信用等级公告

联合[2018] 1582 号

联合资信评估有限公司通过对西南水泥有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将西南水泥有限公司主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，评级展望为稳定，维持“17 西南水泥 CP002”和“17 西南水泥 CP003”信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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：AAA		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 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 7 月 11 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	28.35	50.12	37.85	49.26
资产总额(亿元)	731.14	738.23	705.43	712.93
所有者权益(亿元)	129.62	127.73	130.24	133.15
调整后短期债务(亿元)	239.25	251.43	244.36	260.92
调整后长期债务(亿元)	108.88	83.12	72.64	61.66
调整后全部债务(亿元)	348.13	334.55	317.00	322.58
营业收入(亿元)	192.25	191.46	225.97	55.58
利润总额(亿元)	8.91	7.08	12.06	3.85
EBITDA(亿元)	51.93	49.14	53.93	--
经营性净现金流(亿元)	32.46	38.07	39.85	13.10
营业利润率(%)	29.46	29.62	26.53	30.14
净资产收益率(%)	4.30	3.95	6.62	--
资产负债率(%)	82.27	82.70	81.54	81.32
调整后全部债务资本化比率(%)	72.87	72.37	70.88	70.78
流动比率(%)	27.05	28.07	25.90	27.27
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.70	6.81	5.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.04	1.97	2.23	--
经营现金流动负债比(%)	6.69	7.24	7.98	--

注：1、2018 年一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　付骁林

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。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仍较重、存在一定短期支付压力以及原材料价格维持高位等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，水泥行业景气度有所回升，公司水泥类产品销量、售价有所回升，保供能力凸显，收入利润水平均有所增长，盈利能力和经营获现能力均有所改善，债务规模有所下降。公司主要布局的西南区域基础设施建设投资空间广阔，未来区域水泥需求有望增长；此外，随着环保要求不断提高、国家逐步推进供给侧结构性改革、错峰生产和行业自律继续推进，水泥行业集中度有望继续提升，水泥价格有望维持高位，公司在规模、保供能力、成本和管理等方面的优势也将更加突出。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由AA$^+$调整为AAA，评级展望为稳定，并维持 “17西南水泥CP002”和“17西南水泥CP003”的信用等级为A-1。

优势

1. 西南地区经济水平保持平稳较快发展，在“十三五”实现全面脱贫的目标下，西南区域基础设施建设投资空间广阔，对公司水泥需求形成支撑。
2. 供给侧改革背景下，随着错峰生产、行业集中度提升以及行业自律的继续推进，水泥价格有望保持高位运行。
3. 2017年以来，公司水泥类产品销量、售价同比均有所回升，经营获现和盈利水平有

所改善。

4. 公司持续获得建材股份在资金、政策、人员等方面的重点支持。
5. 公司经营活动现金流入量对存续期内短期融资券的覆盖程度高。

关注

1. 公司债务负担仍较重，债务结构有待优化，存在一定短期支付压力。
2. 公司商誉和其他应收款占比较大，资产质量受到一定影响。
3. 跟踪期内，煤炭价格维持高位，电力、石灰石价格均有上行，为公司成本控制带来压力。

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，公司注册资本100亿元已经全部实缴到位。截至2018年3月底，公司注册资本100亿元，其中建材股份持股70.00%，中海信托股份有限公司持股18.70%[1]，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。

公司主营业务为水泥熟料、水泥及其制品、商品混凝土的生产销售。

截至2018年3月底，公司下辖5家区域子公司、113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2017年底，公司合并资产总额为705.43亿元，所有者权益合计为130.24亿元（含少数股东权益5.34亿元）。2017年，公司实现营业收入225.97亿元，利润总额12.06亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额为712.93亿元，所有者权益合计为133.15亿元（含少数股东权益5.44亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入55.58亿元，利润总额3.85亿元。

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CP002”于2017年7月14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 公司存续短期融资券概况（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CP002	10	10	2017/07/14	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

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增

[1]截至2018年6月底，中海信托已同意将其所持公司18.70%股权全部出售于建材股份，相关工商变更手续尚未完成。

速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易

顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、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，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为 32.5 水泥、42.5 水泥及其他高标号（如 52.5、62.5）水泥等。

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

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。

行业运行状况

从中国水泥的下游消费需求结构来看，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，且其投资情况决定了水泥需求总量，其变动情况决定了水泥需求的变动情况。2017 年，中国 GDP 同比增长 6.9%，经济增速较上年回升 0.2 个百分点，在中国经济呈现新常态的背景下，固定资产投资增速持续放缓，同比增长 7.20%，较 2016 年同期下降 0.9 个百分点，投资增速持续下滑态势未改。

2017 年，水泥需求量较上年略有下滑，全

年中国水泥产量 23.16 亿吨，同比下降 3.61%，为 2015 年后第二次负增长，水泥需求呈逐步下降趋势。2018 年 1~3 月，中国水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，南方启动明显快于北方，同时企业主动作为，通过季节性淡季生产调控，产能呈现较大幅度下降，中国水泥产量 3.76 亿吨，较 2017 年同期下降 4.51%。

2017 年，全国水泥累计产量 23.16 亿吨，同比下降 3.61%，为 2015 年后第二次负增长，各区域水泥产量均呈现不同幅度的回落，其中华北和东北地区降幅较大，同比分别下降 22.54%和 15.08%。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；6~7 月，受南方地区进入梅雨季节、农忙及高温天气等淡季因素影响，下游需求疲弱，水泥产量同比增速有所回落；进入 8 月，随着天气状况好转，水泥需求出现超预期萎缩，导致累计增速由正转负；9~10 月，受假期和将于影响，各区域水泥需求恢复具有一定差异，大部分地区以继续推涨价格为主；进入 11 月，北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季，加之下游工程赶工，需求集中释放，南方局部区域因环保和能耗压力生产阶段性受限；12 月中下旬，北方地区进入淡季，供需停滞。2018 年一季度，水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，主要系北方地区两会期间安全督查及环保检查较为严格，同时下游原材料价格处于高位，影响开工进度，南方市场表现相对较好，与上年同期持平。2018 年 1~3 月，全国水泥产量 3.76 亿吨，同比下降 4.51%。

2017 年，在水泥行业面临国家严格限制新增产能、提高行业准入门槛以及环保督查等背景下，尽管缺乏行政化去产能的手段，全国整体水泥产能首次呈下降趋势。据 Wind 资讯统计，2017 年全国水泥熟料生产线 1715 条，较 2016 年净减少 54 条，其中新增投产水泥熟料生产线共有 13 条，其中新增设计产能 0.20 亿吨；全国水泥熟料总设计产能 18.20 亿吨，较 2016 年净减少 0.10 亿吨。2017 年，全国累计销售水泥 23.08 亿吨，较 2016 年下降 1.67%，产销率达 99.90%，较 2016 年上升 1.90 个百分点。截至 2017 年底，水泥行业库存量处于历史低位。

2017 年，全国水泥均价呈现持续上涨态势，尤其是进入 8 月份旺季以来，各区域水泥均价均呈现加速上涨趋势，至 2017 年底，水泥价格涨至历史高位水平，全国 PO42.5 散装水泥均价由年初的 310 元/吨上升至 458 元/吨，涨幅达 47.74%。2018 年一季度，尽管处于行业淡季，水泥均价略有回调，环比逐月回落，但得益于错峰生产和行业自律，全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，水泥价格远高于上年同期水平。截至 2018 年 3 月底，全国 PO42.5 散装水泥均价为 401 元/吨，较年初小幅下降 57 元/吨。

总体看，水泥行业供给侧改革缺乏行政化手段，主要依靠于行业自律、环保限产等相对温和的方式来压缩过剩产能，产能缩减速度可能较为缓慢，同时需求端支撑较弱，未来一段时间内，行业供需矛盾仍然存在。

上游原材料

煤、电成本在水泥熟料生产成本中占比达 60%左右，煤炭、电力价格变化对水泥成本影响大。煤炭价格方面，进入 2017 年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，2017 年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自 2017 年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势。煤炭价格的上升大部分会转嫁到水泥价格上，但会有一定时间上的滞后，而单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，煤价上升带来的成本上升幅度较小，中、小规模企业则面临一定的成本压力。电价方面，主要执行上网电价和一般工商业销售电价，国内水泥行业为了节约用电成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完成低温余热

发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供一定比例的用电。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。

行业政策

环保方面，从 2016 年 1 月中央环保督察在河北省开展试点，至 2017 年中央环保督察已进行了四批，实现了对全国 31 省份的全覆盖。2017 年 3 月，国家环保部、发改委、财政部、能源局联合发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，加大京津冀及周边地区大气污染治理力度，要求京津冀及周边 2+26 个城市水泥行业采暖季继续全面实行错峰生产。11 月，工信部和环保部发布《关于“2+26”城市部分工业行业 2017~2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》，提出水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季节按照《工业和信息化部环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。

去产能方面，2017 年 12 月，中国水泥协会印发《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》，该报告提到三大目标，首先，三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%；其次，前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70%以上，水泥产能集中度达到 60%。力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%；第三，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，2017 年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2018 年上半年正式启动运行去产能机制，力争在 10 个省区组建水泥投资管理公司，形成去产能的有效机制。

《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》确定了 2018 年、2019 年和 2020 年的目标任务，具体看，2018 年，全国范围内将完成压减熟料产能 13580 万吨，将关闭水泥粉磨站企业 210 家；并且将力争于 2018 年上半年实现全面停止生产 32.5 强度等级水泥产品。

2019 年，全国范围内压减熟料产能 11640 万吨，关闭水泥粉磨站企业 150 家。企业兼并重组方面，前 10 家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到 62%以上，水泥产能集中度达到 50%以上。在 5 个省区内，前 2 家大企业实际控制熟料产能达到 65%，此外，在全国 100 万以上人口规模、具有水泥窑的城市有 50%开展水泥窑协同处置。

2020 年，全国范围内压减熟料产能 14050 万吨，压减水泥粉磨站企业 180 家。企业集中度方面，前 10 家大企业集团熟料产能集中度达 70%，水泥产能集中度达到 60%。

未来发展

2017 年，随着水泥行业自律和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度大，水泥价格和水泥行业景气度有所回升，盈利能力有所增强，北方地区水泥企业盈利水平整体仍弱于南方，区域内企业分化加剧。展望 2018 年，基建投资虽有望保持较高增速但房地产投资增速回调可能性大，水泥需求预计以企稳为主；供给侧改革背景下，错峰生产、行业集中度提升以及行业自律的有望继续推进，水泥价格有望保持高位运行。

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。

2017年，四川省、贵州省、云南省和重庆市GDP增速分别为8.1%、10.2%、9.5%和9.3%。同期全国GDP增速为6.9%。西南地区三省一市经济快速发展且增速高于全国平均水平。

2017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10.6%、20.10%、18.0%和9.5%；同期全国固定资产投资增速为7.2%。西南地区固定资产投资高位增长。

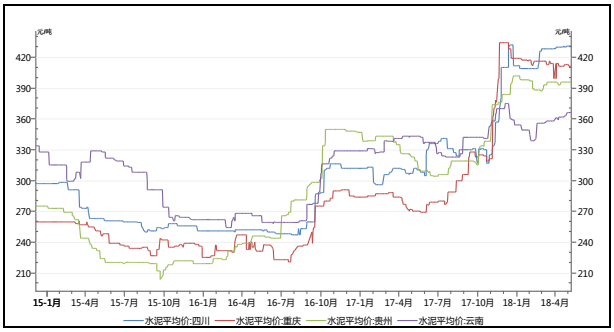
2017年，贵州省全年基础设施完成投资基础设施投资6757.29亿元，比上年增长25.5%，

房地产开发完成投资2201.00亿元，比上年增长2.4%；重庆市全年完成投资基础设施建设投资5659.12亿元，增长15.8％，房地产开发完成投资3980.08亿元，比上年增长6.8%；云南省交通运输、仓储及邮政业完成3718.24亿元，增长45.2%；水利、环境和公共设施管理业完成3035.39亿元，增长50.1%；房地产开发完成投资2786.25亿元，增长3.6%。四川省房地产开发投资完成额为5149.9亿元，比上年下降2.5%。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，2017年以来，公司所在西南地区贵州、重庆和云南基建投资快速增长，房地产投资除四川外，增速有所回升。

2017年，公司所在地区水泥市场整体需求平稳、供需矛盾和市场竞争有所缓解、水泥价格回调的整体态势。

2017年西南地区中贵州水泥产量增速较快，同比增长8.20%，重庆和云南水泥产量与2016年基本持平，分别增长0.90%和2.80%，四川受固定资产同比下滑影响，产量同比下降4.00%。从产能看，2017年西南地区新增熟料产能主要位于贵州；同时，受水泥行业环保限产和去产能政策的影响，西南区域熟料产能整体呈现下降趋势，云南、四川和重庆产能有所下降，贵州省熟料产能有一定增长，西南地区熟料产能约下降1000万吨左右。

图1 西南地区水泥平均价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

水泥价格方面，2017年西南地区水泥平均价格同比增长幅度较大，以P.O42.5水泥均价为例，西南地区2017年涨幅为20.22%，仅次于华东和西北地区，截至2017年12月29日，西南地区P.O42.5水泥均价437.00元/吨。

政策方面，2017年四川省环境治理力度加大，冬季所有水泥熟料生产线实施错峰生产；贵州、云南也加大了对水泥企业能耗、排放情况的检查和整改力度，虽然错峰生产的举措一定程度上限制了水泥企业产能的发挥，但对于平衡市场供需、加速落后产能的市场化出清带来了积极影响。

随着党中央提出2020年全面实现脱贫的战略目标，基建相对薄弱的西南地区未来基础设施建设需求仍较高。公司所在三省一市制定的“十三五”脱贫攻坚规划中，均对扶贫搬迁、农村基础设施提出了明确要求和政策支持，比如贵州省出台的《贵州省农村“组组通”公路三年大决战实施方案（2017—2019年）》；四川省2018年交通确保完成投资1300亿元以上，2018年交通建设扶贫专项计划完成投资535.2亿元，其中267亿元投向深度贫困县；云南省印发《云南省2018年“四个一百”重点建设项目计划》通知，项目涵盖综合交通、能源、水利等基础设施，八大重点产业，新型城镇化、教育、文体、卫生等民生改善，资源节约和环境保护等，计划安排重点项目1000项，总投资5万亿元。加之西南地区作为“一带一路”战略的重要对外发展门户，交通建设仍是未来区域投资重点。预计西南地区水泥需求仍然较为旺盛。

总体来看，2017年以来公司主要布局的西南地区水泥需求保持平稳，价格继续回升。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有望增加。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 100 亿元，其中建材股份持股 70.00%（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 2018 年 3 月底，建材股份水泥产能约为 4.13 亿吨/年。建材股份于 2018 年 5 月完成了对中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）的换股吸收合并，建材股份水泥总产能达到 5.3 亿吨以上，水泥产能全国布局进一步完善。

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 2018 年 3 月底，公司作为西南地区最大的水泥生产集团，水泥产能达 1.23 亿吨，在西南地区区域综合产能、产销率占比排名中均居首位。公司相继在四川、云南、贵州、重庆组建了区域公司，截至 2017 年底，这四家区域公司产能占比分别为 36.3%、22.0%、32.1%和 18.5%，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、在部分市场控制力一般。

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 2017 年底，建材股份对公司资金拆借余额 205 亿元，公司将其计入“其他应付款”科目，另外建材股份就公司 119 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 2017 年底，公司下属 35 家成员企业享受资源综合利用增值即征即退优惠政策，57 家成员企业按 15%的优惠税率缴纳企业所得税。2015~2017 年，公司所获增值税退税金额分别为 1.11 亿元、1.15 亿元和 1.57 亿元。财政补贴方面，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。

2015~2017 年，公司获得的政府补助收入分别为 2.64 亿元、1.78 亿元和 2.08 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。

4. 环保水平

公司依靠技术进步、严格管理和大力推行清洁生产，全部采用配备新型干法技术，利用余热发电、加强窑系统密封工作等手段，充分利用烟气余热，节能减排，使所有生产线污染物排放达标或优于国家标准。

七、管理分析

跟踪期内，由于中海信托已同意将其所持公司 18.70%股权全部出售于建材股份，原中海信托委派的董事周子荷女士不再担任公司董事。跟踪期内，公司治理结构、管理制度无重

大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是建材股份旗下水泥板块的核心企业之一，主要从事水泥的生产和销售业务；此外，公司还有少量水泥下游商品混凝土业务收入。2015~2017 年，受水泥行业景气度波动影响，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长 8.69%。2017 年以来，受水泥价格回升和公司水泥销量增长因素影响，公司主营业务收入规模同比大幅增长 18.39%至 224.57 亿元。分板块来看，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，2017 年公司水泥业务实现收入 220.59 亿元，同比增长 18.31%；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 2017 年主营业务收入中占比分别为 33.28%和 59.19%，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。2015~2017 年，公司商品混凝土业务分别实现收入 2.65 亿元、3.23 亿元和 3.98 亿元，在主营业务收入占比很小。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司水泥业务毛利率有所下降，分别为 29.90%、29.62%和 27.51%，主要受原材料煤炭价格增幅大于水泥价格增幅影响，但仍维持在行业较高水平，其中 P.O 42.5 水泥毛利率走势与 P.C32.5 和 P.O52.5 水泥有异主要系 P.O 42.5 水泥销售对象以大客户为主，调价滞后于其他类水泥所致。近三年公司商品混凝土业务毛利率水平波动上升，2017 年为 34.17%。2015~2017 年，公司主营业务毛利率分别为 29.94%、29.80%和 27.63%。

表 2 公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	收入	占比	毛利率
一、水泥	187.44	98.61	29.90	186.45	98.30	29.62	220.59	98.23	27.51	53.83	98.22	31.80
P.C 32.5	72.31	38.04	31.22	71.66	37.78	32.89	74.75	33.28	33.99	16.79	30.63	38.38
P.O 42.5	97.39	51.23	31.75	106.31	56.05	28.04	132.93	59.19	24.92	33.60	61.30	28.69
P.O 52.5	13.26	6.98	12.99	4.02	2.12	19.29	4.63	2.06	25.47	1.97	3.60	36.48
熟料	4.48	2.36	18.51	4.46	2.35	23.94	8.28	3.69	11.65	1.48	2.70	21.32
二、商品混凝土	2.65	1.39	32.42	3.23	1.70	40.25	3.98	1.77	34.17	0.97	1.78	27.91
合计	**190.09**	**100.00**	**29.94**	**189.68**	**100.00**	**29.80**	**224.57**	**100.00**	**27.63**	**54.81**	**100.00**	**31.73**

资料来源：公司提供

注：各项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 54.81 亿元，同比增长 27.53%，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 31.73%，同比上升 5.10 个百分点，主要是水泥价格上涨所致。

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 年以来，产能未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司水泥年产能 12281 万吨，熟料年产能 9025 万吨，水泥产能在西南地区区域产能占比达 31%；公司共拥有 113 条水泥生产线和 10 个粉磨站，其中 7500t/d 水泥熟料生产线 1 条，5000t/d 水泥熟料生产线 12 条，4000~4500t/d 水泥熟料生产线 3 条，3200t/d 水泥熟料生产线 13 条，2500t/d 水泥熟料生产线 84 条，2500t/d 水

泥熟料生产线数量较多。

公司业务范围主要位于四川省、云南省、贵州省和重庆市。2017 年底，公司在上述“三省一市”区域产能占有率分别达到了 36.3%、22.0%、32.1%和 18.5%，较 2016 年变化不大。

公司水泥产品型号以 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。

2015~2017 年，公司水泥产量不断增长，年均复合增长率为 7.79%，2017 年为 8598.66 万吨，同比增长 0.96%。2017 年公司熟料产能利用率为 78.94%[2]，水泥产能利用率为 75.57%，分别较 2016 年水平上升 2.06 个和 3.72 个百分点，主要是受益于近年来水泥行业市场规范性的提高，以及公司生产线较为分散且能耗排放均较低，在各地因环保原因要求停产的外部环境下，可灵活调节生产，保供能力凸显，产能得以发挥。2018 年 1~3 月，公司水泥产量 1736.77 万吨，为 2017 年全年产量的 20.20%，同比增长 1.29%。

表 3 公司水泥产量情况（单位：万吨）

产品	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
P.C32.5	3507.59	3587.67	3109.66	554.46
P.O42.5	4164.49	4753.94	5314.28	1140.95
P.O52.5	305.24	175.70	174.72	41.35
水泥合计	**7977.31**	**8517.31**	**8598.66**	**1736.77**
熟料	**5790.62**	**6086.67**	**6353.40**	**1332.51**

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，2017 年为 61.80%；同期，P.C32.5 水泥产量占公司水泥总产量的 36.16%，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和掺加的混合材占比不同，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，合计超过生产成本的 60%。2017 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 4 公司原材料采购量及采购价格

（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
煤炭	采购量	848.71	954.75	971.55	199.83
	采购均价	411.38	451.24	660.01	667.99
石灰石	采购量	7594.57	7992.99	8391.06	1926.18
	采购均价	18.53	18.53	17.31	19.77

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

[2] 熟料和水泥产能利用率考虑了停产检修因素，与产量/设计产能计算数据有所差异。

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。2017 年，公司共采购煤炭 971.55 万吨，同比增长 1.76%；采购均价为 660.01 元/吨，同比大幅增长 46.27%。2018 年 1~3 月，煤炭价格大幅增长，公司煤炭采购均价为 667.99 元/吨，采购量为 199.83 万吨，为 2017 年全年的 20.57%。

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。2017 公司石灰石自给比例约为 68%，保证了原材料的稳定供应。2017 年公司采购石灰石共 8391.06 万吨，同比增长 4.98%；采购均价 17.31 元/吨，同比下降 6.58%。2018 年 1~3 月，公司采购石灰石共 1926.18 万吨，占上年采购量的 22.96%；采购均价上升至 19.77 元/吨，主要系石灰石市场价格受矿山治理影响有所上升所致。

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。2017 年，公司外购电力 53.08 亿度，综合电价 0.47 元/度，较 2016 年有所下降。2018 年 1~3 月，公司外购电量 11.20 亿度，综合电价为 0.51 元/度，电价有所上升。目前，公司水泥生产所需电力中外购电力占比为 60%~70%，余热发电占比为 30%~40%；平均每吨熟料发电量在 32-33 度，余热发电成本为 0.155 元/度，余热发电技术推广有效降低公司水泥生产成本。

2017 年，公司水泥平均生产成本为 180.5 元/吨，单位成本较 2016 年增加约 30 元，主要系煤炭、配料价格上升和高标号产品占比升高所致公司生产成本中煤炭、石灰石、电力约分别占 41%、9%和 17%。2018 年 1~3 月，公司吨水泥平均生产成本进一步上升至 206.5 元/吨，主要系煤炭、电力、石灰石价格均有一定上涨。

2018 年以来，公司煤炭采购价格继续维持高位，其他主要生产原材料价格均有上涨，对公司生产成本控制造成一定压力。

产品销售

2015~2017 年，公司水泥和熟料销售总量持续增长，年均复合增幅为 8.39%，2017 年同比增长 1.58%，分别实现水泥销售量 8506.12 万吨、熟料销量 362.49 万吨；公司水泥销售均价波动增长，2017 年均价为 249.59 元/吨，同比增长 16.74%。2018 年 1~3 月，公司水泥销量 1727.64 万吨，同比变化不大，销售均价回升至 303.05 元/吨，较 2017 年全年均价增加 53.46 元/吨。

表 5　近年来公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
水泥	销售量	7953.9	8512.14	8506.12	1727.64
	销售均价	230.03	213.80	249.59	303.05
熟料	销售量	228.21	218.21	362.49	57.17
	销售均价	196.18	204.53	228.53	258.45

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，2017 年四川区域销售收入占公司销售总收入的 31.37%，云南区域占 19.92%，贵州区域占 33.02%，重庆区域占 11.93%。从销售均价看，贵州地区销售价格最高，2017 年均价为 267.44 元/吨；其次是云南，全年均价为 256.58 元/吨；四川、重庆地区价格接近，全年均价分别为 234.12 元/吨和 236.22 元/吨。2017 年公司在四

川、云南、贵州和重庆的市场占有率分别为23.0%、18.8%、29.4%和 21.0%，除重庆市场外略低于产能占有率。跟踪期内，公司整合了四川和重庆地区销售团队，重庆地区市场占有率明显上升，贵州村村通项目与公司合作良好，贵州地区市场占有率同比上升 6.9 个百分点。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。

表 6　公司水泥各区域产能、市场占有率

（单位：%）

区域	2015 年	2016 年	2017 年
产能占有率			
四川	36.5	36.3	36.3
云南	23.1	22.0	22.0
贵州	32.1	32.1	32.1
重庆	18.5	18.5	18.5
市场占有率			
四川	22.9	24.4	23.0
云南	15.3	17.4	18.8
贵州	20.1	22.5	29.4
重庆	14.3	12.7	21.0

资料来源：公司提供

表 7　公司各区域 2017 年水泥销售情况

水泥		2017 年
销量（万吨）	四川	2955.37
	云南	1712.66
	贵州	2723.91
	重庆	1114.18
销售额（万元）	四川	691916.87
	云南	439437.64
	贵州	728482.09
	重庆	263195.14
平均销售单价（元/吨）	四川	234.12
	云南	256.58
	贵州	267.44
	重庆	236.22

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。2017 年，公司重点工程中标率保持高水平，对重点工程的销售量占比为 21.36%，占比进一步上升；对民用市场的销售量占 56.18%；对搅拌站的销售量占比 22.47%。2018 年 1~3 月，重点工程销量占比基本持平，搅拌站销量占比增加至 27.12%，民用市场销量占比减少至 51.31%。同期，公司中标的重大工程包括：昭通至乐山高速公路、康新高速、仁沐新高速、九绵高速、云南机场北高速、成都地铁项目、溪洛渡水电站、叙永至毕节铁路（川滇段）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。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，跟踪期内，川渝西南通过组建大成都营销中心试点后，完成推行德绵营销中心，即将开展渝东、渝西、广巴、泸宜、乐雅等营销中心模式整合，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。

整体来看，跟踪期内，随着水泥行业景气度回升，公司水泥类产品销量、销价均有增长；在加大环境治理力度背景下，公司凭借规模、管理和环保优势，保供能力凸显，产能发挥率有望进一步提高。

3. 在建工程

目前公司在拟建项目主要包括遵义赛德异地搬迁项目 5000T 熟料生产线和巴塘卓帆水泥有限公司 2500t/d 熟料生产线项目，其余为矿山和技改工程，项目总投资 21.02 亿元，其中自有资金计划 11.95 亿元，截至 2018 年 3 月底已到位自有资金 8.95 亿元；截至 2018 年 3 月底，在建项目已投资 7.68 亿元，待投资规模 13.34 亿元，2018~2019 年分别计划投资 5.60 亿元和 7.30 亿元，整体投资压力不大。

根据遵义政府要求企业搬迁的决定，公司为优化产能提升竞争能力，通过产能置换，决定异地搬迁重建 5000 吨生产线，各项手续批复、施工进度一切按计划有序推进，并已于 2018 年开工建设，预计 2019 年 6 月建成，项目取得贵州省经济和信息化委员会审批，批复文号黔经信原材料(2016)40 号，正在进行项目建设工作，截至 2018 年 3 月底已投资 1.97 亿元。

巴塘卓帆水泥有限公司 2500t/d 熟料生产线项目于 2011 年取得四川省发改委审批，批复文号川发改产业【2011】785 号，公司目前重新启动与当地政府积极推进土地及选址问题协商，土地权证等事项在协商办理过程中，预计 2019 年进入实质性建设阶段。

表 8　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目　（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	其中：自有资金	资金来源	已投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
1	遵义赛德异地搬迁项目 5000T 熟料生产线	10.57	5.00	对外借款、股东借款、政府补偿	1.97	4.72	3.80
2	巴塘卓帆水泥有限公司 2500t/d 熟料生产线	4.50	1.00	对外借款、股东借款	0.94	0.20	3.00
3	四川江油国大骨料生产线技改工程	0.29	0.29	股东借款	0.02	0.27	0.00
4	北川中联水泥有限公司矿山项目	1.16	1.16	对外借款、股东借款	0.85	0.10	0.21
5	重庆万州西南石灰石矿山扩大生产规模及调整矿区范围工程	0.37	0.37	对外借款、股东借款	0.07	0.15	0.15
6	利森集团水泥有限公司矿山项目	2.00	1.99	对外借款、股东借款	1.99	0.01	0.00
7	达州利森皮带廊建设项目	1.69	1.69	对外借款、股东借款	1.56	0.05	0.07
8	贵州沿河西南水泥有限公司石灰石矿山工程	0.44	0.44	股东借款	0.27	0.10	0.07
合计		**21.02**	**11.95**	--	**7.68**	**5.60**	**7.30**

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数波动下降，2017 年为 8.24 次；同期存货周转次数持续上升，2017 年为 4.69 次；总资产周转次数小幅上升，2017 年为 0.31 次。总体看，公司经营效率处行业正常水平，2017 年有所改善。

5. 其他重要事项

建材股份收购中海信托所持公司股份

根据建材股份 2018 年 6 月 20 日的公告，建材股份与中海信托及公司订立协议，建材股份同意收购中海信托持有公司的 18.70%股权。本次收购事项完成后，建材股份持有公司股权比例将由 70.00%增加至 88.70%，公司控股股东和实际控制方不发生变化。截至本报告出具日，建材股份已支付全部股权收购款，相关工商变更手续尚未完成。

建材股份吸收合并中材股份

2016 年 9 月，包括建材股份在内的多家上市公司发布公告，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”）[3]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（中建材集团和中材集团）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

[3]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。

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。H 股换股（即向中材股份换股股东发行及寄发中建材股份 H 股证书）及非上市股换股（即向中材股份换股股东发行的中建材股份非上市股的股份登记）已于 2018 年 5 月 2 日完成。

总体看，本次吸收合并为“两材合并”（中国建材集团有限公司与中国中材集团有限公司）下两家香港上市公司的整合，有利于实现强强联合、优势互补以及资源优化配置，从而进一步提升建材股份在全球建材行业的竞争力。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股份水泥业务的重点发展地区，吸收合并对公司业务的直接影响较小。

东方红公司诉讼事项

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”）。截至2017年底，法院已冻结西南水泥银行存款11424.31 万元，公司支付执行款1979.40 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判决向最高人民法院申请再审（以东方红公司及其股东违约为由对东方红公司及其股东提起诉讼和仲裁程序，追讨有关诉讼造成的损失），并于2015年1月9日收到受理通知。2016年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，其他地方法院也已参照最高院判决结论对受理的案件进行改判，目前已改判近158起案件，尚有近2起案件正在等待法院出具判决书。目前公司已积极对接地方法院，并准备材料申请执行回转，全力挽回损失。联合资信将持续关注案件审理情况。

6. 未来发展

未来三年，公司将坚持“效率优先、效益优先、主业突出专业化、精细精简精干、价本利、整合优化、数字化”的经营原则，以“提质增效、资源优化整合、创新转型升级”为核心任务，努力打造具有突出核心竞争力的西南区域一流水泥集团。总体工作思路是：优化四川、提升重庆，振兴川渝；深耕云南、细作贵州，做强云贵。具体措施包括：实施资源整合，优化产能布局，完成矿山增量；扩大业务范围，推动业务结构向高端化、绿色化、一体化转型，合理布局骨料业务，择机进入水泥制品市场；精简法人企业和管理机构，加快小区域运营管理模式建设和实施，提高集团化管控效率；加快低效无效资产处置和存量资产盘活，完成僵尸特困企业处置，提升综合运营质量；去库存、去杠杆（降低资产负债率），减少应收账款，降低财务成本和风险；坚持市场协同、立体竞合原则，实施稳价、保量策略，维持健康的量价关系、维护有序的市场秩序；实施精细化、智能化、绿色化、高端化技术改造，逐步完成工艺升级；实施精细管理、精益生产，强化基础管理和风险管控；加大人力资源储备，创新人才培养、激励和进出机制；将党建工作与经营管理、公司治理、企业文化相结合；提高企业运行效率和资本运行质量，为股东创造更好的投资回报。公司的发展计划较为可行。

九、财务分析

公司提供了2015~2017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2018年一季度财务数据未经审计。

2017年，石家庄嘉华特种水泥有限责任公司由于清算注销等原因不再纳入公司合并范围，截至2017年底，公司纳入合并范围子公司共113家。近年来公司合并范围的变化对财务数据可比性影响不大。

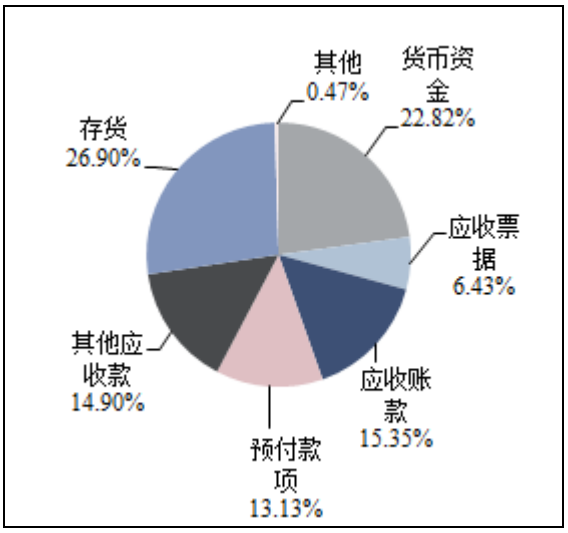
截至2017年底，公司合并资产总额为705.43亿元，所有者权益合计为130.24亿元（含少数股东权益5.34亿元）。2017年，公司实现营业收入225.97亿元，利润总额12.06亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额为712.93亿元，所有者权益合计为133.15亿元（含少数股东权益5.44亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入55.58亿元，利润总额3.85亿元。

1. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额保持相对稳定，年均复合变动率为-1.77%。截至2017年底，公司资产总额705.43亿元，同比下降4.44%。从资产构成来看，流动资产占18.34%，非流动资产占81.66%，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。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2015~2017 年，公司流动资产有所波动，年均复合变动率为-0.74%。截至 2017 年底，公司流动资产 129.40 亿元，同比下降 12.32%，下降主要来源于货币资金。从构成来看，货币资金占 22.82%，应收账款占 15.35%，预付款项占 13.13%，其他应收款占 14.90%，存货占 26.90%。

2015~2017年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长率为9.05%。截至2017年底，公司货币资金同比下降33.65%至29.53亿元，主要系债务偿还导致；从构成看，银行存款占52.59%，其他货币资金占45.38%，此外还有少量库存现金。截至2017年底，公司受限货币资金14.34亿元，主要为承兑汇票、保函保证金等，受限资金占比较高，对资产流动性有一定影响。

2015~2017年，公司应收账款波动中有所增长，年均复合增长6.66%。截至2017年底，公司应收账款原值为21.51亿元，计提坏账准备1.66亿元（计提比例为7.70%），年末应收账款净值为19.86亿元，较2016年底下降5.80%。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98.42%）中，1年以内占52.65%，1~2年占28.32%，2~3年占15.15%，3年以上的占3.88%，公司应收账款综合账龄较上年有所上升。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款，近三年不断下降，年均复合下降14.97%。截至2017年底，公司预付款项为16.99亿元，同比下降6.99%。

2015~2017年，公司其他应收款有所下降，年均复合下降8.54%。截至2017年底，公司其他应收款账面原值为21.86亿元，计提坏账准备2.58亿元（计提比例为11.79%），年末其他应收款净值为19.28亿元，较2016年底下降6.79%。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6.93亿元（占31.70%），坏账计提比例为1.70%；按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为10.66亿元（占48.76%），坏账计提比例为20.43%；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4.27亿元（占19.54%），坏账计提比例为6.59%。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29.54%，1~2年占24.82%，2~3年占19.66%，3年以上占25.98%。2017年底公司其他应收款减少主要系清算了被收购企业重组前应收原股东及其关联方的往来款所致。其他应收款主要为公司关于被收购企业重组前应收原股东及其关联方的往来款、以下游客户名义代为向包装商和运输商支付的包装费、运输费等相关费用、以及一部分与中国建材系统内公司的临时往来款。整体来看，公司其他应收款坏账计提比例较高，形成的原因较为复杂，未来回收具有一定的不确定性。

2015~2017 年，公司存货有所下降，年均复合下降 5.03%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 34.81 亿元，同比下降 5.48%。从构成来看，公司存货主要包括原材料（占 57.34%），自制半成品及在产品（占 14.68%），库存商品（占 21.42%），周转材料（占 6.58%）等。公司经营以销定产，存货余额中原材料占比较大，原材料主要为煤炭、石灰石、石膏、粉煤灰等混合材。公司对原材料和库存商品计提了跌价准备，计提率分别为 0.04%和 0.11%。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。

2015~2017年，公司非流动资产保持相对稳定，年均复合变动率为-2.00%。截至2017年底，公司非流动资产为576.04亿元，同比下降2.48%。从构成来看，非流动资产以固定资产（占55.67%），在建工程（占5.93%），无形资产（占7.39%）和商誉（占27.85%）为主。

2015~2017年，公司固定资产保持相对稳定，年均复合变动率为-0.81%。截至2017年底，公司固定资产原值为448.90亿元，累计折旧124.16亿元，提取减值准备4.07亿元，固定资产账面净值为320.67亿元，较2016年底下降2.05%，主要系折旧计提所致。从固定资产净值构成来看，包括房屋及建筑物（占52.99%）、机器设备（占45.98%），其余为运输工具和办公及电子设备。

2015~2017年，公司在建工程快速下降，年均复合下降19.04%，主要系技改项目转入固定资产所致。截至2017年底，公司在建工程账面余额35.38亿元，计提减值准备1.20亿元，年末在建工程账目价值34.18亿元，同比下降17.29%。

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2017年底，公司无形资产原价53.95亿元，累计摊销11.00亿元，计提减值准备0.37亿元，年末无形资产账面价值合计42.58亿元，同比下降0.76%，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76.35%，采矿权占22.14%。

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。2015~2017年，公司商誉分别为159.72亿元、160.45亿元和160.45亿元，年均复合变化率为0.23%。截至2017年底，公司累计计提0.80亿元的商誉减值准备。整体看，公司商誉减值准备计提比例一般，且公司商誉规模在资产总额中占比较高，联合资信将持续关注公司商誉减值风险。

截至2017年底，公司受限资产账面价值合计90.17亿元，占公司资产总额的12.78%，受限比例较低。公司受限资产包括14.34亿元货币资金和75.83亿元固定资产。

截至2018年3月底，公司资产总额712.93亿元，较2017年底增长1.06%，主要来自货币资金的增加；流动资产占19.70%，非流动资产占80.30%，流动资产比重较上年末有所上升，但公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2018年3月底，公司流动资产合计140.47亿元，较2017年底增长8.56%，主要来源于2018年一季度公司经营获现情况良好带来的货币资金增长；

截至2018年3月底，公司非流动资产为572.46亿元，较2017年底下降0.62%，主要系计提固定资产折旧所致。

总体看，跟踪期内受债务偿还和固定资产折旧影响，公司资产规模小幅下降。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

2015~2017年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合变动率0.24%。截至2017年底，公司所有者权益为130.24亿元，同比增长1.97%，主要来自未分配利润的增加。从所有者权益构成来看，实收资本占76.78%，未分配利润占16.69%，盈余公积占2.42%，少数股东权益占4.10%。

2015~2017年，公司未分配利润分别为21.17亿元、19.50亿元和21.74亿元，2016年下降主要系向股东分配6.62亿元股利所致。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计133.15亿元，较2017年底增长2.23%，主要系未分配利润增长所致。公司所有者权益结构稳定性较强。

负债

2015~2017年，公司负债总额分别为601.53亿元、610.51亿元和575.19亿元，年均复合下降2.21%。从构成上看，近三年流动负债占比分别为80.72%、86.12%和86.84%，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。

2015~2017年，公司流动负债有所波动，年均复合变动率为1.43%。截至2017年底，公司流动负债499.50亿元，同比下降4.99%，主要来自应付票据、其他应付款、其他流动负债和一年内到期非流动负债的下降。从构成上看，流动负债中短期借款占22.39%，应付票据占6.60%，其他应付款占44.16%，一年内到期的非流动负债占5.71%，其他流动负债占13.97%。

2015~2017年，公司短期借款分别为94.81亿元、107.33亿元和111.86亿元，年均复合增长8.62%。截至2017年底，公司短期借款以保证借款为主。2015~2017年，公司应付票据不断下降，年均复合下降12.80%。截至2017年底，公司应付票据为32.97亿元，同比下降15.94%，全部为银行承兑汇票。

2015~2017年，公司其他应付款分别为213.36亿元、233.26亿元和220.56亿元，年均复合变动率1.67%。公司其他应付款主要是拆借款。2017年底公司其他应付款中应付股东建材股份的资金拆借款205亿元，占比约为93%。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债28.53亿元，其中一年内到期的其他长期负债年末余额为0.11亿元，一年内到期的长期应付款28.42亿元。

截至2017年底，公司其他流动负债余额为69.80亿元，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”、“17西南水泥CP001”、“17西南水泥CP002”、“17西南水泥CP003”、“17西南水泥SCP001”、“17西南水泥SCP003”、“17西南水泥SCP004”和“17西南水泥SCP005”，本报告将应付短期债券金额计入调整后短期债务及相关指标中核算。

2015~2017年，公司非流动负债快速下降，年均复合下降19.23%，主要来自长期借款和长期应付款的减少。截至2017年底，公司非流动负债75.68亿元，同比下降10.71%。从构成上看，长期借款占40.56%，长期应付款占50.39%。

截至2017年底，公司长期借款为30.70亿元，同比增长37.92%。公司长期应付款主要是融资租赁款，截至2017年底，公司长期应付款38.14亿元，同比下降31.72%。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。

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 348.13 亿元、334.55 亿元和 317.00 亿元，年均复合下降 4.58%。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 68.72%、75.16%和 77.09%，短期债务比重快速上升。

2015~2017年，公司资产负债率分别为82.27%、82.70%和81.54%，负债水平偏高。2015~2017年，公司调整后全部债务资本化比率持续下降，三年均值为71.72%，2017年底为70.88%；调整后长期债务资本化比率不断下降，三年均值为38.86%，截至2017年底为35.80%。公司整体债务水平高，其中短期债务比重高。

截至2018年3月底，公司负债合计579.78亿元，较2017年底增长0.80%。从构成上看，流动负债比重继续上升至88.85%。截至2018年3月底，公司流动负债为515.14亿元，较2017年底增长3.13%，主要系一年内到期非流动负债和应付票据增加所致。截至2018年3月底，公司非流动负债为64.64亿元，较2017年底下降10.71%，主要系长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2018年3月底，公司调整后债务总额322.58亿元，较2017年底增长1.76%。从构成来看，调整后短期债务占80.89%，调整后长期债务占19.11%。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2017年底分别下降0.21个百分点、0.10个百分点和4.15个百分点至81.32%、70.78%和31.65%。

跟踪期内，公司债务规模有所下降但债务负担仍较重，短期债务占比继续上升，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仍较差。

3. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合变动率8.42%。2017年公司实现营业收入225.97亿元，同比大幅增长18.02%。

近三年公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长10.30%，营业成本增幅大于收入增幅。2017年公司营业成本为163.39亿元，较2016年增长22.37%，主要系原材料煤炭等价格增长所致。

2015~2017年，公司期间费用保持相对稳定，年均复合变动率为0.29%；公司大力推进渠道建设，导致销售费用近年来有所增长。2017年公司期间费用为48.33亿元，同比下降1.98%，其中财务费用和管理费用有所下降，主要是公司债务规模下降和降本增效措施的推进所致。期间费用占营业收入的比重为21.39%，较2016年下降4.37个百分点，公司期间费用对利润总额侵蚀有所减少。

2017年，公司资产减值损失1.33亿元，主要系计提的坏账损失。2017年，公司其他收益2.08亿元，系公司按照新的会计准则将与日常活动相关的政府补助（资源综合利用增值税返还等）由营业外收入调整至其他收益科目，2016年同口径该类收益为1.78亿元。

2017年，公司营业外收入和支出分别为0.98亿元和1.24亿元，对利润总额影响不大。

2015~2017年，公司利润总额波动增长，年均复合变动率为16.31%，2017年公司利润总额为12.06亿元，同比增长70.20%。

从盈利指标看，2015~2017年公司营业利润率分别为29.46%、29.62%和26.53%；同期净资产收益率分别为4.30%、3.95%和6.62%；总资本收益率分别为6.50%、6.37%和7.24%。

2018年1~3月，公司实现营业收入55.58亿元，同比增长27.27%；受益于水泥价格上升，营业利润率为30.14%，较2017年同期上升4.08个百分点；2018年一季度，公司期间费用为13.44亿元，同比增长17.27%，三类期间费用同比均有增加，期间费用率24.18%，较2017年有所下降；2018年1~3月，公司利润总额为3.85亿元，为2017年同期的7.57倍，为2017全年的31.90%。

跟踪期内，水泥价格回升和期间费用的减少带动公司收入和利润规模大幅增长。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。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入波动中有所增长，年均复合增长 9.85%。2017 年经营活动现金流入量为 267.08 亿元，同比增长 19.90%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 263.53 亿元，收到其他与经营活动有关现金为 1.69 亿元。2015~2017 年，公司现金收入比平均值为 114.97%，2017 年为 116.62%，公司收入实现质量好。2015~2017 年，公司经营活动现金流出年均复合增长 9.69%，2017 年为 227.23 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（175.47 亿元）、支付给职工以及为职工支付的现金（15.18 亿元）、支付各项税费（20.62 亿元）和支付其他与经营活动有关现金（15.96 亿元）。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额不断增长，年均复合增长 10.80%，2017 年为 39.85 亿元。

投资活动现金流方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入规模较小。2015~2017 年，公司投资活动现金流出快速下降，年均复合下降 50.96%。2017 年公司投资活动现金流出 11.56 亿元，较 2016 年下降 22.29%，其中购建固定资产、无形资产支付的现金为 8.52 亿元，取得子公司等支付的现金净额为 3.04 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。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-47.89 亿元、-14.40 亿元和-10.80 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，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入波动中有所增长，年均复合增长 8.02%，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。2015~2017 年，公司控制债务规模，加大了债务偿还力度，筹资活动现金流出快速增长，年均复合增幅 19.61%。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为 12.79 亿元、-9.55 亿元和-41.50 亿元。

2018 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 65.33 亿元，现金收入比较 2017 年进一步上升，为 117.54%；同期公司经营活动现金流量净额 13.10 亿元。2018 年 1~3 月，公司投资活动现金净流出 1.04 亿元。同期，公司筹资活动产生现金流净额为-4.78 亿元。

跟踪期内，公司经营获现能力有所增强，投资活动规模继续减少；公司控制债务规模，筹资活动呈净流出态势，但随着公司产能置换项目的推进以及存量债务到期偿还，仍在一定程度上依赖外部融资。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 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 27.05%、28.07%和 25.90%，速动比率分别为 19.10%、21.06%和 18.94%；2018 年 3 月底流动比率和速动比率分别为 27.27%和 20.54%。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比分别为 6.69%、7.24%和 7.98%。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，2015~2017 年公司 EBITDA 有所波动，年均复合变动率为 1.91%，2017 年为 53.93 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.04 倍、1.97 倍和 2.23 倍；调整后全部债务/EBITDA 分别为 6.70 倍、6.81 倍和 5.88 倍。公司长期偿债指标有所改善，考虑到公司获得股东的大力支持，经营获现能力增强，收入和利润稳步回升，整体偿债能力很强。

截至 2018 年 3 月底，公司在银行共获得授信额度 169.30 亿元，其中已使用授信额度 83.85 亿元，尚余授信 65.45 亿元，间接融资渠道畅

通。

截至 2018 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》(机构信用代码：G1051010104164620C)，截至 2018 年 6 月 21 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

西南区域基建投资对区域水泥需求形成支撑，公司区域水泥龙头企业地位已经形成；在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极强。

十、存续期债券偿还能力

截至 2018 年 3 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），四期超短期融资券“17 西南水泥 SCP003”、“17 西南水泥 SCP004”、“17 西南水泥 SCP005”和“18 西南水泥 SCP001”（发行额度合计 32 亿元），以及“16 西南水泥 PPN001”5 亿元，合计余额 67 亿元，均于一年内到期。

截至 2018 年 3 月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产为 31.80 亿元，是截至 2018 年 3 月底一年内到期债券合计本金的 0.47 倍，是“17 西南水泥 CP002”和“17 西南水泥 CP003”合计本金 20 亿元的 1.59 倍。现金类资产对存续短期融资券的保障能力一般。

2017 年公司经营活动现金流入量对截至 2018 年 3 月底一年内到期债券合计本金的覆盖倍数为 3.99 倍，对“17 西南水泥 CP002”和“17 西南水泥 CP003”合计本金的覆盖倍数为 13.35 倍，2017 年公司经营活动现金流净额对一年内到期债券的覆盖倍数为 0.59 倍，对“17 西南水泥 CP002”和“17 西南水泥 CP003”合计本金的覆盖倍数为 1.99 倍；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。

表9 截至2018年3月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元，倍）

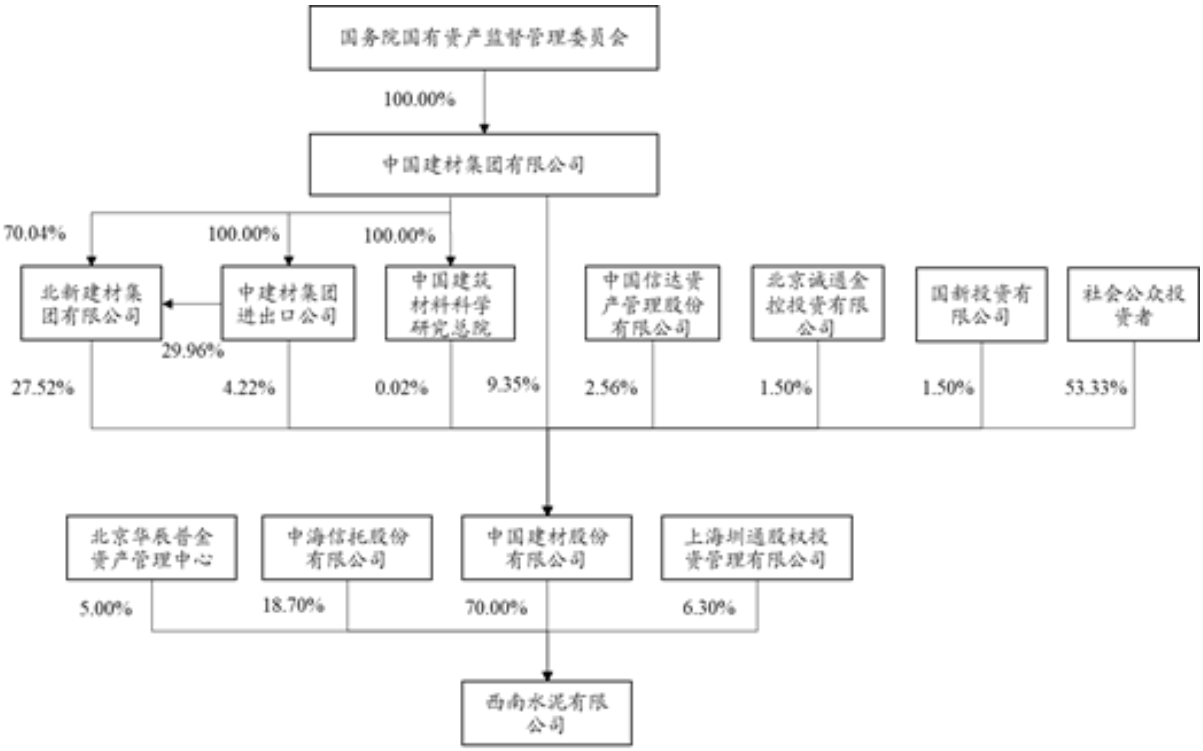
项 目	值
一年内到期债券余额	67.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.47
2017 年经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	3.99
2017 年经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	0.59

资料来源：联合资信整理

十一、结论

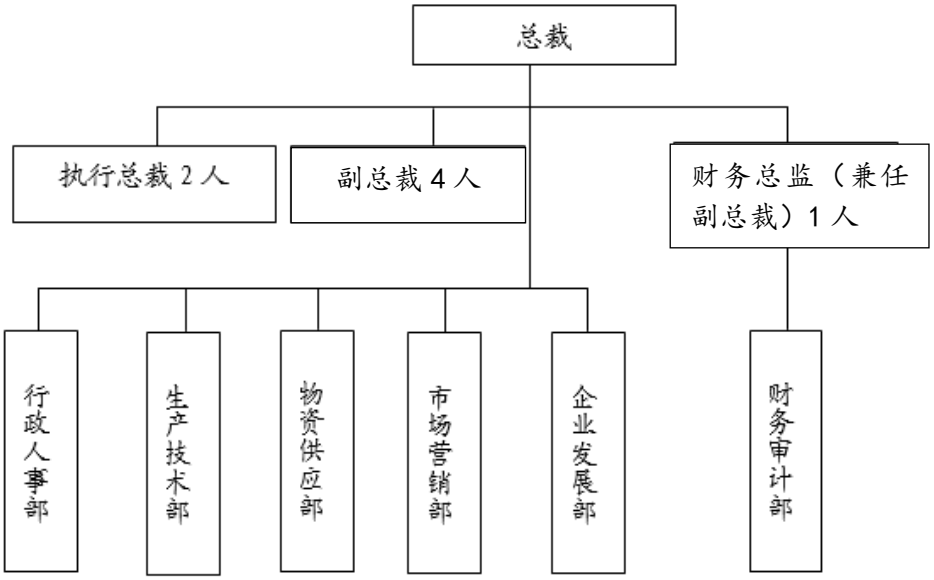
综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由 AA^+调整为 AAA，评级展望为稳定，并维持“17 西南水泥 CP002”和“17 西南水泥 CP003”的信用等级为 A-1。

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 2018 年 3 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%）。截至 2018 年 6 月底，中海信托股份有限公司已同意将其所持西南水泥有限公司 18.70%股权全部出售于中国建材股份有限公司，相关工商变更手续尚未完成。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.35	50.12	37.85	49.26
资产总额(亿元)	731.14	738.23	705.43	712.93
所有者权益(亿元)	129.62	127.73	130.24	133.15
调整后短期债务(亿元)	239.25	251.43	244.36	260.92
调整后长期债务(亿元)	108.88	83.12	72.64	61.66
调整后全部债务(亿元)	348.13	334.55	317.00	322.58
营业收入(亿元)	192.25	191.46	225.97	55.58
利润总额(亿元)	8.91	7.08	12.06	3.85
EBITDA(亿元)	51.93	49.14	53.93	--
经营性净现金流(亿元)	32.46	38.07	39.85	13.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.48	8.04	8.24	--
存货周转次数(次)	3.31	3.63	4.69	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.26	0.31	--
现金收入比(%)	112.88	113.63	116.62	117.54
营业利润率(%)	29.46	29.62	26.53	30.14
调整后总资本收益率(%)	6.50	6.37	7.24	--
净资产收益率(%)	4.30	3.95	6.62	--
调整后长期债务资本化比率(%)	45.67	39.42	35.80	31.65
调整后全部债务资本化比率(%)	72.87	72.37	70.88	70.78
资产负债率(%)	82.27	82.70	81.54	81.32
流动比率(%)	27.05	28.07	25.90	27.27
速动比率(%)	19.10	21.06	18.94	20.54
经营现金流动负债比(%)	6.69	7.24	7.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.04	1.97	2.23	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.70	6.81	5.88	--

注：1、2018 年一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