

信用评级公告

联合〔2021〕2316号

联合资信评估股份有限公司通过对中国建材股份有限公司及其拟发行的 2021 年公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国建材股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国建材股份有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二一年四月七日

中国建材股份有限公司

2021 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 20 亿元

本期债券期限：分品种发行，品种一期限 3 年，品种二期限 5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2021 年 4 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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（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	评价结果
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
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
			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 2017—2019 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”）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，其主营业务水泥产品、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；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，联合资信评估股份有限公司（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 对本期债券的保障能力很强。

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状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券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。2017—2019 年，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。2017—2019 年，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 对本期债券保障能力很强。2017—2019 年，公司经营活动现金流

分析师：刘珺轩

王彦

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

入量分别为本期债券拟发行最高金额的99.01倍、131.36倍和152.55倍；经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行最高金额的12.65倍、24.29倍和31.67倍；公司EBITDA分别为本期债券拟发行最高金额18.98倍、22.36倍和25.39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，进入2020年，水泥价格波动较大，上半年整体价格有所下行，下半年逐步恢复至较高区间，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。**若将永续中期票据及可续期公司债券列入债务，公司债务负担仍较重；公司因联合重组形成的商誉规模较大，存在一定的商誉减值风险。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	661.14	576.07	609.16	639.06
资产总额(亿元)	4535.12	4373.98	4459.22	4640.41
所有者权益合计(亿元)	1240.40	1357.77	1511.66	1666.04
短期债务(亿元)	1780.00	1416.95	1161.32	1194.53
长期债务(亿元)	709.33	831.16	911.17	842.78
全部债务(亿元)	2489.33	2248.11	2072.50	2037.32
营业收入(亿元)	1873.10	2231.83	2574.82	1817.73
利润总额(亿元)	140.54	202.20	274.78	254.31
EBITDA(亿元)	379.62	447.10	507.87	--
经营性净现金流(亿元)	252.99	485.71	633.48	309.21
营业利润率(%)	26.14	29.57	30.06	29.64
净资产收益率(%)	7.90	10.25	12.21	--
资产负债率(%)	72.65	68.96	66.10	64.10
全部债务资本化比率(%)	66.74	62.35	57.82	55.01
流动比率(%)	70.71	73.30	80.55	80.98
经营现金流动负债比(%)	10.02	22.93	32.43	--
现金短期债务比(倍)	0.37	0.41	0.52	0.53
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 9 月
资产总额 (亿元)	1046.84	1289.39	1262.42	1298.46
所有者权益 (亿元)	357.94	542.96	576.71	627.00
全部债务(亿元)	420.65	583.94	600.25	634.02
营业收入(亿元)	0.54	0.56	0.96	0.91
利润总额(亿元)	14.05	20.83	74.42	70.36
资产负债率(%)	65.81	57.89	54.32	51.71
全部债务资本化比率(%)	54.03	51.82	51.00	50.28
流动比率(%)	156.19	206.44	289.87	230.96

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 年三季度财务数据未经审计, 相关指标未予以年化; 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	2020/10/26	王文燕 樊 思	原联合信用评级有限公司水泥企业主体信用评级方法/—	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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

分析师：

刘建群

联合资信评估股份有限公司



中国建材股份有限公司

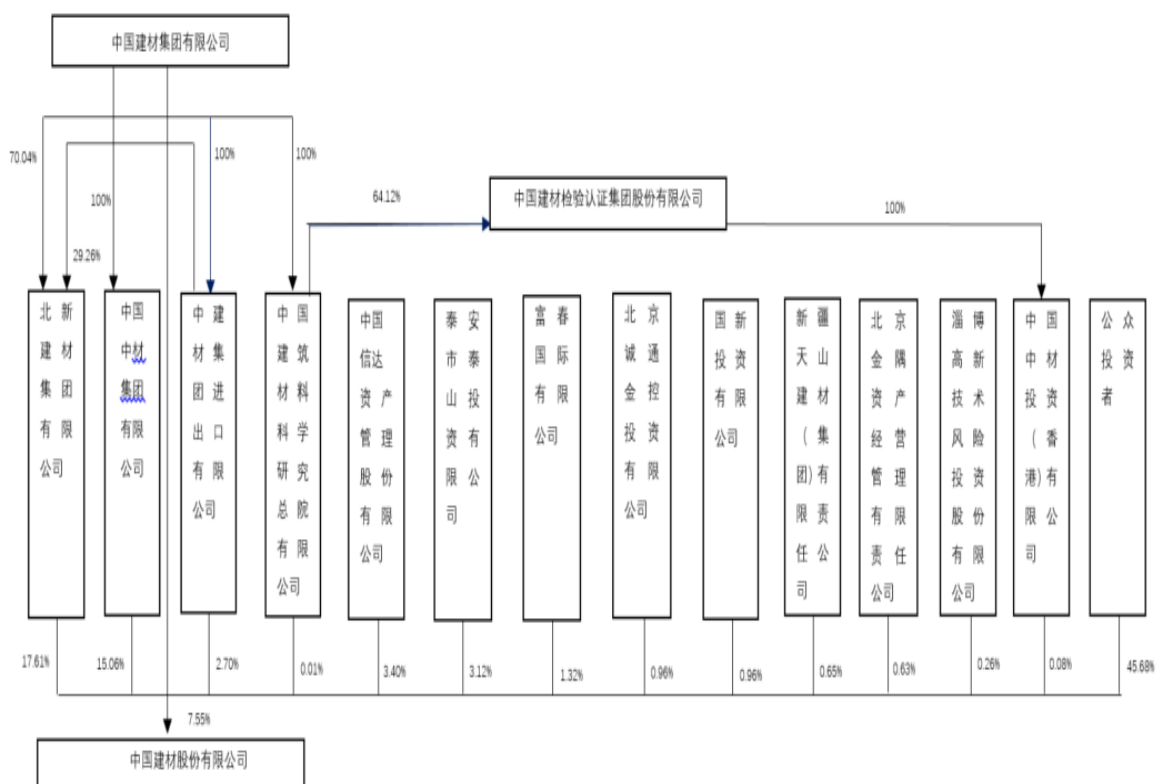
2021 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

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，公司首次在香港公开发行了 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 2020 年 9 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 43.02%，中建材集团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”），公司最终实际控制人为国务院国资委。

图 1 截至 2020 年 9 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9月底，公司本部内设董事会秘书局、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职能部门。截至2020年9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，所有者权益合计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9月底，公司合并资产总额4640.41亿元，所有者权益合计1666.04亿元（含少数股东权益565.93亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入1817.73亿元，利润总额254.31亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国建材股份有限公司2021年公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行规模不超过20亿元。本期债券分为两个品种：品种一为3年期固定利率债券；品种二为5年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的100%。本期债券采用

单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90

社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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；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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软

件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有

力的金融支持。从增量上看,2020年新增社会融资规模34.86万亿元,比上年多增9.29万亿元。分季看,各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元,呈逐季下降的趋势,其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点,显示货币政策在回归常态。货币供应量方面,截至2020年底,M2余额218.68万亿元,同比增长10.10%,较上年末增速(8.70%)显著上升。同期M1余额62.56万亿元,同比增长8.60%,较上年末增速(4.40%)大幅提高,说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020年,全国一般公共预算收入18.29万亿元,同比下降3.90%,降幅逐季收窄,下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元,同比下降2.30%;非税收入2.86万亿元,同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元,同比增长2.80%,增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元,同比增长10.90%;卫生健康支出1.92万亿元,同比增长15.20%;债务付息0.98万亿元,同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著,主要受疫情及疫情防控影响,同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元,上年缺口为4.85万亿元,受疫情冲击的特殊影响,2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元,同比增长10.60%,较上年(12.00%)有所下滑;全国政府性基金支出11.80万亿元,同比增长28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。

2020年,在疫情影响下,服务业呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%,年内逐季回落,与上年同期持平,表现出我国经济和就业的韧性,就业压力趋于缓和。2020我国城镇居民人均可

支配收入4.38万元,实际同比增长1.20%,增速较上年(5.00%)大幅下滑,对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,同时保证不出现重大系统性风险;要重点落实八项任务,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,“要迈好第一步,见到新气象”。在此基调下,积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效,更可持续”,强调要兼顾稳增长和防风险需要,保持政府总体杠杆率基本稳定,为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制,提高资金的拨付效率;另一方面强调财政支出的压减,对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧,而对于重大项目 and 刚性支出,要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头,保持好正常货币政策空间的可持续性;发挥好定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具,引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度;进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系,落实碳达峰、碳中和中长期决策部署,引导金融资源向绿色发展领域倾斜,推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体,2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先,投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长,仍将在经济增长中

发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

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。

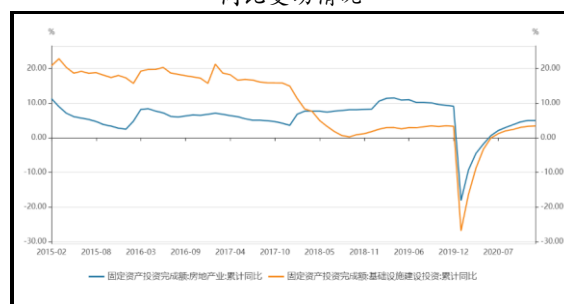
水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售市场半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

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。

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

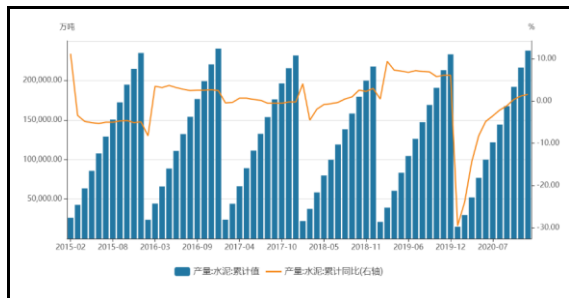
2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5% 左右的较高的水平。2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。2019 年，基础设施建设投资完成额同比增长 3.33%，较去年同期增速上升 1.54 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 12 月，房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，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。

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，随着疫情逐步得到控制及复工复产推进，水泥及熟料产量增速逐步回升。据国家统计局数据显示，2020年，全国累计水泥产量23.77亿吨，同比小幅增长1.60%，增速较2019年全年有所下行。

图3 近年中国水泥行业产量及变化情况



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）

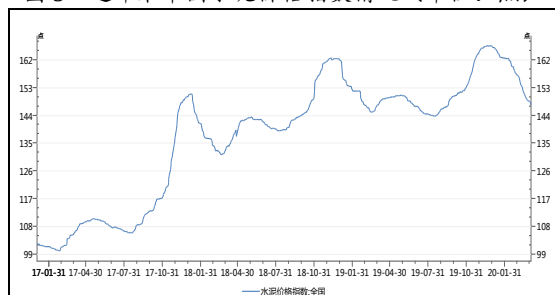


资料来源：Wind

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12月底全国水泥价格指数为154.60点，与年初水平相比下降了11.76点。

² 下列表述中，水泥价格均以PO42.5散装水泥价格为准

图5 近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）

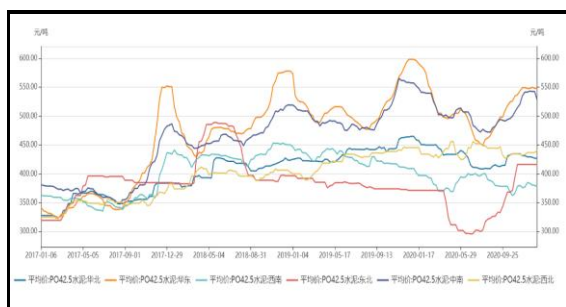


资料来源：Wind

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。2020年以来，各地区水泥均价均有所波动，华东和华北均价仍高于其他区域。

图6 2017年以来各地区水泥P.O42.5散装价格情况



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、煤炭等化解产能过剩重点领域，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 2020 年以来较好的盈利态势, 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。

从需求层面看, ①基建方面: 2021 是“十四五”规划的开局之年, 规划建议稿提出要保持投资合理增长, 加快补齐基础设施、市政工程等领域短板, 推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设, 加快建设交通强国, 因此基建投资具有较强支撑, 基建投资亦难出现负增长的情况, 预计可维持低速增长, 上半年在基数效应下冲高, 下半年回落。②房地产方面: “三道红线”政策出台后, 从增量上限制了房企融资, 将导致 2021 年房地产新开工存在下行压力, 导致房地产对水泥需求将产生影响, 同时考虑房地产企业一定程度上需加快周转减少对融资依赖, 仍具备一定开工意愿, 因此预计房地产对水泥影响有限。

从供给层面看, 环保预期依旧保持持续加

码态势，“错峰生产常态化”“碳达峰”“限电”等因素依旧对水泥供给压缩和有效化解过剩产能产生明显效应。另外，从新增产能来看，除云南、广西等局部区域面临新点火的产能压力，对市场有一定冲击外，其余绝大部分区域产能总体保持 2020 年水平。

从政策面看，产能减量置换、常态化错峰生产、预警天气限产、污染排放总量控制、反垄断监管等法规政策的出台和执行，对控制新增产能、动态供给平衡、行业自律诚信、市场公平竞争环境都是有利的。

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 9 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 43.02%，其中，直接持有内资股 7.45%、间接持有内资股 35.57%，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业最大的总承包商。

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	
	泰山玻纤	玻璃纤维	92.7 万吨	世界第一
	中国巨石	玻璃纤维	181.6 万吨	

注：1.“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，行业从业经历丰富；公司员工结构合理，能够满

足公司运营发展需求。

截至2020年9月底，公司董事共15名、监事8名、高级管理人员共15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，中国巨石董事长，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员工占2.33%、本科学历员工占13.34%、大专学历员工占17.73%、中专及以下学历员工占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%。

5. 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2021年4月6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。公司于公开市场发行债券均按时还本付息。

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15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9月底，公司本部内设董事会秘书局、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与健康，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、重大事项

公司水泥板块重组事项已确定交易方案及对价，水泥板块的重组有利于公司整合资源，巩固公司在水泥行业的领先地位，推动解决公司附属公司在水泥业务方面的同业竞争问题。联合资信将持续关注上述事项重组进展及完成情况。

2020年8月7日，公司与其A股上市的附属公司天山股份订立了一份示意性的资产购买协议，有关公司拟出售其分别于中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥的股权，代价为天山股份发行予中建材股份的股份。同日，天山股份与27名南方水泥或西南水泥（视情况而

定）的少数股东分别订立了一份示意性的资产购买协议，有关天山股份拟向该独立卖方收购其于南方水泥或西南水泥（视情况而定）的股权，代价为天山股份发行予该独立卖方的股份。此外，天山股份拟于建议重组完成后进行新股配售。2021年3月3日，公司发布关于水泥资产重组进展的公告，公司与天山水泥订立了补充协议，以协定重组的对价。后续整合完成后，天山股份将直接控股中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥。

玻璃纤维业务及其制品业务板块重组事项终止，联合资信将持续关注该业务板块后续推动解决同业竞争问题的进展情况。

2020年12月1日，中材科技发布重组公告，拟购买中国复材及中国巨石等现有股东持有的连云港中复连众复合材料集团有限公司（以下简称“中复连众”）的全部或部分股权，并向中国巨石出售其持有的泰山玻纤的全部或部分股权。2020年12月15日，中材科技发布终止筹划重大资产重组事项的公告，因上述重组涉及交易方式较为复杂，各方就方案细节尚未达成一致意见，公司董事会未能审议通过本次重大资产重组有关的议案，故终止本次重大资产重组事项。

水泥工程资产重组事项已确立交易对价，水泥工程资产重组事项有利于推动公司该业务板块的资源整合及推动解决同业竞争问题，联合资信将持续关注公司水泥工程资产重组事项的进展及完成情况。

2020年10月30日，中建材股份、建材研究总院及中国建材国际工程与中材国际订立了一份示意性的资产购买协议，有关中建材股份、建材研究总院及中国建材国际工程拟出售其分别于北京凯盛、南京凯盛及中材矿山（以下简称“标的资产”）的股权，同日，中材国际同时与49名南京凯盛的少数股东订立了一份示意性的购买协议。2021年2月9日，中建材股份、建材研究总院及中国建材国际工程与中材国际订立了中国建材补充协议，协定了重组下相关

交易的代价。

八、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年前三季度，公司收入同比小幅下滑。

公司是全国最大的综合性建材产业集团中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%，主要系水泥价格上涨推动水泥板块和主营业务收入增长所致。

从主营业务构成来看，水泥板块为公司收入的最主要来源，2017—2019年，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，新材料业务收入持续增长，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，公司拓展海外市场，海外项目增加，2019年公司工程服务收入为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9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—9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	1207.02	67.52	32.77
新材料	228.57	12.34	31.74	248.91	11.29	31.27	289.17	11.35	30.30	289.62	16.20	29.62
工程服务	293.39	15.84	20.16	311.27	14.12	21.80	354.49	13.92	20.48	246.32	13.78	18.90
其他	45.78	2.47	20.88	50.16	2.28	19.68	84.72	3.33	38.21	44.81	2.51	48.95
合计	1851.93	100.00	27.40	2203.95	100.00	31.03	2546.87	100.00	31.22	1787.76	100.00	30.76

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，水泥业务毛利率逐年提升，2019年水泥板块毛利率较2018年变化不大。2017—2019年，新材料及工程服务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。

2020年1—9月，公司营业收入1817.73亿元，同比小幅下降0.75%；实现主营业务收入1787.76亿元，实现净利润188.49亿元，较2019年同期增长21.93%，主要系投资收益规模较大所致；主营业务毛利率为30.76%，较2019年全年略有下降。

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/年，商品混凝土产能约4.60亿立方米/年，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，占比在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—9 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—9 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	856.84	70.99	35.20
商品混凝土	311.48	24.25	23.63	416.84	26.16	27.27	517.55	28.46	26.88	350.18	29.01	26.82
合计	1284.19	100.00	28.51	1593.60	100.00	33.16	1818.49	100.00	33.14	1207.02	100.00	32.77

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/年，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9月底，公司余热发电系统总装机达2.16GW。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

公司生产成本主要构成为原材料、煤和电成本。原材料包括石灰石、粘土、砂岩等，其成本约占生产成本的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，其成本约占生产成本的30%~35%。电是公司水泥生产的主要能源，其成本约占生产成本的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货款的方式，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。

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，天山股份水泥熟料价格较 2018 年上涨 14.15%，产品价格达到相对历史高位。2020 年 1—9 月，公司大部分的水泥熟料和混凝土价格均有所下降。

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—9 月
中联水泥	水泥熟料	产量	11046.30	10899.54	11879.29	8734.87
		销量	6701.20	6502.70	6850.40	5515.96
		价格	269.64	338.20	370.11	326.66
	混凝土	产量	3650.10	3684.66	4750.83	3203.56
		销量	3650.10	3684.66	4750.83	3203.56
		价格	343.70	438.26	472.86	464.56
南方水泥	水泥熟料	产量	18467.00	18765.80	21352.24	14772.96
		销量	11306.40	11527.28	12123.47	8097.68
		价格	249.12	329.87	341.35	332.81
	混凝土	产量	4151.10	4751.94	5168.78	3732.52
		销量	4151.10	4751.94	5168.78	3732.52
		价格	345.40	324.10	475.93	471.34
北方水泥	水泥熟料	产量	2902.70	2427.51	2941.16	2467.10
		销量	1833.20	1543.03	1817.09	1530.53
		价格	307.97	324.94	291.37	267.61
	混凝土	产量	288.90	321.90	342.61	290.01
		销量	288.90	321.90	342.61	290.01
		价格	334.00	359.64	342.24	338.87
西南水泥	水泥熟料	产量	14952.10	16178.72	16501.02	11204.24
		销量	8868.60	9398.58	9614.51	6486.63
		价格	246.95	297.21	307.11	283.95
	混凝土	产量	133.30	130.84	105.96	60.29
		销量	133.30	130.84	105.96	60.29
		价格	295.00	330.27	344.21	316.88
中材水泥	水泥熟料	产量	2155.20	4052.22	4294.47	2976.29
		销量	2739.80	2463.36	2609.32	1706.34
		价格	244.79	336.70	353.26	367.52
	混凝土	产量	77.74	67.88	72.96	42.11
		销量	77.74	67.88	72.96	42.11

		价格	316.22	480.81	519.58	460.12
天山股份	水泥熟料	产量	3655.63	3004.74	3302.26	2492.88
		销量	2288.55	1946.16	2148.73	1496.10
		价格	272.79	350.18	399.72	359.17
	混凝土	产量	268.64	211.03	204.95	138.65
		销量	268.64	211.03	204.95	138.65
		价格	311.19	431.06	424.71	373.09
宁夏建材	水泥熟料	产量	2800.18	2401.12	2693.71	2055.82
		销量	1567.69	1389.00	1524.19	1197.70
		价格	235.73	254.64	258.82	253.93
	混凝土	产量	166.77	133.00	177.19	137.07
		销量	166.77	133.00	177.19	137.07
		价格	314.38	321.73	322.67	326.24
祁连山控股	水泥熟料	产量	3724.20	3295.09	3908.02	3114.95
		销量	2153.18	1926.57	2266.55	1810.16
		价格	253.72	275.71	275.69	297.94
	混凝土	产量	134.34	97.88	151.80	127.23
		销量	134.34	97.88	151.80	127.23
		价格	342.46	376.16	381.81	389.31
中建材投资	水泥熟料	产量	403.28	445.46	396.80	--
		销量	220.41	201.48	170.51	--
	混凝土	价格	241.48	273.68	332.08	--
		产量	171.86	199.89	205.22	--
合计	水泥熟料	产量	60106.60	61470.19	67268.97	47819.09
		销量	37679.02	36898.30	39124.80	27479.08
	混凝土	产量	9042.75	9599.00	11180.30	7731.45
		销量	9042.75	9599.00	11180.30	7731.45

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 2020 年 1—9 月水泥相关业务并入南方水泥中
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。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。

2017—2019年，公司石膏板业务收入持续增长，在轻质建材板块主营业务收入中占比维持在80%以上，为轻质建材板块主要的收入来源。从产量来看，2019年，石膏板产量同比增长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。

表6 2017—2019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，并集中于国内北方、南方、西部地区。2020年1—9月，南方区域销售占比有所提升。

表7 2019年及2020年1—9月公司轻质建材分区域收入情况

(单位：亿元、%)

区域	2019 年		2020 年 1—9 月	
	收入	占比	收入	占比
国内销售	132.23	99.25	119.43	99.54
北方地区	56.32	42.27	44.40	37.00
南方地区	48.80	36.63	50.61	42.18
西部地区	27.11	20.35	24.43	20.36
国外销售	1.00	0.75	0.56	0.46
合计	133.23	100.00	119.99	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。2017—2019年，风电叶片产量及销量均持续提升。

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及销量均持续提升，2019年提升幅度较大。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。

2020年1—9月，中国复材和中材科技的风力发电叶片产量同比大幅增长，均超过2019年全年产量，系产能释放及市场需求提升所致。

表8 2017—2019年及2020年1—9月公司主要新材料产品生产情况

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9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）	2157	2322	2521	2453	2850	2888	3834	3516
风力发电叶片-中材科技（兆瓦）	4864	4859	5154	5587	8218	7941	8407	8294
CNG气瓶（万只）	16	16	18	19	18	18	27	24
高温过滤材料（万平米）	544	548	534	536	585	576	432	453
玻璃纤维纸（吨）	15465	14999	14910	15443	15796	15649	10159	10069
太阳能多晶硅熔炼器（只）	148083	150771	82964	101378	48425	49318	16363	17745
精细熔融石英陶瓷（条）	41344	40698	46020	45732	45350	45550	37879	37405
微晶氧化铝陶瓷制品（吨）	38388	42441	38984	37974	38561	35398	25934	24558
高压电瓷绝缘子（吨）	42409	44386	33817	34712	44214	41059	25848	23799
玻璃钢缠绕类产品（吨）	14905	16597	20308	20976	24582	25348	12773	13934
PVC复合地板（万平方米）	586	579	553.88	565.90	625.18	614.38	509.95	493.72

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；2017—2019年，公司工

程服务业务增量规模波动下降，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，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。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，2017—2019年，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。中国建材国际工程在手合同额充足，拥有较强的市场竞争力。2017—2019年，中国建材国际工程新签合同额波动增长。截至2020年9月底，中国建材国际工程正在执行的合同额193.03亿元，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%。2017—2019年，中材国际新签合同金额波动下降；截至2020年9月底，中材国际正在执行的合同额409.82亿元，能够满足未来1~2年经营需要。

2019年及2020年1—9月，公司工程服务收入中境内占比分别约为44.99%和52.63%，境外收入占有较高的比例。

表9 2017—2019年及2020年1—9月中国建材国际工程及中材国际新签合同额情况（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—9 月新 签合同额	截至 2020 年 9 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	25.12	35.40
	水泥工程及服务	42.68	24.60	51.14	18.91	60.70
	新能源工程及服务	64.96	54.97	70.31	38.26	76.27
	新房屋工程及服务	1.30	62.05	11.59	0.00	20.65
	小计	163.30	204.21	193.26	82.29	193.03
中材国 际	工程建设	259.47	233.28	238.86	190.84	313.05
	装备制造	37.14	39.09	43.00	29.91	22.88
	环保	24.64	32.54	21.50	19.05	20.39
	生产运营管理	35.41	2.31	6.77	2.45	48.71
	其他	2.18	2.64	2.74	3.49	4.79
	小计	358.84	309.86	312.86	245.74	409.82
合计		522.14	514.07	506.13	328.03	602.85

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
安徽海螺水泥股份有限公司	8.72	18.07	0.96
华新水泥股份有限公司	23.01	9.14	0.90

限公司			
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。

公司将坚持“4335”指导原则，推动形成水泥、新材料、工程技术服务三足鼎立业务格局。“创新、绩效、和谐、责任”价值观和“敬畏、感恩、谦恭、得体”行为准则的文化核心，“保增长、重优化、抓改革、强党建”的工作

方针，“坚持效率优先效益优先、坚持主业突出专业化、坚持精细精简精干、坚持价本利经营理念、坚持整合优化、坚持数字化”的管理原则，“稳价、降本、保量、压减、优化”的经营措施。重点抓好以下工作：

经营方面：以价本利为理念，维护行业健康。落实错峰生产、环保限产、限制新增，推动产能淘汰、置换政策完善。

管理方面：以精细精简精干为原则，节支降本。聚焦“三精管理”，即经营精益化、管理精细化、组织精健化。

发展方面：以“+”为策略，提升竞争力。水泥板块，优化升级水泥业务，全力推进“水泥+”战略，进一步巩固完善水泥产业体系。新材料板块，坚持产业化导向，拓展打造一批有国际竞争力的先进制造业集群。工程服务板块，强化板块间合作，加大“属地化经营”力度，继续开展“工程+”适度多元化业务。

创新方面：以一流为目标，发展智能制造。推进转型升级，实现效率效益双提升，扎实推进业务板块整合。

财务方面：以稳健为原则，进一步降低资产负债率。

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）对上述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—9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，减少124家子公司。2018年，公司合并范围新增35家子公司，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，减少52家子公司。截至2020年9月底，公司合并范围内一级子公司共18家。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项已完成，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。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9月底，公司合并资产总额4640.41亿元，所有者权益合计1666.04亿元（含少数股东权益565.93亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入1817.73亿元，利润总额254.31亿元。

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。

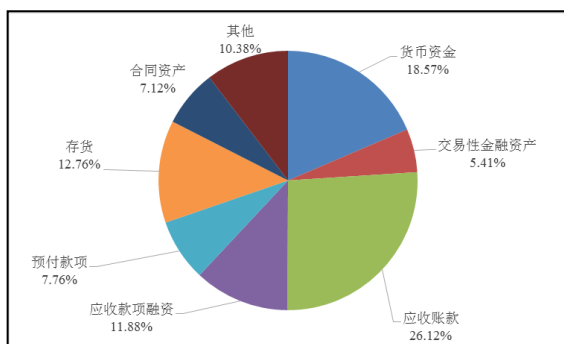
2017—2019年末，公司资产规模有所波动，年均复合下降0.84%。截至2019年底，公司合并资产总额4459.22亿元，较年初增长1.95%。其中，流动资产占35.28%，非流动资产占64.72%。公司资产以非流动资产为主，符合建材生产企业的特征。

（1）流动资产

2017—2019年末，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 7 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 年末，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 年末，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 年末，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 年末，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 年末，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。

（2）非流动资产

2017—2019 年末，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 年末，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 年末，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 年末，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 378.22 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 2017—2019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 9 月底，公司合并资产总额 4640.41 亿元，较 2019 年底增长 4.06%，变化不大。其中，流动资产占 35.79%，非流动资产占 64.21%，资产结构较 2019 年底变化不大。

2. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益逐年增长，所有者权益中未分配利润、少数股东权益及其他权益工具占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 10.39%。截至 2019 年底，公司所有者权益为 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 7.09%，全部为永续中票及可续期公司债券。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益为 1666.04 亿元，较 2019 年底增长 10.21%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 66.03%，少数股东权益占比为 33.97%，归属于母公司的所有者权益结构较 2019 年底变动不大。

（2）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 年末，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 年末，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 8.58%）、应付账款（占 19.90%）、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 8.45%）构成。

2017—2019 年末，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 年末，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 年末，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 9.21%。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 年末，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 年末，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 年末，公司非流动负债逐年增长，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 年末，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 年末，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 年末，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 年末，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
安徽海螺水泥股份有限公司	20.39
华新水泥股份有限公司	36.23
公司	66.10

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额 2974.37 亿元，较 2019 年底增长 0.91%。其中，流动负债占 68.95%，非流动负债占 31.05%。公司负债以流动负债为主，负债结构较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 2037.32 亿元，较 2019 年底下降 1.70%。其中，短期债务 1194.53 亿元（占 58.63%），较 2019 年底增长 2.86%，变化不大；长期债务 842.78 亿元（占 41.37%），较 2019 年底下降 7.51%。截至 2020 年 9 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 64.10%、55.01%和 33.59%，较 2019 年底分别下降 2.00 个百分点、下降 2.81 个百分点和下降 4.01 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2020 年 9 月底，公司长期债务和全部债务分别为 1044.74 亿元和 2239.27 亿元，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 68.45%、60.47%和 41.64%。

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，公司营业利润率持续提升，分别为 26.14%、29.57%和 30.06%。

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 30.87 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。

表14 2019年公司盈利情况同行业对比

（单位：亿元、%）

公司名称	营业收入	营业利润率	净资产收益率
唐山冀东水泥股份有限公司	345.07	35.52	17.01

公司名称	营业收入	营业利润率	净资产收益率
华润水泥控股有限公司	389.56	40.19	20.57
安徽海螺水泥股份有限公司	1570.30	32.39	24.14
华新水泥股份有限公司	314.39	39.07	30.04
公司	2574.82	30.06	12.21

注：华润水泥控股有限公司2019年营业利润率数据为毛利率数据

资料来源：公司财务报告

2020年1—9月，受疫情影响，公司实现营业收入1817.73亿元，同比小幅下降0.75%；实现净利润188.49亿元，同比增长22.55%，主要系投资收益增长68.18%所致。

4. 现金流

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15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
经营活动现金流入量	1980.14	2627.12	3050.98	1862.34
经营活动现金流出量	1727.15	2141.40	2417.51	1553.13
经营活动现金流量净额	252.99	485.71	633.48	309.21
投资活动现金流入量	134.55	150.44	225.89	195.70
投资活动现金流出量	253.16	320.68	491.69	334.93
投资活动现金流量净额	-118.61	-170.23	-265.80	-139.23
筹资活动现金流入量	2273.40	2060.95	1870.19	1463.77
筹资活动现金流出量	2439.18	2402.24	2205.30	1596.67
筹资活动现金流量净额	-165.78	-341.30	-335.10	-132.90
筹资活动前现金流	134.38	315.48	367.67	169.97
现金收入比	101.59	114.27	115.55	97.79

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年均复合增长58.24%。从收入实现情况来看，2017—2019年，公司现金收入比逐年增长，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呈持续净流出状态，公司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、315.48亿元和367.67亿元，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需要。

从筹资活动看，2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流入逐年下降，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年均复合下降4.91%，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—9月，公司经营活动产生的现金流量净额309.21亿元，投资活动产生的现金流量净额-139.23亿元，筹资活动产生的现金流量净额-132.90亿元。

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年末，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，经营性现金流流动负债比率分别为 10.02%、22.93%和 32.43%。截至 2020 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 80.98%和 70.85%，均较 2019 年底有所提升。

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 9 月底，公司获得授信额度 3357.72 亿元，未使用额度 1874.13 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。

截至本报告出具日，公司对外担保合计 9732.43 万元，占净资产比重很小。

表16 截至本报告出具日公司对外担保情况

(单位：万元)

担保人	被担保人	担保债务到期期限	担保额
浙江水泥有限公司	青海碱业有限公司	2005.12.06—2016.12.05	6400.00
新疆天山水泥股份有限公司	新疆新能源(集团)准东环境发展有限公司	2018.12.12—2026.11.28	2194.89
新疆天山水泥股份有限公司	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	1137.54
合计			9732.43

注：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。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

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。

截至 2020 年 9 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。

(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 9 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 27.12 亿元人民币。北新建材及泰山前述费用占公司截至 2020 年 9 月底的所有者权益的比例为 1.63%。

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经济贸易仲裁委员会（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。

总体看，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。

6. 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。

7. 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，母公司权益中含较大规模的永续权益工具；母公司无实际经营业务，利润主要来源为对下属子公司的投资收益。

2017—2019 年末，母公司资产总额波动增长，年均复合增长 9.81%。截至 2019 年底，母公司资产总额 1262.42 亿元，较年初下降 2.09%，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 9 月底，母公司资产总额为 1298.46 亿元，较 2019 年底增长 2.86%。

2017—2019 年末，母公司所有者权益快速增长，年均复合增长 26.93%。截至 2019 年底，母公司所有者权益 576.71 亿元，较年初增长 6.21%，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（105.43 亿元）构成。截至 2020 年 9 月底，母公司所有者权益为 627.00 亿元，较 2019 年底增长 8.72%，主要系未分配利润增长所致。

2017—2019 年末，母公司负债波动下降，年均复合下降 0.23%。截至 2019 年底，母公司负债总额 685.71 亿元，较年初下降 8.13%，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；2017—2019 年末，母公司资产负债率分别为 65.81%、57.89% 和 54.32%。截至 2020 年 9 月底，母公司负债总额为 671.46 亿元，较 2019 年底下降 2.08%。

2017—2019 年，母公司营业收入持续增长，但规模均较小。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—9 月，母公司实现营业收入 0.91 亿元，实现投资收益 72.19 亿元，利润总额为 70.36 亿元。

2017—2019 年，母公司经营活动现金流入快速增长，年均复合增长 58.05%；2019 年，

母公司经营活动现金流入为 217.99 亿元，同比增长 5.13%，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持续为负，2019 年为-11.52 亿元。2017—2019 年，母公司投资活动现金流入快速增长，年均复合增长 134.58%，主要系取得投资收益收到的现金增长所致；2019 年，母公司投资活动现金流入 72.00 亿元，同比增长 165.11%；同期母公司投资活动产生的现金流量净额 51.95 亿元。2017—2019 年，母公司筹资活动现金流入持续下降，年均复合下降 18.71%；2019 年，母公司筹资活动现金流入 542.90 亿元，同比下降 28.25%；同期母公司筹资活动产生的现金流量净额-25.75 亿元。2020 年 1—9 月，母公司经营活动产生的现金流量净额-74.90 亿元；投资活动产生的现金流量净额 26.08 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 30.27 亿元。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券的发行对公司现有债务水平影响小。

本期债券拟发行金额不超过 20.00 亿元，以下测算均按照最高发行额度 20.00 亿元进行，本期债券发行额度分别占 2020 年 9 月底长期债务和全部债务的 2.37% 和 0.98%。

截至 2020 年 9 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 64.10%、55.01% 和 33.59%，预计本期债券发行后，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 64.25%、55.25% 和 34.12%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期债券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. 本期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期

债券的保障能力很强。

本期债券拟发行金额不超过 20.00 亿元，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券拟发行最高金额的 99.01 倍、131.36 倍和 152.55 倍；经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行最高金额的 12.65 倍、24.29 倍和 31.67 倍；公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行最高金额的 18.98 倍、22.36 倍和 25.39 倍。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

截至 2021 年 4 月 6 日，公司存续债券共 52 只，如以行权计，公司债券将于 1 年内到期的金额为 232.52 亿元、将于 1~3 年到期的金额为 238.00 亿元、3~5 年到期的金额为 58.00 亿元、5 年以上到期的金额为 30.00 亿元。总体看，公司存续债券规模较大，未来 3 年以内将面临较大规模的到期及行权。

十一、结论

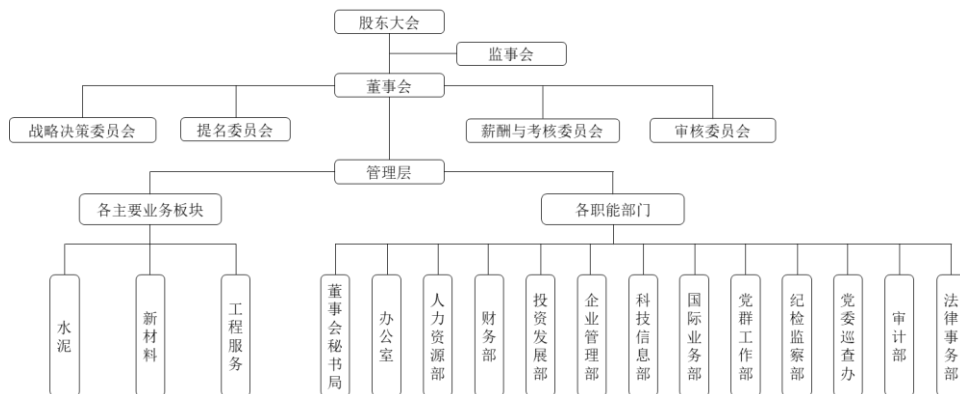
公司作为大型建材央企中建材集团最核心的产业平台和旗舰上市公司的建材生产企业，公司水泥产品、新材料和工程服务业务均具有显著竞争优势。公司各主要业务板块经营规模大，行业地位突出，市场竞争优势显著；近年来，公司盈利能力持续提升，运营状况良好；经营活动现金流量净额大幅增长，经营活动获现能力强。联合资信也关注到水泥价格存在波动风险，公司债务负担较重，商誉规模较大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

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债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件1-1 公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司纳入合并范围的一级子公司

序号	子公司（企业）名称	注册地	业务性质	实收资本 （万元）	持股比例 （%）
1	中国联合水泥集团有限公司	北京市	水泥及水泥制品生产制造	800000.00	100.00
2	南方水泥有限公司	上海市	水泥及水泥制品生产制造	1101363.34	84.83
3	北方水泥有限公司	北京市	水泥及水泥制品生产制造	400000.00	73.90
4	西南水泥有限公司	成都市	水泥及水泥制品生产制造	1167294.02	79.84
5	中材水泥有限责任公司	北京市	水泥及水泥制品生产制造	185328.00	100.00
6	新疆天山水泥股份有限公司	乌鲁木齐市	水泥及水泥制品生产制造	104872.30	45.87
7	宁夏建材集团股份有限公司	银川市	水泥及水泥制品生产制造	47818.10	47.56
8	甘肃祁连山建材控股有限公司	永登县	水泥及水泥制品生产制造	35267.86	51.00
9	北新集团建材股份有限公司	北京市	轻质建筑材料的制造销售	168950.78	37.83
10	中材科技股份有限公司	南京市	高科技材料业务	167812.36	60.24
11	中材金晶玻纤有限公司	淄博市	玻璃纤维业务	20395.68	50.01
12	中国复合材料集团有限公司	北京市	复合材料制品的研究开发和销售	35000.00	100.00
13	中材高新材料股份有限公司	淄博市	高科技材料业务	16714.95	99.65
14	中国中材国际工程股份有限公司	南京市	建设及工程服务	173957.39	40.03
15	中国建材国际工程集团有限公司	上海市	工程设计（玻璃及水泥）行业	50000.00	91.00
16	中材矿山建设有限公司	天津市	建设及工程服务	25000.00	100.00
17	中建材投资有限公司	深圳市	投资、贸易、租赁业	300000.00	100.00
18	中国建材控股有限公司	香港	建筑材料、贸易、工程、投资管理	8231.00	100.00

注：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

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	661.14	576.07	609.16	639.06
资产总额(亿元)	4535.12	4373.98	4459.22	4640.41
所有者权益(亿元)	1240.40	1357.77	1511.66	1666.04
短期债务(亿元)	1780.00	1416.95	1161.32	1194.53
长期债务(亿元)	709.33	831.16	911.17	842.78
全部债务(亿元)	2489.33	2248.11	2072.50	2037.32
营业收入(亿元)	1873.10	2231.83	2574.82	1817.73
利润总额(亿元)	140.54	202.20	274.78	254.31
EBITDA(亿元)	379.62	447.10	507.87	--
经营性净现金流(亿元)	252.99	485.71	633.48	309.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.29	4.08	5.71	--
存货周转次数(次)	7.16	7.16	8.60	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.50	0.58	--
现金收入比(%)	101.59	114.27	115.55	97.79
营业利润率(%)	26.14	29.57	30.06	29.64
总资本收益率(%)	5.74	6.96	7.81	6.77
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	33.59
全部债务资本化比率(%)	66.74	62.35	57.82	55.01
资产负债率(%)	72.65	68.96	66.10	64.10
流动比率(%)	70.71	73.30	80.55	80.98
速动比率(%)	61.92	63.99	70.28	70.85
经营现金流动负债比(%)	10.02	22.93	32.43	--
现金短期债务比(倍)	0.37	0.41	0.52	0.53
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 年三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 公司主要财务数据及指标（本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.91	42.85	36.96	18.70
资产总额(亿元)	1046.84	1289.39	1262.42	1298.46
所有者权益(亿元)	357.94	542.96	576.71	627.00
短期债务(亿元)	195.84	196.91	152.68	258.58
长期债务(亿元)	224.81	387.03	447.57	375.44
全部债务(亿元)	420.65	583.94	600.25	634.02
营业收入(亿元)	0.54	0.56	0.96	0.91
利润总额(亿元)	14.05	20.83	74.42	70.36
EBITDA(亿元)	14.55	21.43	74.94	--
经营性净现金流(亿元)	-74.03	-14.82	-11.52	-74.90
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	5.58
净资产收益率(%)	3.92	4.54	12.90	--
长期债务资本化比率(%)	38.58	41.62	43.70	37.45
全部债务资本化比率(%)	54.03	51.82	51.00	50.28
资产负债率(%)	65.81	57.89	54.32	51.71
流动比率(%)	156.19	206.44	289.87	230.96
速动比率(%)	156.19	206.44	289.87	230.96
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. 母公司 2020 年 1—9 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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 中国建材股份有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年中国建材股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国建材股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国建材股份有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对中国建材股份有限公司或本次（期）债券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次（期）债券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次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国建材股份有限公司、监管部门等。