

信用评级公告

联合〔2022〕2293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面向专业投资者公开发行的2022年可续期公司债券（第二期）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2022年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）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：

二〇二二年四月十三日

中国建材股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第二期）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 10 亿元（含 10 亿元）

本期债券期限：基础期限为 3 年期

偿还方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

续期选择权：基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券

递延支付利息权：除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为

赎回选择权：（1）公司因税务政策变更进行赎回：由于法律法规改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2022 年 4 月 13 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

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核心的产业平台和上市公司，其主营业务水泥产品、新材料和工程服务业务均具有显著的竞争优势；公司水泥、商品混凝土、石膏板和风机叶片等核心产品产能居于世界第一位；近年来，公司盈利能力持续提升，经营状况良好，经营获现能力强且债务负担持续下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到水泥价格及煤价存在波动风险，公司商誉规模较大，资产减值损失对利润影响较大等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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，产品多元，其水泥、商品混凝土、石膏板和风机叶片等各主要产品产能世界第一，规模优势突出。

2. **经营情况良好。**2018—2020 年，公司营业收入和利润总额均保持增长，盈利能力持续提升。

3. **经营获现能力强。**2018—2020 年，公司经营活动现金流量净额逐年增长，收入实现质量高，经营获现能力强。

4. **债务负担持续下降，偿债能力强。**2018—2020 年，公司全部债务资本化比率持续下降，EBITDA 利息保障倍数持续增长，融资渠道通畅，整体偿债能力强。

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；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

关注

1. 水泥价格及原燃料价格存在波动风险，下游房地产市场投资下降可能导致水泥需求下降。2018 年以来，水泥价格波动幅度较大，动力煤为水泥企业重要燃料，2021 年以来煤炭价格同比大幅上涨，对水泥企业盈利将产生一定影响；未来国内经济增长情况及行业需求情况均存在较大不确定性，水泥价格和动力煤价格存在波动的可能，易对公司稳定盈利造成一定影响。受房地产调控政策影响，水泥下游行业房地产市场波动明显，可能导致水泥需求下降。

2. 商誉规模较大，资产减值损失对利润影响较大。公司因联合重组形成的商誉规模较大，存在一定商誉减值风险；公司部分应收类款项账龄较长，计提坏账准备规模较大；2018—2020 年，公司资产减值损失规模波动增长，分别为 62.26 亿元、101.60 亿元和 98.51 亿元，对利润影响较大。

分析师：宋莹莹 曹梦茹

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产(亿元)	576.07	609.19	635.21	642.80
资产总额(亿元)	4373.98	4457.34	4554.56	5033.18
所有者权益(亿元)	1357.77	1509.23	1651.56	1821.73
短期债务(亿元)	1416.95	1161.32	1067.96	/
长期债务(亿元)	831.16	911.17	879.02	/
全部债务(亿元)	2248.11	2072.50	1946.98	/
营业收入(亿元)	2231.83	2574.82	2589.54	1971.80
利润总额(亿元)	202.20	274.78	300.54	274.48
EBITDA(亿元)	447.10	510.78	524.90	--
经营性净现金流(亿元)	485.71	633.49	642.30	237.53
营业利润率(%)	29.57	26.92	26.21	23.84
净资产收益率(%)	10.25	12.23	13.12	--
资产负债率(%)	68.96	66.14	63.74	63.81
全部债务资本化比率(%)	62.35	57.86	54.10	/
流动比率(%)	73.30	80.42	81.54	83.32
经营现金流流动负债比(%)	22.93	32.43	33.45	--
现金短期债务比(倍)	0.41	0.52	0.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.94	5.22	6.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	4.06	3.71	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	1289.39	1262.42	1231.71	1361.35
所有者权益(亿元)	542.96	576.71	590.74	687.23
全部债务(亿元)	583.94	600.26	619.30	632.09
营业收入(亿元)	0.56	0.96	1.04	0.83
利润总额(亿元)	20.83	74.42	72.64	116.95
资产负债率(%)	57.89	54.32	52.04	49.52
全部债务资本化比率(%)	51.82	51.00	51.18	47.91
流动比率(%)	206.44	289.87	250.77	197.26
经营现金流流动负债比(%)	-4.13	-4.84	-9.72	--

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. 2021 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未予以年化；4. 合并口径其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款和租赁负债已计入长期债务；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 2018 年、2019 年和 2020 年财务数据分别为 2019 年审计报告期初数、2020 年审计报告期初数及 2020 年审计报告期末数据；6. “/” 为数据未获取，“--” 为计算无意义的数

据

资料来源：联合资信根据公司年报及季报整理

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	2022/1/28	宋莹莹 曹梦茹	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）	--
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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国建材股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、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，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中国建材股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第二期）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“中国建材股份”）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“中国建材集团”）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”）、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 13.88 亿元，股份总数为 13.88 亿股。2006 年 2 月，公司首次在海外公开发行了 7.52 亿股 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 2021 年 9 月底，公司实收资本为 84.35 亿元，其中，控股股东中国建材集团直接及间接持股比例为 43.02%，公司最终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”）（详见附件 1-1）。

公司是中国建材集团旗下建材产品板块核心企业，主要经营水泥、新材料和工程服务三大主营业务。截至 2021 年 9 月底，公司本部内设董事会秘书局、财务部以及投资发展部等职能部门（详见附件 1-2）；公司纳入合并范围的一级子公司共 12 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 4554.56 亿元，所有者权益合计 1651.56 亿元（含少数股东权益 573.13 亿元）；2020 年，公司营业收入 2589.54 亿元，利润总额 300.54 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 5033.18 亿元，所有者权益 1821.73 亿元（含少数股东权益 612.09 亿元）；2021 年 1—9 月，公司营业收入 1971.80 亿元，利润总额 274.48 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：周育先。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

2021 年 9 月 7 日，公司经上海证券交易所审核通过并经中国证券监督管理委员会注册（证监许可〔2021〕2917 号）面向专业投资者公开发行不超过人民币 200 亿元（含 200 亿元）的公司债券（以下简称“本次公司债券”），本期债券为本次公司债券第二期，名称为“中国建材股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前

前一期基准利率。

(1) 债券期限、品种及续期选择权

本期债券基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。

(2) 递延支付利息权

本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，应在付息日前10个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

(3) 强制付息事件

付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：向普通股股东分红；向偿付顺序劣后于本期债券的证券进行任何形式的兑付；减少注册资本。

(4) 赎回选择权

公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

公司因会计准则变更进行赎回：若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

本期债券无担保。

综上分析，本期债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，一旦发生递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021年我国国内生产总值114.37万亿元，按不变价计算，同比增长8.10%，两年平均增长15.11%。分季度来看，GDP当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为18.30%、7.90%、4.90%和4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP两年平均增速小幅回升至5.19%。

三大产业中，**第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为5.08%和5.31%，均高于疫情前2019年的水平，恢复情况良好；

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，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

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高速增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能

源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将

维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业分析

1. 行业概况

2021 年，水泥产量同比小幅下降，下游需求疲软；水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2021 年以来，水泥价格波动增长至历史高位后大幅下滑至高位震荡。

水泥需求方面，2020 年以来中国经济受到新冠疫情冲击增速继续下行，全年 GDP 同比增长 2.3%。房地产调控维持“房住不炒”基调不变，仍较为严格；房地产开发投资仍表现出一定韧性，全年累计同比增长 7.0%，增速较 2019 年下降 2.9 个百分点。2020 年，中国基础设施完成投资完成额同比增长 3.4%，较上年同期增速上升 0.08 个百分点，发挥一定逆周期调节作用。整体看，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，政府在基建投资方面保持一定力度以引导经济复苏，房地产企业具有较强的开工意愿，2020 年全年水泥需求量虽受到一定影响，但仍保持增长。

2021 年，GDP 同比增长 4.7%，固定资产投资（不含农户）完成额增速 4.9%。其中，全国房地产开发投资增速 4.4%，但增速持续下降，较 2020 年下降 2.6 个百分点；基建投资增速 0.4%，同比下降 3 个百分点。对水泥需求支撑不足，水泥下游需求整体疲软。

水泥供给方面，据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至 2021 年底，全国新型干法

水泥生产线累计共有 1622 条,实际熟料年产能超过 18.1 亿吨。2021 年全国新增 21 条水泥熟料线投产,新投熟料产能约在 3199 万吨左右,较去年同期有所下降,主要分布在安徽、广东、贵州、云南、广西、陕西等地,新增产能主要为置换产能,产能净增加有限,但部分产线涉及异地置换,对当地原有竞争格局将会产生一定影响。整体看,水泥行业去产能进度缓慢,地区之间发展仍不均衡,云南、广西、广东以及福建等华南、西南及周边地区省份净增产能较多,东北和西北等省份处于产能净减状态。

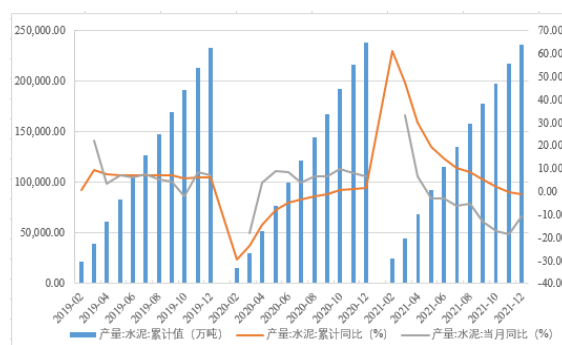
限产政策方面,2020 年 1 月,工信部发布公告要求各地认真开展水泥错峰生产,坚决打好污染防治攻坚战。2020 年 12 月,工信部和生态环境部发布《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》,要求因时因地制宜,精准施策安排好错峰生产,并对承担供暖任务、协同处置生产线的错峰要求加以明确。2021 年为完成能耗双控目标,各地区加强高耗能产业生产管理,进入 9 月后,部分省份城市通过限制高耗能企业用电总量、提高电价、限制用电时段等方式促进能耗减排。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上造成一定压力。

2021 年,全国水泥产量 23.63 亿吨,同比减少 1.2%。其中,一季度全国各区域需求同比大幅增长,产能利用率同比上升;进入二季度后北方地区由于“能耗双控”政策停窑时间较长、降雨天气导致淡季提前以及华南和西南云贵一带受限电影响,水泥产量开始持续回落。2022 年 1—2 月,水泥产量 19933 万吨,同比下降 17.8%,一方面系地产新开工延续下降趋势且降幅进一步扩大,同比下降 12.2%;另一方面虽然基建投资增速同比增长 8.1%,但结构出现分化,对水泥需求驱动有限,同时多数企业仍在冬季错峰停窑,致使水泥产量出现较大幅度下降。

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。2020 年以来,水泥价格呈先降后升态势:一季度受新冠疫情影响水泥价格由 2019 年末高位下行,4 月后小幅回升后,5—8 月受梅雨天气影响再次下滑;9 月后随着需求的强势复苏,水泥价格持续回升。2021 年一季度,水泥行业进入淡季,多地水泥产销双弱,水泥价格同比有所下降,3 月开始回升;5 月后进入淡季,水泥价格进入了较长的下行区间;8 月后,需求上涨但供给受能耗双控等政策影响而持续下降,致使水泥供需趋紧,叠加煤炭价格大幅上涨影响,水泥价格持续上涨至历史新高;10 月底,受需求下降及煤炭价格大幅下调影响,水泥价格持续下降后高位震荡。

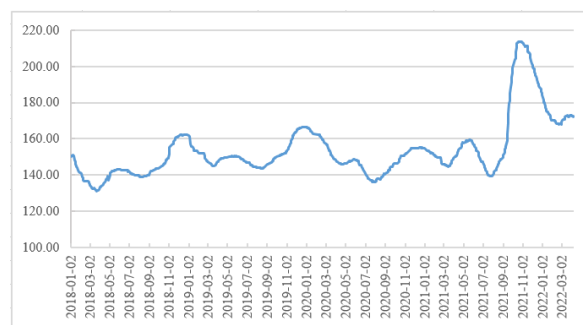
图 1 2017 年以来中国水泥行业产量及变化情况



资料来源: Wind

行业效益方面,2021 年水泥行业全年实现水泥销售收入 10754 亿元,同比增长 7.3%;利润总额 1694 亿元,同比下降 10.0%。

图 2 2018 年以来全国水泥价格指数走势图 (单位:点)



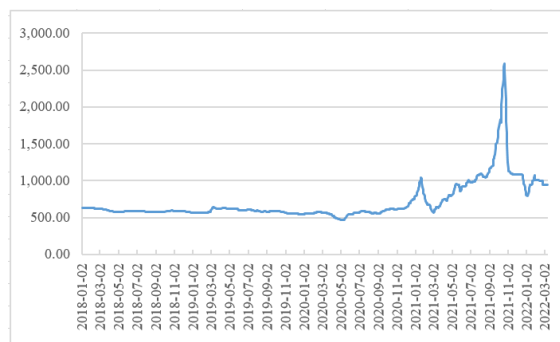
资料来源: Wind

2. 上游原燃料情况

煤炭价格波动对水泥行业的成本控制带来压力,2021 年煤价同比涨幅较大,对水泥企业盈利产生一定负面影响。

煤炭价格方面,2021年初,煤炭价格延续2020年底持续走高态势,进入2月,春节效应导致需求阶段性萎缩,同时在政策层面要求保供的情况下,煤炭优质先进产能逐步释放,产量快速提升,煤炭价格呈下降趋势。2021年4月以来,伴随着迎峰度夏及下游工业需求增速提升,煤炭下游需求增速持续大于原煤产量增速,煤炭供需格局趋紧,煤炭价格持续攀升至历史高位。随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长,煤炭价格开始波动回落,但截至2022年2月底,煤炭价格同比增幅仍较大,处于相对高位。2021年,水泥行业利润总额同比下降10.0%,主要系煤炭价格大幅上升,对水泥企业的成本控制带来负面影响。

图3 2018年以来煤炭价格走势(单位:元/吨)



注:上图煤炭价格为动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛市场价
资料来源:Wind

矿石方面,随着中国加大矿山环保治理力度,石灰石价格整体走高,但由于大型水泥企业普遍具备石灰石资源的较高自给率,石灰石价格波动对水泥企业成本影响基本可控。

3. 行业发展

2021年房地产板块受政策调控过紧冲击,行业基本面数据处于下降期,房企新开工面积和成交土地规模均呈不同程度下滑,预计2022年房地产投资增速或将持续下降,受此影响,水泥需求或将有所下降。

2021年12月召开的全国发展和改革工作会议表示,扎实推进“十四五”规划102项重大工程项目建设,适度超前开展基础设施投资,2022年基建投资增速有望出现回升,基建对水泥需

求的拉动或将进一步释放。

但仍应关注到,2021年房地产板块受政策调控过紧冲击,行业基本面数据处于下降期,2021年,全年新开工面积19.89亿平方米,同比下降11.4%;全国房屋施工面积达97.54亿平方米,同比增长5.2%;全国房屋竣工面积10.14亿平方米,同比增长11.2%,预计2022年在建项目规模将有所下降。同时2021年,300城成交各类用地规划建筑面积同比下降17.1%,预计2022年房地产新开工面积仍将持续下降,因此2022年房地产投资增速或将持续下降。综合来看,预计2022年全年水泥需求或将较2021年有所下降。

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,推动行业产能置换升级,并指出水泥行业向智能化发展的方向。随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出,水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大。

2020年1月,工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》,明确了水泥行业产能置换项目的范围、指标要求、置换比例、操作程序。2020年12月,工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法(修订稿)》,进一步提高产能置换比例,明确要求,位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料建设项目,产能置换比例为2:1;位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料建设项目,产能置换比例为1.5:1。

2020年9月,在第七十五届联合国大会上,中国向世界宣布将提高国家自主减排贡献力度,二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,努力争取2060年前实现碳中和。水泥行业也是二氧化碳排放的主要工业行业之一。控制水泥行业的碳排放主要通过减少水泥用量、提高能效水平、提升产品利用效率和优化产品材料结构等路径。未来,节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

工信部于2021年7月20日发布了《工业和信

息化部门关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》。该通知主要在《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原〔2017〕337号）的基础上进行修订，对水泥项目产能置换比例和范围作出了调整，并强调了严格对产能指标的认定和规范产能置换的操作程序。新的产能置换实施办法特别指出“2013年以来，连续停产三年及以上的水泥熟料生产线不能用于产能置换”，有助于补充前期“僵尸产能”被置换为新建项目的漏洞。

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2021年9月底，公司实收资本84.35亿元，控股股东中国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35.39%，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5.14亿吨/年。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 and 西北地区基本完成行业

整合，获得了区域竞争优势。

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，截至2020年底，北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）石膏板产能达到28.24亿平方米/年，旗下“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。

截至2020年底，公司风机叶片产能规模达15.18GW/年。中国复合材料集团有限公司（以下简称“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，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。2020年，中材科技股份有限公司（以下简称“中材科技”）合计销售风电叶片12.3GW。

工程技术服务板块方面，截至2021年9月底，该板块主要运营主体为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”）和中国中材国际工程股份有限公司（以下简称“中材国际”），中国建材国际工程已于2021年底不再纳入公司合并范围。中国建材国际工程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 截至2020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	1.04 亿吨/2.03 亿立方米	产能世界第一
	南方水泥		1.40 亿吨/1.71 亿立方米	
	北方水泥		0.37 亿吨/0.35 亿立方米	
	西南水泥		1.21 亿吨/0.09 亿立方米	
	中材水泥		0.25 亿吨/0.02 亿立方米	

产业板块	公司名称	主要业务板块	产能情况	行业地位
	天山股份		0.38 亿吨/0.14 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	28.24 亿平方米	产能世界第一
	中国复材	风机发电叶片	5.18GW/年	世界第一
	中材科技	风机发电叶片	10.00GW/年	
	泰山玻纤	玻璃纤维	93.70 万吨	世界第一
	中国巨石	玻璃纤维	199.60 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

公司享有税收优惠。

公司及所属子公司作为资源综合利用产品企业、高新技术企业和西部地区鼓励发展的产业企业，享受增值税、所得税和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。2018年、2019年和2020年，增值税返还分别为13.75亿元、11.61亿元和12.64亿元，财政贴息分别为0.15亿、0.002亿和0.03亿元。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告（授信机构版）》，截至2022年3月23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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年3月31日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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。

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。公司监事会成员8人²，设监事会主席1名。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

公司作为规范的市场化运作的企业集团，整体管理水平高。

公司根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》《公司法》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。

²截至2022年3月底，公司监事共计7人，缺少1人，主要系独立监事吴维库于2022年2月底因病去世，公司股东已建议提名魏建国担任公司独立监事，仍待后续股东周年大会审议批准。

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、资金管理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，公司重要子公司及其各级控股公司均通过了职业健康管理体系认证。公司制定了《安全生产责任制度》和《工程项目安全生产管理办法》等一整套安全生产管理的制度。

七、重大事项

公司水泥及水泥工程板块重组事项已完成，有利于公司整合资源并推动解决同业竞争问题，巩固公司在水泥行业的领先地位。

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国建材股份的股份。2021年9月29日，天山水泥披露公告，交易涉及的标的公司中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥相关股权均已过户登记于天山水泥名下。2021年11月1日，公司披露公告，天山股份根据重组及买断交易发行的73.00亿股对价股份的登记已于2021年10月25日获中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司受理，在2021年11月2日于深圳证券交易所上市。

2020年10月30日，中国建材股份、建材研究总院及中国建材国际工程及中材国际订立了一份示意性的资产购买协议，有关中国建材股

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建材工程有限公司（以下简称“北京凯盛”）、南京凯盛国际工程有限公司（以下简称“南京凯盛”）和中材矿山建设有限公司（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9月18日，重组所有生效条件已获满足，有关方可进行重组的交割。2021年9月25日，中材国际披露公告，交易涉及的标的资产北京凯盛、南京凯盛及中材矿山相关股权已过户至中材国际名下。2021年11月2日，中材国际为购买北京凯盛、南京凯盛及中材矿山相关股权发行的股份及支付现金购买资产涉及的新增股份已于2021年10月29日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成股份登记手续。

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。2018—2020年，受水泥价格波动影响，公司营业收入波动增长，综合毛利率波动下降，但整体盈利保持较高水平。2021年1—9月，公司收入继续增长，但综合毛利率有所下降。

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、新材料和工程服务等业务，是中国最大的建材生产企业。

2018—2020年，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长7.35%，2019年同比增长15.53%，主要系水泥价格增长推动水泥板块和主营业务收入增长所致；2020年略有下降。

从主营业务构成来看，水泥板块（包含水泥、熟料、商品混凝土和骨料业务）收入波动增长，为公司收入的最主要来源，2018—2020年，其收入在主营业务收入中占比均保持在70%以上，但占主营业务收入比重波动下降。2018—2020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；新材料收入占比持续增长，2020年为15.17%。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，但受疫情影响，

2020年公司工程服务收入为322.19亿元，较2019年减少9.11%。公司其他业务主要为建材贸易、物流等，收入波动增长，在主营业务收入中占比较小。

表3 2018—2020年及2021年1—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	2018 年			2019 年（经调整）			2020 年			2021 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	1593.60	72.31	33.16	1853.98	72.79	30.00	1781.59	70.13	28.60	1299.51	67.06	23.34
新材料	248.91	11.29	31.27	289.17	11.35	27.86	385.45	15.17	30.37	386.69	19.95	27.49
工程服务	311.27	14.12	21.80	354.49	13.92	19.92	322.19	12.68	17.91	209.82	10.83	23.54
其他	50.16	2.28	19.68	49.22	1.93	13.90	51.12	2.01	17.64	41.95	2.16	50.54
合计	2203.95	100.00	31.03	2546.87	100.00	28.04	2540.36	100.00	27.29	1937.97	100.00	24.78

注：1. 水泥包含水泥、熟料、商品混凝土及骨料业务，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. 尾数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

毛利率方面，2018—2020年，公司水泥业务毛利率逐年下降，2019年水泥板块毛利率较2018年下降3.96个百分点，主要系成本核算方式调整所致；2020年水泥板块毛利率下降主要系产品价格下降所致。2018—2020年，新材料毛利率波动下降；工程服务板块毛利率逐年下降，2020年较2019年下降2.01个百分点，主要系受疫情影响致使成本增加所致。综上，公司综合毛利率持续下降。

2021年1—9月，公司主营业务收入同比增长8.40%，主要为新材料业务收入同比增长33.52%所致；综合毛利率同比下降5.98个百分点，主要为收入占比较高的水泥板块受生产成本上升影响毛利率下降9.43个百分点所致。

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；部分原燃料能够实现自给，具备一定的成本优势。2018年以来，公司水泥熟料、混凝土的产销量波动增长，产品价格有所波动。

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2020年底，公司联合重组水泥企业数百家，水泥产能约5.14亿吨/年，商品混凝土产能约4.50亿立方米/年，均位居世界第一。

分产品来看，2020年，水泥及熟料收入有所下降，商品混凝土收入有所增长，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67%以上。毛利率方面，水泥及熟料、商品混凝土毛利率逐年下降，但维持较高水平，2019年下降主要系公司改变成本核算方式，2020年下降主要受价格下降影响。

表4 公司水泥业务经营数据（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年（经调整）			2020 年			2021 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
水泥熟料	1176.76	73.84	35.24	1336.43	72.08	36.58	1249.56	70.14	32.49	932.76	71.78	26.11
商品混凝土	416.84	26.16	27.27	517.55	27.92	20.51	532.03	29.86	19.47	366.75	28.22	16.30
合计	1593.60	100.00	33.16	1853.98	100.00	30.00	1781.59	100.00	28.60	1299.51	100.00	23.34

注：水泥熟料业务中包含水泥、熟料及骨料业务
资料来源：公司提供

（1）生产

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，2020年，公司水泥产能约5.14亿吨/年，位居世界第一，产能利用率约为71%，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年底，公司余热发电系统总装机达2.15GW。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。

（2）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35%~40%。电是公司水泥生产的主要能源，其成本约占生产成本的15%~20%。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，公司石灰石储量约92.5亿吨，下属各项目公司拥有282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%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。

（3）销售

公司行业地位较为突出，中联水泥在山东等地区，南方水泥在浙江、湖南、江西和上海等地区，北方水泥在吉林及黑龙江等地区，天山股份（本部）在新疆地区，宁夏建材在宁夏地区，祁连山控股在甘肃和青海地区分别确定了销售主导地位。

从销售量来看，2018—2020年公司水泥及熟料销量波动增长，2019年同比增长6.03%，受疫情影响，2020年同比略有下降。2021年1—9月，公司水泥及熟料产量和销量同比分别小幅增长3.26%和2.70%，混凝土产销率同比小幅增长6.21%。

表5 水泥熟料、混凝土产销情况
(单位: 万吨、万立方米)

产品	产销量	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
水泥熟料	产量	61470.19	67268.97	66993.14	49379.43
	销量	36898.30	39124.80	38879.20	28292.46
混凝土	产量	9599.00	11180.30	11152.63	8211.73
	销量	9599.00	11180.30	11152.63	8211.73

资料来源：公司提供

从销售价格来看（具体销售情况详见附件1-4），各销售区域产品价格差异较为明显。2019年，北方水泥的水泥及熟料价格下降10.33%，主要系东北产能过剩，供需失衡，水泥价格持续下跌；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，主要系新疆及江苏等地水泥价格上升较多所致。2020年，受各地需求变动及南方超长雨季等因素影响，中联水泥、北方水泥、西南水泥和天山股份水泥及熟料价格较2019年均小幅下降，其他产品价格微升。2021年1—9月，除南方水泥和北方水泥的水泥熟料和混凝土销售价格同比有所增长外，其余各企业呈不同程度下降，其中北方水泥的水泥熟料销售价格同比增长27.23%，主要系增加水泥熟料产品在东三省外销售所致。

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，主要产品产能规模世界领先，产销率保持很高水平，综合竞争力强。

(1) 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和销售，并为客户提供相应的工程和劳务服务，石膏板业务为轻质建材板块主要的收入来源。截至2020年底，北新建材石膏板年产能28.24亿平方米，位居世界第一，2018—2020年，石膏板产量逐年增长；受新投产项目产能尚未充分释放影响，产能利用率逐年下降。

表6 2018—2020年及2021年1—9月北新建材石膏板产销情况（单位：亿平方米、亿平方米/年、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
产能	24.70	27.52	28.24	/
产量	18.83	19.94	20.33	18.01
销量	18.69	19.66	20.15	18.63
产能利用率	76.23	72.46	71.99	/
产销率	99.25	98.60	99.10	103.45

注：“/”为数据未获取

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，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，生产线技术水平先进，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，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。2018—2020年，北新建材石膏板销售规模稳步扩大，产销率维持较高水平；

销售以国内市场为主，并集中于国内北方、南方和西部地区。

表7 2019—2020年公司轻质建材分区域收入情况

（单位：亿元、%）

区域	2019年		2020年	
	收入	占比	收入	占比
国内销售	132.23	99.25	166.45	99.56
北方地区	56.32	42.27	61.54	36.81
南方地区	48.80	36.63	70.89	42.40
西部地区	27.11	20.35	34.02	20.35
国外销售	1.00	0.75	0.74	0.44
合计	133.23	100.00	167.19	100.00

资料来源：公司提供

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

(2) 复合材料及玻璃纤维

公司的复合材料板块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2020年底，中国复材和中材科技风电叶片产能分别为5.18GW/年和10.00GW/年，公司风电叶片产能世界第一。2018—2020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，且幅度较大；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。2021年1—9月，中国复材和中材科技的风力发电叶片产量占2020年全年的比重分别为54.11%和66.18%。

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，拥有1MW~8MW的6大系列产品，适用于高低温、高海拔、低风速、沿海以及海上等不同运行环境。中材科技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、江西萍乡和河北邯郸七个生产基地，覆盖了主要的目标客户市场，风电叶片市场占有率连续10年保持全国第一。

表8 2018-2020年及2021年1-9月公司主要新材料产品生产情况

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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）	2521	2453	2850	2888	5528	4979	2991	2981
风力发电叶片-中材科技（兆瓦）	5154	5587	8218	7941	12369	12343	8186	7597
CNG 气瓶（万只）	18	19	18	18	37	33	8	8
高温过滤材料（万平米）	534	536	585	576	583	620	416	432
玻璃微纤维纸（吨）	14910	15443	15796	15649	14338	14059	11924	11791
太阳能多晶硅熔炼器（只）	82964	101378	48425	49318	24742	26314	23615	23959
精细熔融石英陶瓷（条）	46020	45732	45350	45550	54845	54383	67506	63656
微晶氧化铝陶瓷制品（吨）	38984	37974	38561	35398	34905	35315	28449	30332
高压电瓷绝缘子（吨）	33817	34712	44214	41059	34714	33687	19226	19875
玻璃钢缠绕类产品（吨）	20308	20976	24582	25348	16713	17465	11056	12835
PVC 复合地板（万平方米）	554	566	625	614	741	735	580	566

资料来源：公司提供

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。中材科技下属子公司泰山玻璃纤维有限公司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和OSHMS体系认证，产品通过英国劳氏、挪威船级社和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；2018-2020年，公司工程服务业务增量规模逐年下降，但维持较大规模，2021年1-9月，工程服务业务增量规模大幅增长；在手合同额规模能够满足未来一段时间经营需要。

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，不断扩展东南亚、西亚以及中东等国际市场。2018-2020年，中国建材国际工程新签合同额逐年下降，2020年同比减少20.12%，主要受疫情影响所致。2021年1-9月，新签合同额同比大幅增长89.94%，主要系国内光伏玻璃产能增长致使承接的玻璃工程合同增长所致。截至2021年9月底，中国建材国际工程正在执行的合同额能够满足未来1~2年经营需要，在手合同额充足，拥有较强的市场竞争力。2021年底中国建材国际工程不再纳入公司合并范围，未来公司工程服务板块收入将有所下降。

2018-2020年，中材国际新签合同金额波动下降；2021年1-9月新签合同额同比大幅增长46.31%，主要系当期水泥生产线升级改造及产能置换增加致使工程建设合同大幅增长所致；截至2021年9月底，中材国际正在执行的合同额能够满足未来1~2年经营需要。

表9 2018-2020年及2021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		2018 年新签合同额	2019 年新签合同额	2020 年新签合同额	2021 年 1-9 月新签合同额	截至 2021 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	62.59	60.22	74.01	74.37	73.58
	水泥工程及服务	24.60	51.14	39.55	29.92	62.69
	新能源工程及服务	54.97	70.31	40.82	45.32	98.26
	新房屋工程及服务	62.05	11.59	0.00	6.69	20.81
	小计	204.21	193.26	154.39	156.30	255.33

中材国际	工程建设	233.28	238.86	270.37	250.61	470.79
	装备制造	39.09	43.00	40.81	34.53	29.69
	环保	32.54	21.50	21.80	9.19	13.56
	生产运营管理	2.31	6.77	2.45	49.51	51.53
	其他	2.64	2.74	6.45	15.71	5.40
	小计	309.86	312.87	341.89	359.55	570.97
合计		514.07	503.13	496.28	515.84	826.31

资料来源：公司提供

2018—2020年和2021年1—9月，公司工程服务收入中境内占比分别约为35.82%、44.99%、60.38%和50.63%，受疫情影响，2020年以来，境内收入占比大幅增长，但境外收入占比仍有一定比例；2021年1—9月，工程服务收入境外占比较为稳定。

5. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2018—2020年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数波动提升，存货周转次数逐年提升，2020年销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为5.58次、9.31次和0.57次。考虑公司业务相对多元，产品种类较多，公司整体经营效率尚可。

表 10 同行业公司 2020 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	17.75	8.27	0.59
华润水泥控股有限公司	14.91	14.54	0.62
安徽海螺水泥股份有限公司	142.24	19.86	0.93
华新水泥股份有限公司	23.01	9.14	0.90
公司	5.58	9.31	0.57

资料来源：上表中公司销售债权周转次数按照联合资信公式计算获取，其余数据均来自 Wind，由联合资信整理

6. 未来发展

公司经营计划切实可行，有利于公司发展。公司将继续在建材产业相关板块，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，优化升级各板块。

公司将坚持“4335”指导原则，推动形成水泥、新材料、工程技术服务三大主业格局。

坚持效率及效益优先、主业突出专业化、精细精简精干、价本利经营理念、整合优化以及数字化的管理原则，实施“稳价、降本、保量、压减、优化”的经营措施。

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。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

1. 财务概况

公司提供了2018—2020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2021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。2018年，公司合并范围新增34家子公司，减少96家子公司。2019年，公司合并范围新增46家子公司，减少52家子公司。2020年，公司合并范围新增

36 家子公司，减少 36 家子公司。截至 2021 年 9 月底，公司合并范围内一级子公司共 12 家。2018 年财务数据采用 2019 年审计报告年初数据；2019 年财务数据采用 2020 年审计报告年初数据。

截至2020年底，公司合并资产总额4554.56亿元，所有者权益合计1651.56亿元（含少数股东权益573.13亿元）；2020年，公司营业收入2589.54亿元，利润总额300.54亿元。

截至2021年9月底，公司合并资产总额5033.18亿元，所有者权益1821.73亿元（含少数股东权益612.09亿元）；2021年1—9月，公司营业收入1971.80亿元，利润总额274.48亿元。

2. 资产质量

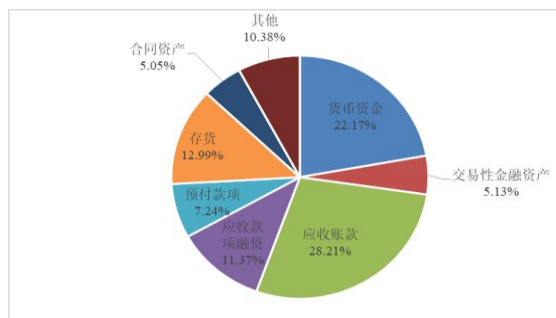
公司资产以非流动资产为主。流动资产中货币资金占比较高，应收账款和存货对资金形成一定占用；非流动资产中商誉占比较高，存在一定商誉减值风险；公司资产受限比例低。

2018—2020 年末，公司资产规模有所波动，年均复合增长 2.04%。截至 2020 年底，公司合并资产总额 4554.56 亿元，较年初变化不大。其中，流动资产占 34.38%，非流动资产占 65.62%。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

2018—2020 年末，公司流动资产波动增长，年均复合增长 0.43%。截至 2020 年底，公司流动资产 1565.98 亿元，较年初下降 0.32%，较年初变化不大。公司流动资产构成见下图。

图 4 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020 年末，公司货币资金波动增长，年均复合下降 11.54%。截至 2020 年底，公司货币资金 347.14 亿元，较年初增长 18.83%。货币资金中有 49.96 亿元受限资金，占货币资金总额的 14.39%，占比一般。

2018—2020 年末，随着收入规模的增长，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 4.01%。截至 2020 年底，公司应收账款 441.80 亿元，较年初增长 7.52%。按账龄分布，1 年以内占 63.65%、1~2 年占 15.73%、2~3 年占 7.25%、3 年以上占 13.36%，公司部分应收账款账龄时间偏长。截至 2020 年底，公司计提坏账准备 91.92 亿元，计提比例为 17.22%。整体上看，应收账款规模较大，对公司流动性造成一定影响。

2018—2020 年末，公司其他应收款逐年减少，年均复合下降 30.37%，主要系公司对各种应收款项采取多种措施进行压降所致。截至 2020 年底，公司其他应收款为 50.42 亿元，共计提坏账准备 87.78 亿元。从按账龄分析角度的其他应收款来看，1 年以内占 24.95%、1~2 年占 13.78%、2~3 年占 9.65%、3 年以上的占 51.63%，综合账龄较长。

2018—2020 年末，公司存货逐年增长，年均复合增长 1.54%。截至 2020 年底，公司存货 203.36 亿元，较年初增长 1.33%，公司对存货累计计提跌价准备 7.19 亿元，计提比例 3.41%，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

2018—2020 年末，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 2.92%。截至 2020 年底，公司非流动资产 2988.58 亿元，较年初增长 3.54%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 6.56%）、固定资产（占 52.43%）、在建工程（占 6.88%）、无形资产（占 12.77%）和商誉（占 11.12%）构成。

2018—2020 年末，公司固定资产波动下降，年均复合下降 0.81%。截至 2020 年底，公司固定资产 1567.00 亿元，较年初减少 2.42%；

主要由房屋及建筑物（占 54.00%）和机器设备（占 42.61%）构成；公司固定资产成新率为 56.55%，成新率一般。

2018—2020 年末，公司商誉逐年下降，年均复合下降 12.68%，主要为公司每年对商誉进行减值计提所致。截至 2020 年底，公司商誉为 332.26 亿元，较年初下降 12.15%。公司每年年终对商誉进行减值测试，按可收回金额低于账面价值的差额计提减值准备，相应的资产减值损失计入当期损益，截至 2020 年底，公司共计提商誉减值准备 132.37 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 2018—2020年底公司商誉构成情况

（单位：亿元）

商誉构成板块	2018 年底	2019 年底	2020 年底
轻质建材板块	2.36	5.42	5.31
工程服务	12.76	12.70	12.93
商混板块	97.96	96.45	94.14
水泥板块	356.41	355.09	350.88
其他板块	1.17	1.54	1.37
账面余额合计	470.65	471.20	464.63
减值准备	34.86	92.97	132.37
账面净值合计	435.79	378.22	332.26

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司受限资产账面价值占公司总资产的 1.70%，受限比例低。

表12 截至2020年底公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	49.96	票据保证金、保函保证金、履约保证金、借款保证金
应收款项融资	11.50	质押用于票据池业务、质押作为应付票据的保证金
应收账款	0.61	质押用于票据池业务、质押借款、担保
固定资产	10.27	保理、抵押
无形资产	2.60	抵押用于融资借款
其他	2.33	抵押用于融资借款
合计	77.27	--

资料来源：公司财务报告

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 5033.18 亿元，较上年底增长 10.51%，资产结构较上年底变化不大。截至 2021 年 9 月底，

流动资产 1820.61 亿元，较上年底增长 16.26%。其中，应收账款 591.96 亿元，较上年底增长 33.99%，主要系水泥及商业混凝土货款回收具有一定季节性所致；预付款项 148.30 亿元，较上年底增长 30.88%，一方面系业务规模扩大以及煤价上涨致使采购预付款增加，另一方面主要系子公司网络货运业务预付款增加所致；存货 245.00 亿元，较上年底增长 20.48%，主要系为满足生产及销售需求，原材料及库存商品增加所致；在建工程 251.11 亿元，较上年底增长 22.05%，主要系在建项目投资增加所致。

3. 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。

2018—2020 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 10.29%。截至 2020 年底，公司所有者权益合计 1651.56 亿元，较年初增长 9.43%，主要系利润积累所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 65.30%，少数股东权益占比为 34.70%。归属于母公司所有者权益 1078.43 亿元，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 7.82%、12.87%、15.99%和 59.75%。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，权益结构稳定性一般。截至 2020 年底，公司其他权益合计 172.39 亿元，全部为永续中票及永续期公司债券。

截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益 1821.73 亿元，较上年底增长 10.30%，主要系未分配利润及少数股东权益增加所致，所有者权益构成较上年底变化不大，稳定性一般。

（2）负债

2018—2020 年末，公司负债和全部债务规模逐年下降，借款中信用借款占比较高，融资能力强；若将发行的永续中票及永续期公司债券列入债务，公司实际的资产负债率处于较高

水平，债务负担较重。

2018—2020 年末，公司负债规模逐年下降，年均复合下降 1.89%，主要系流动负债规模变化所致。截至 2020 年底，公司负债总额 2903.00 亿元，较年初下降 1.53%。其中，流动负债占 66.15%，非流动负债占 33.85%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020 年末，公司流动负债逐年下降，年均复合下降 4.78%。截至 2020 年底，公司流动负债 1920.43 亿元，较年初下降 1.69%。公司流动负债主要由短期借款（占 31.06%）、应付账款（占 22.66%）和一年内到期的非流动负债（占 14.66%）等构成。

2018—2020 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 2.99%。截至 2020 年底，公司短期借款 596.47 亿元，较年初下降 7.25%，主要系公司当期偿还规模较大所致；短期借款主要由保证借款（313.91 亿元）和信用借款（279.17 亿元）构成。

2018—2020 年末，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 14.22%。截至 2020 年底，公司应付账款 435.10 亿元，较年初增长 11.94%，主要系公司业务规模增加且减少银行承兑汇票支付形式所致。应付账款账龄以一年内为主，占比 79.26%。

2018—2020 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 1.92%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 281.54 亿元，较年初增长 51.20%，主要系一年内到期的应付债券大幅增加所致。

2018—2020 年末，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 4.60%。截至 2020 年底，公司非流动负债 982.57 亿元，较年初下降 1.21%。公司非流动负债主要由长期借款（占 49.01%）和应付债券（占 37.85%）构成。

2018—2020 年末，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 17.82%。截至 2020 年底，公司长期借款 481.56 亿元，较年初增长 38.66%，主要系公司规模扩大，外部融资增加

所致；长期借款主要由信用借款（242.38 亿元）以及保证借款（231.64 亿元）构成。

2018—2020 年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降 7.13%。截至 2020 年底，公司应付债券 371.86 亿元，较年初下降 30.54%，主要系公司 2020 年度新发债规模减少及部分债券划转入一年内到期所致。从期限分布看，公司到期债券主要集中在 2021 年和 2022 年，考虑公司融资能力强，经营现金流好，公司偿付压力尚可。

债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务逐年减少，年均复合下降 6.94%。截至 2020 年底，公司全部债务 1946.98 亿元，较年初下降 6.06%。其中，短期债务占比下降 1.18 个百分点至 54.85%，长期债务占 45.15%，公司整体债务规模较大，债务结构有所改善。截至 2020 年底，公司短期债务 1067.96 亿元，较年初下降 8.04%；长期债务 879.02 亿元，较年初下降 3.53%。截至 2020 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 63.74%、54.10%和 34.74%，较年初分别下降 2.40 个、3.76 个百分点和 2.91 个百分点，公司资产负债率位于行业较高水平。

如将永续债调入债务，截至 2020 年底，公司短期债务、长期债务和全部债务分别为 1114.77 亿元、1004.61 亿元和 2119.38 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 67.52%、58.90%和 40.45%，较调整前分别上升 3.79 个百分点、4.79 个百分点和 5.71 个百分点。

截至 2021 年 9 月底，公司负债总额 3211.45 亿元，较上年底增长 10.63%，以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。其中，应付票据 215.27 亿元，较上年底增长 33.04%；应付账款 514.99 亿元，较上年底增长 18.36%，主要系业务规模扩大所致；其他应付款（合计）205.18 亿元，较上年底增长 50.43%，主要系期末增加的中材国际收购产生的需向原股东支付的过渡期损益和收购南京凯盛尚未支付的收购款；

一年内到期的非流动负债 366.72 亿元，较上年底增长 30.26%，主要系一年内到期的长期借款及应付债券转入所致。如将永续债调入债务，截至 2021 年 9 月底，公司调整后资产负债率为 67.69%。

4. 盈利能力

水泥和原燃料价格波动对公司盈利能力影响大，2018—2020 年，公司营业收入和利润总额均逐年增长，盈利能力提升；但受煤价上涨影响，2021 年 1—9 月，公司营业利润率小幅下降；公司较高的资产减值损失对公司利润总额影响较大；公司获得政府补助款较多，对公司的利润产生一定影响。

2018—2020 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 7.72%。2020 年，公司营业收入 2589.54 亿元，较上年增长 0.57%。同期，公司营业利润率分别为 29.57%、26.92%和 26.21%，连续下降，2019 年下降较多，主要系公司根据新收入准则要求，将与销售商品相关的运输、包装和装卸费等从销售费用调整至营业成本中计量所致。同期，公司净利润持续增长，年均复合增长 24.78%。

期间费用方面，2018—2020 年，公司期间费用波动下降，分别为 371.97 亿元、310.45 亿元和 312.93 亿元，年均复合减少 8.28%；期间费用率分别为 16.67%、12.06%和 12.08%，波动下降。同期，公司销售费用逐年减少，年均复合减少 35.12%，其中 2019 年同比大幅减少 56.30%，主要系将运输费用调整入成本核算所致；同期，公司财务费用逐年减少，年均复合减少 13.47%，主要系公司有息债务规模下降及融资成本降低所致。

2018—2020 年，公司资产减值损失波动增长，分别为 62.26 亿元、101.60 亿元和 98.51 亿元，主要系公司基于稳健性原则，以及水泥转型升级产能置换、政府拆除和环保原因拆除等因素，对商誉和固定资产计提较多减值准备所致。投资收益方面，公司投资收益主要来源

于长期股权投资收益，2018—2020 年，公司投资收益分别为 18.90 亿元、16.32 亿元和 40.31 亿元，年均复合增长 46.06%，主要为权益法核算的长期股权投资收益。2018—2020 年，营业外收入与其他收益合计额分别为 26.36 亿元、31.05 亿元和 32.70 亿元，占利润总额的比重分别为 13.04%、11.30%和 10.88%，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，公司盈利能力逐年提升，2018—2020 年，公司总资本收益率分别为 6.96%、7.82%和 8.24%，逐年上升；净资产收益率分别为 10.25%、12.23%和 13.12%，处于行业一般水平。

表13 2020年公司盈利情况同行业对比

公司名称	营业收入 (亿元)	营业利润率	净资产收益率
唐山冀东水泥股份有限公司	354.80	33.55%	17.24%
华润水泥控股有限公司	400.87	39.01%	19.56%
安徽海螺水泥股份有限公司	1762.43	28.43%	23.48%
华新水泥股份有限公司	293.57	38.85%	25.09%
公司	2589.54	26.21%	13.12%

注：华润水泥控股有限公司2020年营业利润率数据为毛利率数据

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

2021 年 1—9 月，公司营业收入 1971.80 亿元，同比增长 8.48%，主要系水泥、熟料及新材料销量增加所致；营业利润率为 23.84%，同比下降 5.80 个百分点，主要系煤价上涨致使营业成本上涨所致；期间费用 226.57 亿元，同比下降 17.60%，主要为销售及财务费用下降所致；资产减值损失 7.44 亿元，同比大幅减少 77.60%，主要系当期计提的固定资产减值损失和商誉减值损失同比大幅减少所致；信用减值损失 6.42 亿元，同比大幅减少 74.77%，主要系当期计提坏账损失同比减少所致；净利润 212.66 亿元，同比增长 12.83%，主要系收入增

长及资产减值损失减少所致。

5. 现金流

2018—2020年，受销售规模增长影响，公司经营活动现金流量持续为净流入，2021年1—9月，净流入规模同比有所下降但仍为大额净流入，收入实现质量高，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；筹资活动现金流持续为净流出，考虑到未来转型升级支出、技改投入和债务集中到期兑付，公司未来仍有一定融资需求。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入量	2627.12	3051.39	3060.84	2004.37
经营活动现金流出量	2141.40	2417.90	2418.54	1766.85
经营活动现金流量净额	485.71	633.49	642.30	237.53
投资活动现金流入量	150.44	225.89	226.68	106.94
投资活动现金流出量	320.68	491.70	491.62	312.69
投资活动现金流量净额	-170.23	-265.82	-264.94	-205.75
筹资活动前现金流	315.48	367.68	377.35	31.78
筹资活动现金流入量	2060.95	1870.19	1789.55	1204.65
筹资活动现金流出量	2402.24	2205.30	2107.95	1208.54
筹资活动现金流量净额	-341.30	-335.10	-318.41	-3.89
现金收入比	114.27	115.57	115.48	96.80

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长7.94%，主要系公司营业收入增长所致。公司经营活动现金流出年均复合增长6.27%。综上影响，2018—2020年，经营活动产生的现金流量净额年均复合增长14.99%。从收入实现情况来看，2018—2020年，公司现金收入比波动增长，公司收入实现质量高。

从投资活动看，2018—2020年，公司投资活动现金流入年均复合增长22.75%，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23.82%，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；公司收回投资收到的现金和投资支出的现金规模较大主要为购买及出售理财产品产生的现金流。综上影响，2018—2020年，投资活动现金流量呈持续净流出状态，公司存在一定资本支出需求。

2018—2020年，公司筹资活动前现金流量净额分别为315.48亿元、367.68亿元和377.35亿元，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，2018—2020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6.33%，主要系偿还对外债务融资规模逐年下降所致。综上影响，2018—2020年，公司筹资活动现金流量持续净流出，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，但考虑到公司未来转型升级支出、技改投入和债务集中到期兑付，公司未来仍有一定融资需求。

2021年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额237.53亿元，净流入规模较上年同期减少23.18%；投资活动产生的现金流量净额-205.75亿元，净流出规模较上年同期增加47.78%，主要系当期投资收回金额大幅减少及在建工程建设投资增加所致；筹资活动产生的现金流量净额-3.89亿元，净流出规模较上年同期大幅减少97.07%，主要系当期到期需偿还的债务规模减少所致。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标尚可，长期偿债指标表现较好，融资渠道通畅；同时考虑到公司股东背景、经营规模、综合竞争力、行业地位和融资能力等因素，公司整体偿债指标表现好。

表 15 公司偿债指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力	流动比率（%）	73.30	80.42	81.54
	速动比率（%）	63.99	70.15	70.95
	经营现金/流动负债（%）	22.93	32.43	33.45

	经营现金/短期债务（倍）	34.28	54.55	60.14
	现金类资产/短期债务（倍）	0.41	0.52	0.59
长期 偿债 能力	EBITDA（亿元）	447.10	510.78	524.90
	全部债务/EBITDA（倍）	5.03	4.06	3.71
	经营现金/全部债务（倍）	21.61	30.57	32.99
	EBITDA/利息支出（倍）	3.94	5.22	6.36
	经营现金/利息支出（倍）	4.28	6.47	7.78

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2018—2020年末，公司流动比率和速动比率均逐年提高；现金短期债务比和经营性现金流动负债比率均逐年上升。截至2021年9月底，公司流动比率和速动比率分别为83.32%和72.11%，均较2020年底变化不大。

从长期偿债指标看，2018—2020年，公司EBITDA逐年增长，年均复合增长8.35%，主要系利润总额增长所致。2018—2020年，公司EBITDA利息保障倍数逐年提高，全部债务/EBITDA持续下降，公司EBITDA对利息保障能力、债务本金保障能力很强。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、业务结构和产能产量等方面的综合判断，公司整体偿债指标表现好。

截至2021年9月底，公司获得授信额度3269.48亿元，未使用额度1663.48亿元，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2021年9月底，公司无对外担保。

截至2021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2021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27.28亿元人民币。北新建材及泰山前述费用占公司截至2021年9月底的所有者权益的比例为1.50%。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。公司子公司西南水泥在2012年3月23日就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%股权事宜与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，但谭国仁存在违反《股权转让协议》的情形，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，2021年12月25日，中国贸仲做出终局裁决，谭国仁因隐匿债务、应收账款未实现和赔偿西南水泥股权转让交易权益损失及或有负债等事项应向西南水泥支付款项共计7.37亿元。

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。

截至2020年底，母公司资产总额1231.71亿元，较年初下降2.43%，主要由货币资金（25.36亿元）、其他应收款（合计）（588.39亿元）和长期股权投资（606.43亿元）构成。截至2021年9月底，母公司资产总额为1361.35亿元，较2020年底增长10.53%。

截至2020年底，母公司所有者权益590.74亿元，较年初增长2.43%，主要由股本（84.35亿元）、其他权益工具（172.39亿元）、资本公积（171.39亿元）和未分配利润（132.12亿元）构成。截至2021年9月底，母公司所有者权益为687.23亿元，较2020年底增长16.33%。

截至 2020 年底，母公司负债总额 640.96 亿元，较年初下降 6.53%，其中，短期借款 88.20 亿元，长期借款 138.48 亿元，应付债券 257.28 亿元；2018—2020 年末，母公司资产负债率分别为 57.89%、54.32%和 52.04%。截至 2021 年 9 月底，母公司负债总额为 674.12 亿元，较 2020 年底变化不大。

2018—2020 年，母公司营业收入持续增长，但规模均较小。2020 年，母公司实现营业收入 1.04 亿元，投资净收益 75.34 亿元，利润总额 72.64 亿元。2021 年 1—9 月，母公司营业收入 0.83 亿元，投资收益 118.64 亿元，利润总额为 116.95 亿元。

2018—2020 年，母公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，净流出规模波动增长，2020 年为-23.81 亿元；母公司投资活动产生的现金流量净额有所波动，2019 年由净流出转为净流入，2020 年为 27.95 亿元；母公司筹资活动产生的现金流量有所波动，2019 年由净流入转为净流出，2020 年净额-15.69 亿元。2021 年 1—9 月，母公司经营活动产生的现金流量净额-112.44 亿元；投资活动产生的现金流量净额 93.21 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 38.08 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较小。

本期债券拟发行金额不超过10.00亿元，按照10.00亿元计算，分别占2020年底长期债务和全部债务的1.14%和0.51%。

截至2020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63.74%、54.10%和34.74%，预计本期债券发行后，并将其调整入长期债务进行测算，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63.82%、54.23%和34.99%，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 10.00 亿元，按照 10 亿元计算，2018—2020 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券拟发行金额的 262.71 倍、305.14 倍和 306.08 倍；经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行金额的 48.57 倍、63.35 倍和 64.23 倍；公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行金额的 44.71 倍、51.08 倍和 52.49 倍。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

本期债券发行后，经营现金流入对发行后长期债务覆盖程度较好，但经营活动现金流量净额和 EBITDA 对长期债务覆盖程度一般。

表 16 本期债券偿还能力测算

项目	2020 年
发行后长期债务*（亿元）	889.02
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	3.44
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.72
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.69

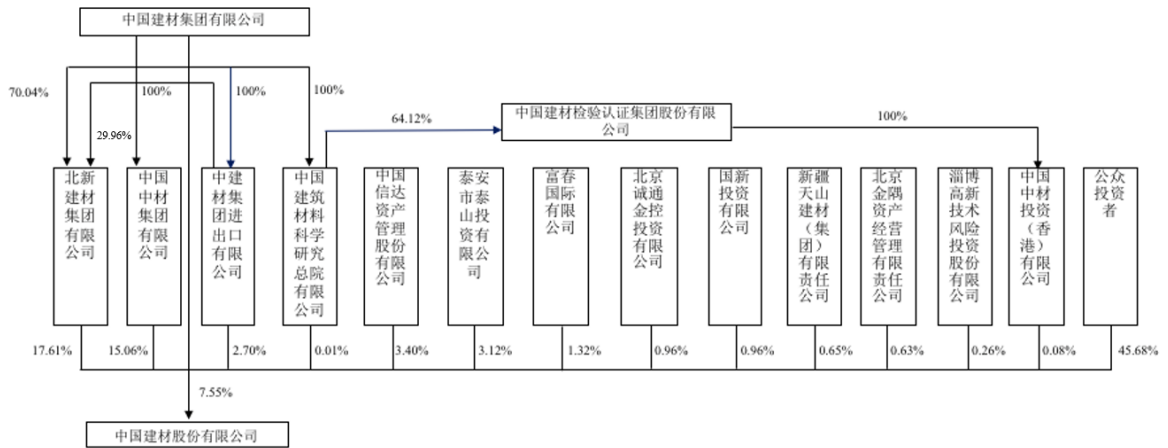
注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司存续债券（包含永续中票及可续期公司债）共 45 只，余额合计 468.88 亿元，如以行权日为偿付日进行计算，公司将于 2022 年到期的债券金额为 192.88 亿元、2023 年到期的债券金额为 93.00 亿元、2024 年到期的债券金额为 94.00 亿元，2025 年及以后到期的债券金额为 92.00 亿元。总体看，公司存续债券规模较大，2022 年将面临较大规模的债券到期及行权压力。

十一、结论

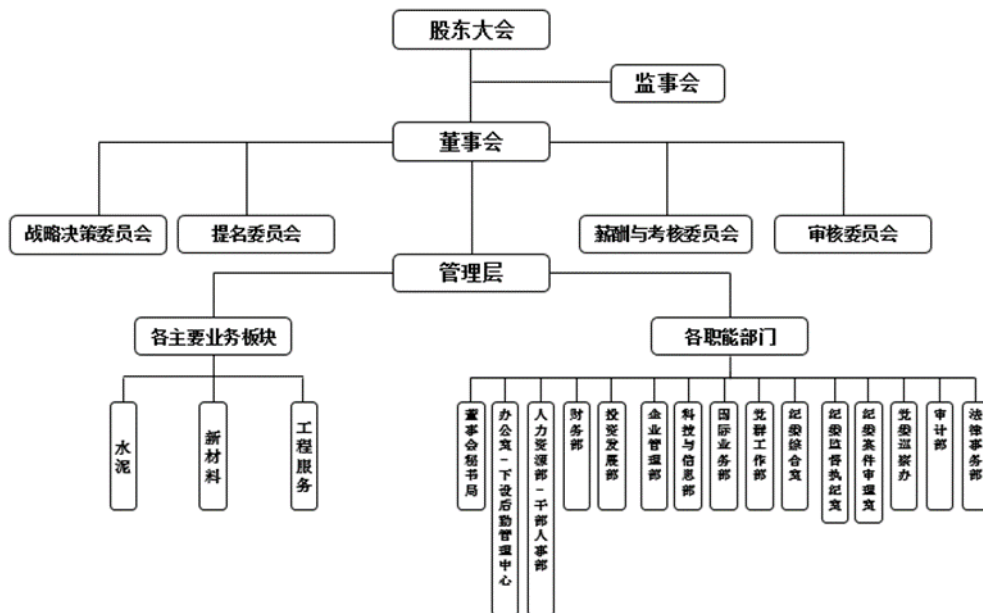
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件1-1 截至2021年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件1-2 截至2021年9月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 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	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
2	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
3	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
4	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
5	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
6	中材科技股份有限公司	南京市	高科技材料业务	167812.36	60.24
7	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
8	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
9	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	40.08
10	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
11	中建材投资有限公司	深圳市	投资、贸易、租赁业	300000.00	100.00
12	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：公司拥有的北新建材、中材国际、天山股份和宁夏建材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 1-4 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	水泥销售网络布局	产品	产销量	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
中联水泥	山东、河南、江苏和内蒙等地区	水泥熟料	产量	10899.54	11879.29	11877.48	9605.91
			销量	6502.70	6850.40	6902.37	5349.12
			价格	338.20	370.11	340.15	322.76
		混凝土	产量	3684.66	4750.83	4592.27	3532.97
			销量	3684.66	4750.83	4592.27	3532.97
			价格	438.26	472.86	459.82	438.67
南方水泥	浙江、湖南、江西、上海、江苏和广西等地区	水泥熟料	产量	18765.80	21352.24	21322.47	15575.69
			销量	11527.28	12123.47	12156.98	8764.72
			价格	329.87	341.35	342.79	344.78
		混凝土	产量	4751.94	5168.78	5465.59	3737.72
			销量	4751.94	5168.78	5465.59	3737.72
			价格	324.10	475.93	478.15	477.29
北方水泥	东北三省大部分城乡地区	水泥熟料	产量	2427.51	2941.16	3255.87	2132.99
			销量	1543.03	1817.09	2051.41	1336.96
			价格	324.94	291.37	270.78	340.47
		混凝土	产量	321.90	342.61	384.06	297.17
			销量	321.90	342.61	384.06	297.17
			价格	359.64	342.24	341.70	373.25
西南水泥	四川、云南、贵州和重庆等地	水泥熟料	产量	16178.72	16501.02	16027.74	10793.42
			销量	9398.58	9614.51	9224.04	6254.07
			价格	297.21	307.11	284.98	275.31
		混凝土	产量	130.84	105.96	88.48	101.22
			销量	130.84	105.96	88.48	101.22
			价格	330.27	344.21	308.40	245.98
中材水泥	广东、汉中、安徽和湖南等地	水泥熟料	产量	4052.22	4294.47	4184.75	3152.27
			销量	2463.36	2609.32	2433.64	1854.06
			价格	336.70	353.26	364.45	342.30
		混凝土	产量	67.88	72.96	59.00	50.61
			销量	67.88	72.96	59.00	50.61
			价格	480.81	519.58	458.46	450.04
天山股份(本部)	新疆和江苏等地区	水泥熟料	产量	3004.74	3302.26	3387.44	2740.42
			销量	1946.16	2148.73	2145.37	1684.23
			价格	350.18	399.72	357.76	355.60
		混凝土	产量	211.03	204.95	214.44	221.79
			销量	211.03	204.95	214.44	221.79
			价格	431.06	424.71	370.85	366.97
宁夏建材	宁夏、甘肃、内蒙和陕西等地区	水泥熟料	产量	2401.12	2693.71	2781.61	2121.67
			销量	1389.00	1524.19	1586.43	1181.85
			价格	254.64	258.82	265.20	253.68
		混凝土	产量	133.00	177.19	188.46	154.15
			销量	133.00	177.19	188.46	154.15

			价格	321.73	322.67	326.81	322.55
祁连山 控股	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	水泥熟料	产量	3295.09	3908.02	4155.79	3257.06
			销量	1926.57	2266.55	2378.97	1867.46
			价格	275.71	275.69	295.56	280.30
		混凝土	产量	97.88	151.80	160.33	116.10
			销量	97.88	151.80	160.33	116.10
			价格	376.16	381.81	388.63	378.91
中建材投资		水泥熟料	产量	445.46	396.80	2020 年度及 2021 年 1—9 月中 建材投资的水泥业务并入南方 水泥进行统一核算	
			销量	201.48	170.51		
		混凝土	价格	273.68	332.08		
			产量	199.89	205.22		
合计		水泥熟料	产量	61470.19	67268.97	66993.14	49379.43
			销量	36898.30	39124.80	38879.20	28292.46
		混凝土	产量	9599.00	11180.30	11152.63	8211.73
			销量	9599.00	11180.30	11152.63	8211.73

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、宁夏建材和祁连山控股外，中建材投资 2020 年和 2021 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

附件 2 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	576.07	609.19	635.21	642.80
资产总额（亿元）	4373.98	4457.34	4554.56	5033.18
所有者权益（亿元）	1357.77	1509.23	1651.56	1821.73
短期债务（亿元）	1416.95	1161.32	1067.96	/
长期债务（亿元）	831.16	911.17	879.02	/
全部债务（亿元）	2248.11	2072.50	1946.98	/
营业收入（亿元）	2231.83	2574.82	2589.54	1971.80
利润总额（亿元）	202.20	274.78	300.54	274.48
EBITDA（亿元）	447.10	510.78	524.90	--
经营性净现金流（亿元）	485.71	633.49	642.30	237.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.08	5.71	5.58	--
存货周转次数（次）	7.35	9.31	9.31	--
总资产周转次数（次）	0.50	0.58	0.57	--
现金收入比（%）	114.27	115.57	115.48	96.80
营业利润率（%）	29.57	26.92	26.21	23.84
总资本收益率（%）	6.96	7.82	8.24	--
净资产收益率（%）	10.25	12.23	13.12	--
长期债务资本化比率（%）	37.97	37.65	34.74	/
全部债务资本化比率（%）	62.35	57.86	54.10	/
资产负债率（%）	68.96	66.14	63.74	63.81
流动比率（%）	73.30	80.42	81.54	83.32
速动比率（%）	63.99	70.15	70.95	72.11
经营现金流流动负债比（%）	22.93	32.43	33.45	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.52	0.59	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.94	5.22	6.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.03	4.06	3.71	--

注：1. 上表数据为合并口径；2. 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. 2021 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未予以年化；4. 合并口径其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款和租赁负债已计入长期债务；以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债；5. 2018 年、2019 年和 2020 年财务数据分别为 2019 年审计报告期初数、2020 年审计报告期初数及 2020 年审计报告期末数据；6. “/” 为数据未获取，“--” 为计算无意义的数字

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3 公司主要财务数据及指标（本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.85	36.96	25.68	46.65
资产总额(亿元)	1289.39	1262.42	1231.71	1361.35
所有者权益(亿元)	542.96	576.71	590.74	687.23
短期债务(亿元)	196.91	152.69	223.54	330.68
长期债务(亿元)	387.03	447.57	395.76	301.41
全部债务(亿元)	583.94	600.26	619.30	632.09
营业收入(亿元)	0.56	0.96	1.04	0.83
利润总额(亿元)	20.83	74.42	72.64	116.95
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-14.82	-11.52	-23.81	-112.44
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(%)	117.00	115.37	108.31	--
营业利润率(%)	43.91	76.63	57.73	--
总资本收益率(%)	2.19	6.32	6.00	--
净资产收益率(%)	4.54	12.90	12.30	--
长期债务资本化比率(%)	41.62	43.70	40.12	30.49
全部债务资本化比率(%)	51.82	51.00	51.18	47.91
资产负债率(%)	57.89	54.32	52.04	49.52
流动比率(%)	206.44	289.87	250.77	197.26
速动比率(%)	206.44	289.87	250.77	197.26
经营现金流动负债比(%)	-4.13	-4.84	-9.72	--
现金短期债务比(倍)	0.22	0.24	0.11	0.14
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 母公司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；2. 母公司 2021 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未予以年化；3. 2018 年、2019 年和 2020 年财务数据分别为 2019 年审计报告期初数、2020 年审计报告期初数及 2020 年审计报告期末数据；4. “/”为数据未获取，“--”为计算无意义的数字

资料来源：公司提供，联合资信整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 中国建材股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。