

信用评级公告

联合〔2020〕1036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长期信用及其拟发行的中国联合水泥集团有限公司2020年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定中国联合水泥集团有限公司主体长期信用等级为AAA,中国联合水泥集团有限公司2020年度第二期中期票据信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十一月六日



中国联合水泥集团有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10 亿元

本期中期票据期限：3 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：2020 年 11 月 6 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	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	3	
			偿债能力	3
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。随着水泥价格在 2017 年开始回升，近三年，公司营业收入及利润总额持续增长，盈利能力明显改善。同时联合资信也关注到，公司债务负担重、短期债务占比较高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。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

近年来，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，产能过剩突出的矛盾得到一定缓解，行业竞争格局得到优化，水泥价格有望在未来保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

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。2017—2019 年底，中建材股份拆借给公司的借款余额分别为 207 亿元、205 亿元和 192 亿元，2020 年公司增资 40 亿元，对公司支持力度大。
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 2019 年底，公司水泥年产能 1.06 亿吨，熟料年产能 7624 万吨，混凝土年产能 1.83 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. 公司整体盈利能力持续增强。随着水泥价格在 2017 年开始回升，公司收入及利润总额持续增长，盈利能力持续提高。2019 年，公司利润总额较 2018 年增长 36.85%，净资产收益率较 2018 年上升 0.64 个百分点。
4. 骨料业务为公司未来重点发展方向之一，近年来产销规模和销售价格持续上升，对公司盈利贡献不断增加。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司骨料业务收入分别为

分析师：刘珺轩

尹金泽

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

19.44 亿元和 3.63 亿元，毛利率分别为 56.00% 和 59.00%，收入和盈利均在较高水平。

5. 公司对本期中期票据的保障能力很强。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行规模的 35.70 倍、47.81 倍和 56.54 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行规模的 3.03 倍、5.27 倍和 10.86 倍；公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行规模的 6.89 倍、7.96 倍和 8.59 倍。

关注

1. 行业周期波动风险。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。
2. 公司混凝土销售收入占比高，导致应收账款规模较大，存在一定回收风险。截至2019年底，公司应收账款余额为111.41亿元，按预期信用损失模型共计提坏账准备37.24亿元，存在一定回收风险。
3. 公司债务负担重，且以短期债务为主，债务结构有待改善。截至2020年3月底，公司全部债务为485.08亿元，其中短期债务占86.29%；全部债务资本化比率为70.67%。
4. 受新冠疫情影响，公司2020年一季度收入同比大幅下降。2020年1—3月，公司实现营业收入53.32亿元，同比下降49.17%；利润总额-6.14亿元，经营亏损。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	120.43	70.42	56.55	76.71
资产总额(亿元)	873.64	802.79	779.38	826.02
所有者权益(亿元)	160.51	163.12	165.89	201.33
短期债务(亿元)	546.19	466.28	418.50	418.58
长期债务(亿元)	62.13	76.98	72.19	66.50
全部债务(亿元)	608.33	543.26	490.68	485.08
营业收入(亿元)	318.71	399.23	505.53	53.32
利润总额(亿元)	16.47	26.89	34.27	-6.14
EBITDA(亿元)	68.92	79.60	85.85	--
经营性净现金流(亿元)	30.32	52.65	108.59	0.27
营业利润率(%)	27.65	31.06	30.49	27.05
净资产收益率(%)	5.39	8.41	9.05	--
资产负债率(%)	81.63	79.68	78.71	75.63
全部债务资本化比率(%)	79.12	76.91	74.73	70.67
流动比率(%)	60.32	53.87	45.49	53.71
经营现金流动负债比(%)	4.69	9.41	20.07	--
现金短期债务比(倍)	0.22	0.15	0.13	0.18
全部债务/EBITDA(倍)	8.83	6.82	5.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.72	3.36	--

公司本部(母公司)口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	406.32	496.03	497.06	548.75
所有者权益(亿元)	74.13	70.05	85.48	123.62
全部债务(亿元)	101.05	187.22	163.43	217.73
营业收入(亿元)	8.37	13.07	7.93	0.60
利润总额(亿元)	6.20	0.51	20.01	-1.84
资产负债率(%)	81.76	85.88	82.80	77.47
全部债务资本化比率(%)	57.68	72.77	65.78	63.79
流动比率(%)	71.80	87.51	88.07	98.84
经营现金流动负债比(%)	0.58	1.12	-2.08	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计；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

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	2020/08/31	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(打分表)(V3.0.2001907)	阅读全文
AAA	稳定	2019/06/21	刘珺轩、尹金泽	水泥企业主体信用评级方法	阅读全文
AA ⁺	稳定	2018/12/6	张文选、尹金泽	水泥企业主体信用评级方法	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。（如有利益冲突情形，请按照公司要求披露）

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

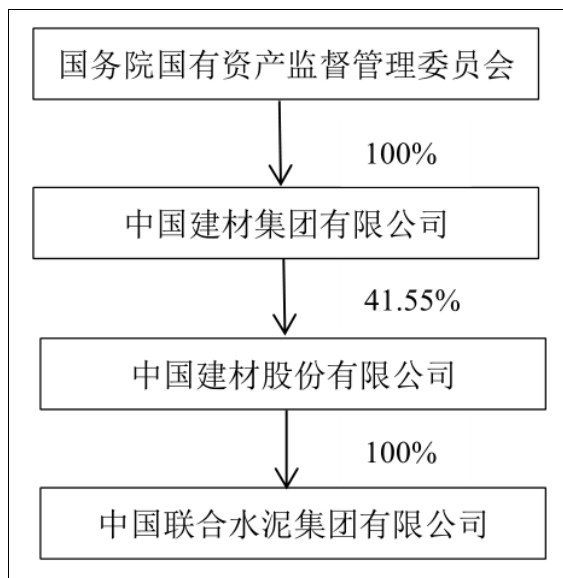
中国联合水泥集团有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国联合水泥集团有限公司(以下简称“公司”或“中联水泥”)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 2020 年 6 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。

图 1 截至 2020 年 3 月底股权结构图



注:截至 2020 年 3 月底,中国建材集团有限公司持有中国建材股份有限公司 41.55%股权(其中间接持股 35.46%,详见附件 1-1)
资料来源:公司提供

公司主要经营水泥和混凝土的生产销售。截至 2020 年 3 月底,公司合并范围内共有 98 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 2019 年底,公司(合并)资产总额

779.38 亿元,所有者权益合计 165.89 亿元(含少数股东权益 22.32 亿元);2019 年,公司实现营业收入 505.53 亿元,利润总额 34.27 亿元。

截至 2020 年 3 月底,公司(合并)资产总额 826.02 亿元,所有者权益合计 201.33 亿元(含少数股东权益 21.40 亿元);2020 年 1—3 月,公司实现营业收入 53.32 亿元,利润总额-6.14 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2020 年注册 30 亿元中期票据,本次拟发行 2020 年度第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”),本期中期票据发行金额为 10 亿元,期限为 3 年。

本期中期票据每年付息一次,于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。本期中期票据募集资金拟用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年,突如其来的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。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象,但是依然处于萎缩低迷中,全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正,超预期增长 3.2%,但上半年同比依然下降 1.6%,疫情的负面影响尚未消除,经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散,疫情对世界经济的冲击将继续发展演变,外部风险挑战明显增多,国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计

同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政支出增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，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，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

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大

幅增加，较上年同期(1.21 万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入

累计同比增长-6.4%，较1—3月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，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0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、

有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；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（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩

大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业分析

1. 行业概况

基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资

的相关性较高，受宏观经济影响显著。

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为 32.5 水泥、42.5 水泥及其他高标号（如 52.5、62.5）水泥等。

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

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

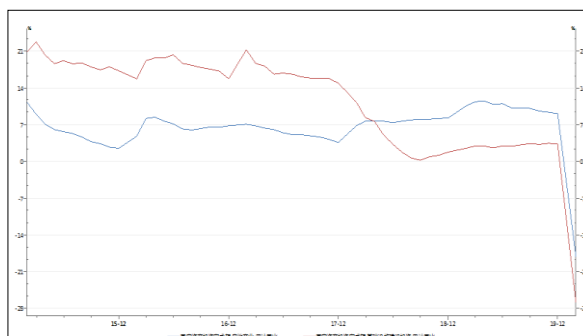
2. 行业运行状况

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

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5% 左右的较高的水平。2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。2019 年，基础设施完成投资额同比增长 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，受新冠肺炎疫情疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐

步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续水泥需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

图 2 2015 年以来，全国房地产和基础设施建设投资同比变动情况

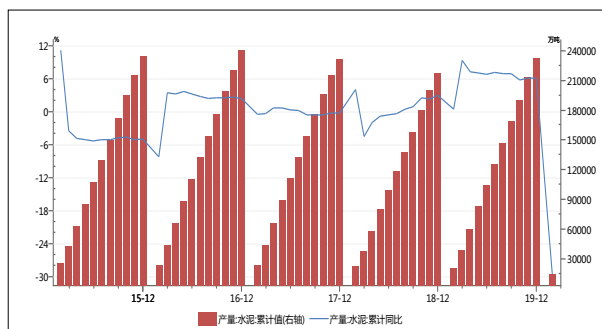


资料来源：Wind

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

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

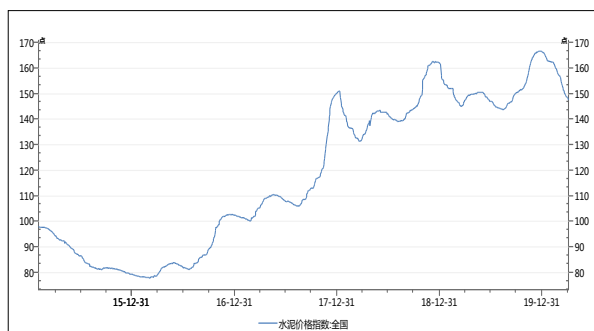
图3 近年中国水泥行业产量及变化情况



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

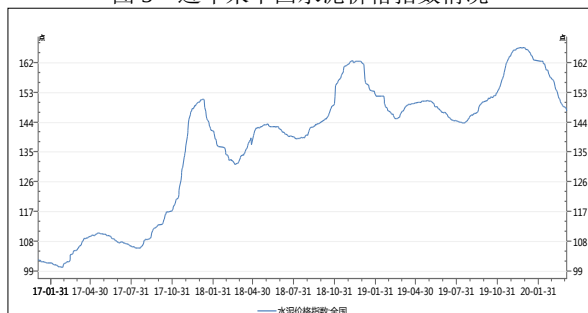


资料来源：Wind

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3月底全国水泥价格指数为148.51点，与年初水平相比下降了17.85点。

图5 近年来中国水泥价格指数情况



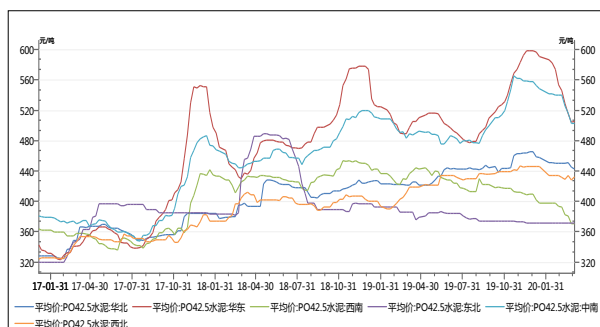
资料来源：Wind

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。

¹下列表述中，水泥价格均以PO42.5散装水泥价格为准

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



资料来源：Wind

3. 行业政策

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

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

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

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

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

2019 年 6 月，中国建筑材料联合会发布了《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》（以下简称“《实施方案》”），明确提出要将打赢蓝天保卫战与水泥行业的供给侧结构性改革相结合，严格控制新增产能带来的排放总量，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，压减过剩产能等，通过结构调整实现总量减排。《实施方案》在水泥行业大气污染防治总目标，2019 年去产能、淘汰落后目标和措施，2019 年结构调整目标和措施，2019 年技术改造升级目标和措施和 2019 年综合措施五个方面，提出了 2019 年水泥行业单位产品能耗和污染物排放全面达标、单位产品能耗达到先进值的水泥企业不低于 80%；2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7000 万吨，进一步提升产能利用率，使全国平均产能利用率达到 70%以上；2019 年前十家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60%以上，以及实现水泥产量 32.5 等级水泥产品占比降低到 50%以下等具体目标，并要求以“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术升级改造。《实施方案》对于水泥行业淘汰落后产能，实现产业升级和节能减排相关措施做出了布置，为 2019 年水泥行业发展规划了方向。

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

总体看，国家频繁出台针对水泥产能过剩的调控政策，反映了国家对水泥行业进行的大力治理，包括设置高准入门槛，严防行业重复性建设，

对行业内企业进行整合等，以此引导水泥行业健康发展，同时政策支持优势企业进行行业兼并重组，提高行业竞争力和集中度。

4. 行业关注

(1) 全行业去产能缓慢，产能仍过剩，局部区域供给持续增加，去产能成效有待巩固。由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2018 年以来，中国严禁水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解，但全行业产能利用率仍不高。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进度缓慢。

(2) 安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

(3) 原材料和燃料价格波动影响

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

5 未来发展

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

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

2020 年是“十三五”收官之年，是全面建成小康社会的关键时期。基建方面，国家提前下达地方政府专项债额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，加快补短板项目建设，推动重大项目开工建设，基建投资增速有望出现回升。房地产方面，中央明确不将房地产作为短期刺激经

济的手段，房地产调控以“稳”为主，房地产投资增速或将出现回落，但仍将保持较强的韧性。2020 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，大气污染治理不会放松，地方管控措施会更加严格，加上道路运输超载治理趋紧，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望在高位波动，预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量有望提升。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，中联水泥是中建材股份的全资子公司，公司最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模及竞争力

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 2020 年 3 月底，公司在产水泥熟料生产线 65 条。其中，5000 吨以上生产线 13 条，4000 吨级生产线 21 条，3200 吨级生产线 1 条，1000-2500 吨级生产线 30 条，均为新型干法生产线，日产能达 23.98 万吨，全国排名第五²。

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2019年底，中建材股份水泥产能达5.21亿吨/年、混凝土产能达4.54亿立方米/年、石膏板产能达27.52亿平方米/年。2019年，中建材股份实现营业收入2574.82亿元，利润总额274.78亿元。

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。2017—2019年底，中建材股份拆借给公司的借款余额分别为207亿元、205亿元和192亿元。2020年2月，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，资本实力有所增强。

4. 人员素质

公司高层管理人员综合素质较高，具备较为丰富的行业管理经验；公司岗位构成、员工素质符合行业特点，能够满足生产经营需要。

公司董事长崔星太先生，生于1961年，硕士学历，高级工程师。曾任中国联合水泥有限责任公司总工程师、副总经理兼总工程师；中国建筑材料集团公司副总工程师；现任中国联合水泥集团有限公司党委书记、董事长，兼中国建材股份有限公司副总裁、执行董事，兼南方水泥有限公司董事。

公司总经理孙建成先生，生于1961年，博士学历，曾任中国联合水泥山东运营区副总裁、中国联合水泥集团淮海运营管理区总裁、中国联合水泥集团有限公司总经理助理、副总经理；现任曲阜中联水泥有限公司董事长、党委书记，中国联合水泥集团淮海运营管理区董事长，中国联合水泥集团有限公司总经理、党委副书记。

公司财务总监董少棠女士，生于1980年，硕士学历。曾任北新建材（集团）有限公司财务部会计，中国建材股份有限公司财务部副总经理，西南水泥有限公司监事；现任中国联合水泥集团有限公司副总经理、财务总监。

截至2020年3月底，公司（合并口径）共有在职职工21543人。从职能构成看，管理人员占16.66%、销售人员占5.15%、生产人员占

72.59%、其他占5.60%；从学历构成来看，员工中具有研究生及以上学历的占1.71%、具有本科学历的占18.39%、具有大专学历的占26.59%、大专以下学历的占53.31%。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：1101000001760774），截至2020年10月22日，公司无已结清与未结清不良信贷记录。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善，管理机制健全，整体管理水平尚可。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》及有关法律、法规的规定出资设立并制定了《公司章程》。根据《公司章程》规定，公司不设股东会。由股东决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，成员5人，全部由股东委派产生，董事会对股东负责。董事任期三年，任期届满，经任命方同意可以连任。董事会设董事长一人，董事长由股东委派产生，任期三年，任期届满，经任命方同意可以连任。公司设监事会，成员3人，其中职工代表1人，由职工代表大会选举产生。监事任期三年，任期届满，经任命方同意可以连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。

2. 管理水平

财务管理方面，公司建立并完善了公司本部、运营管理区、子公司生产企业三级管理架构，基本建立了“本部为利润中心、运营管理区为运营管理中心、子公司为成本中心”的三级经营管理体系，资产财务部实施财务的统一运营管理。运营管理区的财务部门在本部资产财务部的指导下行使资金运营管理职能，子公司财务部门配合运营管理区财务部门行使该公司的资金运营管理职能。公司实施全面的预算管理体系，执行

2 不考虑中建材股份合并产能

统一的财务管理制度；实行财务负责人委派制，以保证财务的独立性；所有融资均须公司本部审批，并由资产财务部统一安排融资渠道，控制财务风险。

安全生产管理方面，公司依据《安全生产法》的有关规定并结合公司实际情况制定了《安全生产管理办法》。该办法规定了公司安全生产管理的基本要求和方针、安全管理组织结构与职责、安全目标管理、安全教育、安全检查、安全隐患与整改、应急预案的编制及应急救援、安全事故管理、安全工作责任考核等内容。

物资供应管理方面，公司已建立起完善的物资采购管理流程和决策体系，全面实行采购公开招标制度，控制采购风险。公司统一组织原煤等大宗原燃材料、主要辅助材料、工矿设备配件等物资的采购，控制采购价格，对子公司的物资储备和消耗定额实施监控；子公司负责对材料验收和信息反馈，对物资采购部门实施监督，形成采购与消耗的双向监督机制。

子公司管理方面，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，公司制定了相应的管理办法。人员管理方面，为加强公司对下属子公司的财务监督和集中管理，公司执行了《财务总监委派制度》。下属子公司的财务总监（财务负责人）由公司提名，子公司董事会聘任，对下属子公司的财务活动进行管理和监控。预算管理方面，公司根据《预算管理办法》以及各子公司年度任务指标编制整体预算，经董事会批准后实施。

七、重大事项

控股股东中建材股份拟重组水泥资产，目前建议重组事项仍在协商论证中，尚未对公司正常生产经营和管理产生实际影响，公司最终实际控制人不会因建议重组事项发生变化。

2020年7月27日，公司发布《中国联合水泥集团有限公司关于控股股东中国建材股份有限公司水泥资产建议重组的公告》（以下简称“《建议重组公告》”）。《建议重组公告》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建材股份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建材股份下属子公司中联水泥、南方水泥有限公司、北方水泥有限公司、西南水泥有限公司、中材水泥有限责任公司的股权以及中国建材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，中建材股份公告《有关水泥资产的重组建议的最新进展》：中建材股份与天山水泥订立了中国建材示意性协议，有关中建材股份拟出售其余各标的公司的股权，代价为天山水泥发行予中建材股份的股份；天山水泥与独立卖方订立了其他示意性协议，有关天山水泥拟向独立卖方收购两家标的公司中除中建材股份持有外的大部分股权，代价为天山水泥发行予该等独立卖方的股份。标的股权中包括中联水泥100%股权。

建议重组事项（包括交易方式及标的资产）仍在协商论证中，目前尚未确定。建议重组能否签署或实施尚存在不确定性。建议重组需经（其中包括）有权监管机构批准、以及经遵守上市规则项下适用至规定后方可正式实施。建议重组事项尚未对公司正常生产经营和管理产生实际影响，公司最终实际控制人不会因建议重组事项发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，随着水泥行业落后产能的出清、环保限产的实施以及区域协同的推行，行业供需格局得到改善，带动水泥价格持续上涨。受此影响，公司的营业收入持续增长，毛利率波动上升，盈利能力得到明显改善。受新冠疫情影响，2020年一季度收入同比大幅下降，盈利能力较上

年有所下降。

公司主营业务为水泥、熟料和混凝土的生产和销售。2017—2019年，在主要产品销售价格上涨的带动下，公司营业收入持续增长，分别为318.71亿元、399.23亿元和505.53亿元；毛利率波动中有所上升，分别为28.94%、32.41%和31.80%。

收入构成方面，公司主要收入来源为水泥和混凝土。近三年，水泥销售和混凝土及其他销售占比基本均保持在40%~50%，2019年分别为42.71%和46.00%；熟料收入占比随着内部自用量的增长而有所下降，2019年为7.45%，同比下降1.70个百分点。此外，骨料业务作为公司未来重点发展方向之一，近年来对公司的收入贡献不

断提升，2019年公司骨料业务实现收入19.44亿元，占比3.85%，占比较上年增加1.25个百分点。

毛利率方面，2017年以来，受益于水泥价格提升的带动，水泥业务毛利率逐年提升，熟料毛利率波动上升，2019年水泥和熟料毛利率分别为34.70%和35.12%，近三年，公司混凝土业务毛利率波动较大，主要系受销售价格上涨和作为原材料的水泥价格上涨的综合影响所致，2019年为28.23%。

2020年1—3月，公司实现营业收入53.32亿元，同比下降33.05%；综合毛利率为28.48%，较2019年下降3.32个百分点，主要系受疫情影响，水泥、混凝土及其他业务毛利率下降所致。

表2 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	158.30	49.67	32.80	183.51	45.96	34.00	215.90	42.71	34.70	22.29	41.80	29.12
熟料	29.41	9.23	31.69	36.54	9.15	31.03	37.64	7.45	35.12	2.55	4.78	34.34
骨料	--	--	--	10.37	2.60	61.11	19.44	3.85	56.43	3.63	6.81	59.64
混凝土及其他	131.00	41.10	23.65	168.82	42.29	29.20	232.55	46.00	28.23	24.85	46.61	23.23
合计	318.71	100.00	28.94	399.23	100.00	32.41	505.53	100.00	31.80	53.32	100.00	28.48

注：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；其他业务包括石灰石、骨料、石子、粉煤灰等销售，占比很小；2018年起，随着骨料收入规模扩大，公司将骨料业务单列；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

公司水泥及熟料生产规模大，区域市场占有率较高；随着行业供需格局改善，产品销售价格持续上涨，公司盈利能力得到明显改善；受行业产能过剩和环保限产影响，公司水泥的产能利用率偏低。

生产经营

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、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2020年3月底，公司在产水泥熟料生产线65条。其中，5000吨以上生产线13条，4000吨级生产线21条，3200吨级生产线1条，1000—2500吨级生产线30条，均为新型干法生产线，日产能达23.98万吨，全国排名第五。

表3 公司水泥及熟料产能/产量情况（单位：万吨、%）

产品	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
水泥年产能	10600.00	10600.00	10600.00	10600.00
水泥产量	5785.00	5771.90	6351.06	656.56
其中：P.C32.5	1599.13	1247.91	1084.45	90.91

P.O42.5	3685.46	4145.98	4744.51	493.59
P.O52.5	390.20	378.01	522.11	72.06
熟料年产能	7624.00	7624.00	7624.00	7624.00
熟料年产量	5261.00	5097.00	5502.63	636.66

资料来源：公司提供

2017—2018 年，公司水泥年产量和产能利用率基本保持稳定，变化不大，2019 年有所增长，主要系水泥市场情况向好。2019 年公司水泥年产量为 6351.06 万吨，产能利用率为 59.92%。受区域产能过剩和山东、河南地区环保限产影响，2018 年公司熟料产量和产能利用率有所下降，2019 年公司熟料产量为 5502.63 万吨，同比增长 7.96%，主要系熟料市场情况转好；产能利用率为 72.18%，同比上升 5.33 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司水泥产量为 656.56 万

吨，产能利用率为 24.78%（年化）；公司熟料产量为 636.66 万吨，产能利用率为 33.40%（年化）。

总体看，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较低。

原材料采购

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 4 公司原材料采购量及采购价格（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
煤炭	采购量	699.00	708.00	729	61.55
	采购均价	620.00	621.24	626.08	604.13
石灰石	采购量	4534.00	4796.00	5641.00	485.79
	采购均价	15.35	18.13	21.54	32.65
硅铝质材料	采购量	634.00	661.00	754.00	77.21
	采购均价	44.84	38.23	49.38	59.63
铁质材料	采购量	282.00	249.00	296.00	27.22
	采购均价	41.23	41.33	49.55	50.62
混合材	采购量	445.00	669.71	439.00	37.10
	采购均价	47.11	84.16	90.78	107.54
石膏	采购量	293.00	265.00	292.00	30.73
	采购均价	53.27	46.60	40.65	39.71

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。2017—2019 年，公司煤炭采购量逐年上升，分别为 699.00 万吨、708.00 万吨和 729.00 万吨；2019 年采购价格持续上涨达 626.08 元/吨，2020 年 1—3 月大幅下降至 604.13 元/吨。煤炭价格的回落使公司的成本控制压力有所减轻。

石灰石采购方面，公司掌握储量较为充裕的

石灰石矿产资源，在生产布局上熟料基地基本依矿石资源而建，绝大部分基地石灰石运距在 5 公里以内，通过皮带运输机或汽车等运输，石灰石资源的综合利用率保持在 95%以上。截至 2019 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。2017—2019 年，公司石灰石采购数量逐年上升，2019 年为 5641 万吨，同比增长 17.62%；采购价格自 2018 年以来上涨较快，2018 年为 18.13 元/吨，同比上

升 18.11%，2019 年为 21.54 元/吨，同比上升 18.81%，2020 年 1—3 月，石灰石采购价格进一步上升至 32.65 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。

产品销售

公司设立淮海、河南、河北、内蒙古四大运营区域管理中心。水泥熟料产品的销售采取“统一调配，具体分管，资源共享，区域联动”的销售模式。针对区域内的重点工程，做到统一协调，充分调动区域资源，确保重点工程的中标。同时，根据市场变化情况，采取了较为灵活的价格及销售策略，通过统一销售，统一市场运作，提高了

公司水泥产品的话语权和市场占有率。

公司水泥产品主要销售对象为搅拌站、水泥制品企业、重点工程业主、房地产开发商或施工单位、乡镇市场经销商等，销售对象分布较广，集中度不高。公司商品熟料销售对象主要是粉磨站企业。

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 5 近年来公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
水泥	产量	5785.00	5772.00	6351.06	656.56
	销售量	5651.00	5243.00	5652.10	555.00
	销售均价	280.00	350.00	381.98	401.00
熟料	产量	5261.00	5097.00	5502.63	636.66
	对外销售量	1153.00	1260.00	1198.30	79.00
	销售均价	255.00	290.00	321.00	323.00

资料来源：公司提供

公司水泥基本采取“以销定产”的生产策略，近年来公司水泥产销率基本保持在 90%左右；水泥和熟料的销售均价 2017 年以来波动式上涨，2019 年销售均价分别为 381.98 元/吨和 321.00 元

/吨，同比分别增长 9.14%和 10.69%。2020 年 1—3 月，公司水泥和熟料销售价格均有所增长，分别上升至 401.00 元/吨和 323.00 元/吨。

表 6 公司水泥销售收入区域占比情况（单位：%）

区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
淮海	66.00	69.00	72.00	70.00
河南	23.50	22.00	20.00	20.00
内蒙	5.50	4.00	5.00	5.00
河北	5.00	5.00	3.00	5.00

资料来源：公司提供

目前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 90.00%左右。内蒙和河北区域收入占比较小。

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。山东的竞争对手为中国山水水

泥集团有限公司、山东泉兴水泥有限公司；河南为河南同力水泥股份有限公司、郑州天瑞水泥有限公司；江苏、安徽为安徽海螺水泥股份有限公司、江苏金峰水泥集团有限公司；河北、内蒙古为唐山冀东水泥股份有限公司、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和市场占有率均处于较高水平。

同业对比

在表 7 同行业公司中, 2019 年公司水泥产销

量最低, 水泥销售价格最高。熟料销售价格处于一般水平, 次于南方水泥有限公司和红狮控股集团有限公司。

表 7 同行业公司 2019 年水泥和熟料产销情况 (单位: 万吨、元/吨)

公司	产品	产销量	2019 年	公司	产品	产销量	2019 年
唐山冀东水泥股份有限公司	水泥	产量	9189.00	南方水泥有限公司	水泥	产量	11070.33
		销量	9330.00			销量	10134.52
		价格	320.00			价格	348.78
	熟料	产量	8062.00		熟料	产量	9246.51
		销量	1207.00			销量	1904.15
		价格	276.00			价格	325.71
红狮控股集团有限公司	水泥	产量	8480.00	西南水泥有限公司	水泥	产量	9107.82
		销量	8526.02			销量	9160.29
		价格	359.00			价格	311.46
	熟料	产量	6782.00		熟料	产量	7393.19
		销量	811.53			销量	454.22
		价格	347.00			价格	247.40
中国联合水泥集团有限公司	水泥	产量	6351.06	--	--	--	--
		销量	5652.10			--	--
		价格	381.98			--	--
	熟料	产量	5502.63		--	--	--
		销量	1198.30			--	--
		价格	321.00			--	--

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

3. 混凝土

公司混凝土业务产能规模大, 为公司的主要收入来源之一, 受行业产能过剩和竞争激烈影响, 产能利用率水平很低。公司混凝土销售存在一定账期, 应收账款规模较大。

混凝土广泛运用于各种建筑和构筑物, 是由水泥、骨料、水及按需掺入的外加剂、矿物掺合料等按一定比例搅拌而成。自 2011 年以来, 公司按照水泥产品“商混化、制品化、特种化和高标号化”的总体规划要求, 在重点区域快速推进混凝土业务联合重组工作, 提升区域市场份额。

混凝土原材料主要为水泥、骨料、粉煤灰和外加剂等。目前, 在混凝土生产的原材料供给中, 水泥主要来自企业内部的供应, 砂石和粉煤灰主要在当地进行采购, 添加剂等其他原材料主要通过统一招标的形式采购。混凝土生产成本的基本

构成为水泥占 35%、骨料占 53%、其他材料费用占 12%、制造费用占 4%。

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%。2017—2019 年, 公司混凝土产量分别为 3650.00 万立方米、3685.00 万立方米和 4750.80 万立方米, 呈上升趋势。截至 2019 年底, 公司混凝土年产能约 18250.00 万立方米, 混凝土企业数量 30 余家, 中联水泥的产能占当地总产能的 10%~60%不等。2017—2019 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分别为 20.00%、17.47%和 26.03%, 平均产能利用率很低。2020 年 1—3 月, 公司混凝土产能利用率为 12.96% (年化), 较 2019 年有所下降; 混凝土销售价格保持增长趋势, 上升至 500.50 元/立方米。

表 8 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
年产能	18250.00	18250.00	18250.00	18250.00
产量	3650.00	3685.00	4750.80	591.20
销量	3650.00	3685.00	4750.80	591.20
销售均价	344.00	438.00	471.20	500.50

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，主要系（1）准入门槛低，行业竞争激烈，市场供大于求，为抢占市场，混凝土企业往往根据客户的工程进度进行结算；（2）商品混凝土主要用于建筑工程，工程建设周期长导致商品混凝土结算周期也随之延长。针对应收账款规模较大的现状，公司采取了一定的管控措施，主要有（1）在销售合同中约定明确的支付节点，降低垫资压力；（2）采取一定的催收措施，并将催收成果作为考核指标之一。目前公司混凝土销售结算方式中预付及现销占 17%和赊销占比 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，实际产销量位居国内前列。商品混凝土业务的发展有利于加强公司对水泥终端市场的控制力。

同业对比

与表 9 中两家同行业企业对比，公司混凝土产销量较高。公司混凝土产量和销量远高于西南水泥有限公司，略低于南方水泥有限公司。

表 9 同行业 2019 年混凝土产销情况

（单位：万立方米、元/立方米）

公司	产品	产销量	2019 年
西南水泥有限公司	混凝土	产量	105.96
		销量	105.96

表 10 公司骨料产能/产量/销量情况（单位：万吨、元/吨）

骨料	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
年产能	3400.00	4050.00	7053.00	7053.00
产量	2391.68	3026.00	5500.20	925.49
自用量	655.63	615.00	--	--

南方水泥有限公司	混凝土	价格	344.21
		产量	5168.78
		销量	5168.78
		价格	475.93
中国联合水泥集团有限公司	混凝土	产量	4750.80
		销量	4750.80
		价格	471.20

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

骨料是混凝土生产过程中的主要原材料之一，约占混凝土生产成本的 53%。骨料业务是公司未来的重点发展方向，公司将重点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和淮海和河南区域建设骨料生产线，目前公司骨料年产能已超过 7000 万吨，成为公司主要的利润增长点。

2019 年 3 月 19 日，安阳中联水泥有限公司以 72000 万元竞得“安阳县九华山—王家窑矿区建筑石料用灰岩矿”采矿权。该矿区估算可采储量为 36620.94 万吨，设计采用自上而下露天开采方式开采，开采规模为 980 万吨/年，服务年限 37.6 年（不含基建期 1.0 年）。

外部销售量	1736.05	1921.00	3203.40	591.20
销售价格	39.57	54.00	60.00	61.42

资料来源：公司提供

表 11 公司骨料销售收入区域占比情况（单位：%）

区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
淮海	64.50	64.50	64.50	64.50
河南	31.50	31.50	31.50	31.50
内蒙	--	--	--	--
河北	4.00	4.00	4.00	4.00

资料来源：公司提供

由于骨料产品自身的市场特点，很难远距离运输，多为企业周边百公里附近销售。在当前环保治理、矿山开采受限的情况下，社会型小骨料企业多数关停，一个地区往往只存在一个或几个骨料生产厂家。市场供需上多数时间处于供不应求的状态，产品销售毛利率较高。

2019 年，公司骨料的年产能可为 7053.00 万吨，产量 5500.20 万吨，产能利用率 77.98%；除去自用，对外销售 3203.40 万吨，实现收入 19.44 亿元，同比增长 87.46%；毛利率为 56.43%，同比下降 4.68 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司骨料产能较 2019 年底保持不变。2020 年 1—3 月，公司骨料业务实现收入 3.63 亿元，为 2019 年骨料收入的 18.67%；毛利率为 59.64%，较 2019 年全年增长 3.21 个百分点，盈利水平保持稳定。

5. 经营效率

公司近年经营效率指标有所提升，但在同行业中销售债权周转次数仍处于较低水平，经营效率仍有进一步提升空间。

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 3.79 次、10.52 次和 0.64 次。

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，公司资产经营效率尚可。

表 12 同行业企业 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	3.50	8.06	0.52
西南水泥有限公司	27.83	7.6	0.47
天瑞水泥集团有限公司	6.94	7.44	0.43
中国联合水泥集团有限公司	3.79	10.52	0.64

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 2020 年 3 月底，公司在建项目主要为下属子公司关于脱硝、脱硫、除尘、矿山、余热发电等新建或技改工程，每年仍保持一定规模的资本投入。

近年来，公司已基本停止大规模的联合重组，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。

九、财务分析

公司提供了 2017—2019 年末合并财务报告，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 2020 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面，公司 2017 年合并范围较上期新增 2 家子公司（江苏双龙集团有限公司、烟台栖霞中联水泥有限公司），因压减法人数量减少 25 家子公司；2018 年，公司合并范围因注销减少 17 家子公司，因非同一控制下合并增加 2 家子公司，因投资设立增加一家子公司（保定中联水泥有限公司，该公司为收购设立，熟料产能 120 万吨/年）；2019 年和 2020 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内共有 98 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 2019 年底，公司（合并）资产总额 779.38 亿元，所有者权益合计 165.89 亿元（含少数股东权益 22.32 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 505.53 亿元，利润总额 34.27 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 826.02 亿元，所有者权益合计 201.33 亿元（含少数股东权益 21.40 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 53.32 亿元，利润总额-6.14 亿元。

1. 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，符合行业特点；应收账款和其他应收款综合账龄较长，面临一定回收风险；规模较大的应收类款项和商誉对公司资产质量产生一定不利影响。

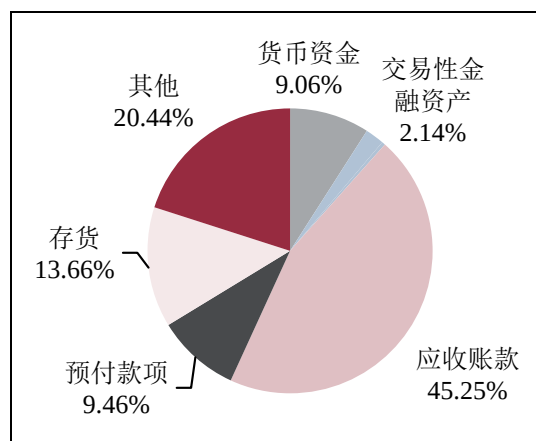
2017—2019 年末，公司资产总额有所下降，年均复合下降 5.55%。截至 2019 年底，公司资产总额 779.38 亿元，较上年底下降 2.92%，主要系流动资产下降所致。其中，流动资产占比 31.59%，非流动资产占比 68.41%，非流动资产占比较高。

流动资产

2017—2019 年末，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降 20.54%。截至 2019 年底，公司流动资产为 246.21 亿元，较上年底下降 18.29%，主要系公司按照国资委及中国建材集团

有限公司要求，进行两金四款的压降，加大应收票据和账款催收力度，同时货币资金用于偿还到期债务所致；构成以货币资金（占 9.06%）、应收账款（占 45.25%）、预付款项（占 9.46%）、应收款项融资（占 9.76%）和存货（占 13.66%）为主。

图 7 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年末，公司货币资金快速下降，年均复合下降 30.03%。截至 2019 年底，公司货币资金为 22.30 亿元，较上年底下降 31.33%，其中受限的其他货币资金占 23.59%，受限比例一般。

2017—2019 年末，公司应收账款有所波动，年均复合下降 0.34%。截至 2019 年底，公司应收账款为 111.41 亿元，按预期信用损失模型共计提坏账准备 37.24 亿元，计提比例 33.43%。从账龄分类看，一年以内占 64.02%、1~2 年占 15.57%、2~3 年占 8.08%、3 年以上占 12.33%。整体看，公司应收账款坏账计提比例尚可，存在一定回收风险。

2017—2019 年末，公司预付款项快速下降，年均复合下降 41.78%，2019 年底为 23.28 亿元，较上年底下降 47.25%，其中 1 年以内占 46.04%，1 至 2 年占 28.46%，2 至 3 年占 13.20%，3 年以上占 12.30%。

因会计准则变动，部分应收票据纳入应收款项融资核算。2019 年，公司新增应收款项融资 24.03 亿元。

2017—2019 年末，公司其他应收款快速下

降,年均复合下降 35.35%,2019 年底为 20.72 亿元,较上年底下降 35.28%。从账龄看,1 年以内占 27.89%,1 至 2 年占 19.57%,2 至 3 年占 21.36%,3 年以上占 31.27%。2019 年对其他应收款累计计提坏账 25.98 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。

2017—2019 年末,公司存货波动中有所下降,年均复合下降 3.06%。截至 2019 年底,公司存货为 33.64 亿元,较上年底增长 5.39%。从构成看,公司存货主要由原材料、自制半成品及在产品、库存商品和周转材料构成。截至 2019 年底,公司存货共计计提跌价准备 0.21 亿元,计提比例 0.65%。

非流动资产

2017—2019 年末,公司非流动资产有所增长,年均复合增长 4.99%。截至 2019 年底,公司非流动资产为 533.18 亿元,较上年底增长 6.32%,构成以固定资产(占 57.60%)、无形资产(占 13.85%)和商誉(占 11.75%)为主。

2017—2019 年末,公司固定资产保持相对稳定,年均复合下降 0.13%。截至 2019 年底,公司固定资产账面原值合计 522.71 亿元,累计计提折旧 199.51 亿元,成新率 61.83%;累计计提减值准备 16.09 亿元,账面价值为 307.11 亿元,同比增长 1.58%,主要由房屋及建筑物和机器设备构成。

2017—2019 年末,公司无形资产不断增长,年均复合增长 14.94%。截至 2019 年底,公司无形资产为 73.84 亿元,较上年底增长 22.73%,主要系采矿权增长所致。公司无形资产主要是土地使用权和采矿权。

2017—2019 年末,公司商誉保持相对稳定。截至 2019 年底,公司商誉为 62.67 亿元,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。2019 年底,公司商誉累计计提减值准备 3.75 亿元,其中 2019

年公司商誉计提减值 1.70 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 2020 年 3 月底,公司资产总额为 826.02 亿元,较 2019 年底增长 5.98%;资产中流动资产占比 35.98%,非流动资产占比 64.02%,资产结构较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底,公司交易性金融资产 24.82 亿元,较 2019 年底增长 5.29 倍,主要系结构性存款增长所致;公司存货 45.57 亿元,较 2019 年底大幅增长 35.49%,主要系库存商品积累所致;在建工程 22.51 亿元,较 2019 年底增长 20.35%,主要系技改项目增加所致。

截至 2020 年 3 月底,公司受限资产 5.26 亿元,全部为银行承兑汇票保证金。资产受限规模很小。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

随股东增资到位,公司资本实力有所增强。

整体看,公司权益稳定性尚可。

2017—2019 年末,公司所有者权益保持相对稳定,年均复合增长 2.90%。截至 2019 年底,公司所有者权益为 165.89 亿元,较上年底增长 1.70%;归属于母公司所有者权益为 143.58 亿元,其中实收资本占 27.86%、未分配利润占 65.94%。

截至 2020 年 3 月底,公司所有者权益为 201.33 亿元,规模较上年底有所增长,主要系实收资本大幅增长至 80 亿元。公司资本实力有所增强,权益稳定性有所改善。

负债

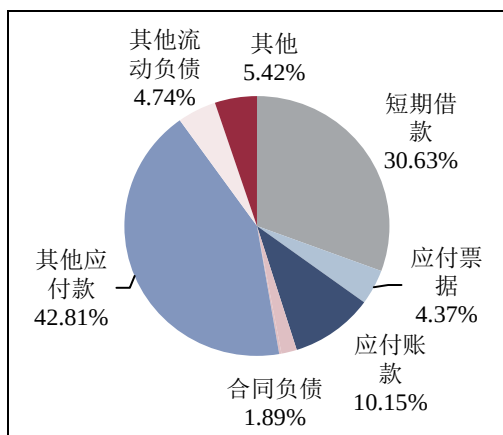
近年来,公司债务规模波动下降,短期债务占比略有下降,债务结构有所改善,但债务负担重,短期债务仍占比较高,存在一定的短期偿债压力。

2017—2019 年末,公司负债总额波动中有所下降,年均复合下降 7.25%。截至 2019 年底,公司负债合计为 613.49 亿元,其中流动负债占 88.21%,非流动负债占 11.79%,公司负债结构

以流动负债为主。

2017—2019 年末，公司流动负债有所下降，年均复合下降 8.51%。截至 2019 年底，公司流动负债为 541.17 亿元，较上年底下降 3.25%，构成以短期借款（占 30.63%）、应付账款（占 10.15%）和其他应付款（占 42.81%）为主。

图 8 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年末，公司短期借款波动中有所下降，年均复合下降 4.53%。截至 2019 年底，公司短期借款为 165.75 亿元，较上年底增长 40.81%，主要系保证借款和信用借款增加所致。

2017—2019 年末，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 3.92%。截至 2019 年底，公司应付账款为 54.92 亿元，账龄主要分布在一年以内。

2017—2019 年末，公司其他应付款保持相对稳定，年均复合增长 1.04%。截至 2019 年底，公司其他应付款 231.66 亿元，较上年底减少 0.63%，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 192 亿元，较 2018 年底减少 13.30 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。

2017—2019 年末，公司其他流动负债波动中有所下降，年均复合下降 8.56%，截至 2019 年底，公司其他流动负债为 25.66 亿元，较上年底下降 67.03%，主要系超短期融资券已偿付所致。

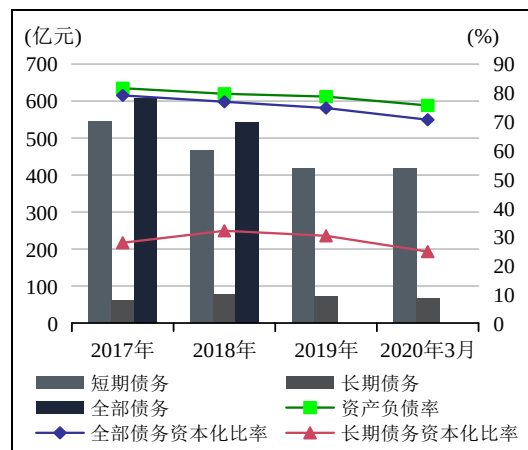
2017—2019 年末，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 4.17%。截至 2019 年底，公司非流动负债为 72.32 亿元，主要由长期借款

（占 84.99%，由抵押借款、保证借款和信用借款构成）和租赁负债（占 6.08%）构成。

有息负债方面，本评级报告将其他应付款中的有息部分、其他流动负债中的超短期融资券计入短期债务核算，将长期应付款中的应付融资租赁款计入长期债务核算。2017—2019 年，公司债务规模呈下降趋势。其中，短期债务分别为 546.19 亿元、466.28 亿元和 418.50 亿元；长期债务分别为 62.13 亿元、76.98 亿元和 72.19 亿元。

债务指标方面，2017—2019 年，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的均值分别为 79.59%、76.26%和 30.36%。截至 2019 年底，上述三项指标分别为 78.71%、74.73%和 30.32%。

图 9 公司债务变动情况



资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 624.69 亿元，较 2019 年底增长 1.83%。其中，流动负债占 88.59%，非流动负债占 11.41%，非流动负债占比较 2019 年底略有下降。有息债务方面，截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 485.08 亿元，其中短期债务占 86.29%，长期债务占 13.71%，短期债务占比仍较高；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 75.63%、70.67%和 24.83%，均较 2019 年底有所下降。

截至 2020 年 3 月底，公司长期债务 66.50 亿元，为银行借款和融资租赁款项。从表 13 长期债务到期分布情况看，公司长期债务 2023 年存在一定集中兑付情况，考虑到公司短期债务规

模大，公司集中兑付压力仍集中在一年以内。

表 13 截至 2020 年 3 月底公司长期债务到期分布情况
(单位: 亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年
长期债务	1.40	15.10	50.00

资料来源: 公司提供

3. 盈利能力

随着水泥价格上涨，公司盈利能力明显改善，营业收入和利润总额均快速增长，但期间费用和非经常性损益对公司利润总额的侵蚀仍较大。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司收入同比大幅下降，发生亏损。

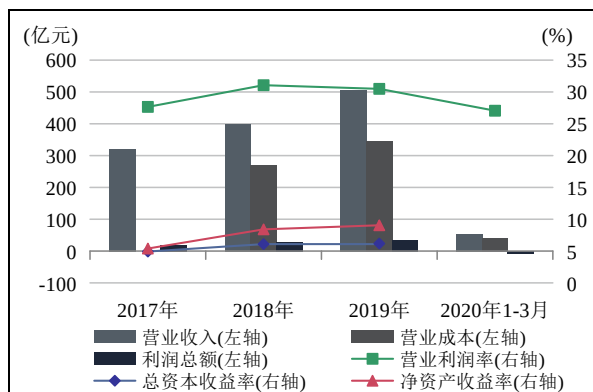
2017—2019 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 25.94%，2019 年为 505.53 亿元，同比增长 26.63%；营业成本不断增长，年均复合增长 23.38%，2019 年为 344.79 亿元，同比增长 27.77%。2017—2019 年，公司营业利润率分别为 27.65%、31.06%和 30.49%。

2017—2019 年，公司期间费用不断增长，年均复合增长 8.30%，2019 年为 86.07 亿元，同比增长 6.16%。期间费用率方面，2017—2019 年，公司期间费用率逐年下降，分别为 23.02%、20.31%和 17.02%。公司期间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。

非经常性损益方面，公司非经常性损益来自资产减值损失、信用减值损失、公允价值变动收益、投资收益、其他收益（增值税退税 2017 年由营业外收入调至其他收益）和营业外收入（主要是政府补助）和支出。2017—2019 年，公司非经常性损益合计分别为 1.71 亿元、-16.00 亿元和 -33.14 亿元，对公司利润总额的影响较大，其中，2019 年非经常性损益为负值且金额较大主要系应收账款和其他应收款计提的信用减值损失金额较大所致。

2017—2019 年，公司利润总额快速增长，分别为 16.47 亿元、26.89 亿元和 34.27 亿元；总资本收益率稳步上升，分别为 4.92%、6.09%和 6.18%；净资产收益率持续上升，分别为 5.39%、8.41%和 9.05%。

图 10 近年来公司收入和盈利水平



资料来源: 公司财务报告

与同行业企业相比，公司营业利润率尚可，总资本收益率和净资产收益率处于相对较低水平。

表 14 2019 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	总资本收益率	净资产收益率
唐山冀东水泥股份有限公司	29.55	12.00	17.01
西南水泥有限公司	29.68	8.31	8.56
天瑞水泥集团有限公司	37.67	10.89	12.25
中国联合水泥集团有限公司	30.49	6.18	9.05

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 53.32 亿元，同比下降 49.17%；利润总额 -6.14 亿元，经营亏损，主要系受疫情影响，且处于水泥行业淡季所致；营业利润率为 27.05%，较 2019 年下降 3.44 个百分点。

4. 现金流

近年来公司收入实现质量良好，随着水泥价格上涨，公司经营性净现金流持续上升，可以覆盖当期投资活动现金净流出；公司存量债务规模大且短期债务占比高，导致筹资活动现金流入和流出规模较大，存在一定的资金周转压力。

经营活动现金流方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 25.84%，2019 年为 565.42 亿元，同比增长

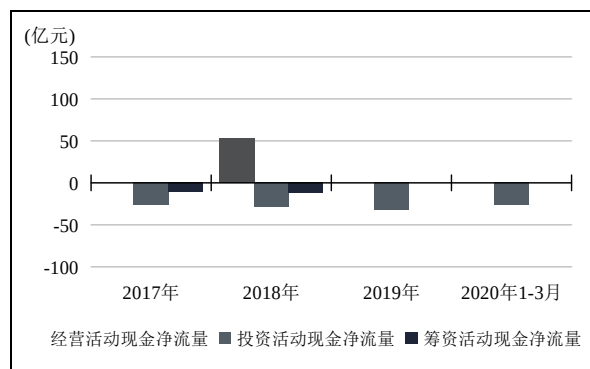
18.26%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长18.25%，2019年为456.83亿元，同比增长7.37%，主要是购买商品、接受劳务收到的现金。2017—2019年，公司经营活动产生的现金净流量快速增长，分别为30.32亿元、52.65亿元和108.59亿元。2017—2019年，公司现金收入比波动提升，分别为106.05%、116.50%和110.18%，公司收入实现质量良好。

投资活动现金流方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长388.86%，2019年为21.31亿元，主要来自收回投资收到的现金；投资活动现金流出量快速增长，年均复合增长40.30%，2019年为53.42亿元，同比增长86.54%，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金。2017—2019年，公司投资活动产生的现金净流量分别为-26.25亿元、-27.84亿元和-32.11亿元。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流分别为4.07亿元、24.82亿元和76.48亿元，2017年以来公司经营活动净现金流已能够完全覆盖投资活动支出。

筹资活动现金流方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量不断增长，年均复合增长12.23%，2019年为405.21亿元，主要是取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金流出量快速增长，年均增长21.51%，2019年为490.74亿元，主要是偿还债务支付的现金。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金净流量分别为-10.66亿元、-11.03亿元和-85.53亿元。

图 11 公司现金流量变动情况



资料来源：公司财务报告

2020年1—3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金净流量分别为0.27亿元、-25.79亿元和42.74亿元。2020年一季度，公司投资活动现金净流出规模较大，主要系购买采矿权、理财投资以及在建工程投资增加所致。

5. 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。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年末，公司流动比率分别为60.32%、53.87%和45.49%；速动比率分别为54.79%、48.16%和39.28%。2017—2019年公司经营现金流动负债比分别为4.69%、9.41%和20.07%。2017—2019年末，公司现金类资产/短期债务分别为0.22倍、0.15倍和0.13倍。截至2020年3月底，公司流动比率、速动比率和现金类资产/短期债务分别为53.71%、45.47%和0.18倍。公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为68.92亿元、79.60亿元和85.85亿元。同期，公司EBITDA利息倍数分别为2.36倍、2.72倍和3.36倍；全部债务/EBITDA分别为8.83倍、6.82倍和5.72倍。公司近年来长期偿债能力指标有所好转，指标表现尚可。

与同行业公司相比，公司短期和长期偿债指标均处于较弱水平。

表 15 2019 年同行业公司偿债能力对比情况

(单位：%、倍)

公司名称	流动比率	速动比率	EBITDA 利息倍数	全部债务/EBITDA
唐山冀东水泥股份有限公司	77.68	64.86	8.43	2.11
西南水泥有限公司	18.72	13.22	3.37	3.65
天瑞水泥集团有限公司	170.86	158.28	--	0.96
中国联合水泥集团有限公司	45.49	39.28	3.36	5.72

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司本部共获金融机构授信额度 273.01 亿元，尚未使用额度为 35.99 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；考虑到股东支持，公司融资压力不大。

6. 抗风险能力

基于对公司股东实力、自身经营规模和行业地位以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力极强，公司主体信用风险极低。

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 1-3）、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。

2017—2019 年，公司本部总资产不断增长，年均复合增长率为 10.60%。截至 2019 年底，公司本部资产总额 497.06 亿元。其中，流动资产占 62.35%，非流动资产占 37.65%；流动资产构成以货币资金（8.25 亿元）和其他应收款（295.26 亿元）为主；非流动资产构成以长期股权投资（177.06 亿元）为主。

2017—2019 年，公司本部负债总额波动中有所增长，年均复合增长率为 11.31%。截至 2019 年底，公司本部负债总额 411.58 亿元。其中，流动负债占 85.50%，非流动负债占 14.50%；流动负债构成以短期借款（80.19 亿元）和其他应付款（246.67 亿元）为主；非流动负债构成以长期借款（59.11 亿元）为主。

2017—2019 年，公司本部所有者权益波动中有所上升，年均复合增长率为 7.39%。截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 85.48 亿元，其中实收资本 40 亿元，未分配利润 37.32 亿元。

2017—2019 年，公司本部营业收入有所下降，年均复合变动率为-2.64%。2019 年，公司本部实现营业收入 7.93 亿元，利润总额 20.01 亿元；公司本部盈利主要来自投资收益（24.36 亿元），

成本费用以财务费用（7.58 亿元）为主，盈利和费用构成符合公司本部的职能定位。

2019 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-7.33 亿元、59.39 亿元和-60.08 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务结构有一定影响。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行金额为 10 亿元，分别占 2020 年 3 月底长期债务和全部债务的 15.04% 和 2.06%，本期中期票据的发行对公司现有债务结构有一定影响。

截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 75.63%、24.83% 和 70.67%。考虑到公司 2020 年 3 月后发行且尚未到期的 1 只超短期融资券（发行规模 10 亿元），预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升至 76.20%、30.05% 和 71.50%，公司债务负担将有所上升。考虑到已发行的超短期融资券募集资金和本期中期票据募集资金将用于偿还公司各类有息债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行规模为 10 亿元，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行规模的 35.70 倍、47.81 倍和 56.54 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行规模的 3.03 倍、5.27 倍和 10.86 倍；公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行规模的 6.89 倍、7.96 倍和 8.59 倍。

3. 公司存续债券集中兑付压力测算

截至 2020 年 11 月 5 日，公司存续信用债券如表 16 所示。假设本期中期票据于 2020 年发行，

则 2023 年为公司债券兑付高峰，合计需偿付本金 20 亿元（以下简称“测算额度”）。2019 年公司经营活动现金流入量、经营活动净现金流和 EBITDA 分别为 565.42 亿元、108.59 亿元、85.85 亿元；对测算额度的覆盖倍数分别为 28.27 倍、5.43 倍、4.29 倍。

表 16 截至 2020 年 11 月 5 日公司存续信用债券

证券名称	到期日期	当前余额(亿)
20 联合水泥 SCP018	2020-12-30	10
20 联合水泥 MTN001	2023-08-28	10
合计		20

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十一、结论

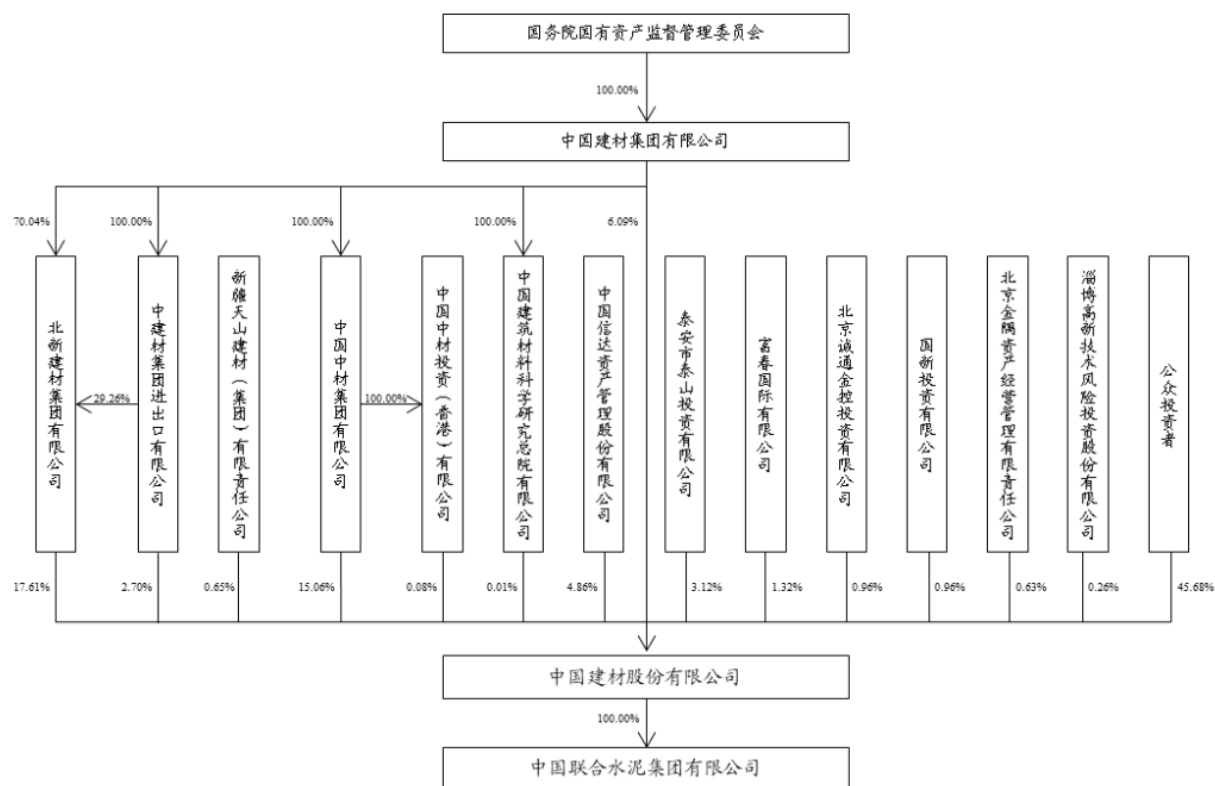
公司作为中建材股份下属大型水泥生产企业，经营规模位居行业前列，盈利能力随着产品价格上涨而得到明显改善。联合资信同时也关注到，公司目前债务负担重，短期债务占比较高，以及应收账款规模较大等因素对公司信用水平带来的负面影响。

在中国供给侧改革的背景下，水泥行业虽然没有行政化去产能的制约，但在市场化优胜劣汰、环保限产以及行业自律的推动下，水泥行业的产能增速逐步放缓并在 2017 年出现了负增长，缓解了产能过剩突出的矛盾。综合判断，水泥价格有望在未来保持稳定，公司盈利能力将维持向好趋势。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

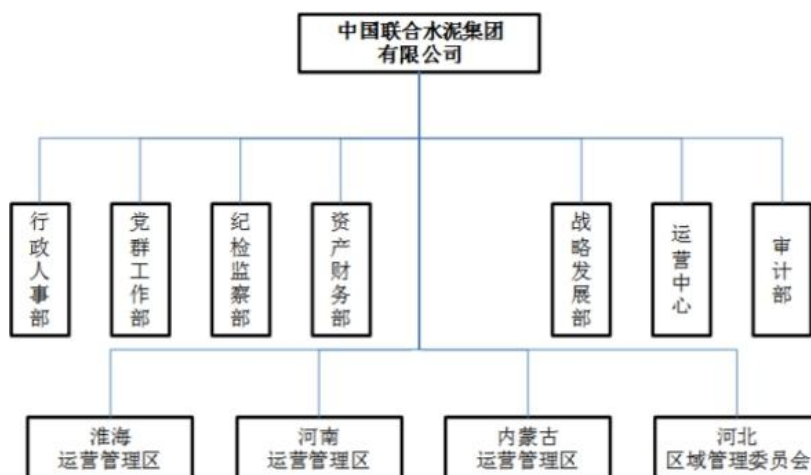
基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司违约风险极低，本期中期票据到期本息不能全额偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司纳入公司合并范围子公司

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	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
3	菏泽中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	42396150.00	75.89	40198766.93	4
4	菏泽中联混凝土工程有限公司	水泥制品生产制造	12000000.00	79.23	9042302.33	4
5	邢台中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	30000000.00	72.71	41892697.33	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	500000000.00	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	山东鲁城水泥有限公司	水泥制品生产制造	127400000.00	90.00	127141162.60	4
12	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
13	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
14	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
15	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
16	浙川中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	150000000.00	60.00	90000000.00	3
17	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
18	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
19	安阳中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	180000000.00	100.00	350929637.91	3
20	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
21	郟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
22	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
23	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
24	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
25	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
26	滕州中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	100.00	225000000.00	3
27	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
28	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
29	呼和浩特中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	31102015.39	89.81	53521960.00	4
30	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
31	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
32	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
33	东平中联美景水泥有限公司	水泥制品生产制造	200000000.00	85.00	170000000.00	3
34	莒县中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	183600000.00	100.00	439836000.00	3
35	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

36	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
37	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
38	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
39	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
40	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
41	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
42	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
43	连云港板桥中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	43000000.00	70.00	33020000.00	3
44	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
45	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
46	乌兰察布市蒙中水泥有限公司	投资业务	1500000.00	100.00	1.00	3
47	蒙欣巴音嘎拉有限责任公司	水泥制品生产制造	702266.69	100.00	10094049.56	4
48	南京中联混凝土有限公司	混凝土制造	800000000.00	73.00	566720000.00	3
49	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
50	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
51	枣庄中联混凝土有限公司	混凝土制造	100000000.00	90.00	90000000.00	3
52	邹城中联混凝土有限公司	混凝土制造	25000000.00	90.00	22500000.00	3
53	曲阜中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	100.00	50000000.00	3
54	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
55	单县中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	70.00	35000000.00	3
56	梁山中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	70.00	35000000.00	3
57	曹县中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	85.00	42500000.00	3
58	巨野中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	70.00	35000000.00	3
59	金乡中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	75.00	37500000.00	3
60	东营中联混凝土有限公司	混凝土制造	60000000.00	70.00	42000000.00	3
61	临沂中联混凝土有限公司	混凝土制造	140000000.00	80.00	112000000.00	3
62	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
63	济宁中联水泥有限公司	水泥制品生产制造	810190551.00	100.00	436699397.69	3
64	日照中联港中水泥有限公司	水泥制品生产制造	30000000.00	100.00	30000000.00	3
65	北京新航建材集团有限公司	混凝土制造	370000000.00	100.00	530900280.31	3
66	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
67	四川新阜建材有限公司	混凝土制造	50403148.00	100.00	64463410.87	4
68	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
69	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
70	菏泽联合混凝土有限公司	混凝土制造	100000000.00	100.00	100000000.00	3
71	济宁中联混凝土有限公司	混凝土制造	71430000.00	70.00	50000000.00	3
72	泰安中联混凝土有限公司	混凝土制造	40000000.00	100.00	40000000.00	3
73	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
74	五河中联水泥有限公司	水泥生产、销售	11880000.00	70.00	31637615.95	3

75	宿州中联水泥有限公司	水泥生产、销售	18280000.00	90.00	1.00	3
76	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
77	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
78	淮南北坪中联水泥有限公司	混凝土、水泥制造	20000000.00	80.00	42727174.12	3
79	登封中联混凝土有限公司	混凝土制造	30000000.00	70.00	21000000.00	3
80	滁州中联混凝土有限公司	混凝土制造	348000000.00	100.00	348000000.00	3
81	邢台中联混凝土有限公司	混凝土制造	50000000.00	70.00	35000000.00	3
82	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
83	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
84	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
85	济宁任城中联水泥有限公司	水泥、砼制品销售	8000000.00	80.00	12444800.00	3
86	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
87	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
88	泗县中联水泥有限公司	水泥、混凝土制造	5000000.00	90.00	1.00	3
89	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
90	徐州润基建材有限公司	混凝土制造、销售	33462500.00	55.00	44669714.80	4
91	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
92	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
93	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
94	江苏双龙集团有限公司	混凝土制造、销售	255000000.00	100.00	470887700.00	3
95	烟台栖霞中联水泥有限公司	水泥生产、销售	390415493.12	100.00	110000000.00	3
96	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
97	北京中建华诚混凝土有限公司	混凝土制造、销售	10000000.00	100.00	50600.00	4
98	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

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 公司主要财务指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	120.43	70.42	52.55	76.71
资产总额(亿元)	873.64	802.79	779.38	826.02
所有者权益(亿元)	160.51	163.12	165.89	201.33
短期债务(亿元)	546.19	466.28	418.50	418.58
长期债务(亿元)	62.13	76.98	72.19	66.50
全部债务(亿元)	608.33	543.26	490.68	485.08
营业收入(亿元)	318.71	399.23	505.53	53.32
利润总额(亿元)	16.47	26.89	34.27	-6.14
EBITDA(亿元)	68.92	79.60	85.85	--
经营性净现金流(亿元)	30.32	52.65	108.59	0.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.91	2.39	3.79	--
存货周转次数(次)	6.97	7.97	10.52	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.48	0.64	--
现金收入比(%)	106.05	116.50	116.50	110.18
营业利润率(%)	27.65	31.06	30.49	27.05
总资本收益率(%)	4.92	6.09	6.18	--
净资产收益率(%)	5.39	8.41	9.05	--
长期债务资本化比率(%)	27.91	32.06	30.32	24.83
全部债务资本化比率(%)	79.12	76.91	74.73	70.67
资产负债率(%)	81.63	79.68	78.71	75.63
流动比率(%)	60.32	53.87	45.49	53.71
速动比率(%)	54.79	48.16	39.28	45.47
经营现金流动负债比(%)	4.69	9.41	20.07	--
现金短期债务比(倍)	0.22	0.15	0.13	0.18
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.72	3.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.83	6.82	5.72	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计；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

附件 2-2 公司主要财务指标（本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.35	20.30	13.52	45.21
资产总额(亿元)	406.32	496.03	497.06	548.75
所有者权益(亿元)	74.13	70.05	85.48	123.62
短期债务(亿元)	94.71	126.14	105.23	158.61
长期债务(亿元)	6.34	61.07	59.11	59.12
全部债务(亿元)	101.05	187.22	163.43	217.73
营业收入(亿元)	8.37	13.07	7.93	0.60
利润总额(亿元)	6.20	0.51	20.01	-1.84
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	1.88	4.08	-7.33	-0.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.59	36.84	116.68	--
存货周转次数(次)	5.79	10.10	15.79	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.03	0.02	--
现金收入比(%)	83.41	74.05	81.96	0.00
营业利润率(%)	49.04	59.20	68.3	99.14
总资本收益率(%)	3.35	-0.38	7.78	--
净资产收益率(%)	7.92	-1.40	22.75	--
长期债务资本化比率(%)	7.88	46.58	40.88	32.35
全部债务资本化比率(%)	57.68	72.77	65.78	63.79
资产负债率(%)	81.76	85.88	82.80	77.47
流动比率(%)	71.80	87.51	88.07	98.84
速动比率(%)	71.57	87.42	88.07	98.84
经营现金流动负债比(%)	0.58	1.12	-2.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计

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%

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

注：联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 中国联合水泥集团有限公司 2020 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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

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

中国联合水泥集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国联合水泥集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国联合水泥集团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联合水泥集团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，如发现中国联合水泥集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国联合水泥集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就該事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国联合水泥集团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联合水泥集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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