

信用等级公告

联合〔2020〕3218号

中国建材股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国建材股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年可续期公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

中国建材股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国建材股份有限公司拟公开发行的 2020 年可续期公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国建材股份有限公司

公开发行 2020 年可续期公司债券（第二期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券发行规模：不超过 20 亿元

本期债券期限：品种一基础期限为 2 年，品种二

基础期限为 3 年，品种三基础期限为 5 年

还本付息方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

品种间回拨选择权：本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制

续期选择权：品种一基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种三基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券

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

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

评级时间：2020 年 9 月 30 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	4,535.12	4,373.98	4,459.22	4,569.55
所有者权益（亿元）	1,240.40	1,357.77	1,511.66	1,578.45
长期债务（亿元）	709.33	831.16	911.17	--
全部债务（亿元）	2,489.33	2,248.11	2,072.50	--
营业收入（亿元）	1,873.10	2,231.83	2,574.82	1,086.47
净利润（亿元）	97.97	139.14	184.58	97.01
EBITDA（亿元）	379.62	447.10	510.76	--
经营性净现金流（亿元）	252.99	485.71	633.48	205.61
营业利润率（%）	26.14	29.57	30.06	30.29
净资产收益率（%）	9.82	10.71	12.86	--
资产负债率（%）	72.65	68.96	66.10	65.46
全部债务资本化比率（%）	66.74	62.35	57.82	--
流动比率（倍）	0.71	0.73	0.81	0.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.20	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	3.94	5.22	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	18.98	22.36	25.54	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2020 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款已计入长期债务；以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债；5. 本报告 2017 年、2018 年、2019 年财务数据分别为 2018 年审计报告期初数、2019 年审计报告期初数及 2019 年审计报告期末数

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国建材股份有限公司（以下简称“公司”或“中国建材”）的评级反映了其作为大型建材央企中国建材集团有限公司最核心的产业平台和旗舰上市公司，公司水泥产品、新材料和工程服务业务均具有显著竞争优势；其水泥产品、商品混凝土、石膏板、玻璃纤维和风机叶片等核心产品产能均位居世界第一位，各主要业务板块经营规模大。同时，公司为世界最大的水泥工程服务提供商，世界最大的玻璃工程服务供应商，行业地位突出，市场竞争优势显著。伴随业务规模扩大和行业景气度提升，近年来公司营业收入、净利润和经营性净现金流逐年增长，公司资产规模很大，运营状况佳。联合评级同时也关注到国内宏观经济下行，水

泥价格波动风险、公司债务负担较重以及商誉规模较大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

2018年5月，公司与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）合并的H股换股及非上市股换股已完成，公司水泥、新材料和工程服务三大板块实现强强联合、优势互补及资源优化配置，从而进一步提升公司在全球建材行业的竞争力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 规模优势突出。公司作为大型建材央企中国建材集团有限公司最核心的产业平台和旗舰上市公司，水泥、混凝土、石膏板和玻璃纤维等各主要产品产能世界领先，规模优势突出。

2. 资产规模很大，经营情况良好。2017—2019年，公司所有者权益逐年增长，资产规模很大；公司营业收入、净利润和经营现金净流入规模均逐年增长，运营状况佳。

3. 部分原材料实现自给，具有成本优势。公司依托自有矿山，石灰石自给程度较高，且绝大部分熟料生产线配有余热发电系统，部分电力供应可实现自给，具备较强的低成本优势。

4. 股东支持力度大。公司控股股东中国建材集团有限公司是世界最大的综合性建材产业集团，具备较强的综合实力，能够为公司提供多方面的支持。

关注

1. 水泥价格波动风险。近年来水泥价格上涨并处于历史高位，但未来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，或对公司稳定盈利造成一定影响。

2. 债务负担较重，商誉规模较大。若将永续中票及永续期公司债券计入债务，公司债务负

担仍较重；因联合重组形成的商誉规模较大。

分析师

王文燕 登记编号（R0040217100010）

周珂鑫 登记编号（R0040218060004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

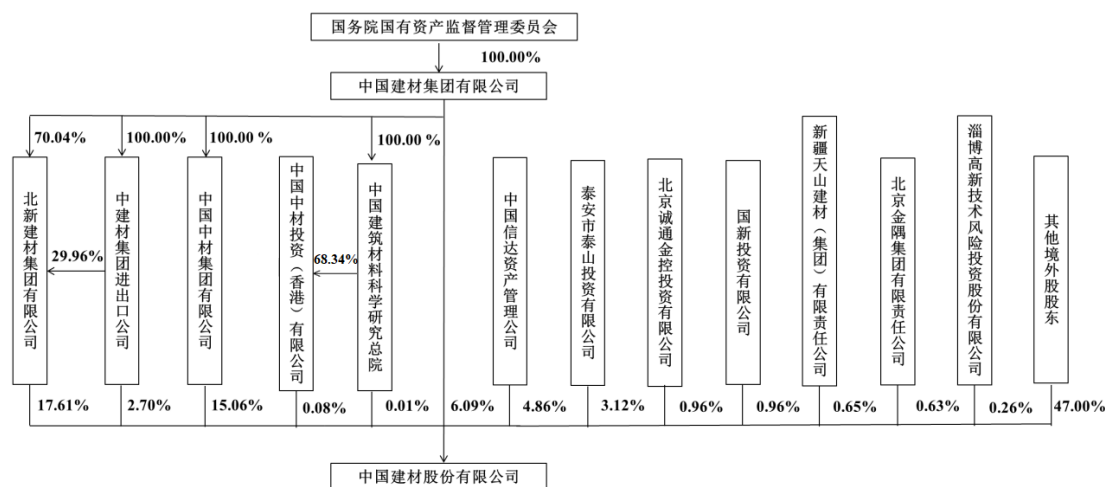
一、主体概况

中国建材股份有限公司（以下简称“公司”或“中国建材”）系由中国建材集团有限公司（原名“中国建筑材料集团有限公司”，以下简称“中国建材集团”）作为主发起人，联合北新建材（集团）有限公司、中建材集团进出口公司、中国信达资产管理股份有限公司和中国建筑材料科学研究总院，以中国建筑材料及设备进出口公司为主体整体改制设立而成，于 2005 年 3 月 28 日在国家工商行政管理总局注册成立，初始注册资本为 138,776.00 万元。

2006 年 3 月，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）和中国证券监督管理委员会批准（国资改革〔2005〕513 号，证监国合字〔2006〕2 号），公司首次在海外公开发行 75,233.4 万股 H 股，并在香港联交所主板上市，证券简称“中国建材”，证券代码“3323.HK”，此次发行上市后公司注册资本增加至人民币 207,170.00 万元。

此后，经过多次股权划转、增发股份以及资本公积转增股本，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为人民币 539,902.63 万元。2018 年 5 月，公司与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）进行合并的换股事宜已完成。截至 2020 年 6 月底，公司注册资本为 843,477.07 万元；中国建材集团为公司的控股股东，持股比例为 41.55%；国务院国资委持有中国建材集团 100%的股权，为公司实际控制人。

图1 截至2020年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司为中国建材集团旗下建材产品板块核心企业，主要经营水泥、新材料、工程服务三大主营业务。截至 2020 年 6 月底，公司设有人力资源部、财务部、投资发展部、法律事务部、审计部和董事会秘书局等 13 个职能部门（见附件 1）；纳入合并范围的一级子公司共 18 家。截至 2019 年底，公司拥有员工合计 155,606 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 4,459.22 亿元，负债合计 2,947.56 亿元，所有者权益 1,511.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,000.32 亿元。2019 年，公司实现营业收入 2,574.82 亿元，净利润 184.58 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 120.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 633.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 31.56 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 4,569.55 亿元，负债合计 2,991.10 亿元，所有者权益 1,578.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,043.21 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 1,086.47 亿元，

净利润97.01亿元，其中归属于母公司所有者的净利润58.63亿元；经营活动产生的现金流量净额205.61亿元，现金及现金等价物净增加额6.34亿元。

注册地址：北京市海淀区复兴路17号国海广场2号楼（B座）；法定代表人：曹江林。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期公司债券名称为“中国建材股份有限公司公开发行2020年可续期公司债券（第二期）”，发行规模不超过20亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。

债券期限、品种及续期选择权

本期债券分三个品种，品种一基础期限为2年，以每2个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长1个周期（即延长2年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种三基础期限为5年，以每5个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长1个周期（即延长5年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前30个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

递延支付利息权

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

强制付息事件

付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）向偿付顺序劣后于本期债券的证券进行任何形式的兑付；（3）减少注册资本。

赎回选择权

（1）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回：若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金拟用于偿还公司的债务融资工具。

三、行业分析

公司所属行业为建材行业，主营业务涉及水泥等建筑材料的生产经营。

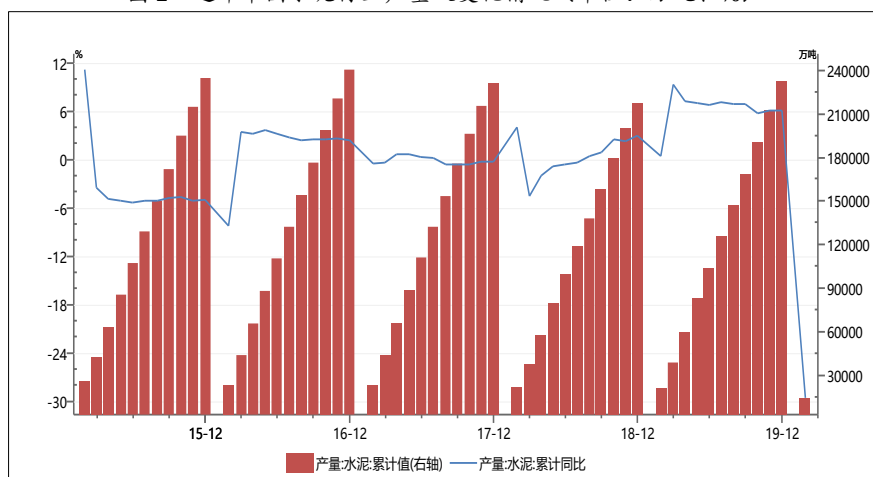
1. 行业概况

水泥的需求主要取决于下游的固定资产投资增速，近年来，国内水泥产销量波动上涨。受益于供需格局改善，水泥价格上涨，国内水泥企业盈利能力增强，2019年，水泥行业利润达到历史高位。但同时，水泥行业竞争激烈，并形成多个区域水泥竞争市场格局，整个行业存在较强的周期性波动。

建材行业是重要的基础原材料及制品产业，主要由非金属矿业、建筑材料和新型无机非金属材料三大材料产业组成，产品主要用于建筑、汽车、化工、轻工、电子、国防工业等行业。其中，水泥作为建材行业中重要的基础建筑材料，与基础设施建设密切相关。

水泥制造业具有较强的周期性，且变动趋势与国民经济、全社会固定资产投资规模的变动较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。同时，水泥制造业的周期性波动幅度往往比宏观经济更大，宏观经济对水泥制造业的影响存在一定的杠杆效应，2016年水泥行业在房地产市场的回暖（地产投资增速6.9%）和基建投资（基建投资增速18%）稳定快速增长的带动下，供需关系出现了明显改善。2017年以来，行业成本端原材料价格上涨明显，进一步影响水泥行业市场形势，全国水泥建材市场全年基本呈现震荡上行的态势，景气度持续上升，三季度之后市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2017年全国水泥产量约为23.16亿吨，同比减少0.2%，水泥行业实现收入9,149亿元，同比增长17.89%，利润总额877亿元，同比增长94.41%。2018年水泥产量为21.8亿吨，同比减少5.87%；水泥价格延续2017年以来的上涨态势，并在第四季度创下新高，水泥行业利润超过1,500亿元，达到历史高位。2019年，水泥产量为23.3亿吨，同比增长6.1%，水泥价格先抑后扬，2019年水泥行业首次突破万亿营收，实现营业收入1.01万亿元，同比增长12.5%，利润1,867亿元，同比增长19.6%，再创历史最好。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。

图2 近年中国水泥行业产量及变化情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

水泥行业早在2003年就出现产能过剩的苗头，当时立窑等落后产能的产量占总产量的78%，新型干法水泥产量占22%。到2012年，新型干法水泥产量占水泥总产量已达到90%。随着固定资产投资增速的下降，水泥产量增速下降，2013年全国水泥产能利用率仅为75.8%。在这样的背景下，2014年全国建成投产水泥熟料生产线仍有54条，总产能7,000多万吨，产能利用率不足70%，较2013年下降3个百分点，加上2015年在建项目建成投产，形成新旧过剩产能叠加局面。2016年，水泥行业产业结构调整、产能过剩问题依旧突出，熟料产能利用率也仅为68.1%。2016年以来，推进水泥行业供给侧结构性改革，通过环保手段来倒逼去产能。2017年，全国关停水泥生产线共计27条，合计年产能1,295.8万吨。2017年淘汰的生产线多数集中在日产1,000~2,500吨左右。2018年以来，行业错峰生产延续常态化，阶段性减少产品供给；生态环境保护进一步强化，矿山综合治理逐步收紧，中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用，部分落后产能淘汰出市场，总体供给收缩，供需矛盾持续改善。

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2,372万吨/年。截至2019年底，全国新型干法水泥生产线累计1,624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。受疫情影响，2020年1—3月，全国累计水泥产量2.99亿，同比下降23.9%。二季度水泥企业积极复工复产，水泥产量显著提升。2020年上半年全国水泥产量9.98亿吨，同比减少4.8%，疫情对水泥行业生产影响有所缓解。

由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。从全国大多数地区来看，春节期间建筑活动较少，通常为水泥销售的淡季，大部分水泥厂在此期间停窑大修；三季度南方地区是雨季，土建活动少，是水泥销售的淡季；12月份及一季度，受气候因素影响，是北方地区水泥行业淡季。

水泥行业具有较强的区域性。由于水泥生产工艺简单、技术门槛不高、产品价格低廉，同时体积较大、运费高、利润薄，量重价低、不易储存的特性，导致其生产和销售具有明显区域性特征。水泥生产与市场的陆地距离一般在300公里以内。受水泥销售市场半径限制，企业之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，区域内的竞争相对激烈。目前，已经形成了多范围、多格局并存的区域水泥市场。

2. 上游原材料

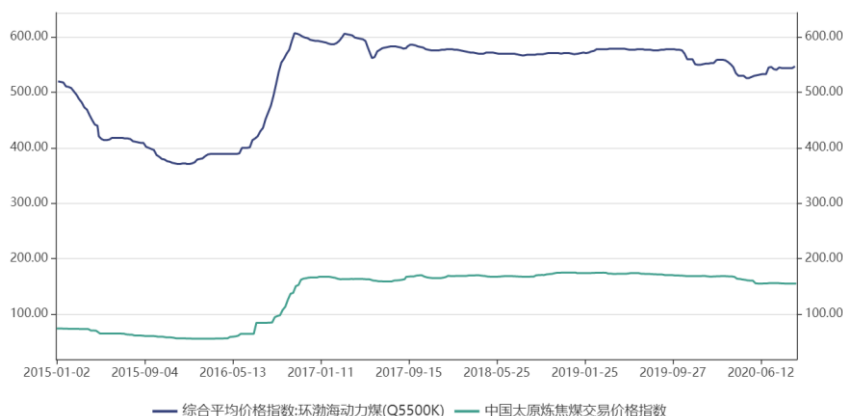
水泥生产以煤炭与电力成本为主。其中，电力价格受政府管控，变动幅度较小，而煤炭价格的波动相对较大，对水泥成本影响较显著。

水泥的生产成本主要包括煤炭、电力、石灰石等原材料成本及折旧等其他成本，其中，煤炭与电力成本约占水泥生产成本的60%（煤炭成本约占45%左右）。在水泥生产成本中，煤炭价格的波动最大，对水泥价格的影响较大；电力价格受政府管控，变动幅度较小；水泥企业一般拥有自己的矿山，石灰石资源较为丰富，价格也较为平稳，电力和石灰石原材料对水泥价格的影响相对较小。因此，影响水泥价格最主要的因素是煤炭成本。同时，运输成本也是影响水泥成本的一个重要因素。

（1）煤炭

煤炭行业于2012年结束了“黄金十年”，此后，煤炭行业开始出现严重的产能过剩，煤炭价格从2012年开始持续震荡下行。2016年2月，虽然供给侧改革已经颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4月开始实施的“276个工作日”政策使得煤炭产量从4月起大幅减少，6月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，其中中国太原炼焦煤交易价格指数同比增速于7月中旬便达到31.05%，环渤海动力煤价格指数周同比增速于9月中旬达4.27%，9月，我国逐步放开先进产能的“276个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。得益于供给侧改革的实施，煤炭价格于2016年下半年出现大幅上涨，之后一直保持较高水平。2018年以来，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，加之煤炭采购的长协机制持续完善，煤炭行业集中度持续提高，煤炭价格逐步趋稳但整体维持高位。2019年下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。2020年以来，由于新冠疫情影响，各地煤矿延迟复工，加之可能对运输造成较大影响，煤炭产地供应不足；随着港口库存的消耗，动力煤价格有所上扬。未来，随着煤炭企业逐步复产，以及疫情得到控制，运输逐步恢复，煤炭供给将逐步回升，加之政策支持，煤炭价格将逐步趋于稳定。长期看，随着优质产能释放，以及国民经济的放缓，煤炭价格或将小幅走弱。

图3 近年来动力煤及炼焦煤价格变化情况（单位：元/吨、点）



资料来源：Wind

（2）电力

国家发展改革委、工业和信息化部、质检总局联合出台了《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》（发改价格〔2014〕880号），决定自2014年7月1日起，对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策。从价格来看，淘汰类水泥企业每千瓦时电价格增加0.4元。而生产1吨熟料，电耗基本在90~110千瓦时，实施差别电价之后，这类企业生产1吨水泥的成本将上涨36~44元，生产1吨水泥的成本将增加20元左右。

水泥行业电力成本在生产制造过程中占据着相当大的比重，如果阶梯电价实施，针对这类能耗较高，或者尚未淘汰清理出局的落后企业，电价的上涨幅度必然偏高，这将大幅度压缩利润空间，令其失去市场竞争能力，最终被市场淘汰出局。由于电价受政府主导，电价波动较小，从而电力成本对水泥企业生产成本的影响相对较小。国内水泥行业为了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，余热发电可提供单位水泥生产约30%的用电。

目前，电力市场化改革逐步推进，电力交易上市建设逐步完善，交易电量显著提升；但由于竞价让利，交易电量的提升将压缩火电企业利润，将有利于企业购电成本的下降。

3. 下游需求

基础设施建设与房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量，且其投资增速情况决定了水泥需求总量。近年来，基础设施和房地产投资增速有所波动，导致水泥需求出现先下滑后增长态势。

从中国水泥的下游消费需求结构来看，基础设施建设和房地产开发建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，其投资增速情况决定了水泥需求总量。2012年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。

基础设施建设包括交通运输、水利水电和公共设施项目建设等固定资产投资，是对水泥需求拉动最直接的行业。2016年，我国基础设施建设投资保持较快增长，对西部地区投资力度增强，国家新开工西部大开发重点工程30项，投资总规模为7,438亿元，重点投向西部地区铁路、公路、大型水利枢纽和能源等重大基础设施建设领域。2017年，全国基础设施投资14.00万亿元，同比增长19.0%，全国整体水泥需求有所改善。虽然2018年以来基建投资增速出现失速下行，由年初的16.1%降至9月的3.3%，12月略有回升至3.8%。2019年，全国基建投资（不含电力等）增长3.8%，与2018年的增速基本持平，但从对水泥需求的影响来看，房地产投资的较好增长水平（尤其是新开工增速较快）对冲了基建投资下滑的影响，水泥下游需求总体平稳。

房地产投资方面，从近年房地产行业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。2019年，全国房地产开发投资132,194亿元，比上年增长9.9%，保持快速增长态势。

4. 市场价格

水泥价格受季节和政策性因素影响较大。得益于行业供给侧结构性改革的积极影响，全年水泥行业供需关系持续改善，水泥产能过剩情况有所缓解，产品价格同比涨幅明显，行业盈利水平大幅提升。未来若下游需求不及预期，水泥价格仍存在波动的可能，从而对水泥企业稳定盈利能力造成一定影响。2020年上半年，水泥价格呈高开低走态势，各区域水泥价格均有不同程度下滑。

全国水泥市场平均价格自2014年连续两年持续下行，受水泥行业供需关系改善影响，水泥市场平均价格自2016年初探底后开始持续回升，尤其是8月份以后，价格更是直线攀升。2017年以来，水泥价格呈快速上涨态势，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，环保加强，错峰生产，供给压缩明显；其次，2016年9月以来煤炭价格维持高位运行。2018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 2018 年底，全国水泥价格指数为 162.27 点，较 2017 年底的 149.90 点上涨 8.25%。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 1,867 亿元，同比增长 19.6%。2020 年上半年，整体水泥价格指数呈现高开低走的态势，目前价格仍处于历史高位。一季度属于季节性淡季，加上受疫情影响，市场恢复推迟近一个月时间，水泥价格指数由 522.06 点下跌至 456.87 点，跌幅达 12.49%。4—5 月份由于疫情期间积压的需求集中释放，水泥价格指数回升至 472.48 点，涨幅 3.4%。6 月份因多地进入梅雨季，甚至部分地区出现洪涝灾害，水泥需求大幅下滑，水泥价格指数下跌至 445.44 点，较去年同期低 27.37 点。

图 4 近年来全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图（单位：点）

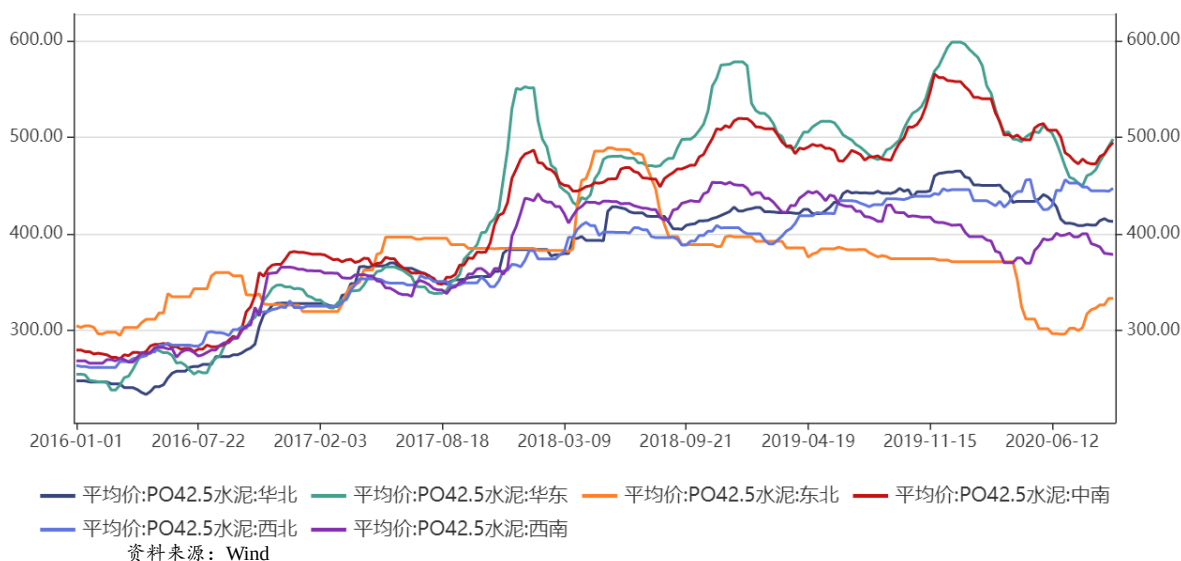


从区域水泥价格来看，水泥行业明显的区域性特征使各区域水泥价格分化较为明显，对全国利润贡献最大的华东和中南地区价格表现活跃，走势与全国基本一致。华东地区的水泥销售可以采取水路运输，水路运输的成本较低，合理的运输半径可以达到1,000公里以上，因此华东市场的开放程度较高，浙江、江苏、安徽等省的水泥销售容易相互渗透，市场价格也会受到相互影响。由于市场竞争激烈，华东地区的水泥价格波动相对较大，且长期低于全国平均价格。具体看，华东和中南地区表现突出，华东地区连续2年保持六大区域中价位最高，2019年均价518元/吨，且比2018年有所增长，涨幅4.89%。价位其次是中南地区，2019年均价503元/吨，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年同期减少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。

2020年上半年各区域水泥价格均有不同程度下滑，其中华东区域水泥均价下跌幅度最大，其次是华中地区，一方面因疫情影响市场需求同比有所下滑，另外6月份受多雨和洪涝灾害影响市场需求低迷，导致华东地区及华中地区水泥均价持续走低。跌幅最小的区域是西北区域，因疫情对西北地

区影响相对较小，水泥供需基本保持平衡状态，水泥价格波动较小。

图5 近年来各地区水泥（P.O42.5）散装市场价格情况（单位：元/吨）



5. 市场竞争

我国水泥产业已进入高速发展的阶段，区域性市场正在逐步形成，并且水泥企业开始向大型化迈进，水泥企业兼并重组将进一步加快。

水泥的区域性明显，全国水泥市场的地区差异较大，中国水泥工业经历了高速发展的时期，目前形成了成熟的七大市场竞争格局。

截至2019年底，中国（不含港澳台）前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.8亿吨，占全国总产能的76%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的58%，较上年提升一个百分点。从最新的排名来看，中国建材集团有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、唐山冀东水泥股份有限公司分列前三甲。近年，我国水泥产能集中度逐年提升，随着供给侧改革力度逐渐加大，水泥生产企业的兼并重组不断推进，未来企业扩张竞争将会更加激烈。

表1 截至2019年底全国水泥熟料产能排名

排名	集团企业名称	熟料产能（万吨/年）
1	中国建材集团有限公司	40,071
2	安徽海螺水泥股份有限公司	20,906
3	唐山冀东水泥股份有限公司（含金隅）	10,528
4	华润水泥控股有限公司	6,495
5	华新水泥股份有限公司（含拉豪）	6,092
6	山东山水水泥集团有限公司	5,534
7	红狮控股集团有限公司	5,375
8	台湾水泥股份有限公司	4,083
9	天瑞水泥集团有限公司	3,519
10	亚洲水泥（中国）控股公司	2,235

注：1. 上述熟料产能统计口径为截至2019年12月31日实际点火投产的新型干法生产线产能。2. 统计范围为中国大陆地区，不含港澳台地区。3. 按新型干法的窑型和设计规模统计

资料来源：中国水泥协会

6. 行业政策

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。

为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自2009年起，国家加大水泥、玻璃等大宗建材行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整。

表2 近年来我国水泥行业主要限制性政策法规汇总

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2017.11.1	工业和信息化部发布《关于“2+26”城市部分工业行业2017—2018年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季按照有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产
2017.12.11	中国水泥协会	首先，三年压减熟料产能 39,270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能利用率达到 70%；其次，前 10 家大企业集团的全熟料产能集中度达到 70%以上，水泥产能集中度达到 60%。力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%
2018.01	工信部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案
2018.06	国务院发布《关于全面加强生态环境保护，坚决打好污染防治攻坚战的意见》	坚决打赢蓝天保卫战、着力打好碧水保卫战、扎实推进净土保卫战、加快生态保护与修复、改革完善生态环境治理体系；严禁水泥新增产能，实施减量置换
2019.01	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
2019.06	中国建筑材料联合会发布《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》	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）7,000 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
2020.01	工业和信息化部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	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

资料来源：公开资料，联合评级整理

另外，2019年4月24日，由国家市场监督管理总局反垄断局组织召开了建材领域垄断行为告诫会。此次告诫会要求参会各方积极自查，水泥企业在市场销售中是否形成了垄断协议，是否限制了区域销售，是否存在限价销售等行为；各个协会在日常工作中是否制定了会员间限制产销量、制定排除竞争、限价控价的行为。

7. 行业关注

全行业去产能缓慢，产能过剩，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。

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，近年国家提高了环保标准，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。

水泥产品价格波动影响。

近年水泥行业景气度回升，水泥价格上涨并处于历史高位，但未来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，从而对水泥企业稳定盈利能力造成一定影响。

8. 行业发展

投资是我国稳定经济的重要手段，水泥行业整体需求有望提升。

水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势，兼并重组使行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势加强。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。近期因需求乏力，产品价格持续下滑，行业盈利空间被压缩，短期内信用质量下降。但长期看，投资是我国稳定经济的重要手段，行业整体需求有望提升。

产业结构趋于优化，行业发展质量总体上升

未来，水泥行业的投资重心将由置换落后产能向技术改造转移，尤其在节能环保方面，国家也将执行更为严格的强制性政策以推动该领域的技术改造，包括配套余热发电、水泥窑协同处理生活工业排污、重复利用煤矿渣和脱硫脱硝等。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。同时，产能限制也将促使水泥企业进行产品差异化竞争和上下游产业链整合，例如开发高标号及特种水泥、拓展混凝土业务等。此外，近年执行淘汰落后政策，新建的水泥熟料单线产能呈大型化趋势，总体看，我国水泥行业的产业结构在趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

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。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要业务板块经营规模在国际或国内市场均处于绝对优势地位，水泥等业务已形成了较为完善的产业布局，覆盖区域较广，具备较强的规模优势，综合竞争力强。

公司是全国最大的综合性建材产业集团——中国建材集团旗下建材产品板块的核心企业，主要经营水泥、新材料、工程服务等业务，是大型建材央企中国建材集团最核心的产业平台和旗舰上市

公司。公司目前已成为全球最大的水泥生产商、全球最大的商品混凝土生产商、全球最大的石膏板生产商、世界最大的风电叶片制造商，世界领先的玻璃纤维生产商、国际领先的玻璃和水泥生产线设计及/或工程总承包服务供应商。2018年5月，中国建材与中材股份合并，公司在全球建材行业的竞争力进一步提升。截至2019年末，公司水泥产能约5.21亿吨，位居世界第一；商品混凝土产能约4.60亿立方米，位居世界第一；石膏板产能27.52亿平方米，位居世界第一；风机叶片产能15.85GW，世界第一。

水泥产品是公司的支柱产业，公司通过资本运营与联合重组，实现了产能规模的快速扩张，并于2013年基本完成了水泥的产业布局。公司水泥板块以旗下中国联合水泥集团有限公司（以下简称“中联水泥”）、南方水泥有限公司（以下简称“南方水泥”）、北方水泥有限公司（以下简称“北方水泥”）、西南水泥有限公司（以下简称“西南水泥”）、天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”）、中材水泥有限责任公司（以下简称“中材水泥”）、宁夏建材集团股份有限公司（以下简称“宁夏建材”）和甘肃祁连山建材控股有限公司（以下简称“祁连山控股”）为平台，截至2019年底，公司水泥产能约5.21亿吨，位居世界第一，规模优势强；公司现有产品包括强度等级为32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R等多个品种水泥产品，覆盖市场全部水泥品种。

新材料方面，截至2019年底，公司子公司北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）石膏板产能达27.52亿平方米，位居世界第一，旗下拥有“龙”牌、“北新”、“泰山”、“金邦”和“TBO”等品牌，其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板已经逐步发展成为业内公认的知名品牌，在技术质量、销售价格和市场份额上均具有国际竞争力。公司的玻璃纤维及复合材料板块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”）、中材高新材料股份有限公司（以下简称“中材高新”）和中材金晶玻纤有限公司（以下简称“中材金晶”）经营。截至2019年底，公司风电叶片产能规模达15.85GW/年，位居世界第一。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风电叶片，约占该项目叶片总需求量的80%；此外，中国复材75米6MW风电叶片成功下线，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，中材科技积极开拓市场，持续加强产品研发，根据市场需求变化加快产品结构升级，合计销售风电叶片7,941MW（2MW及以上产品超过80%），市场占有率逆势提升，继续领跑风电叶片市场。截至2019年末，中材科技共拥有6大系列59个产品型号，适用于高低温、高海拔、低风速、沿海等不同运行环境。

工程服务板块方面，公司工程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，是上海市高新技术企业，是公司的工程技术平台，拥有建筑材料行业以及轻纺（日用硅酸盐）、建筑工程、环境污染治理专项工程的设计和工程总承包、工程咨询、工程监理等甲级资质及对外经营权，设有联合国工发组织和中国政府合建的中国玻璃发展中心等7个行业性机构，通过ISO9001:2000质量管理体系认证。中材国际于2005年4月12日在上海证券交易所挂牌交易，中材国际注册资本为175,425.79万元，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。依托水泥工程技术装备主业，中材国际致力于向节能环保、多元化工程、境外水泥投资等新产业领域拓展。

表3 截至2019年底公司各板块业务产能及行业地位

产业板块	公司名称	主要业务板块	产能情况	行业地位
------	------	--------	------	------

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/2.00 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/0.10 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	
	泰山玻璃纤维	玻璃纤维	92.70 万吨	世界第一
	中国巨石	玻璃纤维	181.60 万吨	

资料来源：公司提供

2. 技术水平与节能环保

公司生产工艺与技术领先，水泥及轻质建材生产线配备了节能减排及环境保护设施，能够实现资源的综合利用、节能减排并降低生产成本。

公司以建设创新型企业试点为平台，推进科技与产业协同发展，在水泥万吨生产线工艺技术及石膏板、兆瓦级风机叶片、大型无碱池窑拉丝生产工艺与装备、信息显示液晶玻璃基板技术、薄膜太阳能电池用TCO导电膜玻璃基板技术、太阳能光伏玻璃技术、大型节能环保立磨设计制造技术等方面保持行业领先地位。目前公司的大部分业务板块都建立了企业技术中心，其中一些中心参与了行业标准的制定；子公司北新建材在1996年即被授予第一批国家级企业技术中心。公司技术创新管理体系获国家级企业管理现代化创新成果二等奖，自主知识产权专利技术和专利保有量在北京地区排名前五位、建材行业排名第一位，是全国专利系统先进企业。

公司重视环境保护和节能减排，加强环境保护工作力度，进一步加大节能减排、技术改造及环境保护设施投入。公司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，能够实现水泥生产过程自动化和高效、优质、低耗、环保；约90%的熟料生产线均配有余热发电系统，公司生产所需用电的30%可由生产线配备的余热发电系统实现自给。此外，公司水泥熟料生产线配套脱硝装置、收尘设备等，减少氮氧化物和粉尘排放，并综合利用粉煤灰、矿渣、炉渣和脱硫石膏等固体废弃物，进一步推进了环境保护及节能减排。此外，公司石膏板生产线采用工业废弃物即工业副产石膏为原料，大量消纳电厂、化肥厂工业废渣，成为新型建材行业节能减排的典范；生产线也均配备了余热利用设备以及先进的燃煤沸腾炉燃烧技术，实现了工业废水、废料的回收利用，并充分利用生产过程中的余热，节约能耗，降低生产成本，实现资源的综合利用。

3. 人员素质

公司高层管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展；作为生产型企业，公司员工构成能够满足目前生产经营需要。

截至2020年6月底，公司董事共14名，高管共15名。其中董事长1名，为公司的法定代表人；监事会主席1名；总裁1名，对董事会负责，主持公司的全面生产经营管理工作。

公司董事长兼执行董事曹江林先生，1966年生，工商管理硕士学位，国务院批准的享受政府特殊津贴人员，具备丰富的建材行业业务及管理经验。曹先生自2018年6月至今任公司董事长，自2014年4月至今任中国建材集团总经理，自2012年1月至2016年3月任中国联合水泥董事及西南水泥董事长，

自2009年9月至今任北新建材监事会主席，自2009年3月至2017年6月任北方水泥董事长，自2007年9月至今任南方水泥董事长，自2005年10月至今任中国建材集团董事，自2005年8月至今任北新集团监事会主席，自2005年3月至今任本公司执行董事，自2005年3月至2018年6月任本公司总裁，自2004年10月至2009年8月任北新建材董事长，自2004年9月至2016年4月任中建材工程董事，自2004年9月至2016年3月任中国复材董事，自2002年6月至今任中国巨石股份有限公司（原名“中国玻纤股份有限公司”，以下简称“中国巨石”）董事长，自2002年3月至2014年8月任中建材投资有限公司（以下简称“中建材投资”）董事长，自1998年4月至2005年10月在中国建材集团及本集团任多个职务。

截至2019年底，公司员工总数155,606人，从岗位构成来看，生产人员占60.63%，技术人员占21.57%，管理人员占17.80%；从教育程度来看，研究生及以上学历占2.33%，本科学历占13.34%，大专学历占17.73%，中专学历占22.16%，高中及以下学历占44.44%；从年龄结构来看，51岁及以上员工占15.24%，41~50岁占33.35%，36~40岁占20.60%，35岁及以下占30.82%。

4. 外部环境

（1）股东背景

中国建材集团业务规模大、实力雄厚，能够为公司提供多方面的支持。

公司控股股东为中国建材集团，实际控制人为国务院国资委。中国建材集团于1984年经国务院批准设立，2003年成为国务院国有资产监督管理委员会直接监督管理的中央企业。中国建材集团是我国最大的综合性建材产业集团，已形成了建材产品、装备制造、相关工程技术服务、建材贸易和物流四大业务板块。中国建材集团是中国建材行业百强第一名；位列美国《财富》杂志公布的2018年世界500强企业第243位，连续八年入围世界五百强。

2016年8月，中国建材集团与中材集团实施战略重组，将中材集团无偿划转入中国建材集团，同时将中国建筑材料集团有限公司更名为中国建材集团有限公司，重组后中国建材集团规模进一步扩大，竞争力进一步增强，成为世界最大的综合性建材产业集团。截至2019年末，中国建材集团总资产5,961.96亿元，负债4,197.40亿元，净资产1,764.55亿元，2019年度实现营业总收入3,981.04亿元，净利润148.72亿元。

（2）税收优惠与外部支持

公司享受税收优惠政策，外部发展环境良好。

企业所得税方面，公司部分附属公司获豁免或按优惠税率15%纳税。此外，国务院在1996年发出《鼓励天然资源综合利用通知》，通过优惠政策鼓励及支持企业综合利用天然资源，财政部和国家税务局发布《关于资源综合利用及其他产品增值税政策问题的通知》（财税〔2008〕156号）《补充通知》（财税〔2009〕163号）等多项规定，对若干环保产品，包括使用工业废料作部分原材料的资源综合利用产品，以增值税退税方式和财政贴息的方式提供优惠；公司已缴增值税而又具备资格的产品，在获得相关政府部门批准后，实时或日后可获退税。2017—2019年，公司分别获得资源综合利用增值税返还12.82亿元、13.75亿元和11.61亿元；此外，公司还分别获得财政贴息0.03亿元、0.15亿元和0.002亿元。

五、公司管理

1. 治理结构

公司已建立了与现代企业相适应的决策监督制约机制，符合上市公司的相关监管规定，法人治理结构基本完善。

公司根据《公司法》《联交所证券上市规则》等境内外相关法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司股东享有法律法规、《公司章程》规定的各项权利，通过召开股东大会的形式实现自身权益；股东大会是公司最高权利机构，《股东大会议事规则》能切实予以执行。

公司董事会由 14 名董事组成，设董事长 1 名，独立非执行董事 5 名；董事由股东大会选举产生，董事长由全体董事的过半数选举和罢免。

公司监事会成员 8 人，设监事会主席 1 名，2 名为股东代表、2 名独立监事、3 名职工代表；股东代表和独立监事由股东大会选举产生，职工代表监事由职工民主选举产生，监事会主席的任免需由三分之二以上监事会成员表决通过。

公司设总经理（即总裁）1 名，对董事会负责，主持公司日常生产经营管理工作，并组织实施董事会决议、公司年度经营计划和投资方案等；公司设副总经理（即副总裁）若干名，财务负责人（即财务总监）1 名。

2. 管理制度

公司部门设置合理，内部管理制度较健全，管理运作情况较好。

公司制定了由预算管理制度、投融资管理制度、借款及担保制度和关联交易等管理制度组成的公司日常管理制度。

对子公司管理方面，公司下属子公司较多，为了规范下属子公司的运作，保证下属子公司的生产经营，提高对下属子公司的控制力，公司通过制定《董事会提名委员会工作细则》《财务总监委派及工作办法》《借款及担保管理制度》《预算管理办法》《资金管理办法》《财务信息化工作管理办法》《固定资产管理办法》等一系列管理办法对下属子公司人事、财务、资产等方面进行统一管理。

投资管理方面，公司制定《股权投资管理制度（试行）》《固定资产投资管理制度（试行）》《风险投资管理制度（试行）》等管理办法，在对外投资、收购出售资产等方面严格按照适用规定进行操作。公司投资发展部负责公司资产重组、收购、兼并、股权转让、股权投资等业务，对各子公司相关业务进行统一管理，公司各项投资经营活动均得到合理规范的管理。

资金管理方面，公司制定了《资金管理办法》，明确了现金管理制度，银行结算管理制度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。公司规范了资金业务，保障了资金使用的安全、效益和效率。

借款及担保管理方面，为规范公司、下属子公司及各级控股公司的借款及担保行为，规避和降低借款及担保风险，公司根据《中华人民共和国担保法》以及《公司章程》的有关规定，制定了《借款及担保管理制度》。下属子公司及各级控股公司在新增借款和授信额度前须公司批准；未经公司批准，下属子公司及各级控股公司不得提供对外担保。公司严控新增负债，加强有息负债管理，防控债务风险，不断优化债务期限结构，加强存量债务管理和动态监测，建立多层次债务风险管控体系。

关联交易方面，公司根据《公司法》以及《香港联合交易所有限公司上市规则》制定了《关联（关联）交易管理制度》，保证关联交易遵守公平、公正、公开的原则，并确保公司开展的关联交易符合股东的整体利益以及相关规则。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入以水泥板块为主。近三年，受水泥价格上涨及 2019 年销量增加影响，公司营业收入及净利润均逐年增长，经营情况持续好转，综合毛利率保持较高水平。

公司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，公司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，公司净利润分别为 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，公司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，水泥板块为公司收入的最主要来源，2017—2019 年，水泥价格上涨推动公司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，公司积极开拓市场，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%。公司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 4 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	1,284.19	69.34	28.51	1,593.60	72.31	33.16	1,818.49	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	30.30	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	1,851.93	100.00	27.40	2,203.95	100.00	31.03	2,546.87	100.00	31.22	1,066.74	100.00	31.48

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

资料来源：公司提供

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，公司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%。由于水泥板块在公司收入中占比较大，公司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，公司实现营业收入 1,086.47 亿元，同比下降 4.95%；实现营业利润 135.93 亿元，同比下降 6.27%。实现净利润 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。

2. 水泥板块

公司已基本完成了对水泥及相关产品的产业布局，产品品种齐全，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。近三年，公司水泥熟料产量逐年增长；水泥熟料、混凝土实际产销率高；主要区域水泥熟料及混凝土产品价格逐年上涨，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。公司通过资本运营与联合重组的方式，于 2013 年基本完成了对水泥产品的产业布局，经营规模逐步扩大。公司通过联合重组、新建、扩建水泥熟料生产线和粉磨站，并不断延伸产业链，近年来，公司积极推进水泥板块联合重组，逐步获得了区域经济优势。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，近三年，水泥及熟料、商品混凝土收入均逐年增长，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构成部分，近三年占比均在 70%以上；毛利率方面，水泥及熟料和商品混凝土毛利率略有差异，其中，水泥及熟料毛利率随着行业环境的变化逐年提高，而商品混凝土毛利率波动提升。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—6 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 35.81%和 27.57%，基本保持稳定。

表5 公司水泥板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

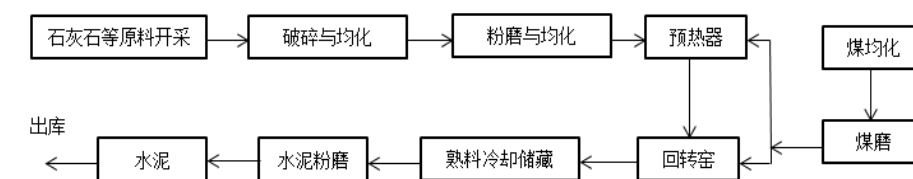
项目	2017 年（已重述）			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥及熟料	972.71	75.75	30.08	1,176.76	73.84	35.24	1,300.94	71.54	35.63	528.91	71.25	35.81
商品混凝土	311.48	24.25	23.63	416.84	26.16	27.27	517.55	28.46	26.88	213.45	28.75	27.57
合计	1,284.19	100.00	28.51	1,593.60	100.00	33.16	1,818.49	100.00	33.14	742.36	100.00	33.44

资料来源：公司提供

（1）产品生产

公司水泥相关产品包括熟料、水泥和混凝土。在水泥工业中，最常用的是硅酸盐水泥熟料，硅酸盐水泥熟料加适量石膏磨细后即成硅酸盐水泥。公司水泥产品包括强度等级为 42.5、42.5R、52.5、52.5R 等多个品种水泥产品，覆盖市场全部水泥品种。商品混凝土是当代最主要的土木工程材料之一，公司主要以自有搅拌站生产商品混凝土。

图6 公司水泥生产工艺流程图



资料来源：公司提供

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，生产能力主要集中在淮海经济区、东南经济区、东北地区、西南地区及西北区域等区域。

从产量来看，近三年，公司水泥及熟料产量逐年增长，分别为6.01亿吨、6.15亿吨和6.73亿吨。2019年度，公司水泥产能利用率约为70.80%，熟料产能利用率约为82.50%，公司按照相关政策规定执行各类错峰生产等调结构、促环保要求，故产能利用率偏低。

（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。其中，原材料包括石灰石、

粘土、砂岩等，约占生产成本的 20%~30%，其中石灰石是最主要的原材料。煤炭是公司水泥生产的主要燃料，约占生产成本的 35%~40%。电是公司水泥生产的主要能源，约占生产成本的 15%~20%。

成本控制方面，公司部分石灰石及电力资源能够实现自给，且能够依靠规模优势获得较低的煤炭采购价格，具备一定的成本优势。公司石灰石来源主要依靠自有矿山，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，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。此外，在降本增效方面，公司水泥板块重点控制煤耗、电耗、余热发电量、维修费用等；深化采购集中管理，推广直供煤使用，降低采购成本；深入推进精益生产和精细管理，加强成本分析、预实差异分析，现场管理和生产运营水平进一步提升。

公司目前实施区域化集中采购，即建立区域采购中心，统一对原材料进行招标采购。在煤炭采购中，为减少受外部市场环境及煤炭价格影响，公司与多家煤炭经销商建立了长期合作关系，保证燃料稳定供应的同时获取较低的采购价格。受到行业特性的影响，水泥企业原材料供应商集中度相对较低。

原材料采购的结算方面，公司一般会采用货到付款的方式进行结算，通常有一定的账期；此外公司在大宗燃料采购时也会选择预付货款的方式，用以获取一定的价格优惠。

(3) 产品销售

公司在产品销售中采用市场营销集中策略，即按照“营销集中、产销分离”的目标，建立总部市场部、区域营销中心及工厂业务部三级营销组织体系，直接统一对外销售。由于水泥产品自身特点，销售半径通常在 200 公里以内，但在行业景气度低迷的环境下，能够产生经济效益的销售半径进一步缩短。其中，中联水泥销售网络覆盖山东、河南、江苏和内蒙等地区，并确立了在山东等地区的水泥销售主导地位；南方水泥销售网络覆盖浙江、湖南、江西、上海、江苏、广西等地区，并确立了在浙江、湖南、江西、上海等地区的主导地位；北方水泥销售网络覆盖东北三省大部分城乡地区，并确定了在吉林及黑龙江等地区水泥市场的主导地位；西南水泥覆盖四川、云南、贵州、重庆等地；天山水泥销售网络覆盖新疆、江苏等地区，并确立了在新疆地区的水泥销售主导地位；中材水泥销售网络覆盖广东、汉中、安徽和湖南等地；宁夏建材销售网络覆盖宁夏、甘肃、内蒙、陕西等地区，并确立了在宁夏地区的主导地位；甘肃祁连山销售地域范围覆盖甘肃、青海省全境，西藏拉萨、那曲、昌都等铁路公路沿线地区，以及四川松潘、九寨沟等与甘肃省连界地区，并确立在甘肃、青海地区的销售主导地位。

从销售量来看，2017—2019 年，公司水泥及熟料销量（含原中材股份）分别为 3.77 亿吨、3.69 亿吨和 3.91 亿吨，产销率分别为 62.69%、60.03%和 58.16%，产销率较低主要系公司在计算产量时未将自用的熟料产量扣除所致，实际产销率为 100%左右。近三年，公司商品混凝土销量（含原中材股份）分别为 0.90 亿立方米、0.96 亿立方米和 1.12 亿立方米，产销率均为 100%。2020 年 1—6 月，公司水泥及熟料、商品混凝土销量分别为 1.64 亿吨和 0.46 亿立方米。

表 6 公司水泥、熟料、混凝土产销情况（单位：万吨、万立方米、元/吨、元/立方米）

公司	产品	产销量	2017 年	2018 年	2019 年
中联水泥	水泥熟料	产量	11,046.30	10,899.54	11,879.29
		销量	6,701.20	6,502.70	6,850.40
		价格	269.64	338.20	370.11
	混凝土	产量	3,650.10	3,684.66	4,750.83
		销量	3,650.10	3,684.66	4,750.83

		价格	343.70	438.26	472.86
南方水泥	水泥熟料	产量	18,467.00	18,765.80	21,352.24
		销量	11,306.40	11,527.28	12,123.47
		价格	249.12	329.87	341.35
	混凝土	产量	4,151.10	4,751.94	5,168.78
		销量	4,151.10	4,751.94	5,168.78
		价格	345.40	324.10	475.93
北方水泥	水泥熟料	产量	2,902.70	2,427.51	2,941.16
		销量	1,833.20	1,543.03	1,817.09
		价格	307.97	324.94	291.37
	混凝土	产量	288.90	321.90	342.61
		销量	288.90	321.90	342.61
		价格	334	359.64	342.24
西南水泥	水泥熟料	产量	14,952.10	16,178.72	16,501.02
		销量	8,868.60	9,398.58	9,614.51
		价格	246.95	297.21	307.11
	混凝土	产量	133.30	130.84	105.96
		销量	133.30	130.84	105.96
		价格	295.00	330.27	344.21
中材水泥	水泥熟料	产量	2,155.20	4,052.22	4,294.47
		销量	2,739.80	2,463.36	2,609.32
		价格	244.79	336.70	353.26
	混凝土	产量	77.74	67.88	72.96
		销量	77.74	67.88	72.96
		价格	316.22	480.81	519.58
天山股份	水泥熟料	产量	3,655.63	3,004.74	3,302.26
		销量	2,288.55	1,946.16	2,148.73
		价格	272.79	350.18	399.72
	混凝土	产量	268.64	211.03	204.95
		销量	268.64	211.03	204.95
		价格	311.19	431.06	424.71
宁夏建材	水泥熟料	产量	2,800.18	2,401.12	2,693.71
		销量	1,567.69	1,389.00	1,524.19
		价格	235.73	254.64	258.82
	混凝土	产量	166.77	133.00	177.19
		销量	166.77	133.00	177.19
		价格	314.38	321.73	322.67
祁连山控股	水泥熟料	产量	3,724.20	3,295.09	3,908.02
		销量	2,153.18	1,926.57	2,266.55
		价格	253.72	275.71	275.69
	混凝土	产量	134.34	97.88	151.80
		销量	134.34	97.88	151.80
		价格	342.46	376.16	381.81
中建材投资	水泥熟料	产量	403.28	445.46	396.80
		销量	220.41	201.48	170.51
		价格	241.48	273.68	332.08
	混凝土	产量	171.86	199.89	205.22

合计		销量	171.86	199.89	205.22
		价格	277.78	349.43	459.77
	水泥熟料	产量	60,106.60	61,470.19	67,268.97
		销量	37,679.02	36,898.30	39,124.80
	混凝土	产量	9,042.75	9,599.00	11,180.30
		销量	9,042.75	9,599.00	11,180.30

注：上表中合计数据为公司水泥及水泥熟料、混凝土的总体产量及销量情况，除中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥、天山股份、宁夏建材、祁连山控股外，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

从销售价格来看，各销售区域产品价格差异较为明显。2018 年，除南方水泥的混凝土价格小幅下降 6.17%外，其他产品价格均保持上涨，其中，中材水泥上升幅度最大，水泥熟料和混凝土价格分别较上年上升 33.75%和 52.05%，产品价格达到相对历史高位。2019 年，除北方水泥的水泥及熟料价格下降 10.33%、祁连山控股的水泥熟料和天山股份混凝土价格微降外，其他产品价格均保持不同程度上涨。

从销售对象来看，公司水泥产品主要销售对象主要包括搅拌站、水泥制品企业、重点工程业主、房地产开发商或施工单位、乡镇市场经销商等，销售对象分布较广，集中度低。

结算方面，公司水泥和熟料销售采用“现款交易为主，赊销和预收为辅”的结算方式。

3. 新材料

(1) 轻质建材板块

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

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。

采购方面，北新建材石膏板生产的主要原材料包括石膏和护面纸，由石膏板事业部直接进行大宗原料的采购和供应商的选择。其中，北新建材纸面石膏板的生产采用燃煤电厂的工业废弃物即工业副产石膏为原材料，不仅能够降低生产成本，还能够节约天然石膏，并对工业废弃物实现资源的综合利用，实现环境保护。公司生产基地与燃煤电厂等供应商的距离一般控制在 100 公里以内，以缩短工业副产石膏的采购距离，从而降低物流成本。公司与包括中国华能集团、中国电力投资集团公司等五大电力集团在内的工业副产石膏及护面纸的主要供应商保持了稳定的合作关系。北新建材与供应商结算一般采用现款现货或延期付款的方式，账期通常在 1~3 个月。

北新建材石膏板的生产采用以销定产的模式，稳步推进全国范围内生产基地的建设。通过工艺改进和技术升级，2003 年以后的新建石膏板生产线已全部采用工业废弃物即工业副产石膏为原料，已有生产线原料系统也已全面实施工业副产石膏改造，大量消纳电厂、化肥厂工业废渣，生产出的产品在建筑中可以减少对传统黏土砖的使用，并减少天然资源的消耗，成为新型建材行业节能减排的典范。此外，北新建材新建石膏板生产线均配备了余热利用设备以及先进的燃煤沸腾炉燃烧技术，实现了工业废水、废料的回收利用，并充分利用生产过程中的余热，节约能耗，降低生产成本，实现资源的综合利用。

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，2017—2019 年，石膏板产量分别为 18.26 亿平方米、18.83 亿平方米和 19.94 亿平方米，逐年增长；产能利用率分别为 83.68%、76.23%和 72.46%，石膏板产能利用率小幅下降。

表7 北新建材石膏板产销情况（单位：亿平方米、%）

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，主要渠道：一是通过各主要区域市场中的传统经销商合作伙伴推广产品及体系，同时北新建材在各地建立办事机构协助经销商做好公关、服务及销售工作；二是向装饰公司等用户采取直接战略合作的方式，推进进一步的稳固合作；三是随着近年来应用领域的拓展，北新建材也随之拓宽了渠道方向，发展行业客户，随着石膏板逐渐进入家装领域以及精装修楼盘的增多，北新建材也相应与一些房地产商、家装公司签订了战略合作协议。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，覆盖个大中城市和发达地区县级市。2017—2019 年，北新建材石膏板销量分别为 18.21 亿平方米、18.69 亿平方米和 19.66 亿平方米，销售规模稳步扩大，产销率均在 98%以上。

品牌方面，北新建材目前旗下有“龙”牌、“北新”、“泰山”、“金邦”和“TBO”等品牌，其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板分别定位于高端与中端消费群体，已经逐步发展成为业内公认的知名品牌，在技术质量、销售价格和市场份额上均具有国际竞争力。

（2）玻璃纤维及复合材料板块

公司玻璃纤维及复合材料业务品牌知名度高，产品种类丰富，风机叶片业务具备一定的规模优势。2019 年，公司大部分高新材料产量和销量均有所增长，产销率保持较高水平。

公司的复合材料板块由中国复材、中材科技、中材高新和中材金晶经营，主营业务是风机叶片和玻璃纤维的生产和销售以及 CNG 气瓶、过滤材料和先进陶瓷等产品。高新材料业务主要通过中国复材、中材科技及中国高新运营，玻璃纤维业务主要通过中材科技的子公司泰山玻纤和中材金晶以及参股公司中国巨石经营。

风电叶片方面，中国复材风电叶片生产技术和质量始终处于国内领先水平，并在产品开发上实现了从 1MW 到 1.5MW、2MW 乃至 3.6MW 的系列化推进，目前正在开发 6MW 产品。中国复材已形成 ISO9001 质量体系、ISO14001 环境管理体系标准和职业健康安全标准三个管理体系同时运行的良好格局。

2019 年末，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。中国复材产品生产完工后需经过安装、运行等阶段，相应的结算一般分为预付款、交货验收付款和质保三个阶段。通常情况下，在合同签订时预付 20%订金，产品发出时付款 50%，交货验收时付款 25%，剩余的 5%作为产品质保金。

中材科技自 2007 年开始发展复合材料风电叶片业务，经营主体为其子公司中材叶片。凭借自身强大的研发能力和高新技术储备，中材科技风电叶片生产技术和质量始终处于国内领先水平，并在

产品开发上实现了从 1.5MW 到 2MW、3MW 乃至 6.7MW 的系列化推进。中材科技注重于产品研发，并根据市场需求快速调整产品结构和产能布局。2019 年，中材科技积极开拓市场，持续加强产品研发，根据市场需求变化加快产品结构升级，合计销售风电叶片 7,941MW（2MW 及以上产品超过 80%），市场占有率逆势提升，继续领跑风电叶片市场。截至 2019 年末，中材科技共拥有 6 大系列 59 个产品型号，适用于高低温、高海拔、低风速、沿海等不同运行环境。

由于风电叶片受运输成本影响较大，中材科技将生产基地设立在靠近最终用户的区域，目前已基本形成了北京延庆、甘肃酒泉、吉林白城、内蒙锡林、江苏阜宁、江西萍乡、河北邯郸七个生产基地，覆盖了主要的目标客户市场。中材科技坚持以市场订单为导向，合理规划生产布局，根据市场形势及时有效地对各产业基地的各型号模具和生产进度进行调整，并实时配套增加了畅销产品的模具数量，最大限度地释放了产能，生产制造出了适应市场需求的产品，为公司市场开拓奠定了坚实的基础。

公司玻璃纤维业务主要由中材科技下属子公司泰山玻纤和中材金晶以及参股公司中国巨石经营。公司目前是全球五大玻璃纤维制造企业、国内三大主要玻纤生产基地之一。泰山玻纤是国家科技部认定的国家重点高新技术企业、国家 863 科技成果转化基地、国家科技兴贸重点出口企业，拥有我国玻纤行业首家企业博士后科研工作站，唯一的国家级技术中心。

表8 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）	2,157	2,322	2,521	2,453	2,850	2,888
风力发电叶片-中材科技（兆瓦）	4,864	4,859	5,154	5,587	8,218	7,941
气瓶（万只）	16	16	18	19	39	38
高温过滤材料（万平方米）	544	548	534	536	585	576
玻璃微纤维纸（吨）	15,465	14,999	14,910	15,443	15,796	15,649
太阳能多晶硅熔炼器（只）	148,083	150,771	82,964	101,378	48,425	49,318
精细熔融石英陶瓷（条）	41,344	40,698	46,020	45,732	45,350	45,550
微晶氧化铝陶瓷制品（吨）	38,388	42,441	38,984	37,974	38,561	35,398
高压电瓷绝缘子（吨）	42,409	44,386	33,817	34,712	44,214	41,059
玻璃钢缠绕类产品（吨）	14,905	16,597	20,308	20,976	24,582	25,348
PVC 复合地板（万平方米）	586	579	553.88	565.90	625.18	614.38

资料来源：公司提供

2017—2019 年，中国复材和中材科技的风力发电叶片合计产量分别为 7,021 兆瓦、7,675 兆瓦和 11,068 兆瓦；合计销量分别为 7,181 兆瓦、8,040 兆瓦和 10,829 兆瓦。2019 年，中国复材和中材科技的风力发电叶片合计产量同比增长 44.21%，风力发电叶片合计销量同比增长 34.69%。2017—2019 年，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。

4. 工程服务板块

近三年，公司工程服务新签合同额基本保持稳定，在手合同额规模较大，能够满足未来一段时间经营需要，拥有较强的市场竞争力。

公司工程服务板块主要由中国建材国际工程和中材国际经营。

中国建材国际工程紧抓玻璃、水泥、新能源等工程技术市场经营，加强科技创新，签订发达国

家超大吨位浮法玻璃生产线订单，国际市场竞争力进一步加强；拓展产业链，发展高端装备制造，不断提升工程服务附加值和整体效益；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；坚持自主创新与集成创新相结合，增强企业发展核心竞争力。工程款的结算通常分几个阶段，开工前业主按照合同金额预付 15%~30%的款项，在设备到货后付到总金额的 60%~70% 设备安装调试完成后付到总金额的 90%，剩余部分待质保期满后付清。

中材国际主要面向国内外的水泥建材生产商，为其提供生产线设计、设备采购及工程总承包服务。国内水泥工程 EPC 参与主体较少，公司是主要参与方，公司执行的 EPC 合同市场份额超过 80%。公司执行的设备制造合同市场占有率超过 30%。大型水泥工程安装业务主要竞争者是民营企业，公司执行的水泥工程安装业务合同市场份额超过 50%。

近年来，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。近三年，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9 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— 6 月新签合同 额	截至 2020 年 6 月末正在 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	18.82	28.45
	水泥工程及服务	42.68	24.60	51.14	6.37	62.48
	新能源工程及服务	64.96	54.97	70.31	20.57	76.27
	新房屋工程及服务	1.30	62.05	11.59	2.17	27.60
	小计	163.30	204.21	193.26	47.93	194.80
中材 国际	工程建设	259.47	233.28	238.86	80.97	309.98
	装备制造	37.14	39.09	43.00	20.87	27.12
	环保	24.64	32.54	21.50	14.46	19.10
	生产运营管理	35.41	2.31	6.77	0.00	51.85
	其他	2.18	2.64	2.74	1.84	4.35
	小计	358.84	309.86	312.86	118.13	412.40
合计		522.14	514.07	506.13	166.06	607.20

资料来源：公司提供

近三年及一期，中国建材国际工程的业务不断扩展国际市场，涉及区域为东南亚、西亚、中东等。2017—2019 年，中国建材国际工程、中材国际新签合同额分别为 522.14 亿元、514.07 亿元和 506.13 亿元，新签合同规模保持较高水平。截至 2020 年 6 月末，正在执行的合同额 607.20 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。

5. 重大事项

本次吸收合并为“两材合并”（中国建材集团有限公司与中国中材集团有限公司）下两家香港上市公司的整合，有利于实现强强联合、优势互补以及资源优化配置，从而进一步提升公司在全球建材行业的竞争力。

公司采用换股吸收合并的方式与中材股份，证券代码“1893.HK”）进行合并，即中国建材将向中材股份换股股东发行中国建材 H 股及中国建材非上市股，换股比例为每 1 股中材股份 H 股和非上市股可以分别换取 0.85 股中国建材 H 股和非上市股，并且拟发行的 H 股股票将申请在香港联合交易所有限公司上市流通。在换股后，中材股份 H 股从香港联交所退市，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由公司承接与承继。

2017 年 9 月 8 日，本次吸收合并及关事项分别获得公司和中材股份董事会批准。2017 年 12 月 6 日，公司召开 2017 年第一次临时股东大会、2017 年第一次 H 股类别股东会、2017 年第一次内资股类别股东会分别审议通过了本次合并的相关议案，批准本次合并；同日，中材股份召开的股东特别大会、H 股类别股东大会分别审议通过本次合并的相关议案。本次合并实施完成后，公司控股股东和实际控制人不变，仍为中国建材集团有限公司。

2018 年 3 月，中国证券监督管理委员会已就本次合并作出了《关于核准中国建材股份有限公司增发境外上市外资股的批复》（证监许可〔2018〕482 号），核准中国建材增发不超过 989,525,898 股境外上市外资股，每股面值人民币 1 元。香港联交所已批准中材股份 H 股于联交所退市，自 2018 年 4 月 23 日下午 4 时整起生效。

H 股换股（即向中材股份换股股东发行及寄发中国建材 H 股证书）及非上市股换股（即向中材股份换股股东发行的中国建材非上市股的股份登记）已于 2018 年 5 月 2 日完成。中材股份 H 股股东持有的全部 1,164,148,115 股中材股份 H 股已按换股比例转换为 989,525,898 股中国建材 H 股，中材股份非上市股股东持有的全部 2,407,315,885 股中材股份非上市股（包括 2,276,522,667 股中材股份内资股及 130,793,218 股中材股份非上市外资股）已按换股比例转换为 2,046,218,502 股中国建材非上市股（包括 1,935,044,267 股中国建材内资股及 111,174,235 股中国建材非上市外资股）。

2020 年 8 月，公司与下属子公司天山股份签订示意性购买协议，拟推动解决下属子公司之间的同业竞争，目前重组事宜仍在协商论证中，仍存在不确定性，联合评级将持续关注重组进展。

为推动解决公司下属子公司之间的同业竞争，公司于 2020 年 7 月与下属子公司天山股份针对一项建议出售事宜签订合作意向书。公司拟向天山股份出售公司的若干水泥资产业务，代价拟为天山股份发行的新股份或该等新股份及现金。重组完成后，公司预计仍为天山股份的控股股东。

2020 年 8 月 7 日，公司与其 A 股上市的附属公司天山股份订立了一份示意性的资产购买协议，有关公司拟出售其分别于中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥的股权，代价为天山股份发行予中国建材的股份。同日，天山股份与 27 名南方水泥或西南水泥（视情况而定）的少数股东分别订立了一份示意性的资产购买协议，有关天山股份拟向该独立卖方收购其于南方水泥或西南水泥（视情况而定）的股权，代价为天山股份发行予该独立卖方的股份。此外，天山股份拟于建议重组完成后进行新股配售。

上述建议重组（包括交易方式及标的资产）事宜仍在协商论证中，尚未确定，会否就建议重组签署最终协议或实施建议重组尚存在不确定性。联合评级将持续关注重组进展。

6. 经营效率

近年来，公司经营效率有所提高。与同行业公司相比，公司存货周转率和总资产周转率尚可，应收账款周转次数较低。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数分别为 4.24 次、4.70 次和 5.36 次，总资产周转次数分别为 0.47 次、0.50 次和 0.58 次，均保持连续上升。存货周转次数分别为 7.16 次、7.16 次和 8.60 次，波动增长。2019 年，上述指标均有所提高，主要系随着水泥价格上涨和产量增加，公司营业收入和营业成本相

应大幅增长所致。与同行业公司相比，公司存货周转率和总资产周转率尚可，应收账款周转次数较低。

表 10 2019 年主要同行业企业经营效率指标（单位：次）

公司简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
海螺水泥	18.07	125.31	0.96
华新水泥	9.14	57.88	0.90
金隅集团	0.57	11.89	0.33
中国建材	8.91	6.29	0.58

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，对公司相应指标按照 Wind 计算公式进行调整，与本报告附表口径可能存在一定差异

资料来源：Wind，联合评级整理

7. 经营关注

宏观经济及行业政策风险

公司所在水泥行业属投资拉动型行业，其需求与国家政策、宏观经济环境特别是和固定资产投资具有较强相关性。房地产行业下行、宏观经济波动、国家产业政策变化等因素将持续给公司经营带来风险。

水泥产品价格波动影响

近年水泥行业景气度回升，水泥价格上涨并处于历史高位，但未来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，从而对公司稳定盈利能力造成一定影响。

环保风险

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，近年国家提高了环保标准，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。

原材料价格波动风险

水泥行业属于劳动密集型、资源密集型和高能耗行业，公司水泥生产成本中煤、电成本约占总成本的一半以上，煤、电价格波动相对较大，且 2016 年以来煤炭价格上升迅速，将对公司盈利能力造成一定影响。

8. 未来发展

公司围绕“打造具有全球竞争力的世界一流综合性建材和新材料产业投资集团”的战略定位，以提升发展效益，提高现有业务管理质量为目标，实现各板块的优化升级。

公司将紧紧围绕“打造具有全球竞争力的世界一流综合性建材和新材料产业投资集团”的战略目标，以创新驱动、绿色发展、国际合作为三大战略，确立了行业整合的领军者、产业升级的创新者、国际产能合作的开拓者的三大战略定位。重点抓好以下工作：（1）经营方面：以价本利为理念，维护行业健康。落实错峰生产、环保限产、限制新增，推动产能淘汰、置换政策完善。（2）管理方面：以精细精简精干为原则，节支降本。聚焦“三精管理”，即经营精益化、管理精细化、组织精健化。（3）发展方面：以“+”为策略，提升竞争力。水泥板块，优化升级水泥业务，全力推进“水泥+”战略，进一步巩固完善水泥产业体系。新材料板块，坚持产业化导向，拓展打造一批有国际竞争力的先进制造业集群。工程服务板块，强化板块间合作，加大“属地化经营”力度，继续开展“工程+”适度多元化业务。（4）创新方面：以一流为目标，发展智能制造。推进转型升级，实现效率效

益双提升，扎实推进业务板块整合。（5）财务方面：以稳健为原则，进一步降低资产负债率。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年财务报表均由天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；公司2020年半年度财务报表未经审计。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。

从合并范围变化来看，2017年，公司合并范围新增46家子公司，减少124家子公司。2018年，公司合并范围新增34家子公司，减少96家子公司。2019年，公司合并范围新增46家子公司，减少52家子公司。2020年1—6月，公司合并范围新增11家子公司，减少子公司8家。2018年5月，公司采用换股吸收合并的方式与中材股份进行合并事已完成，中材股份纳入公司合并范围，因此2017年财务数据已追溯调整。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司合并资产总额4,459.22亿元，负债合计2,947.56亿元，所有者权益1,511.66亿元，其中归属于母公司所有者权益1,000.32亿元。2019年，公司实现营业收入2,574.82亿元，净利润184.58亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润120.91亿元；经营活动产生的现金流量净额633.48亿元，现金及现金等价物净增加额31.56亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额4,569.55亿元，负债合计2,991.10亿元，所有者权益1,578.45亿元，其中归属于母公司所有者权益1,043.21亿元。2020年1—6月，公司实现营业收入1,086.47亿元，净利润97.01亿元，其中归属于母公司所有者的净利润58.63亿元；经营活动产生的现金流量净额205.61亿元，现金及现金等价物净增加额6.34亿元。

2. 资产质量

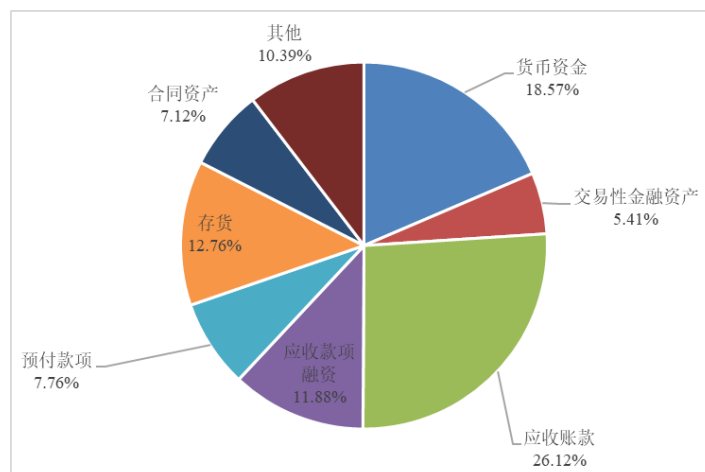
2017—2019年，公司资产规模小幅波动，资产规模很大；流动资产中货币资金规模较大，应收账款占比相对较高，对资金形成一定占用；非流动资产中固定资产占比较高，符合所在行业特点，但商誉规模较大，存在一定商誉减值风险；公司资产受限比例较低；整体资产质量较好。

2017—2019年，公司资产规模波动下降，年均复合下降0.84%，波动幅度不大。截至2019年末，公司合并资产总额4,459.22亿元，较年初增长1.95%。其中，流动资产占35.28%，非流动资产占64.72%。公司资产以非流动资产为主，符合建材生产企业的特征。

（1）流动资产

2017—2019年，公司流动资产波动下降，年均复合下降6.15%。截至2018年末，公司流动资产合计1,556.92亿元，较年初减少12.83%，主要系货币资金减少所致。截至2019年末，公司流动资产1,573.29亿元，较年初增长1.33%；公司流动资产主要由货币资金（占18.57%）、交易性金融资产（占5.41%）、应收账款（占26.12%）、应收款项融资（11.88%）、预付款项（占7.76%）、存货（占12.76%）和合同资产（占7.12%）构成。

图 7 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 8.35%。截至 2018 年末，公司货币资金为 277.44 亿元，较年初减少 20.22%，主要系公司偿还债务，银行存款和其他货币资金减少所致。截至 2019 年末，公司货币资金 292.10 亿元，较年初增长 4.69%；货币资金中有 51.27 亿元受限资金，主要为银行承兑保证金、保函保证金、矿山环境恢复保证金、质押借款（定期存单等）等，占货币资金总额的 17.55%，受限资金占比一般。

2017—2019 年，公司交易性金融资产连续下降，年均复合下降 3.87%。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 85.10 亿元，较年初下降 2.34%。

2017—2019 年，公司应收账款波动下降，年均复合下降 2.03%。截至 2018 年末，公司应收账款账面价值为 408.00 亿元，较年初减少 4.70%，主要系公司加大回款力度所致。截至 2019 年末，公司应收账款 410.91 亿元，较年初增长 0.62%；按账龄分布，1 年以内占 64.92%，1~2 年占 14.88%，2~3 年占 7.46%，3 年以上占 12.74%，公司部分应收账款账龄时间偏长。截至 2019 年末，公司计提坏账准备 77.20 亿元，计提比例为 15.82%。整体上看，公司应收账款规模较大，对公司流动性造成一定影响。

2018—2019 年，公司应收款项融资分别为 172.86 亿元和 186.98 亿元，全部为应收票据。

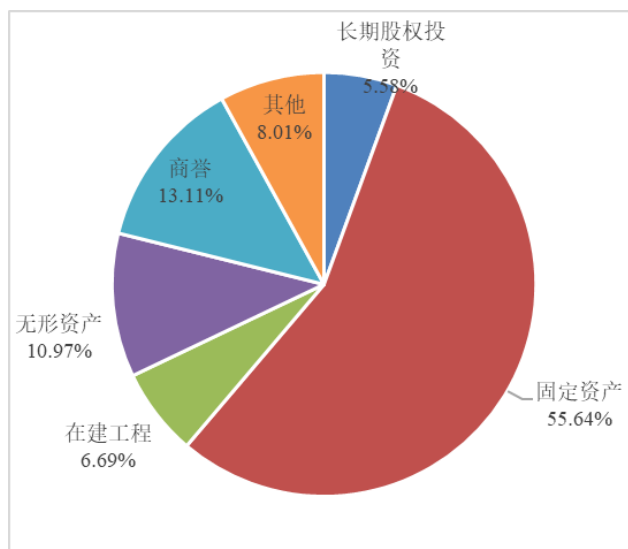
2017—2019 年，公司预付款项连续下降，年均复合下降 25.13%。截至 2018 年末，公司预付款项为 143.09 亿元，较年初减少 34.27%，主要系公司加大了控制预付款项规模的力度，提高资金使用效率所致。截至 2019 年末，公司预付款项 122.04 亿元，较年初下降 9.52%，主要系公司加大了控制预付款项规模的力度，提高资金使用效率所致。

2017—2019 年，公司存货波动下降，年均复合下降 4.92%。截至 2018 年末，公司存货账面价值为 196.76 亿元，较年初减少 11.37%。截至 2019 年末，公司存货 200.69 亿元，较年初增长 1.75%，较年初变化不大。存货主要由原材料（占 43.56%）、库存商品（占 33.01%）、自制半成品及在产品（占 20.56%）构成，累计计提跌价准备 6.65 亿元，计提比例 3.21%，考虑到公司原材料和产品价格存在一定波动，公司面临一定的存货跌价风险。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 2.46%。截至 2019 年末，公司非流动资产 2,885.93 亿元，较年初增长 2.29%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 5.58%）、固定资产（占 55.64%）、在建工程（占 6.69%）、无形资产（占 10.97%）和商誉（占 13.11%）构成。

图 8 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司长期股权投资连续增长，年均复合增长 23.28%。截至 2019 年末，公司长期股权投资 161.07 亿元，较年初增长 17.49%，主要系对联营企业投资增加所致；公司计提长期股权投资减值准备 1.74 亿元。

2017—2019 年，公司固定资产波动下降，年均复合下降 0.31%。截至 2019 年末，公司固定资产 1,605.84 亿元，较年初增长 0.82%；主要由房屋及建筑物（占 53.57%）和机器设备（42.95%）构成；公司固定资产成新率为 58.72%，成新率一般。

2017—2019 年，公司在建工程连续下降，年均复合增长 22.83%。截至 2019 年末，公司在建工程 193.11 亿元，较年初增长 46.18%，主要系在建工程投资增加所致；累计计提减值准备 6.68 亿元。

2017—2019 年，公司无形资产连续增长，年均复合增长 6.06%。截至 2019 年末，公司无形资产 316.61 亿元，较年初增长 10.36%，主要系土地使用权和采矿权增加所致；主要由土地使用权（占 62.09%）和采矿权（占 34.59%）构成；无形资产累计摊销 102.46 亿元，计提减值准备 6.32 亿元。

2017—2019 年，公司商誉连续下降，年均复合下降 9.31%，主要为公司实施联合重组而产生。截至 2019 年末，公司商誉 378.22 亿元，较年初下降 13.21%，主要系计提减值准备所致。公司每年年终对商誉进行减值测试，按可收回金额低于账面价值的差额计提减值准备，相应的资产减值损失计入当期损益，截至 2019 年末，公司共计提商誉减值准备 92.97 亿元。由于建材行业景气度仍有可能波动，公司未来可能有一定商誉减值风险。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 112.01 亿元，占公司总资产的 2.51%，受限比例低。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 4,569.55 亿元，较上年底增长 2.47%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 35.40%，非流动资产占 64.60%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

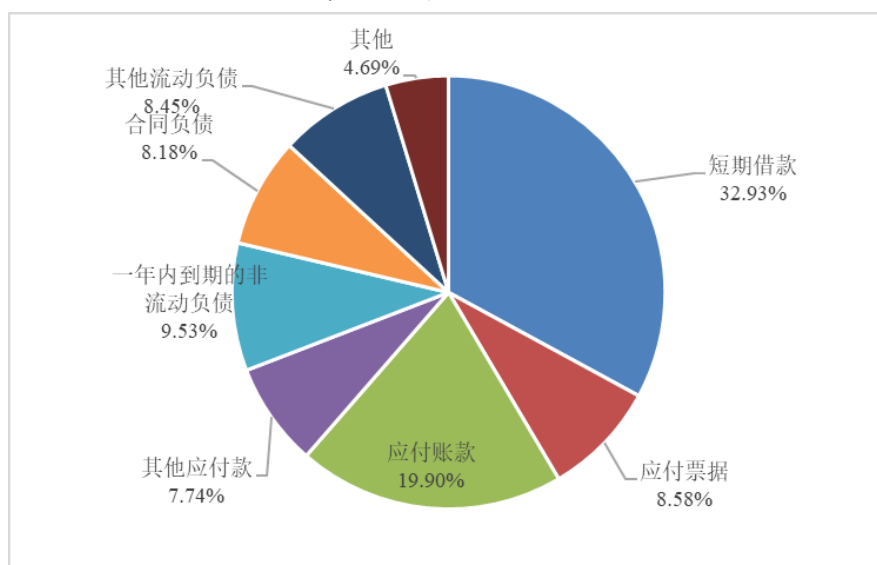
(1) 负债

近年来，公司负债规模逐步下降，负债结构以流动负债为主；债务结构逐年改善，短期债务规模仍较大；若将永续中票及可续期公司债券列入债务，考虑偿付的可能性，实际的资产负债率处于较高水平，债务负担较重。

2017—2019 年，公司负债总额连续下降，年均复合下降 5.42%。截至 2019 年末，公司负债总额 2,947.56 亿元，较年初下降 2.28%；其中，流动负债占 66.26%，非流动负债占 33.74%。公司负债结构以流动负债为主，与其以非流动资产为主的资产结构匹配度较低。

2017—2019 年，公司流动负债连续下降，年均复合下降 12.07%。截至 2018 年末，公司流动负债合计 2,112.67 亿元，较年初减少 16.36%，主要系短期借款减少所致。截至 2019 年末，公司流动负债 1,953.07 亿元，较年初下降 7.80%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 32.93%）、应付票据（占 8.58%）、应付账款（占 19.90%）、其他应付款（占 7.74%）、一年内到期的非流动负债（占 9.53%）、合同负债（占 8.18%）和其他流动负债（占 8.45%）构成。

图 9 截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 16.90%。截至 2018 年末，公司短期借款为 633.63 亿元，较年初减少 31.95%，主要系融资需求降低以及调整债务结构所致。截至 2019 年末，公司短期借款 643.06 亿元，较年初增长 1.45%，较年初变化不大；短期借款主要由保证借款（361.02 亿元）和信用借款（270.77 亿元）构成。

2017—2019 年，公司应付票据波动下降，年均复合下降 11.47%。截至 2018 年末，公司应付票据为 152.62 亿元，较年初减少 28.65%，主要系公司采用银行承兑汇票支付供应商的付款方式减少所致。截至 2019 年末，公司应付票据 167.63 亿元，较年初增长 9.83%，主要系公司采用银行承兑汇票支付供应商的付款方式增加所致。

2017—2019 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 1.55%。截至 2018 年末，公司应付账款为 333.45 亿元，较年初减少 11.53%，主要系部分项目支付尾款所致；截至 2019 年末，公司应付账款 388.68 亿元，较年初增长 16.55%，主要系由于业务开展导致应付账款增加所致；公司应付账款账龄以 1 年以内（占 82.49%）为主。

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保证金。2017—2019 年，公司其他应付款连续下降。截至 2018 年末，公司其他应付款为 124.87 亿元，较年初减少 27.45%，主要系公司加大偿还力度所致。截至 2019 年末，公司其他应付款 151.17 亿元，较年初增长 12.82%。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 17.39%。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债为 289.52 亿元，较年初增长 6.10%，主要系一年内到期的应付债券规模增加所致。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 186.21 亿元，较年初下降 36.37%，主要系一年内到期的应付债券规模减少所致。

2017—2019 年，公司合同负债逐年增长，年均复合增长 25.35%。截至 2019 年末，公司合同负债 159.67 亿元，较年初增长 15.96%。

2017—2019 年，公司其他流动负债连续下降，年均复合下降 33.45%。截至 2019 年末，公司其他流动负债为 165.11 亿元，较年初减少 51.46%，主要系公司短期融资券到期偿付，余额减少所致。

2017—2019 年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 13.74%。截至 2018 年末，公司非流动负债合计 885.97 亿元，较年初增长 15.25%，主要系公司调整债务结构，长期借款和应付债券增长所致。截至 2019 年末，公司非流动负债 994.48 亿元，较年初增长 10.75%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 34.92%）和应付债券（占 53.83%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款连续增长，年均复合增长 10.63%。截至 2018 年末，公司长期借款为 346.90 亿元，较年初增长 22.25%，主要系公司调整债务结构所致。截至 2019 年末，公司长期借款 347.29 亿元，较年初增长 0.10%，较年初变化不大；长期借款主要由信用借款（195.45 亿元）以及保证借款（140.26 亿元）构成。从期限分布看，2021 年到期的占 30.24%，2022 年到期的占 44.78%，2023 年及以后到期的占 24.98%，长期借款到期期限主要集中于 2021 年和 2022 年，存在一定集中偿付压力。

2017—2019 年，公司应付债券连续增长，年均复合增长 27.97%，主要系公司本部及下属子公司新发行债券规模较大所致。截至 2019 年末，公司应付债券 535.34 亿元，较年初增长 24.16%。从期限分布看，公司到期债券主要集中在 2021 年和 2022 年，公司存在一定的集中偿付压力。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务连续下降，年均复合下降 8.76%。截至 2019 年末，公司全部债务 2,072.50 亿元，较年初下降 7.81%，主要系短期债务减少所致。其中，短期债务占比下降 6.99 个百分点至 56.04%，长期债务占 43.96%，公司整体债务规模较高，债务结构有所改善。短期债务 1,161.32 亿元，较年初下降 18.04%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债中的短期融资债券减少所致。长期债务 911.17 亿元，较年初增长 9.63%，主要系应付债券增长所致。若将永续中票及永续期公司债券划入债务，2017—2019 年，公司全部债务年均复合下降 7.62%。截至 2019 年末，公司全部债务增至 2,264.50 亿元。其中，短期债务 1,161.32 亿元（占 51.28%），长期债务 1,103.18 亿元（占 48.72%）。公司整体债务规模较大，债务结构以短期债务为主，债务负担较重。

债务比率方面，2017—2019 年，公司资产负债率分别为 72.65%、68.96%和 66.10%，连续下降。全部债务资本化比率分别为 66.74%、62.35%和 57.82%，连续下降。长期债务资本化比率分别为 36.38%、37.97%和 37.61%，波动上升。若将永续中票和永续期公司债券划入债务，截至 2019 年末，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 70.41%、63.18%和 45.53%，较调整前分别上升 4.31 个百分点、5.36 个百分点和 7.92 个百分点。公司实际的资产负债率处于较高水平。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 2,991.10 亿元，较上年底增长 1.48%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 68.99%，非流动负债占 31.01%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率为 65.46%，较上年底分别下降 0.64 个百分点。

（2）所有者权益

公司所有者权益逐年增长，其他权益工具规模较大，归属于母公司所有者权益中未分配利润占

比较高，公司所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 10.39%。截至 2018 年末，公司所有者权益较年初增长 9.86%，主要系利润留存增加及新发行永续期公司债券计入其他权益工具有所增加所致。截至 2019 年末，公司所有者权益为 1,511.66 亿元，较年初增长 11.33%，主要系利润留存增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 66.17%，少数股东权益占比为 33.83%。归属于母公司所有者权益 1,000.32 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 8.43%、19.19%、13.64%和 55.74%。其他权益工具为公司发行的永续中票“15 中建材 MTN1”“16 中建材 MTN4”“19 中建材 MTN004A”“19 中建材 MTN004B”及永续期公司债“17 建材 Y1”“17 建材 Y2”“18 建材 Y1”“18 建材 Y2”“18 建材 Y3”“18 建材 Y4”“18 建材 Y5”“18 建材 Y6”和“19 建材 Y1”。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益为 1,578.45 亿元，较上年底增长 4.42%，主要系利润留存增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 66.09%，少数股东权益占比为 33.91%。归属于母公司的所有者权益结构较上年底变动不大。

4. 盈利能力

水泥市场景气度和水泥价格波动对公司盈利能力影响大。近三年，公司营业收入和净利润逐年增长，盈利能力提升；公司较高的期间费用和资产减值损失对公司利润总额侵蚀较大；公司获得政府补助款较多，对公司的利润贡献较大，部分政府补助具有一定的可持续性；公司整体盈利能力尚可。

2017—2019 年，公司营业收入连续增长，年均复合增长 17.24%。其中，2018 年公司营业收入较上年增长 19.12%，主要系水泥价格持续走高所致。2019 年，公司实现营业收入 2,574.82 亿元，较上年增长 15.37%，主要系主要区域水泥价格上涨和公司产销量增长所致。2017—2019 年，公司净利润分别为 97.97 亿元、139.14 亿元、184.58 亿元，连续增长，年均复合增长 37.26%。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用逐年增长，分别为 244.47 亿元、356.72 亿元和 372.70 亿元，年均复合增长 4.74%。2019 年，销售费用占 33.58%，管理费用占 36.14%，研发费用占 7.13%，财务费用占 23.15%。2017—2019 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 12.18%，主要系“两材合并”及公司加大市场营销力度所致；公司管理费用逐年增长，年均复合增长 10.55%，主要系随着业务规模的扩大，管理费用亦有所增加所致；公司财务费用逐年下降，年均复合下降 12.70%，主要系债务规模下降所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 19.04%、16.67%和 15.20%，逐年下降，公司费用控制能力有所增强。

2017—2019 年，公司资产减值损失持续增长，分别为 24.61 亿元、62.26 亿元和 98.98 亿元，年均复合增长 100.55%，主要系公司基于稳健性原则，部分板块计提了较多坏账准备所致；占营业利润比重分别为 17.92%、29.47%和 33.51%，较大规模的资产减值侵蚀公司利润。投资收益方面，公司投资收益主要来源于长期股权投资收益，2017—2019 年，公司投资收益分别为 12.34 亿元、18.90 亿元和 16.32 亿元，年均复合增长 15.00%。2017—2019 年，营业外收入与其他收益合计额分别为 31.21 亿元、26.36 亿元和 30.87 亿元，占利润总额的比重分别为 22.21%、13.04%和 11.24%，对公司利润总额具有一定影响。营业外收入与其他收益主要来自于政府的补助收入，其中增值税返还及财政贴息可持续性较强，其他政府补助具有一定不确定性。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司总资本收益率分别为 6.43%、6.85%和 7.79%，公司总资产报酬率分别为 6.46%、7.05%和 8.38%，公司净资产收益率分别为 9.82%、10.71%和 12.86%。上述盈利指标均逐年提升。受水泥供给侧改革推动水泥价格持续增长影响，公司盈利能力逐年提升。

表 11 2019 年主要同行业企业盈利指标（单位：%）

公司简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
海螺水泥	26.87	26.45	33.29
华新水泥	33.40	25.50	40.76
金隅集团	6.22	4.03	26.60
中国建材	12.53	8.22	31.23

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，对公司相应指标按照 Wind 计算公式进行调整，与本报告附表口径可能存在一定差异

资料来源：Wind，联合评级整理

2020 年 1—6 月，受疫情影响，公司实现营业收入 1,086.47 亿元，同比下降 4.95%；实现营业利润 135.93 亿元，同比下降 6.27%。实现净利润 97.01 亿元，同比增长 10.05%，主要系营业外支出大幅减少所致。

5. 现金流

公司经营现金流净额持续为净流入，且净流入规模持续增长，公司收入实现质量高。经营活动的现金留存规模可对投资性现金流缺口形成有效覆盖。考虑到公司少量联合重组支出以及公司技改投入，未来仍有一定筹资需求。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 1,980.14 亿元、2,627.12 亿元和 3,050.98 亿元，连续增长，年均复合增长 24.13%，主要系公司营业收入增长及公司完成吸收合并中材股份所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 1,727.15 亿元、2,141.40 亿元和 2,417.51 亿元，连续增长，年均复合增长 18.31%，主要系业务规模扩大导致采购支出等经营性支出规模增长所致。2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为 252.99 亿元、485.71 亿元和 633.48 亿元，净流入规模持续扩大。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 101.59%、114.27%和 115.55%，连续上升，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 134.55 亿元、150.44 亿元和 225.89 亿元，连续增长，年均复合增长 29.57%，主要系收回投资收到的现金快速增加所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 253.16 亿元、320.68 亿元和 491.69 亿元，连续增长，年均复合增长 39.36%，主要系在建工程项目投资及投资支付的现金增加所致。2017—2019 年，公司投资活动现金净额分别为-118.61 亿元、-170.23 亿元和-265.80 亿元，为持续净流出状态。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 2,273.40 亿元、2,060.95 亿元和 1,870.19 亿元，连续下降，年均复合下降 9.30%，主要系取得借款收到的现金规模下降所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 2,439.18 亿元、2,402.24 亿元和 2,205.30 亿元，连续下降，年均复合下降 4.91%，主要系随着债务规模的下降，偿还债务支出的现金亦有所减少所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金净额分别为-165.78 亿元、-341.30 亿元和-335.10 亿元，呈持续净流出状态。

2020 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金流量净额 205.61 亿元；投资活动产生的现金流量净额-97.27 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-102.18 亿元。

6. 母公司财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司负债水平一般，子公司投资收益为其主要利润来源。

截至2019年末,母公司资产总额1,262.42亿元,主要由货币资金(36.92亿元)、其他应收款(652.58亿元)和长期股权投资(561.19亿元)构成。

截至2019年末,母公司负债总额685.71亿元,其中短期借款77.50亿元,长期借款47.61亿元,应付债券399.96亿元;母公司资产负债率为54.32%。

截至2019年末,母公司所有者权益576.71亿元,主要为股本(84.35亿元)、其他权益工具(192.01亿元)、资本公积(171.05亿元)和未分配利润(05.43亿元)。

2019年,母公司实现营业收入0.96亿元,投资净收益75.60亿元,净利润74.42亿元。

2019年,母公司经营活动产生的现金流量净额-11.52亿元,投资活动产生的现金流量净额51.95亿元,筹资活动产生的现金流量净额-25.75亿元。

7. 偿债能力

公司短期和长期偿债能力均较强,随着行业景气度持续提升,公司偿债能力有所提升,融资能力极强。同时,考虑公司股东背景、经营规模、综合实力、行业地位等因素,公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,2017—2019年,公司流动比率分别为0.71倍、0.73倍和0.81倍,速动比率分别为0.62倍、0.64倍和0.70倍,现金短期债务比¹分别为0.37倍、0.41倍和0.52倍,上述短期债务指标均逐年提升。公司短期偿债能力持续提升,主要系行业景气度持续回升导致公司经营业绩持续向好,以及“两材合并”使得公司竞争力增强所致。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA²分别为379.62亿元、447.10亿元和510.76亿元,连续增长,主要系利润总额增长所致。2019年,公司EBITDA为510.76亿元,较上年增长14.24%,主要系利润总额增长所致。从构成看,公司EBITDA由折旧(占22.25%)、摊销(占5.27%)、计入财务费用的利息支出(占18.68%)、利润总额(占53.80%)构成。2017—2019年,公司EBITDA利息保障倍数分别为3.22倍、3.94倍和5.22倍;EBITDA全部债务比分别为0.15倍、0.20倍和0.25倍,均逐年提升,公司EBITDA对利息保障能力、债务本金保障能力较强。整体看,公司整体长期偿债能力有所提高,偿债能力较强。

截至2020年6月底,公司获得授信额度3,189亿元,未使用额度1,481亿元,公司间接融资渠道畅通。作为H股上市公司,公司具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告,截至2020年6月12日,公司已结清和未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息。

截至2020年6月底,公司及其一级子公司存在2笔重大未决诉讼,即美国石膏板诉讼和云南永保案件。

(1) 美国石膏板诉讼涉及集团诉讼和非集团诉讼等多起案件,其中六个案件(Germano案³、Dragas案⁴、Lennar案⁵、Meritage案⁶、Allen案⁷、Amorin案)已经终结。在多区合并诉讼案中的选

¹ 现金短期债务比=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据+应收款项融资)/短期债务

² 2019年EBITDA折旧包括使用权资产折旧

³ 美国路易斯安那州东区联邦地区法院(以下简称“美国地区法院”)已就Germano案件对泰山石膏作出缺席判决,判决泰山石膏向七处物业的业主赔偿2,758,356.52美元及自2010年5月起计算的利息(以下简称“Germano案”)。泰山石膏于2015年3月支付了Germano案的缺席判决金额2,758,356.52美元及自2010年5月起计算的利息。泰山石膏申明,其同意支付前述款项并不代表泰山石膏认可上述案件的缺席判决内容,采取该等措施仅是为了申请撤销藐视法庭判令并在撤销藐视法庭判令后参与石膏板诉讼案件的应诉及进行抗辩

⁴ 美国弗吉尼亚州巡回法院已就Dragas案件对泰山石膏作出缺席判决,判决泰山石膏赔偿4,009,892.43美元和判决前利息96,806.57美元,及自2013年6月计算的利息(以下简称“Dragas案”)。泰山石膏与Dragas就此案达成和解,向其支付了400万美元和解费用,此案件已终结。泰山石膏申明,其同意支付前述款项并不代表泰山石膏认可上述案件的缺席判决内容,采取该等措施仅是为了申请撤销/避免藐视法庭判令并在撤销藐视法庭判令后参与石膏板诉讼案件的应诉及进行抗辩

⁵ 美国佛罗里达州房屋开发商Lennar Homes, LLC和U.S. Home Corporation(以下简称“Lennar”)在美国佛罗里达州迈阿密-戴德县第十一巡回法院针对包括北新建材、泰山石膏等多家中国公司在内的多家企业提起的诉讼。经过多轮谈判,综合考虑Lennar案的诉讼成本及其对美

择退出所有已达成和解的原告对北新建材和泰山石膏的诉讼将继续进行，另外 Mitchell 案等诉讼也正在进行。北新建材和泰山石膏已聘请律师进行应诉。对于该等案件，北新建材和泰山石膏难以准确预测任何将来可能的判决结果，目前尚无法准确预估该案件可能对北新建材和泰山石膏造成的经济损失以及对公司利润的影响。截至 2020 年 6 月 30 日，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。北新建材及泰山石膏前述费用占公司截至 2020 年 6 月 30 日的所有者权益的比例为 1.71%。公司、北新建材及泰山自出席应诉美国石膏板诉讼以来，投入了大量人力物力，和解将最终解决前述集体诉讼的纠缠，化解重大诉讼的风险，有利于大幅降低诉讼成本，节约人力物力及时间精力，有利于公司、北新建材及泰山为其集中精力开展生产经营活动。公司不认为支付上述和解金额会对本公司、北新建材或泰山的正常经营活动造成任何重大不利影响。

(2) 云南永保案件。公司一级子公司西南水泥在 2012 年 3 月 23 日与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，就西南水泥收购云南永保特种水泥股份有限公司（后更名为云南永保特种水泥有限责任公司，以下简称“云南永保”）100%股权事宜进行了约定。在《股权转让协议》履行过程中，出现转让方谭国仁违反《股权转让协议》的情形，西南水泥根据《股权转让协议》的约定对转让价款进行了扣减，但谭国仁对此不予认可，其向上海国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“上海贸仲”）申请仲裁，要求支付股权转让价款余款。上海贸仲于 2018 年 6 月 26 日作出仲裁裁决，裁决结果为西南水泥向谭国仁支付股权转让价款余款 4.31 亿元及逾期付款损失、仲裁费。该仲裁裁决作出后，谭国仁向云南省昆明市中级人民法院（以下简称“昆明中院”）申请执行，并申请冻结了西南水泥持有云南西南水泥有限公司的股权。在昆明中院执行过程中，西南水泥提出中止执行申请，昆明中院已于 2019 年 11 月 11 日裁定中止执行。针对转让方谭国仁违反《股权转让协议》的事由，西南水泥向中国国际贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）申请仲裁，中国贸仲于 2019 年 9 月 29 日作出部分裁决，部分裁决结果为谭国仁应向西南水泥返还代付的个人收入所得税税金 2.06 亿元，及以此为基数按照年利率 8% 计算自 2018 年 6 月 11 日起至实际支付之日止的利息。西南水泥的其他仲裁请求将在经审计、鉴定等程序后由仲裁庭实体审理后进行裁决。此外，针对谭国仁在其控制及经营云南永保期间损害云南永保公司利益事由，云南永保向四川省高级人民法院提起诉讼，要求被告谭国仁等赔偿云南永保遭受的损失，目前该案件仍在审理过程中。在西南水泥就其收购云南永保 100% 股权进行账务处理时，已在西南水泥财务报表的负债科目中反映了上述案件所涉股权转让价款。因此上述案件对公司可能造成的潜在经济损失相对较小，不会对公司偿债能力造成重大不利影响。

截至 2020 年 6 月底，公司对外担保合计 1.14 亿元，占净资产比重很小。整体看，公司对外担保金额较小，或有风险不大。

国石膏板集团诉讼的影响等因素，北新建材、泰山石膏于 2017 年 6 月分别与 Lennar 达成了和解。2017 年 7 月，北新建材和泰山石膏分别向 Lennar 支付了全部和解费用

⁶在多个合并诉讼之外的独立案件 Meritage 案中，美国佛罗里达州房屋开发商 Meritage Homes of Florida, Inc.（以下简称“Meritage”）在美国佛罗里达州李县第二司法巡回法院针对北新建材、泰山石膏提起诉讼。经过多轮谈判，综合考虑 Meritage 案的诉讼成本及其对美国石膏板多个合并诉讼的影响等因素，北新建材、泰山石膏于 2018 年 3 月共同与 Meritage 达成了和解。2018 年 3 月，泰山石膏向 Meritage 支付了全部和解费用。Meritage 针对北新建材和泰山石膏的案件已经终结

⁷泰山石膏及其全资子公司泰安市泰山纸面石膏板有限公司（以下合称“泰山”）与 Allen 等原告达成和解（以下简称“Allen 案”），Allen 案是美国石膏板多个合并诉讼之外的一个独立案件。Allen 案最初由原告在弗吉尼亚州诺福克法院针对弗吉尼亚州建材进口商 Venture Supply, Inc. 和经销商 Porter-Blaine Corp.（以上两家合称“Venture”）提起诉讼，因 Venture 宣称其被指控在原告的房屋中造成所谓损害及其他损害是由于原告的房屋中安装了泰山生产的石膏板而造成的，Venture 与原告达成了和解（以下简称“Venture 和解”），作为 Venture 和解的一部分，Venture 将针对泰山的第三方索赔转让给了原告，且原告针对泰山主张该转让的第三方索赔。根据泰山在 Allen 案中达成的和解协议，泰山须在和解协议生效日（美国时间 2018 年 8 月 21 日）起 60 日内支付 1,978,528.40 美元的和解费至托管账户，在支付完成后，原告免除转让的第三方索赔涉及的全部责任，且就不就此作出任何进一步索赔或指控。上述和解协议约定，该和解协议的签署仅为避免或减少因诉讼而产生的费用和支出，不得解释为泰山的石膏板产品有质量缺陷，不得解释为泰山承认在 Allen 案中应承担法律责任

八、本期公司债券偿债能力分析

公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入和经营活动产生的现金流量净额对本期债券本金覆盖程度很高，考虑到公司规模、行业地位、技术水平、盈利能力等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

本期可续期公司债券在公司赎回前长期存续，联合评级通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序和利息支付等方面与其他普通债券相关特征接近，以下指标测算将其视为公司普通有息债务。

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年底，公司债务总额为 2,072.50 亿元，本期公司债券发行规模为不超过 20.00 亿元，本期债务规模对公司债务规模影响较小。

以 2019 年底财务数据为基础，假设本期公司债券募集资金净额为 20.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 66.10%、57.82%和 37.61%上升至 66.25%、58.06%和 38.12%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到募集资金将用于偿还债务，相关指标可能低于上述预测值。

若将公司存续的永续中票和可续期公司债券划入债务，本期债券发行后，其他因素保持不变的情况下，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 70.54%、63.39%和 45.98%，债务负担略有加重。考虑到部分募集资金将用于偿还债务，相关指标可能低于上述预测值。

2. 本期公司偿债能力分析

以 2019 年的财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 510.76 亿元，为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 25.54 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。公司 2019 年经营活动产生的现金流入 3,050.98 亿元，为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 152.55 倍，公司经营活动现金流入规模大，对本期债券覆盖程度很高。公司 2019 年经营活动产生的现金流量净额 633.48 亿元，为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 31.67 倍，对本期债券覆盖程度很高。

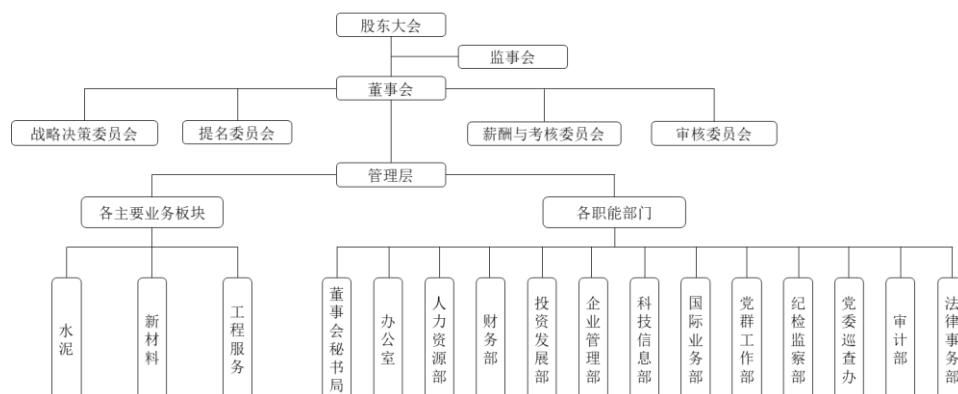
九、综合评价

联合评级对公司的评级反映了其作为大型建材央企中国建材集团有限公司最核心的产业平台和旗舰上市公司，公司水泥产品、新材料和工程服务业务均具有显著竞争优势；其水泥产品、商品混凝土、石膏板、玻璃纤维和风机叶片等核心产品产能均位居世界第一位，各主要业务板块经营规模大。同时，公司为世界最大的水泥工程服务提供商，世界最大的玻璃工程服务供应商，行业地位突出，市场竞争优势显著。伴随业务规模扩大和行业景气度提升，近年来公司营业收入、净利润和经营性净现金流逐年增长，公司资产规模很大，运营状况佳。联合评级同时也关注到国内宏观经济下行，水泥价格波动风险、公司债务负担较重以及商誉规模较大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

2018 年 5 月，公司与中材股份合并的 H 股换股及非上市股换股已完成，公司水泥、新材料和工程服务三大板块实现强强联合、优势互补及资源优化配置，从而进一步提升公司在全球建材行业的竞争力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 6 月底中国建材股份有限公司组织机构图



附件 2 中国建材股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额 (亿元)	4,535.12	4,373.98	4,459.22	4,569.55
所有者权益 (亿元)	1,240.40	1,357.77	1,511.66	1,578.45
短期债务 (亿元)	1,780.00	1,416.95	1,161.32	--
长期债务 (亿元)	709.33	831.16	911.17	--
全部债务 (亿元)	2,489.33	2,248.11	2,072.50	--
营业收入 (亿元)	1,873.10	2,231.83	2,574.82	1,086.47
净利润 (亿元)	97.97	139.14	184.58	97.01
EBITDA (亿元)	379.62	447.10	510.76	--
经营性净现金流 (亿元)	252.99	485.71	633.48	205.61
应收账款周转次数(次)	4.24	4.70	5.36	--
存货周转次数 (次)	7.16	7.16	8.60	--
总资产周转次数 (次)	0.47	0.50	0.58	--
现金收入比率 (%)	101.59	114.27	115.55	106.90
总资本收益率 (%)	6.43	6.85	7.79	--
总资产报酬率 (%)	6.46	7.05	8.38	--
净资产收益率 (%)	9.82	10.71	12.86	--
营业利润率 (%)	26.14	29.57	30.06	30.29
费用收入比 (%)	19.04	16.67	15.20	16.26
资产负债率 (%)	72.65	68.96	66.10	65.46
全部债务资本化比率 (%)	66.74	62.35	57.82	--
长期债务资本化比率 (%)	36.38	37.97	37.61	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.22	3.94	5.22	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.20	0.25	--
流动比率 (倍)	0.71	0.73	0.81	0.78
速动比率 (倍)	0.62	0.64	0.70	0.68
现金短期债务比 (倍)	0.37	0.41	0.52	--
经营现金流动负债比率 (%)	10.02	22.93	32.43	9.96
EBITDA/本期发债额度 (倍)	18.98	22.36	25.54	--

注 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 2020 年半年度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 4. 其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务, 长期应付款已计入长期债务; 以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债; 5. 本报告 2017 年、2018 年、2019 年财务数据分别为 2018 年审计报告期初数、2019 年审计报告期初数及 2019 年审计报告期末数

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 拆入资金

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国建材股份有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券 (第二期) 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司(联合评级)对跟踪评级的有关要求,联合评级将在本次(期)债券存续期内,在每年中国建材股份有限公司年报公告后的两个月内,且不晚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。

中国建材股份有限公司应按联合评级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。中国建材股份有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国建材股份有限公司的相关状况,以及包括递延支付利息权在内的可续期债券下设特殊条款,如发现中国建材股份有限公司或本次(期)债券相关要素出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本次(期)债券的信用等级。

如中国建材股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至中国建材股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次(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晚于在本公司网站、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中国建材股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年九月三十日