



北新集团建材股份有限公司 2024 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0198 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 4 月 30 日

本次跟踪发行人及评级结果

北新集团建材股份有限公司

AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“21 北新 G1”

AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”或“公司”）突出的规模优势，市场占有率保持在很高水平；产品向高端化、多样化发展，业务竞争力增强，收购嘉宝莉化工集团股份有限公司（以下简称“嘉宝莉”）后涂料业务市场影响力将大幅提升；保持良好的盈利能力和经营获现能力；资金充足，财务杠杆很低，外部融资能力很强等方面的优势。同时中诚信国际也关注到收购嘉宝莉后的整合及经营情况值得关注；国内新增产能的消化情况以及全球化布局存在一定投资运营风险等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司石膏板产销量持续大幅下滑，产能释放远不及预期，杠杆比率持续明显上升，盈利能力显著弱化等。

正面

- 石膏板业务拥有突出的规模优势，市场占有率保持在很高水平
- 产品高端化、多样化发展有助于增强业务竞争力，收购嘉宝莉后能有效提升公司在涂料业务领域的市场影响力
- 公司保持良好的盈利能力和很强的经营获现能力
- 资金充足，财务杠杆很低，且外部融资能力很强

关注

- 收购嘉宝莉后的经营业绩和经营管理融合等情况值得关注
- 国内新增产能的消化情况需关注，全球化布局存在一定投资运营风险

项目负责人：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

刁慧然 hrdiao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

北新建材（合并口径）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	265.74	290.31	306.61
所有者权益合计（亿元）	195.26	215.60	237.32
总负债（亿元）	70.48	74.71	69.29
总债务（亿元）	34.89	36.19	30.58
营业总收入（亿元）	210.91	201.55	224.26
净利润（亿元）	35.54	31.52	35.55
EBIT（亿元）	38.65	29.57	39.70
EBITDA（亿元）	46.04	37.81	48.52
经营活动净现金流（亿元）	38.31	36.77	47.34
营业毛利率(%)	31.83	29.10	29.88
总资产收益率(%)	14.54	10.64	13.30
EBIT 利润率(%)	18.32	14.67	17.70
资产负债率(%)	26.52	25.73	22.60
总资本化比率(%)	15.16	14.37	11.42
总债务/EBITDA(X)	0.76	0.96	0.63
EBITDA 利息保障倍数(X)	41.78	31.51	51.03
FFO/总债务(X)	1.23	1.01	1.47

注：1、中诚信国际根据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 2021 年财务报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年财务报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。3、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款、其他流动负债科目的有息部分调整至短期债务，将计入其他非流动负债科目的有息部分调整至长期债务；总债务中不包含一年内到期的非流动负债中的无息部分以及租赁负债。4、2021 年存货周转率、应收账款周转率、总资产收益率未采用均值计算；5、2022~2023 年数据包含同一控制下企业合并天津灯塔涂料工业发展有限公司（以下简称“灯塔涂料”）的数据，2021 年末不包含灯塔涂料数据。

同行业比较（2023 年数据）

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）	经营活动净现金流（亿元）
中国巨石	520.74	33.45	148.76	31.57	8.67
北新建材	306.61	11.42	224.26	35.55	47.34

中诚信国际认为，与可比企业相较，北新建材资产规模相对较小，但二者均在各自细分建材行业领域具有很高的市场地位和突出的规模优势，公司业务多元化程度更高，且通过收购使得多元化业务竞争力大幅增强；二者盈利能力良好，公司财务杠杆明显低于可比企业，获现能力优于可比企业。

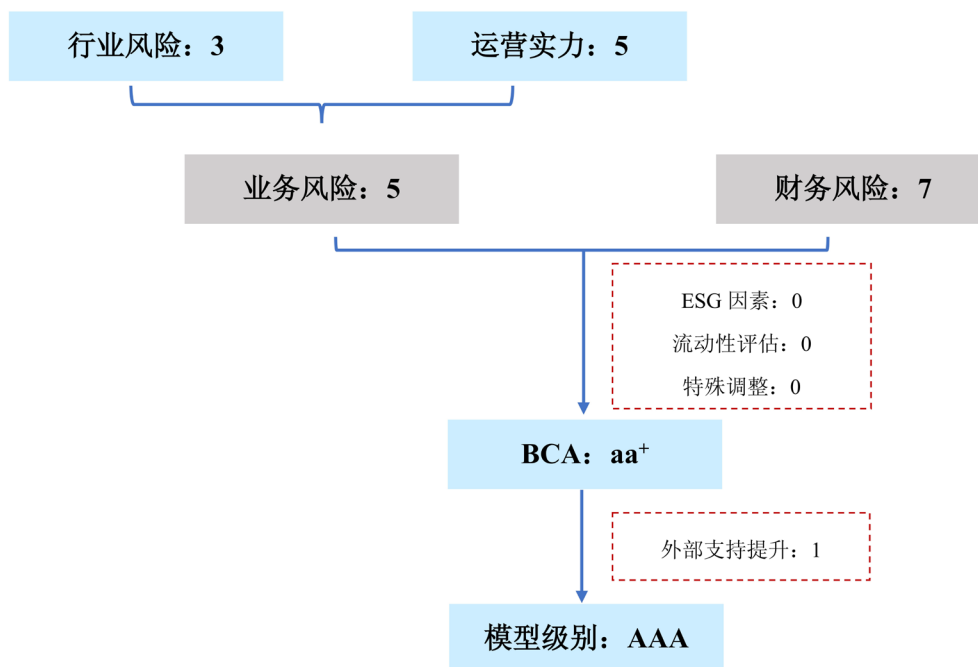
注：“中国巨石”为“中国巨石股份有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 北新 G1	AAA	AAA	2023/4/27	10.00	10.00	2021/10/27~2024/10/27	--

● 评级模型

北新集团建材股份有限公司评级模型打分(2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司是中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）旗下重要的石膏板生产企业，可在业务协同等方面得到股东大力支持，中国建材对公司支持意愿强。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2022_03

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）的绿色公司债券。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2023年末，本期绿色公司债券本金已使用完毕。

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023年中国经济实现恢复性增长但复苏力度较为温和，在多项有利因素支撑下，2024年中国经济有望延续向好，但经济运行仍将面临多重压力，“进”与“立”的政策措施仍需加快落实。

2023年中国经济在复杂形势下保持韧性，GDP同比增长5.2%，较前值加快2.2个百分点，两年复合增速为4.1%，总体实现温和复苏。虽然经济复苏节奏波动起伏，但产出缺口逐季收窄，三大产业与三大需求的增长贡献率总体恢复至常态。在经济恢复性增长的过程中，随着增长动能的持续调整与“多重压力”的交织影响，经济运行呈现出名义增速偏低，需求不足仍存，修复结构分化，以及价格水平较弱等特征。

中诚信国际认为，2024年中国经济持续向好有多项有利因素支撑。其中，房地产等拖累因素有望减轻，工业生产将保持韧性，超额储蓄有望释放，新动能将持续蓄势，前期政策效果延续显现，后续政策空间也将形成有力支撑。但是，以下五个重点领域能否顺利实现“再平衡”依然面临一定的挑战与风险：一是投资需求和投资结构转换过程中的挑战；二是消费需求和供给结构重新匹配中的挑战；三是新旧动能转换与传统动能平稳衔接中的挑战；四是房地产调整转型与行业向新发展模式转变中的风险与挑战；五是债务风险化解过程中的结构性与尾部风险释放与挑战。

中诚信国际认为，2024年宏观经济政策将落实“稳中求进、以进促稳、先立后破”总基调，并且“进”和“立”的政策力度将有所加强。从财政政策来看，积极的财政政策将适度加力、提质增效，注重用好政策空间，提高资金效益，优化支出结构，在操作节奏上或将“财政前置”。从货币政策来看，稳健的货币政策将灵活适度、精准有效，注重引导实体经济融资成本稳中有降，推动宽货币向宽信用传导，或将侧重支撑价格水平有所改善。总体来看，宏观政策操作仍将坚持在“稳增长”与“防风险”中寻求平衡。

综合以上因素，中诚信国际预计2024年中国GDP增速将为5.0%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年四季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10948?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2023 年以来房地产市场调整对石膏板销售形成负面影响，但消费结构转变带来一定市场机会，原材料价格下行有利于缓解部分成本压力，但煤炭价格处于相对高位和产能供应充足使得行业竞争压力依然较大，存量市场竞争或将推动行业转型发展，龙头企业更具竞争优势。

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，工装消费和家装消费占比分别约为 65%和 35%，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；从人均石膏板消费量来看，我国仅为 2.5 平方米左右，远低于美国的约 10 平方米和欧洲的约 5~7 平方米，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相比仍有增长空间。近年来地产行业景气度不高对石膏板需求形成一定不利影响，但随着存量市场更新改造需求的增加及对绿色低碳环保的新型建筑材料的使用比例提升，加之绿色建材下乡对农村市场需求的增长，以及装配化产业的发展，行业需求或将保持相对稳定或缓慢增长，2023 年我国石膏板销量为 32.11 亿平方米（不含国内企业海外投资产销量）¹，同比小幅回升。

从供应端来看，截至 2023 年末，全国纸面石膏板行业产能约 49.45 亿平方米，有效产能 46.7 亿平方米，产能供应充足且集中度很高，存量市场竞争将导致企业竞争加剧，头部企业亦面临转型发展压力。

从成本端来看，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，2023 年来受国内成品纸需求减弱、进口政策调整等因素影响，国内废纸价格呈现强下降弱增长态势，护面纸价格亦随之整体有所下滑；此外，煤炭作为石膏板生产的重要动力燃料，2023 年以来其价格亦有所回落，行业内企业成本控制压力同比有所减小。

总体来看，2023 年以来石膏板需求有所回升，原材料成本回落有助于缓解成本控制压力，从行业长期发展来看，在供应充足的情况下，需求结构的转变将带动企业向规模化、高端化转型，龙头企业技术创新和品牌优势有利于其进一步巩固市场地位，行业集中度或将进一步提升。

中诚信国际认为，北新建材作为大型石膏板生产企业，2023 年以来保持突出的产能优势和很高的市场占有率，产品品类多样化和高端化发展有助于巩固业务竞争力；跟踪期内公司通过外部收购大幅提升涂料业务市场影响力，防水业务实现良好增长，但需对后续业务整合和和管理融合情况保持关注，同时，全球化布局的投资风险和国内石膏板产线的产能利用情况仍值得关注。

跟踪期内，公司保持突出的产能优势，国内外产能均有所增加，生产基地的区域布局更加全面；未来公司将持续推进全球化战略，石膏板总产能规模或将进一步增加，需关注产能利用情况。

跟踪期内公司产能规模略有增加，截至 2023 年末，公司石膏板有效产能为 35.03 亿平方米/年，

¹ 取自中国建筑材料联合会石膏建材分会的研究和统计数据，2023 年末纸面石膏板产能数据为同一来源。

具有全球最大石膏板产业集团的领先地位。2023 年公司石膏板产量同比上升 3.34%，但因总产能增加，产能利用率下滑约 2 个百分点，产能利用率仍有提升空间。

国内产能布局方面，因公司下游客户较为分散，公司在全国部署超过 100 多个生产基地，分布在 30 多个省，其中在华东、华南、河北、山东等人口密集地区的生产能力较强。2023 年，公司在崇左、丰镇、贺州等地石膏板生产线投产，推动国内产能进一步增长。

海外产能布局方面，2023 年以来，公司加速推进全球化布局，围绕非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场需求布局产能。其中，2022 年新投产的坦桑尼亚年产 1,500 万平方米纸面石膏板生产基地生产顺利推进；2023 年，在乌兹别克斯坦投资的年产 4,000 万平方米纸面石膏板生产线已实现部分投产，泰国年产 4,000 万平米纸面石膏板生产线、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仍处于建设期。海外石膏板产能的增长有助于提高公司石膏板产品海外销售的属地化供应能力，但中诚信国际注意到，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，需对海外项目投资进展及未来经营情况保持关注。

表 1：公司石膏板产能及产量情况（亿平方米/年、亿平方米、%）

	2022	2023
石膏板产能	33.58	35.03
石膏板产量	20.95	21.65
石膏板产能利用率	64	62

注：产能利用率以合并报表范围内石膏板生产线的设计产能和生产情况测算得到。

数据来源：公司年报，中诚信国际整理

此外，公司持续增强轻钢龙骨产业优势，截至 2023 年末，公司轻钢龙骨产能 45.63 万吨，产能利用率 76.62%，产能规模保持领先。

跟踪期内公司石膏板继续保持很高的市场占有率和品牌知名度，高端化和多样化发展有助于巩固国内市场竞争力，目前销售区域仍以国内为主，但海外收入占比随着市场开拓力度加大而持续提升。

公司拥有“龙牌”、“泰山”和“梦牌”三大石膏板品牌，可满足各类客户需求；2023 年，公司继续加大高端产品推广力度并不断丰富产品谱系，提升品牌价值，国内市场占有率继续保持在 60%以上。

公司石膏板产品采用以销定产的经营模式，主要以经销商渠道销售为主；经过多年的市场培育，已建立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。公司产品销售仍主要集中于国内，2023 年以来，随着国外生产基地的投产及公司对海外本土化装饰装修材料生产运营的进一步拓展，海外销售收入占比持续上升。结算方面，公司对下游经销商施行额度加账期的年度授信销售政策，不同级别经销商额度和账期不等。结算方式主要为汇款或银行承兑汇票。

表 2：公司产品销售分区域收入占比情况（%）

	2021	2022	2023
国内：	99.47	99.24	99.01
北方地区	37.47	36.66	39.68
南方地区	43.19	44.51	41.48

西部地区	18.81	18.08	17.85
国外	0.53	0.76	0.99
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年，公司聚焦装配式内装体系与终端品牌实力，同时深耕家装业务渠道，强化下沉市场并丰富产品种类，石膏板销量同比增加，平均销售价格在中高端新产品占比增加、激烈的市场竞争及原材料价格下降的传导效应等综合影响下保持同比相对稳定，整体销售收入同比增加；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，2023 年龙骨销量同比上升，但受市场价格下降影响，销售收入有所下降。

表 3：公司石膏板和龙骨销售情况（亿平方米、亿元、元/平方米）

	2021	2022	2023
石膏板销量	23.78	20.93	21.72
石膏板平均销售价格	5.79	6.39	6.34
石膏板销售收入	137.80	133.65	137.66
龙骨销售收入	27.56	25.17	22.90

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：公司年报，中诚信国际整理

跟踪期内原材料采购价格有所回落，煤炭及电力供应稳定，因护面纸自供能力较强而具备更强的成本控制能力。

石膏板生产所需原材料主要为工业副产石膏以及护面纸，其成本约占石膏板生产成本的 60%，是影响公司盈利的重要因素。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。护面纸方面，公司自备造纸厂“泰和纸业”年产石膏板护面纸 60 万吨，绝大部分用于自身石膏板的生产；同时，公司与主要护面纸供应商亦保持长期良好的合作关系，有助于保障原材料的稳定供应；且公司采购量较大，对上游护面纸供应商拥有一定的议价能力。石膏板生产的主要能源为煤炭、电厂蒸汽、天然气和电力，公司一直与五大电力集团保持稳固的合作关系，并主要通过电子平台招标模式进行煤炭采购，提升供应商透明度和采购效率。结算方面，公司与上游供应商的结算方式分为汇款和票据，账期一般为 30~90 天；结算模式包括货到付款，或先预付货款。

2023 年，受益于废纸及工业副产石膏采购价格下滑，公司原材料采购成本下降；燃料动力方面，2023 年以来，且受益于煤炭成本的回落，当期公司的燃料动力采购成本下降。此外，2023 年公司加强自产原材料协同使用及供应商战略合作，成本管控措施进一步加强。

表 4：近年来石膏板成本构成情况（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	金额	占营业成本比重	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	49.77	57.25	47.38	55.96
燃料动力	21.47	24.84	23.97	27.57	21.59	25.50
人工成本	5.59	6.46	5.68	6.54	6.82	8.06
其他	7.37	8.53	7.51	8.64	8.87	10.48

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

2023 年以来公司推进防水及涂料领域投资布局，涂料领域重大收购事项的完成使得公司在该领

域市场地位迅速提升，未来有望成为新的利润增长点，但收购溢价率偏高，中诚信国际将对该板块后续业务整合和业绩承诺完成情况保持关注。

随着石膏板行业进入平稳发展期，公司近年来通过联合重组进入防水材料及涂料业务领域，并通过投资持续拓展和布局。防水业务方面，2023 年公司加大经销渠道拓展力度，全年新开发渠道 1,300 余家；有序推进新项目建设并加强研发投入和技术升级，安徽全椒聚氨酯项目于当年开工并建成投产；截至 2023 年末，公司已完成全国 16 个防水材料生产基地部署规划，位居中国防水领军企业之一。涂料业务方面，2023 年公司重点推进涂料业务布局和建设，完成灯塔涂料 51% 股权的受让并实现全资控股²，并建成灯塔涂料天津南港 5 万吨工业涂料、2 万吨树脂生产基地。同时，2023 年公司以现金对价 40.74 亿元³取得嘉宝莉 78.34% 股权并实现控制，基于嘉宝莉良好的品牌效应和顺畅的销售渠道及体系等，股权价值评估升值率达 192.21%。此外，原始股东针对本次交易作出业绩承诺⁴。**中诚信国际认为**，嘉宝莉建筑涂料业务居国内行业领先地位，通过本次交易，公司涂料业务年产能将由目前的 10.3 万吨跃升至 130 万吨以上，产能布局亦由华北地区扩展至全国，涂料板块业务竞争实力得到显著补强，但收购溢价率较高，仍需持续关注收购后的业务整合和管理融合情况以及经营业绩承诺完成情况。

公司防水建材及建筑涂料业务以经销商模式为主，工业涂料业务采用经销商及直销相结合的模式。结算方面，公司对经销商采用额度加账期的授信销售政策，不同项目授信额度不等，账期约 3~6 个月，结算方式包括网付、银行承兑汇票等。但中诚信国际关注到，公司防水建材及涂料板块货款回收及时性仍有压力，公司也将加大催收力度，进一步提高资产周转效率。

公司在建项目以石膏板生产线为主，未来投资压力不大，需关注国内石膏板投产项目的产能消化和国外产线的投资回报和政治风险等。

项目建设方面，截至 2023 年末，公司在建项目主要包括滨州、乌兹别克斯坦的石膏板生产线项目及锦州新材料胎基布项目等，未来资本支出压力不大。**中诚信国际还注意到**，为推进全球化的业务布局，公司在海外多地筹备新建生产线，因海外政治、经济等方面仍具有较大不确定性，需对海外项目投资进度和竣工投产情况保持关注；同时，国内石膏板产能充足，对公司国内新投产项目的产能消化情况亦需关注。

表 5：截至 2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目	新增产能情况	计划总投资	累计投资	预计尚需投入
北新建材滨州分公司石膏板项目	6,000 万平方米纸面石膏板及配套年产 1 万吨轻钢龙骨	3.34	1.40	1.94
锦州新材料胎基布项目	年产 2.8 万吨聚酯无纺胎基布	2.84	0.29	2.55
乌兹别克斯坦石膏板项目	4,000 万平方米纸面石膏板及配套年产 3,000 吨轻钢龙骨	3.20	1.85	1.35

² 收购后公司对天津灯塔涂料工业发展有限公司持股比例为 100.00%，本次交易对价为 1.30 亿元。

³ 根据《关于嘉宝莉化工集团股份有限公司的股份转让协议》（以下简称“交易协议”），交易对价采取分期支付形式，2023 年，北新建材已完成受让价格 10% 的支付；按照交易协议，在完成交接以及工商变更登记后 10 个工作日内，北新建材支付第二期股份转让价格，为受让价格的 60%；第三期支付为受让价格的 30%，若嘉宝莉完成 2024~2026 年业绩承诺，公司将每年支付第三期股份转让价格的三分之一。截至目前，联合重组嘉宝莉事项涉及的工商变更登记已完成，2024 年 2 月 29 日嘉宝莉纳入公司合并报表范围。

⁴ 原始股东业绩承诺，嘉宝莉在会计年度 2024 年、2024~2025 年、2024~2026 年（以下合称承诺期间）的税后净利润不得低于 4.13 亿元、8.75 亿元、13.94 亿元，承诺期间如嘉宝莉集团未实现承诺业绩，由原始股东向嘉宝莉集团进行业绩补偿；此外，原始股东业绩承诺，嘉宝莉集团 2023 年 8~12 月经交接审计师审阅并排除股权激励而产生股份支付影响、扣除非经常性损益的税后净利润不低于 1.15 亿元，如低于前述金额甲方有权从向原始股东支付的第二期股份转让价格中直接扣减差额部分。

注：累计投资额根据结算进度统计，实际工程进度快于结算进度；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，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2023 年末公司资产和权益规模进一步扩大，资金实力充实，但防水业务账款回收周期仍较长；公司保持了很强的盈利和经营获现能力，财务杠杆处于低位，可为债务本息的偿付提供很强保障。

2023 年营业总收入有所上升且防水和涂料业务收入增幅较大，单位成本下降使得营业毛利率上升，费用控制能力良好，盈利能力良好且同比有所提升。

2023 年，销量增长和高端化发展带动石膏板收入同比上升 3.00%；同期公司大力拓展防水和涂料业务，防水及涂料板块收入均有所增长，上述因素共同推动公司营业总收入上升。毛利率方面，受益于公司加强自产原材料协同使用及开发新供应商等成本管控措施，石膏板和防水卷材产品毛利率同比分别提升 3.54 个百分点和 1.47 个百分点，使得公司整体毛利率同比略有上升。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
石膏板	137.80	37.26	133.65	34.95	137.66	38.49
龙骨	27.56	18.43	25.17	18.94	22.90	18.70
防水卷材	25.46	27.35	21.60	17.25	27.86	18.72
涂料	5.30	--	7.91	--	9.68	--
其他	14.78	--	13.22	--	26.17	--
营业总收入/营业毛利率	210.91	31.83	201.55	29.10	224.26	29.88

注：2021 年涂料为防水涂料，2022~2023 年涂料包括防水涂料、建筑涂料及工业涂料；其他包括防水工程、木板、砂浆、龙骨配套等产品；合计值尾差系四舍五入影响。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用管控能力较强，2023 年公司进一步加强费用管控，叠加营业总收入上升影响，期间费用率有所下降。公司利润主要来源于经营性盈利，2023 年经营性业务利润同比上升 28.79%。同时，公司将部分闲置资金投向低风险的理财产品带来的投资收益增加，信用减值损失同比有所减少，主要系需按单项计提坏账准备的应收账款规模减少。上述因素叠加影响下，2023 年公司净利润同比增长 12.79%，EBIT 利润率亦同比上升，保持了良好的盈利能力。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023
销售费用	7.82	7.66	9.50
管理费用	10.20	10.33	8.15
研发费用	8.75	8.62	9.52
财务费用	0.83	1.06	0.85
期间费用率	13.08	13.73	12.49
经营性业务利润	37.91	29.90	38.50
信用减值损失	0.14	1.08	0.27
投资收益	-0.03	0.26	0.73
利润总额	37.97	32.97	37.68
EBIT	38.65	29.57	39.70
EBIT 利润率	18.32	14.67	17.70

注：信用减值损失用正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2023 年末，公司资产和权益规模同比进一步增长，资金相对充足，财务杠杆下降且整体处于很

低水平，但需对未来防水建材及涂料业务拓展中的回款或资金占用情况保持关注。

2023 年末，公司资产规模进一步增长，资产结构仍以非流动资产为主，结构较稳定。2023 年，随着公司合并范围扩大、生产线建设和技改工程完工转固，年末以房屋、机器设备等为主的固定资产同比增长；同期末，交易性金融资产大幅增长主要系公司购买结构性存款增加；公司经营效率较高，石膏板业务货款回收较为及时，应收账款主要来自防水建材业务，2023 年以来，公司大力加强回款管控，当期末应收账款规模基本稳定，账龄超过一年的应收账款账面原值占比为 47.77%。随着“一体两翼”总体战略的持续推进，公司应收账款仍存在进一步增长的可能且账期较长，需对此将保持关注。

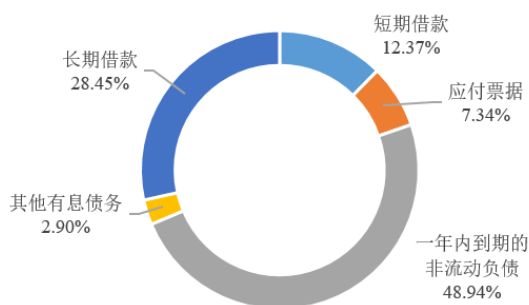
公司负债结构仍以流动负债为主，主要由应付原材料供应商的货款、应付保证金和预收货款等构成。2023 年，公司超短期融资券均到期，其他流动负债大幅减少；因一年内到期的公司债券重分类至一年内到期的非流动负债，该科目大幅上升。综合影响下，公司总负债规模有所下降，财务杠杆随之继续降低并处于很低水平。

2023 年末，受益于未分配利润累积，公司权益规模进一步增长。同期，公司宣告分配现金股利 14.11 亿元，现金分红率 40.03%，分红比例较上年提升。近年来，公司未分配利润占净资产的比重呈持续增长态势，2023 年末升至 75.56%。

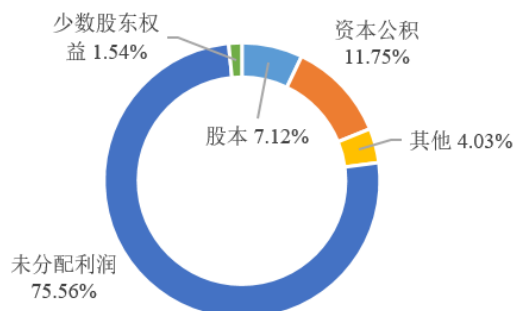
表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023
货币资金	5.72	5.64	5.47
交易性金融资产	26.35	39.39	55.32
应收账款	18.69	20.50	20.80
存货	26.32	27.40	25.93
固定资产	118.41	124.60	134.59
在建工程	17.14	15.17	7.57
无形资产	23.10	25.62	25.10
流动资产占比	34.52	38.25	40.07
总资产	265.74	290.31	306.61
流动负债占比	76.87	74.27	81.00
总负债	70.48	74.71	69.29
所有者权益合计	195.26	215.60	237.32
总债务	34.89	36.19	30.58
短期债务/总债务	65.86	58.82	71.13
总资本化比率	15.16	14.37	11.42
资产负债率	26.52	25.73	22.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年末公司总债务构成


资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司保持了很强的经营获现能力，可覆盖投资支出缺口，偿债指标整体良好，此外，凭借其较好的内部流动性及很强的外部融资能力可实现到期债务续接。

公司保持了很强的经营获现能力，2023 年石膏板业务保持良好的收款情况，加之利润的提升，带动当年经营活动净现金流同比上升；同期，公司投资活动净现金流保持净流出状态，主要系购买理财产品、项目建设支出等，2023 年因收购嘉宝莉股权而支付的交易对价款较少，大部分交易对价款在 2024 年支付，部分对价在 2024~2026 年根据业绩承诺实际完成情况陆续支付；受借款规模下降同时偿债支出增长影响，2023 年筹资活动净现金流流出规模扩大。

有息债务方面，受在建项目匹配资金影响，2023 年末长期借款增加，但因超短期融资券到期，总债务规模减少。公司很强的经营获现水平可对债务本息形成良好保障，截至 2023 年末，公司非受限货币资金 5.11 亿元，另有未到期银行理财产品 55.68 亿元，可完全覆盖当期末短期债务。总体来看，公司偿债能力指标表现良好，凭借其良好的内部流动性及很强的外部融资能力，可实现到期债务续接。

截至 2023 年末，公司共获得银行授信额度 226.22 亿元，其中尚未使用额度为 199.79 亿元，备用流动性充足。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。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	38.31	36.77	47.34
投资活动产生的现金流量净额	-31.51	-24.09	-25.31
筹资活动产生的现金流量净额	-7.11	-13.42	-22.24
非受限货币资金/短期债务	0.23	0.25	0.23
总债务/EBITDA	0.76	0.96	0.63
EBITDA 利息保障倍数	41.78	31.51	51.03
FFO/总债务	1.23	1.01	1.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年末，公司受限资产合计仅为 0.40 亿元，主要为受限保证金。

截至 2023 年末，公司无对外担保。同期末，美国石膏板诉讼案的多区合并诉讼案中剩余 43 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。中诚信国际认为，该诉讼案中的集体和解已完成，除部分款项外，公司在和解协议下的付款义务亦已基本履行完毕，剩余少数原告的诉讼对公司可能产生的或有风险可控。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：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021 年~2024 年 2 月末，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。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。

假设与预测⁵

假设

——2024 年，预计公司石膏板业务保持稳固的市场竞争力，高端化和多样化发展或将带动收入增长；涂料业务收入随嘉宝莉并表实现明显增长，利润随之上升。

——2024 年，预计公司保持很强的经营获现能力，进一步增强公司资金实力。

——2024 年，预计在公司债到期的情况下，公司债务规模或将下降。

预测

表 10：预测情况表（%、X）

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	14.37	11.42	7~10
总债务/EBITDA	0.96	0.63	0.4~0.5

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

北新建材经营获现能力很强，合并口径现金及等价物储备充足，同时公司银企关系良好，未使用授信额度高，具备很强的财务弹性。公司资金流出主要用于新增外部投资以及债务的还本付息。整体来看，公司资金平衡状况好，流动性强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成良好覆盖。

ESG 分析⁶

安全生产与环保方面，公司在环境管理、环境争议事件管理、可持续发展等方面表现较好。作为石膏板和其他建材生产企业，在国家双碳战略指导下，公司更加重视对能源消耗和环境保护问题的应对并积极开展各项应对措施。近年来，公司不断完善管理体系建设和健全综合治理机制，引进先进工业技术与设备设施，加快设备更新换代和技术改造，不断提高能源利用效率和污染物治理水平。2023 年，公司围绕源头减碳，继续鼓励各基地根据实际加大生物质燃料的掺烧，同时推

⁵ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

⁶ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

进能源结构清洁化，加快光伏发电项目建设。

社会方面，公司在投资者责任、产品责任、安全管理、社会争议事件管理等方面表现较好，员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构⁷和运行等方面综合考察公司治理情况。2024 年，公司完成对嘉宝莉的收购，根据公告，嘉宝莉的董事会由 5 名董事组成，其中，北新建材提名 4 人，原股东江门市承胜投资有限公司提名 1 人，董事长由北新建材提名，经董事会选举产生。战略方面，公司聚焦石膏板、防水材料、涂料三大产品体系，构建“一体两翼、全球布局”发展战略，做强做大做优石膏板和石膏板+，做强防水、做专涂料，加速优势产品向消费类建材综合制造商转型。

外部支持

股东背景实力雄厚，公司作为中国建材旗下重要的石膏板生产企业，可在业务协同等方面得到股东大力支持。

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、电子布生产商、石膏板生产商、玻璃纤维生产商、轻钢龙骨生产商、风电叶片生产商、水泥技术装备工程系统集成服务商，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。

公司连续多次入选“亚洲品牌 500 强”，位列建材行业亚洲品牌前三强，在国内市场占有率很高。公司作为中国建材旗下重要的石膏板生产企业，可在业务协同等方面得到股东大力支持。

同行业比较

中诚信国际选取了中国巨石股份有限公司（以下简称“中国巨石”，600176.SH）作为北新建材的可比公司，上述公司均为中国建材旗下细分领域龙头企业，具有较高的可比性。

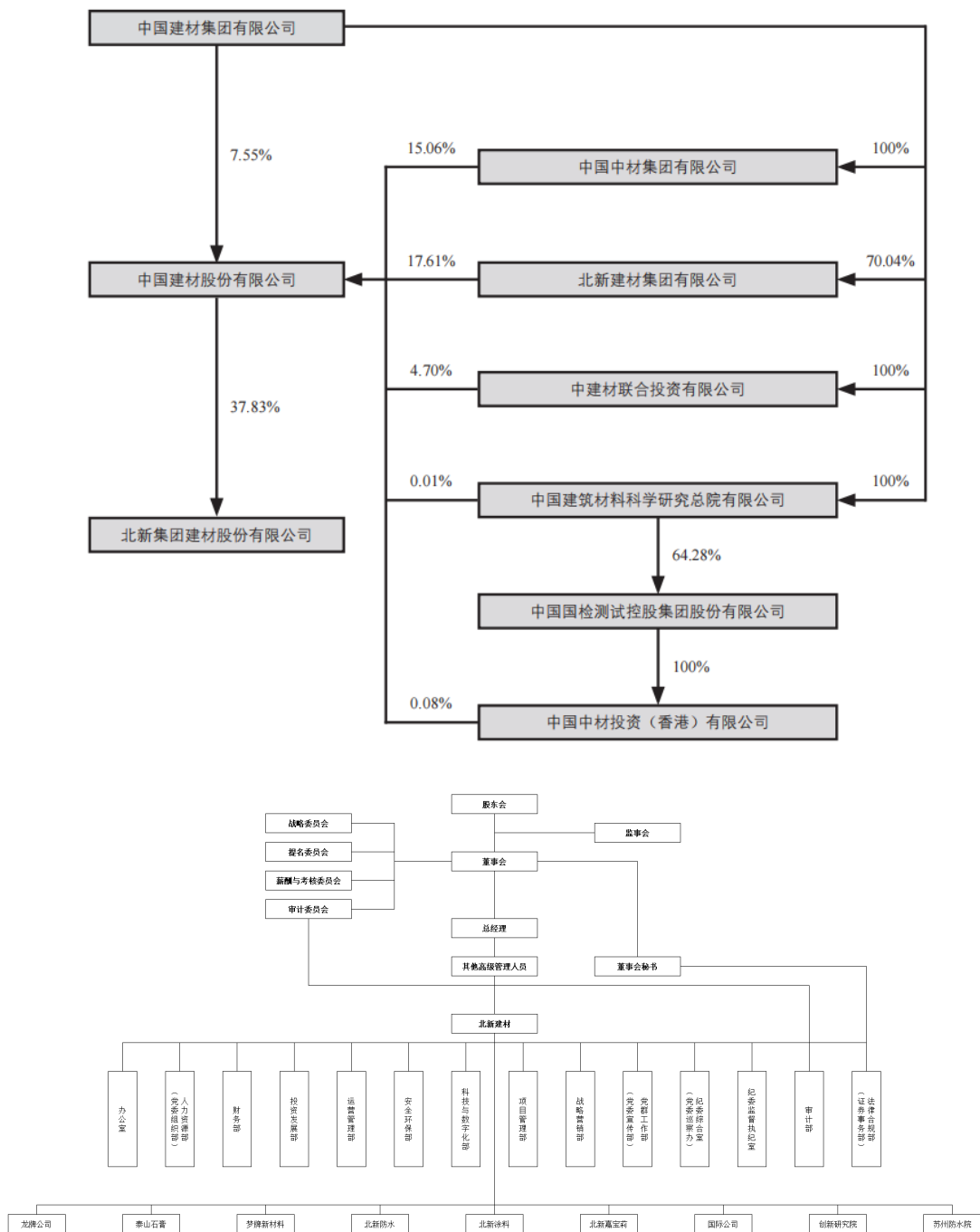
中诚信国际认为，与可比企业相较，北新建材资产规模相对较小，但二者均在各自细分建材行业领域具有很高的市场地位和突出的规模优势，公司业务多元化程度更高，且通过收购使得多元化业务竞争力大幅增强；二者盈利能力良好，公司财务杠杆明显低于可比企业，获现能力优于可比企业。

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”的信用等级为 **AAA**。

⁷ 跟踪期内，公司选举薛忠民为董事长，选举薛忠民、卢新华、张静、马振珠为公司董事，选举于月华为公司监事会主席，选举司艳杰为公司监事。

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 2023 年末）



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）	2021	2022	2023
货币资金	57,223.30	56,369.66	54,652.71
应收账款	186,873.09	205,024.89	207,977.03
其他应收款	11,834.82	54,798.52	26,664.41
存货	263,239.70	273,987.05	259,341.15
长期投资	39,131.57	34,560.31	34,710.99
固定资产	1,184,125.44	1,246,049.60	1,345,910.91
在建工程	171,408.31	151,716.48	75,658.14
无形资产	230,960.68	256,169.59	251,047.97
资产总计	2,657,400.98	2,903,076.88	3,066,062.72
其他应付款	57,526.33	74,262.36	69,313.14
短期债务	229,767.26	212,862.14	217,529.77
长期债务	119,091.25	149,000.00	88,296.77
总债务	348,858.51	361,862.14	305,826.54
净债务	295,144.96	308,565.52	254,744.02
负债合计	704,788.59	747,089.37	692,885.41
所有者权益合计	1,952,612.38	2,155,987.51	2,373,177.31
利息支出	11,017.53	12,000.05	9,507.10
营业总收入	2,109,119.96	2,015,470.11	2,242,589.56
经营性业务利润	379,098.19	298,950.71	385,018.53
投资收益	-324.54	2,594.57	7,251.68
净利润	355,441.52	315,172.38	355,471.49
EBIT	386,461.25	295,680.83	396,995.59
EBITDA	460,350.83	378,111.79	485,173.73
经营活动产生的现金流量净额	383,092.25	367,681.73	473,438.75
投资活动产生的现金流量净额	-315,054.18	-240,904.07	-253,078.66
筹资活动产生的现金流量净额	-71,119.41	-134,237.59	-222,396.59

财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	31.83	29.10	29.88
期间费用率（%）	13.08	13.73	12.49
EBIT 利润率（%）	18.32	14.67	17.70
总资产收益率（%）	14.54	10.64	13.30
流动比率（X）	1.69	2.00	2.19
速动比率（X）	1.21	1.51	1.73
存货周转率（X）	5.46	5.32	5.90
应收账款周转率（X）	11.29	10.29	10.86
资产负债率（%）	26.52	25.73	22.60
总资本化比率（%）	15.16	14.37	11.42
短期债务/总债务（%）	65.86	58.82	71.13
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	1.06	0.99	1.52
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	1.60	1.68	2.13
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	34.77	30.64	49.80
总债务/EBITDA（X）	0.76	0.96	0.63
EBITDA/短期债务（X）	2.00	1.78	2.23
EBITDA 利息保障倍数（X）	41.78	31.51	51.03
EBIT 利息保障倍数（X）	35.08	24.64	41.76
FFO/总债务（X）	1.23	1.01	1.47

注：本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn