信用评级公告

联合〔2021〕7223 号

联合资信评估股份有限公司通过对中国联合水泥集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国联合水泥集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 联合水泥 MTN002”和“20 联合水泥 MTN001”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

二〇二一年七月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国联合水泥集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国联合水泥集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 联合水泥 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 联合水泥 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
20 联合水泥 MTN001	10.00	10.00	2023/08/28
20 联合水泥 MTN002	10.00	10.00	2023/11/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 28 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	V3.0.2001907
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.2001907

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	aa+		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	B	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	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			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
公司为中国建材股份有限公司全资子公司，股东实力雄厚				+1

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国联合水泥集团有限公司（以下简称“公司”或“中联水泥”）的评级反映了公司在股东支持、经营规模和区域市场占有率等方面的优势。跟踪期内，由于水泥价格有所回落，公司营业收入及利润总额小幅下降，但仍保持较好的经营获现能力。同时，联合资信也关注到公司债务负担较重且现金短期债务比较低、非经常性损益对公司利润总额的侵蚀大以及应收账款规模较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

随着水泥行业在市场化优胜劣汰、环保限产以及行业自律的推动下，行业竞争格局得到优化，未来公司骨料产能将进一步提升，整体经营情况有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 联合水泥 MTN001”和“20 联合水泥 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司股东实力雄厚，对公司支持力度大。**中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”）为公司全资股东，实力雄厚。截至2020年底，中建材股份拆借给公司的借款余额为175.80亿元，2020年向公司增资40亿元，对公司资金支持力度大。
2. **公司水泥及混凝土产销规模大，区域市场占有率较高，竞争实力强。**截至2020年底，公司水泥年产能9937.50万吨，熟料年产能7310.00万吨，混凝土年产能2.15亿立方米，产能规模均位居行业前列；山东、江苏和河南为公司的核心利润区，公司在上述市场的区域竞争实力强。
3. **2020 年，公司骨料的年产能、产量及销量均进一步增长，收入和盈利均在较高水平，为公司提供了一定规模的盈利贡献。**2020 年及 2021 年 1—3 月，公司骨料业务收入分别为 27.26 亿元和 3.46 亿元，毛利率分别为 52.69%和 41.40%。

关注

1. **行业周期波动风险；经济环境下行及房地产严控政**

分析师： 刘珺轩
于思远
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

策等方面或将对水泥行业需求造成影响；大宗商品价格上涨，公司成本控制难度加大。水泥行业仍属于产能过剩行业，行业景气度存在一定波动风险。2020年，受整体经济环境及房地产行业调控趋严的影响，水泥行业需求整体有所下滑，大宗商品价格上涨导致公司原材料成本增加。

2. **公司应收账款规模较大，坏账率较高。**截至2020年底，公司应收账款余额为115.08亿元，按预期信用损失模型共计提坏账准备44.86亿元。
3. **公司债务负担较重，现金短期债务比较低。**截至2021年3月底，公司全部债务为463.39亿元；全部债务资本化比率为68.42%；剔除股东借款后现金短期债务比为0.35倍。
4. **公司非经常性损益对公司利润总额的侵蚀大。**2020年，公司资产减值损失10.96亿元，占营业利润的32.59%，信用减值损失15.55亿元，占营业利润的46.24%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	70.42	52.55	63.01	64.02
资产总额（亿元）	802.79	779.38	801.58	807.84
所有者权益（亿元）	163.12	165.89	215.53	213.92
短期债务（亿元）	466.28	418.50	352.77	360.40
长期债务（亿元）	76.98	67.79	95.69	103.00
全部债务（亿元）	543.26	486.29	448.46	463.39
营业收入（亿元）	399.23	505.53	481.04	79.62
利润总额（亿元）	26.89	34.27	31.87	-1.38
EBITDA（亿元）	79.60	87.13	80.94	--
经营性净现金流（亿元）	52.65	108.59	82.76	3.12
营业利润率（%）	31.06	30.49	21.87	18.47
净资产收益率（%）	8.41	9.05	7.80	--
资产负债率（%）	79.68	78.71	73.11	73.52
全部债务资本化比率（%）	76.91	74.56	67.54	68.42
流动比率（%）	53.87	45.49	52.56	52.82
经营现金流动负债比（%）	9.41	20.07	17.52	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.13	0.18	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	2.72	3.31	3.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.82	5.58	5.54	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	496.03	497.06	541.68	553.01
所有者权益（亿元）	70.05	85.48	138.87	137.09
全部债务（亿元）	187.22	164.34	178.53	196.85
营业收入（亿元）	13.07	7.93	3.20	1.10
利润总额（亿元）	0.51	20.01	28.61	-1.79
资产负债率（%）	85.88	82.80	74.36	75.21
全部债务资本化比率（%）	72.77	65.78	56.25	58.95
流动比率（%）	87.51	88.07	113.20	114.47
经营现金流动负债比（%）	1.12	-2.08	0.89	--

注：1.2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2.其他应付款和其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 联合水泥 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/08/21	刘珺轩 尹金泽 于思远	水泥企业信用评级方法/水泥企业主体信用评级模型	阅读全文
20 联合水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/11/06	刘珺轩 尹金泽 于思远	水泥企业信用评级方法/水泥企业主体信用评级模型	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国联合水泥集团有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估股份有限公司

中国联合水泥集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国联合水泥集团有限公司（以下简称“公司”或“中联水泥”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司前身为中国新型建筑材料进出口公司，1999 年经改制成为中国联合水泥有限责任公司，后经多次股权变动及资产重组，于 2006 年成为中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”）全资子公司。此后经过多次增资，截至 2019 年底，公司注册资本为 40 亿元；2020 年 3 月 19 日，中建材股份对公司增资 40 亿元，公司注册资本增加至 80 亿元；截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 80 亿元，中建材股份持有公司 100%股权，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”）。

公司主要经营水泥和混凝土的生产销售。截至2021年3月底，公司合并范围内共有103家子公司；公司内设行政人事部、资产财务部、审计部、战略发展部、运营中心、纪检监察部和党群工作部7个职能部门，同时下设淮海运营管理区、河南运营管理区、内蒙古运营管理区和河北区域管理委员会。

截至 2020 年底，公司资产总额 801.58 亿元，所有者权益合计 215.53 亿元（含少数股东权益 33.81 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 481.04 亿元，利润总额 31.87 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 807.84 亿元，所有者权益合计 213.92 亿元（含少数股东权益 33.57 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 79.62 亿元，利润总额-1.38 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区复兴路 17 号国海广场 2 号楼 18 层；法定代表人：崔星太。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 7 月 13 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。

表 1　截至 2021 年 7 月 13 日公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 联合水泥 MTN001	10.00	10.00	2020-08-28	3 年
20 联合水泥 MTN002	10.00	10.00	2020-11-13	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

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。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），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，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（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

年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，

社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望

加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

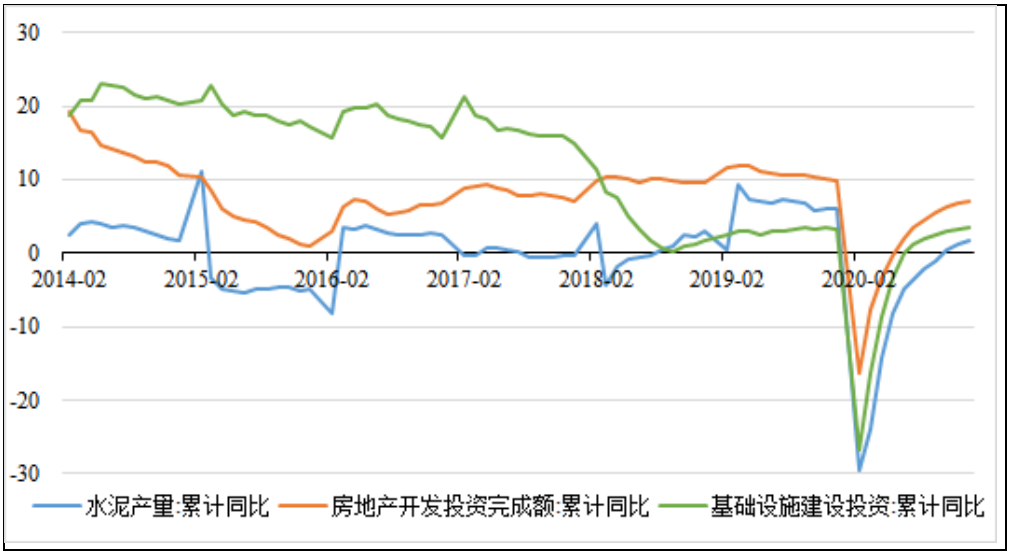
五、行业分析

1. 水泥行业概况

2020 年，水泥产量在新冠疫情影响下仍保持同比小幅增长。水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但水泥行业去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2020 年水泥价格先降后升，区域价格表现有所分化，行业总体效益小幅下滑。

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，中国基础设施建设投资完成额同比增长 3.41%，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。分季度来看，2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产开发投资均出现大幅负增长；但二、三季度，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，中国基建投资和房地产开发投资有所回暖，但房地产开发投资较上年同期仍差距较大；四季度地产开发投资加速回暖。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，全年水泥需求量虽受到一定影响，但仍保持增长。

图 1　2014 年以来中国水泥产量、房地产开发和基础设施建设投资累计同比变动情况（单位：%）



资料来源：Wind

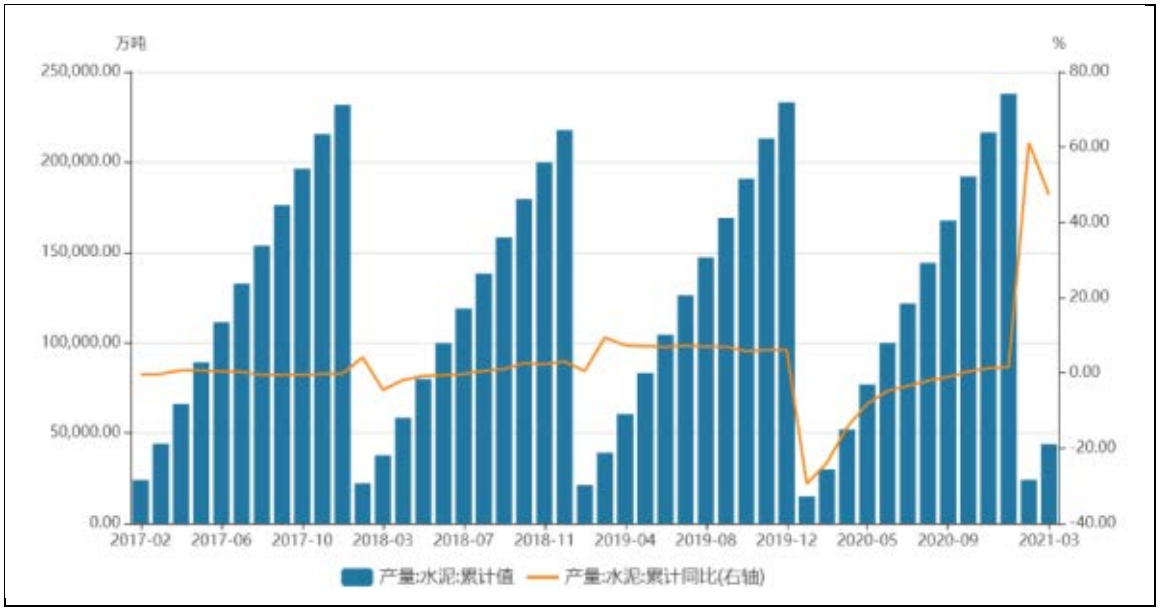
水泥供给方面，据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至 2020 年底，全国新型干法水泥生产线累计共有 1609 条（剔除部分已关停和拆除生产线，不包括日产 700 吨以下规模生产线），设计熟料年产能 18.3 亿吨，实际熟料年产能超过 20 亿吨。2020 年新点火产能项目主要位于贵州、云南等地，较 2019 年略有增加，主要原因是 2020 年新点火的熟料生产线中部分是早期批复延续建设项目或置换非新干水泥产能的项目。另外值得关注的是，部分已经产能置换项目执行中存在“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目。整体看，水泥行业去产能进度缓慢，局部区域供给出现增长。

限产政策方面，2019 年以来，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。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。公告指出山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、宁夏、新疆、河北、湖北、浙江等地陆续发布了 2019－2020 年采暖季水泥行业错峰生产方案，公告发布之后青海、宁夏、内蒙古等地亦发布了行业错峰生产方案，避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。进入 10 月后，2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚战在全国打响，河北、湖南、山东等地已经召开水泥行业差异化错峰生产工作座谈会，对秋冬季节错峰生产进行部署，要求水泥熟料企业落实错峰生产政策。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》，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。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上保持一定压力。

2020 年，全国水泥产量约 23.77 亿吨，同比增长 1.60%，其中一季度水泥产量受疫情影响较大，三四季度随投资力度回升，产量恢复较快。

图 2　2017 年以来中国水泥行业产量及变化情况



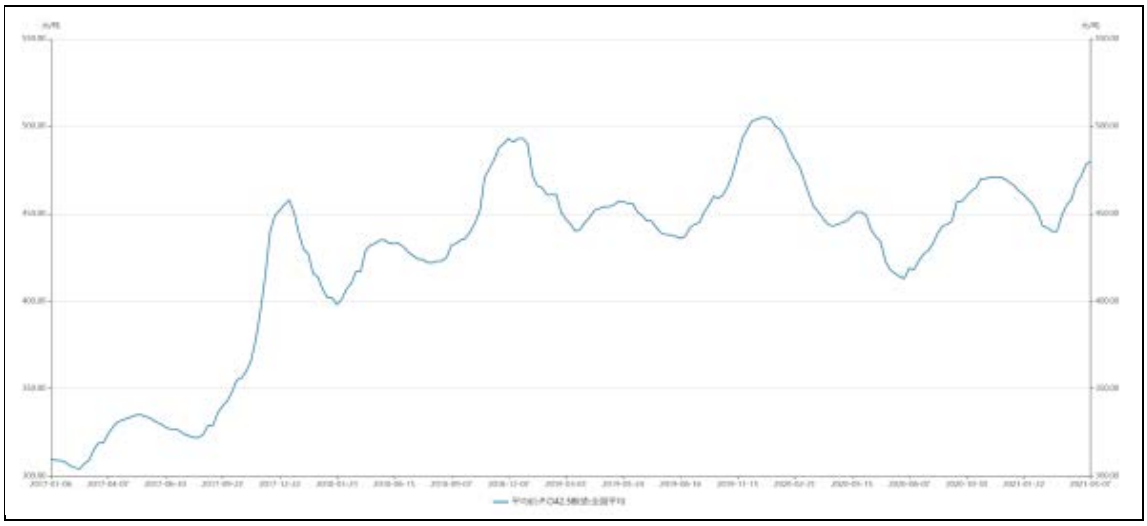
资料来源：Wind

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。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。截至 2021 年 3 月底，全国水泥（P.O42.5 散装）均价 449 元/吨，基本恢复至 2020 年同期水平。

从各区域情况来看，西北地区和中南地区 2020 年水泥价格涨幅在全国六大区中领先，全年均价同比增长 14.7%和 8.3%。华北地区水泥价格表现相对平稳，全年均价小幅下滑。华东地区水泥价格 2020 年受疫情、天气等因素影响波动幅度较大，全年均价同比下降 0.3%。西南地区和东北地区水泥价格同比分别下跌 8.0%和 5.0%，主要系需求减弱因素所致，西南地区也受到产能增加影响。

行业效益方面，2020 年水泥行业全年实现水泥销售收入 9960 亿元，同比下降 2.2%；利润 1833 亿元，同比下降 2.1%。

图 3　2017 年以来全国水泥（P.O42.5 散装）周均价走势图



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。

煤炭价格方面，2020 年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于 2019 年。2021 年 1 月至 2 月初，煤炭价格继续走高。截至 2021 年 2 月 10 日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 641 元/吨、1284 元/吨、1106 元/吨和 950 元/吨，较 2020 年底分别上升 13.45%、6.46%、13.67%和 5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至 2021 年 3 月 31 日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分别回落至 566 元/吨、1277 元/吨和 1039 元/吨。

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较高自给率的石灰石资源，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

预计水泥需求短期内维持平台期，但需关注地产调控和逆周期调节政策力度调整对水泥需求带来的影响。

2021 年是中国“十四五”计划的开局之年，是全面建成小康社会的关键时期，基建投资有望维持增长；房地产市场仍具韧性，从前期土地成交情况和房企加快回笼资金意愿来看，施工整体有望延续增长趋势，对水泥需求形成一定支撑。

但仍应关注到，随着“三道红线”“贷款集中管理”和“集中供地”等政策的推出，地产行业供给侧调控力度仍在加大，房企投资将更加谨慎。而随着中国经济逐步恢复正常，政府的逆周期调节政策力度或将逐步减弱。上述两方面的政策力度调整均可能对未来水泥需求走势产生重要影响。

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”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，要求项目建设地省级主管部门负责监督新建项目方案的落实和督促组织查验并公布装置的实际产能，并由工信部组织抽查各地公告的产能置换方案执行情况，对各区域水泥产能置换有一定规范作用。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，产能置换比例分别为1.5:1。

2020年9月，工信部发布了《建材工业智能制造数字转型行动计划（2021－2023年）》的通知（工信厅原〔2020〕39号），提出水泥行业要重点形成数字规划设计、智能工厂建设、自动采选配矿、窑炉优化控制、磨机一键启停、设备诊断运维、生产远程监控、智能质量控制、能耗水耗管理、清洁包装发运、安全环保、固废协同处置等集成系统解决方案，并在组织领导、政策支持、人才保障和经营环境等方面加强相关保障措施。

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。

六、基础素质分析

1．产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，控股股东为中建材股份，实际控制人为国务院国资委。

2．企业规模和竞争力

公司水泥熟料产能位居行业前列，规模优势突出，区域竞争实力强。

截至2021年3月底，公司在产水泥熟料生产线61条。其中，5000吨以上生产线22条，4000吨级生产线9条，3200吨级生产线5条，1000~2500吨级生产线25条，均为新型干法生产线，日产能达23.55万吨，产能全国排名第六。

公司是中国水泥行业区域龙头企业之一，具有很强的规模优势。经过多年经营积累以及对地区水泥行业的不断整合，公司在淮海地区（山东、江苏）和河南奠定了很强的市场基础，区域竞争优势明显。

3．股东支持

公司为中建材股份全资子公司，在管理和资金方面可获得强有力的外部支持。

中建材股份为公司的全资股东，自身实力雄厚。中建材股份为全球最大的水泥生产商、全球最大的商品混凝土生产商、全球最大的石膏板生产商、中国最大的风机叶片制造商，国际领先的玻璃和水泥生产线设计及/或工程总承包服务供应商。截至2020年底，中建材股份水泥产能约5.14亿吨/年、混凝土产能达4.50亿立方米/年、石膏板产能达28.24亿平方米/年。2020年，中建材股份实现营业收入2589.54亿元，利润总额300.54亿元。

中建材股份除通过委派高级管理人员介入公司的经营管理，在资金方面也给予了公司大量支持。2018－2020年底，中建材股份拆借给公司的借款余额分别为205亿元、192亿元和175.80亿元。

4．企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示，截至2021年7月2日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司核心管理人员与管理体制未发生变化。

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化，目前公司高管及核心技术人员稳定，公司主要管理制度未发生变化。

八、重大事项

中建材股份水泥资产建议重组事项可能导

致公司股权结构发生变化，但公司实际控制人仍将为国务院国资委。

2020 年 7 月 24 日，公司控股股东中建材股份发布《水泥资产建议重组》的公告（以下简称“公告”），公告显示为推动解决中建材股份下属子公司之间的同业竞争，中建材股份已与下属子公司新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山水泥”）（股票代码：000877.SZ）针对一项建议出售事宜签订合作意向书。中建材股份拟向天山水泥出售中国建材的若干水泥资产业务（以下简称“标的资产”）。建议重组的标的资产具体范围尚在论证中，正在论证中的标的资产包括中国建材下属子公司中联水泥、南方水泥、北方水泥有限公司、西南水泥和中材水泥有限责任公司（以下简称“中材水泥”）的股权以及中建材股份下属子公司中建材投资有限公司持有的若干水泥资产。2020 年 8 月 7 日，中建材股份于天山水泥订立示意性协议，有关中建材股份出售其于各标的公司的股权，代价为天山水泥发行予中建材股份的股份。标的公司包括中联水泥、南方水泥、西南水泥和中材水泥。

2021 年 3 月 3 日，天山水泥发布《新疆天山水泥股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，显示天山股份拟向中建材股份等交易对方发行股份及支付现金收购中联水泥 100.00%的股权、南方水泥 99.9274%的股权、西南水泥 95.7166%的股权和中材水泥 100.00%的股权，同时拟向不超过三十五名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金。2021 年 3 月 31 日，公司获悉其收到国务院国有资产监督管理委员会下发的《关于新疆天山水泥股份有限公司资产重组及配套融资有关事项的批复》（国资产权〔2021〕138 号），国务院国有资产监督管理委员会原则同意本次交易正式方案。2021 年 4 月 1 日，公司召开 2021 年第二次临时股东大会，审议通过了本次交易的相关议案。

公司与河南投资集团有限公司成立合营公司后，对河南区域水泥市场的控制力将大幅提升。

2021 年 5 月 24 日，中建材股份发布公告，称公司与河南投资集团有限公司（简称“河南投资”）重新订立经修订及重列合作协议，成立合营公司，公司将以持有的中联水泥标的公司股权向合营公司注册资本认缴出资 60 亿元，占合营公司注册资本的 60%，河南投资将以投入经资产再评估的注资资产的形式，向合营公司注册资本认缴出资 40 亿人民币，占合营公司注册资本的 40%。双方用于出资的资产作价超出各自认缴的注册资本部分，将计入合营公司的资本公积。为使资本公积出资与注册资本比例一致，公司应以现金方式追缴相应的金额出资（预计 8.29 亿元）。

该合营公司名称为河南中联同力材料有限公司，河南投资应注入资产 40 亿元，截至 2021 年 6 月底尚未完成工商变更和资产注入工作。

九、经营分析

1．经营概况

公司主营业务为水泥、熟料和混凝土的生产和销售。跟踪期内，受水泥价格回落影响，公司的营业收入和毛利率均有所下降。

公司主营业务为水泥、熟料和混凝土的生产和销售。2020 年，随着主要产品销售价格回落，公司实现营业收入 481.04 亿元，较 2019 年下降 4.84%；毛利率 23.12%，较 2019 年下降 8.68 个百分点。

收入构成方面，公司主要收入来源为水泥和混凝土。2020 年，公司水泥销售、熟料收入和混凝土及其他销售占比较 2019 年变化不大。此外，骨料业务作为公司未来重点发展方向之一，为公司提供了稳步增长的现金流。

毛利率方面，受水泥价格回落影响，2020 年水泥和熟料毛利率较上年均大幅下降；公司混凝土业务也受销售价格下降和作为原材料的水泥价格降低的综合影响而有所下降。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 79.62 亿元，同比增长 49.33%；综合毛利率为 20.02%，同比下降 8.48 个百分点。

表 3　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	183.51	45.96	34.00	215.90	42.71	34.70	199.52	41.48	22.98	34.33	43.12	19.60
熟料	36.54	9.15	31.03	37.64	7.45	35.12	33.29	6.92	22.73	2.55	3.20	16.30
骨料	10.37	2.60	61.11	19.44	3.85	56.43	27.26	5.67	52.69	3.46	4.35	41.10
混凝土及其他	168.82	42.29	29.20	232.55	46.00	28.23	220.97	45.94	19.30	39.27	49.32	18.80
合计	**399.23**	**100.00**	**32.41**	**505.53**	**100.00**	**31.80**	**481.04**	**100.00**	**23.13**	**79.62**	**100.00**	**20.02**

注：1. 公司混凝土及其他业务收入主要来源于混凝土销售，因公司未进一步细分，因此将少量其他业务归为混凝土业务中；2. 其他业务包括石灰石、骨料、石子和粉煤灰等销售，占比很小；3. 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
资料来源：公司提供

2．水泥及熟料业务

（1）生产经营

公司水泥及熟料生产规模大，区域市场占有率较高；受行业整体产能过剩以及环保限产等因素影响，公司水泥及熟料产能利用率仍较低。

公司是国家重点支持的十二家全国性大型水泥企业集团之一，业务范围集中于华东地区和中南地区。其中，淮海地区（山东、江苏）和河南等地是公司熟料及水泥产品主产地，也是公司核心利润区。

截至 2021 年 3 月底，公司在产水泥熟料生产线 61 条。其中，5000 吨以上生产线 22 条，4000 吨级生产线 9 条，3200 吨级生产线 5 条，1000~2500 吨级生产线 25 条，均为新型干法生产线，日产能达 23.55 万吨，全国排名第六。

表 4　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司水泥及熟料产能/产量情况（单位：万吨，%）

产品	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
水泥年产能	10600.00	10600.00	9937.50	9937.50
水泥产量	5771.90	6351.06	6359.11	1073.45
其中：P.C32.5	1247.91	1084.45	842.66	127.06
P.O42.5	4145.98	4744.51	4846.15	835.55
P.O52.5	378.01	522.11	670.31	110.83
水泥产能利用率	54.45	59.92	63.99	43.21（年化）
熟料年产能	7624.00	7624.00	7310.00	7310.00
熟料年产量	5097.00	5502.63	5518.87	572.13
熟料产能利用率	66.85	72.18	75.50	31.31（年化）

资料来源：公司提供

跟踪期内，受产能减量置换项目影响，公司水泥及熟料产能小幅下降，2020 年，公司水泥产能利用率为63.99%，同比上升4.07个百分点。2020 年公司熟料产量为 5518.87 万吨，同比变化不大，产能利用率为 75.50%，同比上升 3.32 百分点。

2021 年 1－3 月，公司水泥产量为 1073.45 万吨，产能利用率为 43.21%（年化）；公司熟料产量为 572.13 万吨，产能利用率为 31.31%（年化），一季度产能利用率较低主要系春节及疫情影响。

（2）原材料采购

2020 年，公司煤炭采购价格有所下降，石灰石采购价格有所上升。2021 年一季度，公司主要原燃料采购价格大幅上升，对公司成本控制造成压力。

水泥生产主要原燃材料包括煤、电和石灰石。其中，煤电合计约占生产成本的 60%，石灰石和混合材料约占生产成本的 20%。

表 5　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司原材料采购量及采购价格（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
煤炭	采购量	708.00	729.00	711.00	90.00
	采购均价	621.24	626.08	576.15	693.00
石灰石	采购量	4796.00	5641.00	5962.00	401.00
	采购均价	18.13	21.54	24.99	42.00
硅铝质材料	采购量	661.00	754.00	828.00	115.00
	采购均价	38.23	49.38	51.99	46.49
铁质材料	采购量	249.00	296.00	317.00	37.00
	采购均价	41.33	49.55	52.92	53.00
混合材	采购量	669.71	439.00	361.00	55.00
	采购均价	84.16	90.78	112.72	81.00
石膏	采购量	265.00	292.00	372.00	59.00
	采购均价	46.60	40.65	50.76	51.34

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，公司煤炭通过区域管理中心统一招标采购，目前供货渠道以贸易商采购为主，直采为辅。2020 年，公司煤炭采购量较 2019 年小幅下降；2020 年采购价格下降至 576.15 元/吨，2021 年 1－3 月采购价格大幅回升至 693.00 元/吨。煤炭价格的回升使公司的成本控制压力有所增加。

截至 2020 年底，公司共拥有配套石灰石储量 20 亿吨，石灰石自有与外购的比例约为 3：1。2020 年，公司石灰石采购数量较 2019 年增长 5.69%；采购价格上涨较快，2020 年同比上升 16.02%，2021 年 1－3 月，石灰石采购价格由于市场价格变动进一步上升至 42.00 元/吨。

水泥生产中的其他辅材主要由区域企业地采为主，采购价格和数量相对较低，对水泥成本的影响较小。

（3）产品销售

跟踪期内，公司水泥和熟料销量有所增长；水泥和熟料价格均受市场价格下行因素影响有所下降。公司在山东和河南地区的产能规模和市场占有率均处于较高水平。

公司采取“直销为主、分销为辅”的销售渠道模式，其中直销占比 70%，供应对象主要为重点基建、房产项目工程和搅拌站等；分销占比 30%，供应对象主要为农村等地区经销商。公司水泥和熟料销售结算方式采用以“现款交易为主，赊销和预收为辅”的结算模式；回款结算方式现金及银票占比约为 35%：65%。

表 6　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
水泥	产量	5772.00	6351.06	6359.11	1073.45
	对外销售量	5243.00	5652.10	5698.80	980.30
	销售均价	350.00	381.98	354.00	359.00
熟料	产量	5097.00	5502.63	5518.87	572.13
	对外销售量	1260.00	1198.30	1203.50	92.30
	销售均价	290.00	321.00	277.00	284.00

资料来源：公司提供

2020 年，水泥和熟料的销售均价均较 2019 年有所下滑，主要系疫情影响所致。2021 年 1－3 月，公司水泥和熟料销售价格均小幅增长。

表 7　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司水泥销售收入区域占比情况（单位：%）

区域	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
淮海	69.00	72.00	71.80	75.90

河南	22.00	20.00	23.60	23.30
内蒙	4.00	5.00	4.50	0.80
河北	5.00	3.00	--	--

注：2020 年起河北地区销售收入并入河南地区计算
资料来源：公司提供

2020 年，公司水泥销售收入主要来自淮海（江苏和山东）和河南区域，收入占比合计 95.40%左右。内蒙区域收入占比较小。

公司在目标市场的竞争对手主要为全国型或区域型大企业。公司在山东区域的主要竞争对手为中国山水水泥集团有限公司和山东泉兴水泥有限公司；河南区域为河南同力水泥股份有限公司和郑州天瑞水泥有限公司；江苏安徽区域为安徽海螺水泥股份有限公司和江苏金峰水泥集团有限公司；河北、内蒙古区域为唐山冀东水泥股份有限公司和内蒙古蒙西水泥股份有限公司等。公司在山东和河南地区的产能规模分别为 4607 万吨和 1696 万吨；市场占有率分别为 55%和 45%。公司在山东和河南地区的产能规模和市场占有率均处于较高水平。

3. 混凝土

受行业产能过剩和竞争激烈影响，公司混凝土产能利用率水平很低，跟踪期内继续下降。公司混凝土销售存在一定账期，应收账款规模较大。

公司商品混凝土储存时间短，采用以销定产方式安排生产，产销率维持在 100%。2020 年，公司混凝土产量为 4592.30 万立方米，较 2019 年小幅减少。截至 2020 年底，公司混凝土年产能约 21535.00 万立方米，为加强部分核心区域控制，年产能大幅提高。2020 年，受行业产能过剩和竞争激烈影响，公司商品混凝土产能利用率为 21.32%，较 2019 年下降 4.71 个百分点，平均产能利用率很低。2021 年 1－3 月，公司混凝土产能利用率为 14.74%（年化），同比小幅增长 1.78 个百分点；混凝土销售价格较 2020 年进一步下降。

表 8　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司混凝土产能/产量/销量情况（单位：万立方米、元/立方米）

混凝土	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
年产能	18250.00	18250.00	21535.00	21535.00
产量	3685.00	4750.80	4592.30	793.40
销量	3685.00	4750.80	4592.30	793.40
销售均价	438.00	471.20	465.30	459.80

资料来源：公司提供

混凝土行业具有高垫资的特点，应收账款规模较大公司混凝土销售结算方式中预付及现销占 17%、赊销占 83%，赊销平均收款周期 1~3 个月。公司混凝土业务主要销售区域集中在山东、江苏及河南等主要核心利润区。

4. 骨料业务

骨料业务作为公司未来的重点发展方向，毛利率水平高，有望成为公司新的利润增长点。2020 年，公司骨料的年产能、产量及销售量均进一步增长。

骨料业务是公司未来的重点发展方向。截至 2021 年 3 月底，公司骨料年产能为 10320 万吨。2020 年公司新购采矿权支出约 8 亿元，预计建成后骨料年产量将达 1 亿吨。

表 9　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司骨料产能/产量/销量情况（单位：万吨、元/吨）

骨料	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
年产能	4050.00	7053.00	10320.00	10320.00
产量	3026.00	5500.20	7224.16	1215.35
外部销售量	1921.00	3203.40	4982.00	690.30
销售价格	54.00	60.00	55.00	50.00

资料来源：公司提供

表 10　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司骨料销售收入区域占比情况（单位：%）

区域	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
淮海	64.50	64.50	91.90	91.70
河南	31.50	31.50	4.60	3.60
北京新航	4.00	4.00	3.50	4.70

资料来源：公司提供

2020 年，公司骨料的年产能及产量均有所增长，产能利用率 70.00%；骨料对外销售量较 2019 年进一步增长，实现收入 27.26 亿元，同比增长 40.23%；毛利率为 52.69%，同比下降 3.74 个百分点。截至 2021 年 3 月底，公司骨料

产能较 2020 年底保持不变；2021 年 1－3 月，公司骨料业务实现收入 3.46 亿元，为 2020 年骨料收入的 12.69%；毛利率为 41.10%，同比下降 18.54 个百分点，主要系销售价格降低所致，毛利率仍处于较高水平。

5. 经营效率

跟踪期内，公司存货周转次数和总资产周转次数有所下降，在同行业中销售债权周转次数仍处于较低水平；公司整体经营效率尚可。

2020 年，公司销售债权周转次数较 2019 年有所增长，存货周转次数和总资产周转次数较 2019 年均有所下降。

公司销售债权周转次数在对标四家企业中表现较差，主要系混凝土销售规模大所致；存货周转次数和总资产周转次数表现良好，公司整体经营效率尚可。

表 11　同行业企业 2020 年经营效率指标对比

公司名称	销售债权周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
冀东水泥	8.01	14.54	0.62
西南水泥	35.11	9.32	0.43
南方水泥	5.83	5.86	0.78
公司	**4.20**	**10.02**	**0.61**

注：冀东水泥为“唐山冀东水泥股份有限公司”简称，西南水泥为“西南水泥有限公司”简称，南方水泥为“南方水泥有限公司”简称
资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 未来发展

公司未来投资主要是针对设备的技术改造和支付前期并购的后续款项，并着力于提高骨料业务的经营规模和市场竞争力。

截至 2021 年 3 月底，公司在建项目主要为下属子公司产能置换技改工程，每年将保持一定规模的资本投入。

公司在水泥领域未来投资主要是针对设备的技术改造和支付前期并购的后续款项，对现有的水泥产能和商品混凝土产能进行存量盘整，提高效率；围绕核心利润区进行骨料布点，重点在混凝土产能集中的区域建设，以及在淮海和河南区域建设骨料生产线，提高骨料业务的经营规模和市场竞争力。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2020 年，公司合并范围因注销减少 5 家子公司，因投资设立增加 3 家子公司，同一控制下合并增加 1 家子公司，非同一控制下合并增加 1 家子公司。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内共有 103 家子公司，合并范围变化对财务数据影响不大，财务可比性强。

截至 2020 年底，公司资产总额 801.58 亿元，所有者权益合计 215.53 亿元（含少数股东权益 33.81 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 481.04 亿元，利润总额 31.87 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 807.84 亿元，所有者权益合计 213.92 亿元（含少数股东权益 33.57 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 79.62 亿元，利润总额-1.38 亿元。

2. 资产质量

公司资产规模大，构成以非流动资产为主，非流动资产中固定资产占比高；应收账款和其他应收款综合账龄较长；规模较大的应收类款项和商誉对公司资产质量或产生一定不利影响。

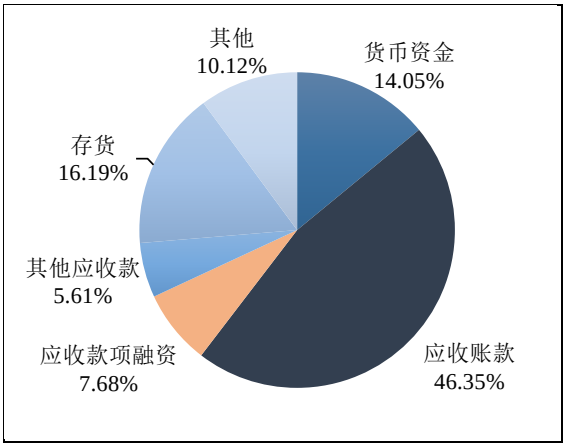
截至 2020 年底，公司资产总额 801.58 亿元，较 2019 年底增长 2.85%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 30.97%，非流动资产占 69.03%，非流动资产占比较高。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 248.28 亿元，较 2019 年底增长 0.84%，较 2019 年底变化不大。公司流动资产构成情况如图 4 所示。

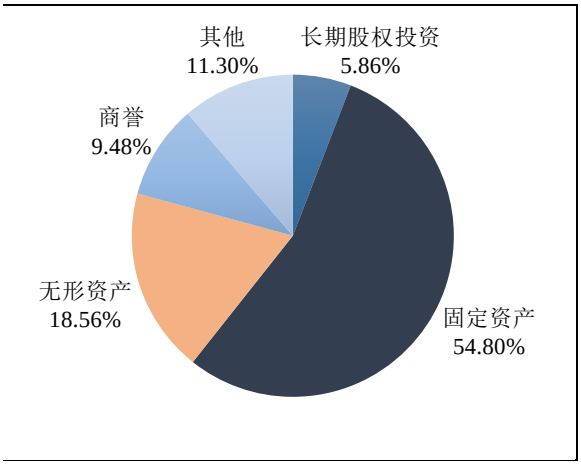
截至 2020 年底，公司货币资金 34.87 亿元，较 2019 年底增长 56.38%，主要系 2020 年发行债券所致。货币资金中有 6.92 亿元受限资金，受限比例为 19.85%，受限比例较高。

图 4　截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

图 5　截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司应收账款 115.08 亿元，较 2019 年底增长 3.30%。从账龄分类看，一年以内占 52.35%、1~2 年（含 2 年）占 22.04%、2~3 年（含 3 年）占 9.64%、3 年以上占 15.97%。按预期信用损失模型共计提坏账准备 44.86 亿元，计提比例 38.98%。

截至 2020 年底，公司应收款项融资 19.06 亿元，较 2019 年底下降 20.68%，主要是应收票据。

截至 2020 年底，公司其他应收款 13.93 亿元，较 2019 年底下降 29.76%，主要系计提坏账增加所致。从账龄分类看，一年以内占 23.75%、1~2 年（含 2 年）占 16.97%、2~3 年（含 3 年）占 14.22%、3 年以上占 45.06%。2020 年，对其他应收款累计计提坏账 37.18 亿元，计提金额较大。其他应收款对资金形成占用且存在一定回收风险。

截至 2020 年底，公司存货 40.19 亿元，较 2019 年底增长 19.48%，主要系原材料增长所致。存货主要由原材料、自制半成品及在产品、库存商品和周转材料构成，累计计提跌价准备 0.60 亿元，计提比例为 1.47%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 553.31 亿元，较 2019 年底增长 3.78%，公司非流动资产构成情况如图 5 所示。

截至 2020 年底，公司固定资产账面价值 303.21 亿元，较 2019 年底下降 1.27%，较 2019 年底变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 212.30 亿元；固定资产成新率 57.40%，成新率一般。

截至 2020 年底，公司无形资产 102.72 亿元，较 2019 年底增长 39.11%，主要系采矿权增长所致。公司无形资产主要由采矿权和土地使用权构成，累计摊销 21.56 亿元，计提减值准备 0.09 亿元。

截至 2020 年底，公司商誉 52.44 亿元，较 2019 年底下降 16.33%，主要系减值准备增加所致。公司商誉主要是收购区域水泥和商混企业所形成，公司对商誉的会计处理方式为按照“业务板块”和“从协同效应中受益的资产组或资产组合所处区域”的方式分配至相关的资产组或资产组组合，对商誉不摊销，并于每年年度终了进行减值测试。2020 年底，公司商誉累计计提减值准备 11.42 亿元，其中 2020 年公司商誉计提减值 8.02 亿元，本期新增商誉减值准备系按会计准则正常计提减值。公司商誉规模较大，存在一定减值风险。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 807.84 亿元，较 2020 年底变化不大。其中，流动资产占 31.00%，非流动资产占 69.00%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较 2020 年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产 8.89 亿

元，全部为银行承兑汇票保证金。资产受限规模很小。

3. 资本结构

（1）所有者权益

随着股东增资到位，公司资本实力有所增强。整体看，公司权益稳定性尚可。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 215.53 亿元，较 2019 年底增长 29.92%，主要系实收资本大幅增长至 80.00 亿元所致；归属于母公司所有者权益为 181.72 亿元，占所有者权益 84.31%；实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占所有者权益 37.12%、0.97%、3.08%和 42.95%；少数股东权益为 33.81 亿元，较 2019 年底增长 51.51%。公司资本实力较 2019 年有所增强，权益稳定性有所改善。

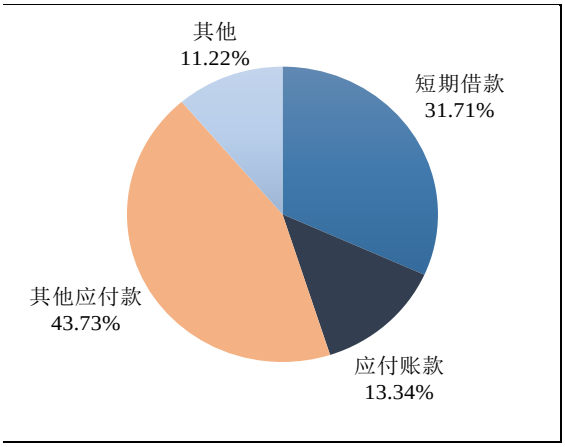
截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 213.92 亿元，较 2020 年底变化不大。

（2）负债

公司负债以流动负债为主，截至 2020 年底，公司有息债务规模较 2019 年底有所减少，短期债务占比略有下降，债务结构有所改善，但债务负担仍较重，存在一定短期偿债压力。考虑到短期债务中有较大规模的无固定期限股东借款，公司实际短期偿债压力仍属可控。

截至 2020 年底，公司负债总额 586.05 亿元，较 2019 年底下降 4.47%。其中，流动负债占 80.60%，非流动负债占 19.40%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

图 6　截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司流动负债 472.33 亿元，较 2019 年底下降 12.72%，主要系短期借款、其他应付款和其他流动负债下降所致。公司流动负债构成如图 6 所示。

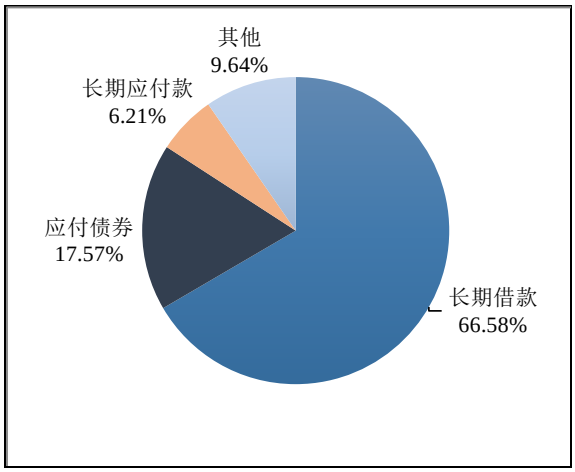
截至 2020 年底，公司短期借款 149.78 亿元，较 2019 年底下降 9.63%，主要系保证借款减少所致。从构成看，信用借款占 58.42%，保证借款占 41.14%，抵押借款占 0.44%。

截至 2020 年底，公司应付账款 63.02 亿元，较 2019 年底增长 14.75%，应付账款账龄以一年以内（占 83.43%）为主。

截至 2020 年底，公司其他应付款 206.56 亿元，较 2019 年底下降 10.38%，主要为向中建材股份的拆借款。其中向中建材股份拆借资金余额为 175.80 亿元，较 2019 年底减少 16.20 亿元。公司向母公司拆借资金为无固定期限资金，偿还期限由双方自主协商确定。

截至 2020 年底，公司非流动负债 113.72 亿元，较 2019 年底增长 57.25%，主要系 2020 年公司发行债券导致应付债券增长所致。公司非流动负债构成如图 7 所示。

图 7　截至 2020 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

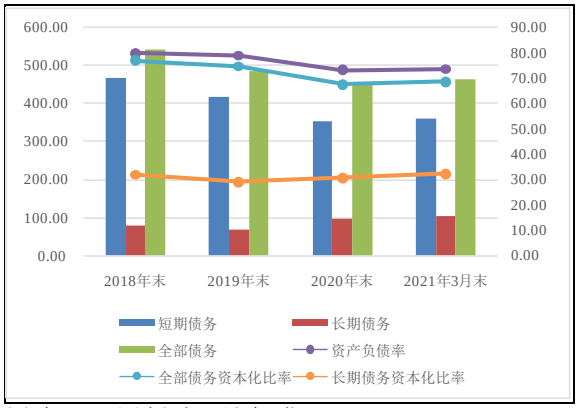
截至 2020 年底，公司长期借款 75.71 亿元，较 2019 年底增长 23.18%，主要系信用借款增长所致；长期借款主要由保证借款（66.04%）和信用借款（33.69%）构成。

截至 2020 年底，公司新增应付债券 19.98 亿元，为公司发行的“20 联合水泥 MTN001”和“20 联合水泥 MTN002”。

截至 2020 年底，公司长期应付款 7.06 亿元，较上年底大幅增长 328.01%，主要系矿山购买款计入所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 448.46 亿元，较 2019 年底下降 7.78%，其中，短期债务 352.77 亿元（占 78.66%），长期债务 95.69 亿元（占 21.34%），短期债务占比较 2019 年底有所下降。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 73.11%、67.54%和 30.75%，较 2019 年底分别下降 5.60 个百分点、下降 7.02 个百分点和提高 1.74 个百分点。公司债务结构有所改善，但债务负担较重。去除股东借款后短期债务占全部债务的 64.91%；若将股东借款计入长期借款，则短期债务占全部债务的 39.46%。

图 8　2018－2020 年末及 2021 年 3 月底公司债务情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 593.92 亿元，较 2020 年底增长 1.34%，较 2020 年底变化不大。其中，流动负债占 79.82%，非流动负债占 20.18%。公司以流动负债为主，负债结构较 2020 年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 463.39 亿元，较 2020 年底增长 3.33%，其中，短期债务 360.40 亿元（占 77.77%），长期债务 103.00 亿元（占 22.23%），较 2020 年底增长 7.64%。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.52%、68.42%和 32.50%，较 2020 年底分别提高 0.41 个百分点、提高 0.88 个百分点和提高 1.75 个百分点。从期限结构上看，公司短期债务占比仍较高，但短期债务中股东借款规模较大且无固定偿还期限。去除股东借款后短期债务为 184.60 亿元，占全部债务的 64.19%；若将股东借款计入长期借款，则短期债务占全部债务的 39.83%。截至 2021 年 3 月底，公司将于 2021 年到期的有息债务占比较大，公司或有一定集中兑付压力。

表 12　截至 2021 年 3 月底公司有息债务到期分布情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年	2024 年及以后	合计
短期借款	158.99	--	--	--	**158.99**
一年内到期的非流动负债	6.67	--	--	--	**6.67**
其他应付款中的有息部分	--	--	--	177.50	**177.50**
长期借款	--	5.20	77.87	--	**83.07**
应付债券	--	--	19.93	--	**19.93**
合计	**165.66**	**5.20**	**97.80**	**177.50**	**446.16**
占比	**37.13**	**1.17**	**21.92**	**39.78**	**100.00**

注：1. 表格中不含应付票据；2. 其他应付款中的有息部分为股东借款，公司可长期持有；3. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

随着水泥价格回落，公司营业收入和利润总额均有所下降，但仍维持在较高水平；公司期间费用和非经常性损益对公司利润总额的侵蚀大。

2020 年，公司实现营业总收入 481.04 亿元，同比下降 4.84%，主要系 2020 年受市场环境因素影响，主产品由高价位回落所致；同期，公司营业成本 369.80 亿元，同比增长 7.26%，主要系原材料价格上涨所致；同期，公司利润总额 31.87 亿元，较 2019 年下降 7.00%，主要系毛利率下降所致。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 55.13 亿元，同比下降 36.66%，主要系会计准则变动，运费计入成本导致销售费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 16.03%、41.44%、4.90%和 37.63%。2020 年，公司期间费用率为 11.46%，同比下降 5.76 个百分点，公司费用控制能力有所增强，但期间费用对营业利润的侵

蚀仍较大。

2020 年公司资产减值损失 10.96 亿元，较 2019 年变化不大；信用减值损失 15.55 亿元，同比下降 49.35%，主要是应收账款和其他应收款计提的信用减值损失。2020 年，公司非经常性损益对利润总额的侵蚀大。

从各项盈利指标来看，2020 年，公司营业利润率为 21.87%，同比下降 8.62 个百分点；公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.65%和 7.80%，同比分别下降 0.58 个百分点和下降 1.26 个百分点。与同行业企业相比，公司盈利指标处于相对较低水平。

表 13　2020 年同行业公司盈利能力对比情况

（单位：%）

公司名称	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
唐山冀东水泥股份有限公司	33.55	12.75	17.24
西南水泥有限公司	25.03	4.64	5.73
南方水泥有限公司	30.76	16.94	29.70
中国联合水泥集团有限公司	**21.87**	**6.65**	**7.80**

注：总资产报酬率=息税前利润/资产平均总额*100%
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 79.62 亿元，同比增长 49.33%，主要系 2020 年一季度受疫情影响公司收入减少所致。2021 年 1－3 月，公司实现利润总额-1.38 亿元，经营亏损，主要系处于水泥行业淡季且成本大幅上升所致；营业利润率为 18.47%，同比下降 8.58 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营获现情况良好，由于水泥价格回落，公司经营性净现金流有所下降，但仍可以覆盖当期投资活动现金净流出；公司筹资活动持续现金净流出，资金周转压力一般。

表 14　公司现金流量情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	478.12	565.42	519.00	81.88
经营活动现金流出小计	425.46	456.83	436.24	78.76
经营现金流量净额	**52.65**	**108.59**	**82.76**	**3.12**
投资活动现金流入小计	0.80	21.31	60.33	0.04
投资活动现金流出小计	28.64	53.42	108.00	6.01
投资活动现金流量净额	**-27.84**	**-32.11**	**-47.67**	**-5.97**
筹资活动前现金流量净额	**24.82**	**76.48**	**35.09**	**-2.85**
筹资活动现金流入小计	365.49	405.21	553.38	84.34
筹资活动现金流出小计	376.52	490.74	576.77	80.76
筹资活动现金流量净额	**-11.03**	**-85.53**	**-23.39**	**3.58**
现金收入比	116.50	110.18	106.34	99.91

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 519.00 亿元，同比下降 8.21%，主要系主产品价格回落所致；经营活动现金流出 436.24 亿元，同比下降 4.51%。2020 年，公司经营活动现金净流入 82.76 亿元，同比下降 23.79%。2020 年，公司现金收入比为 106.34%，同比下降 3.84 个百分点，但收入实现质量仍属良好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 60.33 亿元，同比增长 183.09%，主要系“19 中联 1A”“19 中联 1B”循环购买所致；投资活动现金流出 108.00 亿元，同比增长 102.17%，主要系“19 中联 1A”“19 中联 1B”循环购买所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 47.67 亿元，净流出额同比增长 48.46%。

筹资活动前现金流量净额方面，2020 年，公司筹资活动前现金流量净额较 2019 年大幅下降但维持为正，筹资压力较小。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 553.38 亿元，同比增长 36.56%，主要系周转贷款增加所致；筹资活动现金流出 576.77 亿元，同比增长 17.53%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流出 23.39 亿元，净流出额同比下降 72.65%。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流量持续净流入；公司投资活动现金净流出规模增长，主要系购买采矿权和理财投资增加所致；公司筹资活动现金流量净额由负转正。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能

力指标表现尚可，面临一定短期支付压力。考虑到公司为中建材股份全资子公司，中建材股份对公司提供的外部支持强，公司整体偿债能力极强。

表 15　公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	53.87	45.49	52.56
	速动比率（%）	48.16	39.28	44.06
	经营现金流动负债比（%）	9.41	20.07	17.52
	现金类资产/短期债务（倍）	0.15	0.13	0.18
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	79.60	87.13	80.94
	全部债务/EBITDA（倍）	6.82	5.58	5.54
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.72	3.31	3.90

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别较2019年底提高7.07 个百分点和 4.78 个百分点，流动资产对流动负债的保障程度较弱。公司现金短期债务比小幅增长，但现金类资产仍不可覆盖短期债务。考虑到短期借款中股东借款占比较高，截至2020 年底，剔除股东借款后现金短期债务比为0.23 倍；截至 20213 月底，剔除股东借款后现金短期债务比为 0.35 倍。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 80.94 亿元，同比下降 7.10%；EBITDA 对利息的覆盖程度较高；EBITDA 对全部债务的覆盖程度较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司本部共获金融机构授信额度 420.10 亿元，尚未使用额度为 229.78 亿元，公司间接融资渠道较畅通；考虑到股东支持，公司融资压力不大。

7. 母公司财务报表分析

公司本部资产盈利构成情况符合公司本部职能定位，考虑到公司对下属子公司的持股比例较高（见附件 1-1）、控制力强，母公司偿债能力与合并层面偿债能力基本一致。

公司本部主要承担管理和融资职能，不承担实际经营业务。

截至 2020 年底，公司本部资产总额 541.68 亿元，较 2019 年底增长 8.98%。其中，流动资产占 64.06%，非流动资产占 35.94%；流动资产构成以货币资金（18.21 亿元）和其他应收款（308.64 亿元）为主；非流动资产构成以长期股权投资（186.48 亿元）为主。

截至 2020 年底，公司本部负债总额 402.81 亿元。其中，流动负债占 76.10%，非流动负债占 23.90%；流动负债构成以短期借款（77.86 亿元）和其他应付款（223.49 亿元）为主；非流动负债构成以长期借款（75.51 亿元）和应付债券（19.98 亿元）为主。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益为 138.87 亿元，较 2019 年增长 62.45%，主要系实收资本增长为 80.00 亿元所致。其中实收资本占 57.61%，未分配利润 49.83 亿元占 35.89%。

2020 年，公司本部实现营业收入 3.20 亿元，利润总额 28.61 亿元；公司本部盈利主要来自投资收益（30.27 亿元），成本费用以财务费用（4.04 亿元）和管理费用（1.36 亿元）为主，盈利和费用构成符合公司本部的职能定位。

2020 年，公司本部经营活动、投资活动和融资活动的净现金流分别为 2.72 亿元、7.03 亿元和 7.66 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年7月13日，公司存续债券的集中偿付压力不大。

截至2021年7月13日，公司存续债券余额共39.52亿元。此外，公司2023年需兑付的债券总额为20.00亿元，达到单年偿还债券的峰值。公司对存续债券保障情况如下表：

表 16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
本年度到期债券余额	9.52
未来待偿债券本金峰值	20.00
现金类资产/本年度到期债券余额	6.62
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	25.95

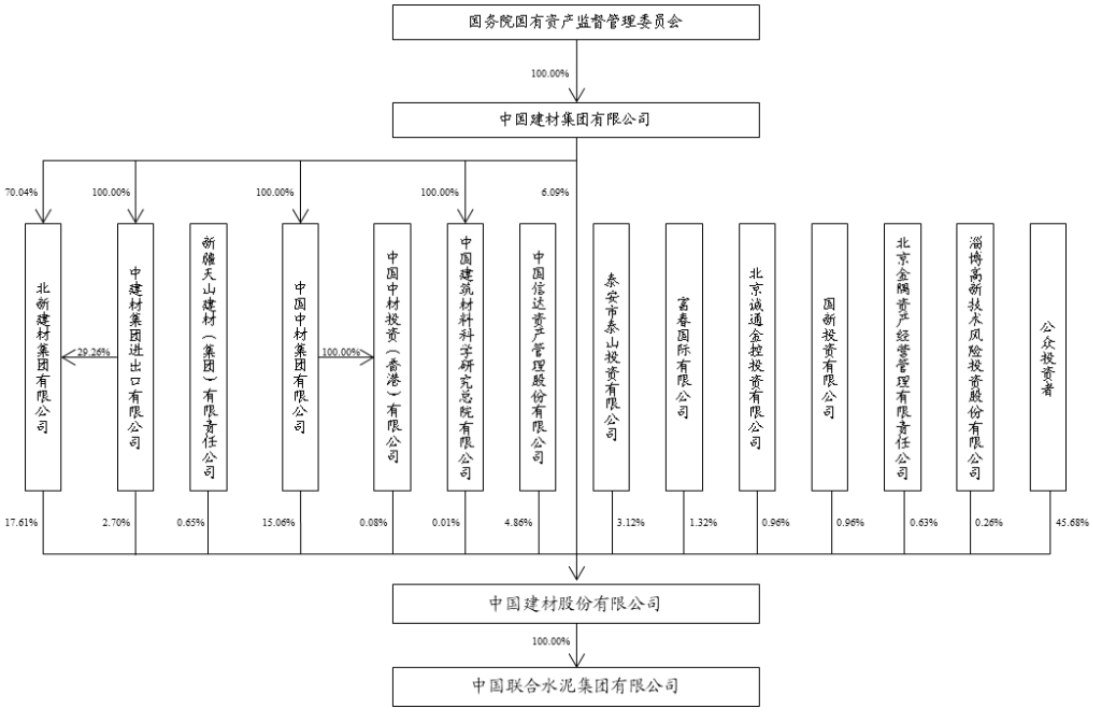
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	4.14
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	4.05

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2020 年底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 均采用 2020 年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

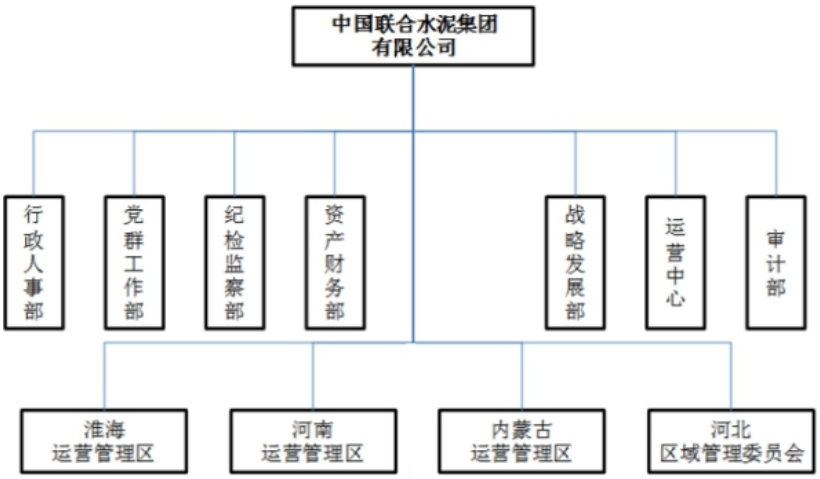
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 联合水泥 MTN001”和“20 联合水泥 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底中国联合水泥集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底中国联合水泥集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底
中国联合水泥集团有限公司全资及控股子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本（元）	持股比例（%）	投资额（元）	层级
1	淮海中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	364909100.00	80.88	309108735.11	3
2	阜阳中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	75000000.00	100.00	215636268.59	4
3	鲁南中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	80.34	334655856.33	3
4	菏泽中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	42396150.00	75.89	40048150.00	4
5	邢台中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	30000000.00	100.00	90848965.33	3
6	枣庄中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	295000000.00	100.00	288237629.50	3
7	青州中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	300000000.00	100.00	300000000.00	3
8	徐州中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	530000000.00	100.00	669922666.91	3
9	临沂中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	165200000.00	100.00	388989708.00	3
10	曲阜中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	130000000.00	90.00	254456906.64	3
11	泰山中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	270000000.00	95.68	429337847.17	3
12	德州中联大坝水泥有限公司	水泥制品生产制造	291576500.00	85.00	247840000.00	3
13	西峡中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	30000000.00	80.00	24000000.00	3
14	南阳中联卧龙水泥有限公司	水泥制品生产制造	300000000.00	95.00	416663057.00	3
15	淅川中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	150000000.00	60.00	90000000.00	3
16	日照中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	210000000.00	100.00	324700000.00	3
17	日照中联港口水泥有限公司	水泥制品生产制造	100000000.00	70.00	70582103.00	3
18	安阳中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	559075700.00	53.66	350929637.91	3
19	洛阳中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	98.50	197000000.00	3
20	郏县中联天广水泥有限公司	水泥制品生产制造	120000000.00	75.00	268927341.00	3
21	青岛即墨中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	30000000.00	90.00	27000000.00	3
22	南京中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	90.00	318521369.00	3
23	锡林浩特中联金河水泥有限公司	水泥制品生产制造	120000000.00	70.00	119000000.00	3
24	平邑中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	80.00	160000000.00	3
25	滕州中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	225000000.00	100.00	225000000.00	3
26	邓州中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	150814000.00	95.00	232787000.00	3
27	乌兰察布中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	565256497.27	89.81	320728000.00	3
28	滁州中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	100000000.00	90.00	304747800.00	3
29	成武中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	23946700.00	83.30	26555600.00	3
30	登封中联登电水泥有限公司	水泥制品生产制造	300000000.00	50.00	150000000.00	3
31	东平中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	85.00	170000000.00	3
32	莒县中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	213600000.00	100.00	469836000.00	3
33	巴彦淖尔中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	160000000.00	60.00	162000000.00	3
34	运城中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	160000000.00	100.00	160000000.00	3

35	济源中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	210000000.00	100.00	210000000.00	3
36	沂南中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	100.00	200000000.00	3
37	青岛中联混凝土工程有限公司	混凝土制造	128127389.26	100.00	205441008.23	3
38	蚌埠中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	100.00	200000000.00	3
39	泰安中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	96.25	150000000.00	3
40	新泰中联泰丰水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	90.00	180000000.00	3
41	响水中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	60000000.00	70.00	42000000.00	3
42	通辽中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	205000000.00	100.00	101627954.83	3
43	乌兰察布市蒙中水泥有限公司	投资业务	1500000.00	100.00	1.00	3
44	蒙欣巴音嘎拉有限责任公司	水泥制品生产制造	1386266.69	100.00	10094049.56	4
45	南京中联混凝土有限公司	混凝土制造	800000000.00	73.00	566720000.00	3
46	河南中联节能工程有限公司	节能设备销售	5000000.00	100.00	5000000.00	3
47	临城中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	195000000.00	100.00	323777700.00	3
48	枣庄中联混凝土有限公司	混凝土制造	100000000.00	90.00	90000000.00	3
49	邹城中联混凝土有限公司	混凝土制造	25000000.00	90.00	22500000.00	3
50	曲阜中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	100.00	50000000.00	3
51	济宁市兖州中联混凝土有限公司	混凝土制造	80000000.00	70.00	56000000.00	3
52	单县中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	70.00	35000000.00	3
53	梁山中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	70.00	35000000.00	3
54	曹县中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	85.00	42500000.00	3
55	巨野中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	70.00	35000000.00	3
56	金乡中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	75.00	37500000.00	3
57	东营中联混凝土有限公司	混凝土制造	60000000.00	70.00	42000000.00	3
58	临沂中联混凝土有限公司	混凝土制造	140000000.00	80.00	112000000.00	3
59	新安中联万基水泥有限公司	水泥制品生产制造	300000000.00	51.00	173296500.00	3
60	济宁中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	860190551.00	100.00	436699397.69	3
61	北京中联新航建材有限公司	混凝土制造	370000000.00	100.00	530900280.31	3
62	大同市世都伟业混凝土有限责任公司	混凝土制造	153666700.00	100.00	236919191.92	4
63	四川新阜建材有限公司	混凝土制造	50403148.00	100.00	64463410.87	4
64	苏州中联新航混凝土有限公司	混凝土制造	58162778.00	100.00	59162778.00	4
65	北京东方建宇混凝土科学技术研究院有限公司	工程和技术研究与技术推广	20000000.00	100.00	20640000.00	4
66	菏泽联合混凝土有限公司	混凝土制造	100000000.00	100.00	100000000.00	3
67	济宁中联混凝土有限公司	混凝土制造	71430000.00	70.00	50000000.00	3
68	泰安中联混凝土有限公司	混凝土制造	40000000.00	100.00	40000000.00	3
69	正镶白旗中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	50000000.00	100.00	79320000.00	3
70	五河中联水泥有限公司	水泥生产、销售	11880000.00	70.00	31637615.95	3

71	宿州中联水泥有限公司	水泥生产、销售	18280000.00	90.00	1.00	3
72	通辽中联虹祥水泥有限公司	水泥制品生产销售	10000000.00	70.00	11099700.00	3
73	朔州中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	50000000.00	100.00	33276100.00	3
74	淮北南坪中联水泥有限公司	混凝土、水泥制造	20000000.00	80.00	42727174.12	3
75	登封中联混凝土有限公司	混凝土制造	30000000.00	70.00	21000000.00	3
76	滁州中联混凝土有限公司	混凝土制造	348000000.00	100.00	348000000.00	3
77	邢台中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	70.00	35000000.00	3
78	徐州中联混凝土有限公司	混凝土制造、销售	300000000.00	90.00	270000000.00	3
79	临城中联福石水泥有限公司	水泥产品制造	180000000.00	80.00	157963800.00	3
80	滕州滕南中联水泥有限公司	生产销售水泥	30000000.00	80.00	28678300.00	3
81	济宁任城中联水泥有限公司	水泥、砼业制品销售	8000000.00	80.00	12444800.00	3
82	东光中联水泥有限公司	生产销售水泥制品	40000000.00	70.00	25895999.31	3
83	淮北四铺中联水泥有限公司	水泥熟料粉磨销售	11700000.00	80.00	406922.74	3
84	泗县中联水泥有限公司	水泥、混凝土制造	25000000.00	90.00	18000001.00	3
85	江苏中联铸本混凝土有限公司	混凝土制造、销售	100000000.00	55.00	282964819.80	3
86	徐州润基建材有限公司	混凝土制造、销售	33462500.00	55.00	44669714.80	4
87	睢宁铸本混凝土工程有限公司	混凝土制造、销售	20000000.00	55.00	17189699.47	4
88	沛县铸本混凝土有限公司	混凝土制造、销售	10000000.00	55.00	10491036.73	4
89	江苏铸本众鑫混凝土工程有限公司	混凝土生产销售	66444812.00	55.00	73572310.50	4
90	江苏双龙集团有限公司	混凝土制造、销售	255000000.00	100.00	470887700.00	3
91	烟台栖霞中联水泥有限公司	水泥生产、销售	410415493.12	100.00	110000000.00	3
92	绵阳市民兴商品混凝土有限公司	混凝土制造、销售	10000000.00	100.00	11171200.00	4
93	北京中建华诚混凝土有限公司	混凝土制造、销售	50000000.00	100.00	40050600.00	4
94	保定中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	300000000.00	100.00	300000000.00	3
95	绵阳市航实建材有限公司	混凝土制造、销售	25000000.00	100.00	25000000.00	4
96	南阳中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	400000000.00	100.00	626709259.99	3
97	泌阳中联新材料有限公司	水泥制品生产制造	394800000.00	62.01	244800000.00	3
98	中联水泥（山东）研发中心有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	100.00	200000000.00	3
99	邢台鑫磊建材股份有限公司	水泥制品生产制造	11000000.00	100.00	1.00	3
100	林州中联新材料有限公司	混凝土制造、销售	100000000.00	53.66	100000000.00	4
101	禹州市成磊建材有限公司	建筑材料销售	83673500.00	51.00	126579400.00	3
102	禹州市丰磊建材有限公司	建筑材料销售	23265300.00	51.00	23265300.00	4
103	济南中联新材料有限公司	非金属矿物制品业	80000000.00	51.00	40800000.00	3

注：中国建材股份有限公司为中国建材集团有限公司一级子公司，中国联合水泥集团有限公司为中国建材集团有限公司二级子公司，中国联合水泥集团有限公司下属子公司均为三级、四级子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	70.42	52.55	63.01	64.02
资产总额（亿元）	802.79	779.38	801.58	807.84
所有者权益（亿元）	163.12	165.89	215.53	213.92
短期债务（亿元）	466.28	418.50	352.77	360.40
长期债务（亿元）	76.98	67.79	95.69	103.00
全部债务（亿元）	543.26	486.29	448.46	463.39
营业收入（亿元）	399.23	505.53	481.04	79.62
利润总额（亿元）	26.89	34.27	31.87	-1.38
EBITDA（亿元）	79.60	87.13	80.94	--
经营性净现金流（亿元）	52.65	108.59	82.76	3.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.39	3.79	4.20	--
存货周转次数（次）	7.97	10.52	10.02	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.64	0.61	--
现金收入比（%）	116.50	110.18	106.34	99.91
营业利润率（%）	31.06	30.49	21.87	18.47
总资本收益率（%）	6.09	6.22	5.65	--
净资产收益率（%）	8.41	9.05	7.80	--
长期债务资本化比率（%）	32.06	29.01	30.75	32.50
全部债务资本化比率（%）	76.91	74.56	67.54	68.42
资产负债率（%）	79.68	78.71	73.11	73.52
流动比率（%）	53.87	45.49	52.56	52.82
速动比率（%）	48.16	39.28	44.06	44.48
经营现金流动负债比（%）	9.41	20.07	17.52	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.13	0.18	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	2.72	3.31	3.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.82	5.58	5.54	--

注：1. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 其他应付款和其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务

资料来源：公司财务报告，联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.23	13.52	25.48	29.79
资产总额（亿元）	496.03	497.06	541.68	553.01
所有者权益（亿元）	70.05	85.48	138.87	137.09
短期债务（亿元）	126.15	105.23	83.05	94.43
长期债务（亿元）	61.07	59.11	95.49	102.42
全部债务（亿元）	187.22	164.34	178.53	196.85
营业收入（亿元）	13.07	7.93	3.20	1.10
利润总额（亿元）	0.51	20.01	28.61	-1.79
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.08	-7.33	2.72	-0.51
财务指标				
销售债权周转次数（次）	36.84	116.68	*	--
存货周转次数（次）	10.10	15.79	*	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	74.05	81.96	105.61	0.00
营业利润率（%）	59.20	68.30	98.69	98.91
总资本收益率（%）	-0.38	7.78	8.42	--
净资产收益率（%）	-1.40	22.75	19.25	--
长期债务资本化比率（%）	46.58	40.88	40.74	42.76
全部债务资本化比率（%）	72.77	65.78	56.25	58.95
资产负债率（%）	85.88	82.80	74.36	75.21
流动比率（%）	87.51	88.07	113.20	114.47
速动比率（%）	87.42	88.07	113.20	114.47
经营现金流动负债比（%）	1.12	-2.08	0.89	--
现金短期债务比（倍）	0.16	0.13	0.31	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.母公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2./代表数据无法获取，*代表分母为 0 数据无意义

资料来源：公司财务报告，联合资信搜集整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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 4-1　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 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。