量1.45亿吨，同比下降15.90%。南方华东、中南、西南三地熟料产量占全国88%，低于水泥产量占比4个百分点。

图3 近年中国水泥行业产量及变化情况

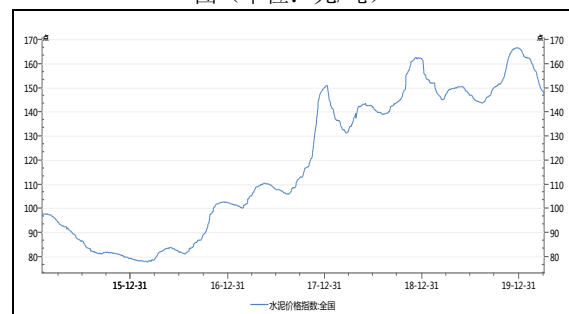
(单位：万吨、%)



资料来源：Wind

2019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。2019年全国水泥均价¹达449元/吨，较2018年上涨15元/吨。2019年12月，全国水泥均价增长至484元/吨，环比增长3.48%。2019年水泥行业价格持续高位运行，“量价齐升”的表现和国务院出台了一系列减税降费、支持实体经济发展的政策措施，改革红利逐步释放，拉高了整个水泥行业效益的增长，使得2019年水泥行业利润的创造了历史最高水平。2019年，水泥行业实现营业收入1.01万亿元，同比增长12.5%，利润1867亿元，同比增长19.6%。

图4 近年来，全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图（单位：元/吨）



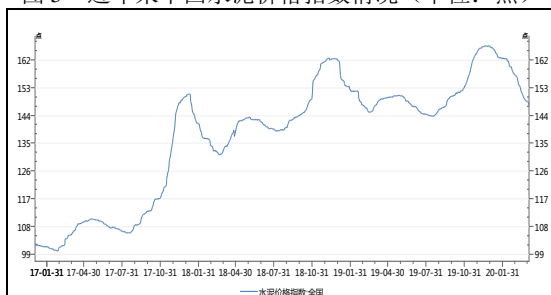
资料来源：Wind

从全年走势来看，全国水泥价格基本延续了2018年整体走势，价格高位运行。2019年以来，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因：一是2019年全年水泥需求量上涨，尤其是进入四季度旺季，又遇到暖冬，受前期雨季和环保

² 下列表述中，水泥价格均以PO42.5散装水泥价格为准

影响的区域为完成全年任务，加快工程施工进度，由此带来水泥用量集中爆发，需求明显高于 2018 年，导致四季度市场供应偏紧，水泥价格出现快速上涨，华南珠三角地区表现最为突出；二是 2019 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，并且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，在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 2019 年底，全国水泥价格指数为 166.44 点，较 2018 年底的 162.27 点上涨 4.17 点。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，截至 2020 年 2 月 21 日，华东和华南主要城市水泥熟料库容比基本已达到 80%，库存压力较大。西南地区中川、渝、贵区域同样面临较大库存压力。2020 年 3 月底全国水泥价格指数为 148.51 点，与年初水平相比下降了 17.85 点。

图 5 近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）

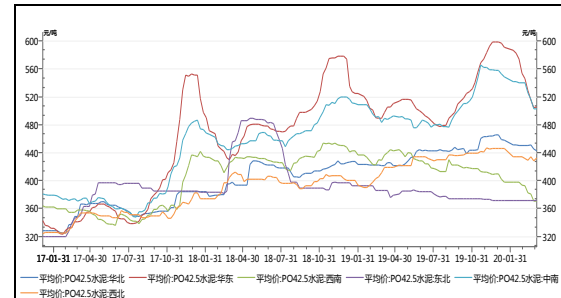


资料来源：Wind

分区域来看，各区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南北依然存在一定差距。

华东和中南地区表现突出，华东地区连续 2 年保持六大区域中价位最高，2019 年均价 518 元/吨，且比 2018 年有所增长，涨幅 4.89%。价位其次是中南地区，2019 年均价 503 元/吨，价格略低于华东，较 2018 年同期增长 7.01%。华北地区价格涨幅最大，2019 年均价 437 元/吨，较 2018 年同期上涨 7.41%。东北和西南地区价格均低于去年，分别较 2018 年同期下降 9.68% 和 1.56%。西北地区价格虽然比去年增长 6.90%，但整体价格仍较低，2019 年，西北地区平均价格为 424 元/吨。

图 6 2017 年以来各地区水泥（P.O42.5 散装市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

3. 行业政策

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，2019 年主要是细节上的指导和优化，保持了政策的一贯性。

在《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号）以及《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）的要求基础上，2019 年以来工信部、国家发改委以及中国建筑材料联合会等机构进一步完善了水泥行业去产能机制，建立了规范有序的产能减量置换机制，确立了全国总产能“天花板”，并配套实施了分省生产线清单制度和跨省置换听证会制度。

2019 年 1 月，工信部发布了《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》（水泥篇），明确了北京市、河北省等引导不再承接水泥产业转移的省市，上海市等逐步退出水泥产业的省市以及西藏自治区等优先承接发展的产业，对各区域水泥产业转移有一定规范作用。

2019 年 4 月，国家发改委发布了《产业结构调整指导目录（2019 年本，征求意见稿）》。目录将部分水泥生产技术、装备和产品分为鼓励类、限制类和淘汰类。其中对于法中空窑（生产铝酸盐水泥等特种水泥除外）、水泥机立窑、立波尔窑、湿法窑，直径 3 米（不含）以下水泥粉磨设备（生产特种水泥除 108 外），无覆膜塑编水泥包装袋生产线等技术装备明确要求进行淘汰，有利于推动水泥行业高质量发展和优化升级，加快破除无效供给。同月，国家发改

委、工信部和国家能源局联合发布了《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2019〕785 号），尽管通知内容主要针对钢铁、煤炭等化解过剩产能重点领域，但在产能置换、加快“僵尸企业”出清、资产债务处置等方面对水泥行业亦存在重要指导意义。

2019 年 6 月，中国建筑材料联合会发布了《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》（以下简称“《实施方案》”），明确提出要将打赢蓝天保卫战与水泥行业的供给侧结构性改革相结合，严格控制新增产能带来的排放总量，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，压减过剩产能等，通过结构调整实现总量减排。

《实施方案》在水泥行业大气污染防治总目标，2019 年去产能、淘汰落后目标和措施，2019 年结构调整目标和措施，2019 年技术改造升级目标和措施和 2019 年综合措施五个方面，提出了 2019 年水泥行业单位产品能耗和污染物排放全面达标、单位产品能耗达到先进值的水泥企业不低于 80%；2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7000 万吨，进一步提升产能利用率，使全国平均产能利用率达到 70% 以上；2019 年前十家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60% 以上，以及实现水泥产量 32.5 等级水泥产品占比降低到 50% 以下等具体目标，并要求以“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术升级改造。《实施方案》对于水泥行业淘汰落后产能，实现产业升级和节能减排相关措施做出了布置，为 2019 年水泥行业发展规划了方向。

2020 年 1 月 3 日，工业和信息化部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》（以下简称“《操作问答》”），对水泥产能置换政策进行细化和完善。《操作问答》对产能减量置换指标提出了更严格的要求，严格限制僵尸产能“死灰复燃”；明确表示已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换（自 2021 年 1 月 1

日起实行）。

总体看，国家频繁出台针对水泥产能过剩的调控政策，反映了国家对水泥行业进行的大力治理，包括设置高准入门槛，严防行业重复性建设，对行业内企业进行整合等，以此引导水泥行业健康发展，同时政策支持优势企业进行行业兼并重组，提高行业竞争力和集中度。

4. 行业关注

（1）全行业去产能缓慢，产能仍过剩，局部区域供给持续增加，去产能成效有待巩固。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。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。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进度缓慢。

（2）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。

（3）原材料和燃料价格波动影响

水泥产品的主要原材料和燃料为石灰石、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。

5. 未来发展

预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势，保持在较高水平。产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

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。

2020年是“十三五”收官之年，是全面建成小康社会的关键时期。基建方面，国家提前下达地方政府专项债额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，加快补短板项目建设，推动重大项目开工建设，基建投资增速有望出现回升。房地产方面，中央明确不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产调控以“稳”为主，房地产投资增速或将出现回落，但仍将保持较强的韧性。2020年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，大气污染治理不会放松，地方管控措施会更加严格，加上道路运输超载治理趋紧，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望在高位波动，预计全行业效益将延续2019年较好的盈利态势。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量有望提升。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司最终实际控制人为国务院国资委。

截至2020年3月底，公司实收资本84.35亿元，控股股东中建材集团直接和间接持股比例为41.55%，其中，直接持有内资股5.99%、间接持有内资股35.38%、直接持有H股0.10%、间接持有H股0.08%，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

公司是中国建材行业百强第一名，以其相关业务领域的优势企业为主体，通过资产重组和业务整合，构建起水泥、新材料、工程技术服务和贸易与物流四大业务板块。

水泥业务是公司的核心主业，近年来，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。公司与中材股份合并后，公司水泥总产能达到5.21亿吨/年。目前，公司水泥板块在我国东南部地区、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。

公司新材料业务板块主要由轻质建材、玻璃纤维、风机叶片等业务构成。轻质建材板块方面，公司的轻质建材业务主要由北新建材集团有限公司（以下简称“北新建材”）经营。截至2019年底，北新建材石膏板产能达到27.52亿平方米/年。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。公司的风机叶片和玻璃纤维主要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”）、中材金晶玻纤有限公司（以下简称“中材金晶”）以及参股公司中国巨石股份有限公司（以下简称“中国巨石”）和中材科技下属子公司泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”）经营。截至2019年底，公司风机叶片产能规模达15.85GW/年。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。2019年，中材科技合计销售风力发电叶片7941MW（2MW及以上产品超过80%）。

工程技术服务板块方面，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。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最大的总承包商。

截至2019年底，公司水泥年产能约5.21亿吨、商品混凝土年产能约4.60亿立方米、石膏板年产能27.52亿平方米、风机叶片年产能15.85GW、玻璃纤维年产能249.70万吨，均位

居世界第一；具有年产13000吨聚丙烯腈原丝、6000吨碳纤维的生产能力，位居中国第一；普通浮法玻璃年产能2438万重量箱，超薄浮法玻璃年产能21.17万吨，位居全国第一；公司拥有全球最大年生产能力近4万吨熔铸耐火材料专业生产基地，年产能45万吨。

表2 2019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/ 1.8 亿立方米	产能世界第一
	南方水泥		1.41 亿吨/ 2 亿立方米	
	北方水泥		0.37 亿吨/ 0.29 亿立方米	
	西南水泥		1.22 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/ 0.1 亿立方米	
	祁连山控股		0.28 亿吨/ 0.07 亿立方米	
新材料	北新建材	石膏板	27.52 亿平方米	产能世界第一
	中国复材	风机发电叶片	7.5GW/年	世界第一
	中材科技	风机发电叶片	8.35GW/年	世界第一
	泰山玻璃纤维	玻璃纤维	92.7 万吨	
	中国巨石	玻璃纤维	181.6 万吨	

注：“中联水泥”全称为中国联合水泥有限责任公司（以下简称“中联水泥”），“南方水泥”全称为南方水泥有限公司（以下简称“南方水泥”），“北方水泥”全称为北方水泥有限公司（以下简称“北方水泥”），“西南水泥”全称为西南水泥有限公司（以下简称“西南水泥”），“中材水泥”全称为中国中材水泥有限责任公司（以下简称“中材水泥”），“天山股份”全称为新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”），“宁夏建材”全称为宁夏建材集团股份有限公司（以下简称“宁夏建材”），“祁连山控股”全称为甘肃祁连山建材控股有限公司（以下简称“祁连山控股”）

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）及《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》（财税〔2015〕78号）相关规定，享受资源综合利用增值税退税和财政贴息。

2017年（经重述）、2018年和2019年，增值税返还分别为12.82亿元、13.75亿元和11.61亿元，财政贴息分别为0.03亿、0.15亿元和0.002亿元。

4. 人员素质

公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经验丰富；公司员工年龄结构合理，能够满足公司运营发展需求。

截至2020年3月底，公司董事共14名、监事8名、高级管理人员共16名。公司设董事

长 1 名，为公司的法定代表人；监事会主席 1 名；总裁 1 名，对董事会负责，主持公司的全面生产经营管理工作。

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，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。

截至2019年底，公司合并口径员工总数155606人。按专业构成划分，公司生产人员占60.63%、技术人员占21.57%、管理人员占17.80%；按学历构成划分，公司研究生及以上学历占2.33%、本科学历占13.34%、大专学历占17.73%、中专及以下学历占66.60%；按年龄构成划分，公司51岁及以上员工占15.23%、41~50岁占33.35%、36~40岁占20.60%、35岁及以

下占30.82%。

六、管理分析

公司法人治理结构和内控机制完善，严格控制相关风险，公司作为规范的市场化运作的企业集团，整体管理水平高。

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》《联交所证券上市规则》等境内外相关法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司股东享有法律法规、《公司章程》规定的各项权利，通过召开股东大会的形式实现自身权益；股东大会是公司最高权利机构，《股东大会议事规则》能切实予以执行。

公司董事会由 14 名董事组成，设董事长 1 名，独立非执行董事 5 名；董事由股东大会选举产生，董事长由全体董事的过半数选举和罢免。

公司监事会成员 8 人，设监事会主席 1 名，监事任期三年，可以连选连任。监事会向股东大会负责，主要职责包括检查公司的财务，对公司董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的行为进行监督等

公司设总经理（即总裁）1 名，对董事会负责，主持公司日常生产经营管理工作，并组织实施董事会决议、公司年度经营计划和投资方案等；公司设副总经理（即副总裁）若干名，财务负责人（即财务总监）1 名。

2. 管理水平

截至2020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13个职能部门。

公司根据《香港联合交易所有限公司证券

上市规则》《公司法》《证券法》等有关法律法规，制定了一系列比较完善的、体现新的公司治理结构的规章制度，构成了比较完善的治理框架及制度体系。

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

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

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

安全生产管理方面，为加强公司各业务板块生产经营活动中的劳动保护工作，保护劳动者在生产过程中的安全和健康，公司根据《安全生产法》等有关法律、法规、规定和公司章程，制定了《安全生产管理规定》，各业务板块生产严格贯彻执行生产过程中的相关规程和制度，生产环境保护工作及劳动者生产安全得到有效保证。

借款及担保方面，为规范公司、下属子公司及各级控股公司的借款及担保行为，规避和降低借款及担保风险，公司根据《担保法》以及《公司章程》的有关规定，制定了《借款及担保管理制度》，下属子公司及各级控股公司在新增借款和授信额度前须公司批准；未经公司批准，下属子公司及各级控股公司不得提供对外担保。

七、经营分析

1. 经营概况

公司各主要业务板块经营规模大，行业地位突出，市场竞争优势显著。2019年，伴随水泥价格上涨，公司营业收入及利润总额均保持增长，盈利保持较高水平。2020年一季度，受疫情影响，公司业绩下滑明显。

公司是全国最大的综合性建材产业集团中国建材集团旗下建材产品板块的核心企业，主要经营水泥、新材料、工程服务等业务，是中国最大的建材生产企业。

2017—2019年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长17.27%，2018年，公司主营业务收入较上年增长19.01%，主要系水泥价格持续走高所致；2019年，水泥价格上涨推动公司水泥业务收入持续增长，水泥板块收入为1818.49亿元，较2018年增长14.11%。

从主营业务构成来看，水泥板块为公司收入的最主要来源，2017—2019年分别实现收入1284.19亿元、1593.60亿元和1818.49亿元，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均保持在65%以上，2019年，水泥板块为公司收入的最主要来源，占主营业务收入的71.40%。2017—2019年，新材料业务分别实现收入228.57亿元、248.91亿元和289.17亿元，2018年新材料收入较2017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；2019年新材料收入较2018年增长16.17%，主要系石膏板业务收入增长所致，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，公司拓展海外市场，海外项目增加，工程服务收入为354.49亿元，较2018年增长13.88%。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 2017—2020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	2017年（已重述）			2018年			2019年			2020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	1284.19	69.34	28.51	1593.60	72.31	33.16	1818.49	71.40	33.14	213.81	63.70	29.24

主营业务	2017年(已重述)			2018年			2019年			2020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
新材料	228.57	12.34	31.74	248.91	11.29	31.27	289.17	11.35	30.30	57.68	17.18	25.04
工程服务	293.39	15.84	20.16	311.27	14.12	21.80	354.49	13.92	20.48	51.56	15.36	24.77
其他	45.78	2.47	20.88	50.16	2.28	19.68	84.72	3.33	38.21	12.59	3.75	52.07
合计	1851.93	100.00	27.40	2203.95	100.00	31.03	2546.87	100.00	31.22	335.63	100.00	28.69

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有限公司(以下简称“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，2017—2019年，水泥业务毛利率分别为28.51%、33.16%和33.14%，2019年水泥板块毛利率较2018年变化不大。2017—2019年，新材料毛利率分别为31.74%、31.27%和30.30%，基本保持稳定。工程服务板块毛利率分别为20.16%、21.80%和20.48%，板块毛利率基本保持稳定。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逐年上升态势，分别为27.40%、31.03%和31.22%。

2020年1—3月，受疫情影响，公司实现营业收入340.89亿元，较2019年同期下降20.50%；实现净利润12.00亿元，较2019年同期下降64.30%；综合毛利率为28.69%，较2019年同期综合毛利率28.94%，下降0.25个百分点。

2. 水泥产品板块

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。2019年，公司水泥熟料、混凝土的产销量均有所增长，公司大部分水泥熟料及混凝土产品价格大幅上涨，并达到相对历史高位。

水泥板块相关产品包括水泥、熟料及混凝土，水泥业务为公司的支柱产业。截至2019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，2019年，水泥及熟料收入和商品混凝土收入均有所增长，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来源，近两年占比均在70%以上。毛利率方面，2019年，水泥及熟料、商品混凝土的毛利率维持较高水平。2020年1—3月，水泥及熟料和商品混凝土收入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32.17%和21.67%，较2019年全年略有下降。

表4 公司水泥业务经营数据(单位：亿元、%)

项目	2017年(已重述)			2018年			2019年			2020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	972.71	75.75	30.08	1176.76	73.84	35.24	1300.94	71.54	35.63	154.27	72.15	32.17
商品混凝土	311.48	24.25	23.63	416.84	26.16	27.27	517.55	28.46	26.88	59.54	27.85	21.67
合计	1284.19	100.00	28.51	1593.60	100.00	33.16	1818.49	100.00	33.14	213.81	100.00	29.24

资料来源：公司提供

生产

近年来，公司主要通过联合重组实现了水泥板块生产能力的持续扩大，成为世界最大的水泥和商品混凝土生产商，规模优势明显。公

司下属各单位均采用先进的生产技术和制造设备，水泥业务板块全部采用当前国家大力推行的新型干法水泥生产线。

从产量来看，2019年度，公司水泥产能约

5.21亿吨，位居世界第一，2019年度，公司水泥产能利用率约为70.80%，产品覆盖全部水泥品种。

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2020年3月底，公司余热发电系统总装机达2153.3GW。目前，公司已按照国家规定的限期完成了3.0米以下的水泥磨机淘汰任务。

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。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，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，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。

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。

原材料采购的结算方面，公司一般会采用货到付款的方式进行结算，通常有一定的账期；此外公司在大宗燃料采购时也会选择预付款的方式，用以获取一定的价格优惠。

销售

公司在产品销售中采用市场营销集中策略，即按照“营销集中、产销分离”的目标，建立总部市场部、区域营销中心及工厂业务部三级营销组织体系，直接统一对外销售。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，2019年，公司水泥及熟料销量较2018年增长6.03%至3.91亿吨；产销率为58.16%，产销率较低主要系公司在计算产量时未将继续自用的熟料产量扣除所致。公司商品混凝土销量较2018年增长16.47%至1.12亿立方米，产销率均为100%。

从销售价格来看，各销售区域产品价格差异较为明显。2019年，除北方水泥的水泥及熟料价格下降10.33%和祁连山水泥及水泥熟料微降外，其他产品价格均保持不同程度上涨，其中，天山股份价格涨幅较大，水泥熟料和混凝土价格分别较2018年上涨14.15%和79.49%，产品价格达到相对历史高位。2020年1—3月，公司大部分的水泥熟料和混凝土价格有所增长。

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	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
中联水泥	水泥熟料	产量	11046.30	10899.54	11879.29	1293.99
		销量	6701.20	6502.70	6850.40	633.86
		价格	269.64	338.20	370.11	383.51
	混凝土	产量	3650.10	3684.66	4750.83	483.03
		销量	3650.10	3684.66	4750.83	483.03
		价格	343.70	438.26	472.86	497.45
南方水泥	水泥熟料	产量	18467.00	18765.80	21352.24	2972.23
		销量	11306.40	11527.28	12123.47	1571.40
		价格	249.12	329.87	341.35	360.91
	混凝土	产量	4151.10	4751.94	5168.78	637.44
		销量	4151.10	4751.94	5168.78	637.44
		价格	345.40	324.10	475.93	500.49
北方水泥	水泥熟料	产量	2902.70	2427.51	2941.16	59.24
		销量	1833.20	1543.03	1817.09	59.26
		价格	307.97	324.94	291.37	293.03
	混凝土	产量	288.90	321.90	342.61	0.67
		销量	288.90	321.90	342.61	0.67
		价格	334.00	359.64	342.24	364.81
西南水泥	水泥熟料	产量	14952.10	16178.72	16501.02	2394.49
		销量	8868.60	9398.58	9614.51	1469.72
		价格	246.95	297.21	307.11	300.36
	混凝土	产量	133.30	130.84	105.96	12.15
		销量	133.30	130.84	105.96	12.15
		价格	295.00	330.27	344.21	305.61
中材水泥	水泥熟料	产量	2155.20	4052.22	4294.47	610.61
		销量	2739.80	2463.36	2609.32	325.56
		价格	244.79	336.70	353.26	392.47
	混凝土	产量	77.74	67.88	72.96	8.69
		销量	77.74	67.88	72.96	8.69
		价格	316.22	480.81	519.58	475.73
天山股份	水泥熟料	产量	3655.63	3004.74	3302.26	290.89
		销量	2288.55	1946.16	2148.73	132.13
		价格	272.79	350.18	399.72	376.73
	混凝土	产量	268.64	211.03	204.95	1.68
		销量	268.64	211.03	204.95	1.68
		价格	311.19	431.06	424.71	558.54
宁夏建材	水泥熟料	产量	2800.18	2401.12	2693.71	196.72
		销量	1567.69	1389.00	1524.19	117.26
		价格	235.73	254.64	258.82	252.84
	混凝土	产量	166.77	133.00	177.19	6.41
		销量	166.77	133.00	177.19	6.41
		价格	314.38	321.73	322.67	375.22
祁	水泥熟料	产量	3724.20	3295.09	3908.02	260.2

连山控股		销量	2153.18	1926.57	2266.55	182.2
		价格	253.72	275.71	275.69	286.42
	混凝土	产量	134.34	97.88	151.80	10.44
		销量	134.34	97.88	151.80	10.44
		价格	342.46	376.16	381.81	415.44
中建材投资	水泥熟料	产量	403.28	445.46	396.80	110.62
		销量	220.41	201.48	170.51	34.75
	混凝土	价格	241.48	273.68	332.08	410.36
		产量	171.86	199.89	205.22	42.86
合计	水泥熟料	产量	60106.60	61470.19	67268.97	8189.00
		销量	37679.02	36898.30	39124.80	4526.15
	混凝土	产量	9042.75	9599.00	11180.30	1203.37
		销量	9042.75	9599.00	11180.30	1203.37

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；新材料业务规模优势明显，综合竞争力强。

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产品包括石膏板、轻钢龙骨、矿棉吸音板等新型建材产品的生产、销售，并为客户提供相应的工程和劳务服务，主要产品包括石膏板、龙骨。2017—2019年，公司石膏板业务分别实现收入98.83亿元、109.33亿元和110.06亿元，在轻质建材板块主营业务收入中占比分别为88.53%、87.01%和82.61%，为轻质建材板块主要的收入来源。北新建材石膏板产业稳步增长，截至2019年底，北新建材石膏板年产能27.52亿平方米，位居世界第一。从产量来看，2019年，石膏板产量为19.94亿平方米，同比增长5.89%；产能利用率为72.46%，同比下降3.77个百分点，受新增产能投产时间影响，2019年石膏板产能利用率小幅下降。

公司目前旗下有“龙”“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。截至2019年底，北新建材石膏板年产能27.52亿平方米，位居世界第一。

从产量来看，近三年石膏板产量分别为18.26亿平方米、18.83亿平方米和19.94亿平方米，逐年增长；产能利用率分别为83.68%、76.23%和72.46%。受新增产能投产时间影响，2019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	2017年	2018年	2019年
产能	21.82	24.70	27.52
产量	18.26	18.83	19.94
销量	18.21	18.69	19.66
产能利用率	83.68	76.23	72.46
产销率	99.72	99.25	98.60

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%，2018年国内市场收入比重约99.16%，2019年国内市场收入比重约99.25%，并集中于国内北方、南方、西部地区。

表7 2019年公司轻质建材分区域收入情况
(单位：亿元、%)

区域	2019年	
	收入	占比
国内销售	132.23	99.25
北方地区	56.32	42.27

南方地区	48.80	36.63
西部地区	27.11	20.35
国外销售	1.00	0.75
合计	133.23	100.00

资料来源：公司提供

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。北新建材的采购模式是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，采购部则通过市场调研等对其决策提供支持和监督。

北新建材石膏板的生产采用以销定产的模式，稳步推进全国范围内生产基地的建设。通过工艺改进和技术升级，2003 年以后的新建石膏板生产线已全部采用工业废弃物即工业副产石膏为原料，已有生产线原料系统也已全面实施工业副产石膏改造，大量消纳电厂、化肥厂工业废渣，生产出的产品在建筑中可以减少对传统黏土砖的使用，并减少天然资源的消耗。此外，北新建材新建石膏板生产线均配备了余热利用设备以及先进的燃煤沸腾炉燃烧技术，实现了工业废水、废料的回收利用，并利用生产过程中的余热，节约能耗，降低生产成本，实现资源的综合利用。

销售方面，北新建材目前采用全渠道销售的模式，以区域经销商销售模式为主。同时，随着新的生产线的建立和市场的拓展，销售渠道已经延伸至县一级乃至乡镇一级市场。目前，北新建材已在全国建立了 300 多家营销机构，覆盖个大中城市和发达地区县级市。2017—2019 年，北新建材石膏板销量分别为 18.21 亿平方米、18.69 亿平方米和 19.66 亿元，销售规模稳步扩大，产销率在 99% 左右，产销率维持较高水平。

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 2019 年底，中国复材风电叶片产能达到 7.5GW/年。

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。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。2019 年底，中国复材风电叶片产能规模达到年产 7.5GW。风电叶片是中国复材最主要的收入和利润来源。近三年风电叶片产量分别为 2157MW、2521MW 和 2850MW，销量分别为 2322MW、2453MW 和 2888MW。

中材科技经营主体为其子公司中材叶片。凭借自身强大的研发能力和高新技术储备，中材科技风电叶片生产技术和质量始终处于国内领先水平，并在产品开发上实现了从 1.5MW 到 2MW、3MW 乃至 6.7MW 的系列化推进。2019 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 7941MW（2MW 及以上产品超过 80%），市场占有率逆势提升。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。

2017—2019 年，中国复材和中材科技的风力发电叶片合计产量分别为 7021 兆瓦、7675 兆瓦和 11068 兆瓦。2017—2019 年，中国复材和中材科技的风力发电叶片合计销量分别为

7181兆瓦、8040兆瓦和10829兆瓦。2017—2019年，受下游需求影响，公司其他高新材料产品产量在合理范围内波动，产销率保持较高水平。

表8 近年来公司主要新材料产品生产情况

项目	2017年		2018年		2019年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
风力发电叶片-中国复材（兆瓦）	2157	2322	2521	2453	2850	2888
风力发电叶片-中材科技（兆瓦）	4864	4859	5154	5587	8218	7941
CNG气瓶（万只）	16	16	18	19	18	18
高温过滤材料（万平米）	544	548	534	536	585	576
玻璃微纤维纸（吨）	15465	14999	14910	15443	15796	15649
太阳能多晶硅熔炼器（只）	148083	150771	82964	101378	48425	49318
精细熔融石英陶瓷（条）	41344	40698	46020	45732	45350	45550
微晶氧化铝陶瓷制品（吨）	38388	42441	38984	37974	38561	35398
高压电瓷绝缘子（吨）	42409	44386	33817	34712	44214	41059
玻璃钢缠绕类产品（吨）	14905	16597	20308	20976	24582	25348
PVC复合地板（万平方米）	586	579	553.88	565.90	625.18	614.38

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、ISO14000、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，产品品质市场认可度较高。

4. 工程服务

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；近年来，公司业务增量规模有所下降，但仍维持较大规模，在手合同额规模能够满足未来一段时间经营需要。

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。

中国建材国际工程从事玻璃、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；引领传统产业改造与产业升级，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；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。

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，近三年，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。近三年，中国建材国际工程新签合同额波动增长。截至2020年3月底，中国建材国际工程正在执行的合同额148.27亿元，能够满足未来1~2年经营需要。

中材国际主要面向国内外的水泥建材生产商，为其提供生产线设计、设备采购及工程总承包服务。国内水泥工程EPC参与主体较少，

公司是主要参与方，公司执行的EPC合同市场份额超过80%。公司执行的设备制造合同市场占有率超过30%。大型水泥工程安装业务主要竞争者是民营企业，公司执行的水泥工程安装业务合同市场份额超过50%。

近三年来，中材国际新签合同金额波动下

降，2017—2019年中材国际新签合同额分别为358.84亿元、309.86亿元和312.86亿元；2020年1—3月，中材国际新签合同额为64.79亿元；截至2020年3月底，中材国际正在执行的合同额438.59亿元，能够满足未来1~2年经营需要。

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		2017年 新签合同 额	2018年 新签合同 额	2019年 新签合同 额	2020年1—3月 新签合同额	截至2020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	54.36	62.59	60.22	8.33	42.24
	水泥工程及服务	42.68	24.60	51.14	0.40	24.06
	新能源工程及服务	64.96	54.97	70.31	1.55	71.84
	新房屋工程及服务	1.30	62.05	11.59	0.00	10.13
	小计	163.30	204.21	193.26	10.27	148.27
中材国际	工程建设	259.47	233.28	238.86	41.16	328.94
	装备制造	37.14	39.09	43.00	11.00	16.16
	环保	24.64	32.54	21.50	11.93	34.24
	生产运营管理	35.41	2.31	6.77	0.00	55.56
	其他	2.18	2.64	2.74	0.70	3.69
	小计	358.84	309.86	312.86	64.79	438.59
合计		522.14	514.07	506.13	75.06	586.86

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2017—2019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，2019年分别为5.71次、8.60次和0.58次。公司整体经营效率尚可。

表10 同行业公司2019年经营效率指标对比
(单位：次)

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
唐山冀东水泥股份有限公司	2.87	11.10	0.52
华润水泥控股有限公司	15.64	12.67	0.66
公司	5.71	8.60	0.58

资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 未来发展

公司经营计划切实可行，有利于公司发展。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。

公司“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。

八、重大事项

截至 2020 年 3 月底，公司及其一级子公司存在 2 笔重大未决诉讼，即美国石膏板诉讼和云南永保案件。美国石膏板案已经进入和解阶段，将最终解决集体诉讼的纠缠，化解重大诉讼的风险，有利于大幅降低诉讼成本，节约人力物力及时间精力，有利于公司、北新建材及泰山为其集中精力开展生产经营活动。云南永保案对公司可能造成的潜在经济损失相对较小，不会对公司偿债能力造成重大不利影响。

1. 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，泰山石膏有限公司（公司子公司北新建材的全资附属公司，以下简称“泰山石膏”）及泰安市泰山纸面石膏板有限公司（泰山石膏的全资附属公司，与泰山石膏合称“泰山”）已与美国石膏板诉讼多区合并诉讼案多数原告达成全面和解，截至 2020 年 3 月底，北新建材与泰山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 26.93 亿元人民币。北新建材及泰山前述费用占公司截至 2020 年 3 月底的所有者权益的比例为 1.76%。

公司、北新建材及泰山自出席应诉美国石膏板诉讼以来，投入了大量人力物力，和解将最终解决前述集体诉讼的纠缠，化解重大诉讼的风险，有利于大幅降低诉讼成本，节约人力物力及时间精力，有利于公司、北新建材及泰山为其集中精力开展生产经营活动。公司不认为支付上述和解金额会对本公司、北新建材或泰山的正常经营活动造成任何重大不利影响。此外，上述多区合并诉讼中的 Mitchell 案等诉讼，以及任何选择退出本次和解的集体成员的

诉讼将继续进行，联合资信将持续关注相关事件的进展情况以及对公司经营可能造成的影响。

2. 云南永保案件。公司一级子公司西南水泥在 2012 年 3 月 23 日与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，就西南水泥收购云南永保特种水泥股份有限公司（后更名为云南永保特种水泥有限责任公司，以下简称“云南永保”）100% 股权事宜进行了约定。在《股权转让协议》履行过程中，出现转让方谭国仁违反《股权转让协议》的情形，西南水泥根据《股权转让协议》的约定对转让价款进行了扣减，但谭国仁对此不予认可，其向上海国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“上海贸仲”）申请仲裁，要求支付股权转让价款余款。上海贸仲于 2018 年 6 月 26 日作出仲裁裁决，裁决结果为西南水泥向谭国仁支付股权转让价款余款 4.31 亿元及逾期付款损失、仲裁费。该仲裁裁决作出后，谭国仁向云南省昆明市中级人民法院（以下简称“昆明中院”）申请执行，并申请冻结了西南水泥持有云南西南水泥有限公司的股权。在昆明中院执行过程中，西南水泥提出中止执行申请，昆明中院已于 2019 年 11 月 11 日裁定中止执行。针对转让方谭国仁违反《股权转让协议》的事由，西南水泥向中国国际贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）申请仲裁，中国贸仲于 2019 年 9 月 29 日作出部分裁决，部分裁决结果为谭国仁应向西南水泥返还代付的个人收入所得税税金 2.06 亿元，及以此为基数按照年利率 8% 计算自 2018 年 6 月 11 日起至实际支付之日止的利息。西南水泥的其他仲裁请求将在经审计、鉴定等程序后由仲裁庭实体审理后进行裁决。此外，针对谭国仁在其控制及经营云南永保期间损害云南永保公司利益事由，云南永保向四川省高级人民法院提起诉讼，要求被告谭国仁等赔偿云南永保遭受的损失，目前该案件仍在审理过程中。在西南水泥就其收购云南永保 100% 股权进行账务处理时，已在西南水泥财务报表的负债科目中

反映了上述案件所涉股权转让价款。因此上述案件对公司可能造成的潜在经济损失相对较小，不会对公司偿债能力造成重大不利影响。

九、财务分析

公司提供了2017—2019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2020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。2017年，公司合并范围新增46家子公司，合并范围减少124家子公司。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。2019年，公司合并范围新增46家子公司，合并范围减少52家子公司。截至2020年3月底，公司合并范围内子公司共18家，合并范围新增4家子公司，无减少子公司。2018年5月，公司采用换股吸收合并的方式与中材股份进行合并事已完成，中材股份纳入公司合并范围，因此2017年财务数据已追溯调整。2017年较2016年财务数据可比性较差，2018年财务数据采用2019年审计报告年初数据。

截至2019年底，公司合并资产总额4459.22亿元，所有者权益1511.66亿元（含少数股东权益511.34亿元）；2019年，公司实现营业收入2574.82亿元，利润总额274.78亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额4580.38亿元，所有者权益1531.59亿元（含少数股东权益516.22亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入340.89亿元，利润总额19.10亿元。

1. 资产质量

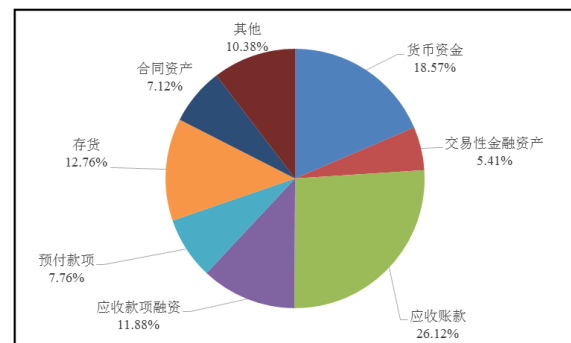
公司资产以非流动资产为主。流动资产中货币资金充裕，应收账款和存货占比较大，对资金形成一定的占用；非流动资产中固定资产占比较高，符合所在行业特点，但商誉占比较高，存在一定商誉减值风险；公司资产受限比例较低。整体看，公司资产质量很好。

2017—2019年，公司资产规模有所波动，年均复合下降0.84%。截至2019年底，公司合并资产总额4459.22亿元，较年初增长1.95%。其中，流动资产占35.28%，非流动资产占64.72%。公司资产以非流动资产为主，符合建材生产企业的特征。

流动资产

2017—2019年，公司流动资产波动下降，年均复合下降6.15%。截至2019年底，公司流动资产1573.29亿元，较年初增长1.33%。公司流动资产主要由货币资金（占18.57%）、交易性金融资产（占5.41%）、应收账款（占26.12%）、应收款项融资（11.88%）、预付款项（占7.76%）、存货（占12.76%）和合同资产（占7.12%）构成。

图6 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司货币资金波动下降，年均复合下降8.35%。截至2019年底，公司货币资金292.10亿元，较年初增长4.69%。货币资金中有51.27亿元受限资金，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17.55%，受限资金占比一般。

2017—2019年，公司应收账款有所下降，年均复合下降2.03%。截至2019年底，公司应收账款410.91亿元，较年初增长0.62%。按账龄分布，1年以内占64.92%、1—2年占14.88%、2—3年占7.46%、3年以上占12.74%，公司部分应收账款账龄时间偏长。截至2019年底，公司计提坏账准备77.20亿元，计提比例为15.82%。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。

2017—2019年，公司预付款项逐年下降，年均复合下降25.13%。截至2019年底，公司预付款项122.04亿元，较年初下降9.52%，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。

2017—2019年，公司其他应收款逐年减少，年均复合下降30.31%，主要系公司对各种应收款项采取多种措施进行压控所致。截至2019年底，公司其他应收款为73.99亿元，共计提坏账准备65.25亿元。从按账龄分析的其他应收款来看，1年以内占32.41%、1~2年占12.19%、2~3年占14.89%、3年以上的占40.50%，综合账龄较长。

2017—2019年，公司存货波动下降，年均复合下降4.92%。截至2019年底，公司存货200.69亿元，较年初增长1.75%。存货主要由原材料（占43.56%）、库存商品（占33.01%）、自制半成品及在产品（占20.56%）构成。截至2019年底，公司对存货累计计提跌价准备6.65亿元，计提比例3.21%，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

2017—2019年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长2.46%。截至2019年底，公司非流动资产2885.93亿元，较年初增长2.29%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占5.58%）、固定资产（占55.64%）、在建工程（占6.69%）、无形资产（占10.97%）和商誉（占13.11%）构成。

2017—2019年，公司固定资产波动下降，年均复合下降0.31%。截至2019年底，公司固定资产1605.84亿元，较年初增长0.82%；主要由房屋及建筑物（占53.57%）和机器设备（42.95%）构成；公司固定资产成新率为58.72%，成新率一般。

2017—2019年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长6.06%。截至2019年底，公司无形资产316.61亿元，较年初增长10.36%，主要系土地使用权和采矿权增加所致；主要由土地使用权（占62.09%）和采矿权（占34.59%）构成；无形资产累计摊销102.46亿元，计提减值准备6.32亿元。

2017—2019年，公司商誉逐年下降，年均复合下降9.31%，主要为公司实施联合重组而产生的变化。截至2019年底，公司商誉为435.79亿元，较年初下降13.21%。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2019年底，公司共计提商誉减值准备92.97亿元。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11 近三年公司商誉构成情况（单位：万元）

商誉构成板块	2017年底 (经重述)	2018年底	2019年底
轻质建材板块	23152.88	23592.35	54215.94
工程服务	127342.05	127618.52	127031.33
商混板块	982626.95	979573.26	964456.97
水泥板块	3585246.43	3564066.26	3550871.67
其他板块	12801.52	11694.36	15384.71
账面余额合计	4731169.83	4706544.75	4711960.62
减值准备	132125.76	348600.99	929711.37
账面净值合计	4599044.07	4357943.76	3782249.26

资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司受限资产账面价值合计112.01亿元，占公司总资产的2.51%，受限比例较低。

表12 截至2019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	512710.65
应收票据	158121.62
应收账款	23809.37
固定资产	388393.50
无形资产	37087.37
合计	1120122.52

资料来源:公司财务报告

截至2020年3月底,公司合并资产总额4580.38亿元,较2019年底增长2.72%,变化不大。其中,流动资产占36.98%,非流动资产占63.02%,资产结构较2019年底变化不大。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

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。

2016—2018年,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长34.27%。截至2019年底,公司所有者权益较为1511.66亿元,较年初增长11.33%,主要系未分配利润增加所致。其中,归属于母公司所有者权益占66.17%,少数股东权益占33.83%。截至2019年底,公司其他权益工具为192.01亿元,较年初下降7.08%,全部为永续中票及可续期公司债券。

截至2020年3月底,公司所有者权益为1531.59亿元,较2019年底增长1.32%,变化不大。其中,归属于母公司所有者权益占比为66.30%,少数股东权益占比为33.70%,归属于母公司的所有者权益结构较2019年底变动不大。

负债

公司负债及债务规模有所下降,公司长短期借款以信用借款为主,融资能力较强;短期债务减少,债务结构有所改善;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。

2017—2019年,公司负债规模逐年下降,年均复合下降5.42%,主要系流动负债规模变化所致。截至2019年底,公司负债总额2947.56亿元,较年初下降2.28%。其中,流动负债占66.26%、非流动负债占33.74%,流动负债占比较高,负债结构较年初变化不大。

2017—2019年,公司流动负债逐年下降,年均复合下降12.07%。截至2019年底,公司流动负债1953.07亿元,较年初下降7.80%,主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债下降所致。公司流动负债主要由短期借款(占32.93%)、应付票据(占8.64%)、应付账款(占19.39%)、其他应付款(占7.74%)、一年内到期的非流动负债(占9.53%)、合同负债(占8.18%)和其他流动负债(占11.25%)构成。

2017—2019年,公司短期借款波动下降,年均复合下降16.90%。截至2019年底,公司短期借款643.06亿元,较年初增长1.45%,较年初变化不大;短期借款主要由保证借款(361.02亿元)和信用借款(270.77亿元)构成。

2017—2019年,公司应付票据及应付账款波动下降,年均复合下降2.96%。截至2019年底,公司应付票据167.63亿元,较年初增长9.83%,主要系公司采用银行承兑汇票支付供应商的付款方式增加所致。截至2019年底,公司应付账款388.68亿元,较年初增长16.55%,主要系由于业务开展导致应付账款增加所致。应付账款账龄以1年以内(占82.49%)为主。

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。2017—2019年,公司其他应付款波动下降,年均复合下降2.96%。截至2019年底,公司其他应付款151.17亿元,较年初增长12.82%。

2017—2019年,公司一年内到期的非流动

负债波动下降，年均复合下降 17.39%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 186.21 亿元，较年初下降 36.37%，主要系一年内到期的应付债券规模下降所致。

2017—2019 年，公司其他流动负债逐年下降，年均复合下降 33.45%。截至 2019 年底，公司其他流动负债为 165.11 亿元，较年初下降 51.46%，主要系公司短期融资券到期偿付，余额下降所致。

2017—2019 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 13.74%。截至 2019 年底，公司非流动负债 994.48 亿元，较年初增长 10.75%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 34.92%）和应付债券（占 53.83%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 10.63%。截至 2019 年底，公司长期借款 347.29 亿元，较年初增长 0.10%，较年初变化不大；长期借款主要由信用借款（195.45 亿元）以及保证借款（140.26 亿元）构成。

2017—2019 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 27.97%。截至 2019 年底，公司应付债券 535.34 亿元，较年初增长 24.16%，主要系公司本部及下属子公司 2019 年度新发行债券规模较大所致。从期限分布看，公司到期债券主要集中在 2021 年和 2022 年，公司仍存在一定的集中偿付压力。

公司长期应付款主要由融资租赁应付款构成；2017—2019 年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 37.43%，主要系融资租入应付款下降所致。截至 2019 年底，公司长期应付款为 40.19 亿元，较年初大幅下降 28.55%，主要系公司大量融资租赁款到期偿付所致。

债务方面，2017—2019 年，公司全部债务有所波动，年均复合下降 8.76%。截至 2019 年底，公司全部债务 2072.50 亿元，较年初下降 7.81%，主要系短期债务下降所致。其中，短期债务占比下降 6.99 个百分点至 56.04%，

长期债务占 43.96%，公司整体债务规模较高，债务结构有所改善。截至 2019 年底，公司短期债务 1161.32 亿元，较年初下降 18.04%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债中的短期融资债券减少所致；长期债务 911.17 亿元，较年初增长 9.63%，主要系应付债券增长所致。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.10%、57.82%和 37.61%，较年初分别下降 2.86 个、4.52 个百分点和 0.36 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年底，公司长期债务和全部债务分别为 1103.18 亿元和 2264.50 亿元；公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.41%、63.18%和 45.53%，较调整前分别上升 4.31 个百分点、5.36 个百分点和 7.92 个百分点。

表 13 截至 2019 年底同行业公司资产负债率情况
(单位：%)

公司名称	资产负债率
唐山冀东水泥股份有限公司	52.52
华润水泥控股有限公司	30.90
公司	66.10

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 3048.78 亿元，较 2019 年底增长 3.43%。其中，流动负债占 64.30%，非流动负债占 35.70%。公司以流动负债为主，负债结构较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 2189.36 亿元，较 2019 年底增长 5.64%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务 1177.09 亿元（占 53.76%），较 2019 年底增长 1.36%，变化不大；长期债务 1012.28 亿元（占 46.24%），较 2019 年底增长 11.10%，主要系长期借款增长所致。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债

务资本化比率分别为 66.56%、58.84% 和 39.79%，较 2019 年底分别提高 0.46 个百分点、提高 1.01 个百分点和提高 2.19 个百分点。

3. 盈利能力

水泥价格波动对公司盈利能力影响大，2017—2019 年，公司营业收入和利润总额均有所增长，盈利能力提升；公司较高的期间费用和资产减值损失对公司利润总额侵蚀较大；公司获得政府补助款较多，对公司的利润贡献较大。

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 17.24%。2019 年，公司实现营业收入 2574.82 亿元，较 2018 年增长 15.37%，主要系水泥价格持续走高所致。利润总额 274.78 亿元，较 2018 年增长 35.90%。

2017—2019 年，公司营业利润分别为 137.30 亿元、211.25 亿元和 295.35 亿元，逐年增长，受水泥景气度的提升以及两材合并影响，公司毛利率和盈利水平大幅提升。

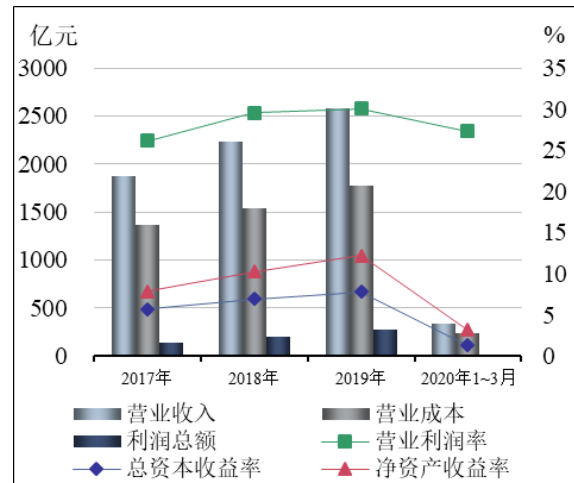
期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用逐年增长，分别为 356.72 亿元、371.97 亿元和 391.35 亿元，年均复合增长 4.74%。2019 年，公司期间费用总额为 391.35 亿元，较 2018 年增长 5.21%，主要系销售费用和管理费用增长所致。2017—2019 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 12.18%，主要系两材合并及公司加大市场营销力度所致；公司管理费用逐年增长，年均复合增长 10.55%。2017—2019 年，公司期间费用率分别为 19.04%、16.67% 和 15.20%，逐年下降，公司费用控制能力有所增强。

2017—2019 年，公司资产减值损失持续增长，分别为 24.61 亿元、62.26 亿元和 98.98 亿元，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，2017—2019 年，公司投资收益分别为 12.34 亿元、18.90 亿元和 16.32 亿元，年均复合增长

15.00%。2017—2019 年，营业外收入与其他收益合计额分别为 31.21 亿元、26.36 亿元和 30.78 亿元，占利润总额的比重分别为 22.21%、13.04% 和 11.24%，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，2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 5.74%、6.96% 和 7.81%；净资产收益率分别为 7.90%、10.25% 和 12.21%，上述盈利指标均逐年提升。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。

图 7 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司实现营业收入 340.89 亿元，同比下降 20.50%；实现净利润 12.00 亿元，同比下降 64.30%。

4. 现金流及保障

受公司销售规模增长影响，公司经营活动现金流量净额规模大幅增长，收入实现质量高，且经营活动的现金留存规模可对投资性现金流缺口形成有效覆盖。考虑到公司未来转型升级支出、少量联合重组支出以及公司技改投入，公司未来仍有一定筹资需求。

表 14 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
经营活动现金流入量	1980.14	2627.11	3050.98	396.94
经营活动现金流出量	1727.15	2141.40	2417.50	438.35
经营活动现金流量净额	252.99	485.71	633.48	-41.41
投资活动现金流入量	134.55	150.44	225.89	84.38
投资活动现金流出量	253.16	320.68	491.69	113.22
投资活动现金流量净额	-118.61	-170.24	-265.80	-28.84
筹资活动现金流入量	2273.40	2060.95	1870.19	658.61
筹资活动现金流出量	2439.18	2402.24	2205.30	525.05
筹资活动现金流量净额	-165.78	-341.29	-335.10	133.56
筹资活动前现金流	134.38	315.47	367.68	-70.25

资料来源: 公司财务报告及财务报表

从经营活动来看, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入分别为 1980.14 亿元和 2627.11 亿元和 3050.98 亿元, 逐年增长, 年均复合增长 24.13%, 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分别为 1727.15 亿元、2141.40 亿元和 2417.51 亿元, 年均复合增长 18.31%。综上影响, 2017—2019 年, 经营活动产生的现金流量净额分别为 252.99 亿元和 485.71 亿元和 633.48 亿元, 年均复合增长 58.24%。从收入实现情况来看, 近三年公司现金收入比分别为 101.59%、114.27% 和 115.55%, 公司收入实现质量高。

从投资活动看, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流入持续增长, 分别为 134.55 亿元、150.44 亿元和 225.89 亿元, 年均复合增长 29.57%, 主要系收回投资收到的现金快速增加所致; 公司投资活动的现金流出分别为 253.16 亿元、320.68 亿元和 491.69 亿元, 年均复合增长 39.36%, 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, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流量净额分别为 -118.61 亿元、-170.28 亿元和 -265.80 亿元, 持续净流出状态, 存在一

定的资本支出压力。

2017—2019 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为 134.38 亿元、315.47 亿元和 367.68 亿元, 公司经营活动现金流可以满足正常的生产经营和投资活动。

从筹资活动看, 2017—2019 年, 公司筹资活动产生的现金流入波动下降, 分别为 2273.40 亿元、2060.95 亿元和 1870.19 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分别为 2439.18 亿元、2060.95 亿元和 1870.19 亿元, 年均复合下降 9.30%, 主要系偿还对外债务融资规模波动下降所致。综上影响, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 -165.78 亿元、-341.30 亿元和 -335.10 亿元, 持续净流出, 且规模逐年扩大, 随着公司主要业务水泥板块的联合重组规模下降, 重组资金需求下降。

2020 年 1—3 月, 公司经营活动产生的现金流量净额 -41.41 亿元, 投资活动产生的现金流量净额 -28.84 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额 133.56 亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可, 长期偿债能力较强。考虑到公司股东背景、经营规模、综合实力、行业地位等因素, 公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司流动比率分别 70.71%、73.30% 和 80.55%, 速动比率分别为 61.92%、63.99% 和 70.28%; 现金短期债务比分别为 0.37 倍、0.41 倍和 0.52 倍, 经营性现金流动负债比率分别为 10.02%、22.93% 和 32.43%。截至 2020 年 3 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 86.40% 和 73.94%, 均较 2019 年底有所提升, 但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, 2017—2019 年, 公司 EBITDA 分别为 379.62 亿元、447.10 亿元和 507.87 亿元, 年均复合增长 15.67%, 主要系利润总额增长所致。2017—2019 年, 公司 EBITDA

利息保障倍数分别为3.22倍、3.94倍和5.19倍；全部债务/EBITDA分别为6.56倍、5.03倍和4.08倍，公司EBITDA对利息保障能力、债务本金保障能力较强。

截至2020年3月底，公司获得授信额度3025亿元，未使用额度1426亿元，公司间接融资渠道畅通。作为H股上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至2020年3月底，公司对外担保合计1.16亿元，占净资产比重很小。

表17 截至2019年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 ²	2005.12.06-2016.12.05	6400.00	保证
山东中材默锐水务有限公司	2013.11.5-2022.11.4	1909.60	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	2395.49	保证
新疆新能源(集团)吐鲁番金越环境科技有限公司	2019.10.15-2026.3.29	907.31	保证
合计		11612.40	--

资料来源：公司提供

总体看，公司对外担保额度较小，或有负债风险较低。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告(授信机构版)》，截至2020年6月12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、产能产量等方面的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

²公司联合重组浙江水泥有限公司过程中承接了对青海碱业有限公司(以下简称“青海碱业”)的6400.00万元贷款担保。截至2020年3月31日，浙江水泥有限公司已代青海碱业有限公司承担了6400万元的担保责任，并就该笔对外担保在其财务报表中计提了6400万元的预计负债

8. 母公司报表分析

母公司资产构成主要为与子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司负债水平一般；母公司的主要利润来源为投资收益。

截至2019年底，母公司资产总额1262.42亿元，主要由货币资金(36.92亿元)、其他应收款(652.58亿元)和长期股权投资(561.19亿元)构成。截至2020年3月底，母公司资产总额为1281.33亿元，较2019年底增长1.50%。

截至2019年底，母公司所有者权益576.71亿元，主要由股本(84.35亿元)、其他权益工具(192.01亿元)、资本公积(171.05亿元)和未分配利润(05.43亿元)构成。截至2020年3月底，母公司所有者权益为585.52亿元，较2019年底增长1.53%。

截至2019年底，母公司负债总额685.71亿元，其中，短期借款77.50亿元，长期借款47.61亿元，应付债券399.96亿元；母公司资产负债率为54.32%。截至2020年3月底，母公司负债总额为695.81亿元，较2019年底增长1.47%。

2019年，母公司实现营业收入0.96亿元，投资净收益75.60亿元，利润总额74.42亿元。2020年1-3月，母公司未实现营业收入，实现投资收益0.91亿元，利润总额为-0.50亿元。

2019年，母公司经营活动现金流入为217.99亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金(216.89亿元)；经营活动产生的现金流量净额-11.52亿元；投资活动产生的现金流量净额51.95亿元；筹资活动产生的现金流量净额-25.75亿元。2020年1-3月，母公司经营活动产生的现金流量净额-33.49亿元；投资活动产生的现金流量净额40.27亿元；筹资活动产生的现金流量净额54.73亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响 本期中期票据的发行对公司现有债务水

平影响小。

本期中期票据拟发行金额10亿元，本期中期票据发行额度分别占2020年3月底长期债务和全部债务的0.99%和0.46%。

截至2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.56%、58.84%和39.79%。考虑到公司于2020年4月发行“20中建材MTN002”（发行金额10亿元），预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至66.71%、59.06%和40.26%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还公司的有息债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

本期中期票据拟发行金额为10亿元，2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行金额的198.01倍、262.71倍和305.10倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行金额的25.30倍、48.57倍和63.35倍；公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行金额37.96倍、44.71倍和50.79倍。公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

截至2020年6月底，公司存续债券共54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199.64亿元。2019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2.54倍、15.28倍和3.17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。

表 18 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)
2020年	155.00	6
2021年	199.64	17
2022年	152.88	14
2023年	63.00	9
2024年及以后	83.00	8
合计	653.52	54

资料来源：联合资信整理

十一、结论

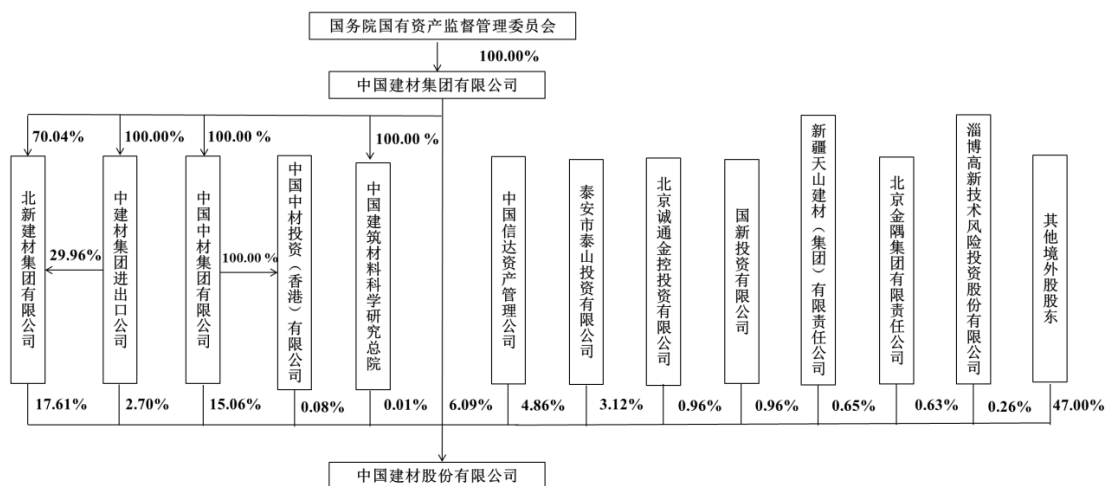
公司作为大型建材央企中建材集团最核心的产业平台和旗舰上市公司的建材生产企业，公司水泥产品、新材料和工程服务业务均具有显著竞争优势。公司各主要业务板块经营规模大，行业地位突出，市场竞争优势显著；近年来，公司盈利能力持续提升，运营状况良好；经营活动现金流量净额大幅增长，经营活动获现能力强。联合资信也关注到水泥价格存在波动风险，公司债务负担较重，商誉规模较大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

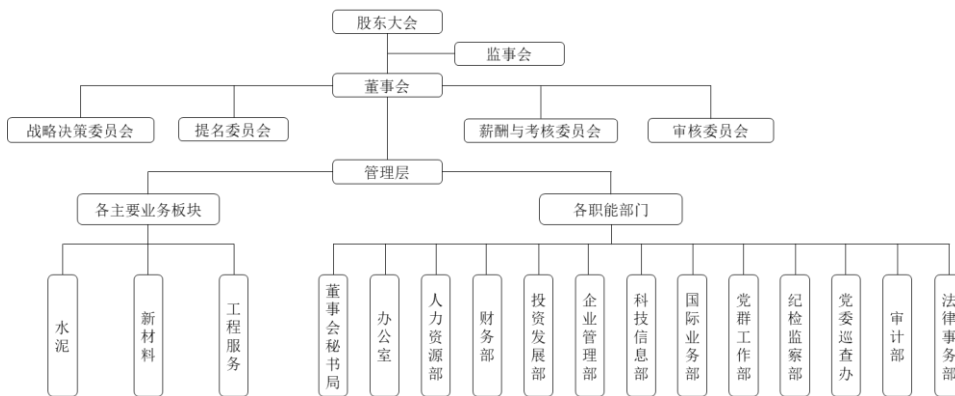
未来，公司凭借产品及规模优势，经营规模及盈利水平将保持良好水平，公司在全球建材行业的竞争力将进一步提升。

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

附件1-1 截至2020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 2020 年 3 月底公司纳入合并范围的一级子公司

子公司全称	注册资本 (万元)	注册地	持股比例 (%)	经营范围
中国联合水泥集团有限公司	400000.00	北京	100.00	水泥及水泥制品生产制造
南方水泥有限公司	1101363.34	上海	84.83	水泥及水泥制品生产制造
北方水泥有限公司	400000.00	北京	73.90	水泥及水泥制品生产制造
西南水泥有限公司	1167294.02	成都	79.84	水泥及水泥制品生产制造
中材水泥有限责任公司	185328.00	北京	100.00	水泥及水泥制品生产制造
新疆天山水泥股份有限公司	104872.30	乌鲁木齐	45.87	水泥及水泥制品生产制造
宁夏建材集团股份有限公司	47818.10	银川	47.56	水泥及水泥制品生产制造
甘肃祁连山建材控股有限公司	35267.86	永登县	51.00	水泥及水泥制品生产制造
北新集团建材股份有限公司	168950.78	北京	37.83	轻质建筑材料的制造销售
中材科技股份有限公司	167812.36	南京	60.24	高科技材料业务
中材金晶玻纤有限公司	20395.68	淄博	50.01	玻璃纤维业务
中国复合材料集团有限公司	35000.00	北京	100.00	复合材料制品的研究开发和销售
中材高新材料股份有限公司	16714.95	淄博	99.65	高科技材料业务
中国中材国际工程股份有限公司	173957.39	南京	40.03	建设及工程服务
中国建材国际工程集团有限公司	50000.00	上海	91.00	工程设计（玻璃及水泥）行业
中材矿山建设有限公司	25000.00	天津	100.00	建设及工程服务
中建材投资有限公司	300000.00	深圳	100.00	投资、贸易、租赁业
中国建材控股有限公司	8231.00	香港	100.00	建筑材料、贸易、工程、投资管理

附件 2 公司主要财务指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	661.14	576.07	609.16	618.11
资产总额(亿元)	4535.12	4373.98	4459.22	4580.38
所有者权益(亿元)	1240.40	1357.77	1511.66	1531.59
短期债务(亿元)	1780.00	1416.95	1161.32	1177.09
长期债务(亿元)	709.33	831.16	911.17	1012.28
全部债务(亿元)	2489.33	2248.11	2072.50	2189.36
营业收入(亿元)	1873.10	2231.83	2574.82	340.89
利润总额(亿元)	140.54	202.20	274.78	19.10
EBITDA(亿元)	379.62	447.10	507.87	--
经营性净现金流(亿元)	252.99	485.71	633.48	-41.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.29	4.08	5.71	1.38
存货周转次数(次)	7.16	7.16	8.60	1.99
总资产周转次数(次)	0.47	0.50	0.58	0.15
现金收入比(%)	101.59	114.27	115.55	107.21
营业利润率(%)	26.14	29.57	30.06	27.30
总资本收益率(%)	5.74	6.96	7.81	1.31
净资产收益率(%)	7.90	10.25	12.21	--
长期债务资本化比率(%)	36.38	37.97	37.61	39.79
全部债务资本化比率(%)	66.74	62.35	57.82	58.84
资产负债率(%)	72.65	68.96	66.10	66.56
流动比率(%)	70.71	73.30	80.55	86.40
速动比率(%)	61.92	63.99	70.28	73.94
经营现金流动负债比(%)	10.02	22.93	32.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.22	3.94	5.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.56	5.03	4.08	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标予以简化；4. 其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款已计入长期债务；以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债；5. 本报告 2017 年、2018 年、2019 年财务数据分别为 2018 年审计报告期初数、2019 年审计报告期初数及 2019 年审计报告期末数；

附件3 公司主要财务指标（本部/母公司）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.91	42.85	36.96	18.20
资产总额(亿元)	1046.84	1289.39	1262.42	1281.33
所有者权益(亿元)	357.94	542.96	576.71	585.52
短期债务(亿元)	195.84	196.91	152.68	133.88
长期债务(亿元)	224.81	387.03	447.57	494.00
全部债务(亿元)	420.65	583.94	600.25	627.88
营业收入(亿元)	0.54	0.56	0.96	0.00
利润总额(亿元)	14.05	20.83	74.42	-0.50
EBITDA(亿元)	14.55	21.43	74.94	--
经营性净现金流(亿元)	-74.03	-14.82	-11.52	-33.49
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	96.55	117.00	115.37	--
营业利润率(%)	73.75	43.91	76.63	--
总资本收益率(%)	1.80	2.19	6.32	-0.04
净资产收益率(%)	3.92	4.54	12.90	-0.09
长期债务资本化比率(%)	38.58	41.62	43.70	45.76
全部债务资本化比率(%)	54.03	51.82	51.00	51.75
资产负债率(%)	65.81	57.89	54.32	54.31
流动比率(%)	156.19	206.43	289.77	331.10
速动比率(%)	156.19	206.43	289.77	331.10
经营现金流动负债比(%)	-15.95	-4.13	-4.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1.2020年1-3月财务数据未经审计

附件 4 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-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+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

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 中国建材股份有限公司 2020 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国建材股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国建材股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国建材股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国建材股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国建材股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国建材股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国建材股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国建材股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国建材股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国建材股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。