

建材行业发债企业信用分析

2020 年 11 月 18 日

要点

- 我们认为，得益于领先的竞争地位或较好的政府或集团支持，海螺水泥、建材集团、建材股份、华润水泥和北新建材在建材行业中的潜在主体信用质量排名前列。
- 我们发现，建材行业存在较明显的区域特性，产业政策与供需格局差异较明显，其中华东、华中和华南地区相对较好，水泥价格较高，东北与华北区域环境相对不利。
- 我们认为，建材行业中水泥生产企业在经历供给侧改革后财务韧性普遍有所提升，较稳定的行业格局也有利于缓解下游需求变化带来的价格变动和杠杆上升压力。

概述

本文旨在通过对建材企业业务和财务数据的梳理和分析，展示标普信评分析建材企业的基本思路，以及影响该行业企业信用质量的关键因素。我们按照标普信评工商企业评级方法论的分析框架，利用公开信息，对 20 家建材企业进行案头分析，得出了我们对每家企业信用质量相对高低的初步观点，总结为我们所称的“潜在主体信用质量”。这 20 家企业业务范围涵盖了目前本行业中大部分业态。样本企业名称及简称请参阅附录。

分析师

王雷

北京

+86-10-6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

贾蕴鑫

北京

+86-10-6516 6041

yunxin.jia@spgchinaratings.cn

焦迪

北京

+86-10-6516 6039

di.jiao@spgchinaratings.cn

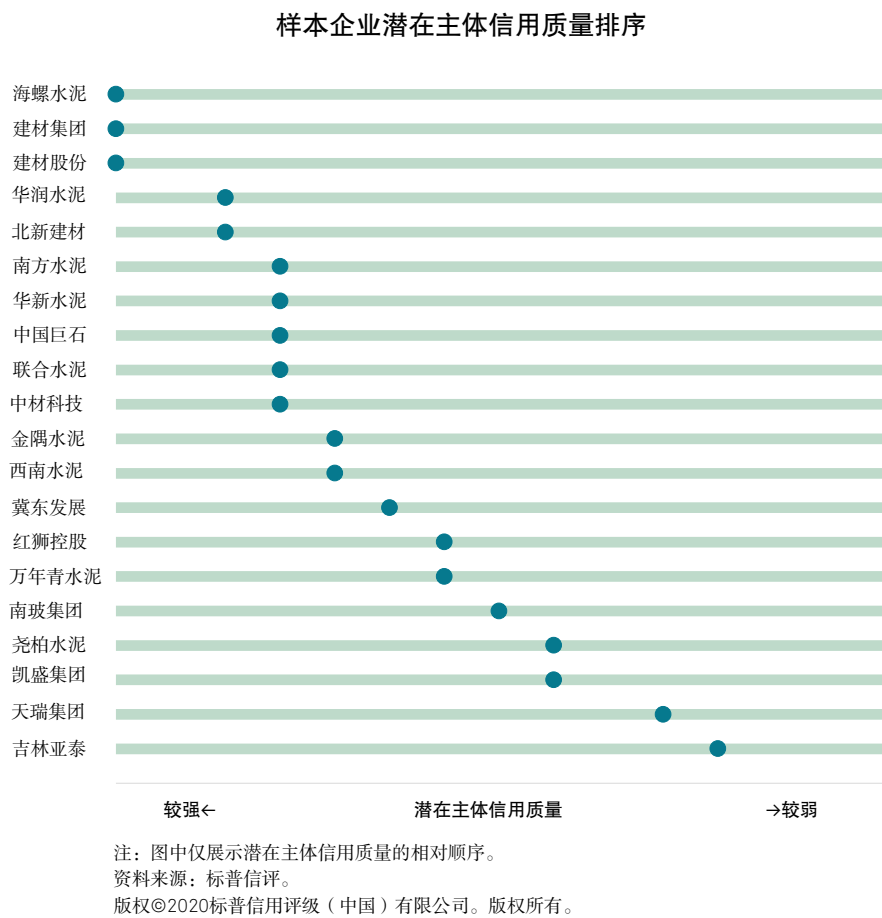
张晓

北京

+86-10-6516 6036

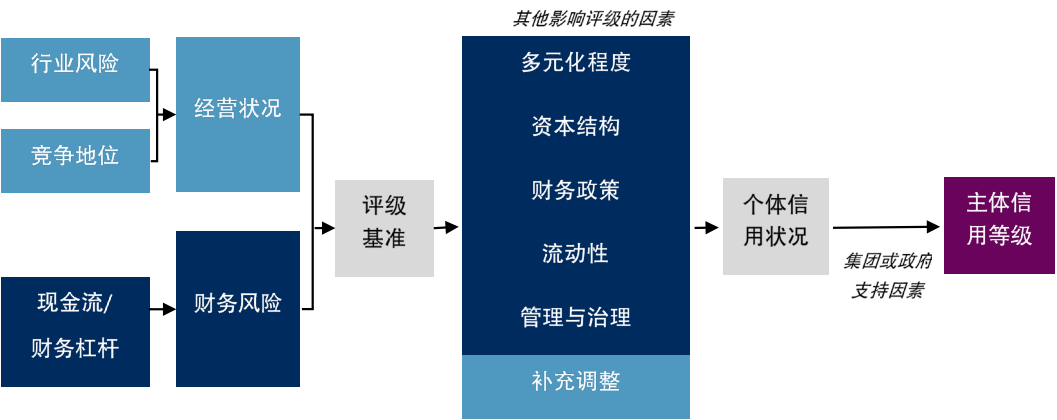
xiao.zhang@spgchinaratings.cn

图1



本文对企业潜在主体信用质量的分析采用了标普信评工商企业评级方法论框架。我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

图2



资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

一般情况下，我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。

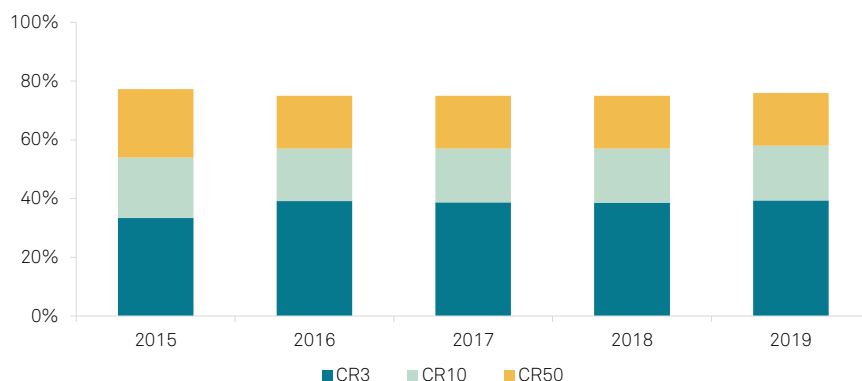
行业风险

我们认为建材行业的行业风险处于一般水平（3），在我们的六档行业打分中位居中等偏好水平。一般情况下，我们从行业竞争格局和行业周期性两个维度来评判行业风险高低。我们认为，建材行业的竞争格局较好，但周期性波动较大。

我们认为，受益于供给侧改革，水泥行业集中度进一步上升，行业竞争格局整体较为稳定。建材产品以水泥为主，还包括玻璃、陶瓷、石膏板等。水泥产品同质性高、不耐储存、运输半径有限的特点使得水泥市场表现出明显的区域竞争性，大型企业可能会采用布局全国，区域竞争的策略。若区域市场的需求比较稳定，则新进入者较少，企业间竞争也相对稳定。水泥行业在供给侧改革中经历了落后产能的出清和对总产能的控制，头部企业更多采用产能置换和并购的方式进行扩张，行业集中度有所提升。2019 年，水泥行业 CR3 和 CR10 分别为 39%和 58%，较 2015 年分别上升 6 个百分点和 3 个百分点。其他一些建材细分领域的供需格局相对较弱，如玻璃。

图3

水泥行业集中度较高



注：1. 集中度根据水泥企业的熟料产能计算。2. CR3、CR10、CR50分别指产能前三大、前五大和前五十大占行业总产能的比例。

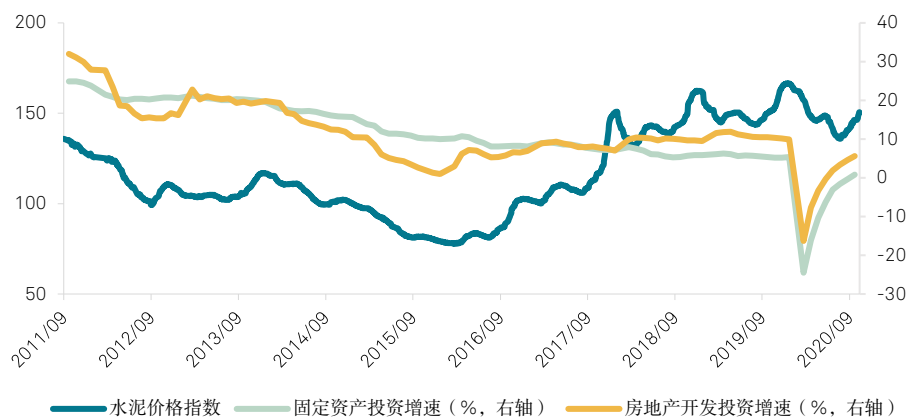
资料来源：中国水泥协会，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，建材行业受产品供给与下游需求的影响，呈现较强的周期性。建材产品的产量在过去主要由产品产能决定，近几年受供给侧改革与环保限产等政策影响，建材行业的产品供给增速受到一定的控制。另一方面，建材的主要下游市场包括房地产、基建和农村建设，三类需求各占消费总量的1/3左右。基于大宗商品的特性，建材产品价格极易受到产品供给与需求的影响。从历史数据可以看出，建材产品的价格在供给侧改革与下游基建、房地产等市场需求变动的影响下表现出明显的波动。

图4

水泥价格指数和房地产、基建增速



资料来源：Wind，国家统计局，中国水泥网，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

竞争地位分析

我们一般从竞争优势、规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位。对于建材企业，我们对竞争优势、规模范围和多样性与经营效率的重视程度较为均衡。

我们认为，由于建材企业同质性较强，企业主要在区域、市场份额、生产规模、地理分布、运营效率和成本等方面展开竞争。

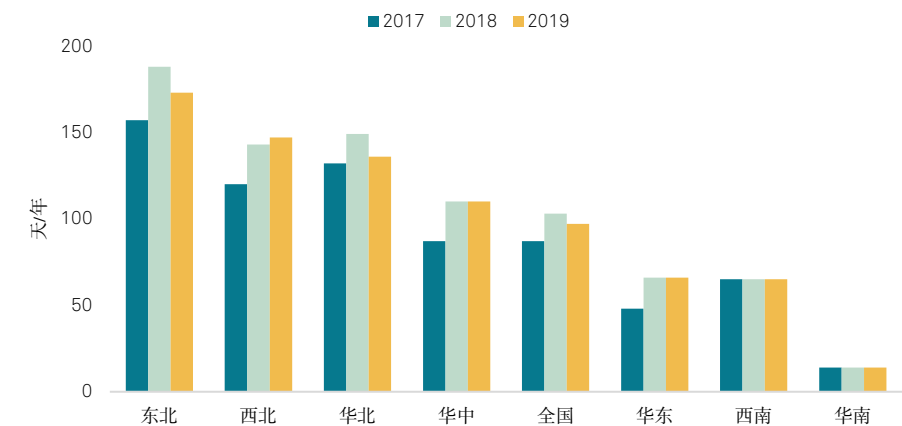
竞争优势

在考量建材企业的竞争优势时，我们主要关注企业所在区域的产品供需情况和在该区域的市场份额等因素。

我们认为，中国各区域差异较为明显，华东、华中与华南地区水泥供需较好，价格较高。建材行业发债企业中大部分为水泥生产企业。由于水泥产品的单位价值不高，运费限制了长距离运输，通常情况下企业的主要生产基地会建在下游市场附近以节省运输成本。企业主要受到当地产业政策与下游市场需求的影响，产生了明显的区域差异。随着环保政策的趋严，华北与东北地区的冬季环保限产对于企业的产量和产能利用率会产生一定的影响，例如这些地区在过去三年要求的错峰生产计划天数均高于 120 天/年，而华东、华中和华南地区限产较少，华南地区要求的相应天数仅约为 15 天/年。另外，基建与房地产等下游需求对企业产品的销售情况也有非常明显的影响。华东、华中、华南等地区的基建、房建需求较大，有利于产品价格和销量的稳定性，从而利于企业提升竞争优势，而东北地区受经济增速放缓和冬季施工停产的影响，下游需求较弱，对于企业的竞争优势则产生较为不利的影响。总的来说，华东、华中与华南地区的水泥市场表现出供需较好的情况，水泥价格也较高，而东北地区则相反。

图5

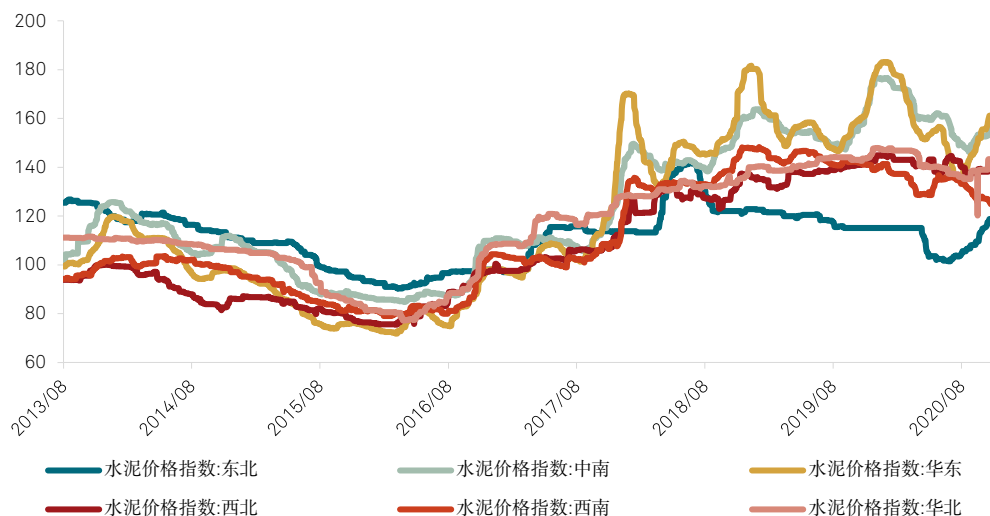
2017-2019年各地区错峰生产计划天数比较



资料来源：数字水泥网，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图6

各地区水泥价格指数



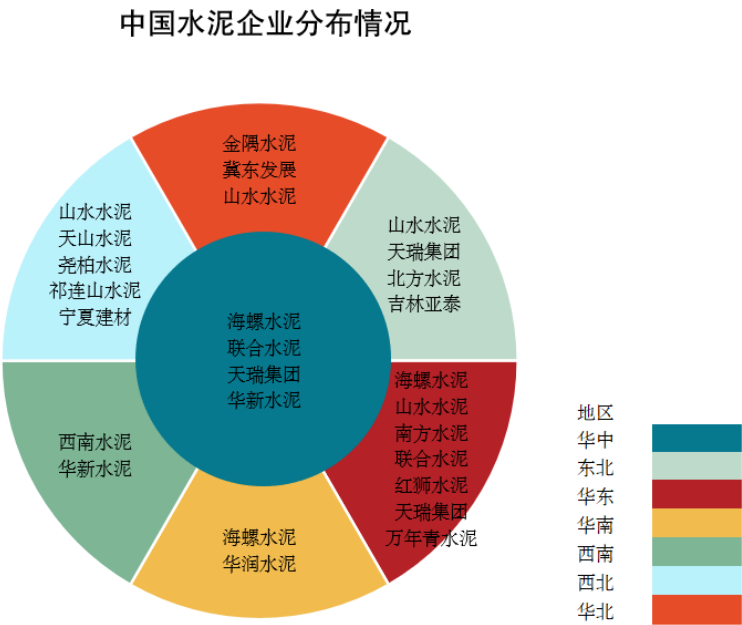
资料来源：Wind，中国水泥网，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，竞争优势领先的企业一般都是在重要市场拥有较高市场份额的企业。建材行业由于明显的区域特征和区域间差异，企业都会重视重要的市场，并在重要的市场上努力扩大自己的份额。一般情况下，重要的市场需求较大，有利于企业规模的扩大。当拥有较大的市场份额时，企业对于上下游具有更强的议价能力，能够更好地应对市场变化，采取良好的发展策略，从而提升自身的竞争优势。同时，较高的市场份额也意味着较强的影响力及品牌知名度，有利于客户的稳定性。

在 20 家样本企业中，建材集团与建材股份作为全球最大的综合性建材企业，旗下汇聚了联合水泥、南方水泥与西南水泥等区域领先的企业，市场份额在全国排名首位；海螺水泥在华东、华南与华中等核心区域市场处于领先地位，两家企业较高的市场份额与良好的区域分布使它们的竞争优势在建材行业中优于其他企业；金隅水泥与冀东水泥虽然区域份额较大，但由于位于京津冀地区，受环保限产的影响较明显，对它们的竞争优势产生一定的不利影响；而万年青、尧柏水泥与吉林亚泰由于较低的市场份额或较差的区域供需格局，竞争优势相对偏弱。

图7



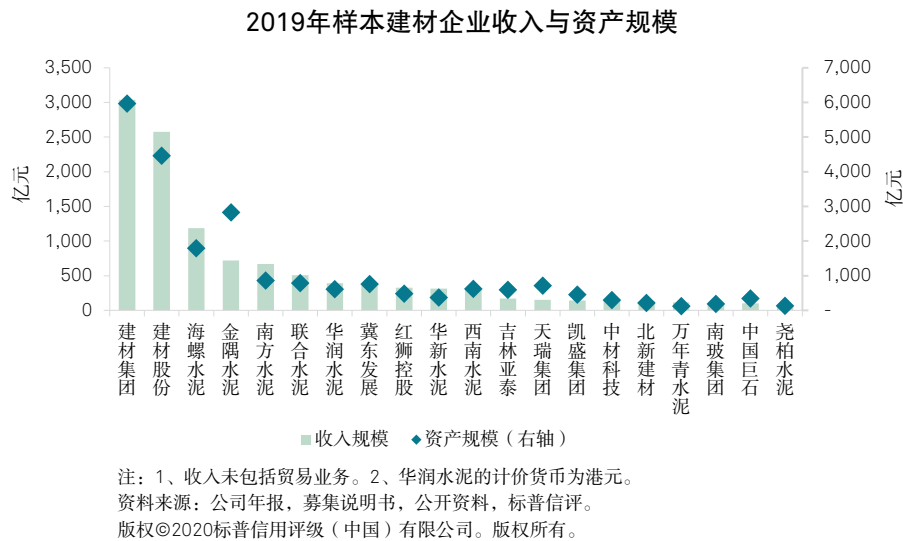
数据来源：募集说明书，Wind，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

规模、范围和多样性

在考量建材企业的规模、范围和多样性时，我们主要关注企业的收入和资产规模、产能与产量、地理分散程度等因素。

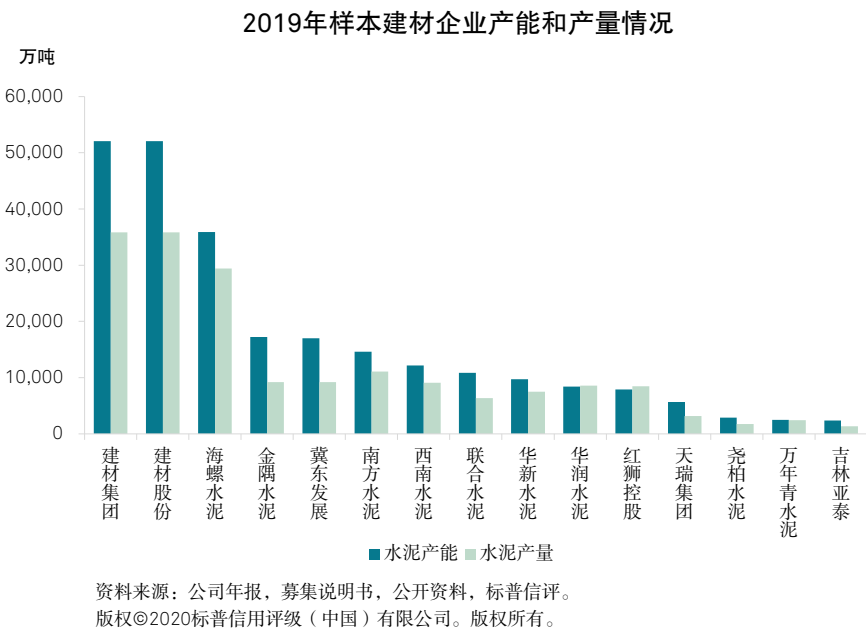
我们认为，更大的规模有利于企业发挥规模优势，降低单位成本。建材企业规模差异较大，大部分建材企业规模相对较小。20 家样本发债企业基本上代表了行业中规模领先的企业，但仍有一半企业的资产规模在 500 亿以下。建材集团、建材股份与海螺水泥的资产与收入规模均超过了 1000 亿，处于建材行业的第一梯队。中国巨石、北新建材和南玻集团分别是玻纤、石膏板与玻璃领域的头部企业，但由于细分市场整体不大，企业的资产与收入规模相对较小。

图8



在相同的子行业中，由于产品特性相似，因此可以通过比较产能或产量来判断企业的规模大小。以水泥行业为例，企业的产能规模差异较大，大部分的企业水泥产能低于 1 亿吨/年。我们认为，在产量方面，规模大除了有利于企业发挥规模效应，降低单位能耗、折旧和人工费用等成本外，还能为企业带来一定的议价能力。

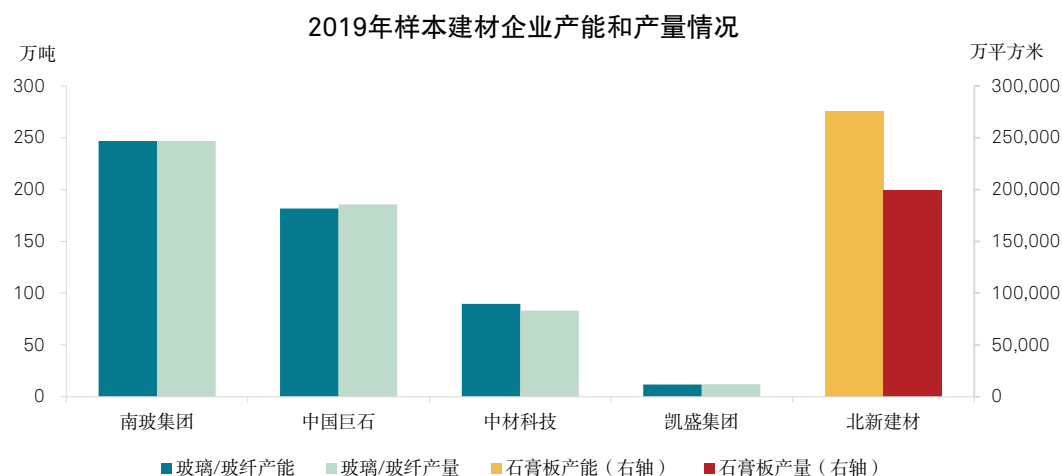
图9



除总产能外，生产设备的单体规模也同样重要，小规格的生产设备不利于提升效率和降低成本，同时还可能面临环保、高能耗与被淘汰等问题。大部分样本企业的生产线规格高于 2,500 吨/天。尧柏水泥的生产线产能规模均高于 3,000 吨/天，有利于降低生产成本；西南水泥的生产线规格以 2,500 吨/天及以下为主，能耗较高，存在一定淘汰或置换的可能。

对于其他建材子行业，不同的建材产品生产企业的产能规模差异也较为明显。南玻集团、中国巨石与北新建材的产能明显高于各自领域内的其他建材企业。

图10



资料来源：公司年报，募集说明书，公开资料，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

大部分建材企业会在多个区域设立生产基地，靠近下游需求，在一定程度上可减少单一区域行业政策和需求波动的影响。华东与华中地区分布着较多样本企业的主要生产基地，各企业生产基地的分散程度也不尽相同。建材集团、建材股份与海螺水泥在多个区域设有主要生产基地，具有较好的分散度；吉林亚泰、万年青水泥与西南水泥等则具有较高的区域集中度。

图11

样本建材企业生产基地的地理分布

	东北	华北	华东	华中	华南	西南	西北	海外	资产规模 (亿元)
建材集团	◆		◆	◆	◆	◆	◆	◆	5,962
建材股份	◆		◆	◆	◆	◆	◆	◆	4,459
金隅水泥	◆	◆		◆			◆		2,821
海螺水泥			◆	◆	◆			◆	1,788
南方水泥			◆	◆					858
联合水泥		◆	◆	◆					779
冀东发展	◆	◆		◆			◆		753
天瑞集团	◆	◆		◆					711
西南水泥						◆			620
华润水泥			◆		◆	◆			612
吉林亚泰	◆								594
红狮控股			◆			◆		◆	477
凯盛集团			◆	◆	◆				454
华新水泥			◆	◆	◆	◆		◆	366
中国巨石			◆			◆		◆	336
中材科技	◆	◆	◆				◆		293
北新建材		◆			◆	◆	◆		215
南玻集团		◆	◆	◆	◆	◆			182
尧柏水泥						◆	◆		132
万年青水泥			◆						118

注：深颜色标志代表主要生产基地，浅颜色代表其他生产基地。

资料来源：公司年报，募集说明书，公开资料，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

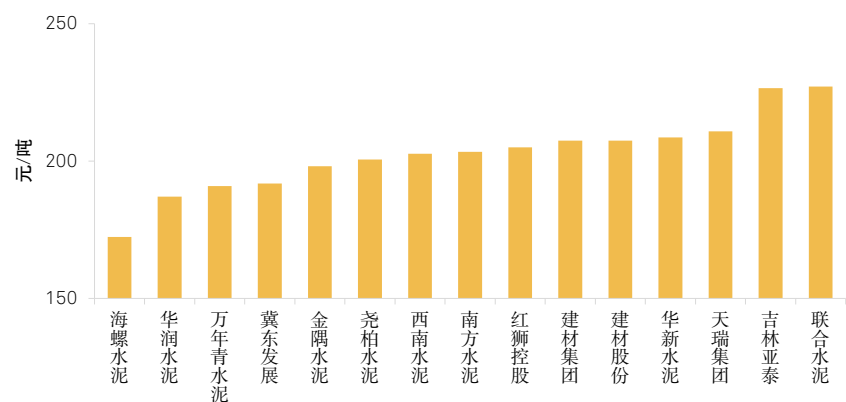
经营效率

在分析建材企业的经营效率时，我们通常会考虑与成本控制能力相关的因素。

我们认为，出色的成本控制能力能够帮助企业在周期波动中始终保持盈利性，成本控制能力上的差异表现为建材企业不同的生产成本。影响企业成本控制能力的因素主要包括关键原材料的自给能力、规模、工艺效率、产能利用率、人员负担等因素。在水泥行业中，由于这些方面的差异，海螺水泥和华润水泥等企业生产成本低于其他样本企业；联合水泥与吉林亚泰生产成本高于其他样本企业。

图12

2017-2019年样本水泥生产企业的水泥单吨成本

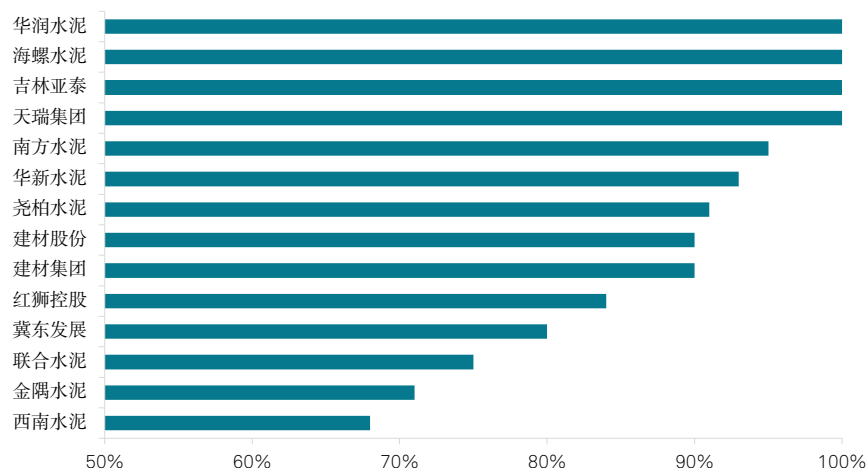


注：计算成本包括折旧摊销等费用。
资料来源：公司年报，募集说明书，公开资料，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，建材企业的原材料自给能力存在差异，大型水泥企业的石灰石自给率普遍较高，能较好地降低成本波动，并保持业务的持续性。在水泥行业中，石灰石、煤炭与电力成本占到水泥总成本中的 70%以上。近年来因环保政策趋严，石灰石的供给受到一定的影响，价格出现一定的波动。拥有更高的原材料自给率的企业，可以缓解原材料价格波动对自身盈利产生的影响，并保证生产的持续性。在样本企业中，石灰石的自给率存在差异，进而造成企业生产成本产生一定的差异。大型水泥企业一般都拥有充足的石灰石矿产资源，且可开采年限较长，如建材集团、建材股份、海螺水泥、南方水泥与华润水泥等。而金隅集团、冀东发展、红狮控股、联合水泥与西南水泥的自给率较低，存在原材料的价格波动风险。

图13

2019年样本水泥生产企业的石灰石自给率



注：万年青水泥未披露相关数据。

资料来源：公司年报，募集说明书，公开资料，标普信评。

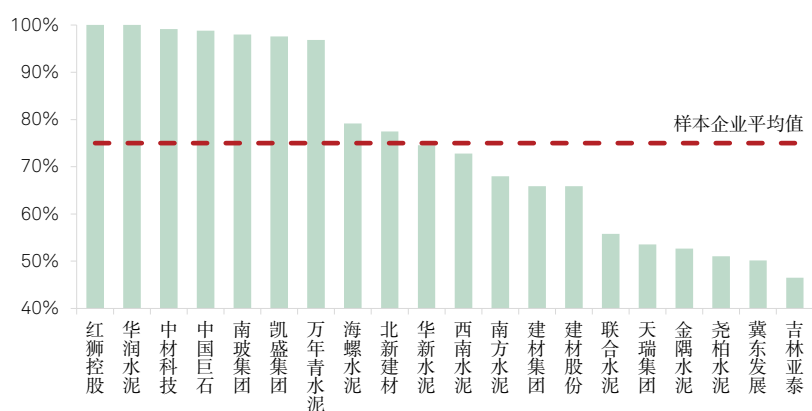
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在煤炭、电力等能源类原材料方面，中国大部分水泥企业，除了可以通过水泥生产设备的高温余热发电技术满足部分电力需求外，其他主要来自于对外采购，其价格差异也会对企业生产成本造成差异。金隅水泥、冀东发展与尧柏水泥等由于靠近煤炭资源地，一定程度上有利于成本的控制。

我们认为，行业的区域特征对企业的产能利用率也产生了一定的影响。如前文所说，行业各区域的政策与市场需求存在差异，表现出较明显的区域特征。区域特征影响了企业的产能利用率。当企业的产能利用率处于高位水平时，其单位产品中的设备启动、设备折旧、人工管理等固定成本将有可能降至低位，从而帮助企业扩大盈利的空间。分布在华东和中南地区的企业，如华润水泥、红狮控股、中国巨石、中材科技、南玻集团、凯盛集团与万年青水泥的产能利用率接近 100%，明显高于其他样本企业，而集中在华北、西北与东北的企业，如金隅水泥、冀东发展、尧柏水泥、天瑞集团与吉林亚泰受政策或需求影响，产能利用率较低。

图14

2017-2019年样本建材企业主要产品产能利用率



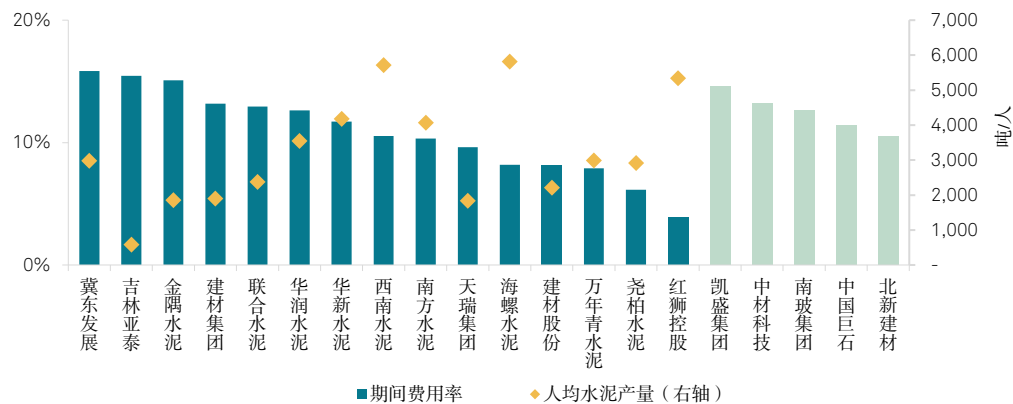
资料来源：公司年报，募集说明书，公开资料，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，人工与期间费用等指标也能够体现企业的成本管理能力。这些指标受企业的规模与管理水平、人员负担、自动化信息化程度、历史沿革等因素影响。海螺水泥拥有更精细化的成本管理能力，期间费用水平和人均水泥产量表现较好。冀东发展、吉林亚泰和金隅水泥期间费用率较高，对公司的盈利能力造成一定侵蚀。

图15

2017-2019年样本水泥生产企业的期间费用率及人均产量

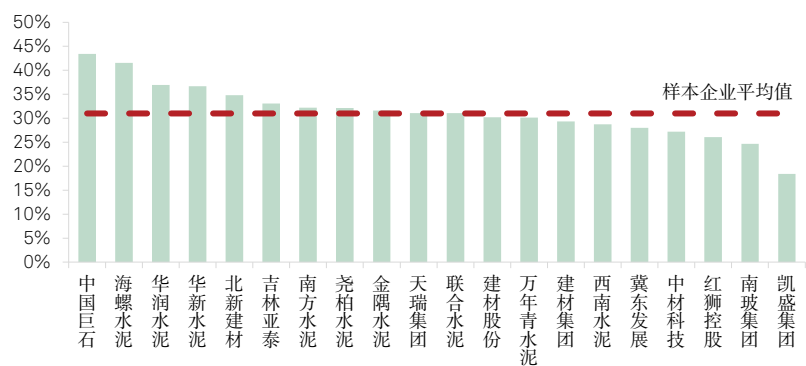


注：深蓝色柱表示水泥生产企业，浅绿色柱表示其他建材企业。
资料来源：公司年报，募集说明书，公开资料，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，得益于较好的区域条件、良好的经营效率或不同的产品属性，部分行业领先企业具有较高的毛利率水平。一般而言，行业的领先企业所在区域较好，并能够较好地发挥规模效益，成本控制能力较强。此外，建材行业中各子行业之间的产品特性与生产流程等不同，也会使各子行业之间的毛利率水平产生一定的差异。中国巨石作为玻纤行业的龙头企业，其产品的附加值较高于水泥、玻璃与石膏板等，毛利率水平较高。海螺水泥作为水泥行业的龙头之一，经营效率高，毛利率水平高于其他水泥样本企业。而建材集团与建材股份作为建材行业的整合者，涉及的细分领域和子公司数量众多，子公司之间差异较大，毛利率水平一般，但波动性较低。

图16

2017-2019年样本建材企业毛利率



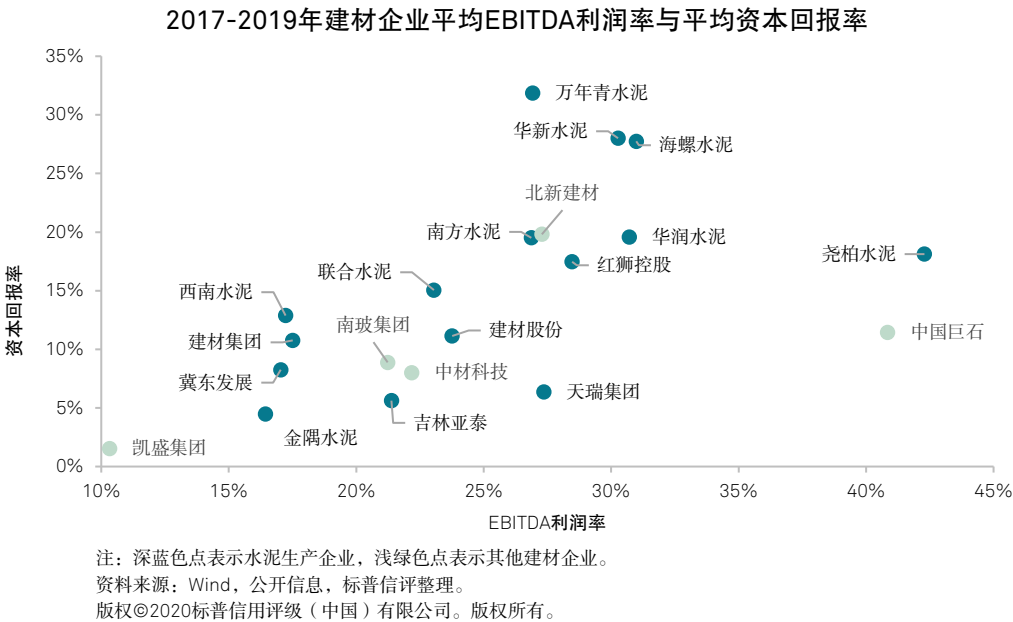
注：不包括贸易业务。
资料来源：公司年报，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

盈利能力

盈利能力是分析竞争地位时较为综合的指标，较高的产品附加值、较强的议价能力、出色的成本控制和费用控制能力，都有利于提升盈利能力。我们在评估建材企业的盈利能力时考量的主要指标包括 EBITDA 利润率和资本回报率（ROC）。

我们认为，EBITDA 利润率体现了建材企业一定的产品附加值和品牌溢价情况，但更重要的是体现了企业的成本管理能力。我们认为海螺水泥、华润水泥、万年青水泥与尧柏水泥等拥有较出色的成本控制能力与期间费用控制能力，海螺水泥、华润水泥与华新水泥依靠区域优势拥有较高产品定价，它们的 EBITDA 利润率和 ROC 水平均较高。而凯盛集团的成本控制能力较差，各盈利指标均弱于其他样本企业。

图17

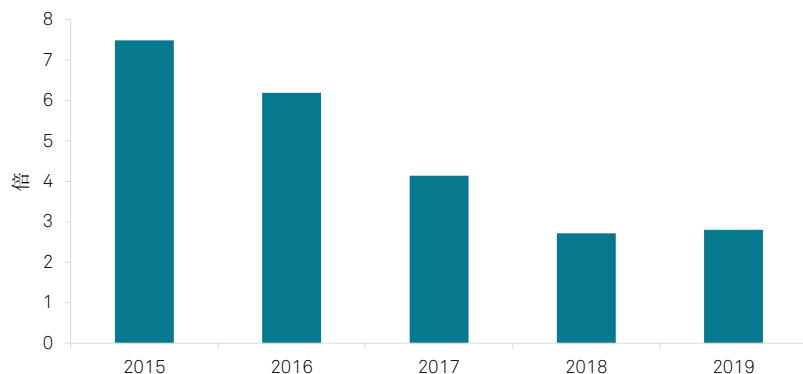


财务风险

建材行业是较为典型的周期性行业，虽然行业竞争格局好于煤炭、化工等大宗商品，但建材企业的盈利能力和现金流受供给和下游房地产、基建行业影响较大。我们发现，受益于落后产能出清、下游需求较强等因素的影响，以水泥生产为主的建材行业发债企业的杠杆水平近两年具有较大的改善。虽然各区域的供需格局不尽相同，但供给侧改革也促进了行业集中度的进一步提高，有利的刺激了产品价格的回升，建材企业的盈利能力在近几年普遍具有较大好转，财务杠杆的改善效果好于煤炭、化工等领域。

图18

2014-2019年样本建材企业杠杆水平



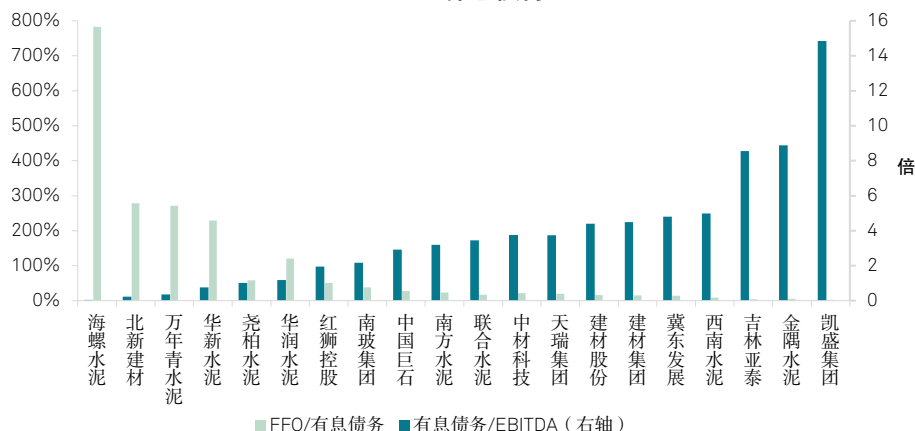
注：该数据为20家样本企业总债务/EBITDA指标的中位数。

资料来源：Wind，公司年报，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，虽然供给侧改革为建材行业带来了较大的财务改善，但由于细分产业格局、规模、运营效率、人员负担等不同因素的影响，建材企业之间的杠杆水平仍存在较大差异。行业的佼佼者海螺水泥，凭借其出色的市场地位、运营效率和成本管控能力，以及区域良好的供需格局，具有较好的盈利能力，财务杠杆水平很低。北新建材作为石膏板行业龙头，得益于较高的市场份额与精细化的生产管理等，盈利与偿债能力表现较好。万年青水泥与华新水泥的整体债务规模较小，杠杆水平处于低位。吉林亚泰和金隅水泥的成本控制能力和运营效率偏弱且历史债务负担较重，财务杠杆偏高。另外东北地区较低的产品价格也限制了吉林亚泰水泥业务的盈利空间，房地产业务也在一定程度上加重了其债务负担。受玻璃行业供大于求以及自身产品结构等因素的影响，凯盛集团的盈利能力偏弱，同时，近年来围绕新玻璃等领域开展的大额资本开支使公司杠杆维持在很高的水平。

图19

2017-2019年建材企业平均有息债务/EBITDA与
FFO/有息债务

资料来源：Wind，公司年报，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，在行业格局较为稳定且安全环保政策趋严的背景下，水泥生产企业整体的资本支出负担一般，大部分样本企业的 EBITDA 可以较好地覆盖资本开支。目前水泥企业的在建项目以少量新增产能和环保技改为主，海螺水泥、红狮控股、华新水泥等部分企业向海外市场拓展会一定程度增加其

资本开支，但近几年来水泥企业良好的盈利状况有助于缓解资本开支带来的杠杆上升。对于玻璃、玻纤生产企业，凯盛集团和中国巨石近几年进行了较大规模的产能扩张，资本开支相较于自身的 EBITDA 规模较大。其中，中国巨石仍具有一定规模的在建项目和资本支出压力，而凯盛集团新玻璃领域的投资已接近尾声，但未来公司向新能源等领域的拓展及其对财务负担的影响有待继续观察。

图20

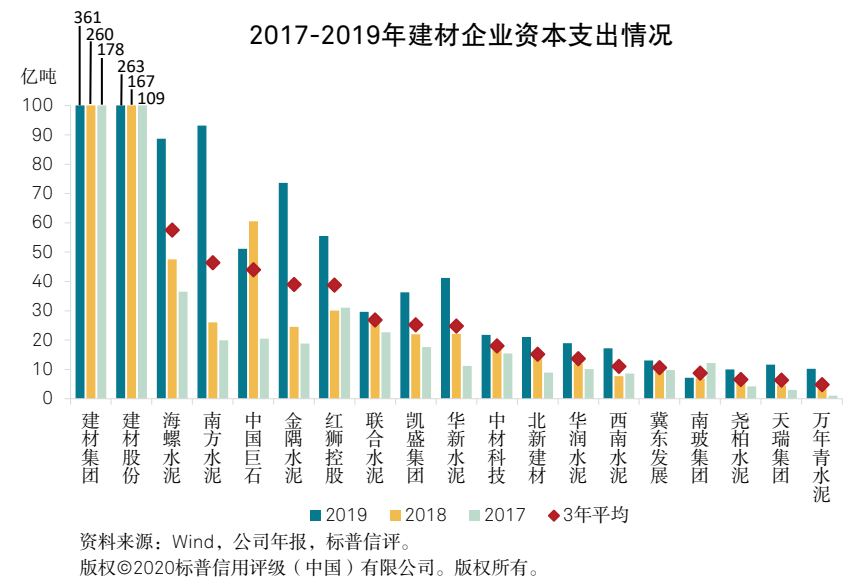
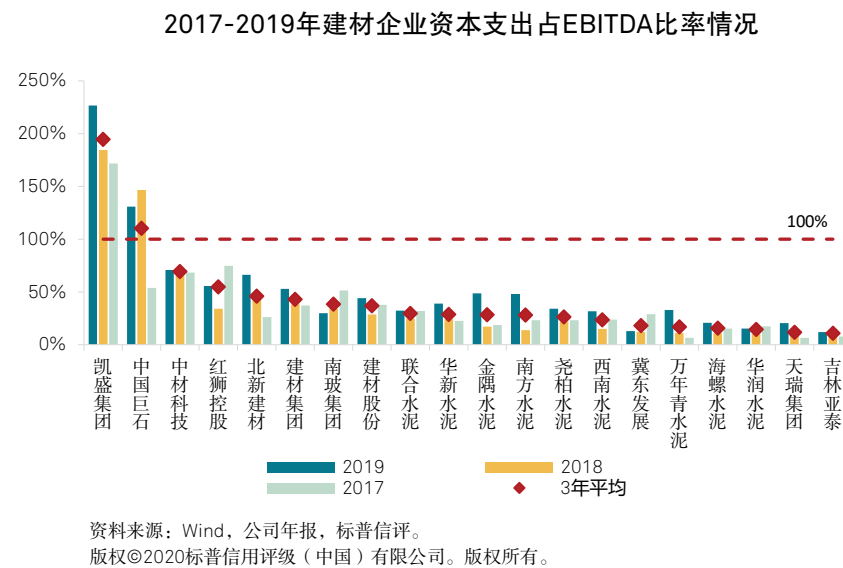


图21

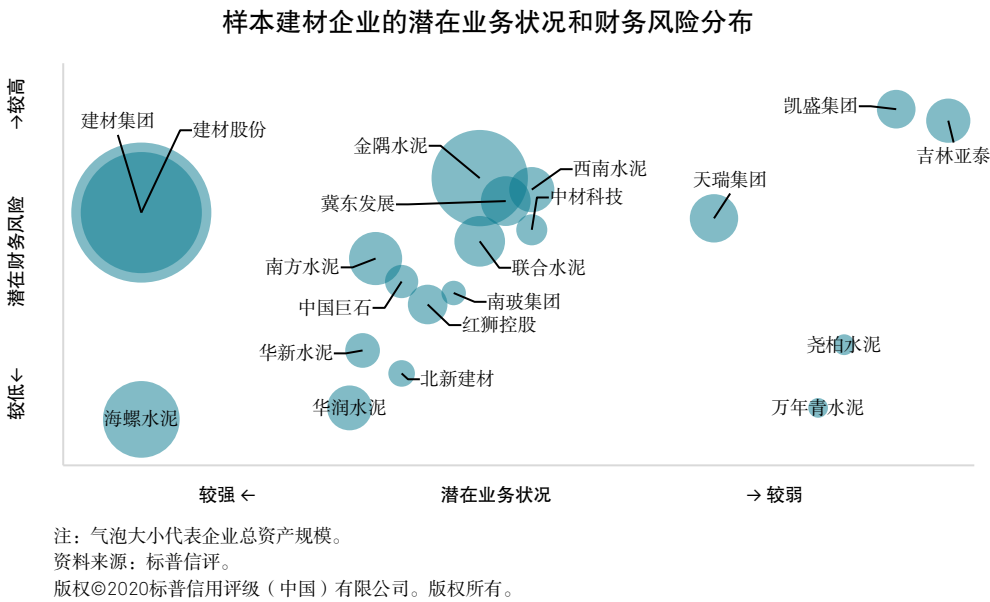


综合来看，我们认为建材行业中，水泥生产企业在经历供给侧改革后财务韧性普遍有所提升，较稳定的行业格局也有利于缓解下游需求变化带来的价格变动和杠杆上升压力。但其他一些建材细分领域相对较弱的行业供需格局，以及企业自身不同的发展战略，使部分企业财务杠杆压力仍然较大。

潜在业务状况和财务风险分布

综合上述分析，我们得出了 20 家样本企业的潜在业务状况和财务风险。业务状况和财务风险的综合会构成我们评判企业信用质量的基准。在此基础上，我们通常会结合多元化程度、资本结构、财务政策、管理与治理、流动性、补充调整等其他因素，得出我们对企业个体信用状况的评价。

图22



外部支持

在得出企业的潜在个体信用状况后，我们还考虑了政府或集团支持对企业信用状况的影响。虽然建材行业整体上民营企业数量占比较大，但民营企业规模普遍偏小，大规模的产能主要集中在国有企业，发债企业也以国企居多。对于样本企业中的国企，我们通常认为它们能够获得不同程度的政府支持。

在我们的分析中，政府支持反映了政府支持能力和政府支持意愿两个方面的因素。我们认为，由于各地经济、财政、债务等因素的不同，政府的潜在支持能力存在差异，构成了影响样本企业潜在主体信用质量的重要因素。另一方面，我们认为政府对于样本中国企的支持意愿可能略有差异，一般处于“中等”到“高”的水平。但是有的企业作为行业中的整合者，或作为当地行业龙头，也可能具有更高的重要性。此外，我们对支持意愿的分析也会参考地方政府对于当地国有企业的支持历史表现，如对国有企业债务问题的处理方式。集团支持方面，我们的样本中有多家企业都是建材集团旗下的子公司，这些企业基本是区域或相关领域的龙头企业，我们认为它们对于建材集团整体的重要性一般都很高。

附录

样本企业名单

序号	企业名称	企业简称	企业性质	细分领域
1	安徽海螺水泥股份有限公司	海螺水泥	地方国有企业	水泥
2	北京金隅集团股份有限公司	金隅水泥	地方国有企业	水泥
3	北新集团建材股份有限公司	北新建材	中央国有企业	石膏
4	红狮控股集团有限公司	红狮控股	民营企业	水泥
5	华润水泥控股有限公司	华润水泥	中央国有企业	水泥
6	华新水泥股份有限公司	华新水泥	外资企业	水泥
7	吉林亚泰(集团)股份有限公司	吉林亚泰	地方国有企业	水泥
8	冀东发展集团有限责任公司	冀东发展	地方国有企业	水泥
9	江西万年青水泥股份有限公司	万年青水泥	地方国有企业	水泥
10	凯盛科技集团有限公司	凯盛集团	中央国有企业	玻璃
11	南方水泥有限公司	南方水泥	中央国有企业	水泥
12	天瑞集团股份有限公司	天瑞集团	民营企业	水泥
13	西南水泥有限公司	西南水泥	中央国有企业	水泥
14	尧柏特种水泥集团有限公司	尧柏水泥	外商独资企业	水泥
15	中材科技股份有限公司	中材科技	中央国有企业	玻纤
16	中国建材股份有限公司	建材股份	中央国有企业	综合
17	中国建材集团有限公司	建材集团	中央国有企业	综合
18	中国巨石股份有限公司	中国巨石	中央国有企业	玻纤
19	中国联合水泥集团有限公司	联合水泥	中央国有企业	水泥
20	中国南玻集团股份有限公司	南玻集团	公众企业	玻纤

注：上述企业按拼音排序。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。