

宁夏建材集团股份有限公司

2016年公开发行公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100025】

评级对象: 宁夏建材集团股份有限公司 2016 年公开发行公司债券

16 宁建材

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 4 月 18 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 4 月 20 日

首次评级: AA/稳定/AA/2016 年 9 月 12 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	6.64	6.10	4.34
刚性债务	16.52	6.01	6.03
所有者权益	32.61	33.88	35.64
经营性现金净流入量	-0.16	6.32	0.38
合并口径数据及指标:			
总资产	78.36	73.46	71.06
总负债	33.47	25.27	19.25
刚性债务	20.82	11.95	7.93
所有者权益	44.89	48.19	51.82
营业收入	36.89	43.55	41.73
净利润	0.95	3.78	4.79
经营性现金净流入量	5.99	9.37	5.33
EBITDA	6.97	9.57	10.14
资产负债率[%]	42.71	34.40	27.08
权益资本与刚性债务比率[%]	215.57	403.25	653.75
流动比率[%]	96.34	134.26	127.39
现金比率[%]	46.80	64.93	69.45
利息保障倍数[倍]	2.43	7.73	14.00
净资产收益率[%]	2.14	8.13	9.59
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.84	40.52	28.86
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	16.75	30.18	18.16
EBITDA/利息支出[倍]	7.05	14.09	23.19
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.58	1.02

注: 根据宁夏建材经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对宁夏建材集团股份有限公司(简称“宁夏建材”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的宁夏建材集团股份有限公司 2016 年公开发行公司债券(简称“16 宁建材”或“本次债券”)的跟踪评级反映了跟踪期内宁夏建材在 market 地位、财务弹性、外部支持等方面保持优势,同时也反映了公司所在区域需求下滑,供求关系的改善对限产依赖性仍较强,另外公司在账款回收、资产减值等方面继续面临压力与风险。

主要优势:

- **市场地位稳固。**宁夏建材是宁夏水泥行业龙头企业,区域内品牌美誉度较高,在宁夏区域内的市场份额约为 50%,市场地位稳固。
- **财务弹性强。**跟踪期内,宁夏建材刚性债务规模持续缩减,资产负债率进一步降低,财务结构愈发稳健。公司盈利能力持续提升,经营性现金流表现良好,财务弹性强。
- **外部支持。**宁夏建材可持续享受西部大开发税率等优惠政策。另外,公司股东背景强,信用良好,可持续获得大型银行等金融机构的授信支持,且利率较低。

主要风险:

- **区域需求下滑,供求关系的改善对限产政策依赖性仍较强。**2018 年宁夏建材所在主要区域基建投资均呈现负增长,水泥需求下滑,且从已发布的公路投资规划判断,2019 年水泥需求增长依旧承压。区域水泥供求关系的改善仍主要依靠错峰生产及环保政策,未来需关注相关政策的持续性和执行力度。
- **商品混凝土业务回款风险。**商品混凝土业务具有垫资压力大的特性。跟踪期内宁夏建材虽通过转让和加大催收力度使得应收账款规模持

续收缩，但部分款项账龄已较长，存在一定回款风险。

- 资产减值风险。宁夏建材拟用于置换的生产线及当前闲置资产减值准备的计提虽已较为充分，但若需求持续下滑，资产闲置情况持续，部分资产仍将面临一定减值风险。

➤ 未来展望

通过对宁夏建材及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并维持本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



宁夏建材集团股份有限公司

2016 年公开发行公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照宁夏建材集团股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（简称“16 宁建材”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据宁夏建材提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对宁夏建材的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司最新于 2016 年 8 月获得中国证券监督管理委员会核准公开发行总额不超过 5 亿元公司债券（证监许可[2016]1762 号文），有效期自收到核准之日起 6 个月。公司于 2016 年 10 月一次性发行了 5 亿元公司债券，募集净额中 4.50 亿元用于偿还银行借款，其余用于补充公司流动资金，债券情况详见下表。除“16 宁建材”外，公司目前无尚在存续期内的其他债券。

图表 1. 公司存续债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	待偿还本金余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日期	到期日期	核准发行额度/核准时间	本息兑付情况
16 宁建材	5.00	5.00	3 年	3.50	2016-10-20	2019-10-20	5 亿元/2016 年 8 月	利息正常兑付

资料来源：宁夏建材

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期

向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资

等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有所升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

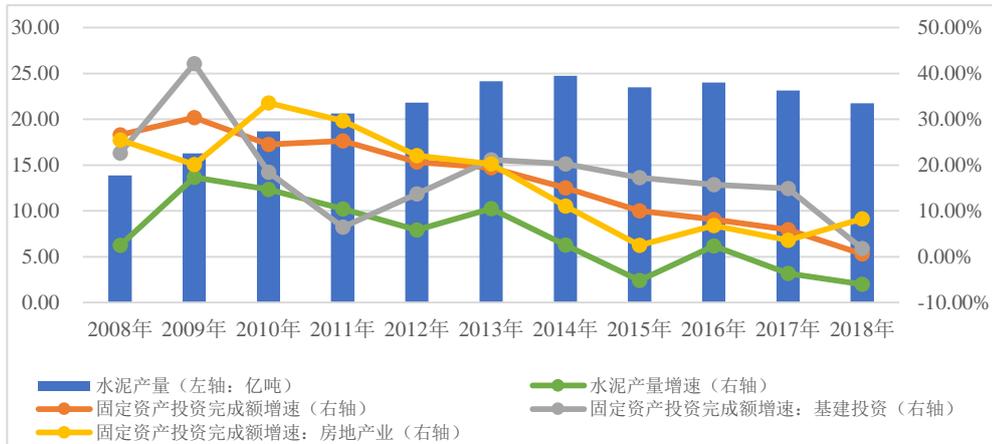
水泥行业与宏观经济发展高度相关，随着固定资产投资增速的放缓，水泥需求增长持续承压。近年来，我国水泥行业产能出清效果不佳，行业产能过剩矛盾依然突出，供求关系的改善仍主要依靠行业自律及限产。在限产的执行和环保政策趋严等多因素影响下水泥价格持续上涨，全行业盈利能力显著提升，2018年行业利润刷新历史记录。行业内龙头企业的兼并重组的实施使得水泥行业协同效应得以加强，区域竞争格局趋向稳定，行业整体呈现强者恒强的格局。

A. 行业概况

水泥系国民经济建设中重要的基础原材料，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。以往年份我国经济的快速增长为我国水泥行业的发展提供了较好的外部环境，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设等刺激了水泥需求的迅猛增长。由于行业进入壁垒较低，大量企业趋利涌入，经过多年快速发展，我国水泥行业呈现出产能严重过剩，市场竞争程度高，终端市场分散的现状。近年来，我国宏观经济增速有所放缓，全国固定资产投资增速亦呈下降趋势，2016-2018年分别为8.14%、5.90%和0.63%。同期，基础设施建设投资增速分别为15.71%、14.93%和1.79%，2018年增速大幅回落；房地产固定资产投资增速分别为6.80%、3.60%和8.30%，但由于房地产业投资中拿地投资对水泥需求无实际拉动作用，若以扣除土地购置费的房地产开发投资完成

额计算, 2016-2018 年增速分别为 7.02%、3.37%和-3.18%, 2018 年出现负增长。

图表 2. 近年来我国水泥产量、固定资产投资完成额及增速情况



资料来源: Wind、国家统计局

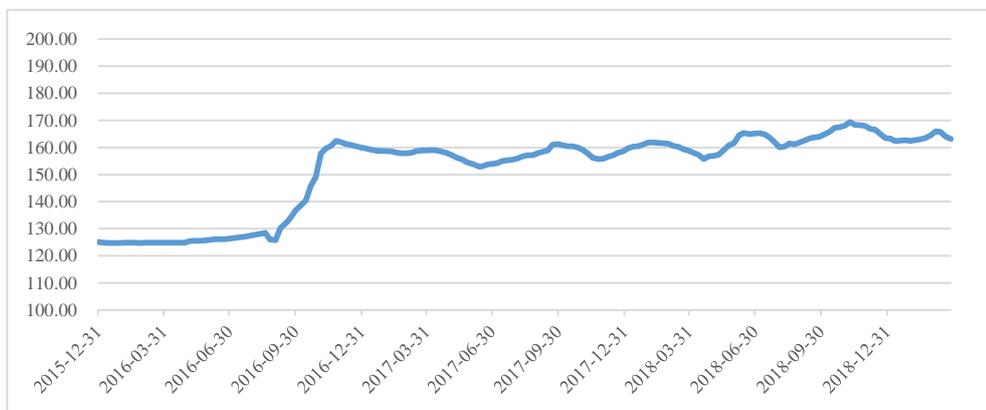
供给方面, 为抑制行业产能过剩问题, 加快行业转型升级, 自 2009 年起, 国家加大水泥行业调整力度, 密集出台多项调控政策, 严控新增产能, 淘汰落后产能, 化解存量产能, 推进产业结构调整。近年水泥行业新增产能虽逐年下降, 但新增产能大于淘汰落后产能以致水泥总产能依旧未得到有效压缩。据中国水泥协会统计, 2016 年新增水泥熟料产能 2,558 万吨, 当年末全国水泥熟料设计年产能约为 18.3 亿吨, 较上年末增长近 1 个百分点; 2017 年新增水泥熟料产能 2,046 万吨, 当年末熟料设计年产能为 18.2 亿吨; 2018 年新点火熟料生产线 14 条, 均为产能置换项目, 新增产能 2,043 万吨, 当年末熟料设计年产能仍为 18.2 亿吨, 较上年末基本持平。水泥行业去产能政策的落实较为缓慢, 需求增速下行趋势下, 产能过剩矛盾依旧非常突出, 近年主要依靠行业自律和环保压力限产推动水泥供需改善。2017 年 12 月中国水泥协会出台《水泥行业去产能行动计划 (2018-2020)》, 明确了三年内各省份的去化目标, 未来产能去化有望加快落实。但需看到, 行业的高度市场化和较低的产业集中度, 加之地方保护主义, 或将加大“去产能”、行业供给侧结构性改革等政策的落实难度。受经济增速及固定资产投资增速下滑的影响, 近年水泥需求增长乏力, 全国水泥产量增速回落, 2015 年首次出现了负增长。2016 年, 主要得益于房地产固定资产投资增速回升, 水泥市场呈弱势复苏态势, 水泥需求低速增长, 全国水泥总产量同比增长 2.50%至 24.03 亿吨。主要受限产及需求下滑影响, 2017 年及 2018 年全国水泥产量分别为 23.16 亿吨和 21.77 亿吨, 同比分别减少 3.61%和 6.03%。

原材料方面, 水泥生产中石灰质原料 (主要为石灰石) 为其最主要的原材料。多数大型水泥生产企业均有配套石灰石矿山, 石灰石自给率较高, 其主要成本相对固定, 成本占比不大。

水泥行业属于能源消耗型行业, 煤炭、电力是水泥生产过程中所需主要燃料和能源, 煤、电成本平均占总生产成本的比例超过 50%。2015 年, 全国煤炭

价格持续下跌，使得当年水泥行业成本压力有所减轻。2016 年上半年度全国煤炭价格保持相对平稳，全国煤炭价格指数维持在 125 点左右；在煤炭行业 276 工作日减量化生产政策带来供需的短暂失衡以及市场预期炒作等多方面因素的影响下，9 月起煤炭价格骤升，煤炭价格指数从 9 月初的 125.80 点上升至 12 月初的 162.00 点。为防止煤炭价格过快上涨，有关部门多策并举，出台先进产能释放措施稳定了市场供给，12 月以来煤炭价格停止上涨，保持相对平稳。2017 年第一季度，煤炭价格大体延续上年末水平，4、5 月煤价开始松动并小幅回落，之后又一度反弹。2018 年以来煤炭价格持续高位震荡运行（150-170 点之间），截至 2019 年 3 月末全国煤炭价格指数为 163.11，大体相当于 2013 年初的价格水平。

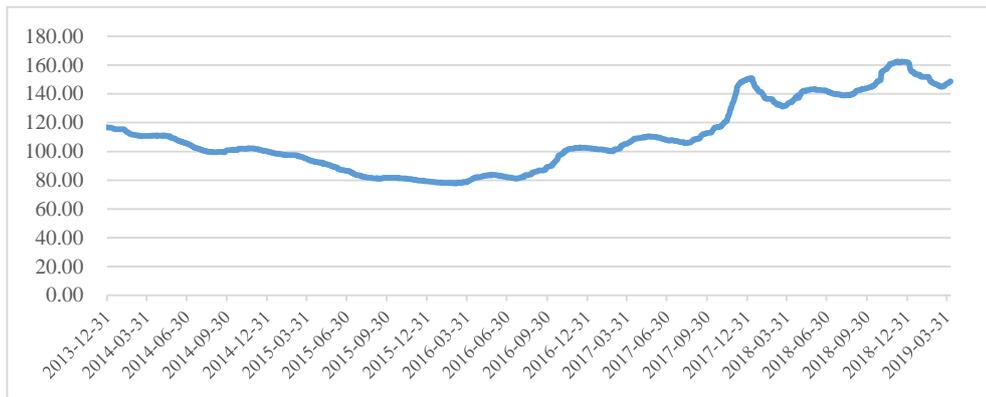
图表 3. 我国煤炭价格指数走势（单位：点）



资料来源：Wind

电力方面，2017 年国家发改委完成了省级电网输配电价的核定，并决定取消向发电企业征收工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%。2018 年国家发展改革委发布《国家发展改革委关于降低一般工商业电价有关事项的通知》（发改价格[2018]500 号），通知决定分两批实施降价措施，落实一般工商业电价平均下降 10% 的目标要求。电价下调的逐步落实将对水泥行业盈利空间的扩大起到积极作用。为节约成本和减少环境污染，近年我国水泥新型干法生产线配套建成余热发电装置的比例逐年提升。目前国内新型干法生产线配套纯余热发电装置中吨熟料余热发电量约 35 千瓦时，而生产单位熟料耗电约 75 千瓦时，即纯余热发电可提供单位熟料生产约 45% 的用电，一定程度上减少了外购电力的支出，同时减弱了电价变动带来的成本控制压力。

图表 4. 近年全国水泥价格指数走势（单位：点）



资料来源：Wind

2014-2015 年，全国水泥价格主要受产能过剩、需求增速减缓影响持续走低。2016 年，在需求的平稳支撑和供给端的有效控制下，全国水泥市场行情好转，水泥价格大体呈波动上涨趋势。2017 年，在煤炭价格高位运行、石灰石矿山治理力度加大以及运输成本持续增长等多因素共同影响下，年初以来水泥价格纷纷上调，前三季度全国大部分地区水泥价格震荡上涨，四季度受环保治理、错峰生产、节能减排等因素影响，市场供需关系发生改变，加之南方赶工潮助推价格加速上涨。2017 年 1 月水泥价格指数在 101 至 103 点之间，之后略有回落，3 月初重新上涨，至 6 月末水泥价格指数为 107.88 点，比年初提高 5.50 点，当年下半年水泥价格呈明显上升态势，至 12 月末水泥价格指数升至 150 点左右。2018 年第一季度，下游建筑施工行业季节性停工以致市场需求减少，水泥价格有所回落，水泥价格指数于三月下旬阶段性探底 131.20，3 月末以来随着工程陆续开工，水泥价格止跌回升，雨季阶段性下滑后 8 月中旬后再次回升，第四季度随着 2018-2019 年采暖季限产的陆续实施，水泥价格加速上行，至当年末达到 160 点高位。2019 年第一季度，停工影响下水泥价格指数 3 月中旬回落至 145 点左右，下旬开始重启回升。从中长期看，当前水泥价格已处于历史高位，未来价格持续大幅走高的可能性较小。

利润方面，2015 年主要受水泥价格下滑影响，水泥行业全年利润总额大幅下降，根据中国水泥协会数据显示，行业利润为 329.70 亿元，同比减少 57.74%，当年亏损企业亏损总额达 215.36 亿元，亏损面约 35%。2016 年主要得益于水泥价格反弹，水泥行业盈利有所改善，全行业实现利润约 517.5 亿元，行业利润明显提升。2017 年水泥价格大幅走高，当年行业实现利润总额 877 亿元。2018 年水泥价格持续上涨，当年行业实现利润 1,546 亿元，刷新行业 2011 年利润最高点的记录（1,464.3 亿元）。

B. 政策环境

近年来我国出台的水泥产业调控政策主要集中在五个方面：一是提高行业准入门槛，二是严控新增产能，三是淘汰落后产能，四是促进行业兼并重组，五是推行错峰生产。这些政策的执行有利于水泥行业的健康持续发展。由于水泥行业属于高耗能、高污染行业，节能减排亦是国家管制重点。从建设的源头

就要求配置相应的装置以降低能耗，节约能源，减少污染物排放。国家环保标准的提高，虽使行业环保成本上升，但一定程度上提高了行业的进入壁垒。2017年，我国加强北方地区秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，水泥行业生产经营受政策影响大。

图表 5. 近年来全国性水泥产业相关政策

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
国务院	2013年	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	加快修订水泥、混凝土产品标准和相关设计规范，推广使用高标号水泥和高性能混凝土，尽快取消 32.5 复合水泥产品标准	淘汰低标号水泥，化解产能过剩矛盾
国家发改委	2016年	《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》	决定对水泥生产企业生产用电实行基于可比熟料（水泥）综合电耗水平标准的阶梯电价政策	预计将促使约 10% 左右产能的水泥生产线因达不到能耗要求被淘汰，对化解水泥行业过剩产能起到一定作用
国务院办公厅	2016年	《建材工业指导意见》	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；提出压减过剩产能、加快转型升级、促进降本增效、完善支持政策；提出“停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥”	国务院首次制定出台的建材工业专项政策，标志错峰生产由企业、行业自律行为上升至国家水泥行业、建材行业重大产业政策
工信部	2016年	《绿色制造工程实施指南（2016-2020年）》	到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤；推进工业余热用于城镇供暖制冷、水泥窑协同处理生活垃圾、污泥和飞灰等，促进产城融合。	加快构建绿色制造体系，促进水泥产业资源能源利用效率提升
工信部	2016年	《工业和信息化部关于印发建材工业发展规划（2016—2020年）的通知》	明确了建材工业“十三五”期间发展目标，在加快结构优化、强化协同创新、推进绿色发展、促进融合发展、推进国际合作五个方面对水泥行业提出五大具体任务。提出到 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换。	严禁水泥新增产能，促进行业转型升级、由大变强，实现可持续发展
工信部、环保部	2016年	《工业和信息化部、环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 15 个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。其中，承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。	主管部门明确北方地区 15 省区/市采暖季期间水泥错峰生产时间安排
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2017年	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市建材行业全面实施冬季错峰	错峰范围更大、时间更长、执行力度有望更大；考虑停窑时间延长及去年实际执行率，此轮错峰生产预计或带来区域熟料缺口 800-1200 万吨
工信厅、环保厅	2017年	《工业和信息化部办公厅、环境保护部办公厅关于“2+26”城市部分工业行业 2017—2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季按照工信部联原（2016）351 号文有关规定实施错峰生产；承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的，可不全面实施错峰生产，但应根据承担任务量核定最大允许生产负荷，报地市级人民政府备案并在门户网站上公告；水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产	要求各地确定实施错峰生产的企业名单、停限产装备及最大日产量、停限产时限、停限产方式等，执行力有望增强

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
中国水泥协会	2017年	《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》	三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%，前 10 家大企业集团的全产熟料产能集中度达到 70% 以上，水泥产能集中度达到 60%。	去产能工作明确到各行政区域，同时去化任务艰巨
工信部	2018年	《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目，确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案。位于国家规定的环境敏感区的新建项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.5 吨产能；位于非环境敏感区的新建项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.25 吨产能；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。	减量置换力度加大，用于置换的产能限定更加严格，产能置换方案审核将简化

资料来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

水泥行业区域特征的存在促使水泥企业在区域内做大做强。水泥产品较高的同质性又使水泥行业成为规模效应显著和较利于规模扩张的行业之一。基于以上特点，主要的水泥生产商都是通过扩大经营规模，提高区域市场的占有率，获得区域内产品的定价权，从而获得较高的利润水平。因此行业内的兼并重组成为产业结构优化升级的重要手段之一。近年来，我国水泥行业产能整合迅速推进，2016 年金隅集团合并冀东水泥，2017 年华新水泥吸收了拉法基在我国西南地区的大部分产能，当年“两材”也完成了港股上市公司合并。兼并重组的实施使得水泥行业协同效应得以加强，区域竞争格局趋向稳定，龙头企业规模优势突出，行业整体呈现强者恒强的格局。根据工业和信息化部数据显示，2018 年我国前 10 家水泥企业（集团）熟料产能集中度已达 64%，较 2015 年提高 12 个百分点。

市场开拓方面，国内水泥产能严重过剩的背景下，海外投资成为企业业务拓展的主要选择，大型水泥企业继续沿“一带一路”进行产能布局。针对“一带一路”沿线国家基础设施较薄弱的现状，海螺水泥、华新水泥、红狮水泥等水泥生产企业持续实施水泥熟料海外布局，其生产线主要布局在印尼、缅甸、柬埔寨、老挝、塔吉克斯坦等国。海外业务的拓展亦将带动水泥企业进一步“做大做强”。

财务方面，2016-2018 年水泥价格上升，水泥生产企业盈利持续改善。鉴于行业已过高速扩张期，水泥企业债务以存量债务滚动为主，期限愈发偏向于短期，需持续关注行业债务循环风险。以往水泥行业负债率处于工业产业内偏高水平，但随着近年来利润的留存，行业整体资产负债率有所回落，但由于不同企业发展策略不同，行业内个体差异较大，资产负债率在 20%-90% 之间不等。

图表 6. 行业内部分企业基本数据概览（2018 年/2018 年末，单位：亿元、万吨、%）

企业名称	核心经营指标				核心经营指标			
	熟料产能	水泥产量	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
海螺水泥	21833.30	29800.00	1284.03	36.74	1495.47	22.15	306.36	360.59
南方水泥*	9851.80	9709.12	431.67	27.04	899.11	75.76	18.32	81.56

企业名称	核心经营指标				核心经营指标			
	熟料产能	水泥产量	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
西南水泥*	8081.70	8517.30	225.97	27.70	705.43	81.54	8.62	39.85
中联水泥*	8140.60	5604.00	318.71	28.94	873.64	81.63	8.66	30.32
冀东水泥	6857.20	6702.00	308.49	30.64	619.93	61.56	25.60	65.31
华润水泥	6655.70	8295.00	387.91	39.75	605.06	37.37	80.07	113.31
华新水泥	5806.30	6876.00	274.66	39.65	331.62	44.76	57.05	79.00
红狮集团*	5440.50	6170.80	180.89	19.73	351.03	51.79	20.09	42.50
天瑞集团*	3385.20	2930.00	159.21	23.51	688.05	50.75	14.07	30.33
宁夏建材	1559.30	1321.80	41.73	36.24	71.06	27.08	4.79	5.33

资料来源：中国水泥网、Wind、公开资料，新世纪评级整理

注：华润水泥以港币计，其他则以人民币计；熟料产能数据根据中国水泥网披露数填列，口径或与上述企业披露存在差异；*企业除熟料产能外，各指标均以2017年度数据填列；海螺水泥水泥产量以自产水泥及熟料合计净销量填列，华润水泥水泥产量以水泥销量填列。

D. 风险关注

行业产能过剩依旧严重。目前我国水泥行业产能过剩情况依旧严重，近年国家提出严控新增产能、淘汰落后产能，但产能出清效果不佳，产能过剩问题突出。未来我国将加大去产能执行力度，各地落实情况有待持续关注。

下游需求增长乏力。近年来，我国宏观经济增速及固定资产投资增速持续放缓，水泥需求增长支撑不足。2018年基础设施建设大幅放缓，目前中央虽提出重点领域“补短板”，但随着大规模基建产出效应递减，水泥需求的拉动作用受到一定限制。加之房地产行业持续处在政策调控背景下，我国水泥需求增长整体承压。

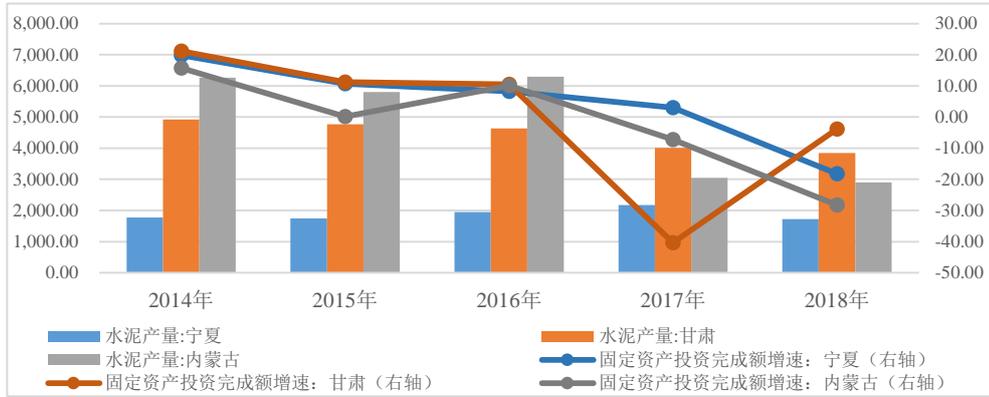
环保压力及安全生产风险。水泥行业属于高耗能、高污染行业。随着国家提倡制造业“节能减排”及环保标准的提高，行业环保成本上升，一定程度上挤压了水泥生产企业的盈利空间。近年来，我国加强北方地区“2+26”城市秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，对水泥生产企业尤其是北方地区生产企业开工造成较大影响。冬季为水泥生产淡季，多数工厂开始停窑检修，管理不严、人员操作不当、设备老化等多重因素都有可能导致安全事故发生。

(3) 区域市场因素

2018年公司所在主要区域基建投资均呈现负增长，水泥需求下滑。从已发布的公路投资规划判断，2019年水泥需求增长依旧承压。区域水泥供求关系的改善仍主要依靠错峰生产及环保政策，未来需关注相关政策的持续性和执行力度。公司所在区域水泥价格大体遵循全国价格走势，2018年价格重心持续上移。

该公司业务范围主要集中于宁夏回族自治区、甘肃省西南地区及内蒙古自治区中西部地区，主业受区域市场供需及政策影响大。

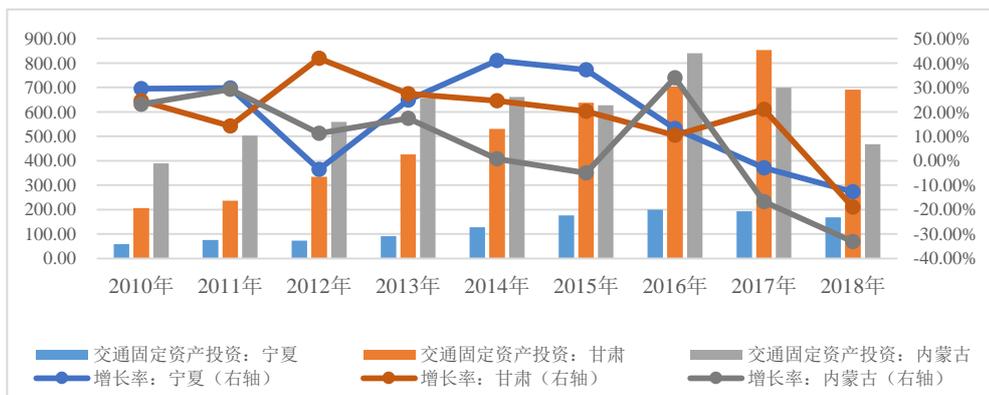
图表 7. 公司所在区域水泥产量及固定资产投资完成额增速走势情况(单位:万吨)



资料来源: Wind

根据 Wind 数据显示, 2016-2018 年宁夏回族自治区固定资产投资完成额增速分别为 8.20%、3.00%和-18.20%, 2015 年增速跌破两位数后持续放缓, 2018 年系近 20 年以来首次转负。同期, 甘肃省固定资产投资完成额增速分别为 10.50%、-40.30%和-3.90%, 以往增速均跑赢全国均值, 但 2017 年投资额同比骤减主要原因系工业投资增速和占比持续下滑、到位资金趋紧以及房地产开发投资不足等, 同时亦可能系数据“挤水分”所致。2016-2018 年内蒙古固定资产投资增速分别为 10.10%、-7.20%和-28.30%, 2018 年固定资产投资缩减幅度进一步扩大。该公司所在区域水泥需求主要由基建拉动, 其中公路建设影响较大, 根据 Wind 数据显示, 2018 年宁夏、甘肃及内蒙古公路建设固定资产投资金额分别为 168.45 亿元、690.66 亿元和 467.07 亿元, 同比分别减少 12.78%、19.05%和 33.17%。2019 年宁夏、甘肃及内蒙古全省(区)交通运输工作会议指出, 当年公路水路固定资产投资额目标值分别为 120 亿元(以上)、771 亿元和 400 亿元(以上), 除甘肃省目标值略高于上年实际投资额外, 其余二区确定的目标值相对保守, 且均低于上年值。整体看, 上述区域 2019 年公路建设带来的水泥需求增量仍不乐观。

图表 8. 公司所在区域交通固定资产投资额及增速走势(单位:亿元)

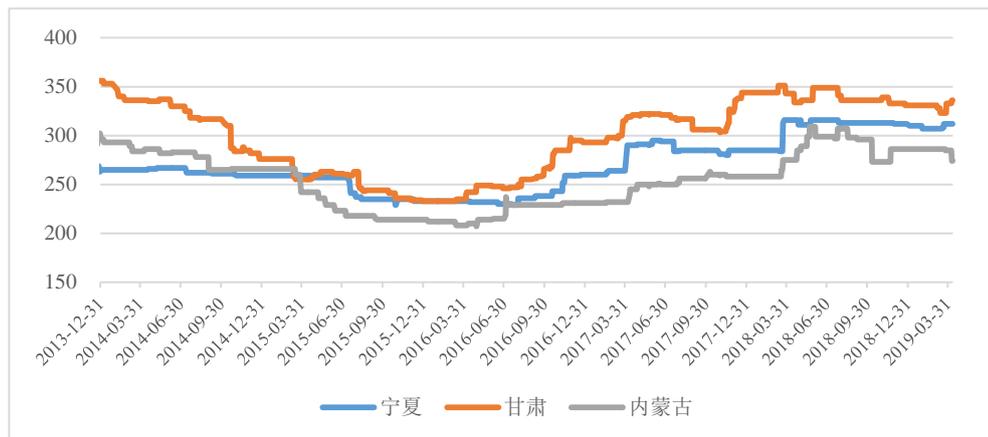


资料来源: Wind

政策方面，2015年11月工业和信息化部与环境保护部联合发布《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》，宁夏、甘肃及内蒙古均被纳入冬季错峰生产省份行列，2015-2016年错峰生产定在2015年12月1日至2016年3月31日期间，错峰时长3个月。根据上述各省（区）环境保护厅发布的错峰生产通知，16/17、17/18及18/19年宁夏错峰生产政策持续，错峰时长均延长至100天；同期甘肃错峰时长分别为100天、135天和135天；内蒙古错峰生产时长分别为120天、120天和150天。整体看，2018年公司所在区域水泥行业限产力度有所强化。2018年6月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，未来环保政策方面趋严或将成为常态。

市场供给方面，根据Wind数据显示，2016-2018年宁夏水泥产量分别为1945.91万吨、2177.70万吨和1726.35万吨；甘肃省水泥产量分别为4633.00万吨、4009.36万吨和3847.15万吨；内蒙古水泥产量分别为6296.76万吨、3045.26万吨和2905.26万吨。主要受错峰生产强化及需求下滑影响，甘肃省及内蒙古2017年水泥产量明显下滑；2018年上述三省（区）水泥产量分别同比减少-20.73%、-4.05%和-4.60%，宁夏因固定资产投资转负，水泥需求明显下滑，水泥供给相应减少；其他二省区水泥亦持续减产。

图表 9. 公司所在区域 P.O42.5 散装水泥平均价走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

得益于错峰生产，区域内水泥供需关系有所好转，2016年以来公司所在区域水泥价格回升。以P.O42.5散装水泥价格为例，2016-2018年宁夏水泥平均价格（以年度日均价中位数确定）分别为233元/吨、285元/吨和313元/吨；甘肃省水泥平均价格分别为249元/吨、317元/吨和319元/吨；内蒙古水泥平均价格分别为215元/吨、250元/吨和286元/吨。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司水泥业务在宁夏自治区市场龙头地位保持稳固。当前运营重点在于存量产能升级改造及减量置换淘汰落后产能。受区域需求减弱影响，公司产品产销量有所减少，但得益于限产政策持续，主要产品价格上升，同时

公司持续推进精细化管理和成本管控，盈利能力持续提升。

该公司主要从事水泥、商品混凝土及骨料的生产和销售。水泥业务方面，经过以往年份的合并扩张，公司区域战略布局已基本完成，当前业务区域涵盖宁夏全区、甘肃（主要为天水市及白银市）和内蒙古（主要为乌海市和赤峰市）。近三年，公司以内生性发展为主，运营重点在于存量产能升级改造及减量置换淘汰落后产能。另外，公司 2018 年以收购方式拓展了固井水泥业务，未来将持续推进水泥产品高端化。商品混凝土系水泥产业链下游的延伸，近年来发展相对稳定。骨料业务系商品混凝土原材料，近年来有所扩产。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务/产品	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
水泥	宁夏自治区全区；甘肃天水、白银；内蒙古赤峰、乌海	存量产能升级改造以提升生产效率；减量置换淘汰落后产能；固井水泥拓展。	政策/规模/成本/品牌

资料来源：宁夏建材

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入合计（亿元）	36.89	43.55	41.73
其中：核心业务营业收入（亿元）	36.73	42.91	40.94
在营业收入中所占比重（%）	99.57	98.53	98.09
其中：（1）水泥及熟料（亿元）	30.64	36.96	35.59
在核心业务收入中所占比重（%）	83.41	86.12	86.93
（2）商品混凝土（亿元）	5.50	5.24	4.32
在核心业务收入中所占比重（%）	14.96	12.22	10.56
（3）骨料（亿元）	0.60	0.71	1.03
在核心业务收入中所占比重（%）	1.62	1.67	2.51
毛利率（%）	28.94	31.41	36.24
其中：（1）水泥及熟料（%）	26.74	30.99	35.77
（2）商品混凝土（%）	40.12	32.98	38.12
（3）骨料（%）	30.75	47.39	47.48

资料来源：宁夏建材

2016-2018 年，该公司实现营业收入分别为 36.89 亿元、43.55 亿元和 41.73 亿元，其中核心业务营业收入分别为 36.73 亿元、42.91 亿元和 40.94 亿元，2018 年受水泥及商品混凝土需求下滑影响，收入有所回落。收入构成方面，公司收入主要由水泥及熟料销售贡献，2016-2018 年分别为 30.64 亿元、36.96 亿元和 35.59 亿元，其收入占核心业务营业收入比重超过 80%；同期公司商品混凝土业务收入分别为 5.50 亿元、5.24 亿元和 4.32 亿元，受产销量下滑影响收入逐年减少，占核心业务收入的比重从 2016 年的 14.96% 降至 2018 年的 10.56%；骨料业务实现收入分别为 0.60 亿元、0.71 亿元和 1.03 亿元，随着经营规模的扩张收入有所增加。2016-2018 年，公司综合毛利率分别为 28.94%、31.41% 和

36.24%，主要得益于水泥价格的回升，毛利率逐年提高。

A. 产能及产销情况

该公司水泥业务在宁夏区内处于龙头地位，产能占宁夏自治区水泥总产能的 50% 左右，其余竞争对手均为民营小型水泥企业，产能基本处于百万吨水平，在规模化生产、技术水平及原材料保障等方面与公司有一定差距。公司产品在宁夏市场具有很高的知名度，公司旗下“赛马牌”系“中国驰名商标”，宁夏自治区内重要的基建项目大多选用公司产品，市场地位相对稳固。

图表 12. 公司主要产品产能及产销情况

产品名称		年产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2016 年(末)	熟料	1571.00	1168.87	144.09	74.40%	12.33%
	水泥	2100.00	1585.10	1584.87	75.48%	99.99%
	商品混凝土	1020.00	183.08	183.08	17.95%	100.00%
	骨料	370.00	352.10	339.39	95.16%	96.39%
2017 年(末)	熟料	1571.00	1228.84	162.89	78.22%	13.26%
	水泥	2100.00	1571.34	1570.96	74.83%	99.98%
	商品混凝土	1020.00	167.27	167.27	16.40%	100.00%
	骨料	430.00	377.57	372.34	87.81%	98.61%
2018 年(末)	熟料	1571.00	1079.55	184.97	68.72%	17.13%
	水泥	2115.00	1321.80	1325.11	62.50%	100.25%
	商品混凝土	1020.00	133.01	133.01	13.04%	100.00%
	骨料	730.00	542.66	517.00	74.34%	95.27%

资料来源：宁夏建材

注：熟料销量以外销数据填列；产能利用率仅根据产量及年末年产能数据计算，未考虑投产期及停产的影响。

受新增产能政策限制，该公司水泥熟料产能自 2016 年以来保持稳定。截至 2018 年末，公司拥有 19 条熟料生产线（其中 12 条位于宁夏、3 条位于甘肃、4 条位于内蒙古），合计熟料产能 1571.00 万吨/年；其中 18 条熟料线配备余热发电装置，装机总量为 81 兆瓦。

经该公司第六届董事会二十次会议审议（2018 年 3 月 22 日召开）通过，公司拟将子公司宁夏中宁赛马水泥有限公司一条 1200t/d 及一条 1500t/d 水泥熟料生产线、固原市六盘山水泥有限责任公司（简称“六盘山水泥”）一条 1500t/d 水泥熟料生产线以及宁夏青铜峡水泥股份有限公司（简称“青水股份”）一条 1000t/d 水泥熟料生产线进行关停淘汰（涉及熟料总产能为 5200t/d），通过产能减量置换的方式，由新设全资子公司吴忠赛马新型建材有限公司（简称“吴忠赛马”）投资建设一条 5000t/d 的新型干法水泥生产线。本次产能置换完成后，公司现拥有的熟料生产线日产能均将大于 2000 吨，将有利于发挥单线生产规模优势。

截至 2018 年末，该公司水泥产能为 2115.00 万吨/年，较上年增加 15 万吨/年，系因收购宁夏嘉华固井材料有限公司（简称“嘉华固井”）。2016 年以来，公司商品混凝土产能未发生变化，截至 2018 年末公司共拥有混凝土搅拌站 17

个，商混合计产能 1020 万立方米/年。2016 年以来，公司骨料业务经营规模有所扩张，2018 年公司加大已有基地生产能力，当年末总产能达到 730 万吨/年。

错峰生产政策实施以来，该公司熟料及水泥产能利用率在 75% 左右波动。2018 年，因市场需求下滑，同时公司将部分拟淘汰生产线停产，熟料及水泥产量分别同比减少-12.15%和-15.88%，产能利用率有所下降。公司商品混凝土亦受市场需求下降影响，产能利用率持续走低，2018 年仅为 13.04%。从产品品类方面看，公司水泥产品以 42.5 标号以上产品为主；2018 年因嘉华固井并表，公司增加固井水泥品种，当年嘉华固井全年固井水泥销量为 31.09 万吨，公司未来将持续推进水泥产品的高端化。价格方面，2018 年公司除特种水泥价格同比下降外，其他品类产品价格均有所提升。

图表 13. 公司主要产品销售情况（单位：万吨、万立方米、元/吨、元/立方米）

产品	2016 年		2017 年		2018 年		
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	
水泥	32.5 级	495.21	163.39	335.23	205.39	278.04	228.63
	42.5 级	1037.46	203.26	1192.13	239.96	946.77	250.63
	52.5 级	22.42	330.59	30.77	340.98	40.67	403.50
	特种	29.79	336.37	12.84	391.74	28.54	334.96
	固井	-	-	-	-	31.09	527.82
熟料	144.08	144.25	162.89	185.69	184.97	198.42	
商品混凝土	183.08	300.21	167.27	314.30	133.01	325.21	
骨料	339.39	18.62	372.34	19.31	517.00	20.94	

资料来源：宁夏建材

B. 原材料供应情况

该公司下属水泥熟料生产企业均拥有自备的石灰石矿山，资源储量较多，品质较好，能够长期保证公司生产所需原料供应。截至 2018 年末，公司共有石灰石矿山 8 个，石灰石保有储量达到 4.31 亿吨。公司石灰石自给率高，外采石灰石量较少，仅作为生产原材料的协调补充。

图表 14. 公司原材料采购情况（单位：元/吨、元/千瓦时）

产品	2016 年		2017 年		2018 年	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价
煤炭（万吨）	153.88	253.64	146.82	404.26	127.90	457.87
石灰石（万吨）	287.38	18.44	209.06	13.79	163.99	13.77
电力（万千瓦时）	113,676.06	0.44	119,104.07	0.43	93,829.10	0.42

资料来源：宁夏建材

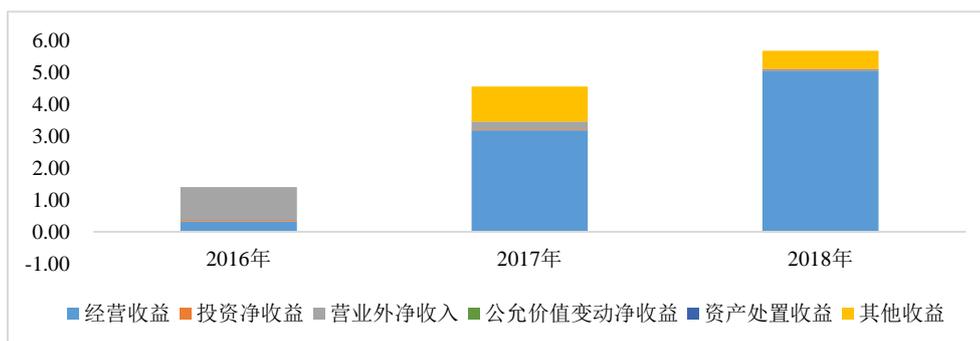
注：上表原材料以外采量填列。

2016-2018 年，该公司煤炭采购量分别为 153.88 万吨、146.82 万吨和 127.90 万吨；电力采购量分别为 11.37 亿千瓦时、11.91 亿千瓦时和 9.38 亿千瓦时。2018 年煤炭采购量较上年同比减少 12.89%，降幅大于熟料产量降幅，电力采购量同比减少 21.22%，降幅大于水泥产量降幅，以上主要得益于公司产线技改及精细化管理的加强，熟料煤耗及综合电耗有所下降。公司所在区域离煤炭

产区较近，燃料保供性较强，采购价格相对较低。另外，公司持续推进集中采购，规范采购行为，发挥降本优势。2016-2018 年煤炭采购均价分别为 253.64 元/吨、404.26 元/吨和 457.87 元/吨，2018 年煤炭采购均价同比上涨 53.61 元/吨，但当年熟料及水泥销售价格同比提高近 15 元/吨和 20 元/吨，按照煤耗折算，公司采购成本上升的压力能够充分转移。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据宁夏建材所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2016-2018 年，该公司分别实现营业毛利 10.68 亿元、13.68 亿元和 15.12 亿元，主要得益于水泥价格提升，公司营业毛利逐年增长。同期，公司期间费用分别为 8.55 亿元、8.90 亿元和 8.57 亿元（期间费用率分别为 23.17%、20.43% 和 20.53%）。其中，销售费用分别为 4.60 亿元、4.34 亿元和 4.14 亿元，以运杂费及员工薪酬为主；管理费用分别为 2.91 亿元、3.92 亿元和 4.05 亿元¹，逐年增长主要系行政管理人员增加使得职工薪酬增加，2017 年增量较大主要系固定资产维修费用增加所致；财务费用分别为 1.04 亿元、0.65 亿元和 0.38 亿元，随着债务规模的缩减逐年下降。2016-2018 年公司分别确认资产减值损失 1.27 亿元、0.80 亿元和 0.61 亿元，其中固定资产减值损失分别为 1.12 亿元、0.85 亿元和 0.53 亿元，主要系公司对停用、闲置、能耗高以及拟用于产能置换的生产线计提减值所致，截至 2018 年末公司拟用于置换的生产线减值计提已相对充分，后续继续计提减值的空间不大，但若市场需求持续下滑，其他资产闲置情况可能持续，相应减值的计提或对公司未来净利润形成一定影响。2016-2018 年公司分别实现经营收益 0.34 亿元、3.19 亿元和 5.07 亿元，2018 年公司主业盈利能力持续提升。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	36.89	43.55	41.73
毛利（亿元）	10.68	13.68	15.12
期间费用率（%）	23.17	20.43	20.53

¹ 含研发费用

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
其中：财务费用率（%）	2.81	1.48	0.91
全年利息支出总额（亿元）	0.99	0.68	0.44
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-

资料来源：根据宁夏建材所提供数据整理

2016-2018 年，该公司分别确认投资收益 0.04 亿元、0.03 亿元和 0.03 亿元，金额不大，主要是少量股权投资获得的现金红利。同期，公司营业外收入和其他收益合计金额分别为 1.09 亿元、1.61 亿元和 1.23 亿元，主要系收到政府补助，其中因资源综合利用享受的增值税即征即退金额分别为 0.93 亿元、1.06 亿元和 0.52 亿元，2018 年金额虽有所减少，但仍能够对公司盈利形成一定补充。2016-2018 年营业外支出分别为 0.06 亿元、0.27 亿元和 0.66 亿元，2018 年主要因“三供一业”移交改造使得营业外支出有所增加。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益（亿元）	0.04	0.04	0.03
营业外收入（亿元）	1.09	0.50	0.65
其他收益（亿元）	-	1.11	0.58
资产处置收益（亿元）	-	0.01	0.02
营业外支出（亿元）	0.06	0.27	0.66

资料来源：根据宁夏建材所提供数据整理

2016-2018 年，该公司分别实现利润总额 1.41 亿元、4.57 亿元和 5.69 亿元。公司下属多数子公司符合享受西部大开发所得税优惠的条件，所得税税率按照 15% 计缴，同期公司分别实现税后净利润 0.95 亿元、3.78 亿元和 4.79 亿元²。2017 年公司综合盈利能力明显好转，2018 年盈利能力持续提升。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来将持续推进精细化管理和成本管控，重点在于完善对标体系、生产线技改升级、提升采购管理及质量管理水平等方面，达到降本提质增效的目的。另外，目前资本投入重点项目系前述吴忠赛马产能置换项目，该项目计划投资 8.64 亿元，自有资本投入比例为 35%，截至 2018 年末该项目处在办理矿山、土地、供水等前置审批手续阶段，按照当前规划 2019-2021 年分别拟投资 4.50 亿元、3.00 亿元和 1.14 亿元。除吴忠赛马项目外，公司拟发展骨料项目、固井材料和智慧物流，培育新的利润增长点，提升产业链竞争优势。

管理

跟踪期内，该公司控股股东仍为中国中材股份有限公司，实际控制人为中

² 2018 年因会计估计变更增加净利润 0.17 亿元。相关会计估计变更事项详见本评级报告“财务”部分。

国建材集团有限公司。公司组织结构及管理制度等未发生变化，董事会及高级管理人员组成因换届及增聘而有所变动。公司关联交易金额仍较小，对其经营及财务不构成重大影响。

2017年11月，经国务院国有资产监督管理委员会批准，中国建材股份有限公司（简称“中国建材”）将换股吸收合并公司控股股东中国中材股份有限公司（简称“中材股份”）。2018年4月28日，中材股份退市；5月2日，中国建材H股换股吸收合并中材股份已完成。但截至2018年末，由于中材股份持有公司股份尚未完成过户登记，中材股份亦尚未完成工商注销登记，截至同期末公司控股股东仍为中材股份。上述过户登记及注销登记完成后，中国建材将直接持有公司47.56%的股权，成为公司控股股东。公司实际控制人仍为中国建材集团有限公司（简称“中建材集团”）。

跟踪期内，该公司组织结构及管理制度等方面未发生变化。2018年，原公司董事王广林、独立董事周塞军和罗立邦因换届离任，于凯军任新董事、张文君和陆维成任新独立董事；监事会成员保持稳定；另外，当年公司增聘蒋明刚和王常军为副总裁。

关联交易方面，2018年该公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额合计2.54亿元，主要关联方系中建材集团体系内公司；当年因销售商品、提供劳务产生的关联交易金额为1.82亿元，主要系向控股子公司嘉华固井之二股东嘉华特种水泥股份有限公司（简称“嘉华股份”）销售水泥产品所致（金额为1.34亿元）。关联资金往来金额不大，2018年末应收关联方款项（含应收账款、其他应收款和预付账款）合计711.19万元，应付关联方款项（含应付账款、预收账款和其他应付款）合计0.96亿元。总体看，公司关联交易金额较小，对其经营及财务不构成重大影响。

根据该公司提供的《企业信用报告》，2018年以来公司本部（截至2019年4月4日）、子公司宁夏赛马水泥有限公司本部（截至2019年3月11日）和青水股份本部（截至2019年1月7日）不存在银行借款违约及欠息情况。经查国家企业信用信息公示系统，公司本部及主要二级子公司2018年以来不存在重大行政处罚等情形。

财务

跟踪期内，该公司刚性债务规模继续收缩，资产负债率进一步下降，目前财务结构稳健。公司经营活动现金流表现较好，且账面未受限的现金类资产较充足，债务偿付保障性强。

1. 数据与调整

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2016~2017年财务报

表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及相关规定。

跟踪期内，因该公司原控股股东中材股份与中建材股份进行换股吸收合并，为在中建材股份财务制度框架下提供相关及可比的会计信息，公司结合业务实际，依照会计准则相关规定，对固定资产折旧年限、投资性房地产折旧和摊销年限、无形资产摊销年限的会计估计进行变更，采用未来适用法进行会计处理。

2017 年末，该公司合并范围内企业集团二级子公司共计 11 家。2018 年公司出资 3.10 亿元设立全资子公司吴忠赛马。当年 9 月，公司分别以现金 1,477.68 万元和 369.42 万元收购嘉华特种和峨眉山强华特种水泥有限责任公司持有嘉华固井 40% 和 10% 的股权，股权收购完成后公司与嘉华股份分别持有嘉华固井 50% 股权。因公司在嘉华固井董事会席位中拥有超过半数表决权，能够控制其日常经营管理活动，故将嘉华固井纳入合并报表范围。本次公司收购嘉华固井构成同一控制下企业合并，但由于嘉华固井体量较小，对公司各项财务指标影响不大（其主要财务数据见下表），本评级报告未对 2017 年财务数据进行追溯调整。截至 2018 年末，公司二级子公司数量升至 13 家。

图表 18. 嘉华固井 2017-2018 年（末）主要财务数据情况（单位：万元）

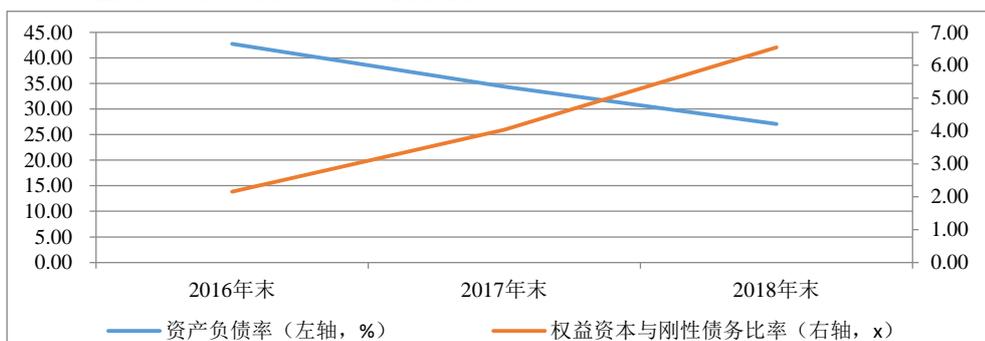
财务数据	2017 年（末）	2018 年（末）
资产合计	9,954.76	5,607.06
负债合计	7,384.94	2,248.08
所有者权益合计	2,569.82	3,358.98
营业收入	12,721.61	16,411.04
净利润	431.54	789.16
经营性现金净流量	-3,669.00	-1,105.62

资料来源：宁夏建材

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势

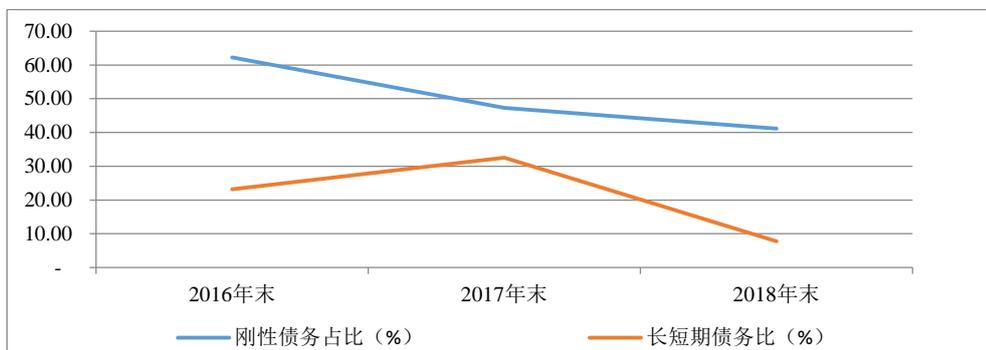


资料来源：根据宁夏建材所提供数据绘制

2016-2018 年末，该公司负债总额分别为 33.47 亿元、25.27 亿元和 19.25 亿元，随着债务的到期偿还而逐年减少。2016-2018 年公司分别实现净利润 0.95 亿元、3.78 亿元和 4.79 亿元，同期分配上年股利金额分别为 0.19 亿元、1.05 亿元和 1.43 亿元，剩余利润留存企业带动所有者权益增长。同期末，所有者权益分别为 44.89 亿元、48.19 亿元和 51.82 亿元。2016-2018 年末，资产负债率分别为 42.71%、34.40%和 27.08%，持续下降，当前财务结构稳健。同期末权益资本与刚性债务比率分别为 2.16、4.03 和 6.54，权益资本对刚性债务的覆盖情况良好。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务 (亿元)	20.82	11.95	7.93
应付账款 (亿元)	7.80	7.74	6.49
预收账款 (亿元)	1.46	2.40	1.19
其他应付款 (亿元)	0.95	0.97	0.89 ³
刚性债务占比 (%)	62.23	47.29	41.18
应付账款占比 (%)	23.32	30.62	33.75
预收账款占比 (%)	4.35	9.49	6.21
其他应付款占比 (%)	2.83	3.83	4.62

资料来源：根据宁夏建材所提供数据绘制

债务构成方面，2016 年该公司负债以刚性债务为主，2017 年以来随着债务的陆续到期，其占负债总额的比重有所下降。除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成，2017 年末分别为 6.49 亿元、1.19 亿元和 0.89 亿元。应付账款账龄以一年以内为主，占比 75.89%，主要系原燃料采购款。预收款项主要系预收货款，账龄一年内的部分占比 87.02%。其他应付款主要为往来款和保证金及押金，金额分别为 0.56 亿元和 0.33 亿元。2016-2018 年末公司长短期债务比分别为 23.19%、32.51%和 7.80%，负债期限结构偏向短期。

³ 由于会计报表列示规则变化，为保持口径一致性，该指标按照以往年份数据口径列示。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	15.82	6.97	7.93
其中: 短期借款	6.60	6.47	2.90
一年内到期中长期刚性债务	9.00	-	4.99
应付票据	-	0.47	-
其他短期刚性债务	0.22	0.04	0.04
中长期刚性债务合计	5.00	4.98	-
其中: 应付债券	5.00	4.98	-
综合融资成本 (年化)	4.64%	4.14%	4.40%

资料来源: 根据宁夏建材所提供数据整理

注: 综合融资成本系根据宁夏建材财务数据估算。

2016-2018 年末, 该公司刚性债务分别为 20.82 亿元、11.95 亿元和 7.93 亿元, 2017 年末刚性债务减少主要系公司发行的 12 宁建材 MTN1 到期兑付, 2018 年主要因归还短期借款, 债务规模进一步缩减, 存量债务仅主要包括账面余额为 2.90 亿元的短期借款 (其中, 信用借款和保证借款分别为 1.00 亿元和 1.90 亿元, 前者承债主体系公司本部, 后者系公司本部为子公司融资提供担保) 和 4.99 亿元的一年内到期的应付债券 (即本次债券, 待偿还本金余额 5 亿元), 公司当前债务压力轻。

融资成本方面, 根据该公司财务数据估算, 2016-2018 年末综合融资成本分别为 4.64%、4.14% 和 4.40%, 融资成本较低。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期 (天)	131.11	99.91	93.74
营业收入现金率 (%)	57.04	67.43	56.14
业务现金收支净额 (亿元)	6.54	9.45	4.83
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.55	-0.08	0.50
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	5.99	9.37	5.33
EBITDA (亿元)	6.97	9.57	10.14
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.33	0.80	1.02
EBITDA/全部利息支出 (倍)	7.05	14.09	23.19

资料来源: 根据宁夏建材所提供数据整理

2016-2018 年该公司营业周期分别为 131.11 天、99.91 天和 93.74 天, 逐年缩短, 主要得益于营业收入增长以及应收账款催收力度加大。因部分销售

以票据结算，公司营业收入现金率较低，2016-2018年分别为57.04%、67.43%和56.14%，同期业务现金收支净额分别为6.54亿元、9.45亿元和4.83亿元，2018年营业收入现金率及业务现金收支净额下降主要系销售票据结算增加所致。其他与经营活动有关的现金收支相对较小。2016-2018年，公司经营性现金净流量分别为5.99亿元、9.37亿元和5.33亿元。

2016-2018年，该公司EBITDA分别为6.97亿元、9.57亿元和10.14亿元。其中，因债务规模收缩，利息支出逐年减少；以往折旧摊销金额变化不大，2018年因会计估计变更金额有所下降。利润总额对EBITDA的贡献增加，2016-2018年占比分别为20.21%、47.80%和56.07%。EBITDA对刚性债务和利息支出的覆盖倍数持续提升，债务及其孳息的偿付保障能力强。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
收回投资与投资支付净流入额	-0.0001	-	-0.49
取得投资收益收到的现金	0.04	0.03	0.03
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.44	-0.54	-0.65
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.005	0.005	-0.18
投资环节产生的现金流量净额	-0.40	-0.51	-1.29

资料来源：根据宁夏建材所提供数据整理

近年来，该公司投资规模较小，2016-2018年投资环节产生的现金流量净额分别为-0.40亿元、-0.51亿元和-1.29亿元，维持净流出状态主要系投资技改项目。2018年，公司吴忠赛马减量置换项目处于前期阶段，资金投入量不大，按照当前规划，该项目将于2019-2020年进入集中投资期，预计投资环节现金净流出规模将加大。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
权益类净融资额	-0.19	-1.05	-1.43
债务类净融资额	-2.04	-9.42	-3.87
其中：现金利息支出 ⁴	-1.24	-0.29	-0.30
筹资环节产生的现金流量净额	-2.04	-9.42	-3.87

资料来源：根据宁夏建材所提供数据整理

2016-2018年，该公司未增发股票，因进行现金分红，权益类融资净额分别为-0.19亿元、-1.05亿元和-1.43亿元。同期债务类融资净额分别为-2.04亿元、-9.42亿元和-3.87亿元，主要因债务到期归还，持续为负。2016-2018年，

⁴ 现金利息支出以负号填列。

筹资环节产生的现金流量净额分别为-2.04 亿元、-9.42 亿元和-3.87 亿元。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2016 年末	2017 年末	2017 年末
流动资产	金额 (亿元)	26.17	25.61	22.74
	占总资产比重	33.40%	34.86%	32.00%
其中: 货币现金 (亿元)		9.17	7.93	6.35
应收票据 (亿元)		3.94	5.99	7.27
应收款项 (亿元)		7.89	6.04	5.16
存货 (亿元)		3.36	3.44	3.08
非流动资产	金额 (亿元)	52.19	47.86	48.32
	占总资产比重	66.60%	65.14%	68.00%
其中: 固定资产 (亿元)		46.11	41.76	40.90
在建工程 (亿元)		0.03	0.21	0.44
可供出售金融资产 (亿元)		0.58	0.58	1.62
无形资产 (亿元)		3.79	3.62	3.62
投资性房地产 (亿元)		0.64	0.68	0.65
期末全部受限资产账面金额 (亿元)		0.50	1.20	0.39
受限资产账面余额/总资产 (%)		0.64	1.63	0.55

资料来源: 根据宁夏建材所提供数据整理

2016-2018 年末, 该公司资产总额分别为 78.36 亿元、73.46 亿元和 71.06 亿元; 资产以非流动资产为主, 同期末占比分别为 66.60%、65.14% 和 68.00%, 符合一般制造业重资产的结构特征。

2018 年末, 该公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款和存货。其中, 货币资金为 6.35 亿元, 较上年末减少 1.57 亿元, 主要系偿还借款所致。应收票据为 7.27 亿元, 较上年末增加 1.28 亿元, 主要系下游客户票据结算增加所致, 应收票据以银行承兑汇票为主, 金额为 6.04 亿元。应收账款账面价值为 5.16 亿元, 较上年末减少 0.88 亿元, 主要系因宁夏科进砼业有限公司 (简称“科进砼业”) 以现金收购公司下属宁夏赛马科进混凝土有限公司账面原值约为 0.59 亿元的应收账款, 另外跟踪期内公司持续加强应收账款催收力度, 款项回收增加。由于公司应收账款主要体现于商品混凝土业务板块, 账龄偏长, 账龄在超过一年的部分占比为 50.52% (以余额计算), 其中账龄超过 5 年的部分占比为 9.76%, 存在一定款项回收风险。通过对比公司与其他同行业公司应收账款按账龄分析法计提坏账准备的比例, 公司坏账计提较为充分。存货为 3.08 亿元, 主要为煤炭等原材料及在产品。

2018 年末, 该公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、可供出售金融资产、无形资产和投资性房地产。其中, 固定资产为 40.09 亿元, 占资产总额的 57.56%, 主要为厂房及设备, 因折旧的计提及报废处置, 较上年末减少 0.86 亿元。公司基于谨慎性原则近年来持续对闲置、落后及拟用于产能置换生产线资产计提减值, 当期末公司暂时闲置固定资产账面价值仅为 0.19 亿

元，占账面原值的比重为 3.36%。公司在建工程主要为技改项目及吴忠赛马产能置换项目，技改项目建设期一般较短，多数于年底前达到预定可使用状态而转固，2018 年末在建工程余额为 0.44 亿元，其中吴忠赛马项目在建工程余额为 0.25 亿元。可供出售金融资产为 1.62 亿元，主要为持有的宁夏银行股份有限公司（简称“宁夏银行”）股权，2018 年公司以 1.05 亿元收购科进砼业持有宁夏银行 2064 万股股份，以致可供出售金融资产余额较上年末增加。无形资产为 3.62 亿元，主要系购置土地使用权及采矿权。投资性房地产为 0.65 亿元，主要为公司本部总部办公楼。

2018 年末，该公司受限资产仅涉及货币资金，其中 0.39 亿元（占货币资金余额的 6.11%）因作为保证金使用受到限制。整体看，公司非流动资产专用型较强，债务抵偿能力有限，但流动资产中现金类资产占比较高且受限比例较低，能够对债务的偿付提供良好保障。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	96.34	134.26	127.39
现金比率 (%)	46.80	64.93	69.45

资料来源：根据宁夏建材所提供数据整理

2016-2018 年末，该公司流动比率分别为 96.34%、134.26%和 127.39%。2018 年末，公司本次债券划入一年内到期的非流动负债核算，流动比率有所下降。2016-2018 年末，现金比率分别为 46.80%、64.93%和 69.45%，现金类资产规模变化不大，随着债务到期流动负债规模下降，现金比率持续提升。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司对合并范围子公司的担保余额为 1.90 亿元，不存在对合并范围以外公司担保的情况。根据审计报告所载，同期末公司不存在重大未决诉讼事项。

7. 集团本部财务质量

该公司本部不参与具体生产，主要行使投融资及管理职能。2018 年末，公司本部资产总额为 48.06 亿元，除包括长期股权投资 31.62 亿元（主要系对子公司的投资）外，主要为货币资金 4.34 亿元、其他流动资产 6.36 亿元（主要系下属公司资金归集款及待抵扣税金及预缴所得税等）和投资性房地产 0.65 亿元。投资性房地产系总部办公大楼，该大楼建筑面积 2.30 万平方米，共 19 层，15 层以下用于对外出租。同期末，公司负债总额为 12.42 亿元，其中刚性债务 6.03 亿元，主要包括本次债券及 1.00 亿元短期借款。2018 年，本部收入为 0.58 亿元主要来自总部办公物业的出租收入及向子公司收取的商

标使用费等。公司建立较为完善的资金管理制度，资金方面公司本部对下属所有二级子公司现金进行归集，能够进行有效的资金调配及周转，偿债现金的筹集保障性强。

外部支持因素

截至 2018 年末，该公司及其下属公司获得金融机构贷款授信总额为 15.00 亿元，其中已用授信额度 2.90 亿元，尚有一定融资空间。公司股东背景强，信用良好，所获的授信利率以基准利率为主。

图表 27. 金融机构的信贷支持

机构类别	授信总额	已使用额度	剩余额度	利率区间
全部（亿元）	15.00	2.90	12.10	4.35%-4.57%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	7.40	1.30	6.10	4.35%-4.57%
其中：大型国有金融机构占比	49.33%	44.83%	50.41%	-

资料来源：根据宁夏建材所提供数据整理（截至 2018 年末）

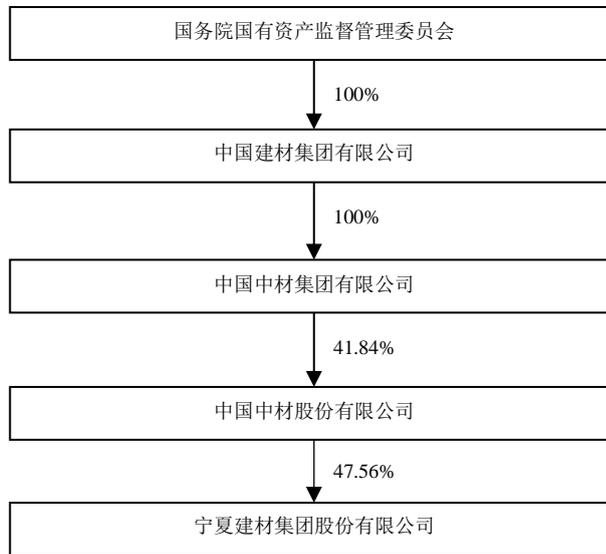
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司所在主要区域基建投资均呈现负增长，水泥需求下滑。从已发布的公路投资规划判断，2019 年水泥需求增长依旧承压。区域水泥供求关系的改善仍主要依靠错峰生产，需关注限产政策的持续性和执行力度。跟踪期内，公司水泥业务在宁夏自治区市场龙头地位稳固。当前运营重点在于存量产能升级改造及减量置换淘汰落后产能。受区域需求减弱影响，公司产品产销量有所减少，但得益于限产政策持续，主要产品价格持续上升，同时公司持续推进精细化管理和成本管控，盈利能力持续提升。公司刚性债务规模继续收缩，资产负债率进一步下降，目前财务结构稳健。公司经营活动现金流表现较好，且账面未受限的现金类资产较充足，债务偿付保障性强。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司所在主要区域基建投资情况；（2）公司所在区域错峰限产等政策持续性；（3）煤炭等原燃料和水泥价格走势及对公司盈利能力的影响；（4）产能置换项目投资及建设情况；（5）应收款项回收情况；（6）资产闲置及减值计提情况。

附录一：

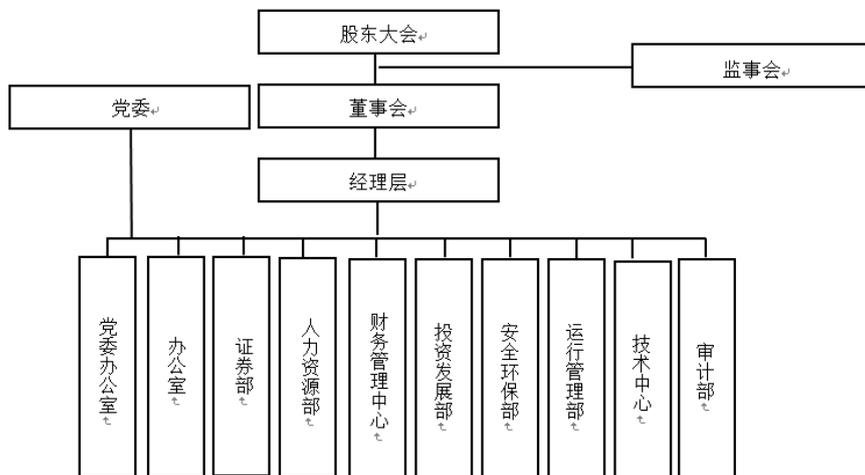
公司与实际控制人关系图



注：根据宁夏建材提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据宁夏建材提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	
中国建材集团有限公司	中国建材集团	集团最高层级法人实体	-	建材类	-	-	-	-	-	年报尚未披露
中国建材股份有限公司	中国建材	公司未来之控股股东 ⁵	-	建材类	2083.62	1364.25	2190.00	140.60	485.30	根据港股年报填列
宁夏建材集团股份有限公司	宁夏建材	本级	-	-	6.03	35.64	0.58	2.82	0.38	本部口径
宁夏青铜峡水泥股份有限公司	青水股份	二级子公司	87.32	熟料及水泥生产、销售	0.50	12.07	7.11	0.81	1.82	
宁夏赛马水泥有限公司	宁夏赛马	二级子公司	100.00	熟料及水泥生产、销售	0.60	9.60	8.77	0.18	1.19	
中材甘肃水泥有限责任公司	中材甘肃	二级子公司	98.42	熟料及水泥生产、销售	-	5.09	4.59	1.29	0.97	
天水中材水泥有限责任公司	天水中材	二级子公司	80.00	熟料及水泥生产、销售	0.80	6.54	6.82	1.56	1.06	
乌海赛马水泥有限公司	乌海赛马	二级子公司	100.00	熟料及水泥生产、销售	-	1.08	2.16	0.01	0.05	
乌海市西水水泥有限责任公司	乌海西水	二级子公司	100.00	熟料及水泥生产、销售	-	1.26	2.33	0.44	0.03	
喀喇沁草原水泥有限责任公司	喀喇沁公司	二级子公司	100.00	熟料及水泥生产、销售	-	2.88	3.80	0.50	0.29	
宁夏嘉华固井材料有限公司	嘉华固井	二级子公司	50.00	水泥生产、销售	-	0.35	1.64	0.07	-0.11	

注：根据宁夏建材提供的其他资料及公开资料整理

⁵ 截至2018年末，由于中材股份持有公司股份尚未完成过户登记，中材股份亦尚未完成工商注销登记，公司控股股东仍为中材股份。上述过户登记及注销登记完成后，中国建材将直接持有公司47.56%的股权，成为公司控股股东。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	78.36	73.46	71.06
货币资金 [亿元]	9.17	7.93	6.35
刚性债务[亿元]	20.82	11.95	7.93
所有者权益 [亿元]	44.89	48.19	51.82
营业收入[亿元]	36.89	43.55	41.73
净利润 [亿元]	0.95	3.78	4.79
EBITDA[亿元]	6.97	9.57	10.14
经营性现金净流入量[亿元]	5.99	9.37	5.33
投资性现金净流入量[亿元]	-0.40	-0.51	-1.29
资产负债率[%]	42.71	34.40	27.08
权益资本与刚性债务比率[%]	215.57	403.25	653.75
流动比率[%]	96.34	134.26	127.39
现金比率[%]	46.80	64.93	69.45
利息保障倍数[倍]	2.43	7.73	14.00
担保比率[%]	-	-	-
营业周期[天]	131.11	99.91	93.74
毛利率[%]	28.94	31.41	36.24
营业利润率[%]	1.02	9.97	13.65
总资产报酬率[%]	3.07	6.92	8.47
净资产收益率[%]	2.14	8.13	9.59
净资产收益率*[%]	1.37	7.70	9.13
营业收入现金率[%]	57.04	67.43	56.14
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.84	40.52	28.86
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	16.75	30.18	18.16
EBITDA/利息支出[倍]	7.05	14.09	23.19
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.58	1.02

注：表中数据依据宁夏建材经审计的 2016~2018 年度财务数据整理、计算

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/((期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2)] +365/报告期营业成本/(((期初存货余额+期末存货余额)/2)]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建材行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。