

华润建材科技控股有限公司

2026 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〔2026〕6346

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）”和“25 华润建材 MTN001”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

二〇二六年七月二十三日

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。

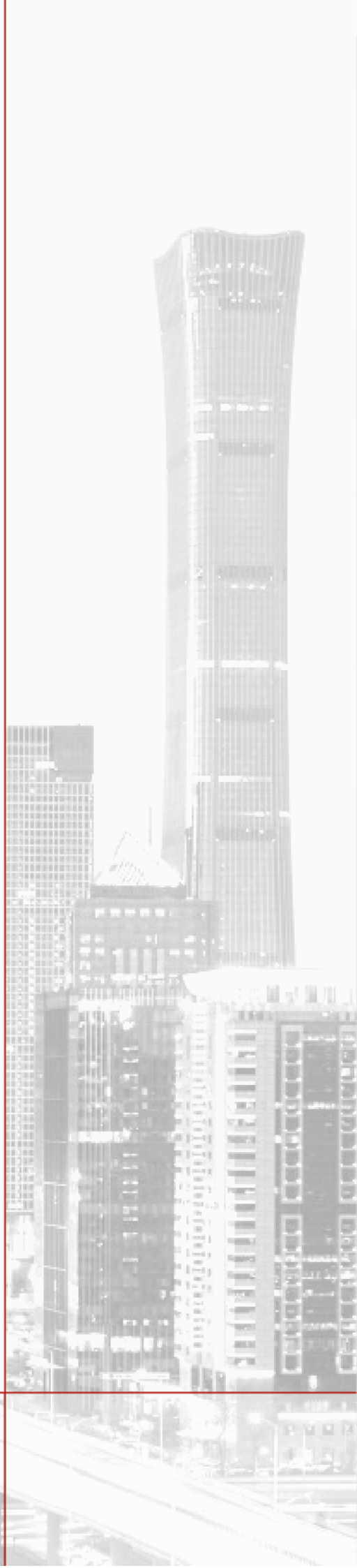
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2026 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	2026/07/23
24 华润建材 MTN001（可持续挂钩）	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 华润建材 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，华润建材科技控股有限公司（以下简称“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维持既有优势；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。2025 年，水泥下游市场需求依然疲软行业供需矛盾突出，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，2025 年公司持续压降债务，杠杆水平较上年底有所下降，债务负担轻；受行业下行影响，公司营业额继续下降，得益于处置子公司获利，以及成本控制加强，除税前溢利同比增长，但 2025 年公司除税前溢利增长主要依赖非经常性收益，经营活动现金流净额同比有所下降，盈利质量有所弱化；2026 年一季度，市场延续下行趋势，公司主业盈利空间收窄，叠加期间费用的侵蚀，除税前盈利转为亏损。2025 年随着短期债务的集中偿还公司短期偿债指标已有所修复，后续仍有待进一步改善，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，备用流动性充足，公司整体信用风险极低，对存续债券的偿还能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：华润集团实力雄厚，能够在融资、资源协同及品牌背书等方面为公司提供持续支持。

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，水泥行业产能供需矛盾问题依然严峻，预计未来水泥行业供需矛盾依然突出，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，公司资产负债率处于较低水平，债务负担轻，经营获现能力尚可，短期偿债压力可控，整体信用状况有望保持稳定。

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，能够在融资、资源协同及品牌背书等方面为公司提供持续支持。公司常年位列中国水泥熟料产能百强榜前列，截至 2025 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 2025 年底，公司骨料年产能提升至 11520 万立方米，骨料业务对公司收入贡献有所提升。2025 年，公司骨料业务收入保持增长，占营业额的比重增长至 13.70%。
- **公司资产负债率较低，财务弹性良好。**截至 2025 年底，公司资产负债率为 34.79%，全部债务资本化比率为 23.37%，较上年底进一步下降，债务负担轻。截至 2025 年底，公司的无抵押银行贷款额度为 23.00 亿港元及人民币 310.22 亿元，其中人民币 226.50 亿元尚未动用并仍可供提用，备用流动性充足。公司作为联交所上市公司，具备直接融资渠道。

关注

- **经济增长放缓，水泥行业供需矛盾突出，公司水泥产品产能利用率继续下降。**水泥行业产能供需矛盾突出，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。2025 年，公司水泥产能利用率下降至 62.3%。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。**2025 年，公司水泥产品销售量与销售均价均继续下降，公司营业额继续下降。2026 年一季度，市场延续下行趋势，公司主业盈利空间收窄，叠加期间费用的侵蚀，除税前盈利转为亏损。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。

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

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

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
			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	4
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
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				+1
模型级别				AAA

个体信用状况变动说明：由于公司盈利能力得分由 3 变为 4，公司指示评级由上次评级的 aa 变动为 aa⁺。故公司的个体信用等级由 aaa 下调为 aa⁺。

外部支持变动说明：公司持续获得股东在资金注入方面的支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

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。

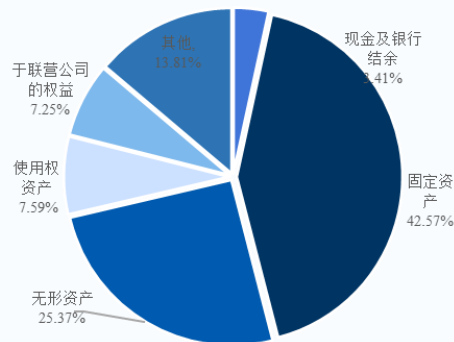
主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	26.04	22.35	24.02	23.11
资产总额（亿元）	727.92	719.63	703.93	699.73
权益总额（亿元）	457.47	456.97	459.00	457.15
短期债务（亿元）	25.68	72.97	29.67	/
长期债务（亿元）	140.05	82.17	110.31	/
全部债务（亿元）	165.74	155.14	139.98	/
营业额（亿元）	255.50	230.38	210.55	41.69
除税前盈利（亿元）	9.14	4.50	5.90	-2.62
EBITDA（亿元）	40.27	38.24	39.45	--
经营活动产生的现金净额（亿元）	39.18	38.46	35.06	/
毛利率（%）	14.72	16.50	16.70	11.40
净资产收益率（%）	1.35	0.24	0.63	--
资产负债率（%）	37.15	36.50	34.79	34.67
全部债务资本化比率（%）	26.59	25.34	23.37	/
流动比率（%）	70.04	43.87	60.81	61.00
经营现金流动负债比（%）	35.68	23.77	29.83	--
现金短期债务比（倍）	1.01	0.31	0.81	/
EBITDA 利息倍数（倍）	6.32	6.56	8.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.12	4.06	3.55	--

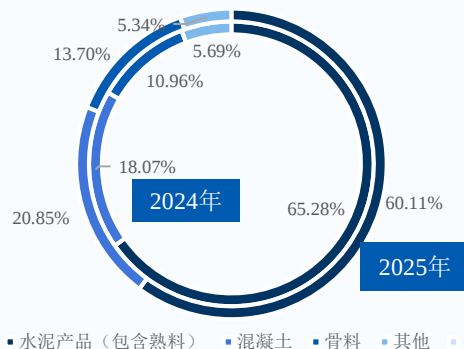
注：1. 公司年报中经营活动现金流量表为间接法编制；公司 2026 年一季度财务报表未经审计，公司未披露 2026 年一季度现金流相关数据；未披露公司本部财务数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司其他应付款和长期应付款中租赁负债和非控股股东信息分别调入短期债务和长期债务；4. “/”代表数据未获取，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

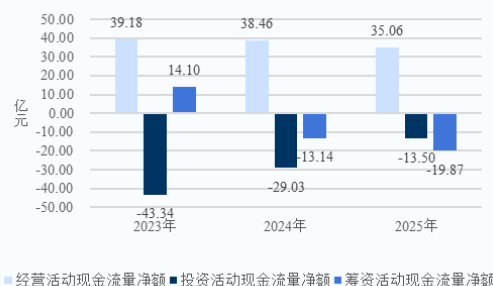
2025 年底公司资产构成



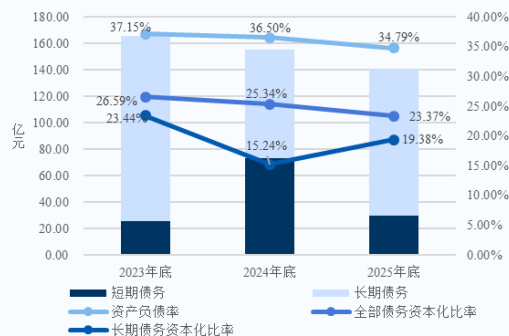
2024—2025 年公司营业额构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年底公司债务水平情况



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
25 华润建材 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2028/08/22	--
24 华润建材 MTN001（可 持续挂钩）	10.00 亿元	10.00 亿元	2027/04/22	可持续挂钩

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
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
25 华润建材 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/24	宋莹莹 赵兮	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
24 华润建材 MTN001（可持 续挂钩）	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/24	宋莹莹 赵兮		阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/22	赵兮 刘珺轩 李香庭		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；
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：徐 璨 xucan@lhratings.com

项目组成员：景 雪 jingxue@lhratings.com | 宋莹莹 songyy@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的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 2025 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安全部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 703.93 亿元，权益总额 459.00 亿元（非控股权益 13.92 亿元）；2025 年，公司实现营业收入 210.55 亿元，除税前盈利 5.90 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 699.73 亿元，权益总额 457.15 亿元（非控股权益 13.53 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业收入 41.69 亿元，除税前盈利-2.62 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 2026 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。“24 华润建材 MTN001”为可持续挂钩中期票据，发行条款涉及可持续发展关键绩效指标（KPI）和可持续发展绩效目标（SPT），其中 KPI 为公司能效标杆水平以上的熟料产能占比，SPT 为 2024 年能效标杆水平以上的熟料产能比例不低于 23%，如果公司未满足可持续发展绩效目标（SPT），则第三个计息年度（2026—2027 年度）的票面利率调升 10BP。根据《华润建材科技控股控股有限公司 2024 年度第一期中期票据（可持续挂钩）验证评估报告》，公司的 SPT 绩效结果为 36.40%，完成绩效目标。

图表 1 • 截至 2026 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
25 华润建材 MTN001	20.00	20.00	2025/08/22	3 年
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

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。工企利润高位增长，“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行风险正在逐步传导，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）》。

五、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》。

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，跟踪期内公司在上述领域维持既有优势；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、销售为主业的建材上市公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

行业地位方面，公司熟料产能位列《2025 年中国水泥熟料产能 TOP10》第 5 名，较上年提升 2 个名次。截至 2025 年底，公司熟料年产能 6330 万吨，水泥年产能 9020 万吨，均较上年无变化，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，公司在广西和广东熟料产能占比分别为 23.95%和 18.23%，在海南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 2025 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	2465.5	1891.5	656.1	310	217	310	155	155
占区域熟料产能比重	23.95%	18.23%	11.97%	3.51%	17.72%	4.14%	2.70%	2.04%

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，同时加大创新水泥产品生产，持续加大核电水泥、道路硅酸盐水泥等特种产品推广力度，除向浙江、福建、广东及海南多个核电项目供应核电水泥产品、满足核岛穹顶特殊需求的预应力水泥供应外，还依托省级单位、校企合作的优势，积极推广道路硅酸盐水泥，先后将“润丰牌”道路硅酸盐水泥成功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中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 10 个川藏地区高原水电站项目。2025 年，公司全年累计供应特种水泥约 100 万吨，较去年增长约 40 万吨。

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，公司推出一系列举措缩小与标杆企业差距。

经营效率方面，2025 年，公司水泥产能利用率为 62.3%，较上年有所下降（2024 年为 69.2%），但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。

原材料及动力保障方面，截至 2025 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，2025 年公司石灰石自给比例维持在 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。2025 年，公司的余热发电设备发电 13.02 亿千瓦时，同比下降 8.05%，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 27.2%，当年节约成本 5.40 亿元，与同业相比公司自供电力占比较为一般。

图 3 • 2025 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	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	62.3%	38.80%	68.97%	46.23%
石灰石自给率	95%以上	91%	87.97%	99.6%
余热发电自供比例	27.2%	30.22%	30%	30%以上

资料来源:联合资信根据公开资料整理

2025 年，公司水泥销售成本为 191.70 元/吨，较上年（208.40 元/吨）有所下降，主要受益于煤炭采购均价下降及内部降本增效举措的推进。但与与行业盈利标杆企业海螺水泥单位成本仍存在差距，未来能否持续缩小差距，取决于煤炭采购优化、物流一体化协同及智能化改造等降本措施的落地效果。

图 4 • 2025 年公司吨水泥单位成本同业对比情况（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	金隅冀东水泥集团股份有限公司
吨水泥成本	191.70	166.42	196.72	184.21

注：上表中公司吨水泥成本为吨水泥销售成本，金隅冀东水泥集团股份有限公司和安徽海螺水泥股份有限公司数据为吨水泥成本，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 2025 年底，公司拥有混凝土产能 4760 万立方米/年，骨料年产能约 11520 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 1130 万吨。2025 年，公司混凝土和骨料收入维持增长趋势，对公司收入提供一定补充。但需关注，骨料行业近年来产能快速扩张、市场集中度上升，竞争态势日趋激烈。公司新投产骨料生产线因获取矿权成本较高，2025 年骨料业务毛利率已从上年 的 35.1%降至 23.8%，降幅明显。截至 2025 年底，公司仍有部分在建骨料项目，全部投产后产能扩张能否有效转化为收益增长存在不确定性。

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 2026 年 7 月 22 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，公司在组织架构、管理制度等方面延续，高管团队未发生重大变动。

(三) 经营方面

1 经营概况

2025 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。

2025 年，公司营业额同比下降 8.61%。从营业额构成看，公司水泥产品（含熟料）收入占比继续下降，但占比仍高于 60%，主营业务突出；混凝土收入和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，2025 年公司混凝土收入同比增长 5.45%；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，2025 年，公司综合毛利率同比小幅增加 0.2 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 11.30 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。

2026 年 1—3 月，公司营业额同比下降 9.9%，其中主要产品水泥产品、混凝土和骨料销量均同比实现增长，但受制于销售均价同比下降幅度很大，主要产品营业额同比均有不同程度下降；综合毛利率为 11.4%，同比减少 4.9 个百分点。

图表 5 • 2023—2025 年及 2026 年 1—3 月公司营业额及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年			2026 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）	188.86	73.92%	11.7%	150.39	65.28%	15.1%	126.57	60.11%	17.1%	25.34	60.78%	12.2%
混凝土	34.23	13.40%	11.9%	41.62	18.07%	12.2%	43.89	20.85%	14.3%	9.42	22.60%	11.9%
骨料	16.16	6.32%	54.3%	25.25	10.96%	35.1%	28.85	13.70%	23.8%	5.20	12.47%	11.4%
其他	16.25	6.36%	/	13.12	5.69%	/	11.24	5.34%	/	1.73	4.15%	/
合计	255.50	100.00%	14.7%	230.38	100.00%	16.5%	210.55	100.00%	16.7%	41.69	100.00%	11.4%

注：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 2026 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。2025 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。

水泥生产主要原材料包括煤、电和石灰石。其中，2025 年煤电合计约占生产成本的 49.9%，较 2024 年的 53.2%同比下降，石灰石等材料约占生产成本的 18.9%，同比变化不大。

图表 6 • 公司原材料采购价格及采购量

原材料	项目	2023 年	2024 年	2025 年
煤炭	采购量（万吨）	660	630	580
	采购均价（元/吨）	929	802	670
	吨熟料平均煤炭成本（元）	122.6	104.3	85.5
	直供占比	88%	81%	67%
	采购自中国北方占比	82%	68%	55%
电力	自发电量（亿千瓦时）	14.65	14.16	13.02
	电力自供占比	28.9%	28.1%	27.2%
	每吨水泥的平均电力成本（元）	31.0	28.8	26.1

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。2025 年，公司向煤炭供货商直采比例延续下降趋势，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；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，2025 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

2025 年，公司水泥和熟料产能保持稳定，受市场需求下行影响，水泥产能利用率下降；受主要原材料产品价格下降影响，公司吨水泥成本延续下降趋势。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。

2025 年，公司水泥和熟料产能保持稳定。截至 2025 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，2025 年，公司水泥产能利用率维持下降趋势。

图 表 7 • 公司水泥熟料产能及产能利用率情况（单位：百万吨）

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年
水泥	产能	90.2	90.2	90.2
	产能利用率	71.8%	69.2%	62.3%
熟料	产能	63.3	63.3	63.3

资料来源：公司年报

图 表 8 • 截至 2025 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

2025 年，公司水泥产品销售成本同比下降，主要系煤炭和电力采购均价持续下降所致。

图 表 9 • 公司水泥产品销售成本结构（单位：吨/元）

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
煤炭	97.2	40.6%	82.1	39.4%	69.6	36.3%
电力	31.0	12.9%	28.8	13.8%	26.1	13.6%
材料	48.4	20.2%	37.5	18.0%	36.2	18.9%
其他	62.8	26.3%	60.0	28.8%	59.8	31.2%
合计	239.4	100.0%	208.4	100.0%	191.7	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，2025 年，公司水泥产品销量和销售价格继续下降。预计短期内，公司水泥产品销量仍将处于下行通道，销售价格回升难度较大。

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，2025 年，公司销售的 42.5 及以上等级水泥产品占比为 82.3%，占比较高；袋装水泥销售持续小幅增长至 30.7%。

从销售规模 and 价格方面看，2025 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下降，水泥销售价格已经下降至较低水平。

图表 10 • 2023—2025 年公司水泥产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价
水泥	6930.1	272.5	6171.4	243.7	5542.1	228.4

资料来源：公司年报及 2026 年一季度未经审核财务资料

2025 年，公司前五大客户的销售总额占公司销售总额比重小于 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；2025 年公司混凝土产能持续增加；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。

2025 年，公司新合作 5 座混凝土搅拌站，混凝土总年产能较 2024 年底增加约 350 万立方米。截至 2025 年底，公司拥有 73 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 2025 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）	32	23	7	2	2	1	1	1	4	73
产能（百万立方米）	20.4	17.4	3.9	1.1	1.4	0.6	0.6	0.6	1.6	47.6

注：未包含持有的联营及合营公司的权益产能

资料来源：公司年报

从销售规模方面看，近年来公司通过自身建设，以及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，销量规模不断增加，2025 年，混凝土销量同比增长 18.3%。2025 年，公司混凝土产能利用率同比变化不大。

从销售价格方面看，2025 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。

图表 12 • 公司混凝土生产销售情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
产能（万立方米/年）	3840	4420	4760
产能利用率	25.9%	33.9%	33.3%
销量（万立方米）	933.4	1302.9	1540.7
平均售价（立方米/元）	366.7	319.5	284.9

资料来源：公司年报

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，2025 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；骨料产能利用率表现佳。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稳定性及收益情况。

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。近年来，公司加强“润丰骨料”品牌建设，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。2025 年，公司骨料年产能同比增长 660 万吨，其中位于广西贵港市港南区木梓镇石牛岭的骨料项目开始试生产（计划年产能约 970 万吨）。截至 2025 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 11520 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 440 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 12590 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 1130 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	2023 年	2024 年	2025 年
产能（万吨）	9250	10860	11520
产能利用率	93.4%	85.9%	95.9%
销量（万吨）	4558.3	6935.2	8559.6
平均售价（吨/元）	35.4	36.4	33.7

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

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，2025 年，公司骨料销售规模同比增长 23.42%，产能利用率提升至 95.9%。2025 年，受市场竞争激烈影响，公司骨料销售价格同比下降 7.42%。

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。

展望未来，公司将以“十五五”战略规划为引领，立足水泥、骨料、混凝土三大主业，深耕核心市场，深化全价值链降本、优化市场策略、落实相关经营举措，发挥一体化协同优势，提升主业资产质量与区域领先能力；加大科技研发力度，围绕“能化、绿色化、融合化”提升研发质效，因地制宜发展新质生产力，稳妥推动新材料业务落地，探索建材一体化解决方案与国际化发展，培育新的业务增长点；进退有序优化资产质量，分层分级化解重大风险，建立常态化防控机制，促进业务提质增效；坚持团建引领高质量发展，深化观念能力作风攻坚，实施精益管理流程再造，提升业务运营水平与组织能力。

（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 2025 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 2026 年 1—3 月财务数据未经审计。

1 资产质量

跟踪期内，公司资产规模较上年底略有下降，仍以非流动资产为主，资产流动性偏低，联营公司权益及采矿权面临一定减值压力。

截至 2025 年底，公司资产规模较上年底下降 2.18%，主要为固定资产和无形资产的减少，资产构成仍以非流动资产为主，符合水泥行业企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	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	76.90	10.56%	70.98	9.86%	71.46	10.15%	73.13	10.45%
现金及银行结余	26.04	3.58%	22.35	3.11%	24.02	3.41%	23.11	3.30%
非流动资产	651.02	89.44%	648.65	90.14%	632.48	89.85%	626.59	89.55%
于联营公司的权益	54.38	7.47%	52.96	7.36%	51.06	7.25%	48.98	7.00%
固定资产	311.73	42.82%	311.53	43.29%	299.68	42.57%	296.48	42.37%
使用权资产	49.25	6.77%	51.80	7.20%	53.46	7.59%	52.83	7.55%
无形资产	183.73	25.24%	183.52	25.50%	178.59	25.37%	177.27	25.33%
资产总额	727.92	100.00%	719.63	100.00%	703.93	100.00%	699.73	100.00%

注：占比指单个资产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 2025 年底，公司现金及银行结余较上年底有所增长；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务主要为水泥、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 2025 年底，公司主要联营企业具体情形详见下表。

表 15 • 截至 2025 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 2025 年底，公司固定资产累计折旧与减值为 235.23 亿元，公司固定资产（账面价值）主要包括土地及建筑物（占 49.94%）、厂房及设备（占 41.35%）和在建工程（占 4.33%）。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 2025 年底，公司使用权资产账面价值中土地使用权占 92.05%。截至 2025 年底，公司无形资产较上年底略有下降，对无形资产累计摊销及减值 31.82 亿元，无形资产（账面价值）包括商誉（占 9.76%）和采矿权（占 90.24%）。采矿权价值与骨料售价及开采量预期高度相关，2025 年骨料平均售价同比下降 7.42%，若价格延续下行趋势，公司可能面临采矿权减值的进一步压力。

截至 2025 年底，公司抵押资产合计 13.86 亿元，为以固定资产、采矿权和使用权资产做抵押获得银行贷款，已质押银行存款 5.21 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产规模及构成较上年底无重大变化。

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 2025 年底，公司所有者权益较上年底小幅增长 0.45% 至 459.00 亿元，其中少数股东权益下降 11.68%，专项储备增长 0.89%。公司权益中保留盈利（专项储备）占 95.62%，权益结构稳定性有待提高。截至 2026 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 2025 年底，受偿还较大规模一年内到期的银行贷款影响，公司有息债务下降，债务结构有所优化，整体债务负担轻。

截至 2025 年底，公司负债规模较上年底下降 6.75%，主要系偿还于一年内到期的银行贷款所致，当期公司新增发行 20.00 亿元中期票据，受上述影响，公司负债中非流动负债占比上升至 52.02%，负债结构较为均衡。

图表 16 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	109.80	40.60%	161.80	61.60%	117.52	47.98%	119.89	49.42%
应付贸易账款	29.79	11.01%	32.60	12.41%	31.68	12.94%	23.63	9.74%
其他应付款项	55.00	20.33%	55.61	21.17%	56.01	22.87%	53.58	22.09%
银行贷款-于一年内到期	22.73	8.41%	69.68	26.53%	26.59	10.86%	40.16	16.55%
非流动负债	160.65	59.40%	100.87	38.40%	127.41	52.02%	122.69	50.58%
银行贷款-于一年后到期	138.17	51.09%	71.00	27.03%	77.91	31.81%	73.40	30.26%
其他长期应付款项	18.74	6.93%	16.86	6.42%	16.68	6.81%	16.49	6.80%
中期票据	0.00	0.00	10.00	3.81%	30.00	12.25%	30.00	12.37%
负债总额	270.45	100.00%	262.66	100.00%	244.93	100.00%	242.58	100.00%

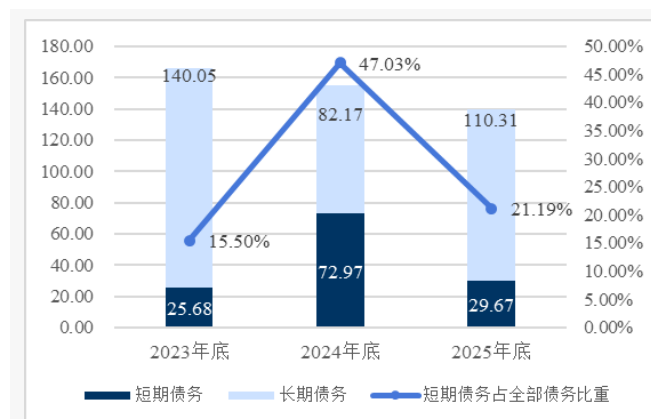
注：占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2025 年底，公司应付贸易账款主要为应付第三方的贸易账款（占 96.39%），账龄主要集中在 0~90 日（占 87.33%）；公司其他应付款较上年底变化不大，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 43.49%）和收购附属公司、联营公司及合营公司的应付代价（占 8.14%）等；公司银行贷款较上年底下降 25.72%，主要系公司偿还所致；公司银行贷款

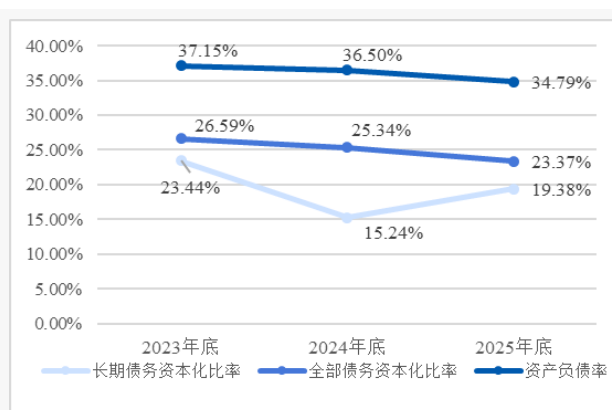
的实际年利率介于 1.05%~4.8%（2024 年为 0.6%~5.4%）。截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底变化不大，应付贸易账款有所下降，于一年内到期的银行贷款有所增加，其他主要科目较上年底变化不大。

图表 17 • 2023—2025 年末公司债务结构（单位：亿元）



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 • 2023—2025 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 2025 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	26.59	13.36	31.61	10.00	9.00	13.94	104.50
债券融资	--	10.00	20.00	--	--	--	30.00
合计	26.59	23.36	51.61	10.00	9.00	13.94	134.50

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 2025 年底，公司全部债务规模 139.98 亿元，受偿还一年内到期银行贷款影响，短期债务占比下降，公司债务期限结构有所优化；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 34.79%和 23.37%，整体看，公司债务负担轻。

3 盈利能力

2025 年，公司营业额继续下降；得益于处置子公司获利，公司除税前盈利规模增长，但相关收益不可持续，其他收入对盈利影响逐年加大。2026 年一季度，公司除税前盈利转亏。考虑到下游需求短期内难以恢复，公司未来盈利面临压力。

公司营业额和毛利率等情况详见经营部分分析。

图表 20 • 公司主要盈利指标（单位：亿元）

科目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业额	255.50	230.38	210.55	41.69
营业成本	217.88	192.37	175.33	36.95
费用总额	33.64	35.91	32.95	7.02
其中：一般与行政费用	23.22	26.30	24.27	5.03
其他收入	5.72	3.10	4.19	0.52
除税前盈利	9.14	4.50	5.90	-2.62
毛利率	14.72%	16.50%	16.70%	11.40%
总资本收益率	1.85%	1.06%	1.23%	--
净资产收益率	1.35%	0.24%	0.63%	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司期间费用主要为一般及行政费用（占 73.65%），本期期间费用同比下降 8.24%，主要系 2024 年计提较大规模商誉减值，而 2025 年商誉计提规模减少。2025 年，公司期间费用率为 15.65%，同比变化不大。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，2025 年其他收入同比增长，主要系 2025 年处置华润水泥（阳江）有限公司获得处置收益 1.10 亿元。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逐渐加大，2025 年剔除其他收入后，公司主业经营利润约 1.71 亿元，主业盈利空间有限。综上，2025 年，公司除税前盈利 5.90 亿元，同比增长 31.27%，增长主要依赖非经常性收益，可持续性较弱。

2026 年 1—3 月，市场延续下行趋势，公司毛利率同比减少 4.93 个百分点，叠加期间费用的侵蚀（期间费用率为 16.84%），除税前盈利表现为亏损。

盈利指标方面，2025 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所提升，与同行业企业对比，公司盈利指标整体处于行业一般水平。

图表 21 • 2025 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

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	210.55	825.32	744.96	338.39	353.48
利润总额	5.90	104.20	-67.07	13.48	49.50
销售毛利率	16.73%	24.16%	17.95%	14.62%	30.22%
EBITDA 利润率	18.61%	21.35%	10.24%	16.03%	26.00%
净资产收益率	1.08%	4.27%	-9.24%	3.47%	9.15%

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

2025 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，2025 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，2025 年，虽然当期除税前盈利提升，但受收入下滑基础因素影响，公司经营活动现金净流入同比小幅下降。

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，2025 年，公司投资活动现金维持净流出状态，但净流出规模收窄。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。

受净投资规模下降影响，2025 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，2025 年，公司偿还银行贷款规模较大，筹资活动现金流仍表现为净流出。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 22 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动现金流量净额	39.18	38.46	35.06
投资活动现金流量净额	-46.75	-29.03	-13.50
筹资活动前现金流量净额	-7.58	9.43	21.55
筹资活动现金流量净额	14.10	-13.14	-19.87

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，但 2025 年随着短期债务规模的回落已有所修复；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，2024 年公司短期债务集中冲高至 72.97 亿元，致使当年相关短期偿债能力指标显著弱化。2025 年随着短债规模的下降，公司流动比率、速动比率和现金短债比等指标均较上年底增强，公司现金短债债务比提升至 0.81 倍，但仍无法对短期债务完全覆盖；2025 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增长，对短期债务覆盖能力有所提升。整体看，公司短期偿债指标有所改善，但整体表现一般。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，2025 年，公司 EBITDA 波动下降。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 23 • 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	70.04%	43.87%	60.81%
	速动比率	52.77%	32.98%	45.33%
	经营现金/流动负债	35.68%	23.77%	29.83%
	经营现金/短期债务（倍）	1.53	0.53	1.18
	现金类资产/短期债务（倍）	1.01	0.31	0.81
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	40.27	38.24	39.45
	全部债务/EBITDA（倍）	4.12	4.06	3.55
	经营现金/全部债务（倍）	0.24	0.25	0.25
	EBITDA/利息支出（倍）	6.32	6.56	8.40
	经营现金/利息支出（倍）	6.15	6.60	7.47

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 2025 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 16.93 亿元，占期末净资产的 3.69%，其中 13.58 亿元已被动用。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼情况。

截至 2025 年底，公司的无抵押银行贷款额度为 23.00 亿港元及人民币 310.22 亿元（2024 年为 400.31 亿元），其中人民币 226.50 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。2025 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 2023 年的平均 132.0 公斤减少至 2025 年的平均 127.60 公斤，每吨熟料的标准煤耗由 2022 年的平均 98.2 公斤减少至 2025 年的平均 97.8 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、外部支持

1 支持能力

华润集团是大型多元化中央企业，综合实力雄厚。

公司控股股东华润集团是大型多元化中央企业，业务覆盖大消费、大健康、城市建设与运营、能源服务、科技与金融等多个领域，控股华润电力控股有限公司（以下简称“华润电力”，股票代码 0836.HK）、华润燃气控股有限公司（以下简称“华润燃气”，股票代码 1193.HK）、华润置地有限公司（以下简称“华润置地”，股票代码 1109.HK）、华润医药集团有限公司（以下简称“华润医药”，股票代码 3320.HK）和公司等上市公司，综合实力雄厚。

2 支持可能性

公司在融资和业务协同方面可获得股东支持。

公司能够在融资、内部资源协同、品牌背书及经营管理等方面持续获得股东支持，为公司抵御行业周期性下行提供了重要保障。2026 年 3 月，华润建材科技与银行订立了上限为 7.5 亿港元的非承诺循环贷款融资，该融资的核心前置条件为华润集团维持至少 51% 的股权。

八、债券偿还能力分析

公司 2025 年经营现金和 EBITDA 对存续债券覆盖程度高。

截至 2025 年底，公司存续债券余额 30.00 亿元，2025 年，公司经营现金和 EBITDA 对存续债券的覆盖程度高。

图表 24 • 公司存续债券偿还能力指标

项目	2025 年
截至 2025 年底存续债券余额（亿元）	30.00
经营现金/存续债券余额（倍）	1.17
EBITDA/存续债券余额（倍）	1.32

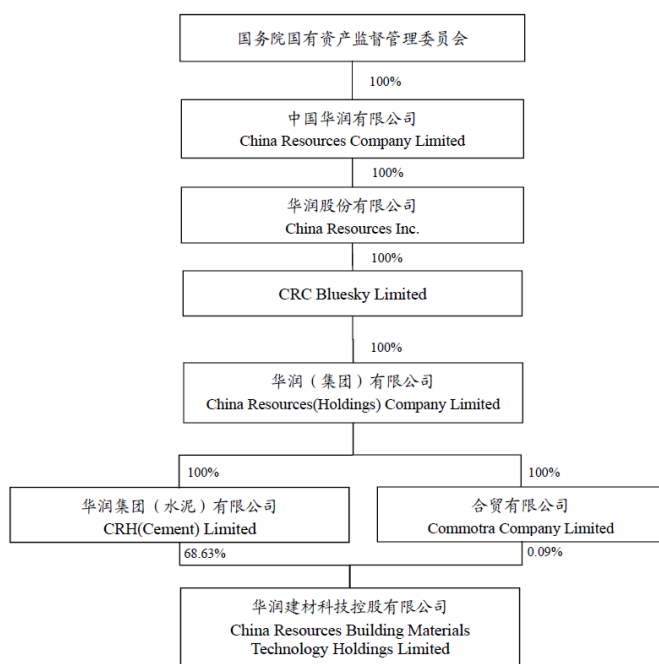
注：上表中经营现金指经营活动现金流量净额

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

九、跟踪评级结论

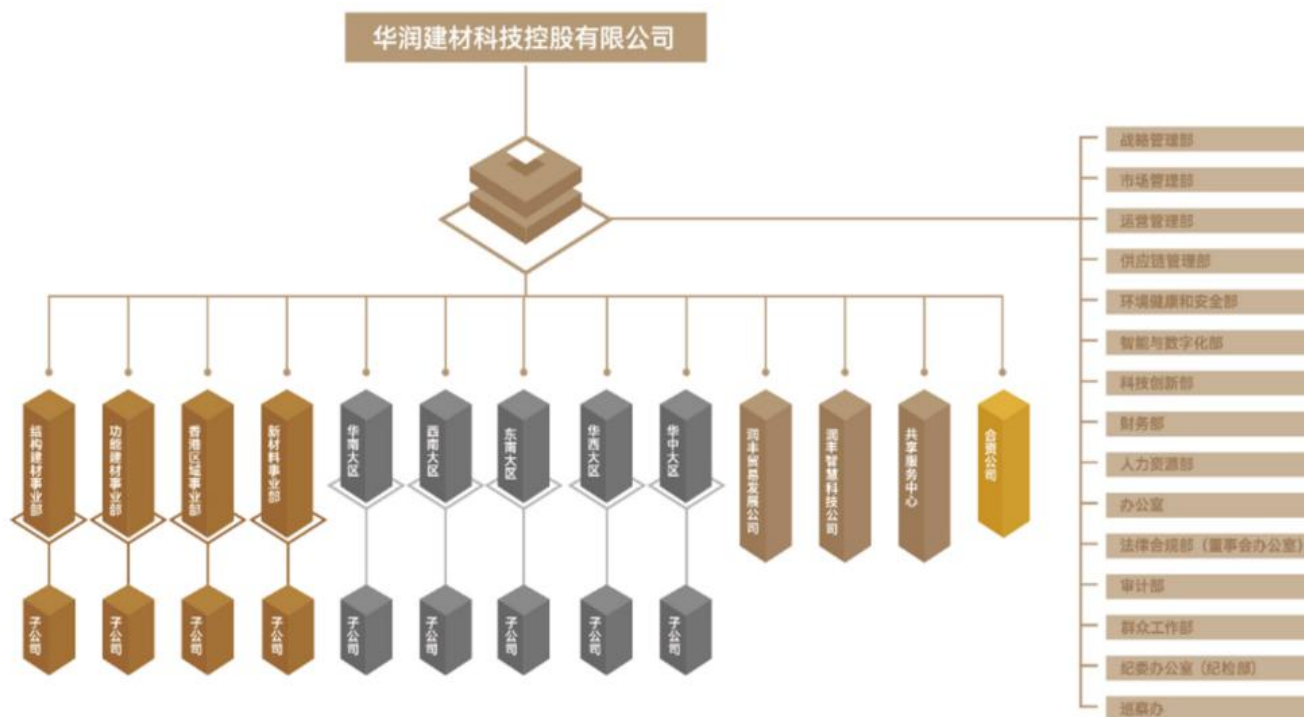
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 华润建材 MTN001（可持续挂钩）”和“25 华润建材 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 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：公司官网

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	26.04	22.35	24.02	23.11
应收贸易账款（亿元）	17.20	19.68	18.61	20.02
其他应收款项（合计）（亿元）	14.10	11.25	10.41	9.08
存货（亿元）	18.96	17.63	18.19	20.54
于联营公司的权益（亿元）	54.38	52.96	51.06	48.98
固定资产（合计）（亿元）	311.73	311.53	299.68	296.48
资产总额（亿元）	727.92	719.63	703.93	699.73
股本（亿元）	6.18	6.18	6.18	6.18
非控股权益（亿元）	16.39	15.76	13.92	13.53
权益总额（亿元）	457.47	456.97	459.00	457.15
短期债务（亿元）	25.68	72.97	29.67	/
长期债务（亿元）	140.05	82.17	110.31	/
全部债务（亿元）	165.74	155.14	139.98	/
营业额（亿元）	255.50	230.38	210.55	41.69
销售成本（亿元）	217.88	192.37	175.33	36.95
除税前盈利（亿元）	9.14	4.50	5.90	-2.62
EBITDA（亿元）	40.27	38.24	39.45	--
经营活动现金流量净额（亿元）	39.18	38.46	35.06	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-46.75	-29.03	-13.50	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	14.10	-13.14	-19.87	/
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.85	12.49	11.00	--
存货周转次数（次）	10.05	10.52	9.79	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.32	0.30	--
毛利率（%）	14.72	16.50	16.70	11.40
总资本收益率（%）	1.85	1.06	1.23	--
净资产收益率（%）	1.35	0.24	0.63	--
长期债务资本化比率（%）	23.44	15.24	19.38	/
全部债务资本化比率（%）	26.59	25.34	23.37	/
资产负债率（%）	37.15	36.50	34.79	34.67
流动比率（%）	70.04	43.87	60.81	61.00
速动比率（%）	52.77	32.98	45.33	43.87
经营现金流动负债比（%）	35.68	23.77	29.83	--
现金短期债务比（倍）	1.01	0.31	0.81	/
EBITDA 利息倍数（倍）	6.32	6.56	8.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.12	4.06	3.55	--

注：1. 公司年报中经营活动现金流量表为间接法编制；公司 2026 年一季度财务报表未经审计，公司未披露 2026 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)
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 ¹	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 ² ×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 ³	(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)

¹ 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)

² 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%

³ 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 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

附件 4-4 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