

金隅冀东水泥集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

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〕3016号

联合资信评估股份有限公司通过对金隅冀东水泥集团股份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，确定维持金隅冀东水泥集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“冀东转债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年五月二十二日

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唐山冀东水泥股份有限公司（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、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。

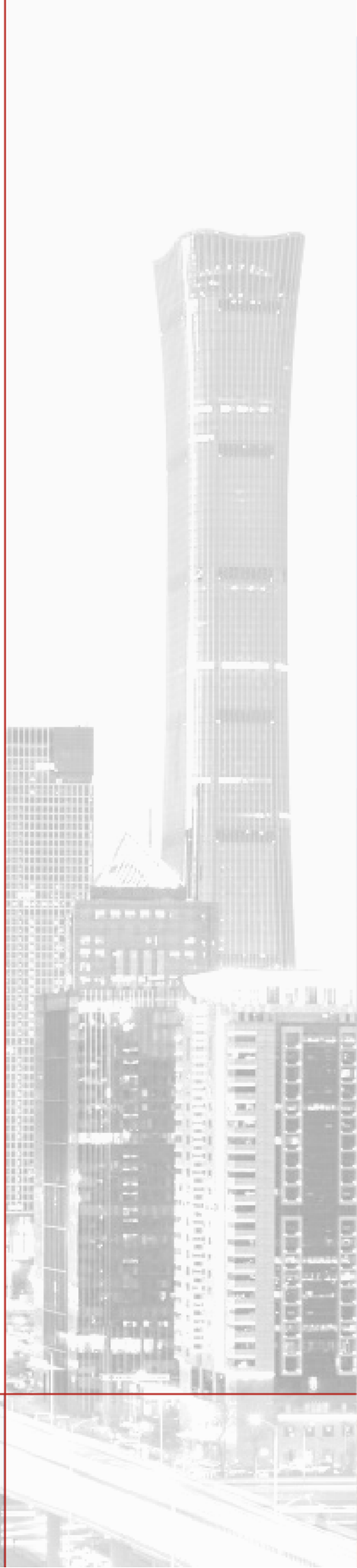
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



金隅冀东水泥集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 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
金隅冀东水泥集团股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/05/22
冀东转债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，金隅冀东水泥集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为国有大型水泥企业集团，在行业地位与区域竞争力方面优势显著：熟料产能位居全国前列，在京津冀地区市场占有率超 50%。但受行业供需失衡、布局区域停产周期长影响，公司水泥产能利用率仍处于行业较低水平，经营效率一般。财务方面，公司债务负担适中，短期债务规模较大且信用债融资占比高；2025 年，受水泥量价齐跌影响，公司营业总收入继续下降，但得益于煤炭采购价格下降及骨料等高毛利业务收入占比提升，公司实现扭亏。整体看，公司盈利能力仍弱，对非经常性损益及成本端压降依赖度较高。同期，公司经营性活动现金流继续净流入，可覆盖投资支出。考虑到公司股东背景雄厚，在业务协同、融资及资金方面的重要支持，以及公司通畅的融资渠道，整体偿债能力非常强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司控股股东金隅集团为公司在业务协同、融资及资金方面提供了重要的支持，公司融资渠道畅通，综合融资成本处于较低水平；截至 2025 年底，公司从金隅集团及其北京金隅财务有限公司（以下简称“财务公司”）取得拆入资金余额为 14.84 亿元。同时，公司作为金隅集团旗下重要的水泥板块经营主体，在采购协同、品牌背书等方面持续受益。北京市国资委作为最终实际控制人，其雄厚的财政实力为公司提供了隐性信用背书。

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，水泥行业供需宽松问题依然严峻，预计未来水泥行业供需宽松将持续，行业竞争激烈。但考虑到公司作为大型龙头水泥企业，在华北区域竞争优势明显，同时其控股股东金隅集团在业务、融资及资金方面可为公司提供持续支持，公司对债务的保障能力将维持在很强水平。虽然公司 2026 年一季度亏损，考虑到一季度为传统淡季，季节性亏损对全年偿债能力影响有限。公司的评级展望为稳定。

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：公司实际控制人发生变更或股东支持力度下降，对公司经营及融资负面影响大；水泥行业景气度显著下降，公司业务规模明显下降，盈利能力大幅弱化。

优势

- **股东给予公司强有力支持。**金隅集团是北京国有资本运营管理有限公司控股的大型国有企业之一，资本实力雄厚。公司作为金隅集团旗下重要的水泥板块经营主体，在业务协同、融资及资金等方面获得支持。受益于金隅集团的资信支持，2025 年，财务公司给予公司 70.00 亿元授信额度，贷款利率为 2.11%。截至 2025 年底，公司从金隅集团及财务公司取得拆入资金余额为 14.84 亿元。此外，北京市国资委作为最终实际控制人，为公司提供了较强的隐性信用背书。
- **公司在华北区域内竞争优势明显。**公司是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一，水泥产能位列国内水泥制造企业第 3 名。截至 2025 年底，公司熟料、水泥和骨料年产能分别为 0.92 亿吨、1.8 亿吨和 0.97 亿吨，在京津冀地区市场占有率仍超过 50%，华北区域优势明显。
- **公司权益稳定性较高，经营活动净现金流持续净流入，融资渠道畅通，综合融资成本较低。**截至 2025 年底，公司所有者权益中股本及资本公积规模较大，权益稳定性较高；公司未使用的银行授信额度充足，且作为上市公司直接融资渠道畅通，综合融资成本处于较低水平。2025 年公司经营活动净现金流保持净流入状态。

关注

- **公司销售区域较为集中，易受区域市场经济景气度及政策影响。**公司销售收入主要来源于华北区域，2025 年华北区域收入占比 71.05%，区域集中度高。华北地区尤其是京津冀区域的基建投资增速、房地产景气度及环保政策变化，对公司经营业绩影响重大。近年来区域内房地产行业持续调整，叠加环保限产政策趋严，公司面临较大的区域经济波动风险。
- **水泥产能利用率处于较低水平，经营效率有待提升。**近年来水泥行业供需宽松问题依然严峻，公司市场区域主要位于华北、西北及东北区域，生产线停产时间较长，叠加区域内房地产行业景气度继续下行，环保、减能增效压力进一步加大影响，行业仍处于供需失衡状态，公司水泥产能利用率持续下降，仍处于较低水平。产能利用率不足导致折旧摊销压力加大，同时形成了较大规模停工损失。
- **公司盈利能力仍弱。**处于周期性行业下行期，2025 年，水泥销售价格下降导致公司营业总收入下降；2025 年虽然实现扭亏，主要得益于煤炭采购价格下降及高毛利骨料业务收入占比提升，主营业务盈利能力仍弱。2026 年一季度，公司收入和盈利同比下降，单季出现亏损（利润总额-11.04 亿元）。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 水泥企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 水泥企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	企业管理	1
			经营分析	3
			基础素质	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	5
			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
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明: 公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动

外部支持变动说明: 公司外部支持调整情况较上次评级未发生变动

评级模型使用说明: 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

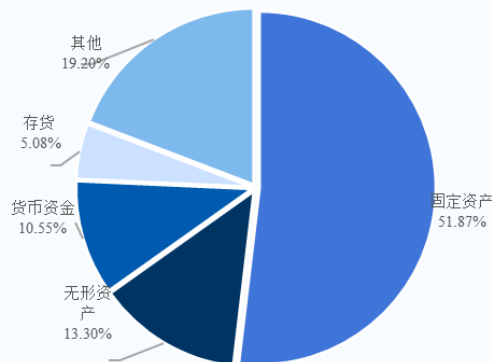
项目	合并口径			
	2023年	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产(亿元)	72.44	76.63	66.73	66.93
资产总额(亿元)	603.86	593.14	573.25	574.25
所有者权益(亿元)	310.48	292.59	295.85	284.89
短期债务(亿元)	89.78	91.87	103.99	112.16
长期债务(亿元)	123.02	121.35	101.52	104.98
全部债务(亿元)	212.80	213.22	205.51	217.14
营业总收入(亿元)	282.35	252.87	245.01	30.14
利润总额(亿元)	-18.65	-8.96	6.26	-11.04
EBITDA(亿元)	26.76	35.69	45.16	--
经营性净现金流(亿元)	29.80	31.81	33.51	-6.43
营业利润率(%)	9.93	15.85	19.61	0.48
净资产收益率(%)	-5.54	-3.88	0.43	--
资产负债率(%)	48.58	50.67	48.39	50.39
全部债务资本化比率(%)	40.67	42.15	40.99	43.25
流动比率(%)	90.60	88.83	84.20	83.60
经营现金流动负债比(%)	19.16	19.67	21.31	--
现金短期债务比(倍)	0.81	0.83	0.64	0.60
EBITDA利息倍数(倍)	3.84	5.52	8.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.95	5.97	4.55	--

项目	母公司口径			
	2023年	2024年	2025年	2026年3月
资产总额(亿元)	621.39	620.57	605.18	/
所有者权益(亿元)	372.82	372.26	371.34	/
全部债务(亿元)	182.09	167.06	157.23	/
营业总收入(亿元)	101.05	82.25	69.75	/
利润总额(亿元)	13.37	1.07	3.84	/
资产负债率(%)	40.00	40.01	38.64	/
全部债务资本化比率(%)	32.81	30.98	29.75	/
流动比率(%)	194.64	170.29	146.49	/
经营现金流动负债比(%)	5.64	6.53	0.09	/

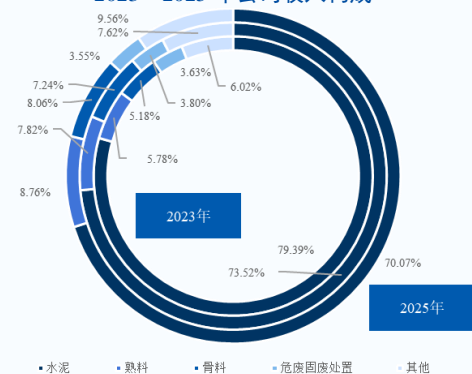
注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司2023-2025年末合并口径其他应付款和长期应付款中的有息部分计入相关债务指标核算; 未获取2026年3月末债务调整相关数据; 未对母公司债务数据进行调整; 4. 本报告2024年和2025年财务数据均为期末数据, 2023年财务数据为2024年审计报告中的期初余额/上年数据, 公司2026年一季度财务数据未经审计, 相关指标未予年化; 5. “/”表示指标未获取, “--”表示指标无意义或不适用

资料来源: 联合资信根据公司财务报告和提供数据整理

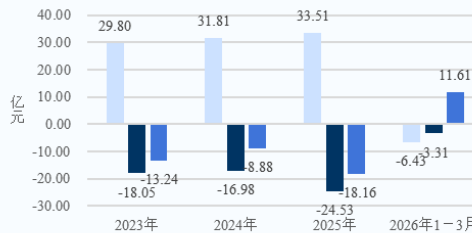
2025年末公司资产构成



2023-2025年公司收入构成

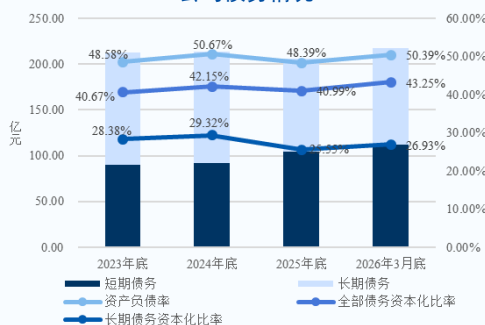


公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

公司债务情况



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
冀东转债	28.20 亿元	17.76 亿元	2026/11/05	转股价格向下修正条款

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公开发行可转换公司债券
 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
冀东转债	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/23	宋莹莹 张超	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
冀东转债	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/04/22	王文燕 樊 思	水泥企业信用评级方法 水泥企业主体信用评级模型（打分表）	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：李敬云 lijingyun@lhratings.com

项目组成员：孙长征 suncz@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”）关于金隅冀东水泥集团股份有限公司（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

公司原名为唐山冀东水泥股份有限公司，前身是成立于1981年的河北省冀东水泥厂，1996年6月，公司在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“冀东水泥”，证券代码“000401.SZ”。2016年5月，公司、北京金隅集团股份有限公司（以下简称“金隅集团”）和冀东发展集团有限责任公司（以下简称“冀东集团”）进行战略重组，冀东集团成为金隅集团控股子公司，公司实际控制人变更为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。2021年11月3日，公司向金隅集团非公开发行约10.66亿股股份，直接控股股东由冀东集团变更为金隅集团。2025年9月，公司变更为现名，股票简称变更为“金隅冀东”。截至2026年3月底，公司注册资本和实收资本均为26.58亿元，金隅集团为公司控股股东，直接持有公司股权比例为44.34%，通过冀东集团间接持有公司股权比例为17.22%，公司实际控制人为北京市国资委（详见附件1-1）。

公司是中国大型水泥企业之一，主营业务为水泥的生产和销售，按照联合资信行业分类标准划分为水泥行业。

截至2025年底，公司设有科技创新与绿色低碳部、审计部、财务资金部和生产技术中心等职能部门（详见附件1-2）。

截至2025年底，公司合并资产总额573.25亿元，所有者权益295.85亿元（含少数股东权益20.23亿元）；2025年，公司实现营业总收入245.01亿元，利润总额6.26亿元。

截至2026年3月底，公司合并资产总额574.25亿元，所有者权益284.89亿元（含少数股东权益19.51亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入30.14亿元，利润总额-11.04亿元。

公司注册地址：河北省唐山市丰润区林荫路；法定代表人：刘宇。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2026年4月底，公司由联合资信评级的存续公开发行公司债券共计5只，余额51.16亿元，募集资金均已按指定用途使用，其中“冀东转债”初始转股价格为15.78元/股，经历次转股价格调整，最新转股价格为13.01元/股，转股期为2021年5月11日至2026年11月4日；“冀东转债”“21冀东01”“21冀东02”“24冀东01”及“24冀东02”均已在付息日正常付息。

图表1·截至2026年4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
冀东转债	28.20	17.76	2020/11/05	6年
21冀东01	10.00	7.85	2021/06/11	5（3+2）年
21冀东02	10.00	5.55	2021/10/13	5（3+2）年
24冀东01	10.00	10.00	2024/04/22	5（3+2）年
24冀东02	10.00	10.00	2024/09/20	5（3+2）年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要

挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造业、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察年报（2025 年 12 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 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司继续保持明显规模优势及区位优势，在京津冀地区市场占有率较高，华北区域优势明显；受布局区域产周期长影响，公司经营效率较为一般，水泥产能利用率处于较低水平；公司拥有一定资源优势，石灰石自给率尚可，拥有一定电力自供能力；公司持续延伸产业链，骨料产能规模和收入持续增长；公司整体竞争实力较强。

行业地位方面，公司是国家重点支持水泥工业结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一、中国北方最大的水泥生产厂商，水泥产能位列《2025 年中国水泥熟料产能百强榜 TOP100》第三名。截至 2025 年底，公司熟料年产能 0.92 亿吨（按置换新规核算备案年产能），水泥年产能 1.8 亿吨，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 13 个省、自治区、直辖市及南非北部地区，主要布局于京津冀、山西和陕西等地。根据水泥网披露数据，公司在京津冀地区市场占有率超过 50%，在山西和陕西等地市场占有率亦尚可，华北区域竞争优势明显。公司产品以通用水泥为主，并持续加大创新水泥产品生产，2025 年公司特种水泥及定制化水泥等全年累计销量 1039.40 万吨，同比提升 27.57%，占公司当年水泥销量的 13.40%。

经营效率方面，2025 年，公司熟料和水泥产能利用率分别为 66.61%和 40.49%。根据中国水泥协会信息研究中心统计，预计 2025 年水泥行业水泥熟料产能利用率约为 53%-54%，因公司主要布局区域为北方区域，采暖季水泥市场需求低，此外错峰停产、环保限产及自律停产周期长，致使公司水泥产能利用率处于行业较低水平，经营效率较为一般；且停工损失规模较大。

原材料及动力自供方面，截至 2025 年底，公司已获得石灰石资源 41.66 亿吨以及建筑石料用灰岩和白云岩 5.11 亿吨，公司拥有 70 项石灰石矿采矿权，平均剩余期限为 38 年，2025 年公司石灰石自给比例为 86.60%，虽然低于天山材料股份有限公司、华新建材集团股份有限公司和安徽海螺水泥股份有限公司¹，但超过 80%的石灰石自给率有利于公司控制原材料成本及供应稳定性。截至 2025 年底，公司余热发电机组装机容量 611.17 兆瓦，2025 年利用余热发电 17.07 亿千瓦时，同比较稳定；公司余热发电约占总用电量的 22.09%。

¹ 根据公开数据，截至 2023 年底，安徽海螺水泥股份有限公司石灰石自给率为 98%；截至 2024 年底，天山材料股份有限公司和华新建材集团股份有限公司石灰石自给率分别为 87.81%和 97%。

产业协同方面，公司持续拓展水泥上下游产业链，扩大公司骨料产能，截至 2025 年底，公司骨料产能为 9720 万吨/年，危固废处置能力 558 万吨/年，预拌混凝土产能 1080 万立方米/年。2025 年，公司骨料收入继续增长，且毛利率处于很高水平，对公司收入及盈利均提供一定补充。

2 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（统一社会信用代码：91130200104364503X），截至 2026 年 4 月 13 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。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。

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

（二）管理水平

跟踪期内公司高管和董事有所变动，但未对正常生产经营造成重大影响，经营管理状况稳定。2025 年 8 月，公司取消监事会，由董事会审计与风险委员会行使相关职权。

图表 2 • 公司董事及高级管理人员变动情况

姓名	担任职务	变化类型	日期	原因
王向东	董事	离任	2025 年 03 月 24 日	工作调动
朱岩	董事	离任	2025 年 07 月 14 日	工作调动
周成耀	董事	被选举	2025 年 08 月 27 日	工作调动
丁培和	董事	被选举	2025 年 08 月 27 日	工作调动
姜雨生	职工董事	被选举	2025 年 08 月 27 日	工作调动
任前进	董事	离任	2025 年 10 月 11 日	工作调动
葛栋	副董事长	被选举	2025 年 10 月 28 日	工作调动
姜雨生	职工董事	离任	2025 年 12 月 31 日	工作调动
高荣科	职工董事	被选举	2025 年 12 月 31 日	工作调动
任前进	副经理、董事会秘书	解聘	2025 年 12 月 31 日	工作调动
许利	副经理	解聘	2025 年 12 月 31 日	工作调动
李晶	副经理	聘任	2025 年 12 月 31 日	工作调动
胡斌	副经理	聘任	2025 年 12 月 31 日	工作调动
薛峥	董事会秘书	聘任	2025 年 12 月 31 日	工作调动

资料来源：公司年报，联合资信整理

（三）经营方面

1 经营概况

2025 年，公司收入仍主要来自水泥板块，受水泥业务量价齐跌影响，公司营业总收入同比下降；综合毛利率因水泥熟料生产成本下降幅度大于水泥熟料销售价格下降幅度影响而同比增长。

公司主要从事水泥及熟料的生产和销售，其中熟料主要用于水泥生产，对外销售比例较小。

图表 3 • 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	224.15	79.39%	9.43%	185.91	73.52%	16.43%	171.67	70.07%	20.78%

熟料	16.33	5.78%	1.46%	19.78	7.82%	10.67%	21.46	8.76%	21.71%
骨料	14.61	5.18%	45.21%	18.31	7.24%	44.28%	19.76	8.06%	43.26%
危废固废处置	10.24	3.63%	35.05%	9.62	3.80%	31.15%	8.71	3.55%	27.89%
其他	17.02	6.02%	9.92%	19.25	7.62%	10.51%	23.42	9.56%	12.51%
合计	282.35	100.00%	11.78%	252.87	100.00%	18.10%	245.01	100.00%	22.14%

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：公司提供

2025 年，水泥销售价格和销量下降影响水泥业务收入，致使公司营业总收入同比下降。从收入构成看，公司各板块收入构成较稳定，水泥和熟料业务的收入占公司营业总收入的比重约为 80%；受骨料产能规模持续增长影响，骨料收入及收入占比有所增长；其他收入主要为运输及矿渣粉收入等。2025 年，公司综合毛利率同比上升，主要系煤炭及石灰石采购价格持续下降致使吨熟料及吨水泥生产成本持续下降，且降幅大于水泥熟料销售价格降幅所致。其中，公司骨料业务均为自有矿山，成本可控，但随着环环保安全要求趋严，公司在安环合规方面投入增加，叠加骨料销售价格下降，骨料业务毛利率小幅下降但处于较高水平。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 30.14 亿元，同比下降 22.76%；综合毛利率 4.28%，同比下降 4.18 个百分点，主要系水泥销售价格下降，水泥熟料盈利空间下降所致。

2 业务经营分析

(1) 水泥生产

2025 年，公司水泥产能保持稳定，熟料产能有所下降，骨料产能继续增长。受行业整体供需宽松、布局区域停产周期长以及下游需求疲软等因素影响，公司水泥和熟料产量继续下降，产能利用率处于较低水平。

产能方面，公司水泥生产线布局覆盖 13 个省、自治区、直辖市，主要布局在京津冀区域。2025 年，公司水泥产能保持稳定，主要系淘汰低效产能同时，公司于 2025 年收购了辽宁恒威水泥集团有限公司所致；2025 年熟料产能下降幅度较大，主要系公司按工信部最新要求按备案口径统计所致；公司加速推进骨料生产线布局，骨料产能继续增长。

图表 4 • 公司水泥产能及利用情况（单位：万吨/年、万吨）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
水泥	17600	8653	53.29%	18023	7540	45.85%	18000	7289	40.49%
熟料	11000	6839	67.68%	10840	6133	62.07%	9200	6129	66.61%
骨料	7200	/	57.59%	8370	5435	64.93%	9720	6295	64.77%

注：上表中产量为公司业务口径统计，2023 年和 2024 年产能为生产线设计产能，2025 年按工信部最新要求调整为备案产能；2023 年和 2024 年产能利用率不等于产量/产能，主要系公司计算产能利用率时考虑了相关停工天数，因而降低了有效产能规模；2025 年公司未单独统计水泥与熟料有效产能规模，因此产能利用率直接由产量/产能计算；公司未公开披露 2023 年骨料产量，产能利用率和设计产能倒推，产量约为 4146 万吨
资料来源：公司提供

产量及产能利用率方面，2025 年，受行业需求疲弱，供需失衡影响，公司布局区域的行业环保限产及自律停产时长增加，公司生产线停产时间增加，公司水泥和熟料产量同比下降，产能利用率处于较低水平。

(2) 原材料采购

2025 年，公司原材料及煤炭采购价格继续下降，水泥和熟料单位生产成本继续走低。考虑到煤炭市场供需关系及国际能源价格波动影响，煤炭价格存在上涨可能性，公司面临成本控制压力。

水泥生产的主要原材料是石灰石，主要能源是煤炭和电力。

图表 5 • 公司主要采购价格及采购量

原材料	项目	2023 年	2024 年	2025 年
煤炭	采购量（万吨）	857.00	769.00	736.62
	采购均价（元/吨）	913.00	767.00	615.20
石灰石	采购量（万吨）	1560.90	1498.00	1411.00
	采购均价（元/吨）	51.30	46.36	44.41
外购电力	采购量（亿千瓦时）	58.43	52.77	50.62
	采购均价（元/千瓦时）	0.57	0.56	0.55

资料来源：公司提供

石灰石采购方面，2025 年，公司石灰石自给率达到 86.60%，由于环保政策、区域储量限制及部分地区安全要求的影响，公司仍存在一定外购石灰石需求。2025 年，公司石灰石外购规模继续下降，主要系产量下降所致。

煤炭采购方面，公司与大型煤炭生产企业建立战略合作关系，主要供应商持续向大型央企/国企延伸，煤炭采购价格主要参考市场化煤炭销售价格，煤炭长期保供协议规模较小（约占煤炭采购额的 8%）。2025 年，受熟料和水泥产量下降影响，公司煤炭采购量继续下降，公司煤炭全部由外购取得，煤炭价格继续下降。

电力采购方面，2025 年，受产量下降影响，公司电力采购量继续下降，采购价格继续下降。公司与大型电厂建立了战略合作关系，为缓解电力成本压力，公司为部分生产线配备了余热发电系统，2025 年，公司余热发电产生电量占公司用电总量的 22.09%，有效降低了电力成本。

受原材料及原燃料采购价格降低影响，2025 年，公司水泥及熟料的单位生产成本均继续下降，已低于 2021 年²之前水平。受煤炭市场供需关系及国际能源价格波动影响，煤炭市场价格存在价格中枢上移可能性。

图表 6 • 水泥和熟料单位成本（单位：元/吨）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
吨熟料成本	232.85	197.83	175.07
吨水泥成本	235.16	206.06	184.21

注：单位成本=水泥或熟料营业成本/销量
资料来源：公司提供

（3）水泥销售

跟踪期内，水泥行业呈完全竞争格局态势，国内供需宽松，区域分割明显；公司产品区域优势显著，华北地区为公司主要销售市场，但布局区域较为集中，易受当地市场经济景气度及政策影响。2025 年，公司水泥销量及销售价格均继续下降，熟料销售价格继续下降。预计短期内，水泥下游需求维持下行趋势，公司水泥销量或将继续下降。

销售模式方面，公司生产的水泥、水泥熟料及其他相关产品主要通过公司下属营销公司进行营销及销售工作，销售模式以直销为主（占比约为 53.10%），分销为辅。公司下属营销公司采取“统一调配，区域具体分管、资源共享、区域联动”的销售模式，充分调动各销售区域的资源，确保重点工程的中标。结算方面，直销客户大部分采用现款结算，对个别合作时间长、信用良好的客户或国家重点工程客户，给予一定的信用期或周转量，小部分采用赊销方式（约 1~2 个月账期）。经销客户全部为现款结算。

按客户类型分类，公司客户群体以重点工程及基建为主，房地产和农村市场为辅，2025 年，重点工程及基建、房地产和农村市场占比分别为 50.39%、24.43%和 25.18%。从区域来看，公司水泥产品销售主要面向华北地区、东北地区和西北地区（陕西）等地区，2025 年华北地区为最大销售区域，近年来占比保持在 70%以上。公司在雄安新区工程方面市场占有率保持高水平，2025 年为新区建设提供水泥 230 万吨，在雄安新区的市场占有率约为 80%，保持很强的区域竞争优势。

图表 7 • 2025 年公司分区域营业总收入划分情况（单位：亿元）

区域	收入	收入占比	毛利率	收入同比增减	毛利率同比增减
华北（北京、天津、河北、山西、内蒙）	174.07	71.05%	20.66%	-4.13%	上升 4.66 个百分点
西北（陕西）	19.25	7.86%	29.27%	-20.54%	下降 2.86 个百分点
东北（辽宁、吉林、黑龙江）	25.05	10.22%	35.16%	10.10%	上升 4.37 个百分点
西南（重庆）	11.53	4.71%	17.72%	-4.85%	上升 7.26 个百分点
华中（河南）	6.75	2.75%	12.31%	4.20%	上升 4.69 个百分点
其他（湖南、山东）	8.36	3.41%	11.41%	46.18%	上升 0.38 个百分点
合计	245.01	100.00%	22.14%	-3.11%	上升 4.04 个百分点

注：上表中销量为公司业务口径统计
资料来源：公司提供

2025 年，受水泥需求疲软影响，水泥销售量和销售均价均继续下降；熟料销售均价持续下降，主要系水泥销量释放不足，熟料库存压力增加，公司加大熟料外销，熟料销售量保持增长。产销率方面，公司采用以销定产模式，水泥产销率保持较高水平；公司生产熟料主要为自用，外售规模较小。2025 年公司前五大客户的销售额合计为 25.47 亿元，占年度销售总额比例为 10.40%，前五大客户销售额中关联方销售额占年度销售总额的 5.26%，关联方系控股股东金隅集团。公司销售集中度保持较低水平。

² 2019 年和 2020 年公司吨水泥成本分别为 183.41 元/吨和 199.37 元/吨

图表 8 • 公司水泥熟料销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年
水泥	销售量	8633	7547	7332
	产销率	99.77%	100.09%	100.98%
	销售均价	260	246	234
熟料	销售量	691	893	1013
	销售均价	236	221	212

注：上表中销量为公司业务口径统计
资料来源：公司提供

3 未来发展

公司将继续立足水泥产业持续发展，发展计划较为可行。

未来，公司将以稳经营、促转型、强管理为核心方向，制定三方面实施举措：①提升经营质效。市场端，持续优化行业生态，推进统一市场建设，深化“水泥+”业务融合，释放产业链协同价值。创新营销模式，从单一产品供给转向综合解决方案输出，增强差异化竞争力；优化渠道与产品结构，提高新产品、新材料市场占有率及价值贡献。成本端，坚持成本管控导向，实施全链条降本增效。依托规模优势推进跨区域集中采购；通过精益生产与数字化手段优化工艺流程，降低生产、物流及管理成本。运营端，健全区域协同联动机制，强化市场供需研判；盘活闲置及低效资产，提升资源利用效率。②健全产业体系。立足水泥主业，推动产业向高端化、智能化、绿色化升级。加强矿山资源获取与数字化管理，优化产能布局，实现资源高效配置。加快产业转型，聚焦高附加值领域，拓展油井、核电等特种水泥，优化骨料、商混等产品性能，开发高性能建材，适配绿色建筑与重大工程需求。布局环保产业，推进固废无害化处理与资源化利用；完善绿色物流体系，拓展国际市场。统筹产业链协同，优化资源配置，提升整体服务与价值创造能力。③强化创新驱动。加强与科研院所、产业链主体协同，围绕市场需求开展技术攻关。聚焦特种水泥、新型建材研发，推动技术成果产业化应用。提升新产品收入占比。推进绿色低碳转型，健全碳管理体系。深化数字化服务运营，夯实长期发展基础。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年的财务报告，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。2025 年，公司合并范围新增 7 家子公司，减少 7 家子公司。截至 2025 年底，公司合并范围共有 117 家子公司。整体看，公司主营业务未发生变化，合并范围变动不大，财务数据可比性较强

1 资产质量

截至 2025 年末，公司资产规模继续下降，以非流动资产为主，资产受限程度低，公司货币资金规模适中，固定资产成新率较低。

图表 9 • 公司主要资产构成情况

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		年均复合增长率 (%)	2025 年底较上年底增长率 (%)	2026 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)			金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	140.89	23.33	143.69	24.23	132.38	23.09	-3.07	-7.88	137.25	23.90
货币资金	63.06	10.44	69.35	11.69	60.45	10.55	-2.09	-12.83	62.55	10.89
存货	31.34	5.19	27.83	4.69	29.14	5.08	-3.56	4.71	31.91	5.56
非流动资产	462.96	76.67	449.45	75.77	440.87	76.91	-2.42	-1.91	437.00	76.10
固定资产	323.44	53.56	311.35	52.49	297.35	51.87	-4.12	-4.50	291.92	50.84
无形资产	67.94	11.25	69.26	11.68	76.26	13.30	5.94	10.11	76.03	13.24
资产总额	603.86	100.00	593.14	100.00	573.25	100.00	-2.57	-3.35	574.25	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2025 年末，公司资产规模继续下降，整体变动幅度不大，资产以非流动资产为主，符合水泥生产企业的特征。其中，公司货币较上年末减少，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金净额规模增长叠加偿还债务规模较大，经营性净现金流入对

投资和筹资流出覆盖下降所致。公司货币资金受限比例为 9.80%，主要为土地复垦及环境恢复保证金、信用证保证金、承兑汇票保证金等。截至 2025 年末，公司存货较上年底小幅增长，主要由原材料（占 45.89%）、在产品（占 33.85%）、库存商品（占 20.23%）构成，累计计提跌价准备比例为 2.76%。

2025 年，根据《企业会计准则》相关规定，经公司对固定资产的实际状况和折旧年限进行复核测评，决定对回转窑、篦冷机、立磨、辊压机、破碎机、风机等设备折旧年限由 15 年变更为 20 年；对除铁器、膨胀节、喷码机、工业空调、工业电视、仪器仪表等设备折旧年限由 15 年变更为 10 年；对检修工具、潜污泵等设备折旧年限由 15 年变更为 5 年；其他资产折旧年限不变。机器设备折旧年限由 15 年调整为 5~20 年，年折旧率由 6.33%-6.47%调整为 4.75%-19.40%。2025 年，公司固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 27.28 亿元，较上年底下降 16.64%。受折旧影响，固定资产规模继续小幅下降，截至 2025 年底，主要由房屋建筑物（占 54.81%）和机器设备（占 42.86%）构成。其中，机械设备成新率为 32.90%，成新率较低，部分设备使用时间已较长，或存在一定技改、环保升级等支出。截至 2025 年底，公司无形资产规模持续增长，主要系公司新增矿山资源所致；截至 2025 年底公司无形资产主要由土地使用权（占 52.76%）和采矿权（占 43.76%）构成。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额及构成较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司受限资产占总资产比重为 1.75%，受限比例低。

图表 10 • 截至 2025 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	5.93	保证金、诉讼冻结
应收票据	0.16	质押
固定资产	3.57	售后租回、抵押
无形资产	0.37	抵押、质押
合计	10.02	--

资料来源:公司提供

2 资本结构

（1）所有者权益

截至 2025 年底，公司所有者权益规模较上年底小幅增长；公司所有者权益中股本及资本公积合计占比较大，权益稳定性较高。

截至 2025 年底，公司所有者权益 295.85 亿元，较上年底增长 1.12%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.16%，少数股东权益占比为 6.84%。同期末，在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 8.98%、57.07%和 22.85%，所有者权益结构稳定性较强。截至 2026 年 3 月底，受公司亏损影响，所有者权益较上年底下降 3.71%。

（2）负债

截至 2025 年末，公司负债及债务规模较上年底有所下降，债务负担处于合理范围内，但短期债务规模较大，信用债融资占比高，考虑公司融资渠道通畅，债务滚存压力不大。考虑公司目前没有大额投资的在建及拟建工程，短期内，公司债务规模或将保持稳定。

截至 2025 年末，公司负债规模较上年底下降，负债结构相对均衡。其中，短期借款小幅增长；应付账款较上年底降幅较大，主要系采购原材料量价均有所下降所致。公司应付账款账龄以 1 年以内（占 78.04%）为主。公司其他应付款（合计）较上年底下降，主要系年内支付了股权收购款所致。一年内到期的非流动负债较上年底有所增长，主要受转入的一年内到期的长期借款和应付债券规模影响。截至 2025 年底，公司长期借款中信用借款占 96.15%，长期借款利率区间为 1.95%~3.24%。公司应付债券较上年底下降主要系一年内到期应付债券转入一年内到期非流动负债所致。公司目前没有重大在建工程投资，投资支出主要为环保、技改等，投资规模不大且较为稳定；公司经营获现能够满足投资需求，公司净融资需求不大，短期内公司债务或将保持稳定。截至 2026 年 3 月底，公司负债规模较上年底增长 4.31%，主要系长短期借款增加所致。

图表 11 • 公司主要负债情况

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		年均复合增长率 (%)	2025 年底较上年底增长率 (%)	2026 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)			金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	155.52	53.01	161.76	53.82	157.22	56.68	0.55	-2.80	164.18	56.74
短期借款	24.33	8.29	26.23	8.73	27.24	9.82	5.80	3.84	34.37	11.88
应付账款	47.67	16.25	45.13	15.02	33.07	11.92	-16.71	-26.73	30.22	10.44
其他应付款 (合计)	10.44	3.56	17.19	5.72	11.81	4.26	6.37	-31.28	11.15	3.85
一年内到期的非流动负债	59.99	20.45	57.93	19.27	67.23	24.23	5.86	16.05	67.87	23.45
非流动负债	137.86	46.99	138.80	46.18	120.18	43.32	-6.64	-13.42	125.19	43.26
长期借款	84.78	28.90	67.61	22.50	68.14	24.56	-10.35	0.78	73.05	25.25
应付债券	36.49	12.44	50.35	16.75	29.96	10.80	-9.39	-40.50	29.96	10.35
负债总额	293.38	100.00	300.55	100.00	277.40	100.00	-2.76	-7.70	289.36	100.00

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 截至 2025 年底公司债务期限结构情况 (单位: 亿元)

项目	1 年以内	1~2 年	2~5 年	合计
短期借款	27.24	--	--	27.24
一年内到期的非流动负债	66.42	--	--	66.42
其他应付款	0.45	--	0.10	0.55
长期借款	0.00	22.94	45.20	68.14
应付债券	0.00	19.97	9.98	29.96
长期应付款	0.00	0.47	1.12	1.58
合计	94.11	43.38	56.40	193.89

注: 上表期限分布数据以审计报告相关科目数据为准, 不包含应付票据及租赁负债, 一年内到期的非流动负债中不包含无息部分, 故与前述全部债务存在小幅偏差
资料来源: 公司提供

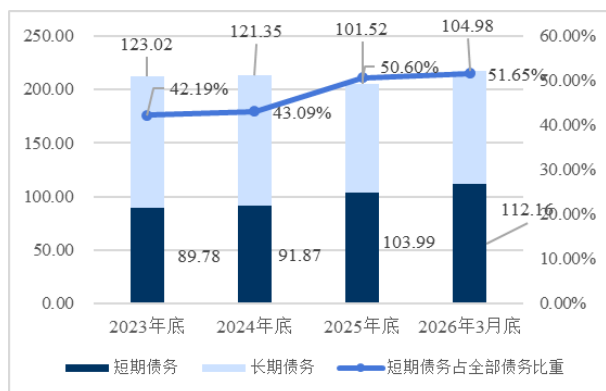
图表 13 • 截至 2025 年底公司债务融资渠道构成情况 (单位: 亿元)

科目	银行借款	信用债 (包含公司债和中票等)	股东及财务公司借款	融资租赁	其他	合计
金额	115.03	61.43	15.39	1.95	0.10	193.89
占比	59.33%	31.68%	7.94%	1.01%	0.05%	100.00%

注: 上表数据以审计报告相关科目数据为准, 不包含应付票据及租赁负债, 一年内到期的非流动负债中不包含无息部分, 故与前述全部债务存在小幅偏差
资料来源: 公司提供

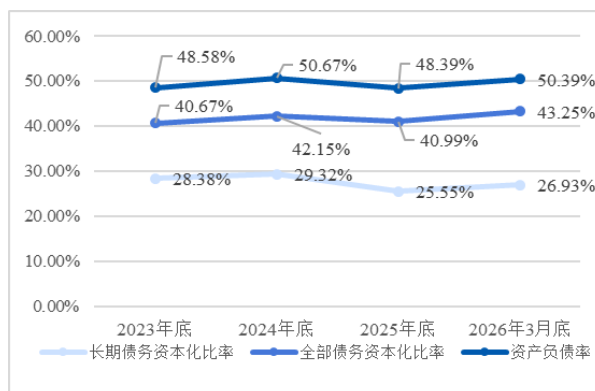
有息债务方面, 截至 2025 年末, 公司全部债务较上年底下降 3.62%。从期限结构上看, 公司债务主要集中在未来 2 年内到期, 长短期债务均衡。从融资成本看, 截至 2025 年底, 公司平均融资成本 2.30%, 处于较低水平。从融资渠道构成看, 公司有息债务主要由银行借款和资本市场发债融资获取, 信用债融资占比高, 考虑到公司作为制造型企业, 且主业发展成熟, 目前没有新增大额融资需求, 融资渠道通畅, 债务滚存压力不大。从债务指标来看, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率小幅波动, 但整体看, 公司债务负担尚处于合理范围。考虑短期内, 公司债务规模保持稳定, 但原材料价格波动导致公司成本控制压力仍大, 如亏损致使所有者权益继续下降, 公司债务杠杆水平会将进一步上升, 但整体债务负担仍适中。

图表 14 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

图表 15 • 公司杠杆水平



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

3 盈利能力

2025 年，公司营业总收入继续下降，但毛利率增长带动盈利空间增加，实现扭亏；公司费用控制能力一般，盈利指标表现弱。2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比有所下降，利润总额亏损幅度同比小幅扩大。预计短期内，受需求继续疲软影响，公司收入或将继续下降。

公司营业总收入构成分析见经营概况部分。2025 年，公司营业总收入继续下降，期间费用和非经常损益对公司利润侵蚀仍较为严重；随着毛利率增长带动盈利空间增加，公司实现扭亏。

图表 16 • 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
营业总收入	282.35	252.87	245.01	30.14
营业成本	249.09	207.09	190.78	28.85
费用总额	48.96	49.02	44.75	11.70
其中：管理费用	36.50	37.13	33.96	9.12
其他收益	3.85	3.61	5.96	0.63
投资收益	1.39	1.24	1.56	-0.49
资产减值损失	-2.85	-3.10	-7.10	0.00
营业外收入	1.48	1.05	2.16	0.26
净利润	-17.22	-11.36	1.28	-10.64
营业利润率	9.93%	15.85%	19.61%	0.48%
净资产收益率	-5.54%	-3.88%	0.43%	--

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

费用方面，2025 年，公司费用总额同比下降，主要系管理费用减少所致；期间费用率同比下降 1.11 个百分点至 18.27%，相较于公司综合毛利率，仍处于较高水平，公司费用控制能力一般。从费用构成看，销售费用规模较稳定；受融资成本下降影响，财务费用继续减少；管理费用中停工损失、修理费、折旧与摊销和环保支出占比超过管理费用的 50%，受业务布局区域错峰停产周期长、部分产线已使用时间较长以及公司产能利用率较低等影响，公司管理费用压降难度很大。

非经常性损益方面，公司资产减值损失主要系存货及固定资产的减值所致；其他收益（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）和投资收益（主要为权益法核算的长期股权投资收益）均有所增长，且对公司利润形成较大补充；营业外收入主要为废旧物资收入、无法支付的款项及罚款、赔款净收入、违约金等收入，可持续性较弱，但对利润仍有较大补充。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入分析见经营概况部分；公司利润总额-11.04 亿元，较上年同期亏损幅度小幅扩大。

盈利指标方面，2025 年，受毛利率提升影响，公司实现扭亏，盈利指标表现有所回升但仍弱。与行业头部企业对比，公司盈利指标整体处于行业一般水平。

图表 17 • 2025 年同行业公司盈利情况对比

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	华新建材集团股份有限公司
销售毛利率	22.14%	24.16%	17.95%	30.22%
净资产收益率	0.43%	3.86%	-8.23%	9.46%

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,公司经营获现能力较好,经营性现金流净流入可覆盖投资活动现金需求;公司筹资活动现金流保持净流出。预计短期内,公司经营活动现金流仍为净流入,对投资活动现金支出仍能覆盖;受短期债务滚存需求,公司仍有一定融资需求但资金流动性压力不大。

图表 18 • 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	284.38	249.28	246.36	35.46
经营活动现金流出小计	254.57	217.47	212.85	41.90
经营活动现金流量净额	29.80	31.81	33.51	-6.43
投资活动现金流入小计	4.76	5.90	3.72	0.19
投资活动现金流出小计	22.81	22.88	28.25	3.50
投资活动现金流量净额	-18.05	-16.98	-24.53	-3.31
筹资活动前现金流量净额	11.75	14.83	8.98	-9.74
筹资活动现金流入小计	91.98	101.62	114.38	22.15
筹资活动现金流出小计	105.22	110.50	132.54	10.53
筹资活动现金流量净额	-13.24	-8.88	-18.16	11.61
现金收入比	96.15%	94.52%	95.73%	105.62%

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,2025 年,受水泥销售量价齐跌及煤炭采购成本减少综合影响,公司经营活动现金保持净流入,净流入规模同比增长。由于公司在业务开展过程中,销售和采购均主要采取先款后货的模式,给予账期的规模不大,公司经营获现能力较好;公司销售结算时部分采用票据结算方式,故现金收入比较低。短期看,水泥行业需求仍将缓慢下行,公司水泥销量和销售价格仍将承压,公司经营活动现金流净额仍将保持净流入但净流入规模或将下降。公司经营活动现金流量净额与净流入差异较大,主要系折旧规模较大所致。

从投资活动来看,2025 年,受公司技改持续支出影响,公司投资性现金流保持净流出。考虑公司仍将保持一定规模的技改、环保及减排等持续性投资,短期内,公司投资活动现金流仍为净流出;经营活动现金流净流入规模或仍能覆盖对投资活动现金流净流出量。

从筹资活动来看,2025 年,公司筹资活动现金流保持净流出。截至 2025 年底,考虑到短期债务规模 103.99 亿元,其中约 31 亿元为应付债券,预计公司将通过公开市场债券借新还旧进行偿还;同时考虑公司 2025 年底未使用授信规模(224.14 亿元)较大,备用流动性较充裕;公司平均融资成本处于较低水平(2025 年为 2.30%),融资渠道畅通。整体看,公司仍有一定融资需求但资金流动性压力不大。

2026 年 1-3 月,受水泥销售价格处于较低水平影响,公司经营活动现金小幅净流出;投资活动仍保持一定规模的现金净流出;为补充经营及投资资金需求,筹资活动现金净流入规模较大。

5 偿债指标

跟踪期内,公司短期偿债指标表现较好,长期偿债指标有所上升且表现好。整体看,公司融资渠道通畅,偿债能力非常强。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	90.60	88.83	84.20	83.60
	速动比率 (%)	70.45	71.63	65.66	64.17
	经营现金/流动负债 (%)	19.16	19.67	21.31	--
	现金短期债务比 (倍)	0.81	0.83	0.64	/
	销售商品、提供劳务收到的现金/流动负债	1.75	1.48	1.49	--
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	26.76	35.69	45.16	/
	全部债务/EBITDA (倍)	7.95	5.97	4.55	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	3.84	5.52	8.40	/
	全部债务/经营现金 (倍)	7.14	6.70	6.13	--

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

从短期偿债指标看，截至 2025 年末，受公司经营业绩下降影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金对流动负债的覆盖能力有所回升，仍有一定保障；公司流动比率和速动比率同比下降，主要系货币资金和应收账款下降同时一年内到期的债务规模增加所致；流动资产对流动负债的保障程度尚可；现金短期债务比有所下降。

从长期债务指标看，2025 年，公司 EBITDA 对全部债务本息的保障能力较强，对债务的保障能力有所提升。

考虑到公司行业地位和区域竞争优势强，股东背景雄厚，融资渠道通畅，长短期债务压力不大，公司整体偿债能力非常强。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司已获金融机构授信额度为 422.19 亿元，尚未使用授信额度为 224.14 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，具备直接融资条件。

对外担保方面，截至 2025 年底，公司实际对外担保金额为 0.75 亿元，均为对合资企业鞍山冀东水泥有限责任公司的担保，其提供了反担保措施。公司或有负债风险较低。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，公司作为被告的诉讼、仲裁事项涉案金额 4.54 亿元，已计提预计负债 1.73 亿元，其中公司下属公司（被告）与华润水泥控股（香港）有限公司下属公司（原告）因产能指标转让产生的 2 个诉讼案件合计诉讼金额略大，截至 2026 年 3 月底，这两个案件尚处于等待判决或庭前质证及证据交换阶段。

6 母公司财务分析

母公司主要承担管理职能和部分生产经营，资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，受资金归集影响，母公司持有的货币资金规模较大；母公司债务负担适中。

截至 2025 年底，母公司资产总额 605.18 亿元，主要由其他应收款（占 26.87%）和长期股权投资（占 61.39%）构成，所有者权益为 371.34 亿元，整体资本实力强。母公司资产总额及所有者权益规模均较合并口径大，主要系子公司亏损所致。

由于母公司债务融资成本较低，公司债务规模主要集中在本部，截至 2025 年底，母公司全部债务为 157.23 亿元，占合并口径全部债务的 76.51%；同时，公司货币资金也主要集中在本部，截至 2025 年底，母公司货币资金为 43.29 亿元，占合并口径的 71.61%。整体看，母公司债务负担适中，截至 2025 年底资产负债率和全部债务资本化比率分别为 38.64%和 29.75%。

2025 年，母公司营业总收入为 69.75 亿元，主要为水泥及熟料销售业务收入，和作为公司煤炭集采平台的煤炭销售收入，利润总额为 3.84 亿元，净利润为 3.09 亿元，投资收益 5.02 亿元（成本法核算的长期股权投资收益 3.99 亿元，权益法核算的长期股权投资收益 1.03 亿元）。

（五）ESG 方面

公司治理结构较优，内控制度完善，且持续注重安全生产与环保投入。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，公司践行“绿水青山就是金山银山”的发展理念，把加强生态环境保护作为企业转变发展方式、不断加大环保投入、强化内部环保管控，推进公司生态环境保护工作，以高标准管理促进公司高质量发展。2025 年，公司综合能源消耗折标煤总

量为 545.07 万吨标准煤，截至 2025 年底，公司实际综合能源消费量较 2020 年下降 40.39%，超额完成既定目标。2025 年，公司使用替代燃料 300 万吨，燃料替代率达到 13.76%；全年累计使用各类替代原料 900 万吨，原料替代率达到 9.34%。同时，公司不断提升绿色低碳科研、绿色工厂建设、危固废处置能力，推动落实全员安全生产责任制，强化责任落实和分级管控，树牢安全生产责任意识，截至 2025 年底，共 38 家权属企业被评为国家级“绿色工厂”。

社会责任方面，公司以客户为经营聚焦中心、产品质量较高。公司员工构成多元化，截至 2025 年底，公司在职工总数 21148 人，女性员工占 19.22%，五险一金缴纳率 100%。供应商方面，公司与供应商建立稳定的合作关系，建立了多渠道供应商引入机制，并通过公司集中采购和区域化统一采购扩大采购规模，吸引优质供应商展开合作。

公司治理方面，公司已建立了完善的上市公司治理架构，各治理主体权责清晰、协调运转；公司建立了健全的内控体系，对生产经营过程中的风险能够做到有效识别、防范和处理。

七、外部支持

1 支持能力

公司控股股东支持能力极强。

金隅集团是北京国有资本运营管理有限公司控股的大型国有企业之一，资本实力雄厚，以绿色建材和地产开发及运营为主业，是京津冀最大的绿色、环保、节能建材生产供应商之一，且具备多品类房地产项目综合开发的能力，综合实力位居全国同行业前列。公司在金隅集团下属子公司中处于重要地位，在资金、项目等方面能得到金隅集团的大力支持。截至 2025 年底，金隅集团合并资产总额 2636.19 亿元，所有者权益 889.16 亿元（含少数股东权益 178.91 亿元），资产负债率为 66.27%；2025 年，金隅集团实现营业收入 911.13 亿元，利润总额 0.32 亿元，实现经营活动现金流量净额 11.86 亿元。

2 支持可能性

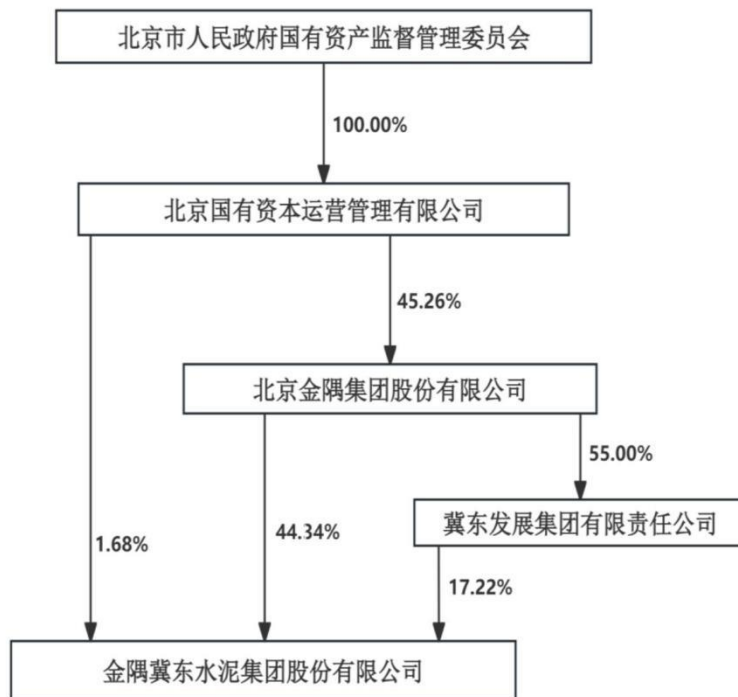
公司作为金隅集团旗下重要的水泥板块经营主体，控股股东在资金拆借等方面为公司提供支持。

截至 2025 年底，北京金隅财务有限公司（以下简称“财务公司”）给予公司 70.00 亿元授信额度，贷款利率为 2.11%；公司从金隅集团及其财务公司取得拆入资金余额为 14.84 亿元；金隅集团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。2025 年，公司平均融资成本为 2.30%。受益于金隅集团的资信支持，公司融资渠道畅通，综合融资成本较低。

八、跟踪评级结论

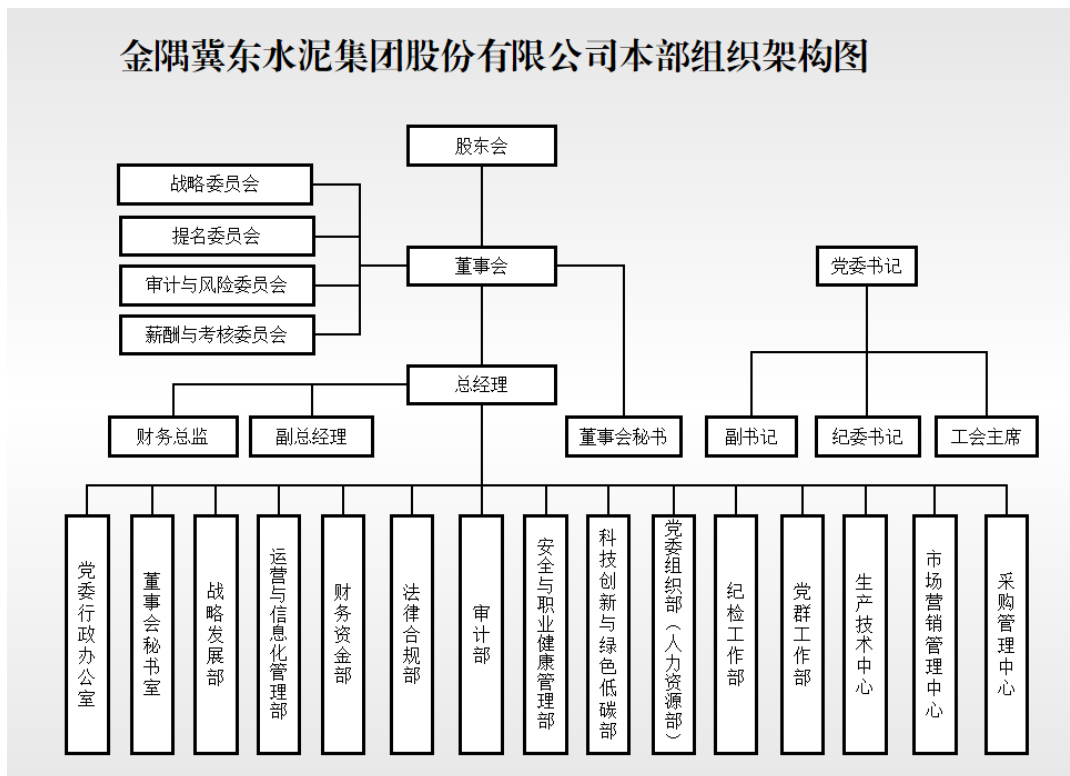
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“冀东转债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司年报

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）

序号	子公司名称	主要经营地	注册资本（亿元）	业务性质	直接持股比例
1	辽宁金中新材料产业集团有限公司	辽宁省沈阳市浑南区	18.00	道路货物运输（不含危险货物）新材料技术推广服务，新材料技术研发，水泥制品销售，建筑材料销售，煤炭及制品销售，非金属矿及制品销售，石灰和石膏销售	50.00%
2	北京金隅红树林环保技术有限责任公司	北京市昌平区	16.98	收集、贮存、处置有毒有害废弃物；技术开发、技术咨询；批发润滑油；批发机械设备；环保设施运营技术服务；大罐清洗；批发回收萃取的燃料油；批发化工产品（不含危险化学品）	100.00%
3	河北金隅鼎鑫水泥有限公司	鹿泉市	13.17	生产、销售水泥及熟料等	100.00%
4	冀东水泥铜川有限公司	陕西省铜川市耀州区	13.00	水泥及水泥制品制造、销售	100.00%
5	内蒙古冀东水泥有限责任公司	内蒙古自治区武川县	10.60	水泥、水泥熟料的生产及销售	100.00%
6	冀东水泥磐石有限责任公司	吉林省磐石市	8.56	水泥、熟料、水泥制品的生产销售	100.00%
7	山西金隅冀东环保科技有限公司	山西省吕梁市柳林县柳林镇雅沟村	7.94	水泥生产；矿产资源（非煤矿山）开采。新材料技术推广服务；资源循环利用服务技术咨询；建筑材料销售；水泥制品制造	100.00%
8	包头冀东水泥有限公司	内蒙古自治区达茂旗	7.90	经营水泥、熟料及石灰石的生产制造、销售	100.00%
9	唐县冀东水泥有限责任公司	河北省保定市唐县	7.16	水泥熟料生产和销售；普通货运	100.00%
10	赞皇金隅水泥有限公司	河北赞皇县	7.00	水泥用石灰岩露天开采、加工、销售；水泥配料用砂岩露天开采、加工、销售。生产、销售熟料、水泥、预拌混凝土、水泥制品及粉煤灰等	100.00%

注：以上子公司为公司 2025 年年报中公司纳入合并范围注册资本排名前十的子公司
 资料来源：公司提供

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 1-3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	72.44	76.63	66.73	66.93
应收账款（亿元）	20.86	26.20	22.69	22.36
其他应收款（亿元）（合计）	3.98	3.07	4.16	3.59
存货（亿元）	31.34	27.83	29.14	31.91
长期股权投资（亿元）	17.35	17.37	17.73	17.35
固定资产（亿元）	323.44	311.35	297.35	291.92
在建工程（亿元）（合计）	11.29	9.40	9.33	11.21
资产总额（亿元）	603.86	593.14	573.25	574.25
实收资本（亿元）	26.58	26.58	26.58	26.58
少数股东权益（亿元）	20.58	15.97	20.23	19.51
所有者权益（亿元）	310.48	292.59	295.85	284.89
短期债务（亿元）	89.78	91.87	103.99	/
长期债务（亿元）	123.02	121.35	101.52	/
全部债务（亿元）	212.80	213.22	205.51	/
营业总收入（亿元）	282.35	252.87	245.01	30.14
营业成本（亿元）	249.09	207.09	190.78	28.85
其他收益（亿元）	3.85	3.61	5.96	0.63
利润总额（亿元）	-18.65	-8.96	6.26	-11.04
EBITDA（亿元）	26.76	35.69	45.16	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	271.48	239.02	234.55	31.84
经营活动现金流入小计（亿元）	284.38	249.28	246.36	35.46
经营活动现金流量净额（亿元）	29.80	31.81	33.51	-6.43
投资活动现金流量净额（亿元）	-18.05	-16.98	-24.53	-3.31
筹资活动现金流量净额（亿元）	-13.24	-8.88	-18.16	11.61
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.41	7.94	7.85	--
存货周转次数（次）	6.71	7.00	6.70	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.42	0.42	--
现金收入比（%）	96.15	94.52	95.73	105.62
营业利润率（%）	9.93	15.85	19.61	0.48
总资本收益率（%）	-1.96	-0.97	1.32	--
净资产收益率（%）	-5.54	-3.88	0.43	--
长期债务资本化比率（%）	28.38	29.32	25.55	/
全部债务资本化比率（%）	40.67	42.15	40.99	/
资产负债率（%）	48.58	50.67	48.39	50.39
流动比率（%）	90.60	88.83	84.20	83.60
速动比率（%）	70.45	71.63	65.66	64.17
经营现金流动负债比（%）	19.16	19.67	21.31	--
现金短期债务比（倍）	0.81	0.83	0.64	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.84	5.52	8.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.95	5.97	4.55	--

注：1.本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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.公司 2023—2025 年末合并口径其他应付款和长期应付款中的有息部分计入相关债务指标核算；未获取 2026 年 3 月末债务调整相关数据；4.本报告 2024 年和 2025 年财务数据均为期末数据，2023 年财务数据为 2024 年审计报告中的期初余额/2023 年数据，公司 2026 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；5. “/” 表示指标未获取，“--” 表示指标无意义或不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	49.62	55.36	43.42
应收账款（亿元）	1.71	1.78	2.05
其他应收款（亿元）	198.28	182.32	162.62
存货（亿元）	1.53	1.48	1.55
长期股权投资（亿元）	344.52	355.02	371.51
固定资产（亿元）	11.98	12.57	12.42
在建工程（亿元）	1.11	0.30	0.34
资产总额（亿元）	621.39	620.57	605.18
实收资本（亿元）	26.58	26.58	26.58
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	372.82	372.26	371.34
短期债务（亿元）	64.55	62.27	69.19
长期债务（亿元）	117.54	104.78	88.04
全部债务（亿元）	182.09	167.06	157.23
营业总收入（亿元）	101.05	82.25	69.75
营业成本（亿元）	98.74	78.21	63.69
其他收益（亿元）	0.06	0.05	0.34
利润总额（亿元）	13.37	1.07	3.84
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	106.65	84.78	69.75
经营活动现金流入小计（亿元）	113.81	94.05	71.74
经营活动现金流量净额（亿元）	7.35	9.34	0.13
投资活动现金流量净额（亿元）	16.08	17.25	5.89
筹资活动现金流量净额（亿元）	-16.43	-21.30	-16.92
财务指标			
销售债权周转次数（次）	20.77	21.31	15.78
存货周转次数（次）	56.01	51.86	41.99
总资产周转次数（次）	0.16	0.13	0.11
现金收入比（%）	105.54	103.07	100.01
营业利润率（%）	1.91	4.34	7.90
总资本收益率（%）	3.43	1.11	1.56
净资产收益率（%）	3.25	-0.03	0.83
长期债务资本化比率（%）	23.97	21.96	19.16
全部债务资本化比率（%）	32.81	30.98	29.75
资产负债率（%）	40.00	40.01	38.64
流动比率（%）	194.64	170.29	146.49
速动比率（%）	193.46	169.25	145.42
经营现金流流动负债比（%）	5.64	6.53	0.09
现金短期债务比（倍）	0.77	0.89	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 未对母公司债务数据进行调整；2. 本报告 2024 年和 2025 年财务数据均为期末数据，2023 年财务数据为 2024 年审计报告中的期初余额/2023 年数据，公司 2026 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；3. “/”表示指标未获取，“--”表示指标无意义或不适用

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年复合增长率	
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 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