

信用评级公告

联合〔2021〕2565号

联合资信评估股份有限公司通过对北新建材集团有限公司及其拟发行的 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定北新建材集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，北新建材集团有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年四月二十一日

北新建材集团有限公司2021年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过5亿元
(含5亿元)

本期公司债券期限：5年(附第3年末
公司赎回选择权、调整票面利率选
择权及投资者回售选择权)

担保方式：全额无条件不可撤销连带责
任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息负债及补充流
动资金

评级时间：2021年4月21日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级 模型(打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均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	AA ⁺
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	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
--			--	

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

北新建材集团有限公司（以下简称“公司”）主要从事装配式建筑及部品部件分销业务，为中国建材集团有限公司（以下简称“中国建材集团”）旗下装配式建筑产业的主要经营主体。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级，反映了其具有股东实力很强、股东支持力度大、债务负担轻、长期股权投资收益规模大且具有持续性等优势。公司重要联营企业中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”）在水泥、复合材料等建材行业处于国内龙头地位、盈利能力强。同时，联合资信关注到公司部品部件分销业务毛利率较低、新型房屋目前国内市场接受度不高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2018年5月，中建材股份与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）合并后，中建材股份全球竞争力进一步增强，未来公司投资收益有望进一步提升。同时，公司通过升级及开发产品等手段拓展装配式建筑业务，未来公司装配式建筑业务有望平稳发展。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

本期公司债券由中国建材集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中国建材集团作为全国最大的综合性建材产业集团，在水泥、玻璃纤维和复合材料方面均具有显著竞争优势，运营状况佳，盈利水平很高。中国建材集团所提供的担保能够显著提升本期公司债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司股东实力很强，对其支持力度大。公司股东中国建材集团是中国最大的综合性建材产业集团，整体实力很强。公司为中国建材集团装配式建筑业务的主要经营主体，股东对其支持力度大，该板块有望成为公司未来收入增长点。
2. 公司木材贸易业务稳定发展。公司为中国规模较大的综合性木材进口商，SPF进口量全国领先，具有一定市场影响力，木材贸易具有一定优势地位。2017—2019年，公司国

分析师：宋莹莹

张文韬

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

内及国际木材贸易收入合计分别为 36.58 亿元、44.39 亿元和 52.82 亿，年均复合增长 20.16%。

3. **公司重要联营企业中建材股份经营情况良好，较大规模的投资收益能有效支撑公司盈利水平。**中建材股份在水泥、复合材料等建材行业处于国内龙头地位，具有很强规模优势，盈利规模大。公司为中建材股份最大股东，较大规模的投资收益能有效支撑公司盈利水平。
4. **公司债务负担轻。**截至 2020 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 20.36%和 15.88%。
5. **中国建材集团担保能够显著提升本期债券的信用水平。**中国建材集团系中国建材行业百强第一名，资产规模和收入规模大，经营活动现金流情况良好，整体实力很强，其担保能够显著提升本期债券的信用水平。

关注

1. **贸易摩擦以及市场竞争风险。**贸易摩擦以及市场竞争程度进一步加剧等不利因素使公司的贸易板块面临较大经营压力。
2. **装配式建筑业务推广速度较慢。**目前，虽然中国连续出台多项重要政策文件，推进装配式建筑发展，但该业务目前在国内接受度仍不高，公司相关业务收入规模小；且受疫情影响，2020 年前三季度，公司新签合同建筑面积规模较小，同比下降较多。
3. **主营业务毛利率较低，中建材股份经营业绩对公司盈利影响较大。**公司主营业务毛利率较低，盈利对投资收益的依赖度较高，中建材股份经营业绩的稳定性对公司盈利的影响较大。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	3.88	3.98	3.76	4.71
资产总额 (亿元)	151.24	172.81	192.45	211.26
所有者权益 (亿元)	121.08	138.02	156.42	168.25
短期债务 (亿元)	12.72	16.89	14.34	20.56
长期债务 (亿元)	7.00	7.00	11.20	11.20
全部债务 (亿元)	19.72	23.89	25.54	31.76
营业收入 (亿元)	78.42	102.39	129.88	66.34
利润总额 (亿元)	10.28	15.33	19.47	17.01
EBITDA (亿元)	11.45	16.91	21.20	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.48	0.82	4.01	-1.28
营业利润率 (%)	2.14	2.47	2.82	3.50
净资产收益率 (%)	8.41	11.01	12.34	--
资产负债率 (%)	19.94	20.13	18.72	20.36
全部债务资本化比率 (%)	14.00	14.76	14.03	15.88
流动比率 (%)	71.72	77.05	101.48	102.03
经营现金流动负债比 (%)	-2.09	2.98	16.43	--
现金短期债务比 (倍)	0.31	0.24	0.26	0.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.61	14.96	16.85	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.72	1.41	1.20	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	145.81	160.09	180.03	190.76
所有者权益 (亿元)	119.02	132.56	151.01	162.42
全部债务 (亿元)	17.14	18.30	19.72	21.01
营业收入 (亿元)	35.63	58.51	49.97	28.31
利润总额 (亿元)	10.18	15.30	18.68	16.68
资产负债率 (%)	18.37	17.20	16.12	14.86
全部债务资本化比率 (%)	12.59	12.13	11.55	11.45
流动比率 (%)	41.41	44.66	71.19	68.38
经营现金流动负债比 (%)	6.50	9.75	6.33	--

注: 1. 公司 2020 年三季度财务报表未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/6/18	王文燕 周珂鑫	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2019/3/8	周 婷 王文燕	一般工商企业信用评级方法 (2019 年)	--
AA	稳定	2016/5/9	周 旭 张 伟	一般工商企业信用评级方法 (2016 年)	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由北新建材集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

分析师：


联合资信评估股份有限公司

北新建材集团有限公司2021年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

北新建材集团有限公司（以下简称“北新集团”或“公司”）系国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直属管理的中央企业中国建材集团有限公司（以下简称“中国建材集团”）旗下的骨干企业。公司前身为成立于1979年8月29日的“北京新型建筑材料试验厂”，1985年更名为“北京新型建筑材料总厂”。

根据国家建材总局和国家经贸委于1995年下发的《关于北京新型建筑材料总厂建立现代企业制度试点<实施方案>的批复》，公司改组为由中国新型建筑材料公司（后更名为中国建材集团）设立的国有独资公司。1996年3月改制完成，改制后公司更名为“北新建材有限公司”，注册资本18,555万元，由中国建材集团100%控股；同年，公司更名为“北新建材（集团）有限公司”。2011年，公司更名为现用名。

后经中国建材集团对公司多次增资及股权转让，截至2020年9月底，公司注册资本增至12.10亿元，实收资本为12.10亿元。其中，控股股东中国建材集团直接持股70.04%，通过中

建材集团进出口有限公司（以下简称“中建材进出口公司”）持股29.96%，公司实际控制人为国务院国资委。

公司主要从事装配式建筑及部品部件分销业务，部品部件分销的贸易产品种类主要包括金属和木材，金属产品主要包括有色金属与黑色金属等，自2020年以来，公司逐步减少金属产品贸易业务量，未来部品部件分销业务将以木材贸易业务为主。

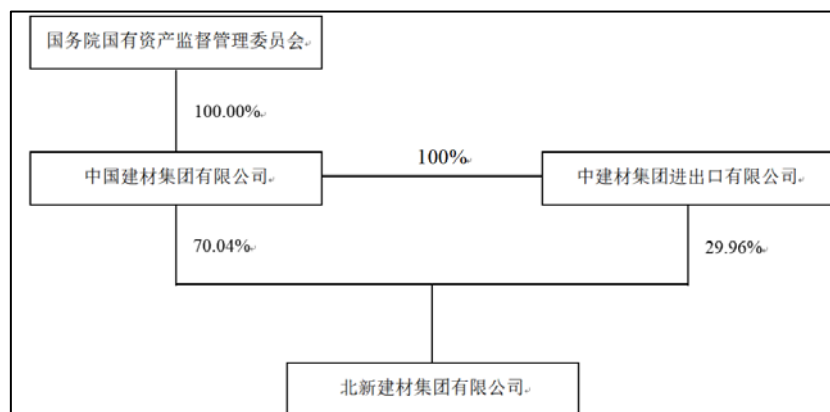
截至2020年9月底，公司内设财务部、审计风控部、投资发展部、企业管理部等10个职能部门和物流中心、国际业务部2个业务部门；公司合并范围内拥有子公司9家。

截至2019年底，公司合并资产总额192.45亿元，所有者权益（含少数股东权益4.64亿元）合计156.42亿元；2019年公司实现营业收入129.88亿元，利润总额19.47亿元。

截至2020年9月底，公司合并资产总额211.26亿元，所有者权益（含少数股东权益5.08亿元）合计168.25亿元。2020年1—9月，公司实现营业收入66.34亿元，利润总额17.01亿元。

公司注册地址：北京市海淀区首体南路9号4楼10层1001号；法人代表：周育先。

图1 截至2020年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

二、本期公司债券概况

本期债券名称为“北新建材集团有限公司2021年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券规模为不超过人民币5亿元（含）。发行期限为5年，附第3年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权。债券面值100元，按面值平价发行。本期债券按年计息，不计复利；每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。本期债券票面利率由公司与其簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在其存续期前3年固定不变，如公司行使调整票面利率选择权，则未被回售部分在其存续期后2年票面利率为前3年票面利率加/减调整基点，在其存续期后2年固定不变；如公司未行使调整票面利率选择权，则未被回售部分在其存续期后2年票面利率仍维持原有票面利率不变。

本期发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司有息债务及补充流动资金。

本期债券由中国建材集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

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

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

表1 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016—2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消

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

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指

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

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，

上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发

挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

四、行业及区域环境分析

公司主营业务主要为贸易和装配式建筑两大产业板块，其中贸易中收入占比较大的为木制品和金属贸易业务。公司利润来源主要为对中建材股份的投资收益，中建材股份主要从事水泥生产和销售业务。因此，本报告行业分析将主要围绕对公司营业收入和利润影响较大的装配式建筑和贸易展开。

1. 贸易行业

（1）国际贸易

随着供给侧结构性改革的深入推进，各项政策措施继续落地见效，营商环境持续改善，

市场主体活力不断增强，外贸结构不断优化。全球经贸风险和不确定性加剧，中美贸易摩擦持续升级，中国主要贸易伙伴结构发生变化。

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。2019年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸继续保持稳中提质势头，实现外贸进出口总值 32.16 万亿元人民币，同比增长 1.9%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口 17.93 万亿元，同比增长 4%；进口 14.23 万亿元，同比下降 0.7%；出口额增速远高于进口额增速。2020 年，中国贸易顺差 3.70 万亿元，同比扩大 27.40%，贸易顺差大幅回升，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，中国出口面形势较好。

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.74 万亿元，增长 6.90%；对美国进出口 4.1 万亿元，同比增长 8.8%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.2 万亿元，增长 1.2%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.37 万亿元，增长 1.0%。

受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。

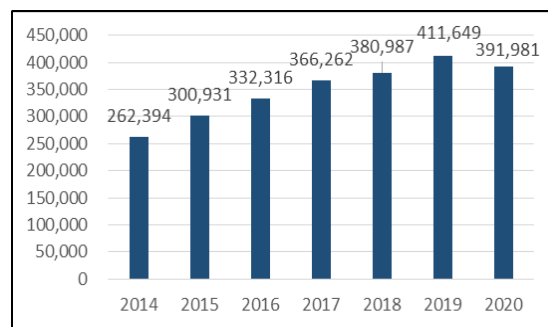
（2）国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，社会消费品零售总额高速

增长，但增速持续下滑，且受疫情影响，2020 年出现负增长。

根据国家统计局数据，2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，比上年下降 3.9%，增幅首次出现下降，主要系受疫情影响，2020 年 1—7 月社会消费品零售总额同比均出现下滑，自 2020 年 8 月开始出现增长，平滑了下降幅度，但全年同比仍出现负增长。

图 2 2014—2020 年中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落，且受疫情影响，2020 年首次出现负增长。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型、产能优化、促进消费、加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

（3）部分主要贸易品

木材

中国木材主要消耗于造纸、人造板、实木地板、实木家具等行业。中国作为全球第二大木材消耗国和第一大木材进口国，木材消费总量保持较快增速，对外依赖度较高。随着下游相关行业的发展，木材需求预计仍将持续增长。

中国是林木资源相对匮乏的国家，根据最新森林资源清查结果显示，中国森林面积为 15894.1 万公顷，全国森林覆盖率为 16.55%，

世界排名第 120 位,比世界平均水平低 10.45%;人均森林面积仅为 0.128 公顷,相当于世界平均水平的 21%;人均森林储蓄量 9.048 立方米,相当于世界人均占有量的 12.5%。

2008—2018 年,中国商品木材贸易量由 1.2 亿立方米增加到 2 亿立方米,其中国产商品木材供应量由 8108 万立方米增加到 8811 万立方米,年均增长率为 0.76%;进口商品木材供应量由 3959 万立方米增加到 11196 万立方米,年均增长率为 9.91%;2014 年中国进口木材首次超过国产木材,进口木材供应持续增长,国产木材供应保持稳定。2019 年,中国木材进口总量同比小幅增长,进口量为 9789 万立方米,其中原木进口 5981 万立方米,同比增长 0.1%;锯材进口 3808 万立方米,同比增加 3.58%。

2020 年 1—6 月,我国木材进口 4783 万立方米,同比下降 15.1%;进口针叶原木 1764 万立方米,同比下降 16.2%;进口阔叶原木 661 万立方米,同比下降 22.3%;进口针叶锯材 1248 万立方米,同比下降 11.6%;进口阔叶锯材 412 万立方米,同比下降 12.4%。木材进口大幅减少,主要系受疫情影响,特别是一季度部分生产企业停工停产,物流受阻,员工缺乏等影响,进口量减少较多。2020 年全年中国原木进口量 5975 万立方米,同比变化不大;锯材进口量为 3399 万立方米,同比下降 8.3%,整体木材进口量 9,374 万立方米,同比下降 4.2%。

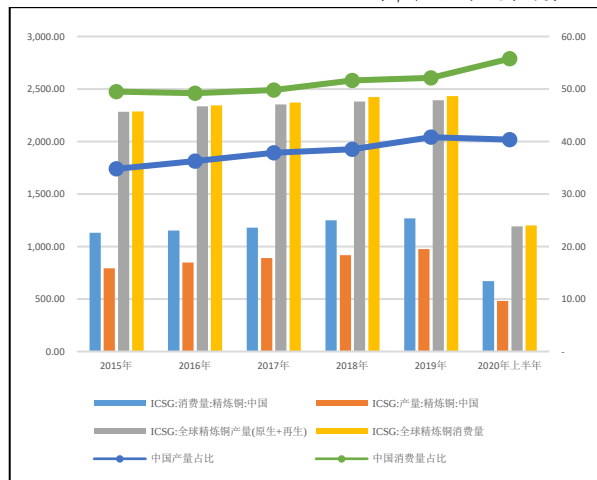
电解铜

中国为全球最大的精炼铜生产国及消费国,铜矿资源匮乏,资源自给率低。

根据国际铜业研究小组统计数据计算,2019 年及 2020 年 1—6 月,中国精炼铜产量占全球精炼铜产量比例分别为 40.82%和 40.38%。2019 年及 2020 年 1—6 月,中国精炼铜消费量占全球精炼铜消费量比例分别为 52.12%和 55.78%。中国为全球最大的精炼铜生产国及消费国。

图 3 全球及中国精炼铜产量及消费量情况

(单位:万吨、%)



资料来源: Wind

根据工业与信息化部数据,2019 年,中国生产铜精矿金属含量 163 万吨,同比增长 4.1%;精炼铜产量为 978 万吨,同比增长 10.2%。据此估算,2019 年中国国内矿山铜精矿自给率约为 16.64%,资源自给率低。同期,铜冶炼总回收率 98.6%,同比提高 0.1 个百分点;铜冶炼综合能耗 226 千克标煤/吨,同比下降 2%。全年规模以上铜企业实现利润 412 亿元,同比增长 8.2%,增速较 2018 年提升 3.9 个百分点。其中,铜矿采选行业实现利润 56 亿元,同比下降 3.9%;铜冶炼、铜压延加工行业分别实现利润 144 亿元、212 亿元,同比分别增长 16.6%、6.5%。

中国国内矿山过度开发,开采深度增加;同时进口铜矿石数量快速增长,对外依存度进一步提升。

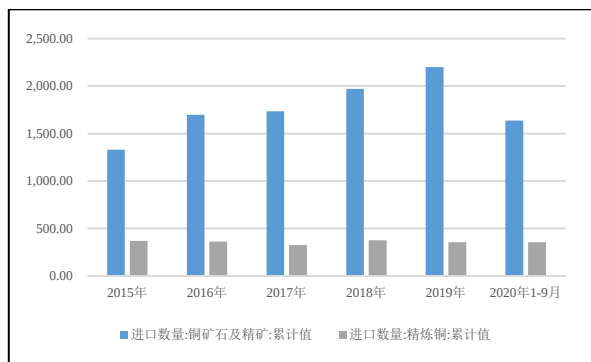
铜精矿是铜冶炼的主要原料。根据美国地质调查局 2019 年公布的数据:全球已探明铜储量约为 8.70 亿吨,主要集中在智利(2.00 亿吨)、秘鲁(0.87 亿吨)、墨西哥(0.53 亿吨)和美国(0.51 亿吨),中国铜储量 0.26 亿吨,仅占全球储量的 2.99%。全球前十大铜业公司掌握约九成铜矿储量,铜矿资源垄断程度高,下游话语权弱。

随着世界经济的不断发展,工业和生活中对铜的需求不断增加,凭借铜矿开采技术的不断提高,全球铜矿开采呈增长趋势。根据美国

地质调查局美国地质调查局 2019 年公布的数据：2019 年，全球铜矿产量为 2,000 万吨，中国铜矿产量为 160 万吨（工业与信息化部与美国地质调查局产量统计结果存在差异），占全球总产量的 8.00%。中国铜矿资源产量占全球铜矿产量的比重远高于铜矿资源储量占全球总储量的比重，资源储量与开采量的不匹配造成中国铜矿资源开采过度，进而加速了铜矿品位下降、开采深度增加、开采成本增加的困境。

中国有色金属工业“十三五”规划中指出，2015 年，国内铜矿产原料对外依存度达 73%，中国进口铜矿石及精矿数量快速增长。据海关总署统计，2015 年中国铜矿石进口 1,329.38 万吨，2019 年已增至 2,198.99 万吨。从铜矿石进口增速及中国精炼铜产量增速的对比数据看，中国铜矿石对外依存度进一步提升。相比而言，中国进口精炼铜数量相对较为平稳，2019 年进口精炼铜 355.02 万吨。2020 年 1—9 月，中国铜矿石和精炼铜进口量分别为 1,635.94 万吨和 355.96 万吨，同比分别增长 2.31% 和 41.65%，其中精炼铜进口量大幅增长系国内市场和国际市场存在价格差异、废铜进口配额减少等因素导致。

图 4 中国铜矿石及精炼铜进口数量（单位：万吨）

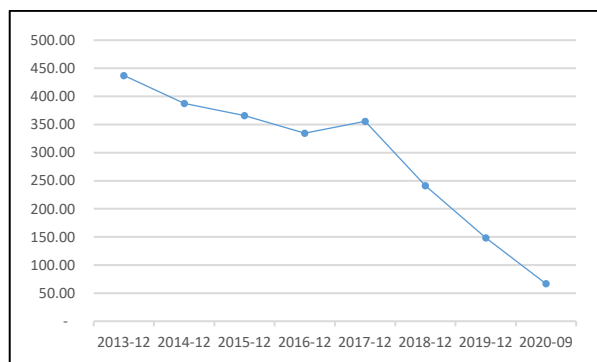


资料来源：海关总署、Wind

另外，再生铜作为铜重要的供应来源，其原料废铜在环保日益受到重视的环境下愈发重要。根据海关总署数据，2017—2019 年，中国废铜进口量持续下降，分别为 355.71 万吨、241.29 万吨和 148.65 万吨；2020 年 1—9 月进口废铜量 66.67 万吨，同比下降 46.07%，废铜

进口量下降带来的缺口一定程度上刺激了铜精矿、精炼铜等价格上升。随着 2020 年 11 月 1 日《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》的施行，部分符合标准的废铜进口管制取消，但因再生黄铜原料、再生铜原料标准较高，铜原料的供应影响程度或较为有限。

图 5 中国废铜进口数量（单位：万吨）

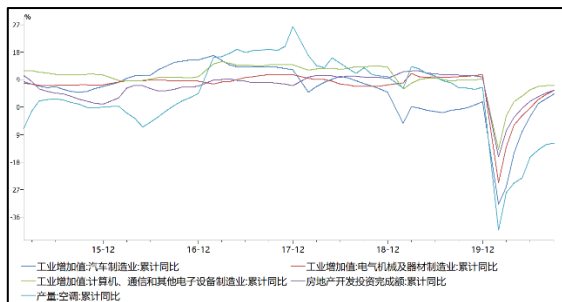


资料来源：海关总署、Wind

未来中国铜的下游需求结构变动不大，整体需求保持增长，但增速整体有所下降。

铜的下游需求较为分散，使用领域遍布工业生产的各个行业。其中，电气电缆约占 40%、机械设备约占 16%、建筑约占 14%（以房地产为主）、家电约占 9%（以空调为主）、交通约占 16%（以汽车为主）、电子及合金材料约占 5%。2014 年以来，中国电气机械及器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值整体增速较为平稳；空调产量和房地产开发工业增加值出现了较大波动；汽车制造业工业增加值同比增速自 2017 年开始持续下降，但整体维持了增长趋势。2020 年初，受 COVID-19 疫情影响，铜主要下游产业累计增速均出现较大幅度下滑，均于 2020 年 2 月出现极值。随着疫情管控措施的有序放开，下游经济景气度回升，截至 2020 年 9 月底除空调产量累计同比仍负增长，其他下游产业均已实现正增长，其中汽车制造业工业增加值累计同比已高于 2019 年。

图6 中国铜下游产业增速



资料来源：国家统计局、Wind

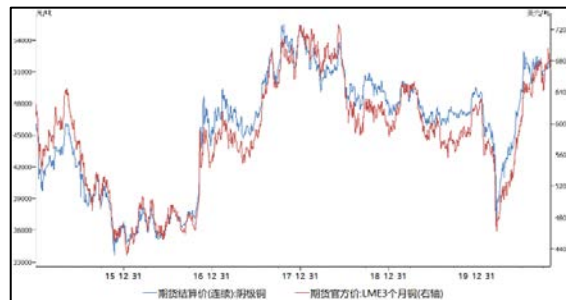
未来，随着风电和光伏等新能源电站的建设以及新能源汽车的推广普及，国内铜下游需求或将出现结构性增长；房地产开发投资完成额及空调产量增速将受“房住不炒”等相关政策影响维持在较低水平。

2019年，随着市场对于中美贸易战的担忧，铜价持续降低。2020年初，受新冠疫情影响需求下滑，铜价持续承压。随着二季度以来中国国内疫情好转、海外疫情持续扩散以及海外矿山纷纷减产，导致铜原料供给紧张，铜价有所回升。

从铜价走势来看，以伦敦金属交易所LME铜官方价（以下简称“铜价”）为例，由于全球经济环境不佳，铜价经历了四年的下跌，于2016年初触底，最低价为4320.50美元/吨。2016年10月以来，受经济数据超预期、美国大选提振美股上涨、OPEC达成冻产协议等因素影响，市场情绪高涨，铜价在长期低迷后强势反弹，于2018年中最高触及7268.00美元/吨，较2016年最低点上涨68.22%。随后铜价受中美贸易战影响再次出现大幅下跌，最低触及5849.00美元/吨。进入2019年，铜价于年初受智利、秘鲁、刚果金等主产国因事故、罢工等因素减产影响而有所反弹，最高触及6533美元/吨；随着市场对于中美贸易战的担忧，铜价持续降低，最低触及5562.00美元/吨。随着LME铜官方价格运行区间下降，据工信部统计，2019年全年铜现货均价47739元/吨，较上年下降5.8%。进入2020年，受新冠疫情影响需求下滑，铜价大幅下降，最低触及4626.50美元/吨。之后随着中

国国内疫情好转、海外疫情持续扩散以及海外矿山纷纷减产，导致铜原料供给紧张，铜价有所回升，截至2020年10月底已回升至6706.00美元/吨。

图7 铜价走势情况



资料来源：Wind

（4）新型冠状病毒疫情影响

疫情对贸易行业短期影响较大，中期影响平缓。随着国家和地方出台的一系列政策措施落地见效，居民消费信心逐步恢复，后期消费有望稳步回升，内外贸有望保持总体平稳。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情影响，贸易行业面临物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升等影响。受疫情影响，进出口方面，2020年一季度中国货物贸易进出口总值6.57万亿元人民币，比去年同期下降6.4%。其中，出口3.33万亿元，同比下降11.4%；进口3.24万亿元，同比下降0.7%；贸易顺差983.3亿元，同比下降80.6%。内贸方面，2020年一季度市场消费下降较多，全国实现社会消费品零售总额7.86万亿元，同比下降19.0%。物流方面，2020年一季度，社会物流总需求负增长，社会物流总费用明显回落，全国社会物流总额56.0万亿元，按可比价格计算，同比下降7.5%；2020年一季度以来，物流市场规模降幅亦有所收窄，一季度物流业总收入为1.9万亿元，同比下降12.1%。

2020年3月份以来，随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，商贸流通复工复市持续向好，居民消费市场趋于活跃，销售企稳回升，价格稳步回落，物流需

求降幅收窄，民生保障和消费领域需求保持增长，物流景气指数回升，物流运行呈现复苏势头。疫情影响下新型消费和升级消费不断拓展，无接触配送、无人零售、直播销售等消费新模式快速发展，信息消费、人工智能、“互联网+医疗、卫生、健康”等消费显著增长。另一方面，全球新冠肺炎疫情还在加快蔓延，对世界经济发展造成了冲击，世界贸易组织预测今年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。按照党中央、国务院决策部署，各地各部门已经采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，有信心稳住外贸基本盘，将疫情对进出口贸易的影响降至最低。

2. 装配式建筑行业

(1) 行业概况

钢结构建筑80%以上部件均可在工厂加工，可以覆盖大多数现场作业方式对应的下游，钢结构代表着绿色建筑的新方向。

根据结构体系划分，装配式建筑大致可分为预制混凝土结构（PC）、钢结构（PS）和木结构三大类，目前主流结构以PC为主，根据住建部数据，2019年新开工的装配式建筑中，PC结构占比65%，钢结构占比30%，木结构占比1%左右。钢结构作为正在兴起的装配式建筑，与预制混凝土结构区别在于其主要承重构件全部采用钢材制作，由型钢和钢板等制成的钢梁、钢柱、钢桁架等构件组成，各部件之间通常在现场采用焊缝、螺栓或铆钉连接。目前钢结构建筑80%以上部件均可在工厂加工，同时易拆除，部分产品和材料可循环利用，且可以覆盖绝大多数现场作业方式对应的下游，是绿色建筑的重要代表。

与传统混凝土结构建筑形式比，钢结构建筑具有“高、大、轻”三大特征，容易实现设计标准化、构配件生产工业化、施工机械化和装

配化，钢结构建筑是传统混凝土结构建筑的替代品。此外，钢结构具有良好的性能特点：钢结构自重轻，只有传统钢筋混凝土建筑的30%~50%左右，而且强度很大；钢结构占有面积小，空间利用率高，得房率较传统钢筋混凝土住宅增加5%~8%；钢结构延展性好，抗震性能优越；钢结构施工效率高，可提高4倍，建设周期短，只有传统建筑的1/3，30~50层的钢结构工程可以缩短施工工期8~12个月左右；钢结构节能环保，能够有效降低建筑垃圾数量，可实现节能1/3以上，钢材100%可回收，碳排放可减少35%以上，契合可持续发展理念。

钢结构下游需求仍主要集中于商业地产及场馆等领域，非住宅类钢结构建筑未来有望取得不低于GDP的增长速度。由于传统观点中，钢结构的耐火、隔音、保温、防渗漏等性能不如混凝土结构，居民接受程度不高，而其抗震性能较好、承载力高，施工迅速，故钢结构目前集中用于商业地产、场馆等领域；而混凝土由于建造成本低、接受度高、适用范围广等优势，在住宅领域占比远高于钢结构。目前钢结构的下游需求分散，大部分板块与工业、房地产、建筑业、交通运输业相关。

从国外发展现状来看，在美国、日本、澳大利亚等发达国家，住宅产业化已经非常普及。上世纪60年代至今，工业化住宅技术在全球经济发达国家和地区得到广泛而深入地发展，已完全成熟。从国内发展现状来看，我国轻钢结构住宅建筑建设企业大部分引进国外的生产与建造技术，自主研发的技术较少，仍处在开发阶段，建筑材料与应用体系之间的研究脱节，轻钢结构住宅建筑在整个房地产行业中使用率还不足1%。目前，大中型企业逐步涉足轻钢结构住宅建筑市场，同时，新型城镇化政策为其发展带来巨大需求。

目前，发展装配式建筑上升为国家战略性重点，关于装配式建筑的政策密集出台且逐渐细化，整体行业形势利好。2020年，全国31个省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团新开

工装配式建筑共计 6.3 亿平方米，较 2019 年增长 50%，占新建建筑面积的比例约为 20.5%，完成了《“十三五”装配式建筑行动方案》确定的到 2020 年达到 15% 以上的工作目标。低碳经济和节能减排政策支持装配式建筑的发展，并且新型城镇化及特色小镇等政策为装配式建筑发展带来较大需求，“走出去”“一带一路”倡议也将促进新型房屋海外市场的发展。

（2）行业关注

国内连续出台多项重要政策文件，推进装配式建筑发展。在具体执行层面，各级政府也都针对性出台了相应规划和举措。

2016 年国务院办公厅印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，提出“用 10 年左右时间装配式建筑占新建建筑比例达到 30%”的定量要求，标志着中国装配式建筑进入全新发展阶段；2017 年之后政策制定更为细化，《“十三五”装配式建筑行动方案》出台，方案规定：到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于 20%、15% 和 10%；国办发《关于促进建筑业持续健康发展的意见》中要求：到 2025 年装配式建筑占新建建筑的比例要达到 30%。

根据住建部数据，截至 2018 年底各省市使用的激励政策主要包括：用地支持、财政补贴、专项资金、税费优惠、容积率、评奖、信贷支持、审批、消费引导、行业扶持等 10 个小类。在政策使用比例方面，税费优惠政策超过 90%，用地支持、财政补贴和容积率均超过 50%，支持政策不断出台，为推动建筑装配式发展创造条件，但消费引导的方式目前只有浙江、福建、湖北和湖南四省份有所使用。

2019 年 3 月住建部首次单独提出推进钢结构住宅试点工作，随后山东、浙江、湖南等地陆续出台试点方案，浙江提出“到 2020 年，钢结构装配式住宅占新建装配式住宅面积的比例力争达到 12% 以上”，江西提出“到 2022 年，全省新开工钢结构装配式住宅占新建住宅比例达

到 10% 以上”，试点方案更加定量。2019 年 6 月，住建部发布《装配式钢结构住宅建筑技术标准》行业标准，并于 10 月开始实施，在钢结构住宅的集成设计、部品部件生产、施工安装与质量验收、使用维护及管理等方面做了细致的规范，推动行业相关标准逐渐形成体系。2019 年 12 月，住建部年度工作会议上再次强调 2020 年大力推进钢结构装配式住宅建设试点，任务目标进一步细化，钢结构试点住宅建设打开钢结构应用空间。

2020 年 5 月，住建部印发《关于推进建筑垃圾减量的指导意见》，实施新型建造方式，实现建筑垃圾减量，大力发展装配式建筑，推行工厂化预制、装配化施工、信息化管理的建造模式。2020 年 8 月，住建部、教育部、科技部等部门颁发《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》，要以新型建筑工业化带动建筑业全面转型升级。除住建部等颁发相关意见外，各省市也就促进绿色建筑发展发布相关制度安排，北京市提出“力争 2020 年实现装配式建筑占新建建筑面积比例达到 30% 以上”，同时北京、天津、上海等城市均出具政策对装配式建筑项目进行奖励或补贴，促进装配式建筑发展。

民众接受程度相对较低，钢结构住宅渗透率仅 1% 左右，未来有望为行业贡献增量需求。

目前消费者对钢结构住宅的接受度较低，主要原因集中在两个方面：一方面，对钢结构住宅的性能优势认识不足。目前，中国传统建筑设计院的建筑设计师对钢结构住宅布置灵活、开间大、房型丰富等特点缺乏深入的认识，容易基于传统混凝土结构住宅的设计理念，简单地用钢构件替代钢筋混凝土构件，使得钢结构住宅的优势不能充分发挥。而结构设计师对钢结构住宅的耐火性能、防腐性能存在直观上的误解，难以接受钢结构在住宅建筑中的应用，往往在确定住宅方案阶段就否定了钢结构住宅方案而更愿意选择传统混凝土结构住宅方案；另一方面，对钢结构住宅的综合效益认识不足。工程造价是最直观的经济指标，也是开发商在

项目运作中最注重的方面。消费者在购房时，主要关注的也是房价。开发商和消费者更愿意接受直接成本较低的传统混凝土结构住宅和砖混结构住宅，对钢结构住宅全寿命周期综合成本，包括设计成本、采购成本、人工成本、废弃处置成本、资金周转成本、得房率、环境生态效益等成本要素缺乏分析和认识，从而限制了钢结构住宅的市场推广。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 12.10 亿元。中国建材集团为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司在部品部件分销和装配式建筑领域具有一定的竞争优势，同时，公司持有的核心资产—中建材股份经营规模大、市场地位领先，能够为公司提供稳定且较大规模的投资收益。

公司主要从事装配式建筑及部品部件分销业务。

装配式建筑业务方面，公司主要从事轻钢结构集成房屋及整套建材体系的开发设计、生产施工以及销售，历经十余年发展，已形成了房屋制造的自主知识产权和核心技术，具备了以环保节能集成房屋及建材成套设备为主营产品、以轻钢结构及建筑围护、内外部装饰部品材料开发设计为核心技术的专业运营能力。

公司作为最早开展新型房屋业务的企业之一，核心团队具有较好的技术积累，并从日本引进核心技术—冷弯薄壁型钢，在国内轻钢结构新型房屋领域具有一定技术优势；同时，公司基本完成新型房屋在北京、江苏连云港、海南定安、四川成都、黑龙江牡丹江等地的产业布局，为公司新型房屋业务在全国推进奠定了基础。

公司在不断开拓新市场的同时注重技术创新，重点完善自主创新体系建设和增强新产品、

新技术的自主研发能力，面向市场进行研发，取得一系列成果。截至 2020 年 9 月底，公司拥有有效专利 295 项，其中发明专利 20 项。另外，子公司北新房屋有限公司（以下简称“北新房屋”）于 2017 年 10 月被认定为高新技术企业（有效期三年），并于 2020 年 10 月再次被认定为高新技术企业。

目前公司部品部件分销业务贸易的产品种类主要包括木材和金属，重心为木材贸易。其中，国际贸易以木材贸易为主，产品主要包括原木、锯材、人造板等产品；国内贸易以金属贸易为主，产品主要包括有色金属与黑色金属等。公司部品部件分销规模较大，具有一定规模优势。

公司在木材贸易领域经营经验较为丰富，具有良好的信用及口碑。在原木、锯材方面，公司与新西兰、日本、加拿大和俄罗斯等知名供应商签订长期合作协议，并在美国、加拿大、俄罗斯、新西兰等地设立采购办事处。公司已经连续多年进口原木、锯材超过 400 万立方米，位居全国前 5 强，其中进口锯材位居全国进口量第一。在人造板材方面，公司拥有德国 EGGER、巴西 LP 公司的 OSB 独家代理权，并注册了欧松®商标。公司销售渠道较为丰富，与行业内具备较高知名度的东易日盛、业之峰等装饰公司签订长期合作协议。目前已经建立遍布全国的营销渠道网络，进口 OSB 市场占有率连续 10 年位居全国第一，并且拥有强大品牌优势，“欧松”商标连续多年获评北京市著名商标，公司于 2019 年被评为“中国木业百强品牌”。

截至 2020 年 9 月底，公司持有中建材股份 17.61% 的股权，系中建材股份最大的股东。中建材股份主要经营水泥、轻质建材、玻璃纤维及复合材料、工程服务等业务，是世界最大的水泥生产商、商品混凝土生产商和石膏板生产商。2017 年以来，中建材股份收入和盈利持续增长，能够为公司提供稳定且较大规模的投资收益。

3. 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业从业经验，2020年以来公司董事及监事变动不会对公司日常经营管理等造成重大不利影响；公司人员素质及年龄结构满足公司生产经营所需。

截至2020年9月底，公司共有董事、监事及高级管理人员12人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作经验多年，行业经验丰富。

公司董事长周育先先生，硕士学位，同时担任中国建材集团有限公司党委书记、董事长。周育先先生历任国家建材局人工晶体所所长助理、副所长、所长，中国材料工业科工集团公司副总经理、中国中材集团公司副总经理、中材股份执行董事及总裁，中国国新控股有限责任公司副董事长。

公司董事、总经理、党委书记陶铮先生，硕士学位，同时担任中建材股份董事，北新国际木业有限公司董事长，北新房屋董事长，北新集团国际贸易有限公司（以下简称“北新国贸”）董事长，四川华构建筑科技有限公司（以下简称“四川华构”）董事长。陶铮先生历任交通部水运科学研究所项目经理，联想（北京）有限公司采购主管，北新物流有限公司总裁助理、五金工具事业部总经理、综合管理部总经理，北新集团建材股份有限公司总经理助理、采购部总经理，北新集团建材股份有限公司董事会秘书，中国玻纤股份有限公司副总经理、董事会秘书。

截至2020年9月底，公司职工总数1165人。从学历构成看，中专及以下占42.58%，大专占14.51%，本科及以上学历占42.92%；从业务构成看，管理人员占33.22%，研发与技术人员占10.31%，销售人员占16.22%；从年龄分布看，30岁及以下占22.49%，30~50岁占63.69%，50岁及以上占13.82%。

4. 外部支持

公司作为中国建材集团装配式建筑产业发展的承担者，中国建材集团通过促进旗下新型

房屋业务板块的整合，从资金和资源方面给予公司大力支持。

公司控股股东中国建材集团是中国建材行业百强第一名，以其相关业务领域的优势企业为主体，通过资产重组和业务整合，构建起水泥、新材料、工程技术服务和贸易与物流四大业务板块，四大业务板块协同发展，产业链优势突出。截至2020年9月底，中国建材集团资产总额6221.09亿元，所有者权益1866.15亿元；2019年，中国建材集团实现营业总收入3981.04亿元，利润总额235.18亿元；2020年1—9月，中国建材集团实现营业总收入2714.73亿元，利润总额226.64亿元。

近年来，中国建材集团大力推进水泥、玻璃的联合重组、结构调整与节能减排。公司是中国建材集团新型房屋产业发展的承担者。为了更好地促进新型房屋产业发展，根据中国建材集团发展战略，2015年12月，公司受让关联方北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）持有的北新房屋19.25%的股权。同时，公司以旗下“新型房屋”业务资产整合后进一步向北新房屋增资，增资后公司持有北新房屋81%股权，北新房屋将作为公司后续推进新型房屋业务发展的主要载体。北新房屋是专门从事新型房屋建设业务的公司，曾多次承接中国对外援建业务，在新型房屋建设方面具有丰富的经验。

2017年，中国建材集团以货币形式对公司增资21868.00万元，增资后，公司注册资本变更为86049万元。其中，中国建材集团持股77.66%，中建材进出口公司持股22.34%。2019年，中国建材集团以货币对公司增资3.50亿元，增资后，公司注册资本变更为12.10亿元。截至2020年9月底，中国建材集团给公司提供的融资担保额度为30.00亿元，2019年，公司发行的公司债券“19北新01”，中国建材集团为其提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：1101000000079605），截至2021年4月7日，公司被追偿业务中存在一笔可疑业务，金额179.95万元，债权机构为中国信达资产管理股份有限公司北京市分公司，还款日期为2006年5月26日；已结清业务中存在一笔关注类贷款，金额92.10万美元，还款日期为2012年7月10日。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、董事会和监事会，法人治理结构符合法规要求，运作规范，能够为公司正常经营提供保障。

公司按照《公司法》相关要求，制定了《公司章程》，设立股东会、董事会、监事会和高层管理团队，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

公司设立股东会，是公司最高的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划等重大决策，审议批准公司的年度财务预决算方案等职能。股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。

公司设立董事会，董事会对股东会负责，执行股东会的决议；董事会成员为5人，由股东会选举产生，任期3年，可连选连任；董事会设董事长1人，副董事长1人，董事长和副董事长由董事会选举产生。董事会的职责包括：召集股东大会并向大会报告工作，执行股东大会决议；审定公司的经营计划和投资方案；制定公司的基本管理制度等。

公司设立监事会，监事有权对董事、高级管理人员的行为进行监督；监事会成员3人，其中职工代表监事1名，由职工代表大会选举

产生，股东代表监事2名，由股东委派。监事任期每届3年，可连选连任。

截至2020年9月底，公司高层管理团队6人，公司设总经理1名，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，主持公司日常生产经营管理工作。

2. 管理水平

公司管理运作较规范，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

为了规范公司财务管理行为，明确职责分工，加强内部控制，防范财务风险，公司遵循集约化、精益化、规范化、信息化和标准化原则，已建立一整套保证公司顺利、稳步发展的组织机构和规章制度。

在资金管理方面，公司执行严格的资金审批程序，各类款项支付均需履行相应的审批程序，严格控制银行账户的开立和撤销，严格控制外部融资权限。公司建立月度资金收支计划制度，统筹协调公司资金使用，提高资金的运营效率。

在预算管理方面，公司按照“上下结合、分级编制、逐级汇总”的程序，组织实施企业财务预算编制工作并上报中国建材集团。根据中国建材集团批复的财务预算报告，公司将各项预算指标分解下达各预算执行单位，并由预算执行单位将下达的年度预算指标细化为季度、月度指标，严格执行各期预算指标。同时，公司通过下达预算目标责任书，以及严格季度和年度考核等方式，充分发挥预算管理在公司组织和协调生产经营活动，完成既定的经营目标中的积极作用。

在融资管理方面，公司每年根据全面预算，制定年度筹融资计划。中国建材集团批复后，公司根据各业务部门的资金收支计划，综合公司整体负债水平、负债结构、融资成本等因素，确定具体的融资方式、金额和期限等要素。

在对外担保方面，公司制定了《担保管理办法》等管理制度，明确了担保业务申请、审

批、执行等环节的控制要求，对担保业务进行严格控制。原则上公司除下属子公司因经营需要发生的授信担保业务，不对外提供担保。

对贸易业务的管控方面，公司针对部品部件分销业务中的重要环节制定了明确的管理要点和业务流程，涵盖了上下游客户管理、定价管理、仓储及存货管理、应收应付款项管理等诸多方面。上下游客户管理方面：公司对于供应商强化准入管理，建立起了合格供应商名录，并执行供应商年度评价机制，持续对合格供应商名录进行动态调整；公司持续强化客户准入，通过客户调查确定其信用等级和信用额度，规范信用销售，保证资产安全。定价管理方面：公司对于重要贸易品种的市场价格持续跟踪收集，编制市场分析报告，建立了市场分析报告机制。各业务部门参考市场分析报告，与供应商或客户进行谈判协商初步确定定价办法，并报送企业管理部和分管副总经理审批，确保定价机制公开、透明，避免公司遭受损失。仓储及存货管理方面：公司根据产品的市场销售半径、货物存储特性、仓库费用、仓库安全等情况选定第三方仓储公司/仓库或自有仓库存储货物。公司制定《仓储管理办法》对货物验收、入库、保管和出库等流程进行规范，保证存货入库、出库单据完整并及时传递进行会计处理；同时由业务部门、企业管理部分别组织定期、不定期盘点，财务部进行账务核对，确保账实相符，账账相符。应收应付款项管理方面：公司对于应付款项建立了季度对账机制，并根据供应商确认的对账函进行相应的财务处理；公司应收款项建立了定期对账机制，保证应收款项金额准确，同时建立了预警机制，旨在及时发现应收账款潜在的风险，并明确催收责任与考核办法，控制坏账损失。

在子公司管理方面，公司明确公司与各子公司的资产权益和经营管理责任，建立有效控制机制，提高公司整体资产运营质量和抗风险能力，最大程度地保护公司权益，公司根据《公司法》《公司章程》等规定，制定了《权属企业

管理办法》，从运营管理、高管人员管理、投资与融资管理、发展战略管理、经营目标管理以及财务管理等方面实现对权属企业进行有效管理控制。

安全管理方面，为进一步加强公司安全生产监督管理，完善安全生产监督管理体系，防止和减少生产安全事故，公司制定了《安全生产管理办法》《重大危险源监控管理实施细则》和《安全生产操作规范管理实施细则》，建立了对各项工程施工的管理控制制度，有效保障了公司各项工程施工规范、有序、科学、高效地运行。

七、重大事项

中建材股份与中材股份合并

中建材股份与中材股份合并完成后，中建材股份在产业布局、业务规模、产品和服务等方面拥有全面、综合的竞争优势，进一步提升其在全球建材行业的竞争力。

中建材股份采用换股吸收合并的方式与中材股份进行合并，即中建材股份向中材股份换股股东发行中建材股份 H 股及中建材股份非上市股。在换股后，中材股份 H 股将从香港联交所退市，中材股份被注销法人资格，中材股份的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利和义务将由中建材股份承接与承继。2018 年 5 月，本次合并的换股事宜已告完成，中建材股份自 2018 年 5 月起将中材股份纳入合并会计报表，开展并表核算。合并完成后，中建材股份成为全球最大的水泥生产商。

八、经营分析

1. 经营概况

2017—2019 年，公司营业收入快速增长，但以毛利率较低的部品部件分销业务为主，主营业务盈利水平不高；2019 年通过收购公司新增 PC 构件业务，装配式建筑业务销售收入大幅增长，但该板块对公司营业收入和利润贡献

仍然较低。

公司主营业务以木材、金属等部品部件分销业务为基础，同时大力发展装配式建筑业务。目前公司收入主要来自于部品部件分销，产品种类以金属和木材为主。

2017—2019 年，公司营业收入分别为 78.42 亿元、102.39 亿元和 129.88 亿元，年均复合增长 28.69%。营业收入构成方面，公司营业收入主要来自部品部件分销业务，收入占比超过 94%。2017—2019 年，公司部品部件分销收入快速增长，分别为 75.85 亿元、97.45 亿元和 123.25 亿元。2018 年，受公司加大国内有色金属市场开拓力度和国际木材贸易增长带动，部品部件分销业务收入同比增长 28.47%。2019 年，主要受公司有色业务和木材业务规模继续增长，公司部品部件分销业务收入同比增长 26.48%。根据公司发展战略，装配式建筑为公司未来发展重点，2017—2019 年，装配式建筑业务收入逐年增长。2019 年，装配式建筑业务收入同比增长 35.45%，主要系成都地区促进建筑产业转型升级，PC 构件业务收入增长所致，但其

收入贡献占比仍较低。其他业务主要为销售材料、出租固定资产、房租、劳务输出等，其占公司营业收入比重小，对公司营业收入和利润贡献很低。

毛利率方面，2017—2019 年，公司部品部件分销业务毛利率分别为 1.59%、1.95%和 1.85%，波动提升。2018 年，公司通过调整业务结构，压缩低效业务，部品部件分销业务毛利率同比提升 0.36 个百分点。2017—2019 年，装配式建筑业务毛利率分别为 23.93%、15.76%和 23.38%，波动较大。2018 年，装配式建筑业务毛利率下降 8.17 个百分点，主要系毛利率较高的国外业务占比下降所致。2019 年，装配式建筑业务毛利率同比上升 7.62 个百分点，主要系市场需求增加致使公司 PC 构件业务毛利率提升，同时新型房屋业务当年深化运营区建设、加强施工管理，节约施工成本，毛利率同比有所提升所致。受上述因素综合影响，2017-2019 年公司综合毛利率逐年提升，分别为 2.31%、2.64%和 2.97%。

表 2 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
部品部件分销	75.85	96.73	1.59	97.45	95.18	1.95	123.25	94.90	1.85	62.73	94.55	2.21
装配式建筑	2.05	2.61	23.93	4.35	4.25	15.76	5.90	4.54	23.38	3.22	4.86	25.94
其它	0.52	0.66	25.37	0.59	0.57	20.89	0.73	0.56	26.60	0.39	0.59	53.20
合计	78.42	100.00	2.31	102.39	100.00	2.64	129.88	100.00	2.97	66.34	100.00	3.66

注：上表中 2018 年收入构成进行了追溯调整，2019 年公司装配式建筑包含 PC 构件业务
资料来源：公司提供

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 66.34 亿元，为 2019 年全年的 51.08%，主要系受疫情及公司战略调整影响，金属贸易业务收入同比下降致使部品部件分销业务收入下降所致。2020 年 1—9 月，公司综合毛利率为 3.66%，较上年提高了 0.69 个百分点，主要系毛利率较低的金属贸易业务规模下降，木材贸易业务占比提升所致。

2. 部品部件分销板块

公司部品部件分销板块主要由北新国际木业有限公司（以下简称“北新国际木业”）、北新集团厦门国际贸易公司（以下简称“厦门国贸”）、北新国贸、北新集团新加坡有限公司（以下简称“新加坡公司”）、北新建材集团南宮金属有限公司和公司本部运营。

公司部品部件分销业务可分为国内贸易和国际贸易。其中，国内贸易以有色金属为主，国际贸易以木材贸易为主，另外还包括部分金属和化工产品等。2020 年来，由于疫情及公司战

略调整影响，公司压缩了有色金属贸易业务规模，严控经营风险，未来有色金属贸易业务规模将持续下降至合理水平。同时，公司逐步加大了木材贸易的推动力度，目前已成为国内最大的 OSB 进口商，在原木和锯材进口方面也开始逐步形成市场影响力。2019 年，公司部品部件分销业务中国内贸易占比 56.10%，国内、国际贸易占比相差不大。

(1) 国内贸易

2017—2019 年，公司国内贸易收入快速增长，毛利率波动提高；公司与上下游企业均已建立较稳定合作关系；国内贸易盈利持续处于较低水平；2020 年 1—9 月，受疫情及公司战略调整影响，国内金属贸易业务收入有所下降。

公司国内贸易以有色金属为主，有色金属包括电解铜、锌锭等。公司为控制金属贸易价格波动风险，根据供应商报价同时向客户公开报价，依据客户的需求确定提货量，尽量降低库存。有色金属贸易存在毛利率低、价格变化频繁等特点，公司多为现货交易或单证交易，基本无库存，通常先拿到订单后，锁定价差再进行采购。

2017—2019 年，国内贸易收入快速增长，

分别为 34.57 亿元、55.16 亿元和 69.14 亿元，主要系 2018—2019 年，公司扩大有色业务团队，在有色业务领域持续拓展客商资源，业务规模扩大所致。公司国内贸易主要以金属贸易为主，2017—2019 年占比分别为 75.73%、85.78%和 93.36%。2020 年 1—9 月，国内贸易收入 24.72 亿元，为 2019 年全年收入的 35.75%，同比大幅减少 64.25%，主要系受疫情及公司调整战略减少金属贸易业务所致。

从国内贸易毛利率看，公司木材贸易毛利率波动上升。2017 年，公司木材贸易毛利率水平较低，为 0.16%，主要系市场价格竞争激烈，同时公司为避免价格波动风险，采用快进快出经营策略所致。2018 年，随着市场行情好转，木材贸易毛利率提升至 2.88%。2019 年，受公司收缩家具业务、低价销售影响，木材贸易毛利率下降至 1.81%。2020 年 1—9 月，公司木材贸易毛利率较高，主要系国内代理木材贸易业务占比提高所致。受市场竞争激烈影响，公司金属贸易毛利率维持低水平，2019 年为 0.31%。2017 年以来，受毛利率较高的 FK 装配式建筑成套技术体系技术收入波动影响，国内贸易其他业务毛利率波动幅度较大。

表 3 近年公司国内贸易板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
木材	5.44	15.75	0.16	4.84	8.78	2.88	3.55	5.13	1.81	1.61	6.51	4.99
金属	26.18	75.73	0.38	47.31	85.78	0.41	64.55	93.36	0.31	22.68	91.77	0.40
矿产品	2.79	8.06	1.86	2.85	5.16	1.62	0.78	1.13	2.29	0.39	1.59	2.66
其他	0.16	0.46	-7.52	0.16	0.28	44.33	0.26	0.38	40.23	0.03	0.13	1.32
合计	34.57	100.00	0.43	55.16	100.00	0.81	69.14	100.00	0.56	24.72	100.00	0.74

资料来源：公司提供

公司与国内大型有色金属冶炼生产及有色金属贸易企业建立了稳定的战略合作关系，保障了货源供应，目前，市场区域分布于华北、华南等地区。公司选择优质的供应商供货，采取货到付款的模式进行采购，规避采购环节资金风险；通过国内信用证、银行承兑汇票和电汇方式结算。2019 年，公司国内贸易前五大供应

商占国内贸易总采购额比例为 67.50%，风险集中度较高。公司金属贸易业务下游客户主要为地方性金属贸易企业。目前，公司已与部分有较强实力的下游客户建立起了较为稳定的合作关系，并以北京、天津、河北为核心，金属贸易业务分布于华北、西北、东北、华南等地区。

表 4 2019 年国内贸易采购前五大供应商情况

序号	供应商名称	采购内容	采购额占国内贸易总采购额比例
1	上海嵘亿国际贸易有限公司	有色金属	37.91%
2	三水实业有限公司	有色金属	14.50%
3	潞安兴泰国际贸易（上海）有限责任公司	有色金属	5.77%
4	安徽晋源铜业有限公司	有色金属	5.46%
5	上海正宁国际贸易有限公司	有色金属	3.86%
合计		--	67.50%

资料来源：公司提供

（2）国际贸易

公司国际贸易以木材贸易为主，同时公司择机开展国际金属贸易，2017—2019年，国际贸易毛利率水平有所提升，但整体仍处于较低水平。公司作为国内规模较大的综合性木材进口商，在行业内具有一定竞争优势。

公司国际贸易主要系木材进口业务以及金属、矿产品等出口业务。金属、矿产品出口主要由公司根据市场判断、长期合作客户需求、公司垫资能力等多种因素的综合考虑确定贸易量；

木材贸易采取自营及委托进口相结合的方式，其中自营规模较小，主要为委托进口贸易。

2017—2019 年，国际贸易收入逐年增长，分别为 41.35 亿元、42.29 亿元和 54.11 亿元。从业务结构看，公司国际贸易收入构成以木材贸易为主，近三年分别为 31.14 亿元、39.55 亿元和 49.27 亿元，占比分别为 75.31%、93.52% 和 91.06%。2018 年，受下游需求增长影响，公司国际木材贸易收入同比增长 27.01%。2019 年，受公司持续开拓市场、业务规模扩大影响，公司国际木材贸易收入规模进一步增长。2015 年，公司新设新加坡公司，受限于成立时间较短及业务流程不完善，新加坡公司前期未开展国际金属业务，其于 2017 年正式开始国际金属贸易业务，带动公司国际金属贸易收入提升至 8.64 亿元。2018 年，受外部环境影响，公司为严控风险，主动压缩国际金属贸易，国际金属贸易收入下降至 0.62 亿元。2019 年，国际金属贸易收入依然维持低水平，为 1.85 亿元。

表 5 公司国际贸易板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
木材	31.14	75.31	2.92	39.55	93.52	3.11	49.27	91.06	3.40	35.39	93.11	3.04
金属	8.64	20.89	0.64	0.62	1.47	8.58	1.85	3.43	3.66	0.43	1.14	12.57
矿产品	--	--	--	0.28	0.65	1.10	--	--	--	--	--	--
其他	1.57	3.79	5.87	1.84	4.36	9.04	2.98	5.51	5.09	2.19	5.75	3.28
合计	41.35	100.00	2.56	42.29	100.00	3.43	54.11	100.00	3.50	38.01	100.00	3.16

注：尾差是由于四舍五入所致

资料来源：公司提供

毛利率方面，2017—2019 年，国际木材业务毛利率逐年增长，主要系毛利率较高的高端板材业务收入占比增加所致；国际金属业务毛利率波动明显，2018 年毛利率较高水平，主要系当年工程企业客户较多，该类客户重视供货及时性及产品质量，倾向于选购高质量产品，业务毛利率较高所致。综上因素，2017—2019 年，公司国际贸易毛利率波动上升，分别为 2.56%、3.43% 和 3.50%。

2020 年 1—9 月，公司国际贸易收入 38.01 亿元，是 2019 年全年收入的 70.25%，木材贸

易业务收入占比为 93.11%，占比很高；国际贸易毛利率为 3.16%。

公司国际贸易主要系木材贸易，目前已形成北新国际木业和厦门国贸一南一北两大业务中心，辐射区域市场。作为国内规模较大的综合性木材进口商，公司木材板块贸易品质涵盖原木、锯材、OSB（欧松板）、密度板、地板等各类木制品，锯材、OSB（欧松板）进口量保持在行业领先地位。2017—2019 年，公司木材进口量分别为 240.28 万立方米、329.82 万立方米和 433.94 万立方米。

运营模式方面，公司对于樟子松锯材、硬木、辐射松锯材、人造板材等主要适用于家具及木结构等中高端市场的品种主要采取自营模式，自行进口产品并组织销售，此部分产品规模较小，毛利率一般在 5%~8% 左右，下游客户包括终端用户、地方性木材经销商等。该模式下，公司综合考虑市场需求、现有库存以及到货时间等因素确定采购品种和采购数量，并向上游供应商提出订货需求。经双方协商一致，公司与供应商签订采购合同，约定采购品种、采购数量、采购单价、交货时间和交货港口等要素。木材到岸后，由销售团队通过前期开发的销售网络在当地市场组织销售，目前已覆盖大连、天津、青岛、上海等主要口岸和市场。在该模式下，公司面临一定的价格波动风险，因此高毛利的高端产品和境内外价差较大的品种多采取该模式开展贸易。

公司对于原木、SPF¹ 锯材等面向中低端市场的品种主要采取委托进口模式，客户先交纳 15% 以上的保证金，现款现货结算。定价方面，委托进口一般采取成本加成方式锁定利润空间，毛利率在 1.5% 左右。该模式下，公司根据上游供应商报价的基础上加成合理溢价向下游客户进行报价。由下游客户提出采购需求，协商一致签订采购协议，并交纳一定比例保证金后，公司向下游客户提出订货需求。货物到岸入库后，由下游客户携款提货。在该模式下，公司承担的风险较小，因此利润空间较为有限。

木材贸易合作供应商均为业内世界级供应商，主要结算币种为美元、欧元，上游主要结算方式为信用证。采购品种方面，原木主要采购新西兰的辐射松原木、澳大利亚的澳材原木、北美的铁杉花旗原木及日本的柳杉原木；板材主要采购俄罗斯的樟子松、云杉板材、加拿大的 SPF 板材、新西兰和智利的辐射松板材、欧洲的白橡红橡黑胡桃水曲柳板材，欧洲的云杉、赤松板材；人造板业务方面，欧松板主要采购

德国、罗马尼亚、巴西、加拿大主要生产商的产品，进口密度板主要采购新西兰、阿根廷、智利和巴西等国家的全松木产品，进口胶合板主要进口俄罗斯产品。

公司原木、锯材品种客户多为地方性木材经销商，通常直接在港口交易，公司销售渠道建设主要围绕着各到岸港口开展，例如大连港辐射东北地区，天津港辐射华北地区，黄岛港、岚山港、连云港辐射华东地区，上海港、常熟港辐射长三角地区。公司在每个港口周边着力开发并稳定 2~3 个重点客户。

对于人造板材公司主要采用自营模式经营，采取“三个结合”的销售策略，即渠道销售与工程项目相结合；工程型经销商、大型市场批发经销商、各建材市场零售经销商相结合；与开发商、施工单位、装饰行业的大型企业进行合作式销售。除传统经销商外，公司继续与东易日盛、业之峰等知名装饰公司深入合作。在巩固和发展北京市场的基础上，公司深度开发沿海地区成熟市场，培育山东、广东和华北三个收入达到千万级的市场，并派驻专门人员开发了浙江、西南、西北、东北等空白地区，目前已拥有经销商 251 家，销售网络覆盖全国。

为控制应收账款回收风险，公司一般要求下游客户现款现货结算；同时，对于以销定购的木材贸易，公司通常要求客户支付 10%~30% 的定金，产品到岸后即要求客户三个月内提货完毕。

公司木材贸易仓储分布于大连、天津、北京、上海、深圳、青岛、重庆、成都等物流便利的城市，其中以第三方仓储公司管理的仓库为主，辅以少量自营仓库。对于第三方仓储公司管理的仓库，公司实施准入管理，重点考察其在面积、内部环境、出入库审批手续等方面情况。同时，公司亦对相关仓库组织定期或不定期的检查，确保公司货物仓储安全。

为规避存货跌价风险，公司部品部件分销

¹ SPF 是云杉、松木、冷杉的英文缩写，是产自加拿大的主要商用软木材树种组合，具有强度大、易加工、纹理漂亮等特点，

是较好的建筑及结构用材。

业务采取高周转的经营策略，通常产品库存时间在 30 天左右，最长一般不超过 90 天；存货规模则一般以满足一至二个月销售需求为限。

公司目前在天津武清和浙江长兴分别建设北方运营中心及华东运营中心，华东运营中心已投入运营，北方运营中心拟于 2021 年 12 月投入运营。运营中心集合产品设计、研发、展示、销售多个功能，提高产品附加值，提供模板展示空间。两个运营中心在建成后能够充分利用武清、长兴当地税收政策和金融扶持优势，降低运营成本、降低欧松板和锯材物流成本。

另外，公司积极贯彻落实中国建材集团“国际化”战略，以坦桑建材分拨中心为平台，开拓建材产品和新型房屋产品出口业务。北新集团坦桑尼亚有限公司（以下简称“北新坦桑公司”）于 2008 年 10 月 23 日在坦桑尼亚注册成立，现已成为坦桑尼亚具有影响力的建筑材料供应商。北新坦桑公司依据“一带一路”整体战略，发展定位为“中国建材东非分拨中心”，以坦桑尼亚为基地，建立专业化的建材物流平台，发挥品牌优势，力求建设成为立足坦桑尼亚、辐射东非的建材流通平台。

北新坦桑公司建成的中国建材坦桑尼亚物流园于 2019 年 1 月 31 日正式试运营使用，项目位于达累斯萨拉姆市中铁工业园，占地面积约 2.5 万平方米，目前是坦桑尼亚最大的建材分拨中心。截至目前，北新坦桑公司已成为坦桑尼亚最大的综合建材供应商，其以坦桑尼亚为基地，销售团队辐射整个非洲市场，是一个以坦桑尼亚本地化管理为主的国际贸易平台。公司目前拥有员工 120 余名，为坦桑尼亚 50% 以上的大型建筑项目提供综合性建材服务。北新坦桑公司 2017—2019 年毛利率分别为 2.31%、2.64% 和 2.97%，逐年增长，但毛利率较低，待园区运用成熟后，盈利或将有所改善。公司部分国际贸易业务在非洲等发展中国家开展（2020 年度非洲业务规模约为 3.53 亿元），考虑非洲地区国家政治环境、国家政策及经济形势存在一定的不确定性，对公司相关贸易业或

有一定负面影响。

3. 装配式建筑板块

公司装配式建筑板块分为新型房屋业务和 PC 构件（混凝土预制件）业务，2019 年 2 月，通过收购四川华构 51% 的股权，公司新增 PC 构件业务。2019 年，新型房屋业务实现收入 2.55 亿元，PC 构件业务实现收入 3.35 亿元。

（1）新型房屋业务

公司在新型房屋建设方面具有丰富的业务经验，是国内拥有较大规模建设能力的新型房屋建设公司之一；受疫情影响，2020 年以来，公司新签合同建筑面积规模较小，短期内或将对后续开工及结转收入产生一定影响。

中国建材集团将其旗下所有新型房屋业务板块进行整合，公司作为中国建材集团旗下新型房屋业务发展的承担者。北新房屋在新型房屋建设方面具有丰富的业务经验，拥有完整新型房屋产业链，是国内较少拥有大规模建设能力和经营的新型房屋公司之一。

新型房屋板块主要由北新房屋运营，该公司下设北新集成房屋制造（海南）有限公司、北新集成房屋发展（海南）有限公司、北新集成房屋（连云港）有限公司、北新集成房屋（成都）有限公司、北新房屋（黑龙江）有限公司、北新轻钢房屋（北京）有限公司等 6 家新型房屋公司。公司主要从事轻钢结构集成房屋及整套建材体系的开发设计、生产施工以及销售，目前已形成了房屋制造的自主知识产权和核心技术，具备了以环保节能集成房屋及建材成套设备为主营产品、以轻钢结构及建筑围护、内外部装饰部品材料开发设计为核心技术的专业运营能力。在北京、牡丹江、成都、连云港和海南等地建立了五个新型房屋制造基地，每个基地均具备年产 200 万平方米新型房屋产能。

公司新型房屋业务主要采用薄壁轻钢建筑体系，主要从事 6 层及 6 层以下轻钢房屋建设，业务流程主要包括开发设计、生产施工以及销售。其中开发设计部分对成本影响最大，难度

最高,主要包括画图、测算等技术方案和规划。生产部分主要通过公司的各个生产基地对房屋模块进行大规模标准化生产,公司核心技术冷弯薄壁型钢生产所用设备以及授权软件均为澳大利亚进口,能够实现自动化的智能制造。现场组装环节,公司将在制造基地内完成加工的基本构件、预组装完成的墙板、楼板、屋架等通过公路运输方式运抵房屋建造现场进行组装。在完成房屋轻钢结构组装后,公司将在轻钢结构外敷设客户指定的屋面、墙面材料,最终完成房屋建设工作。由于薄壁轻钢建筑体系房屋中主要建材可在制造基地预制,且现场安装工作简单便捷,施工周期可较传统施工方式大幅缩短至 30~40 天。

公司新型房屋原材料包括钢材、石膏板、涂料等建筑材料,多为公司自身贸易品种或中国建材集团下属公司产品,少数建筑材料需要外购,因此具有一定的成本优势。销售方面,国内市场主要采取与开发商合作的模式,分为中高端市场和低端市场两大类客户群,中高端市场主要为节能环保的别墅项目以及一部分旅游产业,低端市场主要为新农村建设等项目,随着国家政策的推动,低端市场规模不断扩大。国外市场主要为与当地政府合作建设的大型规模化精品项目,非洲市场占比较大。公司根据销售合同金额的 30%向客户收取预付款;在房屋主体结构完成后收取合同金额 40%的施工进度款;项目竣工决算后再收取合同金额 25%的施工进度款;剩余 5%合同价款作为项目质量保证金,质保期限为 1 年。

2017—2019 年,公司新签合同建筑面积有所增长,2018 年和 2019 年规模较大,主要系当期新签的厂房建筑合同较多,建筑面积较大所致;受新签合同建筑面积增长影响,公司新开工面积有所增长;公司结转收入建筑面积逐年增长,受前期新开工项目建筑面积较大及陆续竣工影响,虽然 2017 年新开工项目建筑面积规模较小,但对结转收入建筑面积影响较小。

2020 年 1—9 月,受疫情影响,公司当期新

签合同建筑面积较小,仅 1.25 万平方米,占 2019 年全年的 5%;受疫情施工受限及新签合同建筑面积大幅减少影响,当期新开工项目建筑面积及结转收入建筑面积均较小。受疫情影响,2020 年以来,公司新签合同建筑面积较前期有所下降,短期内公司新开工及结转收入或将受到一定影响。截至 2020 年 9 月底,公司新型房屋业务施工项目 33 个,施工项目建筑面积 13.74 万平方米,覆盖云南省昭通市、河北省唐山市、山东省滕州市等多个城市。

表 6 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司新型房屋建设情况

(单位:个、万平方米)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
当期新签合同建筑面积	5.00	25.00	25.00	1.25
新开工项目个数	14	38	36	15
新开工项目建筑面积	1.20	10.00	10.00	2.38
结转收入建筑面积	10.00	10.40	12.00	3.87
期末施工项目个数	21	50	46	33
期末施工项目建筑面积	18.60	22.00	15.00	13.74

注:期末施工项目建筑面积中未将尚在施工但已结转部分面积扣除
资料来源:公司提供

(2) PC 构件业务

2019 年 2 月,通过收购四川华构 51% 股权,公司新增 PC 构件业务。2019 年,四川华构运营情况良好,未来公司将通过产品升级及研发等方式,提升自身竞争力,促进业务稳定发展。

目前中国建材集团已将 PC 装配式建筑业务确定为公司业务方向,且四川华构拥有较为完备的 PC 生产体系、较为成熟的管理和运营团队。2019 年 2 月,公司经请示中国建材集团后通过司法拍卖并成功竞得四川华构 51% 股权,支付股权收购款 0.30 亿元,并补足实缴资本 0.48 亿元。2019 年 4 月 15 日公司完成四川华构的工商变更。

四川华构是西南地区最早装配式建筑企业、国家高新技术企业和国家装配式建筑产业基地,拥有年产 25 万 m³ PC 构件、120 万 m² 墙材产能,建有四川省绿色低碳节能装配式建筑工程试验

室和省工程技术中心。四川华构可为客户提供装配式建筑系统解决方案,输出 PC、新型墙材、特种砂浆等产品,以及 BIM 设计、物流配送、装配施工等配套服务。截至 2019 年底,四川华构注册资本为 2.40 亿元,北新集团持股 51%,业务覆盖川、渝、云、贵等区域,公司与国内知名房地产及建筑企业合作,完成万科第五城、恒大龙潭寺、绿地新里城等多个装配式建筑项目,核心产品 PC 构件占成都装配式建筑市场 15%以上。

通过实施该项目,公司实现新增 PC 业务,2019 年以来四川华构运营情况良好。2019 年,四川华构实现营业收入 3.39 亿元,净利润 0.26 亿元;2020 年 1—9 月,四川华构实现营业收入 2.21 亿元,净利润 0.27 亿元。但 PC 构件业务竞争激烈,市场产品同质化较为严重,公司正在积极通过产品升级及研发推广新产品来提高竞争力,促进主业稳定发展。

4. 重要联营企业-中建材股份

截至 2020 年 9 月底,公司持有中建材股份 17.61%股权,为中建材股份第一大股东。2017—2019 年,公司投资收益分别为 10.78 亿元、15.37 亿元和 19.40 亿元,对公司营业利润贡献高,投资收益主要来自于中建材股份。2017—2019 年,公司对中建材股份的长期股权投资产生的现金红利分别为 0.64 亿元、1.49 亿元和 2.67 亿元,中建材股份的经营状况对公司利润实现具有较大影响。

(1) 中建材股份概况

中建材股份是中国建材集团旗下建材产品板块的核心企业,主要经营水泥、新材料、工程服务等业务,是世界最大的建材生产企业。中建材股份目前水泥产品、商品混凝土、石膏板、玻璃纤维和风机叶片产能均居于世界第一位,同时是世界最大的玻璃和水泥工程服务提供商,市场竞争优势显著。2018年5月,中建材股份与

中国中材股份有限公司合并的H股换股及非上市股换股已完成,合并事项完成后,中建材股份在全球建材行业的竞争力进一步提升。

截至 2019 年底,中建材股份合并资产总额 4459.22 亿元,所有者权益合计 1511.66 亿元;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。

(2) 中建材股份经营概况

中建材股份主营业务主要包括水泥、新材料的生产和销售以及工程服务三大业务板块。2017—2019 年,中建材股份实现营业收入分别为 1,873.10 亿元、2,231.23 亿元和 2,574.82 亿元,年均复合增长 17.24%,主要系主要区域水泥价格上涨所致。2017—2019 年,中建材股份净利润分别为 97.97 亿元、140.84 亿元和 184.58 亿元,年均复合增长 37.26%,主要系受水泥行业市场回暖影响,水泥价格走高及 2019 年销量增加所致。近三年,中建材股份主营业务收入在营业收入中的占比均保持在 95%以上,主营业务较为突出。

从主营业务构成来看,水泥板块为中建材股份收入的最主要来源,2017—2019 年,水泥价格上涨推动中建材股份水泥业务收入持续增长,水泥收入年均复合增长 19.00%;其收入在主营业务收入中占比均保持在 65%以上。2017—2019 年,新材料业务保持逐年增长态势,年均复合增长 12.48%,主要系随着行业景气度提升,石膏板收入增长所致;新材料收入占比较稳定,保持在 10%以上。在“一带一路”政策的带动下,中建材股份积极开拓市场,带动工程服务板块收入逐年增长,2019 年,工程服务收入增长 13.89%至 354.49 亿元,占主营业务收入比重为 13.92%。中建材股份其他业务主要为建材贸易、物流等,收入逐年增长,在主营业务收入中占比较小。

表 7 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月中建材股份主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2017 年（已重述）			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	1284.19	69.34	28.51	1593.60	72.31	33.16	1818.49	71.40	33.14	742.36	69.59	33.44
新材料	228.57	12.34	31.74	248.91	11.29	31.27	289.17	11.35	13.92	158.33	14.84	29.31
工程服务	293.39	15.84	20.16	311.27	14.12	21.80	354.49	13.92	20.48	128.50	12.05	21.75
其他	45.78	2.47	20.88	50.16	2.28	19.68	84.72	3.33	38.21	37.55	3.52	35.07
合计	1851.93	100.00	27.40	2203.95	100.00	31.03	2546.87	100.00	31.22	1066.74	100.00	31.48

注：1、水泥包含水泥、熟料及混凝土业务；新材料包括轻质建材与复合材料业务；工程服务包括装备制造及相关工程技术与服务板块；其他包含建材贸易与物流等其他板块。2、上表中 2017 年经营数据已进行重述调整

资料来源：联合资信通过公开资料搜集整理

毛利率方面，2017—2019 年，水泥业务毛利率分别为 28.51%、33.16%和 33.14%；2018 年，受水泥价格上涨影响，水泥业务毛利率提高 4.65 个百分点；2019 年，受水泥价格上涨及原材料砂石价格上涨综合影响，中建材股份水泥业务毛利率变动不大、仍维持较高水平。2017—2019 年，新材料和工程服务的毛利率均基本保持稳定。2019 年，受毛利率较低的贸易业务占比下降影响，其他业务毛利率较上年提升 18.53 个百分点至 38.21%。由于水泥板块在中建材股份收入中占比较大，中建材股份综合毛利率受水泥板块盈利情况影响较大，呈现逐年上升态势，分别为 27.40%、31.03%和 31.22%。

2020 年 1—6 月，受疫情影响，中建材股份营业收入 1,086.47 亿元，同比下降 4.95%；营业利润 135.93 亿元，同比下降 6.27%。净利润 97.01 亿元，同比增长 10.05%，主要系营业外支出大幅减少所致。综合毛利率为 31.48%，较

上年同期变化不大。

总体看，中建材股份收入以水泥板块为主。2017—2019 年，受水泥行业环境及吸收合并中材股份影响，中建材股份营业收入及净利润均逐年增长，经营情况持续好转，综合毛利率逐年提升。

5. 经营效率

公司整体经营效率较高，符合贸易行业特点。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数逐年下降，2019 年为 35.71 次；存货周转次数和总资产周转次数逐年上升，2019 年分别为 16.20 次和 0.71 次。

和同行业公司对比，公司销售债权周转次数及存货周转次数处于较高水平；受长期股权投资规模较大等因素影响，总资产周转率偏低。

表 8 同行业公司 2019 年经营效率指标对比（单位：次）

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
浙江省兴合集团有限责任公司	21.99	6.93	2.00
安徽国贸集团控股有限公司	9.41	7.49	1.51
公司	35.71	16.20	0.71

资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 未来发展

公司整体发展较为稳定，发展战略可行性较高。

按照中国建材集团的发展战略和指导原则，公司战略定位为装配式建筑系统和部品部件分销服务商，主业分为新型房屋板块、PC 构件板

块和部品部件分销板块三大业务板块。

新型房屋业务方面，公司将着力推进标准化工作，加大产品应用技术的研发投入，培育并形成核心优势。公司将立足国内和国外两个市场。在国外市场，抓住“一带一路”的政策机遇，以“大客户、大订单”为导向，进一步深化与中央企业、外交部、南南合作组织等国内

外组织机构的合作，从精品项目着手，提高品牌影响力，以巴布亚新几内亚、坦桑尼亚市场为发展重心，并在原有东南亚和非洲两个核心利润区的基础上，开辟南太新业务区；在国内市场，立足新型城镇化，推动我国尽快由分散型农业向集约型农业发展，以及拓展与地方政府、国家开发银行等单位的合作，加快布局新农村建设、政府公建、养老产业、旅游地产等产业。

PC 构件业务方面，公司以 PC 制造为核心业务，立足成渝，精细管理、稳健经营、滚动发展；其次，纵向贯穿装配式建筑产业链，深化设计能力，建设房屋等标准化构件生产线，优化墙材产品；融入“互联网+”“数字化”“生态化”等创新思维，打造在线服务业务，逐步做大做强。

部品部件分销业务主要为木材和金属两大类产品销售业务。木材产品销售方面，公司将继续聚焦原木、锯材及高端人造板材领域，以成为国内领先、世界一流木材供应商为目标，通过建立完善的全球木材采购体系，着力提升公司在海外木材资源分配中的参与程度，提高木材业务国际化水平；在国内建立完善的木材产品销售现代物流体系，加强重要环节供应链管理，努力形成自身的竞争优势；进一步加强精细管理，降低费用成本，强化风险管控能力；积极探索电子商务与木材产品销售的结合方式，不断创新业务模式，持续实现有质量的增长。

金属产品销售业务方面，公司将依托北京和南宫金属物流园，积极打造供应链综合集成服务，着力提高企业的市场竞争优势和经营效益；选择“低风险、稳收益”的业务，着力加强与大客户尤其是国有大企业的合作力度，通过资源聚合实现规模化经营，提高市场控制力，严控经营风险；同时，积极扩大金属产品出口销售，通过探索新的模式和思路，力求实现盈利水平的提升。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对以上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。2020 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年和 2018 年，公司合并范围均无变化；2019 年，公司通过同一控制下企业合并 1 家子公司，处置 1 家子公司。截至 2020 年 9 月底，公司合并范围内直接控股子公司共计 9 家，较上年底无变化。考虑到每年合并范围变动子公司的资产规模及利润规模较小，同时公司主营业务未发生重大变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 192.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益 4.64 亿元）合计 156.42 亿元；2019 年，公司实现营业收入 129.88 亿元，利润总额 19.47 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 211.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益 5.08 亿元）合计 168.25 亿元。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 66.34 亿元，利润总额 17.01 亿元。

2. 资产质量

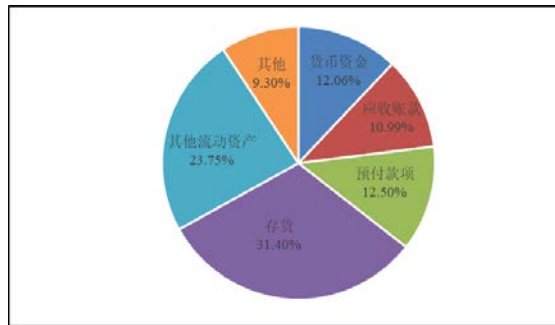
公司资产规模保持增长，资产构成以非流动资产为主。公司流动资产中存货和理财产品规模较大，存货存在一定跌价风险。非流动资产以对中建材股份的长期股权投资为主。受限资产占比低。

2017—2019 年末，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 12.80%。截至 2019 年底，公司合并资产总额 192.45 亿元，较上年底增长 11.37%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 12.86%，非流动资产占 87.14%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

2017—2019 年末,公司流动资产连续增长,年均复合增长 23.05%。截至 2019 年底,公司流动资产 24.76 亿元,较上年底增长 17.47%,主要系其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占 12.06%)、应收账款(占 10.99%)、预付款项(占 12.50%)、存货(占 31.40%)和其他流动资产(占 23.75%)构成。

图 8 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年末,公司货币资金波动下降,年均复合下降 5.01%。截至 2019 年底,公司货币资金 2.99 亿元,较上年底变化很小。货币资金主要由银行存款(占 94.55%)构成,其中受限货币资金 5.65 万元,受限比例很低。

2017—2019 年末,公司应收账款快速增长,年均复合增长 43.76%。截至 2019 年底,公司应收账款 2.72 亿元,较上年底变化不大,主要来自四川华构应收账款。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额占 89.36%,坏账准备计提比例 13.53%,其中账龄在 1 年以内的部分占 75.15%,1~2 年的占 7.53%,2~3 年的占 2.39%,3 年以上的占 14.93%;前 5 名欠款方所欠应收账款合计占 32.22%,集中度一般。

表 9 前五名应收账款明细情况(单位:万元、%)

客户名称	余额	占比
山东新兴置业有限公司	4160.00	11.97
上海利法通经贸发展有限公司	2414.50	6.95
中国三冶集团有限公司	2006.26	5.77
金匠建设集团有限公司	1644.50	4.73

四川省广安市协兴镇人民政府	973.27	2.80
合计	11198.52	32.22

资料来源：公司提供

2017—2019 年末,公司预付款项波动增长,年均复合增长 8.17%。截至 2019 年底,预付款项 3.09 亿元,较上年底下降 2.14%。公司预付款项以 1 年以内(占 92.10%)的为主;前 5 名欠款方的预付款项期末余额合计占 43.14%,主要为木材贸易业务与供货商的预付款项,集中度较高。

2017—2019 年末,公司存货变化很小。截至 2019 年底,公司存货账面价值 7.77 亿元,较上年底基本持平,其中 1.59 亿元为装配式建筑施工业务形成的未结转部分,其余均为部品部件分销产生的库存商品等。公司存货构成以在产品(占 18.46%)和库存产品(占 79.88%)为主。截至 2019 年底,公司存货累计计提跌价准备 151.15 万元,计提比例为 0.19%。公司存货主要为部品部件分销形成的库存产品,考虑到木材及金属价格波动较大,存货存在一定的跌价风险。

2017—2019 年末,公司其他流动资产快速增长,年均复合增长 690.93%,主要为购买的理财产品。截至 2019 年底,公司其他流动资产 5.88 亿元,较上年底增长 133.55%,主要系公司购买理财产品增加所致。

(2) 非流动资产

2017—2019 年末,公司非流动资产连续增长,年均复合增长 11.50%。截至 2019 年底,公司非流动资产 167.70 亿元,较上年底增长 10.52%,公司非流动资产主要由长期股权投资(占 92.40%)构成。

截至 2020 年 9 月底,公司持有中建材股份 17.61%股权,为中建材股份第一大股东,对该项投资采用权益法核算。2017—2019 年末,公司长期股权投资连续增长,年均复合增长 10.99%。截至 2019 年底,公司长期股权投资 154.95 亿元,较上年底增长 11.23%,主要系中建材股份经营业绩良好,权益法下确认的投资

收益增加所致。截至 2019 年底，公司长期股权投资全部为对建材股份的投资，未计提减值准备。2019 年，公司权益法下确认对建材股份的投资收益 19.38 亿元

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受限资产合计 2.10 亿元，占公司净资产的 1.34%，受限资产占比低。

表 10 截至 2019 年底公司所有权或使用权受限资产情况（单位：万元）

受限资产名称	受限规模	受限原因
货币资金	5.65	票据及履约保证金
应收票据	1635.18	票据质押
固定资产	13409.48	借款抵押
无形资产	5974.43	借款抵押
合计	21024.74	--

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 211.26 亿元，较上年底变化小。其中流动资产占 15.13%，非流动资产占 84.87%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化很小。截至 2020 年 9 月底，应收账款 4.48 亿元，较 2019 年底增长 64.83%，主要系受疫情影响对部分客户延长账期所致；预付款项 7.26 亿元，较 2019 年底增长 134.65%，主要系受疫情影响进口贸易业务运输及清关等时间延长，在途物资增加所致；其他流动资产 3.65 亿元，较 2019 年底减少 37.95%，主要系理财产品规模减少。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2017—2019 年末，公司所有者权益因增资、利润留存及少数股东权益增加而保持增长，资本实力不断增强，但结构稳定性弱。

2017—2019 年末，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 13.66%，主要系增资、利润留存和少数股东权益增加所致。截至 2019 年底，公司所有者权益为 156.42 亿元，较上年底增长 13.34%，主要系股东中国建材集团增资 3.50 亿元和利润留存所致。其中归属于母公司所有者权益占比为 97.03%，少数股东权益占比为

2.97%。归属于母公司所有者权益 151.78 亿元，其中实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 7.98%、9.08%、-0.28% 和 80.11%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比大，权益结构稳定性弱。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益合计 168.25 亿元，较上年底增长 7.56%。其中归属于母公司所有者权益占比为 96.98%，构成变化很小。

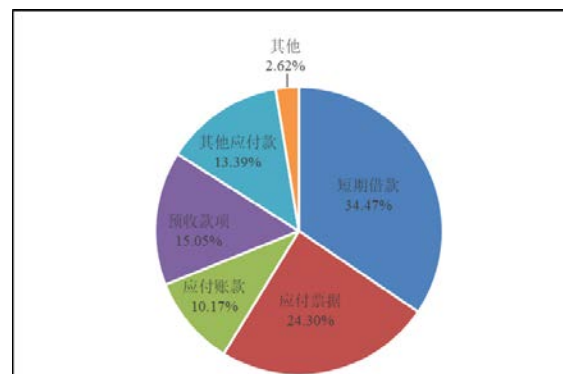
（2）负债

公司债务融资途径包括银行借款、债券融资等多种方式，长短期债务占比较为均衡。公司整体债务负担轻。

2017—2019 年末，公司负债总额连续增长，年均复合增长 9.29%。截至 2019 年底，公司负债总额 36.03 亿元，较上年底增长 3.55%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 67.72%，非流动负债占 32.28%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

2017—2019 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 3.45%。截至 2019 年底，公司流动负债 24.40 亿元，较上年底下降 10.82%，主要系短期借款下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占 34.47%）、应付票据（占 24.30%）、应付账款（占 10.17%）、预收款项（占 15.05%）和其他应付款（占 13.39%）构成。

图 9 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 18.69%。截至 2019 年底，公司

短期借款 8.41 亿元，较上年底下降 40.92%，主要系发行公司债券替换银行借款所致。短期借款主要由保证借款（占 42.89%）、抵押借款（占 13.79%）和信用借款（占 43.31%）构成。

2017 年，公司无应付票据余额。截至 2019 年底，公司应付票据为 5.93 亿元，较上年底增长 122.86%，主要系票据市场利率较低，考虑资金成本，公司变更结算方式所致。

2017—2019 年末，公司应付账款快速增长，年均复合增长 23.84%。截至 2019 年底，公司应付账款为 2.48 亿元，较上年底增长 9.81%，主要系业务增长及新合并四川华构所致。公司应付账款以 1 年以内（占 82.46%）的为主，账龄超过 1 年的重要的应付账款期末余额合计占 11.77%，未偿还原因均为尚未办理结算。

公司预收款项主要为下游客户预付的货款。2017—2019 年末，公司预收款项连续下降，年均复合下降 10.98%。截至 2019 年底，公司预收款项 3.67 亿元，较上年底下降 8.94%，主要系公司与客户结算进度加快，及时向客户发货加快周转所致。

2017—2019 年末，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 2.59%，主要为应付拆迁职工安置费，公司原办公地点为西三旗厂区，后搬迁，公司与不能跟随搬迁的职工以及地块上的职工住房业主签署补偿协议，按年支付补偿金，形成该款项。截至 2019 年底，公司其他应付款 3.27 亿元，较上年底下降 8.40%，主要系应付拆迁职工安置费减少所致。

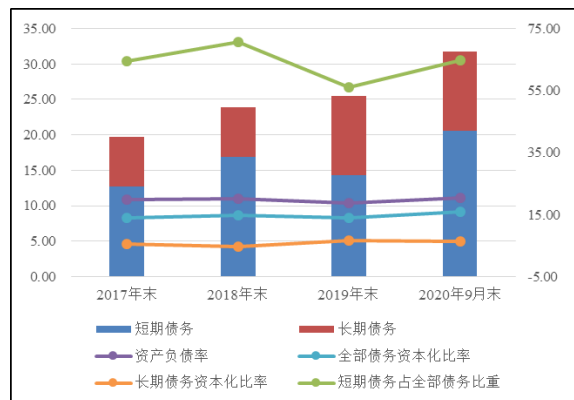
2017—2019 年末，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 25.65%。截至 2019 年底，公司非流动负债 11.63 亿元，较上年底增长 56.42%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由应付债券（占 96.29%）构成。

2017—2019 年末，公司应付债券有所增长，年均复合增长 26.49%。截至 2019 年底，公司应付债券 11.20 亿元，较上年底大幅增长 60.00%，分别为“16 北新集”和“19 北新 1”，余额分别为 4.20 亿元和 7.00 亿元。

2017—2019 年末，公司有息债务总额连续增长，年均复合增长 13.81%。截至 2019 年底，公司有息债务合计 25.54 亿元，较上年底增长 6.89%。其中短期债务占 56.14%，长期债务占 43.86%。短期债务 14.34 亿元，较上年底下降 15.12%。长期债务 11.20 亿元，较上年底增长 60.00%。2017—2019 年末，公司资产负债率波动下降，分别为 19.94%、20.13%和 18.72%；全部债务资本化比率变化很小，分别为 14.00%、14.76%和 14.03%；长期债务资本化比率波动增长，分别为 5.47%、4.83%和 6.68%。整体看，公司债务负担轻。

图 10 2017—2019 年末及 2020 年 9 月末公司债务情况

（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信整理

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额 40.01 亿元，较上年底增长 19.39%，主要系短期借款等流动负债增长所致。其中流动负债占 72.84%，非流动负债占 27.16%，较上年底变化不大。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 31.76 亿元，较上年底增长 24.35%，系短期债务增长所致；短期债务占比较上年底小幅增长。截至 2020 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 20.36%和 15.88%，较上年底分别提高 1.64 个百分点和 1.85 个百分点；长期债务资本化比率为 6.24%，较上年底下降 0.44 个百分点。

从有息债务期限结构来看，截至 2020 年 9 月底，公司有息债务主要集中在 2020 年第四季度到期，均按期兑付。截至 2021 年 3 月底，公司债务主要集中于 2021 年到期，其中 2021 年

7 月份, 4.20 亿元的“16 北新集”将到期兑付, 其余各月到期债务较为均匀, 目前公司已经在筹划“16 北新集”兑付安排, 整体看, 公司兑付压力一般。

表 11 截至 2020 年 9 月底公司有息债务期限结构
(单位: 亿元、%)

到期时间	到期金额	占比
2020 年 10—12 月	14.82	46.66
2021 年	9.94	31.30
2022 年	0.00	0.00
2023 年及以后	7.00	22.04
合计	31.76	100.00

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2017—2019 年, 公司收入规模逐年增长, 营业利润率较低; 费用控制能力强, 营业利润主要来自投资收益, 主要盈利指标连续增长。2020 年 1—9 月, 受新冠肺炎疫情及公司主动缩减贸易规模影响, 公司收入规模下降较多, 但盈利规模较为稳定。

2017—2019 年, 公司营业收入连续增长, 年均复合增长 28.69%。2019 年公司实现营业收入 129.88 亿元, 同比增长 26.85%, 主要系公司加大有色金属贸易业务开拓力度, 收入有所增加所致。2017—2019 年, 公司营业成本连续增长, 年均复合增长 28.26%。2017—2019 年, 公司营业利润率连续增长, 分别为 2.14%、2.47% 和 2.82%, 处于较低水平。

2017—2019 年, 公司期间费用总额连续增长, 年均复合增长 21.62%。2019 年, 公司期间费用总额为 4.09 亿元, 同比增长 14.83%。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 29.32%、31.67%、4.32% 和 34.69%。其中销售费用为 1.20 亿元, 同比增长 20.11%, 主要系贸易业务扩大所致; 管理费用和研发费用分别为 1.30 亿元和 0.18 亿元, 同比分别增长 7.94% 和 11.33%, 主要系业务增长和合并四川华构所致; 财务费用为 1.42 亿元, 同比增长 17.77%, 主要系 2019 年 7 月公司发行

7 亿元“19 北新 01”所致。2017—2019 年, 公司期间费用率分别为 3.53%、3.48% 和 3.15%, 公司费用控制能力强。

2017—2019 年, 公司资产减值损失分别为 2.02 亿元、0.40 亿元和 0.05 亿元, 2017 年主要系公司计提坏账损失 1.44 亿元和可供出售金融资产计提减值损失 0.58 亿元所致, 其中公司对其他应收款中应收天津腾德木业有限公司、青岛瑞众建材有限公司、青岛加德木业有限公司和潍坊公司破产管理人商贸款项合计 6989.01 万元全额计提坏账准备。2017 年, 受上下游企业经营不善影响, 公司贸易业务导致的资产减值损失规模较大。

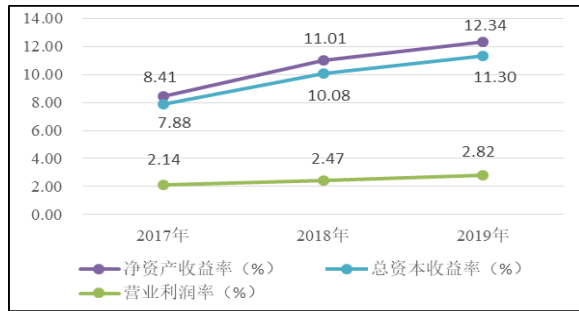
2017—2019 年, 公司投资收益快速增长, 年均复合增长 34.18%。2019 年, 公司实现投资收益 19.40 亿元, 同比增长 26.20%, 系中建材股份投资收益增长所致; 投资收益占营业利润比重为 101.70%, 对营业利润影响大。

2017—2019 年, 公司其他收益规模小, 2019 年实现其他收益为 0.10 亿元。2017—2019 年, 公司营业外收入分别为 3.27 亿元、1.27 亿元和 0.48 亿元, 2017 年规模较大, 主要为获得西三旗土地拆迁补助款 3.00 亿元; 2018 年主要为公司收到西三旗土地拆迁补助款 1.00 亿元。2019 年公司营业外收入规模小, 对利润总额影响小。

2017—2019 年, 公司利润总额快速增长, 年均复合增长 37.62%。2019 年, 公司实现利润总额 19.47 亿元, 同比增长 27.03%, 主要系投资收益增长所致。

盈利指标方面, 2017—2019 年, 公司总资产收益率分别为 7.88%、10.08% 和 11.30%, 连续增长; 公司净资产收益率分别为 8.41%、11.01% 和 12.34%, 连续增长。2017—2019 年, 公司各盈利指标增长主要系投资收益持续增加所致。

图11 2017年—2019年公司盈利指标



资料来源：联合资信整理

2020年1—9月，公司实现营业收入66.34亿元，较上年同期大幅下降35.54%，主要系新冠肺炎疫情疫情影响下、公司木材及有色金属贸易业务大幅收缩所致。公司利润总额为17.01亿元，较上年同期增长1.66%；营业利润率为3.50%，较上年同期提高1.18个百分点，主要系毛利率较低的贸易业务规模减少所致。

5. 现金流

2017—2019年，公司经营活动净现金流由净流出转为净流入，收入实现质量高。同时，公司投资活动现金流出大幅增长主要为购买理财产品，筹资活动净现金流持续为净流出，筹资压力较小。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为87.77亿元、122.01亿元和180.64亿元，连续增长，年均复合增长43.46%，主要系收入规模扩大所致。公司经营活动现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2017—2019年，公司经营活动现金流出分别为88.25亿元、121.20亿元和176.64亿元，连续增长，年均复合增长41.48%。2017—2019年，公司经营活动现金净额分别为-0.48亿元、0.82亿元和4.01亿元，由净流出转为净流入。其中2017年公司改变结算方式，减少应付票据；同时受到市场需求疲软等因素影响，部品部件分销业务盈利空间收窄；以及当年回款较慢因素共同导致经营活动现金流量净额为负。2017—2019年，公司现金收入比分别为111.20%、115.39%和136.07%，连续增长。总体看，公司收入实现质量高。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为3.83亿元、3.51亿元和2.84亿元，连续下降，年均复合下降13.99%。其中2017年较高主要系公司收到西三旗土地拆迁补助款3.00亿元。2019年，公司投资活动现金流入主要为中建材股份的现金分红。2017—2019年，公司投资活动现金流出分别为0.49亿元、3.51亿元和4.96亿元，连续增长，年均复合增长217.10%，大幅增长主要系公司购买理财产品所致。2017—2019年，公司投资活动现金净额分别为3.34亿元、0.00亿元和-2.12亿元，由净流入转为净流出。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流量分别为2.86亿元、0.82亿元和1.88亿元，持续为正，筹资压力较小。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为19.81亿元、20.34亿元和26.39亿元，连续增长，年均复合增长15.43%，主要为取得借款和发行债券收到的现金。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为22.86亿元、21.55亿元和28.26亿元，波动增长，年均复合增长11.19%。2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为-3.05亿元、-1.21亿元和-1.87亿元，持续净流出，净流出额年均复合下降21.67%。

表12 2017—2019年及2020年1—9月公司现金流量情况

(单位：亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
经营活动现金流入小计	87.77	122.01	180.64	73.68
经营活动现金流出小计	88.25	121.20	176.64	74.96
经营现金流量净额	-0.48	0.82	4.01	-1.28
投资活动现金流入小计	3.83	3.51	2.84	7.58
投资活动现金流出小计	0.49	3.51	4.96	0.32
投资活动现金流量净额	3.34	0.00	-2.12	7.26
筹资活动前现金流量净额	2.86	0.82	1.88	5.98
筹资活动现金流入小计	19.81	20.34	26.39	7.80
筹资活动现金流出小计	22.86	21.55	28.26	12.98
筹资活动现金流量净额	-3.05	-1.21	-1.87	-5.17
现金收入比	111.20	115.39	136.07	109.61

资料来源：公司财务报告

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额为-1.28 亿元，净流出量较上年同期增加 1.11 亿元，主要系因新冠肺炎疫情影响销售回款下降而之前的远期信用证采购在当期支付所致；投资活动现金流量净流入 7.26 亿元，较上年同期增长 124.81%，主要系公司增加赎回理财产品规模所致；筹资活动现金流量净额为-5.17 亿元，净流出量较上年同期增长 163.51%，主要系公司当期借款规模减少同时分配股利规模增加所致。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标表现一般，受公司持股中建材股份致使投资收益规模较大影响，公司长期偿债指标表现较好，如考虑公司自身主营业务盈利能力，长期偿债能力一般。考虑到公司股东中建材集团综合实力强，可以给予公司在股权划转和资金运作等方面较大支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率和速动比率均逐年上升，2019 年底分别为 101.48%和 69.61%；经营现金流动负债比率分别为-2.09%、2.98%和 16.43%。截至 2020 年 9 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 102.03%、70.19%和 0.23 倍。如果考虑公司其他流动资产中流动性良好的理财产品余额（3.30 亿元），截至 2020 年 9 月底，公司现金短期债务比为 0.39 倍。总体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 持续上升，年均复合增长 36.09%，2019 年为 21.20 亿元，同比增长 25.42%。从构成看，公司 EBITDA 由计入财务费用的利息支出（占 5.93%）、利润总额（占 91.82%）构成。2017—2019 年，全部债务/EBITDA 分别为 1.72 倍、1.41 倍和 1.20 倍，逐年下降；EBITDA 利息倍数分别为 12.61 倍、14.96 倍和 16.85 倍，EBITDA 对债务利息覆盖程度高，公司长期偿债能力强。由于公司利润主要来自于持有的中建材股份确认的投资收益，如考虑公司自身主营业务盈利

能力，长期偿债能力一般。

考虑到公司股东中建材集团综合实力强，行业地位突出，对公司业务定位明确，可以给予公司在股权划转和资金运作等方面较大支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 9 月底，公司无重大（金额超过 5000 万元）未决诉讼。

截至 2020 年 9 月底，公司本部从金融机构获得授信额度为 106.30 亿元，未使用额度为 70.52 亿元。公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

2017—2019 年，母公司资产规模不断增长，结构以非流动资产为主，货币资金规模较小；债务负担较轻；所有者权益稳定性较弱；营业收入规模较小，净利润主要来自投资收益。

母公司主要从事部分金属、煤炭贸易以及代理子公司进口木材业务，母公司资产构成较为简单，资产主要为对中建材股份的长期股权投资。2017—2019 年末，母公司资产总额不断增长，年均复合增长 11.12%，截至 2019 年底，母公司资产总额为 180.03 亿元，较上年底增长 12.46%，其中非流动资产占 93.08%。截至 2019 年底，母公司非流动资产为 167.58 亿元，主要由长期股权投资（占 98.50%）构成。2017—2019 年末，母公司货币资金逐年减少，年均复合减少 22.72%。

2017—2019 年末，母公司所有者权益不断增长，年均复合增长 12.64%。截至 2019 年底，母公司所有者权益为 151.01 亿元，较上年底增长 13.92%，主要系实收资本及未分配利润增长所致。2017—2019 年末，母公司负债总额保持增长，年均复合增长 4.08%，截至 2019 年底，母公司负债总额为 29.02 亿元，较上年底增长 5.43%，其中流动负债占 60.26%，构成主要为短期借款、应付票据和其他应付款等，整体负债规模小。截至 2019 年底，母公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 16.12%、6.90%和 11.55%，债务负担轻。

2017—2019年，母公司营业收入波动增长，年均复合增长18.42%，2019年为49.97亿元，同比下降14.61%。期间费用方面，财务费用金额较大，2019年为0.91亿元。同期，母公司投资收益为19.40亿元，同比增长25.50%。主要受投资收益增加影响，2019年母公司利润总额同比增长22.04%至18.68亿元，盈利水平高。

2017—2019年，母公司经营活动产生的现金流量净额波动下降，2019年为1.11亿元。2019年，现金收入比为163.27%，母公司获现质量好。2017—2019年，母公司投资活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出，2019年为-1.64亿元，主要系购买理财产品所致。2017—2019年，母公司筹资活动现金由净流出转为净流入，2019年为0.03亿元。

截至2020年9月底，母公司资产总额为190.76亿元，占合并口径的90.30%；母公司负债总额28.34亿元，占合并口径的65.88%；母公司所有者权益为162.42亿元，占合并口径的96.54%。2020年1—9月，母公司实现营业收入28.31亿元，占合并口径的42.68%；母公司利润总额16.68亿元，占合并口径的98.04%。截至2020年9月底，母公司全部债务为21.01亿元，占合并口径的66.16%。

8. 同业对比

公司主营业务规模较同行业贸易企业偏小。公司核心资产为所持中建材股份股权，受益于投资收益规模大，公司利润水平高于同业。

2019年，公司资产、收入规模和营业利润率水平较同行业贸易企业偏低，债务负担处于同行业中较低水平；受投资收益规模大影响，公司利润水平高于同业。

表13 2019年同业对比情况

项目	公司	浙江省兴合集团有限责任公司	安徽国贸集团控股有限公司
资产总额(亿元)	192.45	529.69	332.60
所有者权益(亿元)	156.42	147.29	85.71
营业总收入(亿元)	129.88	1017.75	508.94

利润总额(亿元)	19.47	20.34	5.62
经营活动现金净流量(亿元)	4.01	30.61	17.19
营业利润率(%)	2.82	5.39	5.77
资产负债率(%)	18.72	74.07	74.23

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券的发行对公司债务结构存在一定影响，公司经营活动现金流入和EBITDA对本期公司债券保障能力很强。

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券拟发行金额为不超过5亿元(含5亿元)，按发行金额上限5亿元测算，本期公司债券分别占2019年底公司长期债务和全部债务的44.64%和19.58%，对公司现有债务规模及结构将产生一定影响。2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为18.72%、14.03%和6.68%，本期公司债券发行后上述指标将分别上升至20.78%、16.33%和9.38%。发行后公司债务负担有所上升，但考虑部分募集资金将用于偿还有息负债，实际债务指标将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动现金流入和EBITDA对本期公司债券覆盖倍数均处于较高水平，经营活动现金流净额对本期公司债券覆盖倍数较低，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期公司债券保障能力很强，经营活动现金流净额对本期公司债券保障能力较弱。

表14 本期公司债券保障能力测算

指标	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入量(亿元)	87.77	122.01	180.64
经营活动现金流入量保障倍数(倍)	17.55	24.40	36.13
经营活动现金流量净额(亿元)	-0.48	0.82	4.01
经营活动现金流量净额保障倍数(倍)	-0.10	0.16	0.80
EBITDA(亿元)	11.45	16.91	21.20
EBITDA保障倍数(倍)	2.29	3.38	4.24

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、担保人担保能力分析

中国建材集团作为全国最大的综合性建材产业集团，在水泥、玻璃纤维和复合材料方面均具有显著竞争优势，运营状况佳，盈利水平很高。中国建材集团所提供的担保能够显著提升本期债券的信用水平。

1. 担保条款

本期债券由中国建材集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。针对本次担保事宜，中国建材集团已经出具了《担保函》，并签署了《担保协议》，本期债券为中国建材集团担保的本次债券的第二期，第一期“19 北新 01”已经于 2019 年 7 月 18 日发行。

根据《担保协议》，担保方中国建材集团为公司发行的不超过 12 亿元公开发行公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的无限连带责任保证担保。担保范围包括本次债券的本金、利息及其孳息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。本次债券为分期发行，中国建材集团就各期债券承担保证责任的期间分别计算，分别为各期债券的发行首日至各期债券到期日后六个月止。经本次债券有关主管部门和债券持有人会议批准，本次债券的发行条件（包括利率、期限、还本付息方式等）发生变更时，不需另行经中国建材集团同意（但无论在任何情况下，本次债券的发行总额不得超过人民币 12 亿元（含 12 亿元）），中国建材集团继续承担本协议项下的保证责任（中国建材集团对变更后的主债权继续按照本协议相关约定承担担保义务和责任）。如北新集团债券本金到期且公司未按照本次债券《募集说明书》规定的期限内按约定偿付本次债券本金，或因北新集团债券利息到期且公司未按照本次债券《募集说明书》规定的期限内按约定偿付本次债券利息，则中国建材集团应在收到本次债券合法持有人或本次债券受托管理人的书面索赔要求后，根据担保函履行担保义务。

2. 担保人信用分析

经联合资信评定，中国建材集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。（详见附件 6《中国建材集团有限公司 2020 年度第五期中期票据信用评级报告》）

3. 债权保护效果分析

以 2019 年底财务数据测算，本期债券发行规模（5 亿元）占担保方中国建材集团资产总额的 0.08%，占所有者权益总额的 0.28%，整体占比极低；2019 年，中国建材集团 EBITDA 为本期债券发行规模（5 亿元）的 108.14 倍，中国建材集团 EBITDA 对本期债券的保护程度很高。2019 年中国建材集团经营活动产生的现金流入为 4689.49 亿元，为本期公司债券发行额度（5 亿元）的 937.90 倍，中国建材集团经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度极高；2019 年中国建材集团经营活动现金流量净额为 646.74 亿元，为本期公司债券发行额度（5 亿元）的 129.35 倍，对本期债券的覆盖程度很高。

总体看，中国建材集团的担保对于本期债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

十二、结论

公司主要从事装配式建筑及部品部件分销业务，是中国建材集团旗下装配式建筑产业的主要经营主体。联合资信对公司的评级，反映了其具有股东实力很强、股东支持力度大、债务负担轻、长期股权投资收益规模大等优势。公司重要联营企业中建材股份在水泥、复合材料等建材行业处于国内龙头地位、盈利能力强。同时，联合资信关注到公司部品部件分销业务毛利率较低、新型房屋目前国内市场接受度不高因素对公司信用水平带来的不利影响。

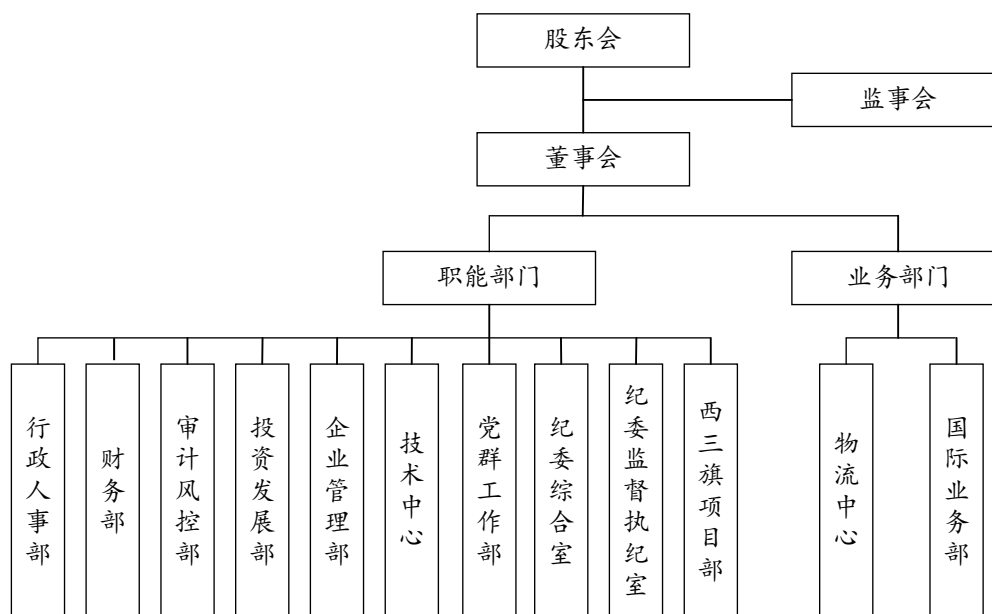
随着新型房屋在国内市场接受度的提升以及公司装配式建筑业务的开拓，公司的竞争实力有望增强。同时，2018 年 5 月，中建材股份与中国中材股份有限公司合并后，中建材股份全球竞争力进一步增强，未来公司投资收益有

望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由中国建材集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中国建材集团作为全国最大的综合性建材产业集团，在水泥、玻璃纤维和复合材料方面均具有显著竞争优势，运营状况佳，盈利水平很高。中国建材集团所提供的担保能够显著提升本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司合并范围子公司列表

序号	子公司名称	主营业务	实收资本（万元）	直接持股比例（%）
1	北京新型材料建筑设计研究院有限公司	建筑设计	1000.00	52.47
2	北新集团（广州）砌块技术开发研究中心有限公司	房屋租赁	414.87	100.00
3	北新集团厦门国际贸易有限公司	建材行业	3000.00	100.00
4	北新建材集团南宫金属有限公司	建材行业	3000.00	100.00
5	北新房屋有限公司	建材行业	85000.00	81.00
6	北新集团新加坡有限公司	建材行业	318.37	100.00
7	北新国际木业有限公司	建材行业	9756.66	51.25
8	北新集团国际贸易有限公司	建材行业	5000.00	65.00
9	四川华构建筑科技有限公司	建材行业	24000.00	51.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.88	3.98	3.76	4.71
资产总额（亿元）	151.24	172.81	192.45	211.26
所有者权益合计（亿元）	121.08	138.02	156.42	168.25
短期债务（亿元）	12.72	16.89	14.34	20.56
长期债务（亿元）	7.00	7.00	11.20	11.20
全部债务（亿元）	19.72	23.89	25.54	31.76
营业收入（亿元）	78.42	102.39	129.88	66.34
利润总额（亿元）	10.28	15.33	19.47	17.01
EBITDA（亿元）	11.45	16.91	21.20	--
经营性净现金流（亿元）	-0.48	0.82	4.01	-1.28
财务指标				
销售债权周转次数（次）	46.97	36.11	35.71	--
存货周转次数（次）	10.09	12.93	16.20	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.63	0.71	--
现金收入比（%）	111.20	115.39	136.07	109.61
营业利润率（%）	2.14	2.47	2.82	3.50
总资本收益率（%）	7.88	10.08	11.30	--
净资产收益率（%）	8.41	11.01	12.34	--
长期债务资本化比率（%）	5.47	4.83	6.68	6.24
全部债务资本化比率（%）	14.00	14.76	14.03	15.88
资产负债率（%）	19.94	20.13	18.72	20.36
流动比率（%）	71.72	77.05	101.48	102.03
速动比率（%）	38.22	48.61	69.61	70.19
经营现金流动负债比（%）	-2.09	2.98	16.43	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.24	0.26	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	12.61	14.96	16.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.72	1.41	1.20	--

注：公司 2020 年 1—9 月财务报表未经审计

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.60	1.93	1.49	1.93
资产总额（亿元）	145.81	160.09	180.03	190.76
所有者权益合计（亿元）	119.02	132.56	151.01	162.42
短期债务（亿元）	10.14	11.30	8.52	9.81
长期债务（亿元）	7.00	7.00	11.20	11.20
全部债务（亿元）	17.14	18.30	19.72	21.01
营业收入（亿元）	35.63	58.51	49.97	28.31
利润总额（亿元）	10.18	15.30	18.68	16.68
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.26	1.97	1.11	0.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	56.02	64.04	55.52	--
存货周转次数（次）	30.68	51.92	63.49	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.38	0.29	--
现金收入比（%）	105.92	120.53	163.27	112.86
营业利润率（%）	0.51	0.67	0.71	1.10
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	8.55	11.55	12.37	--
长期债务资本化比率（%）	5.55	5.02	6.90	6.45
全部债务资本化比率（%）	12.59	12.13	11.55	11.45
资产负债率（%）	18.37	17.20	16.12	14.86
流动比率（%）	41.41	44.66	71.19	68.38
速动比率（%）	35.45	39.31	68.44	67.19
经营现金流动负债比（%）	6.50	9.75	6.33	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.17	0.18	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2020 年 1—9 月财务报表未经审计；/表示数据无法获取

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

附件 6 中国建材集团有限公司 2020 年度第五期中期票据信用评级报告

联合资信评估股份有限公司关于北新建材集团有限公司 2021年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

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

北新建材集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北新建材集团有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对北新建材集团有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，北新建材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北新建材集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现北新建材集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北新建材集团有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北新建材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北新建材集团有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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

信用等级公告

联合〔2020〕3449号

联合资信评估有限公司通过对中国建材集团有限公司主体长期信用状况及其拟发行的中国建材集团有限公司 2020 年度第五期中期票据进行综合分析和评估，确定中国建材集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国建材集团有限公司 2020 年度第五期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年九月二日



中国建材集团有限公司

2020 年度第五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：

本期中期票据基础发行规模：10 亿元

本期中期票据发行金额上限：20 亿元

本期中期票据期限：期限为 3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：每个赎回日，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

募集资金用途：偿还公司即将到期的债务融资工具

评级时间：2020 年 9 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
			资本结构	2
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

中国建材集团有限公司（以下简称“公司”或“中国建材集团”）是国务院国有资产监督管理委员会直属的全球最大综合性建材产业集团。公司在建材产品品种、产能规模和布局及技术水平等方面具有显著优势。近年来，受益于水泥产品景气度回升及新材料、工程技术服务等其他板块的迅速增长，公司营业收入和利润总额持续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担较重、短期债务占比高等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。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。

未来随着公司业务的深度整合，公司发展重心将向产业链的关键环节和高端布局转移，盈利水平有望稳步提升。综合评估，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用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。

优势

1. 公司在建材行业的优势地位明显。公司作为全球最大的综合性建材产业集团，在水泥熟料、商品混凝土、石膏板、玻璃纤维、风机叶片产能方面均居世界第一。
2. 公司水泥、新材料、工程技术服务和贸易与物流四大业务板块协同发展，产业链优势突出。公司通过资产重组和业务整合，构建起水泥、新材料、工程技术服务和贸易与物流四大业务板块。
3. 公司营业收入和利润总额持续增长。受益于水泥等建材产品价格上涨，2019 年公司营业总收入和利润总额分别为 3981.04 亿元和 235.18 亿元，同比分别增长 14.40% 和 13.79%。

分析师：孙鑫 蔡伊静

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

关注

1. **水泥价格波动风险。**2019年，水泥价格上涨并仍处于历史高位，2020年受新冠疫情影响，国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，或对公司盈利造成一定影响。
2. **公司整体债务规模较大，短期债务占比高，债务结构有待改善。**截至2020年3月底，公司全部债务为3062.22亿元，其中短期债务占56.84%，全部债务资本化比率为63.25%。
3. **公司资产中商誉规模较大，存在一定的减值风险。**截至2020年3月底，公司商誉为396.47亿元，公司商誉主要源自水泥、商混等板块经营过程中的企业合并等事项，存在一定减值风险。
4. **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。**本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦发生递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

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)	899.79	613.15	642.62	662.85
资产总额(亿元)	5911.69	5823.28	5961.96	6001.42
所有者权益合计(亿元)	1559.01	1644.83	1764.55	1779.17
短期债务(亿元)	2188.41	1858.98	1713.74	1740.57
长期债务(亿元)	1021.28	1148.08	1254.94	1321.64
全部债务(亿元)	3209.69	3007.06	2968.68	3062.22
营业总收入(亿元)	3021.18	3480.02	3981.04	643.26
利润总额(亿元)	151.06	206.68	235.18	22.74
EBITDA(亿元)	445.40	512.65	540.70	--
经营性净现金流(亿元)	274.09	585.45	646.74	-37.69
营业利润率(%)	20.06	22.89	22.74	18.34
净资产收益率(%)	6.43	8.23	8.43	--
资产负债率(%)	73.63	71.75	70.40	70.35
全部债务资本化比率(%)	67.31	64.64	62.72	63.25
流动比率(%)	82.84	83.35	86.68	89.51
经营现金流流动负债比(%)	8.45	19.94	22.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.21	5.87	5.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.03	3.46	3.95	--
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)	262.88	266.28	316.11	347.58
所有者权益合计(亿元)	203.95	207.07	200.35	199.85
全部债务(亿元)	14.43	14.43	24.37	70.37
营业收入(亿元)	0.17	0.25	0.35	0.00
利润总额(亿元)	-6.93	3.25	6.06	-0.49
资产负债率(%)	22.42	22.24	36.62	42.50

全部债务资本化比率 (%)	6.61	6.51	10.84	26.04
流动比率 (%)	130.03	97.40	30.65	69.47
经营现金流流动负债比 (%)	54.76	5.52	46.20	--

注：1. 2020 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资债券及私募债已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；3. 以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债；4. 2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数、2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；5. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

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	2020/07/31	孙鑫、蔡伊静	水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
AAA	稳定	2012/02/28	孙媛、仲大伟	--	阅读全文

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国建材集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

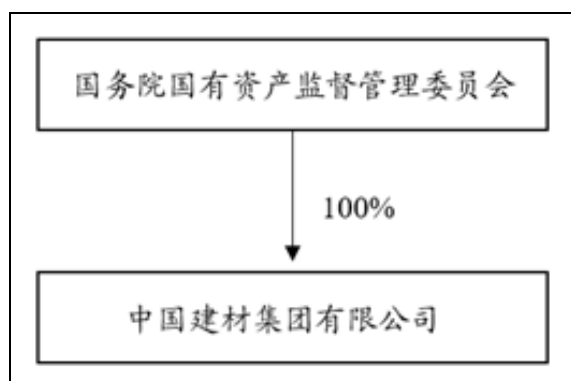
中国建材集团有限公司

2020 年度第五期中期票据信用评级报告

一、企业基本概况

中国建材集团有限公司（以下简称“公司”或“中国建材集团”）前身为中国新型建筑材料公司，系 1984 年 1 月经国务院批准成立的全民所有制企业，注册资本 2 亿元，隶属原国家建筑材料工业局，1998 年底与原国家建筑材料工业局脱钩成为中央直属企业。1999 年公司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，公司被列入国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）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。2016 年，公司与中国中材集团有限公司（以下简称“中材集团”）实施重组，公司更名为现用名。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 171.36 亿元，实收资本 171.36 亿元。国务院国资委作为公司实际控制人，拥有其 100% 股权。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司内设办公室（董事会办公室）、财务部、战略发展部、资本运营部、公司管理部、安全应急部、科技管理部、审计部、法律合规部、党委组织部/人力资源部、党群工作部（党委办公室）/党委统战部、党委宣传部/新闻办公室、党委巡视工作领导小组办

公室、纪委综合室、纪委监督执纪室、纪委案件审理室和党委巡视组 17 个部门。

截至 2019 年底，公司纳入合并范围的二级子公司有 10 家，业务涉及水泥、新材料、工程技术服务和贸易与物流等业务板块。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 5961.96 亿元，所有者权益合计 1764.55 亿元（含少数股东权益 1378.17 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 3981.04 亿元，利润总额 235.18 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 6001.42 亿元，所有者权益合计 1779.17 亿元（含少数股东权益 1390.98 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 643.26 亿元，利润总额 22.74 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（B 座）；法定代表人：周育先。

二、本期中期票据概况

公司于 2020 年取得 TDFI 发行资质（中市协注〔2020〕TDFI56 号）。公司本次拟在 TDFI 项下发行 2020 年度第五期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行基础规模 10 亿元，发行金额上限 20 亿元。本期中期票据募集资金用途为偿还公司即将到期的债务融资工具。

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。

本期中期票据无担保。

本期中期票据发行期限为 3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

赎回权方面，每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后

的第一个工作日，顺延期间不另计息）。每个赎回日，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。如公司选择赎回，则于赎回日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

偿付顺序方面，本期中期票据本金和利息的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

利率确定方式方面：

1. 初始票面利率确定方式

本期中期票据前 3 个计息年度（以下简称“首个周期”）的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变；前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。

2. 票面利率重置日

第 3 个计息年度末为首个票面利率重置日，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率；票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满 3 年的对应日（如遇法定节假日，则顺延至其后的 1 个工作日，顺延期间不另计息）。

3. 基准利率确定方式

初始基准利率为集中簿记建档前 5 个工作日中国债券信息网站（<http://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，3 年期国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

4. 票面利率跃升方式

如公司选择不赎回本期中期票据，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs，在之后的 3 个计息年度

内保持不变。初始利差为首个周期的票面利率与初始基准利率之间的差值；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，则当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

利息递延支付选择权方面，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按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司选择利息递延支付，则于付息日前 10 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。

强制付息事件：在本期中期票据付息日前 12 个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起 2 个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：1、向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；2、减少注册资本。公司承诺不存在隐性强制分红情况。

基于上述条款，可得出以下结论：

（1）从清偿顺序角度分析，本期中期票据本金和利息的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

（2）如公司选择不赎回本期中期票据，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。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，公司存在选择赎回的可能性。

（3）在除发生强制付息事件，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按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息

递延支付次数的限制。从利息支付角度分析，公司有权递延支付利息，一旦发生递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

综上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，一旦发生递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

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
公共财政收入增速 (%)	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融规模合理增长，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随着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，在疫情防控及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。

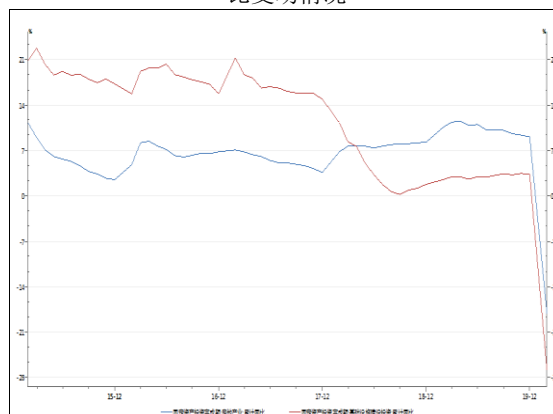
水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售市场半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

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

2. 行业运行状况

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

图 2 2015 年以来全国房地产和基础设施固定资产投资同比变动情况



资料来源：Wind

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5% 左右的较高的水平。2019 年以来，基础设施投资建设结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。

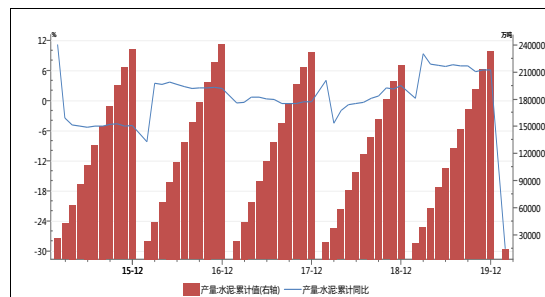
2019 年，基础设施建设投资完成额同比增长 3.33%，较去年同期增速上升 1.54 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 12 月，房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续水泥需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

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

据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019 年全国新点火水泥熟料生产线共有 16 条，新点火熟料设计产能 2372 万吨/年。截至 2019 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1624 条，设计熟料产能维持在 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。产能总量与去年基本相当，新型干法熟料总产能变化不大。2019 年，全国水泥产量约为 23.30 亿吨，同比增长 6.10%；熟料用量逐年增加，2019 年全国水泥熟料产量为 15.20 亿吨，创历史新高。受疫情及季节影响，2020 年 1—2 月份水泥和熟料产量均大幅下降。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

(单位：万吨、%)

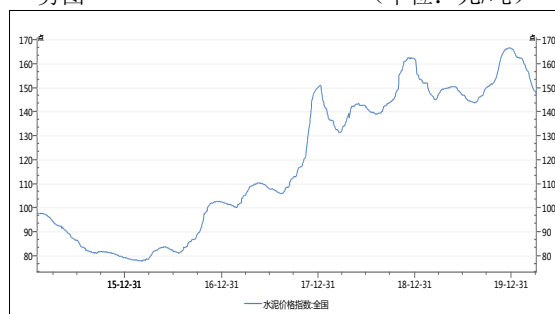


资料来源：Wind

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

(单位：元/吨)



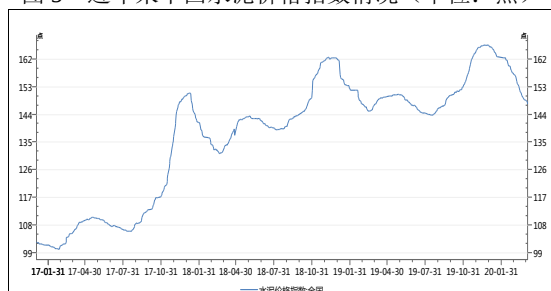
资料来源：Wind

从全年走势来看，全国水泥价格基本延续了 2018 年整体走势，价格高位运行。2019 年以来，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因：一是 2019 年全年水泥需求量上涨，尤其是进入四季度旺季，又遇到暖冬，受前期雨季和环保

¹下列表述中，水泥价格均以 PO42.5 散装水泥价格为准

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（单位：点）

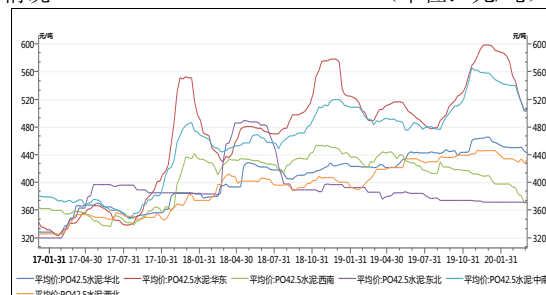


资料来源：Wind

分区域来看，各区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南北依然存在一定差距。

华东和中南地区表现突出，华东地区连续 2 年保持六大区域中价位最高，2019 年均价 518 元/吨，且比 2018 年有所增长，涨幅 4.89%。价位其次是中南地区，2019 年均价 503 元/吨，价格略低于华东，较 2018 年同期增长 7.01%。华北地区价格涨幅最大，2019 年均价 437 元/吨，较 2018 年同期上涨 7.41%。东北和西南地区价格均低于去年，分别较 2018 年同期下降 9.68% 和 1.56%。西北地区价格虽然比去年增长 6.90%，但整体价格仍较低，2019 年，西北地区平均价格为 424 元/吨。

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、工信部和国家能源局联合发布了《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

公司实际控制人为国务院国资委。

截至2020年3月底，公司注册资本171.36亿元。国务院国资委拥有公司100%股权，为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是中国建材行业百强第一名，以其相关业务领域的优势企业为主体，通过资产重组和业务整合，构建起水泥、新材料、工程技术服务和贸易与物流四大业务板块。

水泥业务是公司的核心主业，公司水泥业务主要由子公司中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”）经营。近年来，公司大力推进资本运营与联合重组，产能规模快速扩张，实现了跨越式发展。中建材股份与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）合并后，公司水泥板块在中国东南部地区、中东部地区、东北三省、西南地区和西北地区基本完成行业整合，获得了区域经济优势。

公司新材料业务板块主要由轻质建材、玻璃纤维、风机叶片等业务构成。轻质建材板块方面，公司的轻质建材业务主要由北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）经营。截至2019年底，北新建材石膏板产能达到27.52亿平方米/年。公司目前旗下有“龙”、“北新”“泰山”“金邦”和“TBO”等品牌，均由北新建材经营，其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板已经逐步发展成为业内公认的第一品牌，是中国为数不多的可以在技术质量、销售价格和市场份额上均超过外资世界500强企业的具有国际竞争力的中国自主品牌。

公司的风机叶片和玻璃纤维主要由中材科技股份有限公司（以下简称“中材科技”）、中国复合材料集团有限公司（以下简称“中国复材”）、中材金晶玻纤有限公司（以下简称“中材金晶”）以及中国巨石股份有限公司（以下简称“中国巨石”）和中材科技下属子公司泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”）经营。截至2019年底，公司风机叶片产能规模达15.85GW/年。中国复材为亚洲首座大型海上风电场——上海东海大桥项目提供了3MW风机叶片，约占该项目叶片总需求量的80%；此外，中国复材75米6MW风机叶片成功下线，标志着中国复材在大型风电装备和海上风电装备研发制造领域已达到世界先进水平。2019年，中材科技合计销售风力发电叶片7941MW（2MW及以上产品超过80%）。

工程技术服务板块主要由中国建材国际工程集团有限公司（以下简称“中国建材国际工程”）及中国中材国际工程股份有限公司（以下简称“中材国际”）经营。中国建材国际工程成立于1991年，是全国综合性甲级设计科研单位和国际化工程公司。中材国际主营业务是水泥技术装备及工程服务。中材国际主要通过EPC/EP方式承接大型干法水泥生产线建设和技改等项目，以EPC/EP为载体带动研发设计、施工安装、装备制造和采购业务走出去，是目前全球水泥技术装备工程业最大的总承包商。

截至2019年底，公司主要产品产能及行业地位如表2所示：

表 2 2019 年底公司部分板块业务主要产能及行业地位

产业板块	公司名称	主要业务板块	产能情况	行业地位
水泥板块	中联水泥	新型干法水泥/ 商品混凝土	1.06 亿吨/ 1.8 亿立方米	产能世界第一
	南方水泥		1.41 亿吨/ 2 亿立方米	
	北方水泥		0.37 亿吨/ 0.29 亿立方米	
	西南水泥		1.22 亿吨/ 0.09 亿立方米	
	中材水泥		0.25 亿吨/ 0.02 亿立方米	
	天山股份		0.39 亿吨/ 0.15 亿立方米	
	宁夏建材		0.21 亿吨/ 0.1 亿立方米	
	祁连山控股		0.28 亿吨/ 0.07 亿立方米	
新材料	北新建材	石膏板	27.52 亿平方米	产能世界第一
	中国复材	风机发电叶片	7.5GW/年	世界第一
	中材科技	风机发电叶片	8.35GW/年	
	泰山玻纤	玻璃纤维	92.7 万吨	世界第一
	中国巨石	玻璃纤维	181.6 万吨	

注：“中联水泥”全称为中国联合水泥有限责任公司（以下简称“中联水泥”），“南方水泥”全称为南方水泥有限公司（以下简称“南方水泥”），“北方水泥”全称为北方水泥有限公司（以下简称“北方水泥”），“西南水泥”全称为西南水泥有限公司（以下简称“西南水泥”），“中材水泥”全称为中国中材水泥有限责任公司（以下简称“中材水泥”），“天山股份”全称为新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”），“宁夏建材”全称为宁夏建材集团股份有限公司（以下简称“宁夏建材”），“祁连山控股”全称为甘肃祁连山建材控股有限公司（以下简称“祁连山控股”）

数据来源：公司提供

3. 人员素质

公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经验丰富；公司员工年龄结构合理，能够满足公司运营发展需求。

截至本报告出具日，公司董事9人、高级管理人员共6人。

公司董事长、党委书记周育先先生，1963年4月出生，中共党员，硕士，教授级高级工程师；历任中国非金属矿工业（集团）总公司副总经理，中国材料工业科工集团公司副总经理，中国中材股份有限公司执行董事、总裁，中材集团副总经理，中国国新控股有限责任公司党委副书记、副董事长，并兼任国新国际投资有限公司董事、总经理。现任中国建材集团党委书记、董事长。

公司董事兼任总经理、党委书记曹江林先生，1966年10月生；自2005年10月至今任公司

董事、2016年8月任公司总经理、2008年3月任公司党委常委。曹先生兼任中建材股份董事长、党委书记，中国巨石董事长，南方水泥董事长。

截至2019年底，公司拥有在岗员工180735人（不含借调、返聘以及控股单位中参股方派出的人员）。按专业构成划分，公司技能人才占15.99%、专业技术人才占17.04%、经营管理人才占66.97%；按学历构成划分，公司研究生及以上学历占2.86%、本科学历占17.32%、大专学历占19.18%、中专及以下学历占60.63%；按年龄构成划分，公司51岁及以上员工占13.42%、41~50岁占31.93%、40岁及以下占54.65%。

六、管理分析

公司法人治理结构和内控机制较为完善，

严格控制相关风险，公司作为规范的市场化运作的企业集团，整体管理水平较高。

1. 法人治理结构

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，国务院国资委依照《公司法》《企业国有资产监督管理暂行条例》等法律、行政法规的规定，行使决定公司的经营方针，批准公司的主业及调整方案，审核公司战略和发展规划等职权；公司设董事会，由7至13名董事组成，其中外部董事占多数，职工董事1名。公司董事任期不超过3年，任期届满，经委派或选举可以连任。董事会对国务院国资委负责。监事会由国务院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。监事会成员由国务院国资委委派的监事和职工代表组成。其中职工代表2名，由公司职工民主选举产生。监事会主席由国务院国资委指定。由于国务院机构改革，国有重点大型企业监事会划入审计署，现公司非职工监事不再继续履行监事职务，公司监事会成员为2名职工监事组成。监事会依照《公司法》《国有企业监事会暂行条例》等有关规定履行监督职责。公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘；设副总经理若干名，协助总经理工作，经总经理提名由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责，依照《公司法》、章程和董事会的授权行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议等职权。

2. 管理水平

财务管理方面，公司制定了相应的财务会计报告制度、预算管理制度、借款及担保管理制度等，完善了财务管理规范。借款及担保管理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》《贷款通则》《中华人民共和国担保法》及国家有关规定，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经公司批准；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。

安全生产方面，为了贯彻执行“安全第一，预防为主，综合治理”的安全生产方针，全面落实集团各成员企业安全生产主体责任，建立安全生产长效机制，防止和减少生产安全事故，保障劳动者在生产作业过程中的安全与健康，保障企业和人民群众生命财产安全，维护国有资产的保值增值，公司制定了《安全生产责任制度》《生产安全事故应急预案管理办法》《安全生产检查管理办法》《重大危险源监控管理制度》《安全生产统计和事故报告管理办法》等多个规范安全的管理办法。成员企业是安全生产的责任主体，必须贯彻落实国家安全生产方针政策及有关法律法规、标准，按照“统一领导、落实责任、分级管理、分类指导、全员参与”的原则，逐级建立健全安全生产责任制。安全生产责任应当覆盖企业全体职工和岗位、全部生产经营和管理过程。成员企业主要负责人应对本单位安全工作负总责，其他负责人根据分管业务范围负相应的安全生产责任，各级工程技术人员、职能科室和职工在职责范围内对安全工作负责。

子公司管理方面，由于公司下属子公司较多，为了规范下属子公司的运作，提高对下属子公司的控制力，公司在人事、财务和资产方面都制定了相应的管理办法。

资金管理方面，公司制定了《融资管理办法》《担保管理办法》等系列资金管理相关制度文件，明确了资金支付流程并建立了严格的授权批准制度，同时加强银行预留印鉴的管理；规范了资金业务，保障了资金使用的安全、效益和效率。

七、经营分析

公司各主要业务板块经营规模大，行业地位突出，市场竞争优势显著。2019年，伴随水泥价格上涨，公司主营业务收入保持增长，保持较高毛利率水平。2020年一季度，受疫情影响，公司业绩同比下滑。

1. 经营概况

公司是全球最大的综合性建材产业集团，已形成水泥、新材料、工程技术服务、贸易与物流四大业务板块。

2017—2019年，公司营业收入持续增长，年均复合增长14.78%，主要系公司水泥板块收入持续增长所致。2019年，公司主营业务收入为3937.31亿元，同比增长14.36%。从主营业务构成来看，水泥板块为公司收入的最主要来源。2019年，水泥价格上涨推动公司水泥业务收入

持续增长，水泥板块收入为1903.21亿元，较2018年增长19.24%，占主营业务收入的48.34%；新材料收入为552.06亿元，较2018年增长33.88%，主要系石膏板业务收入增长所致，新材料收入占比较稳定，保持在10%以上；在“一带一路”政策的带动下，公司拓展海外市场，海外项目增加，工程服务收入为460.69亿元，较2018年增长10.23%。公司其他业务主要为建材贸易、物流等，收入逐年增长。

表3 2017—2020年3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
水泥	1292.09	43.24	28.47	1596.07	46.36	33.16	1903.21	48.34	33.37	226.39	36.53	30.51%
新材料	365.13	12.22	33.04	412.35	11.98	32.09	552.06	14.02	28.24	112.65	18.17	25.06%
工程技术服务	390.70	13.07	20.11	417.93	12.14	21.36	460.69	11.70	20.85	73.26	11.82	23.31%
贸易与物流	863.12	28.88	3.64	904.75	26.28	4.95	941.89	23.92	4.20	163.80	26.43	3.86%
其他	77.38	2.59	29.57	111.76	3.25	23.85	79.46	2.02	-0.60	43.69	7.05	-1.10%
合计	2988.43	100.00	20.79	3442.86	100.00	23.88	3937.31	100.00	23.52	619.79	100.00	19.28

注：1. 水泥包含水泥、熟料及混凝土业务；2. 新材料包括轻质建材、玻璃纤维、风机叶片等；3. 工程技术服务包括相关工程技术与服务、装备制造、地质勘察等；4. 公司各板块经营数据与公司合并口径下分板块经营数据合计情况略有不同是受到合并后内部抵消的影响，可能会导致各板块综合毛利率等指标与公司合并口径下分板块计算不一致，“各业务分部情况”分析中，数据均来源于各板块经营数据

资料来源：公司提供

毛利率方面，2017—2019年，公司毛利率波动增长。2019年，水泥业务毛利率为33.37%，较2018年增长0.21个百分点；新材料板块毛利率较2018年底下降3.85个百分点，为28.24%；工程服务板块毛利率较2018年下降0.51个百分点至20.85%。其他业务板块以资产管理公司收入为主，2019年毛利率由2018年23.85%下降至-0.60%，主要系资产管理公司对部分非主板块企业重新进行战略规划及资产清理所致。综上，2019年，公司综合毛利率为23.52%，主营业务保持较高毛利率水平。

2020年1—3月，受疫情影响，公司实现主营业务收入619.79亿元，较2019年同期下降12.18%；综合毛利率为19.28%，较2019年同期下降1.73个百分点。

2. 各业务分部情况

水泥业务

目前中建材股份已基本完成了对水泥及相关产品的产业布局，产品品种齐全，产供销模式成熟，规模优势显著；部分石灰石及电力供应能够实现自给，具备一定的成本优势。近年来，中建材股份水泥熟料产量基本保持稳定；水泥熟料、混凝土实际产销率高；水泥熟料及混凝土产品价格达到相对历史高位。

水泥板块相关产品包括水泥、熟料及混凝土，水泥业务为公司的支柱产业。截至2019年底，公司联合重组水泥企业数百家，水泥产能约5.21亿吨，商品混凝土产能约4.60亿立方米，均位居世界第一。

分产品来看，2019年，中建材股份水泥及熟料收入和商品混凝土收入均有所增长，产品

结构较为稳定；其中，水泥及熟料为水泥板块收入的主要来源，近两年占比均在 70%以上。毛利率方面，2019 年，水泥及熟料、商品混凝土的毛利率维持较高水平。2020 年 1—3 月，

水泥及熟料和商品混凝土收入占比较上年基本保持稳定；水泥及熟料和商品混凝土毛利率分别为 32.17%和 21.67%，较 2019 年全年略有下降。

表 4 中建材股份水泥业务经营数据（单位：亿元、%）

项目	2017 年（已重述）			2018 年			2019 年			2020 年 1—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
水泥及熟料	972.71	75.75	30.08	1176.76	73.84	35.24	1300.94	71.54	35.63	154.27	72.15	32.17
商品混凝土	311.48	24.25	23.63	416.84	26.16	27.27	517.55	28.46	26.88	59.54	27.85	21.67
合计	1284.19	100.00	28.51	1593.60	100.00	33.16	1818.49	100.00	33.14	213.81	100.00	29.24

注：中建材股份 2017 年启动吸收合并中材股份，并于 2018 年完成对中材股份的吸收合并，上表中 2017 年数据为追溯调整数据
资料来源：公司提供

（1）产品生产

近年来，公司主要通过联合重组实现了水泥板块生产能力的持续扩大，成为世界最大的水泥和商品混凝土生产商，规模优势明显。公司下属各单位均采用先进的生产技术和制造设备，水泥业务板块全部采用当前国家大力推行的新型干法水泥生产线。

2019 年，公司水泥产能利用率约为 70.80%，产品覆盖全部水泥品种。

公司现有水泥熟料生产线均符合目前国家相关的耗能及排废指标，绝大部分熟料生产线配有余热发电系统。截至 2020 年 3 月底，公司余热发电系统总装机达 2153.3GW。截至目前，公司已按照国家规定的限期完成了 3.0 米以下的水泥磨机淘汰任务。

（2）原材料采购

从成本构成来看，公司水泥生产成本主要包括原材料、煤、电三类。成本控制方面，公司部分石灰石及电力资源能够实现自给，且能够依靠规模优势获得较低的煤炭采购价格，具备一定的成本优势。公司石灰石来源主要依靠自有矿山，石灰石自给率达到 90%以上，公司目前石灰石储量约 87.8 亿吨，中建材股份下属

各项目公司拥有 329 个采矿权证。煤炭全部由外购取得。公司生产所需用电，除按大工业电价从当地供电公司购买外，30%的用电可由生产线配备的余热发电系统实现自给。

（3）产品销售

从销售量来看，2017—2019 年，中建材股份水泥及熟料销量波动增长，年均复合增长 1.90%。2019 年，中建材股份水泥及熟料销量较 2018 年增长 6.03%至 3.91 亿吨；产销率为 58.16%，产销率较低主要系公司在计算产量时未将继续自用的熟料产量扣除所致。中建材股份商品混凝土销量较 2018 年增长 16.47%至 1.12 亿立方米，产销率均为 100%。

从销售价格来看，各销售区域产品价格差异较为明显。2019 年，除北方水泥的水泥及熟料价格下降 10.33%和祁连山水泥及水泥熟料微降外，其他产品价格均保持不同程度上涨，其中，天山股份价格涨幅较大，水泥熟料和混凝土价格分别较 2018 年上涨 14.15%和 79.49%，产品价格达到相对历史高位。2020 年 1—3 月，公司大部分的水泥熟料和混凝土价格有所增长。

表 5 中建材股份水泥熟料、混凝土产销情况（单位：万吨、元/吨、万立方米、元/立方米）

公司	产品	产销量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
中	水泥熟料	产量	11046.30	10899.54	11879.29	1293.99

联 水 泥		销量	6701.20	6502.70	6850.40	633.86
		价格	269.64	338.20	370.11	383.51
	混凝土	产量	3650.10	3684.66	4750.83	483.03
		销量	3650.10	3684.66	4750.83	483.03
		价格	343.70	438.26	472.86	497.45
南 方 水 泥	水泥熟料	产量	18467.00	18765.80	21352.24	2972.23
		销量	11306.40	11527.28	12123.47	1571.40
		价格	249.12	329.87	341.35	360.91
	混凝土	产量	4151.10	4751.94	5168.78	637.44
		销量	4151.10	4751.94	5168.78	637.44
		价格	345.40	324.10	475.93	500.49
北 方 水 泥	水泥熟料	产量	2902.70	2427.51	2941.16	59.24
		销量	1833.20	1543.03	1817.09	59.26
		价格	307.97	324.94	291.37	293.03
	混凝土	产量	288.90	321.90	342.61	0.67
		销量	288.90	321.90	342.61	0.67
		价格	334.00	359.64	342.24	364.81
西 南 水 泥	水泥熟料	产量	14952.10	16178.72	16501.02	2394.49
		销量	8868.60	9398.58	9614.51	1469.72
		价格	246.95	297.21	307.11	300.36
	混凝土	产量	133.30	130.84	105.96	12.15
		销量	133.30	130.84	105.96	12.15
		价格	295.00	330.27	344.21	305.61
中 材 水 泥	水泥熟料	产量	2155.20	4052.22	4294.47	610.61
		销量	2739.80	2463.36	2609.32	325.56
		价格	244.79	336.70	353.26	392.47
	混凝土	产量	77.74	67.88	72.96	8.69
		销量	77.74	67.88	72.96	8.69
		价格	316.22	480.81	519.58	475.73
天 山 股 份	水泥熟料	产量	3655.63	3004.74	3302.26	290.89
		销量	2288.55	1946.16	2148.73	132.13
		价格	272.79	350.18	399.72	376.73
	混凝土	产量	268.64	211.03	204.95	1.68
		销量	268.64	211.03	204.95	1.68
		价格	311.19	431.06	424.71	558.54
宁 夏 建 材	水泥熟料	产量	2800.18	2401.12	2693.71	196.72
		销量	1567.69	1389.00	1524.19	117.26
		价格	235.73	254.64	258.82	252.84
	混凝土	产量	166.77	133.00	177.19	6.41
		销量	166.77	133.00	177.19	6.41
		价格	314.38	321.73	322.67	375.22
祁 连 山 控 股	水泥熟料	产量	3724.20	3295.09	3908.02	260.2
		销量	2153.18	1926.57	2266.55	182.2
		价格	253.72	275.71	275.69	286.42
	混凝土	产量	134.34	97.88	151.80	10.44

中建材投资		销量	134.34	97.88	151.80	10.44
		价格	342.46	376.16	381.81	415.44
	水泥熟料	产量	403.28	445.46	396.80	110.62
		销量	220.41	201.48	170.51	34.75
	混凝土	价格	241.48	273.68	332.08	410.36
		产量	171.86	199.89	205.22	42.86
合计	水泥熟料	产量	60106.60	61470.19	67268.97	8189.00
		销量	37679.02	36898.30	39124.80	4526.15
	混凝土	产量	9042.75	9599.00	11180.30	1203.37
		销量	9042.75	9599.00	11180.30	1203.37

注：上表中合计数据为中建材股份水泥及水泥熟料、混凝土的总体产量及销量情况，除中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥、天山股份、宁夏建材、祁连山控股外，中建材投资有限公司（以下简称“中建材投资”）亦有少量水泥及混凝土业务
资料来源：公司提供

新材料业务

（1）轻质建材

公司轻质建材板块经营保持稳定，产能规模世界领先，综合竞争力较强。2017—2019年，公司石膏板产、销量均有所增长，受新增产能投产影响，2019年公司石膏板产能利用率略有下降。

公司轻质建材业务主要由北新建材经营。北新建材的主营业务产品包括石膏板、轻钢龙骨、矿棉吸音板等新型建材产品的生产、销售，并为客户提供相应的工程和劳务服务，主要产品包括石膏板、龙骨。2017—2019年，公司石膏板业务分别实现收入94.66亿元、104.99亿元和107.04亿元，在轻质建材板块主营业务收入中占比分别为85.15%、83.99%和80.81%，为轻质建材板块主要的收入来源。北新建材石膏板产业稳步增长，截至2019年底，北新建材石膏板年产能27.52亿平方米，位居世界第一。从产量来看，2019年，石膏板产量为19.94亿平方米，同比增长5.89%；产能利用率为72.46%，同比下降3.77个百分点，受新增产能投产时间影响，2019年石膏板产能利用率小幅下降。

表6 北新建材石膏板产销情况

（单位：亿平方米、亿平方米/年、%）

项目	2017年	2018年	2019年
产能	21.82	24.70	27.52
产量	18.26	18.83	19.94

销量	18.21	18.69	19.66
产能利用率	83.68	76.23	72.46
产销率	99.72	99.25	98.60

资料来源：公司提供

销售方面，北新建材目前采用全渠道销售的模式，以区域经销商销售模式为主。同时，随着新的生产线的建立和市场的拓展，销售渠道已经延伸至县一级乃至乡镇一级市场。目前，北新建材已在全国建立了300多家营销机构，覆盖各大中城市和发达地区县级市。2019年，北新建材石膏板销量和产销率分别为19.66亿平方米和98.60%，销售规模稳步扩大，产销率维持较高水平。

表7 2019年北新建材轻质建材分区域收入情况

（单位：万元、%）

区域	2019年	
	收入	占比
国内销售	1314493.44	99.24
北方地区	560037.81	42.28
南方地区	484196.10	36.56
西部地区	270259.53	20.40
国外销售	10007.00	0.76
合计	1324500.44	100.00

资料来源：公司提供

（2）玻璃纤维及风机叶片

公司玻璃纤维及风机叶片仍具备较强的

规模优势，产品产销率维持较高水平。

公司玻璃纤维业务主要由中国巨石和泰山玻纤经营，中材金晶也经营玻璃纤维业务，规模相对较小。截至 2019 年底，中国巨石玻璃纤维产能 181.60 万吨/年，泰山玻纤纤维产能 92.70 万吨/年，二者合计产能 274.30 万吨，位

居世界第一。

2017—2019 年，中国巨石综合产销率有所下降，但整体保持在良好水平；泰山玻纤产品的产销率呈高位波动态势，整体保持在较高水平。

表8 中国巨石主要产品产销量情况表（单位：万吨）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
无碱玻璃纤维纱	产量	140.37	158.11	185.59	44.27
	销量	135.62	147.23	163.23	39.31
	产销率	96.62%	93.11%	87.95%	88.80%
玻璃纤维制品	产量	9.56	11.00	11.18	2.52
	销量	9.33	10.45	11.47	2.42
	产销率	97.60%	94.97%	102.59%	96.03%
综合产销率		96.72%	93.24%	88.78%	89.19%

资料来源：公司提供

表9 泰山玻纤产品销售情况

产品分类		产销率（%）		
		2017 年	2018 年	2019 年
无碱玻璃纤维纱	粗纱	101.76	104.06	108.71
	细纱	103.96	101.09	94.43
无碱玻璃纤维制品		96.99	97.80	96.31

资料来源：公司提供

公司的风机叶片主要由中国复材、中材科技经营。2019 年，中国复材风电叶片产能规模达到年产 7.5GW；中国复材按照中国建材的总体战略定位，通过引进战略投资者等方式，成功建设了连云港、沈阳、酒泉、包头、哈密叶片生产基地和 SINOI 海外研发中心，已成为全国领先的风电叶片生产商。2017—2019 年，公

中国复材和中材科技的风力发电叶片产量、销量合计均快速上涨，年均复合增长率分别为 25.56%和 22.80%。2019 年，中国复材和中材科技的风力发电叶片合计产量为 11068 兆瓦，风力发电叶片合计销量为 10829 兆瓦。受下游需求影响，公司其他高新材料产品产量在合理范围波动，产销率保持较高水平。

表10 公司主要高新材料生产情况

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
风力发电叶片-中国复材（兆瓦）	2157	2322	2521	2453	2850	2888
风力发电叶片-中材科技（兆瓦）	4864	4859	5154	5587	8218	7941

资料来源：公司提供

工程服务

2017 年以来，公司工程服务新签合同额维

持较大规模，在手合同额规模能够满足未来 1—2 年经营需要。

公司工程服务板块主要由子公司中国建材国际工程和中材国际经营。

公司坚持自主创新和集成创新相结合的技术创新战略，签订发达国家超大吨位浮法玻璃生产线订单，并拓展产业链，发展高端装备制造，引领传统产能改造与产业升级，推广脱硫、脱氮、余热发电一体化节能技术在建材行

业的应用，打造世界级节能减排示范线，并向“城市垃圾及污泥协同处理”业务领域转型，在国内外市场竞争力进一步加强。2017年以来，在国内水泥和玻璃产能过剩的环境下，公司围绕“一带一路”政策，积极拓展海外业务，加强国际合作，覆盖区域主要包括东南亚、西亚、中东等地。

表11 中国建材国际工程、中材国际新签合同额情况（单位：亿元）

项目		2017年 新签合同 额	2018年 新签合同 额	2019年 新签合同 额	2020年1-3月 新签合同额	截至2020年3月底正在执行的合同金额
中国建材国际工程	玻璃工程及服务	54.36	62.59	60.22	8.33	42.24
	水泥工程及服务	42.68	24.60	51.14	0.40	24.06
	新能源工程及服务	64.96	54.97	70.31	1.55	71.84
	房屋工程及服务	1.30	62.05	11.59	0.00	10.13
	小计	163.30	204.21	193.26	10.27	148.27
中材国际	工程建设	259.47	233.28	238.86	41.16	328.94
	装备制造	37.14	39.09	43.00	11.00	16.16
	环保	24.64	32.54	21.50	11.93	34.24
	生产运营管理	35.41	2.31	6.77	0.00	55.56
	其他	2.18	2.64	2.74	0.70	3.69
	小计	358.84	309.86	312.86	64.79	438.59
合计		522.14	514.07	506.13	75.06	586.86

资料来源：公司提供

2019年，中国建材国际工程、中材国际新签合同额合计为506.13亿元，较上年变化不大。截至2020年3月底，正在执行的合同金额合计为586.86亿元，能够满足未来1—2年经营需要，拥有较强的市场竞争力。

建材贸易与物流业务

公司建材贸易与物流业务板块收入持续增长，客户量不断增加。

公司建材贸易与物流业务板块的主要经营主体为中建材集团进出口公司，此外，北新建材集团有限公司、中国中材进出口有限公司也是该板块较为重要的经营实体。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。

2019年，公司建材贸易与物流板块收入为941.89亿元，同比增长4.11%，该板块毛利率由上年的4.95%下降至4.20%。

3. 在建项目

公司在建项目不断增加，未来资本性支出将有所增加。

截至2020年3月底，公司水泥板块主要在建工程预计总投资51.62亿元，截至2020年3月底已投资23.63亿元，2020年计划投资24.07亿元。

表 12 截至 2020 年 3 月底公司水泥板块主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	自有资金	资本金到位情况	开工时间	预计投产时间	截至 2020 年 3 月底累计投资	2020 年投资计划
1	宁夏建材减量置换建设 5000t/d 新型干法水泥生产线项目	86411.23	66411.00	66411.00	2019.3	2020.6	46734.22	39692.50
2	西藏年产 120 万吨熟料新型干法水泥生产线项目	128258.13	24279.80	24279.80	2019.6	2020.11	62721.73	76000.00
3	丽江古城西南 5000T/D 熟料水泥生产线项目	98564.74	32030.26	32030.26	2019.12	2021.6	32030.26	52000.00
4	湖州槐坎南方 7500t/d 水泥熟料生产线优化升级技改项目	89068.37	32000.00	32000.00	2019.4	2020.4	75813.00	13000.00
5	建德南方水泥有限公司绿色建材产业园项目	113852.00	40000.00	40000.00	2019.12	2021.9	19019.00	60000.00
合计		516154.47	194721.06	194721.06	-	-	236318.21	240692.50

资料来源：公司提供

除上述水泥板块在建项目外，公司其余板块的重大在建工程详见表 13：

表 13 截至 2020 年 3 月底公司其他业务板块主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	自有资金	资本金到位情况	截至 2020 年 3 月底累计投资	2020 年投资计划
1	8.5 代 TFT-LCD 超薄浮法玻璃基板生产线一期工程	250000.00	125000.00	125000.00	187116.00	62884.00
2	年产 300 兆瓦铜铟镓硒薄膜电池组件生产线	217588.00	100000.00	100000.00	214132.67	3455.33
3	巨石集团年产十五万吨玻璃纤维智能制造生产线扩建项目	147116.67	50000.00	50000.00	54254.40	0.00
4	巨石集团有限公司年产 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线建设项目（二期）	119559.14	47837.00	47837.00	52159.32	67399.82
5	巨石集团成都有限公司年产二十五万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线建设项目	310580.00	270430.07	270430.07	56919.76	80851.24
6	年产 6 万吨电子纱暨年产 2 亿米电子布生产线项目	218613.36	80000.00	80000.00	193511.11	25102.25
7	巨石美国年产 9.6 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	205263.27	137120.93	137120.93	253304.27	0.00
合计	--	1468720.44	810388.00	810388.00	1011397.53	239692.64

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司其他业务板块重大在建项目共 7 个，预计总投资为 146.87 亿元，截至 2020 年 3 月底已投资 101.14 亿元，2020 年计划投资 23.97 亿元。

4. 经营效率

公司经营效率尚可。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均持续上涨。

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分别为5.77次、7.59次和0.68次。与同行业可比公司相比，公司经营效率尚可。

表 14 同行业公司 2019 年经营效率指标对比
(单位: 次)

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
唐山冀东水泥股份有限公司	2.87	11.10	0.52
华润水泥控股有限公司	15.64	12.67	0.66
公司	5.77	7.59	0.68

资料来源：联合资信根据公开资料整理

5. 未来发展

公司经营计划切实可行，有利于公司发展。

未来发展方面，公司子公司中建材股份在未来的几年内将进一步优化和完善业务布局，推进水泥板块在核心利润区内填平补齐项目的联合重组，有序推进技术改造项目，完善在各区域市场的战略布局。

凯盛科技集团有限公司未来拟启动蚌埠化工机械制造有限公司退市进园项目、中建材（蚌埠）光电材料有限公司触摸屏用超薄高铝盖板等项目建设。

中国巨石未来拟启动新材料智能制造基地生产线扩建项目、印度年产 10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线、巨石集团成都有限公司年产 25 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线建设项目等项目建设。

6. 重大事项

中建材股份与中材股份合并完成后，公司在产业布局、业务规模、产品和服务等方面拥有全面、综合的竞争优势，进一步提升在全球建材行业的竞争力。合并后中建材股份是全球水泥产能排名第一的企业；并在商品混凝土生产、水泥工程服务、石膏板生产、风机叶片生产等多个领域处于领先地位。

2018 年 5 月 2 日，公司子公司中建材股份

与中材股份合并的换股事宜完成，中建材股份于 2018 年 5 月 2 日起正式将中材股份子公司纳入其合并会计报表，开展并表核算。

合并完成后，中建材股份成为全球最大的水泥生产商。截至目前，中建材股份与中材股份在水泥、新材料、工程服务三大板块业务高度重叠。其中，水泥板块两家主要拥有 8 大平台企业，包括 A 股上市公司天山股份、宁夏建材、甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（以下简称“祁连山”），以及中材水泥，中建材股份旗下中国联合水泥、南方水泥、北方水泥和西南水泥。新材料板块拥有两家 A 股上市公司中材科技和北新建材，以及两家港股公司旗下中材金晶和中国复材；工程服务板块拥有一家 A 股上市公司中材国际，以及两家港股公司旗下中材矿山建设有限公司和中国建材国际工程。

八、财务分析

公司提供了2017—2019年财务报告，天职国际会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）（以下简称“天职国际”）对上述财务报告进行了审计，均出具了带强调事项的无保留意见审计结论。2017—2019年，公司审计报告强调事项均为：公司持有中国巨石26.97%股权，为其第一大股东，中国巨石董事会由9人组成，其中：中国建材集团派出董事4名，独立董事3名，第二大股东振石控股集团有限公司派出董事2名，中国巨石之董事长、监事会召集人和财务总监均由中国建材集团派出人员担任，公司认为对中国巨石拥有实际控制权，并将其纳入合并财务报表范围。本段内容不影响已发表的审计意见。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年，公司 2 家二级子公司因股权划转调整为公司三级子公司；2018 年，公司 1 家子公司通过股权划转调整为二级子公司；2019 年底，公司纳入合并范围二级子

公司 10 家，较 2018 年底无变化。2020 年一季度，公司合并范围未发生变更。

公司的子公司中建材股份及洛阳玻璃股份有限公司自 2018 年 1 月 1 日采用《企业会计准则第 14 号——收入》（财会〔2017〕22 号）相关规定，根据累积影响数，调整年初留存收益及财务报表其他相关项目金额。2018 年，公司对期初财务报表进行了追溯调整，故本报告 2017 年数据为 2018 年追溯调整数据。

公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》及其应用指南的有关规定编制。2019 年，公司对期初财务报表进行了追溯调整，故本报告 2018 年数据为 2019 年追溯调整数据。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 5961.96 亿元，所有者权益合计 1764.55 亿元（含少数股东权益 1378.17 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 3981.04 亿元，利润总额 235.18 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 6001.42 亿元，所有者权益合计 1779.17 亿元（含少数股东权益 1390.98 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 643.26 亿元，利润总额 22.74 亿元。

1. 资产质量

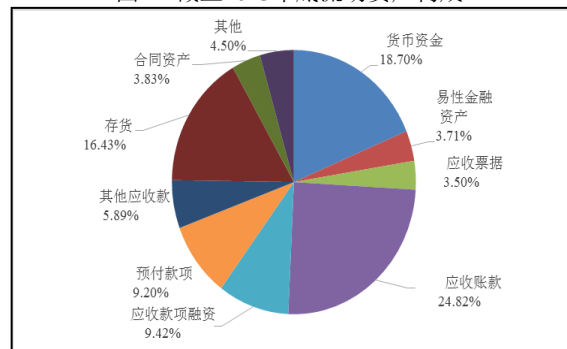
2017—2019 年，公司资产规模保持相对稳定，资产结构中非流动资产占比相对较高；货币资金规模较大，资产流动性较好；应收类款项规模较大对公司资金形成一定占用；非流动资产以固定资产、无形资产和商誉为主，存在一定的商誉减值风险，整体资产质量好。

流动资产

2017—2019 年，公司资产总额保持相对稳定，年均复合增长 0.42%。截至 2019 年底，公司资产总额为 5961.96 亿元，较年初增长 2.38%。其中，流动资产占 41.35%，非流动资产占 58.65%，资产结构较年初变化不大，非流动资产占比相对较高。

2017—2019 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 4.20%。截至 2019 年底，公司流动资产 2465.08 亿元，较年初增长 0.71%，变化不大。从构成看，流动资产以货币资金（占 18.70%）、应收账款（占 24.82%）、预付款项（占 9.20%）、其他应收款（占 5.89%）和存货（占 16.43%）为主。

图7 截至2019年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 8.05%。截至 2019 年底，公司货币资金为 461.04 亿元，较年初增长 1.37%。从构成看，银行存款占 73.10%，其他货币资金占 26.72%，其他为少量库存现金。

2017—2019 年，公司应收票据波动下降，应收账款有所波动。截至 2019 年底，公司应收票据为 86.40 亿元，较年初增长 32.69%；公司应收账款为 611.91 亿元，较年初下降 0.81%。应收账款中按账龄分析法计提坏账准备的账面余额为 192.28 亿元，计提坏账准备 17.45 亿元。从该部分账龄看，1 年以内占 78.24%、1~2 年占 8.26%、2~3 年占 4.69%、3 年以上占 8.82%。截至 2019 年底，公司单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额合计 100.31 亿元，计提坏账准备 86.97 亿元。总体看，公司应收账款坏账准备计提较为充分，综合账龄较短。

2017—2019 年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降 23.88%。截至 2019 年底，公司其他应收款（含应收利息、应收股利和其他应收款）为 145.09 亿元，较年初下降 26.08%。公司其他应收款主要为增值税退税款、政府补

贴款、工程备用金、采购备用金等。其他应收款中按账龄分析法计提坏账准备的账面余额为17.64亿元，坏账准备5.20亿元，计提比例为29.48%。从该部分账龄看，1年以内占56.14%、1~2年占9.87%、2~3年占3.93%、3年以上30.07%。截至2019年底，公司单项金额重大并单项计提坏账准备的应收款账面余额合计83.76亿元，计提坏账准备19.54亿元。总体看公司其他应收款坏账准备计提较为充分，但综合账龄较长，对公司资金形成一定占用。

2017—2019年，公司存货有所波动，年均复合变动率为-1.669%。截至2019年底，公司存货账面价值为404.99亿元，较年初增长2.33%。从存货账面价值构成看，主要为原材料（占29.33%）、自制半成品及在产品（占14.63%）、库存商品（占46.31%）和工程施工（占3.43%），公司共计提存货跌价准备50.72亿元，计提比例11.13%，考虑建材产品及原材料价格存在波动性，公司存货可能面临一定跌价风险。

非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长4.12%。截至2019年底，公司非流动资产3496.88亿元，较年初增长3.60%。从构成看，以固定资产（占56.82%）、在建工程（占8.56%）、无形资产（占10.72%）和商誉（占11.32%）为主。

2017—2019年，公司固定资产保持相对稳定。截至2019年底，公司固定资产账面原值为3259.60亿元，累计计提折旧1160.37亿元，累计计提减值准备116.43亿元，固定资产（不包含固定资产清理）账面价值为1982.80亿元，较年初增长2.84%。从固定资产账面价值构成看，主要为房屋及建筑物（占50.11%）和机器设备（占42.59%）。

公司在建工程主要为下属公司的水泥新建或技改工程、玻璃纤维新建或技改工程、玻璃基板升级改造等。2017—2019年，公司在建工程快速增长，年均复合增长26.40%。截

至2019年底，公司在建工程为299.36亿元，较年初增长20.89%，主要系在建工程投资增加所致。

公司无形资产主要为土地使用权及采矿权。截至2019年底，公司无形资产账面价值为374.84亿元，较年初增长9.50%，其中土地使用权占64.91%。

2017—2019年，公司商誉有所下降，截至2019年底，公司商誉为395.86亿元，较年初下降12.79%。公司商誉主要源自水泥、商混等板块经营过程中的企业合并等事项，截至2019年底，公司累计计提96.48亿元商誉减值准备，存在一定减值风险。

截至2019年底，公司所有权受到限制的资产余额合计215.14亿元，占公司总资产的比例为3.61%，受限规模较小。

表15 截至2019年底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	1075629.95	承兑汇票保证金、保函保证金、借款保证金等
应收票据	166431.09	质押
应收账款	2071.00	质押
长期股权投资	25720.10	质押
固定资产	803494.55	用于抵押借款、质押
无形资产	75148.84	抵押
在建工程	2107.66	抵押
投资性房地产	805.46	用于抵押借款、质押
合计	2151408.65	--

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司资产总额6001.42亿元，较2019年底增长3.23%。从资产构成看，流动资产占41.78%，非流动资产占58.22%，资产结构较年初变化不大。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益规模有所增长，少数股东权益占比大且呈上升趋势，所有者权益稳定性较弱。

2017—2019年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长6.39%。截至2019年底，公司所有者权益1764.55亿元（含少数股东权益1378.17亿元），较年初增长7.28%，归属于母公司权益中，实收资本占44.35%、其他权益工具占12.82%、资本公积占3.13%、未分配利润占39.89%。

2015年6月，公司公开发行永续中票“15建材集MTN002”，将募集资金净额计入其他权益工具科目核算。截至2019年底，公司其他权益工具为49.55亿元。

截至2020年3月底，公司所有者权益为1779.17亿元（含少数股东权益1390.98亿元），较2019年底增长0.83%。整体来看，公司所有者权益中少数股东权益占比大且呈上升趋势，所有者权益稳定性较弱。

负债

2017—2019年，公司债务规模有所波动，短期债务占比略有下降，债务结构有所改善，但短期债务仍占比较高，存在一定的短期偿债压力；整体债务规模较大，债务负担较重。

2017—2019年，公司负债总额有所波动。截至2019年底，公司负债总额为4197.40亿元，较年初增长0.45%。从构成看，流动负债占67.76%，非流动负债占32.24%。

2017—2019年，公司流动负债有所下降，年均复合下降6.35%。截至2019年底，公司流动负债为2844.04亿元，较年初下降3.15%。从构成看，流动负债以短期借款（占33.32%）、应付票据及应付账款（占26.43%）、其他应付款（占9.75%）和一年内到期的非流动负债（占9.56%）为主。

2017—2019年，公司短期借款波动下降，年均复合下降10.51%。截至2019年底，公司短期借款为947.55亿元，较年初增长6.85%。公司短期借款主要为保证借款506.78亿元和信用借款416.46亿元。

2017—2019年，公司应付票据波动较大。

截至2019年底，公司应付票据269.64亿元，较年初增长17.33%，其中银行承兑汇票占93.32%。截至2019年底，公司应付账款482.14亿元，较年初增长6.38%。从账龄上看，1年以内占80.44%、1~2年占9.40%、2~3年占3.17%、3年以上占6.99%。

公司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。截至2019年底，公司其他应付款含应付利息、应付股利和其他应付款）为277.33亿元，较年初下降2.79%。

2017—2019年，公司其他流动负债快速下降，截至2019年底，公司其他流动负债为231.54亿元，主要为公司存续期内的短期应付债券（占96.92%）。

2017—2019年，公司非流动负债不断增长，截至2019年底，公司非流动负债为1353.36亿元，较年初增长8.98%，主要系长期借款和应付债券的增加所致。构成上，以长期借款（占39.00%）、应付债券（占45.11%）和长期应付款（占8.62%）为主。

2017—2019年，公司长期借款有所增长，年均复合增长9.66%。截至2019年底，公司长期借款为527.75亿元，较年初增长1.90%，主要包括保证借款262.38亿元、信用借款234.97亿元和抵押借款29.35亿元。

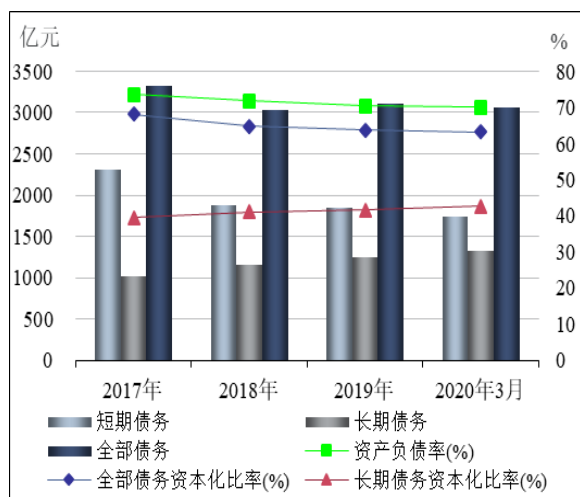
2017—2019年，公司应付债券快速增长，年均复合增长23.57%。截至2019年底，公司应付债券为610.51亿元，较年初增长25.88%，主要系2019年公司及子公司新发行的中期票据、公司债券等所致。

2017—2019年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降20.06%。截至2019年底，公司长期应付款为116.68亿元，较年初下降19.64%，主要为融资租赁款下降所致，报告中将其调整为长期债务进行核算。

2017—2019年，公司全部债务有所下降，年均复合下降3.83%。截至2019年底，公司全

部债务为2968.68亿元，较年初下降1.28%。从构成看，公司短期债务占57.73%，长期债务占42.27%，短期债务占比有所下降，债务结构有所改善，但短期债务占比仍较高，公司面临一定的短期偿债压力。截至2019年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为70.40%和62.72%，较年初分别下降1.35个百分点和1.92个百分点。截至2019年底，公司长期债务资本化比率为41.56%，较年初增长0.45个百分点。若将“15建材集MTN002”永续中期票据纳入长期债务，截至2019年底，公司长期债务和全部债务分别为1304.49亿元和3018.23亿元；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上升为71.23%、43.20%和63.77%。

图8 近年来公司债务情况



资料来源：公司财务报告

截至2020年3月底，公司负债总额为4222.26亿元，较2019年底增长0.59%。从构成看，流动负债占比66.56%、非流动负债占比33.44%，流动负债占比进一步下降。

截至2020年3月底，公司全部债务为3062.22亿元，其中短期债务占56.84%、长期债务占43.16%。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70.35%、42.62%和63.25%。

3. 盈利能力

受水泥等建材产品价格上涨等因素影响，公司收入规模和利润总额有所增长，整体盈利能力较强。

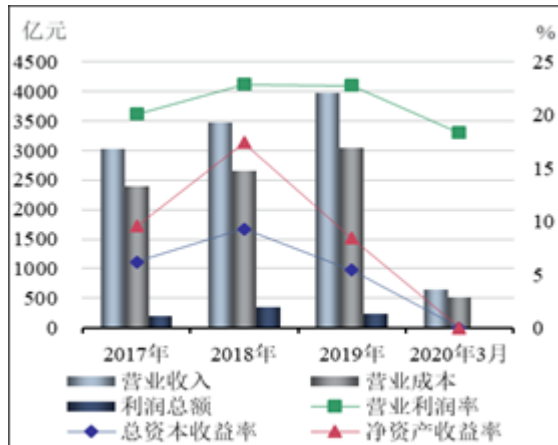
2017—2019年，公司营业总收入不断增长，年均复合增长14.79%。2019年，公司实现营业总收入3981.04亿元，同比增长14.40%。同期营业成本（包含利息支出、手续费及佣金支出）为3582.63亿元，同比增长13.26%。成本增长幅度小于收入增长幅度，2019年公司营业利润率为22.74%，较2018年下降0.15个百分点。

2017—2019年，公司期间费用有所增长，年均复合增长6.13%。2019年，公司期间费用为507.83亿元，同比增长5.63%，其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占期间费用的29.59%、35.85%、8.97%和25.60%。受营业收入增长的影响，2019年公司期间费用率为12.76%，较2018年下降1.06个百分点。

非经常性损益方面，2019年，公司计提资产减值损失170.62亿元，同比大幅增长，主要系公司为推动产业转型升级，关停部分相对落后的生产线并计提减值所致。2019年，公司公允价值变动收益11.37亿元，主要为交易性金融资产公允价值变动所致。2019年，公司投资收益13.71亿元，较2018年下降16.87%，主要系长期股权投资权益法下确认的投资收益下降所致。

2019年，公司利润总额235.18亿元，较2018年上升13.79%，其中，其他收益与营业外收入占比21.33%；2019年，公司总资产收益率和净资产收益率基本保持稳定，分别为6.03%和8.43%。

图9 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告及财务报表

2020年1-3月，公司实现营业总收入643.26亿元，利润总额为22.74亿元；营业利润率为18.34%，较2019年有所下降。

4. 现金流

2017—2019年，公司经营活动净流入维持较高规模，经营获现能力强；资本性支出规模波动增长，保持较高水平；考虑到公司资本支出以及未来偿债需求，公司存在一定的外部融资需求，但筹资压力不大。

表16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
经营活动现金流量净额	274.09	585.45	646.74	-37.69
投资活动现金流量净额	-157.53	-287.72	-442.03	-43.75
筹资活动现金流量净额	-151.94	-363.84	-172.61	129.43
筹资活动前现金流	116.56	297.74	204.71	-81.44

资料来源：公司财务报告及财务报表

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18.37%。2019年，公司经营活动现金流入为4689.49亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金4645.62亿元；公司经营活动现金流出量为4042.76亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金3277.89亿元；公司经营活动现金净流入646.74亿元，同比增长10.47%，公司经营获

现能力强。2019年，公司现金收入比为116.73%，收现质量保持较好水平。

2017—2019年，公司投资活动现金流入量和流出量均波动增长，年均复合增长率分别为31.89%和42.97%。2019年，公司投资活动现金流入685.96亿元，较2018年增长185.04%，主要系收回投资收到的现金和收到的其他与投资活动有关的现金上升所致；公司投资活动现金流出量为1127.99亿元，同比增长113.48%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金及支付其他投资有关的现金；公司投资活动现金净流出442.03亿元，净流出规模较2018年有所增长，公司仍有较多水泥新建或技改工程、玻璃纤维新建或技改工程等在建工程，未来资本性支出仍将维持在一定水平。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额波动增长，年均复合增长32.52%。2019年，公司筹资活动前现金流量净额为204.71亿元，目前，公司的经营性现金可以满足日常运营和投资支出需要。

筹资活动现金流方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量有所波动，年均复合变动率为-0.55%；筹资活动现金流出量保持相对稳定。2019年，公司筹资活动现金流入为2831.65亿元，较2018年增长7.71%，主要为取得银行借款2346.28亿元。公司筹资活动现金流出保持相对稳定，2019年为3004.27亿元，较2018年同比增长0.38%。2019年，公司筹资活动产生现金流净额为-172.61亿元，净流出规模有所下降。

2020年1-3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-37.69亿元、-43.75亿元和129.43亿元。

5. 偿债能力

公司资产流动性一般，短期债务占比高，面临一定短期支付压力；长期偿债能力有所提升。考虑到公司股东背景、经营规模、综合实力、行业地位、融资能力等因素，公司整体偿

债能力极强。

从短期偿债能力看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为86.68%和72.44%，较年初有所上升。2020年3月底，上述指标分别为89.51%和74.83%，较2019年底继续增长。2019年公司经营现金流动负债比为22.74%，较年初上升2.80个百分点。2019年底，公司现金类资产为642.62亿元，短期债务1713.74亿元，现金类资产对短期债务的保障倍数较低，为0.37倍。整体看，公司面临一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2017—2019年，公司EBITDA不断增长。2019年，公司EBITDA为540.70亿元，同比增长5.47%；2019年，公司EBITDA利息倍数为3.95倍，全部债务/EBITDA为5.49倍。总体看，公司整体偿债能力强。

截至2020年3月底，公司共获银行授信额度约5321.13亿元，尚未使用的额度3644.00亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至2020年3月底，公司不存在占净资产金额0.5%以上的单项对外担保，公司对外担保余额合计为90263.40万元，担保规模小，公司或有负债风险很小。

公司涉及美国石膏板诉讼等多起诉讼事件，公司下属企业虽已积极应对诉讼，截至2020年3月底，北新建材与泰山石膏就上述美国石膏板诉讼事项发生的律师费等各项费用合计26.93亿元人民币。截至2019年底，公司已就未决诉讼计提1164.18万元预计负债，但仍存在部分诉讼败诉转化为实际负债的风险。

6. 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2020年6月24日，公司无未结清的不良信贷信息记录。

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。

7. 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，以及公司股东背景经营规模、市场地位等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

8. 母公司报表分析

公司主要业务经营集中于下属子公司，母公司盈利主要来自投资收益，盈利能力弱。

截至2019年底，母公司资产总额316.11亿元，其中，流动资产占9.25%，非流动资产占90.75%。流动资产主要为其他应收款（占86.22%）。母公司非流动资产主要为长期股权投资（占83.60%）。截至2020年3月底，母公司资产为347.58亿元，较2019年底增长9.95%。其中，流动资产占17.47%，非流动资产占82.53%。

截至2019年底，母公司口径所有者权益200.35亿元，其中实收资本171.36亿元，资本公积4.49亿元。截至2020年3月底，母公司口径所有者权益199.85亿元，所有者权益结构较2019年底变化不大。

截至2019年底，母公司负债合计115.76亿元，其中流动负债占82.43%，非流动负债占17.57%。流动负债中其他应付款占比较高。截至2019年底，母公司全部债务为24.37亿元，其中短期债务为4.03亿元，长期债务为20.34亿元。截至2019年底，母公司资产负债率为36.62%。截至2020年3月底，母公司负债合计147.73亿元，其中流动负债87.39亿元，非流动负债60.34亿元。总体看，母公司债务负担较轻。

2019年，母公司实现营业收入0.35亿元，实现投资收益7.32亿元，利润总额6.06亿元。2020年1—3月，母公司未实现营业收入，利润总额-0.49亿元，母公司盈利能力弱。

现金流方面，母公司经营活动现金流入和流出主要以收到/支付其他与经营活动有关的

现金为主；投资活动现金流入和流出主要为取得投资收益收到的现金和投资支付的现金；筹资活动现金流入和流出主要为取得收到其他与筹资活动有关的现金、偿还债务支付的现金为主。2019年，母公司经营活动现金流量净额为44.08亿元；投资活动现金流量净额为-67.42亿元；筹资活动现金流量净额为21.57亿元。2020年1—3月，母公司经营活动现金流量净额为-12.02亿元；投资活动现金流量净额为-15.50亿元；筹资活动现金流量净额为45.74亿元。

九、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水平影响小，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

本期中期票据基础发行规模10亿元，发行规模上限为20亿元，以下测算均以发行规模上限20亿元进行测算。本期中期票据拟最高发行规模20亿元，分别占2020年3月底长期债务和全部债务的1.51%和0.65%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响小。

截至2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.35%、63.25%和42.62%。考虑到公司于2020年6月发行“20中建材集MTN003”（发行额度12亿元）、2020年8月发行“20中建材集MTN004”（发行额度15亿元），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和长期债务资本化比率将分别上升至70.58%、63.60%和43.48%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还公司即将到期的债务融资工具，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

本期中期票据基础发行规模为 10 亿元，发行规模上限为 20 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

发行规模上限 20 亿元的 167.35 倍、206.06 倍和 93.79 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行规模为发行规模上限 20 亿元的 13.70 倍、29.27 倍和 12.93 倍；公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行规模上限 20 亿元的 22.27 倍、25.63 倍和 10.81 倍。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。

集中兑付压力方面，截至本报告出具日，公司目前存续债券共8只，考虑到行权和赎回，公司偿还债券最高年份为2025年，拟偿还本金合计32亿元。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对单年最高偿还额的保障倍数分别为16.90倍、146.55倍和20.21倍。公司EBITDA和经营活动现金流量对单年最高偿还额的保障能力很强。

表 17 公司存续债券情况（单位：亿元）

期限	余额	只数
2020 年	25.00	2
2023 年	27.00	2
2024 年	20.00	1
2025 年	32.00	2
2025 年及以后	8.00	1
合计	112.00	8

资料来源：联合资信整理

十、结论

公司是国务院国有资产监督管理委员会直属的全球最大综合性建材产业集团。公司在建材产品品种、产能规模和布局及技术水平等方面具有显著优势。近年来，受益于水泥产品景气度回升及新材料、工程技术服务等其他板块的迅速增长，公司营业收入和利润总额持续增长。但公司债务负担较重、短期债务占比高等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

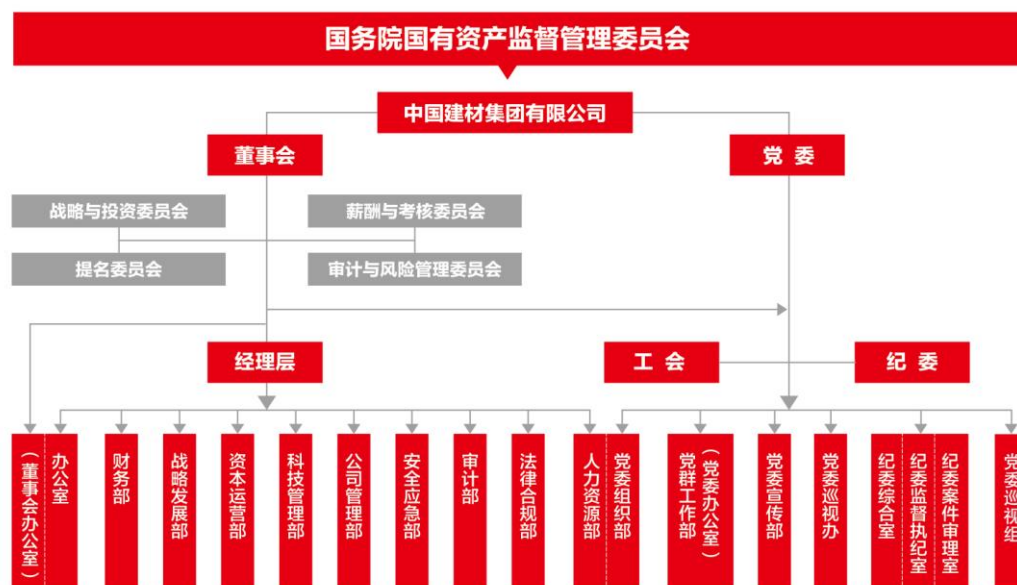
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力

很强。

未来随着公司业务的深度整合，公司发展重心将向产业链的关键环节和高端布局转移，盈利水平有望稳步提升。

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月底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司纳入合并范围的二级子公司
 (单位: 万元、%)

子公司全称	实收资本 (万元)	注册地	持股比例 (%)	业务性质
中国建材股份有限公司	843477.07	北京	41.55	建筑材料制造
中国巨石股份有限公司	350230.66	北京	26.97	玻璃纤维制造
中国建筑材料科学研究总院有限公司	211274.56	北京	100.00	自然科学研究与实验发展
中建材集团进出口有限公司	448684.61	北京	100.00	建材批发
北新建材集团有限公司	121049.02	北京	100.00	建材批发
凯盛科技集团有限公司	365447.79	北京	100.00	平板玻璃制造
中建材资产管理有限公司	15000.00	北京	100.00	总部管理
中建材联合投资有限公司	170647.29	北京	100.00	投资管理/咨询
中国建材集团财务有限公司	100000.00	北京	100.00	金融服务
中国中材集团有限公司	419626.58	北京	100.00	建筑材料制造

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)	899.79	613.15	642.62	662.85
资产总额(亿元)	5911.69	5823.28	5961.96	6001.42
所有者权益合计(亿元)	1559.01	1644.83	1764.55	1779.17
短期债务(亿元)	2188.41	1858.98	1713.74	1740.57
长期债务(亿元)	1021.28	1148.08	1254.94	1321.64
全部债务(亿元)	3209.69	3007.06	2968.68	3062.22
营业收入(亿元)	3021.18	3480.02	3981.04	643.26
利润总额(亿元)	151.06	206.68	235.18	22.74
EBITDA(亿元)	445.40	512.65	540.70	--
经营性净现金流(亿元)	274.09	585.45	646.74	-37.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.10	4.38	5.77	--
存货周转次数(次)	5.15	6.50	7.59	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.59	0.68	--
现金收入比(%)	105.75	115.43	116.73	109.50
营业利润率(%)	20.06	22.89	22.74	18.34
总资本收益率(%)	5.18	6.09	6.03	--
净资产收益率(%)	6.43	8.23	8.43	--
长期债务资本化比率(%)	39.58	41.11	41.56	42.62
全部债务资本化比率(%)	67.31	64.64	62.72	63.25
资产负债率(%)	73.63	71.75	70.40	70.35
流动比率(%)	82.84	83.35	86.68	89.51
速动比率(%)	69.92	69.88	72.44	74.83
经营现金流动负债比(%)	8.45	19.94	22.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.03	3.46	3.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.21	5.87	5.49	--

1. 2020 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资债券及私募债已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；3. 以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债；4. 2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数、2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；5. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

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)	6.58	5.74	3.96	22.18
资产总额(亿元)	262.88	266.28	316.11	347.58
所有者权益合计(亿元)	203.95	207.07	200.35	199.85
短期债务(亿元)	0.03	10.03	4.03	10.03
长期债务(亿元)	14.40	4.40	20.34	60.34
全部债务(亿元)	14.43	14.43	24.37	70.37
营业收入(亿元)	0.17	0.25	0.35	0.00
利润总额(亿元)	-6.93	3.25	6.06	-0.49
EBITDA(亿元)	-6.93	3.25	6.06	--
经营性净现金流(亿元)	24.38	3.03	44.08	-12.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	96.43	88.94	98.49	--
总资本收益率(%)	-3.18	1.47	2.70	--
净资产收益率(%)	-3.40	1.57	3.02	--
长期债务资本化比率(%)	6.59	2.08	9.22	23.19
全部债务资本化比率(%)	6.61	6.51	10.84	26.04
资产负债率(%)	22.42	22.24	36.62	42.50
流动比率(%)	130.03	97.40	30.65	69.47
速动比率(%)	130.03	97.40	30.65	69.47
经营现金流动负债比(%)	54.76	5.52	46.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	-2.08	4.44	4.02	--

注：1. 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

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

联合资信评估有限公司关于 中国建材集团有限公司 2020 年度第五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。

中国建材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。

中国建材集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国建材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，中国建材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材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，如发现中国建材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建材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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国建材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建材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建材集团有限公司联系，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。