

天山材料股份有限公司 主体长期信用评级报告

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〕3338号

联合资信评估股份有限公司通过对天山材料股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定天山材料股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年五月二十六日

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天山材料股份有限公司（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、该评级结果自 2025 年 5 月 26 日至 2026 年 5 月 25 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。

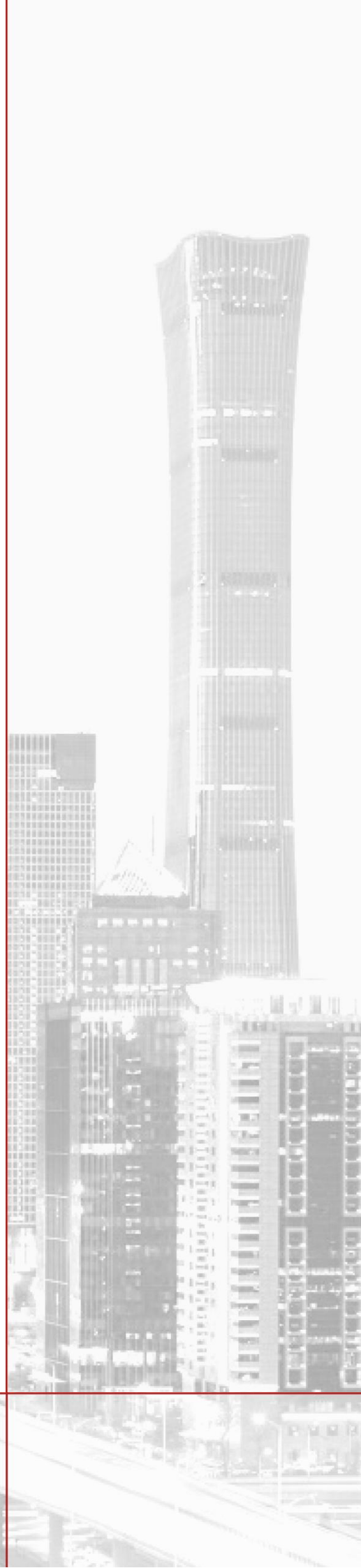
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论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。



天山材料股份有限公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2025/05/26

主体概况 天山材料股份有限公司（以下简称“公司”）为深圳证券交易所上市公司。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 71.11 亿元，中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材股份”）持有公司 81.14% 股份，公司实际控制人为中国建材集团有限公司（以下简称“中国建材集团”），最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司主营业务为水泥、熟料、商品混凝土和骨料的生产销售，按照联合资信评估股份有限公司行业分类标准划分为水泥行业。

评级观点 公司是国内业务规模最大、产业链完整且全国性布局的水泥公司，在熟料及水泥产能规模和产品结构等方面具备很强的竞争力。2024 年在水泥行业需求乏力、销售价格大幅下降的冲击下，公司净利润发生亏损；2025 年一季度公司亏损同比收窄，在水泥价格震荡修复及煤炭价格持续下降的背景下，预计全年公司盈利能力仍将承压但有望同比改善。公司成本控制能力处于行业中上水平且与头部水平的差距有所缩小，加之突出的规模优势，公司具备持续稳定经营能力。财务方面，公司债务负担处于合理水平，融资能力极强且获得股东大规模资金支持，财务风险很低。综合来看，公司信用风险非常低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 未来一段时期预计水泥行业下游需求仍较疲软，但在煤炭价格下降及行业协同的趋势下，水泥企业盈利空间有望逐步修复。得益于规模、成本及股东背景等多方面的优势，预计公司仍将保持突出的行业地位，财务风险仍将处于很低水平，偿债能力将保持稳定。

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：水泥行业市场需求超预期大幅下降；水泥销售价格持续显著下跌。

优势

- **股东为公司提供大力支持。**公司控股股东中国建材股份在资金拆借等方面为公司提供了强有力的支持，截至 2024 年底公司获得中国建材股份借款 209.46 亿元。
- **规模竞争力很强，行业地位突出。**公司通过重大资产重组收购中国建材股份旗下其他水泥公司后形成全国化布局，2024 年公司作为国内业务规模最大的水泥行业 A 股上市公司，熟料年产能达 3.05 亿吨，行业竞争力和品牌影响力很强。
- **融资能力很强，经营性现金流状况良好。**公司融资渠道畅通，未使用的银行授信额度充足，融资成本很低，近年来经营性现金流保持大规模的净流入。

关注

- **行业产能过剩且竞争激烈，随着下游需求减弱，水泥销售价格存在较大波动性。**水泥行业为产能过剩行业，随着下游需求减弱，2024 年水泥行业竞争显著加剧，水泥销售价格大幅下降，对行业利润率造成很大冲击。在水泥需求乏力的环境下，未来水泥销售价格存在较大不确定性，受水泥企业生产安排和行业协同的影响很大。
- **公司 2024 年及 2025 年一季度净利润亏损，未来一段时期盈利能力仍将承压。**作为重资产企业，公司折旧摊销成本及期间费用相对刚性，随着水泥销量和价格下降，近年来公司利润规模持续缩减，公司 2024 年及 2025 年一季度净利润分别亏损 6.51 亿元和 16.60 亿元，预计未来一段时期公司盈利能力仍将承压。

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	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		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：不适用。

外部支持变动说明：不适用。

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

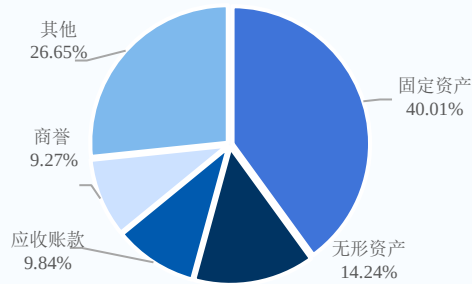
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	119.11	157.56	133.98	150.40
资产总额（亿元）	2888.37	2947.22	2880.74	2931.72
所有者权益（亿元）	973.02	1005.42	994.69	980.14
短期债务（亿元）	544.71	477.32	529.65	/
长期债务（亿元）	809.11	940.60	905.18	/
全部债务（亿元）	1353.81	1417.91	1434.84	/
营业总收入（亿元）	1325.81	1073.80	869.95	149.47
利润总额（亿元）	64.12	30.88	1.01	-16.23
EBITDA（亿元）	220.74	180.03	144.52	--
经营性净现金流（亿元）	152.52	169.51	124.60	-21.59
营业利润率（%）	14.22	13.91	14.14	10.69
净资产收益率（%）	5.21	2.00	-0.65	--
资产负债率（%）	66.31	65.89	65.47	66.57
全部债务资本化比率（%）	58.18	58.51	59.06	/
流动比率（%）	50.63	56.48	53.03	55.86
经营现金流动负债比（%）	11.37	14.53	11.15	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.33	0.25	/
EBITDA 利息倍数（倍）	4.43	4.22	3.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.13	7.88	9.93	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1056.80	1266.09	1317.50	/
所有者权益（亿元）	771.35	813.90	833.03	/
全部债务（亿元）	129.59	221.55	299.43	/
营业总收入（亿元）	3.97	6.94	7.13	/
利润总额（亿元）	31.65	38.39	31.14	/
资产负债率（%）	27.01	35.72	36.77	/
全部债务资本化比率（%）	14.38	21.40	26.44	/
流动比率（%）	112.51	119.97	63.38	/
经营现金流动负债比（%）	-1.17	-1.60	5.61	/

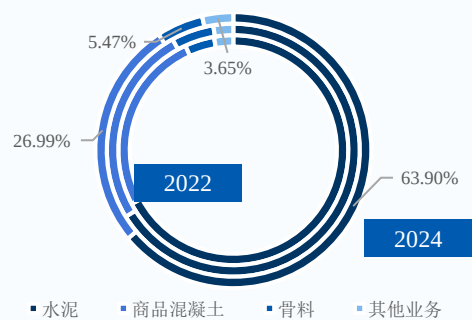
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 合并口径其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务根据期限相应调整至短期和长期债务，非有息债务部分在计算时已从公式中相应剔除；3. 公司 2025 年一季报未经审计，“/”表示数据未获取，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

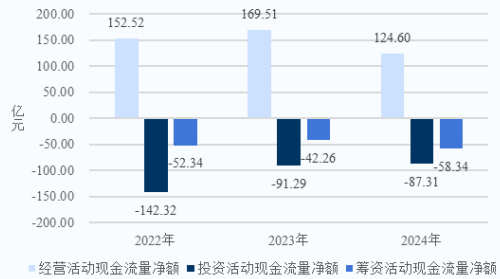
2024 年底公司资产构成



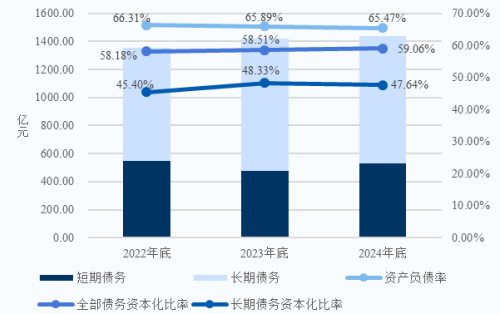
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/05/24	罗星驰 宋莹莹	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	2021/12/24	宋莹莹 张文韬	水泥企业信用评级方法 V3.0.201907 水泥企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	--
AA/稳定	2011/07/12	孙恒志 张丽	联合资信工商企业主体评级方法	阅读全文

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：罗星驰 luoxc@lhratings.com

项目组成员：杨 哲 yangzhe@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、主体概况

天山材料股份有限公司（以下简称“公司”）为深圳证券交易所上市公司，股票简称“天山股份”，股票代码 000877.SZ。截至 2024 年底，公司注册资本及实收资本均为 71.10 亿元，控股股东中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材股份”）持股比例为 81.14%，实际控制人为中国建材集团有限公司（以下简称“中国建材集团”），最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司主营业务为水泥、熟料、商品混凝土和骨料的生产销售，按照联合资信行业分类标准划分为水泥行业。2021 年通过重大资产重组收购中国联合水泥集团有限公司、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后，公司已基本形成全国化布局。

截至 2025 年 3 月底，公司内部设财务管理部、技术管理部、市场部、投资发展部、商混骨料管理部、供应链管理部和安全环保部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 2880.74 亿元，所有者权益 994.69 亿元（含少数股东权益 167.44 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 869.95 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 2931.72 亿元，所有者权益 980.14 亿元（含少数股东权益 165.83 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 149.47 亿元，利润总额-16.23 亿元。

公司注册地址：新疆乌鲁木齐市达坂城区白杨沟村；法定代表人：赵新军。

二、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）》](#)。

三、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。完整版水泥行业分析详见[《2025 年水泥行业分析》](#)。

四、基础素质分析

1 竞争实力

(1) 行业地位：公司规模优势极强，市场占有率很高；全国化布局有利于分散区域风险，但近年来部分区域经营效益不佳影响公司盈利水平；公司特种水泥及骨料业务规模很大，产品结构丰富。

规模方面，截至 2024 年底，公司拥有熟料年产能 3.05 亿吨、商品混凝土产能 3.59 亿方、骨料产能 2.33 亿吨，公司是国内产能规模最大的水泥公司，2024 年公司在华东、华中、华南、西南和新疆等区域的市场份额均处于行业头部水平。

区域布局方面，2024 年公司营业收入中，东部区域占 30.54%、北部区域占 25.49%、西部区域占 25.20%、中南区域占 17.80%、海外区域占 0.97%。不同区域的市场需求及竞争格局存在较大分化，其中经营效益相对不佳的主要为需求支撑乏力的云贵区域以及竞争更加激烈的江西、湖南区域。与另一家水泥行业头部企业安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺水泥”）相比，海螺水泥重点布局沿海及长江沿线，产能利用率及盈利水平相对较高；公司采用全国化布局，有利于分散单一区域市场波动造成的影响。

产品结构方面，近年来公司积极购买骨料矿山、发展骨料业务，2024 年公司骨料收入占比已上升至 5.47%，对收入形成一定补充。公司旗下的嘉华特种水泥股份有限公司是国内头部特种水泥企业，拥有多个国家级及省级科技创新平台、人才培养基地，具备行业领先的技术优势。

(2) 生产成本：公司产能利用率和余热发电自给率处于行业平均水平，石灰石自给率和单位成本水平与海螺水泥仍有差距但处于行业中上水平，公司积极通过各项措施缩小差距。

产能利用率方面，2024 年公司熟料产能利用率为 56.59%，基本处于行业平均水平¹，符合公司全国化区域布局特征。

矿山资源方面，公司此前通过收并购获取的熟料生产线的矿山配套相对不足，部分生产线没有配套矿山，导致公司整体石灰石自给率低于海螺水泥。近年来公司积极进行矿山投资和产能置换优化，并通过区域内部调配整合等方式提升石灰石自给率。截至 2025 年 3 月底，公司石灰石自给率为 87.81%，较 2023 年底的 81.30%有较大提升，虽与海螺水泥接近 100%的石灰石自给率相比仍存在一定差距，但差距持续缩小。

电力资源方面，截至 2024 年底，公司自身装备的余热发电可实现约 36%的自给，基本处于行业平均水平。

单位成本方面，2024 年公司水泥熟料自产品单位成本约为 208.67 元/吨，成本控制能力处于行业中上水平；行业盈利标杆企业海螺水泥单位成本为 187.25 元/吨，公司在单位成本方面与海螺水泥仍存在一定差距，但公司通过增加矿山配套、增加替代燃料的使用、管理方面降本增效、提升技术指标等措施，逐步缩小单位成本方面的差距。

2 人员素质

公司管理团队经验丰富，员工构成符合公司发展需要。

截至 2025 年 4 月底，公司董事 9 人、监事 5 人、高级管理人员 7 人（其中 1 人兼任董事）。公司管理团队经验丰富，在水泥行业从业时间长。截至 2024 年底，公司在职员工 55034 人，其中生产人员占 58.63%、技术人员占 13.49%、行政人员占 9.96%、后勤辅助人员占 7.78%、销售人员占 5.91%、财务人员占 4.23%。

公司董事长赵新军先生，1967 年生，高级工程师、高级经济师、EMBA 硕士。赵新军先生曾任公司副总裁、常务副总裁、总裁、党委副书记、董事长、党委书记；现任公司党委书记、董事、董事长、法定代表人。

公司总裁满高鹏先生，1966 年生，工商管理硕士，正高级工程师、高级经济师。满高鹏先生曾任中材水泥有限责任公司副总经理、常务副总经理、总经理兼法律顾问、党委副书记，中国联合水泥集团有限公司党委书记、董事长，公司副总裁；现任公司总裁。

3 信用记录

公司信用记录良好。

¹ 根据《中国建材杂志》发布的《2024 年水泥行业经济运行形势分析》，2024 年水泥熟料在产产能利用率约 59.6%。

根据人民银行《企业基本信用信息报告》(统一社会信用代码: 91650000710886440T), 截至 2025 年 5 月 12 日, 公司本部 2013 年以来发生的信贷在未结清和已结清信息中均无关注类或不良类记录; 公司本部 2013 年之前发生的信贷因涉及资产重组等历史问题和银行技术原因存在若干笔记录, 对公司当前融资未产生不利影响。

根据公司过往在公开市场发行的公司债券和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, 历史履约情况良好。

截至 2025 年 5 月 22 日, 联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

五、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构完善。

公司建立了股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构, 形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司股东大会由全体股东组成, 为公司的权力机构, 行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司董事会由 9 名董事组成, 任期三年, 任期届满可连选连任。董事会行使召集股东大会, 执行股东大会的决议, 决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会, 由 5 名监事组成, 其中股东大会选举 3 名, 员工代表大会推举 2 名。监事会设主席 1 名, 由全体监事过半数选举产生。监事会每届任期三年, 任期届满可连选连任。监事会行使监察公司财务, 向股东大会提出提案, 对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作, 包括设总经理(即总裁)1 名、副总经理若干。

2 管理水平

公司建立了较为完备的内部控制制度, 安全环保方面的支出压力可控。

公司建立了涵盖公司治理、内部管理以及业务流程等层面的较为完整的内部控制体系, 主要包括日常管理制度、人力资源管理制度、市场营销管理制度、财务管理制度、预算管理办法、资产管理制度、投资管理制度、融资及担保管理办法、关联交易决策制度、信息披露管理办法、对子公司的管理制度、安全生产管理制度、产品质量管理制度、环保管理制度和资金管理办法等。

资金管理方面, 公司制定了《资金管理办法》, 以资金安全为前提, 全面实行预算化管理。公司资金管理按照三级架构、两级集中的方式, 公司本部对区域公司实行限额集中, 区域公司及其成员企业内部实行收支两条线管理。资金管理的决策机构为总部及区域公司资金工作领导小组, 由公司总裁牵头负责。资金工作领导小组作为协调公司资金资源的决策机构, 以资金预算为控制手段, 通过调整销售、生产、采购、投资等业务政策, 平衡所属区域内资金安排。

安全环保方面, 公司设置了安全环保部并制定了完善的管理制度。近年来公司逐步推进超低排放改造, 预计 2025 年将有 77 条产线将开展相关改造工作, 考虑到公司的资本实力, 环保支出压力可控。

六、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年, 受市场需求、原材料价格及行业竞争等因素波动影响, 公司收入规模持续下降, 但综合毛利率逐年小幅提升; 预计 2025 年水泥价格将得到一定修复但下游需求尚未改善, 公司经营状况有望得到一定改善但仍将承压。

公司业务主要涉及水泥、熟料、商品混凝土及骨料的生产及销售。2022—2024 年, 随着下游需求缩减和行业竞争加剧, 公司营业总收入逐年减少, 年均复合下降 19.00%。从收入构成来看, 公司水泥收入占比较稳定, 骨料收入占比呈上升态势。与国内水

泥行业的主要竞争者相比，公司在骨料业务的发展上具备一定优势，产业链延伸能力较强。从毛利率来看，2023 年原材料价格虽同比有所下降，但水泥行业竞争加剧、水泥价格下跌，综合导致公司水泥板块毛利率同比变化不大；2024 年随着煤炭价格下降，公司水泥板块毛利率同比上升 1.26 个百分点。公司商品混凝土毛利率相对稳定；骨料毛利率于 2024 年同比下降 6.85 个百分点，主要系需求减弱、价格下降所致，但与其他板块相比毛利率仍属较高。整体来看，2024 年公司综合毛利率为 16.72%，同比小幅提升。

图表 1 • 2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	891.84	67.27%	14.37%	710.72	66.19%	14.30%	555.91	63.90%	15.56%
商品混凝土	343.21	25.89%	13.98%	277.37	25.83%	13.24%	234.78	26.99%	13.09%
骨料	55.04	4.15%	47.44%	58.39	5.44%	44.06%	47.56	5.47%	37.21%
其他	35.72	2.69%	29.93%	27.33	2.54%	35.74%	31.71	3.65%	33.27%
合计	1325.81	100.00%	16.06%	1073.80	100.00%	16.19%	869.95	100.00%	16.72%

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 149.47 亿元，同比下降 8.59%。一季度为水泥行业传统淡季，但水泥价格已出现修复态势，在经历 2024 年水泥行业经营效益低谷后，主要水泥厂商对于修复水泥价格的意愿强烈，行业协同效应有望提升，但由于下游需求景气度尚未出现显著回升迹象，预计 2025 年公司经营状况有望改善但仍将承压。

2 业务经营分析

（1）原材料采购

2022—2024 年及 2025 年一季度，煤炭和石灰石等原材料价格呈持续下降态势，加之公司石灰石自给率提升，公司采购成本减少。预计后续煤炭价格仍有一定的下跌空间，有利于公司盈利空间的修复。

采购方面，2022 年航运费用上涨和外贸订单大幅增加等因素引发电力和煤炭供需失衡，煤炭采购均价高企；2023 年在国家电煤保供全覆盖以及煤炭整体需求下降的影响下，煤炭价格震荡下行；2024 年及 2025 年一季度煤炭价格延续下行态势，随着煤炭供需环境改变，预计后续价格仍有一定的下跌空间。石灰石方面，2022 年随着环保整治力度加大，外采石灰石价格处于高位；2023 年以来石灰石价格持续下跌，加上公司石灰石自给率提升以及产量下降，采购金额显著减少。

图表 2 • 2022—2024 年及 2025 年一季度公司原燃料采购情况

原材料	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
煤炭	数量（万吨）	3130.78	2771.75	2215.81	484.01
	金额（亿元）	378.71	265.17	179.30	36.10
	均价（元/吨）	1209.63	956.70	809.17	745.86
电	数量（亿千瓦时）	156.43	149.26	121.05	22.42
	金额（亿元）	90.22	77.47	65.71	12.89
	均价（元/千万时）	0.58	0.52	0.54	0.57
石灰石	数量（万吨）	7828.89	5672.66	3754.41	818.54
	金额（亿元）	45.37	25.57	15.10	3.05
	均价（元/吨）	57.96	45.08	40.22	37.21
石子	数量（万吨）	7502.68	7347.92	7132.55	1455.46
	金额（亿元）	67.47	57.32	49.18	9.54
	均价（元/吨）	89.93	78.01	68.95	65.53
矿粉	数量（万吨）	438.41	446.95	462.49	88.05
	金额（亿元）	12.76	9.15	7.00	1.40
	均价（元/吨）	291.12	204.72	151.31	158.73

注：上表采购数量及金额均为对外采购，不包含合并范围内各公司内采情形
资料来源：公司提供

(2) 产销情况

近年来受宏观经济和房地产行业等不利因素影响，公司水泥、熟料和商品混凝土产销量呈下降态势，骨料业务于 2024 年出现下滑。考虑到下游需求景气度仍较弱，预计未来一段时期公司产销规模仍将小幅下降。

生产方面，2022—2024 年，受下游需求乏力影响，公司熟料产能利用率逐年下降；2023 年公司进行了部分水泥产能的减量置换，水泥产能利用率同比有所上升。同期，商品混凝土产能利用率受部分产能关停影响而逐年上升，产量呈小幅下降态势；骨料产量及产能利用率波动增长，其中 2024 年骨料行业受到一定冲击。

图表 3 • 2022—2024 年公司生产情况

产品	项目	2022 年	2023 年	2024 年
水泥	年产能（亿吨）	5.53	5.00	4.98
	产量（亿吨）	2.54	2.49	2.10
	产能利用率	45.93%	49.84%	42.28%
熟料	年产能（亿吨）	3.20	3.20	3.05
	产量（亿吨）	2.23	2.05	1.72
	产能利用率	69.58%	64.06%	56.59%
商品混凝土	年产能（亿方）	4.03	3.73	3.59
	产量（亿方）	0.79	0.77	0.76
	产能利用率	19.67%	20.67%	21.11%
骨料	年产能（亿吨）	2.30	2.20	2.33
	产量（亿吨）	1.52	1.88	1.74
	产能利用率	66.10%	85.45%	74.67%

注：1. 表中为按兼并收购后合并范围追溯调整数据，产能为期末时点数；2. 2022 年起公司改用中国水泥协会团体标准《水泥产能核定标准-2019》（T/CCAS007-2019）采用该标准核定后，对熟料产能基本无影响，而水泥粉磨产能同口径同比大幅增加，并非实际新增水泥粉磨产能所致；3. 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
资料来源：公司提供

销售方面，2022—2024 年，受宏观经济增速放缓和房地产行业下行等因素影响，公司水泥（含熟料）和商品混凝土销量逐年下降；2023 年以来骨料价格出现一定下滑，2024 年公司骨料销量同比小幅下降。同期，公司主要产品产销率变化不大。公司水泥下游客户主要可分为基础市场（约占 30%，包括民用市场和中小型基建工程等）、大型终端（约占 50%，包括搅拌站和房企等）以及重点工程（约占 20%）三类。目前房地产市场运行仍存在较大不确定性，公司水泥业务中房建工程销售占比一般（约 20%），但混凝土业务受房建工程影响较大，其产能利用率及销售状况仍将面临压力。从结算方式来看，商品混凝土业务按照行业惯例存在一定账期，水泥业务以现款结算为主。2025 年公司前五大客户销售集中度为 8.81%，集中度风险很小。

图表 4 • 2022—2024 年公司销售情况

产品	项目	2022 年	2023 年	2024 年
水泥（含熟料）	销量（亿吨）	2.72	2.63	2.25
	产销率	94.67%	95.30%	94.84%
商品混凝土	销量（亿方）	0.79	0.77	0.76
	产销率	100.00%	100.00%	100%
骨料	销量（亿吨）	1.15	1.42	1.30
	产销率	75.77%	75.53%	74.89%

注：由于熟料为半成品，无库存，需进行粉磨加工成水泥后进行成品销售，因此公司熟料生产后大部分直接自用于水泥加工，少部分直接出售，为了避免重复计算，此处产量统计计算方式为：水泥产量+熟料对外销售量；产销率=（水泥及熟料对外销售量）/（水泥产量+熟料对外销售量）
资料来源：公司提供

3 未来发展

公司未来发展战略稳健，重大在建项目对公司债务负担的影响不大。

未来公司将继续进行战略整合、国企改革、区域合作和联动发展，重点关注提质增效和优化升级，推进绿色低碳转型、数字化和智能化转型，强化市场化改革、人才队伍建设和国际化布局。2025 年公司将坚持“价本利”的经营理念，努力推动产品价格修复，促进行业效益回归合理区间；通过深化对标提升精细管理水平，通过技术创新和运营优化实现降本增效。

截至 2024 年底，公司重大在建项目如下表所示。该项目仍处于建设期，建成投产后，公司骨料产能规模将显著提升，但项目建设期相对较长，面临一定的投资风险。公司资本实力强、融资渠道畅通，该在建项目对于公司债务负担的影响不大。

图表 5 • 截至 2024 年底公司重大在建项目（单位：亿元）

项目	2024 年投入金额	截至 2024 年底累计投入金额	资金来源	项目进度
池州中建新材料有限公司年产 4000 万吨骨料生产基地项目	11.29	66.65	自有资金 30%+银行贷款 70%	62.80%

资料来源：公司提供

七、财务分析

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022—2024 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2025 年一季报未经审计。合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

1 资产质量

公司资产结构以固定资产、无形资产和应收账款为主，符合行业特点，近年来资产规模及结构较稳定，资产受限程度很低，整体资产质量尚可，预计未来资产质量有望保持稳定。

水泥为重资产行业，公司资产结构中固定资产（主要为产线及配套等）和无形资产（主要为矿山资源）占比很高，符合行业特征；水泥行业应收账款规模一般较小，公司应收账款主要来自商品混凝土业务，符合商品混凝土行业的结算惯例。2022—2024 年末，公司资产总额及结构整体变化不大。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	679.33	23.52%	658.94	22.36%	592.53	20.57%	641.05	21.87%
应收账款	316.71	10.97%	277.17	9.40%	283.40	9.84%	303.50	10.35%
非流动资产	2209.04	76.48%	2288.28	77.64%	2288.21	79.43%	2290.67	78.13%
固定资产	1163.34	40.28%	1162.08	39.43%	1152.72	40.01%	1142.07	38.96%
无形资产	390.34	13.51%	400.56	13.59%	410.29	14.24%	406.61	13.87%
资产总额	2888.37	100.00%	2947.22	100.00%	2880.74	100.00%	2931.72	100.00%

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

应收账款方面，近年来下游行业景气度减弱使得公司回款压力有所加大，公司通过强化授信及过程管理、加强逾期应收账款压减等方式加强应收账款管理。截至 2024 年底，公司应收账款累计计提坏账准备比例为 16.23%，计提较充分。固定资产方面，截至 2024 年底公司固定资产成新率为 55.73%，成新率较低；固定资产中机器设备折旧时间为 5~20 年，近三年折旧方法无变化。无形资产方面，公司采矿权的摊销方法按预计使用年限、合同规定的受益年限和法律规定的有效年限中最短者分期平均摊销，近年来随着公司对矿山的持续投资，无形资产规模有所增长。

截至 2024 年底，公司受限资产占资产总额的 3.74%，受限比例很低。

图表 7 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占该科目的比例	受限原因
货币资金	24.36	20.19%	票据池保证金和矿山恢复治理保证金
固定资产	4.68	0.41%	抵押
无形资产	60.84	14.83%	抵押
应收款项融资	0.39	1.04%	质押
在建工程	17.39	8.63%	抵押
合计	107.66	--	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

经营效率方面，2022—2024 年，受营业收入及成本下降影响，公司主要经营效率指标均呈逐年下降或波动下降态势。2024 年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 2.74 次、9.29 次和 0.30 次，其中存货周转次数和总资产周转次数与同行业相比处于中等水平，销售债权周转次数受商品混凝土收入占比影响很大。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额及资产结构较上年底变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

近年来公司所有者权益规模变化幅度不大，权益稳定性尚可。

2022—2024 年末，公司所有者权益规模波动增长，年均复合增长 1.11%，其中 2023 年末增长主要系应收中国建材股份业绩承诺补偿 18.25 亿元计入资本公积所致，2024 年末小幅减少主要系亏损影响未分配利润所致。截至 2024 年底，公司所有者权益 994.69 亿元，主要由股本（占 7.15%）、资本公积（占 37.55%）、未分配利润（占 32.22%）和少数股东权益（占 16.83%）构成，权益稳定性尚可。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 980.14 亿元，较上年底下降 1.46%，主要系亏损所致。

（2）负债

近年来公司负债规模变化不大，非流动负债占比有所上升；公司债务负担及债务期限结构合理，融资渠道以银行借款为主，债券融资占比不高，融资成本很低。

2022—2024 年末，公司负债总额变化不大；随着公司调整债务结构，非流动负债占比逐年上升，但整体仍以流动负债为主。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1341.73	70.05%	1166.77	60.09%	1117.30	59.24%	1147.68	58.81%
短期借款	258.75	13.51%	238.49	12.28%	198.44	10.52%	252.64	12.95%
应付账款	312.78	16.33%	298.53	15.37%	258.70	13.72%	251.31	12.88%
其他应付款（合计）	400.55	20.91%	332.37	17.12%	271.43	14.39%	275.54	14.12%
一年内到期的非流动负债	174.61	9.12%	142.82	7.35%	251.20	13.32%	245.26	12.57%
非流动负债	573.62	29.95%	775.03	39.91%	768.75	40.76%	803.90	41.19%
长期借款	391.18	20.42%	623.25	32.10%	587.84	31.17%	621.72	31.86%
合计	1915.35	100.00%	1941.80	100.00%	1886.05	100.00%	1951.58	100.00%

注：占比指占负债总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

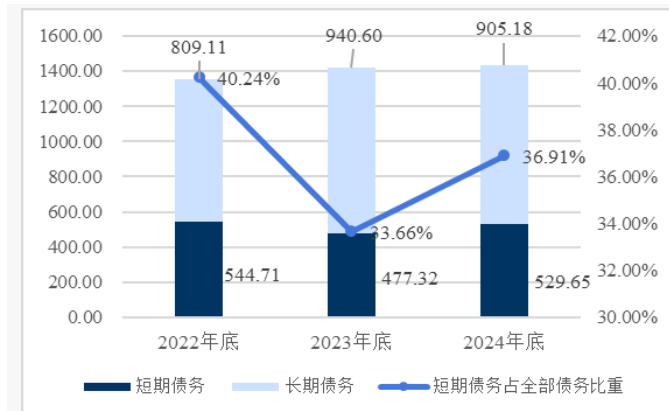
公司主要负债构成如上表所示。2022—2024 年末，公司短期借款基本为信用借款；受煤炭价格及采购量下降影响，应付账款规模持续减少；其他应付款逐年下降，主要系股东借款减少所致，随着公司本部融资能力的增强，公司融资渠道的构成发生一定变化，截至 2024 年底其他应付款主要由资金拆借款（214.55 亿元）、应付保证金（23.50 亿元）和应付长期资产款（18.05 亿元）等构成；长期借款主要为信用借款。

有息债务方面，2022—2024 年末，公司全部债务规模年均复合增长 2.95%。截至 2024 年底，公司全部债务 1434.84 亿元，其中短期债务占 36.91%，期限结构合理（其他应付款中的股东借款无固定期限，联合资信将其计入长期债务）。公司融资渠道以银行贷款为主、债券融资为辅，债券发行平台主要包括公司本部、南方水泥和西南水泥，截至 2025 年 4 月底公司公开市场债券本金合计 119.00 亿元。2022—2024 年末，公司资产负债率小幅下降，全部债务资本化比率基本保持稳定，整体债务负担合理。2024 年公司利息支出/平均债务²为 2.61%，公司融资成本很低。

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 3.47%，主要系长短期借款增加所致，负债结构变化不大。

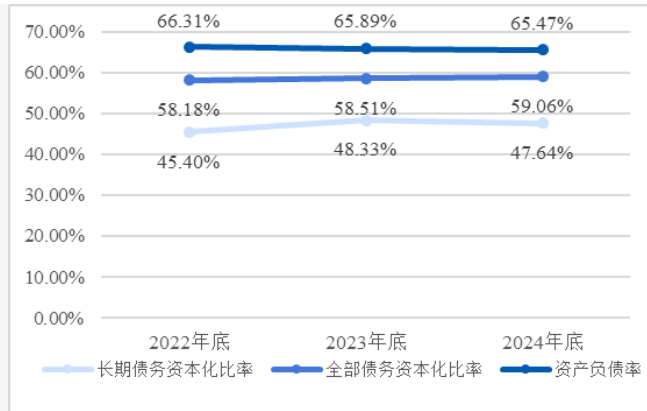
² 利息支出/平均债务=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）*2/（期初全部债务+期末全部债务）

图表 9 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司主要债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力

2022—2024 年受水泥行业下行影响，公司利润总额降幅较大，但在剔除折旧及摊销影响的情况下，EBITDA 利润率基本稳定；2025 年一季度公司亏损额同比收窄，预计全年盈利表现仍将承压但有望同比改善。

盈利稳定性方面，2022—2024 年，公司利润总额逐年减少，年均复合下降 87.43%，主要系收入下滑但费用支出相对刚性所致；同期，公司费用总额年均复合下降 5.70%，但期间费用率逐年上升，在销量及销售价格下降的行业环境下，期间费用对利润的侵蚀加大；公司其他收益均在 10.00 亿元以上，主要为资源综合利用增值税返还等日常活动相关的政府补助，其中水泥销售产生的增值税返还及财政贴息可持续性较强；公司合联营企业主要涉及建材和环保业务，随着水泥行业利润率下行，公司投资收益逐年减少；公司资产处置收益主要为固定资产和无形资产处置收益，近年来公司对不在产产能进行了一定处置，其中 2022 年公司资产处置收益 14.02 亿元，规模较大，该项利润不稳定性较大。整体来看，近年来受水泥行业下行影响，公司盈利稳定性较弱，2024 年净利润发生亏损。

盈利指标方面，2022—2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率逐年下降，但营业利润率和 EBITDA 利润率基本保持稳定。作为重资产企业，折旧及摊销对公司利润影响很大，在剔除折旧及摊销影响的情况下公司盈利能力较稳定。

盈利趋势方面，考虑到下游需求疲软、煤炭价格下降、水泥价格修复及公司石灰石自给率上升的趋势，预计 2025 年公司盈利表现仍将承压，但较上年有望改善。

图表 11 • 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	1325.81	1073.80	869.95	149.47
利润总额	64.12	30.88	1.01	-16.23
净利润	50.74	20.10	-6.51	-16.60
营业利润率	14.22%	13.91%	14.14%	10.69%
期间费用率	11.62%	13.32%	15.74%	11.62%
EBITDA 利润率	16.65%	16.77%	16.61%	--
总资本收益率	4.22%	2.46%	1.17%	--

注：EBITDA 利润率=EBITDA/营业总收入
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年 1—3 月，公司利润总额-16.23 亿元，主要系一季度为水泥行业传统淡季所致，亏损额较上年同期下降 28.75%。

4 现金流

2022—2024 年，受下游环境影响，公司经营性现金净流入波动下降但仍能覆盖投资性现金净流出；公司控制资产负债率缓步下降，筹资活动现金流持续净流出。预计 2025 年全年公司经营性现金流仍将保持相对稳定的净流入，投资性现金流仍为净流出。

图表 12 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1383.26	1134.04	854.19	130.49
经营活动现金流出小计	1230.74	964.52	729.59	152.08
经营活动现金流量净额	152.52	169.51	124.60	-21.59
投资活动现金流入小计	25.43	18.88	13.86	3.34
投资活动现金流出小计	167.75	110.17	101.17	33.61
投资活动现金流量净额	-142.32	-91.29	-87.31	-30.27
筹资活动前现金流量净额	10.21	78.22	37.29	-51.86
筹资活动现金流入小计	988.46	912.67	738.28	230.40
筹资活动现金流出小计	1040.79	954.93	796.62	167.03
筹资活动现金流量净额	-52.34	-42.26	-58.34	63.36
现金收入比	102.55%	102.21%	93.32%	81.51%

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—2024 年，公司经营性现金流保持净流入，其中 2024 年随着收入规模及现金收入比下降，经营性现金净流入同比下降 26.49%。从投资活动来看，公司主要投资支出为产线、环保、矿山及其他配套的投资，公司根据经营回款情况对资本支出规模进行一定调整。2022—2024 年，公司投资性现金流保持净流出，规模年均复合下降 21.68%。从筹资活动来看，2022—2024 年，公司筹资活动现金流持续净流出，主要系公司在重组整合过程中控制资产负债率缓慢下降并进行债务结构调整所致。

2025 年 1—3 月，公司阶段性经营性现金流净流出，投资活动现金流保持净流出，融资需求相应有所增长，筹资活动现金流转为净流入。预计全年公司经营性现金流仍将保持相对稳定的净流入；公司融资能力极强，且后续在产线、环保改造及矿山等方面仍有投资计划，预计投资性现金流仍将保持净流出。

5 偿债指标

2022—2024 年，公司短期偿债指标表现较弱但实际短期偿付压力不大，长期偿债指标有所下降但仍属良好，融资渠道畅通。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	销售回款/流动负债（倍）	1.01	0.94	0.73	--
	流动比率	50.63%	56.48%	53.03%	55.86%
	速动比率	41.86%	48.45%	47.45%	48.43%
	经营现金流动负债比	11.37%	14.53%	11.15%	--
	现金短期债务比（倍）	0.22	0.33	0.25	0.27
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	220.74	180.03	144.52	--
	全部债务/EBITDA（倍）	6.13	7.88	9.93	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.11	0.12	0.09	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.43	4.22	3.88	--
	经营现金/利息支出（倍）	3.06	3.97	3.34	--

注：销售回款指销售商品、提供劳务收到的现金；经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标来看，2022—2024 年，公司销售回款对流动负债的覆盖倍数逐年下降，其他短期偿债指标相对稳定。公司作为制造业企业，融资结构中流贷占比较大，但资产结构以非流动资产为主，导致短期偿债指标整体表现较弱。考虑到公司融资渠道畅通以及股东资金拆借支持，公司实际短期偿付压力不大。

从长期偿债指标来看，2022—2024 年，公司全部债务/EBITDA 逐年上升，随着行业下行盈利能力下降，公司长期偿债指标有所减弱但仍属良好。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司获得的金融机构（含财务公司）授信额度合计 2155.79 亿元，其中尚未使用的额度 1024.88 亿元，授信额度充裕。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，公司无作为被告方的涉案金额 1 亿元以上的未决诉讼案件。

6 公司本部财务分析

公司对货币资金进行集中化管理，本部货币资金充裕；公司本部债务负担很轻，权益稳定性高，后续公司拟更多以公司本部作为融资主体，减轻下属公司债务压力。

随着公司逐步重组整合，2022—2024 年末，公司本部资产和负债总额均持续增长，年均复合增长率分别为 11.66%和 30.28%。截至 2024 年底，公司本部资产总额 1317.50 亿元，主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成；公司本部货币资金 37.10 亿元，占合并口径货币资金的 30.74%，公司对货币资金进行集中化管理，本部货币资金充裕。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 484.48 亿元，主要由其他应付款和有息债务构成；公司本部全部债务 299.43 亿元，较上年底增长 35.15%，短期债务占 37.97%，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 36.77%和 26.44%，本部债务负担很轻。未来公司拟更多以公司本部为融资平台，增加公司本部债务，减少下属子公司债务压力。截至 2024 年底，公司本部所有者权益 833.03 亿元，主要由资本公积构成，稳定性高。

公司本部主要承担管理职能，收入规模不大。2022—2024 年，公司本部利润总额分别为 31.65 亿元、38.39 亿元和 31.14 亿元，规模相对稳定。

八、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，主动履行作为央国企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为水泥企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司持续完善环境管理体系建设，制定了 ESG 及气候变化相关管理总体目标、管理策略及方针。截至 2024 年底，公司通过绿色产品认证及低碳认证产品共计 160 个，国家级绿色工厂 54 家，国家级绿色矿山和省级绿色矿山分别为 38 座和 103 座。2024 年公司生态环境保护的总体支出 20.35 亿元，同比增长 22.12%；温室气体排放总量 1.47 亿吨，同比下降 11.99%；熟料单位产品综合能耗 99.43 千克标准煤/吨，同比下降 6.94 千克标准煤/吨。根据 2025 年 Wind 发布的 ESG 评级，公司 ESG 评级由 A 提升至 AA。

社会责任方面，公司为 2024 年度纳税信用 A 级纳税人，并在解决就业方面有较大贡献。公司构建了较为全面的人才培养机制，2024 年员工人均受训时长 23 小时。公司制定了《质量管理办法》等一系列制度来强化产品质量管理，2024 年公司披露的客户满意度为 95%，调研客户覆盖率为 97%。公司制定并发布了覆盖全体供应商的《供应商行为准则》和《可持续供应链管理政策》，建立了供应商三级管理架构，对供应商进行绩效考评，按年度开展供应商现场审核。公司建立了健康安全量化目标，2024 年安全生产投入 12.04 亿元。公司积极响应政府政策参与乡村振兴和产业振兴，2024 年公司公益总投入金额（含物资捐赠）4285.53 万元。

公司治理方面，公司建立了股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，法人治理结构完善。为更好地践行 ESG 理念和策略，提高可持续发展竞争力，公司建立健全“治理-管理-执行”ESG 管治架构，制定工作细则，明确工作职责，搭建长效 ESG 工作机制，进一步促进与利益相关方的和谐共赢发展，服务于公司的中长期战略目标，促进可持续发展。公司制定并实施《董事会环境、社会及管治委员会实施细则》《环境、社会及管治工作小组管理细则》，厘定公司的 ESG 管治架构体系，促进 ESG 管理事宜的落地实施。

九、外部支持

1 支持能力

公司控股股东支持能力极强。

公司控股股东中国建材股份为央企子公司，其水泥产品、石膏板和风机叶片等核心产品产能居于世界第一位。截至 2024 年底，中国建材股份资产总额 4940.07 亿元，所有者权益 1945.28 亿元；2024 年，中国建材股份收入 1813.01 亿元，除税前利润 94.93 亿元。中国建材股份资本实力雄厚，支持能力极强。

2 支持可能性

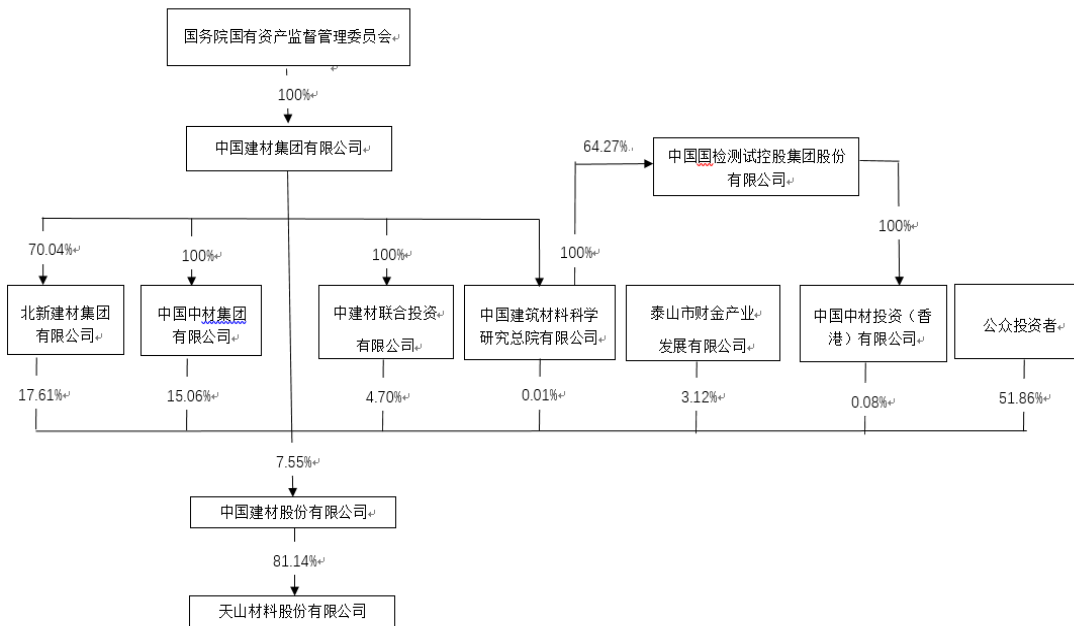
控股股东在资金拆借等方面为公司提供了大力支持。

公司完成兼并重组后成为中国建材股份旗下最主要的水泥经营主体。融资方面，截至 2024 年底，中国建材股份向公司提供 209.46 亿元资金拆借支持。中国建材股份对公司提供的资金支持以市场化定价收取利息，且不高于公司外部融资的成本。通道支持方面，中国建材股份为公司提供内部流程绿色通道支持，减少审批流程，提升审批速度，大幅提升公司运作效率。

十、评级结论

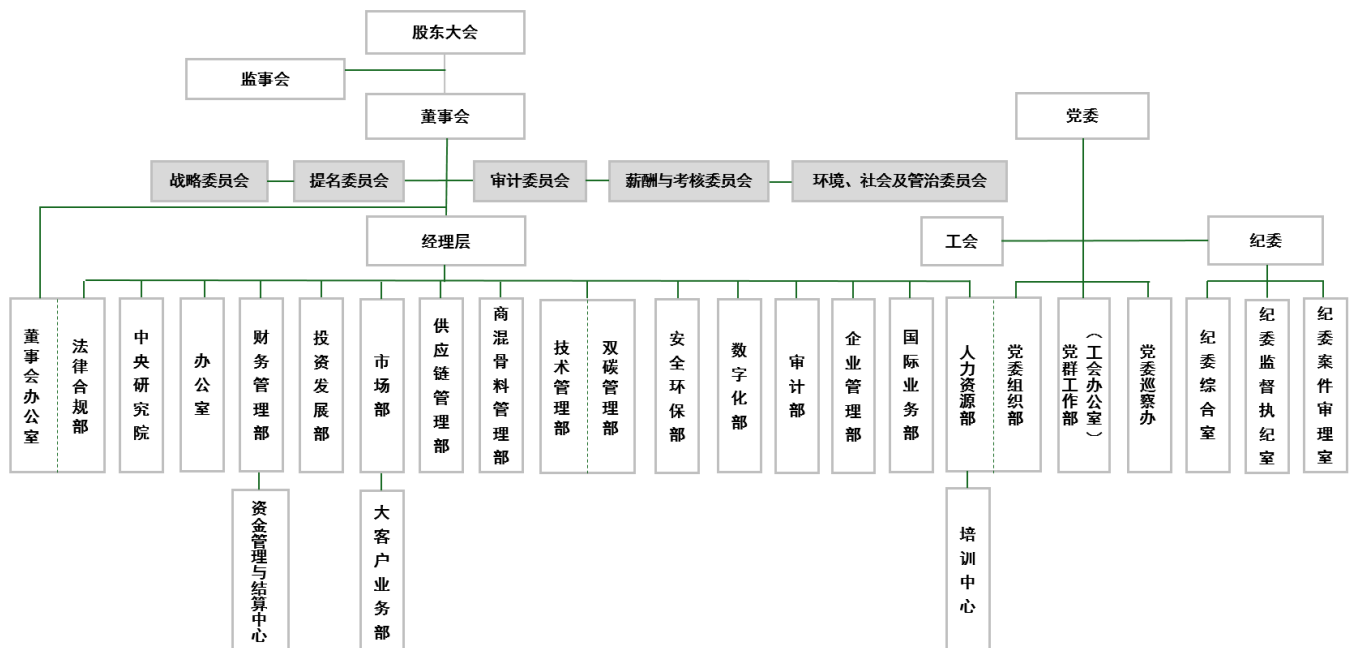
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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 2025 年 3 月底）



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	注册资本金 (亿元)	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
中国联合水泥集团有限公司	100.00	生产销售	100.00%	0.00%	同一控制下合并
南方水泥有限公司	110.14	生产销售	100.00%	0.00%	同一控制下合并
浙江南方水泥有限公司	45.00	生产销售	100.00%	0.00%	同一控制下合并
江西南方水泥有限公司	30.00	生产销售	100.00%	0.00%	同一控制下合并
湖南南方水泥集团有限公司	50.00	生产销售	100.00%	0.00%	同一控制下合并
云南天山水泥有限公司	50.00	生产销售	100.00%	0.00%	同一控制下合并
西南水泥有限公司	116.73	生产销售	100.00%	0.00%	同一控制下合并
贵州天山水泥有限公司	50.00	生产销售	100.00%	0.00%	同一控制下合并
嘉华特种水泥股份有限公司	1.32	生产销售	89.51%	0.00%	同一控制下合并
新疆天山水泥有限责任公司	50.00	生产销售	100.00%	0.00%	投资设立
中材水泥有限责任公司	100.00	生产销售	60.00%	0.00%	同一控制下合并
浙江三狮南方新材料有限公司	10.00	生产销售	90.00%	0.00%	同一控制下合并
南方新材料科技有限公司	30.00	生产销售	80.00%	0.00%	同一控制下合并
华东材料有限公司	100.00	生产销售	100.00%	0.00%	投资设立
新疆聚材电子商务有限公司	0.05	互联网和相关服务	100.00%	0.00%	投资设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 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）	119.11	157.56	133.98	150.40
应收账款（亿元）	316.71	277.17	283.40	303.50
其他应收款（合计）（亿元）	37.65	69.56	46.41	34.57
存货（亿元）	117.63	93.62	62.42	85.25
长期股权投资（亿元）	117.75	118.77	116.28	119.71
固定资产（合计）（亿元）	1163.34	1162.08	1152.72	1142.07
在建工程（合计）（亿元）	146.98	201.67	201.43	213.48
资产总额（亿元）	2888.37	2947.22	2880.74	2931.72
实收资本（亿元）	86.63	86.63	71.10	71.10
少数股东权益（亿元）	154.93	163.95	167.44	165.83
所有者权益（亿元）	973.02	1005.42	994.69	980.14
短期债务（亿元）	544.71	477.32	529.65	562.11
长期债务（亿元）	809.11	940.60	905.18	728.79
全部债务（亿元）	1353.81	1417.91	1434.84	1290.90
营业总收入（亿元）	1325.81	1073.80	869.95	149.47
营业成本（亿元）	1112.88	899.94	724.46	129.00
其他收益（亿元）	11.23	10.38	10.89	1.15
利润总额（亿元）	64.12	30.88	1.01	-16.23
EBITDA（亿元）	220.74	180.03	144.52	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1359.64	1097.56	811.81	121.82
经营活动现金流入小计（亿元）	1383.26	1134.04	854.19	130.49
经营活动现金流量净额（亿元）	152.52	169.51	124.60	-21.59
投资活动现金流量净额（亿元）	-142.32	-91.29	-87.31	-30.27
筹资活动现金流量净额（亿元）	-52.34	-42.26	-58.34	63.36
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.41	3.16	2.74	--
存货周转次数（次）	10.20	8.52	9.29	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.37	0.30	--
现金收入比（%）	102.55	102.21	93.32	81.51
营业利润率（%）	14.22	13.91	14.14	10.69
总资本收益率（%）	4.22	2.46	1.17	--
净资产收益率（%）	5.21	2.00	-0.65	--
长期债务资本化比率（%）	45.40	48.33	47.64	42.65
全部债务资本化比率（%）	58.18	58.51	59.06	56.84
资产负债率（%）	66.31	65.89	65.47	66.57
流动比率（%）	50.63	56.48	53.03	55.86
速动比率（%）	41.86	48.45	47.45	48.43
经营现金流动负债比（%）	11.37	14.53	11.15	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.33	0.25	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	4.43	4.22	3.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.13	7.88	9.93	--

注：1. 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；2. 合并口径其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务根据期限相应调整至短期和长期债务，非有息债务部分在计算时已从公式中相应剔除；3. 公司 2025 年一季报未经审计，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司年报及 2025 年一季报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	33.80	64.28	37.10
应收账款（亿元）	0.00	2.82	1.71
其他应收款（合计）（亿元）	141.86	216.84	135.82
存货（亿元）	0.71	0.96	2.20
长期股权投资（亿元）	861.08	960.97	1114.08
固定资产（合计）（亿元）	9.93	9.64	6.74
在建工程（合计）（亿元）	0.47	1.04	0.81
资产总额（亿元）	1056.80	1266.09	1317.50
实收资本（亿元）	86.63	86.63	71.10
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	771.35	813.90	833.03
短期债务（亿元）	9.49	11.09	113.68
长期债务（亿元）	120.10	210.46	185.74
全部债务（亿元）	129.59	221.55	299.43
营业总收入（亿元）	3.97	6.94	7.13
营业成本（亿元）	3.24	4.62	3.44
其他收益（亿元）	0.03	0.16	0.01
利润总额（亿元）	31.65	38.39	31.14
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.69	11.91	43.07
经营活动现金流入小计（亿元）	13.72	14.97	47.13
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.91	-3.83	16.66
投资活动现金流量净额（亿元）	19.69	-203.21	-37.28
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.95	234.50	-2.76
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.74	1.14	0.81
存货周转次数（次）	6.29	5.54	2.18
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01
现金收入比（%）	244.02	171.52	603.86
营业利润率（%）	11.03	31.28	48.87
总资本收益率（%）	3.76	4.64	3.71
净资产收益率（%）	4.11	4.72	3.76
长期债务资本化比率（%）	13.47	20.55	18.23
全部债务资本化比率（%）	14.38	21.40	26.44
资产负债率（%）	27.01	35.72	36.77
流动比率（%）	112.51	119.97	63.38
速动比率（%）	112.08	119.57	62.64
经营现金流动负债比（%）	-1.17	-1.60	5.61
现金短期债务比（倍）	3.56	5.80	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部债务数据未经调整；2. “/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

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 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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在天山材料股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。