

信用等级公告

联合[2015] 175 号

联合资信评估有限公司通过对中国建筑材料集团有限公司及其拟发行的 2015 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

中国建筑材料集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

中国建筑材料集团有限公司

2015 年度第二期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。



中国建筑材料集团有限公司

2015 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

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 50 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第5个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 置换下属中国建材股份有限公司部分银行贷款

评级时间: 2015 年 2 月 9 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
资产总额(亿元)	2075.11	3006.17	3644.16	4103.25
所有者权益(亿元)	461.31	542.66	659.78	721.36
长期债务(亿元)	421.15	642.24	746.55	645.94
全部债务(亿元)	1180.58	1825.07	2223.90	2529.24
营业收入(亿元)	1940.92	2174.32	2522.57	1818.98
利润总额(亿元)	158.48	111.56	115.12	82.22
EBITDA(亿元)	255.15	258.89	308.64	--
经营性净现金流(亿元)	129.75	113.33	141.03	77.96
营业利润率(%)	14.17	12.64	14.57	15.76
净资产收益率(%)	25.73	15.89	13.35	--
资产负债率(%)	77.77	81.95	81.89	82.42
全部债务资本化比率(%)	71.90	77.08	77.12	77.81
流动比率(%)	74.42	65.67	64.18	66.65
全部债务/EBITDA(倍)	4.63	7.05	7.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.33	2.76	2.68	--
EBITDA/本期中期 票据额度(倍)	5.10	5.18	6.17	--

注: 1、2014 年前三季度财务数据未经审计; 2、其他流动负债中包含部分短期融资券, 长期应付款系融资租赁款, 本报告已将上述有息债务相应调整至长、短期债务。

分析师

高景楠 张强

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中国建筑材料集团有限公司(以下简称“公司”)为国资委直属的中国最大综合性建材产业集团, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其近年通过结构调整及联合重组, 经营规模持续扩大; 公司在水泥、玻璃纤维和轻质建材行业均具有显著竞争力; 公司装备制造和建材贸易与物流业务发展良好, 产业链优势明显; 公司具备雄厚的研发实力和丰富的技术储备, 为其持续发展提供了保障。同时联合资信也关注到水泥行业总体产能过剩以及建材行业竞争加剧; 公司债务负担重、债务结构有待改善等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

随着公司水泥产能布局的基本完成, 公司调整发展战略为“整合优化, 增效降债”, 一方面, 公司减少大规模联合重组, 未来投资有所放缓; 另一方面, 公司将致力于巩固核心利润区, 推广特种水泥产品生产, 实施“新能源、新型建材、新型房屋”三新产业以及开拓国际市场。公司未来将继续立足建材产业相关板块, 以提升发展效益、实现各板块优化升级为目标, 有望缓解债务压力, 实现稳健经营。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。

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, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 公司是中国最大的建材企业集团，公司水泥、商品混凝土、纸面石膏板产能居世界第一，各类建材产品均占据突出的行业地位，市场竞争力强。
2. 通过业务布局和整合，公司各板块业务协同发展，产业链优势突出，在行业内构建起综合业务服务平台。
3. 公司设有国家级企业技术中心，技术研发实力雄厚，技术储备丰富，有助于持续保持行业领先地位。
4. 公司资产规模快速扩张，营业收入较快增长。
5. 公司 EBITDA 及经营性现金流规模大，对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 中国建材行业面临水泥等产品产能过剩、原材料价格波动以及竞争加剧的风险。
2. 公司债务负担重，且以短期债务为主，债务结构有待改善；同时具有一定短期支付压力。
3. 公司规模扩大致使期间费用快速增长，对公司盈利能力产生一定负面影响。
4. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国建筑材料集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国建筑材料集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中国建筑材料集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国建筑材料集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国建筑材料集团有限公司 2015 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回时到期有效；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。

一、主体概况

中国建筑材料集团有限公司(以下简称“中国建材集团”或“公司”)系1984年1月经国务院批准成立的国有独资公司。公司原名中国新型建筑材料公司,原注册资本2亿元,隶属国家建筑材料工业局,1998年底与国家建材局脱钩成为中央直属企业。1999年被列入中央企业工委管理的163户国有重要骨干企业,同年5月更名为中国新型建筑材料(集团)公司。2003年,公司被列入国资委管理的189户大型企业集团。2009年,公司更名为中国建筑材料集团有限公司。历经多次增资,截至2014年9月底,公司注册资本变更为55.30亿元,实收资本61.91亿元。国务院国有资产监督管理委员会作为公司实际控制人,拥有其100%股权。

公司经营范围包括:建筑材料及其相关配套原辅材料的生产制造及生产技术、装备的研究开发销售;新型建筑材料体系成套房屋的设计、销售、施工;装饰材料的销售;房屋工程的设计、施工;仓储;建筑材料及相关领域的投资、资产经营、与以上业务相关的技术咨询、信息服务、会展服务;矿产品的加工及销售。

截至2014年9月底,公司内设人力资源部、财务部、投资发展部、企业管理部、纪检监察室、审计部和资产管理部等12个职能部门。公司纳入合并范围的二级子公司有11家,业务涉及建材产品、装备制造、相关工程技术与服务、建材贸易与物流等业务板块。公司拥有6家控股上市子公司,其中海外上市公司2家。

截至2013年底,公司(合并)资产总额为3644.16亿元,所有者权益659.78亿元(含少数股东权益441.61亿元);2013年,公司实现营业收入2522.57亿元,利润总额115.12亿元。

截至2014年9月底,公司(合并)资产总额4103.25亿元,所有者权益721.36亿元(含少数股东权益487.74亿元);2014年1~9月,公司实现营业收入1818.98亿元,利润总额82.22亿元。

公司注册地址:北京市海淀区复兴路17

号国海广场2号楼;法定代表人:宋志平。

二、本期中期票据概况

公司拟于2015年注册中期票据50亿元,本期发行额度50亿元(以下简称“本期中期票据”),募集资金计划全部用于置换下属中国建材股份有限公司部分银行贷款。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据,具有一定特殊性。

在赎回权方面,本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续,并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据第5个和其后每个付息日,公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时,应于赎回日前一个月,由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》,并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面,本期中期票据采用固定利率计息方式。在本期中期票据前5个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差;初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在本期中期票据第5个和其后每个付息日不行使赎回权,则从第6个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上300个基点,在第6个计息年度至第10个计息年度内保持不变。此后每5年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一

¹初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为5年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%);初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

²当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为5年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司：（1）向出资人分配利润；

（2）对子公司增资和对外权益投资；（3）重大固定资产投资；（4）减少注册资本，则公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向出资人分配利润或对子公司增资及对外权益投资或重大固定资产投资或减少注册资本行为。如果公司发生强制付息事件时仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年度开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AAA 企业与 AA 企业发行 5 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的

可能性大。

（3）本期中期票据在除发生向出资人分配利润或对子公司增资和对外权益投资或重大固定资产投资或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

首先，2007 年 3 月 5 日第十届全国人民代表大会第五次会议上的《政府工作报告》提出“建立国有资本经营预算制度，规范国家与企业的分配关系，将进行国有资本经营预算编制试点”；经过三年试行，2010 年国务院常务会议研究决定，从 2011 年起将 5 个中央部门（单位）和 2 个企业集团所属共 1631 户企业纳入中央国有资本经营预算实施范围，同时适当提高中央企业国有资本收益收取比例，其中资源类中央企业国有资本收益收取比例为 15%，一般竞争类中央企业收取比例为 10%，军工科研类企业收取 5%；根据 2014 年 4 月 17 日财政部发布的《关于进一步提高中央企业国有资本收益收取比例的通知》（财企[2014]59 号），国有独资企业应交利润收取比例在现有基础上提高 5 个百分点，即，第一类企业为 25%，第二类企业为 20%，第三类企业为 15%，第四类企业为 10%，第五类企业免交当年应交利润，根据上述通知附的企业分类名单，公司属第三类企业，即自 2014 年起公司上缴的国有资本收益由 10%提高至 15%。2014 年预计收取中央企业税后利润 1414.9 亿元，比上年执行数（下同）增加 375.43 亿元，增长 36.1%。其中，第一类企业 400 亿元，增加 104.48 亿元，增长 35.4%；第二类企业 746.44 亿元，增加 163.73 亿元，增长 28.1%；第三类企业 216.11 亿元，增加 80.72 亿元，增长 59.6%；第四类企业 52.35 亿元，增加 26.5 亿元，增长 102.5%。首先，2011-2013 年，公司分别缴纳国有资本收益 3.82 亿元、2.68 亿元及 3.61 亿元，上缴比例分别为 10%、10%和 15%，公司近三年国有资本收益上缴情况良好。其次，公司作为国资委直属的中国最大的综合性建材产业集团，综合实力极强，近三年持续盈利，且随着公司“增效降债”战略的推

进，公司盈利能力有望继续增长。总体看，从历史国有资本收益缴纳情况及公司盈利的可持续性两方面考虑，公司未来持续缴纳国有资本收益的可能性很大，公司本期中期票据递延利息支付可能性很小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2014 年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长 7.5%，三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%，比上年同期提高 1.2 个百分点，高于第二产业 2.5 个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%，比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去

年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中有提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司所属行业主要包括建材行业，主营业务涉及水泥、玻璃纤维以及石膏板等的生产经营。

1. 建材行业发展概况

建材行业是重要的基础原材料及制品产业，主要由非金属矿业、建筑材料和新型无机非金属材料三大材料产业组成，产品主要用于

建筑、汽车、化工、轻工、电子、国防工业等行业。

2013年，中国建材行业营收增速加快，效益有所改善，同时投资更加理性。建材行业全年完成主营业务收入6.3万亿元，同比增长16.3%，增速提高2.9个百分点。实现利润总额4525亿元，同比增长18.2%；平均利润率7.2%，同比提高0.1个百分点，其中水泥制造业利润率7.9%，同比提高0.5个百分点，平板玻璃利润率6.0%，同比提高5.4个百分点。2013年建材行业完成固定资产投资约1.3万亿元，同比增长13.8%，增速下降3.7个百分点，其中产能过剩的水泥、平板玻璃行业分别下降3.7%、5.8%；低消耗低排放的石材、轻质建材、技术玻璃等行业分别增长28.9%、223.5%和36.3%，建材行业中产能过剩行业投资更加理性。

2014年前三季度，预计规模以上建材工业实现主营业务收入3.4万亿元，同比增长12.5%，与去年同期相比增速回落3.2个百分点；利润总额2230亿元，同比增长13.8%，仍然保持两位数增长，但低于上年同期10个百分点。

2. 水泥行业

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，目前中国水泥产量占世界总产量的60%左右。

市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著。近年，国民经济持续快速发展、固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高（见图1）。水泥产销率维持在98%以上，其中，2011-2013年分别为98.58%、98.97%和98.97%。

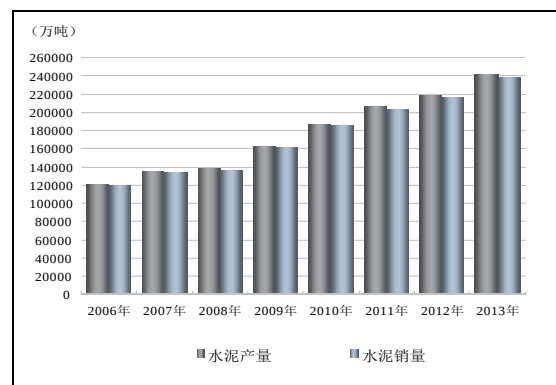
2011年，在保证经济平稳较快发展的前提下，全社会固定资产投资增速仍然保持在高位，加之中国水泥企业的日益成熟，水泥市场供需仍保持较高水平，2011年全国水泥产量为20.63亿吨，同比增长16.12%，水泥销量20.34亿元，

同比增长9.6%。

2012年以来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度弱于往年，2012年全年累计完成水泥产量21.84亿吨，同比增长5.86%，水泥销量21.61亿吨，同比增长6.27%，增速下降明显，但与2011年全年中国水泥产量20.63亿吨相比，中国水泥产能仍严重过剩。

进入2013年，受“稳增长”政策的提振，尤其是3月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，2013年水泥产量24.14亿吨，同比增长10.55%，增速比2012年提升4.69个百分点；销量23.89亿吨，同比增长10.54%。2014年1-10月，中国水泥产量20.53亿吨，同比增长2.48%，增速较上年同期下降6.57个百分点。

图1 中国水泥行业产销量



资料来源：Wind 资讯

水泥需求方面，2012年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。2013年，全国固定资产投资（不含农户）43.65万亿元，同比名义增长19.6%（扣除价格因素实际增长19.2%）；2013年，全国房地产开发投资8.60万亿元，比上年名义增长19.8%（扣除价格因素实际增长19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。各区域中，华东、中南供需改善最为明显，三北地区则维持底部徘徊。

2012年全国水泥累计完成固定资产投资较2011年同比降低7.0%，继2011年后仍保持

下降趋势；全国新投产新型干法水泥生产线 124 条，全年新增水泥熟料产能 1.6 亿吨，其中，新疆、安徽、河北、湖南新增产能居前，而新增规模较 2011 年下降 20.79%。2013 年，全国新增熟料产能 0.94 亿吨，较 2012 年新增产能 1.6 亿吨明显回落；全国水泥行业固定资产投资完成 1421 亿元，同比继续下滑 6.5%。持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得明显改善。

水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的所占比例下降到只有 3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

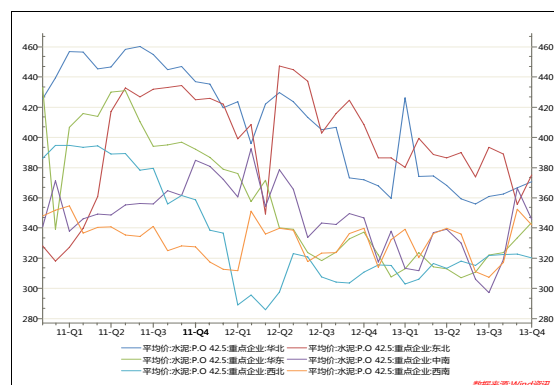
2011 年前三季度，水泥价格有所上涨，全国水泥价格指数均高于上年同期，2011 年四季度开始，受房地产行业低迷、铁路等重大项目建设速度放缓、新增产能的释放等因素的影响，中国水泥价格回落。2012 年上半年，由于水泥需求总体依然偏弱，水泥供过于求的局面依然明显，水泥平均价格呈现逐步下滑的态势，3-4 季度，水泥价格呈低位震荡，2012 年度全国水泥整体水泥平均价格低于前三年，与 2008 年基本持平。2013 年在全国供需状况不断改善、行业集中度提升、企业理性经营和行业协会有效政策引导等多方因素推动下，全国水泥价格在经历 2012 年的触底之后向好发展，逐渐进入稳步回升的通道。分区域来看，华北、华东和中南地区均呈现“前低后高”的走势，其中华北地区全年价格处于低位，整体呈上升趋势，四季度大幅走高；华东地区在 2、3 月份价格有小幅回落，但在 4-5 月份随需求回暖走出一波小幅拉升行情，随后价格快速下滑至 7 月出现全年最低价 286 元/吨，而后地区行情表现淡季未淡、旺季更旺，水泥价格持续快速上涨至年底最高价 344 元/吨，累计涨幅达 20.28%；中南地区的水泥行情与华东较为相似，从年初因行

情不佳持续下跌至 4、5 月份的稳定价格，6 月在区域需求回升、主导企业推涨之下，水泥价格开始进入上行通道，持续升涨至年底高位；东北地区的水泥价格犹如坐过山车般，上半年和下半年呈现完全相反的走势，上半年区域价格震荡上行，下半年三季度区域价格下滑较慢，但至四季度价格下行趋势明显加大，年底水泥价格已跌至年初水平以下。

整体看，2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平，但抗跌性较好，以全国 P.O42.5 散装水泥均价为例，2013 年前三季度基本维持在 300 元/吨的价格，整体表现出良好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行，至全年的最高价 330 元/吨，接近 2009 年末水平。进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势。截至 2014 年 9 月底，华东、华北和西南三地区价格已跌至 2014 年前三季度最低水平。

预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

图 2 2011~2013 年中国水泥平均价格（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

行业政策和关注

水泥产业政策集中于五个方面：一是提高

行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调。

2011年1月12日，工信部下发《关于进一步做好淘汰水泥落后产能工作的通知》，强调了从政策和技术上从严促进水泥落后产能淘汰；2011年1月19日，工信部下发《水泥行业准入条件》，对水泥行业准入设置了较高的门槛，同时提出鼓励现有水泥企业间的重组联合，支持大企业中小企业并购重组后的改造投资；2011年4月19日，工信部确定水泥工业2011年的落后产能淘汰总量的1.3亿吨。

2012年4月，工信部确定水泥工业2012年的落后产能淘汰总量为2.19亿吨。

2013年1月，根据工信部、国家发改委等多部门联合下发的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，到2015年前，前10家水泥企业产业集中度达到35%，形成3-4家熟料产能1亿吨以上，矿山、骨料、商品混凝土、水泥基材料制品等产业链完整的建材企业集团。鼓励水泥企业延伸上下游产业链，优化物流配送、整合发展预拌砂浆、商品混凝土及建筑预制构件产业。

2013年10月，根据国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，伴随着环保压力（大气污染治理）和国家整顿过剩产能行业力度的加大，将逐步取消32.5复合水泥标准、减量置换、进一步增加淘汰力度等新的治理手段，力度空前。

2014年3月，国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，强调兼并重组是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构的重要途径，后续将更加注重于兼并重组市场环境的改善、逐渐减少行政审批事项，取消下放部分审批事项，取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责。取消上市公司重大资

产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）等。

2014年5月8日，工信部下发《2014年淘汰落后产能任务》，其中，淘汰水泥（熟料及磨机）5050万吨。

“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调，有利于大力推进节能减排、兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，水泥行业将进入价值回归的健康发展态势。

发展前景

目前，水泥市场价格各地不一，水泥行业集中度较低，全国前十大水泥企业市场占有率不到20%，未来行业并购整合，并从区域竞争逐渐扩张到全国性竞争将成为不可避免的趋势。随着经济发展方式加快转变，国内市场对水泥总量需求将由高速增长逐步转为平稳增长，增速明显趋缓。

从长远看，控制产能和淘汰落后相关政策对水泥行业是一项长期利好。未来，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有望得到缓解，大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

总体看，受投资增速放缓影响，水泥行业景气度有所下行，水泥价格出现大幅下降。但受益于煤炭价格的下滑，2013年水泥行业企业经营状况有所改善。短期看，行业景气度的恢复还有赖于中国基础设施、房地产等下游行业投资规模的增长和新增产能的控制。长期看，未来城镇化建设将成为推动中国经济发展的重点。水泥作为大宗基础性建材产品，城镇化建设的大力推进将为水泥行业提供较大的需求驱动。未来，随行业兼并重组进程推进，行业集中度将逐步提高，行业龙头企业对区域市场的控制力将得到增强，水泥行业的淘汰落后产能和节能减排工作将继续推进，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇。

3. 玻璃纤维行业

行业概况

玻璃纤维是一种综合性能优异的无机非金属材料，通常作为复合材料增强基材，电绝缘材、耐热绝热材料、光导材料、耐腐蚀材料和过滤材料等，广泛应用于国民经济各个领域。

在经过 2009 年的低迷和 2010 年的恢复性增长之后，中国玻璃纤维行业景气度在 2011 年开始回落。2011 年受欧债危机加重、世界经济持续下滑影响，风电、电子布等下游主要产品市场逐步降温，中国玻璃纤维行业全年累计实现产量 279 万度，同比增长 9.0%，增速较 2010 年下降 15.9 个百分点；同时全行业实现利润总额 72.4 亿元，同比增长 9.9%，同比增速较 2010 年大幅下降。

2012 年，中国玻璃纤维景气度进一步下降，全行业实现主营业务收入为 1060.4 亿元，同比增长 13.26%，但主营业务成本为 888.15 亿元，同比增长 15.00%，期间费用同比增长 8.30%，全行业实现营业利润 71.68 亿元，同比下降 1.0%，企业经营负担较重。2012 年，为了改善供需关系，行业内龙头企业带头限产，同时，《玻璃纤维行业准入条件》(2012 年修订)于 2012 年 10 月 1 日颁布实施，《玻璃纤维行业准入公告管理暂行办法》也于 11 月实行。在上述因素共同作用下，玻璃纤维全年产量为 288 万吨，同比小幅增长 3.2%。

2013 年，面对市场低迷，行业内企业限产保价、加大技改和产品结构调整成为行业共识，中国玻璃纤维产量 285 万吨，同比下降 1.0%；全年全行业实现主营业务收入 1310.8 亿元，同比增长 13.5%，实现利润总额 83.9 亿元，同比增长 9.3%，玻璃纤维行业景气度有所回升。

发展前景

玻璃纤维产品作为性能优越、替代性强的新型材料，适用于国民经济中的诸多领域。目前中国玻璃纤维大部分用于出口，2013 年中国玻璃纤维及制品出口数量为 119 万吨，占全年产量的 41.35%，国内玻璃纤维下游应用领域仍有

待进一步开发。统计数据显示，美国是迄今全球复合材料渗透最快的市场，人均消费量约为 20 磅，但中国只有约 4 磅，未来国内市场提升潜力巨大。

2011 年底，工信部编制的《新材料产业“十二五”发展规划》预计到 2015 年，新材料产业规模将达到总产值 2 万亿元，年均增长超过 25%。同时，培育 20 个新材料销售收入超过 50 亿元的专业性骨干企业，建成若干主业突出、产业配套齐全、年产值超过 300 亿元的新材料产业基地和产业集群，从而进一步增强新材料对工业结构调整和升级换代的带动作用。玻璃纤维作为应用广泛的新材料产品，也将成为国家产业政策重点扶持的行业。

2012 年 10 月，《玻璃纤维行业准入条件（2012 年修订）》（征求意见稿）颁布实施，新的准入条件在企业生产布局、工艺与装备、能源消耗、环境保护等领域全面提高了行业的准入门槛，并新增了产品质量方面的准入要求。此次玻璃纤维行业新准入标准极大提高了行业的准入门槛，遏制行业重复建设和盲目扩张，防止产能严重过剩，进一步促进节能减排，促进产业结构升级，引导行业持续健康发展，产能增速放缓将部分缓解需求放缓的不利影响，有助于稳定玻璃纤维行业的整体盈利能力。

随着国家相关产业发展规划的出台和实施，包括飞机、火车、汽车、船舶在内的交通运输业将成为中国玻璃纤维需求增速较快的领域，其中，轨道交通、高铁枕木需求最为旺盛；建筑等领域的玻纤需求将保持平稳增长的态势；而玻璃纤维产品在节能环保领域的应用，主要包括水处理工程设备、脱硫脱硝处理设备，也将成为未来行业发展新的亮点。

4. 纸面石膏板行业

行业概况

纸面石膏板的原料为火电厂烟气脱硫产生的废弃物脱硫石膏，属于国家大力提倡的资源综合利用和循环经济的代表产品。目前石膏板

已广泛应用于住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙、墙体覆面板(代替墙面抹灰层)、天花板、吸音板、地面基层板和各种装饰板等。

石膏板制造过程的吨碳排放量仅为水泥的四分之一。除其自身质轻、耐火、保温、隔音、施工便捷、便于表面装饰及节能、环保、低碳的特点外,其作为隔墙材料每平方米可替代200块实心粘土砖。石膏板做隔墙可增加7~12%的套内使用面积,石膏板隔墙常规厚度只有10厘米,仅为砖墙的1/4,有效增加了建筑的使用面积,或者说达到相同的使用面积可减少8%左右的建筑面积,可降低建筑造价和建筑能耗。石膏板墙重量轻、抗震好,石膏板墙重量为同等厚度砖墙的1/15,砌块墙的1/10,可减少基础和结构主体造价,有利于建筑的高层化发展和结构抗震。

2011~2013年中国石膏板产量分别为20.73亿平方米、21.21亿平方米和27.00亿平方米,年均复合增长率为14.13%。2014年1~9月,石膏板累计产量为25.23亿立方米,同比增长15.67%。

行业竞争

中国石膏板市场目前竞争格局大致分为三类:第一类是生产高档石膏板产品的企业,品牌优势较大,市场份额约15%;第二类是生产中档石膏板产品的企业,产品性价比较高,市场份额约40%;第三类是生产低档石膏板产品的企业,较为分散,既无产能优势也无品牌优势,市场份额约45%。北新建材属于第一类企业,主要生产高档产品,在收购泰山石膏后,市场份额达到41%左右,主要竞争对手为3家国外建材企业。分别是德国可耐福、法国圣戈班和拉法基。

发展前景

从用途来看,中国目前石膏板主要作为吊顶材料使用,大约占整个石膏板销量的70%。在发达国家,石膏板有约80%主要用于轻质墙体的建设。随着新型轻质墙体的改革与推广,

石膏板作为轻质隔墙的建筑材料,用量将进一步增加。从消费结构看,发达国家家居装修中石膏板使用占比80%,公共建筑装修市场占20%;而国内家居住宅墙体材料品种以砌块居多,石膏板用量只有20%,大部分还用于公装。

从人均石膏消耗量来看,美国年人均石膏板消费量在10m²左右,加拿大在7m²左右,欧洲约为5~7m²,而中国人均使用量仅为1m²,仅为美国的十分之一。

从政策导向来看,2005年以来,在国家大力发展循环经济政策的指导下,有关建筑节能、发展环境友好型产品等产业政策、法规的进一步强化和完善,出台了包括《关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》、《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》等一系列相关政策。产业政策的扶持推动了以石膏板墙体材料为代表的新型墙体材料对传统高耗能的粘土砖等墙体材料的替代,进而推动了石膏板行业的迅速发展。

总体来看,在国家大力发展循环经济政策的指导下,有关建筑节能、发展环境友好型产品等产业政策、法规的进一步强化和完善,推动了包括石膏板在内的新型节能环保墙体材料的发展。目前,中国石膏板人均消费量与发达国家相比较低,随着消费升级和家居装修市场开拓,未来发展前景看好。

综上,近几年中国建材行业生产及主要产品产量较快增长,销售收入增幅较大,经济效益稳步增长。但同时联合资信也注意到,中国建材行业面临水泥、浮法玻璃等部分产品和部分地区产能过剩,原材料、能源、人工成本大幅度上升以及竞争加剧的风险,拥有技术优势和规模优势的企业将具有更强的抗风险能力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年9月底,公司注册资本55.30亿元。国务院国有资产监督管理委员会拥有其

100%股权，为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争实力

公司是中国建材行业百强第一名，以其相关业务领域的优势企业为主体，通过资产重组和业务整合，构建起建材产品、装备制造、相关工程技术与服务、建材贸易与物流四大业务板块。

建材产品是公司的核心主业，公司大力推进水泥、玻璃的联合重组、结构调整与节能减排，大力发展新型建材、新型节能房屋与新能源材料，通过资本运营、联合重组与集成创新等途径实现了跨越式发展。水泥产品方面，公司以旗下中国联合水泥有限责任公司（以下简称“中联水泥”）、南方水泥有限公司（以下简称“南方水泥”）、北方水泥有限公司（以下简称“北方水泥”）和西南水泥有限公司（以下简称“西南水泥”）为平台，以市场化方式，大力推进淮海、东南、北方、西南区域的联合重组，经过近几年的发展，公司于2013年基本完成了水泥的产业布局，截至2013年底，公司水泥年产能达到3.88亿吨、商品混凝土产能为4.06亿立方米，均居世界第一，形成了水泥与商品混凝土业务良好的市场联动；其他产品方面，公司推进产品创新，加强市场竞争力，2013年底公司纸面石膏板年产能达到16.5亿平方米，居世界第一；另外，公司兆瓦级风力叶片、高档熔铸耐火材料等居中国第一，浮法玻璃名列中国前列。

工程技术与服务板块方面，公司子公司中国建筑材料科学研究总院是中国建筑材料与无机非金属材料专业领域规模最大、实力最雄厚的综合性科研开发机构。几十年来，开展了包括国家重点基础研究项目、国家攻关项目和国家“863”高技术项目在内的数千项研究任务，研制开发出大批科技成果，承担了大量国内外大型工程设计和工程总承包业务，是促进行业技术创新、节能减排、推动产业结构调整和优化升级的主导力量。

成套装备板块方面，公司承担了浮法玻璃、新型干法水泥、建筑卫生陶瓷、新型墙体材料、复合材料、玻璃纤维等建材行业大中型工程的工程设计、装备制造、工程承包等业务。提供制浆造纸、酿酒和饮料灌装、塑料、矿山、洗选煤、电线电缆、日化、衡器等专用技术、成套装备及工程设计、服务与承包业务。

物流贸易板块方面，公司涵盖建材产品、钢材、木材、矿产品、煤炭、建筑机械、机电产品、新能源产品等商品的贸易，大型成套装备出口及国际工程总包，电子商务和e物流等领域，与全球160多个国家和地区的客户建立长期稳定的合作关系，各类业务遍及五大洲，名列中国外贸行业百强企业。

公司名列2014年中国企业500强第41位、世界500强企业第267位。

3. 人员素质

公司董事及高管人员12位（不含外部董事），其中11人拥有硕士及以上学历，1人拥有学士学位。

公司董事长宋志平先生，1956年生，博士研究生学历，教授级高级工程师，国务院批准的享受政府特殊津贴人员，历任北京新型建筑材料总厂厂长，公司副总经理、常务副总经理，北新集团建材股份有限公司董事长，公司总经理，中联水泥董事长，现任公司董事长、党委书记，中国医药集团总公司董事长，建材股份董事局主席、执行董事，北新建材集团有限公司董事长，同时，宋志平先生目前兼任中国建筑材料联合会副会长，中国企业联合会副会长，中国工业与经济联合会主席团主席，中国上市公司协会副会长，中国物流与采购联合会副会长，首都企业家俱乐部常务副理事长兼主任及中国企业与发展研究会会长等。

公司总经理曹江林先生，1966年生，工商管理硕士学位，国务院批准的享受政府特殊津贴人员，历任北新建材总经理助理、副总经理、总经理及副董事长，公司总经理助理及副总经

理，北新物流总裁，中国玻纤总经理，公司董事、党委常委，建材股份执行董事兼总裁，北新建材监事会主席，中联水泥监事会主席，中国复材和中国建材工程董事，中国玻纤董事长，南方水泥董事长，北方水泥董事长，中联水泥董事等，现任公司总经理兼董事、党委常委。

截至2014年9月底，公司合并口径员工总数181051人。按职能划分，公司高层管理人员3389人，占1.94%；管理及技术人员52703人，占30.24%；工人及服务人员118215人，占67.82%。按学历构成划分，公司研究生及以上学历3228人，占1.85%；本科学历20751人，占11.90%；大专学历36112人，占20.72%；中专及以下学历114216人，占65.53%。按年龄构成划分，公司51岁及以上员工14592人，占8.37%；41~55岁55412人，占31.79%；31~40岁71562人，占41.05%；30岁及以下32741人，占18.78%。

总体看，公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经历丰富；公司本部员工学历较高，年龄结构合理，拥有较多中高级以上各类专业人员，公司本部职工素质高。

4. 技术研发

公司作为国家创新型企业和技术创新示范企业，科研实力雄厚，依托中国建筑材料科学研究总院建成了拥有13家甲级科研院所、1.4万余名科技人员、8个国家级企业技术中心和以绿色建材、浮法玻璃新技术两个重点实验室等科技创新平台为代表的综合型技术研发中心和中国建材行业规模最大的第三方检验认证服务机构，形成了覆盖全行业的检验认证资源、工业产品质量控制和技术评价实验室、国家中小企业公共服务示范平台于一体的建材行业综合服务平台体系，成为我国建材工业科技研发的主体力量。

截至目前，公司拥有1.4万余名科技人员，其中专业技术研发人员近7000人，包括中国工程院院士1人，全国工程勘察设计大师1名，有突出贡献的中青年专家2名，全国杰出专业

技术人才1名，高层次海外人才及百千万人才29名，研发机构拥有的高级技术专家及博士合计300多人，拥有高级以上技术职称共计2000余人，高技能人才8425人。研发人员结构分布合理，大学本科以上学历4200多人，35周岁以下的研发人员所占比重超过40%。

“十二五”以来，公司承担省部级以上科技项目340余项，其中“973”、“863”、国家科技支撑、国际科技合作、国家自然科学基金等国家级科技项目200余项；荣获省部级以上科技奖励429项，其中国家科技进步二等奖3项；自主开发的万吨级新型干法水泥、高性能混凝土、5000万平米纸面石膏板、超大型浮法玻璃、大型特种电线电缆等成套核心技术与装备成功应用于工业生产，一批重大科技成果成功运用于高铁、抗震救灾、民用飞机及神舟飞船、天宫一号、嫦娥三号等重大工程和项目建设。

公司近三年累计申请专利2658项，其中，发明专利771项。2013年专利年度申请量首次突破1000项，达1262项，其中发明专利373项。近三年累计授权专利2064项，其中发明专利351项，包括4项国际专利，其中巨石集团自主研发的E6玻纤配方、中复联众的兆瓦级风电叶片制造技术均获得美国专利授权。截至2013年底公司累计拥有有效专利3231项，其中发明专利589项。公司自2011年连续三年发布国际标准，目前在编国际标准7项，制定与修订国家、行业标准124项，牢牢把握了行业的制高点。

总体看，公司重视科研发展，技术研发实力雄厚，有助于公司持续保持行业内的领先地位。

5. 外部支持

公司所属子公司作为资源综合利用产品企业、高新技术企业，享受增值税、所得税等多项税收优惠，主要包含以下内容：

根据国家财政部财税[2001]198号《关于部分资源综合利用及其他产品增值税政策问题的

通知》，公司2011-2013年分别获得资源综合利用增值税退税收入12.01亿元、16.39亿元和16.25亿元，在“营业外收入—政府补助”反映。

根据《高新技术企业认定管理办法》和《高新技术企业认定管理工作指引》有关规定，公司子公司巨石集团有限公司等执行相关的所得税优惠政策，适用15%的所得税优惠税率。

六、管理分析

公司由国家单独出资，国务院国资委代表国务院履行出资人职责，公司不设股东会。公司设董事会，由11名董事会成员组成，其中外部董事6名，职工董事1名。董事会成员由国资委委派，其中职工董事由本公司职工代表担任，由公司职工民主选举产生。董事会下设战略与投资委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和审计与风险管理委员会4个专门委员会，负责公司专项事务的处理。公司监事会由国资委代表国务院派出，对企业的国有资产保值增值状况实施监督。监事会成员由国资委委派的监事和职工代表组成，其中职工代表2名。

截至2014年9月底，公司内设人力资源部、财务部、投资发展部、企业管理部、纪检监察室、审计部和资产管理部等12个职能部门。

公司实行母子公司管理体制，是较先实行国有独资公司董事会试点的企业和国家级创新型试点企业。集团本部作为战略中心、决策中心、资源中心、政策文化中心，行使出资人权利；子公司作为经营平台，突出核心专长和主营业务，以品牌知名度和市场占有率为基础构造利润中心。

质量管理方面，公司在多年的生产实践中形成了完备的质量管理制度及流程，更将质量管理贯穿到从原材料进厂到产品出厂的全过程中。

借款及对外担保管理方面，为了规范集团公司及其所属企业借款及担保行为，规避、降低借款及担保风险，公司制定了《融资管理办法》及《担保管理办法》，规定下属子公司在新增借款前须公司批准；未经公司批准，下属子公司及各级控股公司不得提供对外担保。

公司加强全面预算管理，财务预算实现全级次报送，使预算更好的服务于公司发展战略。

总体看，公司法人治理结构和内控机制较为完善，严格控制担保风险，质量管理实施效果良好，公司逐渐发展成为规范的市场化运作的企业集团，整体管理水平较高。

七、经营分析

近几年，公司不断进行联合重组，经营规模逐步扩大，现已发展形成建材产品、装备制造、相关工程技术与服务、建材贸易与物流四大主业板块。2011~2013年，公司分别实现主营业务收入1924.64亿元、2156.44亿元和2503.21亿元，年均复合增长14.04%，主营业务收入在营业收入占比均达到99%以上。公司收入持续较快增长，主营业务突出。

从主营业务收入构成看，2011~2013年，建材产品和建材贸易与物流两大板块收入合计占主营业务收入的90%以上，其中，随着近几年公司兼并重组规模的扩张，建材产品板块收入占比由2011年的40.31%上升至2013年的47.47%，收入规模与建材贸易与物流板块基本持平。

从主营业务毛利构成看，由于建材贸易与物流板块毛利率水平较低，该业务虽然收入规模大，但对整体利润贡献度较小，2013年仅为5.25%；公司利润主要来自建材产品板块，2011~2013年该业务利润贡献率均超过80%。

表1 2011~2014年1-9月公司主营业务收入和毛利构成（单位：亿元、%）

项目	2011年		2012年		2013年		2014年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主 建材产品板块	775.92	40.31	854.59	39.63	1188.18	47.47	870.09	47.70

营 业 收 入	装备制造板块	47.73	2.48	47.30	2.19	46.26	1.85	16.62	0.91
	相关工程技术与服务	82.05	4.26	90.58	4.20	74.38	2.97	114.17	6.26
	建材贸易与物流板块	1008.82	52.42	1160.93	53.84	1185.54	47.36	821.84	45.05
	其他	10.12	0.53	3.06	0.14	8.85	0.35	1.37	0.08
	合计	1924.64	100.00	2156.44	100.00	2503.21	100.00	1824.09	100.00
主 营 业 务 毛 利	建材产品板块	230.55	83.61	221.46	80.49	323.34	86.95	229.25	82.71
	装备制造板块	12.95	4.70	11.47	4.17	9.38	2.52	2.36	0.85
	相关工程技术与服务	15.91	5.77	15.96	5.80	15.78	4.25	26.95	9.72
	建材贸易与物流板块	13.97	5.07	25.37	9.22	19.53	5.25	18.43	6.65
	其他	2.37	0.85	0.89	0.32	3.83	1.03	0.17	0.07
	合计	275.75	100.00	275.15	100.00	371.86	100.00	277.16	100.00
主 营 业 务 毛 利 率	建材产品板块	29.71		25.91		27.21		26.35	
	装备制造板块	27.13		24.25		20.28		14.20	
	相关工程技术与服务	19.39		17.62		21.22		23.61	
	建材贸易与物流板块	1.38		2.19		1.65		2.24	
	其他	23.24		28.94		43.16		11.76	
	合计	14.33		12.76		14.86		17.92	

资料来源：公司提供

注：公司 2014 年 1~9 月统计数据未抵消各板块之间的内部交易。

2014 年 1~9 月，公司实现主营业务收入（未经审计）1824.09 亿元，其中建材产品和建材贸易与物流两大板块收入合计占比达 92.75%。

毛利率方面，建材贸易与物流板块毛利率低，2011-2014 年 1-9 月分别为 1.38%、2.19%、1.65% 和 2.24%；其他三大板块毛利率水平较高。2011~2014 年 1-9 月，公司主营业务毛利率分别为 14.33%、12.76%、14.86% 和 17.92%，整体相对平稳。

2013 年下半年开始，随着公司水泥产业布局基本完成，公司相应转变发展战略，由“联合重组，资本运营”调整为“整合优化，增效降债”，未来几年公司战略目标为：着力提升发展效益，利润经营指标求稳；工作要点是继续推进整合优化、增效降债，公司将致力于提高现有业务的管理质量，预计未来几年公司规模扩张速度放缓，收入将相对平稳增长，毛利率水平有望提升。

1. 建材产品板块

公司以中国建材股份有限公司（中国建材，3323.HK）和凯盛科技集团公司（中建材玻璃公司于 2014 年 12 月更名为现名）为主体，开展战略性资源整合和结构调整，以新技术改造传统产业，以增量投入发展先进生产力，构建起实力雄厚的建材产业平台。该板块主要经营实体包括 6 家上市子公司。

表2 公司建材产品板块主要上市子公司

子公司	细分产品
中国建材股份有限公司（中国建材，3323.HK）	水泥、熟料、轻质建材、玻璃纤维及复合材料
中国玻纤股份有限公司（中国玻纤，600176.SH）	玻璃纤维
北新集团建材股份有限公司（北新建材，000786.SZ）	纸面石膏板
瑞泰科技股份有限公司（瑞泰科技，002066.SZ）	耐火材料
洛阳玻璃股份有限公司（洛阳玻璃，600876.SH，1108.HK）	浮法玻璃
安徽方兴科技股份有限公司（方兴科技，600552.SH）	浮法玻璃、ITO 导电膜玻璃

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：中国玻纤和北新建材均为中国建材子公司，瑞泰科技和方兴科技均为中国建筑材料科学研究总院子公司，洛阳玻璃为凯盛科技集团公司子公司。

2011~2013年，公司建材产品板块实现收入分别为775.92亿元、854.59亿元和1188.18亿元，年均复合增长23.75%。2014年1-9月，该板块实现收入870.09亿元，为2013年全年的73.23%。公司建材产品板块主要产品包括水泥、熟料、混凝土、玻璃纤维、纸面石膏板、风机叶片、玻璃和耐火材料等。

表3 公司各类建材产品收入情况（单位：亿元）

产品分类	2011年	2012年	2013年	增长率(%)
水泥	412.54	456.69	719.73	32.08
熟料	172.86	123.97	138.03	-10.64
混凝土	13.47	98.63	139.12	221.37
纸面石膏板	59.41	65.83	63.70	3.55
玻璃纤维制成品及复合材料	56.03	56.48	67.63	9.87
浮法玻璃	30.86	20.04	28.60	-3.73
耐火材料制品	11.90	14.28	17.89	22.61
风力发电机叶片	13.55	13.18	12.84	-2.66
其他	5.30	5.49	0.64	-65.56
合计	775.92	854.59	1188.18	23.75

资料来源：公司提供

水泥

水泥是公司建材产品板块中的核心产品。经过近几年大规模的联合重组，公司于2013年基本完成了对水泥产品的产业布局，截至2013年底，公司水泥年产能达3.88亿吨，位列世界第一。

目前，中国建材下属子公司中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥是水泥板块的骨

干企业，在淮海、东南、北方、西南四大区域中具有市场龙头地位。其中中联水泥主要销售区域包括江苏北部、山东南部等地的淮海经济区；南方水泥销售区域为以浙江、上海为代表的东南部分省市；北方水泥销售区域主要为东北三省；西南水泥主要负责重庆、云南、贵州、四川三省一市区域。

2011~2013年，公司水泥销量分别为1.34亿吨、1.67亿吨和2.22亿吨，年均复合增长26.96%，构成建材产品板块收入的主要来源。2012年，水泥价格较大程度下滑，公司水泥产品毛利率由2011年的27.83%下降至24.62%，2013年，一方面，中国基础设施投资和房地产投资有所复苏，水泥价格降幅趋缓，另一方面公司加强管理整合，降本增效，公司水泥产品毛利率上升至26.61%。近三年，公司熟料销量分别为0.50亿吨、0.53亿吨和0.61亿吨，年均复合增长10.53%。同时，为了增强对水泥终端市场控制力，公司大力加强水泥产品产业链延伸，积极进行商品混凝土业务重组，混凝土产能规模及产销量大幅增加，截至2013年底，公司商品混凝土产能达4.06亿立方米，2013年实现收入139.12亿元。

2014年1-9月，公司水泥、熟料及混凝土产品收入合计727.1亿元，约占2013年全年的73%。

总体看，公司近年来联合重组及产业链延伸效果明显，水泥、熟料及商品混凝土产销量大幅增加。

表4 水泥、熟料、混凝土产销情况（单位：万吨、万立方米、元/吨、元/立方米）

			2011年	2012年	2013年
中联水泥	水泥	产量	4120	4259	4856
		销量	4130	4039	4375
		销售单价	295.9	266.7	253.1
	熟料	产量	4657	4635	5403
		销量	1989	2135	2335
		销售单价	278.4	236	226.4
	商品混凝土	产量	76	1401	3314
		销量	76	1401	3314

		销售单价	325.1	303.7	306
南方水泥	水泥	产量	7575	8046	10217
		销量	7834	7682	9252
		销售单价	340.1	265.5	250.3
	熟料	产量	7473	7601	9501
		销量	2339	2202	2606
		销售单价	316.5	218.7	220.4
	商品混凝土	产量	196	1615	4941
		销量	196	1615	4941
		销售单价	312.5	294.5	315.5
北方水泥	水泥	产量	1113	1308	1370
		销量	1117	1327	1379
		销售单价	339.3	369.4	347
	熟料	产量	1293	1580	1537
		销量	652	794	743
		销售单价	285.7	308.9	275.4
	商品混凝土	产量	45	63	138
		销量	45	63	138
		销售单价	304.9	353	385.2
西南水泥	水泥	产量	308	3612	7274
		销量	275	3629	7192
		销售单价	282.4	250.5	256
	熟料	产量	197	2811	5513
		销量	22	211	427
		销售单价	257.3	248	240.9
	商品混凝土	产量	2	27	120
		销量	2	27	120
		销售单价	265.5	305.7	275.6
合计	水泥	产量	13115.93	17225	23717
		销量	13356.46	16677	22198
	熟料	产量	13619.52	16627	21954
		销量	5001.86	5342	6111
	商品混凝土	产量	319	3106	8513
		销量	319	3106	8513

资料来源：公司提供

玻璃纤维

玻璃纤维方面，此业务主要由公司子公司中国玻纤经营，另外，建材总院也有部分玻纤业务。

中国玻纤是国内玻纤行业的龙头企业，玻璃纤维的产量、销量、出口量、技术、营销网络、管理等多项指标长期保持国内第一和世界领先。截至2013年底，中国玻纤共拥有四个大

型玻璃纤维生产基地，生产能力位居世界领先，其中，公司自主设计与建设的年产12万吨无碱玻纤池窑生产线为目前世界上最大规模的单座无碱池窑生产线。中国玻纤自主拥有大型无碱池窑拉丝、中碱池窑拉丝和玻纤废丝回用等成套技术，建有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家CNAS认证检测中心、浙江省玻璃纤维研究重点实验室。

中国玻纤在14个国家和地区成立了海外销售公司，在德国、英国等地设立了独家经销商，建立了辐射全球的营销网络，并同世界90多个国家和地区的客户建立了长期稳定的合作关系。

截至2013年底，中国玻纤玻璃纤维总产能达100万吨，2011~2013年，该公司玻纤及制品实现收入分别为45.81亿元、49.14亿元和48.38亿元。近几年，受国际国内宏观经济形势影响，玻纤行业增速放缓，玻纤企业陆续进入窑炉冷修期，公司积极拓展市场，玻纤制品收入保持相对稳定。

目前，中国玻纤正加快产品结构调整，提高高端产品比重，通过持续的技术创新和新产品开发为公司产品在更多细分市场领域的销售打下基础。中国玻纤已经或正在开发的新产品主要包括：复合纤维（已完成产品鉴定和验收，进入批量稳定生产阶段，中国玻纤成为继Twintex之后全球第二家具有独立知识产品并实现大规模生产复合纤维的制造商）、高性能风电用纱（已大批量投入市场）、石油高压管用纱（2013年推出）、环氧管道短切用纱（已通过西门子客户认可并实现批量供应）、CFRT工艺用纱（开始批量生产）。未来随着公司产品结构的优化调整，公司抵御市场风险的能力将进一步提升。

2011~2013年，公司玻璃纤维制成品及复合材料产品收入年均复合增长9.87%，2013年实现收入67.63亿元。2014年1-9月，公司玻璃纤维制成品及复合材料产品收入实现38.81亿元，占2013年全年的67.39%。

纸面石膏板

公司纸面石膏板业务主要由北新建材经营。北新建材是中国新型节能环保建材规模化生产和应用的引领者。近年来，该公司大力发展循环经济、建筑节能和住宅产业化，致力于为公共建筑和家庭客户提供一揽子应用解决方案，其墙体及吊顶系统、住宅部品及建材节能系统、外墙屋面及多层房屋三大业务规模均居

行业领先地位。截至2013年底，北新建材石膏板产能16.5亿平方米，保持全球最大石膏板产业集团的龙头地位。近三年，北新建材纸面石膏板产销量均平稳增长，具体见下表。

表5 2011-2013年北新建材石膏板产销情况

（单位：亿平方米）

项目	2011年	2012年	2013年
销量	8.77	10.53	12.30
产量	9.06	10.44	12.54

资料来源：公司提供

2011~2013年，公司纸面石膏板业务收入分别为59.41亿元、65.83亿元和63.70亿元，该类产品收入占建材产品板块总收入的比重不高，2013年为5.36%，但利润空间较大，2013年毛利率为30.73%。2014年1-9月，公司纸面石膏板业务收入51.18亿元，占2013年全年的80.35%。

浮法玻璃

目前，公司玻璃年综合加工能力达1000万平方米，拥有近20条现代化浮法玻璃生产线，可生产多种色调和规格的优质浮法玻璃，其中，ITO导电膜玻璃生产能力为4000万平方米。公司玻璃产品包括：车用玻璃、建筑深加工玻璃、装饰玻璃等。公司为国内唯一具备生产0.45mm~25mm超薄、超厚玻璃企业，中西部地区最大的综合性玻璃深加工基地，拥有国内规模最大的电容式触摸屏用ITO导电膜玻璃生产基地，国家级玻璃新材料产业基地；是世界三大浮法玻璃工艺之一——“洛阳浮法”的诞生地，拥有国家级企业技术中心和重点实验室。

公司玻璃板块主要经营主体为凯盛科技集团公司和蚌埠玻璃工业设计研究院，其中，分别拥有洛阳玻璃、方兴科技两家上市公司。

其中，洛阳玻璃为世界三大浮法之一“洛阳浮法玻璃工艺技术”的诞生地，拥有浮法玻璃生产核心技术及多项自主知识产权，在超薄、超白超薄及超厚浮法玻璃生产技术上处于行业领先地位。近几年，洛阳玻璃通过技术研发与

创新，不断加大高附加值产品品种系列，提高公司产品竞争力，抵御行业产能过剩风险，保证生产经营的稳定运行。

未来发展看，一方面，2013年中国玻璃行业再现产能扩张高潮，目前在建玻璃生产线达几十条，供求矛盾进一步加剧，同时天然气价格上涨预期进一步增加行业成本压力。另一方面，新型城镇化建设、汽车需求增长超预期等将支持玻璃市场需求维持稳中有升态势。国务院于2013年10月发布了《关于化解产能过剩矛盾的指导意见》，提出淘汰落后产能，着力提高行业质量和效益，2014年1月，国家开始执行新的《平板玻璃大气污染物排放标准》，提高环保要求以及改善能源结构等化解产能过剩行业矛盾政策的出台及实施，将有助于平板玻璃行业的良性竞争和健康发展。未来，中低端玻璃市场竞争将更加激烈，技术水平落后的玻璃生产企业面临淘汰，公司为行业龙头企业，技术水平先进，近几年加大高端玻璃研发及生产力度，未来有利于公司的发展。

其他

截至2013年底，公司风机叶片总产能达1.5万片，位居中国第一。公司子公司中国复合材料集团有限公司是国内最大、全球前三的兆瓦级风机叶片制造生产商，拥有连云港、沈阳、酒泉、包头、哈密叶片生产基地和SINOI海外研发中心。2011~2013年，公司风机叶片实现收入分别为13.55亿元、13.18亿元和12.84亿元。

表6 2011~2013年公司风机叶片产销情况

项目	2011年	2012年	2013年
销量(片)	3538	3507	3241
产量(片)	3849	3067	2807
平均单价(元/片)	389500	375900	396100

资料来源：公司提供

公司耐火材料目前总产能近4万吨，2011~2013年实现收入分别为11.90亿元、14.28亿元和17.89亿元。公司耐火材料主要由上市子公司瑞泰科技经营。瑞泰科技是集研发、生产、销售

和技术服务为一体的科技型企业。目前，瑞泰科技耐火材料主营业务覆盖玻璃、水泥、钢铁、有色、电力、石化、煤化工等行业，为成为耐火材料综合服务商的目标奠定了基础。瑞泰科技通过联合重组构建了玻璃窑用耐火材料、水泥窑用耐火材料、钢铁工业用耐火材料、有色、电力、石化工业用耐火材料、耐磨材料、工程服务等六大业务单元的战略布局，目前，瑞泰科技规模位列国内行业前三。

2. 贸易与物流板块

公司凭借其在科技研发、产品制造与成套装备方面的强大优势，开展进出口贸易、国内大宗物流贸易和商业流通业务，形成了拥有国际知名度和自主知识产权的产品与服务品牌，成为面向全球的建材综合服务商，被商务部列为重点出口支持企业和重点商业流通企业。公司贸易与物流业务主要由中建材集团进出口公司、北新建材集团有限公司、中建材投资有限公司等子公司负责。

目前，公司进出口贸易业务涵盖建材产品、钢材、木材、矿产品、煤炭、建筑机械、机电产品、新能源产品等商品的贸易，大型成套装备出口及国际工程总包，以及电子商务等领域，与全球160多个国家和地区的客户建立长期稳定的合作关系，各类业务遍及五大洲。

公司与百安居在深圳和北京合资建设了9家超大型装饰建材连锁超市，与麦德龙合作在深圳开设现购自运式百货超市，与圣戈班合作发展连锁经营。公司及所属企业已经成为上述跨国零售巨头在中国业务的主流供应商。

此外，公司还在巴布亚新几内亚、澳大利亚、美国、香港等国家和地区设有建材与家电连锁超市及中国建材分拨中心，成为当地有实力的分销商之一。公司在巴布亚新几内亚的建材与家电连锁业务多年稳居该国行业首位。

2011~2013年，公司贸易与物流板块收入分别为1008.82亿元、1160.93亿元和1185.54亿元，年均复合增长率为8.41%。由于行业竞争

激烈，该业务板块毛利率较低，2011~2013年分别为1.38%、2.19%和1.65%。

2014年以来，公司致力于调整收入结构，控制贸易与物流业务规模，提升产业盈利能力，2014年1-9月公司贸易与物流板块实现收入821.84亿元，占2013年全年的69.32%，但板块毛利率由2013年的1.65%上升至2.24%，该板块毛利占比由2013年的5.25%上升至6.65%，有效拉动了公司整体利润水平的提升。

3. 工程技术与服务板块

公司工程技术与服务板块以中国建筑材料科学研究总院为主体，拥有国家级企业技术中心和12家建材、轻工机械领域国内一流的科研设计院所和高科技公司，开展建材和轻工产品及装备的科学研究、技术开发、成果推广、标准制订与检验认证，承接国内外工程设计、承包、咨询、监理业务，推进中国建材和轻工行业的技术创新、结构调整和产业升级，为国民经济、国防建设以及高技术的发展做出了突出贡献。

中国建筑材料科学研究总院是门类齐全的建材产品质量检验检测认证机构、标准化技术委员会的归口单位和国家级建材科技期刊的主办单位。拥有3个国家级研究中心，6个国家级实验室，7个国家认定企业技术中心，6个联合国技术发展与促进中心，7个国家级质检机构，18个行业级质检机构，1个博士后科研流动站，1个院士工作站，6个博士后科研工作站，另外还有20多个国家和行业级技术学会、协会、10多个标准化委员会挂靠在公司所属各科研院所。

近年来，公司在新型干法水泥生产技术、水泥新品种、大型水泥生产装备、混凝土及水泥制品、新型房建材料、洛阳浮法玻璃工艺、特种玻璃材料、建材耐火材料、树脂基复合材料、建材检验认证技术与标准等十余个领域打破国外技术垄断、开创重大核心技术，推动了行业科技进步和产业结构升级。2011~2013年，

公司工程技术与服务板块收入分别为82.05亿元、90.58亿元和74.38亿元，2013年该板块收入同比下降了17.88%，主要系中国建筑材料科学研究总院2013年承揽公司内部工程较多，公司合并层面工程技术应用收入抵消金额较大所致；该业务板块毛利率波动不大，2011~2013年分别为19.39%、17.62%和21.22%。2014年1-9月，该板块实现收入114.17亿元，为2013年全年的153.50%。

4. 装备制造板块

公司装备制造板块以中国联合装备集团公司、合肥水泥研究设计院、凯盛重工有限公司等为骨干企业，以20余家装备制造企业为生产基地，协同科技板块和物流贸易板块，构建起国内建材行业与轻工机械行业及矿山装备、环保装备等门类齐全、技术先进、装备优良、工艺精湛、配套齐全的装备产业服务平台。

该板块依托雄厚的装备制造、工程设计和服务方面的综合实力，承担了浮法玻璃、新型干法水泥、建筑卫生陶瓷、新型墙体材料、复合材料、玻璃纤维等建材行业大中型工程的工程设计、装备制造、工程承包等业务。提供制浆造纸、酿酒和饮料灌装、塑料、矿山、洗选煤、电线电缆、日化、衡器等专用技术、成套装备及工程设计、服务与承包业务。

2011~2013年，公司装备制造板块收入稳定，分别为47.73亿元、47.30亿元和46.26亿元。该业务板块毛利率持续下降，2011~2013年分别为27.13%、24.25%和20.28%。2014年1-9月，受宏观经济形势影响，公司装备制造板块收入规模较小，实现收入16.62亿元，仅为2013年全年的35.93%。

总体看，公司作为国资委直属的中国最大综合性建材产业集团，通过不断进行联合重组，经营规模持续扩大，现已发展成以建材产品、装备制造、相关工程技术与服务和建材贸易与物流四大板块为主业的产业链完整、协同效应明显的建材产业集团。近几年公司收入保

持持续较快增长，整体实力很强。

5. 经营效率

2011~2013 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持续下滑，2013 年分别为 6.46 次、8.61 次和 0.76 次。公司整体经营效率呈下降趋势，但整体尚可。

6. 未来发展

近年来，公司充分把握国家对水泥行业的政策导向以及大型水泥企业的政策支持，在“联合重组、资本运营”的战略部署下，生产规模快速扩大。2013 年，公司基本完成了水泥产业布局，调整发展战略为“整合优化，增效降债”，一方面，公司收口大规模联合重组，工作重心转向核心利润区的巩固完善；另一方面推进水泥业务高标号化、特种化发展，由总院提供技术服务，北方水泥、西南水泥、中联水泥生产的特种水泥广泛用于多个国家重点工程，公司成为国内最大的特种水泥供应商。同时，公司大力实施“新能源产品、新型建材和新型房屋”的三新产业；稳健推进“大建材国际化”战略，积极开拓国际市场。根据公司发展规划，预计未来几年，按照“增效降债”的工作思路，公司资本性支出会有一定幅度的下降，但由于投资活动具有一定的惯性，尚有部分相关项目后续款项需要支付公司整体投资规模仍将维持相对较高水平，未来三年公司投资规模约在 600 亿元左右，尽管公司拥有较强的融资能力，但仍可能面临较大的融资压力。

未来，公司将继续推进整合优化、增效降债，通过持续改革、深度整合、加快转型、推进创新，提升发展质量和效益，培育具有国际竞争力的世界一流企业。主要工作重点包括：①实现稳中求进的目标。加强对行业走势的研判，加强对公司现有资源的整合，推动生产要素向优势骨干企业集中，向企业主业集中；加快清理低效无效资产；加大市场开拓力度，巩固和务实核心利润区，进一步提高市场占有率，

实现稳价保价；及时调整产品结构，创新营销模式，扩大市场份额；加强与相关领域大型企业的合作，紧抓大客户、大项目、大订单；充分发挥技术、产业链等优势，努力开拓国际市场。②深化企业改革，深度开展管理整合，实现增效降债。强化五集中（市场营销集中、采购集中、财务集中、技术集中、投资决策集中）管理；积极探索新的融资方式，发挥公司整体优势，防范债务风险；严格控制并降低资本开支，在整合重组中鼓励采用置换、合作、合资、租赁、出售等新的商业模式；完善内控机制，加强风险管理；强化内部审计工作，保障企业规范经营，提高管理水平。③加快调整转型。继续提升传统产业，推动传统建材领域水泥、玻璃产品升级，水泥业务向“高性能化、特种化、商混化、制品化”发展，积极倡导使用高标号、高性能水泥，提高特种水泥的市场占有率，玻璃业务向“高档化、Low-E 化、超薄化、高性能化发展”；大力优化“新能源产品、新型建材和新型房屋”产业布局；树立全球战略意识，提升国际竞争力，做好大宗建材进出口业务，打造国际化电子商务平台，做好水泥、玻璃等境外工程的同时拓展光伏等新能源领域海外工程项目，提高国际资源整合能力和综合竞争力。

总体看，鉴于公司已基本完成大规模的重组扩张，公司未来投资将有所放缓。公司将继续立足建材产业相关板块，围绕“整合优化、增效降债”的战略定位，以提升发展效益，提高现有业务管理质量为目标，实现各板块的优化升级。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2011~2013 年财务报表。报表经由天职国际会计师事务所有限公司（以下简称“天职国际”）审计，其中对 2011 年财务报表出具了带保留意见的审计结论，对 2012~

2013 年财务报表出具了带强调事项的无保留意见的审计结论。天职国际出具保留意见和强调事项意见原因为：天职国际无法判断公司合并其下属子公司中国玻纤股份有限公司（以下简称“中国玻纤”）财务报表的合规性依据。截至 2013 年底，公司对中国玻纤持股比例为 32.79%，为中国玻璃第一大股东，中国玻璃董事会由 9 人组成，其中公司派出 4 名，独立董事 3 名，振石控股集团有限公司派出 2 名，中国玻纤之董事长、监事会召集人和财务总监由公司派出人员担任，公司认为对中国玻纤拥有实际控制权，并将其纳入合并财务报表。天职国际认为，中国玻纤纳入公司合并报表范围的理由不够充分，但其对合并财务报表不具有重大影响。公司提供的 2014 年 3 季度财务数据未经审计。

近年来，随着公司全国各区域及产业布局的不断完善及公司内部的不调整，公司在各地新建 3 级、4 级子公司较多，相应合并范围变化较大，对财务数据可比性带来一定影响。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 3644.16 亿元，负债总额 2984.37 亿元，所有者权益 659.78 亿元（含少数股东权益 441.61 亿元）；2013 年，公司实现营业收入 2522.57 亿元，利润总额 115.12 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 4103.25 亿元，所有者权益 721.36 亿元（含少数股东权益 487.74 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 1818.98 亿元，利润总额 82.22 亿元。

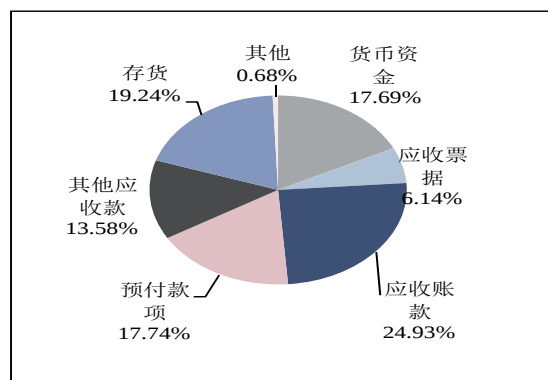
2. 资产质量

2011~2013 年，公司全国产业布局不断推进，业务规模不断完善扩大，相应资产总额增长迅速，平均年增长 32.52%。截至 2013 年底，公司资产总额为 3644.16 亿元，同比增长 21.22%。其中流动资产占 38.29%，非流动资产占 61.71%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产快速增长，年均复合增幅 27.91%。截至 2013 年底，公司流动资产 1395.39 亿元，同比增长 20.13%，主要系应收账款、预付款项和存货等增长所致。从构成看，流动资产以货币资金（占 17.69%）、应收账款（占 24.93%）、预付款项（占 17.74%）、其他应收款（占 13.58%）和存货（占 19.24%）为主。

图 3 2013 年底公司流动资产结构



资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司货币资金保持相对稳定，年均复合增幅 2.58%。截至 2013 年底，货币资金为 246.80 亿元，同比增长 4.20%。从构成看，银行存款占 81.40%，其他货币资金占 18.41%。2013 年底公司受限制的货币资金共 32.74 亿元（占货币资金 13.27%），主要是承兑汇票保证金、保函保证金、借款保证金等。

2011~2013 年，公司应收票据不断增长，年均复合增幅 10.66%。截至 2013 年底，应收票据为 85.68 亿元，同比增长 10.62%，其中用于担保的应收票据为 13.91 亿元（占应收票据的 16.24%）。

2011~2013 年，公司应收账款快速增长，年均复合增幅 64.71%。截至 2012 年年底，公司应收账款为 269.89 亿元，同比增长 110.46%，主要系业务规模扩大、产品销售规模扩大所致。截至 2013 年底，公司应收账款为 347.92 亿元，同比增长 28.91%，坏账准备计提率为 5.71%。应收账款中按组合计提坏账准备的为 343.16 亿

元（占93.01%），从该部分账龄看，1年以内占81.20%、1-2年占12.51%、2-3年占2.67%、3年以上3.62%。公司应收账款坏账准备计提较为充分，综合账龄较短。

2011~2013年，公司预付款项快速增长，年均复合增幅30.98%。截至2013年底，预付款项为247.54亿元，同比增长48.94%，主要系公司经营规模扩张，产、销量提升较大，原燃材料采购量随之提升所致。预付账款坏账准备计提率为0.59%。从账龄看，1年以内占88.23%、1-2年占7.12%、2-3年占2.71%、3年以上占1.94%。

2011~2013年，公司其他应收款快速增长，年均复合增幅39.28%。截至2013年底，其他应收款为189.52亿元，同比增长6.59%，坏账准备计提率为8.15%。2013年底其他应收款主要为增值税退税款、政府补贴款、工程备用金、采购备用金、预付股权款定金等。从账龄看，1年以内占65.69%、1-2年占17.98%、2-3年占2.86%、3年以上占13.47%。

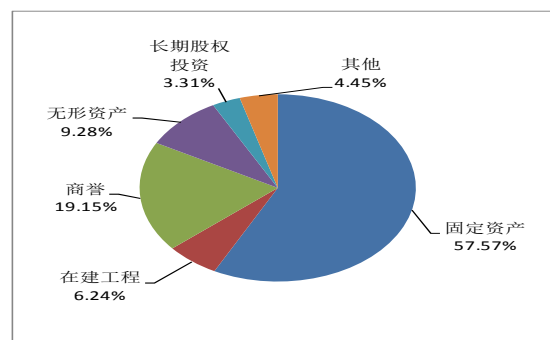
2011~2013年，公司存货快速增长，年均复合增幅24.17%。截至2013年底，公司存货为268.51亿元，同比增长17.02%，存货跌价准备计提率为0.67%。从存货账面价值构成看，主要为原材料（占40.68%）、自制半成品及在产品（占11.66%）、库存商品（占41.84%）为主。

2011~2013年，公司其他流动资产分别为0.03亿元，0.23亿元和6.97亿元。2013年底其他流动资产主要为待抵扣增值税和预缴所得税等。

非流动资产

2011~2013年，公司非流动资产快速增长，年均增长35.64%。截至2013年底，公司非流动资产2248.76亿元，同比增长21.91%，主要系固定资产、商誉等增长所致。从构成看，主要以固定资产（占57.57%）、在建工程（占6.24%）、无形资产（占9.28%）和商誉（占19.15%）为主。

图4 2013年底公司非流动资产结构



资料来源：公司年报

2011~2013年，可供出售金融资产波动增长，年均复合增幅97.08%。截至2013年底，可供出售金融资产为11.28亿元，同比增长327.68%。可供出售金融资产全部为可供出售权益工具。

2011~2013年，公司持有至到期投资分别为0.02亿元、9.83亿元和9.33亿元。2013年底持有至到期投资全部为委托贷款。

2011~2013年，公司长期应收款分别为0.31亿元、0.94亿元和15.83亿元。2013年底长期应收款中分期收款销售商品为13.59亿元（占85.86%）。

2011~2013年，公司固定资产快速增长，年均增长30.37%。截至2013年底，公司固定资产原值1724.54亿元，累计折旧385.68亿元，累计减值准备44.19亿元，固定资产净额1294.67亿元，固定资产成新率为75.07%。固定资产净额构成以房屋及建筑物（占45.95%）和机器设备（占48.68%）为主；其中所有权或使用权受到限制的固定资产占比13.20%，主要系为公司银行借款提供抵押担保所致。

2011~2013年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增幅27.85%。截至2013年底，长期股权投资为74.51亿元，同比增长17.05%。长期股权投资中对合营企业、联营企业、其他企业投资所占比重分别为23.00%、60.61%和16.38%。被投资单位主要为水泥生产企业。

2011~2013年，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增幅11.46%。截至2013年底，

公司在建工程为 140.36 亿元,同比下降 0.73%。主要在建项目包括中国建材股份新建或技改项目、研究总院新建或技改项目、中国玻纤新建或技改项目等。

2011~2013年,公司无形资产快速增长,年均复合增幅31.08%。截至2013年底,公司无形资产原值238.44亿元,累计摊销28.24亿元,累计计提减值准备1.42亿元,无形资产账面净值为208.77亿元,同比增长20.69%。无形资产账面净值构成上,主要以土地使用权(占77.89%)、采矿权(占20.12%)为主。其中所有权或使用权受到限制的无形资产占比6.80%,均系为公司银行借款提供抵押担保所致。

2011~2013年,伴随公司大规模的收购活动和相关业务,公司商誉增长较快,年均复合增长68.87%。截至2013年底,公司商誉为430.56亿元,同比增长36.20%。从商誉构成看,主要以商混板块商誉(占20.13%)和水泥板块商誉(占77.31%)为主。

截至2014年9月底,公司资产总额4103.25亿元,较2013年底增长12.60%,主要系流动资产增长所致。构成看,流动资产占43.42%,非流动资产占56.58%,流动资产占比较2013年上升5.13个百分点。流动资产中,应收账款占比为27.43%,较2013年底提升2.49个百分点;非流动资产构成则较2013年底保持稳定。

总体看,随着公司各地产业布局的推进,公司资产快速增长;资产构成以非流动资产为主,非流动资产中固定资产、商誉和无形资产占比较高。考虑到固定资产成新率较高,无形资产价值良好等因素,公司整体资产质量较好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2011~2013年,公司所有者权益快速增长,年均复合增幅19.59%,主要源于公司下属非全资控股子公司增加所导致的少数股东权益增加,以及未分配利润和实收资本的增长。截

至2013年底,公司所有者权益659.78亿元(其中少数股东权益为441.61亿元),母公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占28.38%、12.05%、0.19%和59.52%。2013年底公司所有者权益结构中,实收资本同比增长13.40%,主要系资本公积转增股本0.70亿元和货币资金增加股本6.62亿元;少数股东权益主要是公司不断引入战略合作者所致。

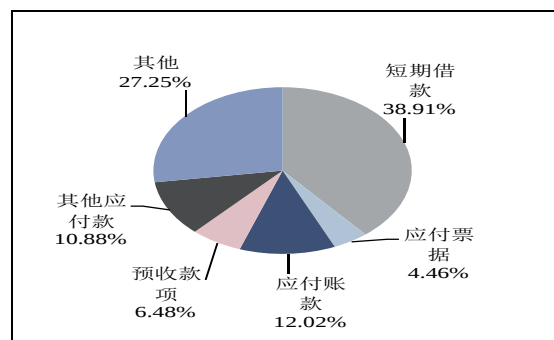
截至2014年9月底,公司所有者权益为721.36亿元(其中少数股东权益为487.74亿元),归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占26.50%、11.55%、0.18%和62.01%。整体看,公司所有者权益稳定性较弱。

负债

2011~2013年,公司负债总额快速增长,年均复合增幅35.99%。截至2013年底,负债总额为2984.37亿元,同比增长21.14%。从构成看,流动负债占72.85%、非流动负债占27.15%。公司负债以流动负债为主,与非流动资产为主的资产结构匹配性不强。

2011~2013年,公司流动负债快速增长,年均复合增幅37.74%。截至2013年底,流动负债为2174.15亿元,同比增长22.92%。构成上,主要以短期借款(占38.91%)、应付账款(占12.02%)、预收款项(占6.48%)、其他应付款(占10.88%)、一年内到期的非流动负债(占10.28%)和其他流动负债(占14.32%)为主。

图5 2013年底公司流动负债结构



资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司短期借款快速增长，年均复合增幅 30.16%。截至 2013 年底，短期借款为 846.00 亿元，同比增长 10.19%。从构成看，主要以保证借款（占 59.22%）和信用借款（占 33.70%）为主。

2011~2013 年，公司应付票据快速增长，年均复合增幅 47.16%。截至 2013 年底，应付票据为 96.87 亿元，同比增长 3.69%。应付票据主要为商业承兑汇票（占 96.36%）。

2011~2013 年，公司应付账款快速增长，年均复合增幅 31.06%。截至 2013 年底，应付账款为 261.27 亿元，同比增长 20.25%。从账龄看，1 年以内占 84.32%、1-2 年占 10.28%、2-3 年占 2.77%、3 年以上占 2.63%。

2011~2013 年，公司预收款项快速增长，年均复合增幅 35.05%。截至 2013 年底，预收款项为 140.82 亿元，同比增长 49.40%，预收款项的增加主要是公司经营销售的扩大，各板块业务生产销售时，下游经销商先期预付部分账款。预收账款的增加体现公司在整个产业链中有一定的话语权，且对公司整体资金财务运营有较好的支持。

2011~2013 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增幅 43.27%。截至 2013 年底，其他应付款为 236.60 亿元，同比增长 2.68%。其他应付款主要为应付联合重组企业原股东股权转让款、水泥生产线工程项目承包商垫付的款项及公司收取分包商的履约保证金及其他安全保证金等。从账龄看，1 年以内占 61.10%、1-2 年占 29.19%、2-3 年占 5.13%、3 年以上占 4.58%。

2011~2013 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增幅 11.62%。截至 2013 年底，一年内到期的非流动负债 223.49 亿元，同比增长 59.44%，主要系一年内到期的应付债券和长期应付款增长所致。

2011~2013 年，公司其他流动负债快速增长，年均复合增幅 193.94%。截至 2013 年底，其他流动负债为 311.36 亿元，同比增长

70.54%，主要系旗下子公司发行短期融资券所致。本报告已将其其他流动负债中短期融资券调整为短期债务进行核算。

2011~2013 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增幅 31.60%。截至 2013 年底，非流动负债为 810.23 亿元，同比增长 16.62%。构成上，主要以长期借款（占 65.94%）、应付债券（占 15.84%）和长期应付款（占 10.36%）为主。

2011~2013 年，公司长期借款快速增长，年均复合增幅 32.34%。截至 2013 年底，公司长期借款为 534.23 亿元，同比增长 36.80%。从构成看，抵押借款占 3.27%、保证借款占 62.45%、信用借款占 34.29%。

2011~2013 年，公司应付债券波动增长，年均复合增幅 19.08%。截至 2013 年底，应付债券为 128.35 亿元，同比下降 37.70%，主要系应付债券本息偿付所致。从构成看，应付债券主要为公司本部以及旗下子公司发行的中期票据、公司债券和非公开定向融资工具。

2011~2013 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增幅 81.10%。截至 2013 年底，长期应付款为 83.97 亿元，同比增长 83.63%，主要系应付融资租赁款增长所致。公司长期应付款主要包括分期付款购买设备、应付融资租赁款和其他，上述占比分别为 0.97%、94.69% 和 4.34%。本报告将长期应付款调整为长期债务进行核算。

2011~2013 年，公司专项应付款波动下降，年均复合变化率-13.16%。截至 2013 年底，专项应付款为 14.10 亿元，同比增长 13.05%。

2011~2013 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增幅 27.74%。截至 2013 年底，递延所得税负债为 27.40 亿元，同比增长 21.59%。

2011~2013 年，公司全部债务快速增长，年均复合增幅 37.25%。截至 2013 年底，全部债务为 2223.90 亿元，同比增长 21.85%。从构成看，短期债务占 66.43%、长期债务占 33.57%。

2011~2013 年，公司资产负债率分别为 77.77%、81.95%和 81.89%；公司全部债务资本化比率分别为 71.90%、77.08%和 77.12%。公司整体债务负担重。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额为 3381.89 亿元，较 2013 年底增长 13.32%。从构成看，流动负债占比 79.05%、非流动负债占比 20.95%，流动负债占比较 2013 年底提升 6.20 个百分点，公司流动负债占比有所提升。

截至 2014 年 9 月底，公司全部债务为 2529.24 亿元，较 2013 年底上升 13.73%，主要系短期债务增长所致。2014 年 9 月底，全部债务中短期债务占比 74.46%，长期债务占比 25.54%，公司短期有息债务占比有所提升。截至 2014 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 82.42%和 77.81%，债务负担进一步加重。

总体看，随着公司全国产业布局不断推进，公司债务规模快速增长，债务负担重。债务结构以短期债务为主，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2011~2013年，随着公司在全国的产能布局建设的不断推进和合并范围的增加，公司营业收入不断增长，年均复合增幅14.00%。2013 年公司实现营业收入2522.57亿元，同比增长 16.02%。同期营业成本年均复合增幅13.69%，2013年为2144.27亿元，同比增长13.38%。近三年成本增长速度慢于收入增长速度，营业利润率波动上升，分别为14.17%、12.64%和14.57%。

2011~2013年，公司期间费用快速增长，年均复合增幅41.40%。2013年期间费用为 291.53亿元，同比增长37.43%。期间费用中销售费用、管理费用、财务费用占比分别为 28.14%、33.46%和38.40%。2011~2013年，期间费用占营业收入比重分别为7.51%、9.76%和 11.56%，期间费用占比不断提升，对公司盈利造成较大的侵蚀。

2011~2013 年，公司营业外收入波动中有

所增长，年均复合增幅 8.69%。2013 年营业外收入为 42.65 亿元，同比下降 27.16%，主要系政府补助下降所致。2013 年政府补助为 36.78 亿元（占 86.23%），其中增值税返还 16.25 亿元、其他税收返还 1.38 亿元，其他政府补助 19.15 亿元。

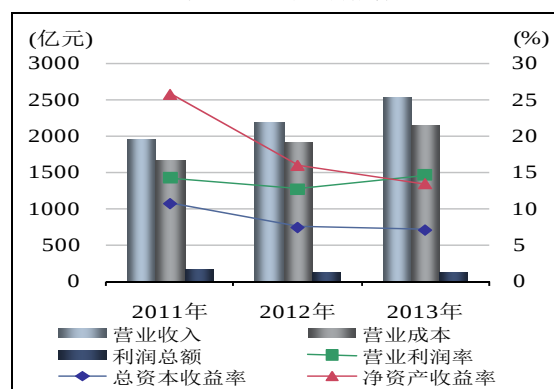
2011~2013 年，公司利润总额波动中有所下降，年均复合变化率-14.77%。2013 年利润总额为 115.12 亿元，同比增长 3.19%，主要系营业利润率有所回升所致。

从主要盈利指标看，2011~2013 年，公司营业利润率波动上升，分别为 14.17%、12.64%和 14.57%；公司总资本收益率分别为 10.62%、7.39%和 7.05%；净资产收益率分别为 25.73%、15.89%和 13.35%。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 1818.98 亿元，为 2013 年全年的 72.11%。利润总额为 82.22 亿元，为 2013 年全年的 71.42%。营业利润率为 15.76%。

总体看，近三年公司营业利润率波动上升，但受期间费用等侵蚀，公司净资产收益率有所下降，同时产业规模快速增长导致资产运用效率下降，公司整体盈利能力适宜。未来随着产业整合深入，公司产业地位和效益有望提升。

图 6 公司盈利指标



资料来源：公司年报

5. 现金流分析

经营活动方面，2011~2013 年，公司经营活动现金流净额波动中有所增长，年均复合增幅 4.25%。2013 年经营活动现金流净额为

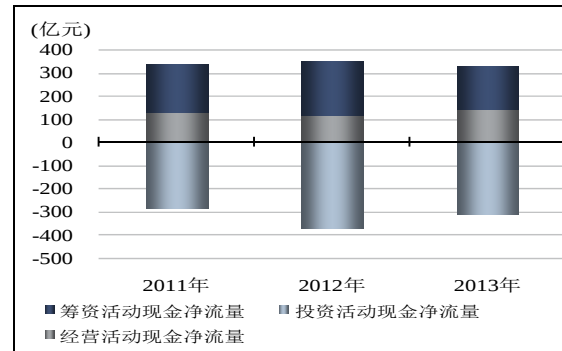
141.03 亿元，同比增长 24.44%。在净利润略有增长的情况下，公司经营性现金流净额大幅增长，主要系公司固定资产折旧增加，而实际该部分无现金支出；财务费用随着有息债务规模增长而增加，但该部分不在经营现金流体现；以及新增存货占用资金较 2012 年减少等所致。2011~2013 年，公司现金收入比分别为 104.30%、102.69%和 112.52%，收入实现质量适宜。

投资活动方面，2011~2013 年，公司投资活动现金流入量不断下降，年均复合变化率 -12.70%。2013 年投资活动现金流入量为 27.75 亿元，同比下降 22.53%，主要系收到其他与投资活动有关现金下降所致。2011~2013 年，公司投资活动现金流出量波动幅度较大，年均复合增幅 2.60%。2013 年投资活动现金流出量为 340.27 亿元，同比下降 16.76%，主要为取得子公司等支付的现金大幅下降所致。公司水泥业务全国布局基本完成，投资活动有所下降，但考虑到投资活动具有一定的惯性，尚有部分相关项目后续款项需要支付，公司依然将维持相对较高的投资规模。2011~2013 年，公司投资活动现金流净额分别为-286.84 亿元、-372.95 亿元和-312.52 亿元。

2011~2013 年，公司筹资前现金流净额分别为-157.08 亿元、-259.62 亿元和-171.49 亿元，公司对外筹资压力较重。

2011~2013 年，公司筹资性现金流入量分别为 872.26 亿元、1524.11 亿元和 1826.20 亿元，公司筹资力度很大，公司筹资活动多元化，其中以银行借款为主；同期，随着债务筹资规模上升，公司本息偿付规模也相应上升，公司筹资活动现金流出量分别为 668.37 亿元、1292.25 亿元和 1637.12 亿元。2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为 203.89 亿元、231.86 亿元和 189.07 亿元。

图 7 公司现金流情况



资料来源：公司年报

2014 年 1~9 月，公司经营性现金流净额、投资性现金流净额和筹资性现金流净额分别为 77.96 亿元、-116.13 亿元和 136.82 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流规模较大，同时经营活动现金净流量规模稳步增长，对投资活动覆盖程度逐渐提高，同时受近几年公司水泥大规模的联合重组影响，投资活动现金流出规模大，筹资活动较活跃。目前，公司已基本完成水泥产能布局，未来投资规模将有所缓解，筹资需求有望减轻。但考虑到投资活动具有一定的惯性，尚有部分相关项目后续款项需要支付，公司依然将维持相对较高的投资规模。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2011~2013 年，公司流动比率、速动比率有所下降。近三年流动比率和速动比例平均值分别为 66.68%和 53.57%，2013 年底分别为 64.18%和 51.83%，受流动负债快速增长影响，上述比例有所下降。2014 年 9 月底，上述指标分别为 66.65%和 54.80%。2011~2013 年，公司经营现金流动负债比分别为 11.32%、6.41%和 6.49%。整体看，公司短期偿债能力一般，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司 EBITDA 有所增长，分别为 255.15 亿元、258.89 亿元和 308.64 亿元；同期由于有息债务规模快速增长，利息支出逐年大幅增长，导致 EBITDA 利息倍数逐年下降，2013 年为 2.68 倍，较 2012 年略有下降；全部债务/EBITDA 逐年上

升, 2013年为7.21倍, 公司EBITDA对利息和全部债务的保护能力有所下降。总体看, 公司对全部债务的保护能力适宜。

截至 2013 年底, 公司合并口径下对外担保余额为 2.92 亿元, 担保比率为 0.44%, 对公司影响很小。

截至 2013 年底, 公司共获银行授信额度 3264.85 亿元, 已使用的额度为 1971.16 亿元, 尚未使用的额度为 1293.69 亿元。公司间接融资渠道畅通。同时公司下属子公司有 6 家上市公司, 直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》(机构信用代码: G1011010800124490L), 截至 2014 年 12 月 3 日, 公司本部无未结清的不良信贷信息记录, 已结清的信贷信息中, 有 11 笔不良类贷款记录。

从公司提供信息看, 截至 2014 年 9 月底, 公司旗下子公司有 3 笔债务违约, 共涉及金额 0.09 亿元。上述违约债务主要是公司联合重组过程中随被合并企业一起并入的, 全部为原经营主体历史遗留的债务问题。

公司在公开市场发行债务融资工具规模较大, 根据公司过往在公开市场偿付债务融资工具的历史记录, 公司无逾期或违约偿付记录。

整体上, 公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对建材行业发展趋势的基本判断、公司在财务及经营方面的风险识别, 以及公司在地理区位、业务结构、产能产量等方面因素的综合判断, 公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据计划发行额度为 50 亿元, 在公司赎回前长期存续, 且与其他债务融

资工具特征接近, 故联合资信将其全部作为有息债务进行分析, 发行后将在现有全部债务的基础上增加 50 亿元有息债务, 占 2014 年 9 月底全部债务的 1.98%, 长期债务的 7.74%, 对公司现有债务影响不大。

截至 2014 年 9 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 82.42%、77.81%和 47.24%。以公司 2014 年 9 月底报表财务数据为基础, 不考虑其他因素, 则预计本期中期票据发行后, 公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率将分别上升至 82.63%、78.14%和 49.10%, 债务负担进一步上升。考虑到公司本期中期票据计划全部用于偿还子公司银行贷款, 预计本期中期票据发行后对债务指标的影响将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为2102.25亿元、2335.09亿元和2928.57亿元, 分别为本期拟发行中期票据的42.05倍、46.70倍和58.57倍; 经营活动产生的现金流量净额分别为129.75亿元、113.33亿元和141.03亿元, 分别为本期中期票据额度2.60倍、2.27倍和2.82倍; EBITDA/本期中期票据额度分别为5.10倍、5.18倍和6.17倍, 公司经营活动现金流及EBITDA规模大, 对本期中期票据保障程度高。

总体看, 公司经营活动现金流及EBITDA对本期中期票据的覆盖程度高; 但考虑到利息递延, 利息支付压力较普通债券大。

十、结论

伴随宏观经济的持续发展, 中国建材行业经济效益稳步增长。在国家大力推行循环经济和节能减排政策的指导下, 环保节能型建材产品未来市场前景良好。

公司是中国最大的建材企业, 水泥、商品混凝土、纸面石膏板产能居世界第一, 其他建

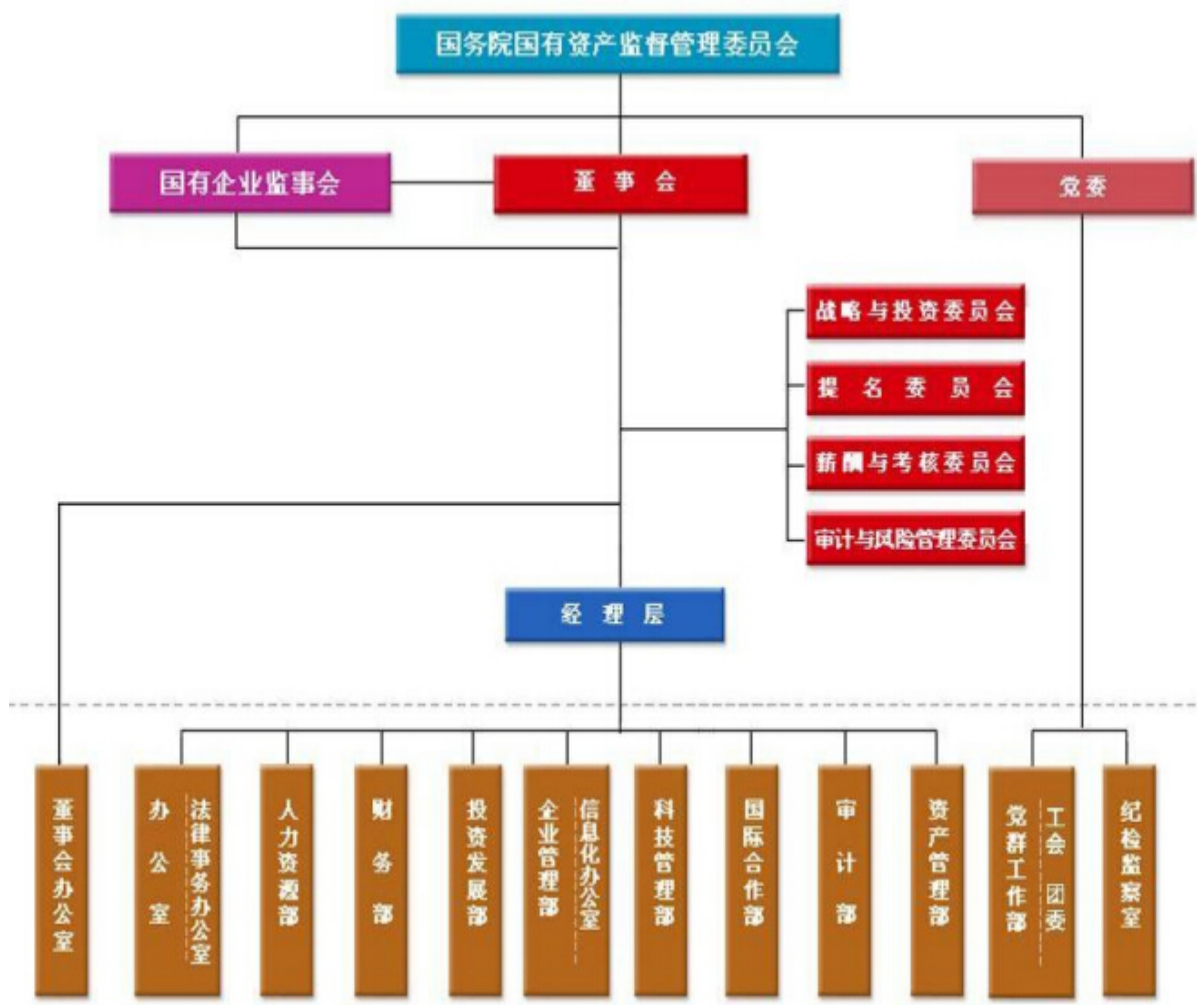
材产品处于行业领先地位，市场竞争优势显著；公司装备制造和建材贸易与物流业务发展良好，产业链优势明显；公司技术研发实力雄厚，技术储备丰富，为其持续发展提供动力。

公司通过资产重组和业务整合，资产规模快速扩张；同时，随着投资规模的快速扩大，公司债务负担重，债务结构有待改善；公司资产流动性较高，收入持续增加，整体盈利能力适宜。总体看，公司信用风险极低。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据本息的保障能力强。

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，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司股权结构及组织机构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	307.50	316.79	334.37	433.09
资产总额(亿元)	2075.11	3006.17	3644.16	4103.25
所有者权益(亿元)	461.31	542.66	659.78	721.36
短期债务(亿元)	759.43	1182.83	1477.35	1883.30
长期债务(亿元)	421.15	642.24	746.55	645.94
全部债务(亿元)	1180.58	1825.07	2223.90	2529.24
营业收入(亿元)	1940.92	2174.32	2522.57	1818.98
利润总额(亿元)	158.48	111.56	115.12	82.22
EBITDA(亿元)	255.15	258.89	308.64	--
经营性净现金流(亿元)	129.75	113.33	141.03	77.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.79	7.97	6.46	--
存货周转次数(次)	9.53	9.37	8.61	--
总资产周转次数(次)	0.94	0.86	0.76	--
现金收入比(%)	104.30	102.69	112.52	110.98
营业利润率(%)	14.17	12.64	14.57	15.76
总资本收益率(%)	10.62	7.39	7.05	--
净资产收益率(%)	25.73	15.89	13.35	--
长期债务资本化比率(%)	47.72	54.20	53.08	47.24
全部债务资本化比率(%)	71.90	77.08	77.12	77.81
资产负债率(%)	77.77	81.95	81.89	82.42
流动比率(%)	74.42	65.67	64.18	66.65
速动比率(%)	59.22	52.70	51.83	54.80
经营现金流动负债比(%)	11.32	6.41	6.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.33	2.76	2.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.63	7.05	7.21	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	42.05	46.70	58.57	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	2.60	2.27	2.82	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	5.10	5.18	6.17	--

注：1.2014 年前三季度财务数据未经审计；

2.其他流动负债中包含部分短期融资券，长期应付款系融资租赁款，本报告已将上述有息债务相应调整至长、短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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	
总资产收益率	(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-营业税金及附加) / 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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据+短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 中国建筑材料集团有限公司 2015 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国建筑材料集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国建筑材料集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中国建筑材料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建筑材料集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国建筑材料集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国建筑材料集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国建筑材料集团有限公司、主管部门、交易机构等。

