

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〔2026〕5625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

二〇二六年七月六日

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 2026 年 7 月 6 日至 2027 年 7 月 5 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	2026/07/06

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 年底，公司注册资本及实收资本均为 71.10 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（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为水泥行业。

评级观点

公司作为国内业务规模最大、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、产品结构及品牌影响力等方面具备很强的竞争力。2023—2025 年，在水泥行业需求乏力、销售价格下降的冲击下，公司收入规模逐年下降；得益于公司石灰石自给率提升和煤炭采购价格下降等因素，公司水泥单位生产成本压缩，毛利率逐年小幅上升，整体经营风险极低。财务方面，2023 年公司盈利情况较好，但受行业景气度影响，2024 年小幅亏损；2025 年公司开展产能置换工作，涉及部分生产线的产能退出，公司集中计提了大规模的固定资产减值损失和商誉减值损失，亏损规模扩大。尽管亏损对所有者权益形成一定侵蚀，但公司债务负担和债务结构处于合理水平，融资渠道畅通且持续获得股东大规模资金支持，整体看，公司财务风险虽有所上升但仍属较低。综合来看，公司信用风险非常低。

个体调整：无。

外部支持调整：公司控股股东中国建材股份支持能力极强，在资金拆借等方面为公司提供了大力支持。

评级展望

未来一段时期预计水泥行业下游需求仍较疲软，水泥价格能否修复存在不确定性，公司盈利仍将承压。但得益于规模、成本、融资能力和股东支持等多方面的优势，预计公司仍将保持突出的行业地位，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

- **控股股东为公司提供大力支持。**公司实际控制人中国建材集团和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 2025 年底中国建材集团和中国建材股份合计向公司下属公司提供了 185.18 亿元资金拆借支持。
- **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，2025 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 2.67 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。尽管行业景气度下行，2023—2025 年公司经营性现金流仍保持大规模的净流入，偿债资金来源相对稳定。

关注

- **行业竞争激烈，随着下游需求减弱，水泥销售价格存在较大波动性。**随着下游需求减弱，2023—2025 年水泥行业竞争激烈，水泥销售价格整体延续下降态势，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。
- **2024 年以来公司利润亏损，未来一段时期盈利能力仍将承压。**2024 年公司利润总额亏损 0.49 亿元；2025 年公司开展产能置换工作，涉及部分生产线的产能退出，公司集中计提了大规模的固定资产减值损失和商誉减值损失，利润总额亏损 67.07 亿元；2026 年一季度，公司延续亏损态势，利润总额亏损 15.82 亿元。考虑到水泥行业景气度仍较弱，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、模型及结果

评级方法与模型 水泥企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			经营分析	2
			企业管理	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	5
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
		指示评级		
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	
模型级别			AAA	

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《水泥企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

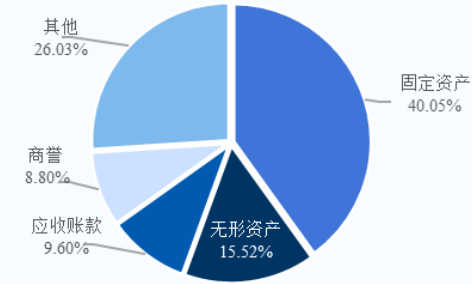
主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	184.69	163.81	120.69	158.88
资产总额（亿元）	2947.22	2879.35	2759.57	2820.99
所有者权益（亿元）	1005.42	993.50	915.26	900.06
短期债务（亿元）	477.32	529.65	565.10	/
长期债务（亿元）	940.60	905.18	837.71	/
全部债务（亿元）	1417.91	1434.84	1402.81	/
营业总收入（亿元）	1073.80	869.95	744.96	123.34
利润总额（亿元）	30.88	-0.49	-67.07	-15.82
EBITDA（亿元）	180.03	143.02	77.39	--
经营性净现金流（亿元）	169.51	124.60	122.64	-33.29
营业利润率（%）	13.91	14.14	15.06	7.09
净资产收益率（%）	2.00	-0.78	-8.23	--
资产负债率（%）	65.89	65.50	66.83	68.09
全部债务资本化比率（%）	58.51	59.09	60.52	/
流动比率（%）	56.48	52.91	47.76	53.84
经营现金流动负债比（%）	14.53	11.15	11.13	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.31	0.21	/
EBITDA 利息倍数（倍）	4.22	3.84	2.22	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.88	10.03	18.13	--

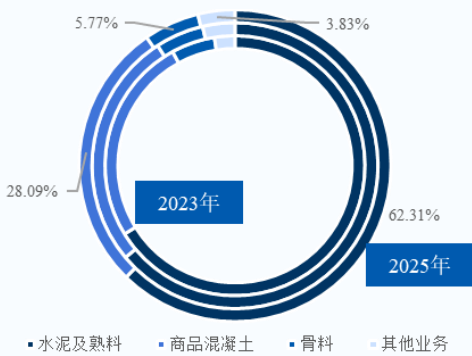
公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1266.09	1317.50	1283.38	1472.52
所有者权益（亿元）	813.90	833.03	842.81	841.29
全部债务（亿元）	221.55	299.43	307.00	337.00
营业总收入（亿元）	6.94	7.13	3.48	1.22
利润总额（亿元）	38.39	31.14	9.79	-1.52
资产负债率（%）	35.72	36.77	34.33	42.87
全部债务资本化比率（%）	21.40	26.44	26.70	28.60
流动比率（%）	119.97	63.38	80.01	95.20
经营现金流动负债比（%）	-1.60	5.61	0.94	--

注：1. 本报告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；公司本部债务数据未经调整；公司合并口径 2026 年 3 月底现金类资产不包含应收款项融资中的应收票据；3. 公司 2024 年财务数据经追溯调整，2026 年一季度财务数据未经审计；4. “--”表示指标不适用，“/”表示资料未获取
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

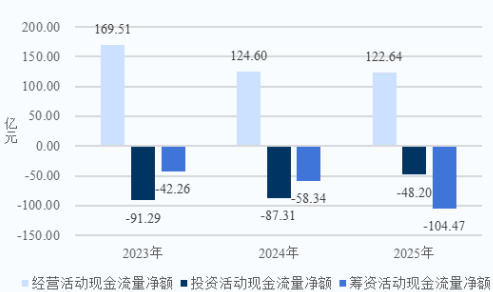
2025 年底公司资产构成



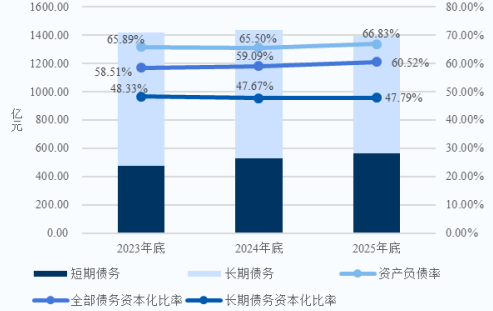
2023—2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 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	2026/05/29	罗星驰 刘丙江	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：刘丙江 liubj@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 2025 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，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为水泥行业。

截至 2025 年底，公司本部内设财务管理部、投资发展部、市场部、供应链管理部和商混骨料管理部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 2759.57 亿元，所有者权益 915.26 亿元（含少数股东权益 162.39 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 744.96 亿元，利润总额-67.07 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 2820.99 亿元，所有者权益 900.06 亿元（含少数股东权益 160.97 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 123.34 亿元，利润总额-15.82 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

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

三、行业分析

2025 年，基建投资近年来首次下降，房地产开发投资持续负增长，水泥需求不足的情况进一步加剧，水泥产量创新低。水泥行业错峰生产政策全面升级，区域差异化管控落地，产能合规化整改全面启动，在“双碳”“双控”政策深化及产能置换、合规管控趋严的背景下，过剩产能化解进程将持续提速。水泥价格 2025 年全年整体下行，至年底已触及 2022 年以来的新低，煤炭价格较上年略有下降，行业盈利小幅回升但仍处于底部。鉴于行业经营获现能力仍较强，债务滚续压力可控。

总体看，水泥行业表现出行业深度调整、尾部出清加速、头部优势强化的趋势，行业正处于需求下行与供给出清并行的深度调整期，短期内行业景气度依旧偏弱。完整版行业分析详见[《水泥行业信用分析报告》](#)。

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 2025 年底，公司拥有熟料年产能 2.67 亿吨、商品混凝土产能 3.6 亿方、骨料产能 2.3 亿吨，受产能置换影响，熟料产能较上年底小幅下降。公司是国内产能规模最大的水泥公司，2025 年公司在华东、华中、华南、西南、新疆等多数区域市场份额均处于行业头部水平。

区域布局方面，2025 年公司营业收入中，东部区域占 27.36%、中南区域占 15.40%、北部区域占 28.61%、西部区域占 26.42%、海外区域占 2.21%。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，除传统的水泥熟料和商品混凝土业务以外，2025 年公司骨料收入占比已上升至 5.77%，对收入形成一定补充。此外，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，持续拓展高附加值产品市场。

(2) 生产成本：2025 年公司产能利用率高于行业平均水平，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，近年来公司积极通过各项措施缩小差距。

产能利用率方面，2025 年公司水泥产能利用率约 38.80%；熟料产能利用率为 59.30%，高于行业平均水平¹。

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合等方式提升石灰石自给率。截至 2025 年底公司石灰石自给率已上升至 91%（截至 2023 年底约 81.3%），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。截至 2025 年底，公司石灰石资源对水泥主业的保障服务年限保持在 20 年以上。

电力资源方面，截至 2025 年底，公司余热发电自给率约 30.22%，基本处于行业平均水平。

单位成本方面，2025 年公司水泥熟料自产品单位成本约为 196.72 元/吨（2024 年为 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 166.42 元/吨，由于区域布局、产能利用率和石灰石自给率等方面的差异，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 年底，公司董事 9 人、高级管理人员 9 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 2025 年底，公司在职工 51423 人，其中生产人员占 56.28%、技术人员占 15.41%、销售人员占 6.00%、其他人员（财务、行政和后勤辅助人员）合计占 22.31%。

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；现任公司党委副书记、总裁。

¹ 根据《中国建材杂志》发布的《2025 年水泥行业经济运行形势分析》，2025 年全行业产能利用率低于 50%。

3 信用记录

公司信用记录良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 4 月 8 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 2026 年 7 月 3 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单，公司本部在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

五、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构完善。

公司股东会由全体股东组成，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会，执行股东会的决议，决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司董事会设置审计委员会，行使《公司法》规定的监事会的职权。

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，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

2023—2025 年，公司收入规模逐年下降，但综合毛利率逐年提升；2026 年一季度，公司收入规模和毛利率同比下降，预计全年经营业绩仍将承压。

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。2023—2025 年，公司营业总收入逐年减少，年均复合下降 16.71%，主要系下游需求缩减和行业竞争加剧所致。从收入结构来看，水泥及熟料收入占比逐年下降但仍保持在 60%以上，商品混凝土是第二大收入来源；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，有一定规模的骨料收入。从毛利率来看，2023—2025 年，得益于公司石灰石自给率提升和煤炭采购价格下降等因素，公司水泥单位

生产成本压缩，水泥及熟料毛利率逐年提升；商品混凝土毛利率于 2025 年同比上升 2.71 个百分点；受骨料行业量价齐跌、竞争加剧影响，骨料毛利率逐年下降，但与其他板块相比毛利率仍属较高。整体来看，2023—2025 年，公司综合毛利率逐年上升。

图表 1 • 2023—2025 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥及熟料	710.72	66.19%	14.30%	555.91	63.90%	15.56%	464.16	62.31%	16.37%
商品混凝土	277.37	25.83%	13.24%	234.78	26.99%	13.09%	209.29	28.09%	15.80%
骨料	58.39	5.44%	44.06%	47.56	5.47%	37.21%	42.95	5.77%	32.88%
其他	27.33	2.54%	35.74%	31.71	3.65%	33.27%	28.55	3.83%	36.77%
合计	1073.80	100.00%	16.19%	869.95	100.00%	16.72%	744.96	100.00%	17.95%

注：1. 其他收入主要来自销售材料、电力收入，技术服务收入和托管费等；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 123.34 亿元，同比下降 17.48%；综合毛利率为 10.64%，同比下降 3.06 个百分点。2026 年水泥行业下游需求预计将继续缩减，一季度水泥价格仍处于低位，后续水泥价格能否修复不确定性较高，预计 2026 年公司经营业绩仍将承压。

2 业务经营分析

(1) 原材料采购

2023—2025 年，煤炭和石灰石等主要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。

采购方面，煤炭在公司采购金额中占比最高。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—2025 年煤炭价格延续下行态势；随着煤炭供需平衡调整，预计 2026 年煤炭价格仍将面临一定波动。2023—2025 年，石灰石、石子和矿粉采购均价均逐年下降，加上公司石灰石自给率提升以及产量缩减的影响，采购金额持续下降；电力采购均价小幅波动上升，采购金额逐年下降。2025 年，公司对前五大供应商的采购集中度为 43.24%，其中对第一大供应商的采购集中度为 32.25%，公司通过对煤炭等原材料的集采、直采来降低采购成本。

图表 2 • 2023—2025 年公司原燃料采购情况

原燃料	项目	2023 年	2024 年	2025 年
煤炭	数量（万吨）	2771.75	2215.81	1950.16
	金额（亿元）	265.17	179.30	131.08
	均价（元/吨）	956.70	809.17	672.17
电	数量（亿千瓦时）	149.26	121.05	109.34
	金额（亿元）	77.47	65.71	57.91
	均价（元/千瓦时）	0.52	0.54	0.53
石灰石	数量（万吨）	5672.66	3754.41	2883.66
	金额（亿元）	25.57	15.10	10.17
	均价（元/吨）	45.08	40.22	35.27
石子	数量（万吨）	7347.92	7132.55	7057.66
	金额（亿元）	57.32	49.18	42.53
	均价（元/吨）	78.01	68.95	60.25
矿粉	数量（万吨）	446.95	462.49	464.81
	金额（亿元）	9.15	7.00	6.48
	均价（元/吨）	204.72	151.31	139.43

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

2023—2025 年，随着市场需求缩减，公司整体产销量和产销率有所下滑；受产能置换政策影响，2025 年公司熟料产能利用率同比有所上升，但行业整体供需形势仍较严峻。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，2023—2025 年，由于下游需求乏力，公司熟料产量年均复合下降约 12.21%；受产能置换政策影响，公司熟料产能持续下降，带动 2025 年熟料产能利用率同比上升 2.71 个百分点。2023—2025 年，公司商品混凝土产能、产量和产能利用率整体变化不大。2024 年骨料行业受到较大冲击，公司骨料产能利用率同比下降 10.78 个百分点；2025 年骨料产量和产能利用率同比小幅提升。整体来看，行业供需形势仍较严峻，公司产能利用率虽高于行业平均水平，但利用率仍属不足。

图表 3 • 2023—2025 年公司生产情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年
熟料	年产能（亿吨）	3.20	3.05	2.67
	产量（亿吨）	2.05	1.72	1.58
	产能利用率	64.06%	56.59%	59.30%
商品混凝土	年产能（亿方）	3.73	3.59	3.6
	产量（亿方）	0.77	0.76	0.73
	产能利用率	20.67%	21.11%	20.34%
骨料	年产能（亿吨）	2.20	2.33	2.3
	产量（亿吨）	1.88	1.74	1.76
	产能利用率	85.45%	74.67%	76.70%

资料来源：公司提供

销售方面，公司水泥下游市场主要可分为基础市场（约占 30%，包括民用市场和中小型建设工程等）、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。2025 年公司对前五大客户的销售集中度为 11.38%，大型客户主要为央企建筑公司，整体来看客户较分散。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。2023—2025 年，公司水泥（含熟料）销量年均复合下降约 13.45%，产销率小幅下降但仍处于较高水平；商品混凝土完全以销定产，产销率维持 100%；骨料产销率逐年下降，处于偏低水平。

图表 4 • 2023—2025 年公司销售情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年
水泥（含熟料）	销量（亿吨）	2.63	2.25	1.97
	产销率	95.30%	94.84%	93.41%
商品混凝土	销量（亿方）	0.77	0.76	0.73
	产销率	100.00%	100.00%	100.00%
骨料	销量（亿吨）	1.42	1.30	1.27
	产销率	75.53%	74.89%	71.77%

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，此处产量统计口径为水泥产量+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 经营效率

2023—2025 年，受主要产品量价下跌影响，公司经营效率有所下降。

2023—2025 年，公司销售债权周转次数逐年下降，公司应收账款主要来自商品混凝土业务，商品混凝土收入在公司收入结构中占比相对较低，销售债权周转次数下降主要受到水泥板块收入下降的影响；存货周转次数逐年上升，该指标波动受到原材料和产品价格下跌影响；总资产周转次数逐年下降，受主要产品量价下跌影响，经营效率有所下降。

图表 5 • 2023—2025 年公司经营效率指标情况（单位：次）

指标	2023 年	2024 年	2025 年
销售债权周转次数	3.16	2.74	2.39
存货周转次数	8.52	9.29	10.10
总资产周转次数	0.37	0.30	0.26

资料来源：联合资信根据公司年报整理

4 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。

未来公司将坚持“水泥、商混、骨料”三大主业，推动产业融合，强化全产业链协同优势，退出低效产能与非优势市场，加强全链条全要素成本管控，加快推进标准化建设与深化供应链协同，推进高端化、智能化、绿色化转型，拓展特种水泥等高端产品市场。此外，公司将依托中国建材集团协同出海机制，以并购、新建、轻资产运营等方式拓展利润率较高的海外市场，提升全球化竞争力；布局化学制剂、双碳服务和家装材料等新领域，分散主业周期波动风险，培育新的利润增长点。

截至 2025 年底，公司重大在建项目如下表所示。该项目仍处于建设期，预计有望于 2027 年建成。项目投产后，公司骨料产能规模将显著提升，但项目建设期相对较长，加上骨料价格持续下跌，面临一定的投资风险。公司资本实力强、融资渠道畅通，该在建项目对公司债务负担的影响不大。

图表 6 • 截至 2025 年底公司重大在建项目（单位：亿元）

项目	投资预算总额	2025 年投入金额	在建工程期末余额	资金来源	工程累计投入占比
池州中建新材料有限公司年产 4000 万吨骨料生产基地项目	106.13	10.19	75.26	自有资金 30% 银行贷款 70%	70.91%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

七、财务分析

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023—2025 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2026 年一季度财务报表未经审计。近年来公司合并范围的变动对财务数据可比性影响不大。

根据公司于 2026 年 3 月 30 日披露的《关于前期会计差错更正的公告》，公司经自查发现，子公司江山南方水泥有限公司于 2024 年确认资产处置收益，子公司对该会计处理的相关规定理解存在偏差，基于谨慎性原则，公司对上述会计差错采用追溯重述法进行更正。追溯调整对公司 2024 年财务数据整体影响不大²，本报告中 2024 年财务数据采用追溯调整后的数据。

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等为主，符合行业特点。2025 年公司开展产能置换工作，集中计提了较大规模的固定资产和商誉减值损失，鉴于当前行业景气度较弱，后续仍面临一定的资产减值风险；公司应收账款坏账计提较充分；公司资产受限程度很低，整体资产质量良好。

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。2023—2025 年末，公司资产总额逐年小幅下降，资产结构变化不大，流动资产占比较低。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	658.94	22.36%	591.04	20.53%	526.35	19.07%	595.02	21.09%
货币资金	146.26	4.96%	120.68	4.19%	89.06	3.23%	146.46	5.19%
应收账款	277.17	9.40%	283.40	9.84%	264.98	9.60%	269.63	9.56%
非流动资产	2288.28	77.64%	2288.31	79.47%	2233.22	80.93%	2225.96	78.91%
固定资产（合计）	1162.08	39.43%	1152.72	40.03%	1105.30	40.05%	1093.83	38.77%
在建工程（合计）	201.67	6.84%	201.43	7.00%	205.46	7.45%	167.89	5.95%
无形资产	400.56	13.59%	410.29	14.25%	428.21	15.52%	471.50	16.71%
商誉	264.64	8.98%	267.01	9.27%	242.87	8.80%	242.87	8.61%
资产总额	2947.22	100.00%	2879.35	100.00%	2759.57	100.00%	2820.99	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

² 追溯调整后，公司 2024 年底资产总额减少 1.39 亿元，负债总额减少 0.20 亿元，所有者权益减少 1.20 亿元；2024 年公司净利润减少 1.20 亿元。

流动资产方面，2023—2025 年末，公司货币资金逐年下降，其中 2025 年底货币资金较上年底下降 26.20%，主要系公司在年末偿还有息债务规模较大导致的时点性波动。2023—2025 年末，公司应收账款波动下降，年均复合下降 2.22%。截至 2025 年底，应收账款累计计提坏账准备 60.27 亿元，计提比例为 18.53%，计提较充分；前五大应收账款余额占比为 5.69%，应收账款集中度很低；从账面余额来看，账龄 1 年以内（含 1 年的）的应收账款占 43.27%、1~2 年的占 21.08%、2~3 年的占 11.06%、3 年以上的占 24.59%，公司对 5 年以上应收账款已全额计提减值准备。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。

非流动资产方面，2023—2025 年末，公司固定资产（合计）逐年小幅下降，固定资产中机器设备折旧时间为 5~20 年，截至 2025 年底固定资产成新率为 53.29%。根据 2025 年《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》等相关政策文件和公司实际情况，公司对所属生产线开展了产能置换工作，涉及部分生产线的产能退出，公司对上述产能退出的固定资产进行减值测试，当期计提固定资产减值损失 25.14 亿元。公司于 2025 年集中释放产能置换导致的减值压力，预计 2026 年减值规模将有所下降。

2023—2025 年末，公司在建工程（合计）规模变化不大。截至 2025 年底，公司部分在建生产线出现减值迹象，在建工程累计计提减值准备 4.55 亿元。2023—2025 年末，公司无形资产逐年小幅增长，主要为采矿权，其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，截至 2025 年底无形资产累计计提减值准备 3.64 亿元。

公司于 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”）和中材水泥有限责任公司后，成为中国建材股份旗下最主要的水泥和商品混凝土业务整合平台。2021 年水泥行业景气度较高，重大资产重组使得公司形成了较大规模的商誉。随着行业景气度下行，近年来公司持续计提商誉减值损失，2025 年新增计提 26.62 亿元、年末累计计提 134.27 亿元。鉴于水泥行业景气度仍较弱，后续公司仍面临一定的商誉减值风险。

截至 2025 年底，公司受限资产占资产总额的 4.05%，受限比例很低。

图表 8 • 截至 2025 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	22.55	票据池保证金和矿山恢复治理保证金等
固定资产	6.07	抵押
无形资产	65.57	抵押
应收款项融资	0.20	质押
在建工程	17.39	抵押
合计	111.78	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额较上年底小幅增长，资产结构整体变化不大。其中，货币资金较上年底增长 64.45%，主要系收到新增融资款项所致。

2 资本结构

（1）所有者权益

2023—2025 年末，公司所有者权益规模有所下降，权益稳定性尚可。

2023—2025 年末，公司所有者权益规模逐年减少，年均复合下降 4.59%，主要系亏损影响未分配利润所致。截至 2025 年底，公司所有者权益 915.26 亿元，主要由股本（占 7.77%）、资本公积（占 40.82%）、未分配利润（占 26.80%）和少数股东权益（占 17.74%）构成，权益稳定性尚可。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 900.06 亿元，较上年底小幅下降，主要系亏损所致。

（2）负债

2023—2025 年末，公司负债规模小幅下降，债务负担及债务结构仍属合理，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。

2023—2025 年末，公司负债总额和流动负债占比逐年小幅下降。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1166.77	60.09%	1117.04	59.23%	1102.10	59.76%	1105.21	57.54%
短期借款	238.49	12.28%	198.44	10.52%	222.47	12.06%	238.74	12.43%
应付账款	298.53	15.37%	258.70	13.72%	248.40	13.47%	232.18	12.09%
其他应付款（合计）	332.37	17.12%	271.47	14.40%	250.91	13.60%	240.53	12.52%
一年内到期的非流动负债	142.82	7.35%	251.20	13.32%	271.04	14.70%	273.76	14.25%
非流动负债	775.03	39.91%	768.82	40.77%	742.21	40.24%	815.72	42.46%
长期借款	623.25	32.10%	587.84	31.17%	569.33	30.87%	609.47	31.73%
应付债券	53.97	2.78%	88.93	4.72%	69.95	3.79%	99.91	5.20%
合计	1941.80	100.00%	1885.85	100.00%	1844.31	100.00%	1920.92	100.00%

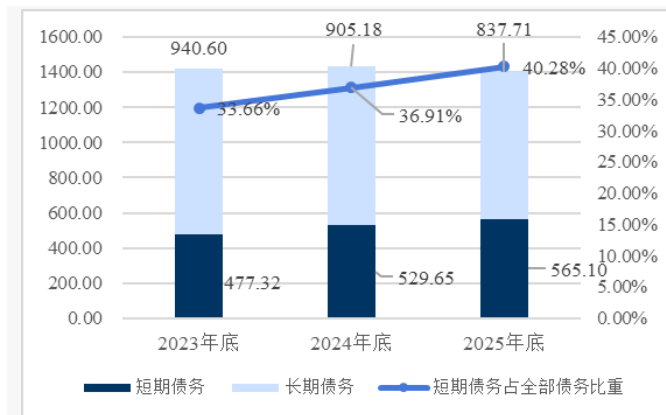
注：占比指占负债总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023—2025 年末，公司短期借款以信用借款为主；应付账款年均复合下降 8.78%，账龄主要在 1 年以内；其他应付款（合计）年均复合下降 13.11%，主要系股东借款减少所致，随着公司本部融资能力增强，公司将逐步偿还股东借款，截至 2025 年底其他应付款主要由资金拆借款（192.15 亿元）、应付保证金（29.98 亿元）和应付长期资产款（14.98 亿元）等构成；长期借款主要为信用借款。

2023—2025 年末，公司全部债务规模变化不大，债务期限结构较合理。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 年底，公司债券融资约占全部债务的 7.51%，股东借款约占 13.42%，其余主要为银行贷款；公司综合融资成本约为 2.32%，融资成本很低。2023—2025 年末，公司资产负债率小幅波动上升但仍控制在 70%以内，全部债务资本化比率小幅上升至 60%左右，整体债务负担仍处于合理水平。

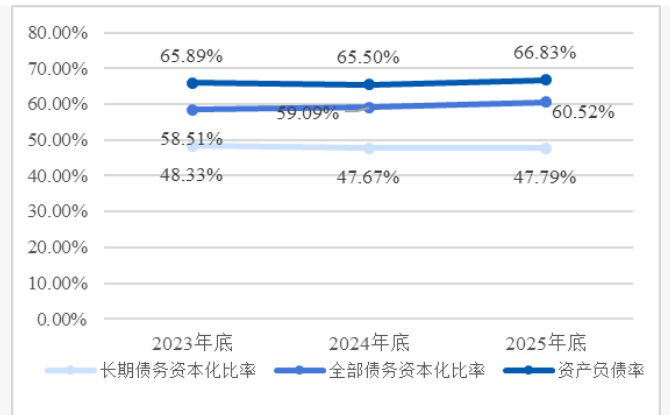
截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 4.15%，主要系长期借款和应付债券增加所致，负债结构变化不大。

图表 10 • 公司全部债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 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

2023 年公司盈利情况较好，2024 年利润总额小幅亏损；2025 年公司集中计提大规模资产减值损失和信用减值损失，亏损规模扩大；2026 年一季度公司延续亏损态势，预计全年盈利表现仍将承压。

2023—2025 年，公司收入规模下降但营业利润率小幅提升；费用总额年均复合下降 5.29%，但在当年营业总收入中的占比持续上升，在量价齐跌的市场环境下，期间费用对利润的侵蚀加大；其他收益规模变化不大，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。2025 年公司集中计提大规模资产减值损失和信用减值损失，对利润造成很大影响。综上，2023 年公司盈利情况较好，2024 年利润总额小幅亏损，2025 年亏损规模同比扩大，净资产收益率和 EBITDA/营业总收入等指标均持续下滑。

2026 年 1—3 月，公司利润总额亏损 15.82 亿元，主要系收入和毛利率下降所致。一季度为水泥行业传统淡季，水泥价格处于低位，预计公司全年盈利表现仍将承压。

图表 12 • 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	1073.80	869.95	744.96	123.34
营业成本	899.94	724.46	611.26	110.23
费用总额	143.04	136.97	128.31	29.18
资产减值损失	-0.06	-0.62	-53.64	0.00
信用减值损失	0.98	-3.71	-10.03	0.02
其他收益	10.38	10.89	10.67	1.15
利润总额	30.88	-0.49	-67.07	-15.82
营业利润率	13.91%	14.14%	15.06%	7.09%
费用总额/营业总收入	13.32%	15.74%	17.22%	23.66%
EBITDA/营业总收入	16.77%	16.44%	10.39%	--
净资产收益率	2.00%	-0.78%	-8.23%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2023—2025 年，公司保持大规模的经营性现金净流入，投资性现金净流出规模缩减，筹资性现金流持续净流出。

图表 13 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1134.04	854.19	713.85	117.41
经营活动现金流出小计	964.52	729.59	591.21	150.70
经营活动现金流量净额	169.51	124.60	122.64	-33.29
投资活动现金流入小计	18.88	13.86	23.36	7.32
投资活动现金流出小计	110.17	101.17	71.56	11.25
投资活动现金流量净额	-91.29	-87.31	-48.20	-3.94
筹资活动前现金流量净额	78.22	37.29	74.44	-37.23
筹资活动现金流入小计	912.67	738.28	647.33	263.28
筹资活动现金流出小计	954.93	796.62	751.80	170.70
筹资活动现金流量净额	-42.26	-58.34	-104.47	92.57
现金收入比	102.21%	93.32%	89.43%	85.16%

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，2023—2025 年，公司盈利表现虽逐年下滑，但经营活动现金流状况保持良好，其中 2025 年经营活动现金净流入量同比基本保持稳定；公司现金收入比持续下降，商品混凝土业务的应收账款持续对资金形成占用。

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，2023—2024 年公司保持较大规模的投资活动现金净流出；2025 年公司处置了部分低效生产线，资产处置回款约 12.66 亿元，且由于行业景气度较弱，公司的资本支出规模相应缩减，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比下降 42.62%，综合导致 2025 年公司投资活动现金净流出规模同比下降 44.79%。

从筹资活动来看，2023—2025 年，公司筹资活动现金流持续净流出，其中 2025 年净流出规模较大，主要系公司基于控制有息债务规模和调整债务结构的需要，于年末提前偿还部分债务所致，利息支出在筹资活动现金净流出额中也有一定比重。

2026 年 1—3 月，受一季度为水泥行业淡季影响，公司经营性现金流呈净流出；投资活动现金流小幅净流出；公司新增贷款规模较大，筹资性现金流转为净流入。

5 偿债指标

2023—2025 年，公司实际短期偿债压力不大，长期偿债指标有所下降但仍属较好，公司融资渠道畅通。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债指标	流动比率	56.48%	52.91%	47.76%
	经营现金流动负债比	14.53%	11.15%	11.13%
	现金短期债务比（倍）	0.39	0.31	0.21
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	180.03	143.02	77.39
	全部债务/EBITDA（倍）	7.88	10.03	18.13
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.22	3.84	2.22
	全部债务/经营活动现金流净额（倍）	8.36	11.52	11.44

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，2023—2025 年（末），公司流动比率、经营现金流动负债比和现金短期债务比均逐年小幅下降。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，影响短期偿债指标整体表现。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，2023 年公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖较好；2024—2025 年随着利润总额亏损，EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖程度下降，但经营性净现金流对利息和全部债务的保障倍数同比变化不大。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较好。

截至 2025 年底，公司获得的金融机构（含财务公司）授信额度合计 2367.45 亿元，其中尚未使用的额度 1239.23 亿元，授信额度充裕。此外，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在对外担保。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司作为被告方的涉案金额在 1 亿元以上的未决诉讼案件。

6 公司本部财务分析

公司本部主要承担管理职能，债务负担很轻，权益稳定性强。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 1283.38 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 13.47 亿元，受年末偿还贷款的时点因素影响，本部货币资金规模下降。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 440.56 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 307.00 亿元，较上年底小幅增长，其中短期债务占 18.05%；公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 34.33%和 26.70%，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，置换股东对子公司的借款。截至 2025 年底，公司本部所有者权益 842.81 亿元，其中资本公积占比较高，稳定性强。

公司本部主要承担管理职能，收入规模不大。2025 年公司本部利润总额 9.79 亿元，同比下降 68.56%，主要系投资收益减少所致。

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健全。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 2025 年底，公司拥有国家级绿色工厂 53 家，国家级绿色矿山 38 座，省级绿色矿山 110 座，全国预拌混凝土绿色示范工厂 61 家。

社会责任方面，公司在纳税和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，2025 年员工人均受训时长 35.87 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，2025 年公司披露的客户满意度为 9.80 分（10 分制），调研客户覆盖率为 97.6%。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，2025 年安全生产投入 8.27 亿元。公司积极响应政府政策参与乡村振兴和产业升级，2025 年公司公益总投入金额（含物资捐赠）4028.72 万元。

公司治理方面，公司建立了股东会、董事会和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 2025 年底，中国建材股份资产总额 4896.08 亿元，所有者权益 1865.26 亿元；2025 年，中国建材股份收入 1830.86 亿元，除税前利润 12.45 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

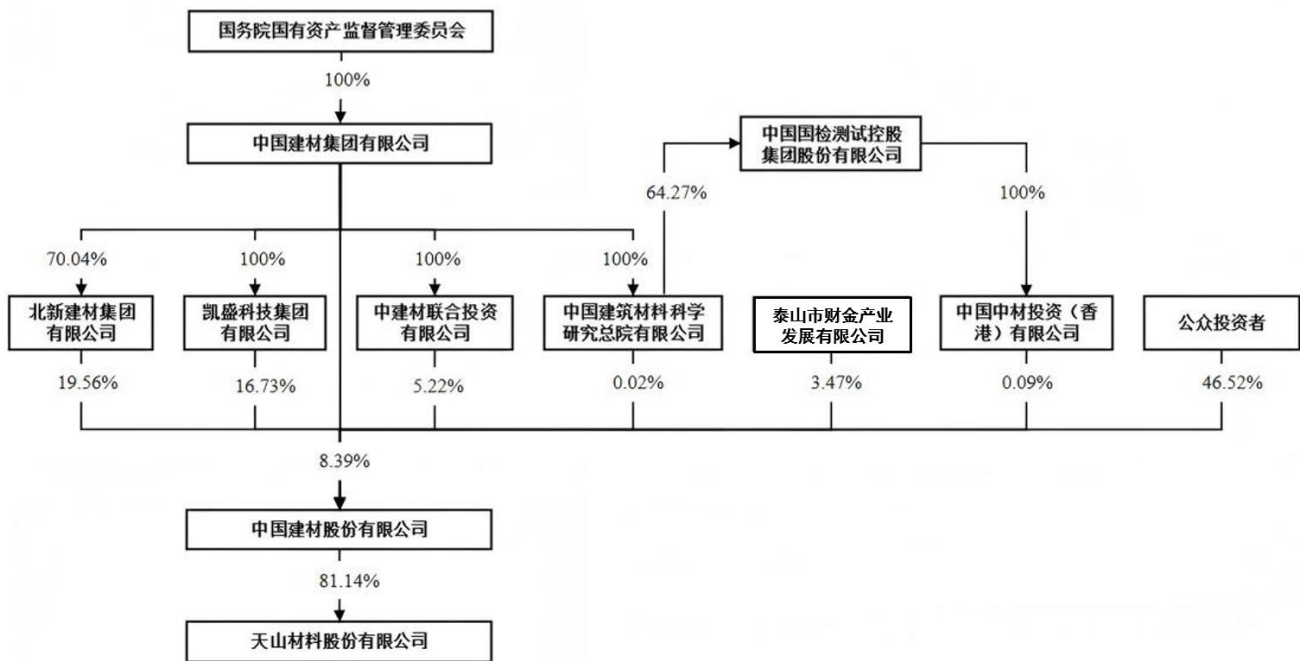
控股股东在资金拆借等方面为公司提供了大力支持。

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。公司实际控制人中国建材集团和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 2025 年底中国建材集团和中国建材股份合计向公司下属公司提供了 185.18 亿元资金拆借支持，股东借款到期可滚续。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。

十、评级结论

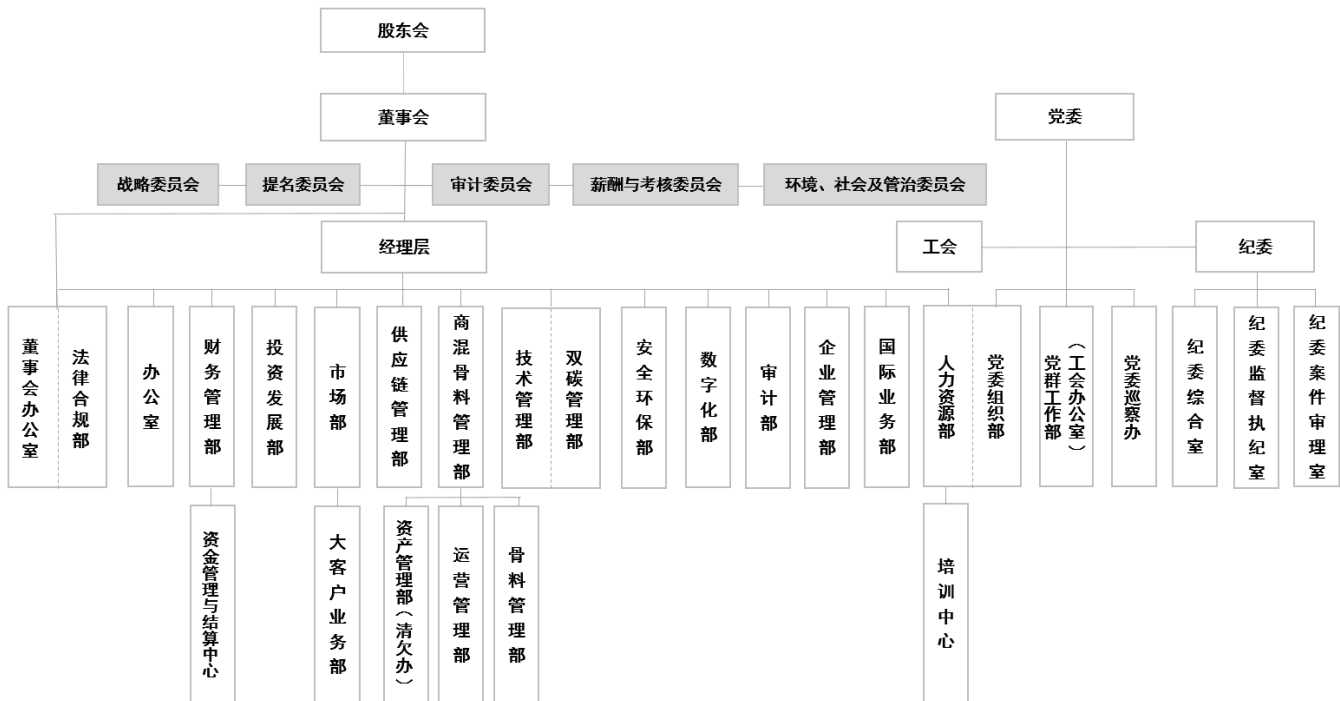
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 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：联合资信根据公司年报及公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	184.69	163.81	120.69	158.88
应收账款（亿元）	277.17	283.40	264.98	269.63
其他应收款（合计）（亿元）	69.56	42.97	36.88	33.58
存货（亿元）	93.62	62.42	58.60	79.22
长期股权投资（亿元）	118.77	116.28	113.72	113.27
固定资产（合计）（亿元）	1162.08	1152.72	1105.30	1093.83
在建工程（合计）（亿元）	201.67	201.43	205.46	167.89
资产总额（亿元）	2947.22	2879.35	2759.57	2820.99
实收资本（亿元）	86.63	71.10	71.10	71.10
少数股东权益（亿元）	163.95	167.44	162.39	160.97
所有者权益（亿元）	1005.42	993.50	915.26	900.06
短期债务（亿元）	477.32	529.65	565.10	573.91
长期债务（亿元）	940.60	905.18	837.71	725.40
全部债务（亿元）	1417.91	1434.84	1402.81	1299.31
营业总收入（亿元）	1073.80	869.95	744.96	123.34
营业成本（亿元）	899.94	724.46	611.26	110.23
其他收益（亿元）	10.38	10.89	10.67	1.15
利润总额（亿元）	30.88	-0.49	-67.07	-15.82
EBITDA（亿元）	180.03	143.02	77.39	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1097.56	811.81	666.25	105.05
经营活动现金流入小计（亿元）	1134.04	854.19	713.85	117.41
经营活动现金流量净额（亿元）	169.51	124.60	122.64	-33.29
投资活动现金流量净额（亿元）	-91.29	-87.31	-48.20	-3.94
筹资活动现金流量净额（亿元）	-42.26	-58.34	-104.47	92.57
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.16	2.74	2.39	--
存货周转次数（次）	8.52	9.29	10.10	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.30	0.26	--
现金收入比（%）	102.21	93.32	89.43	85.16
营业利润率（%）	13.91	14.14	15.06	7.09
总资本收益率（%）	2.46	1.12	-1.82	--
净资产收益率（%）	2.00	-0.78	-8.23	--
长期债务资本化比率（%）	48.33	47.67	47.79	44.63
全部债务资本化比率（%）	58.51	59.09	60.52	59.08
资产负债率（%）	65.89	65.50	66.83	68.09
流动比率（%）	56.48	52.91	47.76	53.84
速动比率（%）	48.45	47.32	42.44	46.67
经营现金流动负债比（%）	14.53	11.15	11.13	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.31	0.21	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	4.22	3.84	2.22	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.88	10.03	18.13	--

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；2026 年 3 月底现金类资产不包含应收款项融资中的应收票据；3. 公司 2024 年财务数据经追溯调整，2026 年一季度财务数据未经审计；4. “--”表示指标不适用，“/”表示资料未获取

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

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	64.28	37.10	13.47	30.98
应收账款（亿元）	2.82	1.71	5.25	10.78
其他应收款（合计）（亿元）	216.84	135.82	123.74	286.37
存货（亿元）	0.96	2.20	2.14	2.91
长期股权投资（亿元）	960.97	1114.08	1118.19	1118.13
固定资产（合计）（亿元）	9.64	6.74	6.51	6.37
在建工程（合计）（亿元）	1.04	0.81	1.13	1.27
资产总额（亿元）	1266.09	1317.50	1283.38	1472.52
实收资本（亿元）	86.63	71.10	71.10	71.10
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	813.90	833.03	842.81	841.29
短期债务（亿元）	11.09	113.68	55.42	63.47
长期债务（亿元）	210.46	185.74	251.57	273.53
全部债务（亿元）	221.55	299.43	307.00	337.00
营业总收入（亿元）	6.94	7.13	3.48	1.22
营业成本（亿元）	4.62	3.44	1.86	0.25
其他收益（亿元）	0.16	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	38.39	31.14	9.79	-1.52
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.91	43.07	38.12	8.51
经营活动现金流入小计（亿元）	14.97	47.13	41.03	8.72
经营活动现金流量净额（亿元）	-3.83	16.66	1.76	-12.79
投资活动现金流量净额（亿元）	-203.21	-37.28	-60.01	0.07
筹资活动现金流量净额（亿元）	234.50	-2.76	34.68	30.18
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.14	0.81	0.30	--
存货周转次数（次）	5.54	2.18	0.86	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	171.52	603.86	1094.40	698.40
营业利润率（%）	31.28	48.87	42.53	79.55
总资本收益率（%）	4.64	3.71	1.61	--
净资产收益率（%）	4.72	3.76	1.16	--
长期债务资本化比率（%）	20.55	18.23	22.99	24.54
全部债务资本化比率（%）	21.40	26.44	26.70	28.60
资产负债率（%）	35.72	36.77	34.33	42.87
流动比率（%）	119.97	63.38	80.01	95.20
速动比率（%）	119.57	62.64	78.87	94.39
经营现金流动负债比（%）	-1.60	5.61	0.94	--
现金短期债务比（倍）	5.80	0.33	0.24	0.49
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，公司本部现金类资产不包含应收款项融资中的应收票据，公司本部 2026 年一季度财务数据未经审计；2. “/”表示数据未获取，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据财务报告整理

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)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ³	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产 ⁴ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×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
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 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 ⁵	(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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

³ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

⁴ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

⁵ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

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

附件 4-3 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断

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。