



内部编号: 2024110049

甘肃上峰水泥股份有限公司

信用评级报告

项目负责人: 杨亿  yangyi@shxsj.com
项目组成员: 何婕妤  hejieyu@shxsj.com
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。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。

本次评级的信用等级有效期至 2025 年 8 月 10 日止。本评级机构将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号:【新世纪企评(2024)020633】

评级对象: 甘肃上峰水泥股份有限公司

主体信用等级/评级展望: AA+/稳定

评级时间:

2024 年 11 月 13 日

评级观点

主要优势:

- 石灰石资源优势。上峰水泥拥有的矿山石灰石储量较为充裕,资源获取成本较低,且矿山与熟料生产线距离较近,原料运输成本亦较低,有利于原料保供及成本控制。
- 熟料生产线优势。上峰水泥熟料生产线大部分为日产 4,500 吨的大型生产线,装备水平较为先进,生产线运行较为稳定,能耗较低。
- 资本结构较为稳健。近年来上峰水泥资产负债率虽有所上升,但当前财务杠杆仍较为稳健。

主要风险:

- 盈利下滑。2023 年以来,受房地产行业景气度下降等因素影响,水泥需求萎缩,上峰水泥熟料及水泥销售价格下跌,以致收入下降,利润大幅下滑,且预计中短期内公司经营业绩或仍将持续承压。
- 债务规模扩张。近年来,随着产能建设项目的推进,上峰水泥刚性债务持续增长,债务偿付压力有所加大。
- 投资业务风险。上峰水泥持续开展新经济产业投资,所投基金目前尚处投资期,未来退出收益的实现有待观察。公司股票等其他证券投资面临一定的市值波动风险。

评级结论

通过对上峰水泥主要信用风险要素的分析,本评级机构认为其实际债务偿付能力很强,并给予公司 AA+主体信用等级,评级展望为稳定。

未来展望

本评级机构预计上峰水泥信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形,或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调:

- ① 公司所在区域水泥市场供需矛盾进一步加剧,致使公司盈利持续大幅下滑;
- ② 公司投资业务出现重大损失。

主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 上半年度/末
母公司口径数据:				
货币资金[亿元]	0.19	0.07	0.12	0.18
刚性债务[亿元]	1.09	1.19	1.14	6.14
所有者权益[亿元]	41.89	41.98	43.42	39.34
经营性现金净流入量[亿元]	-0.25	0.37	0.00	-0.16
合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	151.25	162.36	179.25	176.50
总负债[亿元]	60.93	70.38	83.37	83.65
刚性债务[亿元]	36.10	47.69	59.66	59.97
所有者权益[亿元]	90.32	91.98	95.88	92.85
营业收入[亿元]	83.15	71.35	63.97	23.92
净利润[亿元]	22.54	9.59	7.01	1.35

主要财务数据及指标				
项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 上半年度/末
经营性现金净流入量[亿元]	28.40	10.20	11.17	3.84
EBITDA[亿元]	34.49	18.94	17.26	-
资产负债率[%]	40.29	43.35	46.51	47.39
权益资本与刚性债务比率[%]	250.17	192.89	160.72	154.83
流动比率[%]	136.65	115.36	137.63	125.89
现金比率[%]	94.63	70.76	105.76	91.03
利息保障倍数[倍]	23.86	10.85	6.64	-
净资产收益率[%]	27.83	10.52	7.47	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	64.13	18.63	20.36	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	25.49	-11.33	4.03	-
EBITDA/利息支出[倍]	28.44	15.13	10.53	-
EBITDA/刚性债务[倍]	1.27	0.45	0.32	-

注：根据上峰水泥经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年上半年度财务数据整理、计算。其中，2024 年上半年度/末数据及指标基于将公司发行的上峰水泥 SCP001 由“应付债券”科目调整至流动负债后的数据计算并列示。

发行人本次评级模型分析表		
适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）		
评级要素		结果
个体信用	业务风险	2
	财务风险	2
	初始信用级别	aa ⁺
	合计调整（子级数量）	/
	其中：①流动性因素	/
	②ESG 因素	/
	③表外因素	/
	④其他因素	/
个体信用级别		aa ⁺
外部支持	支持因素	/
主体信用级别		AA ⁺
调整因素：（/）		
支持因素：（/）		

相关评级技术文件及研究资料	
相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26755&mid=4&listype=1
《二季度经济边际走弱 宏观政策将进一步发力——2024 年上半年宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=31890&mid=5&listype=1
《2023 年建材行业信用回顾与 2024 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29953&mid=5&listype=1

信用评级报告

概况

甘肃上峰水泥股份有限公司（简称“上峰水泥”，“该公司”或“公司”）原名白银铜城商厦（集团）股份有限公司，成立于 1993 年 3 月。1996 年 12 月公司股票在深圳证券交易所上市交易，证券代码为 000672.SZ。经数次配股、送股、资本公积转增股本及股权转让，截至 2009 年末公司股本增至 2.15 亿元，北京兴业玉海投资有限公司持有公司限售流通股 3,700.00 万股，持股比例为 17.17%，为公司控股股东。2013 年公司分别向浙江上峰控股集团有限公司（简称“上峰控股”）、南方水泥有限公司（简称“南方水泥”）、铜陵有色金属集团控股有限公司（简称“铜陵有色”）和浙江富润股份有限公司（现名为“浙江富润数字科技股份有限公司”，简称“浙江富润”）发行股份 2.45 亿股、1.77 亿股、1.04 亿股和 0.72 亿股，每股发行价为 3.69 元，以购买上峰控股、铜陵有色和浙江富润持有的浙江上峰建材有限公司（简称“浙江上峰”）100%的股权以及南方水泥持有的铜陵上峰水泥股份有限公司（简称“铜陵上峰”）35.50%的股权。截至 2013 年末，公司股本增至 8.14 亿元，上峰控股、南方水泥、铜陵有色和浙江富润持股比例分别为 30.16%、21.77%、12.77%和 8.82%，控股股东变更为上峰控股，实际控制人为俞锋。2022 年送红股后，公司股本增至 9.75 亿元。2023 年，公司注销部分以往回购的股份，当年末股本降至 9.69 亿元。2013 年 4 月以来公司控股股东未发生变化，截至 2024 年 6 月末上峰控股持有公司 31.15%的股份，另外加之一致行动人俞聪和俞孟琼所持股份，上峰控股及其一致行动人合计持有公司 33.17%的股份。

该公司经营范围以水泥、熟料、砂石骨料及商品混凝土等建材产品的生产和销售为主，同时涉及环保处置和房地产等业务。公司水泥业务相关产品产能主要分布于安徽、浙江、贵州、广西、宁夏、内蒙和新疆等省份，截至 2024 年 6 月末在役熟料生产线共 13 条，熟料、水泥及商品混凝土年产能分别为 1,800 万吨、2,200 万吨和 50 万立方米。公司依托水泥业务积极发展水泥窑固废协同处置等环保处置业务，已投产项目分布于宁夏和安徽。公司尚存少量房地产业务，未来将不再涉足该领域。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年及 2024 年上半年度财务报表，以及相关经营数据。致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2021-2023 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》及其他相关规定。公司自 2021 年起执行新租赁准则（财会[2018]35 号）；公司分别自 2022 年 1 月 1 日和 11 月 30 日起实施《企业会计准则解释第 15 号》和《企业会计准则解释第 16 号》。公司财务报表的编制遵循财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）的要求，因分析开展需要，本评级报告列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”。

2021 年，该公司以 1.06 亿元对价收购了内蒙古松塔水泥有限责任公司（简称“松塔水泥”），产生商誉 0.33 亿元；另外，公司当年投资设立子公司 7 家，注销子公司 3 家。2022 年，公司以 151.98 万元收购上峰控股所持浙江金步甲网络科技有限公司（简称“金步甲公司”），构成同一控制下企业合并，由于金步甲公司体量较小，对公司财务数据影响小，故本评级报告未对 2021 年（末）数据进行追溯调整；另外，公司当年投资设立子公司 9 家，注销子公司 1 家。2023 年，公司投资设立子公司 8 家，注销子公司 1 家。2024 年上半年，公司投资设立子公司 1 家。整体看，最近三年一期合并范围变化未对公司财务数据可比性造成重大影响。

数据调整方面，该公司 2024 年上半年度财务报告将其发行的 4.00 亿元 24 上峰水泥 SCP001 纳入“应付债券”科目核算，基于谨慎性原则，本评级报告将其调整至流动负债科目核算，相关指标基于调整后的数据计算。

业务

该公司主要从事水泥相关建材产品的生产和销售，同时涉及环保处置和房地产开发业务。近年来，公司通过新建及收购方式拓展水泥业务布局，产能保持增长，销售范围扩大。2023 年以来，主要因市场需求收缩，公司熟

料和水泥销售价格持续下跌，以致业务收入下降，水泥产品盈利空间较以往明显收窄。公司环保业务系依托水泥业务延伸拓展，2023 年得益于处置量的增长，收入实现增长；2024 年上半年因市场竞争加剧，公司危废处置价格下跌及处理量减少，业务收入同比减少，盈利能力显著下滑。公司房地产业务计划退出，2023 年以来在售项目去化滞缓，项目整体效益欠佳。另外，公司利用闲置资金开展投资，所投资基金目前尚处投资期，未来退出收益的实现有待观察；股票等其他证券投资面临一定的市值波动风险。

1. 外部环境

（1）宏观因素

2024 年上半年，全球经济增长动能仍不强。美欧经济增长、通胀表现的分化致使欧洲央行先于美联储进入降息周期，全球性降息周期已开启；高利率与强势美元环境下，金融市场的波动率上升，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济的供需矛盾在缓慢改善，仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险隐患较多等问题。宏观政策将持续用力、更加给力，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《二季度经济边际走弱 宏观政策将进一步发力——2024 年上半年宏观经济分析及展望》

（2）行业因素

水泥需求主要来自房地产、基础设施及民用领域，且以前二者为主。房地产端，2023 年我国房屋建筑工程投资额为 6.16 万亿元，同比下滑 12.20%，因房地产行业持续低迷，投资跌幅走阔；同年，我国成交土地规划面积同比减少 24.76%至 30.20 亿平方米，后续房地产开工势能或不足。基础设施建设端，2023 年我国交通领域投资情况良好，水利领域投资则表现欠佳，增长率分别为 10.50%和 0.10%。整体看，2023 年主要因房地产建筑工程推进不济，我国水泥需求持续下降，以水泥产量估计，需求缩减 0.70%。供给端方面，水泥行业新增产能限制性政策持续，因产能置换 2023 年新投产熟料产能为 2,352.9 万吨，同比基本持平，因其中存在非在役产能置换，行业实际产能有所增加。近年来，我国持续执行错峰生产，通过“减产量”的方式改善供需关系，2023 年多地政策执行有所强化。价格方面，以 42.5 标号普通硅酸盐散装水泥全国平均价为例，2023 年前三季度水泥价格整体呈下跌走势，第四季度旺季不旺，价格回升幅度有限，全年水泥价格重心约为 370 元/吨，同比降幅约为 22%。成本端方面，以动力煤（Q5500K）市场均价为例，2023 年煤炭价格重心约为 850 元/吨，同比降幅约为 13%，小于水泥价格降幅。受水泥价格大幅下降及需求下滑因素影响，2023 年行业利润同比降幅估计达 60%左右。

展望 2024 年，基础设施建设有望对水泥需求形成拉动，但房地产端开工势能不足仍将对水泥需求产生拖累，预期水泥需求偏弱。行业错峰生产将常态化开展，供应端持续受控，但在需求下滑背景下，竞合生态较差的区域同业竞争强度仍可能加大，削弱错峰生产的边际效应。中短期内行业产能置换意愿或将维持在低水平，砂石骨料业务拓展放缓，相关资本性支出将有所缩减；但在双碳背景下，水泥行业将加大减碳降耗方面的资本投入。

详见：《2023 年建材行业信用回顾与 2024 年展望》。

2. 业务运营

图表 1. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年
营业收入合计	83.15	71.35	63.97	23.92
其中：（1）熟料	17.71	13.81	11.10	4.04
在营业收入中所占比重（%）	21.30	19.35	17.35	16.90
（2）水泥	54.38	45.78	42.29	16.51
在营业收入中所占比重（%）	65.40	64.16	66.11	69.02
（3）沙石骨料	6.69	7.25	4.93	1.56

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年
在营业收入中所占比重 (%)	8.05	10.16	7.70	6.50
(4) 混凝土	2.73	2.06	1.66	0.60
在营业收入中所占比重 (%)	3.28	2.89	2.60	2.52
(5) 环保处置业务	1.31	2.08	2.22	0.68
在营业收入中所占比重 (%)	1.58	2.92	3.47	2.85
(6) 房地产业务	0.23	0.12	1.61	0.12
在营业收入中所占比重 (%)	0.27	0.17	2.51	0.51
综合毛利率 (%)	43.58	33.62	27.75	25.42
其中：(1) 熟料 (%)	42.60	32.86	20.11	22.21
(2) 水泥 (%)	40.59	27.60	25.38	23.76
(3) 沙石骨料 (%)	79.92	78.73	70.72	63.62
(4) 混凝土 (%)	23.64	12.65	14.01	13.88
(5) 环保处置业务 (%)	52.65	50.38	56.10	18.36
(6) 房地产业务 (%)	-71.21	-310.25	-19.42	-21.24

注：根据上峰水泥提供的数据整理、绘制。

该公司主业突出，2021-2023 年营业收入中建材业务收入占比均超过 90%，2022 年主要因熟料和水泥销售量价齐跌，营业收入同比减少 14.19%，2023 年受熟料及水泥价格大幅下降影响，营业收入进一步下滑，降幅为 10.34%。同期，主要因熟料和水泥盈利空间收窄影响，公司综合毛利率持续下降。2024 年上半年，公司建材产品销售量价延续下降走势，营业收入同比减少 25.44%至 23.92 亿元，综合毛利率同比下降 4.37 个百分点至 25.42%。

（1）经营状况

建材业务

2021 年 3 月，该公司收购松塔水泥，松塔水泥拥有一条 4,500T/D 新型干法水泥熟料生产线，该线配套水泥产能 100 万吨/年；2022 年 11 月和 2023 年 6 月，公司于广西河池市和贵州都匀市分别新建的 1 条 4,500T/D 和 1 条 4,000T/D 新型干法水泥生产线项目投产，项目分别配套水泥产能 250 万吨/年和 200 万吨/年。截至 2024 年 6 月末，公司已投产熟料生产线共计 13 条，其中安徽省 5 条、浙江省 1 条、新疆自治区 1 条、宁夏自治区 2 条、贵州省 2 条，内蒙古自治区 1 条、广西壮族自治区 1 条，上述生产线熟料设计年产能合计 1,800 万吨；在役熟料生产线中除 3 条日产 2,500 吨的生产线外，其余均为日产 4,000 吨以上的大型生产线，装备水平较为先进，生产线运行较为稳定，能耗较低¹。2021 年以来，公司水泥产能有所增长，除因前述生产线配套水泥产能的增加外，还因公司投建及收购水泥粉磨站，截至 2024 年 6 月末公司水泥产能增至 2,200 万吨。得益于产能布局的拓展，公司销售范围得以扩大，位于安徽和浙江的生产线凭借区位优势及码头资源优势，销售半径可覆盖长江中下游地区，其他生产线销售区域以本地为主。

图表 2. 截至 2024 年 6 月末公司已投产水泥熟料生产线情况

所在区位	生产线规模 (T/D)	熟料设计年产能 (万吨)	石灰石矿山运输条件及平均运距	配套水泥设计年产能 (万吨)	投产时间
安徽铜陵	3 条 4,500	480	皮带机/0.6 公里	120	2005 年
安徽怀宁	2 条 4,500	320	汽运/0.8 公里	200	2010 年
浙江诸暨	1 条 2,500	65	汽运/30 公里	150	2004 年
新疆博州	1 条 4,500	160	皮带机/0.7 公里	100	2012 年
宁夏盐池	1 条 4,500	240	汽运/1.5 公里	200	2013 年
	1 条 2,500				2011 年
贵州独山	1 条 4,500	160	汽运/0.9 公里	250	2020 年
内蒙阿拉善左旗	1 条 2,500	65	汽运/1 公里	100	2009 年
广西河池	1 条 4,500	160	皮带机/2 公里	250	2022 年
贵州都匀	1 条 4,000	150	汽运/1 公里	200	2023 年

注：根据上峰水泥提供的数据整理、绘制。

2022 年受房地产景气度下行及公卫因素影响，该公司熟料和水泥产量同比分别缩减 5.69%和 2.85%，产能利用率下降 15.80 个百分点和 13.34 个百分点；2023 年主要因新产能投产，公司熟料和水泥产量同比增长 4.89%和 12.83%。公司水泥粉磨能力无法满足所有生产熟料的加工，但得益于水泥产能布局的拓展，2022 年公司自产熟

¹ 根据公司 2023 年 ESG 报告，2023 年公司吨熟料平均煤耗为 102.57 千克标准煤，较上年下降 3.22 千克标准煤，接近现行《水泥单位产品能源消耗限额 GB16780-2021》2 级能耗限额（100 千克标准煤）。

料加工率有所提高，外销比率降至 29.20%，2023 年保持相对稳定。“以销定产”模式下，公司水泥产销率保持高水平，销量变化与产量变化趋势一致。2021-2023 年，公司熟料及水泥销售均价持续下跌，2023 年受市场需求下降，竞价激烈影响，二者同比降幅分别达到 32.20%和 27.54%。2024 年上半年，市场需求仍疲弱，公司熟料及水泥产销量同比下降，价格同比下降 26.84%和 19.72%。

该公司依托石灰石开采产生的废石进行加工形成了骨料业务，2023 年因市场需求下降，公司骨料产销量同比降幅约为 18%，价格亦有所下滑，业务收入同比减少 32.01%；2024 年上半年销量大幅下降 41.98%，销售均价虽同比上涨 22.50%，但业务收入仍减少 28.92%。公司混凝土业务规模很小，2021 年以来年产能维持在 50 万立方米；2021-2023 年及 2024 年上半年公司混凝土产销量及销售价格同比均持续下降，该业务收入持续下滑。

销售模式及结算方面，该公司根据销售对象的不同，建立了以经销模式为主、直销模式为辅的多渠道、多层次的销售网络。公司熟料及水泥销售通常现款现货或收取一定比例预收款项，款项采取票现结合的方式进行结算；混凝土销售因业务特性，存在赊销情况。

图表 3. 公司主要产品产能及产销情况

产品	项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年上半年（末）
熟料	产能（万吨）	1,494.00	1,650.00	1,800.00	1,800.00
	产量（万吨）	1,617.74	1,525.64	1,585.76	683.34
	产能利用率（%）	108.28	92.48	88.10	75.93
	销量（万吨）	548.06	445.47	467.25	204.24
	销售均价（元/吨）	365.31	350.23	237.47	223.70
	产销率（%）	33.88	29.20	29.47	29.89
水泥	产能（万吨）	1,750.00	2,000.00	2,200.00	2,200.00
	产量（万吨）	1,556.48	1,512.05	1,687.10	727.21
	产能利用率（%）	88.94	75.60	84.36	72.72
	销量（万吨）	1,533.31	1,487.35	1,678.22	725.58
	销售均价（元/吨）	401.05	347.78	252.01	257.16
	产销率（%）	98.51	98.37	99.47	99.78
砂石骨料	产量（万吨）	1,335.30	1,613.00	1,334.99	380.60
	销量（万吨）	1,334.99	1,611.94	1,326.78	378.91
	销售均价（元/吨）	56.92	46.32	37.20	42.30
混凝土	产能（万立方米）	50.00	50.00	50.00	50.00
	产销量（万立方米）	55.79	51.20	48.25	18.70
	产能利用率（%）	111.58	102.40	96.50	74.80
	销售均价（元/立方米）	489.00	415.27	344.49	332.09

注：1）根据上峰水泥提供的数据整理、绘制；2）上表产能利用率根据当年（期）产量与当年（期）末产能计算，季度产能利用率经年化处理；3）销售均价含税。

石灰石资源方面，该公司大部分熟料生产线均配有石灰石矿山，所出产的石灰石以短途汽运或皮带机进行运输，运输成本较低。近年来公司为新建产能配套获取石灰石资源，截至 2024 年 6 月末公司拥有的矿山石灰石保有储量为 9.31 亿吨，储量较充裕，且资源获取成本较低。2021 年以来，公司石灰石自给率均超过 90%，仅少量通过外购补充，故石灰石采购价格波动对公司水泥产品成本的影响很小。

煤炭采购方面，该公司以往煤炭主要采购自煤炭贸易商，2023 年以来为保证供应，以及保证煤炭品质以降低能耗，公司与煤炭生产企业签订长期协议，采购大多以现金结算，并主要采用预付全额货款的方式。2021-2022 年公司煤炭采购均价大幅上涨，2023 年以来煤炭价格虽有所回落但仍处于相对高位。得益于公司加强生产工艺的优化改进，熟料煤耗持续下降，2022 年煤炭采购量降幅显著大于熟料产量降幅，2023 年采购增幅小于熟料产量增幅。电力供应方面，公司熟料生产线大多配备低温余热发电装置，截至 2024 年 6 月末装机总规模为 94.50 兆瓦，2021 年以来电力自给率有所提升，2023 年约为 35%；公司其余所需电力通过外部采购满足，2023 年以来外购电价格保持相对稳定。

图表 4. 公司建材业务主要原燃料采购及自给情况

原燃料	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年
石灰石	采购量（万吨）	152.31	49.50	6.55	-
	自给量（万吨）	2,159.20	1,994.48	1,934.63	915.67
	采购金额（亿元）	0.98	0.45	0.06	-
	采购均价（元/吨）	64.26	91.08	92.13	-

原燃料	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年
煤炭	采购量（万吨）	217.39	159.46	162.54	69.41
	采购金额（亿元）	19.92	21.05	19.10	7.19
	采购均价（元/吨）	916.34	1,320.01	1,175.08	1,035.90
电	采购量（亿千瓦时）	10.12	8.84	8.43	3.54
	自给量（亿千瓦时）	4.48	3.98	4.42	1.94
	采购金额（亿元）	5.47	4.95	4.64	1.98
	采购均价（元/千瓦时）	0.54	0.56	0.55	0.56

注：根据上峰水泥提供的数据整理、绘制。

2023 年及 2024 年上半年，主要因销售均价下跌，该公司熟料毛利率同比分别下降 12.76 个百分点和 2.13 个百分点至 20.11% 和 22.21%，水泥毛利率同比分别下降 2.21 个百分点和 2.94 个百分点至 25.38% 和 23.76%。同期，因原料水泥价格跌幅更大，公司混凝土毛利率同比分别微升 1.36 个百分点和 0.11 个百分点至 14.01% 和 13.88%；2023 年公司骨料价格虽有所下降，但因其成本很低，毛利率仍处在高水平。

环保处置业务

该公司依托水泥业务拓展了水泥窑协同处置业务，并投资建设了垃圾填埋场。公司上述环保处置相关项目自 2021 年起陆续投入运营。

截至 2024 年 6 月末，该公司已投运的水泥窑协同处置项目共 2 个，分别位于安徽铜陵和宁夏吴忠。其中，安徽项目于 2022 年经技改扩能，年处理能力增至 40 万吨（其中危废、固废及生活垃圾年处理能力分别为 16 万吨、15 万吨和 9 万吨），2023 年以来年处理能力未发生变化；2021 年以来宁夏项目年处理能力保持不变，为 16.80 万吨，其中危废和油泥年处理能力分别为 8.80 万吨和 8 万吨。2021 年以来，受错峰生产开展及水泥质量控制等因素影响，宁夏项目处理能力利用率低；得益于处理能力提升及市场开拓，公司安徽项目处理量持续增长。2023 年公司水泥窑协同处理废物总量同比大幅增长 50.09% 至 24.33 万吨；2024 年上半年，处理总量为 11.75 万吨，同比基本持平。

垃圾填埋方面，截至 2024 年 6 月末该公司已投运项目位于宁夏，处理品种为危废，其中柔性填埋项目于 2021 年起投运，年处理能力为 3 万吨，刚性填埋项目于 2022 年投入运营，年处理能力为 4 万吨，2023 年以来二者处理能力未发生变化。2021-2023 年，项目填埋处理总量分别为 0.98 万吨、3.59 万吨和 4.23 万吨，保持增长；2024 年上半年，因市场竞争加剧，处理量同比降至 1.11 万吨。

2021-2023 年，该公司环保处置业务收入分别为 1.31 亿元、2.08 亿元和 2.22 亿元，主要得益于处理量的增加而保持增长；毛利率分别为 52.65%、50.38% 和 56.10%，处于较高水平。2024 年上半年，主要因危废处理价格大幅下降，叠加处理量下滑影响，该业务收入同比减少 39.46%，毛利率则大幅降至 18.36%。

房地产业务

因该公司水泥主业的布局，当地政府给予公司招商引资政策优惠，故公司拿地开展了房地产业务。截至 2024 年 6 月末公司无在建及拟建项目，在售项目共 3 个（如下表所示），业态为住宅并配套少量商业，概算总投资额为 27.70 亿元，实际已累计投资 28.68 亿元。公司上述项目规划可售面积合计 51.77 万平方米，截至 2024 年 6 月末已签约销售面积为 44.46 万平方米，其中上峰上城项目最近一期于 2023 年 1 月推盘，受市场环境影响，销售情况欠佳，截至 2024 年 6 月末该项目整体去化率仅约为 65%，其余项目仅剩余少量尾盘待售；上述项目累计签约销售金额为 21.85 亿元，按照已售部分均价计算，剩余部分货值合计 3.70 亿元，上峰上城及上峰华兴明珠项目总销售额预计无法覆盖投资，盈利情况欠佳。2021-2023 年及 2024 年上半年，公司房地产业务毛利率持续为负；2023 年公司对上峰上城和上峰华兴明珠项目合计计提存货跌价准备 0.59 亿元。因公司计划逐步退出房地产业务，近年来已不再拿地，截至 2024 年 6 月末公司无土地储备。

图表 5. 截至 2024 年 6 月末公司在售房地产项目情况（单位：亿元、万平米）

项目名称	区位	业态	概算投资额	已累计投资额	规划可售建筑面积	已签约销售面积	已累计签约销售金额	投资规划		
								2024 年 7-12 月	2025 年	2026 年
上峰上城	安徽铜陵	住宅、商业	10.18	10.38	17.17	11.25	5.75	0.15	0.05	-
上峰阳光华府	山东微山	住宅、商业	10.97	10.90	24.28	23.52	11.37	0.07	-	-
上峰华兴明珠	安徽怀远	住宅、商业	6.55	7.40	10.32	9.69	4.73	0.03	-	-

项目名称	区位	业态	概算投资额	已累计投资额	规划可建建筑面积	已签约销售面积	已累计签约销售金额	投资规划		
								2024年7-12月	2025年	2026年
合计	-	-	27.70	28.68	51.77	44.46	21.85	0.25	0.05	-

注：根据上峰水泥提供的数据整理、绘制。

投资业务

2020 年 9 月以来，该公司陆续通过投资基金向新能源、半导体、新材料、新能源及高端制造等新经济产业中的标的进行投资，投资资金来源为公司自有闲置资金，每年投资额度为 5.00 亿元，目前初始投资额控制在 20 亿元以内。截至 2024 年 6 月末，公司累计实缴投资额为 17.07 亿元。公司所投基金存续期为 5-8 年，投资期为 3-5 年，目前多数基金尚未进入退出期。基金投资标的中合肥晶合集成电路股份有限公司（简称“晶合集成”）已于 2023 年 5 月上市。

图表 6. 截至 2024 年 6 月末公司参与投资的新经济产业基金情况（单位：万元）

基金名称	基金管理人	出资比例	基金成立日	存续期截止日	公司认缴金额	公司实缴金额	投资领域
合肥存鑫集成电路投资合伙企业（有限合伙）	苏州工业园区兰璞创业投资管理合伙企业（普通合伙）	83.06%	2020/9/10	2025/9/14	25,000.00	25,000.00	包括但不限于新能源储能、芯片半导体、新材料、环保等行业优质成长性项目
上海芯濮然创业投资合伙企业（有限合伙）		38.46%	2020/12/21	2027/12/20	20,000.00	20,000.00	
上海君挚璞创业投资合伙企业（有限合伙）		20.00%	2021/6/28	2026/6/27	20,000.00	20,000.00	
苏州工业园区芯程创业投资合伙企业（有限合伙）		56.00%	2021/4/21	2028/4/20	10,000.00	10,000.00	
苏州晶璞创业投资合伙企业（有限合伙）		13.08%	2022/1/26	2027/1/25	2,800.00	2,800.00	
苏州璞达创业投资合伙企业（有限合伙）		99.69%	2022/7/29	2027/7/28	32,600.00	32,600.00	
苏州璞云创业投资合伙企业（有限合伙）		67.72%	2023/4/8	2028/4/7	15,000.00	15,000.00	
苏州璞泓创业投资合伙企业（有限合伙）		99.00%	2023/3/22	2030/3/21	8,520.00	8,520.00	
苏州沃起创业投资合伙企业（有限合伙）		99.22%	2023/5/22	2028/5/21	12,770.00	12,770.00	
中建材（安徽）新材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）	中建材私募基金管理（北京）有限公司	1.00%	2021/9/24	2029/9/23	20,000.00	20,000.00	高端制造
湖州盛元兴汇股权投资合伙企业（有限合伙）	浙江盛元股权投资基金管理有限公司	97.00%	2020/12/14	2026/12/25	5,000.00	4,000.00	
合计	-	-	-	-	171,690.00	170,690.00	-

注：根据上峰水泥提供的数据整理、绘制。

除上述新经济产业投资外，该公司还投资了上市公司股票、资产管理计划、私募证券投资基金等。截至 2024 年 6 月末，公司持有的上市公司股票账面价值为 0.40 亿元，投资标的主要系水泥同业企业，其中所持新疆天山股份有限公司（简称“天山股份”）股票账面价值为 0.34 亿元；资产管理计划和私募证券投资基金等其他投资标的账面价值合计 9.04 亿元。

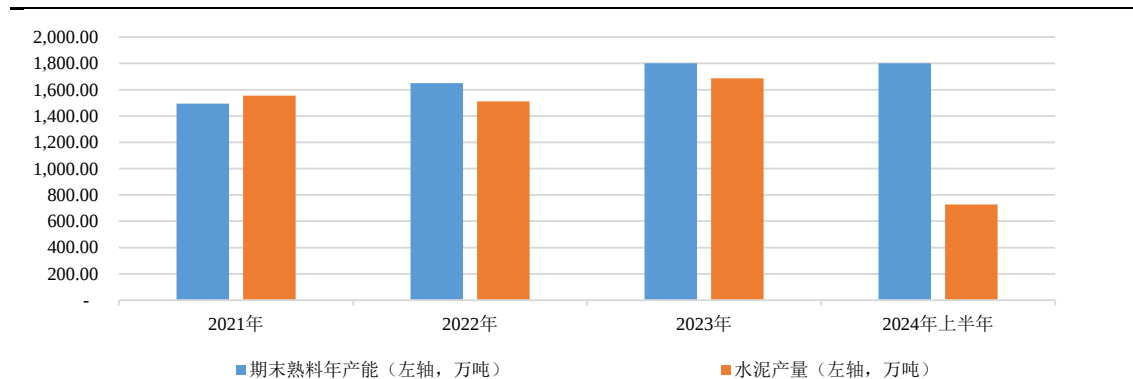
鉴于近期我国企业 IPO 节奏显著放缓，该公司新经济产业投资基金后续退出情况有待进一步观察。另外，公司其他证券投资面临一定的市值波动风险。

其他业务

为响应我国“双碳”战略决策，该公司拓展了光伏发电及储能业务，投建项目自 2023 年起陆续投运，但当前业务规模较小，且主要服务于建材主业。截至 2024 年 6 月末，公司已投运光伏项目共 9 个，装机容量合计 14.01MW，储能项目 1 个，容量为 1MW/2MWh；其中除 2 个 2024 年投运的光伏项目（装机容量合计 1.04MW）系承接的外部项目外，其余项目均为匹配公司自有生产线而建设，旨在提升绿色能源的使用率，以及降低能耗成本。2023 年和 2024 年上半年，公司生产线配套光伏项目分别发电 657.15 万千瓦时和 745.74 万千瓦时，约满足当年（期）1%的电力需求；2024 年上半年，外部项目发电量为 41.82 万千瓦时。

（2） 竞争地位

图表 7. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



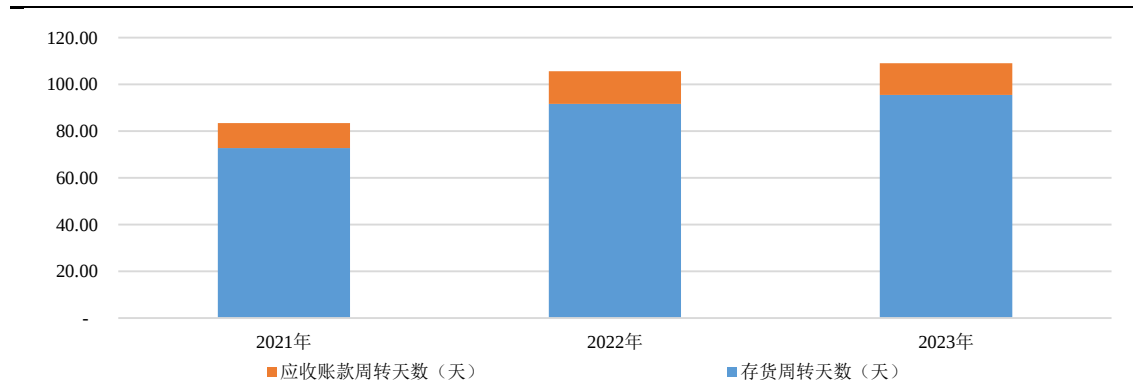
注：根据上峰水泥提供的数据整理、绘制。

2021 年以来，得益于收购及新建项目投产，该公司水泥业务产能有所增长，目前水泥熟料产能在全国水泥企业集团中排名处于相对靠前水平。公司水泥熟料生产线分布于安徽、浙江、宁夏、新疆、内蒙、贵州、广西等省份，并在江苏及江西等省份收购或新建水泥粉磨站，整体看公司水泥业务的区域布局范围很广泛。公司近一半产能位于华东地区，区域市场容量大，公司在区域内具有一定的市场地位；而在其他区域，公司产能仅零星分布，市场把控力相对有限。

该公司华东地区生产线位于长江流域，具有较为明显的区位优势，水路运输通达，为原燃料的运进和产品的运出提供了良好的条件。2023 年以来公司主要与国有煤炭生产企业签订长协合同，以保证煤炭供应及品质的稳定性，但议价能力有限。公司拥有较丰富的石灰石资源，熟料生产线贴近矿山，可以保证石灰质原料的稳定供应，另外石灰石资源获取成本较低，有利于成本控制。公司熟料生产线余热发电装置配备率高，2021 年以来电力自给率从约 30%提升至 35%左右。

（3） 经营效率

图表 8. 反映公司经营效率要素的主要指标值及变化趋势

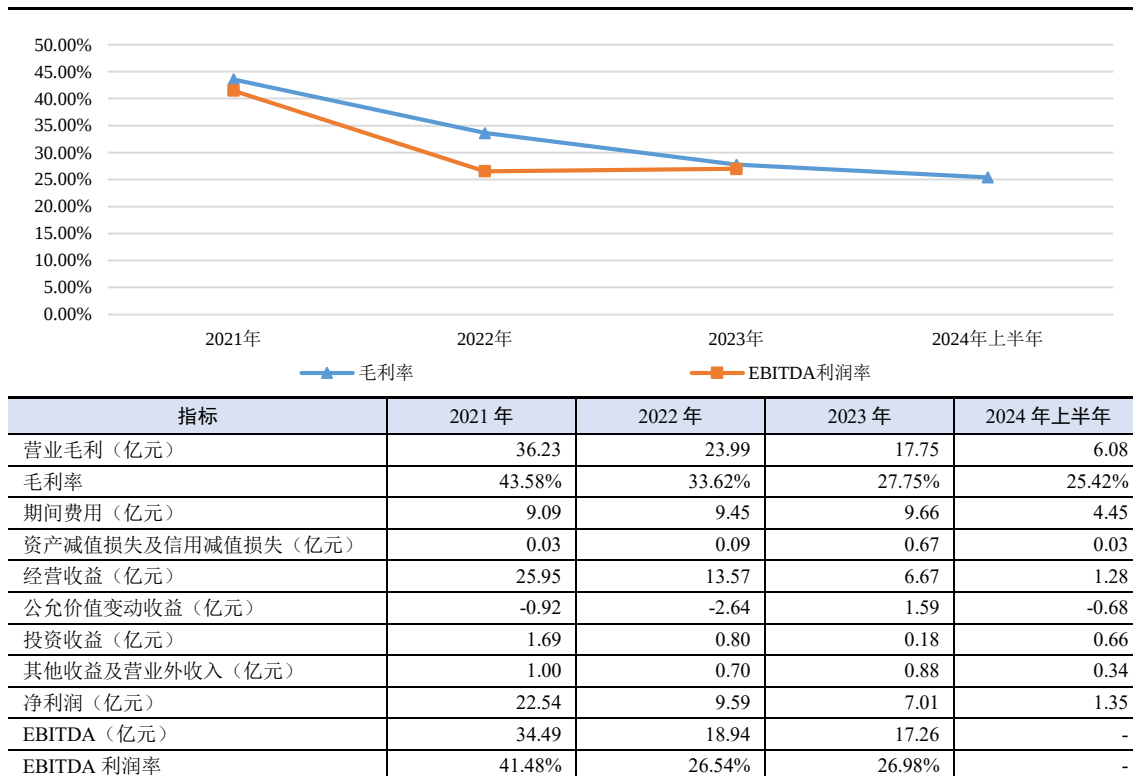


注：根据上峰水泥提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年，该公司存货周转天数分别为 72.81 天、91.68 天和 95.54 天，主要因收入下滑而有所延长，周转速度较慢，主要受房地产业务拖累。同期，公司应收账款周转天数分别为 10.68 天、13.99 天和 13.59 天，因公司水泥业务收现情况良好，而具有垫资属性的混凝土业务规模较小，应收账款金额较小，周转速度快。同期，公司营业周期分别为 83.49 天、105.67 天和 109.14 天，整体看公司经营效率较高。

(4) 盈利能力

图表 9. 反映公司盈利能力要素的主要指标值及变化趋势



注：1）根据上峰水泥所提供的数据整理、绘制；2）经营收益=营业总收入-营业总成本，其中营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

2021-2023 年，因水泥业务盈利空间持续收窄，该公司营业毛利持续下降；2023 年公司期间费用同比微增，加之当年计提 0.59 亿元房地产项目存货跌价准备的影响，公司经营收益同比大幅下降 50.81%至 6.67 亿元。公司公允价值变动收益有所波动，2023 年转正主要得益于晶集成上市。公司能够持续获得较大金额的资源综合利用增值税退税及其他政府补贴，对利润能够形成一定的补充。2021-2023 年，公司净利润及 EBITDA 均有所下降；2023 年公司 EBITDA 利润率较上年基本持平，盈利能力仍良好。

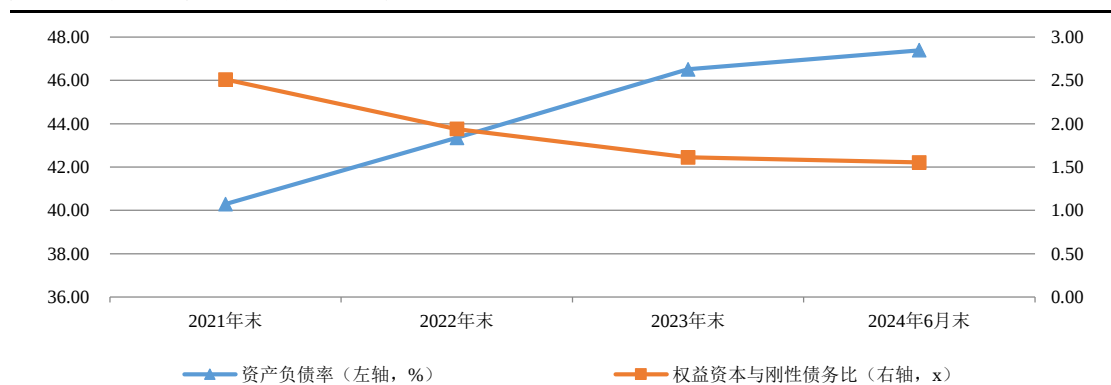
2024 年上半年，该公司建材业务盈利能力持续弱化，环保业务利润空间亦明显收缩，营业毛利同比减少 36.38%至 6.08 亿元，而期间费用等保持稳定，受此影响公司经营收益同比大幅减少 72.56%至 1.28 亿元。公司公允价值变动损失金额较大，主要因晶集成股价下降所致。公司投资收益主要来源于所持股票分红及基金收益。主要受主业盈利下滑影响，当期公司净利润同比大幅下降 76.01%至 1.35 亿元。

财务

2023 年以来因生产线建设配套融资增加，该公司刚性债务持续增长，资产负债率有所上升，但目前财务杠杆尚属稳健。公司增量债务虽主要为长期借款，债务期限结构有所改善，但当前短期债务规模仍较大。鉴于公司水泥业务收现能力较强，经营性现金流保持净流入状态，且公司货币资金较为充裕，并持有一定规模易于变现的金融资产，即期偿债压力尚可控。

1. 财务杠杆

图表 10. 反映公司财务杠杆的主要指标值及变化趋势



注：根据上峰水泥所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年末，该公司资产负债率分别为 40.29%、43.35%和 46.51%，主要因刚性债务增长而有所上升；权益资本与刚性债务比则相应下降，同期末分别为 2.49 倍、1.92 倍和 1.60 倍。2024 年 6 月末主要因现金分红，公司资产负债率进一步升至 47.39%，但财务结构尚属稳健，权益资本与刚性债务比微降至 1.55 倍。

(1) 资产

图表 11. 公司核心资产及其变动趋势（单位：亿元）

主要数据及指标		2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 6 月末
流动资产	金额	71.45	65.92	72.35	69.10
	占资产总额的比重	47.24%	40.60%	40.36%	39.15%
其中：货币资金		34.67	28.96	40.38	34.75
交易性金融资产		8.70	8.15	11.04	10.02
应收票据及应收款项融资		6.21	3.32	4.78	5.26
存货		10.20	13.59	10.61	10.87
其他流动资产		7.21	7.91	2.62	2.15
非流动资产	金额	79.80	96.45	106.90	107.40
	占资产总额的比重	52.76%	59.40%	59.64%	60.85%
其中：长期股权投资		7.59	8.99	9.58	10.73
其他非流动金融资产		4.00	7.54	10.58	10.88
固定资产		36.32	42.92	51.65	50.69
在建工程		4.07	7.37	0.91	1.15
无形资产		18.63	18.89	25.48	24.81
其他非流动资产		3.85	4.76	2.35	2.37
期末全部受限资产账面价值		19.96	26.64	25.26	23.43
受限资产账面价值/资产总额		13.20%	16.41%	14.09%	13.28%

注：根据上峰水泥所提供数据整理、计算。

随着生产线建设及矿山资源获取方面的持续投入，该公司资产总额保持增长，2021-2023 年末分别为 151.25 亿元、162.36 亿元和 179.25 亿元，且非流动资产占比有所上升，2023 年末为 59.64%。

2023 年末，该公司流动资产中货币资金为 40.38 亿元，其中受限部分为 14.76 亿元，主要系担保或抵押的存款及银行承兑汇票保证金。交易性金融资产为 11.04 亿元，其中所持股票等权益工具及理财产品账面价值分别为 10.46 亿元和 0.58 亿元。应收票据及应收款项融资余额为 4.78 亿元，因当年销售收取的票据增加而较上年末增加 1.46 亿元。存货为 10.61 亿元，较上年末减少 2.98 亿元，主要因公司加大熟料去库存力度及房地产项目结转收入及计提减值准备所致；其中原材料、库存商品和房地产开发产品分别为 3.84 亿元、2.48 亿元和 3.76 亿元。其他流动资产为 2.62 亿元，较上年末减少 5.29 亿元，主要系收回向诸暨市新城投资开发集团有限公司（简称“诸暨城投”）发放的 5.00 亿元委托贷款；年末该科目主要系增值税留抵税额（1.93 亿元）。

2023 年末，该公司非流动资产中长期股权投资和其他非流动金融资产分别为 9.58 亿元和 10.58 亿元，较上年末分别增加 0.60 亿元和 3.03 亿元，主要系对联营企业增资及基金实缴出资增加所致。固定资产和在建工程分别为 51.65 亿元和 0.91 亿元，较上年末分别增加 8.72 亿元和减少 6.45 亿元，主要因贵州都匀水泥熟料生产线项目转

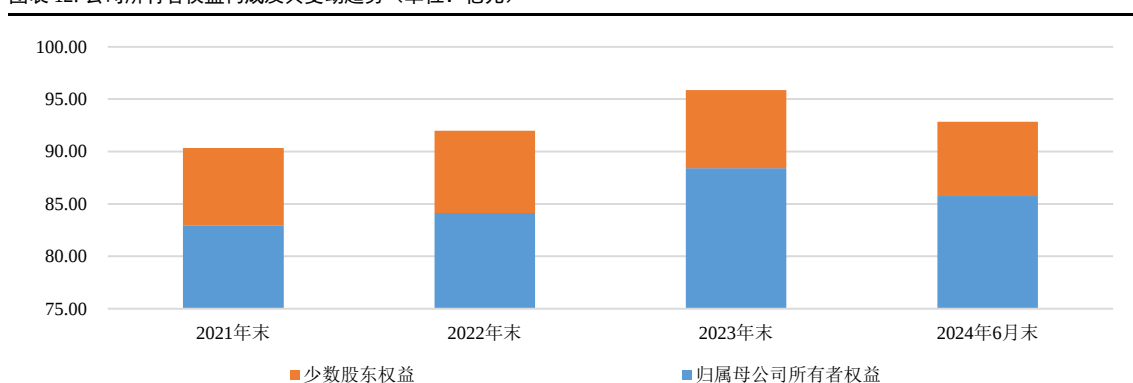
固所致。无形资产为 25.48 亿元，较上年末增加 6.59 亿元，主要因于广西和新疆增加配套石灰石资源所致；其中采矿权和土地使用权账面价值分别为 17.11 亿元和 4.61 亿元。

2024 年 6 月末，该公司资产总额较上年末减少 2.75 亿元至 176.50 亿元。其中，货币资金减少 5.63 亿元，主要因现金分红所致；交易性金融资产减少 1.03 亿元，主要因晶合集成股价下跌所致；长期股权投资和其他应收款分别增加 1.15 亿元和 2.09 亿元，主要因与天山股份设立合资公司并向其提供财务资助所致；除上述科目外，其他各资产科目较上年末的变化较小。

2024 年 6 月末，该公司受限资产账面价值合计 23.43 亿元，占资产总额的比重为 13.28%；具体受限资产包括：货币资金（14.76 亿元）、交易性金融资产（0.50 亿元）、应收账款（0.31 亿元）、其他流动资产（0.01 亿元）、长期股权投资（0.24 亿元）、固定资产（6.60 亿元）和无形资产（1.01 亿元），受限原因系作为银行承兑汇票保证金及借款抵/质押物。

（2）所有者权益

图表 12. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据上峰水泥所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末，该公司所有者权益分别为 90.32 亿元、91.98 亿元和 95.88 亿元，主要得益于经营积累而逐年增长。权益构成方面，2023 年末公司股本和资本公积分别为 9.69 亿元和 9.33 亿元²，较上年末分别减少 0.06 亿元和 0.47 亿元，主要因注销库存股所致；公司未分配利润金额很大，同期末为 85.49 亿元，占所有者权益的比重为 89.17%；另外，公司少数股东权益为 7.48 亿元，占比为 7.80%。2024 年上半年，因公司利润分配金额较大（现金分红 3.82 亿元），期末所有者权益较上年末减少 3.03 亿元至 92.85 亿元，但其构成较上年末变化不大。鉴于公司未分配利润规模大，未来分红情况有待关注。

（3）负债

图表 13. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 6 月末
刚性债务	36.10	47.69	59.66	59.97
其中：短期刚性债务	29.99	37.48	33.63	36.61
中长期刚性债务	6.11	10.20	26.03	23.36
应付账款	8.31	9.60	10.31	10.06
预收款项及合同负债	4.45	3.77	2.80	2.78
其他应付款	2.98	3.48	3.35	3.44
综合融资成本（年化，%）	4.46	3.52	3.05	3.34

注：1）根据上峰水泥所提供的数据整理、计算；2）2023 年综合融资成本系根据财务报表数据估算，计算公式为：综合融资成本 = (本年列入财务费用的利息支出 + 本年资本化利息支出) / [(上年末刚性债务余额 + 本年末刚性债务余额) / 2]，2024 年第一季度根据公司提供的期末银行借款和存续债券余额加权平均利率填列。

2021-2023 年末，该公司负债总额分别为 60.93 亿元、70.38 亿元和 83.37 亿元，主要随着生产线建设借款增加而持续增长，刚性债务占负债总额的比重上升，2023 年末占比为 71.56%。除刚性债务外，公司负债主要由应付账款、预收款项及合同负债和其他应付款构成。2023 年末，因尚未到约定付款期或结算期的建设项目工程款增加，

² 资本公积为负主要因 2013 年借壳上市及 2016 年溢价收购浙江上峰房地产有限公司股权所致。

公司应付账款较上年末增加 0.72 亿元。同期末，主要因房地产项目结转收入，公司预收款项及合同负债较上年末减少 0.96 亿元。2023 年末，公司其他应付款余额较上年末变化不大，其中的押金及保证金、拆借款及股权收购款分别为 1.15 亿元、1.15 亿元和 0.89 亿元。2024 年 6 月末，上述经营性负债科目较上年末变化均不大。

2021-2023 年末，该公司刚性债务分别为 36.10 亿元、47.69 亿元和 59.66 亿元，逐年增长。构成方面，公司刚性债务主要为借款（含短期借款、长期借款及一年内到期的长期借款，下同）和应付票据，2023 年末借款余额为 39.43 亿元，较上年末增加 12.68 亿元，其占刚性债务的比重为 66.09%，公司长期借款均系保证及抵押借款，短期借款绝大部分系保证及质押借款；应付票据余额为 16.53 亿元，占刚性债务的比重为 27.71%，绝大部分为公司开具的银行承兑汇票。债务期限方面，2023 年末公司增量债务虽主要为长期借款，但由于应付票据及短期借款规模仍较大，刚性债务中短期债务占比仍较高，为 56.37%，公司面临一定的债务滚续风险。2024 年 6 月末，公司刚性债务规模、类型构成及期限构成较上年末未发生重大变化。

融资成本方面，根据该公司提供的资料及财务数据测算，2021-2023 年公司综合融资成本有所下降；2024 年上半年不考虑票据融资下的综合融资成本为 3.34%，处于较低水平。

图表 14. 截至 2024 年 6 月末公司刚性债务到期剩余期限分布情况（单位：亿元）

到期剩余期限	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
合并口径	23.58	7.06	9.26	4.13	0.33
母公司口径	6.00	-	-	-	-

注：1）根据上峰水泥所提供数据整理、计算；2）上表数据不包括租赁负债及应付票据。

该公司本部统筹公司及下属子公司信贷资源，开展授信管理，对子公司信贷额度、融资机构选择及账户等进行审批和管理。因业务主要由子公司开展，公司目前债务主要集中于子公司。公司本部对子公司富余资金进行集中管理，以提高资金使用效率，并开展资金监督。

2. 偿债能力

（1）现金流量

图表 15. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年
经营环节产生的现金流量净额	28.40	10.20	11.17	3.84
其中：业务现金收支净额	26.95	10.37	10.73	4.00
投资环节产生的现金流量净额	-15.36	-17.64	-8.07	-3.84
其中：购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-11.12	-11.08	-9.15	-1.83
回收投资与投资支付的现金流量净额	-4.02	-7.18	-4.17	-2.30
筹资环节产生的现金流量净额	-3.39	-0.42	-0.98	-1.14
其中：权益类净融资额	-4.80	-6.22	-3.19	-3.82
债务类净融资额	3.51	3.30	13.81	4.79
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-2.10	2.50	-11.59	-2.10

注：1）根据上峰水泥所提供的数据整理、计算；2）业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

该公司水泥业务收现能力良好，2021-2023 年公司经营性现金流保持净流入状态，但 2022 年受水泥业务产品销售量价齐跌影响，净流入规模大幅收缩，2023 年业务现金回笼金额虽进一步下降，但得益于税费支出缩减，经营性现金净流入额同比微增。2024 年上半年，业务现金流入同比减少，经营性现金净流入同比减少 32.00%。

2021-2023 年及 2024 年上半年，因生产线建设投资和基金及其他金融资产投资支出较大，该公司投资性现金净流量持续为负，2023 年公司在上述领域的投资额均有所减少，投资性现金净流出额同比下降 54.25%；2024 年上半年，公司建设项目仅产生少量尾款支出，当期投资性现金净流出规模进一步收缩。

2021-2023 年及 2024 年上半年，因持续分红，该公司权益性融资净额为负；因公司加大债务融资匹配生产线建设资金需求，债务性融资金额持续为正；2023 年其他因素对筹资环节现金流量影响净额较大，主要因支付到期票据及质押大额存单所致。

(2) 偿债能力

图表 16. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年	2022 年	2023 年
EBITDA/刚性债务（倍）	1.27	0.45	0.32
EBITDA/利息支出（倍）	28.44	15.13	10.53

注：根据上峰水泥所提供数据整理、计算。

2021-2023 年，主要因该公司利润规模缩减，EBITDA 对刚性债务及其孳息的覆盖倍数显著下降。

调整因素

1. 流动性/短期因素

图表 17. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 6 月末
流动比率（%）	136.65	115.36	137.63	125.89
短期刚性债务现金覆盖率（%）	165.00	107.86	165.33	136.49

注：根据上峰水泥所提供数据整理、绘制；短期刚性债务现金覆盖率=（货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票）/短期刚性债务*100%。

2021-2023 年末和 2024 年 6 月末，该公司流动比率及短期刚性债务现金覆盖率有所波动。公司货币资金较为充裕，可为即期债务偿付提供较强保障。

截至 2024 年 6 月末，该公司获得银行授信总额为 54.99 亿元（其中大型国有商业银行³授信占比为 22.84%），尚未使用额度为 1.96 亿元。

2. ESG 因素

环境方面，根据该公司 2023 年度 ESG 报告显示，公司通过优化煅烧工艺，以及在各个生产工艺环节配备除尘、降噪、减排、脱硝脱硫等装备以控制污染物排放，2023 年公司各污染物排放均低于排放限值。社会责任方面，公司积极参与各项公益事业活动，2023 年对外捐赠资金 78.70 万元。

治理方面，该公司按照《公司法》等法律法规的相关要求，建立了相应的法人治理架构。股东大会为公司最高权力机构，公司设立董事会和监事会。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名；董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和战略与投资委员会等 4 个专门委员会。公司监事会由 5 名监事组成，其中监事长 1 名，职工监事 2 名。公司设总裁 1 名，副总裁若干名，由董事会聘任或解聘。人员变动方面，2021 年姚兵因工作岗位调整不再担任公司监事，股东大会选举解硕荣为新任监事；2022 年陈明勇因工作调整不再担任副董事长职务，解硕荣卸任监事后被选举为董事，刘国健和余俊仙因任期届满不再担任独立董事，刘强和李琛当选新任独立董事，谭曦东因工作调整不再担任职工监事，俞明锋被选举为新任职工监事，丁超毅不再担任副总裁，公司增选谭曦东和俞萍锋为副总裁；2023 年因个人原因，赵林中和陈黎伟分别辞去董事和监事职务，股东大会通过瞿辉兼任董事职务，同意增补黄玕为新任监事；2024 年以来公司董事、监事及高管人员未发生变化。

3. 表外事项

根据该公司 2024 年半年度报告显示，截至 2024 年 6 月末公司对外担保余额为 5.25 亿元，均系对参股公司提供的担保，其中对乌中合资企业上峰友谊之桥有限责任公司⁴担保余额较大（4.06 亿元）；公司无重大未决诉讼及仲裁事项。

³ 包括中国银行、农业银行、工商银行、建设银行和邮储银行。

⁴ 该公司由安徽海螺水泥股份有限公司间接持股 51%。

4. 其他因素

2023 年，该公司采购商品、接受劳务产生的关联交易金额同比有所增加，主要因下属浙江上峰熟料工段生产负荷下降，公司向南方水泥下属子公司采购熟料所致；公司关联销售金额较小。2023 年末，公司应收及应付关联方款项余额均较小。整体看，公司关联交易金额不大，对经营及财务未产生重大影响。

图表 18. 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
关联采购及接受劳务	0.60	0.70	1.40
关联销售及提供劳务	0.47	0.15	0.08
关联应收款项（余额）	0.05	0.06	0.01
关联应付款项（余额）	0.05	0.13	0.30

注：1）根据上峰水泥所提供数据整理、绘制；2）关联应收款包括预付账款、应收账款、其他应收款等；3）其他应付款包括预收账款、应付款项、其他应付款和合同负债等。

根据该公司提供的公司本部和子公司浙江上峰的《企业信用报告》（查询日期分别为 2024 年 9 月 10 日和 9 月 11 日），上述公司自 2021 年以来不存在欠贷欠息事项。经查国家企业信用信息公示系统，截至 2024 年 10 月 15 日公司本部不存在被实施重大行政处罚及被列入经营异常或严重违法失信企业名单的情形。

同业比较分析

新世纪评级选取了江西万年青水泥股份有限公司和西藏建工建材集团有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以水泥业务为核心主业，与公司具有一定的可比性。

相较于上述主体，该公司水泥业务规模较大，盈利能力较强；公司财务杠杆处于适中水平，偿债指标表现良好。

评级结论

综上，本评级机构评定上峰水泥主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期内，本评级机构将在需要进行定期或不定期跟踪评级。在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

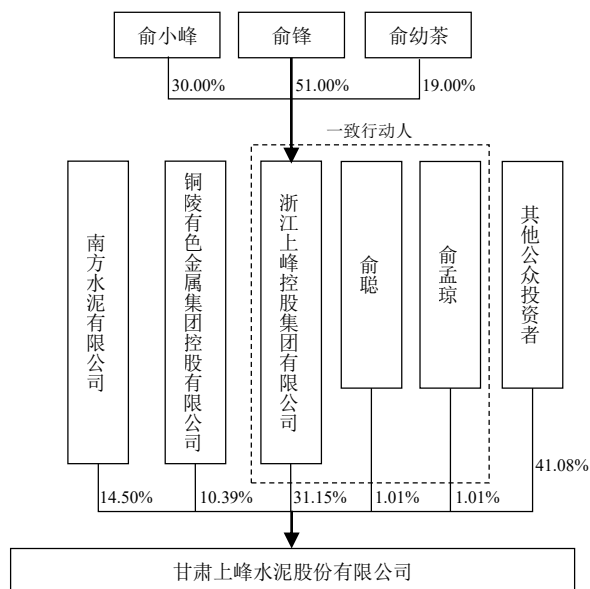
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告、终止评级等评级行动。

附录一：

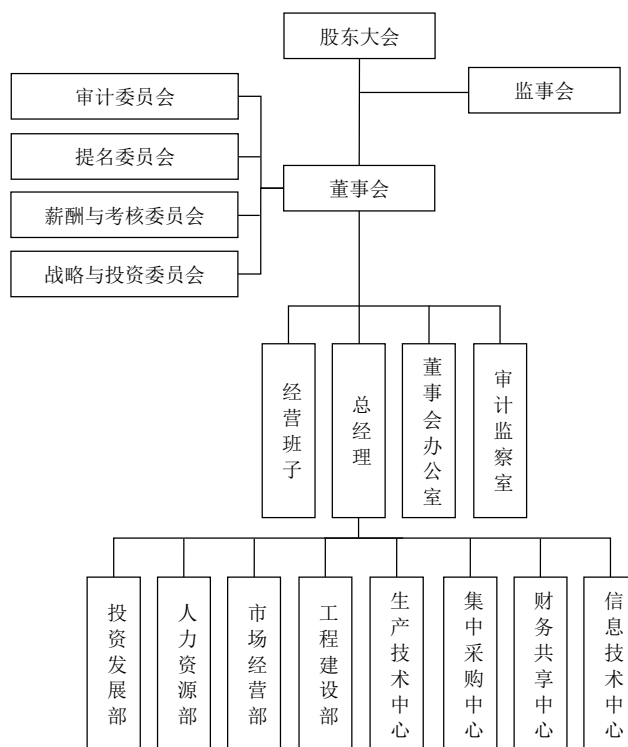
公司与实际控制人关系图



注：根据上峰水泥提供的资料整理绘制（截至 2024 年 6 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据上峰水泥提供的资料整理绘制（截至 2024 年 6 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	
浙江上峰控股集团有限公司	上峰控股	控股股东		实业投资、建材等	70.13	104.45	70.60	7.03	13.80	合并口径
甘肃上峰水泥股份有限公司	上峰水泥	本级		建筑材料等	1.14	43.42	0.57	4.61	0.003	母公司口径
浙江上峰建材有限公司	浙江上峰	子公司	100.00	水泥的生产与销售	55.46	68.16	53.85	4.80	3.49	合并口径
铜陵上峰水泥股份有限公司	铜陵上峰	子公司	100.00	水泥的生产与销售	19.27	40.47	39.67	4.67	6.48	合并口径
浙江上峰房地产有限公司	上峰房地产	子公司	100.00	房地产开发	-	1.80	1.86	-1.00	0.40	合并口径
浙江上峰杰夏环保科技有限公司	杰夏环保	子公司	51.00	环保处置	2.26	1.44	2.24	0.29	0.44	合并口径

注：1）根据上峰水泥 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理；2）公司直接持有铜陵上峰 35.50%的股权，并通过浙江上峰持有剩余的 64.50%的股权。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：水泥 归属行业：建筑材料

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据						2023 年（末）财务数据/指标			
		规模指标	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	营业周期 （天）	毛利率 （%）	EBITDA 利 润率（%）	资产负债率 （%）	权益资本/刚性债务 （倍）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
江西万年青水泥股份有限公司	AA+/稳定	熟料年产能：1,396.55 万吨	81.90	3.15	112.73	18.43	13.54	38.89	3.58	9.09	0.38
西藏建工建材集团有限公司	AA+/稳定	熟料年产能：360 万吨	66.04	-5.15	269.03	18.04	4.66	56.70	1.15	0.97	0.03
甘肃上峰水泥股份有限公司	AA+/稳定	熟料年产能：1,757.70 万吨	63.97	7.01	109.14	27.75	24.74	46.51	1.61	10.14	0.27

注：上表江西万年青水泥股份有限公司数据及指标根据公开市场可获取数据计算填列，或存在一定局限性。

附录五：

主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年上半年度/末
资产总额[亿元]	151.25	162.36	179.25	176.50
货币资金[亿元]	34.67	28.96	40.38	34.75
刚性债务[亿元]	36.10	47.69	59.66	59.97
所有者权益[亿元]	90.32	91.98	95.88	92.85
营业收入[亿元]	83.15	71.35	63.97	23.92
净利润[亿元]	22.54	9.59	7.01	1.35
EBITDA[亿元]	34.49	18.94	17.26	-
经营性现金净流入量[亿元]	28.40	10.20	11.17	3.84
投资性现金净流入量[亿元]	-15.36	-17.64	-8.07	-3.84
资产负债率[%]	40.29	43.35	46.51	47.39
权益资本与刚性债务比率[%]	250.17	192.89	160.72	154.83
流动比率[%]	136.65	115.36	137.63	125.89
现金比率[%]	94.63	70.76	105.76	91.03
利息保障倍数[倍]	23.86	10.85	6.64	-
担保比率[%]	-	1.20	5.32	5.65
营业周期[天]	83.49	105.67	109.14	-
毛利率[%]	43.58	33.62	27.75	25.42
营业利润率[%]	33.48	17.62	14.74	6.86
总资产报酬率[%]	21.90	8.66	6.37	-
净资产收益率[%]	27.83	10.52	7.47	-
净资产收益率*[%]	28.89	11.36	8.63	-
营业收入现金率[%]	111.28	112.23	112.48	97.53
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	64.13	18.63	20.36	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	25.49	-11.33	4.03	-
EBITDA/利息支出[倍]	28.44	15.13	10.53	-
EBITDA/刚性债务[倍]	1.27	0.45	0.32	-

注：依据上峰水泥经审计的 2021-2023 年度及未经审计的 2024 年上半年度财务数据整理、计算。其中，2024 年上半年度/末数据及指标基于将公司发行的上峰水泥 SCP001 由“应付债券”科目调整至流动负债后的数据计算并列示。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]
上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。
刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务
EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型/对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2022 年 8 月 12 日	AA+/稳定	吴凡、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
	前次评级	2023 年 11 月 6 日	AA+/稳定	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-
	本次评级	2024 年 11 月 13 日	AA+/稳定	杨亿、何健好	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。