

跟踪评级公告

联合[2015] 465 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⁺，评级展望为稳定，维持“14西南水泥CP001”及“14西南水泥CP002” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年四月十六日



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>

西南水泥有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 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
14 西南水泥 CP001	15 亿元	2014/10/17-2015/10/17	A-1	A-1
14 西南水泥 CP002	7 亿元	2014/12/08-2015/12/08	A-1	A-1

评级时间: 2015 年 4 月 16 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	27.07	22.08	25.92	32.60
资产总额(亿元)	488.37	525.48	686.13	717.97
所有者权益合计(亿元)	54.90	87.73	120.23	125.40
短期债务(亿元)	49.94	141.36	136.07	213.42
全部债务(亿元)	101.26	214.03	324.35	368.71
营业收入(亿元)	145.68	147.23	199.23	147.91
利润总额(亿元)	1.22	5.56	20.01	15.85
EBITDA(亿元)	24.48	32.64	55.49	--
经营性净现金流(亿元)	3.32	6.93	28.39	35.35
营业利润率(%)	15.53	21.31	29.12	30.48
净资产收益率(%)	0.44	4.52	14.48	--
资产负债率(%)	88.76	83.30	82.48	82.53
全部债务资本化比率(%)	64.84	70.93	72.96	74.62
流动比率(%)	30.55	30.97	32.60	30.93
全部债务/EBITDA(倍)	4.14	6.56	5.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	2.27	2.51	--
经营现金流负债比(%)	0.90	1.94	7.66	--

注: 因合并范围变化大, 为增强财务数据可比性, 2011~2012 年为模拟报表, 2013 年为实际报表, 2014 年前三季度财务数据未经审计。自 2013 年起将融资租赁款调入长期债务核算。

分析师

赵传第 刘秀秀

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, 经营状况良好, 同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到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, 以及区域内新增产能释放等因素对公司区域市场占有率及信用水平带来不利影响。

跟踪期内, 西南区域经济快速发展, 固定资产投资空间广阔, 未来水泥需求有望持续增长。同时随着公司管理整合、资源整合的深入, 生产设备的改造升级, 以及不断推进行业自律, 公司未来盈利有望逐步增长。

综合考虑, 联合资信维持西南水泥有限公司 AA⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 西南水泥 CP001”和“14 西南水泥 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司资源整合、管理整合不断深入, 资产规模稳步增长, 经营状况良好。
2. 跟踪期内, 受益于煤炭等原材料价格下降、余热发电生产线的建成, 公司盈利能力不断增强。
3. 公司经营活动现金流对“14 西南水泥 CP001”和“14 西南水泥 CP002”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有所下降, 短时期内公司市场环境难现较大改善, 收入增速和市场占有率的维持面临一定压力。

2. 跟踪期内，随着联合重组的逐步推进，公司管理整合、资源整合压力大。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续攀升，负债水平高，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. 截至 2015 年 1 月 29 日，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、本跟踪评级结果至“14 西南水泥 CP001”和“14 西南水泥 CP002”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相关债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2014年9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%。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（以工商登记为准）。

截至2014年9月底，公司下辖5家区域公司、143家全资或控股子公司；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2013年底，公司合并资产总额为686.13亿元，所有者权益合计为120.23亿元（含少数股东权益4.08亿元）。2013年，公司实现营业收入199.23亿元，利润总额20.01亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额为717.97亿元，所有者权益合计为125.40亿元（含少数股东权益4.45亿元）。2014年1~9月，公司实现营业收入147.91亿元，利润总额15.85亿元。

公司注册地址：成都高新区天泰路112号16楼；法定代表人：曹江林。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到

支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 水泥行业

（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。

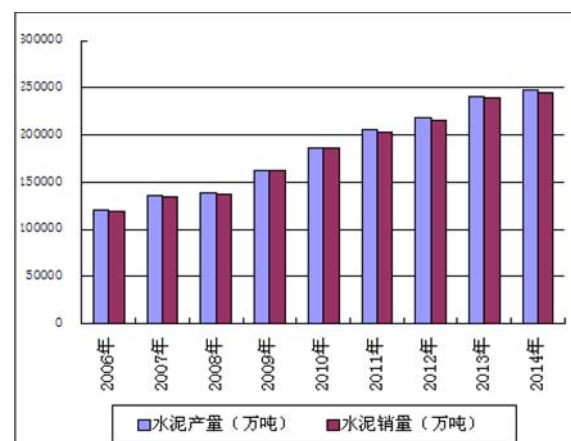
市场供需

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，国民经济持续快速发展、固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高（见图 1），2013 年达到 98.97%。

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%。

根据国家统计局数据，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，是自 1991 年以来的历史最低增速；2014 年全国累计销售水泥 24.47 亿吨，较 2013 年增长 2.40%。

图 1 中国水泥行业产销量



资料来源：Wind 资讯

从区域市场来看，2014 年 1~11 月产量增长整体呈现“南高北低”的特点。西南和中南增

长相对较快,分别达到8%和5%以上,北部大部分省份为负增长。尤其是华北地区5省,全部负增长,需求形势较为严峻。产量下降最快的是河北省,已经连续3年呈现负增长,且下降幅度逐年扩大。

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%。2012年以来,中国固定资产投资增速有所下降,经济增速放缓,建筑业施工和新开工面积增速有所下降,中国水泥需求出现阶段性转弱。近年来,各区域中,华东、中南供需改善最为明显,三北地区则维持底部徘徊。

图2 2014年1~11月水泥产量增速情况



资料来源:数字水泥网

2013年,全国新增熟料产能0.94亿吨,较2012年新增产能1.6亿吨明显回落;全国水泥行业固定资产投资完成1421亿元,同比继续下滑6.5%。截至2014年11月底,全国水泥投资完成998亿元,同比下降16%,水泥投资连续4年下降;据中国水泥协会统计,2014年全国新增投产水泥熟料生产线共有54条,合计年度新增熟料产能7030万吨,比2013年新增减少2400万吨。截至2014年底,全国新型干法水泥生产线累计1758条(含部分已停产但未拆项目),设计熟料产能达17.7亿吨,累计产能比上年增长4%;但由于2014年的整体需求形势差于预期,仅增长2%左右,使得

产能增长又一次快于需求增长,造成供需形势更加严峻。

图3 历年水泥投资与投资增速情况



资料来源:数字水泥网

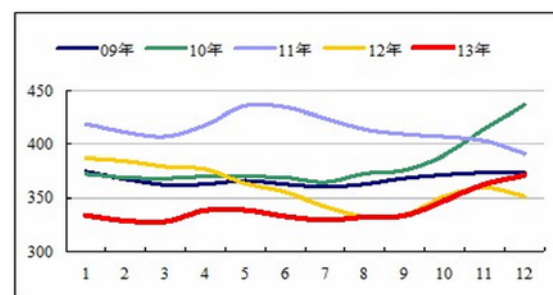
持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出,水泥行业产能过剩的局面将得到缓解,加之行业整合提速,行业供需结构将获得改善。

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率下降到只有3%~4%,水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

2013年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平,整体表现出较好的抗跌性,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。

图4 2009~2013年全国P.O42.5散装水泥价格(元/吨)

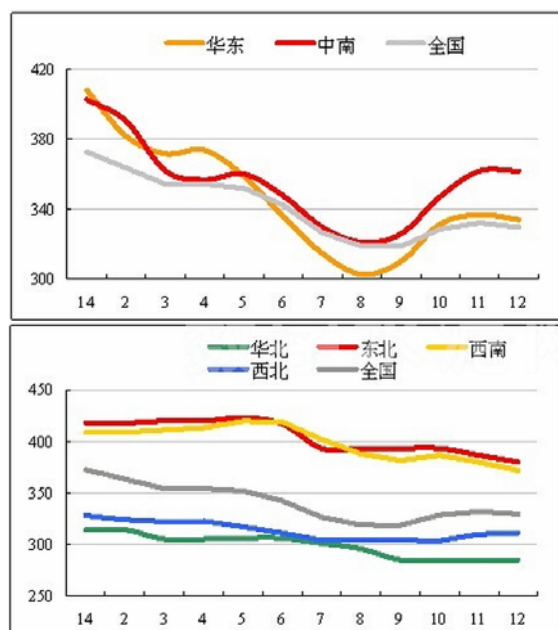


资料来源:中国水泥协会、数字水泥网

进入2014年后,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，与 2013 年走势相反，与 2012 年走势相近。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，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。

图 5 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势（元/吨）



资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区 2014 年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区 2014 年延续 2013 年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到

年底价格下滑幅度超过 100 元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。

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。

水泥行业经济效益

2013 年房地产和基础设施建设投资增速双双回升，全年保持稳定增长，拉动了全国水泥需求的 60% 左右，在此带动下，2013 年在全国水泥供需格局改善和行业有序竞争下，行业景气度提升，水泥量价齐升，尤其是从三四季度水泥价格上涨，全行业取得了可观的经济效益。2013 年全年实现销售收入 9695.69 亿元，同比增长 8.62%，而 2012 年仅增长 0.06%；取得利润总额 765.54 亿元，同比增长约 16.4%，远远高于 2012 年同期水平，创历史第二高水平，利润总额仅次于 2011 年的 1019.66 亿元，其中不能忽视的是 2013 年煤炭成本的下降为行业创造了一定的利润空间。但水泥行业效益区域分化明显，整体表现出南高北低的特点。利润下降的区域主要位居华北、东北和西北的新疆等地区，这些地区利润下降主要是由于下游需求不足，产能增长继续恶化，导致产能过剩加剧，价格低迷。

进入 2014 年，水泥需求增长大幅放缓，水泥市场价格仍然是低位运行，需求动力明显不足。得益于煤炭价格下滑而得以进行低成本生产，2014 年前 11 个月全行业利润总额达 696 亿元，比去年同期增长 5.5%，表现出利润增长前高后低态势，主要原因是在需求整体疲软的情况下，下半年水泥价格没能走出 2013 年大幅反弹的行情，尤其是中国主要利润贡献区域的华东地区，虽然价格呈现环比上升趋势，但上升幅度与去年同期相比有明显差距。2014

年前 11 个月，盈利水平南北分化越加明显：南部的华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势；然而，北部的华北、东北和西北三个地区比 2013 年有较大幅度的下滑。

造成中国北方地区利润走低的主要原因：

①北部市场需求更低迷，北方地区固定资产投资和房地产投资增速均小于南部省份（华东、中南、西南）的增速。②北部省份企业间竞争环境无根本改善：整体集中度偏低，尤其是华北地区；然而，2014 年南部的兼并重组更为活跃，南部主导企业台泥水泥、海螺水泥、亚洲水泥、葛洲坝水泥等均有表现积极，先后在四川、湖南、湖北等有产能收购；北部省份联合并购行为明显较弱，在市场下滑的情况下，企业间竞争激烈，缺乏龙头企业引导，恶性竞争不断，价格滑至低谷。③北部个别省份新增产能集中释放，新疆和山西由于前两年新增产能建设项目过多，造成 2014 年产能集中产能释放，产能过剩进一步加剧。

水泥行业中，公司盈利水平差距较大。如，水泥上市公司中，2013 年海螺水泥的毛利率达 32.73%，而福建水泥毛利率仅为 12.58%；但部分非上市且处于产能严重过剩地区的水泥企业亏损程度严重，根据国家统计局发布的数据，2013 年，水泥、石灰和石膏的制造行业亏

损企业 943 家，占行业总企业单位的比重为 21.38%，亏损总额 81.16 亿元，同比下降 0.02%，2014 年 1~8 月，水泥、石灰和石膏的制造行业亏损企业 1061 家，占行业总企业单位的比重为 25.73%，亏损总额 76.35 亿元，同比下降 0.17%。盈利水平差距及 25%以上的企业亏损说明，目前中国水泥行业两极分化趋势明显，在国家淘汰落后产能及水泥企业兼并重组进程中，中小型水泥企业利润状况恶化。

资产负债率方面，在产能快速扩张的背景下，水泥行业资产负债率水平一直保持在 60% 左右高位，2013 年底及 2014 年 6 月底，水泥行业资产负债率分别为 59.99%和 60.65%。综合来看，2013 年房地产和基础设施建设投资拉动了全国水泥需求，在此带动下，2013 年全国水泥行业景气度较 2012 年的萧条状态有较大改善，进入 2014 年，水泥行业需求动力不足，得益于成本压力缓解，水泥企业利润仍有所上升。但需要注意的是负债水平较高位运行、经营效率整体有待改善以及两极分化趋势明显给水泥生产企业带来一定的偿债风险，特别是短期内对一些中小型水泥生产企业形成较大压力；但长期来看，大型水泥生产企业仍可通过扩大规模、提高区域竞争力等手段维持其信用质量的稳定。

（2）竞争格局

表 1 截至 2014 年底全国水泥企业水泥熟料产能排名（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	29986.3	11	天瑞水泥	3270.5
2	海螺水泥	17877.7	12	亚洲水泥	2867.5
3	中材集团	8794.7	13	拉法基瑞安	2300.0
4	冀东水泥	7030.8	14	亚泰水泥	1937.5
5	华润水泥	5849.7	15	尧柏水泥	1798.0
6	台泥水泥	5446.7	16	青松建化	1627.5
7	山水集团	5328.9	17	云南昆泥	1608.9
8	华新水泥	4417.5	18	葛洲坝水泥	1413.6
9	红狮水泥	3534.0	19	金圆水泥	1410.5
10	北京金隅	3366.6	20	江西万年青	1333.0

资料来源：数字水泥网

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。中国水泥产业集中度较低，全国前十大生产厂商市场占有率不到 20%，但随着大型水泥企业兼并重组的推进，行业集中度在逐步提升。

根据中国水泥网的统计，2014 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。

与其他行业不同的是，水泥行业有一个很

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。

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、宾州水泥）、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

目前中国国内水泥市场的竞争已从区域化竞争逐步进入全国性竞争阶段：如目前海螺水泥在取得华东地区霸主地位后，将其重心转到两广市场；冀东水泥的三北战略“华北、东北、西北”；华新水泥在巩固其在湖北的龙头地位后，积极向北发展等。大型水泥企业集团对各区域市场的争夺呈梯队演进，之前在华东地区、西南地区，目前在华南地区，继而是河南、华北地区，其后的顺序为东北、西北市场；目前，海螺水泥、中材股份和冀东水泥等大型企业均加大了对西北市场开拓力度，通过新建、兼并

等方式大力布局西北市场。各大水泥企业转移发展目标至西北市场，同时辅以近年来愈发大力推进的去产能政策，预计未来全国水泥产能重心将逐步向西移动。

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。

（3）上下游分析

上游原材料

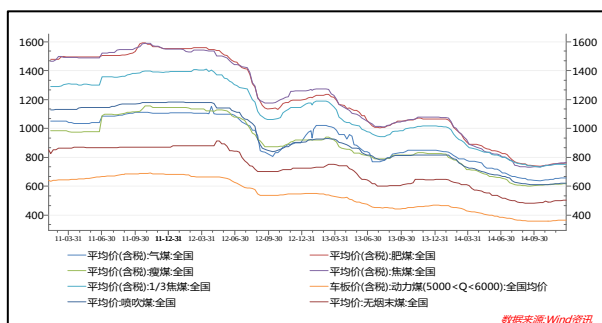
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其

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

近年来，煤炭价格变动剧烈。2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年12月31日环渤海动力煤价为525元/吨，较2013年底下降16.80%。总体上，2012年至今煤炭价格呈下滑趋势。

图6 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind资讯

电力

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省（区、市）天然气发电上网电价，于9月25日起执行，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。

由于电价受政府主导，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小，但基于煤电联动

政策，在煤价上涨过程中存在电价调整的可能性。国内水泥行业为了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，余热发电可提供单位水泥生产约30%的用电。

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，2013年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为9.35万亿元，同比增长21.18%，较2012年提高7.46个百分点；2014年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为11.22万亿元，同比增长19.93%，较2013年增速下降1.25个百分点。

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%。由此看出，基建投资的较快增长，为2014年水泥需求总量的稳定提供了重要支撑，但房地产投资增速的快速下滑是导致2014年水泥需求增速大幅下降的主要因素。

根据国家统计局公布的数据显示，2014年全国水泥产量仅增长1.8%，状况低迷，为近24年新低；同时由于行业新增产能的不断投放及全面的产能过剩，以及下游房地产新开工项目

增量不足，水泥行业供给端压力增大，造成水泥价格的持续低迷。

（4）行业政策和关注

水泥产业政策集中于五个方面：一是提高行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调。

2011年1月12日，工信部下发《关于进一步做好淘汰水泥落后产能工作的通知》，强调了从政策和技术上从严促进水泥落后产能淘汰；2011年1月19日，工信部下发《水泥行业准入条件》，对水泥行业准入设置了较高的门槛，同时提出鼓励现有水泥企业间的重组联合，支持大企业對中小企业并购重组后的改造投资；2011年4月19日，工信部确定水泥工业2011年的落后产能淘汰总量的1.3亿吨。

2012年4月，工信部确定水泥工业2012年的落后产能淘汰总量为2.19亿吨。

2013年1月，根据工信部、国家发改委等多部门联合下发的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，到2015年前，前10家水泥企业产业集中度达到35%，形成3-4家熟料产能1亿吨以上，矿山、骨料、商品混凝土、水泥基材料制品等产业链完整的建材企业集团。鼓励水泥企业延伸上下游产业链，优化物流配送、整合发展预拌砂浆、商品混凝土及建筑预制构件产业。

2013年10月，根据国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，伴随着环保压力（大气污染治理）和国家整顿过剩产能行业力度的加大，将逐步取消32.5复合水泥标准、减量置换、进一步增加淘汰力度等新的治理手段，力度空前。

2014年3月，国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，强调兼并重组是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构

的重要途径，后续将更加侧重于兼并重组市场环境的改善、逐渐减少行政审批事项，取消下放部分审批事项，取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责。取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）等。

2014年5月8日，工信部下发《2014年淘汰落后产能任务》，其中，淘汰水泥（熟料及磨机）5050万吨。

2014年9月1日，发改委、财政部、环保部就调整排污费征收标准等问题发布通知，要求2015年底前水泥等行业严格核定排污费。具体内容包括：调整排污费征收标准，促进企业治污减排；加强污染物在线监测，提高排污费收缴率；实行差别收费政策，建立约束激励机制；加强环境执法检查，主动接受社会监督等。

“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调，有利于大力推进节能减排、兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，水泥行业将进入价值回归的健康发展态势。

（5）行业发展

根据2014年底召开的中央经济工作会议精神，2015年投资将进入新常态，投资驱动的经济增长模式发生变化，投向将更加精细化，而不再强调过高的增长速度。投资将转向城市改造、基建投资重点突出在中西部铁路与城市轨道交通。分结构来看，基建投资维持高位并有上行趋势，房地产和制造业投资增速将继续低位运行，但总体来说房地产和制造业投资将拖累整体投资增长，投资增长仍将低位运行。作为与固定资产投资密切相关的水泥行业，需求增速放缓将成为必然趋势。

短期内，水泥行业供需关系难以得到根本改善，盈利形势面临一定的短期压力。未来，“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大经济战略的推进，将带动基建投资增速上行，对水泥需求总量形成有力的支撑，但预计房地产

投资复苏缓慢，水泥整体需求预计保持平稳。此外，随着新环保法的实施，为应对高标准的环保要求，水泥行业存在整体行业利润降低的可能性。长期看，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有望得到缓解，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇，进而大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

2. 区域经济

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。

2013～2014年四川省GDP增速分别为10.0%和8.5%；贵州省GDP增速分别为12.5%和10.8%；云南省GDP增速分别为12.1%和8.1%；重庆市GDP增速分别为12.3%和10.9%。同期全国GDP增速为7.7%和7.4%。西南地区经济快速发展。

2013～2014年四川省全社会固定资产投资增速分别为6.7%和12.0%；贵州省全社会固定资产投资增速为29.0%和23.6%；重庆市全社会固定资产投资增速为19.5%和18.0%；2013年和2014年前三季度云南省全社会固定资产投资增速为27.4%和16.3%。西南地区投资高位运行。

总体来看，近几年西南地区经济快速发展，投资高位运行，使区域内水泥行业面临良好需求。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，未来该区域水泥行业需求空间较大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年9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%（见附表1-1）。建材股份是公司控股股东。

2. 企业规模

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，形成了中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥四个大型水泥生产集团。近几年水泥行业产能过剩严重，新建产能和在建项目受到严格控制，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。建材股份于2011年12月成立了西南水泥，并继续采取联合重组的方式来扩张产能。截至2014年底，西南水泥已经成为了西南地区最大的水泥生产集团，水泥产能达1.4亿吨，在西南地区区域产能占比达到了32%。西南水泥相继在四川、云南、贵州、重庆组建了区域公司，这四家区域公司已经成为当地最大的水泥企业，产能占比分别达到了35%、23%、31%、22%。

3. 人员素质

公司现有董事会、监事会及高层管理人员21位，其中包括董事长1位，董事7位，监事3位，总裁1位，执行副总裁3位，副总裁5位，财务负责人1位，均具有丰富的企业管理经验。

跟踪期内，公司董事长无变化。原总裁、党委副书记、董事赵静润先生因个人原因于2014年底离职，目前由董事常张利先生代理总裁职责。新一届董事会拟于2015年4月改选。

截至2014年9月底，公司在职员工26190人。按教育程度分类，初中及以下占39.26%，高中和中专学历占40.24%，大专学历占15.07%，本科及以上学历占5.43%；从岗位构成看，生产人员占89.20%，管理人员占6.97%，研发人员占0.11%，销售人员占3.72%；从年龄结构看，30岁及以下占24.98%，30～50岁占70.49%，50岁以上占4.53%。

4. 技术水平

跟踪期内，公司生产工艺和资源综合利用技术无重大变化。

5. 外部环境

股东支持

建材股份对公司的支持是全方位的。

融资支持方面，截至 2014 年 9 月底，建材股份就公司 175.70 亿借款提供了保证担保，占公司全部有息债务的 47.65%。

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，同时组建了联合重组小组和融资小组派驻公司，高效执行公司联合重组和融资等事宜。

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。

财税优惠

税收优惠方面，根据《财政部 国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》（[2008]156 号）和《财政部 国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的补充通知》（财税[2009]163 号），对满足“采用旋窑法工艺生产的水泥（包括水泥熟料）或者外购水泥熟料采用研磨工艺生产的水泥，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于 30%”条件的自产水泥（包括水泥熟料）实行增值税即征即退政策。截至 2014 年 9 月底，公司旗下共有 27 家成员企业该年享受资源综合利用的增值税即征即退优惠。同时，公司有 43 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。2013 年和 2014 年 1~9 月，公司获得的政府补助收入分别为 3.60 亿元和 2.3 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司作为西南地区最大的水泥生产企业，在股东支持，税收优惠等方面持续得到较大支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了股东会、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。

公司董事会由 8 名董事组成，设董事长 1 人。公司设监事会，共有监事 3 人，其中监事会主席 1 人，职工监事 1 人。

2. 管理水平

跟踪期内，公司管理制度和联合重组制度无重大变化。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. 经营现状

公司以水泥生产和销售为主业。公司成立于 2011 年 12 月，现公司提供了 2011~2012 年的备考经营数据，以及 2013 年的实际经营数据。备考数据编制原理为：截至 2012 年底，公司合并范围子公司 100 家，为保持备考数据的可比性，编制备考数据时假设各子公司于 2010 年 1 月 1 日纳入公司合并范围（如该子公司系 2010 年 1 月 1 日之后注册成立，则自其实际注册成立之日起纳入合并范围）。公司成立以来，通过对存量水泥产能联合重组，资产规模快速增长。2013 年公司合并范围内子公司有 140 家，

2014 年前三季度新纳入合并范围 3 家子公司。

2013 年公司主营业务收入快速增长。2013 年公司主营业务收入为 197.52 元，同比增长 35.07%。

从收入构成来看，水泥业务一直是公司的主要业务，2013 年公司水泥业务占主营业务收入比重为 98.12%。其中 PC32.5 和 PO42.5 水泥是公司主要水泥产品。

从盈利能力来看，受水泥板块毛利率提升影响，2013 年公司主营业务毛利率为 29.74%，较 2012 年快速增长，水泥毛利率为 29.68%。2013 年公司水泥毛利率上升主要因为：1.成本下降。余热发电设备推广、管理提升、集中采购等原因，公司吨水泥成本由年初 183 元/吨下

降至年底 172 元/吨，降幅 6.01%。2.西南区域水泥市场有所回暖，同时竞合作用效果开始体现，水泥销售均价由 246.39 元/吨涨至 256.77 元/吨，涨幅 4.21%。公司毛利率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。

2014 年 1~9 月，公司主营业务收入 145.39 亿元，较上年同期增长 8.36%，占 2013 年全年主营业务收入的 73.61%；实现利润总额 15.85 亿元，较上年同期增长 3.12%，占 2013 年全年的 79.22%。水泥板块在主营业务收入中占比略有下降至 98.00%。2014 年 1~9 月，公司主营业务毛利率为 30.57%，水泥毛利率为 30.61%，均较 2013 年略有提升。

表 3 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、水泥	143.05	98.59	15.94	144.73	98.97	21.90	193.81	98.12	29.68	142.48	98.00	30.61
PC32.5	80.23	55.29	14.12	82.27	56.26	22.32	83.94	42.50	32.26	52.25	35.94	33.23
PO 42.5	49.68	34.24	18.28	48.43	33.12	21.81	94.85	48.02	29.69	80.26	55.21	28.40
PO 52.5	7.85	5.41	16.28	7.03	4.81	20.67	4.69	2.37	33.97	4.57	3.14	47.29
熟料	5.30	3.65	21.11	5.57	3.81	19.47	9.15	4.63	7.23	5.40	3.71	27.18
其他				1.44	0.98	15.88	1.18	0.60	2.27			
二、商品混凝土	2.04	1.41	18.09	1.50	1.03	18.89	3.71	1.88	32.98	2.91	2.00	28.54
合计	145.09	100.00	15.97	146.23	100.00	21.87	197.52	100.00	29.74	145.39	100.00	30.57

资料来源：公司提供

2. 水泥业务

生产经营

截至 2014 年 9 月底，公司共拥有水泥生产线 112 条和 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 83 条。水泥年产能 11400 万吨，熟料年产能 8770 万吨。

公司业务范围主要位于四川省、云南省、贵州省和重庆市。2014 年公司在上述“三省一市”区域产能占比分别达到了 35%、23%、31%、

22%。受区域内新增产能影响，公司在四川、贵州两省区域产能占有率较 2013 年有所下降。

表 4 公司水泥熟料产能情况（单位：万吨）

产品	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~9 月
水泥	8190	8600	11400	11400
熟料	6300	6615	8770	8770

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。水泥熟料产能增长主要系对存量产能联合重组所致。

公司在联合重组伊始即明确提出，全力打造区域市场份额 80%以上的 12 个核心利润区，

将核心利润区建设作为联合重组的第一要务。截至目前，核心利润区水泥产能已达 8500 万吨，基本完成联合重组既定目标。

公司水泥产品型号主要以 PC32.5、PO42.5 和 PO52.5 为主。PC32.5 一般用于工业和民用建筑；PO42.5 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；PO52.5 是用于核电站，高强度等级混凝土及大跨度桥梁构建等。

2013 年公司共生产水泥 7273.90 万吨，产能利用率为 63.81%。其中，PC32.5 水泥产量占水泥总产量的 47.66%，PO42.5 水泥产量占 50.56%。2014 年 1~9 月，公司水泥产量 5448.63 万吨，占 2013 年全年产量的 74.91%。PC32.5 水泥产量占水泥总产量的 40.01%，较 2013 年有所下降，主要系公司推动淘汰 PC32.5 号水泥逐渐减低其比重所致。2013 年、2014 年前三季度公司产能利用率较低主要系公司推动行业自律，有效促进水泥企业竞合所致。国务院 41 号文提出尽快取消 32.5 复合水泥产品标准，逐步降低 32.5 复合水泥使用比重，公司虽然 32.5 号水泥产量占比较大，但联合资信认为未来水泥标号提升对公司影响有限。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就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。

表 5 公司水泥产量情况（单位：万吨）

产品	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~9 月
P.C32.5	3829.15	3658.49	3466.87	2180.08
P.O42.5	1976.99	1909.35	3677.73	3154.88
P.O52.5	285.34	249.85	129.30	113.67
合计	6091.48	5817.69	7273.90	5448.63

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、石灰石在制造成本中占比较大，合计超过产品成本的 70%以上。

表 6 公司原材料采购量及采购价格

（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2012 年	2013 年	14 年 1~9 月
煤炭	采购量	797.03	916.78	714.24
	采购均价	639.49	554.34	542.25
石灰石	采购量	6136.08	7299.64	5830.30
	采购均价	20.93	18.51	18.48
硅铝质材料	采购量	856.11	1116.49	774.55
	采购均价	24.03	23.22	23.74
铁质材料	采购量	200.65	255.02	229.33
	采购均价	71.87	67.39	55.80
混合材	采购量	1371.98	1646.60	1088.54
	采购均价	42.55	36.22	37.48
石膏	采购量	269.27	336.89	286.07
	采购均价	90.23	84.51	78.14

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，区域外集中采购相对较少。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川煤集团、陕煤集团、陕西华彬能源集团等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有所提升。2013 年，公司共采购煤炭 916.78 万吨，同比增长 15.02%；采购均价为 554.34 元/吨，同比下降 13.32%；2013 年煤炭采购成本约占水泥制造成本的 36%。2014 年 1~9 月，公司共采购煤炭 714.24 万吨，采购均价进一步下降至 542.25 元/吨，统一采购比率增加至 20%，煤炭价格的下降及统一采购比率的上升有效的降低公司水泥生产成本。

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。目前公司石灰石自给比例为 80%，保证了原材料的稳定供应。截至 2013 年末，公司共拥有配套石灰石储量 215637.84 万吨。同时，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问题。2013 年公司外购石灰石共 7299.64 万吨，同比增长 18.96%；采购均价 18.51 元/吨，同比下降 11.56%。2013 年石灰石采购成本占水泥制造成本的 25%左右。2014 年 1~9 月，公司外购石灰石共 5830.30 万吨，占上年采购量的 79.87%；采购均价进一步下降至 18.48 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。2013 年电力采购成本约占水泥制造成本的 16%。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。2013 年度，公司外购电力 904795.17 万度，外购综合电价 0.54 元/度，并网余热发电生产线 52 条，装机容量 404MW，发电量 148123.19 万度。随着余热发电系统电力并网，公司 2013 年电力综合单位成本较 2012 年底下降 8.47%。2014 年前三季度，随着在建余热发电生产线的逐步建成使用，电力采购成本占水泥制造成本比重降至 10.33%，公司电力对外采购量和电力综合单位成本继续下降。

硅铝质材料、铁质材料、混合材、石膏等主要由区域公司和成员企业就地采购，其采购成本在水泥制造成本约占 16%。2014 年 1~9 月，公司硅铝质材料采购量 774.55 万吨，占 2013 年全年的 69.37%，采购均价 23.74 元/吨，增长 2.24%；铁质材料采购量 229.33 万吨，占 2013 年全年的 89.93%，采购均价下降 17.20%；混合材采购量 1088.54 万吨，占 13 年全年的 66.11%，

采购均价增长 3.48%；石膏采购量 286.07 万吨，占 13 年全年的 84.91%，采购均价下降 7.54%。

产品销售

公司水泥主要在西南地区销售，出口较少。从西南地区销售来看，2013 年四川区域销售收入占销售总收入的 42.92%，贵州区域占 25.36%，云南区域占 19.51%，重庆区域占 12.21%。

从西南地区市场份额来看：1) 四川区域。公司通过快速联合重组，2014 年产能已经占到区域产能的 35%。2014 年 1~9 月，公司在四川区域销售水泥 2200.62 万吨，市场占有率为 21.05%。2) 贵州区域。2014 年公司产能占区域产能的 31%。2014 年 1~9 月，公司在贵州区域销售水泥 1429.70 万吨，市场占有率 20.63%。3) 云南区域。2014 年公司产能占区域产能的 23%，2014 年 1~9 月，公司在云南区域销售水泥 1020.55 万吨，市场占有率 15.72%。4) 重庆区域。2014 年公司产能占区域产能的 22%，2014 年 1~9 月，公司在重庆区域销售水泥 732.71 万吨，市场占有率为 19.98%。2014 年 1~9 月，除重庆区域市场占有率有所上升外，其他区域市场占有率较 2013 年基本稳定。总体来看，公司在西南地区无论产能还是市场占有率，均位于行业领先地位。公司的区域市场占有率低于区域产能占有率主要系公司产能扩张较快，西南地区市场竞争激烈，产能利用率较低所致。

表 7 公司水泥各区域市场占有率（单位：%）

区域	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
四川区域	18.96	22.81	21.05
云南区域	13.87	15.44	15.72
贵州区域	18.18	20.42	20.63
重庆区域	14.37	14.26	19.98

资料来源：公司提供

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。其中，对重点工程的销售量占 24%，对民用市场的销售量占 37%，对搅拌站的销售量占 32%，对预制板的销售量占 7%。相较其他渠道，重点工程客户

相对集中，更容易维护和开发，同时对公司销售的影响也更为直接和快速，公司将其作为今后渠道建设的重点方向。

从定价策略来看，之前水泥行业一直以“量本利”为经营核心理念，即在销量能充分增加的情况下，通过增加规模、降低单位固定费用而取得利润的经营模式。但在过剩情况下，产品已经销售困难，这时再去增加产量，不但无法降低固定费用，还增加了变动成本，使流动资金紧张。在这种情况下，公司提倡“价本利”的经营理念，一方面保证合理价格，一方面降低成本，取得经济效益。为了保证合理价格，公司通过联合重组，快速扩大市场份额，积极推进市场竞合等工作。2013 年公司水泥销售均价 256.77 元/吨，同比增长 4.21%；2014 年 1~9 月，公司水泥销售均价 254.63 元/吨，较 2013 年销售均价下降 0.83%。

表 8 近年来公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
水泥	销售量	5960.35	5648.24	7191.55	5383.58
	销售均价	231.12	246.39	256.77	254.63
熟料	销售量	260.47	248.75	426.88	226.05
	销售均价	203.35	223.81	214.31	238.89

资料来源：公司提供

3. 经营效率

从经营效率指标看，公司近三年销售债权周转效率逐年提升，2013 年为 17.11 次，公司对应收款项控制较好；存货周转效率持续下降至 4.40 次。

从总资产运营效率指标看，2013 年，公司总资产周转次数为 0.33 次，处于较低水平。

总体看，公司应收款项控制良好，但整体运营效率处于较低水平。

4. 未来发展

在建项目

公司在建项目为水泥生产线及附属设施项目（主要包括：水泥生产线项目、余热发电项

目、配套石灰石和其他项目等）。目前公司在建的水泥生产线为“习水赛德水泥有限公司 2500t/d 新型干法熟料水泥项目，习水赛德水泥有限公司日产 2500 吨熟料新型干法回转窑水泥生产线项目于 2009 年 5 月 15 日经贵州省发展和改革委员会核准（黔发改外资[2009]949 号文）；于 2009 年 4 月 3 日取得贵州省环境保护厅对该项目环境影响报告的批复（黔环函[2009]188 号文）。该项目于 2009 年 9 月 26 日正式开工建设，目前已完成整个项目土建工程的 98%，安装工程的 99%，该项目处于试运营阶段。该项目计划总投资 3 亿元，截至 2014 年 9 月底已投资 2.38 亿元。除上述项目外，截至 2014 年 9 月末，公司其他在建项目的项目总投资均不超过 5000 万元。

未来发展战略

为实现世界一流建材制造商的战略目标，建材股份确定将占建材工业总产值 70% 的水泥业务作为重点发展方向，在快速构建淮海、东南、北方三大战略区域后，2011 年 6 月全面启动了西南水泥工程，作为实现“十二五”期间水泥产能超过 4 亿吨的重要支撑。公司在上述背景下成立。

公司在两年左右的时间内重组了西南区域 33% 的市场份额，是区域内最大的专业化水泥公司。在创造良好经济效益、股东价值的同时，履行企业的社会责任。

拟建项目方面，2014 年底至 2015 年，公司将相继开工建设达州利森水泥有限公司 9KM 矿山皮带廊建设项目、重庆铜梁西南水泥有限公司 9KM 矿山皮带廊建设项目等矿山改造、水泥生料系统改造、余热发电项目，计划总投资 5.77 亿元，建设工期 1~2 年。

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。随着降本增效和竞合工作的开展，公司水泥成本下降，销售价格稳定，整体毛利水平提升，但前期为了铺平销售渠道，以及有息债务较多，导致期间费用对公司盈利

造成较大侵蚀。现阶段公司水泥联合重组既定目标已基本完成，管理和资源整合将成为目前工作重心，未来随着规模优势和市场地位的巩固，公司获利能力将逐步提升。

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，并于2015年1月9日收到受理通知。根据该受理通知，最高人民法院将于通知日起计91日内决定是否再审本案，以及如何再审。

资中西南及公司以东方红公司及其股东违约为由已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。

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“14 西南水泥 CP001”于 2014 年 10 月 16 日发行，2014 年 10 月 17 日开始计息，到期一次还本付息，共募集资金 15 亿元，其中 13 亿元用于补充营运资金，2 亿元用于偿还金融机构借款。公司发行的“14 西南水泥

CP002”于 2014 年 12 月 8 日开始计息，到期一次还本付息，共募集资金 7 亿元，其中 4 亿元用于补充营运资金，3 亿元用于偿还金融机构借款。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

公司提供了2011~2013年财务报表，其中2011~2012年财务报表为备考财务报表，2013年为实际财务报表。天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）已对上述年度财务报表进行审计，并均出具了标准无保留审计意见。公司提供的2014年三季度财务数据未经审计。

2013年公司财务报表合并范围内子公司共计140家，较2012年增加40家。2014年1~9月，公司合并范围新增3家子公司。合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2013年底，公司合并资产总额为686.13亿元，所有者权益合计为120.23亿元（含少数股东权益4.08亿元）。2013年，公司实现营业收入199.23亿元，利润总额20.01亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额为717.97亿元，所有者权益合计为125.40亿元（含少数股东权益4.45亿元）。2014年1~9月，公司实现营业收入147.91亿元，利润总额15.85亿元。

1. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入199.23亿元，同比增长35.32%，受益于西南区域水泥价格回暖，以及自身水泥产销量增长，公司营业收入大幅增长。

2013年公司营业成本为139.83亿元，较2012年增长21.64%，营业成本增幅小于营业收入增幅，主要系原燃料价格下降和管理精细化降本增效所致。

2013年公司期间费用为42.83亿元，同比增长53.33%，其中销售费用10.01亿元，管理费用12.24亿元，财务费用20.59亿元。公司大力推进渠道建设，导致营业费用增长较快；同时有息

负债较重，财务费用快速增长。2013年，期间费用占营业收入的比重为21.50%，较上年增加2.53个百分点，公司费用压力加大，对营业利润具有很大的侵蚀作用。

2013年公司营业外收入为4.19亿元，较2012年增加0.88亿元。其中政府补助收入为3.60亿元。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即增即退形成的。

2013年公司利润总额为20.01亿元，同比大幅增长259.80%。

从盈利指标看，2013年公司营业利润率为29.12%，较2012年增长7.81个百分点；同期净资产收益率为14.48%，较2012年快速增长。公司营业利润率增长较快，整体盈利能力不断增强。

2014年1~9月，公司实现营业收入147.91亿元，占2013年全年的74.24%；利润总额15.85亿元，占2013年全年的79.22%；公司营业利润率为30.48%，较2013年有所提升。

总体来看，跟踪期内，随着公司联合重组的快速推进，公司收入规模稳步增长，公司盈利能力随着降本增效和竞合工作的开展不断增强。同时，较高的期间费用对公司盈利具有较大的侵蚀作用。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2013年经营活动现金流入量为240.68亿元，同比增长39.12%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为236.20亿元，收到其他与经营活动有关现金为3.29亿元。2013年公司现金收入比为118.56%，公司收入实现质量较好。2013年公司经营活动现金流出为212.29亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（156.36亿元）和支付其他与经营活动有关现金（25.45亿元）。2013年，公司经营活动产生的现金流量净额为28.39亿元。

投资活动现金流方面，2013年，公司投资活动现金流入规模较小，为0.59亿元。2013年

公司投资活动现金流出95.95亿元，较2012年减少36.41%，其中购建固定资产、无形资产支付的现金为33.83亿元，取得子公司等支付的现金净额为61.73亿元。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。2013年，公司投资活动产生的现金流净额为-95.36亿元。随着水泥业务联合重组接近尾声，2013年公司投资规模大幅下降，但考虑到公司联合重组后还有部分收购款需要支付，以及需要对收购企业生产线和设备等改造升级，公司投资仍将维持在较高水平。

筹资活动现金流方面，2013年，公司筹资活动现金流入快速增长至264.10亿元，较上年增长9.51%，筹资活动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。2013年，公司筹资活动现金流出快速增长至194.79亿元，较上年增长97.18%，随着筹资资金的增长，公司债务本息支付也快速增长。2013年，公司筹资活动产生的现金流净额为69.32亿元。

2014年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为172.92亿元，现金收入比较2013年略有下降，为116.91%；同期公司经营活动现金流入176.26亿元，经营活动现金流量净额35.35亿元。2014年1~9月，受联合重组基本完成影响，公司投资活动现金流出44.26亿元，较上年同期下降56.34%，投资活动产生的现金流量净额为-44.15亿元。2014年1~9月，公司筹资活动现金流入152.65亿元，其中取得借款收到的现金111.91亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为40.74亿元；筹资活动现金流出146.03亿元，其中偿还债务支付的现金为111.26亿元；同期公司筹资活动产生现金流净额为6.62亿元。

总体来看，跟踪期内，公司经营现金流状况尚可，但考虑到联合重组后还有部分收购款需要支付，以及需要对收购企业生产线和设备

等改造升级，公司投资仍将维持在较高水平，对外筹资需求依然较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额686.13亿元，同比增长30.57%。从资产构成来看，流动资产占17.61%，非流动资产占82.39%，公司资产以非流动资产为主，符合水泥行业资产构成的一般特征。

截至2013年底，公司流动资产120.83亿元，同比增长9.39%。从构成来看，货币资金占17.36%，应收账款占6.74%，预付款项占18.22%，其他应收款占21.90%，存货占30.72%。

截至2013年底，公司货币资金20.98亿元，同比增长4.65%。从构成看，银行存款占79.79%，其他货币资金占19.83%。截至2013年底，其他货币资金合计4.16亿元，受限资金主要为承兑汇票及信用保证金，以及部分联合重组项目需支付的款项采用监管账户的模式进行锁定。

截至2013年底，公司应收账款原值为8.41亿元，计提坏账准备0.23亿元，计提率为2.77%。截至2013年底，公司应收账款净值为8.14亿元，较2012年底下降0.54%。从账龄来看，1年以内占87.99%，1-2年占8.64%，2-3年占3.04%，3年以上的占0.33%，公司应收账款综合账龄较短。

截至2013年底，公司预付账款为22.01亿元，同比下降10.16%。从账龄来看，1年以内占76.62%，1-2年占21.36%，2-3年占0.69%，3年以上占1.33%。预付账款综合账龄适中。

截至2013年底，公司其他应收款账面原值为27.09亿元，计提坏账准备0.63亿元，计提比率为2.33%。公司其他应收款净值为26.46亿元，较2012年底下降3.55%。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为12.18亿元（占44.94%），坏账计提率为0.97%；按组合计提坏账准备的其他应收款为11.42亿元（占42.16%），坏账计提率为3.37%；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款

为3.49亿元（占12.90%），坏账计提率为3.69%。组合中，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款从账龄来看，1年以内占83.71%，1-2年占12.05%，2-3年占2.32%，3-4年占0.59%，4-5年占1.14%，5年以上占0.19%。从构成看，其他应收款主要为与第三方的资金拆借本金、股权转让款、往来货款等。第三方拆借本金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；股权转让款为公司收购时提前付款，但被收购企业股权转让手续尚未完成而形成。整体来看，公司其他应收款坏账计提率一般，形成的原因较为复杂，未来回收具有一定的不确定性。

截至2013年底，公司存货账面净值为37.12亿元，同比增长40.45%。从原值构成来看，公司存货主要包括原材料（占60.17%），自制半成品及在产品（占13.33%），库存商品（占22.07%），周转材料（占4.41%）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0.17%和0.03%。整体看，公司存货中原材料占比较大，煤炭等原材料价格具有波动风险；公司对原材料计提跌价准备较少，但考虑到目前煤炭库存成本较低，公司存货质量适宜。

截至2013年底，公司非流动资产为565.30亿元，同比增长36.21%。从构成来看，非流动资产主要以固定资产（占55.23%），在建工程（占6.28%），无形资产（占7.77%）和商誉（占28.16%）为主。

截至2013年底，长期股权投资为5.11亿元，同比下降18.33%，主要系部分联营企业转为子公司，编制合并报表时抵消所致。

截至2013年底，公司固定资产原值为383.96亿元，累计折旧67.50亿元，提取减值准备4.22亿元，固定资产账面净值为312.24亿元，较2012年底增长39.37%。从净值构成来看，包括房屋及建筑物（占49.49%）、机器设备（占

49.10%)、运输工具(占0.69%)和办公及电子设备(占0.73%)。其中,房屋及建筑物、机器设备的成新率分别为81.32%和88.47%,成新率较高。

截至2013年底,公司在建工程为35.52亿元,同比增长22.10%,主要原因是公司成立以来对所属水泥企业生产线进行技术升级,提高环保标准等。

截至2013年底,公司无形资产为43.93亿元,同比增长33.86%,主要系土地使用权增长所致。公司联合重组水泥企业之后,带动土地使用权增长。从无形资产净值构成来看,土地所有权占74.01%,采矿权占25.14%。

截至2013年底,公司商誉为159.19亿元,同比增长37.03%,公司商誉是公司在西南地区联合重组过程中收购子公司股权溢价形成,公司联合重组快速推进,商誉规模维持相对高位。公司商誉未计提减值准备。公司商誉占资产总额比例较高,联合资信将持续关注公司商誉未来减值风险。

截至2014年9月底,公司资产总额717.97亿元,较2013年底增长4.64%。流动资产占18.53%,非流动资产占81.47%,公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2014年9月底,公司流动资产为133.04亿元,较2013年底增长10.11%,主要系货币资金、应收账款和存货增长所致。截至2014年9月底,公司非流动资产为584.93亿元,较2013年底增长3.47%,主要系固定资产和在建工程增长所致。

总体看,跟踪期内,随着联合重组的推进,以及收购后的整合与升级,公司资产不断增长。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。

负债

截至2013年底,公司负债总额565.90亿元,同比增长29.28%。其中,流动负债占比65.50%,非流动负债占比34.50%,非流动负债占比较

2012年提升15.96个百分点。目前,公司负债以流动负债为主。

截至2013年底,公司流动负债370.64亿元,同比增长3.94%。流动负债中短期借款占25.75%,应付账款占11.78%,其他应付款占47.88%,一年内到期的非流动负债占7.83%。

截至2013年底,公司短期借款95.42亿元,同比下降18.72%。从构成来看,保证借款占61.90%、信用借款占35.58%、抵押借款占2.03%、质押借款占0.49%。

截至2013年底,公司应付账款为43.67亿元,同比增长11.47%。从账龄来看,1年以内占81.79%,1-2年占15.07%,2-3年占2.81%,3年以上占0.33%。应付账款综合账龄适中。

截至2013年底,公司其他应付款为177.47亿元,同比增长10.29%,主要系前期联合重组项目在2013年并表增加了应付股权款所致。其他应付款中另一部分为对子公司老股东的应付款。公司所并购企业均存在老股东借款,民营企业股本不足,难以满足水泥企业重资产支出,而向金融机构筹资难度较大,老股东均通过拆借其本身、关联方以及社会资金,在并购后均转化为成员企业对老股东借款,公司记账时将老股东借款计入拆借本金(拆借本金包括第三方拆借本金和关联方拆借本金,第三方拆借本金即老股东借款)。从2013年底其他应付款构成来看,主要为拆借本金和联合重组形成的应付股权转让款等。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。从其他应付款账龄来看,1年以内占63.85%,1-2年占35.04%,2-3年占1.04%,3年以上占0.07%。

截至2013年底,公司一年内到期的非流动负债29.02亿元,较2012年底增长93.72%,主要为一年内到期的长期借款。

截至2013年底,公司非流动负债195.26亿元,同比增长140.61%,主要系长期借款和长期应付款增长所致。其中,长期借款占71.35%,长期应付款占25.07%,递延所得税负债占2.75%。

截至2013年底，公司长期借款为139.32亿元，同比增长91.72%，主要系公司成立以来生产线建设、联合重组等中长期资金需求增加，增加了长期借款所致。长期借款中，保证借款占86.98%，抵押借款占2.62%，信用借款占10.40%。公司长期借款以保证借款为主。

2013年，公司长期应付款为48.96亿元。2013年长期应付款大幅增长，主要系新增融资租赁款所致。本报告将融资租赁款调入长期债务核算。

2013年底公司资产负债率为82.48%。公司负债水平很高。2013年公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.96%和61.03%。截至2013年底，短期债务占41.95%，长期债务占58.05%，长期债务占比较2012年底提升24.10个百分点。公司整体债务水平很高，近年来通过债务结构优化，长期有息债务占比明显提升。

图7 公司债务指标情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年9月底，公司负债合计592.57亿元，较2013年底增长4.71%。其中流动负债占72.58%，非流动负债占27.42%，非流动负债占比较2013年底有所下降。截至2014年9月底，公司流动负债为430.09亿元，较2013年底增长16.04%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致。截至2014年9月底，公司非流动负债为162.48亿元，较2013年底下降16.79%，主要系长期借款减少所致。

截至2014年9月底，公司债务总额368.71亿元，较2013年底同比增长13.68%，主要系短期债务增长所致。从构成来看，短期债务占57.88%，长期债务占42.12%。

总体来看，公司债务水平很高，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；不过从2013年以来，公司对债务结构进行了优化，有息债务中长期债务占比明显提升。另外，公司其他应付款规模较大，形成原因复杂，未来该部分负债偿付压力具有一定不确定性。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年公司流动比率速动比率分别为32.60%和22.58%；2014年9月底分别为30.93%和21.80%。2013年公司经营现金流动负债比为7.66%。总体看，公司短期偿债能力弱，短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，2013年公司EBITDA为55.49亿元。EBITDA利息倍数为2.51倍；全部债务/EBITDA为5.84倍。整体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2014年9月底，公司在银行共获得授信额度455.67亿元，其中已使用授信额度351.25亿元，尚余授信104.42亿元。公司间接融资渠道通畅。

截至2014年9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》（2012 银行版）（机构信用代码：G1051010104164620C），截至2015年4月2日，公司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

总体看，西南区域固定资产投资空间广阔，公司区域水泥龙头企业地位已经形成；随着管理整合、资源整合的深化，以及市场地位的巩固，

固，公司盈利能力有望持续增强。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

“14 西南水泥 CP001”于 2014 年 10 月发行，2015 年 10 月到期，发行额度 15 亿元，无担保。

“14 西南水泥 CP002”于 2014 年 12 月发行，2015 年 12 月到期，发行额度 7 亿元，无担保。

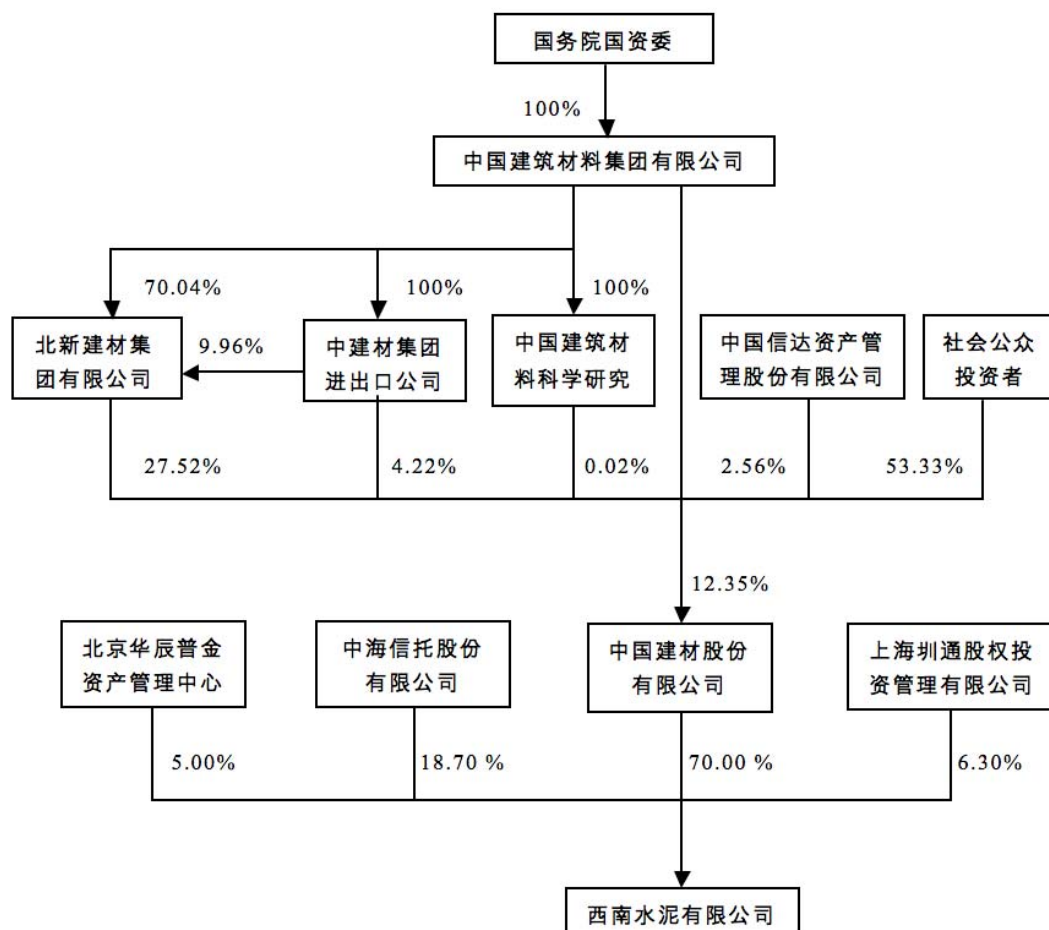
2013 年底，剔除受限资金公司现金类资产为 21.67 亿元，是“14 西南水泥 CP001”（本金 15 亿元）和“14 西南水泥 CP002”（本金 7 亿元）本金 22 亿元的 0.99 倍；现金类资产对“14 西南水泥 CP001”及“14 西南水泥 CP002”的保障能力一般。

2013 年公司经营活动现金流入量对“14 西南水泥 CP001”及“14 西南水泥 CP002”（合计本金 22 亿元）的覆盖倍数为 10.94 倍，覆盖程度较高；2013 年公司经营活动现金流净额对“14 西南水泥 CP001”及“14 西南水泥 CP002”（合计本金 22 亿元）的覆盖倍数为 1.29 倍；公司经营活动现金流对“14 西南水泥 CP001”及“14 西南水泥 CP002”的覆盖程度较好。

十二、结论

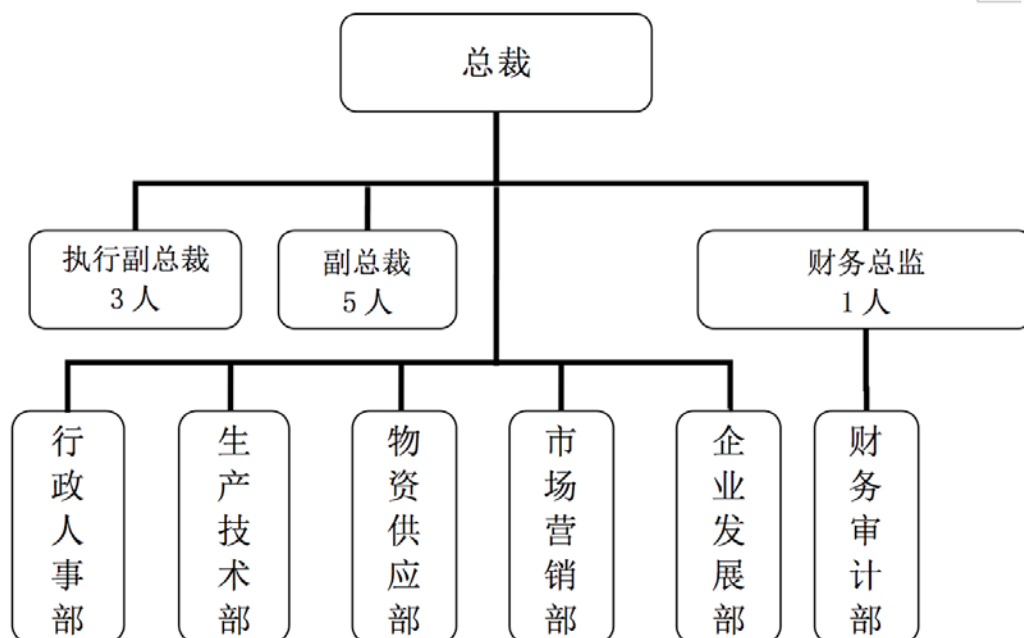
综合考虑，联合资信维持西南水泥有限公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 西南水泥 CP001”及“14 西南水泥 CP002” A-1 的信用等级。

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 2014 年 9 月底，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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.07	22.08	25.92	32.60
资产总额(亿元)	488.37	525.48	686.13	717.97
所有者权益(亿元)	54.90	87.73	120.23	125.40
短期债务(亿元)	49.94	141.36	136.07	213.42
长期债务(亿元)	51.32	72.67	188.28	155.29
全部债务(亿元)	101.26	214.03	324.35	368.71
营业收入(亿元)	145.68	147.23	199.23	147.91
利润总额(亿元)	1.22	5.56	20.01	15.85
EBITDA(亿元)	24.48	32.64	55.49	--
经营性净现金流(亿元)	3.32	6.93	28.39	35.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.99	11.87	17.11	--
存货周转次数(次)	5.96	4.90	4.40	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.29	0.33	--
现金收入比(%)	109.40	109.31	118.56	116.91
营业利润率(%)	15.53	21.31	29.12	30.48
总资本收益率(%)	7.07	6.07	8.90	--
净资产收益率(%)	0.44	4.52	14.48	--
长期债务资本化比率(%)	48.31	45.30	61.03	55.32
全部债务资本化比率(%)	64.84	70.93	72.96	74.62
资产负债率(%)	88.76	83.30	82.48	82.53
流动比率(%)	30.55	30.97	32.60	30.93
速动比率(%)	24.99	23.56	22.58	21.80
经营现金流动负债比(%)	0.90	1.94	7.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	2.27	2.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.14	6.56	5.84	--

注：因合并范围变化大，为增强财务数据可比性，2011~2012 年为备考报表，2013 年为实际报表，2014 年三季度财务数据未经审计。自 2013 年起将融资租赁款调入长期债务核算。

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
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-营业税金及附加) / 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/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