

# 跟踪评级公告

联合[2016] 856 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西南水泥有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“16西南水泥CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一六年六月十四日



---

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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 西南水泥有限公司短期融资券跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AA <sup>+</sup>	评级展望: 稳定
上次评级结果: AA <sup>+</sup>	评级展望: 稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 西南水泥 CP001	15 亿元	2016/02/23-2017/02/23	A-1	A-1

评级时间: 2016 年 6 月 14 日

### 财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.92	32.63	28.35	31.29
资产总额(亿元)	686.13	734.03	731.14	731.85
所有者权益合计(亿元)	120.23	130.05	129.62	129.83
短期债务(亿元)	136.07	211.02	239.25	255.20
全部债务(亿元)	324.35	356.20	348.13	355.34
营业收入(亿元)	199.23	213.66	192.25	43.12
利润总额(亿元)	20.01	22.98	8.91	0.36
EBITDA(亿元)	55.49	47.80	34.41	--
经营性净现金流(亿元)	28.39	50.82	32.46	6.19
营业利润率(%)	29.12	31.91	29.46	26.27
净资产收益率(%)	14.48	13.71	4.30	--
资产负债率(%)	82.48	82.28	82.27	82.26
全部债务资本化比率(%)	72.96	73.25	72.87	73.24
流动比率(%)	32.60	31.35	27.05	26.97
全部债务/EBITDA(倍)	5.84	7.45	10.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.51	1.74	1.29	--
经营现金流/流动负债(%)	7.66	11.25	6.69	--

注: 1、2016 年一季度财务数据未经审计; 2、本报告已将其其他流动负债中的短期融资券、超短期融资券调入短期债务中核算, 已将长期应付款—融资租赁款调入长期债务中核算; 3、现金类资产未剔除受限货币资金。

### 分析师

赵传第 孙宏辰  
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)

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

西南水泥有限公司(以下简称“公司”)作为中国建材股份有限公司(以下简称“建材股份”)西南区域经营实体,在经营规模、区域市场占有率、盈利能力等方面具备显著优势。跟踪期内,公司资源整合和管理整合不断深化,单位水泥生产成本不断下降、营业利润率维持较高水平。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到前期公司联合重组快速推进导致债务负担重、旗下子公司整合压力大以及2015年以来水泥需求低迷、行业竞争激烈,区域内水泥价格不断下探等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内,西南区域经济快速发展,固定资产投资空间广阔,未来水泥需求仍然较大;随着国家逐步推进供给侧结构性改革,化解水泥行业产能严重过剩压力,公司在规模、成本和管理等方面的优势将更加突出。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持公司AA<sup>+</sup>的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“16西南水泥CP001”A-1的信用等级。

### 优势

1. 西南地区经济水平保持平稳较快发展,在大型水利水电、铁路等基础设施建设项目拉动下,西南区域固定资产投资空间广阔,对公司水泥需求形成一定支撑。
2. 跟踪期内,公司资源整合、管理整合不断深入,在经营规模、区域市场占有率、盈利能力等方面具备显著优势,经营状况良好。
3. 跟踪期内,受益于煤炭等原材料价格下降、公司提高集中采购力度、推进降本增效措施等因素影响,公司成本控制能力不断增强,单位水泥生产成本不断下降。
4. 跟踪期内,公司持续获得建材股份在资金、

政策、人员等方面的重点支持。

5. 公司经营活动现金流对“16西南水泥CP001”覆盖程度较高。

#### 关注

1. 跟踪期内，西南地区水泥现有产能和新建产能较大，同时受房地产市场低迷影响水泥需求增速下滑，水泥价格快速下滑，对公司盈利能力影响大。
2. 公司联合重组企业较多，对下属子公司的管理整合和资源整合压力大。
3. 跟踪期内，公司债务规模维持较高水平，财务费用对盈利侵蚀较大。公司短期偿债指标弱，短期支付压力大。
4. 公司商誉和其他应收款占比较大，资产质量受到一定影响。
5. 公司因收购四川省资中县东方红水泥有限公司而涉及共 135 宗、总金额约 2.85 亿元的诉讼，已支付赔偿金额约 8000 万元。公司存在一定或有负债风险。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西南水泥有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西南水泥有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因西南水泥有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由西南水泥有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 西南水泥 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 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关于西南水泥有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内短期融资券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

西南水泥有限公司（以下简称“公司”）是中国建材股份有限公司（以下简称“建材股份”）联合深圳京达股权投资管理有限公司、上海圳通股权投资管理有限公司、北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）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；其中建材股份、深圳京达股权投资管理有限公司、上海圳通股权投资管理有限公司、北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）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，注册资本100亿元已经全部实缴到位。截至2016年3月底，公司注册资本100亿元，其中建材股份持股70.00%，中海信托股份有限公司持股18.70%，上海圳通股权投资管理有限公司持股6.30%，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）持股5.00%。建材股份是公司控股股东。

公司经营范围为：水泥熟料、水泥及其制品、商品混凝土、石灰石的生产（限于公司及分公司经营）、研发、销售；煤炭、石膏、非金属废料（不含前置许可项目，后置许可项目凭许可证或审批文件经营）、耐火材料、熟料制品、电器设备、仪器仪表、五金、化工产品（不含危险化学品）、服装鞋帽、日用品的销售；项目投资；信息技术服务；工程管理服务（以上经营项目依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2016年3月底，公司下辖142家全资或控股子公司（含5家区域子公司）；本部设行政人事部、财务审计部、生产技术部、物资

供应部、市场营销部、企业发展部共6个职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总额为731.14亿元，所有者权益合计为129.62亿元（含少数股东权益5.48亿元）。2015年，公司实现营业收入192.25亿元，利润总额8.91亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为731.85亿元，所有者权益合计为129.83亿元（含少数股东权益5.51亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入43.12亿元，利润总额0.36亿元。

公司注册地址：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、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不

含农户)55.2万亿元,同比名义增长10.0%(扣除价格因素实际增长12.0%,以下除特殊说明外均为名义增幅),增速呈现逐月放缓的态势。其中,基础设施建设投资增速较快,但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显,成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳,为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年,中国社会消费品零售总额30.1万亿元,同比增长10.7%,增幅较2014年下降1.3个百分点;中国消费与人均收入情况大致相同,中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%,扣除价格因素实际增长7.4%,增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大,但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年,中国进出口总值4.0万亿美元,同比下降8.0%,增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元,较上年大幅增加54.8%,主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响,外贸形势不容乐观,但随着人民币(相当于美元)贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地,外贸环比情况略有改善。

## 2. 政策环境

2015年,中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元,比上年增长8.4%,增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元,比上年增长15.8%,同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元,赤字率上升至3.5%,显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是中国“十三五”开局之年,中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策,助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番,意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了

2016年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下,2016年,在财政政策方面,政府将着力加强供给侧结构性改革,继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目,促进经济发展;但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升,或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面,央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具,继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放,同时进一步完善宏观审慎政策框架;M2或将保持13%以上的较高增速,推动实体经济增长;在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下,预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张,营造适度宽松的货币金融环境。

## 四、行业及区域经济环境

### 1. 水泥行业分析

#### (1) 行业概况

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,目前中国水泥产量占世界总产量的60%左右。

#### 市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高,受宏观经济影响显著,近年来,随着宏观经济放缓,水泥市场景气度持续下行。同时,由于水泥不能长期储存,运输半径较小,水泥产销率一直保持较高水平,水泥库存比较低。

2013年受“稳增长”政策的提振,尤其是3月以来新开工以及在建工程复工进度的加快,水泥产量增速有所提高,2013年水泥产量24.2亿吨,同比增长10.55%,增速比2012年提升4.69个百分点;销量23.89亿吨,同比增长10.54%。

2014年全年水泥产量为24.76亿吨,同比

增长 1.8%，增速显著放缓；2014 年，全国累计销售水泥 24.47 亿吨，较 2013 年增长 2.43%。

2015 年受固定资产投资增速持续下滑的影响，全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 5.18%，是自 1991 年以来中国水泥产量首次出现负增长。

2016 年一季度，房地产开发投资和基础设施建设投资恢复性增长拉动水泥需求回升，全国水泥产量一季度累计 4.44 亿吨，同比增长 3.5%，其中华东地区依然是主要产量上涨区域。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的 30% 和 25%。2013 年以来，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近三年，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，合计年度新增熟料产能 4712 万吨，比 2014 年减少 2319 万吨，已经连续三年新增产能呈递减走势。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。由于 2015 年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015 年水泥熟料实际产能富余量超过 6 亿吨。

2015 年，从水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 15.77%；其次是华北地区，水泥产量同比也大幅下滑了 14.60%；西北和华东地区产量也有一定程度的下滑，同比分别下降 7.19% 和 8%；中南地区产量仅有小幅下滑，同比下降 1.72%。公司水泥产能主要布局的西南地区表现较好，是全国唯一累计产量为正增长的区域，同比增长 1.30%。

根据近 5 年全国熟料产能利用率的情况

看，2015 年为同期最低水平，仅为 67%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

### 水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的所占比例下降到只有 3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

图 1 2010~2016 年 5 月全国水泥月度价格走势



资料来源：数字水泥网

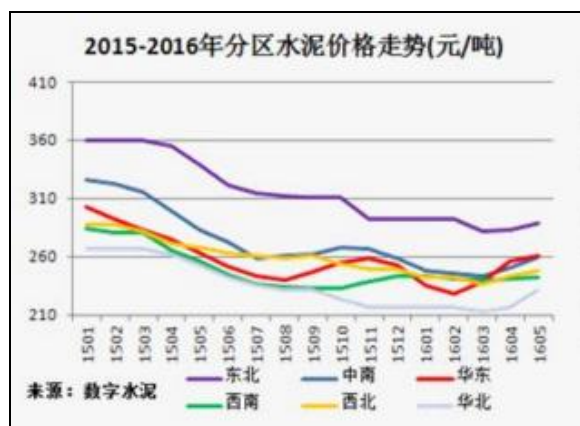
受经济形势低迷的影响，近年来水泥价格不断下滑。2013 年上半年全国水泥平均价格处于金融危机以来的低位，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

2014 年，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显较弱，且 12 月份受季节性因素影响，

水泥价格又有短暂回调。

2015年，在产能过剩和下游需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行。2015年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降。截至2015年12月31日，中国水泥价格指数降至79.25，价格走势与水泥价格指数和水泥行业景气度保持一致。

图2 2015年~2016年5月分区域水泥价格走势  
(单位:元/吨)



资料来源:数字水泥网

从区域水泥价格方面看，2015年从区域来看，华北、西北、东北地区价格持续下跌，西南、华东、中南随二四季度有小幅反弹行情，但力度微弱，全年同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑，在第三季度甚至一度跌至六大区域中的最低水平；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。2016年1~2月，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，3月份市场需求增长和生产随着错峰停产或春季停窑检修结束恢复，华东地区引领全国水泥价格开始触底反弹，西北的陕西、新疆，东北的辽宁、西南的贵州及中南的河南部分地区价格也出现上调，华北地区价格仍然疲软。根据Wind资讯数据显示，截至2016年4月1日，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区PO42.5水泥均价分别为241.00元/吨、

303.33元/吨、268.00元/吨、252.86元/吨、267.50元/吨和274.17元/吨，同比降幅分别为13.31%、18.75%、9.76%、14.29%、8.55%和11.08%。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

图3 2016年5月分区域水泥价格(单位:元/吨)



资料来源:数字水泥网

### 行业经济效益

2014年水泥全行业利润总额达780亿元，比2013年增长1.8%。从月度看，利润同比增长表现出“前高后低”的特点。主要是由于2013年下半年价格“翘尾”明显，而2014年下半年价格以下跌为主，水泥行业盈利能力较去年同期下降。4~7月份，虽水泥产品价格持续下跌，但成本端煤炭价格跌幅更大（煤炭均价同比下降12%），单月盈利能力始终高于去年同期。9月进入旺季，价格环升，但上升幅度不及2013年同期，盈利能力同比下降。12月上中旬，库存高和需求弱促使水泥价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

2015年，煤炭价格的进一步下滑未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在行业产能过剩严重及下游需求下滑的形势下，水泥市场呈现出量价齐跌的趋势，企业亏损加大。根据国家统计局统计数据，2015年中国水泥行业累计实



现收入8897亿元，同比下降9.4%，行业亏损企业额达到历史新高的215亿元，比2014年增长119%，亏损面达到35%；行业销售利润率仅为3.7%，是近十年以来最低的一年。

从区域来看，华北全行业亏损，东北、西北和西南下滑幅度超过90%，两大利润区华东和中南地区也分别下滑接近50%。从利润率来看，华北地区创历史新低为-5.7%，连续3年低于行业平均水平，是目前区域效益最差区域。东北、西北和西南表现接近，利润率不到1%，形势堪忧。华东和中南地区利润率好于全国平均，保持在5%左右的水平。利润及利润率的下滑首先是由于需求下滑的同时产能仍然在增加，供需矛盾严峻；其次，在行业竞合上，部分大企业主导低价竞争拼实力，不采取自律协同的做法，通过低价提高市场占有率，而生产技术相对较落后的企业，不愿意主动退出，不断降低水泥销售价格，均压缩了水泥行业的利润空间；另外还有随着产量下滑，水泥生产线产能利用率进一步降低，折旧等成本无法充

分摊薄，以及受增值税退税政策改革等因素影响。

## （2）竞争格局

从全国范围来看，近年来，由于新建产能受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式，中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范，在一定程度上解决了企业产能盲目扩张，价格无序竞争等问题。根据中国水泥协会公布的数据，截止到2015年底，前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.5亿吨，占全国总产能的75%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的54%，预期中的水泥行业并购大潮未在2015年大规模出现。进入2016年，水泥行业联合重组步伐加速，中材集团与中国建筑材料集团正在筹划战略重组事宜，重组方案尚未确定，方案确定后尚需获得有关主管部门批准。金隅股份与冀东集团已开始进行战略重组。

表1 截至2015年底全国水泥企业熟料产能排名（单位：万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	31453	11	天瑞水泥	3209
2	海螺水泥	20376	12	亚洲水泥	2062
3	中材集团	8784	13	亚泰水泥	1981
4	冀东水泥	7080	14	尧柏水泥	1907
5	拉法基豪瑞中国	6479	15	云南昆泥	1727
6	华润水泥控股有限公司	6324	16	青松建化	1606
7	山水集团	5460	17	金峰水泥	1318
8	红狮水泥	4241	18	蒙西水泥	1302
9	台湾水泥	4067	19	葛洲坝水泥	1280
10	北京金隅	3460	20	河南同力水泥	1225

资料来源：中国水泥网

注：统计截至2015年12月31日已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能；全年窑的运转率按310天计算产能；中国建材产能统计包含其合并范围内南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥；中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材；拉法基豪瑞中国产能统计包含其合并范围内华新水泥、双马水泥等。

根据中国水泥协会公布的数据，2015年中国水泥企业熟料产能排名中，中国建材、海螺水泥产能以绝对优势位居第一和第二。

水泥行业具有典型的销售半径，一般来看，水泥的销售辐射在周边300公里左右（华东地区在500公里左右），超过这个半径，其运输

成本的增加将使其销售优势大幅削弱。因此，水泥市场的区域性更为明显，形成了目前多范围、多格局并存的区域水泥市场。

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差异，将中国分成7个区域分析，其中华东区域为较为稳定的成熟类区域，每年的水泥产销增

速基本保持稳定，以新建为主的发展方式已经结束。西南地区受宏观经济环境和地区基本情况影响，水泥行业处于较快增长阶段，虽然水泥产量占比不大，但每年增速较高。西北地区

在资源拉动下市场步入发展的快车道。

大型水泥企业通过区域拓展，在提高行业集中度的同时降低行业竞争的无序性，从而有助于中国水泥行业的有序发展。

表 2 水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	中国建材（子公司北方水泥、滨州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，CRH	振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。
西北	中材集团（子公司赛马实业、天山股份、祁连山水泥）、冀东水泥、西部水泥	受益于西部大开发，此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。
华东	中国建材（子公司南方水泥和中联水泥）、海螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，区域集中度高，是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、鱼峰	竞争激烈，整合趋势明显，已步入成熟市场。
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞水泥、同力、葛洲坝等	得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段。
西南	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基等	除中国建材、拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高。

资料来源：数字水泥网

### （3）上下游分析

#### 上游原材料

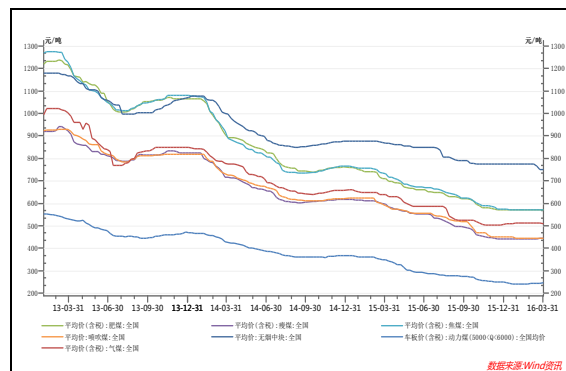
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

#### 煤炭

国内整体煤炭行业仍处供大于求形势，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道，煤炭行业仍旧持续低迷。2014 年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分

别是 449 元/吨、573 元/吨、774 元/吨和 297 元/吨，分别较 2014 年底下降 27.58%、24.70%、11.24%和 28.26%。总体上看，煤炭价格的下跌一定程度上缓解了水泥行业的成本端压力，煤炭价格仍将维持底部整理格局。

图4 截至2016年3月底国内主要煤炭品种含税均价  
(单位：元/吨)



资料来源：Wind资讯

## 电力

2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》

（发改价格〔2015〕748号）规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。电价小幅下调一定程度上减轻水泥企业用电成本。

2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。同时，国内水泥行业为了节约成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完纯低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供约30%的用电。相对而言，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

## 下游需求

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，工业、农业生产建设以及公共事业分别各占水泥市场需求的15%。因此，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量。

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业。2015年，上述三大行业合计的城镇基建固定资产投资累计为13.13万亿元，同比增长17.27%。近年来，基础设施建设投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应减弱。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2013年，全国房地产开发投资8.60万亿

元，比上年名义增长19.8%（扣除价格因素实际增长19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。2014年全国房地产开发投资9.50万亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速较2013年显著放缓，增速为近10年来的最低值；其中住宅投资增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，比上年下降10.7%，其中住宅新开工面积下降14.4%。2015年，全国房地产开发投资9.60万亿元，同比名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增幅较去年下降9.5个百分点；其中，住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%，增速大幅回落。

2016年1~3月，全国房地产开发投资1.77万亿元，同比名义增长6.2%（扣除价格因素实际增长9.1%），增速有所回升。2016年1~3月，商品房销售面积24299万平方米，增长33.1%；房屋新开工面积28281万平方米，增长19.2%；房屋竣工面积20001万平方米，增长17.7%。2016年一季度，房地产投资出现企稳回暖趋势，主要是前期刺激政策效果显现，以及国家陆续出台了降息、降低首付比例、公积金政策调整等一系列行业政策所致。

由此看出，基建投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应有所减弱，而房地产投资增速的快速下滑是导致2015年水泥需求增速大幅下降的主要原因。不过，2016年一季度基建和房地产投资有所回暖，水泥行业下游需求情况有所改善，对水泥需求形成了一定支撑。未来下游需求行业走势仍值得关注。

## （4）行业政策和关注

随着水泥产能过剩问题的日益凸显，有关控制水泥产能过快增长、促进高标号水泥产品发展的政策密集出台（详见下表3）。具体来看，2015年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①倡导逐步取消32.5复合硅酸盐水泥，32.5复合水泥标准取消有望增加高标号水泥产量、一定程度上化解熟料过剩产能；此外，根据之前的增值税退税政策，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于30%，实行增值税100%即征即退，2015年7月1日起，资源综合利用退税由

100%即征即退改为退税比例为70%，且对环境标准更加从严，而且42.5及以上等级水泥的原料20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料40%以上来自废渣，使生产低标号水泥的企业难度加大，目的是鼓励高标号水泥生产，促使企业进行技术创新，在提高废渣的掺兑比例的同时确保产品的质量。然而，中国水泥产量中32.5强度等级复合硅酸盐水泥约占50%，对水泥企业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消32.5复合水泥历程将较为漫长；②严禁新增产能，2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建

设项目；2017年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料产能置换。在建项目须实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；③试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑（新型干法水泥熟料生产线）协同处置项目开展试点。目前，已建成的水泥窑协同处置生活垃圾项目的水泥企业包括：海螺水泥、华新水泥、中国中材集团、拉法基瑞安水泥有限公司和河南同力水泥股份有限公司等。

表 3 2014 年底以来水泥行业相关政策

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2014.12.2	关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告	复合硅酸盐水泥的强度等级分为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 五个等级，不再包含 32.5。
2015.4.20	《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015]127 号）	产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；新（改、扩）建项目产能置换指标，须为 2013 年及以后列入工业和信息化部公告或省级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能；支持跨地区产能置换。
2015.4.23	《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》（工信厅联节[2015]28 号）	试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和国家投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线，试点及评估工作期限为 2 年。
2015.6.12	关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知	将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：42.5 及以上等级水泥的原料 20% 以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40% 以上来自废渣；纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。
2015.8.31	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知（工信部联原[2015]309 号）	发展高品质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用 C35 及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。
2015.11.13	《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号）	为减轻大气污染，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产。
2016.1.14	《两部门关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》（发改价格[2016]75 号）	对 GB16780-2012《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高，加速淘汰落后生产线。
2016.5.18	《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）	严禁新增产能，淘汰落后产能，推进联合重组，加快转型升级；到 2020 年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料前 10 家企业的生产集中度达 60% 左右。

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

2015年11月13日，工信部和环境保护部联合下发《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542号），为减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产，但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生

产线除外。2015年冬天，水泥错峰生产的试行范围进一步扩大，这将对遏制产能严重过剩和增加企业效益发挥一定作用，但对水泥企业经营效益会造成一定影响。

2016年5月18日，国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》是国务院近20年来首个专门为建材工业制定的文

件，不仅是行业当前降本增效实现脱困发展的政策指导，也是行业“十三五”期间化解产能过剩、推进供给侧结构性改革的纲领性文件，在坚决去产能，在严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等方面都提出了新要求和新措施，目标是到2020年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；建材产品深加工水平和绿色建材产品比重稳步提高，质量水平和高端产品供给能力显著增强，节能减排和资源综合利用水平进一步提升；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。

总体看，上述政策旨在推进高标号水泥产品及绿色建材的推广使用，逐步淘汰低标号水泥产品，但该项调控短期内对企业影响有限；而继续严控新增产能，倡导跨区域产能等量或减量置换，产品结构调整、产能优化整合和严控污染物排放、提倡错峰生产等仍是水泥行业的主要基调；此外，对于水泥行业用电价格机制的合理运用，也是水泥行业调控政策的新尝试。

#### （5）行业发展

展望 2016 年水泥行业，从行业需求来看，中国城镇基础设施的建设，将一定程度上促进水泥需求，但应重点关注其投资落地的时效性，或存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用尚待观察；此外，受宽松的货币环境及房地产政策环境影响，一线及二线房地产市场急剧升温，但三四线城市库存压力仍较为严峻，新开工、施工数据转好，数据持续性仍待检验，预计全年保持投资增速平稳的趋势。总体来看，2016 年下半年水泥行业需求存在一定回暖预期，但水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，随 2015 年部分产能投产加之 2015 年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016

年新增产能同比增速将保持继续下滑；对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，包括产能供给侧减量和结构调整两个方面。

在行业需求预期没有显著改善的背景下，供给端“去产能”效果不会短期迅速体现，水泥供需矛盾依旧很突出，尤其是区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同，行业内南北区域分化现象严重。总体来看，预计中国水泥行业短期内仍整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

#### 2. 区域经济和市场环境

公司经营范围主要位于西南区域，包括四川省、贵州省、云南省和重庆市。

2013~2015 年，四川省 GDP 增速分别为 10.0%、8.5% 和 7.9%；贵州省 GDP 增速分别为 12.5%、10.8% 和 10.7%；云南省 GDP 增速分别为 12.1%、8.1% 和 8.7%；重庆市 GDP 增速分别为 12.3%、10.9% 和 11.0%。同期全国 GDP 增速分别为 7.7%、7.4% 和 6.9%。西南地区三省一市经济快速发展且增速高于全国平均水平。

2013~2015 年，四川省全社会固定资产投资增速分别为 6.7%、12.0% 和 10.2%；贵州省全社会固定资产投资增速为 29.0%、23.6% 和 21.6%；重庆市全社会固定资产投资增速为 19.5%、18.0% 和 17.1%；云南省全社会固定资产投资增速为 27.4%、15.1% 和 18.00%。同期全国固定资产投资增速分别为 19.3%、15.3% 和 9.8%。西南地区固定资产投资高位运行，2015 年宏观经济下行压力加大，但西南地区三省一市固定资产投资增速均高于全国平均水平。

2015 年，贵州省全年基础设施完成投资 4137.35 亿元，比上年增长 22.3%，房地产开发完成投资 2205.09 亿元，比上年增长 0.8%；重庆

市全年基础设施建设完成投资4356.14亿元，比上年增长28.6%，房地产开发完成投资3751.28亿元，比上年增长3.3%；云南省基础设施投资完成4314.54亿元，同比增长21.6%，房地产开发完成投资2669.01亿元，同比下降6.2%。四川省房地产开发投资完成额为4813亿元，比上年增长9.9%。基础设施建设和房地产开发投资是拉动水泥需求的两大动力，2015年以来，公司所在西南地区三省一市基建投资快速增长，房地产投资除四川外，均出现增速放缓甚至负增长的局面。

2015年，西南地区水泥市场呈现需求增量势微、供给（产能）增量较大、供需矛盾尖锐、市场竞争激烈、水泥价格大幅下滑的整体态势。

根据国家统计局数据显示，2015年西南地区累计实现水泥产量4.05亿吨，同比增长1.30%，是全国六大区域市场中唯一出现正增长的区域。从产量看，四川是西南地区水泥产量最高的省份，但产量出现负增长（-3.26%），重庆和云南产量同比略有增长，增速分别为2.20%和2.34%，贵州为区域内水泥产量增长最快的，增速为5.42%。从产能看，2015年西南地区新增水泥生产线设计产能超过2.8万吨，以贵州和云南新增产能为主；同时，受水泥行业下滑、部分民营企业关停，大企业主动停产成本高或石灰石资源规模小的生产线等因素影响，西南区域整体呈现产能增长趋势，增幅较之前年度有所下滑，其中贵州和云南两省产能增长较快。

水泥价格方面，西南地区是2015年全国水泥平均价格同比下调幅度最大的区域，其中贵州地区跌幅在17%左右，云南地区跌幅最小，在3%左右，其他地区跌幅在9%左右。从利润看，2015年西南区域水泥行业实现利润总额17.81亿元，同比下降81.75%；其中，作为西南地区产量下滑最多的省份，四川反而贡献了最多利润，贵州受区域内新增产能影响，价格快速下滑，是西南地区亏损最严重的省份。

2015年，西南地区水泥企业兼并重组主要

有：台泥国际集团重组四川铁路集团水泥有限公司，华润水泥与昆钢控股合作成立云南水泥建材集团有限公司，华新水泥与拉法基合并成立云南拉豪及川渝拉豪水泥，西南水泥收购安县女娲水泥、参股四川星船城水泥等。

2016年一季度，尤其是2016年3月，在固定资产投资底部回升、水泥需求呈现反弹、全国水泥产量同比增长的宏观背景下，西南地区实现水泥产量9268万吨，同比增长4.28%，高于全国平均增速（3.52%），增速仅次于增长最快的华北地区、居全国六大区域第二位。从价格和效益来看，虽然3月份价格明显回升，但不能弥补前两个月市场价格深跌带来的利润大幅下滑，2016年一季度全国水泥销售收入与行业效益最好的2011年相近，但盈利水平却相差较大（2016年一季度全行业亏损20亿元），几乎是历史同期最差的盈利水平。

未来，西南地区基础设施建设需求仍较高，预计水泥需求仍然较为旺盛，但供求状况受“十三五规划”开局、“一带一路”、“长江经济带”、“西部大开发”等国家及区域发展战略落地实施力度、落后产能淘汰力度、行业自律限产自救活动开展情况等因素影响大；未来“去产能、控新增、自律限产、大企业合作”成为关键词。

总体来看，2015年以来国民经济下行压力加大，而公司主要布局的西南地区经济运行较为平稳，主要经济指标大多优于全国平均水平。受需求不足和新增产能等因素影响，西南地区水泥企业竞争激烈，水泥价格大幅下滑，大企业通过兼并重组逐渐提升市场占有率，市场集中度进一步提高。考虑到西南地区基础设施建设依然薄弱，仍需进行较大规模的投资，未来该区域水泥需求仍然较大，对公司水泥需求形成一定支撑。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 100 亿元，其中建材股份持股 70.0%，中海信托股份有限公司持股 18.7%，上海圳通股权投资管理有限公司持股 6.3%，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）持股 5.0%（见附件 1-1）。建材股份是公司控股股东。

### 2. 企业规模与竞争实力

公司母公司建材股份是世界上最大的水泥生产集团，通过区域整合，形成了中国联合水泥集团有限公司、南方水泥有限公司、北方水泥有限公司、西南水泥有限公司四个大型水泥生产集团。截至 2015 年底，建材股份熟料产能为 3.15 亿吨/年，居全国第一位。

建材股份通过对现有水泥生产企业联合重组的方式快速扩张产能，于 2011 年 12 月成立了公司，并继续采取联合重组的方式来扩张产能。截至 2016 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 1.23 亿吨，在西南地区区域综合产能、产销率占比排名中均居首位。公司相继在四川、云南、贵州、重庆组建了区域公司，截至 2015 年底，这四家区域公司产能占比分别为 36.50%、23.10%、32.10% 和 18.50%，除云南地区<sup>1</sup>产能和市场份额排名第二外，公司在四川和贵州地区产能及市场占有率均为第一名，重庆区域产能占比第一，但分布较为分散、市场控制力一般。

### 3. 技术水平

跟踪期内，公司下属嘉华特种水泥股份有限公司（以下简称“嘉华特水”）在新一代通用

硅酸盐熟料体系、第二代新型干法技术等方面作了积极的探索，创造性的开发了高性能低碳微粒熟料技术（HLMC），并已进入了工业生产。HLMC 技术主要从硅酸盐熟料的晶体尺寸与水化动力学的关系入手，从基础理论研究出发，开发了晶体尺寸与晶体结构控制技术，并结合低温煅烧制度的研究，实现了低碳高性能微粒熟料的工业化生产，提高熟料强度 2~10MPa，节约实物煤耗 4 公斤以上，氮氧化物排放减少 10%以上，余热发电量提高 2 度以上，台时产量明显提升，生产成本降低显著。未来，随着嘉华特水 HLMC 技术在公司水泥生产线逐步推广，公司水泥生产成本有望持续下降、节能环保水平有望进一步提升。

同时，联合资信关注到公司通过兼并重组的方式整合区域内水泥产能，联合重组企业在生产条件、产品质量、能耗、环保等方面有差异，通过技术推广和管理整合降低公司生产成本、提升公司产品价值仍是当前工作的重大。

### 4. 外部环境

跟踪期内，建材股份在融资、人员配置等方面持续给予公司大力支持。截至 2016 年 3 月底，建材股份就公司 138.20 亿元借款提供了保证担保，占公司全部有息债务的 38.39%。截至 2015 年底，建材股份对公司资金拆借余额 171.75 亿元，公司将其计入“其他应付款”科目。人员支持方面，建材股份累计派出十人以上的员工在西南水泥关键领域发挥骨干作用，提升公司综合管理能力。通道支持方面，建材股份为公司提供内部流程绿色通道支持，大幅提升公司运作效率。

税收优惠方面，截至 2014 年底，公司旗下有 30 家成员企业享受资源综合利用增值即征即退的优惠政策；退税条件和比例调整后，截至 2016 年 3 月底，公司旗下有 19 家成员企业享受资源综合利用增值退税 70% 的优惠政策。2014~2015 年，公司所获增值税退税金额分别为 1.44 亿元、1.11 亿元。此次增值税退税政策的调整使原先部分不能享受优惠退税政策的 42.5

<sup>1</sup> 2015 年 9 月，华润水泥控股有限公司（以下简称“华润水泥”）与昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢控股”）及其子公司云南昆钢水泥建材集团有限公司（以下简称“昆钢水泥”）在深圳签署增资扩股协议。2015 年 10 月 8 日，昆钢水泥更名为“云南水泥建材集团有限公司”，昆钢控股持有 60% 股权，华润水泥持有 40% 的股权，与华润水泥在云南的水泥产能合计超过 3000 万吨，成为云南省规模最大的水泥企业。届时，公司在西南地区产能位列第二，其他两省一市仍为第一。

及以上等级水泥获得实质受益，同时降低了32.5等级水泥的退税比例，提高了掺比要求；并明确了获益的环保条件，在环境标准上更加严格。公司及建材股份所有下属子公司作为取消32.5等级复合硅酸盐水泥呼吁的主要发起者，自成立以来在优化工艺、节能减排方面做了大量投入，本次增值税优惠税率的调整短期内对公司退税总额有一定影响，但对淘汰落后产能、优化竞争格局方面起到了积极作用。

此外，截至2015年底，公司旗下有52家成员企业按15%的优惠税率缴纳企业所得税。

财政补贴方面，成都高新技术产业开发区管委会对于公司在管委会管区内注册给予一定优惠，约定自公司注册之日五年内，若公司合并口径营业收入在10亿元以上，且对成都高新技术产业开发区年度贡献（指企业所得税、增值税、营业税三税之和）在1000万元以上（含1000万元），按公司对高新区所做的实际贡献（三税之和中高新区地方留成部分）的50%给予项目资金支持等；另外，成员企业在设立时根据当地招商引资政策与各地政府签署投资协议，主要包括：矿山道路、电力设施、矿区居民安置等基础设施配套支出由政府部分承担；土地出让金、耕地占用税、契税等地方税费按一定比例返还等。因上述投资协议而获得的政府补偿款项较多。2014~2015年，公司获得的政府补助收入分别为2.94亿元和2.64亿元。

总体来看，跟踪期内，公司作为建材股份水泥板块主要经营实体之一和西南区域最大的水泥生产企业，在股东支持、税收优惠等方面得到较大支持。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司召开2016年度第一次临时股东大会，对章程及法人治理结构进行了修改。

根据最新公司章程，公司设立了由股东会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构，实行董事会领导下的总经理负责制，在实际管理中公司设总裁一职，与章程中总经理

的职责相同。

公司董事会是公司的经营决策机构，对股东会负责；董事会由7名董事组成（原为8人），其中，由建材股份委派5名，北京华辰普金资产管理中心委派1名，中海信托股份有限公司委派1名；董事任期三年，任期届满可连选连任；董事会设董事长1人，可设副董事长1人，董事长、副董事长均由建材股份提名，由全体董事过半数选举产生。

因公司第一届董事会、监事会届满需改选，按照《公司法》及《公司章程》相关规定，选举产生公司董事，共同组成第二届董事会、监事会。

公司现有董事、监事及高层管理人员17位，其中包括董事7位（含董事长1位），监事3位，总裁1位，执行总裁3位，副总裁6位，财务总监1位，均具有丰富的行业经营和企业管理经验。

公司董事长、法定代表人常张利先生，1970年出生，硕士学位，工程师。曾任北新集团建材股份有限公司董事会秘书、副总经理，公司董事及代理总裁等职务。现任公司董事长，中国建材股份有限公司副总裁、董事会秘书兼执行董事，北新集团建材股份有限公司董事，北方水泥有限公司董事，南方水泥有限公司董事和中国联合水泥集团有限公司董事。

公司总裁姚钦先生，1961年出生，研究生学历。曾任南方水泥有限公司高级总监、副总裁，上海南方水泥有限公司副总经理、执行副总裁、执行总裁，湖州南方水泥有限公司常务副总裁，广西金鲤水泥有限公司总经理（兼），广西南方水泥有限公司总裁等职务。现任公司董事、总裁。

截至2016年3月底，公司在职员工21656人。按教育程度分类，初中及以下占38.89%，高中和中专学历占41.43%，大专学历占15.01%，本科及以上学历占4.67%；从岗位构成看，生产人员占88.44%，管理人员占7.57%，研发人员占0.13%，销售人员占3.86%；从年龄



结构看，30岁及以下占27.09%，30~50岁占68.41%，50岁以上占4.50%。

总体看，跟踪内，公司董事会、监事会及高管人员进行换届改选，但新任高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工以中青年为主，符合行业发展要求，能够较好地满足公司经营需要。

跟踪期内，公司管理制度无重大变化。水泥行业的联合重组已基本完成，对旗下子公司的管理、资源整合将是目前和未来工作的重点。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司是建材股份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。2015年以来，受需求下滑、西南区域内贵州等地水泥新增产能释放较多、企业竞争激烈等因素影响，公司主营业务收入规模同比下降10.27%至190.09亿元。分板块来看，水泥业务一直是公司主要收入来源，在主营业务收入中占比均在98%以上，2015年公司水泥业务实现收入187.44亿元，同比下降9.80%；其中P.C32.5（P.C指复合硅酸盐水泥）和P.O42.5（P.O指普通硅酸盐水泥）水泥是公司主要水泥产品，

二者在2015年主营业务收入中占比分别为38.04%和51.23%，近年来，随着国家推动淘汰低标号复合硅酸盐水泥，P.C32.5水泥在公司主营业务收入中占比呈下降趋势，P.O42.5和P.O52.5等高标号水泥产品在公司主营业务收入中占比不断提高。2014~2015年，公司商品混凝土业务分别实现收入4.03亿元和2.65亿元，在主营业务收入占比很小。

从盈利能力来看，2014~2015年，公司水泥业务毛利率波动中有所增长，分别为32.54%和29.90%，公司水泥业务毛利率水平高于区域内其他企业主要系公司降本增效有效控制生产成本所致；此外，2015年，在煤炭等原材料价格下降、集中采购、管理提升等因素推动下，公司水泥业务单位生产成本不断下降，但受价格跌幅更快影响，水泥业务毛利率较2014年有所下降，但仍维持在较高水平。近三年公司商品混凝土业务毛利率水平变化不大，2015年为32.42%。2014~2015年，公司主营业务毛利率分别为32.54%和29.94%。

2016年1~3月，公司实现主营业务收入42.37亿元，较上年同期下降1.07%，占2015年全年的22.29%；同期，公司主营业务毛利率为26.80%，水泥业务毛利率26.72%，均较2015年有所下降。

表4 公司收入主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务分类	2014年			2015年			2016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
一、水泥	207.81	98.10	32.54	187.44	98.61	29.90	41.59	98.16	26.72
P.C 32.5	75.98	35.87	33.73	72.31	38.04	31.22	16.31	38.50	26.68
P.O 42.5	119.06	56.20	33.69	97.39	51.23	31.75	21.59	50.97	24.85
P.O 52.5	2.45	1.16	34.93	13.26	6.98	12.99	2.62	6.19	43.09
熟料	8.99	4.24	11.02	4.48	2.36	18.51	1.06	2.51	25.01
其他	1.33	0.63	2.90	--	--	--	--	--	--
二、商品混凝土	4.03	1.90	32.73	2.65	1.39	32.42	0.78	1.84	30.87
合计	211.84	100.00	32.54	190.09	100.00	29.94	42.37	100.00	26.80

资料来源：公司提供

注：1、2015年及2016年一季度，公司将原计入“其他”核算的矿渣硅酸盐水泥、油井水泥、矿粉、玻纤等收入调入P.O52.5水泥收入中核算；2、P.C32.5水泥收入包括32.5复合硅酸盐水泥和P.C32.5（R）水泥（R代表早强型）等品种，2015年12月1日起取消的32.5复

合硅酸盐水泥占 2015 年公司 P.C32.5 水泥收入的比重约为 20%。

## 2. 水泥业务

### 生产经营

公司自成立以来通过联合重组方式迅速扩大产能规模，目前，联合重组已逐渐接近尾声，2015 年产能增加主要系收购四川省女娲建材有限公司等子公司和贵州区域新投产水泥生产线所带来的增长。截至 2016 年 3 月底，公司水泥年产能 12281 万吨，熟料年产能 9025 万吨，水泥产能在西南地区区域产能占比达 31%；公司共拥有 113 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，4000~4500t/d 水泥熟料生产线 3 条，3200t/d 水泥熟料生产线 13 条，2500t/d 水泥熟料生产线 84 条，2500t/d 水泥数量生产线数量较多。

表 5 公司水泥及熟料产能情况（单位：万吨/年）

产品	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
水泥	11400	11400	12281	12281
熟料	8770	8770	9025	9025

资料来源：公司提供

注：公司熟料生产目的主要为自用，多余部分销售或转存货。

公司业务范围主要位于四川省、云南省、贵州省和重庆市。2015 年底，公司在上述“三省一市”区域产能占比分别达到了 36.50%、23.10%、32.10% 和 18.50%，除云南外其他两省一市产能占比均居第一位。2015 年，公司在四川、云南和贵州三省区域产能占有率较 2014 年底均有所上升，重庆区域有所下降，主要系 2015 年公司将广安、达州区域产能由重庆区域调入四川区域统计所致。2015 年 3 月底，公司区域产能占比变动不大。

公司水泥产品型号主要以 P.C32.5、P.O42.5 和 P.O52.5 为主。P.C32.5 一般用于工业和民用建筑；P.O42.5 适用于桥梁、码头、道路、高层建筑等各种建筑工农工程、一般工业与民用建筑，可配置 C30-C60 不同标号的混凝土；

P.O52.5 适用于核电站，高强度等级混凝土及大跨度桥梁构建等。

跟踪期内，公司水泥产量不断增长，2015 年为 7977.31 万吨，同比增长 1.10%；2014~2015 年，公司产能利用率分别为 69.21% 和 64.96%，公司产能利用率较低主要系公司推动行业自律、有计划地实施了春节和淡季停窑限产、有效促进水泥企业竞合所致；2015 年产能利用率下降主要系水泥行业需求不足，公司水泥产量增速慢于产能增速所致。2016 年 1~3 月，公司水泥产量 1915.25 万吨，占 2015 年全年产量的 24.01%。

分品种看，近三年 P.O42.5 水泥产量在公司水泥总产量中的比重均在 50% 以上，2015 年为 52.20%；同期，P.C32.5 水泥产量占公司水泥总产量的 43.97%，其中，国家标准化管理委员会批准于 2015 年 12 月 1 日起取消的复合硅酸盐水泥占公司 P.C32.5 水泥产量的 20% 左右。水泥的生产主要可以描述为“两磨一烧”，即将石灰石等原材料磨成生料，生料煅烧成熟料，再将熟料添加一些混合材磨成水泥。各类标号的水泥主要区别是熟料的比例和掺加的混合材的比例占比不同，未来公司水泥产品由低标号调整至高标号，生产设备等方面并无变化，转换成本较低，对公司水泥生产影响有限。随着国家淘汰复合硅酸盐水泥及推进全面取消 32.5 标号水泥，公司可利用自身的熟料产能、议价能力、先进技术等优势来满足标号转换的需求，而小型水泥生产企业因不具备转换能力而将加速淘汰，行业集中度将得到提升，有利于公司长远发展。

表 6 公司水泥产量情况（单位：万吨）

产品	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
P.C32.5	3466.87	3315.77	3507.59	841.70
P.O42.5	3677.73	4380.91	4164.49	1000.17
P.O52.5	129.30	193.49	305.24	73.38
合计	7273.90	7890.17	7977.31	1915.25

资料来源：公司提供

### 原材料采购

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，合计约为产品成本的60%。2015年，受P.C32.5水泥产量上升、P.O42.5水泥产量下降，而P.O42.5水泥石灰石用量高于P.C32.5水泥，公司石灰石采购量同比有所下降。同期，公司煤炭采购量下降主要系：（1）公司通过余热发电、调整水泥生产原材料配比等措施降低单位煤耗；（2）公司适度调整煤炭采购品种和采购质量，选取质量好、单位煤炭热值高的煤种，煤炭采购量有所下降。

表7 公司原材料采购量及采购价格  
(单位: 万吨、元/吨)

原材料	项目	2013年	2014年	2015年
煤炭	采购量	916.78	981.36	848.71
	采购均价	554.34	508.38	411.38
石灰石	采购量	7299.64	7904.90	7594.57
	采购均价	18.51	18.37	18.53
硅铝质材料	采购量	1116.49	1105.58	1147.36
	采购均价	23.22	23.84	21.44
铁质材料	采购量	255.02	330.82	387.68
	采购均价	67.39	56.72	45.32
混合材	采购量	1646.60	1586.97	1883.07
	采购均价	36.22	37.58	31.50
石膏	采购量	336.89	402.21	402.89
	采购均价	84.51	77.85	66.68

资料来源: 公司提供

注: 公司自有矿山开采一般均由外方承包, 本表数据均按采购口径核算。

煤炭采购方面, 受制于较高的流通成本, 公司煤炭采购以区域公司、成员企业就地采购为主。从2012年二季度开始, 煤炭市场一改以往卖方市场格局, 煤炭价格下滑加速, 公司利用煤炭市场低迷形势与大型煤炭供应商签订直供的长期战略合作关系, 煤炭直供比例和总部集中采购比例均不断提升, 2015年公司区域外煤炭集中采购比例超过30%, 主要的煤炭供应商包括陕西秦陇煤炭集团、四川川煤集团、陕煤集团、盘江集团、云南能源集团等。2015年,

公司共采购煤炭848.71万吨, 同比下降13.52%; 采购均价为411.38元/吨, 同比下降19.08%。2016年一季度, 煤炭价格继续走低, 公司煤炭采购均价下降至361.35元/吨, 采购量为182.01万吨, 为2015年全年的21.45%。煤炭价格的下降及统一采购比率的上升降低了公司水泥生产成本。

石灰石采购方面, 作为水泥企业重要的战略资源, 优质石灰石矿山资源有利于公司原材料的及时有效供应, 同时也构成其他水泥生产企业的区域市场进入壁垒。公司掌握储量较为充裕的石灰石矿产资源, 在生产布局上熟料基地基本依矿石资源而建, 大部分基地石灰石运距在5公里以内, 通过皮带运输机或汽车等运输。公司部分成员企业由于在前期建厂期间为了节省建设费用, 自身没有石灰石矿山, 针对该情况, 公司通过收购和新建自有矿山, 建立共享中心矿山等措施来解决石灰石资源供给问题。; 目前公司拥有石灰石储量22亿吨, 石灰石自给比例为78%, 保证了原材料的稳定供应。2015年公司外购石灰石共7594.57万吨, 同比下降3.93%; 采购均价18.53元/吨, 同比增长0.87%。2016年1~3月, 公司外购石灰石共1624.68万吨, 占上年采购量的21.39%; 采购均价下降至17.94元/吨。

电力采购方面, 公司电力主要供应商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。2015年, 公司外购综合电价0.53元/度。2016年1~3月, 公司外购综合电价为0.54元/度。目前, 公司水泥生产所需电力中外购电力占比为74%, 余热发电占比为26%; 截至2015年底余热发电成本为0.23元/吨, 余热发电技术推广有效降低公司水泥生产成本。

硅铝质材料、铁质材料、混合材、石膏等原材料主要由区域公司和成员企业就地采购。2015年, 公司硅铝质材料采购量1147.36万吨, 同比增长3.78%, 采购均价21.44元/吨, 同比下降10.07%; 铁质材料采购量387.68万吨, 同

比增长 17.19%，采购均价同比下降 20.10%至 45.32 元/吨；混合材采购量 1883.07 万吨，同比增长 18.66%，采购均价下降 16.18%；石膏采购量 402.89 万吨，与上年基本持平，采购均价同比下降 14.35%。2016 年一季度，各配料采购量与 2015 年持平，采购均价均呈现不同程度的下降。

2015 年，公司水泥平均生产成本为 160.60 元/吨，较 2014 年减少约 11 元，主要系煤炭等原材料价格下降和公司降本增效有效控制生产成本所致。2016 年一季度，公司吨水泥平均生产成本进一步下降至 153.62 元/吨。分区域看，云南和贵州生产成本高于四川和重庆，主要系原材料成本差异所致。

### 产品销售

跟踪期内，公司水泥销量不断增长，2015 年实现水泥销售量 7953.90 万吨，同比增长 0.49%；公司水泥销售均价持续下滑，2015 年均价为 230.03 元/吨，同比下降 9.48%，2016 年一季度进一步下降至 209.76 元/吨。

表 8 跟踪期内公司水泥和数量销售情况

(单位: 万吨、元/吨)

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
水泥	销售量	7915.36	7953.90	1932.02
	销售均价	254.13	230.03	209.76
熟料	销售量	300.88	228.21	55.36
	销售均价	229.78	196.18	192.26

资料来源: 公司提供

公司水泥主要在西南地区销售，出口较少。从各区域来看，2015 年四川区域销售收入占公司销售总收入的 38.61%，云南区域占 20.62%，贵州区域占 26.23%，重庆区域占 14.54%。从销售均价看，云南地区销售价格最高，2015 年均价为 240 元/吨，其次是四川、贵州，全年均价分别为 232.53 元/吨和 230.45 元/吨，重庆区域最低，全年均价为 210.89 元/吨。

分区域看：1) 四川区域：受联合重组新合并子公司和统计口径变化影响，2015 年公司产

能已经占到区域产能的 36.50%。2015 年，公司在四川区域销售水泥 3038.08 万吨，市场占有率为 24.40%；2) 贵州区域：2015 年受新投产水泥生产线影响，公司产能占区域产能的比重上升至 32.10%。2015 年，公司在贵州区域销售水泥 2082.68 万吨，市场占有率 22.59%；3) 云南区域：2015 年公司产能占区域产能的 23.10%，2015 年，公司在云南区域销售水泥 1571.96 万吨，市场占有率 17.40%；4) 重庆区域：2015 年公司产能占区域产能的 18.50%，2015 年，公司在重庆区域销售水泥 1261.18 万吨，市场占有率为 12.70%。

2016 年一季度，公司在四川、贵州、云南和重庆三省一市的区域产能占用率较 2015 年变化不大；市场占有率方面，重庆区域受销量下滑影响，市场占有率有所下滑，云南区域销量大幅上升，市场占有率有所提升，四川和贵州区域市场占有率较 2015 年变化不大。

表 9 公司水泥各区域产能、市场占有率(单位: %)

区域	2014 年		2015 年	
	产能占有率	市场占有率	产能占有率	市场占有率
四川	35.00	22.93	36.50	24.40
云南	23.00	15.33	23.10	17.40
贵州	31.00	20.10	32.10	22.50
重庆	22.00	14.31	18.50	12.70

资料来源: 公司提供

总体来看，公司在西南地区无论产能还是市场占有率，均位于领先地位。公司区域市场占有率低于区域产能占有率主要系联合重组时，以消除同一区域内竞争为原则进行并购，导致并购企业数量较多，且近年来水泥需求不足、行业竞争激烈，公司主动控制产量导致产能利用率较低。

从销售渠道来看，主要有重点工程、民用市场、搅拌站、预制板四个渠道。2015 年，公司对重点工程的销售量占比为 22%，较上年提升 5.7 个百分点；对民用市场的销售量占 47%，占比较高，但比重有所下降；对搅拌站的销售量上升至 23%，对预制板的销售量占 4%，其他

占 4%。2016 年 1~3 月，民用市场比重进一步下降，重大工程比重有所提升。2015 年以来，公司已中标的重点工程包括成贵高铁、汶马高速、成兰铁路、川藏铁路、重庆机场三跑道等项目。

公司直销比率较低，约为 15%，经销比率高。公司根据销售半径和市场片区内企业分布情况，推进营销机构整合，云南成立昆明、宣威、曲靖、文山、普洱、滇西六大营销中心，四川组建大成都营销中心，以避免内部竞争。

销售策略方面，公司通过修订完善销售市场划分与管理办法，加强跨区域交叉市场协调管理化区域公司间交叉市场管理、避免省级交叉市场内部竞争；同时通过推进小片区管理合并、小片区营销整合、成立营销中心等措施强

化区域公司内成员企业间交叉市场管理，消除区域内企业间内部竞争。此外，公司采取直销与经销相结合的销售策略，2015 年直销比率约为 17%。

### 3. 在建工程

目前公司在建工程中无在建水泥/熟料生产线，主要在建项目为余热发电、降氮脱硝环保技改，水泥磨辊压机节能技改，以及诸多以增效降耗为目的其他技改项目。目前公司主要在建项目为达州利森水泥有限公司 9KM 矿山皮带廊建设项目，计划总投资 1.30 亿元，于 2014 年 11 月开工，截至 2016 年 3 月底已投资 1.26 亿元；目前项目已完工，因未决算而仍放在“在建工程”科目。

表 10 截至 2016 年 3 月底公司主要在建项目情况表（单位：万元）

项目	立项、土地及环评情况	计划总投资	已投资金额	开工时间	建设工期
达州利森水泥有限公司 9KM 矿山皮带廊建设项目	川投资备[51172413020802]0007 号、竹环函[2014]5 号	13000.00	12619.38	2014 年 11 月	2 年

资料来源：公司提供

注：该项目土地使用权证尚在办理中。

除上述项目外，公司其他在建项目均为余热发电项目等技改项目，单笔投资均不超过 5000 万元。

截至 2016 年 3 月 31 日，公司无拟建水泥/熟料生产线项目。

### 4. 未来发展

目前，公司联合重组已接近尾声，管理和资源深度整合成为目前工作重心，公司积极贯彻对已联合重组企业进行技术改造，投入资金进行节能减排和环境保护改造，发展特种水泥业务。

2016 年 1 月 25 日，包括建材股份、天山股份等多家上市公司在内发布中国建筑材料集团有限公司与中国中材集团有限公司（以下简称“中材集团”）<sup>2</sup>正在筹划战略重组事宜的公

告。随着国家深化国有企业改革、大企业之间兼并重组对于推进供给侧改革、淘汰水泥行业落后产能等影响深远，但截至目前相关重组方案和审批程序尚未确定，行业整合及对公司可能造成的影响存在一定不确定性。

总体看，通过联合重组，公司已经成为西南区域水泥生产龙头企业，产能和市场占有率均具有领先优势。随着降本增效工作的开展及煤炭价格的持续下滑，公司水泥成本不断下降，整体毛利水平较高，但联合资信关注到，2014 年下半年以来，随着固定资产投资增速放缓及西南区域水泥新增产能大量投产，区域内水泥

的企业集团，是国务院首批 56 家大型试点企业集团之一，在国家计划内实行单列，连续多年位居中国企业 500 强，旗下拥有 7 家 A 股上市公司（中材国际、宁夏建材、中材节能、祁连山、中材科技、天山股份、国统股份）和一家 H 股上市公司（中材股份），其主业之一的“非金属材料技术装备与工程”，即水泥装备及工程、水泥生产、水泥管道等产业同时存在于旗下的 6 家上市公司中。

<sup>2</sup>中材集团是集科研、设计、制造、工程建设、国际贸易于一体

价格不断下探,对公司盈利能力产生一定影响。

## 八、重大事项

2012年1月,公司下属子公司四川资中西南水泥有限公司(以下简称“资中西南”)与四川省资中县东方红水泥有限责任公司(以下简称“东方红公司”)签署了资产收购协议,收购了东方红公司的若干资产。

之后,东方红公司与其债权人发生债务纠纷。自2012年9月起,部分东方红公司债权人于不同法院向东方红公司、资中西南及公司提起诉讼,除要求东方红公司清偿债务外,要求资中西南及公司就争议款项承担连带责任(以下简称“有关诉讼”)。目前,共有135宗有关诉讼向资中西南及公司提出,涉案总金额约为人民币2.85亿元。相关法院已就部分有关诉讼作出判决,判决资中西南及公司对东方红公司的相关债务承担连带责任。资中西南及公司已履行部分判决,赔偿总额约为人民币8000万元。

资中西南及公司已就其中四川省高级人民法院的一份判决向最高人民法院申请再审(以东方红公司及其股东违约为由对东方红公司及其股东提起诉讼和仲裁程序,追讨有关诉讼造成的损失),并于2015年1月9日收到受理通知。2016年1月27日,四川省高级人民法院发布公告称该系列案件符合再审条件,允许提请再审。截至本报告出具日,相关案件仍在审理中。

公司存在一定或有负债风险。

## 九、募集资金使用情况

公司发行的“16 西南水泥 CP001”于 2016 年 2 月 22 日发行,2016 年 2 月 23 日开始计息,到期一次还本付息,共募集资金 15 亿元,全部用于置换公司本部及部分子公司的银行贷款。截至目前,公司募集资金已按募集资金用途使用完毕。

## 十、财务分析

公司提供的2013~2015年财务报表均由天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)成都分所审计,并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年一季度财务数据未经审计。

2015年,公司合并范围新增四川省女娲建材有限公司、安县银河矿产资源开发有限责任公司、玉屏西南水泥有限公司和贵州福鸿炜建材有限公司4家子公司,注销宁夏嘉华特种工程材料有限公司,截至2015年底,公司纳入合并范围子公司共142家。2016年1~3月,公司合并范围无变化。近年来公司合并范围的变化对财务数据可比性影响不大。

截至2015年底,公司合并资产总额为731.14亿元,所有者权益合计为129.62亿元(含少数股东权益5.48亿元)。2015年,公司实现营业收入192.25亿元,利润总额8.91亿元。

截至2016年3月底,公司合并资产总额为731.85亿元,所有者权益合计为129.83亿元(含少数股东权益5.51亿元)。2016年1~3月,公司实现营业收入43.12亿元,利润总额0.36亿元。

### 1. 盈利能力

2015年公司实现营业收入192.25亿元,同比下降10.02%。同期,公司营业成本为134.30亿元,较2014年下降6.71%,营业成本降幅快于收入降幅,主要系原燃料价格下降和管理精细化降本增效所致。

跟踪期内,西南地区竞争压力加大,公司推进渠道建设,导致营业费用快速增长;同时随着有息负债规模不断扩大,财务费用快速增长。2015年公司期间费用为48.97亿元,同比增长1.90%,主要来自财务费用和销售费用的增长,2015年分别为25.11亿元和11.15亿元;期间费用占营业收入的比重为25.47%,较2014年增加2.98个百分点,公司费用压力加大,对利润总额侵蚀大。

2014~2015年,公司营业外收入分别为3.75亿元和3.00亿元,其中政府补助收入分别为2.94

亿元和2.64亿元。政府补贴收入主要是成员企业设立时与地方政府签订的投资协议以及资源综合利用增值税返还形成的。2015年公司利润总额为8.91亿元，同比下降61.22%。

从盈利指标看，2014~2015年公司营业利润率分别为31.91%和29.46%；同期净资产收益率分别为13.71%和4.30%；总资本收益率分别为8.77%和6.50%，均呈下降趋势。

2016年1~3月，公司实现营业收入43.12亿元，占2015年全年的22.43%，受春节期间错峰停产、水泥价格仍然低位徘徊等因素的影响，公司营业收入较上年同期下降1.07%；虽然公司自身采取了一系列降本增效措施，但成本下降幅度低于收入下降幅度，营业利润率为26.27%，较2015年下降3.19个百分点；同期，公司期间费用为17.89亿元，为2015年全年的36.53%；公司利润总额为0.36元，为2015年全年的4.01%。

总体来看，2015年以来，受宏观经济和水泥市场景气度下滑影响，西南地区水泥价格大幅下降，对公司盈利能力影响大；公司通过规模生产和降本增效，单位水泥生产成本不断下降，但较高的期间费用对公司利润总额侵蚀大。

## 2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，跟踪期内公司经营活动现金流入量有所下降，2015年为221.33亿元，同比下降11.83%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为217.00亿元，收到其他与经营活动有关现金为3.27亿元。2015年，公司现金收入比为112.88%，同比下降2.35个百分点，但公司收入实现质量仍然较好。跟踪期内，公司经营活动现金流出同比下降5.66%至188.87亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（137.17亿元）和支付其他与经营活动有关现金（17.18亿元）。2014~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降36.13%至32.46亿元。

投资活动现金流方面，跟踪期内公司投资活动现金流入规模仍然较小，投资活动现金流

出略有下降；2015年公司投资活动现金流出48.08亿元，较2014年减少1.68%，其中购建固定资产、无形资产支付的现金为28.84亿元，取得子公司等支付的现金净额为19.02亿元。对水泥企业的收购款项，以及收购后的整合、升级是公司的投资重点。2014~2015年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-48.83亿元和-47.89亿元。随着水泥业务联合重组接近尾声，近两年公司投资规模大幅下降。

筹资活动现金流方面，2015年，公司筹资活动现金流入快速增长，增幅为21.50%，资金来源主要为银行借款，股东注资、与股东及其他关联方的往来款以及融资租赁款等，分别体现在取得借款收到的现金、吸收投资收到的现金和收到其他与筹资活动有关现金科目中。2015年，公司筹资活动现金流出同比增长13.93%至213.77亿元，随着筹资资金的增长，公司债务本息支付也快速增长。2014~2015年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为-1.16亿元和12.79亿元。

2016年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为50.70亿元，现金收入比较2015年有所上升，为117.58%；同期公司经营活动现金流入51.85亿元，经营活动现金流量净额6.19亿元。2016年1~3月，受联合重组基本完成影响，公司投资活动现金流出2.92亿元，投资活动产生的现金流量净额为-2.92亿元。2016年1~3月，公司筹资活动现金流入121.46亿元，其中取得借款收到的现金115.805亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为5.66亿元；筹资活动现金流出122.91亿元，其中偿还债务支付的现金为108.58亿元；同期公司筹资活动产生现金流净额为-1.45亿元。

总体来看，公司经营现金流状况尚可，随着联合重组的基本完成，公司投资活动规模大幅减少；随着存量债务陆续进入还款期，公司对外筹资需求依然较大。

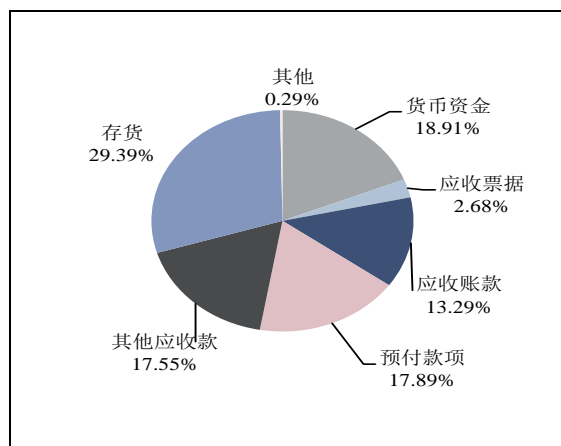
### 3. 资产及负债结构

截至2015年底，公司资产总额731.14亿元，同比下降0.39%，随着公司对水泥行业联合重组逐渐接近尾声及受2015年以来水泥行业景气度下滑影响，公司资产规模由前期的快速扩张逐渐趋于稳定。从资产构成来看，流动资产占17.96%，非流动资产占82.04%，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2015年底，公司流动资产131.33亿元，同比下降7.30%。从构成来看，货币资金占18.91%，应收账款占13.29%，预付款项占17.89%，其他应收款占17.55%，存货占29.39%。

图5 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至2015年底，公司货币资金同比下降11.16%至24.84亿元；从构成看，银行存款占48.89%，其他货币资金占51.04%，此外还有少量库存现金。截至2015年底，公司其他货币资金合计12.68亿元，全部为使用受限货币资金（含三个月可解除受限的资金2.85亿元），公司受限资金主要为承兑汇票及信用保证金等，受限资金占比较高，对资产流动性有一定影响。

截至2015年底，公司应收账款原值为17.95亿元，计提坏账准备0.50亿元（计提比例为2.77%），年末应收账款净值为17.46亿元，较2014年底增长57.77%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占应收账款账面余额的

97.03%）中，1年以内占86.75%，1~2年占8.16%，2~3年占3.86%，3年以上的占1.23%，公司应收账款综合账龄较短。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款。截至2015年底，公司预付款项为23.50亿元，同比增长16.76%，主要系预付材料款增长所致（预付材料款占预付款项年末余额的比重为54%）。从账龄来看，1年以内占65.87%，1~2年占22.49%，2~3年占8.97%，3年以上占2.67%。预付款项综合账龄适中。

截至2015年底，公司其他应收款账面原值为24.30亿元，计提坏账准备1.25亿元（计提比例为5.16%），年末其他应收款净值为23.05亿元，较2014年底下降9.23%。其他应收款中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为8.09亿元（占32.28%），坏账计提比例为1.46%；按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为12.36亿元（占50.84%），坏账计提比例为8.00%；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为3.86亿元（占15.88%），坏账计提比例为3.84%。组合中，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1年以内占57.04%，1~2年占24.50%，2~3年占11.97%，3年以上占6.49%。2015年底公司其他应收款减少主要系应收项目保证金、第三方资金拆借减少所致。第三方拆借主要为成员企业在被收购之前原股东及其管理方、其他企业拆借形成。其他应收款前五大占比为19.88%，集中度较低。整体来看，公司其他应收款坏账计提比例一般，形成的原因较为复杂，未来回收具有一定的不确定性。

截至2015年底，公司存货账面价值为38.60亿元，同比下降9.23%。从构成来看，公司存货主要包括原材料（占60.53%），自制半成品及在产品（占14.60%），库存商品（占18.19%），周转材料（占6.60%）等。公司经营时以销定产，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、粉煤灰等混合材。公司对原材料和库存商品计提了跌价准备，计提

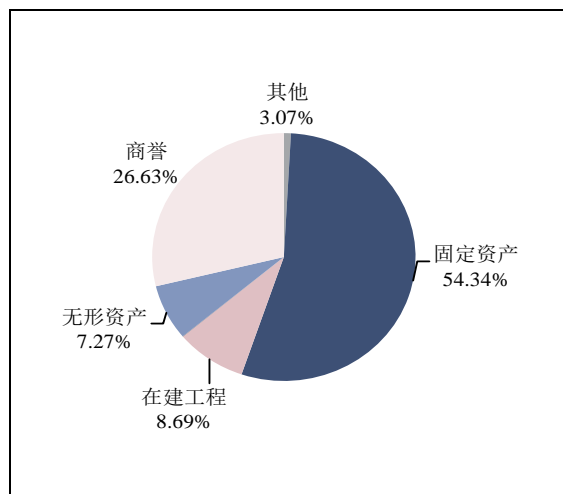


率分别为 0.02% 和 0.03%。整体看，公司存货中原材料占比较高，但计提跌价准备较少，煤炭等原材料价格波动对存货账面价值有影响；但考虑到目前煤炭库存成本较低，公司存货质量适宜。

### 非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产为599.81亿元，同比增长1.26%。从构成来看，非流动资产主要以固定资产（占54.34%），在建工程（占8.69%），无形资产（占7.27%）和商誉（占26.63%）为主。

图 6 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司可供出售金融资产快速增长，2015年底为2.88亿元，主要是公司持有的四川省星船城水泥股份有限公司股权（2.81亿元）、成都恒高混凝土有限公司股权（0.03亿元）、上海信托—西南水泥租赁设备资产收益权投资计划资金信托计划等。

跟踪期内，公司长期股权投资保持相对稳定，2015年底为5.20亿元，同比增加13.11万元；公司长期股权投资主要是对联营企业的投资，未计提减值准备。

截至2015年底，公司固定资产原值为422.44亿元，累计折旧92.41亿元，提取减值准备4.08亿元，固定资产账面净值为325.95亿元，较2014年底增长1.77%。从固定资产净值构成来看，包括房屋及建筑物（占50.97%）、机器设

备（占47.94%）、运输工具（占0.53%）和办公及电子设备（占0.56%）。

截至2015年底，公司在建工程账目余额53.35亿元，计提减值准备1.20亿元，年末在建工程账目价值52.15亿元，同比增长0.50%。

公司无形资产主要为土地使用权和采矿权，截至2015年底，公司无形资产原价51.79亿元，累计摊销7.80亿元，计提减值准备0.37亿元，年末无形资产账面价值合计43.63亿元，同比下降2.01%，主要系土地使用权和采矿权摊销增多所致。从无形资产净值构成来看，土地使用权占75.35%，采矿权占23.79%。

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，近年来随着联合重组逐渐接近尾声，公司商誉规模保持相对稳定。2013~2015年，公司商誉分别为159.19亿元、160.97亿元和159.72亿元，年均复合变化率为0.17%。2013~2014年，公司未计提商誉减值准备，2015年公司累计计提0.80亿的商誉减值准备。整体看，2015年以来，受建材行业低迷影响，公司开始计提商誉减值准备，但计提比例一般，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2016年3月底，公司资产总额731.85亿元，较2015年底增长0.10%，主要来自货币资金和其他应收款的增长；流动资产占18.23%，非流动资产占81.77%，流动资产比重较上年末有所增长，但公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2016年3月底，公司流动资产合计133.44亿元，较2015年底增长1.61%；2016年公司发行短期融资券15亿元（“16西南水泥CP001”）和超短期融资券35亿元（“16西南水泥SCP001”和“16西南水泥SCP002”），致使货币资金快速增长；截至2016年3月底，公司非流动资产为598.41亿元，较2015年底下降0.23%，主要系固定资产折旧所带来的减少所致。

总体看，随着联合重组逐渐接近尾声，公司资产规模增速放缓并逐渐达到稳定状态。构成上，以固定资产为主的资产结构符合水泥行

业一般特征。同时，联合资信也注意到较高的商誉对资产质量的不利影响。整体来看，公司资产质量尚可。

截至2015年底，公司所有者权益为129.62亿元，同比下降0.34%，主要来自未分配利润的减少。从所有者权益构成来看，实收资本占77.15%，未分配利润占16.33%，盈余公积占2.29%，少数股东权益占4.23%。公司所有者权益结构稳定性好。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计129.83亿元，较2015年底增长0.16%，主要来自未分配利润的增加。

2014~2015年，公司负债总额分别为603.98亿元和601.53亿元，同比下降0.41%，从构成上看，近两年流动负债占比分别为74.82%和80.72%，公司负债结构以流动负债为主，近年来流动负债占比持续上升。

截至2015年底，公司流动负债485.52亿元，同比增长7.45%，主要来自其他应付款、其他流动负债和应付票据的增长。从构成上看，流动负债中短期借款占19.53%，应付票据占8.93%，其他应付款占43.95%，一年内到期的非流动负债占10.93%，其他流动负债占9.89%。

截至2015年底，公司短期借款为94.81亿元，同比下降0.31%；年末短期借款中保证借款占80.09%、信用借款占19.08%、抵押借款占0.69%、质押借款占0.14%。

截至2015年底，公司应付票据为43.35亿元，同比增长32.76%；其中商业承兑汇票占比23.30%，银行承兑汇票占比76.70%。

截至2015年底，公司应付账款为19.28亿元，同比下降55.08%。从账龄来看，1年以内占74.46%，1~2年占17.83%，2~3年占5.21%，3年以上占2.50%。应付账款综合账龄较短。

2014~2015年，公司其他应付款分别为184.36亿元和213.36亿元，同比增长15.73%。公司其他应付款主要是拆借款和前期联合重组中应付的股权收购款等。应付股权转让款主要系并购时股权关系已经转让，但尚未付款形成。2015

年底公司其他应付款前五大客户合计占比为86.26%，其中，应付股东建材股份的资金拆借款171.75亿元，占比为80.50%。从其他应付款账龄来看，1年以内占52.80%，1~2年占31.71%，2~3年占9.79%，3年以上占5.70%。公司其他应付款较为集中，综合账龄适宜。

表 10 截至 2015 年底公司其他应付款前五大情况  
(单位: 万元、%)

客户	账面余额	占比	款项性质
中国建材股份有限公司	171.75	80.50	资金拆借
谭国仁	7.17	3.36	联合重组并购款
南方水泥有限公司	1.92	0.90	资金拆借
兆山新星集团有限公司	1.80	0.84	联合重组并购款
江西南方水泥有限公司	1.40	0.66	资金拆借
合计	184.04	86.26	--

资料来源：公司提供

2014~2015年，公司一年内到期的非流动负债分别为61.26亿元和53.09亿元，同比下降13.35%。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债中一年内到期的长期借款年末余额为41.14亿元，一年内到期的长期应付款11.74亿元，一年内到期的其他长期负债0.22亿元。

公司将发行的短期融资券、超短期融资券计入其他流动负债科目，截至2015年底为48亿元，包括“15西南水泥CP001”8亿元、“15西南水泥SCP001”20亿元和“15西南水泥SCP002”20亿元，本报告将其放入短期债务及相关指标中核算。

截至2015年底，公司非流动负债116.00亿元，同比下降23.73%。从构成上看，长期借款占35.68%，长期应付款占58.23%，递延所得税负债占4.43%。

截至2015年底，公司长期借款为41.40亿元，同比下降53.39%。长期借款中，保证借款占72.24%，信用借款占27.76%。

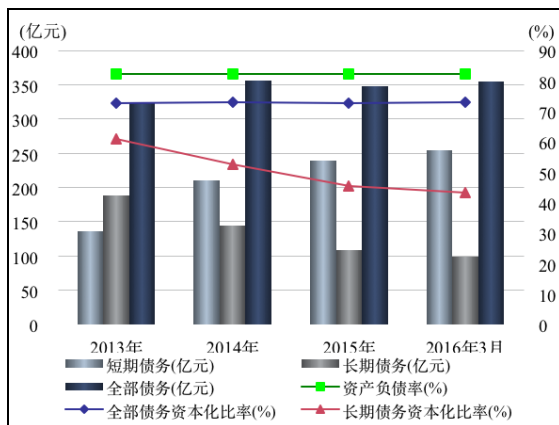
2014~2015年，公司长期应付款分别为56.37亿元和67.54亿元，同比增长19.82%。公司长期应付款主要是融资租赁款。本报告已将融

融资租赁调入长期债务核算。

跟踪期内，公司全部债务规模略有下降。经调整公司发行的短期融资券、超短期融资券及进行的融资租赁，公司2014~2015年全部债务分别为356.20亿元和348.13亿元。从债务期限结构看，近两年公司短期债务占比分别为59.24%和68.72%，短期债务比重快速上升且公司债务结构逐渐转变为以短期债务为主。

2014~2015年，公司资产负债率分别为82.28%和82.27%，负债水平虽小幅下降，但仍处于较高位置；全部债务资本化比率下降至72.87%，长期债务资本化比率下降至45.65%。公司整体债务水平高，其中短期债务比重高。

图7 公司债务指标情况



资料来源：根据公司审计报告整理

截至2016年3月底，公司负债合计602.02亿元，较2015年底增长0.08%。从构成上看，流动负债比重进一步上升至82.19%。截至2016年3月底，公司流动负债为494.82亿元，较2015年底增长1.92%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致；其他流动负债增长主要是公司2016年新增短期融资券（“16西南水泥CP001”，本金15亿元）和超短期融资券本金（“16西南水泥SCP001”本金15亿元，“16西南水泥SCP002”本金20亿元）合计50亿元。截至2016年3月底，公司非流动负债为107.20亿元，较2015年底下降23.73%，主要来自长期应付款和长期借款的减少。

截至2016年3月底，公司债务总额355.34亿

元，较2015年底上升2.07%。从构成来看，短期债务占71.82%，长期债务占28.18%。资产负债率和长期债务资本化较2015年底分别下降0.01个百分点和2.11个百分点至82.26%、43.55%，全部债务资本化比率较2015年底上升0.37个百分点至73.24%。

总体来看，公司债务水平高，短期债务规模快速上升，且其以流动负债为主的负债结构与以非流动资产为主的资产结构匹配性较差。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均不断下降，2015年分别为27.05%和19.10%，同比分别下降4.30个和2.84个百分点；2016年3月底流动比率和速动比率分别为26.97%和19.71%。2015年，公司经营现金流动负债比为6.69%，同比下降4.56个百分点。总体看，公司短期偿债能力弱，短期支付大。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为34.41亿元，同比下降28.00%。但EBITDA降幅快于债务规模降幅，同期，公司EBITDA利息倍数为1.29倍，全部债务/EBITDA为10.12倍。考虑到西南地区未来水泥需求仍然旺盛、公司营业利润率高、股东支持力度大等因素，整体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2016年3月底，公司在银行共获得授信额度202.10亿元，其中已使用授信额度136.49亿元，尚余授信65.61亿元。

截至2016年3月底，公司不存在对外担保事项。

#### 5. 过往债务履约情况

根据公司《企业信用报告》(报告编号：B201602290121075674)，截至2016年6月6日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

#### 6. 抗风险能力

西南区域固定资产投资空间仍然较为广阔，公司区域水泥龙头企业地位已经形成；在

国民经济下行压力加大和水泥市场景气度持续下滑的背景下，公司在产能、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很强。

## 十一、存续期债券偿还能力

“16 西南水泥 CP001”于 2016 年 2 月发行，2017 年 2 月到期，发行额度 15 亿元，无担保。

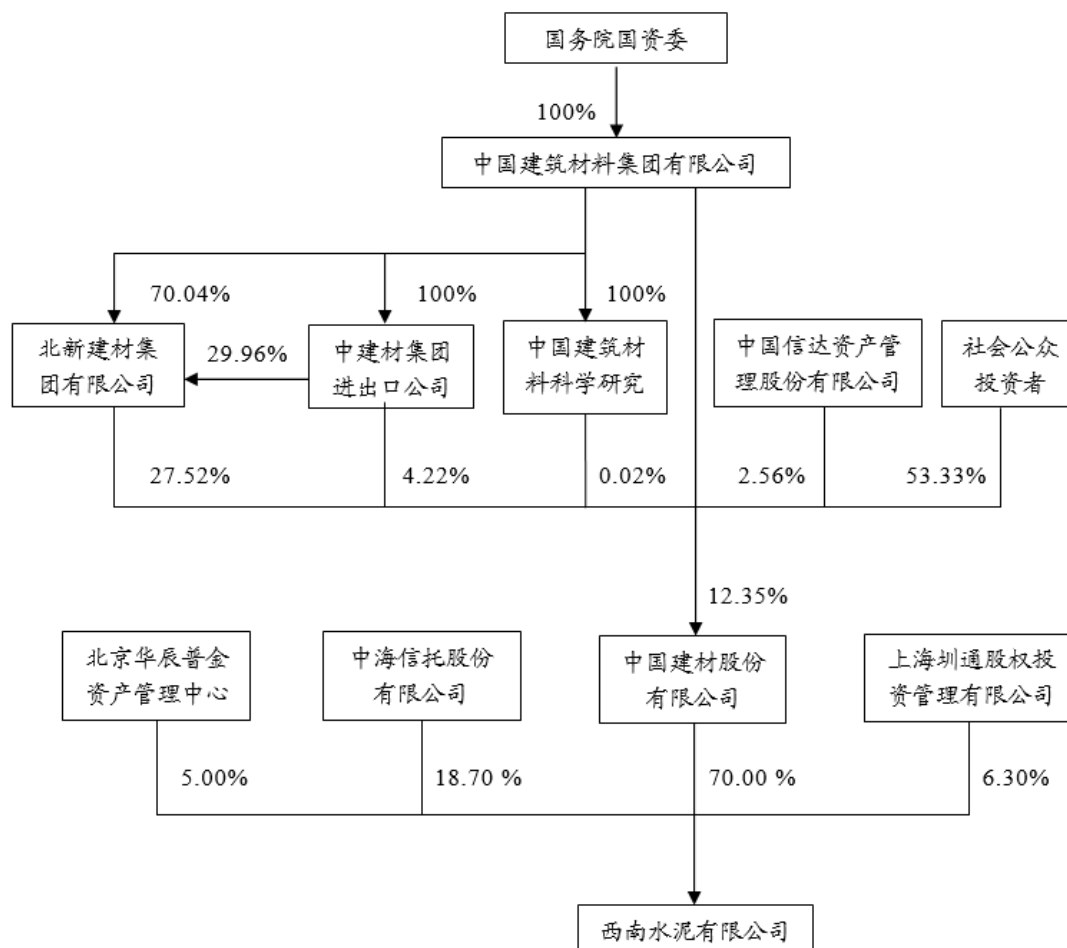
2015 年底，剔除受限资金后公司现金类资产为 15.67 亿元，是“16 西南水泥 CP001”本金的 1.04 倍，现金类资产对“16 西南水泥 CP001”的保障能力一般。

2015 年公司经营活动现金流入量对“16 西南水泥 CP001”本金的覆盖倍数为 14.76 倍，经营活动现金流净额对“16 西南水泥 CP001”本金的覆盖倍数为 2.16 倍；公司经营活动现金流对存续期债券的覆盖程度较好。

## 十二、结论

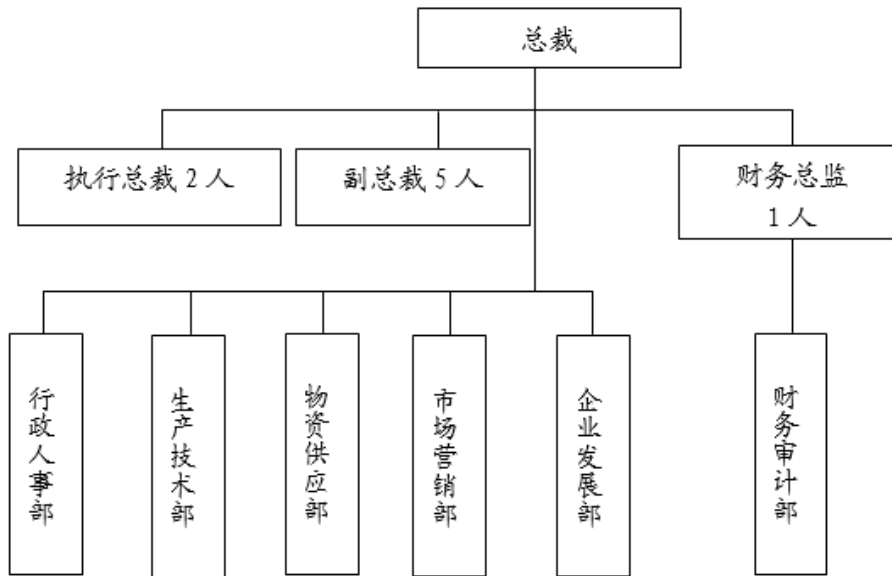
综合考虑，联合资信维持公司 AA<sup>+</sup>的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 西南水泥 CP001” A-1 的信用等级。

### 附件 1-1 公司股权结构图



注：中国建筑材料集团有限公司是中国建材股份有限公司控股股东。截至 2015 年底，中国建筑材料集团有限公司持有中国建材股份有限公司 44.11% 股权（其中间接持股 31.76%）。

### 附件 1-2 公司组织架构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	25.92	32.63	28.35	31.29
资产总额(亿元)	686.13	734.03	731.14	731.85
所有者权益(亿元)	120.23	130.05	129.62	129.83
短期债务(亿元)	136.07	211.02	239.25	255.20
长期债务(亿元)	188.28	145.18	108.88	100.14
全部债务(亿元)	324.35	356.20	348.13	355.34
营业收入(亿元)	199.23	213.66	192.25	43.12
利润总额(亿元)	20.01	22.98	8.91	0.36
EBITDA(亿元)	55.49	47.80	34.41	--
经营性净现金流(亿元)	28.39	50.82	32.46	6.19
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	17.11	14.84	10.48	--
存货周转次数(次)	4.40	3.62	3.31	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.30	0.26	--
现金收入比(%)	118.56	115.23	112.88	117.58
营业利润率(%)	29.12	31.91	29.46	26.27
总资本收益率(%)	8.62	8.77	6.50	--
净资产收益率(%)	14.48	13.71	4.30	--
长期债务资本化比率(%)	61.03	52.75	45.65	43.55
全部债务资本化比率(%)	72.96	73.25	72.87	73.24
资产负债率(%)	82.48	82.28	82.27	82.26
流动比率(%)	32.60	31.35	27.05	26.97
速动比率(%)	22.58	21.94	19.10	19.71
经营现金流动负债比(%)	7.66	11.25	6.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.51	1.74	1.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.84	7.45	10.12	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计；2、本报告已将其他流动负债中的短期融资券、超短期融资券调入短期债务中核算，已将长期应付款—融资租赁款调入长期债务中核算；3、现金类资产未剔除受限货币资金。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-营业税金及附加）/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益



## 附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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