

信用等级公告

联合〔2020〕1038号

联合资信评估有限公司通过对西南水泥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，确定维持西南水泥有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 西南水泥 MTN001”“19 西南水泥 MTN002”和“19 西南水泥 MTN003”信用等级为 AAA，并维持“19 西南水泥 CP003”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告



西南水泥有限公司 2020 年度跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
西南水泥有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 西南水泥 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
19 西南水泥 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 西南水泥 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 西南水泥 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 西南水泥 CP003	10 亿元	10 亿元	2020/11/27
19 西南水泥 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/6/17
19 西南水泥 MTN002	10 亿元	10 亿元	2022/7/22
19 西南水泥 MTN003	10 亿元	10 亿元	2022/8/19

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

评级时间: 2020 年 5 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

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

评级观点:

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对西南水泥有限公司(以下简称“公司”或“西南水泥”)的评级反映了其作为中国建材股份有限公司(以下简称“中国建材”)西南区域经营实体, 在经营规模、区域市场占有率和外部支持等方面具备显著优势。2019 年, 公司收入水平有所增长, 盈利能力和经营获现能力稳步提升, 债务规模持续下降。受益于市场化债转股第二批资金到位, 公司资本实力有所增强。同时, 联合资信关注到公司短期债务占比高及商誉规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营现金流入量对公司的存续期债券的保障能力强。

随着环保要求不断提高和错峰生产继续推进, 水泥行业集中度有望继续提升, 公司在产能规模、保供能力和营销管理等方面的优势也将更加突出。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估, 联合资信确定维持西南水泥有限公司的主体长期信用等级为 AAA, 维持“19 西南水泥 MTN001”“19 西南水泥 MTN002”和“19 西南水泥 MTN003”的信用等级为 AAA, 并维持“19 西南水泥 CP003”的信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

优势:

- 经营获现能力和盈利水平稳步提升。**2019 年公司水泥类产品销量、售价有所增长, 营业利润率和经营活动现金流净额分别为 29.68% 和 103.34 亿元, 同比分别增长 3.33 个百分点和 77.29%。
- 公司在产能规模及占有率等方面均保持很强的竞争优势。**截至 2020 年 3 月底, 水泥产能达 1.22 亿吨/年。2019 年, 公司在四川、云南、贵州和重庆市场占有率分别为 23.5%、17.5%、28.0% 和 23.0%。
- 公司作为中国建材在西南区域的经营实体, 得到中国建材重点支持。**截至 2019 年底, 中国建材对公司资金拆借余额 172 亿元, 并为公司 62 亿元借款提供了保证担保。
- 受益于市场化债转股第二批资金到位, 公司资本实力有所增强, 债务水平下降。**截至 2019 年底, 公司所有者权益增长 6.60% 至 158.19 亿元; 资产

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa+	评级结果		AAA
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	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司实际控制人中国建材集团有限公司为直属央企, 股东背景雄厚, 控股股东中国建材在资金、人员方面为公司提供持续有力支持				+1

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

分析师: 刘珺轩 刘莉婕

邮箱: lianhe@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)

网址: www.lhratings.com

负债率和全部债务资本化比率分别下降 3.49 个百分点和 5.45 个百分点至 74.48% 和 57.82%。

关注:

1. 短期债务规模较大, 债务结构待优化。截至 2020 年 3 月底, 公司短期债务占全部债务的 75.79%, 现金类资产对短期债务覆盖倍数较低。
2. 商誉规模较大, 资产质量受到一定影响; 商誉减值损失对利润有一定影响。截至 2020 年 3 月底, 公司商誉占总资产的 23.43%, 存在一定减值风险。2019 年, 公司计提商誉减值损失 12.00 亿元。
3. 受新冠疫情影响, 2020 年一季度业绩有所下滑。2020 年 1-3 月, 公司实现营业收入 46.05 亿元, 同比下降 23.86%。

主要财务数据:

项目	合并口径			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	37.85	29.11	20.48	35.63
资产总额 (亿元)	705.43	673.58	619.82	627.45
所有者权益 (亿元)	130.24	148.39	158.19	158.29
短期债务 (亿元)	244.36	209.42	165.64	172.31
长期债务 (亿元)	68.70	46.94	51.16	55.05
全部债务 (亿元)	313.06	256.36	216.80	227.36
营业收入 (亿元)	225.97	287.87	302.66	46.05
利润总额 (亿元)	12.06	21.59	20.33	0.71
EBITDA (亿元)	54.61	65.07	59.42	--
经营性净现金流 (亿元)	39.85	58.29	103.34	1.59
营业利润率 (%)	26.53	26.35	29.68	27.14
净资产收益率 (%)	6.62	11.91	8.56	--
资产负债率 (%)	81.54	77.97	74.48	74.77
全部债务资本化比率 (%)	70.62	63.34	57.82	58.96
流动比率 (%)	25.90	22.70	18.72	21.67
经营现金流动负债比 (%)	7.98	12.36	25.66	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.29	2.86	3.37	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.73	3.94	3.65	--

公司本部 (母公司) 口径

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	485.08	471.06	444.95	454.14
所有者权益 (亿元)	99.29	117.62	129.41	129.43
全部债务 (亿元)	152.69	141.19	134.65	128.82
营业收入 (亿元)	0.35	0.62	1.67	0.64
利润总额 (亿元)	6.67	33.02	14.39	0.11
资产负债率 (%)	79.53	75.03	70.92	71.50
全部债务资本化比率 (%)	60.60	54.55	50.99	49.88
流动比率 (%)	94.53	104.46	115.37	117.27
经营现金流动负债比 (%)	-0.37	-0.06	0.13	--

注: 公司 2020 年 1-3 月财务报表未经审计; 其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算; 2018 年财务数据采用 2019 年期初数; 集团类客户提供公司本部 (母公司) 财务信息

评级历史:

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 西南水泥 CP003	A-1	AAA	稳定	2019/11/5	刘珺轩 李晨	联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法/联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 西南水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/2/22	刘珺轩 李晨	联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法/联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 西南水泥 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/2/22	刘珺轩 李晨	联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法/联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 西南水泥 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/8/7	刘珺轩 李晨	联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法/联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
17 西南水泥 CP002/ 17 西南水泥 CP003	A-1	AAA	稳定	2018/7/11	刘珺轩 付晓林	水泥企业信用评级方法（2017年）	阅读全文
--	--	AA+	稳定	2014/5/30	姚德平 张强	水泥行业企业信用分析要点（2013年）	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无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由西南水泥有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

西南水泥有限公司 2020 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

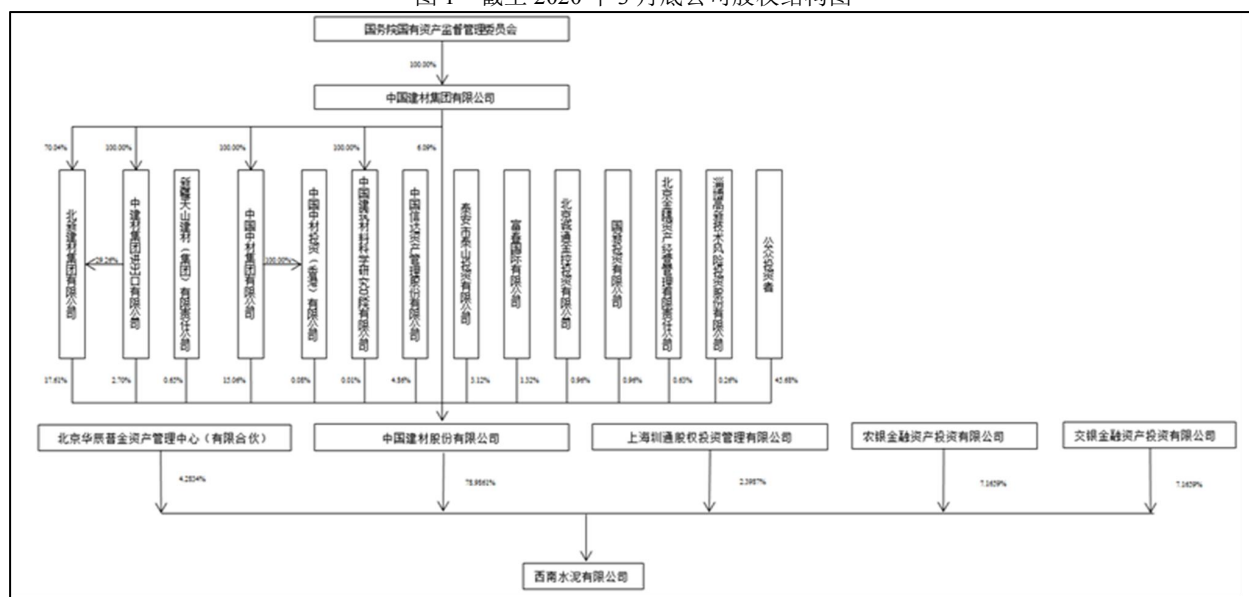
根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于西南水泥有限公司（以下简称“公司”或“西南水泥”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

西南水泥是中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）联合深圳京达股权投资管理有限公司（以下简称“深圳京达”）、上海圳通股权投资管理有限公司（以下简称“上海圳通”）和北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）（以下简称“北京华辰”）共同出资设立的有限责任公司。公司于 2011 年 12 月 12 日在成都注册成立，注册资本 100 亿元。其中，中国建材、深圳京达、

上海圳通和北京华辰分别认缴出资 50 亿元、30 亿元、15 亿元和 5 亿元。经过多轮出资以及股权转让，2013 年 6 月底，公司注册资本 100 亿元已经全部实缴到位。2018 年，中海信托股份有限公司（以下简称“中海信托”）和上海圳通分别将所持公司 18.70%和 2.80%股份转让给中国建材。2018 年 12 月和 2019 年 1 月，交银金融资产投资有限公司（以下简称“交银投资”）和农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银投资”）对公司合计增资 20 亿元，截至 2019 年 1 月 3 日已全部实缴完成。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 116.73 亿元。其中，中国建材持股 78.9861%，上海圳通持股 2.3987%，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）持股 4.2834%，交银投资和农银投资持股均为 7.1659%。公司控股股东为中国建材，实际控制人国务院国有资产监督管理委员会。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



注：中国建材集团有限公司是中国建材控股股东。截至 2020 年 3 月底，中国建材集团有限公司持有中国建材 41.55%股权（间接持股 35.46%）
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务及组织机构设置未发生变化。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 619.82 亿元，所有者权益合计为 158.19 亿元（含少数股东权益 7.51 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 302.66

亿元，利润总额 20.33 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 627.45 亿元，所有者权益合计为 158.29 亿元（含少数股东权益 7.50 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 46.05 亿元，利润总额 0.71 亿元。

公司注册地址：中国（四川）自由贸易试验区成都高新区天府三街 218 号 1 栋 1 单元 25 层 2501 号、26 层 2601 号；法定代表人：常张利。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信评定的公司存续债券募集资金按照募集使用用途使用，跟踪期内，公司存续中期票据正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日	付息方式
19 西南水泥 MTN001	10.00	10.00	2019/6/17	2022/6/17	每年付息 1 次，到期一次还本
19 西南水泥 MTN002	10.00	10.00	2019/7/22	2022/7/22	
19 西南水泥 MTN003	10.00	10.00	2019/8/19	2022/8/19	
19 西南水泥 CP003	10.00	10.00	2019/11/27	2020/11/27	到期一次还本付息
合计	40.00	40.00	--	--	--

资料来源：联合资信整理

表 2 2016 - 2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网

四、宏观政策和经济环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资

增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PIRM）

同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1-3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了

10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求

端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措

施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 行业概况

基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为 32.5 水泥、42.5 水泥及其他高标号（如 52.5、62.5）水泥等。

水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售市场半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。

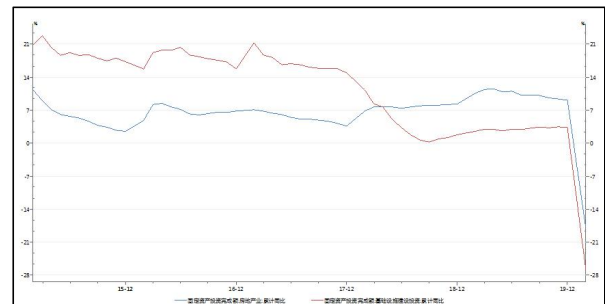
2. 行业运行状况

尽管水泥行业产能过剩矛盾依然突出，但随着国家供给侧结构性改革的进一步深化，水泥生产企业积极落实错峰生产和环保限产，行业盈利水平大幅提升，行业总体收益保持增长趋势。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5% 左右的较高的水

平。2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。2019 年，基础设施完成投资完成额同比增长 3.33%，较去年同期增速上升 1.54 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 12 月，房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续水泥需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

图 2 2015 年以来，全国房地产和基础设施建设投资同比变动情况



资料来源：Wind

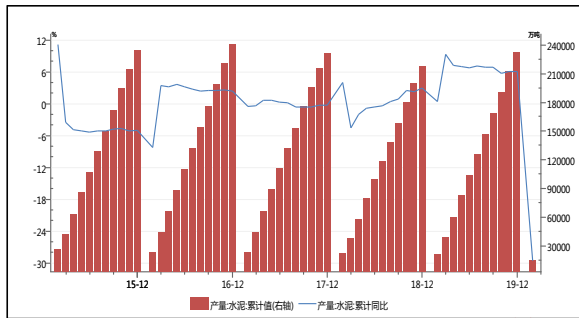
水泥市场供给方面，2019 年以来，水泥供给端基本保持稳定，随着蓝天保卫战进入攻坚战，各地水泥行业错峰生产政策只紧不松，2019 年，河南实行“开二停一”，贵州推出刚性错峰，内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件，通过环保手段来倒逼去产能。

据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019 年全国新点火水泥熟料生产线共有 16 条，新点火熟料设计产能 2372 万吨/年。截至 2019 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1624 条，设计熟料产能维持在 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。产能总量与去年基本相当，新型干法熟料总产能变化不大。2019 年，全国水泥产量约为 23.30 亿吨，同比增长 6.10%；熟料用量逐年增加，2019 年全国水泥熟料产量为 15.20 亿吨，创历史新高。受疫情及季节影响，2020 年 1—2 月份水泥

和熟料产量均大幅下降。据国家统计局数据显示，2020年1-2月，全国累计水泥产量1.50亿吨，同比下降29.50%，其中，南方华东、中南、西南三地水泥产量占全国92%，同比下降30%。全国水泥熟料产量1.45亿吨，同比下降15.90%。南方华东、中南、西南三地熟料产量占全国88%，低于水泥产量占比4个百分点。

图3 近年中国水泥行业产量及变化情况

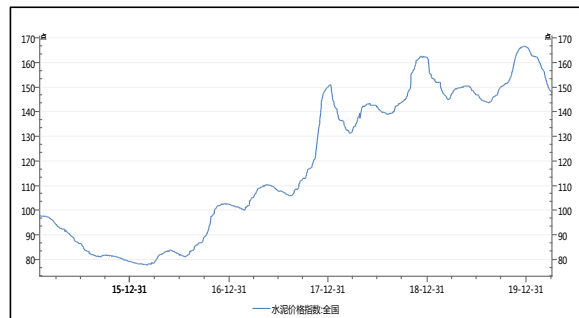
(单位:万吨、%)



资料来源: Wind

2019年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2019年全国水泥均价¹达449元/吨，较2018年上涨15元/吨。2019年12月，全国水泥均价增长至484元/吨，环比增长3.48%。2019年水泥行业价格持续高位运行，“量价齐升”的表现和国务院出台了一系列减税降费、支持实体经济发展的政策措施，改革红利逐步释放，拉高了整个水泥行业效益的增长，使得2019年水泥行业利润的创造了历史最高水平。2019年，水泥行业实现营业收入1.01万亿元，同比增长12.5%，利润1867亿元，同比增长19.6%。

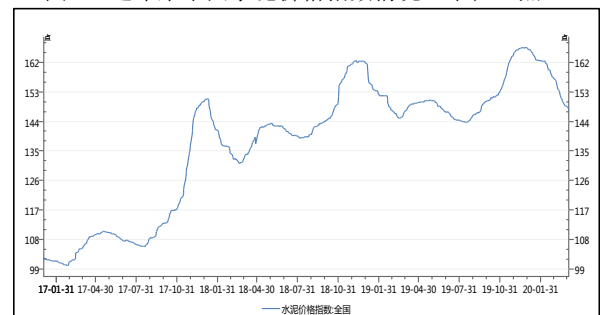
图4 近年来，全国水泥(P.O42.5 散装)月均价走势图(单位:元/吨)



资料来源: Wind

从全年走势来看，全国水泥价格基本延续了2018年整体走势，价格高位运行。2019年以来，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因：一是2019年全年水泥需求量上涨，尤其是进入四季度旺季，又遇到暖冬，受前期雨季和环保影响的区域为完成全年任务，加快工程施工进度，由此带来水泥用量集中爆发，需求明显高于2018年，导致四季度市场供应偏紧，水泥价格出现快速上涨，华南珠三角地区表现最为突出；二是2019年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律，新增夏季错峰，并且冬季停产时间明显加长，产能发挥率不足，长时间停产导致水泥供给减少，在供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。截至2019年底，全国水泥价格指数为166.44点，较2018年底的162.27点上涨4.17点。2020年初，新冠肺炎疫情爆发，截至2020年2月21日，华东和华南主要城市水泥熟料库容比基本已达到80%，库存压力较大。西南地区中川、渝、贵区域同样面临较大库存压力。2020年3月底全国水泥价格指数为148.51点，与年初水平相比下降了17.85点。

图5 近年来中国水泥价格指数情况(单位:点)



资料来源: Wind

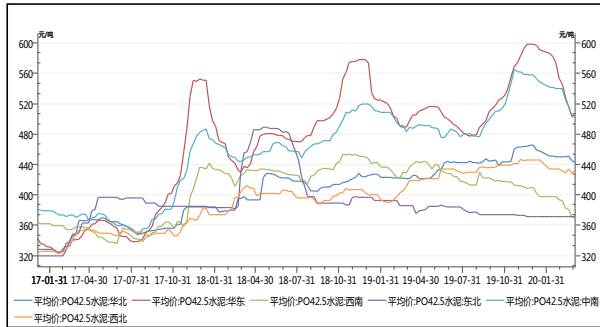
分区域来看，各区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南北依然存在一定差距。

华东和中南地区表现突出，华东地区连续2年保持六大区域中价位最高，2019年均价518元/吨，且比2018年有所增长，涨幅4.89%。价位其次是中南地区，2019年均价503元/吨，价格略低于华东，较2018年同期增长7.01%。华北地区价格涨幅最大，2019年均价437元/吨，较2018年同期上涨7.41%。东北和西南地区价格均低于去

¹下列表述中，水泥价格均以PO42.5散装水泥价格为准

年，分别较 2018 年同期下降 9.68%和 1.56%。西北地区价格虽然比去年增长 6.90%，但整体价格仍较低，2019 年，西北地区平均价格为 424 元/吨。

图 6 2017 年以来各地区水泥（PO42.5）散装市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

3. 行业政策

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，2019 年主要是细节上的指导和优化，保持了政策的一贯性。

在《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号）以及《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）的要求基础上，2019 年以来工信部、国家发改委以及中国建筑材料联合会等机构进一步完善了水泥行业去产能机制，建立了规范有序的产能减量置换机制，确立了全国总产能“天花板”，并配套实施了分省生产线清单制度和跨省置换听证会制度。

2019 年 1 月，工信部发布了《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》（水泥篇），明确了北京市、河北省等引导不再承接水泥产业转移的省市，上海市等逐步退出水泥产业的省市以及西藏自治区等优先承接发展的产业，对各区域水泥产业转移有一定规范作用。

2019 年 4 月，国家发改委发布了《产业结构调整指导目录（2019 年本，征求意见稿）》。目录将部分水泥生产技术、装备和产品分为鼓励类、限制类和淘汰类。其中对干法中空窑（生产铝酸盐水泥等特种水泥除外）、水泥机立窑、立波尔窑、湿法窑，直径 3 米（不含）以下水泥粉磨设备（生产特种水泥除 108 外），无覆膜塑编水泥包装袋生产线等技术装备明确要求进行淘汰，有

利于推动水泥行业高质量发展和优化升级，加快破除无效供给。同月，国家发改委、工信部和国家能源局联合发布了《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2019〕785 号），尽管通知内容主要针对钢铁、煤炭等化解产能过剩重点领域，但在产能置换、加快“僵尸企业”出清、资产负债处置等方面对水泥行业亦存在重要指导意义。

2019 年 6 月，中国建筑材料联合会发布了《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》（以下简称“《实施方案》”），明确提出要将打赢蓝天保卫战与水泥行业的供给侧结构性改革相结合，严格控制新增产能带来的排放总量，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，压减过剩产能等，通过结构调整实现总量减排。《实施方案》在水泥行业大气污染防治总目标，2019 年去产能、淘汰落后目标和措施，2019 年结构调整目标和措施，2019 年技术改造升级目标和措施和 2019 年综合措施五个方面，提出了 2019 年水泥行业单位产品能耗和污染物排放全面达标、单位产品能耗达到先进值的水泥企业不低于 80%；2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7000 万吨，进一步提升产能利用率，使全国平均产能利用率达到 70%以上；2019 年前十家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60%以上，以及实现水泥产量 32.5 等级水泥产品占比降低到 50%以下等具体目标，并要求以“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术升级改造。《实施方案》对于水泥行业淘汰落后产能，实现产业升级和节能减排相关措施做出了布置，为 2019 年水泥行业发展规划了方向。

2020 年 1 月 3 日，工业和信息化部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》（以下简称“《操作问答》”），对水泥产能置换政策进行细化和完善。《操作问答》对产能减量置换指标提出了更严格的要求，严格限制僵尸产能“死灰复燃”；明确表示已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换（自 2021 年 1 月 1 日起实行）。

总体看，国家频繁出台针对水泥产能过剩的

调控政策，反映了国家对水泥行业进行的大力治理，包括设置高准入门槛，严防行业重复性建设，对行业内企业进行整合等，以此引导水泥行业健康发展，同时政策支持优势企业进行行业兼并重组，提高行业竞争力和集中度。

4. 行业关注

(1) 全行业去产能缓慢，产能仍过剩，局部区域供给持续增加，去产能成效有待巩固。由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2018年以来，中国严禁水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解，但全行业产能利用率仍不高。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进度缓慢。

(2) 安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

(3) 原材料和燃料价格波动影响

水泥产品的主要原材料和燃料为石灰石、煤炭和电力，煤炭和电力对水泥企业利润影响较大，煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比在60%以上，占比较高。因此，煤炭、电力价格波动会对水泥行业的成本控制带来压力，对行业整体经济效益的影响显著。

5. 未来发展

预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势，保持在较高水平。产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物，可以减免停产天数，并获取政府补贴。近年来，危废协同处理技术逐步成熟，未来将成为水泥企业重点发展方向之一。

2020 年是“十三五”收官之年，是全面建成小康社会的关键时期。基建方面，国家提前下达地方政府专项债额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，加快补短板项目建设，推动重大

项目开工建设，基建投资增速有望出现回升。房地产方面，中央明确不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产调控以“稳”为主，房地产投资增速或将出现回落，但仍将保持较强的韧性。2020 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，大气污染治理不会放松，地方管控措施会更加严格，加上道路运输超载治理趋紧，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望在高位波动，预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量有望提升。

六、基础素质

1. 产权情况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 116.73 亿元，公司股权结构方面，中国建材持股 78.9861%，上海圳通持股 2.3987%，北京华辰持股 4.2834%，交银投资和农银投资持股均为 7.1659%。公司控股股东为中国建材，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模

公司是西南地区水泥行业龙头，在产能规模和市场占有率方面均具有很强的竞争优势。

公司主营业务为水泥熟料、水泥及其制品、商品混凝土的生产销售。截至 2020 年 3 月底，公司作为西南地区最大的水泥生产集团，水泥产能达 1.22 亿吨/年。公司相继在四川、云南、贵州和重庆组建了区域公司，截至 2019 年底，这四家区域公司产能占有率分别为 36.3%、22.0%、24.70% 和 18.5%，2019 年市场占有率分别为 23.5%、17.5%、28.0% 和 23.0%。公司在西南地区区域综合产能、产销率占比排名中均居首位。

3. 外部支持

作为西南地区最大的水泥生产企业，跟踪期内，公司在股东支持、税收优惠等方面获得较大外部支持。

股东支持方面，截至 2019 年底，中国建材对公司资金拆借余额 172 亿元，公司将其计入“其

他应付款”科目，另外中国建材就公司 62 亿元借款提供了保证担保。此外，股东在人员及通道等方面为公司提供支持。

税收优惠方面，2019 年，公司所获增值税退税金额分别为 3.43 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司旗下共有 44 家成员企业享受资源综合利用的增值税退税 70% 的优惠政策。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

表 3 公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务分类	2018 年			2019 年			2020 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	271.65	94.88	28.38	285.31	95.04	31.49	42.50	94.13	29.43
熟料	10.32	3.60	11.76	11.24	3.74	12.55	2.28	5.05	15.69
商品混凝土	4.34	1.52	31.73	3.67	1.22	34.00	0.37	0.82	27.95
合计	286.31	100.00	27.83	300.22	100.00	30.82	45.15	100.00	28.73

注：1. 主营业务收入未含其他业务，下同；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

从毛利率来看，2019 年，受益于煤炭价格下降，公司水泥业务毛利率同比增长 3.11 个百分点至 31.49%，维持在行业较高水平。同期，公司熟料和商品混凝土毛利率分别为 12.55% 和 34.00%，均较 2018 年有所增长。2019 年，公司主营业务毛利率同比增长 2.99 个百分点至 30.82%。

2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 46.05 亿元，同比下降 23.86%，主要系受疫情影响水泥下游需求下滑，销量下降所致；其中，主营业务收入 45.15 亿元。公司主营业务毛利率为 28.73%，同比下降 1.50 个百分点，主要系水泥售价下降所致。

2. 水泥板块

(1) 生产经营

跟踪期内，公司水泥及熟料产能小幅下降，

2019 年，受水泥价格随行业景气度回升和水泥销量增长影响，公司营业收入小幅增长；受益于煤炭价格下降，公司毛利率小幅增长。2020 年一季度，受疫情影响水泥销量与价格有所下滑，公司营业收入及毛利率同比下降。

公司是中国建材旗下水泥板块的核心企业之一，主要从事水泥的生产和销售业务；此外，公司还有少量水泥下游商品混凝土业务收入。2019 年，公司营业收入 302.66 亿元，其中，主营业务收入规模同比小幅增长 4.86% 至 300.22 亿元。分板块来看，水泥和熟料业务仍为公司主要收入来源。2019 年公司水泥销售收入 285.31 亿元，同比增长 5.03%，主要系水泥产品量价齐升所致；熟料小幅增长至 11.24 亿元；混凝土收入下降 15.44% 至 3.67 亿元，主要系销量下降所致。

2019 年产能利用率稳步提升，2020 年一季度受疫情影响公司产量有所下滑。

跟踪期内，受产能减量置换项目影响，公司水泥及熟料产能小幅下降。截至 2020 年 3 月底，公司水泥设计年产能 12186.63 万吨，熟料设计年产能 8930.66 万吨，熟料产能在所在三省一市区域产能占比达 27%；公司共拥有 109 条水泥生产线和 10 个粉磨站。其中，7500t/d 水泥熟料生产线 1 条，5000t/d 水泥熟料生产线 12 条，4000t/d~4500t/d 水泥熟料生产线 4 条，3000t/d~3600t/d 水泥熟料生产线 14 条，2500t/d~2800t/d 水泥熟料生产线 61 条，2500t/d 以下的水泥熟料生产线数量 18 条。

2019 年，公司在四川、云南、贵州和重庆区域产能占有率分别达到了 36.3%、22.0%、24.7% 和 18.5%，贵州区域由于其他水泥企业新产能投放占有率较 2018 年小幅下降，其他区域变化不大。

2019年，公司水泥产量为9107.82万吨，同比略有增长。2019年公司熟料产能利用率为82.78%，水泥产能利用率为74.74%分别较2018年水平上升3.70个百分点和1.11个百分点，产能利用率稳步提升。2020年1—3月，公司水泥产量1308.61万吨，为2019年全年产量的14.37%，同比下降25.83%，主要系受疫情影响，销量下滑，公司减少生产所致。

表4 公司水泥产量情况(单位:万吨)

产品	2018年	2019年	2020年1—3月
P.C32.5	2624.16	2118.50	261.87
P.O42.5	6152.20	6675.46	1000.00
P.O52.5	265.58	313.86	46.74
水泥合计	9041.94	9107.82	1308.61
熟料	7136.78	7393.19	1085.88

资料来源:公司提供

(2) 原材料采购

2019年以来，随着公司煤炭及石灰石等原材料采购价格下降，公司生产成本有所下降。

公司水泥生产所需原材料和能源主要为煤炭、石灰石、硅铝质材料、铁质材料、混合材、石膏等。煤炭、电力、石灰石在水泥制造成本中占比较大，合计超过生产成本的60%。2019年，由于公司水泥产量增长，各类原材料采购量均有所增长。

跟踪期内，公司煤炭采购模式未发生较大变化，结算方式改为月底结算，次月付款，结算周期未发生较大变化。2019年，公司前五大原材料供应商集中度在29%左右，较2018年有所提升。2019年，公司共采购煤炭1098.71万吨，同比增长4.62%；采购均价为656.40元/吨，同比下降7.21%，主要系直供煤占比增加和煤炭市场价格下降导致。2020年1—3月，公司采购量为154.89万吨，为2019年全年采购量的14.10%；煤炭采购均价为656.81元/吨，较2019年全年价格保持稳定。

跟踪期内，公司石灰石采购模式及结算方式未发生较大变化。2019年，公司石灰石自给比例约为68%，保证了原材料的稳定供应。2019年，

公司采购石灰石共9929.23万吨，同比保持稳定；采购均价22.13元/吨，同比下降4.16%。2020年1—3月，公司采购石灰石共1480.40万吨，为2019年采购量的14.91%；采购均价为23.67元/吨，较2019年全年水平有所增长。

表5 公司原材料采购量及采购价格

(单位:万吨、元/吨)

原材料	项目	2018年	2019年	2020年1—3月
煤炭	采购量	1050.17	1098.71	154.89
	采购均价	707.42	656.40	656.81
石灰石	采购量	9892.94	9929.23	1480.40
	采购均价	23.09	22.13	23.67

注:公司自有矿山开采一般由外方承包,本表数据均按含外包采购口径核算

资料来源:公司提供

电力采购方面，公司电力主要供应商仍为国家电网和南方电网。公司除了上网购电外，余热发电系统也满足了部分用电需求。2019年，公司外购电力59.22亿度；综合电价0.41元/度，外购电量较2018年有所增长但电价同比有所下降。截至2020年3月底，公司水泥生产所需电力中外购电力占比约为28%；平均每吨熟料发电量在31度左右，余热发电成本为0.18元/度，发电成本较2018年有所上升，但仍低于外购电成本，余热发电技术推广有效降低公司水泥生产成本。

2019年，公司水泥平均生产成本为213.37元/吨，单位成本较2018年下降约3元，主要系煤炭、石灰石等原材料成本下降所致，公司生产成本中煤炭、石灰石和电力约分别占33%、10%和18%。2020年1—3月，水泥生产成本进一步下降至205.82元/吨。

(3) 产品销售

2019年，公司水泥产品销量、销价均有增长；在加大环境治理力度背景下，公司凭借规模、布局、营销管理和环保优势，保供能力凸显，在川渝地区市场占有率稳步提升。2020年一季度，受疫情影响，公司水泥产品销售及销价均有所下滑。

2019年，公司实现水泥销售量9160.29万吨，熟料销量454.22万吨，分别较2018年增长1.72%

和 15.50%；公司水泥销售均价增长至 311.46 元/吨，熟料销售均价下滑至 247.40 元/吨。2020 年 1—3 月，公司水泥销量 1380.46 万吨，同比下降 23.69%，主要系受疫情影响，下游企业工程进度放缓，水泥需求下滑所致，销售均价 307.85 元/吨，较 2018 年同期均价下降 5.88 元/吨。

表 6 近年来公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
水泥	销售量	9005.22	9160.29	1380.46
	销售均价	301.66	311.46	307.85
熟料	销售量	393.26	454.22	89.19
	销售均价	262.29	247.40	255.64

注：公司生产熟料目的主要为自用，少量对外销售
资料来源：公司提供

公司水泥主要在西南地区销售。分区域来看，2019 年四川区域水泥销售收入占公司水泥销售总收入的 43.35%，云南区域占 19.95%，贵州区域占 22.43%，重庆区域占 14.27%，川渝地区收入占比上升。从销售均价看，川渝地区销售价格 2019 年涨幅较大，分别上涨 39.88 元/吨和 29.41 元/吨/至 361.97 元/吨和 332.64 元/吨；云南全年价格均价上涨 4.96 元/吨至 286.09 元/吨；贵州全年价格均价下降 36.91 元/吨至 252.95 元/吨，主要系贵州市场需求下滑及供给增加共同影响所致。2019 年公司在四川、云南、贵州和重庆的市场占有率分别为 23.5%、17.5%、28.0%和 23.0%，四川和云南地区略低于产能占有率。

公司在西南地区产能及市场占有率均位于领先地位。受益于集中营销的持续推进和公司重点工程的保供优势，公司在近两年水泥需求和价格涨势良好的川渝地区占有率保持上升水平。

表 7 公司水泥各区域产能、市场占有率（单位：%）

区域	2017 年	2018 年	2019 年
产能占有率			
四川	36.3	36.3	36.3
云南	22.0	22.0	22.0
贵州	32.1	27.3	24.7
重庆	18.5	18.5	18.5
市场占有率			

四川	23.0	23.3	23.5
云南	18.8	17.3	17.5
贵州	29.4	28.9	28.0
重庆	21.0	22.7	23.0

资料来源：公司提供

表 8 公司各区域近年来水泥销售情况

水泥		2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
销量 (万吨)	四川	3279.76	3416.96	528.40
	云南	1811.70	1989.95	320.16
	贵州	2688.38	2529.55	387.65
	重庆	1225.38	1223.83	144.25
销售额 (亿元)	四川	105.64	123.68	19.27
	云南	50.93	56.93	9.38
	贵州	77.92	63.99	9.21
	重庆	37.16	40.71	4.64
平均销 售单价 (元/吨)	四川	322.09	361.97	364.64
	云南	281.13	286.09	292.97
	贵州	289.86	252.95	237.52
	重庆	303.23	332.64	321.84

注：价格为不含税的各水泥品种的加权销售均价
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司销售渠道及结算方式未发生变化。2019 年，公司重点工程中标率仍保持高水平，对重点工程的销售量占比为 24%；对民用市场的销售量占 52%；对搅拌站的销售量占比 24%（含预制板），较 2018 年保持稳定。2019 年及 2020 年一季度，公司直销比率分别为 26%和 22%。

3. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率有所提升，处于行业正常水平。

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 24.77 次、7.60 次和 0.47 次，均较上年有所增长，公司经营效率有所提升，整体经营效率处于同行业正常水平。

表 9 公司及同行业企业 2019 年主要经营指标

（单位：次）

经营指标	公司	冀东水泥	华润水泥
销售债权周转次数	24.77	3.50	16.39
存货周转次数	7.60	8.06	13.39

总资产周转次数	0.47	0.52	0.64
---------	------	------	------

注：唐山冀东水泥股份有限公司（简称“冀东水泥”）、华润水泥控股有限公司（简称“华润水泥”）

资料来源：联合资信整理

4. 在建工程及未来发展

公司在建工程尚需投资规模不大，项目投产后有望进一步提升公司生产效率；公司的未来发展规划较为可行。

目前公司在拟建项目主要包括巴塘卓帆水泥有限公司 2500t/d 熟料生产线项目和遵义建安异地搬迁及年产 500 万吨砂石骨料生产线项目，项目总投资 24.81 亿元，其中自有资金计划 12.04 亿元；截至 2019 年底，在建项目已投资 5.62 亿元，待投资规模 19.19 亿元，2020 年计划投资 7.80 亿元，2021 年计划投资 7.63 亿元，2020 年计划投资

3.75 亿元，整体投资压力不大。项目投产后，公司的生产效率有望进一步提升。

巴塘卓帆水泥有限公司 2500t/d 熟料生产线项目于 2011 年取得四川省发改委审批，批复文号川发改产业（2011）785 号，预计 2020 年 6 月进入实质性建设阶段，该项目地处产能极度缺乏的藏区，项目的推进将极大缓解当地水泥市场需求缺口。

丽江古城西南 5000t/d 熟料水泥生产线项目于 2019 年 4 月取得云南省工业和信息化厅批准（云工信函（2019）23 号）。项目将建设一条智能型日产 5000 吨熟料、采用五、六级可切换运行的旋风预热器，带在线喷腾式分解炉，装备及技术为目前世界最先进的的新型干法水泥智能生产线，设计年产熟料 165 万吨。

表 10 截至 2019 年底公司主要在建项目（单位：亿元）

序号	项目	计划总投资	自有资金	资金来源	截至 2019 年底已投资	投资计划		
						2020 年	2021 年	2022 年
1	巴塘卓帆水泥项目	10.87	7.61	对外借款、 股东借款	1.07	1.50	5.00	3.30
2	丽江古城西南 5000t/d 熟料水泥生产线项目	9.86	3.20	对外借款、 股东借款	3.20	5.20	1.00	0.45
3	遵义建安异地搬迁及年产 500 万吨砂石骨料生产线项目	2.10	0.63	对外借款、 股东借款	1.09	0.98	0.03	0.00
4	紫云西南年产 300 万吨砂石骨料生产线及年产 135 万立方商品混凝土搅拌站项目	1.01	0.30	对外借款、 股东借款	0.19	0.12	0.70	0.00
5	思南西南年产 200 万吨砂石骨料生产线及 120 万方商品混凝土搅拌站项目	0.97	0.29	对外借款、 股东借款	0.07	0.00	0.90	0.00
合计		24.81	12.04	--	5.62	7.80	7.63	3.75

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

未来，公司计划继续巩固西南地区最大的水泥制造商的地位，落实国家产业政策，主要措施有以下几个方面：

在业务结构上，继续做精做强水泥主业。以市场为导向，优化水泥和商混布局；以资源为依托，加快骨料基地建设；逐步实现熟料、水泥、商混、砂石骨料和水泥制品等产业链的整合。在市场布局上，继续强化区域化、本土化、专业化运营。在产能结构上，淘汰落后产能，倡导减量发展。抓住政策、市场和资源机遇，通过自主淘汰落后、实施工艺升级，持续优化产能结构。加快推进“矿山资源配套、骨料产业、固废处理、

智能制造”等转型升级重点项目落地。

在产品结构上，继续以水泥产品为核心业务，落实国家产业政策，全面停产 32.5 等级复合水泥，持续提升高标号水泥、家装水泥和特种水泥比重。实施水泥“四化”工程，产品向高性能化、特种化、商混化和制品化发展。在技术创新上，发挥特种水泥的科研优势和品牌优势，在油井水泥、海工水泥等特种水泥领域不断研发高性能、低消耗、低排放、高附加值的水泥产品，推动水泥产品结构调整和转型升级。

在节能环保上，贯彻节能环保政策和绿色发展理念，全面推进企业精益管理和清洁生产，持续加大环保投入，带头实行超低排放，打造花园

式工厂和绿色矿山。以循环经济为主线，发挥水泥工业在垃圾、固废和危废等方面的协同处置优势，建设协同处置项目，探索水泥工业与城市和环境共生共赢的可持续发展模式。

在经营管理上，围绕“稳中求进”的经营目标，贯彻落实“机构精健化、管理精细化、管理精益化”的“三精”管理理念，推进“整合优化、增效降债”。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2019年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）成都分所对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年1—3月财务数据未经审计。

从合并范围看，截至2018年底，公司合并范围内子公司共计108家；截至2019年底，公司合并范围内子公司共计105家²；截至2020年3月底，公司合并范围内子公司共计105家。公司合并范围变化不大且主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

会计政策方面，公司根据财政部颁发的财会〔2019〕6号《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》等相关要求进行会计政策变更，对财务报表部分列报项目进行调整。该会计政策变更对合并及公司净利润和股东权益无影响。公司根据《企业会计准则第21号——租赁》（财会〔2018〕35号）相关规定，对所有租赁在资产负债表中单独列示使用权资产和租赁负债，调增使用权资产0.37亿元，调减长期待摊费用0.18亿元，调增租赁负债0.12亿元，调增一年内到期的非流动负债0.08亿元。公司会计政策变更对财务数据可比性影响不大。本报告2018年财务数据采用2019年期初数。

截至2019年底，公司合并资产总额为619.82亿元，所有者权益合计为158.19亿元（含少数股东权益7.51亿元）；2019年，公司实现营业收入302.66

亿元，利润总额20.33亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额为627.45亿元，所有者权益合计为158.29亿元（含少数股东权益7.50亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入46.05亿元，利润总额0.71亿元。

2. 资产质量

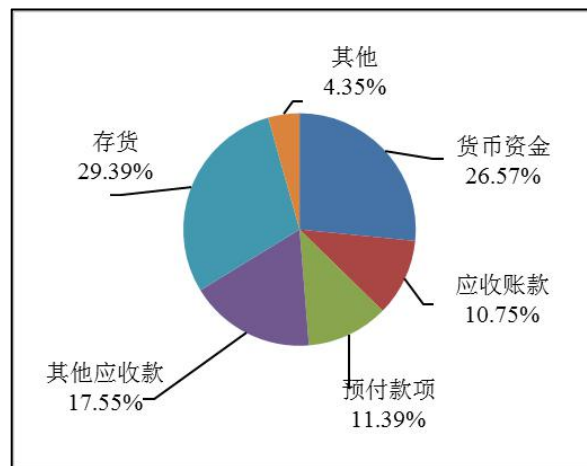
跟踪期内，公司资产规模由于存货下降、商誉减值及固定资产折旧有所下降。资产构成上，仍以固定资产为主，符合水泥行业一般特征。同时，商誉占比仍较高且减值准备计提比例一般。公司资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额619.82亿元，较上年底下降7.98%。从资产构成来看，流动资产占12.16%，非流动资产占87.84%，公司资产结构以非流动资产为主且较为稳定，符合水泥行业特征。

流动资产

截至2019年底，公司流动资产75.37亿元，较上年底下降29.56%，下降主要来源于存货和应收账款。从构成来看，货币资金占26.57%，应收账款占10.75%，预付款项占11.39%，其他应收款占17.55%，存货占29.39%。

图7 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司货币资金较上年底下降11.11%至20.03亿元，主要系偿还债务所致；从构成看，银行存款占74.58%，其他货币资金占25.42%，此外还有少量库存现金。同期，公司受限货币资金5.09亿元，主要为银行承兑汇票、保函保证金及矿山环境恢复治理保证金等，受限资金占比较高。

²西南水泥子公司广汉三星堆水泥有限公司正在破产清算流程中。

截至2019年底,公司应收账款原值为9.34亿元,计提坏账准备1.24亿元(计提比例为13.29%),年末应收账款净值为8.10亿元,较2018年底下降38.59%,主要系公司加大催收力度所致。按简易损失模型计提减值组合的应收账款(占应收账款账面余额的97.04%)中,1年以内占58.77%,1~2年占15.55%,2~3年占6.08%,3年以上的占19.60%,公司应收账款综合账龄较长。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款,截至2019年底,公司预付款项为8.59亿元,较上年底下降34.65%,主要系公司加强预付款项控制所致。

截至2019年底,公司其他应收款账面原值为24.46亿元,计提坏账准备11.23亿元(计提比例为45.93%),年末其他应收款净值为13.23亿元,较2018年底下降26.10%,主要系公司加大减值计提所致。其他应收款中,全额计提减值的其他应收款账面余额为7.68亿元(占31.42%);零计提减值的其他应收款账面余额为7.08亿元(占28.95%);按简易损失模型计提减值组合的其他应收款账面余额为9.69亿元(占39.63%),坏账计提比例为36.61%。按简易损失模型计提减值组合中,账龄1年以内占24.03%,1~2年占15.86%,2~3年占12.97%,3年以上占47.14%。其他应收款主要为公司关于被收购企业重组前应收原股东及其关联方的往来款、以下游客户名义代为向包装商和运输商支付的包装费、运输费等相关费用、以及一部分与中国建材系统内公司的临时往来款。整体来看,公司其他应收款坏账计提比例较高,形成的原因较为复杂,未来回收具有一定的不确定性。

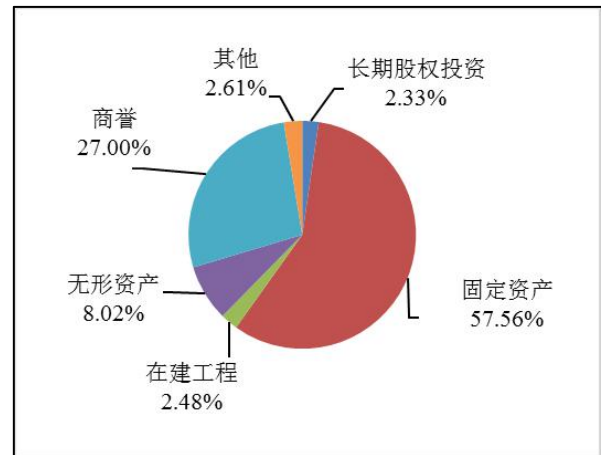
截至2019年底,公司存货账面价值为22.15亿元,较上年底下降32.69%,主要系公司为提高运营效率,加强库存管理所致。从构成来看,公司存货主要包括原材料(占57.94%),自制半成品及在产品(占13.57%),库存商品(占22.64%)等。公司经营以销定产,存货余额中原材料占比较大,原材料主要为煤炭、石灰石、石膏、粉煤灰等。截至2019年底,公司对存货计提跌价准备0.89亿元,计提率为3.87%。整体看,公司存货中原材料占比较高,但计提跌价准备较少,煤炭等

原材料价格波动对存货账面价值有影响。

非流动资产

截至2019年底,公司非流动资产为544.45亿元,较上年底下降3.91%。从构成来看,非流动资产以固定资产(占57.56%),无形资产(占8.02%)和商誉(占27.00%)为主。

图8 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源:公司财务报告

截至2019年底,公司固定资产原值为475.80亿元,累计折旧154.81亿元,计提减值准备7.61亿元,固定资产账面价值为313.38亿元,较2018年底下降0.27%,主要系折旧计提所致。从固定资产净值构成来看,包括房屋及建筑物(占54.65%)、机器设备(占44.48%),其余为运输工具和办公及电子设备。

截至2019年底,公司在建工程(合计)账面余额15.65亿元,计提减值准备2.16亿元,年末在建工程(合计)账面价值13.49亿元,较上年底下降52.76%,主要系遵义生产线已投产转固所致。

公司无形资产主要为土地使用权和采矿权,截至2019年底,公司无形资产原价58.56亿元,累计摊销14.46亿元,计提减值准备0.43亿元,年末无形资产账面价值合计43.67亿元,较上年底增长1.21%,主要系土地使用权增加所致。从无形资产账面价值构成来看,土地使用权占73.90%,采矿权占23.61%。

公司商誉是在联合重组过程中收购子公司股权溢价而形成。截至2019年底,公司商誉为147.02亿元,较上年底下降8.12%,主要系子公司四川洪雅西南水泥有限公司(以下简称“洪雅西南”)

处于破产清算,商誉相应减少1.03亿元及商誉减值准备增加共同影响所致。同期,公司累计计提13.16亿元的商誉减值准备。整体看,公司商誉减值准备计提比例一般,且公司商誉规模在资产总额中占比较高,联合资信将持续关注公司商誉减值风险。

截至2019年底,公司受限资产账面价值合计15.54亿元,占公司资产总额的2.51%,受限比例低。

表 11 截至 2019 年底公司受限资产情况

(单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	5.09	银行承兑汇票等业务保证金、诉讼冻结
固定资产	10.45	融资租赁租入资产
合计	15.54	--

注:公司持有的云南西南水泥有限公司股权因云南永保案件被司法冻结

资料来源: 公司财务报告

截至2020年3月底,公司资产总额627.45亿元,较2019年底增长1.23%,主要系货币资金增长所致;流动资产占14.03%,非流动资产占85.97%,流动资产比重较上年末有所上升,公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2020年3月底,公司货币资金较2019年底大幅增长76.65%至35.38亿元,主要系增加借款所致,受限货币资金为5.48亿元,受限比例一般;公司预付款项和存货分别为7.36亿元和20.75亿元,较2019年底分别下降14.25%和6.33%,主要系公司为提高运营效率,控制预付款项和加强库存管理所致。截至2020年3月底,公司固定资产较2019年底下降1.39%至309.03亿元;其他非流动资产较2019年底下降33.96%至2.27亿元,主要系本期预付工程款及预付无形资产款项减少所致。

3. 负债和所有者权益

受益于市场化债转股第二批资金到位,公司所有者权益规模有所增长,结构稳定性保持良好。跟踪期内,公司债务规模呈下降趋势,但债务负担仍较重;短期债务占比有所下降,债务期限结构有所改善,但债务结构仍有待优化。

所有者权益

截至2019年底,公司所有者权益为158.19亿元,

较上年底增长6.60%,主要来自市场化债转股第二批增资14亿元,实收资本和资本公积分别增加11.71亿元和2.29亿元。同期,公司未分配利润较上年底下降21.91%至24.51亿元,主要系向股东分配利润所致。从所有者权益构成来看,实收资本占73.79%,资本公积占1.56%,盈余公积占4.31%,未分配利润占15.49%,少数股东权益占4.75%。实收资本占比高,公司所有者权益稳定性良好。

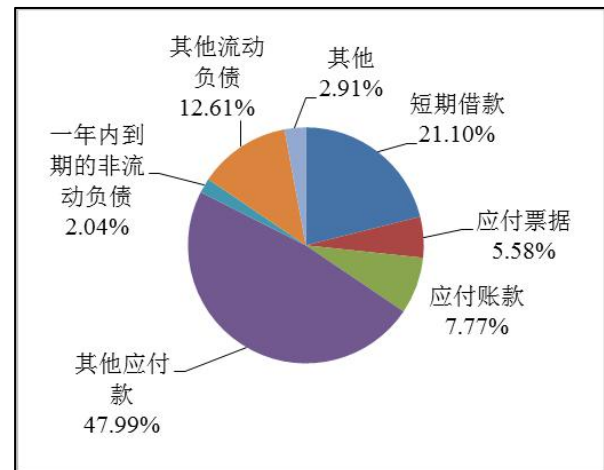
截至2020年3月底,公司所有者权益合计158.29亿元,较2019年底增长0.07%,所有者权益结构变化不大。

负债

截至2019年底,公司负债总额为461.63亿元,较2018年底下降12.10%,主要系其他应付款和其他流动负债下降所致;从构成上看,流动负债占87.23%,公司负债结构以流动负债为主。

截至2019年底,公司流动负债402.69亿元,较上年底下降14.58%,主要系其他应付款和其他流动负债下降所致。从构成上看,流动负债中短期借款占21.10%,应付票据占5.58%,应付账款占7.77%,其他应付款占47.99%,其他流动负债占12.61%。

图 9 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源: 公司财务报告

截至2019年底,公司短期借款为84.95亿元,较上年底下降3.39%,主要为保证借款(占91.17%)。

截至2019年底,公司应付账款为31.30亿元,较上年底增长55.98%,主要系公司煤炭采购调整为月底结算,次月付款,造成月底应付采购款较大所致,账龄以1年内为主(90.14%)。

截至2019年，公司其他应付款为193.25亿元，较上年底下降14.97%，主要系归还部分股东借款所致。公司其他应付款主要是股东拆借款。2019年底公司其他应付款中应付股东中国建材的资金拆借款172亿元，占比约为89%。

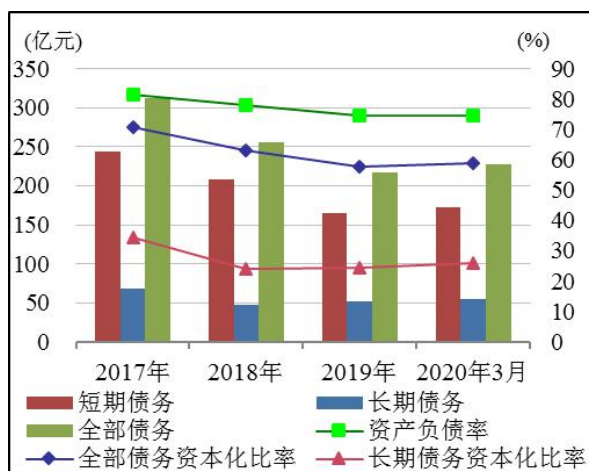
截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降65.44%至8.20亿元，主要为一年内到期的长期借款（7.29亿元）。

截至2019年底，公司其他流动负债余额为50.77亿元，全部为短期应付债券，主要系公司发行的短期融资券“19西南水泥CP001”“19西南水泥CP002”“19西南水泥CP003”和两期超短期融资券，公司短期应付债券本金合计50.00亿元。本报告将应付短期债券金额计入调整后短期债务及相关指标中核算。

截至2019年底，公司非流动负债58.94亿元，较上年底增长9.61%。从构成上看，长期借款占21.86%，应付债券占50.90%，长期应付款占15.69%。

截至2019年底，公司长期借款为12.89亿元，较上年底下降48.73%，主要系到期偿还所致，长期借款全部为保证借款。公司应付债券30.00亿元，主要系公司发行10亿元“19西南水泥MTN001”“19西南水泥MTN002”和“19西南水泥MTN003”所致。公司长期应付款主要是融资租赁款，截至2019年底，公司长期应付款9.25亿元，较上年底下降57.61%。本报告已将融资租赁款计入调整后长期债务及相关指标中核算。

图 10 近年来公司债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

若将公司发行的短期债券及融资租赁款调整至全部债务，截至2019年底，公司全部债务为216.80亿元，较上年底下降15.43%。从债务期限结构看，公司短期债务占比为76.40%，较上年底有所下降。截至2019年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为74.48%和57.82%，分别较上年底下降3.49个百分点和5.45个百分点；长期债务资本化比率为24.44%，较上年底略有上升。公司整体债务负担较重，短期债务比重高。

截至2020年3月底，公司负债合计469.16亿元，较2019年底增长1.63%。从构成上看，流动负债比重下降至86.56%。同期，公司流动负债为406.12亿元，较2019年底增长0.85%；其中，短期借款增长10.62%至93.97亿元；应付票据增长21.10%至27.23亿元；一年内到期的非流动负债增长23.16%至10.10亿元；其他流动负债下降17.88%至41.69亿元。截至2020年3月底，公司非流动负债为63.04亿元，较2019年底增长6.96%，主要系长期借款增长30.03%至16.76亿元所致。

截至2020年3月底，公司调整后债务总额227.36亿元，较2019年底增长4.87%。从构成来看，调整后短期债务占比为75.79%，调整后长期债务占24.21%；长期债务到期时间主要集中在2020—2022年，规模为67.22亿元；其余债务于2026年及以后到期，规模为8.70亿元。资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较2019年底分别上升0.29个百分点、1.14个百分点和1.36个百分点至74.77%、58.96%和25.80%。

4. 盈利能力

2019年，公司水泥产品销售量价齐升带动公司收入有所增长，但受限于商誉减值及坏账损失规模较大，公司利润总额有所下降；2020年一季度，受疫情影响公司水泥销量下滑，营业收入与利润总额同比均下降。

2019年，公司实现营业收入302.66亿元，同比增长5.14%；公司营业成本为209.27亿元，同比增长0.59%；公司营业利润率增长3.33个百分点至29.68%。

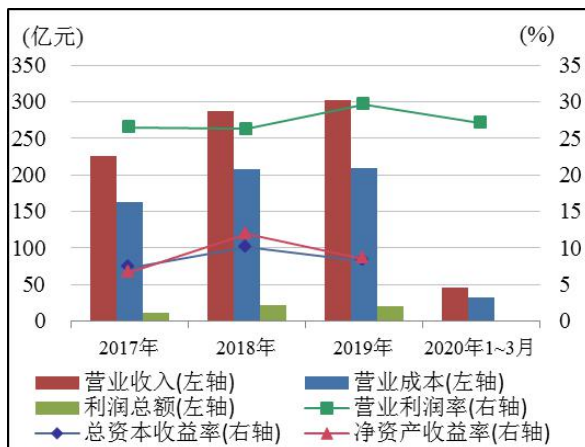
期间费用方面，2019年，公司期间费用合计49.25亿元，同比下降5.21%，主要系财务费用下

降所致。同期，公司财务费用17.61亿元，同比下降22.73%，主要系公司债务规模下降所致；管理费用16.44亿元，同比增长24.43%；销售费用15.20亿元，同比变化不大。2019年，公司期间费用占营业收入的比重为16.27%，较2018年下降1.78个百分点，公司期间费用对利润总额侵蚀有所减少。

非经常性损益方面，2019年，公司资产减值损失20.01亿元，同比大幅增长，主要系固定资产减值及商誉减值增加所致；信用减值损失6.37亿元，全部为坏账损失，较2018年有所增加系洪雅西南进入破产清算，公司合并范围内企业与洪雅西南往来款5.02亿元全部计提信用减值所致；公司其他收益为3.43亿元，同比增长18.66%，主要与日常经营相关的政府补助增加所致。2019年，公司参股企业经营情况向好，投资收益大幅增长至2.62亿元。同期，公司营业外收入和支出分别为1.08亿元和0.94亿元，对利润总额影响不大。

受上述综合影响，2019年，公司利润总额小幅下降5.83%至20.33亿元。

图 11 近年来公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报告整理

从盈利指标看，2019年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为8.56%和8.26%，分别同比下降1.86个百分点和3.35个百分点。公司盈利能力有所弱化。

2020年1-3月，公司实现营业收入46.05亿元，同比下降23.86%，主要系疫情影响，公司水泥产品销量下降所致；营业利润率为27.14%，同比下降2.77个百分点。2020年一季度，公司利润总额为0.71亿元，同比大幅下降。

5. 现金流分析

2019年，公司保持较强的经营获现能力，经营活动现金流能够覆盖投资支出的资金需求；公司控制债务规模，筹资活动呈净流出态势。2020年一季度，受限于营业收入下降，公司经营活动现金流未能覆盖投资支出，筹资活动呈净流入状态。随着公司产能置换项目的推进以及存量债务到期偿还，仍在一定程度上依赖外部融资。

经营活动现金流方面，2019年经营活动现金流入量为371.35亿元，同比增长9.32%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为364.74亿元。2019年，公司现金收入比为120.51%，公司收入实现质量好。同期，公司经营活动现金流出量同比小幅下降4.75%至268.02亿元；公司经营活动产生的现金流量净额增长77.29%至103.34亿元。

投资活动现金流方面，2019年，公司投资活动现金流入仍维持较小规模；公司投资活动现金流出量同比增长34.37%至18.78亿元，主要系公司固定资产投资增加，新设联营企业支付投资款1.47亿元所致。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-18.24亿元，净流出规模同比增长36.29%。

2019年，公司筹资活动前现金流为85.10亿元，经营活动现金流能够覆盖投资支出的资金需求。

筹资活动现金流方面，2019年，公司筹资活动现金流入量同比增长12.79%至249.26亿元，主要系取得借款收到的现金增加所致；公司筹资活动现金流出同比增长26.69%至336.45亿元，主要系公司加大债务偿还力度所致；筹资活动产生的现金流量净额为-87.19亿元，净流出规模同比增长95.62%。

2020年1-3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为50.67亿元，同比有所下降，主要系本期收入减少所致，现金收入比为110.05%；同期公司经营活动现金流量净额1.59亿元。2020年1-3月，公司投资活动现金净流出4.52亿元。同期，公司筹资活动产生现金流量净额为17.90亿元。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
经营活动现金流入量	267.08	339.68	371.35	51.74
经营活动现金流出量	227.23	281.39	268.02	50.15
经营活动现金净流量	39.85	58.29	103.34	1.59
现金收入比	116.62	114.77	120.51	110.05
投资活动现金净流量	-10.80	-13.38	-18.24	-4.52
筹资活动现金净流量	-41.50	-44.57	-87.19	17.90

资料来源：根据公司财务报告整理

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模仍较大，资产流动性一般，存在一定短期支付压力。公司长期偿债指标有所改善。考虑到公司获得股东的大力支持，经营获现能力增强，收入和利润稳步增长，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为18.72%和13.22%，均较上年底有所下降；2020年3月底流动比率和速动比率分别回升至21.67%和16.57%，主要系本期货币资金增加带动流动资产增长所致。2019年，公司经营现金流动负债比为25.66%，较上年底有所增长。截至2020年3月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为0.12倍。上述指标弱，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为59.42亿元，同比下降8.68%；公司EBITDA利息倍数和调整后全部债务/EBITDA分别为3.37倍和3.65倍，同比有所改善。公司长期偿债能力指标尚可。

截至2020年3月底，公司合并口径共获得金融机构授信额度331亿元，已使用授信188亿元，未使用授信额度143亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司存在2起重大未决诉讼，具体如下。公司或有负债风险不大。

(1) 资中东方红案件

公司下属子公司四川资中西南水泥有限公司（简称“资中西南”）根据与四川省资中县东方红水泥有限责任公司（简称“东方红公司”）于2012年签署的资产收购协议向东方红公司收购了若干资产。其后，东方红公司与其若干债权人发

生纠纷，自2012年9月起，部分东方红公司债权人向东方红公司、资中西南以及公司提起诉讼，涉及诉讼案件上百起，除要求东方红公司清偿债务外，要求资中西南以及公司就东方红公司纠纷的争议款项承担连带责任。

2015年资中西南及公司就其中四川省高级人民法院的一项判决向中国最高人民法院申请再审，并于2016年6月23日收到中国最高人民法院（2016）最高法民再108号的民事判决书，认定公司及资中西南与东方红公司不存在人格混同，不承担连带责任。截至2018年12月31日，相关法院已全部改判涉案案件（163起），公司已积极对接地方法院，全力挽回公司损失。截至2019年底，公司尚未追回的错误执行款8692.83万元。

(2) 云南永保案件

公司在2012年3月23日与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，就公司收购云南永保特种水泥股份有限公司（后更名为云南永保特种水泥有限责任公司，以下简称“云南永保”）100%股权事宜进行了约定。在《股权转让协议》履行过程中，出现转让方谭国仁违反《股权转让协议》的情形，公司根据《股权转让协议》的约定对转让价款进行了扣减，但谭国仁对此不予认可，其向上海国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“上海贸仲”）申请仲裁，要求支付股权转让价款余款。上海贸仲于2018年6月26日作出仲裁裁决，裁决结果为公司向谭国仁支付股权转让价款余款43081.10万元及逾期付款损失、仲裁费。该仲裁裁决作出后，谭国仁向云南省昆明市中级人民法院（以下简称“昆明中院”）申请执行，并申请冻结了公司持有云南西南水泥有限公司的股权。在昆明中院执行过程中，公司提出中止执行申请，昆明中院已于2019年11月11日裁定中止执行。

针对转让方谭国仁违反《股权转让协议》的事由，公司向中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）申请仲裁，中国贸仲于2019年9月29日作出部分裁决，部分裁决结果为谭国仁应向公司返还代付的个人收入所得税税金20585.81万元，及以此为基数按照年利率8%计算自2018年6月11日起至实际支付之日止的利息。

公司的其他仲裁请求将在经审计、鉴定等程序后由仲裁庭实体审理后进行裁决。此外，针对谭国仁在其控制及经营云南永保期间损害云南永保公司利益事由，云南永保向四川省高级人民法院提起诉讼，要求被告谭国仁等赔偿云南永保遭受的损失，目前该案件仍在审理过程中。

在公司就其收购云南永保 100% 股权进行账务处理时，已在公司财务报表的负债科目中反映了上述案件所涉股权转让价款。上述案件对公司可能造成的潜在经济损失占公司 2019 年底经审计的净资产的比例较小，因此上述案件不会对公司偿债能力造成重大不利影响。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据公司《企业信用报告》（机构信用代码：G1051010104164620C），截至 2020 年 4 月 26 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。根据公司过往公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录。公司过往债务履约情况良好。

8. 同行业对比

从 2019 年财务指标来看，与同行业同级别企业对比，公司盈利指标相对较弱，债务负担处于一般水平。

表 13 公司及同行业企业 2019 年主要财务指标
(单位: 亿元、%)

财务指标	公司	冀东水泥	华润水泥 (亿港元)
资产总额	619.82	607.33	611.71
所有者权益	158.19	288.38	422.66
流动比率	18.72	77.68	165.52
资产负债率	74.48	52.52	30.90
全部债务	216.80	226.15	80.42
全部债务资本化比率	57.82	43.95	15.98
营业收入	302.66	345.07	389.56
利润总额	20.33	62.54	120.08
营业利润率/毛利率	29.68	35.52	40.19
经营活动现金流净额	103.34	82.19	112.85

资料来源：联合资信整理

9. 母公司财务分析

公司母公司口径债务负担处于正常水平，偿债资金主要来源于再融资和下属子公司，考虑到公司本部融资渠道畅通、对子公司控制力强，公司母公司口径偿债风险极低。

截至 2019 年底，公司母公司口径资产合计 444.95 亿元，所有者权益 129.41 亿元；2019 年，公司母公司口径营业收入 1.67 亿元，利润总额 14.39 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司母公司口径资产合计 454.14 亿元，所有者权益 129.43 亿元；2020 年 1—3 月，公司母公司口径营业收入 0.64 亿元，利润 0.11 亿元。

资产方面，截至 2019 年底，公司母公司口径资产为 444.95 亿元，主要由对下属子公司的其他应收款和长期股权投资构成，分别占资产总额的 71.36% 和 27.96%。公司母公司其他应收款主要为与下属子公司的往来款。

负债和所有者权益方面，截至 2019 年底，公司母公司口径负债为 315.54 亿元，主要由短期借款、其他应付款、其他流动负债和应付债券构成，2018 年底分别占负债总额的 12.01%、57.23% 和 16.09% 和 9.51%；其他应付款主要是股东借款和与下属子公司的往来款，其他流动负债主要是公司母公司发行的短期融资券和超短期融资券，应付债券为母公司发行的中期票据。截至 2019 年底，公司母公司口径资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 70.92%、23.15% 和 50.99%。2019 年，受益于第二批债转股资金到位，公司母公司口径所有者权益为 129.41 亿元，其中实收资本 116.73 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司母公司口径资产 454.14 亿元，较 2019 年底增长 2.07%；所有者权益 129.43 亿元，较 2019 年底保持稳定。截至 2020 年 3 月底，公司母公司口径有息债务 128.82 亿元，较 2019 年底下降 4.33%；资产负债率和长期债务资本化比率分别为 71.50% 和 25.74%，较 2019 年底上升 0.58 和 2.59 个百分点；全部债务资本化比率较 2019 年底下降 1.11 个百分点至 49.88%。

盈利方面，公司母公司口径收入主要来自技术服务收入，规模较小且较为稳定，2019 年为 1.67 亿元。公司母公司利润主要来源于成本法核算的

长期股权投资收益，2019年，公司母公司口径利润总额和投资收益分别为14.39亿元和17.57亿元，同比分别下降99.63%和100.00%。

现金流方面，公司母公司口径经营活动现金流规模较小，2019年经营活动现金流净额0.36亿元；投资活动现金流入主要为取得投资收益收到的现金，2019年为29.94亿元，同比大幅增长，投资活动现金流净额为29.83亿元；公司母公司口径筹资活动产生的现金流净流出规模同比增长，净流出32.92亿元。

2020年1—3月，公司母公司口径利润总额0.11亿元，同比扭亏为盈，主要系营业收入同比增长及利息费用下降共同影响所致。2020年1—3月，公司母公司口径经营活动净现金流-0.17亿元，投资活动净现金流20.15万元，融资活动净现金流0.17亿元。

2019年，公司母公司口径EBITDA为28.13亿元，全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为4.79倍和2.05倍。

10. 抗风险能力

公司在西南地区的水泥龙头企业地位已经形成；在供给侧改革的背景下，西南水泥在产能、成本、技术、品牌和管理上的优势将更加突出。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

十、存续期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度高，现金类资产对“19西南水泥CP003”本金的覆盖程度较高，EBITDA对存续中期票据的保障能力强。

截至本报告出具日，公司存续短期债券包括短期融资券10亿元“19西南水泥CP003”，超短期融资券“20西南水泥SCP001”“20西南水泥SCP002”“20西南水泥SCP003”和“20西南水泥SCP004”（发行额度合计29亿元），合计余额39亿元（以下简称“存续短期债券合计本金”）。截至本报告出具日，公司存续长期债券为“19西南水泥MTN001”“19西南水泥MTN002”和“19西南水泥MTN003”，合计本金30亿元（以下简

称“存续中期票据合计本金”），均将于2022年到期。

表14 截至2020年4月底公司存续债券情况
(单位: 亿元)

证券名称	起息日	到期日期	当前余额
20西南水泥SCP004	2020-04-20	2020-06-19	10.00
20西南水泥SCP003	2020-04-09	2020-10-23	10.00
20西南水泥SCP002	2020-03-09	2020-08-21	4.00
20西南水泥SCP001	2020-02-26	2020-08-21	5.00
19西南水泥CP003	2019-11-27	2020-11-27	10.00
19西南水泥MTN003	2019-08-19	2022-08-19	10.00
19西南水泥MTN002	2019-07-22	2022-07-22	10.00
19西南水泥MTN001	2019-06-17	2022-06-17	10.00
合计			69.00

资料来源：公司提供

截至2019年底及2020年3月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产分别为15.39亿元和30.15亿元，分别是存续短期债券合计本金的0.39倍和0.77倍，分别是“19西南水泥CP003”本金的1.54倍和3.02倍。

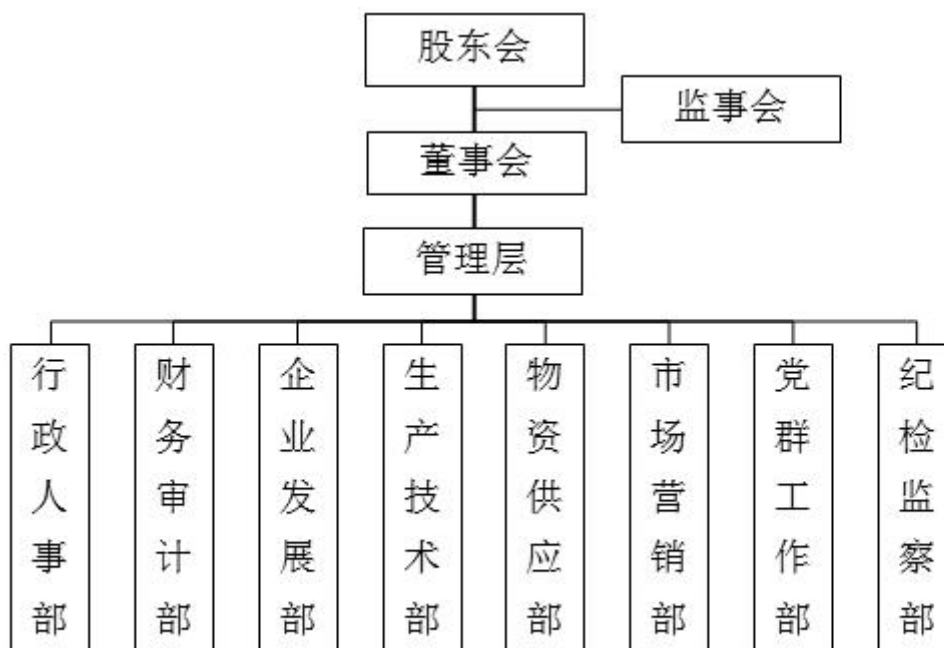
2019年，公司经营活动现金流入量对存续短期债券合计本金的覆盖倍数为9.52倍，对“19西南水泥CP003”本金的覆盖倍数为37.14倍。2019年，公司经营活动现金流净额对存续短期债券合计本金的覆盖倍数为2.64倍，对“19西南水泥CP003”本金的覆盖倍数为10.33倍。公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额对存续短期债券的覆盖程度高。

2019年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及EBITDA分别为存续中期票据合计本金的12.38倍、3.44倍和1.98倍。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持西南水泥有限公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19西南水泥MTN001”“19西南水泥MTN002”和“19西南水泥MTN003”的信用等级为AAA，并维持“19西南水泥CP003”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底西南水泥组织架构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底西南水泥主要全资及控股二级子公司情况³

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)
四川西南水泥有限公司	300000	水泥生产销售	100
重庆西南水泥有限公司	200000	水泥生产销售	100
云南西南水泥有限公司	200000	水泥生产销售	100
贵州西南水泥有限公司	200000	水泥生产销售	100
嘉华特种水泥股份有限公司	13229	水泥生产销售	89.51
四川利森建材集团有限公司	116639	水泥生产销售	100
广汉三星堆水泥有限公司	10000	水泥生产销售	100

注：公司与广汉三星堆水泥有限公司（以下简称“三星堆水泥”）原股东签署股权转让协议，支付股权款并完成交接，三星堆水泥管理层由公司任命，公司将其纳入合并报表。由于三星堆水泥老股东存在对外纠纷，公司尚未完成相关股权变更的工商手续，正在破产清算中
资料来源：公司提供

³西南水泥直接控股的四川省二郎山喇叭河水泥有限公司和瓮安县玉山水泥（厂）有限公司由其所在省级区域公司开展日常经营管理

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.85	26.42	20.48	35.63
资产总额(亿元)	705.43	673.58	619.82	627.45
所有者权益(亿元)	130.24	148.39	158.19	158.29
短期债务(亿元)	244.36	209.42	165.64	172.31
长期债务(亿元)	68.70	46.94	51.16	55.05
全部债务(亿元)	313.06	256.36	216.80	227.36
营业收入(亿元)	225.97	287.87	302.66	46.05
利润总额(亿元)	12.06	21.59	20.33	0.71
EBITDA(亿元)	54.61	65.07	59.42	--
经营性净现金流(亿元)	39.85	58.29	103.34	1.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.24	13.90	27.83	--
存货周转次数(次)	4.56	6.14	7.60	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.42	0.47	--
现金收入比(%)	116.62	114.77	120.51	110.05
营业利润率(%)	26.53	26.35	29.68	27.14
总资本收益率(%)	7.22	10.00	8.31	--
净资产收益率(%)	6.62	11.91	8.56	--
长期债务资本化比率(%)	34.53	24.03	24.44	25.80
全部债务资本化比率(%)	70.62	63.34	57.82	58.96
资产负债率(%)	81.54	77.97	74.48	74.77
流动比率(%)	25.90	22.70	18.72	21.67
速动比率(%)	18.94	15.72	13.22	16.57
经营现金流动负债比(%)	7.98	12.36	25.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.73	3.94	3.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.29	2.86	3.37	--

注: 1.公司 2020 年 1-3 月财务报表未经审计; 2.其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算; 3.2018 年财务数据采用 2019 年期初数

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.89	3.32	0.57	0.58
资产总额(亿元)	485.08	471.06	444.95	454.14
所有者权益(亿元)	99.29	117.62	129.41	129.43
短期债务(亿元)	130.69	118.20	95.67	83.96
长期债务(亿元)	22.00	22.99	38.99	44.86
全部债务(亿元)	152.69	141.19	134.65	128.82
营业收入(亿元)	0.35	0.62	1.67	0.64
利润总额(亿元)	6.67	33.02	14.39	0.11
EBITDA(亿元)	6.67	49.16	28.13	--
经营性净现金流(亿元)	-1.34	-0.19	0.36	-0.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.03	5.36	8.39	--
存货周转次数(次)	*	*	*	--
总资产周转次数(次)	*	*	*	--
现金收入比(%)	89.43	125.46	89.76	13.97
营业利润率(%)	70.99	87.72	62.62	43.30
总资本收益率(%)	2.65	19.00	10.65	--
净资产收益率(%)	6.71	28.07	11.12	--
长期债务资本化比率(%)	18.14	16.35	23.15	25.74
全部债务资本化比率(%)	60.60	54.55	50.99	49.88
资产负债率(%)	79.53	75.03	70.92	71.50
流动比率(%)	94.53	104.46	115.37	117.27
速动比率(%)	94.53	104.46	115.37	117.27
经营现金流动负债比(%)	-0.37	-0.06	0.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.90	2.87	4.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	3.05	2.05	--

注：1.2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债调整至短期债务；3.*为数据过小；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

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% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
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/营业收入×100%
盈利指标	
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%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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
BB	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	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	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	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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

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 4-4 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变