

北新集团建材股份有限公司公开发行 2021 年绿色 公司债券（面向专业投资者）（第一期） 跟踪评级报告（2022）

项目负责人：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：张倩倩 qqzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 20 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0287 号

北新集团建材股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 北新 G1”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月二十日

评级观点：中诚信国际维持北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 北新 G1”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了产能布局进一步完善，规模优势明显；营销网络成熟，品牌知名度很高以及资本结构稳健，融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到原料价格波动以及跟踪期内诉讼费用虽然同比大幅减少，但仍有剩余诉讼案件处于进行中等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

北新建材（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	214.64	229.15	265.74	272.91
所有者权益合计（亿元）	145.42	174.55	195.26	199.70
总负债（亿元）	69.21	54.61	70.48	73.21
总债务（亿元）	22.99	21.39	34.89	36.14
营业总收入（亿元）	133.23	168.03	210.86	46.10
净利润（亿元）	4.57	30.24	35.52	5.58
EBIT（亿元）	6.87	34.35	38.91	--
EBITDA（亿元）	12.22	40.48	46.30	--
经营活动净现金流（亿元）	19.85	18.39	38.31	-4.12
营业毛利率(%)	31.86	33.68	31.83	28.39
总资产收益率(%)	3.49	15.48	15.72	--
资产负债率(%)	32.25	23.83	26.52	26.83
总资本化比率(%)	13.65	10.92	15.16	15.32
总债务/EBITDA(X)	1.88	0.53	0.75	--
EBITDA 利息倍数(X)	21.34	29.88	42.02	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告期末数及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **产能布局进一步完善，规模优势明显。**跟踪期内通过新建和收购生产线等方式，公司产能布局进一步完善，已基本形成全国性产能布局，截至 2021 年末石膏板总产能达 33.58 亿平方米/年，位居世界第一，规模优势明显。

■ **营销网络成熟，品牌知名度很高。**公司营销网络广泛布局，目前已遍布全国各大城市及发达地区县级市；同时公司“龙牌”和“泰山”牌石膏板有很高市场知名度，2021 年市场占有率维持

在 60% 以上。

■ **资本结构稳健。**受益于利润积累，跟踪期内公司保持较低的杠杆水平，截至 2021 年末公司总债务为 34.89 亿元，总资本化比率为 15.16%，资本结构稳健。

■ **融资渠道畅通。**作为中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）旗下 A 股上市公司，公司拥有股权融资渠道；此外公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2022 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信 266.74 亿元，其中尚未使用额度 235.29 亿元。

关注

■ **原料价格波动。**护面纸作为石膏板重要生产原料，价格受中美贸易摩擦、下游需求等因素影响波动较大，对公司成本控制能力提出一定挑战。

■ **跟踪期内诉讼费用同比大幅减少，但剩余诉讼案件的进展仍需保持关注。**跟踪期内，公司及子公司泰山石膏有限公司（以下简称“泰山石膏”）就美国石膏板诉讼事项发生的各类费用共计 0.21 亿元，同比大幅减少，但中诚信国际仍需对剩余未决诉讼的进展保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，北新集团建材股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**受行业影响，产品价格超预期下行、原料超预期上涨，导致公司经营明显恶化，偿债能力大幅下滑等。

跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 北新 G1	AAA	AAA	2021/10/15	10.00	10.00	2021/10/27~2024/10/27	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2020〕1289号文”批复核准，公司获准向专业投资者公开发行不超过20亿元（含20亿元）的公司债券。北新集团建材股份有限公司公开发行2021年绿色公司债券（面向专业投资者）（第一期）为首期发行，债券简称“21北新G1”，发行规模为10.00亿元，募集资金扣除发行费用后，用于绿色产业领域的业务发展，其中用于绿色产业项目建设、运营的募集资金金额不低于募集资金总额的70%；剩余资金用于公司绿色产业领域的业务发展，包括轻质建材业务板块偿还债务、补充流动资金等。截至2022年3月末，本期绿色公司债券本金已使用完毕。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高新技术制造业投资延续高速增长；政策性因素支撑

较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组

合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

城镇化率的持续提升及人均消费量较大的增长空间使得石膏板行业具有较为广阔的发展前景，原材料护面纸价格的波动系短期内影响行业盈利空间的主要因素，固废零进口政策对废纸价格带来一定影响

我国生产的石膏板主要为石膏板、装饰石膏板及石膏空心条板等，其中石膏板占比较高，约占总产量的80%左右。

我国石膏板主要消费市场集中在商业和公共建筑装饰装修领域，产品广泛应用于工业厂房、酒店、宾馆、体育场馆、写字楼等商业和公共建筑领域的各种建筑物的建造和装修过程中。截至2021年末，我国城镇化率为64.72%，根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016~2030年）》，预计到2030年我国常住人口城镇化率将达到70%，未来城镇化进程的推进将带动国内石膏板需求持续上升。此外，新农村对住宅的功能、设施等要求也在不断提

高，新型建筑行业有望获得广阔的发展空间，进而拉动建筑业对于石膏板的市场需求。

从国内外消费结构对比上看，发达国家石膏板市场以家装消费为主，占全部消费量的比例达80%左右；而国内石膏板市场则以工装消费为主，工装消费和家装消费占比分别为70%和30%。从人均石膏板消费量来看，美国年人均石膏板消费量为10平方米左右，加拿大为7平方米左右，欧洲约为5~7平方米，而我国人均使用量仅为2平方米左右，我国石膏板在使用范围、消费结构和消费水平等方面与发达国家之间仍存在差距。未来随着新型轻质墙体材料的改革、推广以及人们环保意识的增强，石膏板消费在家装市场中占比有望不断扩大，行业需求将继续增长。

护面纸是生产石膏板的专用纸板，约占石膏板生产总成本的40%，其价格波动对行业内企业的经济效益产生直接影响。我国护面纸企业数量不多，但产能过剩；目前护面纸行业呈现寡头垄断格局，前4家企业合计产能占比超过90%，议价能力较强。护面纸主要采用二次纤维（即废纸产生的纸浆）制作，由于美废等进口废纸的质量较好，能够满足护面纸低定量、高强度的要求，使得我国护面纸行业2017年以前主要依赖进口废纸。2017年开始，一系列废纸进口收紧政策出台导致废纸进口数量大幅缩减且价格不断攀升，受此影响，国内纸企纷纷加大国内废纸收购数量，导致国内废纸供应缺口凸显，国废价格快速上涨，此后国废价格持续高位，但随生产淡旺季需求变化，价格有所波动。

2019年以来，国内废纸进口资格的企业和获批进口额度均有所下降，外国废纸进口总量进一步减少，国外供应商对价格上涨预期减弱，外国废纸价格持续下降，12月末美废9#到岸价为125美元/吨。国内受经济下行压力增大，中美贸易争端加剧对用纸需求形成较大冲击，包装企业订单不足，纸业企业库存加大，市场供给增多，江浙沪A级黄板纸价格较上年有所回落，生产淡旺季价格区间为1,940元/吨~2,450元/吨。2020年一季度，受新冠疫情影响，物流中断，工厂停产，下游终端用户的需求断

崖式下降，国内市场需求低迷，国产废纸价格持续走低，4月初江浙沪A级黄板纸市场价为1,900元/吨，随后在市场需求带动下废纸价格逐渐走高，12月末均价为2,320元/吨。

2020年11月，生态环境部、商务部、国家发展改革委、海关总署发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》，自2021年1月1日起，我国将禁止以任何方式进口固体废物。2021年以来，进口废纸数量清零带来的废纸供应缺口，使国内废纸价格高位波动，江浙沪A级黄板纸市场价格在4月初达到全年最低点2,218元/吨，在8月中下旬增至最高点2,568元/吨。目前国内包装企业整体的订单需求仍存在不确定性，纸业企业供给和销售价格仍有波动可能。

图 1：近年来国产废纸价格变动情况（元/吨）



资料来源：Choice 及公开资料，中诚信国际整理

总体来看，城镇化率的持续提升及人均消费量较大的增长空间使得石膏板行业仍具有较为广阔的发展前景，但护面纸在石膏板生产成本中占比较高且近年来价格受中美贸易摩擦、下游需求等影响波动较大，对石膏板企业的盈利能力产生一定影响。

跟踪期内公司产权结构及公司治理均未发生重大变化

跟踪期内，公司产权结构未发生重大变化，截至2022年3月末，公司注册资本为168,950.78万元，其中控股股东中国建材持股比例为37.83%，中国建材集团有限公司（以下简称“中国建材集团”）为公司实际控制人。公司业务范围亦无重大变化。

根据公司披露的《内部控制自我评价报告》和《内部控制审计报告》，跟踪期内，公司已按照企业内部控制规范体系和相关规定的要求在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。资金管理方面，公司实行资金集中管理，对各子公司资金实行集中调配，无需向上归集至中国建材。整体来看，中诚信国际认为，公司已结合行业特征建立了较为完善的内控体系和风险防范机制。

跟踪期内护面纸、煤炭及电力采购价格均有所上涨，公司成本控制压力上升

公司石膏板生产所需主要原材料为工业副产石膏以及护面纸，主要能源为煤炭和电力。2021年原材料和能源占营业成本的比重分别为60.17%和24.84%。

具体来看，石膏板的生产主要采用火电厂的工业副产石膏为原材料。工业副产石膏均为工业废弃物，单位价值较低，但物流成本较高，为降低采购成本，公司采用就近采购原则，一般采购距离控制在100公里以内。近年来，公司与五大电力集团保持了稳固的合作关系，有助于保障工业副产石膏的稳定供应。护面纸采购方面，公司与主要护面纸供应商保持良好的合作关系，供应稳定；2021年受下游需求增加、国内禁止进口废纸等因素影响，公司护面纸采购价格有所上涨。煤炭方面，公司主要通过电子平台招标模式进行采购，提升供应商透明度和采购效率；2021年以来，受供需失衡影响，国内煤炭价格震荡走高，加之电力供应紧缺，根据国家发改委通知，高能耗企业市场交易电价不受上浮限制，导致公司燃料动力成本显著增长，对其成本控造成一定压力。2021年，公司前五大供应商占比为19.92%，同比小幅下降。

表 1：近年来石膏板成本构成情况（亿元、%）

项目	2021		2020		同比增减
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
原材料	52.02	60.17	44.73	63.77	16.31
燃料动力	21.47	24.84	14.35	20.46	49.68

人工成本	5.59	6.46	4.78	6.82	16.83
其他	7.37	8.53	6.28	8.95	17.45

资料来源：公司提供

采购模式方面，公司采取“双线择优”的采购管理模式，落实区域公司经营主体地位的同时，发挥总部集中采购优势，通过竞价采购的方式控制采购成本。结算方面，公司采用货到付款的方式，通过汇款或银行承兑汇票方式与供应商进行结算。同时，根据供应商情况和具体付款方式，大部分原材料的采购会有1~3个月的账期。跟踪期内，公司原材料采购方式未发生较大变化，结算情况正常。

跟踪期内公司石膏板的产能及产量均继续保持增长，并已具备突出的规模优势，未来随着新增产能的布局，公司竞争优势将进一步凸显，但同时也将有一定规模的资本支出

近年来通过收并购及生产线的建设，公司产能逐年提升。截至2021年末，公司石膏板投产、扩建和签约的业务规模合计38.38亿平方米，已形成投放市场的有效产能合计达33.58亿平方米/年，拥有覆盖全国的74个石膏板生产基地，产能规模进一步提升。公司在北方地区和南方地区的生产能力较强，未来在巩固现有竞争优势的同时，将着重西部市场的开发，通过新建生产线等方式，提升产品市场影响力和区域控制水平。

从产量上来看，近年来公司产能利用率约保持在75%以上，处于行业较好水平。得益于新增产能释放，公司石膏板产量逐年增加，2021年随着朔州、宜昌等生产线投入试生产以及公司收并购石膏板制造销售企业，公司石膏板产能和产量分别同比增长18.91%和19.18%。

表 2：近年来公司石膏板产能及产量情况

(亿平方米/年、亿平方米)

表 4：截至 2021 年末公司主要在建工程情况（亿元）

在建项目	新增产能情况	计划总投资	已完成投资	尚需投入
研发中心建设项目（二期）	--	8.46	3.08	5.38
北新建材（朔州）石膏板项目	石膏板 4,000 万平方米及 5,000 吨轻钢龙骨	2.70	1.04	1.66
北新建材（湖南）石膏板项目	石膏板 3,000 万平方米及 5,000 吨轻钢龙骨	1.18	0.60	0.58

产品	2019		2020		2021	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
石膏板	27.52	19.94	28.24	20.33	33.58	24.23

资料来源：公司提供

海外布局方面，2019年以来，公司先后在坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、埃及、泰国和波黑建设或拟建石膏板生产线及配套龙骨生产线等。目前，公司在海外已完成第一阶段亚非欧5个石膏板生产基地布局，继续保持全球最大石膏板产业集团领先地位。海外石膏板产能的增长有助于提高其石膏板产品的海外知名度和国际市场份额。但同时，海外生产线布局也使公司面临一定的国际政治、经济及汇率波动风险，中诚信国际将对海外项目投资进展及未来经营情况保持关注。

表 3：截至 2021 年末公司海外石膏板生产基地布局情况

项目	国家	项目总投资	项目进度
年产 1,500 万平方米石膏板生产线及相应配套设施	坦桑尼亚	1,320 万美元	试生产，尚未产生收益
年产 4,000 万平方米石膏板生产线及配套年产 3,000 吨轻钢龙骨生产线和年产 400 万平方米装饰石膏板生产线	乌兹别克斯坦	5,000.00 万美元	基础工程施工，尚未产生收益
年产 3,500 万平方米石膏板生产线及配套年产 1 万吨轻钢龙骨生产线和年产 600 万平方米石膏板生产线	埃及	2,661.48 万美元	项目前期阶段
年产 4,000 万平方米纸面石膏板生产线、年产 3,000 吨轻钢龙骨生产线、年产 400 万平方米装饰石膏板生产线及其配套设施	泰国	5,500 万美元	项目前期阶段
年产 4,000 万平方米纸面石膏板生产线	波黑	5,000 万欧元	项目前期阶段

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

随着国内外新增产能的持续布局，公司仍将面临一定资本支出压力。截至2021年末公司重要在建项目总投资投资规模为30.34亿元，累计已完成投资8.28亿元，尚需投入22.06亿元。

北新建材（海南）石膏板项目	石膏板 3,000 万平方米	2.39	0.12	2.27
泰山石膏（宜昌）石膏板项目	石膏板 5,000 万平方米	2.32	1.46	0.86
泰山石膏（内蒙古）石膏板项目	石膏板 3,500 万平方米	2.06	0.19	1.87
坦桑尼亚一期石膏板项目	石膏板 1,500 万平方米	0.65	0.55	0.1
北新建材（贺州）石膏板项目	石膏板 3,000 万平方米及 10,000 吨轻钢龙骨	2.88	0.14	2.74
北新建材滨州分公司石膏板项目	石膏板 6,000 万平方米及 10,000 吨轻钢龙骨	3.10	0.26	2.84
泰山石膏（崇左）石膏板项目	石膏板 4,000 万平方米	2.53	0.00	2.53
乌兹别克斯坦石膏板项目	石膏板 4,000 万平方米及 3,000 吨轻钢龙骨	2.06	0.84	1.22
合计	--	30.34	8.28	22.06

注：项目前期 1 年左右，建设周期 1 年~1.5 年；因四舍五入导致尾数差异。

资料来源：公司提供

2021 年公司石膏板销售量价齐升，市场占有率进一步提升，销售区域仍以国内市场为主

“龙牌”和“泰山”是公司旗下两大品牌，分别定位于高端和中高端石膏板市场，在国内市场占有率很高，2021 年公司石膏板产品市场占有率维持在 60% 以上。销售模式方面，公司仍以经销商渠道销售为主，经过多年的市场培育，已建立起稳定的经销商网络及经销渠道，营销网络遍布全国各大城市及发达地区县级市。从销量来看，受益于产能扩大和销售渠道稳步拓展，跟踪期内公司石膏板销售量和销售收入均保持增长。此外，龙骨作为墙体和吊顶结构的受力构件以及连接建筑结构的连接构件，与石膏板配套销售，2021 年龙骨销量和销售收入亦同步增长。销售价格方面，2021 年公司石膏板平均销售价格同比提高 0.36 元/平方米，主要系护面纸采购成本增加联动反映到售价所致。

结算模式方面，公司采用“信用额度+账期”的双重管控模式促进回款，并对各子公司的授信峰值进行动态管理，以季度为频次对峰值进行调整。近年来公司回款情况良好，经营活动净现金流保持高位。

表 5：近年公司石膏板、龙骨销售情况
(亿平方米、亿元、元/平方米)

	2019	2020	2021
石膏板销量	19.66	20.15	23.78
石膏板平均销售价格	5.60	5.43	5.79
石膏板销售收入	110.06	109.42	137.80
龙骨销售收入	15.52	19.64	27.56

注：销售收入为含增值税补贴收入；平均销售价格=销售收入/销量。

资料来源：公司提供

销售区域方面，公司产品销售主要集中于国内，

国内市场销售收入占比维持在 99% 以上，其中北方和南方地区收入占比较高，与公司产能分布情况一致。

表 6：公司产品销售分区域收入占比情况 (%)

	2019	2020	2021
国内：	99.25	99.56	99.48
北方地区	42.27	36.85	37.48
南方地区	36.63	42.42	43.18
西部地区	20.35	20.29	18.82
国外：	0.75	0.44	0.52
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

目前公司海外销售占比较小，未来随着坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、埃及、泰国和波黑生产线建设的推进，海外销售占比将有望提升。客户集中度方面，2021 年公司前五大客户销售占比为 2.72%，集中度很低。

公司进一步加大防水材料业务领域的投资和布局，未来有望成为新的利润增长点；中诚信国际对该领域后续业务整合情况保持关注

除石膏板及龙骨的生产和销售外，公司其他产品还包括龙牌漆、矿棉板和砂浆制品等轻质建材产品，2019~2021 年其他轻质建材产品分别实现收入 5.61 亿元、6.10 亿元和 6.76 亿元，多品类布局有助于提高公司在新型建材领域的影响力和竞争力。

近年来公司加大防水材料业务领域的投资和布局。2019 年和 2020 年，公司先后受让四川蜀羊 70% 的股权、禹王防水等 8 家公司 70% 的股权、金拇指防水 70% 的股权；2021 年 3 月末，公司受让苏州防水院 100% 的股权。跟踪期内，为进行管理整合和开展后续联合重组，公司投资设立全资子公司北

新防水有限公司（以下简称“北新防水”）作为投资和运营防水业务的平台，并将所持有的多家防水企业的股权划转至北新防水名下。2021年以来，公司以5.80亿元收购禹王防水等8家公司剩余30%的股权；北新防水以2.31亿元收购四川蜀羊剩余30%的股权。

此外，跟踪期内，公司以2.15亿元受让上海台安70%股权，以提升公司在上海及华东地区的市场竞争力，进一步完善防水业务布局；北新防水以3,649.57万元受让成都赛特70%股权，强化公司在轨道交通等公共设施领域防水材料市场的竞争力；北新防水以11,324.27万元受让天津澳泰70%股权，强化公司在高分子防水领域的业务竞争优势，填补京津冀地区的布局。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司已收购防水企业情况

企业名称	简称	持股比例
四川蜀羊防水材料有限公司	四川蜀羊	间接 100%
禹王防水建材集团有限公司等 8 家公司	禹王防水等 8 家公司	间接 100%
河南金拇指防水科技股份有限公司	金拇指防水	间接 70%
中建材苏州防水研究院有限公司	苏州防水院	直接 100%
上海台安实业集团有限公司	上海台安	间接 70%
天津滨海澳泰防水材料有限公司	天津澳泰	间接 61.47%
成都赛特防水材料有限责任公司	成都赛特	间接 70%

注：2022年4月，北新防水对天津澳泰增资后持股比例达到70%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内，公司完成防水业务第一阶段整合，实现全国15家产业基地布局。2021年，公司防水建材产品实现收入38.71亿元¹，占营业总收入的比重为18.36%。公司在防水材料业务领域的投资和布局，有助于为公司提供新的利润增长点，并与石膏板主业形成协同支持，中诚信国际将对该领域后续投资并购进展和业务整合情况保持关注。

跟踪期内，美国石膏板诉讼案产生的和解费等相关费用同比大幅减少，或有风险较为可控，中诚信国际将对剩余诉讼案件的进展保持关注

自2009年起，美国多家房屋业主、房屋建筑公

司等针对包括北新建材、下属子公司泰山石膏在内的至少数十家中资、外资石膏板生产商提起多起诉讼（以下简称“美国石膏板诉讼案”），以石膏板存在质量问题为由，要求赔偿其宣称因石膏板质量问题产生的各种损失。

2019年7月31日，公司发布《关于子公司泰山石膏有限公司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的公告》，泰山石膏已与多区合并诉讼案中多数原告达成和解。泰山石膏预计将支付共计2.48亿美元（不包含为未知集体成员刊登集体诉讼通知的费用）的和解数额，并作为预计负债以单一数额一次性反映在泰山石膏2019年财务报表中。和解协议生效后，参与本次和解的集体成员不再拥有对泰山石膏及其他豁免方（包括但不限于北新建材、北新建材集团有限公司、中国建材股份有限公司、中国建材集团有限公司和国务院国有资产监督管理委员会）的被豁免的索赔权。2019年，公司与泰山石膏就上述美国石膏板诉讼事项发生的律师费、差旅费和和解费等共计人民币19.36亿元，对2019年业绩产生较大不利影响。2020年，上述2.48亿美元和解费已全部支付完毕。截至2021年末，公司与泰山石膏就本诉讼案累计发生的律师费、差旅费、判决金额、和解费等各项费用共计人民币27.32亿元。

在多区合并诉讼案的集体和解中，共有90户原告选择了退出和解，截至公司2021年年报披露日，21户原告的诉讼已经终结，剩余69户原告的诉讼仍在继续进行。除上述多区合并诉讼案外，亦有建筑商和供应商提起了诉讼，其中Mitchell案等已达成和解并支付了和解款项，其他案件仍在进行。对于该等案件，北新建材和泰山石膏难以准确预测任何将来可能的判决结果，目前尚无法准确预估该案件可能对北新建材和泰山石膏造成的经济损失以及对公司利润的影响。中诚信国际将对该案件可能对公司造成的经济损失及影响保持关注。

¹ 防水收入中未包括上海台安2021年1~4月收入、天津澳泰2021全年收入、成都赛特2021全年收入。

财务分析

以下分析基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年~2021 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

跟踪期内公司营业总收入同比增加，营业毛利率有所下降，但盈利能力整体很强；石膏板销量增长带动公司利润总额进一步提升

公司收入主要来源于石膏板、龙骨、防水建材等建材产品的销售，2021 年石膏板及龙骨产品合计收入占营业总收入的比重为 78.42%，是最主要的收入来源。跟踪期内，公司营业总收入同比增长 25.15%，其中防水建材销售收入 37.73 亿元，亦呈增长态势。2022 年一季度，公司实现营业总收入 46.10 亿元，同比增长 10.47%。

表 8：公司主要板块收入结构（亿元）

收入	2019	2020	2021
石膏板	110.06	109.42	137.80
龙骨	15.52	19.64	27.56
防水建材	2.05	32.82	37.73
其他	5.61	6.15	7.77
合计	133.23	168.03	210.86

资料来源：公司提供

营业毛利率方面，2021 年公司营业毛利率整体有所下降，其中，石膏板毛利率增长主要是石膏板销售价格上涨所致；但受钢材价格涨幅较大影响，龙骨毛利率下降明显；防水建材业务受原材料沥青、聚酯等价格上涨幅度较大影响，毛利率亦大幅下降。2022 年一季度，原材料价格继续上行，公司营业毛利率为 28.39%，较上年同期下降 2.46 个百分点。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

	2019	2020	2021
石膏板	33.70	35.90	37.26
龙骨	23.78	24.68	18.43
防水建材	26.79	34.13	23.63
营业毛利率	31.86	33.68	31.83

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成。因产品销售存在运输半径，公司在全国区域新建生产线，管理人员的工资薪酬和折旧摊销支出较多，使得管理费用是公司主要的费用支出，且随着业务规模扩大和研发投入增加而逐年提升。公司销售渠道稳定，近年销售费用支出相对稳定，2021 年公司销售费用增长 33.33% 主要是由于主产品销量增加，人工成本相应增长以及加大广告宣传力度，广告宣传费增加所致。总体而言，公司期间费用占营业总收入比重整体适中，期间费用管控较好。2022 年一季度，公司期间费用率为 14.89%。

利润总额方面，经营性业务利润是公司利润总额的主要组成。2021 年，随着业务规模的扩大，公司利润总额增至 37.94 亿元。总体上，公司盈利能力很强，除 2019 年受美国石膏板事项和解费大额支出影响外，其余年度 EBITDA 利润率和净资产收益率均保持很高水平。2022 年一季度，公司实现利润总额 5.93 亿元，同比增长 0.82%。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	3.77	5.86	7.82	1.98
管理费用	10.78	15.28	18.94	4.64
财务费用	0.26	0.75	0.83	0.24
期间费用合计	14.81	21.90	27.59	6.87
期间费用率	11.12	13.03	13.09	14.89
经营性业务利润	26.59	33.34	37.88	5.75
资产减值损失	0.17	0.40	0.18	0.00
投资收益	0.64	0.28	-0.03	0.11
营业外损益	-20.41	0.38	0.25	0.10
利润总额	6.57	33.41	37.94	5.93
EBITDA 利润率	9.17	24.09	21.96	--
净资产收益率	3.15	18.90	19.21	11.30

注：中诚信分析时管理费用包括研发费用，资产减值损失包括信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年受合并防水材料企业以及业务规模扩大影响，公司总资产和负债规模均明显增长；公司债务规模亦有所增加，但财务杠杆仍维持在较低水平

2021 年随着业务规模扩大，公司资产规模保持增长，其中非流动资产占总资产的比重下降至

65.48%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程及无形资产等构成。固定资产主要为房屋和机器设备等，受生产线建设完工转固等影响固定资产呈增长态势。无形资产主要包括土地使用权、专利权和商标使用权，2021年末账面价值有所增长。公司流动资产主要由存货、应收账款和交易性金融资产等构成，跟踪期内，应收账款占流动资产的比重下降 7.76 个百分点至 20.37%，存货和交易性金融资产占流动资产的比重分别增至 28.69% 和 28.72%。存货主要由原材料和库存商品构成，为保证经营需求，2021 年末规模进一步增加。交易性金融资产主要为公司理财投资，2021 年末同比增长 61.97% 主要是公司购买结构性存款增加所致。此外，公司石膏板业务货款回收较为及时，历年应收账款规模较小，2019 年起因公司开展防水建材业务导致应收账款维持在较大规模；截至 2021 年末，公司应收账款 18.69 亿元，账龄以 1 年以内为主，按组合计提坏账 1.88 亿元，计提比例为 9.12%；前五大欠款方合计金额占比为 12.89%，客户集中度较低。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	6.23	5.90	5.72	8.15
应收账款	12.61	19.29	18.69	33.17
存货	16.12	17.46	26.32	25.92
交易性金融资产	13.39	16.17	26.35	16.98
流动资产	63.35	68.56	91.74	98.74
固定资产	90.55	108.30	118.41	118.87
在建工程	29.24	19.30	17.14	18.20
无形资产	20.34	21.45	23.10	23.48
非流动资产	151.29	160.60	174.00	174.18
资产总计	214.64	229.15	265.74	272.91

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，公司负债主要由应付原材料供应商的货款和短期借款构成。2021 年以来因业务规模扩大以及防水企业股权收购等资金需求增加，公司新增银行借款使期末短期借款同比大幅增长，同时“21 北新 G1”公司债券的发行亦导致公司债务规模扩大。截至 2021 年末，公司总债务 34.13 亿元，其中短期债务 22.22 元，债务结构有待优化。

所有者权益方面，受益于经营累积，未分配利润持续增加带动公司所有者权益规模不断扩大。根

据公司 2021 年利润分配预案，当期末母公司可供分配利润为 24.54 亿元，公司预计现金分红 11.07 亿元，分红比例 45.11%，分红政策稳健。截至 2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率仍处于较低水平，分别为 26.52% 和 15.16%。

表 12：近年来公司主要负债和资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	15.80	13.29	20.65	20.41
应付账款	14.76	15.56	17.16	17.70
其他应付款	21.17	5.28	5.75	7.28
长期借款	2.36	1.20	1.79	2.09
应付债券	--	--	10.00	10.00
负债合计	69.21	54.61	70.48	73.21
总债务	22.99	21.39	34.89	36.14
短期债务	20.28	20.03	22.98	23.93
未分配利润	85.11	110.99	134.62	140.22
所有者权益合计	145.42	174.55	195.26	199.70
资产负债率	32.25	23.83	26.52	26.83
总资本化比率	13.65	10.92	15.16	15.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司经营活动净现金流大幅增长，但投资活动资金缺口亦显著增加；偿债能力相关指标总体表现较好

经营活动方面，受益于公司产品销量较好，议价能力较强，收现能力较好，以及较 2020 年相比无需支付美国石膏板案和解费，2021 年公司经营活动净现金流同比增长 108.32%。2022 年一季度，由于建材企业处于经营淡季，且销售商品收到的现金较上年同期减少，公司当期经营活动现金净流出 4.12 亿元。

投资活动方面，近三年公司投资活动现金流持续呈净流出态势。2021 年由于公司购买理财产品收回本金净额同比减少、为取得防水企业等子公司支付的股权款和预付股权款、生产规模扩张，以及在建项目支出增加，公司投资活动现金净流出规模大幅增至 31.51 亿元。2022 年一季度，公司收回银行理财产品本金净额较上年同期增加，加之在建项目支出、预付股权款较上年减少，当期投资活动净现金流为 6.38 亿元，同比大幅增长。

筹资活动方面，公司获现能力较强，可以满足

部分投资需求，外部融资需求不大，近年来筹资活动均呈净流出态势。跟踪期内，公司增加银行贷款规模以及发行公司债券，使筹资活动现金流入增加，但同时公司向全体股东分配利润 9.29 亿元，较上年增加 7.90 亿元，加之收购少数股权支付的股权款增加，当期筹资活动净现金流维持净流出态势。2022 年 1~3 月，公司取得借款净额较上年同期减少，导致当期筹资活动现金流量净额同比下降 89.45%。

公司债务规模整体较小，得益于公司很强的盈利获现能力，跟踪期内公司经营活动净现金流对债务利息支出的覆盖能力增强，EBITDA 对债务本息的保障能力亦保持在较好水平。此外，截至 2021 年末，公司未受限货币资金 5.37 亿元，另有计入交易性金融资产的结构存款 26.35 亿元，可对短期债务的偿还提供一定保障。总的来看，公司偿债能力相关指标总体表现良好。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	19.85	18.39	38.31	-4.12
投资活动净现金流	-14.36	-10.65	-31.51	6.38
筹资活动净现金流	-4.52	-7.84	-7.11	0.13
经营活动净现金流/利息支出	34.67	13.57	34.77	--
货币资金/短期债务	0.31	0.29	0.25	0.34
经营活动净现金流/短期债务	0.98	0.92	1.67	-0.69*
总债务/EBITDA	1.88	0.53	0.75	--
EBITDA 利息保障倍数	21.34	29.88	42.02	--

注：加*数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司财务弹性良好，受限资产比重较小，无对外担保，或有风险可控

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2022 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信 266.74 亿元，其中尚未使用额度 235.29 亿元。同时，作为中国建材旗下的 A 股上市公司，公司拥有股权融资渠道。

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值为 0.46 亿元，受限比例较低，其中受限货币资金 0.35 亿元，

主要是保证金受限；受限固定资产 0.08 亿元，受限无形资产 0.02 亿元，主要用于抵押筹集流动资金。

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司向合营企业天津灯塔涂料工业发展有限公司提供担保，余额为 1,960 万元。同期末，美国石膏板诉讼案的部分原告仍在诉讼进行中，中诚信国际将对后续的诉讼进展及对公司的影响保持关注。除此以外，公司无影响正常生产经营活动和偿债能力的重大未决诉讼情况。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019 年~2022 年 4 月 18 日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

股东背景实力雄厚，公司在其体系内地位较为重要，可以获得一定支持

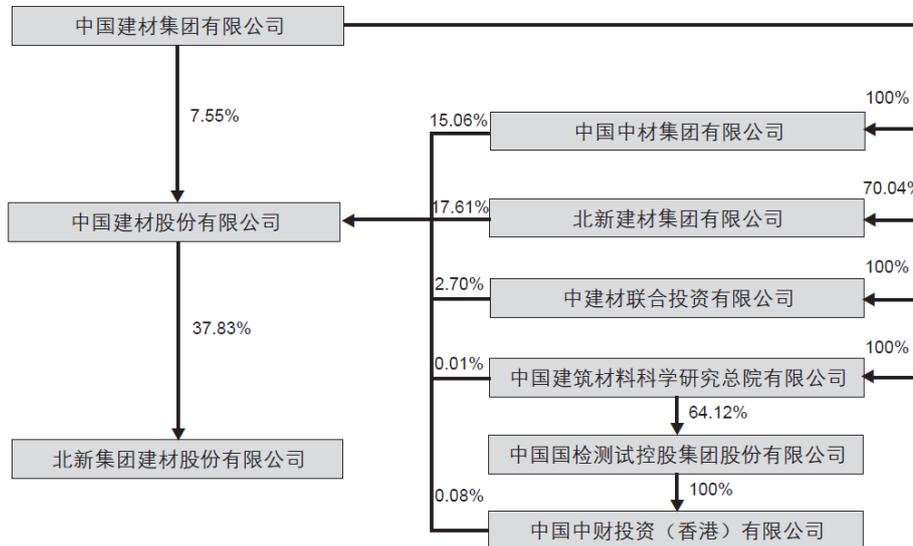
公司控股股东中国建材是世界领先的建材生产企业，是全球最大的水泥生产商、商品混凝土生产商、石膏板生产商、玻璃纤维生产商，全球最大的水泥工程服务供货商，全球领先的玻璃工程服务供货商，中国最大的风机叶片生产商，行业龙头地位稳固，市场竞争力及抗风险能力极强，能够为下属公司提供强有力的外部支持。

同时，公司连续多次入选“亚洲品牌 500 强”，位居亚洲品牌建材行业前三强。公司石膏板产能规模位居世界第一位。公司旗下两大品牌“龙牌”和“泰山”分别定位于高端和中高端石膏板市场，在国内市场占有率较高。公司在中国建材体系内地位较为重要，可以在品牌、资源等方面获得一定的股东支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持北新集团建材股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 北新 G1”的债项信用等级为 **AAA**。

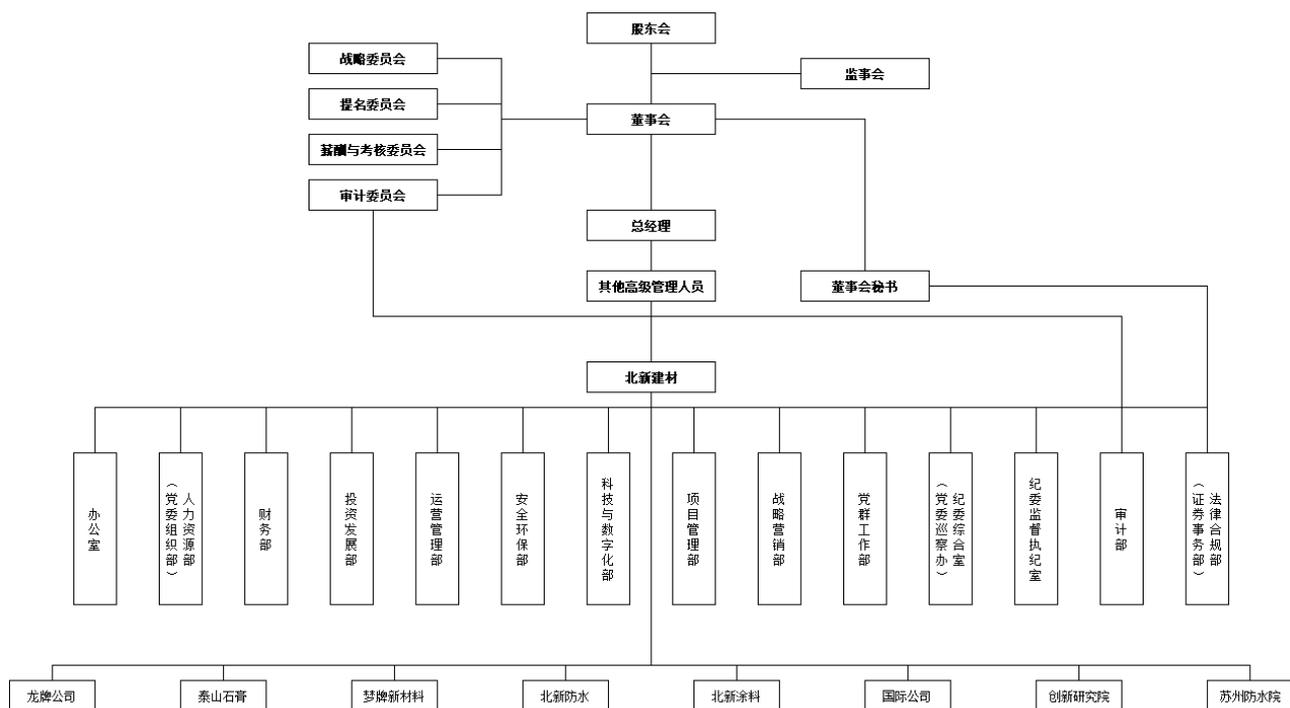
附一：北新集团建材股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



主要子公司情况（万元、%）

公司名称	实收资本	持股比例
泰山石膏有限公司	15,562.50	100
北新涂料有限公司	25,000.00	100
北新防水有限公司	200,000.00	100
中建材创新科技研究院有限公司	50,000.00	100

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理



资料来源：公司提供

附二：北新集团建材股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	62,307.65	59,018.94	57,223.30	81,514.51
应收账款净额	126,083.77	192,911.34	186,873.09	331,694.10
其他应收款	15,525.02	12,141.36	11,834.82	19,648.38
存货净额	161,238.79	174,624.43	263,239.70	259,190.31
长期投资	35,436.68	33,777.55	39,131.57	42,187.40
固定资产	905,532.67	1,082,996.84	1,184,112.09	1,188,717.36
在建工程	292,379.54	192,981.62	171,408.31	181,975.00
无形资产	203,441.91	214,521.75	230,960.32	234,835.23
总资产	2,146,359.23	2,291,521.71	2,657,387.27	2,729,104.44
其他应付款	211,675.28	52,846.35	57,526.33	72,776.65
短期债务	202,847.30	200,300.68	229,767.26	239,290.87
长期债务	27,064.57	13,580.14	119,091.25	120,900.00
总债务	229,911.87	213,880.82	348,858.51	361,359.84
净债务	167,604.22	154,861.89	291,635.21	279,845.33
总负债	692,109.67	546,055.06	704,788.59	732,115.15
费用化利息支出	3,007.93	9,393.62	9,654.73	--
资本化利息支出	2,717.73	4,153.80	1,362.80	--
所有者权益合计	1,454,249.55	1,745,466.65	1,952,598.67	1,996,989.29
营业总收入	1,332,301.20	1,680,262.80	2,108,569.11	460,985.37
经营性业务利润	265,886.64	333,445.66	378,846.87	57,457.93
投资收益	6,431.93	2,796.36	-324.54	1,114.46
净利润	45,659.17	302,401.70	355,190.31	55,776.70
EBIT	68,669.17	343,521.61	389,073.28	--
EBITDA	122,179.73	404,818.32	462,960.84	--
经营活动产生现金净流量	198,499.25	183,858.70	383,091.47	-41,173.08
投资活动产生现金净流量	-143,630.17	-106,549.72	-315,053.41	63,829.42
筹资活动产生现金净流量	-45,221.27	-78,367.68	-71,119.41	1,282.55
资本支出	211,234.29	136,684.13	162,792.70	33,462.53
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	31.86	33.68	31.83	28.39
期间费用率(%)	11.12	13.03	13.09	14.89
EBITDA 利润率(%)	9.17	24.09	21.96	--
总资产收益率(%)	3.49	15.48	15.72	--
净资产收益率(%)	3.15	18.90	19.21	11.30*
流动比率(X)	1.02	1.40	1.69	1.75
速动比率(X)	0.76	1.05	1.21	1.29
存货周转率(X)	6.28	6.64	6.57	5.05*
应收账款周转率(X)	19.88	10.53	11.10	7.11*
资产负债率(%)	32.25	23.83	26.52	26.83
总资本化比率(%)	13.65	10.92	15.16	15.32
短期债务/总债务(%)	88.23	93.65	65.86	66.22
经营活动净现金流/总债务(X)	0.86	0.86	1.10	-0.46*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.98	0.92	1.67	-0.69*
经营活动净现金流/利息支出(X)	34.67	13.57	34.77	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	49.98	72.46	78.90	--
总债务/EBITDA(X)	1.88	0.53	0.75	--
EBITDA/短期债务(X)	0.6	2.02	2.01	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	21.34	29.88	42.02	--
EBIT 利息保障倍数(X)	11.99	25.36	35.31	--

注：1、2022年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他非流动负债科目和长期应付款科目的有息债务调整至长期债务，将其他流动负债科目和其他应付款科目的有息债务调整至短期债务；3、中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，信用资产损失计入资产减值损失；4、表中“*”数据经过年化处理；5、由于相关财务数据缺失，部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=营业周期-应付账款平均净额×360天/采购成本 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象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	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。