



# 中国建材股份有限公司 主动评级

信用等级: AA+<sub>pi</sub>

评级展望: 稳定

个体级别: aa-<sub>pi</sub>

外部支持: +2

评级时间: 2023年05月12日

注: 本次评级适用评级方法和模型: 中国水泥企业信用评级方法体系(2020\_06)。

主要财务指标	2020	2021	2022	2023Q1
现金类资产(亿元)	457.23	419.01	472.31	486.99
资产总额(亿元)	4554.56	4613.00	4824.31	5012.91
所有者权益(亿元)	1651.56	1786.64	1923.31	1951.52
短期债务(亿元)	1067.96	929.93	954.15	960.10
全部债务(亿元)	1954.09	1899.54	1952.11	2127.58
营业总收入(亿元)	2589.54	2786.27	2358.76	441.42
利润总额(亿元)	300.54	336.56	173.67	2.44
EBITDA(亿元)	521.98	561.90	394.73	—
经营净现金流(亿元)	642.30	500.89	263.51	-35.67
营业毛利率(%)	27.35	25.04	18.60	15.71
EBIT 利润率(%)	14.70	14.99	10.24	—
总资产报酬率(%)	8.44	9.11	5.12	—
资产负债率(%)	63.74	61.27	60.13	61.07
全部债务资本化比率(%)	54.20	51.53	50.37	52.16
流动比率(倍)	0.82	0.86	0.84	0.93
现金类资产/短期债务(倍)	0.43	0.45	0.45	0.51
全部债务/EBITDA(倍)	3.74	3.38	4.95	—
EBITDA 利息保障倍数(倍)	6.32	6.71	5.48	—

资料来源: 公开资料, 公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表。

## 市场服务

电话: 010-88090123

**免责声明:** 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露, 不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

## 评级结论

中国建材股份有限公司(以下简称“中建材股份”或“公司”)成立于 2005 年 3 月, 2006 年在港交所实现上市, 代码为: 3323.HK, 截至 2022 年末, 公司控股股东为中国建材集团有限公司(以下简称“中建材集团”), 直接及间接持股 44.50%, 实控人为国务院国有资产监督管理委员会。公司是中建材集团旗下建材产品板块核心企业, 主营基础建材、新材料、工程技术服务三大板块业务, 中短期内业务结构保持稳定。公司作为全球最大的水泥、混凝土、石膏板、风电叶片生产商, 市场地位很高, 水泥业务资源运行效率一般, 因历史大规模兼并收购, 整体装备水平一般, 成本管控压力较大, 盈利弱于行业平均水平; 石膏板、玻璃纤维盈利能力均较强, 风电叶片盈利能力较弱, 工程服务业务需关注海外项目的经营风险。公司资产质量一般, 债务负担处于行业中等水平, 短期债务周转压力不大, 长期偿债指标表现很好。外部支持具有很强的增信作用。综合上述因素, 中债资信评定公司主体信用等级为 AA+<sub>pi</sub>, 评级展望为稳定。

## 评级要素

### 行业风险

2022 年以来, 受经济下行压力大、疫情防控、房地产投资下行等因素影响, 水泥下游需求弱化, 全年产量下滑, 而供给端错峰限产常态化、双碳政策的推行虽对供给形成压力, 但短期内仍呈现供需错配趋势, 导致水泥价格持续走低, 叠加成本端煤炭价格持续高位运行, 水泥企业在量价齐跌、成本高涨的双向挤压下, 盈利大幅弱化; 2023 年水泥需求预计小幅回升, 有利于水泥企业通过调整供给端来缓解供需矛盾, 盈利水平预计有所改善, 但随着水泥企业在生产线技术升级、节能改造等方面持续投入, 债务负担预计小幅抬升。

### 资源配置

●**规模和市场地位:** 公司是全球最大的水泥、混凝土、石膏板、风电叶片生产商, 截至 2022 年末公司水泥产能约 5.15 亿吨, 商品混凝土产能约 4.44 亿立方米, 石膏板产能约 33.58 亿平方米, 风电叶片产能 22.4GW, 均位居世界第一。公司规模优势突出, 市场地位很高。

●**基础建材:** 该板块业务一直以来是公司收入、利润的主要来源, 2022 年实现收入 1,468.99 亿元, 占比约 62%, 毛利润 244.35 亿元, 占比约 56%。该业务产品包括水泥、商品混凝土、骨料, 水泥业务是公司的支柱产业, 贡献该板块收入的 70% 左右。为实现水泥业务板块整合, 推动解决同业竞争问题, 公司 2020 年以来进行了内部水泥资产整合, 由上市子公司新疆天山水泥股份有限公司(以下简称“天山股份”, 代码 000877.SZ)以发行股份及支付现金的方式收购中建材股份旗下的中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥股权, 重

组完成后天山股份成为公司旗下核心水泥生产企业。**水泥产线区域分布情况**，因历史大规模兼并收购的原因，公司水泥业务全国化布局，在东部、中南部、北部、西部区域均有布局，需关注西部等区域水泥景气度弱化压力。**水泥业务成本控制能力方面**，由于公司历史上大规模兼并收购，导致约 1 亿吨产能为 2500t/d 及以下规模生产线，后续产线升级改造需求较大，整体装备水平一般；水泥熟料生产成本主要构成为原材料（20%~30%）、煤（35%~40%）、电（15%~20%），其中原材料、电力成本较为稳定，煤炭价格近两年持续高位运行，成本管控压力持续较大。**水泥业务资源运行效率方面**，受下游需求弱化、疫情等影响，天山股份的水泥及熟料产量、销量均持续下滑，2022 年天山股份的水泥熟料产能利用率 69.58%，运行效率一般。**水泥盈利表现方面**，2020~2022 年，天山股份水泥业务毛利率分别为 31.91%、28.36%、14.37%，2022 年以来受下游需求弱化影响，水泥量价齐跌，叠加成本高涨，水泥业务盈利能力大幅弱化，需关注后续在水泥行业供需关系边际改善的情况下该板块盈利能力的变化情况。

●**新材料业务**：该板块业务主要为轻质建材、复合材料及玻璃纤维的生产销售，2022 年实现收入 455.72 亿元，占比约 19%，毛利润 117.60 亿元，占比约 27%。

**轻质建材**方面，运营主体主要为子公司北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”），业务产品以石膏板为主，是全球最大的石膏板生产企业，竞争力很强，2022 年石膏板业务毛利率 34.95%，盈利能力较强。**复合材料及玻璃纤维**方面，运营主体主要为子公司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”）等，业务产品主要为风电叶片、玻璃纤维、过滤材料等，2022 年中材科技风电叶片业务毛利率下滑至 9.83%，主要是风电整机招标价格下降、原材料价格上涨所致，盈利能力较弱；中材科技玻璃纤维业务 2022 年毛利率下滑至 32.42%，主要是市场需求弱化、成本上涨所致，盈利能力有所弱化但仍维持在较强水平。

●**工程技术服务**：该板块业务主要为水泥生产线施工建设，运营主体为子公司中国中材国际工程股份有限公司（以下简称“中材国际”），2022 年实现收入 300.33 亿元，占比约 13%，毛利润 55.41 亿元，占比约 13%。中材国际在国内水泥工程领域 EPC 合同市场份额超过 80%，规模优势突出，2022 年工程新签合同额 314.39 亿元，是当年施工收入的 1.36 倍，项目储备较充足，但海外项目占比较高，易受国际政治和汇率影响，存在一定经营风险。从回款表现来看，公司业主方主要为国内外水泥生产商，截至 2022 年 3 月末，公司在建前十大项目合同金额 172.95 亿元，已完成 83.19 亿元，已回款 67.72 亿元，回款尚可。

●**盈利能力和现金流**：公司 2020~2022 年及 2023 年一季度营业毛利率分别为 27.35%、25.04%、18.60%、15.71%，2022 年受水泥行业需求弱化、成本高涨影响，公司盈利下滑幅度明显，2023 年一季度下游需求仍较弱，叠加水泥淡季影响，公司盈利继续小幅下滑，与行业趋势基本一致。但公司整体盈利水平

弱于行业平均水平，主要是历史大规模兼并收购，导致公司部分产线较为落后，对盈利形成拖累。公司投资收益、政府补助可对利润形成较好补充，需关注投资收益、政府补助的稳定性。现金流方面，2020~2022 年公司经营净现金流分别为 642.30 亿元、500.89 亿元、263.51 亿元，2022 年因水泥业务收入、利润双降，公司经营净现金流明显下滑；投资活动现金流持续净流出，主要是在建项目的持续投入以及购入厂房、设备所致，公司经营净现金流可覆盖投资现金净流出规模；筹资活动现金流持续净流出，主要是公司持续压降债务、股利分红等原因所致。

●**管理与战略：**公司将持续建设基础建材、新材料、工程技术服务三大主业格局，并积极稳妥推进水泥业务专业化整合，目前正在推进宁夏建材集团股份有限公司（以下简称“宁夏建材”）与天山股份之间水泥资产收购事项，由天山股份以现金收购宁夏建材所持水泥业务子公司股权，以及推进甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（以下简称“祁连山”）水泥资产置换事项<sup>1</sup>，持续关注后续水泥业务的专业化整合进展。公司未来资本支出主要集中于产能置换、技改投入等，考虑到公司经营净现金可覆盖投资净支出，后续投资压力不大。

#### ■ 债务政策

●**资产质量：**截至 2023 年 3 月末，公司资产以非流动资产为主，在总资产中占比 66.96%。其中，固定资产持续保持较大规模，主要为房屋建筑物及机器设备，受历史兼并收购影响，固定资产成新率约 56%，固定资产质量一般；商誉主要是联合重组过程中形成的，2022 年末商誉原值 478.97 亿元，随着落后产能置换的持续推进，公司陆续计提减值，2022 年末公司商誉累计计提减值 153.98 亿元，由于水泥行业景气度存在下行压力，建议持续关注商誉减值风险。公司流动资产中应收账款规模较大，主要是应收商品混凝土销售款，2022 年末账龄在一年以内占比约 61%，账龄偏长，对公司流动性造成一定影响，坏账计提比例 15.57%，计提比例偏高。截至 2022 年末，公司受限资产 146.58 亿元，占总资产的比重 3.04%，受限比例低。整体看公司资产流动性弱，资产质量一般。

●**资本结构和偿债指标：**截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.07% 和 52.16%，考虑 155.46 亿元永续债后，以上两指标上升至 64.17%、55.97%，债务负担处于行业中等水平。偿债指标方面，截至 2023 年 3 月末，公司现金类资产对短期债务覆盖倍数为 0.51 倍，短期偿债指标表现一般，但鉴于公司融资渠道畅通，短期债务周转压力不大；2022 年，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.95 倍、5.48 倍，长期偿债指标表现很好。截至 2022 年 9 月末，公司剩余可使用授信额度 1,987 亿元，备

<sup>1</sup> 祁连山拟与中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）、中国城乡控股集团有限公司（以下简称“中国城乡”）进行资产置换，置入中国交建、中国城乡的设计院资产，置出祁连山的水泥资产，差额部分由祁连山以向中国交建、中国城乡发行股份的方式购买，交易完成后，祁连山控股股东变更为中国交建。中国交建、中国城乡取得水泥标的资产后托管至天山股份经营管理，并由中国交建、中国城乡支付托管费作为对价。



用流动性充足。

● 母公司方面：公司母公司层面无实质性业务，利润主要来自投资收益，截至 2023 年 3 月末，母公司有息债务规模约为 560 亿元，货币资金 25.87 亿元，同期末母公司所持天山股份、中材国际、北新建材、中材科技等上市子公司未质押股份对应的市值超过 1000 亿元，母公司偿债压力可控。

#### ■ 外部支持

公司控股股东为中建材集团，实控人为国务院国有资产监督管理委员会。中建材集团是国内最大的综合性建材产业集团，公司是中建材集团旗下核心企业，体系内重要性很高，是股东战略发展不可或缺的一部分，公司在资本注入、外部融资等多方面获得有力支持，此外，2019~2021 年公司获得政府补助 24.95 亿元、26.23 亿元和 24.02 亿元。外部支持具有很强的增信作用。

附件一：

## 信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为AAA<sub>pi</sub>、AA<sub>pi</sub>、A<sub>pi</sub>、BBB<sub>pi</sub>、BB<sub>pi</sub>、B<sub>pi</sub>、CCC<sub>pi</sub>、CC<sub>pi</sub>、C<sub>pi</sub>、D<sub>pi</sub>，其中AAA<sub>pi</sub>至B<sub>pi</sub>级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB <sub>pi</sub>	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB <sub>pi</sub>	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC <sub>pi</sub>	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C <sub>pi</sub>	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D <sub>pi</sub>	主体已经违约。

## 个体级别含义

中债资信个体级别主要考察受评主体在完全没有任何外部支持下的信用水平，排除了受评主体的股东、实际控制人或者相关政府部门对其支持的影响。中债资信的个体评级并非一般意义上的信用评级，是评级分析过程中对受评主体个体信用水平的评价结果，可以看作是受评主体评级的组成部分。中债资信的个体评级级别序列与主体评级相同，只是用小写字母表示。

## 信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对中国建材股份有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期资源配置和债务政策综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。