

天山材料股份有限公司

2024 年主体跟踪评级报告

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〔2024〕5538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主体信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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

二〇二四年七月五日

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、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2024 年 12 月 14 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。

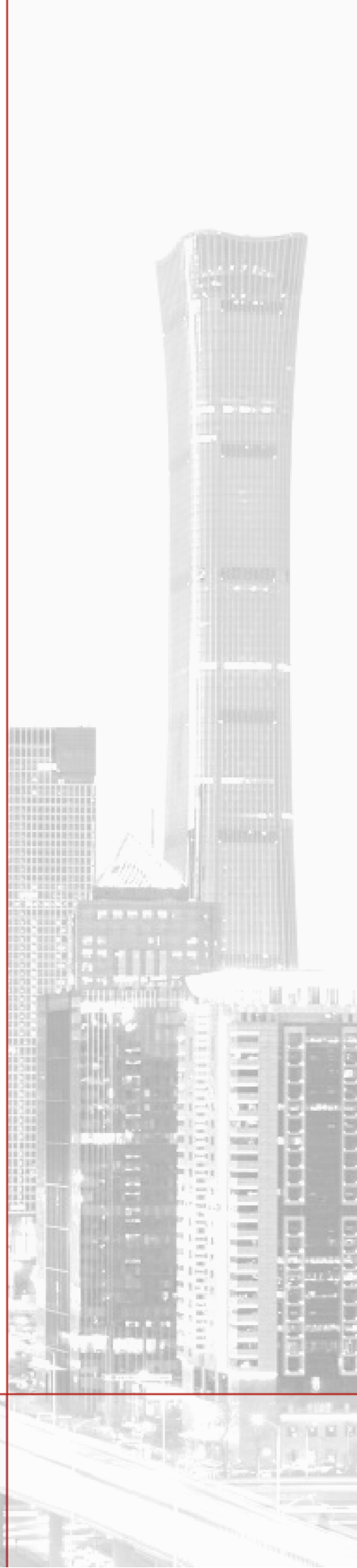
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2024 年主体跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
天山材料股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/05

评级观点

跟踪期内，天山材料股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内业务规模最大的水泥行业 A 股上市公司，行业地位仍然突出。经营方面，2023 年，受水泥行业整体需求缩减影响，公司水泥产销量同比有所下降；上游煤炭价格下跌，公司在成本端面临的压力有所减轻，但行业竞争加剧导致水泥销售价格下跌，公司综合毛利率同比变化不大。财务方面，受下游不利因素等影响，2023 年及 2024 年一季度公司盈利能力同比下降，但公司债务负担处于合理水平、债务结构进一步改善、融资渠道畅通，且公司现金流状况仍属良好。偿债指标方面，受重资产型制造业企业的资产结构和融资特性影响，2023 年公司短期偿债指标表现仍属较弱，但长期偿债指标表现良好。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来一段时期公司仍将面临供需两端的不利影响，盈利能力承压，但公司有望保持行业领先地位，维持融资渠道畅通。

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：水泥行业市场需求大幅下降，水泥销售价格持续显著下跌。

优势

- **控股股东给予公司强有力的支持。**公司控股股东中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材股份”）为中央国有企业的子公司，在资金拆借等方面为公司持续提供了强有力的支持。
- **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，2023 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 3.20 亿吨，行业竞争力和品牌影响力很强。
- **长期偿债能力指标良好，经营性净现金流为正且保持较大规模，融资渠道畅通。**2023 年，公司 EBITDA 对利息和全部债务的覆盖倍数均处于良好水平；公司经营性现金流保持净流入，且规模同比增长。截至 2023 年底，公司未使用的银行授信额度充足，融资成本很低，且公司直接融资渠道畅通。

关注

- **行业产能过剩，行业竞争激烈，压缩公司利润空间。**水泥及商品混凝土行业均为产能过剩行业，2023 年，公司水泥和商品混凝土产能利用率同比均有所上升但仍处于较低水平。2023 年以来，由于下游房地产市场仍处于底部调整阶段，水泥市场需求不振，水泥价格持续下滑，对公司盈利能力造成不利影响。2023 年，公司营业总收入和利润总额同比分别下降 19.01%和 51.84%；2024 年一季度，行业环境持续低迷，公司发生阶段性亏损。
- **下游行业景气度较弱，公司面临一定的资产减值风险。**房建工程在公司水泥业务下游需求中占比一般，但在商混业务供货中占有较大比例。2023 年房地产市场景气度低迷，下游建筑材料需求的减少对公司产品销售产生了一定的负面影响，公司应收账款、存货和商誉可能仍面临坏账或减值压力。此外，2023 年公司在建工程规模增长较快，在当前行业景气度背景下，存在一定的投资风险。

本次评级使用的评级方法、模型

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](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	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
财务风险	F2	现金流	经营分析	2
			资产质量	1
			盈利能力	2
		资本结构	现金流量	1
				2
		偿债能力		
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

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

主要财务数据

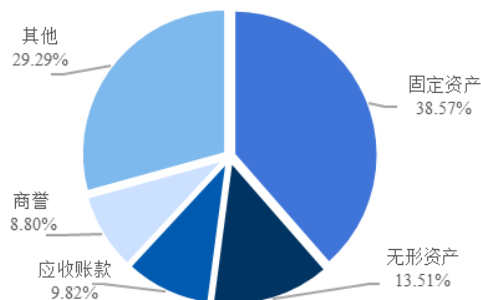
合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
现金类资产（亿元）	157.06	119.11	157.56	184.71
资产总额（亿元）	2850.60	2888.37	2947.22	3005.71
所有者权益（亿元）	913.20	973.02	1005.42	996.28
短期债务（亿元）	610.04	544.71	477.32	/
长期债务（亿元）	705.78	809.11	940.60	/
全部债务（亿元）	1315.82	1353.81	1417.91	/
营业总收入（亿元）	1699.79	1325.81	1073.80	163.51
利润总额（亿元）	207.77	64.12	30.88	-22.78
EBITDA（亿元）	357.01	220.74	180.03	--
经营性净现金流（亿元）	284.25	152.52	169.51	-13.82
营业利润率（%）	23.64	14.22	13.91	5.14
净资产收益率（%）	16.34	5.21	2.00	--
资产负债率（%）	67.96	66.31	65.89	66.85
全部债务资本化比率（%）	59.03	58.18	58.51	/
流动比率（%）	52.21	50.63	56.48	63.80
经营现金流动负债比（%）	20.29	11.37	14.53	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.22	0.33	/
EBITDA利息倍数（倍）	7.07	4.43	4.22	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.69	6.13	7.88	--

公司本部口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
资产总额（亿元）	784.33	1056.80	1266.09	/
所有者权益（亿元）	731.51	771.35	813.90	/
全部债务（亿元）	43.23	129.59	221.55	/
营业总收入（亿元）	4.05	3.97	6.94	/
利润总额（亿元）	11.24	31.65	38.39	/
资产负债率（%）	6.74	27.01	35.72	/
全部债务资本化比率（%）	5.58	14.38	21.40	/
流动比率（%）	220.45	112.51	119.97	/
经营现金流动负债比（%）	80.86	-1.17	-1.60	/

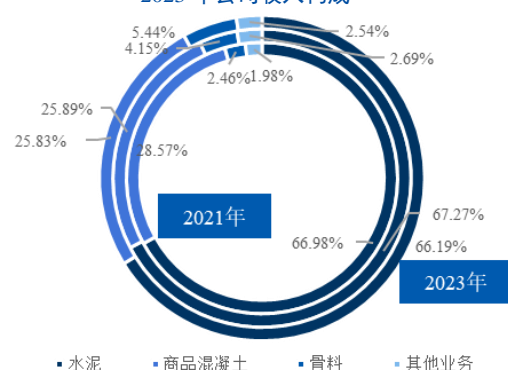
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 合并口径其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务根据期限相应调整至短期和长期债务，非有息债务部分在计算时已从公式中相应剔除；3. 公司2024年一季度未经审计，“/”表示数据未获取，“--”表示指标不适用

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

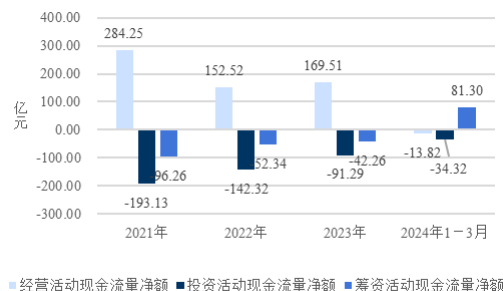
2024年3月底公司资产构成



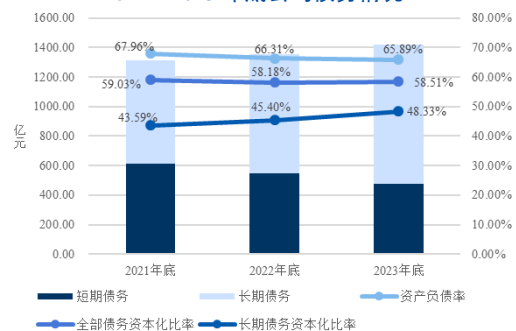
2023年公司收入构成



2021—2023年及2024年1—3月公司现金流情况



2021—2023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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号
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：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”）关于天山材料股份有限公司（以下简称“公司”）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 2023 年底，公司注册资本 866342.28 万元，其中中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材股份”）持股 84.52%，为公司第一大股东，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”），详见附件 1-1。截至 2023 年底，控股股东持有的公司股份及公司持有的重要子公司股权均未被质押。

公司主营业务为水泥熟料、水泥及其制品和商品混凝土、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（以下简称“中联水泥”）、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（以下简称“中材水泥”）后，公司已基本形成全国化布局。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设财务部、技术部、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 2023 年底，公司合并资产总额 2947.22 亿元，所有者权益 1005.42 亿元（含少数股东权益 163.95 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 1073.80 亿元，利润总额 30.88 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 3005.71 亿元，所有者权益 996.28 亿元（含少数股东权益 173.21 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 163.51 亿元，利润总额-22.78 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。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

四、行业分析

2021 年以来，煤价大幅上涨至历史高位后快速回落至高位缓慢波动下行，水泥企业生产成本处于高位。受此影响，2021 年水泥价格成倒“V”型波动，但 2022 年以来，房地产开发投资乏力，基建投资虽增幅明显但对水泥需求支撑不足，水泥销量创 11 年来新低，供需失衡致使行业竞争加剧，水泥价格波动下降至低位盘桓。在成本端和需求端的双重挤压下，2022 年水泥行业企业经营效益下降明显，2023 年以来水泥行业部分企业出现亏损。

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，且随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大，一定程度抑制水泥供给，但目前水泥行业去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。完整版行业分析详见[《2024 年一季度水泥行业分析》](#)。

五、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化；企业规模和竞争力方面，公司仍是中国规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司，并保持行业领先的技术优势。

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 2024 年 5 月 9 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 2024 年 7 月 3 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。

（二）管理水平

跟踪期内，因工作调整等原因，公司董事长、总裁及其他部分董事、高级管理人员发生变更，新任董事及高级管理人员均有丰富的管理经验，人员变更对公司经营情况无重大影响。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，水泥行业上游原材料价格同比下降，但受下游需求缩减影响，水泥价格相应下跌，行业利润空间仍然较窄，公司营业收入同比下降，综合毛利率变化不大；公司骨料业务收入保持增长且毛利率较高，是公司未来重点发展方向之一。2024 年一季度，建材行业景气度低迷，公司收入和毛利率同比进一步下降。

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 年，公司营业总收入同比下降 19.01%，主要系下游需求缩减所致。从收入构成来看，2023 年公司收入构成占比同比变化不大。从毛利率来看，2023 年煤炭价格同比下降，公司成本端面临的压力有所减轻，但由于水泥行业竞争激烈、水泥价格也相应下降，公司综合毛利率同比变化不大。此外，2023 年公司骨料板块毛利率仍较高，是公司未来重点发展方向之一。2024 年 1—3 月，建材行业整体景气度低迷，随着水泥及商品混凝土市场销售价格大幅下降，公司营业总收入同比下降 26.94%；公司综合毛利率同比下降约 2.54 个百分点，水泥及商品混凝土板块毛利率被进一步压缩，骨料板块毛利率也受到一定冲击、但仍处于相对较高水平。

图表 1 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月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 1—3 月		
	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%	103.45	63.27%	4.58%
商品混凝土	343.21	25.89%	13.98%	277.37	25.83%	13.24%	45.56	27.87%	6.02%
骨料	55.04	4.15%	47.44%	58.39	5.44%	44.06%	8.20	5.01%	24.87%
其他	35.72	2.69%	29.93%	27.33	2.54%	35.74%	6.30	3.85%	51.21%
合计	1325.81	100.00%	16.06%	1073.80	100.00%	16.19%	163.51	100.00%	7.79%

注：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：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

（1）原燃料采购

成本控制能力对于水泥企业有重要影响，其中煤炭采购价格对生产成本影响较大。2023 年，煤炭等主要原燃料价格同比下降，加之石灰石自给率提升，公司成本端压力减小。预计未来一段时期，煤炭价格或将继续下降，但相比 2021 年之前价格依然高企，公司仍面临一定的成本控制压力。

公司生产所需用电除按大工业电价从当地供电公司购买外，截至 2023 年底，公司自身所装备的余热发电可实现约 30% 的自给；煤炭均由外购获得；截至 2023 年底，公司石灰石的自给率约为 81.3%，较上年底上升约 5.6 个百分点。

从采购均价来看，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，煤炭价格高位震荡下行，公司煤炭采购均价同比下降约 20.91%，但相比 2020 年 626.13 元/吨的采购均价，煤炭价格仍处于高位，且适合水泥企业煅烧的优质煤种资源仍较紧缺。电力方面，2023 年公司电力采购数量和价格同比下降，公司通过精准用电、大型设备错峰运行和加强余热发电自给等方式，电力成本有所压缩。石灰石方面，2023 年石灰石价格同比下降，加上公司石灰石自给率提升，采购金额显著下降。

图表 2 • 2022—2023 年公司原材料采购情况

原材料	项目	2022 年	2023 年
煤炭	数量（万吨）	3130.78	2771.75
	金额（亿元）	378.71	265.17
	均价（元/吨）	1209.63	956.70
电	数量（亿千瓦时）	156.43	149.26
	金额（亿元）	90.22	77.47
	均价（元/千瓦时）	0.58	0.52
石灰石	数量（万吨）	7828.89	5672.66
	金额（亿元）	45.37	25.57
	均价（元/吨）	57.96	45.08
石子	数量（万吨）	7502.68	7347.92
	金额（亿元）	67.47	57.32
	均价（元/吨）	89.93	78.01
矿粉	数量（万吨）	438.41	446.95
	金额（亿元）	12.76	9.15
	均价（元/吨）	291.12	204.72

资料来源：公司提供

（2）产销情况

公司产能布局广泛，受局部区域市场影响较小。2023 年受水泥产能减量置换影响，公司水泥产能利用率同比提升，但水泥、熟料和商品混凝土产量同比均有所下降，骨料业务实现一定增长。未来一段时期，预计房地产市场景气度仍较低、基建增速较为稳定，公司水泥产能利用率预计仍将处于低位。

公司产能采用全国化布局，主要分布在全国 25 个省市/自治区，受局部区域市场影响较小。生产方面，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，熟料产能利用率同比有所下降，商品混凝土产能利用率仍处于低位，骨料产能利用率同比显著提升。

图表 3 • 2022—2023 年公司产品产量及产能利用率情况

产品	项目	2022 年	2023 年
水泥	年产能（亿吨）	5.53	5.00
	产量（亿吨）	2.54	2.49
	产能利用率	45.93%	49.84%
熟料	年产能（亿吨）	3.20	3.20
	产量（亿吨）	2.23	2.05
	产能利用率	69.58%	64.06%
商品混凝土	年产能（亿方）	4.03	3.73
	产量（亿方）	0.79	0.77
	产能利用率	19.67%	20.67%
骨料	年产能（亿吨）	2.30	2.20
	产量（亿吨）	1.52	1.88
	产能利用率	66.10%	85.45%

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，2023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）和商品混凝土销量同比下降；公司骨料销量进一步增长，但受宏观经济环境等因素影响，骨料价格同比有所下降，后续仍面临一定的价格波动风险。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。2023年公司新中标的重点工程项目规模较大，预计水泥销量将在未来两年内逐步释放。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，2023年公司进一步加强对商品混凝土应收账款的压降和清收，年末应收账款余额较年初下降12.49%。

图表4 • 2022—2023年公司产品销售情况

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

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）经营效率

2023年，公司经营效率指标有所下降，但仍处于行业中上水平。

2023年，随着行业景气度下行、公司经营业绩下滑，公司主要经营效率指标同比有所下降。与同行业公司相比，公司应收账款周转次数相对较低，主要系公司商品混凝土业务规模较大所致，商品混凝土行业惯例采用账期结算；公司存货周转率处于行业中上水平，总资产周转率表现一般。

图表5 • 2023年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	海螺水泥	冀东水泥	华新水泥
存货周转次数（次）	8.52	10.80	6.71	7.20
应收账款周转次数（次）	3.62	28.10	15.12	18.54
总资产周转次数（次）	0.37	0.58	0.46	0.51

资料来源：Wind

2 未来发展

公司未来发展战略稳健，但仍面临一定的需求和价格波动风险。

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。2024年，公司计划稳健资本开支，降低年末有息债务规模，继续提升基础竞争力、可持续发展能力和运营管控效力。预计2024年，中央一系列刺激政策的生效具有一定滞后效应，水泥行业需求同比仍将有所下降，公司水泥销量降幅可能在2%~5%；供需失衡导致水泥行业竞争格局变化，水泥价格具有一定不确定性，仍面临一定的降价风险；采购端非电行业煤炭资源将有所释放，但优质煤种资源仍然紧缺，预计煤炭价格将进一步下降但仍处于高位。若后续水泥价格跟随煤炭价格继续下行，可能导致公司营业收入同比下降、毛利率仍处于较低水平；若后续水泥价格回升，公司盈利状况将有望改善。

（四）财务方面

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2023年，公司合并范围变更涉及的企业规模相对较小，公司财务数据可比性较高。公司2024年一季报未经审计。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

跟踪期内，公司资产总额小幅增长，资产受限程度低，但受行业上下游不利因素影响，未来公司仍面临一定的应收账款坏账风险、存货跌价风险和商誉减值风险。

截至 2023 年底，公司资产总额较上年末小幅增长，资产结构较上年末变化不大。

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 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	679.33	23.52%	658.94	22.36%	712.18	23.69%
货币资金	107.45	3.72%	146.26	4.96%	173.22	5.76%
应收账款	316.71	10.97%	277.17	9.40%	295.23	9.82%
存货	117.63	4.07%	93.62	3.18%	104.32	3.47%
非流动资产	2209.04	76.48%	2288.28	77.64%	2293.53	76.31%
固定资产	1163.34	40.28%	1162.08	39.43%	1159.28	38.57%
在建工程	146.98	5.09%	201.67	6.84%	208.42	6.93%
无形资产	390.34	13.51%	400.56	13.59%	406.17	13.51%
商誉	264.96	9.17%	264.64	8.98%	264.64	8.80%
资产总额	2888.37	100.00%	2947.22	100.00%	3005.71	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

公司主要资产构成如上表所示。公司货币资金较充裕，但有一定规模的票据池保证金和矿山恢复治理保证金，截至 2023 年底货币资金受限比例为 19.71%；公司固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备，截至 2023 年底成新率为 57.37%，成新率较低；公司在建工程主要为水泥熟料技改和骨料产线及配套，截至 2023 年底在建工程较上年末增长 37.21%，当前建材行业景气度较弱，公司在建工程投资规模增长，存在一定的投资风险；公司无形资产主要为采矿权和土地使用权。

公司面临一定的应收账款回收风险、存货跌价风险以及商誉减值风险。其中，公司应收账款主要来自商品混凝土业务，下游景气度减弱使得回款压力有所上升，截至 2023 年底坏账准备累计计提比例为 17.02%；下游需求减弱导致水泥价格存在下跌风险，截至 2023 年底公司累计计提存货跌价准备 1.08 亿元；公司此前业务扩张时期对部分收购标的定价较高，截至 2023 年底已累计计提商誉减值准备 108.31 亿元。此外，截至 2023 年底，公司其他应收款（合计）69.56 亿元，较上年末增长 84.75%，主要系新增应收业绩承诺补偿款所致。受近两年水泥行业环境影响，公司 2021 年重大资产重组标的未能完成三年业绩承诺，中国建材股份需以股权和现金方式对公司进行补偿。根据减值测试核查结果，公司将以 1 元总价回购中国建材股份应向公司予以补偿的 15.53 亿股股份，并于公司股东大会审议通过后，按照法律规定将对补偿的股份予以注销；同时，中国建材股份须向公司返还前述补偿股份在减值补偿期间，即 2021—2023 年度的相应现金股利 11.09 亿元。业绩承诺资产未实现的净利润金额为 217.92 亿元，根据《业绩承诺补偿协议》的约定，中国建材股份应向公司现金补偿金额为 17.58 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较上年末小幅增长，资产结构变化不大。

截至 2023 年底，公司受限资产账面价值占资产总额的 3.36%，受限比例低。

图表 7 • 截至 2023 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	28.82	19.71%	票据池保证金和矿山恢复治理保证金
固定资产	8.78	0.76%	抵押
无形资产	57.32	14.31%	抵押
应收款项融资	4.01	12.56%	抵押
合计	98.94	3.36%	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

(2) 资本结构

截至 2023 年底，公司所有者权益规模小幅增长，权益稳定性尚可。2024 年一季度公司所有者权益变化不大。

截至 2023 年底，公司所有者权益 1005.42 亿元，较上年底增长 3.33%，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；所有者权益主要由股本（占 8.62%）、资本公积（占 35.59%）、盈余公积（占 5.57%）、未分配利润（占 33.59%）和少数股东权益（占 16.31%）构成，公司权益稳定性尚可。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 996.28 亿元，权益规模和构成较上年底变化不大。

跟踪期内，公司负债总额变化不大，其他应付款中有较大规模的无固定偿还期限的股东借款；公司债务负担处于合理水平，债务结构进一步改善。

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底变化不大；随着公司改善有息债务结构，非流动负债占比较上年底上升 9.96 个百分点。

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 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1341.73	70.05%	1166.77	60.09%	1116.30	55.55%
短期借款	258.75	13.51%	238.49	12.28%	244.92	12.19%
应付账款	312.78	16.33%	298.53	15.37%	271.37	13.50%
其他应付款（合计）	400.55	20.91%	332.37	17.12%	334.40	16.64%
非流动负债	573.62	29.95%	775.03	39.91%	893.13	44.45%
长期借款	391.18	20.42%	623.25	32.10%	741.88	36.92%
应付债券	94.95	4.96%	53.97	2.78%	54.45	2.71%
负债总额	1915.35	100.00%	1941.80	100.00%	2009.43	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。截至 2023 年底，公司短期借款基本为信用借款；随着煤炭价格下降，应付账款较上年底有所减少；其他应付款（合计）较上年底下降 17.02%，主要系股东借款减少所致；长期借款中信用借款占比较高，随着公司银行融资成本的下降，债务结构中长期借款的占比上升；公司的债券发行平台包括公司本部、南方水泥、西南水泥和中联水泥，2024 年公司及其下属公司到期的公开市场债券本金合计 66 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底小幅增长，负债结构中流动负债占比下降 4.54 个百分点。其中，一年内到期的非流动负债较上年底下降 22.22%，长期借款较上年底增长 19.03%，主要系部分债务到期后进行置换所致。

有息债务方面，截至 2023 年底，公司全部债务较上年底小幅增长 4.73%；公司进一步改善债务结构，短期债务较上年底下降 12.37%。截至 2023 年底，公司长期债务占比上升至 66.34%（其他应付款中的股东及实控人借款无固定期限，联合资信将其计入长期债务）。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率较上年底下降 0.43 个百分点，全部债务资本化比率较上年底基本稳定，上述指标分别为 65.89% 和 58.51%。整体来看，公司债务负担和债务期限结构合理。截至 2023 年底，公司综合融资成本约为 2.76%，融资成本很低。

图表 9 • 截至 2023 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
短期借款	238.49	--	--	--	238.49
应付票据	85.15	--	--	--	85.15
一年内到期的非流动负债	133.61	--	--	--	133.61
其他流动负债	20.06	--	--	--	20.06
长期借款	--	208.04	220.12	195.08	623.25
应付债券	--	--	53.97	--	53.97
长期应付款	--	3.18	1.01	--	4.18
其他应付款	--	--	--	259.20	259.20
合计	477.31	211.22	275.10	454.28	1417.91
占比	33.66%	14.90%	19.40%	32.04%	100.00%

注：1. 联合资信对有息债务的统计口径包含应付票据；2. 表中数据剔除了非有息债务性质的部分；其他应付款的股东借款 259.20 亿元无固定到期日，可连续年度滚动借款，联合资信将其调整计入长期债务
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(3) 盈利能力

2023年，公司盈利指标受下游不利因素影响降幅较大，费用控制能力尚可，非经常性损益对利润有一定补充，但公司仍面临一定的减值损失风险。2024年一季度，随着行业环境进一步恶化，公司发生阶段性亏损。考虑到2024年上游煤炭价格和下游水泥销量均有一定下降空间，未来公司盈利能力受水泥价格影响较大。

公司营业总收入分析见经营概况部分。2023年，公司利润总额同比下降51.84%，主要系水泥销售收入下降等因素所致。费用方面，2023年，公司费用总额同比下降7.13%，主要系销售费用随水泥销量下降而减少以及管理费用持续压缩所致；同期，公司期间费用率小幅上升，费用控制能力尚可，但近两年毛利率处于较低水平导致公司利润空间被压缩。

利润构成方面，2023年，公司计提的减值损失规模不大；公司实现其他收益10.38亿元，同比下降7.57%，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；公司实现投资收益1.75亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益，公司合联营企业主要涉及建材和环保业务，2023年投资收益同比下降64.91%，主要系相关行业利润率下行所致。

盈利指标方面，2023年，受下游需求不振等因素影响，公司主要盈利指标同比下降。但与同行业比较，2023年，公司盈利指标整体仍处于行业中上水平。公司盈利指标表现弱于海螺水泥，主要系区域布局和矿山资源配套差异等因素所致。海螺水泥主要沿长江布局，运输成本和矿山成本低，且其财务费用规模很小；公司采用全国化布局，受产能过剩且矿山配套较少的西南和北方等区域影响，盈利指标相对较低。

图表 10 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	海螺水泥	冀东水泥	华新水泥
销售毛利率	16.19%	16.57%	11.78%	26.71%
总资产报酬率	2.33%	5.03%	-2.12%	7.39%
净资产收益率	2.37%	5.65%	-5.04%	9.80%

资料来源：为提升可比性，表中公司及对比公司数据均来自Wind

2024年1—3月，公司利润总额-22.78亿元，发生阶段性亏损，主要系全国水泥市场需求低迷、水泥市场销售价格大幅下降所致。

(4) 现金流

2023年，受上下游环境影响，公司经营活动现金流入和流出额同比均呈下降态势，但净流入额仍能覆盖投资性现金净流出；公司筹资活动现金流持续净流出。2024年一季度，公司经营活动现金流转为小幅净流出，加之持续的投资性资本支出，筹资活动现金流转为净流入。

从经营活动来看，2023年，随着水泥产销量减少，公司经营活动现金流入和流出分别同比下降18.02%和21.63%；公司经营性现金流保持净流入，金额同比增长11.14%，主要系支付的各项税费减少所致。同期，公司现金收入比同比变化不大。

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年，公司投资性现金流仍为净流出，金额同比下降35.86%，资本支出有所减少；公司筹资活动前现金流净额仍为正值。2024年公司计划稳健资本开支，预计公司经营性现金净流入仍将覆盖投资性现金净流出。

从筹资活动来看，2023年，公司筹资性现金流仍为净流出，金额同比下降19.24%，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，公司有息债务规模增速较低，随着利息和股利的支付，筹资性现金流继续表现为净流出。

2024年1—3月，随着水泥销售量价齐跌，公司经营活动现金流转为小幅净流出；公司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较大规模的净流入。

图表 11 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1383.26	1134.04	152.98
经营活动现金流出小计	1230.74	964.52	166.80
经营活动现金流量净额	152.52	169.51	-13.82
投资活动现金流入小计	25.43	18.88	1.05
投资活动现金流出小计	167.75	110.17	35.36
投资活动现金流量净额	-142.32	-91.29	-34.32

筹资活动前现金流量净额	10.21	78.22	-48.13
筹资活动现金流入小计	988.46	912.67	237.93
筹资活动现金流出小计	1040.79	954.93	156.63
筹资活动现金流量净额	-52.34	-42.26	81.30
现金收入比	102.55%	102.21%	90.67%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

受重资产型制造业企业的资产结构和融资特性影响，2023年，公司短期偿债指标表现仍属较弱，长期偿债指标有所下降但仍属良好，融资渠道畅通。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年	2024年3月
短期偿债指标	流动比率	50.63%	56.48%	63.80%
	速动比率	41.86%	48.45%	54.45%
	经营现金/流动负债	11.37%	14.53%	-1.24%
	经营现金/短期债务（倍）	0.28	0.36	-0.03
	现金类资产/短期债务（倍）	0.22	0.33	0.42
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	220.74	180.03	--
	全部债务/EBITDA（倍）	6.13	7.88	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.11	0.12	--
	EBITDA/利息支出（倍）	4.43	4.22	--
	经营现金/利息支出（倍）	3.06	3.97	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

从偿债指标来看，跟踪期内，公司短期偿债指标表现仍较弱，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；2023年，公司长期偿债指标受利润规模下降的影响而有所减弱，但仍属良好。

银行授信方面，截至2023年底，公司获得的金融机构（含财务公司）授信额度合计2050.55亿元，其中尚未使用的额度1014.73亿元，授信额度充裕。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

对外担保方面，截至2023年底，联合资信未发现公司存在对外担保。

未决诉讼方面，截至2023年底，西南水泥作为被告的股权转让纠纷案件标的金额约44.33亿元，案件主要系西南水泥认定所收购的公司存在夸大产能、隐瞒债务等违约事项而未支付全部股权转让价款所致，案件仍在审理阶段。

3 公司本部主要变化情况

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，权益结构稳定性高，后续公司拟更加侧重以公司本部作为融资主体进行融资活动，以减轻下属公司债务压力。

随着公司逐步重组整合，截至2023年底，公司本部资产总额和负债总额较上年底分别增长19.80%和58.41%。截至2023年底，公司本部资产总额1266.09亿元，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63.40亿元，占合并口径货币资金的43.35%，公司对货币资金进行集中化管理，本部货币资金充裕。

截至2023年底，公司本部负债总额452.19亿元，主要由其他应付款和有息债务构成；公司本部全部债务221.55亿元，较上年底增长70.96%，大部分为长期债务，资产负债率和全部债务资本化比率分别为35.72%和21.40%，现金短期债务比为5.80倍，本部债务负担很轻。未来公司拟更加侧重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2023年底，公司本部所有者权益813.90亿元，主要由资本公积构成，权益结构稳定性高。

公司本部主要承担管理职能，收入规模不大。2023年，随着投资收益增加，公司本部利润总额为38.39亿元，同比增长21.27%。

（五）ESG 方面

2023 年，公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为央企的社会责任，ESG 表现较好。

环境方面，截至 2023 年底，公司下属公司拥有绿色建材认证的累计 143 家，公司拥有国家级绿色矿山累计 38 座、省级绿色矿山 98 座、智能工厂 26 家、数字化矿山 15 座。2023 年，公司环保总投入 16.66 亿元，同比增长 14.47%；温室气体排放总量 1.67 亿吨，同比下降 11.5%；熟料单位产品综合能耗 106.37 千克，同比有所下降。

社会责任方面，公司为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人，解决就业超过 6 万人。公司构建了较为全面的人才培养机制，2023 年员工人均受训时长 35.23 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，2023 年公司披露的客户满意度综合得分为 9.73 分，覆盖率为 94.8%。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，2023 年安全生产投入 10.05 亿元。2023 年公司研发投入 31.69 亿元，截至 2023 年底研发人员数量 9481 人，公司技术创新优势很强。公司积极响应政府政策，截至 2023 年底乡村振兴定点帮扶县 5 个、产业振兴项目 2 个，2023 年公司公益总投入金额（含物资捐赠）4967 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。

六、外部支持

公司控股股东支持能力很强，2023 年，控股股东在资金拆借等方面仍为公司提供了大力支持。

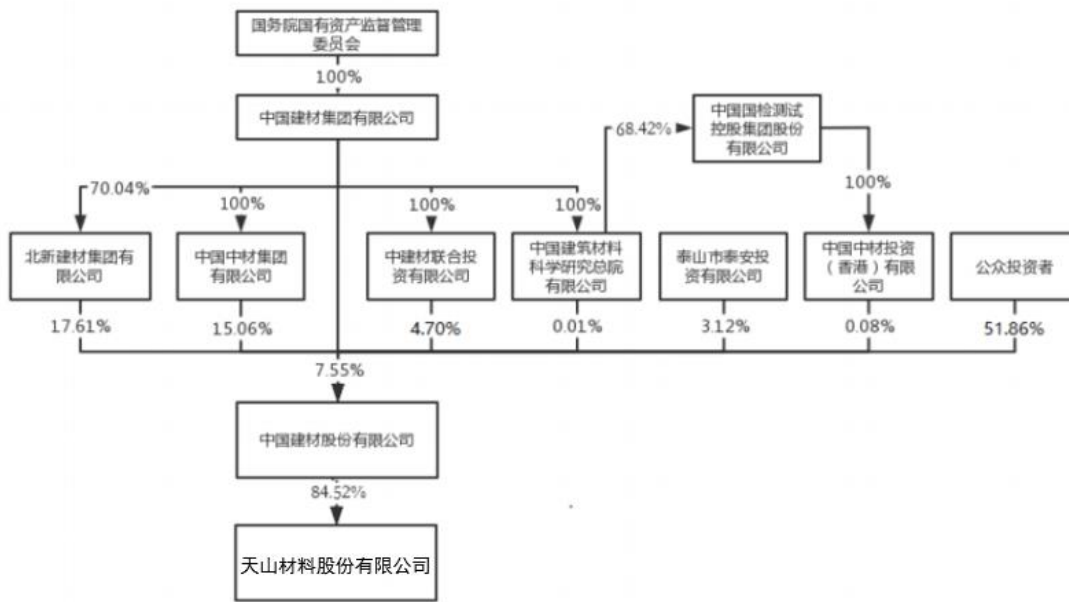
公司控股股东中国建材股份为央企子公司，其水泥产品、石膏板和风机叶片等核心产品产能居于世界第一位。截至 2024 年 3 月底，中国建材股份资产总额 5032.40 亿元，所有者权益 1935.53 亿元；2023 年，中国建材股份营业总收入 2158.78 亿元，利润总额 123.67 亿元。中国建材股份资本实力雄厚，支持能力很强。

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 2023 年底，中国建材股份向公司提供 257.98 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。

七、跟踪评级结论

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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

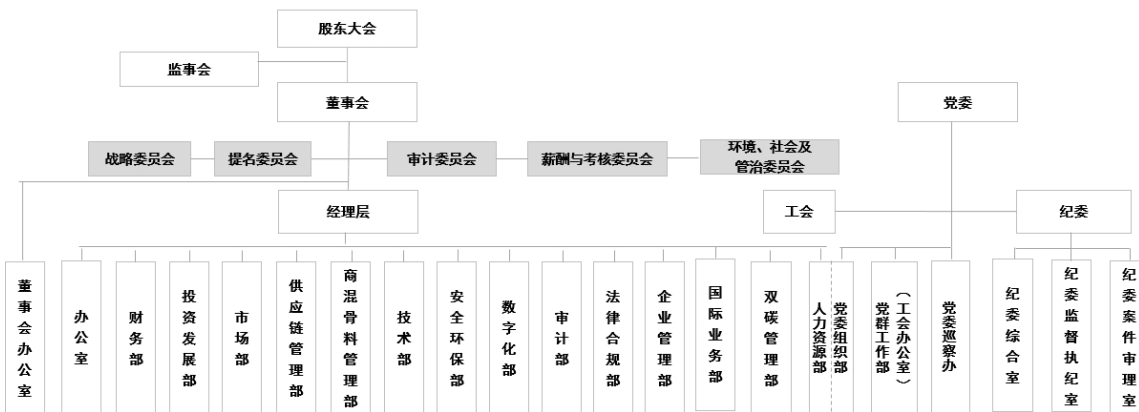
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



注：公司为上市公司，其他投资者合计持有公司 15.48% 股份
资料来源：公司年报

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）

天山材料组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 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	80.00	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	50.00	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

注：截至本报告出具日，中国联合水泥集团有限公司的注册资本金已变更为 100.00 亿元
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	157.06	119.11	157.56	184.71
应收账款（亿元）	329.30	316.71	277.17	295.23
其他应收款（合计）（亿元）	35.29	37.65	69.56	64.15
存货（亿元）	100.60	117.63	93.62	104.32
长期股权投资（亿元）	124.91	117.75	118.77	118.07
固定资产（亿元）	1125.13	1163.33	1162.08	1159.28
在建工程（合计）（亿元）	125.79	146.98	201.67	208.42
资产总额（亿元）	2850.60	2888.37	2947.22	3005.71
实收资本（亿元）	83.49	86.63	86.63	86.63
少数股东权益（亿元）	153.73	154.93	163.95	173.21
所有者权益（亿元）	913.20	973.02	1005.42	996.28
短期债务（亿元）	610.04	544.71	477.32	/
长期债务（亿元）	705.78	809.11	940.60	/
全部债务（亿元）	1315.82	1353.81	1417.91	/
营业总收入（亿元）	1699.79	1325.81	1073.80	163.51
营业成本（亿元）	1275.89	1112.88	899.94	150.77
其他收益（亿元）	12.56	11.23	10.38	1.52
利润总额（亿元）	207.77	64.12	30.88	-22.78
EBITDA（亿元）	357.01	220.74	180.03	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1769.62	1359.64	1097.56	148.26
经营活动现金流入小计（亿元）	1797.72	1383.26	1134.04	152.98
经营活动现金流量净额（亿元）	284.25	152.52	169.51	-13.82
投资活动现金流量净额（亿元）	-193.13	-142.32	-91.29	-34.32
筹资活动现金流量净额（亿元）	-96.26	-52.34	-42.26	81.30
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.51	3.41	3.16	--
存货周转次数（次）	13.20	10.20	8.52	--
总资产周转次数（次）	0.63	0.46	0.37	--
现金收入比（%）	104.11	102.55	102.21	90.67
营业利润率（%）	23.64	14.22	13.91	5.14
总资本收益率（%）	8.89	4.22	2.46	--
净资产收益率（%）	16.34	5.21	2.00	--
长期债务资本化比率（%）	43.59	45.40	48.33	/
全部债务资本化比率（%）	59.03	58.18	58.51	/
资产负债率（%）	67.96	66.31	65.89	66.85
流动比率（%）	52.21	50.63	56.48	63.80
速动比率（%）	45.03	41.86	48.45	54.45
经营现金流动负债比（%）	20.29	11.37	14.53	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.22	0.33	/
EBITDA 利息倍数（倍）	7.07	4.43	4.22	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.69	6.13	7.88	--

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. 2024 年一季度财务报表未经审计，“/”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

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	13.03	33.80	64.28
应收账款（亿元）	0.00	0.00	2.82
其他应收款（合计）（亿元）	21.13	141.86	216.84
存货（亿元）	0.32	0.71	0.96
长期股权投资（亿元）	734.20	861.08	960.97
固定资产（合计）（亿元）	10.71	9.93	9.64
在建工程（合计）（亿元）	0.25	0.47	1.04
资产总额（亿元）	784.33	1056.80	1266.09
实收资本（亿元）	83.49	86.63	86.63
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	731.51	771.35	813.90
短期债务（亿元）	9.55	9.49	11.09
长期债务（亿元）	33.68	120.10	210.46
全部债务（亿元）	43.23	129.59	221.55
营业总收入（亿元）	4.05	3.97	6.94
营业成本（亿元）	3.12	3.24	4.62
其他收益（亿元）	0.05	0.03	0.16
利润总额（亿元）	11.24	31.65	38.39
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	12.10	9.69	11.91
经营活动现金流入小计（亿元）	60.55	13.72	14.97
经营活动现金流量净额（亿元）	13.87	-1.91	-3.83
投资活动现金流量净额（亿元）	-38.73	19.69	-203.21
筹资活动现金流量净额（亿元）	28.09	3.95	234.50
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.01	0.74	1.14
存货周转次数（次）	9.09	6.29	5.54
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.01
现金收入比（%）	299.17	244.02	171.52
营业利润率（%）	19.88	11.03	31.28
总资本收益率（%）	1.53	3.76	4.64
净资产收益率（%）	1.54	4.11	4.72
长期债务资本化比率（%）	4.40	13.47	20.55
全部债务资本化比率（%）	5.58	14.38	21.40
资产负债率（%）	6.74	27.01	35.72
流动比率（%）	220.45	112.51	119.97
速动比率（%）	218.58	112.08	119.57
经营现金流动负债比（%）	80.86	-1.17	-1.60
现金短期债务比（倍）	1.36	3.56	5.80
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：公司本部有息债务数据未经调整；“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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)
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	
总资产收益率	(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