跟 踪 评 级 公 告

联合[2018] 204 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“17西南水泥CP001”、“17西南水泥CP002”和“17西南水泥CP003”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年一月三十日

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	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 西南水泥 CP001	10 亿元	2018/06/21	A-1	A-1
17 西南水泥 CP002	10 亿元	2018/07/13	A-1	A-1
17 西南水泥 CP003	10 亿元	2018/08/16	A-1	A-1

评级时间：2018 年 1 月 30 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	32.63	28.35	50.12	32.63
资产总额(亿元)	734.03	731.14	738.23	718.01
所有者权益(亿元)	130.05	129.62	127.73	126.20
调整后短期债务(亿元)	211.02	239.25	251.43	239.04
调整后长期债务(亿元)	145.18	108.88	83.12	81.98
调整后全部债务(亿元)	356.20	348.13	334.55	321.02
营业收入(亿元)	213.66	192.25	191.46	157.54
利润总额(亿元)	22.98	8.91	7.08	5.85
EBITDA(亿元)	58.25	51.93	49.14	--
经营性净现金流(亿元)	50.82	32.46	38.07	21.90
营业利润率(%)	31.91	29.46	29.62	26.63
净资产收益率(%)	13.71	4.30	3.95	--
资产负债率(%)	82.28	82.27	82.70	82.42
调整后全部债务资本化比率(%)	73.25	72.87	72.37	71.78
流动比率(%)	31.35	27.05	28.07	27.78
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.12	6.70	6.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.35	2.04	1.97	--
经营现金流动负债比(%)	11.25	6.69	7.24	--

注：1、2017 年三季度财务数据未经审计；2、调整后全部债务考虑了其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款。

分析师

刘珺轩　尹金泽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

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、区域市场占有率和股东支持等方面具备显著优势。2017年以来，公司水泥产品销量、售价有所回升，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”）关注到公司目前债务负担重、存在一定短期支付压力以及水泥行业产能过剩、原材料价格上升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

西南区域经济快速发展，固定资产投资空间广阔，对未来水泥需求形成一定支撑；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^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17西南水泥CP001”、“17西南水泥CP002”和“17西南水泥CP003”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. 2017年前三季度，水泥行业景气度继续向好，公司水泥产品销量、售价同比均有所回升，经营状况良好。
3. 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。
4. 公司经营活动现金流入量对存续期内短期融资券的覆盖程度高。

关注

1. 水泥行业整体仍呈产能过剩，西南地区水

泥现有产能较大、同业竞争激烈。

2. 公司债务负担重，短期偿债指标弱，存在一定短期支付压力。
3. 公司商誉和其他应收款占比较大，资产质量受到一定影响。

声　明

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

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

西南水泥有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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 2017 年 9 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、塑料制品、电气设备、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）；房屋租赁或不动产租赁业务（以工商部门核准的内容为准）。

截至 2017 年 9 月底，公司下辖 131 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2016年底，公司合并资产总额为738.23亿元，所有者权益合计为127.73亿元（含少数股东权益5.25亿元）。2016年，公司实现营业收入191.46亿元，利润总额7.08亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额为718.01亿元，所有者权益合计为126.20亿元（含少数股东权益4.90亿元）。2017年1~9月，公司实现营业收入157.54亿元，利润总额5.85亿元。

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、存续债券概况与募集资金使用情况

“17 西南水泥 CP001”于 2017 年 7 月 4 日发行开始计息，期限 352 天，到期一次还本付息，共募集资金 10 亿元，全部用于偿还到期债券，截至报告出具日，募集资金已按规定用途使用完毕。

“17 西南水泥 CP002”于 2017 年 7 月 4 日发行开始计息，期限 364 天，到期一次还本付息，共募集资金 10 亿元，全部用于偿还到期债券，截至报告出具日，募集资金已按规定用途使用完毕。

“17 西南水泥 CP003”于 2017 年 8 月 16 日发行开始计息，期限 365 天，到期一次还本付息，共募集资金 10 亿元，用于偿还有息负债、补充营运资金，截至报告出具日，募集资金已按规定用途使用完毕。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 西南水泥 CP001	10	10	2017/07/04	2018/06/21
17 西南水泥 CP002	10	10	2018/07/14	2018/07/13
17 西南水泥 CP003	10	10	2017/08/16	2018/08/16

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0%的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1-9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1-9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1-9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1-6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1-6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1-6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1-9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1-6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，

实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1-9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1-9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1-6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 水泥行业分析

（1）行业概况

水泥行业具有明显的季节性和区域性特征，且与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。总体来看，2017 年以来，基建和房地产投资增速同比稳定中有所放缓，但得益于行业自律的良好推进、环保督查政策及原材料价格的支撑，水泥价格整体呈上涨趋势，行业整体景气度回升。

行业供给

水泥行业属于产能过剩行业，在相关政策的引导下，近几年新增产能不断下滑。尽管水泥行业面临国家严格限制新增产能、行业盈利下滑以及环保政策趋紧等情况，全国整体产能仍呈增加趋势，但增速逐年下降。

2016年，水泥行业整体产量呈弱增长趋势，同比增长2.34%。2017年前三季度，水泥行业总产量为17.61亿吨，同比下降0.23%。从各区域市场来看，相较2016年大部分地区呈增长趋势，2017年1~9月除需求相对旺盛的华东和中南地区略有增长外，其余地区水泥产量全部呈下降趋势，其中东北和华北地区产量下降幅度最大，降幅分别达到了7.62%和13.09%；水泥产量权重最大的华东和中南地区也仅呈现弱增长，涨幅分别为2.75%和2.32%。

总体来看，虽然近几年水泥产能过快增长得到抑制，水泥行业新增产能不断下滑，但全国水泥市场产能过剩现象依然严峻。

行业竞争与合作

在行业景气度低迷、水泥企业效益普遍下滑的背景下，水泥企业抵制恶性低价竞争的意

识增强，行业整合和协同已成为大型水泥企业的共识。

2016年中国水泥行业内多家大型企业发生并购重组：（1）2016年8月，中国建材行业两大央企中国建筑材料集团有限公司(下称“中国建材集团”)与中国中材集团公司(下称“中国中材”)宣布实施重组，中国中材将无偿划转进入中国建材集团；两大集团在水泥业务重合区域较小，两者合并对降低总体同业竞争的程度有限，合并后有助于新集团实现产能的全国布局。（2）2016年5月金隅股份通过对冀东集团增资扩股及收购股权，实现对冀东集团及冀东水泥的控股，金隅股份计划以通过冀东水泥发行股份及支付现金购买资产的方式实现对冀东水泥的直接控股，两家水泥企业重组后，在京津冀地区产能占比约为50%，有利于改善华北区域低价恶性竞争、市场秩序混乱的市场现状。（3）2015年世界建材行业巨头拉法基（LAFARGE）和豪瑞（HOLCIM）完成合并，新的拉法基豪瑞集团也开始对中国区水泥资产进行整合。拉法基中国区部分非上市水泥资产已注入原豪瑞中国业务平台华新水泥，拉法基也将部分原下属上市公司双马水泥股权转让，不再为其实际控制人，从而避免违反上市公司同业竞争承诺。

除了并购重组，水泥企业间的参股合作、战略合作，也成为了较为普遍的合作方式。近年来，华润水泥参股了福建水泥、昆钢水泥，天瑞水泥参股了山水水泥，华润水泥与金隅股份签订了长期战略合作协议，计划携手开拓国内外市场，建立市场沟通机制、定期进行生产、技术、经营管理方面的交流，中材装备与蒙西水泥、海螺集团与亚洲水泥、同力水泥与中联水泥也签订了类似的战略合作协议或者合作框架协议。

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、折旧占主导地位。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。

煤炭价格方面，2011~2015年，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道。2016年以来，在煤炭去产能、供应量减少，下游需求保持一定水平的情况下，煤炭价格出现回升，已回调至2012年初水平。煤价的回升一定程度上推高了水泥价格，单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，中、小规模企业则面临一定的成本压力。

电价方面，2016年，国家发改委和工信部发布《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》，自2016年1月起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。通知明确，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。约10%左右产能的水泥生产线将因达不到能耗要求被淘汰。

相对而言，电价变动对能耗水平较低水泥企业生产成本影响较小。

（2）行业及区域运行状况

水泥产量

2014~2015年，水泥累计产量同比开始呈现负增长趋势。2016年，中国累计水泥产量24.03亿吨，同比增长1.86%，水泥累计产量同比由负转正。逐月来看，1~2月为传统淡季，3~5月随着下游房地产、基础设施建设投资需求启动以及北方停窑结束，水泥产量保持平稳增长趋势；6~8月，受南方地区进入梅雨季节和G20华东地区部分水泥企业限产的影响，水泥产量同比增速有所回落；9月份以后重大工程加快启动和推进，水泥生产有所加快，进入11月底和12月初，北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季，南方省份宣布淡季停产，预计市场需求不会有太大好转。

2017年以来，基础设施建设投资和房地产开发投资的增速稳定中略有放缓。2017年前三

季度，基础设施建设投资9.97万亿元，同比增长19.8%，增速较上年同期提高0.4个百分点；房地产开发投资8.06万亿元，同比增长8.1%，但考虑到房地产开发投资增长受土地成交价格影响大，房地产开发投资对建筑水泥需求拉动实际上有所减弱。从需求端来看，2017年1~9月，中国水泥销售量17.30亿吨，同比增长0.61%，呈弱增长趋势。

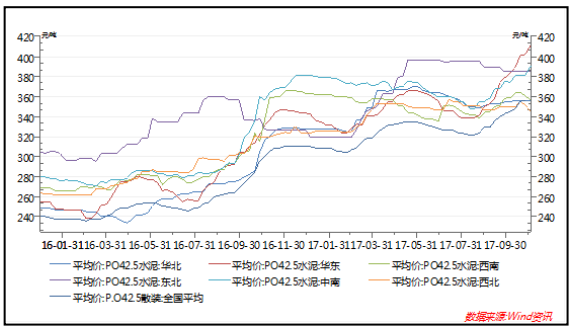
水泥价格

水泥销售存在明显的区域性特征，其产品价格主要由区域供需关系和生产成本决定。在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。截至 2016 年 11 月 30 日，全国水泥价格指数 102.12，同比增长 26.90%；全国散装 P.O.42.5 水泥均价为 306.00 元/吨，同比增长 24.39%。逐月来看，2016 年 1~2 月为水泥传统淡季，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势；进入 3 月之后，随需求与生产恢复，南北方水泥价格开始陆续上涨，进入 6~7 月，受南方多地区进入持续降雨季节影响水泥需求疲弱，水泥价格走低；8~9 月份受 G20 华东部分地区限产和市场需求回暖影响，南方水泥价格涨势良好；10 月份以后，随着北方错峰停窑生产期临近、原材料煤炭价格上升以及交通部加大检查超载力度导致运输成本增加，水泥价格全面上涨。

进入 2017 年，尽管水泥行业需求端增速稳定中有所放缓，但得益于水泥企业抵制恶性低价竞争意识的增强，维持了良好的行业自律管控，水泥价格延续了 2016 年的上涨趋势继续走强。以全国散装 P.O.42.5 水泥均价的变动趋势为例，2017 年 1~2 月受行业淡季影响水泥价格呈小幅下行走势；进入 3 月之后，随需求与生产恢复，南北方水泥价格开始陆续上涨；6~7 月，受南方多地区进入持续降雨季节影响，水泥需求疲弱，水泥价格走低；8~9 月受市场需求回暖影响，南方水泥价格涨势良好；10 月份以后，随着北方错峰停窑生产期临近、原材料成本和物流成本的支撑，水泥价格全面上涨。

图 1　2016 年以来全国与区域 P.O.42.5 水泥均价走势

（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

分区域来看，2017 年 1~9 月，华北地区水泥价格变动与全国水泥价格变动趋势基本一致，但均价高于全国水泥均价，从需求端来看，受累于环保高压政策，下游工程停工，区域需求相对较弱，尽管 2017 年冬季限产力度超过去年，金隅股份、冀东水泥重组后市场秩序得到明显改善，但需求端疲弱拖累水泥企业盈利水平的回升。从长期来看，京津冀一体化持续推进、雄安新区设立等利好因素有望为华北地区带来大量的水泥需求。东北地区水泥市场相对需求疲弱，但价格仍处于全国高位。一季度受施工淡季影响，价格出现小幅下滑；3 月开始回调，5 月提升至阶段高点，下半年价格稳中略有下降。华东地区整体市场需求略有增长，从价格走势来看，一季度受传统淡季影响，水泥价格有所回落，3 月中旬开始持续上调，6 月初达阶段高点，随后受天气和水泥企业集中复产影响有所回落，8 月份以后进入销售旺季，价格一路上涨。中南和西南地区水泥价格整体表现较为平稳，其中中南地区二季度受累于海南省水泥价格的大幅下降，整体水泥价格出现下降。8 月份以来市场需求表现良好，价格不断上调。西北地区水泥价格延续了去年

的上涨趋势，主要得益于错峰生产及行业自律的有序推动作用；从价格走势来看，1~5 月，水泥价格持续上涨，6 月份以后呈现高位小幅震荡。

（3）行业政策和关注

2016年是“十三五”的开局年，随着水泥产能过剩问题的日益凸显，不管是中央还是地方都出台了化解水泥过剩产能的规划目标和政策手段；而针对近年来日益严重的空气质量等环境问题，相关部门也对水泥的电耗、煤耗、污染源排放计划出台了规范和针对性的调控措施。

具体来看，2016 年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①严禁备案和新建新增产能项目、依法依规淘汰不达标产能。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水泥熟料、平板玻璃产能置换；强化依法行政和标准实施，对经整改达不到环保、能耗、安全、质量等强制性标准要求的产能，依法有序关停退出。逐步淘汰砖瓦轮窑。②实行差别化政策，倒逼过剩产能退出。开展能耗、排放等对标达标，明确了到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤；贯彻落实高耗能行业差别电价、阶梯电价等政策，研究提高享受资源综合利用财税政策的技术门槛，倒逼竞争乏力产能主动退出。③支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，并结合联合重组、技术改造，主动经营性压减过剩产能。④推进水泥窑协同处置、资源化利用城市和产业废弃物。实施水泥窑炉能量梯级利用、能效提升改造，高效节能粉磨粉尘低成本、高效减排改造，高硫石灰石地区氮氧化物、二氧化硫综合减排改造。

表 2　2016 年以来水泥行业主要政策

相关政策/文件	政策要点
《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）	（1）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、平板玻璃产能置换。 （2）污染物排放达不到要求或超总量排污的，实施按日连续处罚；情节严重的，报经有批准权的人民政府批准，责令停业、关闭。能耗超限额的，应在 6 个月内整改达标；确需延长整改期限的，经申请可延长不超过 3 个月的期限；逾期仍不达标的，依法关停退出。 （3）支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，整合产权或经营权，优化产能布局，提高生产集中度，并结合联合重组、技术改造，优化生产要素配置，主动压减竞争乏力的过剩产能。 （4）在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能，同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产。
建材工业发展规划（2016－2020 年）	

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

（4）行业发展

短期来看，行业需求方面，国内外经济环境依然复杂严峻，基建和房地产投资增速已经趋缓，市场需求不振的压力仍在。行业供给方面，行业产能仍呈现总体增长，新增产能增速下滑的趋势，产能与产量的控制仍有赖于错峰生产、行业自律的持续推进及环保督查等因素的共同作用。另外，考虑到水泥企业区域产能的整合以及原材料及物流成本的助推作用，水泥成本端支撑强。综合供需情况、行业竞合和上游原材料判断，水泥价格短期内或将继续稳步回升，水泥企业将保持一定的盈利空间，行业基本面将持续企稳回升。

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。

2016年，四川省、贵州省、云南省和重庆市GDP增速分别为7.7%、10.5%、8.7%和10.7%。同期全国GDP增速为6.7%。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。

2016年，四川省、贵州省、云南省和重庆

市全社会固定资产投资增速分别为12.1%、21.1%、19.8%和12.1%；同期全国固定资产投资增速为8.1%。西南地区固定资产投资高位运行。

2016年，贵州省全年基础设施完成投资基础设施投资5340.13亿元，比上年增长29.1%，房地产开发完成投资2148.96亿元，比上年下降2.5%；重庆市全年完成投资基础设施建设投资5660.87亿元，比上年增长30.0%，房地产开发完成投资3725.95亿元，比上年下降0.7%；云南省交通运输、仓储及邮政业完成2560.50亿元，增长41.7%；水利、环境和公共设施管理业完成2022.09亿元，增长38.1%；教育完成438.75亿元，增长47.6%，房地产开发完成投资2688.34亿元，增长0.7%。四川省房地产开发投资完成额为5282.6亿元，比上年增长9.8%。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，2016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，仍呈增速缓慢甚至负增长的局面。

2016年，西南地区水泥市场呈现需求回升明显、供需矛盾和市场竞争有所缓解、水泥价格回调的整体态势。

2016年西南地区累计实现水泥产量4.37亿吨，同比增长7.83%，是全国六大区域市场中增速最快的区域；其中贵州和云南增速较快分别为8.47%和17.82%，四川需求表现微增，产量同比增长3.87%，重庆产量则同比下降0.25%。从产能看，2016年西南地区新增水泥生产线主要位于贵州和云南；同时，受水泥行业去产能政策的影响，西南区域熟料产能整体呈现下降趋势，云南省去产能力度较大、产能有所下降，贵州省熟料产能有一定增长，其他地区变化不大。

水泥价格方面，2016年西南地区水泥平均价格同比在全国范围上升幅度较大，以P.O.42.5水泥均价为例，西南地区2016年涨幅为35.89%。

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、行业自律限产自救行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，2016年以来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，西南地区水泥需求回升明显，价格有所回升。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 2017 年 9 月底，公司注册资本 100 亿元，其中建材股份持股 70.0%（见附件 1-1）。建材股份是公司控股股东。国务院国有资产监督管理委员会下属企业中国建材集团有限公司（以下简称“中建材集团”）直接和间接持有建材股份 41.27%股份，建材股份的最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模

公司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 2016 年底，建材股份水泥产能为 4.09 亿吨/年。

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，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 2016 年底，这四家区域公司产能占比分别为 36.34%、22.00%、32.10%和 18.50%，除云南地区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. 外部环境

跟踪期内，建材股份在融资等方面持续给予公司大力支持。截至 2016 年底，建材股份对公司资金拆借余额 195.48 亿元，公司将其计入“其他应付款”科目，另外建材股份就公司超过 120 亿元借款提供了保证担保。

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 2016 年底，公司下属 15 家子公司享受资源综合利用的增值税即征即退优惠，30 家成员企业享受资源综合利用增值退税 70%的优惠政策，52 家成员企业按 15%的优惠税率缴纳企业所得税。2014~2016 年，公司所获增值税退税金额分别为 1.44 亿元、1.11 亿元和 1.15 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 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。

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。政府对于企业新增的节能降耗投入（如余热发电、脱销设备等）给予一定比例的返还；按照四川省财政厅等 8 部门关于印发《四川省鼓励直接融资财政奖补资金管理办法的通知》的通知（成财外〔2016〕22 号）的规定，公司通过银行间市场取得的直接融资公司可向人民银行成都分行申请奖补资金。

2014~2016 年，公司获得的政府补助收入分别为 2.94 亿元、2.64 亿元和 1.78 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，政府扶持力度较大，并持续获得股东资金和人员方面的大力支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、管理制度、高管人员无重大变化。

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。2014~2016 年，受宏观经济增速放缓和水泥行业景气度下滑影响，公司主营业务收入持续下降，年均复合下降 5.33%。2016 年以来，受前三季度水泥价格持续下降等因素影响，公司主营业务收入规模同比下降 0.22%至 189.68 亿元。分

版块来看，水泥业务一直是公司主要收入来源，近三年在主营业务收入中占比均在98%以上，2016年公司水泥业务实现收入186.45亿元，同比下降0.53%；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2016年主营业务收入中占比分别为37.78%和56.05%，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。2014~2016年，公司商品混凝土业务分别实现收入4.03亿元、2.65亿元和3.23亿元，在主营业务收入占比很小。

从毛利率来看，2014~2016年，公司水泥业务毛利率有所下降，分别为32.54%、29.90%和29.62%，主要受水泥价格下滑影响，但仍维持在行业较高水平。近三年公司商品混凝土业务毛利率水平波动上升，2016年为40.25%。2014~2016年，公司主营业务毛利率分别为32.54%、29.94%和29.80%。

表3 公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务分类	2014年			2015年			2016年			2017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	207.81	98.10	32.54	187.44	98.61	29.90	186.45	98.30	29.62	153.08	98.22	27.50
P.C 32.5	75.98	35.87	33.73	72.31	38.04	31.22	71.66	37.78	32.89			
P.O 42.5	119.06	56.20	33.69	97.39	51.23	31.75	106.31	56.05	28.04	149.55	95.96	27.72
P.O 52.5	2.45	1.16	34.93	13.26	6.98	12.99	4.02	2.12	19.29			
熟料	8.99	4.24	11.02	4.48	2.36	18.51	4.46	2.35	23.94	3.53	2.26	18.05
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	3.23	1.70	40.25	2.77	1.78	31.85
合计	**211.84**	**100.00**	**32.54**	**190.09**	**100.00**	**29.94**	**189.68**	**100.00**	**29.80**	**155.85**	**100.00**	**27.57**

资料来源：公司提供

注：自2015年起，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；公司未提供季度分标号收入构成情况。

2017年1~9月，公司实现主营业务收入155.85亿元，同比增长18.32%，为2016年全年的82.16%，主要来自水泥产品销量和售价的增长；同期，公司主营业务毛利率为27.57%，同比下降1.31个百分点，主要是原材料煤炭价格上涨所致。

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2017年9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水泥熟料生产线数量较多。

表4 公司水泥及熟料产能情况（单位：万吨/年）

产品	2014年	2015年	2016年	2017年9月
水泥	11400	12281	12281	12281
熟料	8770	9025	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。2016 年底，公司在上述“三省一市”区域产能占比分别达到了 36.34%、22.00%、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。2016 年，公司在四川和云南区域的产能占有率有所下降，主要系区域内其他水泥企业产能有所增加所致。2017 年 9 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。

2014~2016 年，公司水泥产量不断增长，年均复合增长率为 3.90%，2016 年为 8517.31 万吨；近三年公司水泥产能利用率分别为 69%、65%和 69%，2016 年水泥业务综合产能利用率为 75%，产能利用率上升主要系公司抢占市场、销量提升以及主动安排产能检修所致。2017 年 1~9 月，公司水泥产量 6088.16 万吨，为 2016 年全年产量的 71.48%，同比增长 1.84%。

表 5　公司水泥产量情况（单位：万吨）

产品	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
P.C32.5	3315.77	3507.59	3587.67	2278.74
P.O42.5	4380.91	4164.49	4753.94	3687.05
P.O52.5	193.49	305.24	175.70	122.37
合计	**7890.17**	**7977.31**	**8517.31**	**6088.16**

资料来源：公司提供

注：P.C32.5 水泥产量包括 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。

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，2016 为 55.82%；同期，P.C32.5 水泥产量占公司水泥总产量的 42.12%，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。

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，合计约为生产成本的 84%。2016 年，由于公司水泥产量增长，各类原材料采购量均有所增长。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
煤炭	采购量	981.36	848.71	954.75	700.66
	采购均价	508.38	411.38	451.24	650.25
石灰石	采购量	7904.9	7594.57	7992.99	5872.21
	采购均价	18.37	18.53	18.53	17.10

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，主要的煤炭供应商包括陕西秦陇煤炭集团、陕煤集团、盘江集团、云南能源集团等。2016 年，公司共采购煤炭 954.75 万吨，同比增长 12.49%，增幅较大系公司提前储备一定煤炭所致；采购均价为 451.24 元/吨，同比增长 9.69%。2017 年 1~9 月，煤炭价格大幅增长，公司煤炭采购均价为 650.25 元/吨，采购量为 700.66 万吨，为 2016 年全年的 73.39%。

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。目前公司石灰石自给比例约为 80%，保证了原材料的稳定供应。2016 年公司外购石灰石共 7992.99 万吨，同比增长 5.25%；采购均价 18.53 元/吨，同比变化不大。2017 年 1~9 月，公司采购石灰石共 5872.21 万吨，占上年采购量的 73.47%；采购均价下降至 17.10 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。2016 年，公司外购电力 51.61 亿度，综合电价 0.48 元/度，较 2015 年有所下降。2017 年 1~9 月，公司外购电量 36.91 亿度，综合电价为 0.48 元/度。目前，公司水泥生产所需电力中外购电力占比为 73%，余热发电占比为 27%；平均每吨熟料发电量在 32-33 度，每吨熟料节约电力成本 12 至 15 元，余热发电技术推广有效降低公司水泥生产成本。

2016 年，公司水泥平均生产成本为 150.01 元/吨，单位成本较 2015 年增加约 10 元，主要系煤炭价格上升和高标号产品占比升高所致。2017 年 1~9 月，公司吨水泥平均生产成本进一步上升至 177.84 元/吨，主要系煤炭价格大幅上涨所致。

产品销售

2014~2016 年，公司水泥销量不断增长，年均复合增幅为 3.70%，2016 年实现水泥销售量 8512.14 万吨、熟料销量 218.21 万吨；公司水泥销售均价持续下滑，2016 年均价为 213.80 元/吨。2017 年 1~9 月，公司水泥销量 6078.28 万吨，同比增长 1.34%，销售均价回升至 246.05 元/吨，同比大幅增长 16.95%。

表 7　近年来公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
水泥	销售量	7915.36	7953.9	8512.14	6078.28
	销售均价	254.13	230.03	213.80	246.05
熟料	销售量	300.88	228.21	218.21	158.27
	销售均价	229.78	196.18	204.53	222.76

资料来源：公司提供

注：公司生产熟料目的主要为自用，2016 年熟料销售主要集中在四季度，价格较 2015 年有所上升，故与水泥价格趋势有所不同。

公司水泥主要在西南地区销售。分区域来看，2016 年四川区域销售收入占公司销售总收入的 35.46%，云南区域占 23.35%，贵州区域占 29.39%，重庆区域占 11.80%。从销售均价看，云南地区销售价格最高，2016 年均价为 231 元/吨，其次是贵州、云南，全年均价分别为 215 元/吨和 205 元/吨，重庆区域最低，全年均价为 204 元/吨。2016 年公司在四川、云南、贵州和重庆的市场占有率分别为 25.6%、17.8%、23.4%和 12.3%，略低于产能占有率。2017 年 1~9 月，公司在云南省市场占有率有所下降，贵州省市场占有率有所上升，其他地区市场占有率变化不大。

表 8　公司水泥各区域产能、市场占有率

（单位：%）

区域	2014 年	2015 年	2016 年
产能占有率			
四川	35.0	36.5	36.3
云南	23.0	23.1	22.0
贵州	31.0	32.1	32.1
重庆	22.0	18.5	18.5
市场占有率			
四川	22.9	24.4	25.6
云南	15.3	17.4	17.8
贵州	20.1	22.5	23.4
重庆	14.3	12.7	12.3

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。2016 年，公司对重点工程的销售量占比为 19.71%；对民用市场的销售量占 60.73%；对搅拌站的销售量占比 14.56%，对预制板的销售量占 2%，其他占 3%。2017 年 1~9 月公司中标的重大工程包括：成都地铁 5 号线、6 号线、10 号线 2 期，成都地铁 18 号线、渝长高速、唐家渡暨凤台大桥、百安大道、双江口水电站等。

公司产品销售平台主要包括重点工程招投标中标供货、经销商代理销售、搅拌站等重点客户工厂直供三个平台。按直销与分销划分，直销占比约为 42%，分销占比约为 58%。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。

3. 在建工程

目前公司在建工程中无在建和拟建的水泥/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等其他技改项目，项目总投资 5.68 亿元，截至 2017 年 9 月底已投资 5.30 亿元，未来待投资规模小。

表 9　截至 2017 年 9 月底公司主要在建项目　（单位：亿元、年）

序号	项目名称	计划总投资	开工时间	建设工期	已投资
1	兆迪生料生产线恢复重建	1.60	2016.5	3	1.55
2	瑞溪生产线技改	2.30	2016.7	3	2.24
3	三都润基余热发电机组接入系统	0.60	2016.4	3	0.46
4	铜梁西南水泥磨技改	1.18	2016.9	3	1.05
合计		**5.68**	--	--	**5.30**

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数持续下降，2016 年为 8.04 次；同期存货周转次数波动上升，2016 年为 3.63 次；总资产周转次数保持稳定，2016 年为 0.26 次。总体看，公司经营效率处行业正常水平。

5. 未来发展

目前，公司前期在西南地区的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。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。公司已在四川、重庆、云南、贵州分别设立了四个省级子公司，外加联合重组的嘉华特种水泥，以此五个区域平台在“三省一市”打造多个“核心利润区”与“协同利润区”，与区域内的企业形成竞合，积极践行“价本利”的经营理念，以价格为导向，以成本为基础，以利润为根基，打造区域水泥产业的效益最大化，共同实现各个区域内的竞争性共赢。

2016 年 9 月，包括建材股份等多家上市公司在内发布公告，经国务院国有资产监督管理委员会批准，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”）[1]实施重组，中国建筑材料集团有限公司更名为中国建材集团有限公司，作为重组后的母公司，中材集团无偿划转进入中国建材集团有限公司。两材合并后，中国建材集团有限公司水泥板块业务开始整合，2017 年 9 月 8 日，建材股份发布公告，拟采用换股吸收合并的方式与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）合并，换股比例为每 1 股中材股份的股份可换取 0.85 股建材股份的股份，本次合并实施完成后，中材股份将被建材股份合并。中材股份是中材集团下属 H 股上市公司，主营业务包括水泥、水泥装备与工程以及新材料等。目前本次合并已获得中材股份、建材股份股东、国资委、中华人民共和国商务部反垄断局以及香港联交所的批准，中国证监会批准尚未达成。

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。针对公司而言，由于西南地区并非中材集团水泥业务的重点发展地区，中建材集团和中材集团的重组对公司业务的直接影响较小。

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四川省高级人民法院执行裁定中标的金额较大的执行裁定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6月23日公司收到中国最高人民法院（2016）最高法民再108号的民事判决书，认定公司及资中西南与东方红公司不存在人格混同，不承担连带责任。公司及资中西南在收到判决后向内江市中级人民法院汇报改判情况，并在后续递交执行回转申请书。最高人民法院改判后，四川省高级人民法院、内江市中级人民法院和资中县人民法院均已启动审理案件改判程序。截至2017年8月底，地方法院已改判近146起案件，尚有近16起案件正在等待法院出具判决书。与此同时，资中西南和

[1]中材集团是集科研、设计、制造、工程建设、国际贸易于一体的企业集团，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。

公司正通过诉讼等方式追讨上述被法院冻结及执行的相关款项。联合资信将持续关注案件审理情况。

九、财务分析

公司提供了2014~2016年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）成都分所对该财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年一季度财务数据未经审计。

2016年，四川西南和泰物流贸易有限公司、达州市新建水泥有限公司、广元广旺天泰特种水泥有限责任公司、广元广旺宝轮特种水泥有限责任公司、沾益县宇恒水泥有限公司、云南兴建兴街水泥有限公司、云南兴建马关水泥有限公司、重庆润涛矿业有限公司等8家公司由于注销等原因不再纳入公司合并范围，截至2016年底，公司纳入合并范围子公司共134家。2017年1~9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2016年底，公司合并资产总额为738.23亿元，所有者权益合计为127.73亿元（含少数股东权益5.25亿元）。2016年，公司实现营业收入191.46亿元，利润总额7.08亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额为718.01亿元，所有者权益合计为126.20亿元（含少数股东权益4.90亿元）。2017年1~9月，公司实现营业收入157.54亿元，利润总额5.85亿元。

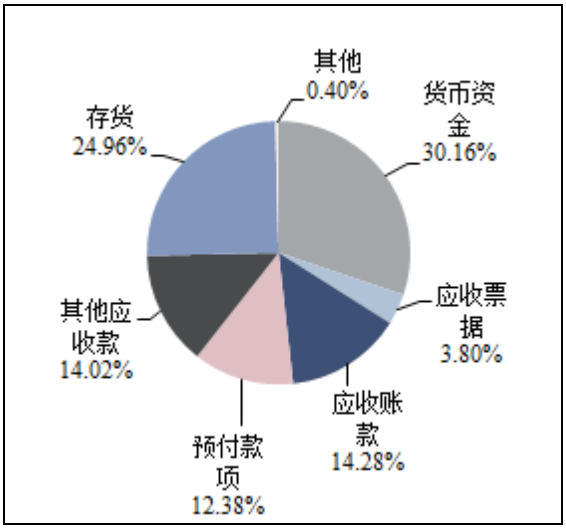
1. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额保持相对稳定，年均复合变动率为0.29%。截至2016年底，公司资产总额738.23亿元，同比增长0.97%。从资产构成来看，流动资产占19.99%，非流动资产占80.01%，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。

2014~2016 年，公司流动资产有所波动，年均复合变动率为 2.06%。截至 2016 年底，公司流动资产 147.57 亿元，同比增长 12.37%，增长主要来源于货币资金。从构成来看，货币资金占 30.16%，应收账款占 14.28%，预付款项占 12.38%，其他应收款占 14.02%，存货占 24.96%。

2014~2016年，公司货币资金波动增长，年均复合增长率为26.19%。截至2016年底，公司货币资金同比增长79.23%至44.51亿元；从构成看，银行存款占57.65%，其他货币资金占42.35%，此外还有少量库存现金。截至2016年底，公司受限货币资金19.05亿元，主要为承兑汇票、保函及信用证保证金等，受限资金占比较高，对资产流动性有一定影响。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2014~2016年，公司应收账款快速增长，年均复合增长38.03%。截至2016年底，公司应收账款原值为22.07亿元，计提坏账准备0.99亿元（计提比例为4.51%），年末应收账款净值为21.08亿元，较2015年底增长20.76%。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98.07%）中，1年以内占71.27%，1~2年占21.66%，2~3年占4.20%，3年以上的占2.87%，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，近三年波动中有所下降，年均复合下降4.73%。截至2016年底，公司预付款项为18.27亿元，同比下降22.26%。从账龄来看，1年以内占42.60%，1~2年占34.81%，2~3年占

14.76%，3年以上占7.83%。预付款项综合账龄适中。

2014~2016年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降21.53%。截至2016年底，公司其他应收款账面原值为22.61亿元，计提坏账准备1.93亿元（计提比例为8.51%），年末其他应收款净值为20.68亿元，较2015年底下降10.26%。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5.12亿元（占22.66%），坏账计提比例为2.30%；按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为12.63亿元（占55.85%），坏账计提比例为12.93%；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4.86亿元（占21.49%），坏账计提比例为3.59%。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45.59%，1~2年占23.35%，2~3年占16.62%，3年以上占14.44%。2016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，2016年公司其他应收款有所下降主要来自于此部分款项的下降。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。

2014~2016 年，公司存货有所下降，年均复合下降 6.93%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 36.83 亿元，同比下降 4.58%。从构成来看，公司存货主要包括原材料（占 63.60%），自制半成品及在产品（占 12.76%），库存商品（占 16.73%），周转材料（占 6.92%）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 0.01%和 0.01%。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。

2014~2016年，公司非流动资产保持相对稳定，年均复合变动率为-0.14%。截至2016年底，公司非流动资产为590.66亿元，同比下降1.53%。从构成来看，非流动资产主要以固定资产（占55.43%），在建工程（占7.00%），无形资产（占7.26%）和商誉（占27.16%）为主。

2014~2016年，公司固定资产保持相对稳定，年均复合变动率为1.10%。截至2016年底，公司固定资产原值为439.33亿元，累计折旧107.87亿元，提取减值准备4.07亿元，固定资产账面净值为327.39亿元，较2015年底增长0.44%。从固定资产净值构成来看，包括房屋及建筑物（占52.15%）、机器设备（占46.74%）、其余为运输工具和办公及电子设备。

2014~2016年，公司在建工程波动中有所下降，年均复合下降10.76%，主要系技改项目转入固定资产所致。截至2016年底，公司在建工程账面余额42.52亿元，计提减值准备1.20亿元，年末在建工程账目价值41.32亿元，同比下降20.76%。

公司无形资产主要为土地使用权和采矿权，近三年保持相对稳定；截至2016年底，公司无形资产原价52.68亿元，累计摊销9.41亿元，计提减值准备0.37亿元，年末无形资产账面价值合计42.91亿元，同比下降1.65%，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76.81%，采矿权占21.84%。

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。2014~2016年，公司商誉分别为160.97亿元、159.72亿元和160.45亿元，年均复合变化率为-0.16%。截至2016年底，公司累计计提0.80亿元的商誉减值准备。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年底，公司受限资产账面价值合

计105.50亿元，占公司资产总额的14.29%，受限比例较低。公司受限资产包括19.05亿元货币资金、86.31亿元固定资产和0.14亿元无形资产。

截至2017年9月底，公司资产总额718.01亿元，较2016年底下降2.74%，主要来自货币资金、固定资产和在建工程的下降；流动资产占19.67%，非流动资产占80.33%，流动资产比重较上年末有所下降，但公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2017年9月底，公司流动资产合计141.24亿元，较2016年底下降4.29%；2017年公司偿还部分债务致使货币资金有所下降；截至2017年9月底，公司非流动资产为576.77亿元，较2016年底下降2.35%，主要系在建工程和固定资产减少所致。

总体看，近年来公司资产规模保持稳定。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其他应收款和商誉对资产质量的不利影响。整体来看，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合变动率-0.90%。截至2016年底，公司所有者权益为127.73亿元，同比下降1.46%，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78.29%，未分配利润占15.27%，盈余公积占2.32%，少数股东权益占4.11%。

2014~2016年，公司未分配利润分别为23.63亿元、21.17亿元和19.50亿元，2016年下降主要系向股东分配6.62亿元股利所致。

截至2017年9月底，公司所有者权益合计126.20亿元，较2016年底下降1.19%，主要系分配利润所致。公司所有者权益结构稳定性较强。

负债

2014~2016年，公司负债总额分别为603.98亿元、601.53亿元和610.51亿元，年均复合变动率0.54%。从构成上看，近三年流动负债占比分别为74.82%、80.72%和86.12%，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。

2014~2016年，公司流动负债有所增长，年均复合增幅为7.86%。截至2016年底，公司流动负债525.74亿元，同比增长8.28%，主要来自其他应付款、其他流动负债和短期借款的增长。从构成上看，流动负债中短期借款占20.41%，应付票据占7.46%，其他应付款占44.37%，一年内到期的非流动负债占6.64%，其他流动负债占14.65%。

2014~2016年，公司短期借款分别为95.10亿元、94.81亿元和107.33亿元，年均复合增长6.34%。截至2016年底，公司短期借款中保证借款占96.42%、信用借款占1.30%、抵押借款占2.27%。

2014~2016年，公司应付票据波动中有所增长，年均复合增幅为9.59%。截至2016年底，公司应付票据为39.22亿元，同比下降9.54%；其中商业承兑汇票占比7.65%，银行承兑汇票占比92.35%。

2014~2016年，公司其他应付款分别为184.36亿元、213.36亿元和233.26亿元，年均复合增长12.48%，增长主要来自关联公司借款增加。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。2016年底公司其他应付款中应付股东建材股份的资金拆借款195.48亿元，占比为83.80%。

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债分别为61.26亿元、53.09亿元和34.88亿元，年均复合下降24.54%。截至2016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21.50亿元，一年内到期的长期应付款13.26亿元。

截至2016年底，公司其他流动负债余额为77.00亿元,，公司将发行的定向债务工具、短期融资券、超短期融资券计入该科目，包括2年期

“16西南水泥PPN001”5亿元、“16西南水泥CP001”15亿元、“16西南水泥CP002”15亿元、“16西南水泥SCP003”10亿元、“16西南水泥SCP004”10亿元和“16西南水泥SCP005”20亿元，本报告根据债务工具期限将其中70亿元计入调整后短期债务及相关指标中核算，5亿元计入调整后长期债务及相关指标中核算。

2014~2016年，公司非流动负债快速下降，年均复合下降25.35%，主要来自长期借款和长期应付款的减少。截至2016年底，公司非流动负债84.77亿元，同比下降26.93%。从构成上看，长期借款占26.26%，长期应付款占65.90%。

2014~2016年，公司长期借款快速下降，年均复合下降49.94%。截至2016年底，公司长期借款为22.26亿元，同比下降46.23%。长期借款中，保证借款占55.08%，信用借款占44.92%。

2014~2016年，公司长期应付款分别为56.37亿元、67.54亿元和55.86亿元，年均复合增长17.45%。公司长期应付款主要是融资租赁款。本报告已将融资租赁款计入调整后长期债务及相关指标中核算。

2014~2016 年，公司全部债务规模波动增长。调整后全部债务包括公司发行的定向融资工具、短期融资券、超短期融资券及融资租赁款，公司近三年调整后全部债务分别为 356.20 亿元、348.13 亿元和 334.55 亿元，年均复合下降 3.09%。从债务期限结构看，近三年公司调整后短期债务占比分别为 59.24%、68.72%和75.16%，短期债务比重快速上升。

2014~2016年，公司资产负债率分别为82.28%、82.27%和82.70%，负债水平偏高。2014~2016年，公司调整后全部债务资本化比率持续下降，三年均值为72.70%，2016年底为72.37%；调整后长期债务资本化比率不断下降，三年均值为43.96%，截至2016年底为39.42%。公司整体债务水平高，其中短期债务比重高。

截至2017年9月底，公司负债合计591.80亿元，较2016年底下降3.06%。从构成上看，流动负债比重小幅下降至85.90%。截至2017年9月底，公司流动负债为508.33亿元，较2016年底下降3.31%，主要系短期债务偿还导致的一年内到期非流动负债和其他流动负债减少。截至2017年9月底，公司非流动负债为83.47亿元，较2016年底下降1.53%，主要来自长期借款的减少。

截至2017年9月底，公司调整后债务总额321.02亿元，较2016年底下降4.05%。从构成来看，调整后短期债务占74.46%，调整后长期债务占25.54 %。资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较2016年底分别下降0.28个百分点、0.59个百分点和0.04个百分点至82.42%、71.78%和39.38%。

跟踪期内，公司债务规模有所下降但债务负担仍重，短期债务占比仍较大，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。

3. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入有所下降，年均复合下降5.34%。2016年公司实现营业收入191.46亿元，同比下降0.41%。

近三年公司营业成本有所下降，年均复合下降3.69%，营业成本降幅慢于收入降幅。2016年公司营业成本为133.52亿元，较2015年下降0.58%；公司营业成本降速慢于营业收入降速主要系水泥价格2015年至2016年前三季度持续下滑所致。

2014~2016年，公司期间费用保持相对稳定，年均复合变动率为1.30%；公司大力推进渠道建设，导致销售费用近年来有所增长。2016年公司期间费用为49.31亿元，同比增长0.70%，其中销售费用有所增长，财务费用和管理费用有所下降，2016年分别为11.65亿元、24.51亿元和13.15亿元；期间费用占营业收入的比重为25.75%，较2015年增加0.28个百分点，公司期间费用对利润总额侵蚀较大。

2014~2016年，公司资产减值损失波动增长，年均复合增长70.95%，2016年为1.20亿元，

主要系计提的坏账损失。2016年，公司投资收益-0.70亿元，主要系被投资企业贵州黔桂西南建材有限公司亏损所致。

2014~2016年，公司营业外收入分别为3.75亿元、3.00亿元和2.04亿元，其中政府补助收入分别为2.94亿元、2.64亿元和1.78亿元。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。

2014~2016年，公司利润总额快速下降，年均复合变动率为-44.48%，2016年公司利润总额为7.08亿元，同比下降20.51%。

从盈利指标看，2014~2016年公司营业利润率分别为31.91%、29.46%和29.62%；同期净资产收益率分别为13.71%、4.30%和3.95%；总资本收益率分别为8.77%、6.50%和6.37%。

2017年1~9月，公司实现营业收入157.54亿元，同比增长18.19%；受煤炭价格上升影响，营业利润率为26.63%，较2016年同期下降1.92个百分点；2017年前三季度，公司期间费用为36.60亿元，同比增长3.24%，增长主要来自销售费用，期间费用率23.23%，较2016年有所下降；2017年1~9月，公司其他收益1.47亿元，系新修订会计准则将与企业日常活动相关的政府补助，计入“其他收益”科目而不再计入“营业外收入”所致；利润总额为5.85亿元，为2016年全年的82.54%，同比大幅增长85.88%。

近三年，受水泥价格下滑影响，公司盈利能力有所下降；但2016年四季度以来，水泥价格回升带动公司收入和利润规模有所回升。在水泥价格下行压力小，西南地区基建投资规模大，对水泥需求支撑强的背景下，公司未来收入规模有望增长，但煤炭价格保持高位或将对公司利润空间产生一定挤压。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入波动中有所下降，年均复合下降 5.80%。2016 年经营活动现金流入量为 222.75 亿元，同比增长 0.64%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 217.56 亿元，收到其他与经营活动有关现金为 3.79 亿元。2014~2016 年，公司现金收入比平均值为 113.72%，2016 年为 113.63%，公司收入实现质量较好。2014~2016 年，公司经营活动现金流出年均复合降幅 5.68%，2016 年为 184.68 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（138.32 亿元）、支付给职工以及为职工支付的现金（15.51 亿元）、支付各项税费（18.95 亿元）和支付其他与经营活动有关现金（11.89 亿元）。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动下降，年均复合下降 13.44%，2016 年为 38.07 亿元。

投资活动现金流方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入规模较小。2014~2016 年，公司投资活动现金流出快速下降，年均复合下降 44.84%。2016 年公司投资活动现金流出 14.88 亿元，较 2015 年下降 69.05%，其中购建固定资产、无形资产支付的现金为 12.35 亿元，取得子公司等支付的现金净额为 2.52 亿元。目前生产线的技改和环保装置的安装是公司的投资重点。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-48.83 亿元、-47.89 亿元和-14.40 亿元。随着水泥业务联合重组的完成，近年来公司投资规模大幅下降。

筹资活动现金流方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 20.61%，资金来源主要为银行借款及债券发行、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。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增幅 22.34%，随着筹资资金的增长，公司债务本息支付也快速增长，另外公司控制债务规模，也加大了债务偿还力度。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为-1.16 亿元、12.79 亿元和-9.55 亿元。

2017 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务

收到的现金为 177.84 亿元，现金收入比较 2016 年变化不大，为 112.89%；同期公司经营活动现金流入 180.43 亿元，经营活动现金流量净额 21.90 亿元。2017 年 1~9 月，公司投资活动现金净流出 7.34 亿元。同期，公司筹资活动现金流入 212.46 亿元，其中取得借款收到的现金 165.24 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 47.22 亿元；筹资活动现金流出 241.12 亿元，其中偿还债务支付的现金为 180.41 亿元；同期公司筹资活动产生现金流净额为-28.66 亿元。

跟踪期内，公司经营获现情况良好，投资活动规模继续减少；公司存量债务规模大且期限较短，偿还债务仍在一定程度上依赖外部融资。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，近三年流动比率分别为 31.35%、27.05%和 28.07%，速动比率分别为 21.94%、19.10%和 21.06%；2017 年 9 月底流动比率和速动比率分别为 27.78%和 19.64%。2014~2016 年，公司经营现金流动负债比分别为 11.25%、6.69%和 7.24%。总体看，公司短期债务规模较大，资产流动性弱，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年公司 EBITDA 有所下降，年均复合下降 29.91%，2016 年为 49.14 亿元。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.35 倍、2.04 倍和 1.97 倍；调整后全部债务/EBITDA 分别为 6.12 倍、6.70 倍和 6.81 倍。公司长期偿债指标一般，考虑到公司获得股东的大力支持，经营获现能力良好，收入和利润稳步回升，整体偿债能力很强。

截至 2017 年 9 月底，公司在银行共获得授信额度 151.05 亿元，其中已使用授信额度 112.74 亿元，尚余授信 38.31 亿元。

截至 2017 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》(机构信用代码：G1051010104164620C)，截至 2018 年 1 月 30 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仍较大和供给侧改革的背景下，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、存续期债券偿还能力

截至 2017 年 9 月底，公司存续债券包括三期短期融资券“17 西南水泥 CP001”、“17 西南水泥 CP002”、“17 西南水泥 CP003”（发行额度均为 10 亿元），两期超短期融资券“17 西南水泥 SCP001”和“17 西南水泥 SCP002”（发行额度均为 10 亿元），以及“16 西南水泥 PPN001”5 亿元，合计余额 55 亿元，均于一年内到期。

截至 2017 年 9 月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产为 19.78 亿元，是存续债券合计本金的 0.36 倍。现金类资产对存续债券的保障能力较弱。

2016 年公司经营活动现金流入量对存续债券合计本金的覆盖倍数为 4.05 倍，对三期短期融资券的覆盖倍数为 7.43 倍，2016 年公司经营活动现金流净额对存续债券合计本金的覆盖倍数为 0.69 倍，对三期短期融资券的覆盖倍数为 1.27 倍；公司经营活动现金流入量对存续内债券的覆盖程度高。

表10　截至2017年9月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元，倍）

项 目	值
一年内到期债券余额	55.00

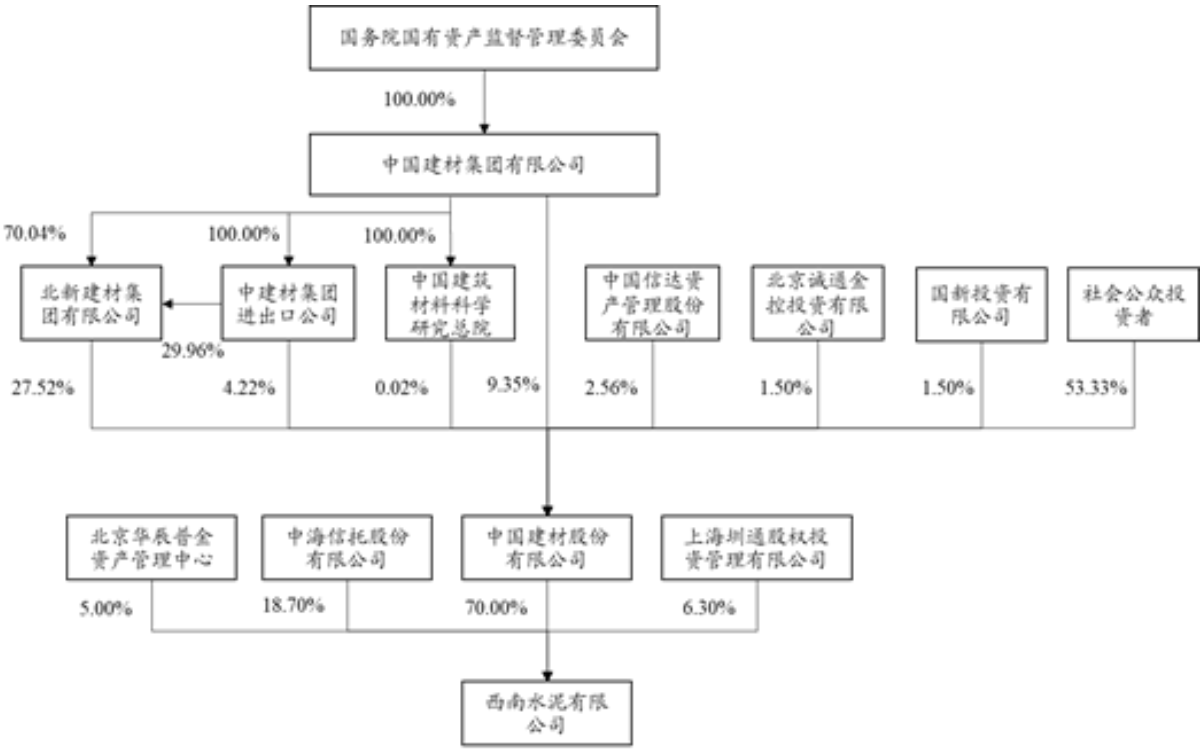
现金类资产/一年内到期债券余额	0.36
2016 年经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	4.05
2016 年经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	0.69

资料来源：联合资信整理

十一、结论

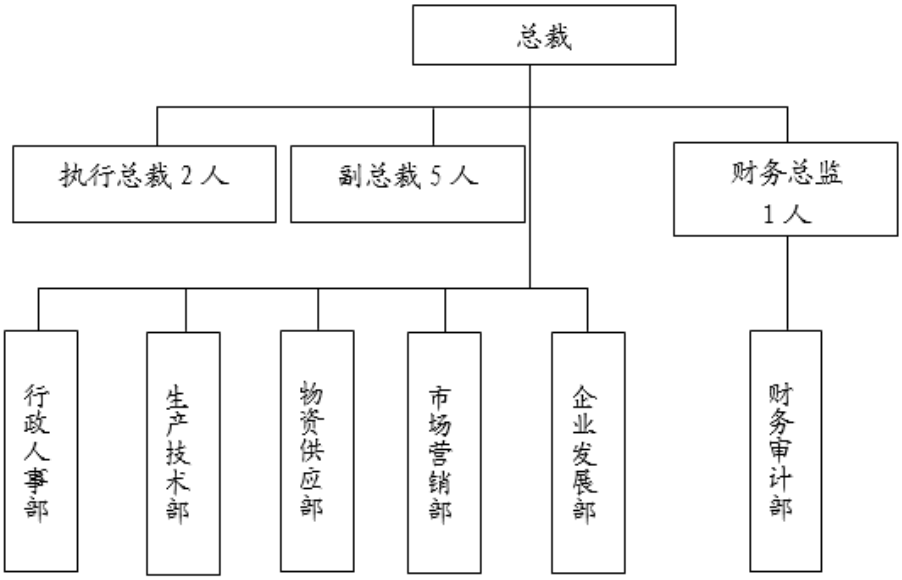
综合考虑，联合资信维持公司 AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17 西南水泥 CP001”、“17 西南水泥 CP002”和“17 西南水泥 CP003”A-1 的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



注：中国建材集团有限公司是中国建材股份有限公司控股股东。截至 2017 年 9 月底，中国建材集团有限公司持有中国建材股份有限公司 41.27%股权（其中间接持股 31.92%）。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.63	28.35	50.12	32.63
资产总额(亿元)	734.03	731.14	738.23	718.01
所有者权益(亿元)	130.05	129.62	127.73	126.20
调整后短期债务(亿元)	211.02	239.25	251.43	239.04
调整后长期债务(亿元)	145.18	108.88	83.12	81.98
调整后全部债务(亿元)	356.20	348.13	334.55	321.02
营业收入(亿元)	213.66	192.25	191.46	157.54
利润总额(亿元)	22.98	8.91	7.08	5.85
EBITDA(亿元)	58.25	51.93	49.14	--
经营性净现金流(亿元)	50.82	32.46	38.07	21.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.84	10.48	8.04	--
存货周转次数(次)	3.62	3.31	3.63	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.26	0.26	--
现金收入比(%)	115.23	112.88	113.63	112.89
营业利润率(%)	31.91	29.46	29.62	26.63
调整后总资本收益率(%)	8.77	6.50	6.37	--
净资产收益率(%)	13.71	4.30	3.95	--
调整后长期债务资本化比率(%)	52.75	45.67	39.42	39.38
调整后全部债务资本化比率(%)	73.25	72.87	72.37	71.78
资产负债率(%)	82.28	82.27	82.70	82.42
流动比率(%)	31.35	27.05	28.07	27.78
速动比率(%)	21.94	19.10	21.06	19.64
经营现金流动负债比(%)	11.25	6.69	7.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.35	2.04	1.97	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.12	6.70	6.81	--

注：1、2017 年三季度财务数据未经审计；2、调整后全部债务考虑了其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

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

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