

信用评级公告

联合〔2023〕7022号

联合资信评估股份有限公司通过对中国联合水泥集团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，确定维持中国联合水泥集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 联合水泥 MTN001”和“20 联合水泥 MTN002”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

二〇二三年七月二十六日

中国联合水泥集团有限公司 2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国联合水泥集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 联合水泥 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 联合水泥 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

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
20 联合水泥 MTN001	10 亿元	10 亿元	2023/08/28
20 联合水泥 MTN002	10 亿元	10 亿元	2023/11/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	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	2
			经营分析	2
财务 风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aa
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：股东支持				+2
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，中国联合水泥集团有限公司（以下简称“公司”）在经营规模和区域市场占有率方面保持优势，骨料业务对公司收入和利润形成一定支撑，公司仍具有较强的经营获现能力。公司直接股东新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山水泥”）和间接股东中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”）在资金等方面继续为公司提供有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司后续资产转让面临不确定性，煤炭采购价格上涨和地产市场景气度下行压缩公司盈利空间，债务负担较重且短期债务占比很高以及应收账款规模较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

短期内，地产行业景气度仍有待修复，煤炭价格高位震荡带来的成本控制压力仍在，公司盈利能力将继续承压。资产转让事项若全部完成，公司业务布局将主要集中于淮海地区。公司在淮海地区占有率较高，加之股东背景实力极强、骨料产能将进一步提升，公司有望继续保持竞争优势。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 联合水泥 MTN001”和“20 联合水泥 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司股东实力极强，对公司支持力度大。中建材股份为公司股东天山水泥的控股股东，实力极强。截至 2023 年 3 月底，中建材股份和天山水泥对公司资金拆借余额合计 120.00 亿元。

2. 跟踪期内，公司水泥产销规模仍大，区域市场占有率较高，竞争实力仍强。截至 2022 年底，公司水泥年产能 11112.15 万吨；公司在山东和河南的区域竞争实力强，区域市场占有率均位于行业前二。

3. 骨料业务可为公司提供一定规模的现金流，并成为其利润增长点。跟踪期内，公司骨料的年产能进一步增长，收入和盈利均在较高水平，2022 年，公司骨料业务收入和毛利率分别为 44.43 亿元和 53.72%。

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
水泥产能（万吨/年）	11112	17600	55300	/
水泥产能利用率（%）	50.21	48.94	45.93	/
资产总额（亿元）	833.18	620.19	2888.37	544.02
所有者权益（亿元）	246.95	326.03	973.02	182.03
营业总收入（亿元）	443.93	345.44	1325.81	225.08
营业利润率（%）	15.82	18.81	14.22	8.47
利润总额（亿元）	13.38	18.22	64.12	-12.90
资产负债率（%）	70.36	47.43	66.31	66.54
全部债务资本化率（%）	64.06	39.61	58.18	44.44
全部债务/EBITDA（倍）	6.40	3.44	4.43	5.81
EBITDA 利息倍数（倍）	3.66	8.31	6.13	1.89

注：公司 1 为唐山冀东水泥股份有限公司，公司 2 为新疆天山水泥股份有限公司，公司 3 为西南水泥有限公司

资料来源：联合资信根据公司提供和公开资料整理

分析师：刘琨轩 赵 兮

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 跟踪期内，受下游需求下降、产能过剩和错峰生产等因素影响，公司水泥产能利用率继续下降，销售价格下降和煤炭价格高位运行压缩了公司的利润空间。2022 年，房地产市场景气度下降明显，水泥行业产能过剩加之产品需求下降导致行业供需失衡加剧，公司水泥混凝土销售量价同比均有所下降，水泥产能利用率下降至 50.21%；煤炭价格高位致使公司毛利率和利润继续下降，2023 年一季度公司亏损 8.39 亿元（利润总额）。

2. 公司债务负担较重，短期偿债指标较弱。跟踪期内，公司债务规模有所下降但债务负担仍较重，截至 2023 年 3 月底全部债务为 448.31 亿元，全部债务资本化比率为 65.10%；剔除股东借款和三方借款后现金短期债务比为 0.26 倍。

3. 跟踪期内，公司混凝土产能利用率很低，应收账款和商誉规模较大。2022 年，公司混凝土产能利用率约为 15%。截至 2022 年底，公司应收账款账面价值为 101.20 亿元，在下游行业景气度下行周期面临一定坏账和减值风险。

4. 公司被纳入天山水泥内部业务架构调整范围，后续资产转让事项仍存不确定性。跟踪期内，公司已转让 8 家公司股权，水泥和混凝土产能有所下降。若河南中联同力材料有限公司股权转让完成，公司未来业务布局将集中于淮海地区，产能规模将继续下降，该事项进展存在一定不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	43.96	52.51	28.57	51.31
资产总额(亿元)	801.58	915.65	833.18	840.87
所有者权益(亿元)	215.53	259.12	246.95	240.33
短期债务(亿元)	352.77	350.31	373.47	372.84
长期债务(亿元)	99.48	122.34	66.69	75.47
全部债务(亿元)	452.24	472.65	440.17	448.31
营业总收入(亿元)	481.04	520.47	443.93	50.52
利润总额(亿元)	31.87	20.22	13.38	-8.39
EBITDA(亿元)	80.94	72.11	68.77	--
经营性净现金流(亿元)	82.76	67.43	42.16	0.33
营业利润率(%)	21.87	18.46	15.82	5.19
净资产收益率(%)	7.80	2.43	3.22	--
资产负债率(%)	73.11	71.70	70.36	71.42
全部债务资本化率(%)	67.72	64.59	64.06	65.10
流动比率(%)	52.56	55.20	49.60	51.94
经营现金流动负债比(%)	17.52	13.17	8.44	--
现金短期债务比(倍)	0.12	0.15	0.08	0.14
EBITDA 利息倍数(倍)	3.90	3.63	3.66	--

全部债务/EBITDA(倍)	5.59	6.55	6.40	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	541.68	582.98	565.50	557.57
所有者权益(亿元)	138.87	141.60	160.38	159.86
全部债务(亿元)	354.33	373.22	374.01	365.89
营业总收入(亿元)	3.20	6.29	0.14	0.03
利润总额(亿元)	28.61	29.19	20.89	-0.52
资产负债率(%)	74.36	75.71	71.64	71.33
全部债务资本化比率(%)	71.84	72.50	69.99	69.59
流动比率(%)	113.20	113.81	105.50	107.05
经营现金流动负债比(%)	0.89	-0.27	-0.15	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；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. 其他应付款和其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 联合水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2022/07/27	刘珺轩 于思远	水泥企业信用评级方法/水泥企业主体信用评级模型 (V3.1.202205)	阅读全文
20 联合水泥 MTN002							
20 联合水泥 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/11/06	刘珺轩 尹金泽 于思远	水泥企业信用评级方法/水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 联合水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/08/21	刘珺轩 尹金泽 于思远	水泥企业信用评级方法/水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、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。

二、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。

三、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，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、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。

五、本报告系联合资信接受中国联合水泥集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、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。

七、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。

八、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。

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。

中国联合水泥集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

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”）关于中国联合水泥集团有限公司（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

公司前身为中国新型建筑材料进出口公司，截至 2023 年 3 月底，新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山水泥”）持有公司 100% 股权，天山水泥的控股股东为中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”），公司最终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”）。

2022 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2022 年底，公司资产总额 833.18 亿元，所有者权益 246.95 亿元（含少数股东权益 84.69 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 443.93 亿元，利润总额 13.38 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 840.87 亿元，所有者权益 240.33 亿元（含少数股东权益 83.22 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 50.52 亿元，利润总额-8.39 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区复兴路 17 号国海广场 2 号楼 18 层；法定代表人：满高鹏。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“20 联合水泥 MTN001”和“20 联合水泥 MTN002”，合计余额 20 亿元，均将于 2023 年到期。截至 2023 年 3 月底，上述债券募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2023 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 联合水泥 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2020/08/28	3 年
20 联合水泥 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2020/11/13	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏

观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2023 年一季度）](#)》。

五、行业分析

2021 年以来，煤价大幅上涨后于高位震荡，水泥企业生产成本大幅上扬，在原燃料价格大幅波动的影响下，2021 年水泥价格成倒“V”字型波动。2022 年以来，房地产开发投资乏力，基建投资虽增幅明显但对水泥需求支撑不足，水泥下游需求疲软，水泥产量创 11 年来新低。供需失衡致使行业竞争加剧，水泥价格波动下降。在成本端和销售端的双重挤压下，2022 年水泥行业企业经营效益下降明显。

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，推动行业产能置换升级；随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大，对水泥供给形成压力，但目前水泥行业去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。完整版行业分析详见[《2023 年一季度水泥行业分析》](#)。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司控股股东为天山水泥，持股比例为100%，国务院国资委为公司最终实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司在山东和河南区域规模优势仍突出，区域竞争实力仍强。

截至 2022 年底，公司在产水泥熟料生产线 70 条。其中，5000 吨以上生产线 36 条，4000 吨级生产线 1 条，3200 吨级生产线 4 条，1000~2500 吨级生产线 29 条，均为新型干法生产线。

公司是中国水泥行业区域龙头企业之一，具有很强的规模优势。经过多年经营积累以及对地区水泥行业的不断整合，公司在淮海地区和河南奠定了很强的市场基础，区域竞争优势

明显。2022年，公司在山东和河南市场占有率均为当地前二，整体市场占有率排名较高。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2023 年 7 月 24 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司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存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理与管理情况较为稳定。

跟踪期内，公司股权结构、高管人员以及主要管理制度未发生变化。

八、重大事项

公司被纳入天山水泥内部业务架构调整范围，截至2022年底已转让8家公司股权。若河南中联同力材料有限公司股权转让完成，公司未来业务布局将集中于淮海地区，产能规模将继续下降，但该事项进展存在一定不确定性。

2022 年 10 月 29 日，天山水泥披露《关于公司内部业务整合及架构调整的公告》，天山水泥下属各级子公司拟按照区域划分以股权转让/收购、划转、增资/减资、新设等方式，整合至 14 个区域公司，公司纳入本次整合范围。

2022 年 12 月 19 日，公司披露《中国联合水泥集团有限公司关于公司本部及子公司北京中联新航建材有限公司拟转让资产的公告》，公司及子公司北京中联新航建材有限公司以净资产减去 2021 年底的累计未分配利润作价将其持有的下属 8 家公司股权转让给天山水泥控制的子公司，标的资产涉及南京、滁州、绵阳区域的水泥和混凝土产线，具体情况详见表 2，产能下降情况详见经营分析。截至 2022 年底，上述 8

家公司股权转让已完成，不再纳入公司合并范围，股权转让款和原子公司应分配股利尚未全部支付，预计于 2023 年收回。

表 2 公司 2022 年资产转让情况（单位：亿元）

序号	标的资产名称	标的企业财务信息		转让对象	序号	标的资产名称	标的企业财务信息		转让对象
1	南京中联混凝土有限公司 73%的股权	总资产	53.98	华东材料有限公司	5	滁州中联混凝土有限公司 100%的股权	总资产	18.37	华东材料有限公司
		净资产	15.38				净资产	4.45	
		营业收入	46.09				营业收入	14.98	
		净利润	1.76				净利润	0.31	
2	南京中联水泥有限公司 90%的股权	总资产	13.70	南方水泥有限公司	6	绵阳市民兴商品混凝土有限公司 100%的股权	总资产	0.72	四川西南水泥有限公司
		净资产	9.62				净资产	0.12	
		营业收入	16.25				营业收入	0.64	
		净利润	1.54				净利润	0.01	
3	江苏双龙集团有限公司 100%的股权	总资产	16.92	华东材料有限公司	7	绵阳市航实建材有限公司 100%的股权	总资产	0.52	四川西南水泥有限公司
		净资产	7.11				净资产	0.31	
		营业收入	24.79				营业收入	0.64	
		净利润	1.00				净利润	0.05	
4	滁州中联水泥有限公司 90%的股权	总资产	11.95	南方水泥有限公司	8	苏州中联新航混凝土有限公司 100%的股权	总资产	1.96	华东材料有限公司
		净资产	5.83				净资产	0.26	
		营业收入	7.83				营业收入	1.91	
		净利润	1.27				净利润	0.00	

注：标的企业财务信息为 2021 年经审计财务数据
资料来源：公司公告

公司原计划将河南中联同力材料有限公司（以下简称“河南中联”）60%股权转让给天山水泥，转让完成后，河南中联将不再纳入公司合并范围。河南中联为公司在河南区域的业务运营主体，对公司收入和利润具有一定贡献。2022 年，河南中联实现营业总收入 106.46 亿元，净利润 4.89 亿元。截至 2022 年底，河南中联的水泥年产能可为 4300 万吨。若河南中联股权转让完成，公司的业务布局将集中于淮海区域，产能规模将继续下降。2023 年 2 月 14 日，公司披露《中国联合水泥集团有限公司关于公司本部暂停转让资产的公告》，由于公司内部整合安排的

变动，公司拟暂停转让持有的河南中联 60%股权。河南中联转让事项尚存一定不确定性。

九、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司营业总收入受下游需求不振影响有所下降，毛利率受水泥产量和销售价格下降以及煤炭采购价继续上升影响进一步下降。

2022 年，公司主营业务仍为水泥、熟料和混凝土的生产和销售。

表 3 2020—2022 年公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
水泥	199.52	41.48	22.98	227.72	43.75	20.32	185.97	41.89	12.70
熟料	33.29	6.92	22.73	30.45	5.85	15.88	38.16	8.60	28.96
骨料	27.26	5.67	52.69	29.51	5.67	46.85	44.43	10.01	53.72
混凝土及其他	220.97	45.94	19.30	232.79	44.73	16.98	175.37	39.50	12.75
合计	481.04	100.00	23.13	520.47	100.00	20.07	443.93	100.00	18.10

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 公司混凝土及其他业务收入主要来源于混凝土销售，因公司未进一步细分，因此将少量其他业务归为混凝土业务中；3. 其他业务包括石灰石、石子和粉煤灰等销售，占比很小
资料来源：公司提供

2022 年，受下游房地产市场景气度下行导致水泥和混凝土需求下降影响，公司营业总收入同比下降 14.70%。其中，水泥业务收入同比下降 18.33%；熟料业务收入随熟料外销比例和

价格上升同比增长 25.32%，占比仍较小；骨料业务受产能增长影响，收入同比增长 50.56%，占营业总收入的比重上升 4.34 个百分点，对公司收入形成重要补充；混凝土及其他板块收入同

比下降24.67%，主要系混凝土销量和销售价格均较2021年下降所致。

毛利率方面，受水泥和商混产能发挥下降、销售价格下降和煤炭采购价格上涨等因素综合影响，公司2022年综合毛利率同比下降1.97个百分点。其中，水泥毛利率降幅较大，同比下降7.62个百分点；骨料业务受益于销量增加、产能利用率提升毛利率同比上升6.87个百分点。

2023年一季度，公司营业总收入50.52亿元，同比下降43.92%，一方面系公司转让8家公司股权资产后相应收入减少，另一方面系水泥需求仍疲弱、销售价格同比下降所致。同期，公司综合毛利率8.30%，同比下降10.83个百分点，主要系产品销售价格下降所致。

2. 水泥及熟料业务

(1) 生产经营

跟踪期内，公司水泥产能规模有所下降，但水泥和熟料生产规模仍大；受地产行业景气度下行带来的需求不振、水泥产能过剩以及限产等因素影响，公司水泥及熟料产能利用率呈下降态势。

截至2022年底，公司水泥年产能11112.15万吨¹，较2021年底有所下降，主要系南京中联水泥有限公司（以下简称“南京中联水泥”）等子公司股权出售所致。截至2023年3月底，公司在产熟料生产线70条。其中，日产5000吨以上生产线36条，4000吨级生产线1条，3200吨级生产线4条，1000~2500吨级生产线29条，均为新型干法生产线。

表4 公司水泥及熟料产能/产量情况（单位：万吨）

产品	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
水泥年产能	9937.50	12782.00	11112.15	11112.15
水泥产量	6359.11	7159.22	5579.50	904.50
水泥产能利用率	63.99%	56.01%	50.21%	32.56% (年化)
熟料年产能	7311.00	8503.00	7587.08	7587.08

¹ 未包含河北地区水泥产能，河北地区水泥产能占比低，公司未提供河北地区2022年水泥业务经营数据

² 中联山东口径指公司淮海、内蒙地区经营主体合并口径，不含已

熟料年产量	5518.87	5733.00	5055.84	543.23
熟料产能利用率	75.49%	67.42%	66.64%	28.64% (年化)

注：上表2022年数据不含河北地区及已转让的8家公司生产数据
资料来源：公司提供

2022年，受下游地产行业景气度下行带来水泥需求下降和错峰生产影响，公司水泥及熟料产能利用率同比分别下降5.80个百分点和0.78个百分点。2023年一季度，公司水泥产量为2022年全年同口径的16.21%，水泥产能利用率仍较低。

2021年以来，山东省均于采暖季实行4个月常态化错峰生产，采暖季和夏秋季等全年错峰生产约160天，另有重污染天气临时限产。河南省实行分级错峰，根据环保绩效等级评定结果，分时段于11月15日至次年3月15日期间实施错峰停产，亦有夏季错峰和重污染天气临时限产。整体看，公司所在区域错峰生产执行较为严格。

(2) 原材料采购

跟踪期内，公司煤炭采购价格继续上涨，对公司生产成本控制造成一定压力。

2021年4月以来，煤炭供需格局趋紧导致煤炭价格持续攀升至历史高位，2022年，煤炭价格持续高位震荡，中联山东²和河南中联口径煤炭采购价格同比分别增长13.60%和24.30%。

表5 公司煤炭采购情况

（单位：万吨、元/吨）

产品	2021年		2022年	
	中联山东	河南中联	中联山东	河南中联
采购量	427	223	392	258
采购均价	1088	1037	1236	1289

注：中联山东与河南中联数据未合并抵消

资料来源：公司提供

公司石灰石来源主要为自有矿山，石灰石自给率约为90%。水泥生产中的其他辅材（硅铝质材料、铁质材料、混合材料和石膏等）主要由区域企业地采为主，采购金额相对较低，对水泥成本的影响较小。

转让的8家公司，公司未提供已转让主体2022年经营数据；若无特别说明，下文中联山东口径均为该口径

(3) 产品销售

2022 年以来，受需求因素影响，公司水泥销量和销售价格有所下降。

2022 年，受需求下行影响，公司水泥销量同比有所下降³；同期，熟料销量较 2021 年有所

增长，主要系公司熟料用于内部水泥生产的占比下降所致；2022 年，公司水泥销售均价有所下降。2022 年，公司水泥销售收入仍主要来自淮海（江苏和山东）和河南区域，内蒙区域收入占比较小。

表 6 公司近年销售情况

产品	项目	2020 年	2021 年	2022 年		2023 年 1—3 月	
				中联山东	河南中联	中联山东	河南中联
水泥	对外销售量（万吨）	5672	6327	3233	1833	485	374
	销售均价（元/吨）	354	366	362	333	309	305
	产销率（%）	89.18	88.45	88.67	94.80	93.34	97.18
熟料	对外销售量（万吨）	1231	996	635	421	125	58.33
	销售均价（万吨）	277	310	311	329	272	280
	产销率（%）	22.30	17.37	20.93	20.82	47.70	20.75

注：中联山东与河南中联销售数据未合并抵消；转让的 8 家公司于 2022 年 12 月不再纳入合并范围内，但 2022 年该 8 家公司收入仍计入公司合并口径 2022 年收入；上表 2022 年数据中未包含河北地区数据；综上，销售数据合计数与公司 2022 年合并口径数据存在差异
资料来源：公司提供

2023 年 1—3 月，公司水泥销量和销售价格受需求不振影响继续下降，其中中联山东和河南中联口径水泥销售价格较 2022 年全年分别下降 14.64%和 8.41%。

3. 混凝土业务

跟踪期内，受需求减少、行业产能过剩和竞争激烈影响，公司混凝土产能利用率水平很低，销售价格继续下降；公司混凝土销售存在一定账期，形成的应收账款规模较大。

商品混凝土储存时间短，公司采用以销定产方式安排生产，产销率维持在 100%。2022 年，公司混凝土产能受资产转让影响大幅下降；截至 2022 年底，公司混凝土年产能 14225 万立方米；2022 年，受下游需求减少和行业产能过剩影响，中联山东和河南中联口径商品混凝土产能利用率分别为 15.86%和 14.81%，处于很低水平。销售价格方面，2022 年公司商品混凝土销售价格继续下降。

表 7 公司混凝土产能及销售情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	2020 年	2021 年	2022 年		2023 年 1—3 月	
			中联山东	河南中联	中联山东	河南中联
年产能	21535	21535	11825	2400	10092	2400
产量	4592	4875	1876	355	231	49
产能利用率	21.32%	22.64%	15.86%	14.81%	9.16%（年化）	8.12%（年化）
销量	4592	4875	1876	355	231	49
销售均价	465	447	431	308	398	298

注：中联山东与河南中联销售数据未合并抵消，转让的 8 家公司于 2022 年 12 月不再纳入合并范围内，2022 年部分收入仍计入公司合并口径收入，故销售数据合计数与公司 2022 年合并口径数据存在差异
资料来源：公司提供

2023 年 1—3 月，公司关停若干小型商混场站，混凝土产能有所下降，中联山东和河南中联口径商品混凝土年化产能利用率分别下降至 9.16%和 8.12%；混凝土销售价格较 2022 年全

年继续下降。混凝土行业具有高垫资的特点，公司混凝土销售结算方式中赊销约占 83%，赊销平均收款周期为 3 个月，混凝土销售形成的应

³ 公司未提供合并口径可比数据，基于产量和现有销售数据判断

收账款规模较大。公司混凝土业务主要销售区域集中在山东、江苏及河南等主要核心利润区。

4. 骨料业务

骨料业务作为公司未来的重点发展方向，毛利率水平高，对公司收入和利润形成一定支撑，有望成为公司新的利润增长点。

骨料业务是公司未来的重点发展方向。截至2023年3月底，公司骨料年产能10823万吨，较上年同期增加了273万吨，主要系前期购买矿山投产所致。2022年，公司骨料产量（含内部使用量）9899.65万吨，骨料产能利用率高。

2022年，公司骨料业务实现收入44.43亿元，同比增长50.56%，主要系近年新投矿山逐步达产所致；毛利率为53.72%，同比上升6.87个百分点，主要系产能利用率提升所致。公司骨料业务的收入和毛利润处于较高水平。

5. 经营效率

2022年，公司整体经营效率一般。

2022年，受水泥和混凝土产销量下降导致营业收入和营业成本下降影响，公司主要经营效率指标均较上年有所下降，与所选同行业公司相比，公司整体经营效率处于行业中下游水平。

表8 公司及同行业公司2022年主要经营效率指标

公司简称	销售债权周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
天山水泥	3.41	10.20	0.46
冀东水泥	10.98	7.35	0.56
西南水泥	31.41	10.75	0.38
公司	3.24	8.71	0.51

注：“冀东水泥”为唐山冀东水泥股份有限公司的简称，“西南水泥”为西南水泥有限公司的简称

资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 未来发展

公司未来投资主要是针对产能置换和设备的技术改造支出，并着力于提高骨料业务的经营规模和市场竞争力。公司发展规划明确可行。

截至2023年3月底，公司在建项目主要为下属子公司产能置换、技改工程和骨料项目，未来每年将保持一定规模的资本投入。

公司在水泥领域未来投资主要是针对设备的技术改造，对现有的水泥产能和商品混凝土产能进行存量盘整，提高效率；围绕核心利润区进行骨料布点，重点在混凝土产能集中的区域建设，以及在淮海和河南区域建设骨料生产线，提高骨料业务的经营规模和市场竞争力。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年一季度财务数据未经审计。

2022年，包括南京中联混凝土有限公司（以下简称“南京中联混凝土”）、南京中联水泥、滁州中联混凝土有限公司在内的14家公司由于资产转让、清算注销等原因，不再纳入公司合并范围，对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2022年底，公司资产总额833.18亿元，所有者权益246.95亿元（含少数股东权益84.69亿元）；2022年，公司实现营业总收入443.93亿元，利润总额13.38亿元。

截至2023年3月底，公司资产总额840.87亿元，所有者权益240.33亿元（含少数股东权益83.22亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入50.52亿元，利润总额-8.39亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模由于资产转让事项较上年底有所下降；应收账款综合账龄较长，资产转让事项形成了一定规模的其他应收款；规模较大的应收账款和商誉对公司资产质量产生了一定不利影响。

截至2022年底，公司合并资产总额较上年底下降9.01%，主要受资产转让事项影响。其中，流动资产占29.75%，非流动资产占70.25%。公司资产结构仍以非流动资产为主。

表 9 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	248.28	30.97	282.66	30.87	247.89	29.75	263.31	31.31
货币资金	34.87	4.35	45.61	4.98	22.59	2.71	44.34	5.27
应收账款	115.08	14.36	147.33	16.09	101.20	12.15	98.19	11.68
其他应收款	14.06	1.75	12.38	1.35	55.19	6.62	53.83	6.40
存货	40.19	5.01	39.17	4.28	44.28	5.31	41.82	4.97
非流动资产	553.31	69.03	632.99	69.13	585.29	70.25	577.56	68.69
固定资产	303.21	37.83	335.94	36.69	312.17	37.47	307.07	36.52
无形资产	102.72	12.81	133.57	14.59	135.81	16.30	136.09	16.18
商誉	52.44	6.54	60.18	6.57	47.99	5.76	47.99	5.71
资产总额	801.58	100.00	915.65	100.00	833.18	100.00	840.87	100.00

注：占比为占资产总额的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，流动资产较上年底下降12.30%。其中，公司货币资金较上年底下降50.48%，主要系偿还债务所致。货币资金中有6.75亿元受限资金，受限比例为29.88%，主要为矿山环境恢复治理保证金。

截至2022年底，公司应收账款账面价值较上年底下降31.31%，主要系南京中联混凝土等不再纳入合并范围所致。从账龄分类看，一年以内的应收账款账面价值占62.94%、1~2年（含2年）的占24.18%、2~3年（含3年）的占8.06%、3年以上的占4.82%。按预期信用损失模型共计提坏账准备47.98亿元，计提比例为32.16%，公司在一定程度上可能仍面临应收账款回收风险。

截至2022年底，公司其他应收款较上年底增长345.88%，增长主要来自资产转让事项产生的对原子公司的应收股利和应收交易对手的股权转让款。

表 10 截至 2022 年底公司其他应收款主要对象

应收对象	金额 (亿元)	占比 (%)
应收股利	8.25	14.96
南京中联水泥	3.86	7.00
南京中联混凝土	2.95	5.35
其他应收款项	46.93	85.04
华东材料有限公司	17.49	31.70
南方水泥有限公司	6.62	11.99
天山水泥	6.50	11.78
南京中联水泥	3.20	5.80

资料来源：公司财务报告

截至2022年底，公司存货较上年底增长13.06%，主要来自自制半成品的增加。存货主要由原材料（占50.43%）、自制半成品（占21.93%）和库存商品（占20.26%）构成，累计计提跌价准备0.79亿元，计提比例为1.77%。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产较上年底下降7.53%。其中，公司固定资产较上年底下降7.07%，主要系资产转让和折旧所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占57.84%）和机器设备（占39.55%）构成，累计计提折旧266.04亿元；固定资产成新率为55.05%，成新率一般。

截至2022年底，公司无形资产较上年底增长1.67%，主要系采矿权增长所致。公司无形资产主要由采矿权（占67.64%）和土地使用权（占30.19%）构成，累计摊销35.30亿元，计提减值准备0.33亿元。

截至2022年底，公司商誉较上年底下降20.25%，主要系资产转让导致相应商誉减少所致。2022年底，公司商誉累计计提减值准备13.34亿元，2022年公司未新增商誉减值准备。公司商誉规模较大，存在一定减值风险。

截至2022年底，公司受限资产24.34亿元，其中6.75亿元为货币资金，17.59亿元为无形资产。资产受限规模相对较小。

截至2023年3月底，公司合并资产总额840.87亿元，资产规模及结构均较上年底变化不

大。截至2023年3月底，公司货币资金较2022年底增长96.31%，主要系新增融资所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所下降，权益稳定性仍一般。

截至2022年底，公司所有者权益246.95亿元，较上年下降4.70%，主要系少数股东权益减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为65.70%，少数股东权益占比为34.30%。在所有者权益中，实收资本和未分配利润分别占32.40%和29.52%。截至2022年底，公司少数股东权益较上年下降7.69%，主要系资产转让及利润分配所致。

截至2023年3月底，公司所有者权益240.33亿元，所有者权益规模及构成较上年底变化不大。截至2023年3月底，公司未分配利润有所下降主要系利润亏损所致。

(2) 负债

截至2022年底，公司负债总额较上年底有所下降，流动负债占比有所上升；公司短期债务占比仍很高且整体债务负担仍较重，剔除短期债务中较大规模的无固定期限股东借款，公司实际短期偿债压力仍较重。

截至2022年底，公司负债总额较上年底下降10.71%；公司负债以流动负债为主，流动负债占比随债务临近到期有所上升。

表 11 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	472.33	80.60	512.08	78.00	499.77	85.25	506.97	84.42
短期借款	149.78	25.56	97.94	14.92	96.79	16.51	107.80	17.95
应付账款	63.02	10.75	89.30	13.60	83.54	14.25	89.85	14.96
其他应付款	207.06	35.33	205.13	31.24	200.23	34.16	204.67	34.08
一年内到期的非流动负债	8.91	1.52	15.68	2.39	94.38	16.10	86.39	14.38
其他流动负债	1.47	0.25	52.73	8.03	1.38	0.24	1.66	0.28
非流动负债	113.72	19.40	144.45	22.00	86.46	14.75	93.57	15.58
长期借款	75.71	12.92	98.29	14.97	65.08	11.10	73.84	12.30
负债总额	586.05	100.00	656.53	100.00	586.23	100.00	600.54	100.00

注：占比为占负债总额的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司流动负债较上年下降2.40%，主要系合并范围变化所致。

截至2022年底，公司短期借款较上年底变化不大，主要由信用借款构成（占92.02%）。截至2022年底，公司应付账款较上年下降6.45%，账龄以一年以内（占88.08%）为主。

截至2022年底，公司其他应付款较上年底变化不大，主要为向股东的拆借款。其中，股东借款余额120亿元，该拆借款为无固定期限资金，偿还期限由双方自主协商确定；使用股东授信额度提取的三方借款58亿元，期限为三年。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债较上年增长501.80%，一年内到期的长期借

款和应付债券分别占76.93%和21.38%。

截至2022年底，公司其他流动负债较上年下降97.38%，主要系公司发行短期融资券到期偿还所致。

截至2022年底，公司长期借款较上年下降33.79%，主要系部分借款转入一年内到期所致；长期借款主要由信用借款（占81.99%）和抵押借款（占17.38%）构成。

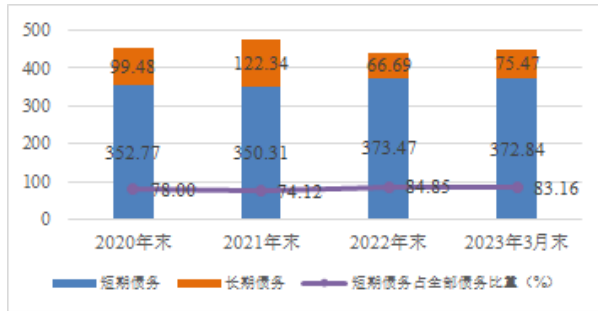
截至2023年3月底，公司负债总额较上年底增长2.44%；负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2022年底，公司全部债务440.17亿元，较2021年底下降6.87%。债务结构方面，短期债务占84.85%，占比有所上

升，主要系长期债务转为一年内到期所致。从债务指标来看，截至 2022 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.36%、64.06%和 21.26%，较上年底分别下降 1.34 个百分点、0.53 个百分点和 10.81 个百分点。公司短期债务占比仍很高且整体债务负

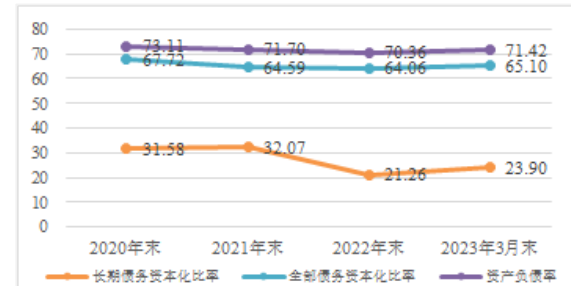
担较重，短期债务中股东借款规模较大。2022 年底，若剔除股东借款并将三方借款计入长期借款后，短期债务占全部债务的 61.05%；若将股东借款和三方借款均计入长期借款，则短期债务占全部债务的 44.41%。

图 1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 2 公司债务杠杆水平



注：图中数据均为百分数

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司全部债务较 2022 年底增长 1.85%，长期债务占比上升至 16.84%。由于债务增长和利润亏损导致权益下降，公司债务指标均较 2022 年底有所上升。

4. 盈利能力

2022 年，公司收入和利润规模受下游市场需求下滑等因素影响有所下降。2023 年一季度，受合并范围变化和下游需求仍疲软影响，公司收入和利润规模均同比下降，出现较大规模亏损。公司整体盈利能力偏弱。

2022 年，公司营业总收入和毛利率情况分析见上文经营部分。2022 年，公司利润总额 13.38 亿元，同比下降 33.84%，主要系产品销量下降和煤炭采购价格上升所致。

从期间费用看，2022 年，公司费用总额为 58.36 亿元，同比下降 7.07%，主要系员工薪酬减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 12.04%、45.79%、11.62%和 30.55%。2022 年，公司期间费用率为 13.15%，同比上升 1.08 个百分点。公司费用控制能力仍一般，对整体利润侵蚀较大。

2022 年，公司实现投资收益 4.78 亿元，同比下降 24.03%，其中来自合联营企业的权益法核

算长期股权投资收益 1.07 亿元，出售股权投资收益 3.56 亿元，投资收益占营业利润比重为 34.90%。公司资产减值损失和信用减值损失分别为 2.06 亿元和 4.00 亿元，合计损失同比缩小 74.29%，主要是商誉和固定资产减值损失计提有所减少。综合来看，2022 年，公司非经常性损益对利润总额的侵蚀程度有所减弱。

表 12 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	520.47	443.93
利润总额（亿元）	20.22	13.38
营业利润率（%）	18.46	15.82
总资产收益率（%）	3.58	3.89
净资产收益率（%）	2.43	3.22

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，受债务和所有者权益下降影响，2022 年公司总资产收益率和净资产收益率同比分别上升 0.31 个百分点和 0.79 个百分点。

表 13 2022 年同行业公司盈利情况对比

公司简称	销售毛利率（%）	总资产收益率（%）	净资产收益率（%）
天山水泥	16.06	4.22	5.21
冀东水泥	20.48	3.98	4.32
西南水泥	10.21	0.69	-6.03
公司	18.10	3.89	3.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

与同行业相比,公司盈利指标处于中等偏弱水平。

2023年1—3月,公司实现营业总收入50.52亿元,同比下降43.92%,一方面系公司转让南京中联混凝土股权等资产后相应收入减少,另一方面系地产市场需求疲弱且水泥销售价格同比下降所致;同期,公司利润总额为-8.39亿元,同比由正转负。

5. 现金流

2022年,公司保持较强的经营获现能力,经营性净现金流有所减少,但仍可以覆盖当期投资活动现金净流出;公司筹资活动现金持续净流出,考虑到公司短期债务规模较大,仍有一定再融资需求。

表 14 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
经营活动现金流入小计	519.00	569.61	504.27	61.84
经营活动现金流出小计	436.24	502.19	462.11	61.50
经营活动现金流量净额	82.76	67.43	42.16	0.33
投资活动现金流入小计	60.33	8.18	5.10	0.01
投资活动现金流出小计	108.00	45.67	29.59	3.15
投资活动现金流量净额	-47.67	-37.49	-24.50	-3.14
筹资活动前现金流量净额	35.09	29.94	17.67	-2.81
筹资活动现金流入小计	553.38	330.24	335.49	86.03
筹资活动现金流出小计	576.77	348.93	376.59	59.62
筹资活动现金流量净额	-23.39	-18.69	-41.10	26.42

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看,2022年,公司经营活动现金流入和流出同比分别下降11.47%和7.98%。2022年,受产品销售额下降和煤炭价格增长影响,公司经营活动现金净流入同比下降37.47%。2022年,公司现金收入比为111.41%,同比提高3.74个百分点,收入实现质量较好。

从投资活动来看,2022年,公司投资活动现金流入及流出同比分别下降37.69%和35.20%,主要系上年循环购买债券已于2021年到期以及投资支出减少所致。2022年,公司投资活动现金仍为净流出。

2022年,公司筹资活动前现金流量净额较2021年有所下降但维持净流入,公司筹资压力较小。

从筹资活动来看,2022年,公司筹资活动现金流入和流出同比分别增长1.59%和7.93%,公司债务有所减少,筹资活动现金净额继续流出。

2023年1—3月,公司经营活动现金表现为净流入;投资活动现金净额持续净流出;筹资活动现金净额由负转正,主要系新增融资较多所致。

6. 偿债指标

跟踪期内,公司短期偿债指标表现较弱,长期偿债指标表现一般。

表 15 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
短期偿债指标	流动比率(%)	52.56	55.20	49.60	51.94
	速动比率(%)	44.06	47.55	40.74	43.69
	经营现金/流动负债(%)	17.52	13.17	8.44	--
	经营现金/短期债务(倍)	0.23	0.19	0.11	--
	现金短期债务比(倍)	0.12	0.15	0.08	0.14
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	80.94	72.11	68.77	--
	全部债务/EBITDA(倍)	5.59	6.55	6.40	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.18	0.14	0.10	--
	EBITDA/利息支出(倍)	3.90	3.63	3.66	--
	经营现金/利息支出(倍)	3.99	3.39	2.24	--

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告整理

从短期偿债指标看,截至2022年底,公司流动比率和速动比率较2021年底分别下降5.60个百分点和6.81个百分点。截至2023年3月底,公司流动比率和速动比率小幅回升。截至2023年3月底,公司现金短期债务比仅为0.14倍,剔除股东借款和三年期的三方借款后现金短期债务比为0.26倍。整体看,公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债指标看,2022年公司EBITDA同比下降4.63%。2022年,公司EBITDA对利息的覆盖程度较高;公司EBITDA对全部债务的覆盖程度一般;经营现金对全部债务的保障程度弱。整体看,公司长期偿债指标表现一般。

对外担保方面,截至2022年底,联合资信未发现公司存在对外担保。

未决诉讼方面，截至2022年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司中联山东口径共计获得银行（含财务公司）授信额度267.54亿元，已使用额度181.76亿元，未使用额度85.78亿元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部资产盈利构成情况符合管理平台的职能定位，债务负担较重。

截至2022年底，公司本部口径资产总额565.50亿元，较上年底下降3.00%。其中，流动资产371.00亿元（占65.61%），非流动资产194.49亿元（占34.39%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占96.56%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占97.03%）构成。截至2022年底，公司本部货币资金为6.63亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额405.12亿元，较上年底下降8.22%。其中，流动负债351.65亿元（占86.80%），非流动负债53.46亿元（占比13.20%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占14.51%）、其他应付款（占59.30%）和一年内到期的非流动负债（占26.15%）构成；非流动负债主要由长期借款（占98.79%）构成。截至2022年底，公司本部全部债务374.01亿元。其中，短期债务占85.82%、长期债务占14.18%。截至2022年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为71.64%和69.99%，债务负担仍较重。

截至2022年底，公司本部所有者权益为160.38亿元，较上年底增长13.26%。在所有者权益中，实收资本为80.00亿元（占49.88%）、未分配利润合计66.59亿元（占41.52%），所有者权益稳定性较好。

2022年，公司本部营业总收入为0.14亿元，利润总额为20.89亿元，同期投资收益为30.27亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为-0.54亿元，投资活动现金流净额9.27亿元，筹资活动现金流净额-20.40亿元。

十一、外部支持

1. 支持能力

公司直接控股股东和间接股东行业地位突出，实力极强。

中建材股份是央企中国建材集团有限公司核心子公司，为全球最大的水泥生产商、全球最大的商品混凝土生产商、全球最大的石膏板生产商、中国最大的风机叶片制造商、国际领先的玻璃和水泥生产线设计及/或工程总承包服务供应商。截至2022年底，中建材股份水泥产能约5.15亿吨/年、石膏板产能达33.58亿平方米/年。2022年，中建材股份实现营业总收入2358.76亿元，利润总额173.67亿元。

天山水泥完成兼并重组后成为中建材股份旗下最主要的水泥经营主体。截至2022年底，天山水泥熟料年产能3.20亿吨、商品混凝土年产能4.03亿立方米、骨料年产能2.30亿吨。2022年，天山水泥实现营业总收入1325.81亿元，利润总额64.12亿元。

2. 支持可能性

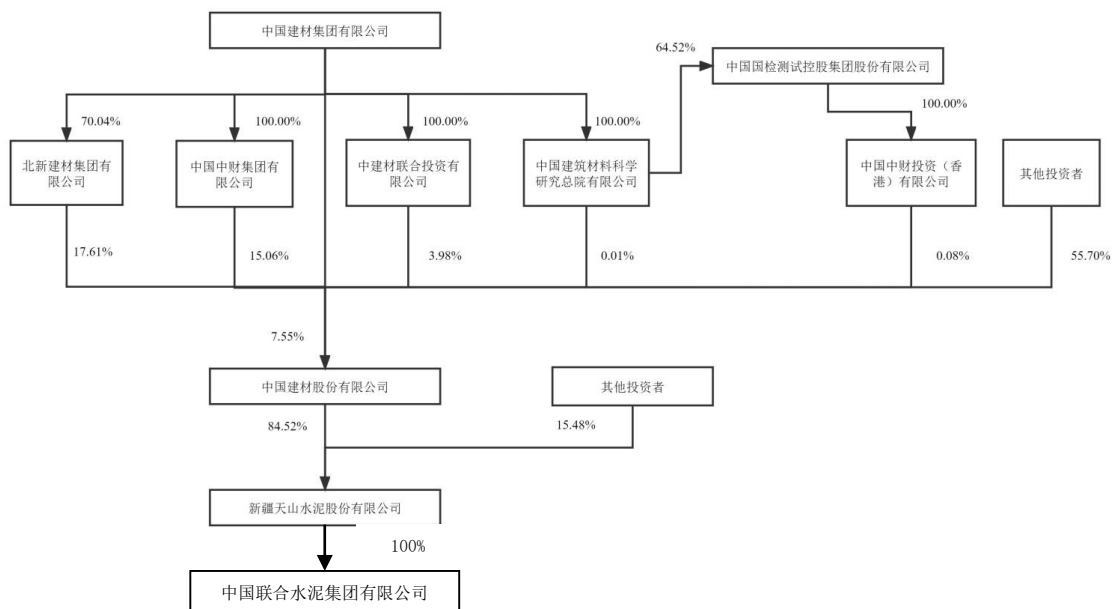
公司可获得股东在管理和资金方面强有力的支持。

公司为天山水泥山东和河南地区水泥业务运营主体。中建材股份和天山水泥除通过委派高级管理人员参与公司的经营管理，在资金方面也给予了公司大力支持。截至2022年底，中建材股份和天山水泥共向公司提供借款120亿元。

十二、结论

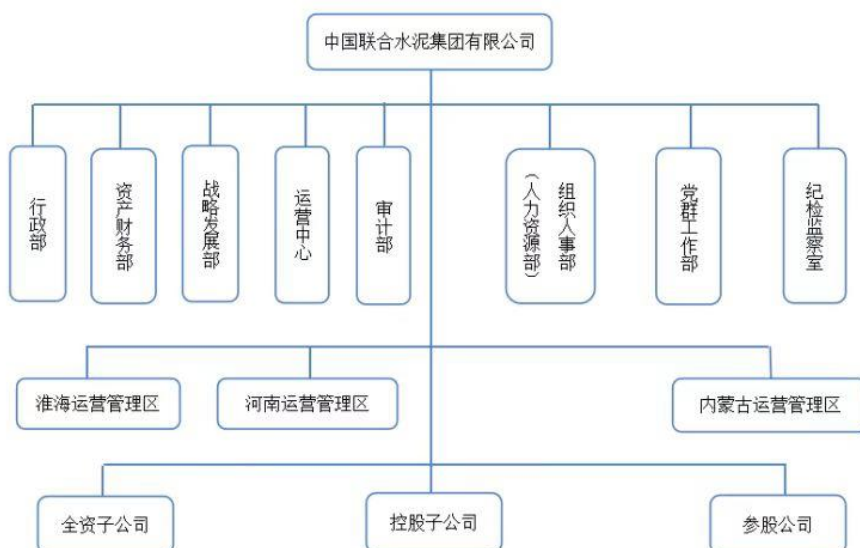
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20 联合水泥 MTN001”和“20 联合水泥 MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	实收资本（万元）	主营业务	持股比例（%）
淮海中联水泥有限公司	36491	水泥制品生产制造	80.88
鲁南中联水泥有限公司	20000	水泥制品生产制造	80.34
邢台中联水泥有限公司	3000	水泥制品生产制造	100.00
枣庄中联水泥有限公司	29500	水泥制品生产制造	100.00
青州中联水泥有限公司	30000	水泥制品生产制造	100.00
徐州中联水泥有限公司	53000	水泥制品生产制造	100.00
临沂中联水泥有限公司	16520	水泥制品生产制造	100.00
曲阜中联水泥有限公司	13000	水泥制品生产制造	90.00
泰山中联水泥有限公司	27000	水泥制品生产制造	95.68
德州中联大坝水泥有限公司	29158	水泥制品生产制造	85.00
日照中联水泥有限公司	21000	水泥制品生产制造	100.00
日照中联港口水泥有限公司	10000	水泥制品生产制造	70.00
青岛即墨中联水泥有限公司	3000	水泥制品生产制造	90.00
锡林浩特中联金河水泥有限公司	12000	水泥制品生产制造	70.00
平邑中联水泥有限公司	20000	水泥制品生产制造	80.00
滕州中联水泥有限公司	22500	水泥制品生产制造	100.00
乌兰察布中联水泥有限公司	56526	水泥制品生产制造	89.81
成武中联水泥有限公司	2395	水泥制品生产制造	83.30
东平中联水泥有限公司	20000	水泥制品生产制造	85.00
莒县中联水泥有限公司	21360	水泥制品生产制造	100.00
巴彦淖尔中联水泥有限公司	16000	水泥制品生产制造	60.00
运城中联水泥有限公司	16000	水泥制品生产制造	100.00
沂南中联水泥有限公司	20000	水泥制品生产制造	100.00
青岛中联混凝土工程有限公司	12813	混凝土制造	100.00
蚌埠中联水泥有限公司	20000	水泥制品生产制造	100.00
泰安中联水泥有限公司	20000	水泥制品生产制造	96.25
新泰中联泰丰水泥有限公司	20000	水泥制品生产制造	90.00
响水中联水泥有限公司	6000	水泥制品生产制造	70.00
通辽中联水泥有限公司	20500	水泥制品生产制造	100.00
乌兰察布市蒙中水泥有限公司	150	投资业务	100.00
临城中联水泥有限公司	19500	水泥制品生产制造	100.00
枣庄中联混凝土有限公司	10000	混凝土制造	90.00
邹城中联混凝土有限公司	2500	混凝土制造	90.00
曲阜中联混凝土有限公司	5000	混凝土制造	100.00

济宁市兖州中联混凝土有限公司	8000	混凝土制造	70.00
单县中联混凝土有限公司	5000	混凝土制造	70.00
梁山中联混凝土有限公司	5000	混凝土制造	70.00
曹县中联混凝土有限公司	5000	混凝土制造	85.00
巨野中联混凝土有限公司	5000	混凝土制造	70.00
金乡中联混凝土有限公司	5000	混凝土制造	75.00
东营中联混凝土有限公司	6000	混凝土制造	70.00
临沂中联混凝土有限公司	14000	混凝土制造	80.00
新安中联万基水泥有限公司	30000	水泥制品生产制造	51.00
济宁中联水泥有限公司	86019	水泥制品生产制造	100.00
北京中联新航建材有限公司	37000	混凝土制造	100.00
菏泽联合混凝土有限公司	10000	混凝土制造	100.00
济宁中联混凝土有限公司	7143	混凝土制造	70.00
泰安中联混凝土有限公司	4000	混凝土制造	100.00
正镶白旗中联水泥有限公司	5000	水泥制品生产制造	100.00
五河中联水泥有限公司	1188	水泥生产、销售	70.00
宿州中联水泥有限公司	1828	水泥生产、销售	90.00
通辽中联虹祥水泥有限公司	1000	水泥制品生产销售	70.00
朔州中联水泥有限公司	5000	水泥制品生产制造	100.00
淮海南坪中联水泥有限公司	2000	混凝土、水泥制造	80.00
邢台中联混凝土有限公司	5000	混凝土制造	70.00
徐州中联混凝土有限公司	30000	混凝土制造、销售	90.00
临城中联福石水泥有限公司	18000	水泥产品制造	80.00
滕州滕南中联水泥有限公司	3000	生产销售水泥	80.00
济宁任城中联水泥有限公司	800	水泥、砼业制品销售	80.00
东光中联水泥有限公司	4000	生产销售水泥制品	70.00
淮北四铺中联水泥有限公司	1170	水泥熟料粉磨销售	80.00
泗县中联水泥有限公司	2500	水泥、混凝土制造	90.00
江苏中联铸本混凝土有限公司	10000	混凝土制造、销售	55.00
烟台栖霞中联水泥有限公司	41042	水泥生产、销售	100.00
保定中联水泥有限公司	30000	水泥制品生产制造	100.00
中联水泥（山东）研发中心有限公司	20000	水泥制品生产制造	100.00
济南中联新材料有限公司	8000	非金属矿物制品业	51.00
河南中联同力材料有限公司	1000000	水泥制品生产制造	60.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	43.96	52.51	28.57	51.31
资产总额（亿元）	801.58	915.65	833.18	840.87
所有者权益（亿元）	215.53	259.12	246.95	240.33
短期债务（亿元）	352.77	350.31	373.47	372.84
长期债务（亿元）	99.48	122.34	66.69	75.47
全部债务（亿元）	452.24	472.65	440.17	448.31
营业总收入（亿元）	481.04	520.47	443.93	50.52
利润总额（亿元）	31.87	20.22	13.38	-8.39
EBITDA（亿元）	80.94	72.11	68.77	--
经营性净现金流（亿元）	82.76	67.43	42.16	0.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.53	3.44	3.24	--
存货周转次数（次）	10.02	10.48	8.71	--
总资产周转次数（次）	0.61	0.61	0.51	--
现金收入比（%）	106.34	107.68	111.41	118.32
营业利润率（%）	21.87	18.46	15.82	5.19
总资本收益率（%）	5.61	3.58	3.89	--
净资产收益率（%）	7.80	2.43	3.22	--
长期债务资本化比率（%）	31.58	32.07	21.26	23.90
全部债务资本化比率（%）	67.72	64.59	64.06	65.10
资产负债率（%）	73.11	71.70	70.36	71.42
流动比率（%）	52.56	55.20	49.60	51.94
速动比率（%）	44.06	47.55	40.74	43.69
经营现金流动负债比（%）	17.52	13.17	8.44	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.15	0.08	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	3.90	3.63	3.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.59	6.55	6.40	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；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. 其他应付款和其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	25.48	24.91	12.54	14.76
资产总额（亿元）	541.68	582.98	565.50	557.57
所有者权益（亿元）	138.87	141.60	160.38	159.86
短期债务（亿元）	258.85	256.38	320.98	307.88
长期债务（亿元）	95.49	116.84	53.03	58.02
全部债务（亿元）	354.33	373.22	374.01	365.89
营业总收入（亿元）	3.20	6.29	0.14	0.03
利润总额（亿元）	28.61	29.19	20.89	-0.52
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	2.72	-0.86	-0.54	-0.51
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	105.61	4.58	0.00	40.30
营业利润率（%）	98.69	97.91	65.99	56.60
总资本收益率（%）	8.75	8.12	6.74	--
净资产收益率（%）	19.25	18.46	13.14	--
长期债务资本化比率（%）	40.74	45.21	24.85	26.63
全部债务资本化比率（%）	71.84	72.50	69.99	69.59
资产负债率（%）	74.36	75.71	71.64	71.33
流动比率（%）	113.20	113.81	105.50	107.05
速动比率（%）	113.20	113.81	105.50	107.05
经营现金流动负债比（%）	0.89	-0.27	-0.15	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.10	0.04	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2023 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 其他应付款和其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁已计入长期债务；3. “/”代表数据无法获取，“*”代表数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

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%
经营现金流动负债比	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