



CREDIT RATING REPORT

报告名称

中国建材股份有限公司 主体与相关债项2022年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
主体概况
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
评级结论





信用等级公告

DGZX-R【2022】00438

大公国际资信评估有限公司通过对中国建材股份有限公司及“17 中材 03”的信用状况进行跟踪评级，确定中国建材股份有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“17 中材 03”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：**席宁**

二〇二二年六月十七日



评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AAA	评级展望	稳定		
上次评级结果	AAA	评级展望	稳定		
债项信用					
债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 中材 03	5	7 (5+2)	AAA	AAA	2021.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	4,832.93	4,613.00	4,557.59	4,457.34
所有者权益	1,856.26	1,786.64	1,652.92	1,509.23
总有息债务	-	1,899.25	1,921.38	2,043.95
营业收入	481.54	2,786.27	2,590.48	2,574.82
净利润	27.73	256.58	216.82	184.57
经营性净现金流	-67.02	500.89	642.49	633.49
毛利率	20.29	25.04	27.36	28.08
总资产报酬率	1.11	9.06	8.36	8.31
资产负债率	61.59	61.27	63.73	66.14
债务资本比率	-	51.53	53.76	57.52
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	6.74	6.36	5.22
经营性净现金流/总负债	-2.31	17.48	21.95	21.24

注: 公司提供了 2021 年及 2022 年 1~3 月财务报表, 天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2021 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。本报告 2019 年和 2020 年数据分别采用 2020 年和 2021 年审计报告的期初数或上年数。公司 2022 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 刘银玲

评级小组成员: 孙博

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

中国建材股份有限公司(以下简称“中国建材”或“公司”)主要从事基础建材、新材料及工程技术服务业务。跟踪期内, 公司仍具有很强的规模优势, 水泥产品主要原材料自给程度仍较高, 具有一定成本优势, 利润水平继续提升, 经营获现能力仍较强, 融资渠道畅通; 但公司债务负担仍较重, 流动资产对流动负债的覆盖程度仍较低, 资产减值损失和信用减值损失仍对公司利润形成较大侵蚀, 未来商誉仍存在一定减值风险。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司是中国建材集团有限公司建材产品板块的核心企业, 水泥、混凝土、石膏板和风电叶片等主要产品产能仍处于全球领先地位, 具有很强的规模优势;
- 公司水泥产品主要原材料自给程度仍较高, 自备余热发电系统可实现部分电力自给, 集中采购有利于降低采购价格, 公司具有一定成本优势;
- 2021 年, 公司利润水平继续提升, 经营获现能力仍较强;
- 公司融资渠道畅通, 银行授信余额较为充裕。

主要风险/挑战:

- 2021 年末, 公司有息债务占总负债的比重仍较高, 债务负担仍较重, 流动资产对流动负债的覆盖程度仍较低;
- 2021 年, 公司资产减值损失和信用减值损失仍对利润形成较大侵蚀, 未来商誉仍存在一定减值风险。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《建材企业信用评级方法》，版本号为 PF-JC-2021-V.4，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：财富创造能力（63%）	6.69
（一）产品与服务竞争力	6.84
（二）盈利能力	6.45
要素二：偿债来源与负债平衡（37%）	5.57
（一）债务状况	4.78
（二）偿债来源对债务的保障程度	5.86
调整项	0.05
模型结果	AAA

调整项说明：或有负债下调 0.05，理由为截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 44.24 亿元，担保比率为 2.38%；股东支持上调 0.10，理由为公司为股东中国建材集团有限公司建材产品板块的核心企业。

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	17 中材 03	AAA	2021/06/28	王鹏、孙博	建材企业信用评级方法 (V.3.1)	点击阅读全文
AAA/稳定	17 中材 03	AAA	2017/09/27	张建国、韩光明、霍霄	大公信用评级方法总论	点击阅读全文
AAA/稳定	-	-	2011/06/07	胡晓群、王靓	行业信用评级方法总论	点击阅读全文



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公及评级项目组履行了尽职调查以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期至被



跟踪债券到期日，在有效期限内，大公将根据《跟踪评级安排》对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、未经大公书面同意，本次评级报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。





跟踪评级说明

根据大公承做的中国建材存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对评级对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 中材 03	5.00	5.00	2017. 10. 18~2024. 10. 18	偿还有息债务	已全部按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

主体概况

公司是 2005 年 3 月依法设立的股份有限公司，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）《关于中国建筑材料集团公司重组设立股份有限公司方案的批复》（国资改革【2004】1047 号）等文件，由中国建材集团有限公司（原名“中国建筑材料集团有限公司”，以下简称“中国建材集团”）为主发起人，联合北新建材集团有限公司（原名“北新建材（集团）有限公司”）、中建材集团进出口公司、中国信达资产管理股份有限公司和中国建筑材料科学研究总院有限公司（原名“中国建筑材料科学研究总院”，以下简称“建材研究总院”），以中国建筑材料及设备进出口公司为主体整体改制设立而成。2006 年 3 月，公司于香港联交所挂牌上市（股票简称“中国建材”，股票代码：3323.HK）。

2018 年 5 月 2 日，公司与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）进行合并的 H 股换股及非上市股换股已完成，中材股份的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由中国建材承接与承继。2019 年 10 月 25 日，中材股份完成工商注销。

截至 2021 年末，公司总股本为 84.35 亿元，中国建材集团持有公司 43.02% 股份¹，仍为公司的控股股东，实际控制人仍为国务院国资委。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的二级子公司为 11 家。

2022 年 5 月 11 日，公司的附属公司甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（以

¹ 中国建材集团直接、间接持有公司内资股比例分别为 7.45%和 35.39%，直接、间接持有 H 股比例分别为 0.10%和 0.08%。





下简称“祁连山股份”)与中国交通建设股份有限公司(以下简称“中国交建”)及中国城乡控股集团有限公司(以下简称“中国城乡”)签订了资产重组示意性协议,拟置出祁连山股份的全部资产及负债,置入中国交建和中国城乡分别持有的中交公路规划设计院有限公司、中国市政工程西南设计研究总院有限公司等六家公司 100%股权,上述资产重组完成后,预期祁连山股份将不再为公司的附属公司。同日,公司的子公司天山水泥股份有限公司(以下简称“天山股份”)与中国交建及中国城乡订立了一份托管意向协议,拟将祁连山股份的水泥业务于中国交建及中国城乡取得置出标的资产后托管给天山股份经营管理,并由中国交建及中国城乡支付托管费作为对价。上述资产重组将解决公司旗下 A 股上市公司在水泥业务上的同业竞争问题,天山股份将通过托管方式实现对祁连山股份水泥业务的管理,祁连山股份将不再从事水泥业务。截至本报告出具日,上述资产重组及托管仍在协商论证中,尚存在不确定性。

公司遵循《中华人民共和国公司法》、《香港联合交易所有限公司证券上市规则》等相关监管要求以及国内相关法律法规规定,建立较为完善的法人治理结构和严格的内部控制体系,股东大会、董事会、监事会各司其职,形成有效的制衡约束机制。在实际工作中,各级管理层均能依照上述制度体系,履行决策、执行、监督等职能,保证公司发展战略和经营目标的实现。

根据公司提供的《企业信用报告(授信机构版)》,截至 2022 年 5 月 9 日,公司本部已结清及未结清信贷中无不良或关注类记录。截至本报告出具日,公司已在公开债券市场上发行多期债券,其中到期债券均按时支付本息。

偿债环境

2022 年我国经济稳增长压力增大,经济增速或将有所放缓,但经济韧性较强,经济发展质量有望进一步提升;2021 年以来,水泥价格波动较大,水泥行业效益总体水平同比有所减弱,去产能仍是未来政策调控的首要目标。

(一) 宏观环境

2021 年我国经济持续恢复,增长结构进一步优化。2022 年我国经济稳增长压力增大,经济增速或将有所放缓,但我国经济韧性较强,政策联动、前置发力将巩固经济修复成果,经济发展质量有望进一步提升。

2021 年我国统筹推进疫情防控和经济社会发展,国民经济持续恢复国内生产总值(GDP)达到 1,143,670 亿元,按不变价格计算,同比增长 8.1%,两年平均增速 5.1%。三次产业保持恢复态势,稳中向好,产业结构得到进一步优化;社会消费品零售总额、固定资产投资、货物进出口同比分别增长 12.5%、4.9%和 21.4%,消费支出、资本支出和货物及服务贸易进出口分别对经济拉动 5.3、1.1 和 1.7 个百分点,内需对经济增长的贡献率达 79.1%,同比提升了 4.4 个百



分点,经济增长结构得到持续改善。宏观政策方面,2021 年我国宏观经济政策保持稳定性、连续性。财政政策坚持“提质增效、更可持续”,有力支持疫情防控和经济社会发展,全年新增减税降费 1.1 万亿元,继续减轻实体经济税收负担,加大对实体经济支持力度;债券发行规模同比有所扩大,平均发行利率略有下降,债券发行节奏呈现“前慢后快”的态势,在下半年经济下行压力增大时,带动扩大了有效投资。货币政策保持“稳”字当头,突出“稳增长”服务实体经济的总体理念,加强跨周期设计,自 7 月以后先后全面降准两次,释放长期资金 2.2 万亿元、新增 3,000 亿元支小再贷款额度、推出 2,000 亿元碳减排支持工具,下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点,1 年期 LPR0.05 个百分点,一系列密集调控措施出台充分保证了银行体系的流动性合理充裕。

2021 年在基数效应和新的“三重压力”叠加影响下,我国经济增速出现逐季放缓的态势。2022 年,我国面临的内外部环境依然复杂,疫情局部扰动对消费需求形成抑制,部分投资领域尚在探底,稳增长压力有所加大,经济增速或将有所放缓。面临新的宏观经济形势,宏观政策将协调联动,前置发力,加强跨周期和逆周期调控的有机结合,实施好扩大内需战略,增强发展内生动力。基建将发挥“稳增长”功能,教育、社会保障与就业、医疗卫生等民生相关支出有望继续保持较高增速,财政政策与货币政策协调联动,将加大对水利、城市管网建设等重大项目的支持力度,维护好人民群众的切身利益,扎实推进共同富裕。预计在政策统筹协调,前置发力之下,经济修复成果将得到巩固,经济增长结构将持续优化,经济发展质量有望进一步提升。

(二) 行业环境

受下游需求的影响,水泥行业具有显著的周期性特征;2021 年以来,水泥价格波动较大,全年水泥行业效益总体水平同比有所减弱,但韧性犹在。

水泥被广泛应用于道路、桥梁和水利等基础设施建设及房屋建设,建筑和房地产等下游产业的变化将直接影响水泥产品的市场需求,下游行业的周期性波动致使水泥行业呈现明显的周期性特点。水泥行业是投资拉动型行业,下游消费需求与固定资产投资呈正相关性,其中基础设施建设投资和房地产开发投资是影响水泥需求最重要的驱动因素。

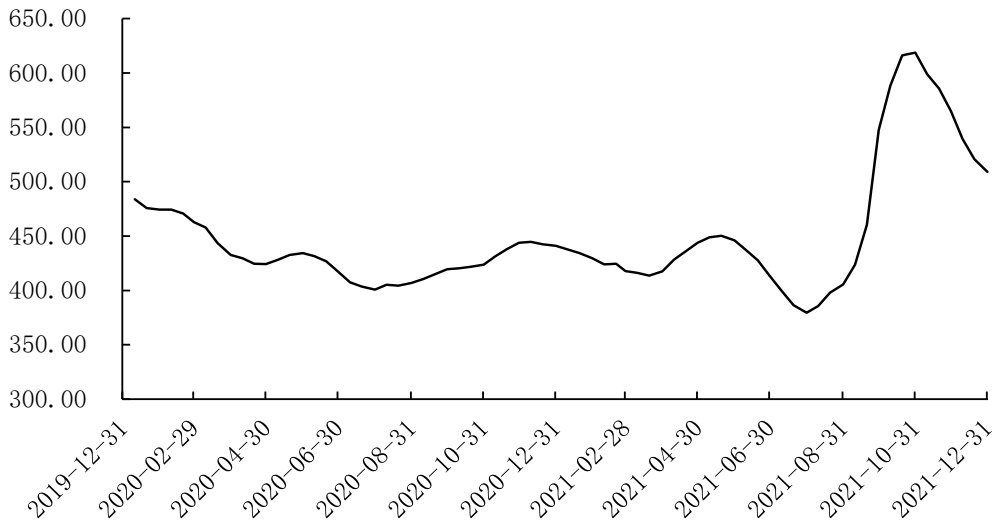


图1 2020年1月~2021年12月华北地区P.O 42.5水泥月均价(单位:元/吨)

数据来源: Wind

从需求侧看,2021年以来,受资金环境持续偏紧影响,房地产投资、开工持续下行,1~8月房地产投资累计同比增长8.8%,开工累计下降3.5%;基建投资亦表现疲弱,1~8月基建投资同比增长1.5%,整体水泥下游需求疲软;9月及10月为传统施工旺季,水泥需求有所上涨。但后续,尽管政策对于地产融资端表态趋于缓和,但当前资金环境仍然偏紧,销售表现仍然低迷,库存则逐步积累,个别房企信用事件影响行业投资信心,预计短期地产开工投资仍将承压,水泥需求短时间仍将疲软。供给方面,2021年全国规模以上企业水泥产量达到23.63亿吨,同比下降1.20%;分季度看,前二季度增长较快,增幅较大,三季度随着国家发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》,提出坚决管控高耗能、高排放项目,健全能耗双控管理制度,能耗双控政策下部分企业限产停产,水泥产量增速迅速回落,全年呈现下降趋势。2021年全年我国水泥需求量、产销量总体表现为“前高后低”。

价格方面,2021年受能耗双控、煤价上涨等因素影响,水泥价格波动较大。2021年9月以来,水泥价格节节攀升,华北地区P.O42.5水泥价格在10月达到峰值618.90元/吨,随后国家发展改革委、国家能源局等部门接连发文、召开会议稳煤价,水泥价格开始回落。2021年中国水泥平均出厂价格同比上涨6.0%。

总体来看,2021年水泥行业效益总体水平同比有所减弱,但韧性犹在。

水泥行业产能严重过剩的整体形势仍未改变,水泥去产能仍是未来政策调控的首要目标。

近年来,在产业结构调整政策基调不变的前提下,水泥行业去产能政策不断细化完善,淘汰低效产能、产能置换、错峰生产、环保限产、联合重组等方面多



头并举，水泥化解过剩产能取得初步成效。近年来水泥行业供给侧结构性调整逐渐深入且效果显著。但同时，产能严重过剩的整体形势仍未改变。2021 年 7 月 2 日，工信部发布修订后的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，未来将加大深化供给侧结构改革推进力度严禁水泥新增产能，同时要求保持水泥错峰生产政策的连续性。水泥去产能仍是未来政策调控的首要目标。

财富创造能力

公司是中国建材集团建材产品板块的核心企业，主要经营基础建材、新材料与工程技术服务三大主营业务，2021 年公司主营业务收入同比小幅增长，受煤炭成本上涨等因素影响，主营业务毛利率同比有所下降。

公司是中国建材集团建材产品板块的核心企业，主要经营基础建材、新材料与工程技术服务三大主营业务。2021 年，基础建材板块仍为公司主营业务收入和毛利润的主要来源，但占比有所下降，新材料板块对公司主营业务收入和毛利润的贡献持续提高，工程技术服务板块收入和毛利润占比持续下降；其他业务主要为建材贸易与物流等，对公司主营业务收入和毛利润的贡献仍较小。

2021 年，公司主营业务收入同比小幅增长，受煤炭成本上涨等因素影响，主营业务毛利润小幅下降。分业务板块来看，基础建材板块收入同比小幅增长，但受煤炭成本上涨影响，毛利润有所下降；新材料板块收入和毛利润同比均有所增长，主要是石膏板、玻璃纤维、锂电池隔膜销售量价齐升所致；工程技术服务板块收入和毛利润同比均有所下降；其他业务收入和毛利润同比大幅增长，主要是子公司中建材投资有限公司贸易业务规模扩大所致。

2021 年，公司主营业务毛利率同比有所下降，其中基础建材板块毛利率同比下降 2.94 个百分点，主要是煤炭成本上涨以及骨料销售价格下降所致；受风电叶片销售价格下降以及原材料、煤炭价格上涨影响，新材料板块毛利率同比略有下降；工程技术服务板块毛利率持续降低，主要是疫情导致成本增加以及毛利率相对较高的中国建材国际工程集团有限公司（以下简称“中国建材工程”）不再纳入公司合并范围所致。

**表 2 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司主营业务收入及盈利情况² (单位: 亿元、%)**

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	470.41	100.00	2,737.67	100.00	2,541.26	100.00	2,546.87	100.00
基础建材	288.30	61.29	1,853.22	67.69	1,781.71	70.11	1,853.98	72.79
新材料	100.13	21.29	441.67	16.13	385.45	15.17	289.17	11.35
工程技术服务	66.92	14.23	317.00	11.58	322.22	12.68	354.49	13.92
其他	15.06	3.20	125.78	4.59	51.88	2.04	49.22	1.93
主营业务毛利润	92.06	100.00	680.06	100.00	693.69	100.00	714.24	100.00
基础建材	46.70	50.73	475.58	69.93	509.56	73.46	556.20	77.87
新材料	27.21	29.56	131.40	19.32	117.07	16.88	80.58	11.28
工程技术服务	10.79	11.72	49.06	7.21	57.72	8.32	70.62	9.89
其他	7.36	8.00	24.02	3.53	9.34	1.35	6.84	0.96
主营业务毛利率	19.57		24.84		27.30		28.04	
基础建材	16.20		25.66		28.60		30.00	
新材料	27.18		29.75		30.37		27.86	
工程技术服务	16.12		15.48		17.91		19.92	
其他	48.88		19.10		18.00		13.90	

数据来源: 根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月, 公司主营业务收入同比基本持平, 各主要业务板块收入同比均变化不大; 受煤炭成本上涨等因素影响, 主营业务毛利润同比下降 18.65%, 其中基础建材和工程技术服务板块毛利润同比降幅较大, 新材料板块毛利润同比略有下降。同期, 公司主营业务毛利率同比下降 4.50 个百分点, 各主要业务板块毛利率同比均有所下降。

(一) 基础建材

公司是全球最大的水泥生产商和商品混凝土生产商, 规模优势仍明显, 2021 年, 公司水泥产能同比略有增加, 受错峰生产等因素影响, 产能利用率仍偏低。

公司基础建材主要产品包括水泥、熟料、商品混凝土和骨料。公司现有产品包括强度等级为 42.5、42.5R、52.5、52.5R 等多个品种水泥产品, 覆盖市场上所有水泥品种。公司通过联合重组不断扩大产能, 并延伸产业链, 在我国东南部

² 2019 年和 2020 年主营业务数据采用追溯调整数据。基础建材包含水泥、熟料、混凝土及骨料, 其中包含中建材投资有限公司相关业务数据; 新材料包括轻质建材与复合材料业务; 工程技术服务包括装备制造及相关工程技术服务与研究与服务板块; 其他包含建材贸易与物流等其他板块。



地区、中东部地区、东北三省、西南地区和西北地区基本完成行业整合，获得了区域经济优势。2021 年，公司以天山股份为主体整合非上市水泥资产，将持有的中国联合水泥集团有限公司（以下简称“中联水泥”）、南方水泥有限公司（以下简称“南方水泥”）、西南水泥有限公司（以下简称“西南水泥”）及中材水泥有限责任公司（以下简称“中材水泥”）股权转让给天山股份，整合后公司基础建材板块主要经营主体包括天山股份、北方水泥有限公司（以下简称“北方水泥”）、宁夏建材集团股份有限公司（以下简称“宁夏建材”）³和甘肃祁连山建材控股有限公司（以下简称“祁连山”）⁴。

表 3 2021 年末公司基础建材主要经营主体年产能情况（单位：亿吨、亿立方米）

经营主体	水泥	商品混凝土
天山股份	4.34	4.18
北方水泥	0.35	0.36
宁夏建材	0.20	0.11
祁连山	0.29	0.09
合计	5.18	4.75

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年末，公司水泥产能约 5.18 亿吨，同比增加 0.04 亿吨；商品混凝土产能约 4.75 亿立方米，同比增加 0.25 亿立方米，公司仍为全球最大的水泥生产商和商品混凝土生产商⁵，规模优势明显。2021 年，公司水泥产能利用率约为 64%，熟料产能利用率约为 82%，同比均有所下降，受错峰生产、能耗双控等因素影响，产能利用率仍偏低。公司现有水泥熟料生产线均符合目前国家相关的耗能及排废指标，绝大部分熟料生产线配有余热发电系统。截至 2021 年末，公司余热发电系统总装机容量达到 2,214 兆瓦。

公司水泥产品主要原材料自给程度仍较高，自备余热发电系统可实现部分电力自给，集中采购有利于降低采购价格，公司具有一定成本优势。

公司水泥产品的生产成本主要由原材料、煤炭、电力构成。原材料主要包括石灰石、黏土、砂岩等，约占生产成本的 20%~30%，其中石灰石是最主要原材料，截至 2021 年末，公司石灰石储量约 110.6 亿吨，同比增加 18.1 亿吨，下属

³ 2022 年 4 月 28 日，宁夏建材与天山股份订立了一份示意性的重大资产出售协议，天山股份拟向宁夏建材收购标的水泥资产。同日，宁夏建材与中建材信息技术股份有限公司（以下简称“中建材信息”）订立了一份示意性的吸收合并协议，宁夏建材拟通过向中建材信息全体股东发行宁夏建材 A 股股票的方式换股吸收合并中建材信息，吸收合并完成后，预计将不会导致公司对宁夏建材的实质控制的变更。上述水泥资产重组及吸收合并完成后，宁夏建材主营业务发生变更，原熟料、水泥、商品混凝土及砂石骨料相关资产的控股权将由天山股份全面整合，消除潜在同业竞争。截至本报告出具日，上述水泥资产重组及吸收合并仍在协商论证中，尚存在不确定性。

⁴ 截至 2022 年 3 月末，公司和祁连山对祁连山股份的持股比例分别为 14.93%和 11.80%，公司对祁连山的持股比例为 51.00%。

⁵ 数据来源：公司 2021 年年报。





公司拥有 282 个采矿权证, 石灰石自给率约为 90%; 煤炭是水泥生产的主要燃料, 约占生产成本的 35%~40%, 均由外购获得; 电力是水泥生产的主要能源, 约占生产成本的 15%~20%, 除按大工业电价从当地供电公司购买外, 公司自备余热发电系统可实现约 30% 的电力自给。

公司实施区域化集中采购, 即建立区域采购中心, 统一对原材料进行采购, 公司与多家煤炭经销商建立长期合作关系, 保障燃料稳定供应的同时获取较低的采购价格。2021 年, 公司水泥产品前五大供应商采购金额占比为 21.91%。对于原燃料的采购, 公司一般采用货到付款的方式进行结算, 通常有一定的账期; 在大宗燃料采购时会选择预付货款的方式, 以获取一定的价格优惠。

2021 年, 公司水泥及水泥熟料销量小幅下降, 销售价格有所增长; 商品混凝土产销量及价格较为稳定。

公司水泥产品销售采取“营销集中、产销分离”的策略, 建立总部市场部、区域营销中心及工厂业务部三级营销组织体系, 直接统一对外销售。公司利用水泥核心利润区的优势进行产业链延伸, 发展商品混凝土业务, 使水泥和商品混凝土市场形成有效联动机制。2021 年, 公司水泥及水泥熟料销量为 3.73 亿吨, 同比下降 4.18%; 商品混凝土销量为 1.12 亿立方米, 同比基本持平; 骨料销量为 1.04 亿吨, 同比增长 31.57%。从销售价格来看, 2021 年公司水泥及水泥熟料销售均价同比增长 10.35%, 商品混凝土销售均价同比下降 0.92%, 骨料销售均价同比下降 6.20%。

表 4 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司基础建材产销情况⁶ (单位: 万吨、万立方米)

项目		2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
水泥及水泥熟料	产量	9,887.38	65,726.76	66,993.14	67,268.97
	销量	5,644.70	37,253.26	38,879.20	39,124.80
混凝土	产量	1,541.23	11,183.16	11,152.63	11,180.30
	销量	1,541.23	11,183.16	11,152.63	11,180.30

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司通过各大水泥产品经营主体已在全国范围内建立起广阔的销售网络, 主要销售对象包括搅拌站、水泥制品企业、重点工程业主、房地产开发商或施工单位、乡镇市场经销商等, 客户集中度较低, 2021 年公司水泥产品前五大销售客户销售金额占比为 16.90%。水泥产品销售结算方式以现款现货、银行承兑汇票为主, 款到发货。

⁶ 部分水泥熟料用于公司水泥生产, 未对外销售, 因此水泥及水泥熟料销量与产量差异较大; 基础建材各主要经营主体产销情况详见附件 2-1。



（二）新材料

2021 年，公司石膏板产能进一步扩大，仍为全球最大的石膏板生产商，具有很强的规模和品牌优势，石膏板产销量同比有所增长。

公司新材料板块主要包括轻质建材和玻璃纤维及复合材料业务。轻质建材业务的主要经营主体为子公司北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”），主要产品包括石膏板、龙骨、矿棉吸音板等新型建材产品，以石膏板为主。公司旗下有“龙”、“北新”、“泰山”、“金邦”和“TBO”等品牌，其中“龙”牌和“泰山”牌石膏板分别定位于高端与中端消费群体，仍具有较高的市场知名度和品牌影响力。2021 年，石膏板收入为 134.31 亿元，占轻质建材板块主营业务收入的比重为 64.08%。截至 2021 年末，北新建材石膏板产能达到 33.58 亿平方米，同比增加 5.34 亿平方米，仍位居世界第一⁷。2021 年，以北新建材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的产能利用率约为 77.78%，同比提高 1.78 个百分点。

北新建材生产石膏板所需主要原材料为石膏和护面纸，纸面石膏板的生产采用工业副产石膏为原料，实现了资源的综合再利用和环境保护，工业副产石膏采购距离一般控制在 100 公里以内，以有效控制物流成本。公司与供应商结算方式一般为汇款或银行承兑汇票。

北新建材轻质建材产品销售仍以国内市场为主，2021 年北新建材国内市场收入占比为 99.48%，其中南方、北方和西部地区占比分别为 43.18%、37.48% 和 18.82%。北新建材采用全渠道销售模式，产品主要由各地经销商销售，营销网络遍布全国各大中城市及发达地区县级市，且随着新生产线投入及市场拓展，销售渠道已延伸至县一级乃至乡镇一级市场。此外，与房地产开发商、家装公司和装饰公司开展全方位深度合作，实现对终端市场的有效掌握。2021 年，公司石膏板产销量同比均有所增长。

表 5 2019~2021 年公司石膏板产销情况（单位：亿平方米）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
产量	24.23	20.33	19.94
销量	23.78	20.15	19.66

数据来源：根据公司提供资料整理

公司仍为全球最大的风电叶片制造商，风电叶片下游客户集中度较高，销售仍易受风电行业政策及单一客户需求变动影响，2021 年，受风电叶片“抢装潮”后市场需求萎缩影响，公司风电叶片销量和价格均有所下降。

公司复合材料业务的主要经营主体为中国复合材料集团有限公司（以下简称

⁷ 数据来源：公司 2021 年年报。



“中国复材”）、中材科技股份有限公司（以下简称“中材科技”）和中材新材料股份有限公司，主要产品包括风电叶片和玻璃纤维，以及 CNG 气瓶、过滤材料和先进陶瓷等。公司风电叶片生产技术和质量处于国内领先水平，2021 年末风电叶片产能为 20GW/年，仍位居世界第一⁸。

中材科技拥有独立自主的设计研发能力并根据市场需求快速调整产品结构和产能布局，产品开发实现了从 1MW~14MW 平台的系列化推进，拥有全系列八十多款产品，适用于高低温、高海拔、低风速、沿海、海上等不同运行环境，具备年产 10GW 以上风电叶片生产能力。由于风电叶片受运输成本影响较大，中材科技将生产基地设立在靠近最终用户的区域，目前拥有江苏阜宁、河北邯郸、江西萍乡、甘肃酒泉、内蒙古锡林浩特、吉林白城和内蒙古兴安盟七个风电叶片产业基地，产品覆盖中国、美国、加拿大、巴拿马、巴西、阿根廷、智利等 23 个国家和地区。2021 年中材科技推出 80.5、80.8 等多款领先产品，加快国际、国内基地项目建设和产业布局，首个海外项目巴西 260 套风电叶片制造基地、首个海上项目阳江年产 200 套海上风电叶片基地先后获批，并同步启动两个陆上风电基地的部署。2021 年，受风电叶片“抢装潮”后市场需求萎缩影响，中材科技风电叶片产销量同比小幅下降，仍处于国内市场领先地位⁹。

中国复材通过引进战略投资者等方式，成功建设了连云港、沈阳、酒泉、包头、哈密叶片生产基地和 SINOI 海外研发中心，已成为全国领先的风电叶片生产商。2021 年，中国复材风电叶片产销量同比有所下降，得益于海上风电抢装需求，中国复材海上风电叶片销量同比大幅增长。

表 6 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司风电叶片产销情况（单位：兆瓦）

项目		2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
中材科技	产量	3,392	11,877	12,369	8,218
	销量	2,150	11,424	12,343	7,941
中国复材	产量	795	4,434	5,528	2,850
	销量	909	4,462	4,979	2,888

数据来源：根据公司提供资料整理

风电叶片下游客户为风电机组整机商，市场集中度相对较高，销售易受风电行业政策及单一客户需求变动影响。2021 年，受风电叶片“抢装潮”后市场需求萎缩影响，公司风电叶片销量同比下降 8.29%，销售均价同比下降 18.79%。

中材科技全资子公司泰山玻璃纤维有限公司玻璃纤维年产能约 120 万吨，是全国前三、全球前五的玻璃纤维制造企业¹⁰，规模优势显著。主导产品包括系列

⁸ 数据来源：公司 2021 年年报。

⁹ 数据来源：中材科技 2021 年年报。

¹⁰ 数据来源：中材科技 2021 年年报。



无捻粗纱、热塑性短切纤维、短切毡等 8 大类 2,000 多种规格，广泛应用于建筑与基础设施、汽车与交通、化工环保、电子电气、船舶与海洋等领域。2021 年，得益于玻纤行业高景气发展，中材科技玻璃纤维及制品产销量同比增长，实现玻璃纤维及制品收入 87.51 亿元，同比增长 27.75%；毛利率 42.73%，同比提高 11.42 个百分点。

（三）工程技术服务

公司在水泥工程服务业务领域仍具有较强的竞争优势，项目储备仍较为充足；工程服务业务境外收入占比仍较高，面临政治环境、汇率波动风险，疫情给境外业务开展带来一定不确定性。

2021 年，公司以子公司中国中材国际工程股份有限公司（以下简称“中材国际”）为主体整合水泥工程资产，并转让子公司中国建材工程股权，整合后公司工程技术服务板块主要由中材国际经营¹¹。

中材国际工程建设业务以水泥工程为主，同时向矿业、化工、电力、公路、民用建筑等非水泥工程领域拓展，业务模式仍以 EPC 工程总承包服务为主。中材国际在水泥工程服务业务领域仍具有较强的竞争优势，拥有国际领先的自主知识产权的新型干法水泥生产线工艺技术以及完整的水泥技术装备工程“全产业链”资源，为客户提供从水泥生产线研发、设计、装备、建设、调试、运维全过程的系统集成服务。在国内市场，2021 年中材国际以 EP、EPC 模式新签水泥生产线 11 条；在国际市场，截至 2021 年末累计在全球 84 个国家和地区承接了 286 条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率领先。中材国际在 2021 年度 ENR“全球最大 250 家国际承包商”榜单中位列全球入榜企业第 60 位，位列中国入榜企业第 13 位。2021 年，中材国际新签合同额同比增长 19.9%；截至 2022 年 3 月末，正在执行的合同金额为 510.41 亿元，能够为未来 1~2 年的收入形成支撑。

2021 年，中材国际主营业务收入为 359.52 亿元，其中境外收入占比为 36.91%，境外收入占比仍较高，面临政治环境、汇率波动风险，疫情给境外业务开展带来一定不确定性。

¹¹ 为推动解决水泥工程业务板块的同业竞争问题，2021 年中国建材、建材研究总院及中国建材工程向中国中材国际出售其分别于北京凯盛建材工程有限公司、南京凯盛国际工程有限公司及中材矿山建设有限公司的股权，上述交易涉及的相关股权已于 2021 年 9 月过户至中材国际名下。2021 年 12 月，公司与中建材蚌埠玻璃工业设计研究院有限公司（以下简称“蚌埠院”，目前已更名为“中建材玻璃新材料研究院集团有限公司”）、凯盛科技集团有限公司（以下简称“凯盛集团”）及蚌埠市华金技术开发有限责任公司订立了认购协议，以公司通过向蚌埠院转让其持有的中国建材工程股权的方式认购蚌埠院股权。截至 2022 年 1 月 11 日，上述交易已完成交割，中国建材工程不再纳入公司 2021 年财务报表合并范围。

**表 7 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司工程技术服务业务新签合同情况（单位：亿元）**

项目		2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
中国建材工程	玻璃工程及服务	-	-	74.01	60.22
	水泥工程及服务	-	-	39.55	51.14
	新能源工程及服务	-	-	40.82	70.31
	建筑工程及服务	-	-	-	11.59
	小计	-	-	154.39	193.26
中材国际	工程建设	43.09	366.95	270.37	238.86
	装备制造	14.30	48.08	40.81	43.00
	环保	1.57	15.13	21.80	21.50
	生产运营管理	25.35	63.61	2.45	6.77
	其他	3.69	16.02	6.45	2.74
	小计	88.00	509.79	341.89	312.86
合计		88.00	509.79	496.28	506.13

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债来源与负债平衡

2021 年，公司利润水平持续提升，盈利对利息的保障程度持续提高；经营性净现金流同比大幅下降，但对负债及利息的保障程度仍较高，银行授信余额能够为偿债来源提供较大支持；公司有息债务占总负债比重仍较高，债务负担仍较重。

（一）偿债来源

1、盈利

2021 年，公司营业收入同比小幅增长，但毛利率继续下滑；非经常性损益规模较大，资产减值损失和信用减值损失仍对利润形成较大侵蚀；得益于减值损失的大幅减少，公司利润水平持续提升。

2021 年，公司营业收入同比小幅增长，受煤价上升等因素影响，毛利率继续下滑。期间费用同比小幅增长，其中销售费用、管理费用和财务费用同比变动不大；研发费用同比增长 35.51%，主要是加大研发投入所致。期间费用率同比基本持平。

2021 年，公司投资收益同比增长 16.66%，主要是联营企业利润增长以及出售子公司的收益增加所致，投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益；其他收益及营业外收入合计 35.12 亿元，同比小幅增长，其他收益及营业外收入主要来自于政府的补助收入，包括增值税返还、地方政府补助、财政贴息等，公司享有资源综合利用增值税退税，可持续性较强，其他政府补助主要是各地政府给与的奖金或补助资金，由于公司子公司分布在全国各地，所在地政府的补助和奖励政策各有不同，该部分政府补助收入具有一定的不确定性。资产减值损失



同比大幅减少，主要为固定资产减值损失和商誉减值损失，因水泥产能置换及环保关停等原因，公司对固定资产和商誉计提减值准备规模较大，未来仍存在减值可能；信用减值损失同比大幅减少，主要为应收账款和其他应收款坏账损失。总体来看，公司非经常性损益规模较大，资产减值损失和信用减值损失虽同比大幅减少但仍对公司利润形成较大侵蚀。

表 8 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	481.54	2,786.27	2,590.48	2,574.82
营业成本	383.84	2,088.70	1,881.75	1,851.77
毛利率	20.29	25.04	27.36	28.08
期间费用	65.47	340.60	313.10	310.45
其中：销售费用	8.52	48.36	48.58	50.41
管理费用	32.72	152.71	142.03	141.51
研发费用	8.24	57.77	42.63	27.92
财务费用	15.99	81.76	79.87	90.60
期间费用率	13.60	12.22	12.09	12.06
其他收益	3.03	21.96	22.94	20.17
投资收益	14.32	47.04	40.33	16.32
信用减值损失（损失以“-”号填列）	-0.32	-12.76	-34.94	-34.76
资产减值损失（损失以“-”号填列）	0.01	-57.57	-98.51	-101.60
营业利润	36.89	331.56	305.18	295.17
营业外收入	1.15	13.17	9.77	10.87
营业外支出	0.63	8.16	14.15	31.27
利润总额	37.41	336.56	300.80	274.78
净利润	27.73	256.58	216.82	184.57
其中：归属于母公司所有者的净利润	17.61	170.34	134.91	120.92
总资产报酬率	1.11	9.06	8.36	8.31
净资产收益率	1.49	14.36	13.12	12.23

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年，得益于减值损失的大幅减少，公司营业利润同比小幅增长。同期，营业外收支净额由负转正，利润总额和净利润同比分别增长 11.89%和 18.34%，总资产报酬率和净资产收益率同比分别提高 0.70 个百分点和 1.24 个百分点。

2022 年 1~3 月，公司营业收入同比略有增长，受煤炭成本上涨等因素影响，毛利率同比下降 4.04 个百分点；期间费用率同比下降 2.15 个百分点。同期，营业利润、利润总额和净利润同比分别下降 10.78%、11.42%和 10.12%。





2、现金流

2021 年，公司经营性净现金流同比大幅下降，但经营获现能力仍较强；投资性现金流仍保持较大规模的净流出，由于转型升级及技改等需要，公司仍存在一定的资本支出需求。

2021 年，公司现金回笼率为 111.54%，同比下降 3.94 个百分点，收入实现质量保持在较高水平；经营性净现金流同比大幅下降，但经营获现能力仍较强。投资性现金流仍保持较大规模的净流出且净流出规模有所扩大，现金流出主要由购建固定资产、无形资产和其他长期资产形成。

2022 年 1~3 月，公司经营性净现金流同比保持净流出，净流出规模增加 45.35 亿元，主要是现金回笼水平较低所致，现金回笼率为 90.22%，同比下降 10.75 个百分点。同期，投资性净现金流同比保持净流出，净流出规模减少 9.41 亿元，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金减少所致。

表 9 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
经营性净现金流	-67.02	500.89	642.49	633.49
投资性净现金流	-36.86	-312.42	-264.97	-265.82
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	5.98	7.78	6.47
经营性净现金流/流动负债（%）	-3.73	27.30	33.16	31.12
经营性净现金流/总负债（%）	-2.31	17.48	21.95	21.24

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在建工程主要为技改工程。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建水泥项目总投资 55.90 亿元，已投资 39.63 亿元。由于转型升级支出、少量联合重组支出以及公司进行降耗、环保等技术改造，公司仍存在一定的资本支出需求。

3、债务收入

2021 年，公司筹资性现金流仍表现为净流出，净流出规模大幅收窄；公司债务融资仍以银行借款和发行债券为主，融资渠道畅通，银行授信余额较为充裕。

2021 年，公司筹资性现金流仍表现为净流出，净流出规模大幅收窄，随着水泥板块的联合重组规模下降，公司重组资金需求减少，借款所收到的现金持续下降。2022 年 1~3 月，公司筹资性净现金流同比增加 86.15 亿元，主要是吸收投资收到的现金大幅增加所致。



表 10 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
筹资性现金流入	548.05	1,503.76	1,789.55	1,870.19
借款所收到的现金	463.57	1,401.27	1,700.85	1,770.06
筹资性现金流出	358.17	1,714.66	2,108.03	2,205.30
偿还债务所支付的现金	302.06	1,361.75	1,810.47	1,905.60
筹资性净现金流	189.88	-210.90	-318.49	-335.10

数据来源：根据公司提供资料整理

公司债务融资仍以银行借款和发行债券为主，融资渠道畅通，且与银行建立了良好合作关系。截至 2021 年末，公司获得银行授信额度合计 3,213.41 亿元，尚未使用额度 1,669.50 亿元，同比分别增加 52.27 亿元和 64.35 亿元，公司授信余额较为充裕。

4、外部支持

公司控股股东中国建材集团是中国最大的综合性建材产业集团，公司是中国建材集团建材产品板块的核心企业；公司的补助收入主要包括增值税返还、地方政府补助、财政贴息等。

公司控股股东中国建材集团是中国最大的综合性建材产业集团，公司是中国建材集团建材产品板块的核心企业。公司的补助收入主要包括增值税返还、地方政府补助、财政贴息等，2021 年公司获得的增值税返还为 10.44 亿元，同比减少 2.20 亿元；计入营业外收入的政府补助为 2.06 亿元，同比减少 1.24 亿元。

5、可变现资产

2021 年以来，公司资产规模小幅增长，仍以非流动资产为主；应收账款占总资产比例较大，部分应收账款账龄偏长；公司实施联合重组形成商誉规模较大，2021 年计提商誉减值准备同比大幅减少，未来仍存在一定减值风险。

2021 年以来，公司资产规模小幅增长，资产结构仍以非流动资产为主，截至 2022 年 3 月末，非流动资产占总资产的比重为 64.84%。



表 11 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产构成 (单位: 亿元、%)

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	395.48	8.18	309.63	6.71	348.20	7.64	292.12	6.55
交易性金融资产	94.60	1.96	100.60	2.18	80.41	1.76	85.10	1.91
应收账款	531.71	11.00	469.53	10.18	441.92	9.70	410.91	9.22
应收款项融资	173.66	3.59	179.53	3.89	178.04	3.91	186.98	4.19
预付款项	116.38	2.41	86.91	1.88	113.38	2.49	121.50	2.73
存货	248.31	5.14	212.47	4.61	203.56	4.47	200.69	4.50
流动资产合计	1,699.48	35.16	1,498.46	32.48	1,567.76	34.40	1,570.99	35.24
长期股权投资	278.28	5.76	272.45	5.91	195.93	4.30	161.07	3.61
固定资产	1,667.82	34.51	1,677.52	36.37	1,567.09	34.38	1,605.92	36.03
在建工程	168.37	3.48	147.19	3.19	206.43	4.53	193.11	4.33
无形资产	459.56	9.51	458.25	9.93	381.56	8.37	316.93	7.11
商誉	322.74	6.68	322.53	6.99	332.26	7.29	378.22	8.49
非流动资产合计	3,133.45	64.84	3,114.54	67.52	2,989.82	65.60	2,886.35	64.76
资产总计	4,832.93	100.00	4,613.00	100.00	4,557.59	100.00	4,457.34	100.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由应收账款、货币资金、存货、应收款项融资、交易性金融资产和预付款项构成。2021 年末, 公司应收账款同比小幅增长, 账龄在 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3 年以上的应收账款占比分别为 63.82%、16.08%、6.91% 和 13.19%, 账龄结构同比变化不大, 部分应收账款账龄偏长, 存在一定回收风险, 应收账款全部按预期信用损失模型计提坏账准备, 计提比例为 16.55%, 同比略有下降。货币资金同比有所下降, 其中受限货币资金为 37.03 亿元, 主要为票据保证金和借款保证金等。存货同比小幅增长, 存货构成变化不大, 仍以原材料和库存商品为主, 易受市场价格波动影响, 存货合计计提跌价准备 6.03 亿元。应收款项融资同比略有增长, 全部为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据。交易性金融资产同比大幅增长, 主要为权益工具投资和银行理财产品等。预付款项同比大幅下降, 主要为预付的原材料款及工程和设备款。截至 2022 年 3 月末, 公司流动资产较 2021 年末增长 13.42%, 其中货币资金较 2021 年末增长 27.73%, 主要是借款增加所致; 预付款项、存货和应收账款较 2021 年末分别增长 33.91%、16.87% 和 13.24%; 流动资产其他主要科目较 2021 年末均变化不大。

从资产运营效率来看, 2021 年, 公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为 58.88 天和 35.85 天, 周转效率同比均略有提高。2022 年 1~3 月, 公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为 93.57 天和 54.02 天, 周转效率同比均有所下降。



公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、商誉、长期股权投资和在建工程构成。2021 年末，公司固定资产同比小幅增长，以房屋及建筑物和机器设备为主。无形资产同比大幅增长，主要是新增采矿权和土地使用权所致，期末无形资产计提减值准备 8.51 亿元。商誉主要由公司实施联合重组而产生，同比略有下降；因水泥产能置换及环保关停等原因，公司对商誉计提减值准备，2021 年计提减值准备 28.64 亿元，同比减少 13.51 亿元，期末商誉累计计提减值准备 153.21 亿元，未来商誉仍存在一定减值风险。长期股权投资同比大幅增长，主要是权益法下确认投资收益以及对合营企业、联营企业投资增加所致。在建工程主要为技改工程，同比大幅下降。截至 2022 年 3 月末，公司非流动资产较 2021 年末略有增长，其中在建工程较 2021 年末增长 14.39%，非流动资产其他主要科目较 2021 年末均变化不大。

表 12 截至 2021 年末公司受限资产情况（单位：亿元）¹²

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	37.03	票据保证金、环境治理保证金、保函保证金、履约保证金
应收款项融资	15.62	质押用于票据池业务、质押作为应付票据的保证金
应收账款	0.25	主要用于保理、银行借款的抵押及质押担保
固定资产	5.53	
在建工程	8.80	
无形资产	1.61	
合计	68.84	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年末，公司所有权受到限制的资产账面价值合计 68.84 亿元，占总资产的比重为 1.49%，占净资产的比重为 3.85%。

（二）债务及资本结构

2021 年以来，公司负债规模小幅波动，仍以流动负债为主，其中因资金需求变化短期借款波动较大。

2021 年末，公司负债规模同比小幅下降，负债结构仍以流动负债为主，流动负债占比有所下降。截至 2022 年 3 月末，流动负债在总负债中占比为 61.97%。

¹² 公司未提供截至 2022 年 3 月末受限资产情况。



表 13 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债情况 (单位: 亿元、%)

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	563.24	18.92	378.05	13.38	596.47	20.53	643.06	21.81
应付票据	213.11	7.16	186.84	6.61	161.81	5.57	167.63	5.69
应付账款	419.31	14.09	410.77	14.53	435.16	14.98	388.69	13.18
合同负债	111.59	3.75	123.18	4.36	160.42	5.52	159.68	5.42
其他应付款	170.80	5.74	167.30	5.92	137.57	4.74	151.32	5.13
一年内到期的非流动负债	238.35	8.01	299.62	10.60	281.54	9.69	186.21	6.32
其他流动负债	66.43	2.23	77.57	2.74	45.15	1.55	165.11	5.60
流动负债合计	1,844.66	61.97	1,747.99	61.85	1,922.01	66.17	1,953.48	66.26
长期借款	567.18	19.05	565.58	20.01	481.56	16.58	347.29	11.78
应付债券	410.84	13.80	361.93	12.81	371.86	12.80	535.34	18.16
非流动负债合计	1,132.00	38.03	1,078.37	38.15	982.66	33.83	994.63	33.74
负债总额	2,976.67	100.00	2,826.36	100.00	2,904.67	100.00	2,948.11	100.00
资产负债率	61.59		61.27		63.73		66.14	

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付账款、短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、其他应付款、合同负债和其他流动负债构成。2021 年末, 公司应付账款同比小幅下降, 其中账龄在 1 年以内的应付账款占比为 84.83%; 短期借款同比大幅下降, 主要是公司压降短期借款规模, 偿还较多借款所致, 短期借款主要包括保证借款 218.14 亿元和信用借款 156.99 亿元; 一年内到期的非流动负债同比小幅增长, 主要是因为结转至一年内到期的长期借款大幅增加所致; 应付票据同比有所增长, 其中银行承兑汇票同比大幅增长, 商业承兑汇票同比大幅下降; 其他应付款同比大幅增长, 主要为其他应付款项, 包括应付股权转让款、业务合并款、应付代垫款、应付保证金等, 其他应付款项中账龄在 1 年以内的占比为 49.07%; 合同负债同比大幅下降, 主要为预收货款及工程款; 其他流动负债同比大幅增长, 主要是公司发行短期融资券规模大幅增加所致。截至 2022 年 3 月末, 公司流动负债较 2021 年末小幅增长, 其中, 短期借款较 2021 年末增长 48.99%, 一季度公司经营活动和投资活动现金流净流出规模较大, 公司增加短期借款以满足资金需求; 应付票据较 2021 年末增长 14.06%; 一年内到期的非流动负债和其他流动负债较 2021 年末有所下降, 流动负债其他各主要科目较 2021 年末均变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等构成。2021 年末, 公司长期借款同比大幅增长, 主要是公司优化债务结构, 新增长期借款所致, 长期借款主要包括信用借款 343.46 亿元和保证借款 214.34 亿元, 利率区间分别为 1.00%~



5.00%和 2.80%~7.00%；应付债券同比小幅下降。截至 2022 年 3 月末，公司非流动负债较 2021 年末小幅增长，其中应付债券较 2021 年末增长 13.51%，非流动负债其他主要科目较 2021 年末变化不大。

2021 年末，公司有息债务规模持续下降但规模仍较大，有息债务占总负债比重仍较高，整体债务负担较重；短期有息债务占比继续下降，债务期限结构进一步改善。

2021 年末，公司有息债务规模持续下降但规模仍较大，有息债务占总负债的比重仍较高，整体债务负担较重。2021 年末，公司短期有息债务在总有息债务中占比为 50.04%，同比有所下降，债务期限结构进一步改善。若将永续债计入有息债务，截至 2021 年末，公司总有息债务为 2,064.71 亿元。截至 2022 年 5 月 11 日，公司本部存续债券余额为 501.00 亿元，若考虑债券赎回及回售等执行，未来一年内到期债券规模为 174.00 亿元¹³，面临一定短期偿付压力。

表 14 2019~2021 年末公司有息债务情况¹⁴ (单位: 亿元、%)

项目	2021 年末	2020 年末	2019 年末
短期有息债务	950.47	1,067.96	1,161.32
长期有息债务	948.78	853.42	882.63
总有息债务	1,899.25	1,921.38	2,043.95
短期有息债务占比	50.04	55.58	56.82
总有息债务占总负债比重	67.20	66.15	69.33

数据来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保比率较低，重大未决诉讼产生的各项费用或将对公司未来盈利产生不利影响。

截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 44.24 亿元，担保比率为 2.38%，对外担保主要为对关联方中国建材工程的担保 44.04 亿元，因公司转让中国建材工程股权，中国建材工程不再纳入公司合并范围，因此原来对子公司的担保变为对外担保，由凯盛集团向公司出具反担保文件。

截至 2022 年 3 月末，公司涉及重大未决诉讼主要为美国石膏板诉讼和云南永保案件。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及泰山石膏有限公司（以下简称“泰山石膏”）等中国石膏板生产商在内的多家企业提起诉讼，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 8 月，泰山石膏与原告和解集体律师签署了集体和解协议。截至 2022 年 3 月 25 日，泰山石膏在和解协议下的付款义务已经履行完毕。美国地区法院于 2020 年 5 月作出正式判令：撤销集体和解中未选择退出的

¹³ 数据来源：Wind。

¹⁴ 未计入永续债；公司未提供 2019 年末和 2020 年末长期应付款（付息项）数据、2022 年 3 月末有息债务数据及有息债务期限结构数据。





原告针对泰山及其他被豁免方的索赔请求且不可再起诉；选择退出集体和解的原告的索赔请求未被撤销，仍保留在诉讼中。该判令是集体和解程序的最后程序，未选择退出的原告针对泰山及其他被豁免方的案件已经终结。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 2022 年 3 月 25 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诉讼，其中，Mitchell 案已达成和解并支付了和解款项，其他案件仍在进行。上述案件的判决结果存在一定的不确定性，诉讼产生的各项费用或将对公司未来盈利产生不利影响。截至 2022 年 3 月末，北新建材与泰山石膏就上述美国石膏板诉讼事项发生的律师费等各项费用合计 27.35 亿元人民币，占公司同期所有者权益的比例为 1.47%。

公司子公司西南水泥在 2012 年 3 月 23 日与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，就西南水泥收购云南永保特种水泥股份有限公司（后更名为云南永保特种水泥有限责任公司，以下简称“云南永保”）100% 股权事宜进行了约定。在《股权转让协议》履行过程中，西南水泥与谭国仁对《股权转让协议》的履行情况产生纠纷。2018 年 6 月 26 日，针对西南水泥根据《股权转让协议》扣减转让价款事由，上海国际经济贸易仲裁委员会作出仲裁裁决，裁决结果为西南水泥向谭国仁支付股权转让价款余款 4.31 亿元及逾期付款损失、仲裁费。针对转让方谭国仁违反《股权转让协议》的事由，西南水泥向中国国际贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）申请仲裁，中国贸仲于 2019 年 9 月 29 日作出部分裁决，部分裁决结果为谭国仁应向西南水泥返还代付的个人收入所得税税金 2.06 亿元，及以此为基数按照年利率 8% 计算自 2018 年 6 月 11 日起至实际支付之日止的利息。2021 年 12 月 25 日，中国贸仲作出仲裁裁决，裁决谭国仁赔偿西南水泥各项损失及费用合计 7.37 亿元。西南水泥根据仲裁结果进行了账务处理，在应付谭国仁债务金额范围内将相关赔偿计入营业外收入，同时对云南永保账面相关资产计提了减值准备。此外，针对谭国仁在控制及经营云南永保期间损害云南永保利益事由，云南永保向四川省高级人民法院提起诉讼，要求被告谭国仁等赔偿云南永保遭受的损失合计 6.95 亿元。截至 2022 年 3 月末，该案件仍在审理过程中。

2021 年以来，公司所有者权益保持增长，其他权益工具资本成本有所下降，未分配利润和少数股东权益占所有者权益的比重仍较高，对权益稳定性有一定影响。

2021 年末，公司所有者权益为 1,786.64 亿元，随着留存收益的积累，所有者权益同比增长 8.09%。其中，其他权益工具为 165.46 亿元，为公司发行的永续期公司债和永续中期票据，同比小幅下降，2021 年公司兑付四期永续期公司



债和永续中期票据，票面利率区间为 4.30%~5.50%，新发行四期可续期公司债，票面利率区间为 3.33%~3.52%，公司其他权益工具资本成本有所下降；未分配利润为 745.88 亿元，随着利润的积累，同比增长 15.67%，未分配利润占所有者权益的比重为 41.75%。同期，少数股东权益为 598.37 亿元，同比小幅增长，占所有者权益的比重为 33.49%。公司未分配利润和少数股东权益占所有者权益的比重仍较高，对权益稳定性有一定影响。2022 年 3 月末，公司所有者权益规模及结构较 2021 年末均变化不大。

2021 年，公司盈利对利息的保障程度持续提高；经营性净现金流对负债及利息的保障程度仍较高，银行授信余额能够为偿债来源提供较大支持，流动资产对流动负债的覆盖程度仍较低；负债水平和有息债务规模持续下降，但债务负担仍较重。

2021 年，公司 EBIT 利息保障倍数为 4.99 倍，EBITDA 利息保障倍数为 6.74 倍，随着利润规模的增长，盈利对利息的保障程度持续提高。

2021 年，公司经营性净现金流比流动负债为 27.30%，经营现金流利息保障倍数为 5.98 倍，经营性净现金流对负债及利息的保障程度仍较高。公司债务融资渠道畅通，银行授信余额较为充裕，能够为偿债来源提供较大支持。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司流动比率分别为 0.86 倍和 0.92 倍，速动比率分别为 0.74 倍和 0.79 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度仍较低。

2021 年末，公司资产负债率为 61.27%，债务资本比率为 51.53%，同比分别下降 2.46 个百分点和 2.23 个百分点，公司负债水平和有息债务规模持续下降，但债务负担仍较重。

评级结论

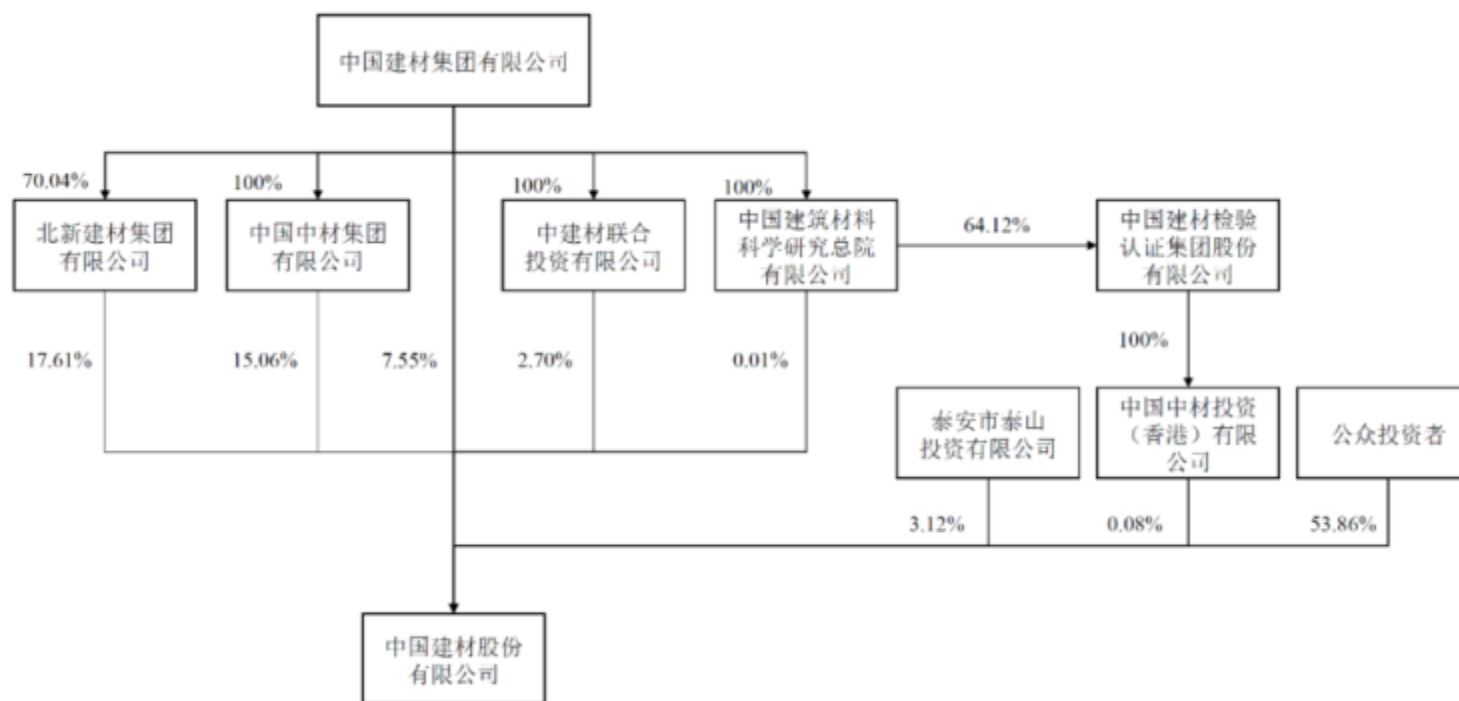
综合来看，公司的抗风险能力极强，偿债能力极强。公司的水泥、混凝土、石膏板、风电叶片等产品产能仍处于全球领先地位，规模优势明显。公司水泥产品主要原材料自给程度仍较高，自备余热发电系统可实现部分电力自给，集中采购有利于降低采购价格，公司具有一定成本优势。2021 年，公司营业收入同比小幅增长，得益于减值损失的大幅减少，公司利润水平继续提升。公司收入实现质量保持在较高水平，经营获现能力仍较强。公司融资渠道畅通，银行授信余额仍较为充裕。但公司资产减值损失和信用减值损失仍对公司利润形成较大侵蚀，未来商誉仍存在一定减值风险；公司有息债务占总负债比重较高，债务负担仍较重，流动资产对流动负债的覆盖程度仍较低。

综合分析，大公对公司“17 中材 03”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



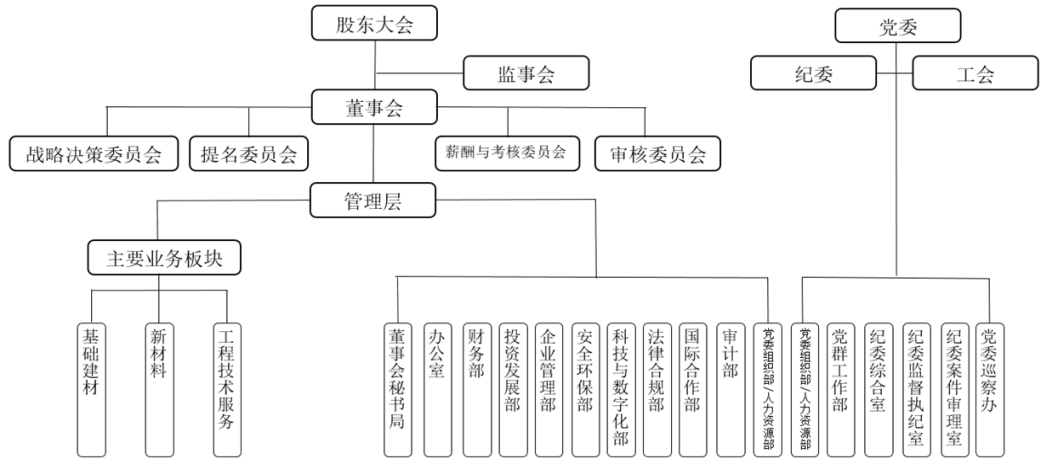
附件 1 公司治理

1-1 截至 2021 年末中国建材股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2022 年 3 月末中国建材股份有限公司组织结构图





附件 2 经营指标

2-1 中国建材股份有限公司水泥产品产销情况

(单位:万吨、万立方米、元/吨、元/立方米)

公司	产品	产销量	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
中联水泥	水泥及水泥熟料	产量	-	-	11,877.48	11,879.29
		销量	-	-	6,902.37	6,850.40
		价格	-	-	340.15	370.11
	混凝土	产量	-	-	4,592.27	4,750.83
		销量	-	-	4,592.27	4,750.83
		价格	-	-	459.82	472.86
南方水泥	水泥及水泥熟料	产量	-	-	21,322.47	21,352.24
		销量	-	-	12,156.98	12,123.47
		价格	-	-	342.79	341.35
	混凝土	产量	-	-	5,465.59	5,168.78
		销量	-	-	5,465.59	5,168.78
		价格	-	-	478.15	475.93
北方水泥	水泥及水泥熟料	产量	29.52	2,620.96	3,255.87	2,941.16
		销量	28.08	1,702.07	2,051.41	1,817.09
		价格	433.23	354.67	270.78	291.37
	混凝土	产量	22.41	374.40	384.06	342.61
		销量	22.41	374.40	384.06	342.61
		价格	478.53	380.77	341.70	342.24
西南水泥	水泥及水泥熟料	产量	-	-	16,027.74	16,501.02
		销量	-	-	9,224.04	9,614.51
		价格	-	-	284.98	307.11
	混凝土	产量	-	-	88.48	105.96
		销量	-	-	88.48	105.96
		价格	-	-	308.40	344.21
中材水泥	水泥及水泥熟料	产量	-	-	4,184.75	4,294.47
		销量	-	-	2,433.64	2,609.32
		价格	-	-	364.45	353.26
	混凝土	产量	-	-	59.00	72.96
		销量	-	-	59.00	72.96
		价格	-	-	458.46	519.58
天山股份	水泥及水泥熟料	产量	9,319.44	56,266.47	3,387.44	3,302.26
		销量	5,239.90	31,740.03	2,145.37	2,148.73
		价格	363.58	362.07	357.76	399.72



公司	产品	产销量	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
	混凝土	产量	1,494.49	10,471.67	214.44	204.95
		销量	1,494.49	10,471.67	214.44	204.95
		价格	476.26	460.38	370.85	424.71
宁夏建材	水泥及水泥熟料	产量	231.83	2,632.85	2,781.61	2,693.71
		销量	136.30	1,457.51	1,586.43	1,524.19
		价格	365.17	274.90	265.20	258.82
	混凝土	产量	15.01	196.27	188.46	177.19
		销量	15.01	196.27	188.46	177.19
		价格	386.63	330.85	326.81	322.67
祁连山	水泥及水泥熟料	产量	306.60	4,206.47	4,155.79	3,908.02
		销量	240.42	2,353.65	2,378.97	2,266.55
		价格	362.72	295.49	295.56	275.69
	混凝土	产量	9.32	140.81	160.33	151.80
		销量	9.32	140.81	160.33	151.80
		价格	374.43	380.13	388.63	381.81
中建材投资	水泥及水泥熟料	产量	-	-	-	396.80
		销量	-	-	-	170.51
		价格	-	-	-	332.08
	混凝土	产量	-	-	-	205.22
		销量	-	-	-	205.22
		价格	-	-	-	459.77
合计	水泥及水泥熟料	产量	9,887.38	65,726.76	66,993.14	67,268.97
		销量	5,644.70	37,253.26	38,879.20	39,124.80
	混凝土	产量	1,541.23	11,183.16	11,152.63	11,180.30
		销量	1,541.23	11,183.16	11,152.63	11,180.30

数据来源：根据公司提供资料整理。

2021 年及 2022 年 1~3 月中联水泥、南方水泥、西南水泥、中材水泥并入天山股份核算；2020~2021 年及 2022 年 1~3 月中建材投资的水泥业务并入南方水泥统一核算。





附件 3 中国建材股份有限公司主要财务指标

(单位: 亿元)

项目	2022 年 1~3 月 (未经审计)	2021 年	2020 年 (追溯调整)	2019 年 (追溯调整)
货币资金	395.48	309.63	348.20	292.12
应收账款	531.71	469.53	441.92	410.91
其他应收款	50.97	47.01	51.27	72.21
存货	248.31	212.47	203.56	200.69
长期股权投资	278.28	272.45	195.93	161.07
固定资产	1,667.82	1,677.52	1,567.09	1,605.92
在建工程	168.37	147.19	206.43	193.11
总资产	4,832.93	4,613.00	4,557.59	4,457.34
短期有息债务	-	950.47	1,067.96	1,161.32
总有息债务	-	1,899.25	1,921.38	2,043.95
负债合计	2,976.67	2,826.36	2,904.67	2,948.11
所有者权益合计	1,856.26	1,786.64	1,652.92	1,509.23
营业收入	481.54	2,786.27	2,590.48	2,574.82
资产减值损失	0.01	-57.57	-98.51	-101.60
投资收益	14.32	47.04	40.33	16.32
净利润	27.73	256.58	216.82	184.57
经营活动产生的现金流量净额	-67.02	500.89	642.49	633.49
投资活动产生的现金流量净额	-36.86	-312.42	-264.97	-265.82
筹资活动产生的现金流量净额	189.88	-210.90	-318.49	-335.10
毛利率 (%)	20.29	25.04	27.36	28.08
营业利润率 (%)	7.66	11.90	11.78	11.46
总资产报酬率 (%)	1.11	9.06	8.36	8.31
净资产收益率 (%)	1.49	14.36	13.12	12.23
资产负债率 (%)	61.59	61.27	63.73	66.14
债务资本比率 (%)	-	51.53	53.76	57.52
流动比率 (倍)	0.92	0.86	0.82	0.80
速动比率 (倍)	0.79	0.74	0.71	0.70
存货周转天数 (天)	54.02	35.85	38.67	38.68
应收账款周转天数 (天)	93.57	58.88	59.26	57.27
经营性净现金流/流动负债 (%)	-3.73	27.30	33.16	31.12
经营性净现金流/总负债 (%)	-2.31	17.48	21.95	21.24
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	5.98	7.78	6.47
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	4.99	4.61	3.78
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	6.74	6.36	5.22
现金回笼率 (%)	90.22	111.54	115.48	115.57
担保比率 (%)	2.38	2.47	0.04	0.08



附件 4 各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
EBITDA 利润率 (%)	$\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率 (%)	$\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
现金回笼率 (%)	$\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
债务资本比率 (%)	$\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营性净现金流/流动负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
经营性净现金流/总负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
存货周转天数 ¹⁵	$360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
应收账款周转天数 ¹⁶	$360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金比率 (%)	$(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	$\text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹⁵ 一季度取 90 天。¹⁶ 一季度取 90 天。



附件 5 信用等级符号和定义

5-1 一般主体评级信用等级符号及定义

信用等级	定义	
AAA	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	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	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	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。	
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。	
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。	
C	不能偿还债务。	
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

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。

5-2 中长期债项信用等级符号及定义

信用等级	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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。