

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1323 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，并维持“14西南水泥CP001”、“14西南水泥CP002”及“15西南水泥CP001” A-1的信用等级。

特此公告。



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 ⁺	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
15 西南水泥 CP001	8 亿元	2015/01/22-2016/01/22	A-1	A-1

评级时间: 2015 年 7 月 21 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.08	25.92	32.63	36.28
资产总额(亿元)	525.48	686.13	734.03	740.14
所有者权益合计(亿元)	87.73	120.23	130.05	130.38
短期债务(亿元)	141.36	136.07	211.02	224.53
全部债务(亿元)	214.03	324.35	356.20	374.52
营业收入(亿元)	147.23	199.23	213.66	45.78
利润总额(亿元)	5.56	20.01	22.98	0.51
EBITDA(亿元)	32.64	55.49	47.80	--
经营性净现金流(亿元)	6.93	28.39	50.82	5.59
营业利润率(%)	21.31	29.12	31.91	24.46
净资产收益率(%)	4.52	14.48	13.71	--
资产负债率(%)	83.30	82.48	82.28	82.38
全部债务资本化比率(%)	70.93	72.96	73.25	74.18
流动比率(%)	30.97	32.60	31.35	32.03
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	5.84	7.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	2.51	1.93	--
经营现金流/流动负债(%)	1.94	7.66	11.25	--

注: 1、因合并范围变化大, 为增强财务数据可比性, 2012 年为模拟报表, 2013~2014 年为实际报表, 2015 年一季度财务数据未经审计; 2、自 2013 年起将融资租赁款调入长期债务核算, 将其其他流动负债中的短期融资券调入短期债务核算。

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, 资产总额和营业收入保持稳定增长。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, 未来水泥需求仍然较大。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, 公司未来盈利能力有望逐步增强。

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”、“14 西南水泥 CP002”及“15 西南水泥 CP001” 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, 资产规模和营业收入稳步增长, 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等因素, 公司成本控制能力不断增强。
3. 公司经营活动现金流对“14 西南水泥 CP001”、“14 西南水泥 CP002”及“15 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”、“14 西南水泥 CP002”及“15 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 2015 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%。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（限子公司及分公司经营）、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 2015 年 3 月底，公司下辖 5 家区域公司、139 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 2014 年底，公司合并资产总额为

734.03 亿元，所有者权益合计为 130.05 亿元（含少数股东权益 4.19 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 213.66 亿元，利润总额 22.98 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 740.14 亿元，所有者权益合计为 130.38 亿元（含少数股东权益 4.19 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 45.78 亿元，利润总额 0.51 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，并将带动基础设施建设等投资，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. 水泥行业分析

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。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。

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 1~9 月，全国累计销售水泥 17.92 亿吨，较 2013 年同期增长 4.25%。

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。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，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。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。

表 1 2014 年分地区投资完成增速情况（单位：%）

地区	固定资产投资	房地产投资
全国	15.70	10.50
华北	13.32	9.41
东北	2.89	-17.73
华东	16.09	13.79
中南	18.04	16.21
西南	16.93	15.85
西北	19.18	11.49

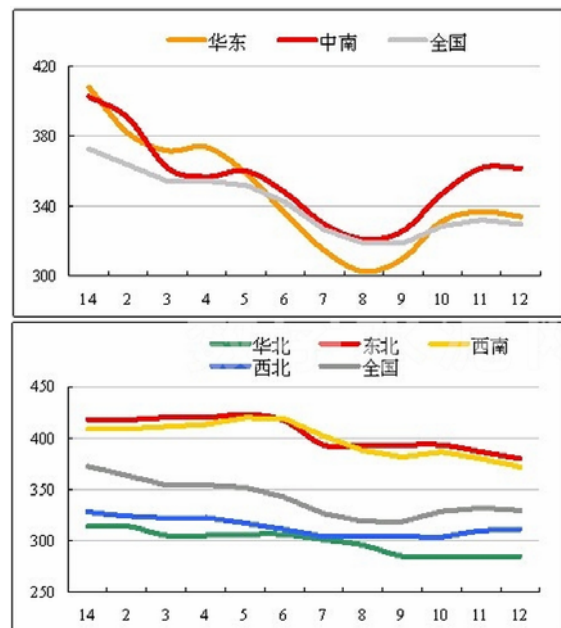
资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

从区域来看，投资区域分化依然明显，东北和华北固定资产投资增速明显低于全国增速；中南、西南和华东均高于全国增速；西北固定资产投资增速最高，高于全国增速近 4 个百分点。

2014 年房地产投资呈现出南高北低的特点，北部：东北房产投资表现为负增长，华北低于全国，西北略高于全国；南部：中南、西南和华东均高于全国。

2014 年全国水泥投资完成 1080 亿元，同比下降 19%，是继 2011 年的大幅下滑后，水泥投资连续 4 年下降。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。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。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。

图 1 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势（单位：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。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。

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。

行业经济效益

根据国家统计局统计数据，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，库存高需求弱促水泥价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

从区域来看，盈利水平南北分化愈加明显。盈利能力南部强于北部，华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势。然而，华北、东北和西北三个地区区域景气度差，产能过剩、需求负增，产品价格降幅大，利润比去年有较大幅度的下滑。根据数字水泥网统计显示，华北五省的利润率均列全国倒数，山西、北京地区更是全行业亏损。

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。

2015年一季度水泥市场需求弱势开局，累计生产水泥4.28亿吨，同比2014年一季度下降3.4%，是本世纪以来首次在一季度出现负增长的年份。固定资产、房地产投资双双回落，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，投资失速致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。

2015年一季度，水泥市场价格行情呈现逐月走低态势。据中国水泥协会数字水泥网监测数据显示，今年一季度国内水泥市场成交价为298元/吨（全品种含税落地价），降幅为13.5%，创下近7年以来同期新低。

多重因素叠加导致水泥价格深度下跌：①一季度水泥行业传统淡季，价格环比上年四季度均会有所回落，加之2015年开局便遭遇持续雨雪天气，对市场成交产生一定阻碍；②固定资产、房地产投资双双回落，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧；③大部分区域下游搅拌站上年度回款率只有50%左右，驱使2015年资金状况更加紧张，普遍不急于开工；④西南和西北地区因新增产能释放影响，价格高位回落带动全国均价大幅下滑；⑤由于2014年四季度市场表现旺季不旺，行业对2015年一季度已有较差预期，为稳定行业效益，在中国水泥协会和地方水泥协会的引导下，从南到北实施了大面积的错峰停产措施。⑥煤炭价格不断走低，成本下降也为水泥价格下调腾出空间。受上述因素影响，全国各大区域水泥和熟料价格无一例外全线下跌。

量价齐跌，行业盈利堪忧，根据国家统计局统计，2015年前2个月，中国水泥行业累计实现利润仅为0.78亿元，同比去年大幅下滑97%。效益大幅下滑，主要是2015年1、2月份水泥价格延续了2014年底的水泥价格走低影响。从近10年来看，前2个月利润走势来看，目前已经是较差水平，仅次于2006年。从区域来看，表现

为北方亏损加大，南方盈利收窄。前2个月是北方省份是行业最淡季节，大部分地区下游基本处于停工状态，如往年一样，华北、东北、西北整体亏损，但2015年亏损额比2014年进一步拉大，2015年前两个月北方省份总体亏损超过44亿元（去年亏损38亿元）。其中，亏损额最大的是河北省，整体亏损25亿元。4月份随着市场需求逐步恢复，利润有望小幅回升。预计上半年行业效益仍较为严峻。

行业政策

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：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。

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。

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。

随着《京津冀协同发展规划纲要》的落地，京津冀协同发展各项工作已经进入集中攻坚、重点突破、全面落实的关键阶段。推动京津冀协同发展，交通具有基础性、先导性作用。交通等基础设施建设的推进将促进京津冀地区水泥市场需求的逐步回暖。此外，2015年以来国家实施的房地产新政及央行采取的降准降息的宽松货币政策，均对房地产行业形成一定支撑，进而有利于水泥行业的逐步回暖。

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。但是未来相当一段时间内，北方地区水泥行业供需关系难以得到根本改善，景气度持续低迷，盈利形势面临较大的短期压力。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。

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%；云南省全社会固定资产投资增速为27.4%和15.1%。同期全国固定资产投资增速分别为19.3%和15.3%。西南地区固定资产投资高位运行。

总体来看，近几年西南地区经济快速发展，投资高位运行，为区域内水泥行业的发展提供了良好的外部环境。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较大，行业发展空间广阔。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015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

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。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月成立了公司，并继续采取联合重组的方式来扩张产能。截至2014年底，公司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%。公司相继在四川、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。

公司本届董事、监事及高级管理人员任职期限已于2014年12月到期，由于目前尚未选举产生新一届董事、监事及高级管理人员，本届董事、监事及高级管理人员仍正常履职。新一届董事、监事及高管人员将于近期选举完毕。

截至2015年3月底，公司在职员工25275人。按教育程度分类，初中及以下占39.87%，高中和中专学历占39.79%，大专学历占15.30%，本科及以上学历占5.04%；从岗位构成看，生产人员占89.36%，管理人员占6.88%，研发人员占0.11%，销售人员占3.65%；从年龄结构看，30岁及以下占25.73%，30~50岁占69.59%，50岁以上占4.68%。跟踪期内，公司人员构成无其他重大变化。

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

跟踪期内，建材股份持续在融资及通道方面给予公司大力支持。

融资支持方面，截至2015年3月底，建材股份就公司176.86亿借款提供了保证担保，占公司全部有息债务的49.65%。

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。

政府支持

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 年底,公司旗下共有 30 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 41 家成员企业按 15%、1 家按 12.5%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,公司因上述投资协议而获得较多的政府补偿款项。2013 和 2014 年,公司获得的政府补助收入分别为 3.60 亿元和 2.94 亿元。

总体来看,跟踪期内,公司作为西南区域最大的水泥生产企业,获得了股东及政府的持续稳定支持。

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。

公司本届董事、监事及高级管理人员任职期限已于 2014 年 12 月到期,截至本报告出具日尚未选举产生新一届董事、监事及高级管理人员,本届董事、监事及高级管理人员仍正常履职。

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。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. 经营现状

公司以水泥生产和销售为主业,自成立以来,随着水泥业务联合重组的快速推进,公司已成为西南地区最大的水泥企业,所属省级区域公司也均已成为所在地区最大的水泥企业。跟踪期内,公司水泥业务联合重组工作逐渐接近尾声,管理和资源整合工作快速推进,主营业务收入保持稳定增长。2014 年公司实现主营业务收入 211.84 亿元,同比增长 7.25%。从收入构成来看,水泥业务一直是公司的主要业务,2014 年公司水泥业务占主营业务收入比重为 98.10%。其中 PC32.5 和 PO42.5 水泥是公司主要水泥产品,2014 年在主营业务收入中占比分别为 35.87%和 56.20%,PO42.5 水泥在主营业务收入中占比不断扩大。

从盈利能力来看,受水泥板块毛利率提升影响,2014 年公司主营业务毛利率为 32.54%,较 2013 年增长 2.80 个百分点,2014 年水泥毛利率为 32.54%,同比增长 2.86 个百分点。2014

年公司水泥毛利率上升主要系煤炭等原材料价格下降、公司余热发电设备推广、管理提升、集中采购等因素推动下，公司水泥生产成本不断下降。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。

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 45.18 亿元，较上年同期增长 5.49%，占 2014 年全年主营业务收入的 21.33%。同期，公司主

营业务毛利率为 24.76%，水泥毛利率为 24.77%，均较 2014 年有所下降。2015 年以来，水泥行业市场环境较差，水泥及熟料销售价格均低于 2014 年销售均价；公司采取积极的销售策略，通过扩大销量来增加公司市场份额，因此收入规模虽较上年同期有所增长，但毛利率有所下降。

表 2 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2013 年			2014 年			2015 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	193.81	98.12	29.68	207.81	98.10	32.54	45.09	99.80	24.77
PC 32.5	83.94	42.50	32.26	75.98	35.87	33.73	16.22	35.90	25.31
PO 42.5	94.85	48.02	29.69	119.06	56.20	33.69	25.65	56.77	24.85
PO 52.5	4.69	2.37	33.97	2.45	1.16	34.93	1.39	3.08	33.37
熟料	9.15	4.63	7.23	8.99	4.24	11.02	1.23	2.72	6.20
其他	1.18	0.60	2.27	1.33	0.63	2.90	0.09	0.20	41.54
二、商品混凝土	3.71	1.88	32.98	4.03	1.90	32.73	0.69	1.53	24.17
合计	197.52	100.00	29.74	211.84	100.00	32.54	45.18	100.00	24.76

资料来源：公司提供

2. 水泥业务

生产经营

截至 2015 年 3 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，跟踪期内，公司在四川、贵州两省区域产能占有率较 2013 年有所下降。

表 3 公司水泥熟料产能情况（单位：万吨）

产品	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
水泥	11400	11400	11400
熟料	8770	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。

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 8600 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。

2014 年公司共生产水泥 7890.17 万吨，产能利用率为 69.21%，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。2014 年，PC32.5 水泥产量占公司水泥总产量的 42.02%，PO42.5 水泥产量占 55.52%。PC32.5 水泥产量占水泥总产量的比重较 2013 年有所下降，主要系公司推动淘汰 PC32.5 号水泥逐渐降低其比重所致。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，虽然目前 PC32.5 号水泥在公司水泥产量中占比较大，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。2015 年 1~3 月，公司水泥产量 1881.80 万吨，占 2014 年全年产量的 23.85%。

表 4 公司水泥产量情况（单位：万吨）

产品	2013 年	2014 年
PC32.5	3466.87	3315.77
PO42.5	3677.73	4380.91
PO52.5	129.30	193.49
合计	7273.90	7890.17

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 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	2013 年	2014 年
煤炭	采购量	916.78	981.36
	采购均价	554.34	508.38

石灰石	采购量	7299.64	7904.90
	采购均价	18.51	18.37
硅铝质材料	采购量	1116.49	1105.58
	采购均价	23.22	23.84
铁质材料	采购量	255.02	330.82
	采购均价	67.39	56.72
混合材	采购量	1646.60	1586.97
	采购均价	36.22	37.58
石膏	采购量	336.89	402.21
	采购均价	84.51	77.85

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均有所提升。2014 年，公司共采购煤炭 981.36 万吨，同比增长 7.04%；采购均价为 508.38 元/吨，同比下降 8.29%。同时公司统一采购比率增加至 25%，2015 年一季度，煤炭价格继续维持相对低位，公司煤炭采购均价下降至 488.34 元/吨。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。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。2014 年公司外购石灰石共

7904.9 万吨，同比增长 8.29%；采购均价 18.37 元/吨，同比下降 0.76%。2015 年 1~3 月，公司外购石灰石共 1433.52 万吨，占上年采购量的 18.13%；采购均价进一步下降至 17.71 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。2014 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 413.11MW，每年可以节电 27.98 亿度，相当于年节约标准煤 93.16 万吨。2014 年，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快速下降，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 年公司硅铝质材料采购量 1105.58 万吨，同比下降 0.98%，采购均价 23.84 元/吨，同比增长 2.67%；铁质材料采购量 330.82 万吨，同比增长 29.72%，采购均价下降 15.83%至 56.72 元/吨；混合材采购量 1586.97 万吨，同比减少 3.62%，采购均价增长 3.75%；石膏采购量 402.21 万吨同比增长 19.39%，采购均价下降 7.88%。

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，2014 年四川区域销售收入占销售总收入的 43.17%，贵州区域占 25.87%，云南区域占 18.44%，重庆区域占 12.52%。

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，公司在四川区域销售水泥 3417.44 万吨，市场占有率为 22.93%。2) 贵州区域：2014 年公司产能占区域产能的 31%。2014 年，公司在贵州区域销售水泥 2047.46 万吨，市场占有率 20.10%。3) 云南区域：2014 年公司产能占区域产能的 23%，2014 年，公司在云南区域销售水泥 1459.36 万吨，市场占有

率 15.33%。4) 重庆区域：2014 年公司产能占区域产能的 22%，2014 年，公司在重庆区域销售水泥 991.10 万吨，市场占有率为 14.31%。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西南地区市场竞争激烈，公司推进行业自律，控制水泥产量所致。

表 6 公司水泥各区域产能、市场占有率（单位：%）

区域	2013 年		2014 年	
	产能占有率	市场占有率	产能占有率	市场占有率
四川区域	44.00	22.81	35.00	22.93
云南区域	23.00	15.44	23.00	15.33
贵州区域	36.00	20.42	31.00	20.10
重庆区域	22.00	14.26	22.00	14.31

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%。相较于其他渠道，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。2014 年公司水泥销售均价 254.13 元/吨，同比下降 1.03%；2014 年下半年至 2015 年一季度，水泥行业市场低迷价格普降，公司 2015 年一季度水泥销售均价 230.71 元/吨，较 2014 年销售均价下降 9.22%。

表 7 近年来公司销售情况 (单位: 万吨、元/吨)

产 品	项 目	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
水 泥	销售量	7191.55	7915.36	1875.08
	销售均价	256.77	254.13	230.71
熟 料	销售量	426.88	300.88	66.38
	销售均价	214.31	229.78	185.67

资料来源: 公司提供

3. 未来发展

根据国家鼓励水泥行业大型企业通过合并重组整合产能的政策导向以及公司母公司建材股份制定的发展战略, 公司未来将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, 如配建余热发电设施等; 公司在核心利润区仍有少量联合重组, 未来还将维持一定量的资本性支出, 预计未来三年公司资本性支出约为 45 亿元。

公司目前无在建水泥生产线, 主要在建项目为公司在联合重组大量企业后根据国家政策要求和企业实际情况进行的余热发电、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。截至 2015 年 3 月末, 公司主要在建项目包括达州利森水泥有限公司 9KM 矿山皮带廊建设项目和云南永保特种水泥有限责任公司 9MW 纯低温余热发电项目, 2014 年 11 月开工, 合计总投资 1.82 亿元。除上述项目外, 公司其他在建项目均为余热发电项目, 投资均不超过 5000 万元。

拟建项目方面, 2014 年 9 月份以来, 公司将相继开工建设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 4.35 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。随着降本增效工作的开展, 公司水泥成本下降, 整体毛利水平提升。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 (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。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“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。公司发行的“15 西南水泥 CP001”于 2015

年1月22日开始计息，到期一次还本付息，共募集资金8亿元，其中3亿元用于补充营运资金，5亿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2012~2014年财务报表，其中2012年财务报表为备考财务报表，2013~2014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2015年一季度财务数据未经审计。

2014年公司财务报表合并范围内子公司共计139家，较2013年减少1家。2015年1~3月，公司合并范围无变化。合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2014年底，公司合并资产总额为734.03亿元，所有者权益合计为130.05亿元（含少数股东权益4.19亿元）。2014年，公司实现营业收入213.66亿元，利润总额22.98亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为740.14亿元，所有者权益合计为130.38亿元（含少数股东权益4.19亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入45.78亿元，利润总额0.51亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入213.66亿元，同比增长7.24%。2014年公司营业成本为143.96亿元，较2013年增长2.95%，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。

2014年公司期间费用为48.05亿元，同比增长12.19%，其中销售费用11.04亿元，管理费用13.18亿元，财务费用23.83亿元。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。2014年，期间费用占营业收入的比重为22.49%，较上年增加0.99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。

2014年公司营业外收入为3.75亿元，较2013年减少0.43亿元。其中政府补助收入为2.94亿元。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。

2014年公司利润总额为22.98亿元，同比增长14.86%。

从盈利指标看，2014年公司营业利润率为31.91%，较2013年增长2.79个百分点；同期净资产收益率为13.71%，较2013年下降0.77个百分点。跟踪期内，公司整体盈利能力较为稳定。

2015年1~3月，公司实现营业收入45.78亿元，占2014年全年的21.43%；利润总额0.51亿元，占2014年全年的2.22%；公司营业利润率为24.46%，较2014年有所下降。

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，公司营业利润率随着降本增效和竞合工作的开展有所提高。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，2014年经营活动现金流入量为251.03亿元，同比增长4.30%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为246.19亿元，收到其他与经营活动有关现金为3.55亿元。2014年公司现金收入比为115.23%，公司收入实现质量较好。2014年公司经营活动现金流出为200.21亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（141.72亿元）和支付其他与经营活动有关现金（20.31亿元）。2014年，公司经营活动产生的现金流量净额为50.82亿元。

投资活动现金流方面，2014年，公司投资活动现金流入规模较小，为0.07亿元。2014年公司投资活动现金流出48.90亿元，较2013年减少49.03%，其中购建固定资产、无形资产支付的现金为27.34亿元，取得子公司等支付的现金净额为21.55亿元。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 年，公司投资活动产生的现金流净额为-48.83 亿元。随着水泥业务联合重组接近尾声，2014 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，2014 年，公司筹资活动现金流入为 186.47 亿元，较上年减少 29.39%，筹资活动资金来源主要为银行借款、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和收到其他与筹资活动有关现金科目中。2014 年，公司筹资活动现金流出为 187.63 亿元，较上年下降 3.67%。随着筹资资金的减少，公司债务本息支付规模仍保持较大规模，因此 2014 年公司筹资活动产生的现金流净额为-1.16 亿元。

2015 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 56.64 亿元，现金收入比较 2014 年有所上升，为 123.73%；同期公司经营活动现金流入 59.08 亿元，经营活动现金流量净额 5.59 亿元。2015 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 9.87 亿元，较上年同期下降 16.98%，投资活动产生的现金流量净额为-9.79 亿元。2015 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入 75.22 亿元，其中取得借款收到的现金 47.07 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 28.15 亿元；筹资活动现金流出 66.97 亿元，其中偿还债务支付的现金为 27.90 亿元；同期公司筹资活动产生现金流净额为 8.26 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司经营现金流状况尚可，联合重组基本完成，公司投资活动规模大幅减少；但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2014年底，公司资产总额734.03亿元，

同比增长6.98%。从资产构成来看，流动资产占 19.30%，非流动资产占80.70%，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 2014 年底，公司流动资产 141.68 亿元，同比增长 17.26%。从构成来看，货币资金占 19.73%，应收账款占 7.81%，预付款项占 14.20%，其他应收款占 23.71%，存货占 30.01%。

截至2014年底，公司货币资金27.95亿元，同比增长33.24%。从构成看，银行存款占 46.80%，其他货币资金占53.11%。截至2014年底，其他货币资金合计14.85亿元；所有权受到限制的货币资金为14.88亿元（在货币资金中占比53.24%），受限资金占比较高；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2014年底，公司应收账款原值为11.36 亿元，计提坏账准备0.30亿元，计提率为2.64%。截至2014年底，公司应收账款净值为11.06 亿元，较2013年底增长35.94%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1年以内占 82.61%，1~2年占13.53%，2~3年占3.03%，3年以上的占0.83%，公司应收账款综合账龄较短。

截至2014年底，公司预付账款为20.12 亿元，同比下降8.58%。从账龄来看，1年以内占 71.08%，1~2年占24.98%，2~3年占3.45%，3年以上占0.49%。预付账款综合账龄适中。

截至2014年底，公司其他应收款账面原值为34.52亿元，计提坏账准备0.93亿元，计提比率为2.69%。公司其他应收款净值为33.59亿元，较2013年底增长26.93%。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13.66亿元（占39.56%），坏账计提率为0.86%；按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为15.30亿元（占44.32%），坏账计提率为4.37%；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5.56 亿元（占 16.12%），坏账计提率为2.62%。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66.18%, 1-2年占28.10%, 2-3年占4.25%, 3-4年占0.94%, 4-5年占0.07%, 5年以上占0.46%。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2014年底, 公司存货账面净值为42.52亿元, 同比增长14.56%。从构成来看, 公司存货主要包括原材料(占60.80%), 自制半成品及在产品(占16.43%), 库存商品(占17.47%), 周转材料(占5.28%)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0.15%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2014年底, 公司非流动资产为592.35亿元, 同比增长4.78%。从构成来看, 非流动资产主要以固定资产(占54.07%), 在建工程(占8.76%), 无形资产(占7.52%)和商誉(占27.17%)为主。

截至2014年底, 长期股权投资为5.07亿元, 同比增长0.08%, 主要系对联营企业的投资。

截至2014年底, 公司固定资产原值为400.82亿元, 累计折旧76.46亿元, 提取减值准备4.08亿元, 固定资产账面净值为320.28亿元, 较2013年底增长2.58%。从净值构成来看, 包括房屋及建筑物(占49.98%)、机器设备(占48.84%)、运输工具(占0.63%)和办公及电子设备(占0.55%)。

截至2014年底, 公司在建工程为51.89亿

元, 同比增长46.09%, 主要原因系公司对所属水泥企业生产线进行技术升级, 提高环保标准所进行的工程增多所致等。

截至2014年底, 公司无形资产为44.52亿元, 同比增长1.35%, 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74.90%, 采矿权占24.15%。

截至2014年底, 公司商誉为160.97亿元, 同比增长1.12%, 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2015年3月底, 公司资产总额734.03亿元, 较2014年底增长0.83%。流动资产占19.57%, 非流动资产占80.43%, 公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2015年3月底, 公司流动资产为144.85亿元, 较2014年底增长2.24%, 主要系货币资金、应收账款和其他应收款增长所致。截至2015年3月底, 公司非流动资产为595.29亿元, 较2014年底略有增长, 主要系固定资产增长所致。

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2014年底, 公司负债总额603.98亿元, 同比增长6.73%。其中, 流动负债占比74.82%, 非流动负债占比25.18%, 非流动负债占比较2013年下降9.32个百分点。目前, 公司负债以流动负债为主。

截至2014年底, 公司流动负债451.87亿元, 同比增长21.92%。流动负债中短期借款占21.05%, 应付账款占9.50%, 其他应付款占

40.80%，一年内到期的非流动负债占13.56%。

截至2014年底，公司短期借款95.10亿元，同比下降0.34%。从构成来看，保证借款占56.52%、信用借款占42.76%、抵押借款占0.68%、质押借款占0.04%。

截至2014年底，公司应付账款为42.93亿元，同比下降1.70%。从账龄来看，1年以内占76.98%，1~2年占17.27%，2~3年占4.84%，3年以上占0.91%。应付账款综合账龄适中。

截至2014年底，公司其他应付款为184.36亿元，同比增长3.89%，公司其他应付款主要是前期联合重组中应付的股权收购款、对子公司老股东的应付款和拆借款。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2014年底其他应付款构成来看，主要为拆借本金（占比70.41%）和联合重组形成的应付股权转让款（占比15.89%）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43.32%，1~2年占39.74%，2~3年占16.23%，3年以上占0.71%。

截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债61.26亿元，较2013年底增长111.13%，其中一年内到期的长期借款为47.57亿元，一年内到期的长期应付款13.52亿元，一年内到期的其他长期负债0.18亿元。

截至2014年底，公司非流动负债152.10亿元，同比下降22.10%，主要系长期借款的减少。其中，长期借款占58.39%，长期应付款占37.06%，递延所得税负债占3.39%。

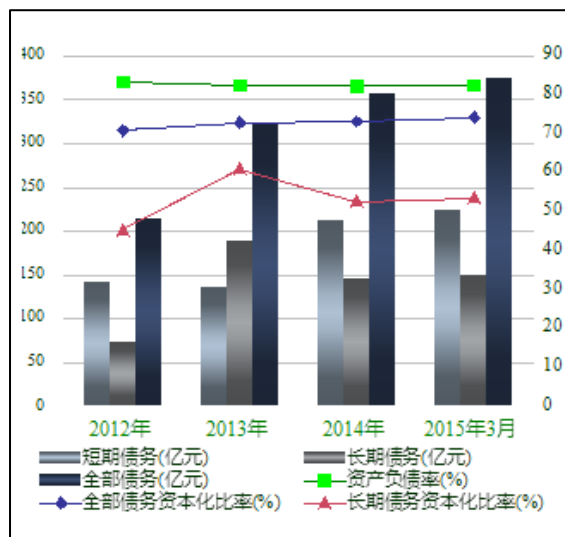
截至2014年底，公司长期借款为88.81亿元，同比下降36.26%。长期借款中，保证借款占84.25%，抵押借款占1.82%，信用借款占

13.93%。公司长期借款以保证借款为主。

2014年，公司长期应付款为56.37亿元，同比增长15.13%。公司长期应付款主要为融资租赁款。本报告将融资租赁款调入长期债务核算。

2014年底公司资产负债率为82.28%，同比下降0.20个百分点。公司负债水平仍然很高。2014年公司全部债务资本化比率为73.25%，同比上升0.29个百分点，长期债务资本化比率为52.75%，同比下降8.28个百分点。截至2014年底，短期债务占59.24%，长期债务占40.76%，短期债务占比较2013年底提升17.29个百分点。公司整体债务水平很高，跟踪期内短期偿债压力加大。

图2 公司债务指标情况



资料来源：公司审计报告

截至2015年3月底，公司负债合计609.76亿元，较2014年底增长0.96%。其中流动负债占74.17%，非流动负债占25.83%，非流动负债占比较2014年底略有上升。截至2015年3月底，公司流动负债为452.24亿元，较2014年底增长0.08%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致。截至2015年3月底，公司非流动负债为157.52亿元，较2014年底增长3.56%，主要来自长期借款的增长。

截至2015年3月底，公司债务总额374.52亿元，较2014年底同比增长5.14%，主要系短期债务增长所致。从构成来看，短期债务占59.95%，

长期债务占40.05%。

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；随着联合重组的完成，公司债务增速较过去显著下降，但仍保持在较大的规模；跟踪期内，随着一年内到期的非流动负债的增加，公司短期偿债压力有所增加。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，2014年公司流动比率和速动比率分别为31.35%和21.94%，同比分别下降1.25个和0.64个百分点；2015年3月底流动比率和速动比率分别为32.03%和23.16%。2014年公司经营现金流动负债比为11.25%。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，2014年公司EBITDA为47.80亿元。EBITDA利息倍数为1.93倍；全部债务/EBITDA为7.45倍。整体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2015年3月底，公司在银行共获得授信额度412.20亿元，其中已使用授信额度349.15亿元，尚余授信63.05亿元。公司间接融资渠道通畅。

截至2015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》（2012 银行版）（机构信用代码：G1051010104164620C），截至2015年7月6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，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。

“15 西南水泥 CP001”于2015年1月发行，2016年1月到期，发行额度8亿元，无担保。

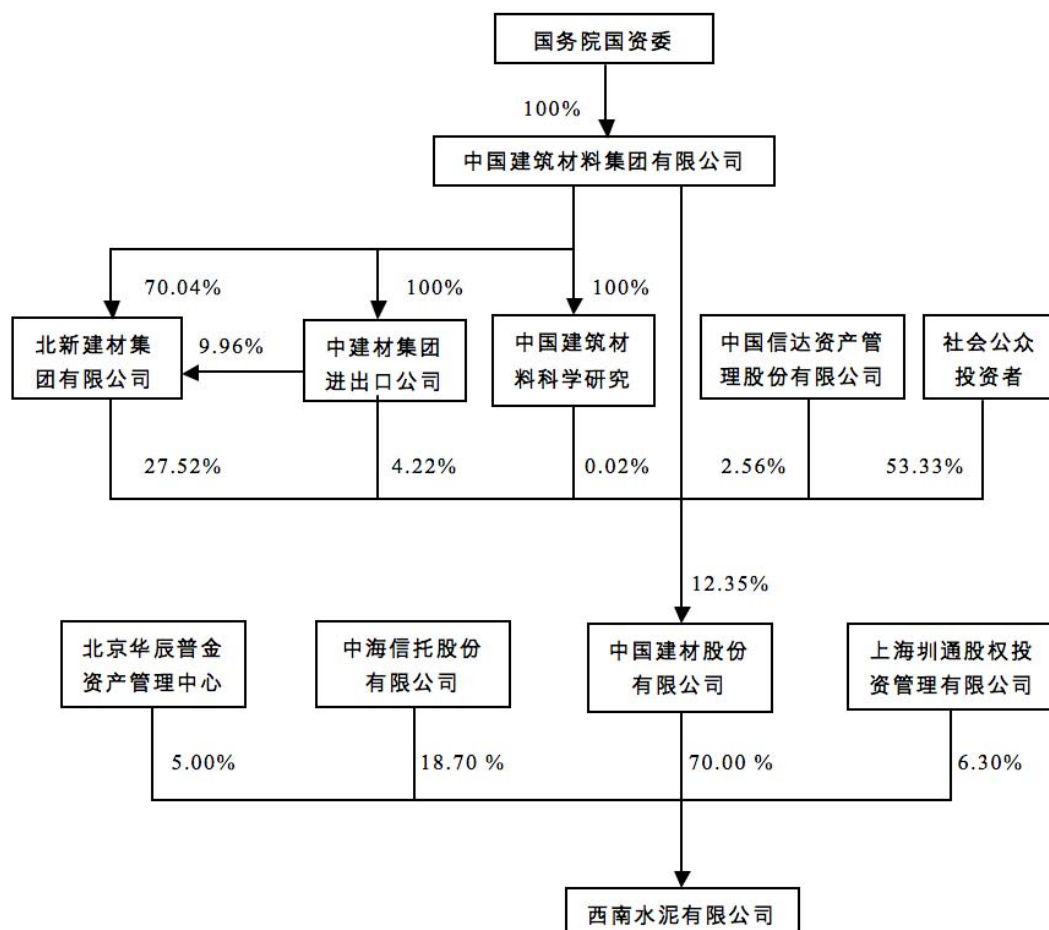
2014年底，剔除受限资金公司现金类资产为17.75亿元，是“14 西南水泥 CP001”（本金15亿元）、“14 西南水泥 CP002”（本金7亿元）和“15 西南水泥 CP001”（本金8亿元）本金合计30亿元的0.59倍；现金类资产对“14 西南水泥 CP001”、“14 西南水泥 CP002”及“15 西南水泥 CP001”的保障能力一般。

2014年公司经营活动现金流入量对“14 西南水泥 CP001”、“14 西南水泥 CP002”及“15 西南水泥 CP001”（合计本金30亿元）的覆盖倍数为8.37倍，覆盖程度较高；2014年公司经营活动现金流净额对“14 西南水泥 CP001”、“14 西南水泥 CP002”及“15 西南水泥 CP001”（合计本金30亿元）的覆盖倍数为1.69倍；公司经营活动现金流对“14 西南水泥 CP001”、“14 西南水泥 CP002”及“15 西南水泥 CP001”的覆盖程度较好。

十二、结论

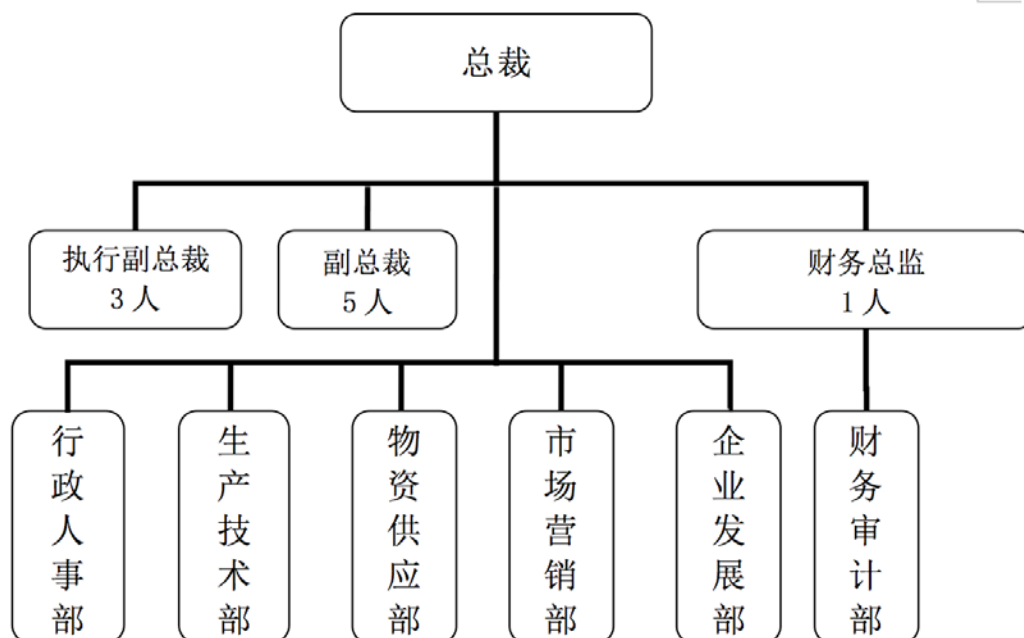
综合考虑，联合资信维持西南水泥有限公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 西南水泥 CP001”、“14 西南水泥 CP002”及“15 西南水泥 CP001” A-1 的信用等级。

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 3 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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.08	25.92	32.63	36.28
资产总额(亿元)	525.48	686.13	734.03	740.14
所有者权益(亿元)	87.73	120.23	130.05	130.38
短期债务(亿元)	141.36	136.07	211.02	224.53
长期债务(亿元)	72.67	188.28	145.18	150.00
全部债务(亿元)	214.03	324.35	356.20	374.52
营业收入(亿元)	147.23	199.23	213.66	45.78
利润总额(亿元)	5.56	20.01	22.98	0.51
EBITDA(亿元)	32.64	55.49	47.80	--
经营性净现金流(亿元)	6.93	28.39	50.82	5.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.87	17.11	14.84	--
存货周转次数(次)	4.90	4.40	3.62	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.33	0.30	--
现金收入比(%)	109.31	118.56	115.23	123.73
营业利润率(%)	21.31	29.12	31.91	24.46
总资本收益率(%)	5.62	8.62	8.77	--
净资产收益率(%)	4.52	14.48	13.71	--
长期债务资本化比率(%)	45.30	61.03	52.75	53.50
全部债务资本化比率(%)	70.93	72.96	73.25	74.18
资产负债率(%)	83.30	82.48	82.28	82.38
流动比率(%)	30.97	32.60	31.35	32.03
速动比率(%)	23.56	22.58	21.94	23.16
经营现金流动负债比(%)	1.94	7.66	11.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	2.51	1.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	5.84	7.45	--

注：因合并范围变化大，为增强财务数据可比性，2012 年为备考报表，2013~2014 年为实际报表，2015 年一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，将其他流动负债中的短期融资券调入短期债务核算。

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