



中国联合水泥集团有限公司 2017 年度企业信用评级报告

大公报 D【2017】1014 号

信用等级：AA+

受评主体：中国联合水泥集团有限公司
评级展望：稳定

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项 目	2017.3	2016	2015	2014
总资产	844.44	841.79	780.53	765.09
所有者权益	152.09	151.73	150.83	154.34
营业收入	45.39	232.29	205.03	281.77
利润总额	0.50	6.53	6.51	25.70
经营性净现金流	4.59	9.36	15.46	29.01
资产负债率 (%)	81.99	81.97	80.68	79.83
债务资本比率 (%)	79.36	79.29	77.99	76.06
毛利率 (%)	21.91	26.70	23.13	28.45
总资产报酬率 (%)	0.82	4.17	4.49	6.96
净资产收益率 (%)	0.23	2.37	1.89	12.59
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.71	0.32	0.53	1.03
经营性净现金流/总负债 (%)	0.66	1.42	2.49	6.61

注：2017 年 3 月财务数据未经审计。

评级观点

中国联合水泥集团有限公司（以下简称“中联水泥”或“公司”）主要从事水泥、熟料及混凝土产品的生产和销售。评级结果反映了公司水泥生产规模优势很强，在山东、江苏等地区竞争实力较强，丰富的石灰石原料储备为水泥等业务提供较强资源保障，受到政府及控股股东支持，2016 年以来公司盈利能力有所提升等优势；同时也反映了公司资产负债率较高，有息债务持续增加，混凝土业务产能利用率低，费用控制能力有待增强，利润总额及净利润对政府补助依赖性很大等不利因素。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司水泥业务将保持稳定发展。综合来看，大公对中联水泥的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司是国家重点支持的十二家全国性大型水泥企业集团之一，具备很强的规模优势；
- 公司主要生产线分布于山东、江苏及河南省，在区域内始终拥有较强的竞争实力；
- 公司石灰石原料储备丰富，为其水泥及熟料等业务的开展提供了较强的资源保障；
- 公司是中国建材股份有限公司水泥板块重要子公司，受到政府及控股股东的重点支持；
- 2016 年以来，得益于国家淘汰落后产能政策深入推进，公司盈利能力有所提升。

主要风险/挑战

- 公司资产负债率较高且持续上升，有息债务持续增加且以短期有息债务为主，面临一定短期偿付压力；
- 由于混凝土行业产能过剩，公司混凝土业务产能利用率低；
- 2014 年以来，公司期间费用率较高，费用控制能力有待增强，且利润总额及净利润对政府补助依赖性很大。

评级小组负责人：张建国
评级小组成员：谷建伟 王 婧
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年八月十一日



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本报告中受评主体的信用评级仅用于受评主体发行 2017 年度第一期超短期融资券级别评定使用，并非对受评主体公开发布的主体信用评级。

二、大公及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

三、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

四、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

五、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

六、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

七、本报告信用等级自出具之日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

八、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

受评主体

中联水泥成立于 1999 年，前身为中国联合水泥有限责任公司，原为中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）以及北新集团建材股份有限公司共同持股。后经资产重组，于 2006 年成为中国建材全资子公司，同时更名为现名。此后经过多次增资，截至 2017 年 3 月末，公司注册资本 400,000 万元，法人代表崔星太，公司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”）。

公司主要从事水泥、熟料及混凝土产品的生产和销售，业务分布于山东、江苏、河南、内蒙古等地。作为国家重点支持的十二家全国性大型水泥企业集团之一，公司在项目核准、土地审批和信贷投放方面获得国家优先支持。截至 2016 年末，公司水泥及熟料产能分别为 9,756 万吨和 7,332 万吨，混凝土产能为 18,278 万立方米。截至 2017 年 3 月末，公司拥有全资子公司 45 家，控股子公司 55 家。

宏观经济和政策环境

2014 年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长潜力

近年来，受固定资产投资和房地产投资增速降低、传统产业产能过剩严重及实体经济运营成本提高增长乏力等因素影响，我国经济增长有所回落，从高速增长转向中高速增长。2014~2016 年，我国 GDP 同比增长速度分别为 7.3%、6.9%和 6.7%，经济增速有所回落。

2016 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016 年，我国实现国内生产总值 744,127 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.2 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017 年一季度，我国实现国内生产总值 180,683 亿元，同比增长 6.9%，增速同比上升 0.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8,654 亿元，比上年增长 3.0%；第二产业增加值 70,005 亿元，比上年增长 6.4%；第三产业增加值 102,024 亿元，比上年增长 7.7%，占国内生产总值的比重为 56.5%，高于第二产业 17.7 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017 年 3 月，中国制造业 PMI 终值为 51.8%，较上月上升 0.2 个百分点，继续位于临界点之上。总的来看，2014 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于 2016 年 6 月将 2017 年世界经济增长预期由 3.1%下调至



2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。继2016年12月14日后，美联储于2017年3月16日再次将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.75%至1.0%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性和不确定性。

2014年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年3月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换和结构优化升级，全面深化改革，预计在稳增长的基调下改革将成为2017年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。



行业及区域经济环境

我国水泥行业产能过剩普遍存在，国内新增产能持续下降；国家加大落后产能淘汰力度，鼓励企业兼并重组，提升市场集中度，大型水泥企业区域控制能力进一步加强

水泥作为基础性的建材产品之一，广泛应用于建筑工程。我国已成为世界上水泥第一大生产和消费国，我国产量约占全球总产量的70%，人均消费1.7吨水泥。根据中国水泥网初步统计，截至2016年末，全国新型干法水泥生产线累计1,769条，设计熟料产能达18.3亿吨，实际年熟料产能超过20亿吨，累计产能同比增长1%。分区域看，新点火产能主要集中在湖北、广东、云南，合计能力占全国三分之二，多数为产能置换项目；从规模来看，日产5,000吨以上14条，日产2,500吨5条；分集团企业看，产能有接近50%集中在华润水泥控股有限公司、中国葛洲坝集团股份有限公司和安徽海螺水泥股份有限公司。从实际生产运行来看，2015年，全国累计水泥产量23.5亿吨，同比下滑4.9%，其中东北、华北地区分别下滑21.1%和14.4%；2016年以来，水泥产量有所回升，2016年，全国累计水泥产量24.0亿吨，同比增长2.5%。

我国水泥行业快速扩张造成了严重的产能过剩，2006~2012年的7年中，在地方政府上项目以及一些企业非理性投资行为的推动下，我国水泥项目投资过热，年增长率高达21%，直至2013年增速才有所回落。水泥行业的产能严重过剩造成了过多无效投资和大量的资源浪费，与此同时，下游受房地产市场下行以及基建项目需求下降影响，水泥行业利润增长放缓，行业利润增长波动加大，水泥行业面临供给端和需求端的双重挤压。根据国家统计局数据，2015年，水泥行业利润总额为329.7亿元，较2014年下降58%，行业企业亏损面约为35%；2016年以来，随着供给侧改革的深入，水泥行业去产能政策得到较好的落实，行业利润水平有所回升，2016年，水泥行业实现利润518.0亿元，同比增长55%。

2015年全国水泥产量自2000年以来首次出现负增长，水泥行业已经进入平台期。但由于近年来我国水泥投资一直处于高位，水泥产能过剩较为严重，行业竞争较为激烈，因此自2009年9月以来，有关控制水泥产能过快增长的政策密集出台。2013年10月15日，国务院印发了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（以下简称“意见”），这是继发改委和工信部出台《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》后，再次出台关于抑制水泥等过剩行业产能的文件，显示出国家整理产能过剩的力度在不断加强，此次政策的出台有利于遏制产能扩张，并提高行业集中度，对行业内大型企业发展形成利好，而部分小规模低标号水泥生产企业则面临较大政策风险。2013年12月27日，环保部会同国家质检总局发布了《水泥工业大气污染物排放标准》，环保新政的实施，使水泥行业龙头企业获得的更多兼并重组机会，



进而促进行业产业升级，淘汰落后产能，提高行业集中度。2014 年 3 月 10 日，国家发展改革委会同环境保护部、工业和信息化部发布了《水泥行业清洁生产评价指标体系》，并于 2014 年 4 月 1 日起施行。2014 年 12 月 10 日，国家标准化委员会公布关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告，取消 32.5 复合硅酸盐水泥，并将于 2015 年 12 月 1 日起正式实施。低标水泥取消将增加熟料的消费量，对龙头企业提升市场份额、强化区域控制力将有明显促进作用，将是化解产能过剩的又一重要措施。2015 年 4 月，工业和信息化部发布《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，称需继续做好产能等量或减量置换工作，严禁钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃行业新增产能。2016 年 1 月，国家发展改革委与工业和信息化部联合下发《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，称自 2016 年 1 月起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。据行业相关部门预计，水泥行业阶梯电价政策的实施将促使约 10%左右产能的水泥生产线达不到能耗要求被淘汰，对促进化解水泥行业过剩产能将起到一定作用。

同时，在供给侧改革的大环境下，水泥行业去产能化逐步深入。2016 年 5 月，国务院办公厅印发《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，提出的目标包括：到 2020 年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60%左右；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。整体来看，政府出台的一系列政策仍以遏制产能扩张，化解产能过剩为主，来推动水泥及建材工业的转型升级，提升行业的整体市场竞争力。

2013 年以来，随着国家一系列政策的实施，水泥新增产能逐年下降，产能得到一定的限制，其中 2015 年全国新增水泥熟料产能 4,712 万吨，同比减少 2,319 万吨，下降幅度为 32.98%。2016 年全国新点火水泥熟料生产线共有 19 条，合计年度新点火熟料产能 2,558 万吨，较 2014 年减少 2,163 万吨，降幅为 46%，已连续四年呈递减走势。但固定资产投资额增长率逐年下降，面对下游市场低迷的情况，我国水泥行业仍存在产能过剩压力，新型干法水泥熟料生产线的增加使得国内水泥行业产能利用率继续下降。国家发改委等部门针对水泥行业发布的多份产业政策和规划，为大型水泥企业及各大区域水泥龙头企业的发展提供了有利条件。

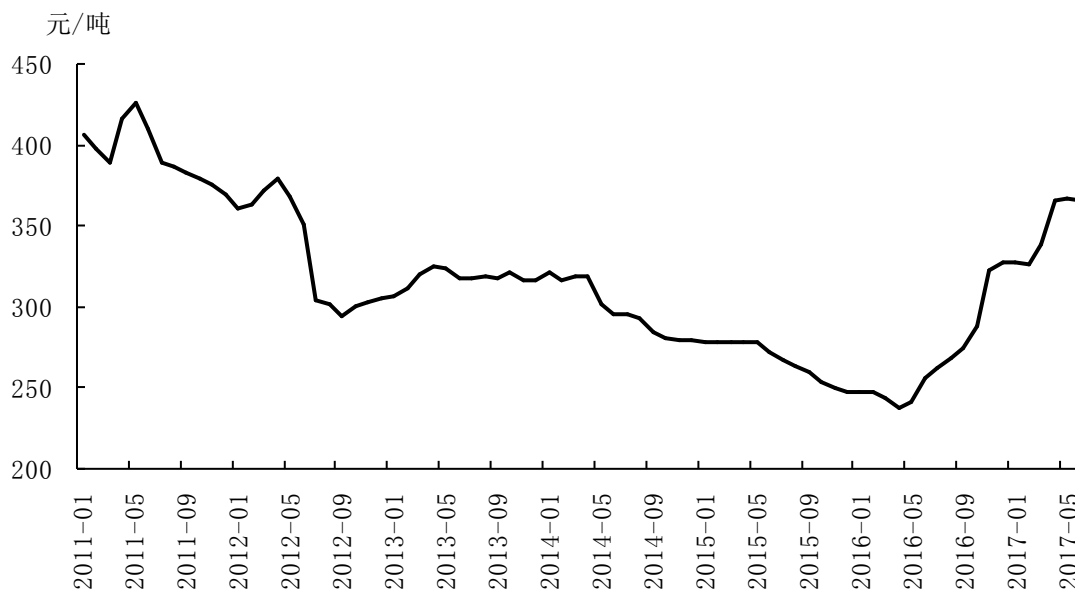


图1 2011年1月以来华北地区P.O 42.5水泥月平均价

数据来源: Wind 资讯

在产能过剩、环保要求上升的背景下，国家进一步鼓励水泥行业整合，为大型水泥企业及各大区域水泥龙头企业的发展提供了有利条件。2016年以来，国家继续化解过剩产能和淘汰落后产能，严控行业新增产能，提高行业集中度，促进产业转移和重大布局优化。2016年，“两材”合并及金隅股份和冀东集团战略重组的完成，对化解产能过剩，推动区域性资源整合具有重大的意义，也标志着供给侧改革进入实质性阶段。预计行业集中度将进一步提高，产能结构逐渐优化。

我国新型建材行业集中度不高；随着节能环保和低碳经济的要求，新型建材行业将得到快速发展

新型建筑材料是区别于传统的砖瓦、灰砂石等建材的建筑材料新品种。我国新型建材工业的起步相对较晚，虽已具备了相当的规模和较为齐全的品种，但生产企业众多，生产能力较分散，行业集中度仍然不高。

发展新型建材是实施节能环保和低碳经济的要求。根据住房和城乡建设部的统计，我国建筑相关行业在全社会能耗中占比达25%以上，和发达国家比差距较大。新型建材由于其轻质、低能耗、施工便利等特点，将得到快速发展。



经营与竞争

公司主要从事水泥、熟料和商品混凝土的生产与销售，水泥、熟料及商品混凝土的销售是公司主要的收入和利润来源；2015 年，受经济下行压力加大及水泥产品价格下跌等因素影响，公司经营情况有所下滑；2016 年以来，得益于国家淘汰落后产能政策的深入推进，公司营业收入、毛利润及毛利率均有所增加，盈利能力有所提升

公司主要从事水泥、熟料和混凝土的生产和销售。2014~2016 年，公司营业收入、毛利润及毛利率均有所波动。其中，2015 年，受水泥行业下行影响，公司营业收入和毛利润分别同比大幅减少 27.23%和 40.84%，毛利率下降 5.32 个百分点。2016 年，得益于国家淘汰落后产能政策的深入推进，主要产品价格和销量回升，公司营业收入同比增长 13.29%；一方面随着生产规模的扩大，规模效应使得产品成本增速小于营业收入增速，另一方面，毛利率水平较高的水泥销售业务收入在营业收入中占比有所提高，公司综合毛利率水平同比提升 3.58 个百分点；受此影响，毛利润同比增长 30.83%。

表 1 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	45.39	100.00	232.28	100.00	205.04	100.00	281.78	100.00
水泥销售	22.73	50.08	109.90	47.31	85.71	41.80	115.33	40.93
熟料销售	3.62	7.98	28.42	12.24	32.14	15.67	53.36	18.94
商混及其他	19.04	41.95	93.96	40.45	87.19	42.52	113.09	40.13
毛利润	9.95	100.00	62.04	100.00	47.42	100.00	80.16	100.00
水泥销售	4.53	45.53	28.90	46.58	15.22	32.10	29.57	36.89
熟料销售	0.90	9.05	6.14	9.90	6.97	14.70	16.18	20.18
商混及其他	4.52	45.43	27.00	43.52	25.23	53.21	34.41	42.93
毛利率	21.92		26.71		23.13		28.45	
水泥销售	19.93		26.30		17.76		25.64	
熟料销售	24.86		21.60		21.69		30.32	
商混及其他	23.74		28.74		28.94		30.43	

注：公司商混及其他业务收入主要来源于混凝土，因公司未进一步细分，因此将少量其他业务归为混凝土业务中。其他业务包括石灰石、骨料、石子、粉煤灰等销售，占比不足 1%。

数据来源：根据公司提供资料整理

从各业务板块来看，2014~2016 年，公司各板块业务收入及毛利润均有所波动。2015 年，水泥行业低迷的下游需求使得公司水泥、熟料及商品混凝土的价格分别大幅下降至 255 元/吨、152.12 元/吨和 289 元/吨，公司水泥、熟料及混凝土收入同比分别减少 25.68%、39.77%和 22.90%；毛利率分别减少 7.88 个百分点、8.64 个百分点和 1.49 个



百分点；毛利润同比分别大幅减少 48.53%、56.92%及 26.68%。2016 年，得益于水泥产品售价、销量的上涨，公司水泥销售业务营业收入同比增加 28.22%；规模效应使得毛利率同比增加 8.54 个百分点，毛利润同比增长 89.88%；公司熟料销售业务收入、毛利率、毛利润率分别同比下降 11.57 个百分点、11.91 个百分点和 0.08 个百分点，主要是由于公司出于盈利方面考虑主动调整产品结构，压缩毛利率偏低的熟料销量所致；商混及其他业务营业收入、毛利润均同比有所上升，但毛利率同比下降 0.20 个百分点，主要是由于作为原料的水泥成本上升所致。

2017 年 1~3 月，公司营业收入为 45.39 亿元，同比增长 14.30%，其中水泥收入增幅为 30.18%，熟料收入降幅达 15.62%，主要是由于公司调整营销策略，减少中间产品，加大终端市场的供应；公司毛利率为 21.29%，同比下降 1.77 个百分点，其中熟料毛利率同比上升 14.12 个百分点，主要是由于市场行回暖，销售价格增幅较大所致；混凝土毛利率同比下降 7.25 个百分点，主要是由于成本上升所致；公司毛利润为 9.95 亿元，同比上升 0.54 亿元，其中水泥毛利润同比上升 1.15 亿元，熟料毛利润同比上升 0.44 亿元，混凝土毛利润同比下降 1.05 亿元。

总体来看，近年来公司营业收入及毛利润有所波动，2015 年，受下游需求不足影响，公司主要产品价格有所下跌，营业收入、毛利润有所下降。2016 年以来，得益于国家淘汰落后产能政策的深入推进，公司营业收入、毛利润均有所增加，盈利能力有所回升。预计未来 1~2 年，水泥、熟料和混凝土仍将是公司收入和利润的主要来源，供给侧改革对水泥价格的正面影响将持续。

● 水泥及熟料

公司是国家重点支持的大型水泥企业集团之一，同时是中国建材水泥板块下的重要子公司，受到国家及股东重点支持；近年来，公司水泥及熟料产能维持较高水平，具备很强的规模优势；2014 年以来，公司水泥产能持续上升，水泥与熟料的产量及产能利用率均有所波动，其中 2016 年以来，水泥与熟料的产量及产能利用率均有所提升

公司是国家重点支持的十二家全国性大型水泥企业集团之一，在项目核准、土地审批和信贷投放方面获得国家优先支持，2014~2016 年，公司获得的各项政府补助分别为 13.40 亿元、26.74 亿元和 12.62 亿元。同时，公司是中国建材水泥业务板块重要子公司，在资金需求等方面得到中国建材的有力支持，截至 2017 年 3 月末，公司共获得股东中国建材借款 159.00 亿元，利率为 4.35%。

公司是我国大型水泥企业之一，规模优势明显，具备较强的竞争实力。产能方面，2014~2016 年，公司水泥产能持续上升但增速有所放缓，熟料产能先增后减。2016 年水泥产能为 9,756 万吨，同比增长 1.15%，增速下降 2.56 个百分点，熟料产能为 7,332 万吨，同比下降



0.56%。2017 年 1~3 月，公司经年化的水泥及熟料产能分别为 2,459 万吨及 1,847 万吨。产量方面，受基建、房地产等行业下游需求疲软影响，近年来水泥产品价格持续下跌，因此公司 2015 年减少水泥及熟料的产量，同比分别下降 4.98%和 8.78%。2016 年，得益于国家淘汰落后产能政策的深入推进，水泥行业整体回暖，水泥价格有所回升，公司加大水泥、熟料生产力度。2016 年，公司水泥产量为 5,604 万吨，同比增长 16.65%，熟料为 5,275 万吨，同比增长 2.12%，主要是由于公司调整营销策略，减少中间产品，保持终端市场的供应。2017 年 1~3 月，公司水泥及熟料的产量分别为 987 万吨和 692 万吨，同比分别增长 12.97%和 1.33%。

表 2 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司水泥及熟料的生产情况

名称	指标名称	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
水泥	产能（万吨）	2,459	9,756	9,645	9,300
	产量（万吨）	987	5,604	4,804	5,056
	产能利用率（%）	40.16	57.45	49.81	54.37
熟料	产能（万吨）	1,847	7,332	7,373	7,080
	产量（万吨）	692	5,275	5,165	5,662
	产能利用率（%）	37.47	71.94	70.05	79.97

注：本表 2017 年 1~3 月水泥、熟料的产能均已经年化。

数据来源：根据公司提供资料整理

产能利用率方面，由于需求不足导致产量减少和在在建生产线逐步达产，公司水泥的产能利用率始终处于较低水平，2014~2016 年分别为 54.37%、49.81%和 57.45%，其中 2015 年同比下降 4.56 个百分点，主要是由于海外生产线达产使得产能扩张及产量下降所致，2016 年同比上升 7.64 个百分点主要是由于一方面年度达产在建生产线同比大幅减少，另一方面是由于产量的提升。2014~2016 年，公司熟料产能利用率分别为 79.97%、70.05%和 71.94%，有所波动，其中 2015 年同比下降 9.92 个百分点，主要是由于产量减少及产能扩张双重作用所致。2017 年 1~3 月，公司水泥、熟料产能利用率分别为 40.16%和 37.47%，同比分别上升 4.14 个百分点和下降 0.19 个百分点。

2014~2016 年，公司在山东、江苏及河南省等核心地区扩大经营规模，稳固市场地位；2014 年以来，公司主要销售区产品价格、销量均有所波动，其中 2016 年受国家淘汰落后产能政策推进影响，主要产品价格及销量均有所回升，公司经营压力有所缓解

根据公司的产能布局，公司业务范围集中于华东、中南地区，其中山东、江苏和河南等地是公司水泥及熟料产品主产地，也是公司的核心利润区，市场地位较为稳固。截至 2017 年 3 月末，公司在山东、江苏及河南经年化水泥年产能合计占年总产能的比重为 89.47%；在上述三省经年化熟料年产能合计占公司熟料总年产能的比重达 84.68%。



在山东省，公司水泥及熟料产能主要沿鲁南经济带分布，在枣庄、泰安、日照等地占有主导地位；鲁南经济带所在区域煤炭、石灰石资源丰富，发电装机量占山东全省三分之一，公司生产所需能源及原材料供应得到充分保障。公司在江苏省的熟料产能主要围绕石灰石资源布局，集中于苏北地区，在徐州市、连云港等地具有主导地位，公司拥有的石灰石资源约占江苏地区石灰石总储量的三分之一，在原材料储备方面拥有巨大优势。此外，河南省也是公司重要的水泥产能分布区，主要集中于豫中和豫南区域。

表 3 截至 2017 年 3 月末公司区域水泥及熟料生产能力情况（单位：万吨/年、%）				
地区	水泥		熟料	
	产能	占比	产能	占比
山东省	1,052	42.76	793	42.96
江苏省	628	25.55	348	18.83
河南省	520	21.14	423	22.89
内蒙古	176	7.15	213	11.55
河北省	83	3.39	70	3.77
合计	2,459	100.00	1,847	100.00

注：截至 2017 年 3 月末公司区域水泥及熟料生产能力均已经年化。

数据来源：根据公司提供资料整理

价格方面，2014~2016 年，公司水泥产品在主要产区的销售价格均出现波动，其中 2015 年受固定资产及房地产投资增速减缓影响，全水泥行业需求不足，产能过剩情况普遍存在，水泥价格均出现大幅度下滑。2016 年，得益于国家淘汰落后产能政策的深入推进，水泥行业整体回暖，公司水泥产品在山东省、江苏省及河南省的价格同比分别上涨 8.42%、7.88%和 21.74%。2017 年 1~3 月，公司在山东省、江苏省及河南省的水泥价格较 2016 年全年分别进一步上升至 268 元/吨、238 元/吨和 272 元/吨。

表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主要产区水泥销量及价格（单位：万吨、元/吨）					
地区	指标名称	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
山东省	销量	331	2,030	1,527	1,839
	价格	268	219	202	279
江苏省	销量	265	1,300	1,146	1,364
	价格	238	219	203	265
河南省	销量	270	1,160	1,191	1,101
	价格	272	224	184	233
水泥平均销售价格		256	216	198	255
水泥总销量		865	5,085	4,417	4,826

资料来源：根据公司提供资料整理



销量方面，2014 年以来，公司主要产区水泥销售价格及销量均有所波动，其中 2015 年受固定资产及房地产投资增速减缓影响，全水泥行业产能过剩情况依然存在，公司在山东及江苏地区的水泥平均销售价格均同比明显下降，且销量亦出现下滑；2016 年得益于水泥行业整体回暖和核心地区经营规模的扩大，2016 年公司在山东省及江苏省的水泥销量分别为 2,030 万吨和 1,300 万吨，同比分别增长 32.94%和 13.44%。在山东省，公司与山东山水水泥集团有限公司（以下简称“山东山水”）并立为地区行业重组领头企业，受到当地政府大力支持。山东山水主要经营区域为山东北部，在济南、青岛、平阴、聊城、淄博等地具有优势，公司在山东南部市场占有主导地位。2016 年，公司在河南省的水泥销量为 1,160 万吨，同比略有减少。公司在河南省面临较大的竞争压力，省内的主要竞争对手包括同力水泥和天瑞水泥等，受销售地重合影响，与上述两家企业的竞争较为激烈，公司采取小范围整合策略，以南阳、安阳和洛阳三个城市为核心，有重点地拓展下游客户。2017 年 1~3 月，公司在山东省、江苏省和河南省的水泥产品销量分别为 331 万吨、265 万吨和 270 万吨，同比分别增长 12.96%、8.09%和 17.20%。

总体来看，公司主要经营区域为山东、江苏及河南等地，经营规模较大，市场地位较为稳固。2014 年以来，公司主要销售区产品价格、销量均有所波动，其中 2016 年得益于国家淘汰落后产能政策的深入推进，公司主要销售产品价格、销量均有所回升，公司经营压力有所缓解。

公司自有矿产资源丰富，为其水泥及熟料等业务的开展提供较强的资源保障；公司通过原材料集中采购、技术协同改造、建设配套余热发电项目等方式，提高生产技术水平，有效降低生产成本

公司石灰石主要来自自备矿山，在生产布局上熟料基地基本依矿石资源而建，大部分基地石灰石运距在 3 公里以内，通过皮带运输机或汽车等运输，石灰石资源的综合利用率保持在 95%以上，保证了原材料的稳定供应。截至 2017 年 3 月末，公司石灰石资源储备总量为 36 亿吨，新建项目配套石灰石储量基本可以满足水泥熟料生产线 30 年以上的需求。公司加强石灰石资源整合和管理力度，除以联合重组方式获取新矿山资源外，还通过现有矿山扩产、矿山资源收购等方式提高资源控制力。

公司对煤炭等主要原材料均采取统一采购方式。自 2010 年起，公司煤炭无自产，由中国建材与各主要供应商签订战略合作协议，以降低采购价格。2016 年，公司煤炭的采购量为 722.40 万吨，同比增加 67.44 万吨，采购均价（不含税）为 438.69 元/吨，同比增加 19.66%，主要采取现款与银行承兑汇票相结合的结算方式。

此外，公司通过技术协同改造、建设配套余热发电项目等方式，提高生产技术水平，有效控制了生产成本。公司强化现有生产线余热



发电技术改造,截至 2017 年 3 月末,90%以上的生产线配备了余热发电系统,吨熟料发电量达 31kwh 以上,达到国内领先水平。2016 年以来,公司余热发电生产线每年为公司节约成本始终保持在 4 元/吨以上。

● 商品混凝土

公司混凝土生产规模位居全国前列,产能有所波动;2014 年以来,公司产量有所波动,且产能利用率受行业产能过剩影响处于较低水平,平均售价逐年下降

公司混凝土生产规模始终位居全国前列,产能主要集中于山东、江苏及北京等地,以实现与自身水泥业务的协同发展,加大公司对上述地区水泥终端市场的渗透能力。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司混凝土总体生产情况(单位:万立方米、%)

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
产能	4,570	18,278	18,278	18,743
产量	617	3,306	2,818	3,540
产能利用率	13.50	18.09	15.42	18.89

注:2017 年 1~3 月,公司混凝土产能已经年化

数据来源:根据公司提供资料整理

2014~2016 年,公司混凝土产能同比变化不大。同期,公司混凝土产量有所波动,其中 2015 年同比下降 20.40%,主要是受混凝土行业产能过剩影响,公司减少混凝土产量所致;2016 年同比上升 17.32%,主要是前三季度下游房地产行业景气度提升,需求增加所致。同期,公司产能利用率很低且有所波动,主要是由于混凝土行业产能过剩所致,其中 2015 年同比下降 3.47 个百分点,主要是产量大幅下降所致;2016 年同比上升 4.21 个百分点,主要得益于产量的同比上升。

表 6 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主要产区混凝土销量情况(单位:万立方米、元/方)

地区	指标名称	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
山东省	销量	228	1,297	1,049	1,609
	价格	308	278	290	305
江苏省	销量	340	1,658	1,403	1,316
	价格	277	268	287	326
北京市	销量	43	258	281	481
	价格	312	283	305	323
平均销售价格		291	272	289	314
混凝土总销量		617	3,300	2,818	3,540

资料来源:根据公司提供资料整理

2017 年 1~3 月,公司混凝土经年化的产能为 4,570 万立方米,产量为 617 万立方米,同比上升 27.96%,产能利用率为 13.50%。



公司混凝土的主要产区集中在山东省、江苏省和北京市，三个地区的混凝土销售量占比保持在 95%以上。从价格来看，2014~2016 年，公司混凝土平均销售价格均持续下降，但降速持续放缓。2016 年，公司混凝土平均销售价格为 272 元/立方米，同比下降 5.88%，降速同比下降 2.08 个百分点，主要是由于下游房地产行业波动所致。从主要产区的混凝土销量来看，2016 年公司在山东省和江苏省的混凝土销量分别同比增长 23.64%和 18.18%，在北京市的销量有所下降。2017 年 1~3 月，公司混凝土平均销售价格为 291 元/立方米，较 2016 年上升 6.99%，在山东省、江苏和北京市混凝土销量分别为 288 万立方米、340 万立方米和 43 万立方米，同比分别增长 39.02%、23.64%和 38.71%；销售价格分别为 308 元/立方米、277 元/立方米和 312 元/立方米，同比分别增长 12.41%、6.95%和 8.71%。公司通过不断扩大混凝土业务，对水泥和熟料产业链进行了合理的延展和补充。未来公司计划加大骨料的生产及销售，拓展水泥上游领域，延伸产业价值链，进一步加强市场控制能力。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

公司成立于 1999 年，经过一系列资产重组后于 2006 年成为中国建材的全资子公司。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本 400,000 万元，法人代表崔星太，公司实际控制人为国务院国资委。公司根据《公司法》等法律法规规定，建立了较为规范的法人治理结构，不设股东大会，设立董事会、监事会；设立经营管理机构，负责公司的日常经营管理工作，并设置了与公司生产经营相适应的组织职能机构。公司各级管理机构合理分工，权责明确，管理架构完善，充分提升了公司的管理效力。

战略与管理

公司是国家重点支持的十二家全国性大型水泥企业集团之一，行业地位突出，规模优势和区域竞争优势显著。未来公司将继续稳固在山东、江苏、河南等核心利润区的市场地位，同时加强在利益协同区的战略布局和协调发展，以发挥规模优势，实现利润增长。公司将调整水泥品种结构，增加高标号水泥和散装水泥的比重；同时加大骨料的生产和销售，拓展水泥上游领域，延伸产业价值链。混凝土业务方面，公司将着重发展 C30 以上高标号混凝土，大力压缩低标号 C30 以下混凝土品种占比，并逐步退出该市场；积极培育、重点打造北京、南京、徐州、青岛四个“千万方”级市场，培育新的利润增长点。公司实行母子(分)公司管理架构和区域化集中管理机制，以“本部+区域运营管理中心+生产企业”三级管理为基本框架，各级管理机构合理分工，权责明确，管理架构完善，充分提升了公司的管理效力。



抗风险能力

公司是我国水泥行业区域龙头企业之一，具有很强的规模优势。经过多年经营积累以及对地区水泥行业的不断整合，公司在山东、江苏地区已奠定了很强的市场基础，竞争优势明显。与此同时，公司是国家重点支持的十二家全国性大型水泥企业集团之一，是中国建材水泥业务板块重要子公司，在土地审批、补贴政策以及资金周转方面得到了政府及控股公司的大力支持。但长期来看，水泥行业竞争激烈，产能过剩情况普遍存在，对水泥企业产生不利影响。未来随着国家加速淘汰落后产能，提高行业集中度，大型水泥企业将在行业整合中受益。综合分析，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月财务报表。天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对 2014~2016 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

2014 年以来，公司资产规模持续增加，以非流动资产为主，但占比波动下降；公司混凝土业务产生的应收账款金额较大，但账龄集中于一年以内，回收风险整体可控

2014~2016 年末，随着公司产能规模的扩张，资产规模持续增加，以非流动资产为主。2016 年末，公司资产总额为 841.79 亿元，同比增长 7.85%；2017 年 3 月末，公司资产总额为 844.44 亿元，较 2016 年末增长 0.32%。

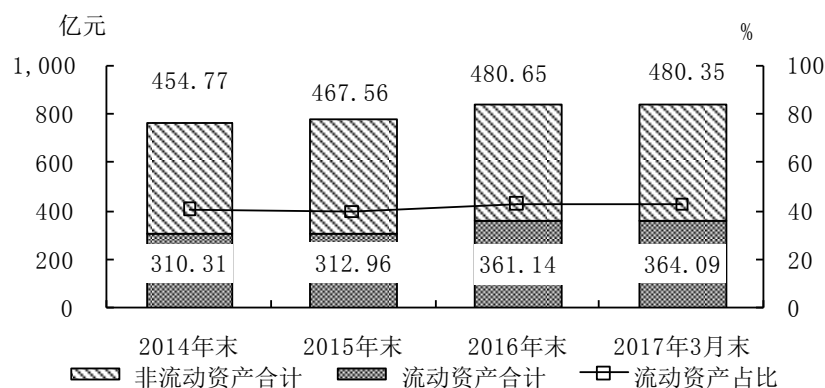


图 2 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司资产结构

公司流动资产主要由应收账款、其他应收款、预付款项、货币资金、存货及应收票据等构成。

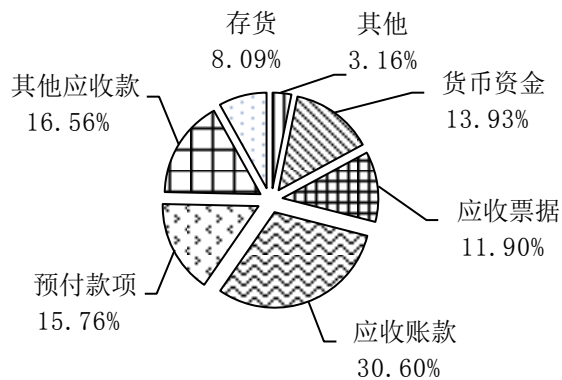


图3 2016年末公司流动资产构成情况

2014~2016年末,公司货币资金有所波动,2015年末同比下降15.53%,主要由于年底资金收益较高,公司在中国建筑材料集团有限公司内进行短期资金拆借;2016年同比增长20.14%,主要是由于收到关联公司还款,其中银行存款16.07亿元,其他货币资金34.17亿元。同期以混凝土销售款为主的应收账款逐年增加,其中2016年末,公司应收账款为110.52亿元,同比增长5.25%,已计提坏账准备4.88亿元,其中账龄在一年以内(含1年)的应收账款账面余额占比在70%以上;以垫付款为主的其他应收款持续增加,其中2016年末为59.79亿元,同比增长5.41%,主要是由于受经济下行影响,时点上资金占用增加所致,已计提坏账准备3.49亿元,其他应收款中金额前五名合计4.27亿元,款项集中度较低,其中账龄在一年以内(含1年)的其他应收款账面余额占比为53.63%;主要由预付工程款及原材料采购款构成的预付款项有所波动,其中2015年末为45.45亿元,同比下降6.93%,2016年为56.90亿元,同比增长25.21%,主要是由于为规避原材料价格上涨风险,公司低价预付部分原材料采购款所致;以原材料为主的存货有所波动,2015年末为27.37亿元,同比下降14.83%,2016年末为29.21亿元,同比增长6.73%,其中原材料为19.13亿元,自制半成品及在产品为5.88亿元,产成品为3.70亿元。同期,公司应收票据有所波动,其中2015年末为26.61亿元,同比下降22.29%,主要由于公司加强管理力度,控制票据的收取所致,2016年末为42.99亿元,同比增长61.57%,主要是由于主要产品销量增加,票据结算增加所致,其中银行承兑汇票为29.51亿元,商业承兑汇票为13.48亿元。

2017年3月末,公司存货为32.59亿元,较2016年末增长11.59%,主要是由于原材料规模增长所致;货币资金54.60亿元,较2016年末增长8.56%;以公允价值计量且其变动计入当期损益的为11.35亿元,较2016年末增长40.11%,主要是由于公司所持有河南通力水泥股份有限公司股票公允价值变动所致。公司其他主要流动资产科目较2016年末均变化不大。

表 7 截至 2017 年 3 月末公司应收账款金额前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	金额	占比	账龄	款项性质
南京建工集团有限公司	非同一控制	13,843	1.31	6 个月以内	货款
中建八局第三建设有限公司	非同一控制	11,678	1.16	6 个月以内	货款
中国建筑第八工程局有限公司	非同一控制	7,675	0.80	6 个月以内	货款
江苏南通二建集团有限公司	非同一控制	6,277	0.60	6 个月以内	货款
中铁上海局	非同一控制	3,782	0.40	6 个月以内	货款
合计	-	43,255	4.27	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由固定资产、商誉及无形资产等构成。具体来看，2014~2016 年末，公司固定资产小幅波动，以房屋建筑物及机器设备为主，其中 2016 年末为 303.62 亿元，同比下降 1.13%；同期公司商誉分别为 65.81 亿元、65.16 亿元和 65.16 亿元，变动不大；无形资产持续增长，主要构成土地使用权和采矿权，其中 2016 年末为 55.31 亿元，同比增长 0.93%。2017 年 3 月末，公司主要非流动资产科目较 2016 年末变动均不大。

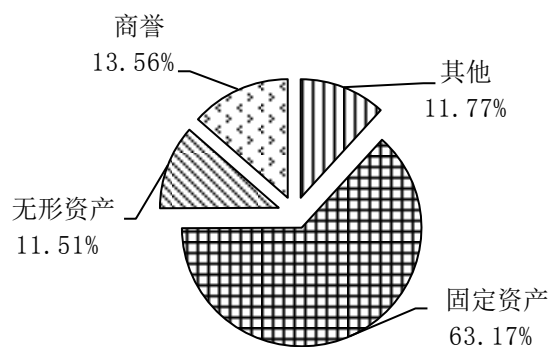


图 4 2016 年末公司非流动资产构成情况

从资产运营效率来看，2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司存货周转天数分别为 50.28 天、67.96 天、59.82 天和 78.46 天，有所波动；同期，应收账款周转天数分别为 72.59 天、183.37 天、167.01 天和 211.78 天，周转效率有所波动，主要是公司混凝土业务应收账款持续增加且回收周期较长所致。

2017 年 3 月末，公司受限资产规模为 34.05 亿元，全部为承兑保证金，占总资产及净资产的比重分别是 4.03%和 22.39%。

综合来看，公司资产规模持续增长，资产构成以非流动资产为主；公司由混凝土业务产生的应收账款金额较大，应收账款周转效率有所波动。



资本结构

2014 年以来，随着业务规模的扩张，公司负债规模逐年增加，资产负债率处于较高水平且持续上升；有息债务持续增加，其中短期有息债务占总债务比重较高，面临一定短期偿付压力

2014~2016 年末，随着业务规模的不断扩张，公司负债总额持续增加，其中 2016 年末为 690.06 亿元，同比增长 9.59%；2017 年 3 月末，公司负债总额为 692.35 亿元，较 2016 年末增长 0.33%。公司负债以流动负债为主，流动负债占总负债比重始终保持在 80%以上。

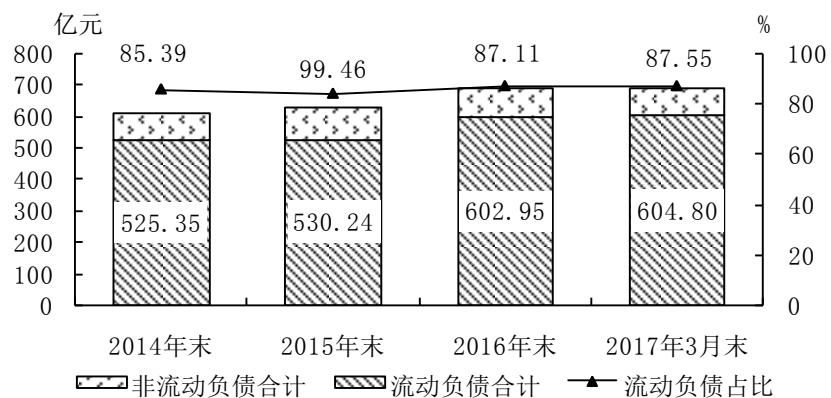


图 5 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司负债结构

公司流动负债主要由短期借款、其他流动负债、其他应付款、应付账款、一年内到期的非流动负债以及应付票据等构成。具体来看，2014~2016 年末，公司以保证借款和信用借款为主的短期借款有所波动，其中 2015 年末公司短期借款为 172.73 亿元，同比下降 17.85%，主要是由于公司归还了部分短期借款，2016 年末为 198.57 亿元，同比增长 14.96%，主要是由于公司增大了短期借款力度；其他流动负债有所波动，其中 2015 年末为 136.93 亿元，同比增加 76.87 亿元，主要是由于公司新发行了合计 117.00 亿元的短期融资券及合计 20.00 亿元的非公开定向债务融资工具，2016 年末为 60.06 元，同比下降 76.88 亿元，主要是由于本年兑付 32.00 亿元的短期融资券、34.00 亿元的超短期融资券和 10.00 亿元非公开定向债务融资工具所致；公司以向控股股东中国建材的借款为主的其他应付款有所波动，其中 2015 年末其他应付款为 90.50 亿元，同比减少 5.80%，其中向中国建材的借款为 69.51 亿元；2016 年其他应付款同比增长 110.36%，主要是由于 2016 年外部融资成本有所上升，公司加大与股东中国建材内部借款所致；以应付原材料款及应付工程款为主的应付账款持续增长，2016 年为 50.11 亿元，同比增长 1.76%，其中账龄在一年以内的占比为 76.53%；一年内到期的非流动负债波动较大，其中 2015 年末为 31.67 亿元，同比下降 39.76%，主要由于一年内到期的长期借款减少所致，2016 年为 32.24 亿元，同比增长 1.79%；应付票据持续增加，2016 年末为 45.94



亿元，同比增加 59.57%，主要是由于商品混凝土业务以采购规模增加所致，其中商业承兑汇票为 7.41 亿元，银行承兑汇票为 38.53 亿元。

2017 年 3 月末，公司预收款项为 10.29 亿元，较 2016 年末增长 12.47%，主要是由于水泥价格上涨，下游客户为规避价格上涨风险提前预付货款所致；其他主要流动负债科目较 2016 年末均变动不大。

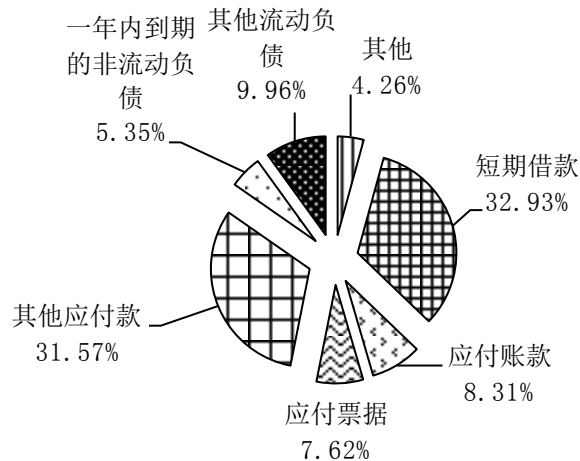


图 6 2016 年末公司流动负债构成情况

公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款等构成。具体来看，2014~2016 年末，公司长期借款持续大幅减少，其中 2016 年末长期借款为 26.81 亿元，同比下降 39.68%，其中保证借款 24.16 亿元，信用借款 1.88 亿元；长期应付款持续增加，其中 2016 年末为 51.25 亿元，同比增加 8.06%，主要由于新增融资租赁款所致。

2017 年 3 月末，公司长期借款及长期应付款分别为 25.41 亿元和 57.19 亿元，较 2016 年末分别下降 5.20%和上升 3.27%。其他主要非流动负债科目较 2016 年末变化不大。

表 8 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）¹

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
短期有息债务	502.19	498.81	438.77	409.13
长期有息债务	82.60	82.19	95.69	81.36
总有息债务	584.79	581.00	534.46	490.49
短期有息债务占总息债务比重	85.87	85.85	82.10	83.41
总有息债务占总负债比重	84.46	84.20	84.88	80.31

2014~2016 年末，公司有息债务规模持续增加，以短期有息债务为主。其中 2016 年末，短期有息债务为 498.81 亿元，同比增长 13.68%，主要由于公司发行超短期融资券所致；短期有息债务占总息债务的比重为 85.85%，公司面临一定的短期偿付压力。公司有息债务占总负

¹ 公司未提供截至 2017 年 3 月末有息债务期限结构及一年内到期的有息债务期限结构情况。



债比重很高，2017 年 3 月末，有息债务在总负债中占比达 84.46%。

2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，公司所有者权益有所波动，其中 2015 年末未分配利润为 84.35 亿元，同比减少 2.61 亿元，主要是由于本期转入的净利润小于本期分配现金股利数所致；2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，资本公积分别为 0.42 亿元、2.36 亿元、1.21 亿元和 1.21 亿元，其中 2015 年末同比增加 1.93 亿元，2016 年同比下降 1.51 亿元，主要是由于天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）进行差错调整所致；少数股东权益分别为 25.95 亿元、23.11 亿元、23.65 亿元和 23.72 亿元，其中 2015 年末同比减少 2.84 亿元，主要由于公司参股子公司盈利下滑所致；实收资本均为 40.00 元，盈余公积分别为 0.90 亿元、0.90 亿元、1.43 亿元和 1.43 亿元。

表 9 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司部分财务指标情况（单位：%、倍）

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	81.99	81.97	80.68	79.83
流动比率	0.60	0.60	0.59	0.59
速动比率	0.55	0.55	0.54	0.53
保守速动比率	0.18	0.17	0.14	0.17
债务资本比率	79.36	79.29	77.99	70.06

2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，公司资产负债率分别为 79.83%、80.68%、81.97%和 81.99%，持续上升且始终处于较高水平；流动比率分别为 0.54 倍、0.59 倍、0.59 倍、0.60 倍和 0.60 倍，速动比率分别为 0.53 倍、0.54 倍、0.55 倍和 0.55 倍，对流动负债的保障程度始终较弱。

截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保事项，且无未决诉讼。

总体来看，公司负债规模持续增加，资产负债率处于较高水平。公司负债以流动负债为主，有息债务规模继续增加，短期有息债务占总债务的比重很高，面临一定的短期偿付压力。

盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入及毛利润有所波动，期间费用率较高且有所波动，费用控制能力有待增强；营业利润自 2015 年以来持续亏损，利润总额和净利润对政府补助存在很大的依赖性

2014~2016 年，公司营业收入分别为 281.77 亿元、205.03 亿元和 232.30 亿元，毛利润分别为 80.16 亿元、47.42 亿元和 62.04 亿元，均有所波动。其中 2015 年，受基建、房地产等水泥下游行业需求不足影响，公司营业收入和毛利润同比分别下降 27.23%和 40.84%，毛利率同比减少 5.32 个百分点。2016 年，得益于国家淘汰落后产能政策的深入推进，公司营业收入、毛利润均有所增加，盈利能力有所提升。

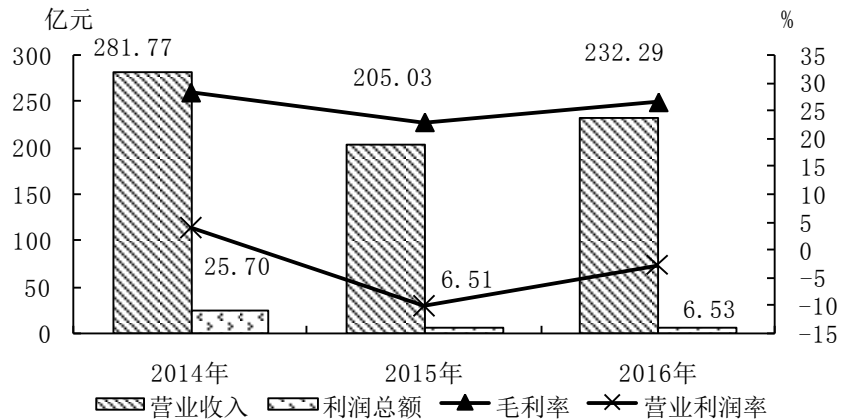


图7 2014~2016年公司收入及盈利情况

期间费用方面，2014~2016年，公司期间费用有所波动，以销售费用及财务费用为主。其中2015年，公司期间费用为65.92亿元，同比下降3.19亿元，其中销售费用同比下降2.95亿元，主要是受水泥销量减少影响；管理费用同比下降1.68亿元，主要是由于错峰生产导致职工薪酬下降。2016年，公司期间费用为66.06亿元，同比变化不大。期间费用率方面，2014~2016年，公司期间费用率始终处于较高水平。2015年，公司期间费用率同比增长7.62个百分点，主要是营业收入大幅下降所致，2016年期间费用率同比下降3.71个百分点，一方面得益于成本费用节约计划的有力执行，公司期间费用同比变化不大，另一方面是由于2016年下半年以来水泥行业持续回暖，全年销售收入有所增加所致。但是，由于公司资产负债率始终处于较高水平，财务费用规模维持较高水平，费用控制能力有待增强。

表10 2014~2016年及2017年1~3月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
销售费用	4.16	21.38	20.75	23.70
管理费用	3.15	15.89	16.41	18.09
财务费用	6.48	28.79	28.76	27.32
期间费用	13.78	66.06	65.92	69.11
期间费用/营业收入	30.36	28.44	32.15	24.53

2014~2016年，公司营业利润分别为11.61亿元、-20.78亿元和-6.29亿元，有所波动；其中2015年公司营业利润受水泥行业下行影响营业利润出现亏损；2016年继续亏损，但亏损幅度有所缓解，主要是由于水泥行业整体回暖所致。同期，公司营业外收入分别为14.50亿元、27.88亿元和13.21亿元，有所波动，其中政府补助占比较大，分别为13.40亿元、26.76亿元和12.62亿元，2015年营业外收入同比增加13.38亿元，主要是节能减排奖励、资源整合奖励、增值税返还等政府补助同比增加13.36亿元所致；2016年营业外收入同比下降



52.64%，主要是由于生产线建设规模的下降使得当地政府财政补贴和对水泥生产线建设投资的税收返还减少，其中政府补助为 12.62 亿元，同比下降 52.84%。同期，公司利润总额分别为 25.70 亿元、6.51 亿元和 6.53 亿元，同比分别为下降 1.16%、74.67%和增长 0.36%；净利润分别为 19.43 亿元、2.85 亿元和 3.59 亿元，同比分别为下降 1.70%、85.34%和增长 26.06%，公司利润总额和净利润对营业外收入的依赖程度很高；总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.17%和 2.37%，其中总资产收益率有所下降。

2017 年 1~3 月，公司营业收入和毛利润分别为 45.39 亿元和 9.95 亿元，同比均有所上升；毛利率为 21.92%，同比下降 1.77 个百分点；期间费用 13.78 亿元，同比有所上升；营业利润-0.80 亿元，亏损同比减少 1.14 亿元，主要得益于毛利润的增长；主要来源于当地政府财政补贴和对水泥生产线建设投资的税收返还的营业外收入为 1.29 亿元，同比减少 1.11 亿元，主要是由于政府补贴力度的减少和新增产能下降所导致税收返还的减少；利润总额和净利润分别为 0.50 亿元和 0.36 亿元，同比分别上升 6.59%和 3.00%。

综合来看，公司营业收入有所波动，2016 年以来公司营业收入与毛利润均有所回升，期间费用率有所波动，营业利润持续亏损，但亏损幅度有所缓解，利润总额和净利润有所回升，但对政府补助存在很大的依赖性。

现金流

2014~2016 年，公司经营性净现金流持续下降，对债务及利息的保障程度减弱

2014~2016 年，公司经营性净现金流呈现净流入，但持续下降，其中 2016 年同比大幅减少 39.43%，主要由于经营性应收项目大幅增加同时经营性应付项目大幅减少所致，对债务及利息的保障程度有所下降；投资性现金流持续净流出，且净流出规模逐年减少，其中 2016 年，公司投资性净现金流为-21.33 亿元，净流出同比减少 30.14 亿元，主要由于公司购建固定资产以及投资所支付的现金减少所致；筹资性净现金流逐年减少，2016 年为 7.24 亿元，同比减少 20.92 亿元，主要由于公司取得借款所收到的现金减少所致。2017 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 4.59 亿元，同比减少 4.36 亿元；投资性净现金流为-0.25 亿元，同比净流出减少 1.32 亿元；筹资性净现金流为-0.04 亿元，同比减少 5.46 亿元，主要原因是公司借款所收到的现金减少所致。

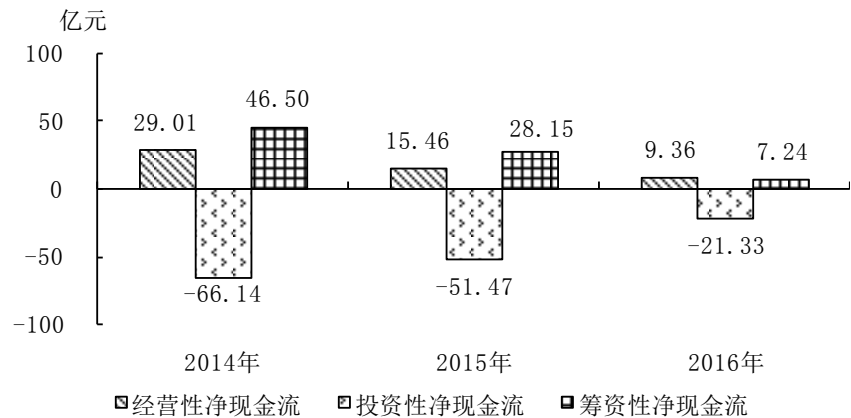


图8 2014~2016年公司现金流情况

2014~2016，公司现金回笼率有所波动，其中2016年为100.17%，同比下降9.82个百分点，主要是由于经营性应收项目的增加导致现金回收能力下降；2017年1~3月，公司现金回笼率为84.79%，同比下降11.13个百分点，主要是由于经营性应收项目同比增加所致。

2014~2016年，公司EBIT利息保障倍数均有所波动，对利息的保障程度不稳定；经营性净现金流对流动负债及总负债的覆盖程度大幅下降。2017年1~3月，公司EBIT利息保障倍数降至1.07倍，经营性净现金流/流动负债和经营性净现金流/总负债均分别降至0.76倍和0.66倍。

表11 2014~2016年及2017年1~3月公司部分债务保障能力指标（单位：倍、%）

偿债指标	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流利息保障倍数	0.71	0.32	0.53	1.03
EBIT利息保障倍数	1.07	1.22	1.21	1.90
EBITDA利息保障倍数	-	1.95	1.91	2.57
经营性净现金流/流动负债	0.76	1.65	2.93	8.36
经营性净现金流/总负债	0.66	1.42	2.49	6.61

偿债能力

2014年以来，公司负债规模小幅增加。截至2017年3月末，公司负债总额692.35亿元，其中有息债务占比84.46%，短期有息债务占总债务的比重达85.87%，面临一定的短期偿付压力。从偿债指标看，2014年以来，公司资产负债率逐年增加，处于较高水平，截至2017年3月末为81.99%；流动比率和速度比率逐年增加，但始终较低，流动资产对流动负债的保障程度较弱。2014年以来，公司营业收入及毛利润有所波动，其中2016年以来，得益于国家淘汰落后产能政策的深入推进，公司收入、毛利率、毛利润均有所回升；期间费用率较高，费用控制能力有待增强；营业利润自2015年以来持续亏损，利润总额



和净利润对政府补助存在很大的依赖性。公司经营性净现金流逐年减少，对债务及利息的保障程度减弱。公司母公司中国建材股份有限公司主体信用等级为 AAA，2016 年营业利润 18.22 亿元，净利润 28.22 亿元，盈利能力较强，营业状况良好，为公司提供有力保障。截至 2017 年 3 月末，公司本部银行授信额度为 88.48 亿元，其中已使用额度为 62.17 亿元，公司非公开定向债务融资工具已取得且未到期额度 100 亿元，公司非公开发行公司债已取得且未到期额度 80 亿元。此外，随着公司大规模联合重组活动的结束，公司逐渐步入优化整合阶段：投资活动净流出由 2015 年的 51.47 亿元降至 2016 年的 21.33 亿元，公司未来融资需求降低；公司 2016 年较 2015 年管理费用下降 5,212.97 万元，管理效率有所提升。综合来看，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告，截至 2017 年 8 月 9 日，公司本部未发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的各类债务融资工具到期本息均已按期支付。

结论

公司是我国水泥行业区域龙头企业之一，具备很强的规模优势；水泥和熟料产品在山东、江苏、河南等核心区域奠定了稳固的市场基础，竞争优势明显；混凝土业务产能已居全国前列，2014 年以来，公司营业收入及毛利润均有所波动，其中 2016 年以来国家淘汰落后产能政策的深入推进使得公司营业收入、毛利润有所回升。但同时水泥行业产能过剩情况普遍存在，市场竞争激烈，虽 2016 年以来，公司淘汰落后产能政策的深入推进，公司主要产品产销量及产销率均有所提升公司仍面临一定经营压力；此外，公司债务规模持续增加，资产负债率处于较高水平，有息债务规模较大，短期有息债务占总利息债务比重较高，公司面临一定的集中偿付压力。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司水泥业务将保持稳定发展。因此，大公司对中联水泥的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对中国联合水泥集团有限公司（以下简称“受评主体”）进行持续跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注受评主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及受评主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映受评主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

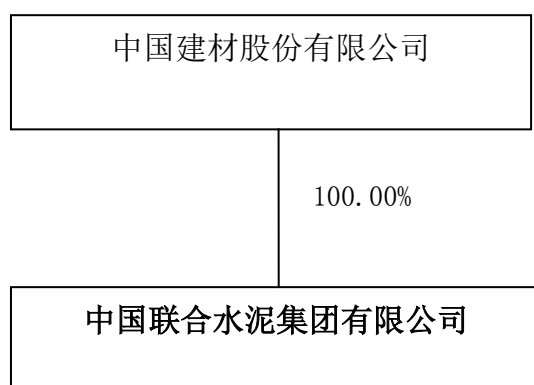
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

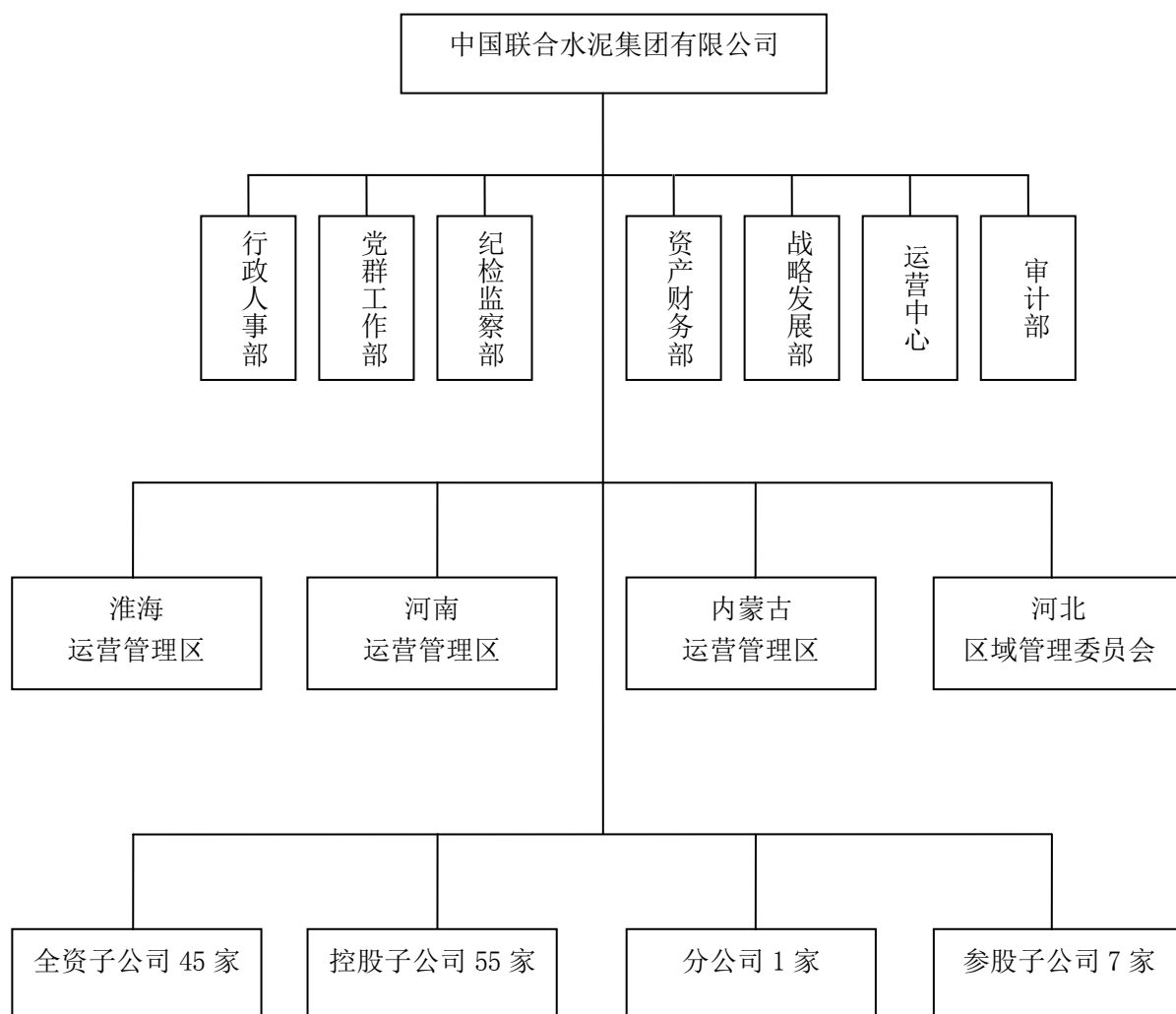
大公的跟踪评级报告和评级结果将对受评主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如受评主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至受评主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2017 年 3 月末中国联合水泥集团有限公司股权结构图



附件 2 截至 2017 年 3 月末中国联合水泥集团有限公司组织结构图



附件 3 中国联合水泥集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
资产类				
货币资金	546,001	502,967	418,654	495,643
应收票据	410,562	429,929	266,087	342,432
应收账款	1,030,955	1,105,195	1,050,107	1,038,657
预付款项	600,549	569,004	454,452	488,277
其他应收款	580,755	597,901	567,219	338,405
存货	325,945	292,105	273,698	321,366
流动资产合计	3,640,880	3,611,392	3,129,644	3,103,115
长期股权投资	198,744	198,744	196,936	196,262
固定资产	3,023,899	3,036,236	3,071,014	3,027,096
在建工程	196,469	181,947	61,942	53,411
无形资产	549,331	553,120	548,002	493,348
商誉	651,621	651,621	651,621	658,068
非流动资产合计	4,803,531	4,806,489	4,675,624	4,547,742
资产总计	8,444,412	8,417,881	7,805,268	7,650,857
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.47	5.97	5.36	6.48
应收票据	4.86	5.11	3.41	4.48
应收账款	12.21	13.13	13.45	13.58
预付款项	7.11	6.76	5.82	6.38
其他应收款	6.88	7.10	7.27	4.42
存货	3.86	3.47	3.51	4.20
流动资产合计	43.12	42.90	40.10	40.56
长期股权投资	2.35	2.36	2.52	2.57
固定资产	35.81	36.07	39.35	39.57
在建工程	2.33	2.16	0.79	0.70
无形资产	6.51	6.57	7.02	6.45
商誉	7.72	7.74	8.35	8.60
非流动资产合计	56.88	57.10	59.90	59.44

附件 3 中国联合水泥集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
负债类				
短期借款	2,002,886	1,985,656	1,727,325	2,102,596
应付票据	491,292	459,403	287,896	261,799
应付账款	502,743	501,146	492,471	468,183
预收款项	102,880	91,472	70,994	91,566
其他应付款	1,876,098	1,903,779	904,993	960,764
一年内到期非流动负债	308,956	322,373	316,699	525,722
其他流动负债	598,610	600,558	1,369,308	600,609
流动负债合计	6,047,972	6,029,474	5,302,379	5,253,496
长期借款	254,136	268,084	444,416	683,713
长期应付款	571,907	553,817	512,493	129,862
非流动负债合计	875,545	871,083	994,598	853,928
负债合计	6,923,517	6,900,557	6,296,977	6,107,423
占负债总额比 (%)				
短期借款	28.93	28.78	27.43	34.43
应付票据	7.10	6.66	4.57	4.29
应付账款	7.26	7.26	7.82	7.67
预收款项	1.49	1.33	1.13	1.50
其他应付款	27.10	27.59	14.37	15.73
一年内到期非流动负债	4.46	4.67	5.03	8.61
其他流动负债	8.65	8.70	21.75	9.83
流动负债合计	87.35	87.38	84.21	86.02
长期借款	3.67	3.88	7.06	11.19
长期应付款	8.26	8.03	8.14	2.13
非流动负债合计	12.65	12.62	15.79	13.98
权益类				
实收资本（股本）	400,000	400,000	400,000	400,000
资本公积	12,092	12,092	23,564	4,243
盈余公积	14,282	14,282	9,001	9,001
未分配利润	856,113	853,238	843,487	869,559
归属于母公司所有者权益	1,283,680	1,280,805	1,277,205	1,283,903
少数股东权益	237,215	236,519	231,086	259,530
所有者权益合计	1,520,895	1,517,324	1,508,291	1,543,434

附件 3 中国联合水泥集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
损益类				
营业收入	453,895	2,322,950	2,050,334	2,817,699
营业成本	354,463	1,702,624	1,576,131	2,016,078
销售费用	41,572	213,815	207,524	236,955
管理费用	31,470	158,878	164,091	180,935
财务费用	64,765	287,912	287,621	273,237
投资收益	360	1,936	5,775	16,347
营业利润	-7,955	-62,929	-207,849	116,115
营业外收支净额	12,915	128,267	272,950	140,902
利润总额	4,959	65,338	65,101	257,017
所得税	1,389	29,447	36,630	62,763
净利润	3,571	35,891	28,471	194,254
归属于母公司所有者的净利润	2,874	20,467	20,133	171,128
占营业收入比 (%)				
营业成本	78.09	73.30	76.87	71.55
销售费用	9.16	9.20	10.12	8.41
管理费用	6.93	6.84	8.00	6.42
财务费用	14.27	12.39	14.03	9.70
投资收益	0.08	0.08	0.28	0.58
营业利润	-1.75	-2.71	-10.14	4.12
营业外收入	2.85	5.52	13.31	5.00
利润总额	1.09	2.81	3.18	9.12
净利润	0.79	1.55	1.39	6.89
归属于母公司所有者的净利润	0.63	0.88	0.98	6.07
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	45,931	93,632	154,575	290,054
投资活动产生的现金流量净额	-2,469	-213,322	-514,724	-661,398
筹资活动产生的现金流量净额	-429	72,382	281,542	464,952

附件 3 中国联合水泥集团有限公司主要财务指标（续表 3）

年份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
财务指标				
EBIT (万元)	69,347	351,036	350,718	532,760
EBITDA (万元)	-	561,290	553,312	721,633
总有息负债 (万元)	5,847,919	5,810,023	5,344,576	4,904,908
毛利率 (%)	21.91	26.70	23.13	28.45
营业利润率 (%)	-1.75	-2.71	-10.14	4.12
总资产报酬率 (%)	0.82	4.17	4.49	6.96
净资产收益率 (%)	0.23	2.37	1.89	12.59
资产负债率 (%)	81.99	81.97	80.68	79.83
债务资本比率 (%)	79.36	79.29	77.99	76.06
长期资产适合率 (%)	49.89	49.69	53.53	52.72
流动比率 (倍)	0.60	0.60	0.59	0.59
速动比率 (倍)	0.55	0.55	0.54	0.53
保守速动比率 (倍)	0.18	0.17	0.14	0.17
存货周转天数 (天)	78.46	59.82	67.96	50.28
应收账款周转天数 (天)	211.78	167.01	183.37	72.59
经营性净现金流/流动负债 (%)	0.76	1.65	2.93	8.36
经营性净现金流/总负债 (%)	0.66	1.42	2.49	6.61
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.71	0.32	0.53	1.03
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.07	1.22	1.21	1.90
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.95	1.91	2.57
现金比率 (%)	10.90	9.69	9.13	10.44
现金回笼率 (%)	84.79	100.17	109.99	97.92
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	4.66

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数² = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数³ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

² 一季度取 90 天。

³ 一季度取 90 天。

21. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。