

信用评级公告

联合〔2022〕7076号

联合资信评估股份有限公司通过对中国建材股份有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2022 年可续期公司债券（第四期）的信用状况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，中国建材股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第四期）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：

二〇二二年七月二十六日

中国建材股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第四期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 20 亿元（含 20 亿元），分两个品种，引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制

本期债券期限：品种一基础期限为 3 年，品种二基础期限为 5 年

偿还方式：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

续期选择权：品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，品种二基础期限为 5 年，以每 5 年计息年度为 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，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

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

募集资金用途：偿还有息债务

评级观点

中国建材股份有限公司（以下简称“公司”）作为大型建材央企中国建材集团有限公司核心的产业平台和上市公司，其主营业务基础建材、新材料和工程技术服务业务均具有显著的竞争优势；公司水泥、商品混凝土、石膏板和风机叶片等核心产品产能居于世界第一位；近年来，随着新材料板块规模不断扩大，公司盈利能力持续提升，经营状况良好，经营获现能力强且债务负担持续下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到水泥价格及煤价存在波动风险，公司商誉规模较大，资产减值损失对利润影响较大等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

未来，公司凭借产品及规模优势，经营规模及盈利能力将保持良好水平，公司在全球建材行业的竞争力将进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **竞争实力极强，市场地位突出。**公司是全国最大的建材生产企业，产品多元，其水泥、商品混凝土、石膏板和风机叶片等各主要产品产能世界第一，规模优势突出。

2. **经营情况良好。**2019—2021 年，公司营业总收入和利润总额均保持增长，盈利能力持续提升。

3. **经营获现能力强。**2019—2021 年，公司经营活动现金流量净流入规模很大，收入实现质量高，经营获现能力强。

4. **债务负担持续下降。**2019—2021 年，公司全部债务资本化比率持续下降，EBITDA 利息保障倍数持续增长，融资渠道通畅。

关注

1. **水泥价格及原燃料价格存在波动风险，下游房地产市场投资下降可能导致水泥需求下降。**2019 年以来，水泥价格波动幅度较大，动力煤为水泥企业重要燃料，2021 年以来煤

评级时间：2022 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|-----------------------------------|-------------|
| 水泥企业信用评级方法 | V3.1.202205 |
| 水泥企业主体信用评级模型（打分表） | V3.1.202205 |

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 | | 1 |
| | | 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

炭价格同比大幅上涨，对水泥企业盈利将产生一定影响；未来国内经济增长情况及行业需求情况均存在较大不确定性，水泥价格和动力煤价格存在波动的可能，易对公司稳定盈利造成一定影响。受房地产调控政策影响，水泥下游行业房地产市场波动明显，可能导致水泥需求下降。

2. 商誉规模较大，资产减值损失对利润影响较大。公司因联合重组形成的商誉规模较大，存在一定商誉减值风险；公司部分应收类款项账龄较长，计提坏账准备规模较大；2019—2021 年，公司资产减值损失分别为 101.60 亿元、98.51 亿元和 57.57 亿元；信用减值损失分别为 34.76 亿元、34.94 亿元和 12.76 亿元，对利润影响较大。

分析师：宋莹莹 曹梦茹

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

主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|------------|
| 项 目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
| 现金类资产(亿元) | 609.19 | 636.43 | 598.84 | 670.12 |
| 资产总额(亿元) | 4457.34 | 4557.59 | 4613.00 | 4832.93 |
| 所有者权益(亿元) | 1509.23 | 1652.92 | 1786.64 | 1856.26 |
| 短期债务(亿元) | 1161.32 | 1067.96 | 950.47 | / |
| 长期债务(亿元) | 911.17 | 879.02 | 948.78 | / |
| 全部债务(亿元) | 2072.50 | 1946.98 | 1899.25 | / |
| 营业总收入(亿元) | 2574.82 | 2590.48 | 2786.27 | 481.54 |
| 利润总额(亿元) | 274.78 | 300.80 | 336.56 | 37.41 |
| EBITDA(亿元) | 510.78 | 525.18 | 564.63 | / |
| 经营性净现金流(亿元) | 633.49 | 642.49 | 500.89 | -67.02 |
| 营业利润率(%) | 26.92 | 26.21 | 23.82 | 18.86 |
| 净资产收益率(%) | 12.23 | 13.12 | 14.36 | -- |
| 资产负债率(%) | 66.14 | 63.73 | 61.27 | 61.59 |
| 全部债务资本化比率(%) | 57.86 | 54.08 | 51.53 | / |
| 流动比率(%) | 80.42 | 81.57 | 85.72 | 92.13 |
| 经营现金流动负债比(%) | 32.43 | 33.43 | 28.66 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 0.52 | 0.60 | 0.63 | / |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 5.22 | 6.36 | 6.74 | / |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.06 | 3.71 | 3.36 | / |
| 公司本部（母公司） | | | | |
| 项 目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
| 资产总额(亿元) | 1262.42 | 1231.71 | 1322.02 | 1430.46 |
| 所有者权益(亿元) | 576.71 | 590.74 | 749.32 | 757.73 |
| 全部债务(亿元) | 600.26 | 619.30 | 538.65 | 638.22 |
| 营业总收入(亿元) | 0.96 | 1.04 | 0.94 | 0.00 |
| 利润总额(亿元) | 74.42 | 72.64 | 241.01 | 4.47 |
| 资产负债率(%) | 54.32 | 52.04 | 43.32 | 47.03 |
| 全部债务资本化比率(%) | 51.00 | 51.18 | 41.82 | 45.72 |
| 流动比率(%) | 289.87 | 250.77 | 295.59 | 265.09 |
| 经营现金流动负债比(%) | -4.84 | -9.72 | -35.59 | -- |

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. 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予以年化；4. 其他流动负债和其他应付款中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款中融资租赁已计入长期债务，租赁负债未计入长期债务；以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债，未对母公司债务数据进行调整；5. 本报告 2019 年、2020 年和 2021 年财务数据分别为 2020 年审计报告期初数、2021 年审计报告期初数及 2021 年审计报告期末数据；6. “/”为数据未获取，“--”为数据无意义

资料来源：联合资信根据公司年报及季报整理

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 |
|------|------|------------|---------|---|----------------------|
| AAA | 稳定 | 2022/06/07 | 宋莹莹 曹梦茹 | 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（打分表） （V3.0.201907） | 阅读全文 |
| AAA | 稳定 | 2016/10/09 | 王兴萍 付晓林 | 水泥行业企业信用分析要点（2013 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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国建材股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、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，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中国建材股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第四期）信用评级报告

一、主体概况

中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材股份”或“公司”）系 2005 年 3 月依法设立的股份有限公司，由中国建筑材料集团公司（现已更名为“中国建材集团有限公司”，以下简称“中国建材集团”）为主发起人，联合北新建材（集团）有限公司（已更名为“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。2006 年 2 月，公司首次在海外公开发行了 7.52 亿股 H 股，并于 2006 年 3 月获准在香港联交所主板上市。2017 年 9 月 8 日，公司与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）订立合并协议，2018 年 5 月 2 日，公司与中材股份合并的 H 股换股及非上市股换股已完成，中材股份注销法人资格。截至 2021 年底，公司实收资本为 84.35 亿元，其中，控股股东中国建材集团直接及间接持股比例为 43.02%，公司最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）（详见附件 1-1）。

公司是中国建材集团旗下建材产品板块核心企业，主要经营基础建材、新材料和工程技术服务三大主营业务。截至 2021 年底，公司本部内设董事会秘书局、财务部、投资发展部以及审计部等职能部门（详见附件 1-2）。截至 2021 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 11 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 4613.00 亿元，所有者权益 1786.64 亿元（含少数股东权益 598.37 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 2786.27 亿元，利润总额 336.56 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 4832.93

亿元，所有者权益 1856.26 亿元（含少数股东权益 634.63 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 481.54 亿元，利润总额 37.41 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：周育先。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

2021 年 9 月 7 日，公司经上海证券交易所审核通过并经中国证券监督管理委员会注册（证监许可〔2021〕2917 号）面向专业投资者公开发行不超过人民币 200 亿元（含 200 亿元）的公司债券（以下简称“本次公司债券”），本期债券为本次公司债券第四期，名称为“中国建材股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第四期）”（以下简称“本期债券”）。

本期债券发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元）。分两个品种，引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内由公司和簿记管理人协商一致，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，在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。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专业机构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。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票

面利率减去初始基准利率。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，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

（1）债券期限、品种及续期选择权

本期债券分两个品种，品种一基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，品种二基础期限为5年，以每5年计息年度为1个周期，在每一个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。

（2）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。

（3）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：向普通股股东分红；向偿付顺序劣后于本期债券的证券进行任何形式的兑付；减少注册资本。

（4）赎回选择权

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。

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。

综上分析，本期债券具有公司续期选择权、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。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除相关发行费用后，拟全部用于偿还有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；

制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2021 年一季度 | 2021 年二季度 | 2021 年三季度 | 2021 年四季度 | 2022 年一季度 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| GDP 总额（万亿元） | 24.80 | 28.15 | 28.99 | 32.42 | 27.02 |
| GDP 增速（%） | 18.30(4.95) | 7.90(5.47) | 4.90(4.85) | 4.00(5.19) | 4.80 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 24.50(6.79) | 15.90(6.95) | 11.80(6.37) | 9.60(6.15) | 6.50 |
| 固定资产投资增速（%） | 25.60(2.90) | 12.60(4.40) | 7.30(3.80) | 4.90(3.90) | 9.30 |
| 房地产投资（%） | 25.60(7.60) | 15.00(8.20) | 8.80(7.20) | 4.40(5.69) | 0.70 |
| 基建投资（%） | 29.70(2.30) | 7.80(2.40) | 1.50(0.40) | 0.40(0.65) | 8.50 |
| 制造业投资（%） | 29.80(-2.0) | 19.20(2.00) | 14.80(3.30) | 13.50(4.80) | 15.60 |
| 社会消费品零售（%） | 33.90(4.14) | 23.00(4.39) | 16.40(3.93) | 12.50(3.98) | 3.27 |
| 出口增速（%） | 48.78 | 38.51 | 32.88 | 29.87 | 15.80 |
| 进口增速（%） | 29.40 | 36.79 | 32.52 | 30.04 | 9.60 |
| CPI 涨幅（%） | 0.00 | 0.50 | 0.60 | 0.90 | 1.10 |
| PPI 涨幅（%） | 2.10 | 5.10 | 6.70 | 8.10 | 8.70 |
| 社融存量增速（%） | 12.30 | 11.00 | 10.00 | 10.30 | 10.60 |
| 一般公共预算收入增速（%） | 24.20 | 21.80 | 16.30 | 10.70 | 8.60 |
| 一般公共预算支出增速（%） | 6.20 | 4.50 | 2.30 | 0.30 | 8.30 |
| 城镇调查失业率（%） | 5.30 | 5.00 | 4.90 | 5.10 | 5.80 |
| 全国居民人均可支配收入增速（%） | 13.70(4.53) | 12.00(5.14) | 9.70(5.05) | 8.10(5.06) | 5.10 |

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资

大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

四、行业分析

1. 行业概况

2021 年，水泥产量同比小幅下降，下游需求疲软；水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2021 年以来，水泥价格波动增长至历史高位后大幅下滑至高位震荡。

水泥需求方面，2020 年以来中国经济受到新冠疫情冲击增速继续下行，全年 GDP 同比增长 2.3%。房地产调控维持“房住不炒”基调不变，仍较为严格；房地产开发投资仍表现出一定韧性，全年累计同比增长 7.0%，增速较 2019 年下降 2.9 个百分点。2020 年，中国基础设施完成投资完成额同比增长 3.4%，较上年同期增速上升 0.08 个百分点，发挥一定逆周期调节作用。整体看，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，政府在基建投资方面保持一定力度以引导经济复苏，房地产企业具有较强的开工意愿，2020 年全年水泥需求量虽受到一定影响，但仍保持增长。

2021 年，固定资产投资（不含农户）完成额增速 4.9%。其中，全国房地产开发投资增速 4.4%，但增速持续下降，较 2020 年下降 2.6 个百分点；基建投资增速 0.4%，同比下降 3 个百分点。对水泥需求支撑不足，水泥下游需求整

体疲软。

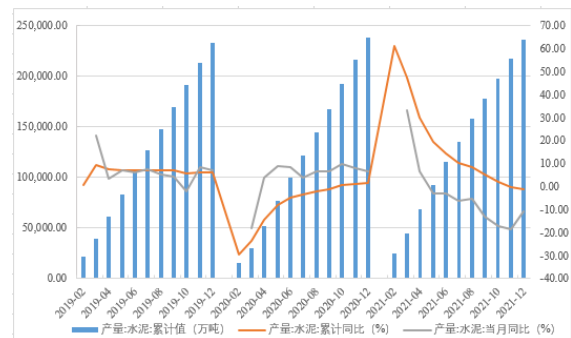
水泥供给方面，据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至 2021 年底，全国新型干法水泥生产线累计共有 1622 条，实际熟料年产能超过 18.1 亿吨。2021 年全国新增 21 条水泥熟料线投产，新投熟料产能约在 3199 万吨左右，较去年同期有所下降，主要分布在安徽、广东、贵州、云南、广西、陕西等地，新增产能主要为置换产能，产能净增加有限，但部分产线涉及异地置换，对当地原有竞争格局将会产生一定影响。整体看，水泥行业去产能进度缓慢，地区之间发展仍不均衡，云南、广西、广东以及福建等华南、西南及周边地区省份净增产能较多，东北和西北等省份处于产能净减状态。

限产政策方面，2020 年 1 月，工信部发布公告要求各地认真开展水泥错峰生产，坚决打好污染防治攻坚战。2020 年 12 月，工信部和生态环境部发布《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》，要求因时因地制宜，精准施策安排好错峰生产，并对承担供暖任务、协同处置生产线的错峰要求加以明确。2021 年为完成能耗双控目标，各地区加强高耗能产业生产管理，进入 9 月后，部分省份城市通过限制高耗能企业用电总量、提高电价、限制用电时段等方式促进能耗减排。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上造成一定压力。

2021 年，全国水泥产量 23.63 亿吨，同比减少 1.2%。其中，一季度全国各区域需求同比大幅增长，产能利用率同比上升；进入二季度后北方地区由于“能耗双控”政策停窑时间较长、降雨天气导致淡季提前以及华南和西南云贵一带受限电影响，水泥产量开始持续回落。2022 年 1—2 月，水泥产量 19933 万吨，同比下降 17.8%，一方面系地产新开工延续下降趋势且降幅进一步扩大，同比下降 12.2%；另一方面虽然基建投资增速同比增长 8.1%，但结构出现分化，对水泥需求驱动有限，同时多数企业仍在冬季错峰停窑，致使水泥产量出现较大幅度下降。

2019 年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2020 年以来，水泥价格呈先降后升态势：一季度受新冠疫情影响水泥价格由 2019 年末高位下行，4 月后小幅回升后，5—8 月受梅雨天气影响再次下滑；9 月后随着需求的强势复苏，水泥价格持续回升。2021 年一季度，水泥行业进入淡季，多地水泥产销双弱，水泥价格同比有所下降，3 月开始回升；5 月后进入淡季，水泥价格进入了较长的下行区间；8 月后，需求上涨但供给受能耗双控等政策影响而持续下降，致使水泥供需趋紧，叠加煤炭价格大幅上涨影响，水泥价格持续上涨至历史新高；10 月底，受需求下降及煤炭价格大幅下调影响，水泥价格持续下降后高位震荡。

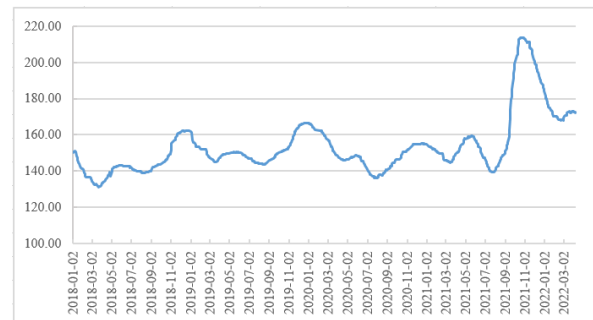
图 1 2017 年以来中国水泥行业产量及变化情况



资料来源：Wind

行业效益方面，2021 年水泥行业全年实现水泥销售收入 10754 亿元，同比增长 7.3%；利润总额 1694 亿元，同比下降 10.0%。

图 2 2018 年以来全国水泥价格指数走势图（单位：点）



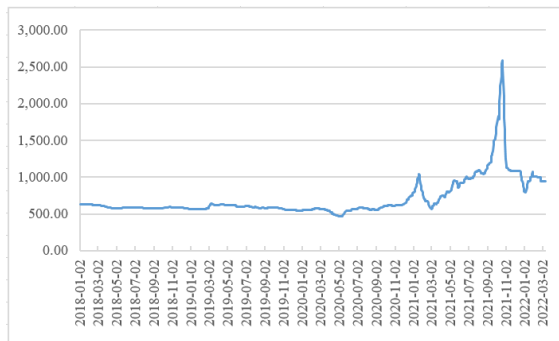
资料来源：Wind

2. 上游原燃料情况

煤炭价格波动对水泥行业的成本控制带来压力，2021 年煤价同比涨幅较大，对水泥企业盈利产生一定负面影响。

煤炭价格方面，2021 年初，煤炭价格延续 2020 年底持续走高态势，进入 2 月，春节效应导致需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势。2021 年 4 月以来，伴随着迎峰度夏及下游工业需求增速提升，煤炭下游需求增速持续大于原煤产量增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升至历史高位。随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始波动回落，但截至 2022 年 2 月底，煤炭价格同比增幅仍较大，处于相对高位。2021 年，水泥行业利润总额同比下降 10.0%，主要系煤炭价格大幅上升，对水泥企业的成本控制带来负面影响。

图 3 2018 年以来煤炭价格走势（单位：元/吨）



注：上图煤炭价格为动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛市场价
资料来源：Wind

矿石方面，随着中国加大矿山环保治理力度，石灰石价格整体走高，但由于大型水泥企业普遍具备石灰石资源的较高自给率，石灰石价格波动对水泥企业成本影响基本可控。

3. 行业发展

2021 年房地产板块受政策调控过紧冲击，行业基本面数据处于下降期，房企新开工面积和成交土地规模均呈不同程度下滑，预计 2022 年房地产投资增速或将持续下降，受此影响，水泥需求或将有所下降。

2021 年 12 月召开的全国发展和改革工作会议表示，扎实推进“十四五”规划 102 项重大工程项目建设，适度超前开展基础设施投资，2022 年基建投资增速有望出现回升，基建对水泥需求的拉动或将进一步释放。

但仍应关注到，2021 年房地产板块受政策调控过紧冲击，行业基本面数据处于下降期，2021 年，全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%；全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%；全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%，预计 2022 年在建项目规模将有所下降。同时 2021 年，300 城成交各类用地规划建筑面积同比下降 17.1%，预计 2022 年房地产新开工面积仍将持续下降，因此 2022 年房地产投资增速或将持续下降。综合来看，预计 2022 年全年水泥需求或将较 2021 年有所下降。

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，推动行业产能置换升级，并指出水泥行业向智能化发展的方向。随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大。

2020 年 1 月，工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，明确了水泥行业产能置换项目的范围、指标要求、置换比例、操作程序。2020 年 12 月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，进一步提高产能置换比例，明确要求，位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料建设项目，产能置换比例为 2:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料建设项目，产能置换比例为 1.5:1。

2020 年 9 月，在第七十五届联合国大会上，中国向世界宣布将提高国家自主减排贡献力度，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。水泥行业也是二氧化碳排放的主要工业行业之一。控制水泥行业的碳排放主要通过减少水泥用量、提高能

效水平、提升产品利用效率和优化产品材料结构等路径。未来，节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

工信部于2021年7月20日发布了《工业和信息化部关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》。该通知主要在《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原〔2017〕337号）的基础上进行修订，对水泥项目产能置换比例和范围作出了调整，并强调了严格对产能指标的认定和规范产能置换的操作程序。新的产能置换实施办法特别指出“2013年以来，连续停产三年及以上的水泥熟料生产线不能用于产能置换”，有助于补充前期“僵尸产能”被置换为新建项目的漏洞。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司最终实际控制人为国务院国资委。

截至2021年底，公司实收资本84.35亿元，控股股东中国建材集团直接和间接持股比例为43.02%。其中，直接持有内资股7.45%、间接持有内资股35.39%，直接持有H股0.10%，间

接持有H股0.08%，公司最终实际控制人为国务院国资委。

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，构建起基础建材、新材料和工程技术服务三大业务板块。

基础建材是公司的核心主业，主要产品包括水泥、熟料、商品混凝土以及骨料等，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。公司与中材股份合并后，公司水泥总产能达到5.18亿吨/年。公司基础建材板块在我国东南部地区、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，获得了区域竞争优势。

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，截至2021年底，北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）石膏板产能达到33.58亿平方米/年，旗下“龙”牌和“泰山”牌石膏板知名度高。

表2 截至2021年底公司各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 |
|--------|-------|------------------|-----------------------|--------|
| 基础建材板块 | 天山股份 | 新型干法水泥/ 商品混凝土 | 4.34 亿吨/ 4.18 亿立方米 | 产能世界第一 |
| | 北方水泥 | | 0.35 亿吨/ 0.36 亿立方米 | |
| | 祁连山控股 | | 0.29 亿吨/ 0.09 亿立方米 | |
| | 宁夏建材 | | 0.20 亿吨/ 0.11 亿立方米 | |
| 新材料 | 北新建材 | 石膏板 | 33.58 亿平方米 | 产能世界第一 |
| | 中国复材 | 风机发电叶片 | 6.97GW/年 | 世界第一 |
| | 中材科技 | 风机发电叶片 | 12.68GW/年 | |
| | 泰山玻纤 | 玻璃纤维 | 122 万吨 | 世界第一 |
| | 中国巨石 | 玻璃纤维 | 218 万吨 | |

注：1. “天山股份”全称为新疆天山水泥股份有限公司（以下简称为“天山股份”），“北方水泥”全称为北方水泥有限公司（以下简称为“北方水泥”），“祁连山控股”全称为甘肃祁连山建材控股有限公司（以下简称为“祁连山控股”），“宁夏建材”全称为宁夏建材集团股份有限公司（以下简称为“宁夏建材”），“泰山玻纤”全称为泰山玻璃纤维有限公司；“中国巨石”全称为中国巨石股份有限公司；2. 中国巨石为公司参股公司

数据来源：公司提供

截至2021年底，公司风机叶片产能规模达19.65GW/年。中国复合材料集团有限公司（以下简称“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，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。

工程技术服务板块方面，截至2021年底，该板块主要运营主体为中国中材国际工程股份有限公司（以下简称“中材国际”），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。

3. 税收优惠

公司享有税收优惠。

公司及所属子公司作为资源综合利用产品企业、高新技术企业和西部地区鼓励发展的产业企业，享受增值税、所得税和消费税等多项税收优惠，主要包含以下内容：

根据国家财政部、国税总局《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）及《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》（财税〔2015〕78号）相关规定，享受资源综合利用增值税退税。2019—2021年，增值税返还分别为11.61亿元、12.64亿元和10.44亿元。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告（授信机构版）》，截至2022年6月30日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。公司于公开市场发行债券均按时还本付息。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年6月30日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构和内控机制完善，严格控制相关风险。

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。

公司董事会由15名董事组成，设董事长1名，独立非执行董事5名。公司监事会成员8人²，设监事会主席1名。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. 管理水平

公司作为规范的市场化运作的企业集团，整体管理水平高。

公司根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》《公司法》等有关法律法规，制定了一系列比较完善的、体现新的公司治理结构的规章制度，构成了比较完善的治理框架及制度体系。

业务管理方面，公司根据各类业务制定了相应的业务管理流程，建立并实施了相应流程的授权制度、审核批准制度和业务区域管理制度，明确了相关部门和岗位的职责、权限，确保不相容岗位相互分离、制约和监督。

财务管理方面，公司制定了相应的预算管理、投融资管理、借款及担保、关联交易、资

² 截至2022年3月底，公司监事共计7人，缺少1人，主要系独立监事吴维库于2022年2月底因病去世，公司股东已建议提名魏建国担任公司独立监事，仍待后续股东周年大会审议批准。

金管理和短期资金调度应急预案等制度，完善了财务管理规范。

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。

安全生产管理方面，公司重要子公司及其各级控股公司均通过了职业健康管理体系认证。公司制定了《安全生产责任制度》和《工程项目安全生产管理办法》等一整套安全生产管理的制度。

七、重大事项

公司水泥资产重组尚在进行，水泥工程板块重组事项已完成，有利于公司整合资源并推动解决同业竞争问题，巩固公司在水泥行业的领先地位。

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股份的股份。2021年9月29日，天山水泥披露公告，交易涉及的标的公司中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥相关股权均已过户登记于天山水泥名下。2021年11月1日，公司披露公告，天山股份根据重组及买断交易发行的73.00亿股对价股份的登记已于2021年10月25日获中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司受理，在2021年11月2日于深圳证券交易所上市。

2022年4月16日，天山水泥公告称，拟以现金方式收购关联方宁夏建材所持水泥等相关业务子公司的控股权等资产，预计不构成天山水泥的重大资产重组。

2022年4月16日，宁夏建材发布公告，拟向中建材信息技术股份有限公司（以下简称“中建信息”）全体股东发行A股股票换股吸收合并中建信息，同时向天山股份出售所持水

泥等相关业务子公司的控股权等资产，预计构成重大资产重组和关联交易。2022年6月29日，宁夏建材发布公告称，上述交易涉及的审计和评估等工作尚未完成，本次交易尚需履行必要的内部决策程序，并需经有权监管机构批准后方可正式实施，能否实施尚存在不确定性。

2022年4月26日，甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（以下简称“祁连山股份”）发布公告称，拟将其全部资产及负债（以下简称“置出标的资产”）与中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）所持中交公路规划设计院有限公司、中交第一公路勘察设计院有限公司和中交第二公路勘察设计院有限公司100%股权，中国城乡控股集团有限公司（以下简称“中国城乡”）所持中国市政工程西南设计研究总院有限公司、中国市政工程东北设计研究总院有限公司，和中交城市能源研究院设计研究院有限公司的100%股权一并进行置换，不足置换部分将以发行股份的方式购买。交易完成后，祁连山股份不再纳入公司合并范围。

2022年5月11日，天山股份与中国交建及中国城乡订立了一份托管意向协议，拟将祁连山股份的水泥业务于中国交建及中国城乡取得置出标的资产后托管给天山股份经营管理，并由中国交建及中国城乡支付托管费作为对价。2022年7月14日，祁连山股份发布公告称，祁连山股份、上述重组事项的相关各方及中介机构正在进行尽职调查、审计及评估等各项工作，重大资产重组方案尚需经有权监管机构批准后方可实施，上述重大资产重组事项存在不确定性，如上述重组事项完成，预计对公司生产经营影响不大。

2020年10月30日，中国建材股份、建材研究总院及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”）订立了一份示意性资产购买协议，有关中国建材股份、建材研究总院及中国建材国际工程拟出售其分别持有的北京凯盛建材工程有

限公司（以下简称“北京凯盛”）、南京凯盛国际工程有限公司（以下简称“南京凯盛”）和中材矿山建设有限公司（以下简称“标的资产”）的股权，同日，中材国际同时与 49 名南京凯盛的少数股东订立了一份示意性的购买协议。2021 年 9 月 18 日，重组所有生效条件已获满足，有关方可进行重组的交割。2021 年 9 月 25 日，中材国际披露公告，交易涉及的标的资产北京凯盛、南京凯盛及中材矿山相关股权已过户至中材国际名下。2021 年 11 月 2 日，中材国际为购买北京凯盛、南京凯盛及中材矿山相关股权发行的股份及支付现金购买资产涉及的新增股份已于 2021 年 10 月 29 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成股份登记手续。

2022年1月11日，中国建材国际工程发布公告称，中国建材股份通过向中建材蚌埠玻璃工业设计研究院有限公司（以下简称“蚌埠院”）转让其持有的中国建材国际工程股权的方式认购蚌埠院股权，截至2021年底，中国建材国际工程不再纳入中国建材股份合并范围。

八、经营分析

1. 经营概况

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。2019－2021年，受新材料板块规模增长影响，营业总收入波动增长；受水泥价格波动及生产成本增长等因素影响，公司综合毛利率逐年下降。2022年1－3月，公司收入较为稳定，但综合毛利率有所下降。

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，主要经营基础建材、新材料和工程技术服务等业务，是中国最大的建材生产企业。截至2021年底，公司水泥产能约5.18亿吨/年，商品混凝土产能约4.75亿立方米/年，均位居世界第一。

2019－2021年，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长3.68%，2021年同比增长7.77%，主要系水泥价格增长推动水泥板块收入增长及石膏板销量增加推动新材料板块收入增长所致。

表3 2019－2021年和2022年1－3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 主营业务 | 2019 年（经调整） | | | 2020 年 | | | 2021 年 | | | 2022 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 |
| 基础建材 | 1853.98 | 72.79 | 30.00 | 1781.59 | 70.13 | 28.60 | 1853.22 | 67.69 | 25.66 | 288.30 | 61.29 | 16.20 |
| 新材料 | 289.17 | 11.35 | 27.86 | 385.45 | 15.17 | 30.37 | 441.67 | 16.13 | 29.75 | 100.13 | 21.29 | 27.18 |
| 工程技术服务 | 354.49 | 13.92 | 19.92 | 322.19 | 12.68 | 17.91 | 317.00 | 11.58 | 15.48 | 66.92 | 14.23 | 16.12 |
| 其他 | 49.22 | 1.93 | 13.90 | 51.12 | 2.01 | 17.64 | 125.78 | 4.59 | 19.10 | 15.06 | 3.20 | 48.88 |
| 合计 | 2546.87 | 100.00 | 28.04 | 2540.36 | 100.00 | 27.29 | 2737.67 | 100.00 | 24.84 | 470.41 | 100.00 | 19.57 |

注：1. 基础建材包含水泥、熟料、商品混凝土及骨料业务，其中包含中建材投资有限公司（以下简称“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；工程技术服务包括装备制造及相关工程技术研究与服务板块；其他包含建材贸易与物流等其他板块；2. 尾数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

从主营业务构成来看，2019－2021年，基础建材板块（包含水泥、熟料、商品混凝土和骨料业务）收入波动增长，为公司收入的最主要来源，其收入在主营业务收入中占比均保持在60%以上，但占主营业务收入比重逐年下降；新材料业务收入持续增长，主要系随着行业景气度提升，石膏板收入增长所致；新材料收入占主营业务收入比重持续增长。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，但受疫情影响，工程技术服务收入逐年减少。公司其他业务主要为建材贸易、物流等，收入波动增长，在主营业务收入中占比较小。

毛利率方面，2019－2021年，公司基础建材业务毛利率逐年下降，2020年基础建材板块毛利率下降主要系产品价格下降所致，2021年基础建材板块毛利率同比下降2.94个百分点，主要系煤炭价格上涨致使水泥生产成本上涨所致；新材料毛利率波动增长，2020年增长主要

系产品售价上升所致；工程技术服务板块毛利率逐年下降，主要系受疫情影响致使成本增加所致。综上，公司综合毛利率持续下降。

2022年1—3月，公司营业总收入481.54亿元，同比增长0.65%，较为稳定；综合毛利率为20.29%，同比下降4.04个百分点。

2. 基础建材板块

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，产供销模式成熟，规模优势显著。

基础建材板块相关产品包括水泥、熟料及混凝土，基础建材业务为公司的支柱产业。截至2021年底，公司联合重组水泥企业数百家，水泥产能约5.18亿吨/年，商品混凝土产能约4.75亿立方米/年，均位居世界第一。

表4 公司基础建材业务经营数据（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019年（经调整） | | | 2020年 | | | 2021年 | | | 2022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 | 1300.94 | 70.17 | 32.65 | 1210.41 | 67.94 | 31.82 | 1319.18 | 70.32 | 26.69 | 205.43 | 71.25 | 16.83 |
| 商品混凝土 | 517.55 | 27.92 | 20.51 | 532.03 | 29.86 | 19.47 | 508.19 | 27.09 | 14.99 | 73.18 | 25.38 | 10.93 |
| 骨料 | 35.49 | 1.91 | 71.07 | 39.15 | 2.20 | 53.29 | 48.65 | 2.59 | 46.78 | 9.70 | 3.36 | 42.61 |
| 合计 | 1853.98 | 100.00 | 30.00 | 1781.59 | 100.00 | 28.60 | 1876.03 | 100.00 | 24.04 | 288.30 | 100.00 | 16.20 |

注：表4中2021年基础建材业务合计的收入和毛利率和表3中基础建材板块收入和毛利率不一致，主要系表3中合并后内部抵消影响所致
资料来源：公司提供

分产品来看，2019—2021年，受水泥销售价格波动影响，水泥及熟料收入波动增长，整体较为稳定，是基础建材板块收入的主要来源；商品混凝土收入波动下降，骨料收入逐年增长，但规模较小。毛利率方面，水泥及熟料和商品混凝土的毛利率均逐年下降，2021年下降幅度较大，主要系煤炭价格上涨致使生产成本上升所致；骨料毛利率也逐年下降，但整体处于较高水平。

（1）生产

2019年以来，公司水泥熟料产量逐年下降，产能利用率处于一般水平；混凝土产量较为稳定，产能利用率处于较高水平。

公司主要通过联合重组实现了基础建材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，基础建材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。

从产量来看，2021年度，公司水泥产能约5.18亿吨/年，位居世界第一，产品覆盖全部水泥品种，产能利用率约为64%，产能利用率有

所下降，主要系受下游需求下滑、部分区域错峰生产停工时间延长及2021年部分地区停电致使停工影响，公司水泥产量减少所致；商品混凝土产能约4.75亿立方米，位居世界第一，产能利用率为82%。

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2021年底，公司余热发电系统总装机达2.21GW，全年实现余热发电88.96亿千瓦小时。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）采购

公司部分原燃料能够实现自给，具备一定的成本优势；但2021年以来煤炭价格大幅上涨致使生产成本上升，给公司带来较大成本管控压力。

公司生产成本主要构成为原材料、煤和电成本。原材料包括石灰石、粘土、砂岩等，其成本约占生产成本的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，其成本约占生产成本的35%~40%。电是公司水泥生产的主要能源，其成本约占生产成

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，公司目前石灰石储量约 110.6 亿吨，下属各项目公司拥有 282 个采矿权证，石灰石自给率约为 92%。煤炭全部由外购取得，2021 年以来煤炭价格大幅上涨，致使公司煤炭采购价格大幅上升，由于煤炭在公司水泥生产成本中占比较高，致使 2021 年以来水泥生产成本上升，毛利率持续下降。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。原材料价格波动给公司带来了较大成本管控压力。

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，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) 销售

2019年以来，公司水泥熟料产销量逐年下降，混凝土的产销量较为稳定，产品价格波动上涨；下游房地产市场投资下降可能导致水泥需求下降，但公司产能基本实现全国布局，有利于分散单一地区市场波动风险。

公司行业地位较为突出，产能基本实现全国布局，中联水泥在山东等地区，南方水泥在浙江、湖南、江西和上海等地区，北方水泥在吉林及黑龙江等地区，天山股份（本部）在新疆地区，宁夏建材在宁夏地区，祁连山控股在甘肃和青海地区分别确定了销售主导地位。

从销售量来看，受下游需求下滑以及疫情等影响，2019—2021 年公司水泥及熟料销量逐年下降。从销售价格来看（具体销售情况详见附件 1-4），各销售区域产品价格差异较为明显。2020 年，受各地需求变动及南方超长雨季等因素影响，中联水泥、北方水泥、西南水泥和天山股份水泥及熟料价格较 2019 年均小幅下降，其他产品价格微升。2021 年以来，受煤炭价格大幅上涨带动生产成本大幅增长，成本向下游传导影响，公司各销售区域水泥产品价格均有所增长，其中北方水泥的水泥及熟料销售均价增幅较大，主要系叠加东三省错峰生产严格实施，区域内无序竞争情况有所好转所致；受水泥价格增长带动影响，各销售区域混凝土价格亦有所增长。

表 5 水泥熟料、混凝土产销情况
(单位：亿吨、亿立方米)

| 产品 | 产销量 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1—3 月 |
|------|-----|--------|--------|--------|--------------|
| 水泥熟料 | 产量 | 6.73 | 6.70 | 6.57 | 0.99 |
| | 销量 | 3.91 | 3.89 | 3.73 | 0.56 |
| 混凝土 | 产量 | 1.12 | 1.12 | 1.12 | 0.15 |
| | 销量 | 1.12 | 1.12 | 1.12 | 0.15 |

资料来源：公司提供

3. 新材料业务

公司新材料业务板块主要由轻质建材业务和玻璃纤维及复合材料业务构成；新材料业务规模优势明显，主要产品产能规模世界领先，产销率保持很高水平，综合竞争力强。

(1) 轻质建材

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和销售，并为客户提供相应的工程和劳务服务，石膏板业务为轻质建材板块主要的收入来源。截至 2021 年底，北新建材石膏板年产能 33.58 亿平方米，位居世界第一，2019—2021 年，石膏板产量逐年增长；受新投产项目产能尚未充分释放影响，产能利用率逐年下降。

表6 2019—2021年北新建材石膏板产销情况（单位：亿平方米、亿平方米/年、%）

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
|-------|-------|-------|-------|
| 产能 | 27.52 | 28.24 | 33.58 |
| 产量 | 19.94 | 20.33 | 24.23 |
| 销量 | 19.66 | 20.15 | 23.78 |
| 产能利用率 | 72.46 | 71.99 | 77.78 |
| 产销率 | 98.60 | 99.10 | 98.14 |

注：2021年产能利用率不等于产量/产能，主要系该产能利用率为全年加权平均计算的产能利用率

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，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。2019—2021年，北新建材石膏板销售规模稳步扩大，产销率维持较高水平；销售以国内市场为主，并集中于国内北方、南方和西部地区。

表7 20120—2021年公司轻质建材分区域收入情况

| 区域 | 2020年 | | 2021年 | |
|------|------------|-----------|------------|-----------|
| | 收入 (亿元) | 占比 (%) | 收入 (亿元) | 占比 (%) |
| 国内销售 | 167.74 | 99.56 | 208.49 | 99.47 |
| 北方地区 | 61.92 | 36.75 | 78.51 | 37.45 |
| 南方地区 | 71.72 | 42.57 | 90.48 | 43.17 |
| 西部地区 | 34.10 | 20.24 | 39.50 | 18.85 |

表8 2019—2021年及2022年1—3月公司主要新材料产品生产情况

| 项目 | 2019年 | | 2020年 | | 2021年 | | 2022年1—3月 | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 |
| 风力发电叶片-中国复材（兆瓦） | 2850 | 2888 | 5528 | 4979 | 4434 | 4462 | 795 | 909 |
| 风力发电叶片-中材科技（兆瓦） | 8218 | 7941 | 12369 | 12343 | 11877 | 11424 | 3392 | 2150 |
| CNG气瓶（万只） | 39 | 38 | 37 | 33 | 12 | 12 | 4 | 4 |
| 高温过滤材料（万平米） | 585 | 576 | 583 | 620 | 544 | 560 | 192 | 167 |
| 玻璃纤维纸（吨） | 15796 | 15649 | 14338 | 14059 | 15830 | 16062 | 3289 | 3081 |
| 太阳能多晶硅熔炼器（只） | 48425 | 49318 | 24742 | 26314 | 29149 | 29836 | 6772 | 6719 |
| 精细熔融石英陶瓷（条） | 45350 | 45550 | 54845 | 54383 | 91200 | 84965 | 14824 | 15426 |
| 微晶氧化铝陶瓷制品（吨） | 38561 | 35398 | 34905 | 35315 | 38718 | 41106 | 6090 | 8080 |
| 高压电瓷绝缘子（吨） | 44214 | 41059 | 34714 | 33687 | 25409 | 28278 | 5099 | 5672 |
| 玻璃钢缠绕类产品（吨） | 24582 | 25348 | 16713 | 17465 | 13582 | 16585 | 2626 | 4042 |
| PVC复合地板（万平方米） | 625 | 614 | 741 | 735 | 725 | 725 | 81 | 75 |

资料来源：公司提供

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

| | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 国外销售 | 0.74 | 0.44 | 1.11 | 0.53 |
| 合计 | 168.48 | 100.00 | 209.60 | 100.00 |

资料来源：公司提供

整体看，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。

（2）复合材料及玻璃纤维

公司的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”）以及中材高新材料股份有限公司（以下简称“中材高新”）经营，主营业务是风电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。风电叶片方面，截至2021年底，中国复材风电叶片产能为6.97GW/年，中材科技风电叶片产能为12.68GW/年，公司风电叶片产能世界第一

2019—2021年，中国复材和中材科技的风力发电叶片合计产量及销量波动增长，其中2020年产销量增长幅度较大，主要受下游需求大幅增长影响所致；2021年受风电行业抢装潮过去，下游需求有所下降，风电叶片产销量小幅下降。公司其他高新材料产品产量在合理范围内波动，产销率保持较高水平。

于国内领先水平，拥有1MW~8MW的6大系列产品，适用于高低温、高海拔、低风速、沿

海以及海上等不同运行环境。中材科技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、江西萍乡和河北邯郸七个生产基地，覆盖了主要的目标客户市场，风电叶片市场占有率连续 10 年保持全国第一。

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。中材科技下属子公司泰山玻璃纤维有限公司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。公司拥有中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。公司通过了ISO9001、ISO14000和OSHMS体系认证，产品通过英国劳氏、挪威船级社和中国船级社等多家专业认证机构的认证，产品品质市场认可度较高。

4. 工程技术服务

受水泥生产线升级改造和产能置换增加影响，2019—2021年，公司工程技术服务业务新签合同额逐年增长，在手合同额规模能够满足未来一段时间经营需要。

2019—2021年，中材国际新签合同金额逐年增长，受水泥生产线升级改造及产能置换增加致使工程建设新签合同额大幅增长影响，2021年新签合同额同比增长49.11%。2022年1—3月新签合同额同比继续增长28.19%；截至2022年3月底，中材国际正在执行的合同额能够满足未来1~2年经营需要。

2019—2021年和2022年1—3月，公司工程技术服务收入中境内占比分别约为44.99%、60.38%、63.08%和63.10%，受疫情影响，2020年以来，境内收入占比大幅增长，但境外收入占比仍有一定比例。

表9 2019—2021年及2022年1—3月中材国际新签合同额情况（单位：亿元）

| 项目 | 2019年 新签合同额 | 2020年 新签合同额 | 2021年 新签合同额 | 2022年1—3月 新签合同额 | 截至2022年3月底 正在执行的合同金额 |
|--------|----------------|----------------|----------------|--------------------|-------------------------|
| 工程建设 | 238.86 | 270.37 | 366.95 | 43.09 | 422.56 |
| 装备制造 | 43.00 | 40.81 | 48.08 | 14.30 | 22.80 |
| 环保 | 21.50 | 21.80 | 15.13 | 1.57 | 14.83 |
| 生产运营管理 | 6.77 | 2.45 | 63.61 | 25.35 | 44.78 |
| 其他 | 2.74 | 6.45 | 16.02 | 3.69 | 5.44 |
| 合计 | 312.87 | 341.89 | 509.79 | 88.00 | 510.41 |

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2019—2021年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数波动提升，存货周转次数逐年提升。考虑公司业务相对多元，产品种类较多，公司整体经营效率尚可。

表10 同行业公司2021年经营效率指标对比
(单位：次)

| 公司名称 | 应收账款 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 | 16.64 | 9.01 | 0.61 |
| 安徽海螺水泥股份有限公司 | 93.79 | 13.99 | 0.78 |
| 华新水泥股份有限公司 | 40.33 | 7.26 | 0.67 |
| 公司 | 6.11 | 10.05 | 0.61 |

资料来源：为数据可比上表中各企业数据均来自 Wind

6. 未来发展

公司经营计划切实可行，有利于公司发展。

公司将坚持“4335”指导原则，即树立四个理念，建立三个闭环体系，实现三大转变，打造五力企业，推动形成基础建材、新材料和工程技术服务三大主业格局。“坚持效率优先、坚持效益优先、坚持主业突出专业化、坚持精细精简精干、坚持价本利经营理念、坚持整合优化、坚持数字化”的管理原则，“稳价、降本、保量、压减、优化”的经营措施。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019—2021 年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2022 年 1—3 月财务数据未经审计。

截至 2021 年底，公司资产总额 4613.00 亿元，所有者权益 1786.64 亿元（含少数股东权益 598.37 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 2786.27 亿元，利润总额 336.56 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 4832.93

亿元，所有者权益 1856.26 亿元（含少数股东权益 634.63 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 481.54 亿元，利润总额 37.41 亿元。

2. 资产质量

公司资产以非流动资产为主。流动资产中货币资金占比较高，应收账款和存货对资金形成一定占用；非流动资产中商誉占比较高，存在一定商誉减值风险；公司资产受限比例低。

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 1.73%。截至 2021 年底，公司资产总额较年初变化不大，仍以非流动资产为主，符合建材生产企业的特征。

表 11 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成（单位：亿元、%）

| 科目 | 2019 年末 | | 2020 年末 | | 2021 年末 | | 2022 年 3 月 末 | | 三年年均复合增长 | 2021 年末较上年底增长 |
|----------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------------|--------|----------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | | |
| 流动资产 | 1570.99 | 35.24 | 1567.76 | 34.40 | 1498.46 | 32.48 | 1699.48 | 35.16 | -2.34 | -4.42 |
| 货币资金 | 292.12 | 18.59 | 348.20 | 22.21 | 309.63 | 20.66 | 395.48 | 23.27 | 2.95 | -11.08 |
| 应收账款 | 410.91 | 26.16 | 441.92 | 28.19 | 469.53 | 31.33 | 531.71 | 31.29 | 6.90 | 6.25 |
| 存货 | 200.69 | 12.78 | 203.56 | 12.98 | 212.47 | 14.18 | 248.31 | 14.61 | 2.89 | 4.37 |
| 非流动资产 | 2886.35 | 64.76 | 2989.82 | 65.60 | 3114.54 | 67.52 | 3133.45 | 64.84 | 3.88 | 4.17 |
| 长期股权投资 | 161.07 | 5.58 | 195.93 | 6.55 | 272.45 | 8.75 | 278.28 | 8.88 | 30.05 | 39.05 |
| 固定资产（合计） | 1605.92 | 55.64 | 1567.09 | 52.41 | 1677.52 | 53.86 | 1667.82 | 53.23 | 2.20 | 7.05 |
| 无形资产 | 316.93 | 10.98 | 381.56 | 12.76 | 458.25 | 14.71 | 459.56 | 14.67 | 20.24 | 20.10 |
| 商誉 | 378.22 | 13.10 | 332.26 | 11.11 | 322.53 | 10.36 | 322.74 | 10.30 | -7.66 | -2.93 |
| 资产总额 | 4457.34 | 100.00 | 4557.59 | 100.00 | 4613.00 | 100.00 | 4832.93 | 100.00 | 1.73 | 1.22 |

注：1. 上表中流动资产、非流动资产的占比为在资产总额中的占比；货币资金、应收账款和存货的占比为在流动资产中的占比；长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉的占比为在非流动资产中的占比

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021 年末，流动资产规模持续下降，年均复合下降 2.34%。截至 2021 年底，公司流动资产较年初小幅下降，构成仍以货币资金、应收账款、应收款项融资及存货为主。

2019—2021 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 2.95%。截至 2021 年底，公司货币资金较年初减少 11.08%，主要系煤炭价格上涨致使当期经营性应付增加，叠加投资和偿还债务规模较大影响所致。货币资金中有 37.03 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和质押借款（定期存单等）等，占货币资金总额的 11.96%，受限资金占比一般。

2019—2021 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 6.90%。截至 2021 年底，公司应收账款较年初小幅增长。按账龄分布，1 年以内占 63.82%、1~2 年占 16.08%、2~3 年占 6.91%、3 年以上占 13.19%，公司部分应收账款账龄时间偏长。截至 2021 年底，公司计提坏账准备 93.14 亿元，计提比例为 16.55%。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。

2019—2021 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 2.89%。截至 2021 年底，公司存货较年初小幅增长，主要由原材料（占比 40.09%）和库存商品（占比 34.78%）构成，公司对存货累计计提跌价准备 6.03 亿元，计提比例 2.76%，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

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 3.88%。截至 2021 年底，公司非流动资产继续小幅增长，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和商誉构成。

2019—2021 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 30.05%。截至 2021 年底，公司长期股权投资较年初增长 39.05%，主要系当期新增对中建材蚌埠玻璃工业设计研究院有限公司投资 30.33 亿元，同时权益法下确认投资损益 41.29 亿元所致。

2019—2021 年末，公司固定资产（合计）波动增长，年均复合增长 2.20%。截至 2021 年底，公司固定资产较年初小幅增长，主要系在建工程转固所致；主要由房屋及建筑物（占 53.97%）和机器设备（占 43.66%）构成；公司固定资产成新率为 56.22%，成新率一般。

2019—2021 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 20.24%。截至 2021 年底，公司无形资产较年初增长 20.10%，主要系采矿权和土地使用权增加所致；主要由土地使用权（占 44.81%）和采矿权（占 51.96%）构成；无形资产累计摊销 140.25 亿元，计提减值准备 8.51 亿元。

表12 2019—2021年底商誉构成情况（单位：亿元）

| 商誉构成板块 | 2019 年底 | 2020 年底 | 2021 年底 |
|--------|---------|---------|---------|
| 轻质建材板块 | 5.42 | 5.31 | 6.08 |
| 工程服务 | 12.70 | 12.93 | 12.32 |
| 商混板块 | 96.45 | 94.14 | 87.11 |
| 水泥板块 | 355.09 | 350.88 | 368.84 |
| 其他板块 | 1.54 | 1.37 | 1.38 |
| 账面余额合计 | 471.20 | 464.63 | 475.73 |

| 商誉构成板块 | 2019 年底 | 2020 年底 | 2021 年底 |
|--------|---------|---------|---------|
| 减值准备 | 92.97 | 132.37 | 153.21 |
| 账面净值合计 | 378.22 | 332.26 | 322.53 |

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

2019—2021 年末，公司商誉持续下降，年均复合下降 7.66%。截至 2021 年底，公司商誉较年初小幅下降。公司每年年终进行商誉减值测试，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 2021 年底，公司共计提商誉减值准备 153.21 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。

表13 截至2021年底公司受限资产情况（单位：亿元）

| 受限资产 | 账面价值 | 受限原因 |
|--------|-------|-------------------------|
| 货币资金 | 37.03 | 票据保证金、保函保证金、履约保证金、借款保证金 |
| 应收款项融资 | 15.62 | 质押用于票据池业务、质押作为应付票据的保证金 |
| 应收账款 | 0.25 | 质押用于票据池业务、质押借款、担保 |
| 固定资产 | 5.53 | 保理、抵押 |
| 在建工程 | 8.80 | 抵押用于融资借款 |
| 无形资产 | 1.61 | 抵押用于融资借款 |
| 合计 | 68.84 | -- |

资料来源：公司财务报告

截至 2021 年底，公司受限资产账面价值占公司总资产的 1.49%，受限比例较低。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额继续增长，资产结构较上年底变化不大。其中，货币资金较上年底增长 27.73%，主要系当期融资借款规模增加所致；应收账款较上年底增长 13.24%，主要系应收账款周期性增长所致；预付款项较上年底增长 33.91%，主要系业务规模扩大以及煤价上涨致使采购预付款增加所致

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益逐年增长，所有者权益中未分配利润、少数股东权益及其他权益工具占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益 1786.64 亿元，较上年底增长 8.09%，主要系利润积累所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 66.51%，少数股东权益占比为 33.49%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 4.72%、7.14% 和 41.75%。截至 2021 年底，公司其他权益合计 165.46 亿元，全部为永续中票及永续期公司债券。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 1856.26 亿元，较上年底增长 3.90%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 65.81%，少数股东权益占比为 34.19%。所有者权益中未分配利润、少数股东权益及其他权益工具占比较高，

权益结构稳定性一般。

（2）负债

2019—2021 年末，公司负债和全部债务规模逐年下降，借款中信用借款占比较高，融资能力强；若将发行的永续中票及永续期公司债券列入债务，公司实际的资产负债率处于较高水平，债务负担较重。

2019—2021 年末，公司负债规模持续下降，年均复合下降 2.09%。截至 2021 年底，公司负债总额较年初小幅下降，较年初变化不大，以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

表 14 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债主要构成（单位：亿元、%）

| 科目 | 2019 年末 | | 2020 年末 | | 2021 年末 | | 2022 年 3 月末 | | 三年年均复合增长率 | 2021 年末较上年底增长率 |
|-------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|-------------|--------|-----------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | | |
| 流动负债 | 1953.48 | 66.26 | 1922.01 | 66.17 | 1747.99 | 61.85 | 1844.66 | 61.97 | -5.41 | -9.05 |
| 短期借款 | 643.06 | 32.92 | 596.47 | 31.03 | 378.05 | 21.63 | 563.24 | 30.53 | -23.33 | -36.62 |
| 应付票据 | 167.63 | 8.58 | 161.81 | 8.42 | 186.84 | 10.69 | 213.11 | 11.55 | 5.58 | 15.47 |
| 应付账款 | 388.69 | 19.90 | 435.16 | 22.64 | 410.77 | 23.50 | 419.31 | 22.73 | 2.80 | -5.60 |
| 一年内到期的非流动负债 | 186.21 | 9.53 | 281.54 | 14.65 | 299.62 | 17.14 | 238.35 | 12.92 | 26.85 | 6.42 |
| 非流动负债 | 994.63 | 33.74 | 982.66 | 33.83 | 1078.37 | 38.15 | 1132.00 | 38.03 | 4.12 | 9.74 |
| 长期借款 | 347.29 | 34.92 | 481.56 | 49.01 | 565.58 | 52.45 | 567.18 | 50.10 | 27.62 | 17.45 |
| 应付债券 | 535.34 | 53.82 | 371.86 | 37.84 | 361.93 | 33.56 | 410.84 | 36.29 | -17.78 | -2.67 |
| 负债总额 | 2948.11 | 100.00 | 2904.67 | 100.00 | 2826.36 | 100.00 | 2976.67 | 100.00 | -2.09 | -2.70 |

注：1. 上表中流动资产、非流动资产的占比为在资产总额中的占比；短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债的占比为在流动负债中的占比；长期借款和应付债券的占比为在非流动负债中的占比

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

2019—2021 年末，公司流动负债持续下降，年均复合下降 5.41%。截至 2021 年底，受短期借款减少影响，公司流动负债较年初小幅下降。

2019—2021 年末，公司短期借款持续下降，年均复合下降 23.33%。截至 2021 年底，公司短期借款较年初下降 36.62%，主要系公司当期偿还规模较大所致；短期借款主要由保证借款（占 57.70%）和信用借款（占 41.53%）构成。

2019—2021 年末，公司应付票据波动增长，年均复合增长 5.58%。截至 2021 年底，公司应付票据较年初增长 15.47%，主要系公司采用银行承兑汇票支付供应商的付款方式增长所致。

2019—2021 年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长 2.80%。截至 2021 年底，公司应付账款 435.10 亿元，较年初增长 11.94%，主要系公司业务规模增加且减少银行承兑汇票支付形式所致。应付账款账龄以一年内为主，占 79.26%。

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 26.85%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较年初继续增长，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2019—2021 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 4.12%。截至 2021 年底，公司非流动负债较年初继续增长，构成较年初变化不大。

2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 27.62%。截至 2021 年底，公司长期借款较年初继续增长，主要系公司规模扩大，外部融资增加所致；长期借款主要由信用借款（占 60.73%）以及保证借款（占 37.90%）构成。

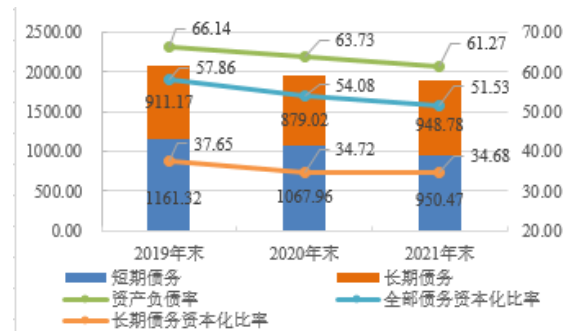
2019—2021 年末，公司应付债券持续下降，年均复合下降 17.78%。截至 2021 年底，公司应付债券较年初小幅下降，主要系部分债券划转入一年内到期所致。从期限分布看，公司存续债券主要集中在 2022 年到期，考虑公司融资能力强，经营现金流好，公司偿付压力尚可。

有息债务方面，2019—2021 年末，公司全部债务持续下降，年均复合下降 4.27%。截至 2021 年底，公司全部债务 1899.25 亿元，较年初下降 2.45%，主要为短期债务减少。其中，短期债务占比下降 4.81 个百分点至 50.04%，公司整体债务规模继续下降，债务结构有所改善。从债务指标来看，2019—2021 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均持续下降，但公司资产负债率仍位于行业较高水平。

如将永续债调入债务，截至 2021 年底，公司短期债务、长期债务和全部债务分别为 1020.25 亿元、1044.46 亿元和 2064.71 亿元；公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.86%、56.02% 和 39.18%，较调整前分别上升 3.59 个百分点、4.49 个百分点和 4.50 个百分点。

图 4 公司全部债务及债务比率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额较上年底小幅增长，负债结构较上年底变化不大。其中，短期借款较上年底增长 48.99%，主要系公司增加短期融资所致；一年内到期的非流动负债较上年底减少 20.45%，主要系到期债务偿还所致。如将永续债调入债务，截至 2022 年 3 月底，公司调整后资产负债率为 65.12%。

4. 盈利能力

水泥和原燃料价格波动对公司盈利能力影响大，2019—2021 年，公司营业总收入和利润总额均逐年增长，盈利能力提升；但营业利润率逐年下降；公司较高的资产减值损失对公司利润总额影响较大；公司获得政府补助款较多，对公司的利润产生一定影响。

2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 4.03%；利润总额持续增长，年均复合增长 10.67%。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 4.74%。2021 年，公司费用总额为 340.60 亿元，同比增长 8.78%。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 14.20%、44.84%、16.96% 和 24.01%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 152.71 亿元，同比增长 7.52%，主要系人工成本增长所致；研发费用为 57.77 亿元，同比增长 35.51%，主要系公司为推荐新材料业务发展，加大产品研发投入所致。2019—2021 年，公司期间费用率分别为

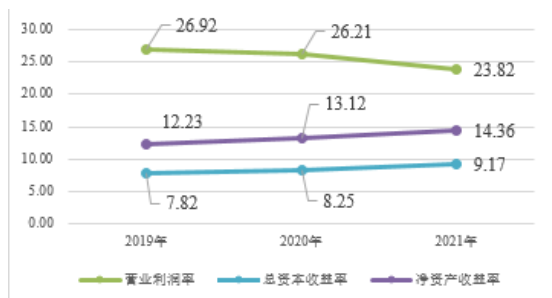
12.06%、12.09%和 12.22%，处于较高水平，公司尚需提高期间费用管控能力。

2019—2021 年，公司资产减值损失逐年下降，整体规模较大，分别为 101.60 亿元、98.51 亿元和 57.57 亿元，主要由于公司基于稳健性原则，以及水泥转型升级产能置换、政府拆除和环保原因拆除等因素，对商誉和固定资产计提的减值准备，2021 年较 2020 年下降 41.56%，主要系公司减量置换和转型升级项目减少所致；信用减值损失分别为 34.76 亿元、34.94 亿元和 12.76 亿元，主要为公司对应收类账款计提的坏账准备，2021 年较 2020 年下降 63.47%，主要系应收类款项坏账准备趋于稳定所致。公司资产减值损失和信用减值损失规模较大，对利润产生较大影响。

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，2019—2021 年，公司投资收益分别为 16.32 亿元、40.31 亿元和 47.04 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益。2019—2021 年，营业外收入与其他收益合计额分别为 31.05 亿元、32.70 亿元和 35.12 亿元，占利润总额的比重分别为 11.30%、10.88%和 10.44%，对公司利润总额有一定影响。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，2019—2021 年，受毛利率逐年下降影响，公司营业利润率逐年下降；但受利润总额逐年增长影响，总资本收益率和净资产收益率逐年上升，公司整体盈利能力逐年提高，但处于行业一般水平。

图 5 2019—2021 年公司盈利指标情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据企业年报整理

表15 2021年公司盈利情况同行业对比

| 公司名称 | 营业总收入 (亿元) | 营业利润率 (%) | 净资产收益率 (%) |
|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 唐山冀东水泥股份有限公司 | 363.38 | 25.38 | 11.35 |
| 安徽海螺水泥股份有限公司 | 1679.53 | 28.89 | 19.26 |
| 华新水泥股份有限公司 | 324.64 | 32.24 | 21.33 |
| 公司 | 2786.27 | 23.82 | 15.03 |

注：营业利润率为按照联合资信计算公式计算获取，其余数据均来自wind
资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

2022 年 1—3 月，公司营业总收入 481.54 亿元，同比变化不大；营业利润率为 18.86%，同比下降 4.29 个百分点，主要系煤价上涨致使营业成本上涨所致；费用总额为 65.47 亿元，同比下降 13.12%，其中销售费用为 8.52 亿元，同比下降 27.00%，主要系水泥和商混的销量下降所致；财务费用为 15.99 亿元，同比下降 15.19%，期间费用率为 13.60%。投资收益为 14.32 亿元，同比增长 165.15%，主要系中国建材控股有限公司持有的中国海螺创业控股有限公司将中国海螺环保控股有限公司分拆上市，确认投资收益；以及一季度联营企业中国巨石利润上升所致。净利润 27.73 亿元，同比减少 11.42%，主要系毛利率下降所致。

5. 现金流

2019—2021 年，受销售规模增长影响，公司经营活动现金流持续为净流入，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；受降杠杆影响，筹资活动现金流持续为净流出，考虑到未来转型升级支出、技改投入和债务集中到期兑付，公司仍有一定融资需求。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1—3 月 |
|------------|---------|---------|---------|-----------------|
| 经营活动现金流入量 | 3051.39 | 3062.62 | 3199.74 | 466.09 |
| 经营活动现金流出量 | 2417.90 | 2420.14 | 2698.85 | 533.12 |
| 经营活动现金流量净额 | 633.49 | 642.49 | 500.89 | -67.02 |
| 投资活动现金流入量 | 225.89 | 226.70 | 137.90 | 57.40 |

| | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 投资活动现金流出量 | 491.70 | 491.67 | 450.32 | 94.26 |
| 投资活动现金流量净额 | -265.82 | -264.97 | -312.42 | -36.86 |
| 筹资活动前现金流 | 367.68 | 377.52 | 188.47 | -103.88 |
| 筹资活动现金流入量 | 1870.19 | 1789.55 | 1503.76 | 548.05 |
| 筹资活动现金流出量 | 2205.30 | 2108.03 | 1714.66 | 358.17 |
| 筹资活动现金流量净额 | -335.10 | -318.49 | -210.90 | 189.88 |
| 现金收入比 | 115.57 | 115.48 | 111.54 | 90.22 |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 2.40%，主要系公司营业总收入增长所致。公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 5.65%。综上影响，2019—2021 年，经营活动产生的现金流量净额年均复合下降 11.06%。从收入实现情况来看，2018—2020 年，公司现金收入比稳中略有下降，公司收入实现质量高。

从投资活动看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 21.87%，2021 年，公司投资活动现金流入同比下降 39.17%，主要系投资收回的现金减少所致；公司投资活动的现金流出波动减少，年均复合下降 4.30%，投资活动现金流出中购建固定资产、无形资产和其他长期投资所支付的现金占比较大；公司收回投资收到的现金和投资支出的现金规模较大主要为购买及出售理财产品产生的现金流。综上影响，2019—2021 年，投资活动现金流量呈持续净流出状态，公司存在一定资本支出需求。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额持续为正，公司经营活动现金流可以满足正常的生产经营和投资活动需要。

从筹资活动看，2019—2021 年，公司筹资活动产生的现金流入逐年下降，年均复合下降 10.33%，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动产生的现金流出年均复合下降 11.82%，主要系偿还对外债务融资规模逐年下降所致。综上影响，2019—2021 年，公司筹资活动现金流量持续净流出，随着公司主要业务水泥板块

的联合重组规模下降，重组资金需求下降，同时受公司持续压降债务规模影响，公司筹资活动现金流呈现持续净流出状态，考虑未来公司转型升级支出、技改投入和债务集中到期兑付，仍有一定融资需求。

2022 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为净流出，净流出规模同比增长 209.24%，主要系当期销售商品回款减少，现金收入比下降所致；投资活动产生的现金流量净额继续为净流出，净流出规模较为稳定；筹资活动产生的现金流量净额为净流入，净流入规模较上年同期大幅增长 83.05%，主要系当期借款规模增长所致。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较好，融资渠道通畅；同时考虑到公司股东背景、经营规模、综合竞争力、行业地位和融资能力等因素，公司整体偿债指标表现好。

表 17 公司偿债指标

| 项目 | 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|--------|----------------|--------|--------|--------|
| 短期偿债能力 | 流动比率（%） | 80.42 | 81.57 | 85.72 |
| | 速动比率（%） | 70.15 | 70.98 | 73.57 |
| | 经营现金/流动负债（%） | 32.43 | 33.43 | 28.66 |
| | 经营现金/短期债务（倍） | 0.55 | 0.60 | 0.53 |
| | 现金类资产/短期债务（倍） | 0.52 | 0.60 | 0.63 |
| 长期偿债能力 | EBITDA（亿元） | 510.78 | 525.18 | 564.63 |
| | 全部债务/EBITDA（倍） | 4.06 | 3.71 | 3.36 |
| | 经营现金/全部债务（倍） | 0.31 | 0.33 | 0.26 |
| | EBITDA/利息支出（倍） | 5.22 | 6.36 | 6.74 |
| | 经营现金/利息支出（倍） | 6.47 | 7.79 | 5.98 |

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2019—2021 年末，公司流动比率和速动比率均逐年提高；现金短期债务比逐年上升，但处于较低水平；经营现金对短期债务的覆盖波动下降。公司短期偿债能力表现一般。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 逐年增长，EBITDA 利息保障倍数逐年

提高，全部债务/EBITDA持续下降，公司EBITDA对利息保障能力、债务本金保障能力很强。基于对建材行业发展趋势的基本判断、公司在财务及经营方面的风险识别，以及公司在行业地位、业务结构和产能产量等方面的综合判断，公司整体偿债指标表现好。

截至2021年底，公司获得授信额度3213.41亿元，未使用额度1669.50亿元，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。

截至2022年3月底，公司对外担保余额为44.24亿元，主要为公司对中国建材国际工程提供的44.04亿元的对外担保。

截至2022年3月底，公司及其一级子公司存在2笔重大未决诉讼，即美国石膏板诉讼案件和云南永保案件。

(1) 美国石膏板诉讼案件。美国石膏板诉讼涉及集团诉讼和非集团诉讼等多起案件，泰山石膏有限公司（公司子公司北新建材的全资附属公司，以下简称“泰山石膏”）及泰安市泰山纸面石膏板有限公司（泰山石膏的全资附属公司，与泰山石膏合称“泰山”）已与美国石膏板诉讼多区合并诉讼案多数原告达成全面和解，截至2022年3月底，北新建材与泰山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27.35亿元人民币，占公司截至2022年3月底的所有者权益的比例为1.47%。上述多区合并诉讼中的Mitchell案等诉讼，以及任何选择退出本次和解的集体成员的诉讼将继续进行，联合资信将持续关注相关事件的进展情况以及对公司经营可能造成的影响。

(2) 云南永保案件。公司子公司西南水泥在2012年3月23日就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%股权事宜与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，但谭国仁存在违反《股权转让协议》的情形，西南水泥向中国国际贸易仲裁委员会

会（以下简称“中国贸仲”）申请仲裁，2021年12月25日，中国贸仲做出终局裁决，谭国仁因隐匿债务、应收账款未实现和赔偿西南水泥股权转让交易权益损失及或有负债等事项应向西南水泥支付款项共计7.37亿元，西南水泥根据仲裁结果进行了账务处理。此外，针对谭国仁交接后，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合计6.95亿元，截至2022年3月底，该案件仍在审理过程中。

7. 母公司报表分析

母公司资产构成主要为与子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司权益中含较大规模永续权益工具；母公司债务负担尚可，但短期集中偿付压力较大；母公司无实际经营业务，利润主要来源为对下属子公司的投资收益。

截至2021年底，母公司资产总额1322.02亿元，较上年底增长7.33%，资产结构较为均衡。其中，其他应收款（合计）662.37亿元，长期股权投资631.06亿元，较上年底均有所增长，主要系对下属公司投资及往来款增长影响所致；货币资金较上年底下降56.94%至10.92亿元，货币资金规模较小。截至2022年3月底，公司资产总额1430.46亿元，继续增长。

截至2021年底，母公司所有者权益749.32亿元，较年初增长26.84%，主要系未分配利润增长所致，主要由其他权益工具（占22.08%）、资本公积（占19.14%）和未分配利润（占40.27%）构成。截至2022年3月底，母公司所有者权益为757.73亿元，变动不大。

截至2021年底，母公司负债总额572.70亿元，较上年底下降10.65%，主要系短期借款和应付债券减少所致；全部债务538.65亿元，较上年底减少13.02%，以长期债务为主（占63.55%），资产负债率和全部债务资本化比率分别为43.32%和41.82%；如果将永续债调整

入全部债务，全部债务为 704.11 亿元，全部债务资本化比率为 54.67%，母公司债务负担尚可，但货币资金规模较小，短期偿债压力较大。截至 2022 年 3 月底，负债总额为 672.73 亿元。

2021 年，母公司营业总收入为 0.94 亿元，利润总额为 241.01 亿元，主要来自投资收益，2021 年母公司投资收益为 247.22 亿元。2022 年 1—3 月，母公司无营业总收入，利润总额为 4.47 亿元。

2021 年母公司经营活动产生的现金流量净额为-81.89 亿元；母公司投资活动产生的现金流量净额为 119.05 亿元；母公司筹资活动产生的现金流量净额-51.60 亿元。2022 年 1—3 月，母公司经营活动产生的现金流量净额-71.44 亿元；投资活动产生的现金流量净额-2.29 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 100.05 亿元。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券的发行对公司现有债务水平影响较小。

本期债券拟发行金额不超过 20.00 亿元，按照 20.00 亿元计算，分别占 2021 年底长期债务和全部债务的 2.11% 和 1.05%。

截至 2021 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 61.27%、51.53% 和 34.68%，预计本期债券发行后，并将其调整入长期债务进行测算，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 61.44%、51.79% 和 35.16%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期债券募集资金将用于偿还公司的有息债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

本期债券拟发行金额不超过 20.00 亿元，按照 20 亿元计算，2019—2021 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券拟发行金额的 152.27 倍、153.14 倍和 159.99 倍；经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行金额的 31.67 倍、32.12 倍和 25.04 倍；公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行金额的 25.54 倍、26.26 倍和 28.23 倍。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

本期债券发行后，经营现金流入对发行后长期债务覆盖程度较好，但经营活动现金流量净额和 EBITDA 对长期债务覆盖程度一般。

表 18 本期债券偿还能力测算

| 项目 | 2021 年 |
|-------------------|--------|
| 发行后长期债务*（亿元） | 968.78 |
| 经营现金流入/发行后长期债务（倍） | 3.30 |
| 经营现金/发行后长期债务（倍） | 0.52 |
| 发行后长期债务/EBITDA（倍） | 1.72 |

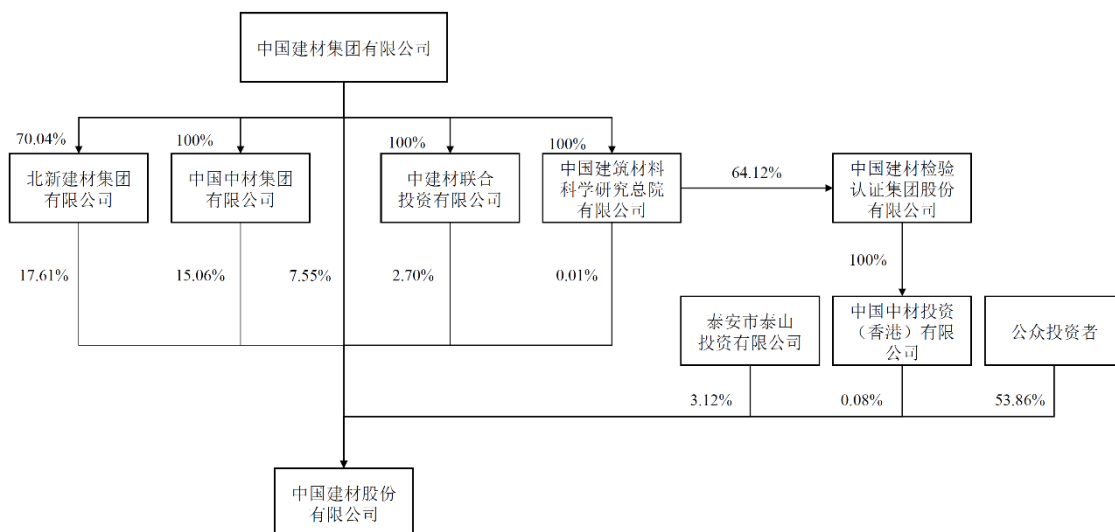
注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年 5 月底，公司本部存续期普通债券合计金额 320 亿元。其中，2022 年、2023 年、2024 年和 2025 年及以后到期的债券余额（假设进入行权期的债券全额回售）分别为 85.00 亿元、47.00 亿元、66.00 亿元和 122.00 亿元。公司本部存续期永续债合计金额 181 亿元。其中，在 2022 年、2023 年、2024 年及 2025 年到赎回日或行权日的存续永续债分别为 70.00 亿元、46.00 亿元、25.00 亿元和 40.00 亿元。总体看，公司存续债券规模较大，2022 年面临较大规模的债券到期及行权压力。

十一、结论

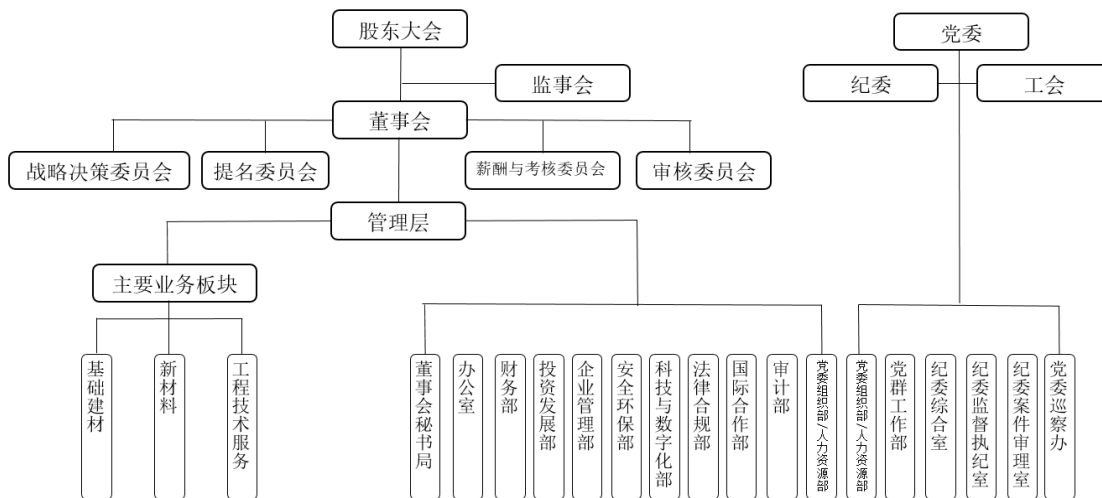
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件1-1 截至2021年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件1-2 截至2021年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司纳入合并范围的一级子公司

| 序号 | 子公司（企业）名称 | 注册地 | 业务性质 | 实收资本（万元） | 持股比例（%） |
|----|----------------|-------|-----------------|-----------|---------|
| 1 | 北方水泥有限公司 | 北京市 | 水泥及水泥制品生产制造 | 400000.00 | 73.90 |
| 2 | 北新集团建材股份有限公司 | 北京市 | 轻质建筑材料的制造销售 | 168950.78 | 37.83 |
| 3 | 中国复合材料集团有限公司 | 北京市 | 复合材料制品的研究开发和销售 | 35000.00 | 100.00 |
| 4 | 中建材投资有限公司 | 深圳市 | 投资、贸易、租赁业 | 300000.00 | 100.00 |
| 5 | 中国建材控股有限公司 | 香港 | 建筑材料、贸易、工程、投资管理 | 8231.00 | 100.00 |
| 6 | 中国中材国际工程股份有限公司 | 南京市 | 建设及工程服务 | 221908.29 | 48.78 |
| 7 | 新疆天山水泥股份有限公司 | 乌鲁木齐市 | 水泥及水泥制品生产制造 | 834880.59 | 87.70 |
| 8 | 宁夏建材集团股份有限公司 | 银川市 | 水泥及水泥制品生产制造 | 47818.10 | 47.56 |
| 9 | 中材科技股份有限公司 | 南京市 | 高科技材料业务 | 167812.36 | 60.24 |
| 10 | 中材高新材料股份有限公司 | 淄博市 | 高科技材料业务 | 16714.95 | 99.65 |
| 11 | 甘肃祁连山建材控股有限公司 | 永登县 | 水泥及水泥制品生产制造 | 35267.86 | 51.00 |

注：公司拥有北新建材、中材国际和宁夏建材等公司的表决权不足半数，但对其具有实际控制权，故纳入合并范围

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 1-4 公司水泥熟料、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 | 类别 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1—3 月 |
|-------|------|----|---------|---------|----------|--------------|
| 天山股份 | 水泥熟料 | 产量 | 3302.26 | 3387.44 | 56266.47 | 9319.44 |
| | | 销量 | 2148.73 | 2145.37 | 31740.03 | 5239.90 |
| | | 价格 | 399.72 | 357.76 | 362.07 | 363.58 |
| | 混凝土 | 产量 | 204.95 | 214.44 | 10471.67 | 1494.49 |
| | | 销量 | 204.95 | 214.44 | 10471.67 | 1494.49 |
| | | 价格 | 424.71 | 370.85 | 460.38 | 476.26 |
| 北方水泥 | 水泥熟料 | 产量 | 2941.16 | 3255.87 | 2620.96 | 29.52 |
| | | 销量 | 1817.09 | 2051.41 | 1702.07 | 28.08 |
| | | 价格 | 291.37 | 270.78 | 354.67 | 433.23 |
| | 混凝土 | 产量 | 342.61 | 384.06 | 374.40 | 22.41 |
| | | 销量 | 342.61 | 384.06 | 374.40 | 22.41 |
| | | 价格 | 342.24 | 341.70 | 380.77 | 478.53 |
| 祁连山控股 | 水泥熟料 | 产量 | 3908.02 | 4155.79 | 4206.47 | 306.60 |
| | | 销量 | 2266.55 | 2378.97 | 2353.65 | 240.42 |
| | | 价格 | 275.69 | 295.56 | 295.49 | 362.72 |
| | 混凝土 | 产量 | 151.80 | 160.33 | 140.81 | 9.32 |
| | | 销量 | 151.80 | 160.33 | 140.81 | 9.32 |
| | | 价格 | 381.81 | 388.63 | 380.13 | 374.43 |
| 宁夏建材 | 水泥熟料 | 产量 | 2693.71 | 2781.61 | 2632.85 | 231.83 |
| | | 销量 | 1524.19 | 1586.43 | 1457.51 | 136.30 |
| | | 价格 | 258.82 | 265.20 | 274.90 | 365.17 |
| | 混凝土 | 产量 | 177.19 | 188.46 | 196.27 | 15.01 |
| | | 销量 | 177.19 | 188.46 | 196.27 | 15.01 |
| | | | | | | |

| | | | | | | |
|-------|------|----|----------|---|--|---------|
| | | 价格 | 322.67 | 326.81 | 330.85 | 386.63 |
| 中材水泥 | 水泥熟料 | 产量 | 4294.47 | 4184.75 | 2021 年及 2022 年 1—3 月，中材水泥的水泥业务并入天山股份进行统一核算 | |
| | | 销量 | 2609.32 | 2433.64 | | |
| | | 价格 | 353.26 | 364.45 | | |
| | 混凝土 | 产量 | 72.96 | 59.00 | | |
| | | 销量 | 72.96 | 59.00 | | |
| | | 价格 | 519.58 | 458.46 | | |
| 南方水泥 | 水泥熟料 | 产量 | 21352.24 | 21322.47 | 2021 年及 2022 年 1—3 月，南方水泥的水泥业务并入天山股份进行统一核算 | |
| | | 销量 | 12123.47 | 12156.98 | | |
| | | 价格 | 341.35 | 342.79 | | |
| | 混凝土 | 产量 | 5168.78 | 5465.59 | | |
| | | 销量 | 5168.78 | 5465.59 | | |
| | | 价格 | 475.93 | 478.15 | | |
| 中联水泥 | 水泥熟料 | 产量 | 11879.29 | 11877.48 | 2021 年及 2022 年 1—3 月，中联水泥的水泥业务并入天山股份进行统一核算 | |
| | | 销量 | 6850.40 | 6902.37 | | |
| | | 价格 | 370.11 | 340.15 | | |
| | 混凝土 | 产量 | 4750.83 | 4592.27 | | |
| | | 销量 | 4750.83 | 4592.27 | | |
| | | 价格 | 472.86 | 459.82 | | |
| 西南水泥 | 水泥熟料 | 产量 | 16501.02 | 16027.74 | 2021 年及 2022 年 1—3 月，西南水泥的水泥业务并入天山股份进行统一核算 | |
| | | 销量 | 9614.51 | 9224.04 | | |
| | | 价格 | 307.11 | 284.98 | | |
| | 混凝土 | 产量 | 105.96 | 88.48 | | |
| | | 销量 | 105.96 | 88.48 | | |
| | | 价格 | 344.21 | 308.40 | | |
| 中建材投资 | 水泥熟料 | 产量 | 396.80 | 2020—2021 年及 2022 年 1—3 月中建材投资的水泥业务并入南方水泥进行统一核算 | | |
| | | 销量 | 170.51 | | | |
| | 混凝土 | 价格 | 332.08 | | | |
| | | 产量 | 205.22 | | | |
| 合计 | 水泥熟料 | 产量 | 67268.97 | 66993.14 | 65726.76 | 9887.38 |
| | | 销量 | 39124.80 | 38879.20 | 37253.26 | 5644.70 |
| | 混凝土 | 产量 | 11180.30 | 11152.63 | 11183.16 | 1541.23 |
| | | 销量 | 11180.30 | 11152.63 | 11183.16 | 1541.23 |

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，除北方水泥、天山股份、宁夏建材和祁连山控股外，中建材投资 2020—2021 年及 2022 年 1—3 月水泥相关业务并入南方水泥中，中联水泥、南方水泥、西南水泥和中材水泥 2021 年及 2022 年 1—3 月水泥相关业务并入天山股份中

资料来源：公司提供

附件 2 公司主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|----------------|---------|---------|---------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 609.19 | 636.43 | 598.84 | 670.12 |
| 资产总额(亿元) | 4457.34 | 4557.59 | 4613.00 | 4832.93 |
| 所有者权益(亿元) | 1509.23 | 1652.92 | 1786.64 | 1856.26 |
| 短期债务(亿元) | 1161.32 | 1067.96 | 950.47 | / |
| 长期债务(亿元) | 911.17 | 879.02 | 948.78 | / |
| 全部债务(亿元) | 2072.50 | 1946.98 | 1899.25 | / |
| 营业总收入(亿元) | 2574.82 | 2590.48 | 2786.27 | 481.54 |
| 利润总额(亿元) | 274.78 | 300.80 | 336.56 | 37.41 |
| EBITDA(亿元) | 510.78 | 525.18 | 564.63 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 633.49 | 642.49 | 500.89 | -67.02 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 4.08 | 4.01 | 4.26 | -- |
| 存货周转次数(次) | 9.31 | 9.31 | 10.04 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.58 | 0.57 | 0.61 | -- |
| 现金收入比(%) | 115.57 | 115.48 | 111.54 | 90.22 |
| 营业利润率(%) | 26.92 | 26.21 | 23.82 | 18.86 |
| 总资本收益率(%) | 7.82 | 8.25 | 9.17 | -- |
| 净资产收益率(%) | 12.23 | 13.12 | 14.36 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 37.65 | 34.72 | 34.68 | / |
| 全部债务资本化比率(%) | 57.86 | 54.08 | 51.53 | / |
| 资产负债率(%) | 66.14 | 63.73 | 61.27 | 61.59 |
| 流动比率(%) | 80.42 | 81.57 | 85.72 | 92.13 |
| 速动比率(%) | 70.15 | 70.98 | 73.57 | 78.67 |
| 经营现金流动负债比(%) | 32.43 | 33.43 | 28.66 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 0.52 | 0.60 | 0.63 | / |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 5.22 | 6.36 | 6.74 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.06 | 3.71 | 3.36 | -- |

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. 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予以年化；4. 其他流动负债和其他应付款中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款中融资租赁已计入长期债务，租赁负债未计入长期债务；以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债，未对母公司债务数据进行调整；5. 本报告 2019 年、2020 年和 2021 年财务数据分别为 2020 年审计报告期初数、2021 年审计报告期初数及 2021 年审计报告期末数据；6. “/” 为数据未获取，“--” 为数据无意义

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3 公司主要财务数据及指标（本部/母公司）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|----------------|---------|---------|---------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 36.96 | 25.68 | 17.64 | 43.97 |
| 资产总额(亿元) | 1262.42 | 1231.71 | 1322.02 | 1430.46 |
| 所有者权益(亿元) | 576.71 | 590.74 | 749.32 | 757.73 |
| 短期债务(亿元) | 152.69 | 223.54 | 196.34 | 260.30 |
| 长期债务(亿元) | 447.57 | 395.76 | 342.31 | 377.91 |
| 全部债务(亿元) | 600.26 | 619.30 | 538.65 | 638.22 |
| 营业总收入(亿元) | 0.96 | 1.04 | 0.94 | 0.00 |
| 利润总额(亿元) | 74.42 | 72.64 | 241.01 | 4.47 |
| EBITDA(亿元) | / | / | / | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -11.52 | -23.81 | -81.89 | -71.44 |
| 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(%) | 115.37 | 108.31 | 105.08 | -- |
| 营业利润率(%) | 76.63 | 57.73 | 32.41 | -- |
| 总资本收益率(%) | 6.32 | 6.00 | 18.71 | -- |
| 净资产收益率(%) | 12.90 | 12.30 | 32.16 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 43.70 | 40.12 | 31.36 | 33.28 |
| 全部债务资本化比率(%) | 51.00 | 51.18 | 41.82 | 45.72 |
| 资产负债率(%) | 54.32 | 52.04 | 43.32 | 47.03 |
| 流动比率(%) | 289.87 | 250.77 | 295.59 | 265.09 |
| 速动比率(%) | 289.87 | 250.77 | 295.59 | 265.09 |
| 经营现金流动负债比(%) | -4.84 | -9.72 | -35.59 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 0.24 | 0.11 | 0.09 | 0.17 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | / | / | / | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | / | / | / | -- |

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. 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予以年化；4. 本报告 2019 年、2020 年和 2021 年财务数据分别为 2020 年审计报告期初数、2021 年审计报告期初数及 2021 年审计报告期末数据；5. “/” 为数据未获取，“--” 为数据无意义

资料来源：公司提供，联合资信整理

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 | |
| 营业总收入年复合增长率 | |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资) |
| 存货周转次数 | 营业成本 / 平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业总收入 / 平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 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 | (营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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 + 应收款项融资中的应收票据

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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 + 使用权资产折旧 + 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 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，违约概率极低 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高 |
| 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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义 |
|------|-----------------------------------|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大 |
| 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，未来信用等级调降的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |

联合资信评估股份有限公司关于 中国建材股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第四期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

中国建材股份有限公司（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。