

北新集团建材股份有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 05 月 21 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，中诚信国际与评级对象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评级对象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。

■ 本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、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，不存在因评级对象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，有效期为一年。主体评级有效期内，中诚信国际将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、暂停或中止评级对象的主体等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0298 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：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十一日

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。中诚信国际肯定了公司产能布局进一步完善，规模优势明显；品牌知名度较高，市场占有率进一步扩大；资本结构仍较为稳健以及融资渠道畅通等优势为其发展提供的有力支撑。但同时中诚信国际也关注到公司原料价格较为波动、面临一定的资本支出压力以及诉讼费用对利润造成较大侵蚀等因素对其经营及整体信用状况的影响。

概况数据

北新建材（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	161.11	179.08	214.64	214.87
所有者权益合计（亿元）	124.96	144.39	145.42	145.77
总负债（亿元）	36.15	34.69	69.21	69.10
总债务（亿元）	18.38	14.82	22.99	38.39
营业总收入（亿元）	111.64	125.65	133.23	20.80
净利润（亿元）	23.55	24.81	4.57	0.34
EBIT（亿元）	27.87	28.55	6.87	0.77
EBITDA（亿元）	32.31	33.33	12.22	--
经营活动净现金流（亿元）	26.54	27.83	19.85	-18.09
营业毛利率(%)	37.23	35.32	31.86	25.86
总资产收益率(%)	18.30	16.79	3.49	1.44*
资产负债率(%)	22.44	19.37	32.25	32.16
总资本化比率(%)	12.82	9.31	13.65	20.84
总债务/EBITDA(X)	0.57	0.44	1.88	--
EBITDA 利息倍数(X)	30.24	63.81	21.34	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、季报中折旧、摊销、利息支出财务数据未提供，故相关数据指标计算失效；3、带*的季报指标经过年化处理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY_2019_02)

北新集团建材股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	21.55	10
	总资产收益率(%)*	12.86	10
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	13.40	10
	总债务/EBITDA(X)*	0.95	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	38.57	10
	(CFO-股利)/总债务(%)*	104.46	10
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	133.23	8
	业务多样性	7	7
运营实力 (20%)	资源禀赋	8	8
	资源控制力	8	8
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用近三年平均值

正面

■ **产能布局进一步完善，规模优势明显。**通过新建和收购生产线等方式，跟踪期内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 2019 年末石膏板总产能达 27.52 亿平方米/年，规模优势明显。

■ **品牌知名度较高，市场占有率进一步扩大。**公司“龙牌”和“泰山”牌石膏板有较高市场知名度；2019 年公司继续深耕市场，市场占有率增至 60%，公司营销网络基本实现全国布局。

■ **资本结构仍较为稳健。**2019 年公司仍保持了较低的杠杆及负债水平，截至 2019 年末公司总债务为 22.99 亿元，所有者权益合计为 145.42 亿元，总资本化比率为 13.65%，资本结构稳健。

■ **融资渠道保持畅通。**作为中国建材股份有限公司旗下 A 股上市公司，公司股权融资渠道畅通；此外公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司尚未使用授信额度 109.10 亿元，备用流动性充足。

关注

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

■ **面临一定的资本支出压力。**截至 2019 年末，公司在建及拟建项目计划总投资 29.33 亿元，尚需投入 16.41 亿元，未来仍面临一定的资本支出压力。

■ **诉讼费用对利润造成较大侵蚀。**2019 年就美国石膏板诉讼事项，公司及子公司泰山石膏有限公司发生律师费、差旅费、和解费等共计 19.36 亿元，对公司 2019 年利润造成较大侵蚀。截至 2019 年末，公司和泰山石膏有限公司就本诉讼案件累计发生的各类费用共计 26.80 亿元。同时，中诚信国际将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、原燃料超预期上涨，导致公司经营明显恶化，偿债能力大幅下滑等。

评级历史关键信息

北新集团建材股份有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	--	2019/10/22	杨韵、刘慧敏、王钰莹	中诚信国际通用行业评级方法与模型 (TY_2019_02)	阅读全文	
AAA/稳定	--	2018/12/29	杨韵、刘慧敏	中诚信国际通用行业评级方法与模型 (TY_2016_01)	阅读全文	

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2019年部分建材企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	总资本化比率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净资产收益率 (%)	经营活动净现金流 (亿元)
中国巨石	336.04	47.40	104.93	21.13	13.79	27.69
北新建材	214.64	13.40	133.23	4.57	3.15	19.85

注：“中国巨石”为“中国巨石股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速

释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫

情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

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仍具有较为广阔的发展前景，石膏板生产重要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，同时新冠肺炎疫情亦将在短期内对石膏板下游需求产生不利影响

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。2019 年，全国房地产开发投资完成额为 132,194 亿元，同比增长 9.9%；全国房屋竣工面积为 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，同比增速提高 10.4 个百分点。同时，近年来存量房地产市场稳步发展，对石膏板需求将提供较好保障。截至 2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016~2030 年）》，预计到 2020 年我国常住人口城镇化率将达到 60%，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，新农村建设对住宅的功能、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加大，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。我国护面纸企业总产能较小；随着国家纸质环保要求持续加严，产能上升规模有限，市场供给有限；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。

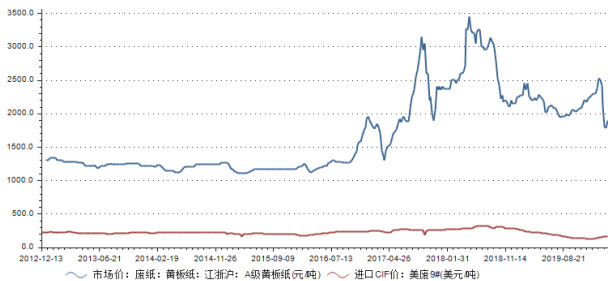
2017 年开始，一系列废纸进口收紧政策出台导致废纸进口数量大幅缩减且价格不断攀升，2018 年 12 月末，以美废 9# 为例，到岸价为 280.00 美元/吨，达到近年来历史高位。受此影响，国内纸企纷纷加大国内废纸收购数量，导致国内废纸供应缺口凸显，国内废纸价格快速上涨，以江浙沪 A 级黄板纸为例，2017 年 9 月末，市场价格上涨至 3,150 元/吨；2018 年，国内废纸价格持续高位，但随生产淡季需求变化，价格有所波动，江浙沪 A 级黄板纸全年价格波动区间为 2,400 元/吨~3,250 元/吨。

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，生产淡季价格区间为 1,940 元/吨~2,450 元/吨。

2020 年一季度，受新型冠状病毒肺炎影响，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，

2020年4月8日,江浙沪A级黄板纸市场价为1,900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:近年来国产和进口废纸价格情况



资料来源:Choice,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,但短期内新冠肺炎疫情将对石膏板下游需求产生不利影响。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。

2019年以来,公司护面纸采购价格有所回落;煤炭价格受国内供给侧改革影响持续保持高位

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。2019年原材料和能源分别占营业成本的比重为62.28%和21.29%。

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;2019年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,公司护面纸采购价格小幅下降。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。受国内供给侧改革影响,煤炭价格

持续保持高位,对其成本控制造成一定压力。2019年,公司前五大供应商占比为26.42%,同比小幅下降。

表1:2019年石膏板成本构成情况(亿元、%)

项目	2019		2018		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	45.44	62.28	44.67	65.15	1.73
燃料动力	15.53	21.29	14.04	20.47	10.65
人工成本	5.61	7.69	4.82	7.03	16.44
其他	6.38	8.74	5.04	7.35	26.69

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,在总部设立采购商务部,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,大部分原材料会有1~3个月的账期。

跟踪期内公司石膏板的产能及产量均继续保持增长,已具备突出的规模优势,未来随着新增产能的持续布局,公司仍将面临一定资本支出压力

近年来通过收并购及生产线的建设,公司生产能力逐年提升。2019年因天津、昆明、井冈山、承德、亳州等生产线投产运行以及并购北新建材(西藏)有限公司,公司产能规模进一步提升。截至2019年末,公司具备石膏板生产线84条,平均单线产能为3,000~5,000万平方米,合计产能已达27.52亿平方米/年;其中北方地区、南方地区和西部地区占公司合计生产能力的比例分别为42.59%、36.91%和20.50%,生产基地布局日益完善。未来在巩固现有竞争优势的同时,公司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%,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,2019年石膏板产量和销

量同比分别增长 5.89%和 5.19%。

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)

产品	2017		2018		2019	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
石膏板	21.82	18.26	24.70	18.83	27.52	19.94

资料来源：公司提供

2019 年为进一步强化和巩固核心业务，公司制定全球石膏板产业布局发展规划，计划将石膏板全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右，配套进行 50 万吨龙骨产能布局。国内建设方面，公司将新增年产 40 万吨护面生产线来进一步解决原料需求，投产后护面纸自给率将由 35%增至 60%；新增年产石膏板 18,000 万平方米及轻钢龙骨 10,000 吨的生产线来扩大产能；此外公司加大研发投入，新建研发中心二期基地。

海外布局方面，2018 年公司在坦桑尼亚合资设立北新建材工业（坦桑尼亚）有限公司，2019 年拟在坦桑尼亚新建一条年产 1,500 万平方米的石膏板生产线及相应配套设施，新建生产线计划总投资 1,320 万美元，已于 2019 年 10 月开工建设，计划

2021 年 6 月投产。根据公司 2019 年 8 月 16 日公告，公司拟在乌兹别克斯坦设立全资子公司并建设年产 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项目，目前尚处于项目前期阶段，投资计划尚不确定。根据公司 2019 年 12 月 20 日公告，子公司泰山石膏有限公司（以下简称“泰山石膏”）决定在埃及投资设立境外子公司并建设年产 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，目前尚处于项目前期阶段。公司海外石膏板产能的扩张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。

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 2019 年末公司主要在建项目总投资规模为 29.33 亿元，累计已完成投资 12.92 亿元，尚需投入 16.41 亿元，公司未来仍将面临一定的资本支出压力。

表3：截至 2019 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	未来投资计划		
				2020	2021	2022
泰山石膏护面纸项目	40 万吨护面纸	13.56	9.88	2.00	1.00	0.68
研发中心建设项目（二期）	-	8.46	2.00	2.00	2.00	2.46
泰山石膏（宜昌）石膏板项目	石膏板 5,000 万平方米	1.46	0.08	0.50	0.50	0.38
北新建材（朔州）石膏板项目	石膏板 3,000 万平方米及 5,000 吨轻钢龙骨	1.39	0.04	0.60	0.40	0.35
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	0.24	0.60	0.30	0.04
泰山石膏（忻州）石膏板项目	石膏板 3,500 万平方米	1.17	0.60	0.40	0.10	0.07
坦桑尼亚一期石膏板项目	石膏板 1,500 万平方米	0.65	0.07	0.45	0.10	0.03
泰山石膏（内蒙古）石膏板项目	石膏板 3,500 万平方米	1.45	0.01	0.50	0.50	0.44
合计	-	29.33	12.92	7.05	4.90	4.45

注：未来投资金额为暂估数据；项目前期 1 年左右，建设周期 1 年~1.5 年。

资料来源：公司提供

2019 年公司石膏板销量和销售收入仍保持增长，市场占有率进一步提升并处于较高水平，当年销售价格有所回落，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，在国内市场占有率较高，2019 年公司继续深耕市场，产品市场占

有率扩大至 60%。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，已建立起比较稳定的经销商网络及经销渠道，营销网络覆盖全国。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持续上升。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，

销售收入同步保持增长。销售价格方面，2019 年较上年有所回落，主要系护面纸采购成本下降联动反应到售价所致。

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4：近年公司石膏板、龙骨销售情况
(亿平方米、亿元、元/平方米)

	2017	2018	2019
石膏板销量	18.21	18.69	19.66
石膏板销售收入	98.83	109.33	110.06
石膏板平均销售价格	5.43	5.85	5.60
龙骨销售收入	8.91	11.30	15.52

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5：公司产品销售分区域收入占比情况 (%)

	2017	2018	2019
国内：	99.27	99.16	99.25
北方地区	44.91	43.83	42.27
南方地区	35.51	36.52	36.63
西部地区	18.85	18.81	20.35
国外：	0.73	0.84	0.75
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、乌兹别克斯坦和埃及生产线建设的推进，海外销售占比将有望提升。客户集中度方面，2019 年公司前五大客户销售占比为 2.36%，集中度很低。

2019 年公司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；中诚信国际将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 年其他轻质建材产品实现收入 5.61 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。

2019 年公司加大防水材料业务领域的投资和布局。其中 2019 年 8 月 26 日，公司以 3.47 亿元受让四川蜀羊防水材料有限公司（以下简称“四川蜀羊”）70%的股权，布局防水材料业务领域。四川蜀羊拥有四川成都、四川眉山、陕西咸阳和江西九江四个产业基地，包含 12 条防水卷材生产线和 3 条涂料生产线，设计产能达 8,900 万平方米防水卷材和 4 万吨防水涂料。四川蜀羊 2018 年末资产及负债总额分别为 5.61 亿元和 2.89 亿元，2018 年实现收入 6.11 亿元，利润 0.69 亿元。2019 年 10 月末，四川蜀羊纳入合并报表范围，购买日新增公司净资产 3.92 亿元，2019 年实现并表收入 2.05 亿元，并表利润 0.10 亿元。

2019 年 10 月末，公司以 7.69 亿元价格受让禹王防水建材集团有限公司等 8 家公司（以下简称“禹王防水”）70%的股权，除辽禹工程和禹王化纤外，其余 6 家公司于 2019 年 12 月末纳入合并报表范围。禹王防水相关品牌源于 1985 年设立的盘锦禹王，后通过投资新设发展形成目前的禹王防水系列企业，拥有辽宁盘锦、安徽滁州、广东清远、湖北仙桃、四川眉山等 5 个防水材料生产基地。已并表的 6 家公司 2018 年末合计总资产 7.69 亿元，负债 3.80 亿元，2018 年营业收入 6.21 亿元，净利润为 0.79 亿元。购买日新增公司净资产 6.49 亿元。

2019 年 10 月末，公司以 2.73 亿元受让河南金拇指防水科技股份有限公司（以下简称“金拇指防水”）70%股权，2019 年 12 月末纳入合并报表范围。金拇指防水主营防水建筑材料、建筑材料和保温材料的生产销售。2018 年末金拇指防水总资产 6.29 亿元，负债 2.94 亿元；2018 年营业收入 5.77 亿元，净利润 0.59 亿元。购买日新增公司净资产 3.59 亿元。

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。

2019 年公司承担美国石膏板诉讼案和解等相关费用合计 19.36 亿元，对业绩产生较大不利影响。截至 2020 年 3 月末，上述费用已全部支付完毕，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、差旅费和解费等共计人民币 19.36 亿元；截至 2019 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 26.80 亿元，对 2019 年业绩产生较大不利影响。截至 2020 年 3 月末，上述 2.48 亿美元和解费已全部支付完毕。

在多区合并诉讼案中的选择退出所有已达成和解的原告对北新建材和泰山石膏的诉讼将继续进行。另外 Mitchell 案等诉讼也正在进行。北新建材和泰山石膏已聘请律师进行应诉。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。

财务分析

以下分析基于公司提供的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 2017 年~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

表6：2019 年公司合并范围的变更情况（%）

公司名称	时间	持股比例	方式
北新建材(西藏)有限公司	2019.9.30	70.00	购买
四川蜀羊防水材料有限公司	2019.10.31	70.00	购买
堡密特建筑材料(苏州)有限公司	2019.11.30	80.00	购买
河南金拇指防水科技有限公司	2019.12.31	70.00	购买
北新禹王资产组	2019.12.31	70.00	购买
南京润金投资有限公司	2019.12.31	100.00	购买
北新建材(朔州)有限公司	2019	100.00	新设
泰山石膏(内蒙古)有限公司	2019	100.00	新设
北新建材中亚外资产有限公司	2019	100.00	新设
泰山石膏(衡水)有限公司	2019	100.00	注销

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019 年受石膏板售价下降和运费核算科目调整双重影响，公司营业毛利率有所下降；同时受美国石膏板诉讼事项影响，利润总额大幅下滑

公司收入主要来源于石膏板、龙骨等建材产品的销售，近年来石膏板及龙骨产品合计收入占营业收入的比重基本保持在 90%以上，是最主要的收入来源。2020 年一季度，受疫情影响，建材市场需求恢复较慢，当期实现营业收入 20.80 亿元，较上年同比下降 14.29%。

表7：近年来公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
石膏板	98.83	109.33	110.06
龙骨	8.91	11.30	15.52
其他	3.90	5.01	5.61
防水建材	0	0	2.05

合计	111.64	125.65	133.23
占比	2017	2018	2019
石膏板	88.53	87.01	82.61
龙骨	7.98	9.00	11.65
其他	3.49	3.99	4.20
防水建材	0	0	1.54
合计	100	100	100

注：其他业务主要为除石膏板和龙骨之外的轻质建材销售业务。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

营业毛利率方面，公司营业毛利率受石膏板影响较大，且呈下降趋势。2019年公司石膏板售价下调；且下属子公司泰山石膏部分商品由客户自提改为配送，新增较多运费支出，根据新收入准则要求，公司将该运费计入营业成本，使得公司毛利率有所下降，但整体仍处于行业较好水平。2020年一季度，受疫情影响建材市场需求恢复较慢，收入规模较小，营业毛利率较低，为25.86%。

表8：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2017	2018	2019
石膏板	39.04	37.29	33.70
龙骨	26.00	21.64	23.78
营业毛利率	37.23	35.32	31.86

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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机器设备的折旧摊销支出较多，使得管理费用一直是公司最主要的费用支出，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，整体支出规模较上年持平。总体而言，公司期间费用占营业总收入比重整体适中，费用率可控。2020年一季度受疫情影响收入规模较小，期间费用率较大幅度增长。

利润总额方面，公司经营性业务利润是利润总额的主要组成。2019年受毛利下滑和期间费用上涨影响，经营性业务利润小幅下滑。此外，2019年公司因美国石膏板诉讼事项产生的和解费、律师费等，增加营业外支出19.36亿元，对利润总额造成较大侵蚀。总体上，公司盈利能力较强，EBITDA利

¹ 防水材料企业统指2019年公司收购的四川蜀羊、禹王防水和金拇指防水等企业。

润率和净资产收益率近年均保持较高水平，但2019年因受美国石膏板事项和解费大额支出影响，出现较大下滑。2020年一季度，受疫情影响建材市场需求恢复较慢，公司盈利能力较弱，利润总额较上年同期下降89.30%。

表9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	3.44	3.80	3.77	1.07
管理费用	7.74	9.53	10.78	3.33
财务费用	0.94	0.36	0.26	0.29
期间费用合计	12.12	13.70	14.81	4.69
期间费用率	10.86	10.90	11.12	22.57
经营性业务利润	28.48	29.49	26.59	0.39
资产减值损失	0.26	0.05	0.17	0.00
公允价值变动收益	-0.06	0.03	-0.10	-0.01
投资收益	0.49	0.83	0.64	0.07
营业外损益	-0.52	-2.15	-20.41	-0.05
利润总额	26.89	28.15	6.57	0.40
EBITDA 利润率	28.94	26.53	9.17	--
净资产收益率	20.51	18.42	3.15	0.92

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

2019年受合并防水材料企业¹与美国石膏板诉讼事项影响，公司资产负债规模均明显增长；公司债务规模较小，杠杆水平维持在较低水平

2019年公司通过联合重组收购较多防水材料企业，资产规模有所增长。近年来公司非流动资产占总资产的比重均高于65%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程及无形资产构成。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呈现增长态势。无形资产主要包括土地使用权、专利权和商标使用权，2019年随着防水材料企业收购，账面价值有所增加。公司流动资产主要由存货和交易性金融资产构成。存货主要由原材料和库存商品构成，为保证经营需求，公司保持一定规模，2020年一季度受建材市场需求恢复较慢影响，账面规模进一步上升。交易性金融资产主要为公司理财投资，近年随着资金需求有所波动。此外，公司货款回收较为及时，历年应收账款规模较小，

2019 年因收购防水材料企业，应收账款规模较大增长，2020 年 3 月末进一步增长至 13.84 亿元。

表10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
应收账款	0.97	0.80	12.61	13.84
存货	12.60	12.79	16.12	20.37
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	11.83	24.90	13.39	5.13
固定资产	73.30	75.90	90.55	89.70
在建工程	9.00	23.03	29.24	31.11
无形资产	16.21	16.89	20.34	20.88
资产总计	161.11	179.08	214.64	214.87

注：2019 年开始公司将“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”报表项目调整至“交易性金融资产”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，公司负债主要由原材料供应商的货款和短期借款构成。其中 2019 年因部分收购股权款和美国石膏板诉讼案和解费未完全支付，其他应付款账面规模增加至 21.17 亿元，其中应付和解费 10.64 亿元，应付股权收购款 5.34 亿元；2020 年一季度，因美国石膏板诉讼案和解费款项全额支付，账面规模大幅减少至 6.39 亿元。因防水企业股权收购和美国石膏板诉讼案和解费的支付等资金需求增加，公司债务规模增长较快，截至 2020 年 3 月末公司总债务 38.39 亿元，其中短期债务 35.73 亿元；短期债务占比较高，债务结构有待进一步优化。

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。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率仍处于较低水平，分别为 32.16% 和 20.84%。

表11：近年来公司主要负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	8.00	8.91	15.80	22.71
应付账款	7.26	7.85	14.76	13.91
其他应付款	1.67	2.11	21.17	6.39
长期借款	2.87	5.34	2.36	2.36
负债合计	36.15	34.69	69.21	69.10
总债务	18.38	14.82	22.99	38.39
短期债务	15.50	9.47	20.28	35.73
少数股东权益	0.80	1.56	5.91	5.91
所有者权益合计	124.96	144.39	145.42	145.77
资产负债率	22.44	19.37	32.25	32.16
总资本化比率	12.82	9.31	13.65	20.84

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内美国石膏板诉讼事项相关费用支付使得当期经营活动净现金流大幅下降；且受诉讼事项影响，公司偿债能力相关指标有所弱化，但整体偿债指标仍然表现较好

经营活动方面，受益于公司产品销量较好，议价能力较强，公司收现能力较好，但受付现成本上涨幅度不同影响，公司经营活动净现金流呈现一定波动，但仍维持高水平。此外，2019 年因支付部分美国石膏板诉讼事项相关费用，使得当期经营活动净现金流大幅下降。2020 年一季度建材市场需求较小以及美国石膏板诉讼事项相关费用后续支付，当期经营活动净现金流呈现大额流出状态。

投资活动方面，近三年公司投资活动呈现净流出态势。其中 2018 年公司投资活动净流出规模较大主要系生产线建设的持续投入以及合资设立梦牌新材料有限公司；2019 年公司投资活动净流出规模较大主要系收购防水材料企业股权和生产线建设持续投入。2020 年一季度受疫情影响生产线投资进度放缓，加上理财投资收回，当期投资活动净现金流呈大额流入状态。

筹资活动方面，近三年公司融资方式主要为银行借款，且因外部融资需求不大，筹资活动呈净流出态势。2020 年一季度因融资需求增加，公司发行超短期融资券 10.00 亿元，筹资活动净现金流呈现流入状态。

公司债务规模较小，2017 年和 2018 年 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息覆盖能力较好。2019 年因受美国石膏板事项和解费大额支出影响，EBITDA 和经营活动净现金流规模均有所下降，对债务保障能力减弱，但仍可较好覆盖利息支出。

表12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	26.54	27.83	19.85	-18.09
投资活动净现金流	-18.31	-20.59	-14.36	9.98
筹资活动净现金流	-10.42	-7.73	-4.52	12.10
货币资金	6.14	4.90	6.23	10.11
总债务	18.38	14.82	22.99	38.39
短期债务	15.50	9.47	20.28	35.73

长期债务	2.87	5.34	2.71	2.66
经调整的经营活动净现金流/总债务	122.44	139.85	49.98	--
经营活动净现金流/利息支出	24.84	53.27	34.67	--
总债务/EBITDA	0.57	0.44	1.88	--
EBITDA 利息保障倍数	30.24	63.81	21.34	--

注：季报中折旧、摊销、利息支出财务数据未提供，故相关数据指标失效。
 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

截至 2020 年 3 月末，公司在各家金融机构共获得授信额度 134.34 亿元，尚未使用授信额度 109.10 亿元，备用流动性充足。同时，作为中国建材股份旗下的 A 股上市公司，公司股权融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月末，除美国石膏板诉讼案外，无其他重大未决诉讼情况。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 1.83 亿元，受限规模较小；其中受限货币资金 0.33 亿元，受限固定资产 0.99 亿元，受限无形资产 0.51 亿元。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至 2020 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供企业信用报告，截至 2020 年 5 月 19 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

1997 年公司由国有独资的北新建材集团有限公司独家发起设立，并经过国家批准在深圳证券交易所成功上市。后经过股权划转，中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材股份”）为公司控股股东，截至 2019 年末，控股股东持有公司 37.83% 的股权。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。

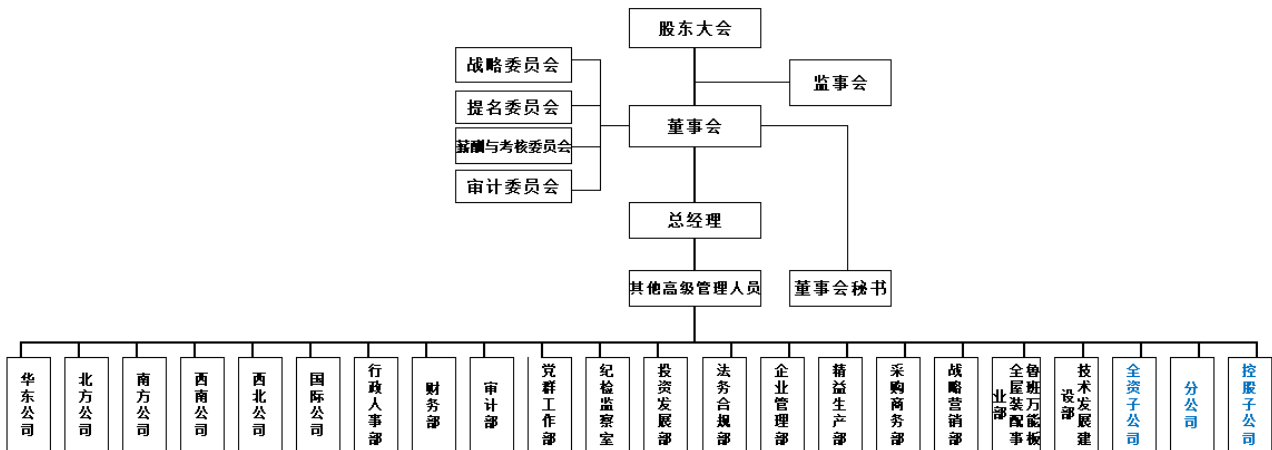
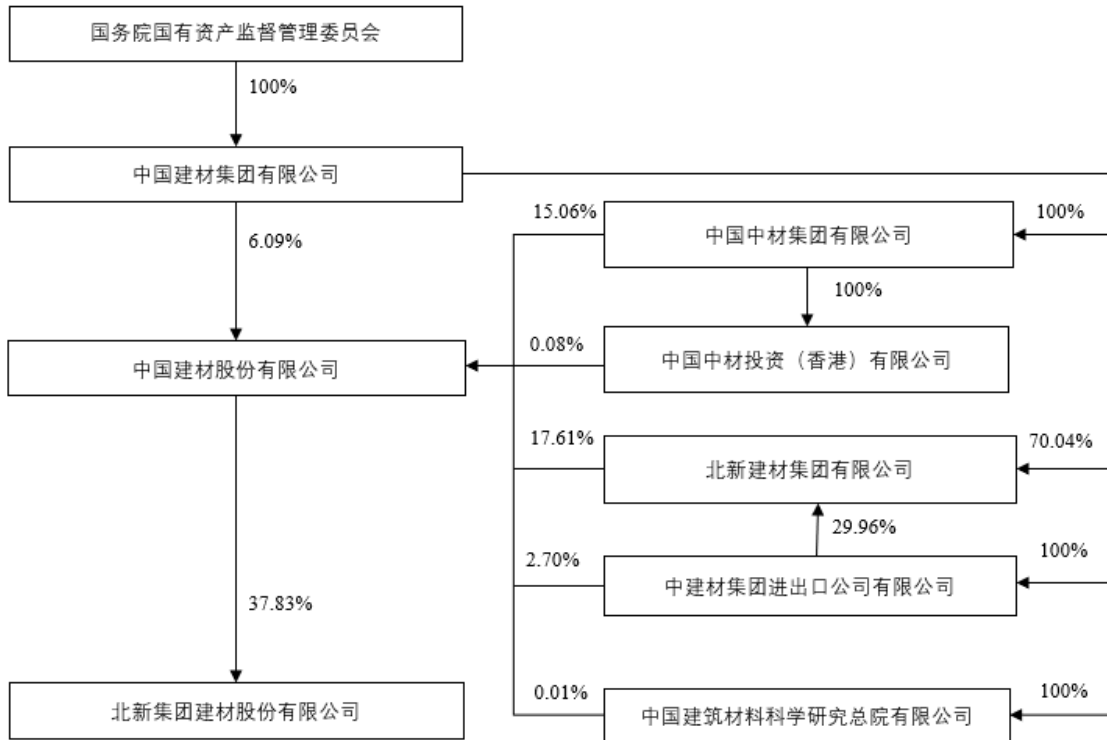
公司控股股东中国建材股份是世界领先的建材生产企业，是全球最大的水泥生产商、商品混凝土生产商、石膏板生产商、玻璃纤维生产商，全球最大的水泥工程服务供货商，全球领先的玻璃工程服务供货商，中国最大的风机叶片生产商，行业龙头地位稳固，市场竞争力及抗风险能力极强，能够为下属公司提供强有力的外部支持。

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。

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 2020 年 3 月末）



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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	61,399.80	48,999.17	62,307.65	101,124.33
应收账款净额	9,711.49	7,973.98	126,083.77	138,376.50
其他应收款	11,458.22	7,234.77	15,525.02	17,488.42
存货净额	125,955.94	127,875.34	161,238.79	203,683.04
长期投资	30,495.85	34,717.04	35,436.68	35,206.48
固定资产	733,016.48	758,984.24	905,532.67	896,968.62
在建工程	89,969.46	230,272.66	292,379.54	311,106.08
无形资产	162,149.07	168,890.45	203,441.91	208,801.37
总资产	1,611,068.14	1,790,804.09	2,146,359.23	2,148,725.94
其他应付款	16,676.03	21,125.63	211,675.28	63,855.64
短期债务	155,036.66	94,719.43	202,847.30	357,270.82
长期债务	28,747.40	53,440.00	27,064.57	26,596.82
总债务	183,784.06	148,159.43	229,911.87	383,867.64
净债务	122,384.26	99,160.26	167,604.22	282,743.31
总负债	361,500.94	346,912.93	692,109.67	691,045.06
费用化利息支出	9,823.98	4,013.94	3,007.93	3,737.20
资本化利息支出	860.76	1,209.62	2,717.73	--
所有者权益合计	1,249,567.20	1,443,891.15	1,454,249.55	1,457,680.88
营业总收入	1,116,434.35	1,256,491.07	1,332,301.20	208,025.79
经营性业务利润	284,810.27	294,888.93	265,886.64	3,882.98
投资收益	4,896.35	8,279.75	6,431.93	663.02
净利润	235,489.78	248,066.93	45,659.17	3,354.65
EBIT	278,722.32	285,538.46	68,669.17	7,744.58
EBITDA	323,096.43	333,320.18	122,179.73	--
经营活动产生现金净流量	265,419.44	278,267.54	198,499.25	-180,863.39
投资活动产生现金净流量	-183,060.70	-205,916.19	-143,630.17	99,795.59
筹资活动产生现金净流量	-104,154.24	-77,330.24	-45,221.27	120,968.67
资本支出	88,769.12	156,525.43	211,234.29	31,108.21
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	37.23	35.32	31.86	25.86
期间费用率(%)	10.86	10.90	11.12	22.57
EBITDA 利润率(%)	28.94	26.53	9.17	--
总资产收益率(%)	18.30	16.79	3.49	1.44*
净资产收益率(%)	20.51	18.42	3.15	0.92
流动比率(X)	1.91	2.44	1.02	1.01
速动比率(X)	1.47	1.89	0.76	0.67
存货周转率(X)	5.58	6.40	6.28	3.38*
应收账款周转率(X)	108.33	142.09	19.88	6.29*
资产负债率(%)	22.44	19.37	32.25	32.16
总资本化比率(%)	12.82	9.31	13.65	20.84
短期债务/总债务(%)	84.36	63.93	88.23	93.07
经营活动净现金流/总债务(X)	1.44	1.88	0.86	-1.88*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.71	2.94	0.98	-2.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	24.84	53.27	34.67	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	122.44	139.85	49.98	--
总债务/EBITDA(X)	0.57	0.44	1.88	--
EBITDA/短期债务(X)	2.08	3.52	0.6	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	30.24	63.81	21.34	--
EBIT 利息保障倍数(X)	26.09	54.66	11.99	--

注：1、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；2、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；3、季报中折旧、摊销、利息支出财务数据未提供，故相关数据指标计算失效；4、带*的季报指标经过年化处理。

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	=营业总收入/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
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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。