

华润建材科技控股有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕6895号

联合资信评估股份有限公司通过对华润建材科技控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华润建材科技控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 华润建材 MTN001（可持续挂钩）”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月二十四日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受华润建材科技控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

华润建材科技控股有限公司

2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
华润建材科技控股有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/24
24 华润建材 MTN001（可持续挂钩）	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

经营方面，公司作为央企华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）旗下水泥经营实体，在股东背景、行业地位和产能规模等方面优势明显；公司作为水泥行业龙头企业之一，在华南地区市场占有率高且品牌知名度高。2024 年，受水泥行业产能过剩及下游市场需求疲软影响，公司水泥产品销售规模及销售价格继续下降，产能利用率亦继续下降，但经营效率仍处于行业较好水平。伴随前期扩充骨料矿山资源逐步投产，公司骨料产能继续增长，骨料业务收入对公司收入贡献继续上升，但骨料行业产能快速扩张、竞争加剧，需关注公司骨料产能投产后产能利用率及收益等相关情况。财务方面，公司资产仍以非流动资产为主，资产流动性较低；公司产业投资高峰期已过，资本性支出继续下降，2024 年公司压降债务，杠杆水平较上年底有所下降，债务负担轻；但受行业下行影响，公司营业额和除税前盈利继续下降，盈利能力减弱；截至 2024 年底，公司短期债务规模较大，短期偿债指标有待改善，长期偿债指标表现较好，考虑公司股东背景雄厚且融资渠道通畅，公司整体偿债能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

国家有关部门对水泥行业延续了“去产能”的结构性调整政策，水泥行业产能过剩问题依然严峻，预计未来水泥行业产能过剩将持续，行业竞争激烈。但考虑到公司作为大型龙头水泥企业之一，在华南区域竞争优势明显，同时其控股股东华润集团实力雄厚，公司经营状况和偿债能力有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：水泥行业景气度显著下降，公司业务规模明显下降，公司产能利用率持续大幅下降，盈利能力承压；债务水平显著提升，偿债能力大幅下降；公司实际控制人发生变更，对公司经营及融资负面影响大。

优势

- **公司股东背景实力强，公司整体水泥产能规模大，水泥行业地位突出。**公司作为央企华润集团旗下香港上市公司，股东背景实力强，常年位列中国水泥熟料产能百强榜前列。截至 2024 年底，公司经营 101 条水泥粉磨线及 49 条熟料生产线，水泥及熟料的年产能分别为 9020 万吨及 6330 万吨，在华南区域市场占有率较高，规模优势明显。
- **公司骨料业务快速发展，前期布局产能逐步释放，为营业额提供支撑。**伴随公司前期扩充骨料矿山资源逐步投产，截至 2024 年底，公司骨料年产能 10860 万立方米，骨料业务对公司收入贡献有所提升。2024 年，公司骨料业务收入保持增长，占营业额的比重增长至 10.96%。
- **公司资产负债率较低，财务弹性良好。**截至 2024 年底，公司资产负债率为 36.50%，全部债务资本化比率为 25.34%，债务负担轻。截至 2024 年底，公司的无抵押银行贷款额度为 23.00 亿港元及人民币 400.31 亿元，其中人民币 280.93 亿元尚未动用并仍可供提用，备用流动性充足。

关注

- **经济增长放缓，水泥行业产能过剩，公司水泥产品产能利用率继续下降。**水泥行业产能过剩问题严峻，受房地产行业下行等因素影响，下游需求持续疲软，公司水泥产品产能利用率继续下降。2024 年，公司水泥产能利用率下降至 69.2%。此外，近年来公司大力发展骨料业务，骨料行业整体产能快速扩张，需关注公司产能投产后产能利用率及收益等相关情况。

- **公司经营业绩继续下降，盈利能力减弱，预计未来盈利仍面临压力。**2024 年，公司水泥产品销售量与销售均价均继续下降，公司营业额和除税前盈利继续下降，考虑到下游需求短期内难以恢复，水泥价格回升不具备持续性和支撑性，公司未来盈利仍面临压力。
- **公司资产流动性偏低，短期偿债指标待改善。**公司资产构成以非流动资产为主，资产流动性较弱。截至 2025 年 3 月底，公司流动比率约 53.54%，短期偿债指标待改善。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 水泥企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 水泥企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整情况较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

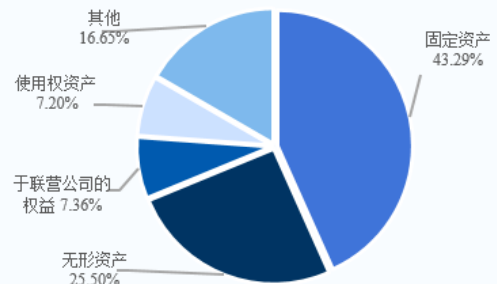
主要财务数据

合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	19.95	26.04	22.35	20.79
资产总额（亿元）	718.56	727.92	719.63	719.52
权益总额（亿元）	452.60	457.47	456.97	457.82
短期债务（亿元）	41.32	25.68	72.97	/
长期债务（亿元）	107.74	140.05	82.17	/
全部债务（亿元）	149.07	165.74	155.14	/
营业额（亿元）	293.32	255.50	230.38	46.27
除税前盈利（亿元）	18.97	9.14	4.50	1.19
EBITDA（亿元）	43.73	40.27	38.24	--
经营活动产生的现金净额（亿元）	26.67	39.18	38.46	/
毛利率（%）	15.74	14.72	16.50	16.33
净资产收益率（%）	3.43	1.35	0.24	--
资产负债率（%）	37.01	37.15	36.50	36.37
全部债务资本化比率（%）	24.78	26.59	25.34	/
流动比率（%）	64.16	70.04	43.87	53.54
经营现金流动负债比（%）	19.50	35.68	23.77	--
现金短期债务比（倍）	0.48	1.01	0.31	/
EBITDA 利息倍数（倍）	11.47	6.32	6.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.41	4.12	4.06	--

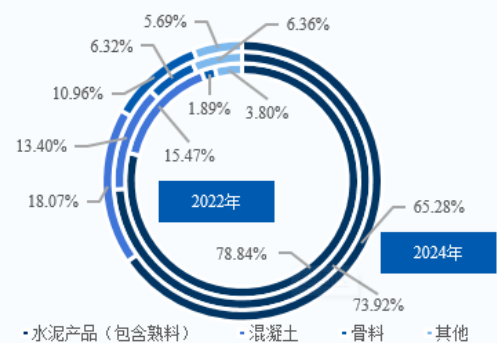
注：1. 公司年报中经营活动现金流量表为间接法编制；公司 2022 年财务数据使用 2023 年审计报告期初数；公司 2025 年一季度财务报表未经审计，公司未披露 2025 年一季度现金流相关数据；未披露公司本部财务数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司其他应付款和长期应付款中租赁负债和非控股股东贷款分别调入短期债务和长期债务；4. “/”代表数据未获取，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

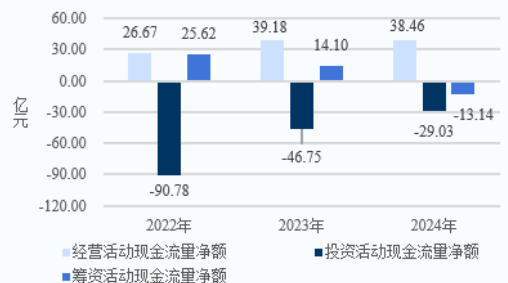
2024 年底公司资产构成



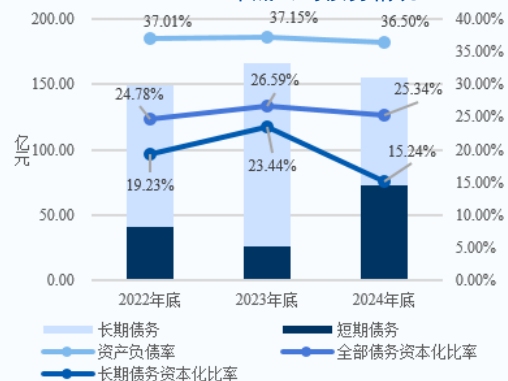
2022—2024 年公司营业额构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
24 华润建材 MTN001（可 持续挂钩）	10.00 亿元	10.00 亿元	2027/04/22	--

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 华润建材 MTN001（可持续 挂钩）	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/25	赵兮 李想	水泥企业信用评级方法（V4.0.202208）/水泥企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/22	赵兮 刘珺轩 李香庭	水泥企业信用评级方法（V4.0.202208）/水泥企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人: 宋莹莹 songyy@lhratings.com

项目组成员: 赵 兮 zhaoxi@lhratings.com

公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.lhratings.com

电话: 010-85679696 传真: 010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华润建材科技控股有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司为 2003 年根据开曼群岛公司法在开曼群岛注册成立为一家获豁免的有限公司。公司曾于 2003 年 7 月 29 日以介绍形式在香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）主板上市，于 2006 年被华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）私有化成为顺创投资有限公司（现更名为华润集团（水泥）有限公司，以下简称“华润水泥”）的全资附属公司，并于 2006 年 7 月 26 日撤销其股份在联交所的上市地位。公司于 2009 年 10 月 6 日以全球发售形式重新于联交所主板上市，股份代码“1313.HK”。截至 2024 年底，公司已发行股份总数为 69.83 亿股，其中华润集团合计持有约 68.72% 的公司已发行股份；公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）（详见附件 1-1）。

公司主要从事生产及销售水泥、混凝土、骨料及其他相关产品及服务，按照联合资信行业分类标准划分为水泥行业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部设战略管理部、市场管理部、财务部、运营管理部、人力资源部（党委组织部）、审计部及环境健康和全部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 719.63 亿元，权益总额 456.97 亿元（非控股权益 15.76 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 230.38 亿元，除税前盈利 4.50 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 719.52 亿元，权益总额 457.82 亿元（非控股权益 15.41 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 46.27 亿元，除税前盈利 1.19 亿元。

公司注册地址：PO Box 309, Ugland House, Grand Cayman, KY1-1104, Cayman Islands。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 6 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 华润建材 MTN001（可持续挂钩）	10.00	10.00	2024/04/22	3 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2024 年以来，水泥需求仍然乏力，供需失衡致使行业竞争加剧，受行业加强错峰生产及自律停产影响，9 月以来水泥价格进入增长通道，但依然低位运行，各区域水泥价格走势存在较大差异；煤炭价格虽波动下行但仍处相对高位，水泥行业效益持续下降。

国家有关部门对水泥行业延续了“去产能”的结构性调整政策，多地错峰停窑时间延长，加大非采暖季错峰停产力度；且随着“双碳”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力进一步加大，一定程度抑制水泥供给，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。

展望未来，水泥需求难以显著恢复，政策端或将加大去产能力度，从长期看，采取直接或间接去产能政策势在必行；水泥价格回升依赖供给端错峰生产及自律停产执行情况，各区域或存在较大差异，预计水泥价格或将低位修复，但尚不具备持续增长条件。完整版行业分析详见[《2025 年水泥行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 竞争实力

公司水泥及熟料生产线主要布局于广西、广东及福建等华南区域，在华南区域市场占有率高，规模优势明显，品牌知名度高；产品以通用水泥为主，但亦发展部分特种水泥业务。

公司是华润集团旗下以水泥、熟料、混凝土及骨料生产、销售为主业的建材生产商，华润集团实力雄厚，能够在融资、内部资源协同等方面给予公司支持。行业地位方面，公司熟料产能位列《2024 年中国水泥熟料产能百强榜 TOP100》第 7 名，截至 2024 年底，公司熟料年产能 6330 万吨，水泥年产能 9020 万吨，熟料产能在华南地区处于领先地位，公司规模优势明显。公司水泥熟料生产线布局和销售网络覆盖 8 个省和自治区，主要布局于广西和广东等地，根据水泥网披露数据，公司在广西和海南熟料产能占比分别为 25.97% 和 23.33%，在广东和福建等地熟料产能占比较高，在华南区域市场占有率高，具有较强竞争优势。此外，公司通过股权投资的联合营公司拥有 74 条水泥粉磨线及 30 条熟料生产线，总年产能水泥 6470 万吨及熟料 3700 万吨，主要分布于广东、香港、福建、云南及内蒙古等地，公司权益持有的相关年产能分别为水泥 2230 万吨及熟料 1200 万吨，规模较大。

图表 2 • 截至 2024 年底公司熟料产能主要布局区域及在区域中产能占比（单位：万吨）

项目	广西	广东	福建	云南	海南	贵州	山西	湖南
熟料产能	2812	1860	698	388	326	310	155	155
占区域熟料产能比重	25.97%	17.44%	12.47%	4.07%	23.33%	3.53%	2.63%	1.95%

注：上述公司熟料产能及占比数据来自水泥网数据，非公司年报披露的各省熟料产能，故数据间存在小幅差异
资料来源：水泥网，联合资信整理

水泥产品结构方面，公司产品以通用水泥为主，但持续加大创新水泥产品生产，公司持续加大核电水泥、道路硅酸盐水泥等特种产品推广力度，向浙江、福建、广东及海南多个核电项目供应核电水泥产品外，还进一步加大满足核岛穹顶特殊需求的预应力水泥供应；依托省级单位、校企合作的优势，积极推广道路硅酸盐水泥，先后将“润丰牌”道路硅酸盐水泥应用至福州机场二期工程、厦门翔安新机场道面浇筑工程等重大项目；并持续将中热、低热水泥等特种产品应用至我国西南地区国家大型基建工程，如川藏铁路四川段、西藏段的多个重点控制性工程项目以及 6 个川藏地区高原水电站项目，公司充分发挥资源协同优势，强化差异化竞争优势。

公司熟料和水泥产能利用率处于行业较好水平，经营效率较好；石灰石资源丰富，自供比例较高；同时拥有一定规模的余热发电能力，公司生产成本逐年下降，与行业标杆差距有所缩小。

经营效率方面，截至 2024 年底，公司水泥产能利用率为 69.2%，因公司主要布局区域为华南区域，采暖季错峰停产、环保限产及自律停产周期相对于北方较短，下游需求虽有所下降但供需失衡情况尚不严重，公司水泥产能利用率处于行业较好水平，经营效率较好。

原材料及动力自供方面，截至 2024 年底，公司的石灰石主要来自于自备矿山，石灰石资源能够基本满足自身生产需要，熟料生产基地多设立于石灰石矿山附近，公司拥有较丰富的石灰石资源储备，主要分布在广东、广西、福建、海南、山西和贵州区域，2024 年公司石灰石自给比例为 95% 以上，石灰石自给率较高，有利于公司控制原材料成本及供应稳定性。2024 年，公司的余热发

电设备发电 14.16 亿千瓦时，同比下降 3.4%，主要系公司生产时间缩短所致，公司余热发电量占总用电量约 28.1%，当年节约成本 7.44 亿元，公司自供电力占比较为一般。

图表 3 • 2024 年公司熟料产能利用率、石灰石自给率及余热发电自供比例同业对比情况

对比指标	公司	安徽海螺水泥股份有限公司	天山材料股份有限公司	红狮控股集团有限公司	华新水泥股份有限公司
水泥产能利用率	69%	66%	42%	70%	50%
石灰石自给率	95%以上	98%	88%	92%	97%
余热发电自供比例	28.1%	35.99%	36%	30%	30%以上

注：上表中公司、红狮控股和华新水泥数据为 2024 年底数据，海螺水泥为 2023 年底数据，天山股份水泥产能利用率和石灰石自给率为 2024 年底数据，石灰石自给率为 2025 年 3 月底数据

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024 年公司水泥销售成本为 208.40 元/吨，与行业盈利标杆企业海螺水泥单位成本仍存在差距，但差距有所缩小。

图表 4 • 水泥和熟料单位成本（单位：元/吨）

对比指标	公司	安徽海螺水泥股份有限公司	天山材料股份有限公司	唐山冀东水泥股份有限公司
吨水泥成本	208.40	187.25	208.67	206.06

注：上表中公司吨水泥成本为吨水泥销售成本、唐山冀东和海螺水泥数据为吨水泥成本，天山股份为吨水泥熟料自产品单位成本

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司持续拓展水泥上下游产业链业务发展，混凝土和骨料业务规模较大，对公司收入及盈利提供一定补充。

产业协同方面，公司持续拓展水泥上下游产业链，不断扩大公司混凝土和骨料产能，截至 2024 年底，公司拥有混凝土产能 4420 万立方米/年，骨料年产能约 10860 万吨/年，同时通过联合营公司股权权益拥有的应占混凝土和骨料年产能分别约 390 万立方米和 370 万吨。2024 年，公司混凝土和骨料收入均有所增长，骨料毛利率处于较高水平，对公司收入及盈利均提供一定补充。

2 信用记录

公司信用状况保持良好。

由于公司在境外注册成立，未被纳入人民银行征信系统，公司无征信报告。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 7 月 23 日，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事会主席及总裁等发生变化。

2024 年 3 月，颜碧兰担任公司独立非执行董事，叶澍堃不再担任公司独立非执行董事；2024 年 10 月，邓以海担任公司独立非执行董事，邓荣辉担任公司非执行董事，杨长毅不再担任公司独立非执行董事。2024 年 12 月，纪友红先生因临近退休年龄，退任公司董事局主席、执行董事、公司战略与投资委员会主席、公司提名委员会主席等职务；2025 年 1 月 6 日起，景世青先生获委任为董事局主席、战略与投资委员会主席及提名委员会主席，且不再担任总裁；谢骥先生获委任为总裁、执行董事及战略与投资委员会成员。公司董事局主席和总裁变更对公司经营战略、发展规划无重大影响。

景世青先生，硕士，于 2003 年 7 月加入华润集团，曾任华润集团人力资源部副总经理、公司非执行董事及华润燃气控股有限公司的非执行董事。2021 年 5 月加入公司，2021 年 5 月至 2023 年 4 月期间任公司副总裁，2023 年 4 月至 2025 年 1 月期间任公司总裁，曾负责公司市场管理部、智能与数字化部、科技创新部等管理工作及部份大区经营发展工作。自 2025 年 1 月起获委任为公司董事局主席，自 2023 年 4 月起获委任为执行董事，同时为公司战略与投资委员会主席、提名委员会主席及授权代表。

谢骥先生，硕士，于 1993 年加入华润集团，2001 年 10 月至 2024 年 8 月任职于华润置地有限公司（以下简称“华润置地”），曾担任华润置地副总裁、高级副总裁、执行董事、首席战略官，负责华润置地战略及投资；2024 年 8 月至 2025 年 1 月为华润集团战略管理部副总经理；自 2025 年 1 月起获委任为公司总裁及执行董事，战略与投资委员会成员。

(三) 经营方面

1 经营概况

2024 年，受下游需求疲软影响，公司水泥产品销量与价格均继续下降，致使公司营业额同比继续下降；受销售成本下降及高毛利率骨料业务收入占比上升影响，公司综合毛利率有所增长。伴随公司前期扩充骨料矿山资源逐步投产，骨料业务对公司收入贡献继续上升但毛利率大幅下降。考虑到房地产投资持续低迷等因素，短期看公司营业额修复难度大。

2024 年，公司营业额同比下降 9.83%。从营业额构成看，公司水泥产品（含熟料）收入占比继续下降，但占比高于 65%，主营业务突出；混凝土收入占比有所增长，骨料收入占比继续增长，混凝土和骨料业务收入是公司收入的重要补充。从各板块看，受下游需求下降致使公司水泥产品销量和平均售价同比均下降影响，公司水泥产品（含熟料）收入继续下降；受销量增长影响，2024 年公司混凝土收入同比增长 21.59%；公司骨料收入继续增长，主要系产能规模增加，销量增长所致，考虑公司骨料生产线逐步投产及前期投产生产线逐步运营成熟，公司骨料收入或将继续增长，对公司营业额贡献将继续增大。

毛利率方面，2024 年，公司综合毛利率同比增长 1.8 个百分点。其中，水泥产品（含熟料）和混凝土业务的毛利率同比均有所增长，主要系销售成本下降幅度高于销售价格下降幅度所致；公司骨料产品毛利率同比下降 19.2 个百分点，主要系近年新获取的骨料矿山矿权成本较高，致使新投产骨料生产线折旧成本增加所致。

2025 年 1—3 月，公司营业额同比下降 3.4%，主要系水泥产品销量同比下降所致；综合毛利率为 16.3%，同比上升 2.50 个百分点，主要系水泥产品销售价格同比小幅增长且销售成本同比有所下降所致。

图表 5 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业额及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年（经重列）			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥产品（包含熟料）	231.25	78.84%	15.6%	188.86	73.92%	11.7%	150.39	65.28%	15.1%	28.54	61.68%	16.7%
混凝土	45.37	15.47%	12.7%	34.23	13.40%	11.9%	41.62	18.07%	12.2%	9.43	20.39%	13.2%
骨料	5.56	1.89%	55.4%	16.16	6.32%	54.3%	25.25	10.96%	35.1%	5.85	12.64%	24.4%
其他	11.15	3.80%	/	16.25	6.36%	/	13.12	5.69%	/	2.45	5.29%	/
合计	293.32	100.00%	15.7%	255.50	100.00%	14.7%	230.38	100.00%	16.5%	46.27	100.00%	16.3%

注：2022 年营业总收入构成来自 2023 年年报经重列数据，2022 年水泥产品（包含熟料）的毛利率为用水泥及熟料业务毛利率推算获取；公司未公开披露其他业务毛利率情况
资料来源：公司年报及 2025 年一季度未经审核财务资料

2 水泥产品业务经营分析

(1) 原材料及燃料采购

公司石灰石储量较丰富，煤炭及电力供应稳定，为生产运营提供有力保障。2024 年，公司煤炭采购均价有所下降，受水泥产量下降影响公司煤炭采购规模 and 自产电量同比有所减少。

水泥生产主要原燃材料包括煤、电和石灰石。其中，2024 年煤电合计约占生产成本的 53.2%，石灰石等材料约占生产成本的 18.0%。

图表 6 • 公司原材料采购价格及采购量

原材料	项目	2022 年	2023 年	2024 年
煤炭	采购量（万吨）	860	660	630
	采购均价（元/吨）	1064	929	802
	吨熟料平均煤炭成本（元）	147.6	122.6	104.3
	直供占比	80%	88%	81%
	采购自中国北方占比	90%	82%	68%
电力	自发电量（亿千瓦时）	16.17	14.65	14.16
	电力自供占比	30.9%	28.9%	28.1%
	每吨水泥的平均电力成本（元）	29.9	31.0	28.8

资料来源：公司年报

煤炭成本方面，公司煤炭采购渠道以内地大型煤炭供应商为主，通过稳定长期战略合作供应商，控制煤炭采购成本。2024 年，公司向煤炭供货商直采比例有所下降，整体仍处于较高水平；公司煤炭采购区域主要来自于中国北方区域，2024 年受公司增加海外进口煤采购规模影响，公司内地煤炭采购占比有所下降；受公司水泥产品产量下降影响，公司煤炭采购量同比下降；受煤炭市场价格下降影响，公司煤炭采购均价同比有所下降，吨熟料平均煤炭成本和水泥销售成本中煤炭成本占比同比有所下降。

公司电力供应分为外购及自发电两部分。其中，外购电是由国家电网及华润电力控股有限公司进行输送；自发电是利用公司各生产线配套的余热发电系统进行发电用于生产，2024 年，受公司水泥熟料产量下降影响，依靠余热发电的自发电量和自供比例同比均有所下降。

（2）水泥产品生产

2024 年，公司水泥和熟料产能保持稳定，受市场需求下行影响，水泥产能利用率有所下降；受煤炭及材料价格等下降影响，公司吨水泥成本同比有所下降。短期内，公司水泥产品产能仍将维持稳定，产能利用率或将继续下降。

2024 年，公司水泥和熟料产能保持稳定，截至 2024 年底，公司水泥和熟料产能主要分布在广西、广东及福建等华南、西南区域。因房地产行业投资下滑等因素导致需求减少，公司产品销量下降导致公司降低产量，2024 年，公司水泥产能利用率同比继续下降。

图表 7 • 公司水泥熟料产能及产能利用率情况（单位：万吨）

产品	项目	2022 年	2023 年	2024 年
水泥	产能	90.1	90.2	90.2
	产能利用率	81.6%	71.8%	69.2%
熟料	产能	63.6	63.3	63.3
	产能利用率	90.5%	81.0%	/

资料来源：公司年报

图表 8 • 截至 2024 年底公司水泥、熟料产能分布情况

产品	项目	广东	广西	福建	海南	云南	贵州	山西	湖南	合计
水泥	生产线数量（个）	32	35	14	5	7	4	2	2	101
	产能（百万吨）	27.7	34.8	10.1	4.4	5.1	4.0	2.0	2.1	90.2
熟料	生产线数量（个）	12	19	6	3	4	2	1	2	49
	产能（百万吨）	15.5	27.9	7.0	2.9	4.2	2.8	1.5	1.5	63.3

资料来源：公司年报

2024 年，公司水泥产品销售成本同比有所下降，主要系煤炭采购均价下降所致。

图表 9 • 公司水泥产品销售成本结构（单位：吨/元）

项目	2022 年（经重列）		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
煤炭	111.4	43.2%	97.2	40.6%	82.1	39.4%
电力	29.9	11.6%	31.0	12.9%	28.8	13.8%
材料	53.6	20.7%	48.4	20.2%	37.5	18.0%
其他	63.1	24.5%	62.8	26.3%	60.0	28.8%
合计	258.0	100.0%	239.4	100.0%	208.4	100.0%

资料来源：公司年报

（3）水泥产品销售

受需求下行及供需失衡等影响，2024 年，公司水泥产品销量和销售价格继续下降；2025 年一季度，公司水泥产品销量继续下降但销售价格小幅回升。预计短期内，公司水泥产品销量仍将处于下行通道，销售价格回升不具备持续性。

公司熟料产品主要自用于生产水泥，多余部分对外销售。公司销售的水泥产品以 42.5 及以上等级的产品为主，2024 年，公司销售的 42.5 及以上等级水泥产品占比为 82.8%，占比较高；袋装水泥销售持续小幅增长至 29.7%。

从销售规模 and 价格方面看，2024 年，受需求下行和供需失衡影响，公司水泥产品销量和销售价格均有升下降，水泥销售价格已经下降至较低水平。2025 年 1—3 月，下游需求仍疲软，但受行业自律停产等影响，供需失衡情况有一定程度改善，公司水泥产品销量同比下降 13.08%，销售价格同比小幅增长 3.07%。

图表 10 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司水泥产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月	
	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价
水泥	7211.0	308.4	6930.1	272.5	6171.4	243.7	1132.8	251.9
熟料	292.9	302.8						

资料来源：公司年报及 2025 年一季度未经审核财务资料

2024 年，公司前五大客户的销售总额占公司销售总额比重均小于 30%，销售集中度较低。

3 混凝土业务经营分析

公司混凝土产能主要布局于广东、广西和海南等，区域布局较好；公司通过新建及租赁方式拓展混凝土产能，2024 年公司混凝土产能有所增加；受下游需求下行影响，公司混凝土平均售价下降至较低水平。

2024 年，公司新建投产 1 座混凝土搅拌站，新租赁 5 座混凝土搅拌站，出售 1 座混凝土搅拌站，混凝土总年产能较 2023 底增加约 580 万立方米。截至 2024 年底，公司拥有 68 座混凝土搅拌站，主要位于广东、广西和海南等地。此外，公司通过合联营方式拥有混凝土搅拌站 19 座（权益口径年产能 390 万立方米）。

图表 11 • 截至 2024 年底公司混凝土产能分布情况

项目	广西	广东	海南	浙江	贵州	福建	云南	山西	香港	合计
搅拌站数量（个）	30	22	6	2	1	1	1	1	4	68
产能（百万立方米）	19.6	16.0	3.3	1.1	0.8	0.6	0.6	0.6	1.6	44.2

资料来源：公司年报

从销售规模方面看，2024 年，混凝土销量同比增长 39.59%，一方面系公司产能增加，另一方面系公司通过轻资产拓量模式租用外部混凝土搅拌站生产并销售混凝土所致。受此影响，混凝土产能利用率波动增长。2025 年 1—3 月，公司混凝土对外销量同比增长 36.01%。

从销售价格方面看，2024 年，受需求疲软、供需失衡及上游原料价格下降影响，公司混凝土售价继续下降。2025 年 1—3 月，公司混凝土售价同比下降 15.19%。

图表 12 • 公司混凝土生产销售情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
产能（万立方米/年）	3850	3840	4420	/
产能利用率	29.30%	25.9%	33.9%	/
销量（万立方米）	1080.50	933.4	1302.9	313.5
平均售价（立方米/元）	490.60	366.7	319.5	301.0

资料来源：公司年报及 2025 年一季度未经审核财务资料

4 骨料业务经营分析

随着公司骨料生产线持续建设投产影响，2024 年，公司骨料产能和销量均有所增长，成为公司收入的重要补充；骨料产能利用率有所下降，仍处于较高水平。近年来骨料行业产能快速增长、市场竞争日趋激烈，需关注公司骨料产能投产后产能利用率变化及收益情况。

骨料是混凝土生产的主要原材料，公司积极推动产业链延伸，发展骨料业务，扩大内部骨料协同效应。公司加强品牌建设，2024 年，公司完成 33 家在营骨料基地“润丰骨料”品牌形象建设，基本实现骨料销售场景的品牌形象全覆盖。

近年来，公司通过竞拍、并购、参股等方式持续获取优质骨料矿山资源，并加快骨料项目建设及投产。2024 年，公司骨料年产能同比增长 1610 万吨，截至 2024 年底，依托水泥矿山，公司通过附属公司拥有的在营（含试生产）骨料年产能约 10860 万吨，

通过位于云南及福建的联营公司股权权益拥有的应占骨料年产能约 370 万吨。公司仍有部分在建骨料项目，全部建成后，公司通过附属公司掌握的骨料年产能预计将达 13480 万吨，通过联营公司及合营公司股权权益掌控的应占骨料年产能约 1360 万吨。近年来公司大力发展骨料业务，伴随骨料行业集中度快速上升，需关注公司产能投产后产能利用率等相关情况。

图表 13 • 公司骨料生产销售情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
产能（万立方米/年）	/	9250	10860	/
产能利用率	/	93.4%	85.9%	/
销量（万立方米）	1511.9	4558.3	6935.2	1598.2
平均售价（立方米/元）	36.7	35.4	36.4	36.6

注：上表销量为外销规模，公司有部分骨料自用
资料来源：公司年报及 2025 年一季度未经审核财务资料

从销售规模方面看，受产能持续增加及生产线运营持续成熟等综合影响下，2024 年，公司骨料销售规模同比增长 52.14%，但受产能规模增加及部分新投产生产线产能利用率不足影响，2024 年骨料产能利用率有所下降。2025 年 1—3 月，公司骨料对外销量同比增长 12.88%。从销售价格方面看，2024 年以来，公司骨料售价小幅增长，但整体较为稳定。

5 未来发展

未来，公司将持续发展水泥、骨料和混凝土三大主业，加快产业升级发展。

公司将聚焦“深化改革、向新而生”的年度管理主题，继续做强做优水泥、骨料、混凝土三大主业，深化全价值链降本，发挥一体化协同优势，持续提升核心竞争力；加快传统产业升级步伐，加大科技研发力度，推动智能化、绿色化、高端化技术应用，因地制宜发展新质生产力；加快战略性新兴产业布局，持续优化资源分配，为大众提供优质产品和服务及系统解决方案，引领数智化转型。

（四）财务方面

公司综合财务报表按香港财务报告准则编制。毕马威会计师事务所对公司 2024 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年 1—3 月财务数据未经审计。

1 资产质量

跟踪期内，公司资产规模较为稳定，仍以非流动资产为主，资产流动性偏低。

截至 2024 年底，公司资产规模较为稳定，资产构成仍以非流动资产为主，符合水泥行业资产构成的一般特征。

图表 14 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末（经重列）		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末		2024 年末较上年底增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	87.73	12.21%	76.90	10.56%	70.98	9.86%	76.57	10.64%	-7.70%
现金及银行结余	19.49	2.71%	26.04	3.58%	22.35	3.11%	20.79	2.89%	-14.15%
非流动资产	630.83	87.79%	651.02	89.44%	648.65	90.14%	642.95	89.36%	-0.36%
于联营公司的权益	55.78	7.76%	54.38	7.47%	52.96	7.36%	51.83	7.20%	-2.61%
固定资产	281.09	39.12%	311.73	42.82%	311.53	43.29%	308.63	42.89%	-0.06%
使用权资产	45.81	6.38%	49.25	6.77%	51.80	7.20%	52.14	7.25%	5.19%
无形资产	177.33	24.68%	183.73	25.24%	183.52	25.50%	182.16	25.32%	-0.12%
资产总额	718.56	100.00%	727.92	100.00%	719.63	100.00%	719.52	100.00%	-1.14%

注：占比指单个资产或负债科目占同期末资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年底，公司现金及银行结余较上年底有所下降，主要系公司净偿还债务所致；公司于联营公司的权益较上年底小幅下降，主要系公司联营公司主业主要为水泥、混凝土及骨料等建材生产及销售业务，受行业下行影响，公司对联营公司计提减值所致。截至 2024 年底，公司主要联营企业具体情形详见下表。

表 15 • 截至 2024 年底公司主要联营企业情况

公司名称	持股比例	主要业务
内蒙古蒙西水泥股份有限公司	40.6%	水泥及混凝土生产与销售
福建省建材（控股）有限责任公司	49.0%	水泥及混凝土生产与销售
云南水泥建材集团有限公司	50.0%	水泥及混凝土生产与销售
环球石材（东莞）股份有限公司	40.0%	人造石及天然石生产及加工
海垦润丰（屯昌）新型环保建材有限公司	34.0%	开采骨料

资料来源：公司年度报告

截至 2024 年底，公司固定资产累计折旧与减值为 216.48 亿元，公司固定资产（账面价值）主要包括土地及建筑物（占 47.02%）、厂房及设备（占 42.57%）和在建工程（占 5.73%）。公司使用权资产持续增长，主要系土地使用权持续增加所致；截至 2024 年底，公司使用权资产账面价值中土地使用权占 94.23%。公司无形资产波动增长，截至 2024 年底，公司对无形资产累计摊销及减值 24.73 亿元，无形资产（账面价值）包括商誉（占 9.81%）和采矿权（占 90.19%）。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产规模较上年底无重大变化。

截至 2024 年底，公司无抵押资产，已质押银行存款 4.79 亿元。

2 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模变化不大，所有者权益中保留盈利占比很高，权益结构稳定性仍有待提高。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底下降 0.11%至 456.97 亿元，主要系少数股东权益下降所致。公司权益中保留盈利占 95.20%，权益结构稳定性有待提高。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

（2）负债

截至 2024 年底，公司有息债务有所下降，整体债务负担轻，但短期债务占比较高，债务结构有待优化。

截至 2024 年底，公司负债规模较为稳定；受一年内及一年以上银行贷款规模变化影响，公司负债结构变化较大，流动负债占比较上年底增长 21.00 个百分点至 61.60%。

图表 16 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

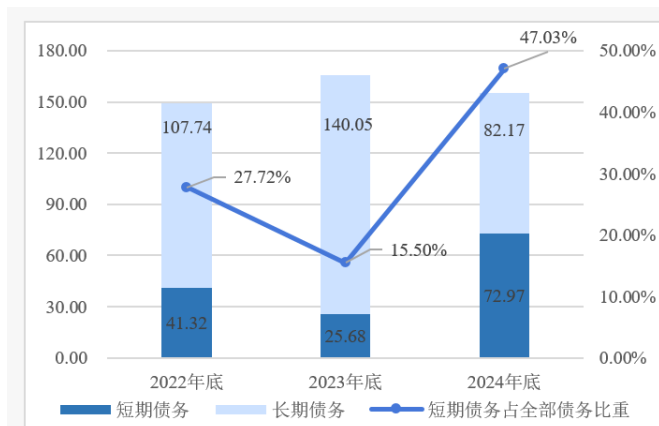
科目	2022 年末（经重列）		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末		2024 年末较上年底增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	136.73	51.41%	109.80	40.60%	161.80	61.60%	143.02	54.65%	47.36%
应付贸易账款	28.96	10.89%	29.79	11.01%	32.60	12.41%	27.99	10.69%	9.46%
其他应付款项	64.98	24.43%	55.00	20.33%	55.61	21.17%	53.15	20.31%	1.12%
银行贷款-于一年内到期	36.49	13.72%	22.73	8.41%	69.68	26.53%	58.43	22.33%	206.50%
非流动负债	129.23	48.59%	160.65	59.40%	100.87	38.40%	118.67	45.35%	-37.21%
银行贷款-于一年后到期	104.97	39.47%	138.17	51.09%	71.00	27.03%	88.74	33.91%	-48.62%
其他长期应付款项	18.76	7.05%	18.74	6.93%	16.86	6.42%	16.95	6.48%	-10.01%
负债总额	265.96	100.00%	270.45	100.00%	262.66	100.00%	261.69	100.00%	-2.88%

注：占比指单个资产或负债科目占同期末负债总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

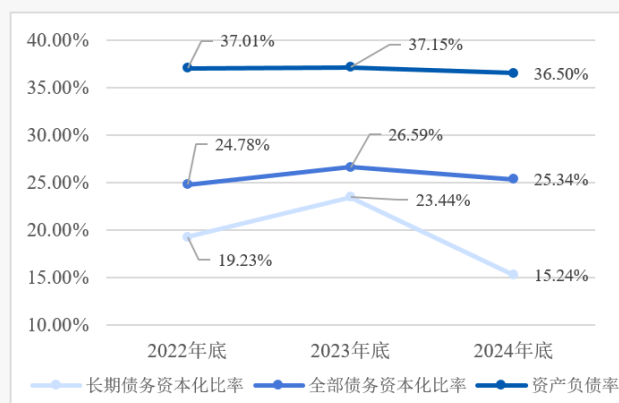
截至 2024 年底，公司应付贸易账款主要为应付第三方的贸易账款（占 96.70%），账龄主要集中在 0~90 日（占 90.56%）；公司其他应付款较年初变化不大，公司其他应付款主要包括应付建筑款项及收购固定资产的应付款项（占 41.51%）、收购附属公司、联营公司及合营公司的应付代价（占 9.76%）和来自客户的订金（占 9.18%）等；公司银行贷款较上年底下降 12.57%，主要系公司偿还所致；公司银行贷款的实际年利率介于 0.6%~5.4%。考虑公司存在一定规模外币债务而收入主要以人民币进行结算，存在一定的汇兑风险。

图表 17 • 2022—2024 年末公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 18 • 2022—2024 年末公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 19 • 截至 2024 年底公司有息债务到期时间情况（单位：亿元）

到期时间	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	5 年及以后	合计
银行贷款	69.68	13.76	11.43	9.55	11.80	24.46	140.68
公司债	--	--	10.00	--	--	--	10.00
合计	69.68	13.76	21.43	9.55	11.80	24.46	150.68

注：表格中有息债务未包含债务调整项数据，故与全部债务数据存在差异

资料来源：联合资信根据公司年报整理

有息债务方面，本报告将租赁负债和非控股股东贷款计入有息债务。截至 2024 年底，公司全部债务规模 155.14 亿元，受一年内到期银行贷款规模增加影响，短期债务占比大幅增长，公司债务期限结构有待优化；融资渠道主要为银行贷款；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 36.50%和 25.34%，整体看，公司债务负担轻。

图表 20 • 2024 年末公司杠杆水平同业对比情况

对比指标	公司	安徽海螺水泥股份有限公司	天山材料股份有限公司	红狮控股集团有限公司	华新水泥股份有限公司
资产负债率	36.50%	21.31%	65.47%	54.91%	49.80%
带息债务/全部投入资本	25.70%	12.85%	53.75%	45.07%	36.53%

注：为提高可比性，本表使用的数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信存在少许差异

资料来源：Wind

3 盈利能力

2024 年，公司营业额和除税前盈利仍继续下降；其他收入对盈利影响较大，公司盈利能力继续减弱。2025 年一季度，公司除税前盈利扭亏为盈。考虑到下游需求短期内难以恢复，水泥价格回升不具备持续性和支撑性，公司未来盈利仍面临压力。

公司营业额和毛利率等情况详见经营部分分析。

图表 21 • 公司主要盈利指标（单位：亿元）

科目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业额	293.32	255.50	230.38	46.27
营业成本	247.16	217.88	192.37	38.72
费用总额	31.97	33.64	35.91	6.68
其中：一般与行政费用	24.41	23.22	26.30	4.60
其他收入	5.75	5.72	3.10	0.65
除税前盈利	18.97	9.14	4.50	1.19
毛利率	15.74%	14.72%	16.50%	16.33%
总资本收益率	3.08%	1.85%	1.06%	--
净资产收益率	3.43%	1.35%	0.24%	--

注：尾差系四舍五入所致，公司年报中其他收入主要包括

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司期间费用主要为一般及行政费用（占 73.24%），本期期间费用同比增长 6.76%，主要系公司当期商誉计提 2.68 亿元减值亏损计入一般及行政费用所致。2024 年及 2025 年 1—3 月，期间费用率分别为 15.59%和 14.44%。公司期间费用控制能力一般。

公司其他收入主要包括政府退税等奖励收入、利息收入、供应商及客户的赔偿收入、处置附属公司收益以及其他收入等，2024 年其他收入同比有所下降，主要系处置附属公司收益大幅减少所致。受公司经营获利能力下降影响，公司其他收入对除税前盈利影响较大。

受市场需求下降销售规模下滑和供需失衡下公司产品售价下降等影响，2024 年，公司除税前盈利规模同比下降 50.81%；2025 年 1—3 月，受销售价格回升及煤炭价格下降影响，公司毛利率同比有所增长，除税前盈利扭亏为盈。盈利指标方面，2024 年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所下降，与同行业公司对比，公司盈利指标整体处于行业一般水平。

图表 22 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	安徽海螺水泥股份有限公司	天山材料股份有限公司	红狮控股集团有限公司	华新水泥股份有限公司
营业总收入	230.38	910.30	869.95	354.74	342.17
利润总额	4.50	100.29	1.01	10.53	41.12
销售毛利率	16.50%	21.70%	16.72%	12.10%	24.69%
EBITDA 利润率	16.60%	18.93%	16.41%	12.31%	25.23%
净资产收益率	0.48%	4.12%	-0.72%	2.74%	8.16%

资料来源：为提高可比性，本表使用的数据均来自Wind，Wind计算公式与联合资信存在少许差异

4 现金流

2024 年，公司经营获现能力仍保持较好水平，资本性支出规模继续下降，公司对外部融资依赖度下降，2024 年筹资活动现金流呈现净流出状态。预计短期内，公司经营能力仍能维持，资本性支出继续下降，公司仍有压降债务动力。

从经营活动看，2024 年，公司经营活动现金流净流入规模同比小幅下降。

从投资活动看，公司投资活动现金流出主要为公司对固定资产投资、收购采矿权和收购公司等支出，2024 年，公司投资活动现金流出规模同比下降 37.91%。随着公司骨料等产业链延伸业务尚需投资规模下降，公司投资活动现金流净流出规模或将继续下降，但受环保、技改等持续性投资影响，仍保留一定净流出规模。

受净投资规模下降及经营获现能力提升，2024 年，公司经营活动现金流能够覆盖投资活动支出。

从筹资活动来看，2024 年，受资本性支出规模下降等影响，筹资活动现金流由净流入转为净流出，公司净偿还债务。短期看，随着资本性支出规模继续下降，公司仍有压降债务动力。

图表 23 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流量净额	26.67	39.18	38.46
投资活动现金流量净额	-90.78	-46.75	-29.03
筹资活动前现金流量净额	-64.11	-7.58	9.43
筹资活动现金流量净额	25.62	14.10	-13.14

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

公司资产流动性较低，短期偿债指标待改善，长期偿债指标表现较好，综合考虑公司股东实力雄厚、融资渠道通畅及可动用无抵押银行贷款额度充足，公司偿债能力极强。

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动比率、速动比率和现金短债比等指标均较上年底有所下降，公司现金短债比降至 1 倍以下，现金类资产对债务保障水平较弱；2024 年，公司经营活动现金流净额对公司流动负债覆盖水平同比有所下降，对短期债务覆盖能力有所弱化。整体看，公司短期偿债指标表现一般。但考虑公司股东实力雄厚，融资渠道通畅，未使用银行授信充足，公司债务滚存压力不大，短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 继续下降。公司 EBITDA 和经营现金对当期利息支出覆盖水平较高，EBITDA 对全部债务的覆盖能力较强，经营现金对全部债务的覆盖能力较为一般。整体看，公司长期债务偿债指标表现较好。

图表 24 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（经重列）	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	64.16%	70.04%	43.87%	53.54%
	速动比率	46.31%	52.77%	32.98%	39.74%
	经营现金/流动负债	19.50%	35.68%	23.77%	/
	经营现金/短期债务（倍）	0.65	1.53	0.53	/
	现金类资产/短期债务（倍）	0.48	1.01	0.31	/
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	43.73	40.27	38.24	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.41	4.12	4.06	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.18	0.24	0.25	/
	EBITDA/利息支出（倍）	11.47	6.32	6.56	--
	经营现金/利息支出（倍）	6.99	6.15	6.60	/

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年底，公司就联营公司和合营公司获授的银行借款额度而向银行授出的担保总额 19.37 亿元，占期末净资产的 4.24%，其中 12.89 亿元已被动用。

截至 2024 年底，公司无重大未决诉讼情况发生。

截至 2024 年底，公司的无抵押银行贷款额度为 23.00 亿港元及人民币 400.31 亿元，其中人民币 280.93 亿元尚未动用并仍可供提用。此外，作为港股上市公司，公司融资渠道较为多元。

（五）ESG 方面

作为央企华润集团下属水泥与混凝土业务的控股公司，公司 ESG 风险可控。

公司严格遵守《中华人民共和国劳动法》《中华人民共和国劳动合同法》《中华人民共和国未成年人保护法》《未成年工特殊保护规定》《禁止使用童工规定》等法律法规，以公平、公正的雇佣原则开展招聘工作，坚决反对强制劳动、骚扰虐待，杜绝使用童工，抵制任何形式的歧视，坚持多元化与机会平等，公平对待不同国籍、地域、种族、宗教信仰、性别、年龄、学历、性取向、残疾与否的应聘者 and 员工；与员工依法签订劳动合同，保障员工休息休假权利；注重员工信息及隐私保护，夯实信息管理机制，采用人力资源系统流程管理控制相关权限，要求涉及员工信息的岗位人员签署保密协议，严格管理和保密员工信息及隐私。员工入职时必须如实申报个人信息，入职后要按照公司有关制度要求开展工作，如存在持假证件、谎报个人信息、工作造假等情况，一经发现，公司将按规章制度相关要求处理，情节严重、影响恶劣的或按照相关法律规定处理。2024 年，公司依法依规开展雇佣工作，未发生使用童工或强制劳工情况，未发生因为人权问题而造成的负面事件，未发生重大劳动纠纷。

公司高度重视企业社会责任，积极推动安全生产、节能减排及碳排放管理，开展水泥窑协同处置城乡生活垃圾、市政污泥及工业危险废物项目。公司生产每吨熟料的单位煤耗由 2022 年的平均 138.8 公斤减少至 2024 年的平均 130.0 公斤，每吨熟料的标准煤耗由 2022 年的平均 99.5 公斤减少至 2024 年的平均 97.2 公斤；公司所有水泥生产基地均配备余热发电设备以降低能耗，氮氧化物、颗粒物及二氧化硫排放浓度均优于国家污染物排放标准限值。此外，公司积极加强对新产品、新材料、新技术的研发及应用，把握新业务发展机会，充分发挥业务间的协同优势，推动企业的转型创新及可持续发展。

公司董事局是 ESG 事宜的最高负责及决策机构，对公司的 ESG 战略及汇报承担全部责任，职能包括监察可能影响公司业务或运作、股东与其他利益相关方的 ESG 相关工作。

七、债券偿还能力分析

公司 2024 年经营现金净流量和 EBITDA 对存续债券覆盖程度很高。

截至 2024 年底，公司存续债券余额 10.00 亿元，2024 年，公司经营现金净流量和 EBITDA 对存续债券的覆盖程度很高。

图表 25 • 公司存续债券偿还能力指标

项目	2024 年
截止 2024 年底存续债券余额（亿元）	10.00
经营现金/存续债券余额（倍）	3.85
EBITDA/存续债券余额（倍）	3.82

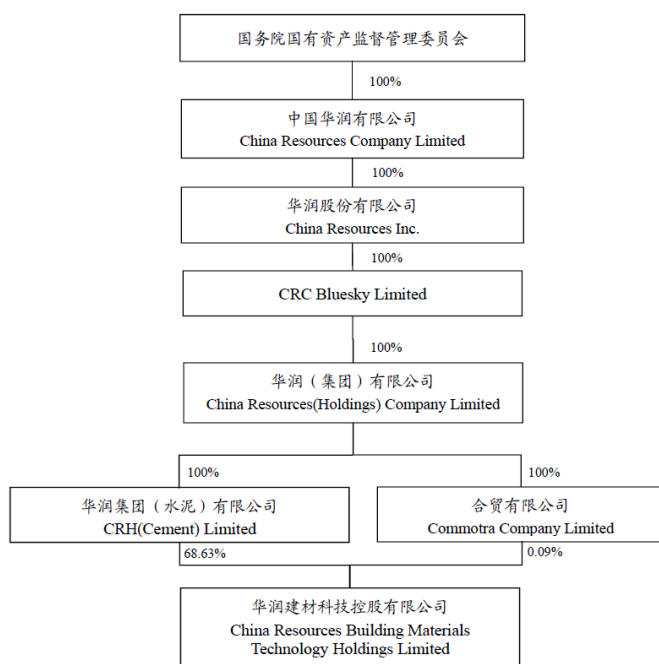
注：上表中经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

八、跟踪评级结论

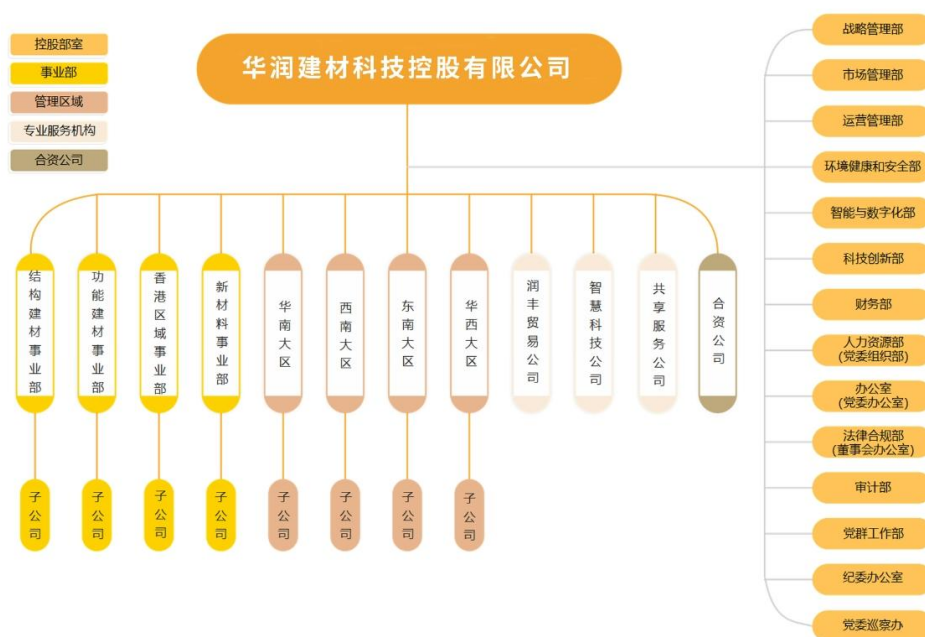
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 华润建材 MTN001（可持续挂钩）”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	持股比例	业务范围	注册资本
华润建材科技有限公司	100%	持有附属公司投资	10.67 亿美元
华润水泥（封开）有限公司	100%	水泥生产与销售	14.51 亿人民币
华润水泥（平南）有限公司	100%	水泥生产与销售	10.81 亿人民币

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.95	26.04	22.35	20.79
应收贸易账款（亿元）	25.91	17.20	19.68	23.72
其他应收款项（亿元）	14.83	14.10	11.25	12.15
存货（亿元）	24.41	18.96	17.63	19.74
于联营公司的权益（亿元）	55.78	54.38	52.96	51.83
固定资产（亿元）	281.09	311.73	311.53	308.63
资产总额（亿元）	718.56	727.92	719.63	719.52
股本（亿元）	6.18	6.18	6.18	6.18
非控股权益（亿元）	14.35	16.39	15.76	15.41
权益总额（亿元）	452.60	457.47	456.97	457.82
短期债务（亿元）	41.32	25.68	72.97	/
长期债务（亿元）	107.74	140.05	82.17	/
全部债务（亿元）	149.07	165.74	155.14	/
营业额（亿元）	293.32	255.50	230.38	46.27
销售成本（亿元）	247.16	217.88	192.37	38.72
除税前盈利（亿元）	18.97	9.14	4.50	1.19
EBITDA（亿元）	43.73	40.27	38.24	--
经营活动现金流量净额（亿元）	26.67	39.18	38.46	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-90.78	-46.75	-29.03	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	25.62	14.10	-13.14	/
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.01	11.85	12.49	--
存货周转次数（次）	10.20	10.05	10.52	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.35	0.32	--
毛利率（%）	15.74	14.72	16.50	16.33
总资本收益率（%）	3.08	1.85	1.06	--
净资产收益率（%）	3.43	1.35	0.24	--
长期债务资本化比率（%）	19.23	23.44	15.24	/
全部债务资本化比率（%）	24.78	26.59	25.34	/
资产负债率（%）	37.01	37.15	36.50	36.37
流动比率（%）	64.16	70.04	43.87	53.54
速动比率（%）	46.31	52.77	32.98	39.74
经营现金流动负债比（%）	19.50	35.68	23.77	--
现金短期债务比（倍）	0.48	1.01	0.31	/
EBITDA 利息倍数（倍）	11.47	6.32	6.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.41	4.12	4.06	--

注：1. 公司年报中经营活动现金流量表为间接法编制；公司 2022 年财务数据使用 2023 年审计报告期初数；公司 2025 年一季度财务报表未经审计，公司未披露 2025 年一季度现金流相关数据；未披露公司本部财务数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司其他应付款和长期应付款中租赁负债和非控股股东贷款分别调入短期债务和长期债务；4. “/”代表数据未获取，“--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持