

信用等级公告

联合〔2019〕2159号

联合资信评估有限公司通过对西南水泥有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西南水泥有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 西南水泥 MTN001”和“19 西南水泥 MTN002”信用等级为 AAA，维持“18 西南水泥 CP001”“19 西南水泥 CP001”和“19 西南水泥 CP002”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十三日



西南水泥有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19西南水泥MTN002	10亿元	2022/7/22	AAA	AAA
19西南水泥MTN001	10亿元	2022/6/17	AAA	AAA
19西南水泥CP002	10亿元	2020/4/15	A-1	A-1
19西南水泥CP001	10亿元	2020/3/11	A-1	A-1
18西南水泥CP001	10亿元	2019/8/24	A-1	A-1

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019年7月23日

财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	50.12	37.85	29.11	59.56
资产总额(亿元)	738.23	705.43	673.39	681.97
所有者权益合计(亿元)	127.73	130.24	148.39	166.01
调整后短期债务(亿元)	251.43	244.36	209.35	206.66
调整后长期债务(亿元)	72.26	68.70	46.94	48.12
调整后全部债务(亿元)	323.69	313.06	256.29	254.78
营业收入(亿元)	191.46	225.97	287.87	60.48
利润总额(亿元)	7.08	12.06	21.59	5.05
EBITDA(亿元)	49.14	53.93	63.47	--
经营性净现金流(亿元)	38.07	39.85	58.29	13.76
营业利润率(%)	29.62	26.53	26.35	29.91
净资产收益率(%)	3.95	6.62	11.91	--
资产负债率(%)	82.70	81.54	77.96	75.66
调整后全部债务资本化比率(%)	71.71	70.62	63.33	60.55
流动比率(%)	28.07	25.90	22.70	25.94
经营现金流负债比(%)	7.24	7.98	12.37	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.59	5.80	2.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.97	2.23	4.04	--

注：1、2019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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对西南水泥有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其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、环保水平和外部支持等方面具备显著优势。跟踪期内，公司水泥类产品销量、售价和产能利用率继续提升，收入及利润水平大幅增长，盈利能力和经营获现能力显著增强，债务规模持续下降。同时，联合资信关注到公司短期债务规模较大以及原材料价格上涨带来成本控制压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营现金流入量对公司的存续期债券的保障能力强。

公司主要布局的西南地区经济保持较快发展，西南区域基础设施建设投资空间广阔，未来水泥需求有望增长；此外，随着环保要求不断提高和错峰生产继续推进，水泥行业集中度有望继续提升，公司在规模、保供能力和营销管理等方面的优势也将更加突出。交银金融资产投资有限公司（以下简称“交银投资”）和农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银投资”）对公司的市场化债转股完成后，公司资本实力有所增强。

综合评估，联合资信确定维持西南水泥有限公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19西南水泥MTN001”和“19西南水泥MTN002”的信用等级为AAA，维持“18西南水泥CP001”“19西南水泥CP001”和“19西南水泥CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 西南地区经济水平保持较快发展，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。

分析师：刘璐轩 李晨

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

2. 公司作为西南地区水泥行业龙头，在产能规模、占有率和环保水平方面均具有很强的竞争优势。
3. 公司作为建材股份在西南区域的经营实体，得到建材股份在资金、人员等方面的重点支持。
4. 跟踪期内，公司的水泥类产品销量、售价持续回升，经营获现能力和盈利水平显著增强。
5. 公司获得交银投资和农银投资20亿元市场化债转股增资，资本实力有所增强。

关注

1. 跟踪期内，煤炭价格维持高位，电力、石灰石等原料价格均有上行趋势，为公司成本控制带来压力。
2. 公司短期债务规模较大，债务结构待优化。
3. 公司资产中高誉占比较大，资产质量受到一定影响。
4. 国家召开水泥行业“反垄断”告诫会，对水泥产品定价或将存在一定的影响。

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、主体概况

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和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（以下简称“上海圳通”）、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。2018年，中海信托股份有限公司（以下简称“中海信托”）和上海圳通分别将所持公司18.70%和2.80%股份转让给建材股份。2018年12月和2019年1月，交银金融资产投资有限公司（以下简称“交银投资”）和农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银投资”）对公司合计增资20亿元，截至2019年1月3日已全部实缴完成。截至2019年3月底，公司注册资本116.73亿元，其中建材股份持股78.9861%，上海圳通持股2.3987%，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）持股4.2834%，交银投资和农银投资对公司持股比例均为7.1659%。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2019年3月底，公司直接持股的全资

及控股子公司7家，纳入合并范围内子公司共计108家；本部设纪检监察部、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、党群工作部共8个职能部门。

截至2018年底，公司合并资产总额为673.39亿元，所有者权益合计为148.39亿元（含少数股东权益6.06亿元）。2018年，公司实现营业收入287.87亿元，利润总额21.59亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为681.97亿元，所有者权益合计为166.01亿元（含少数股东权益6.10亿元）。2019年1—3月，公司实现营业收入60.48亿元，利润总额5.05亿元。

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、存续期债券概况与募集资金使用情况

“18西南水泥CP001”于2018年8月24日开始计息，期限365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。

“19西南水泥CP001”于2019年3月11日开始计息，期限366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。“19西南水泥CP002”于2019年4月15日开始计息，期限366天，到期一次还本付息，共募集资金10亿元，用于偿还到期债券。“19西南水泥MTN001”于2019年6月17日开始计息，期限3年，每年付息1次，到期一次还本，共募集资金10亿元，用于偿还债务。“19西南水泥MTN002”于2019年7月22日开始计息，期限3年，每年付息1次，到期一次还本，共募集资金10亿元，用于偿还债务。截至报告出具日，“19西南水泥MTN002”募集资金尚未使用，其他债券募集资金已按规定用途使用。

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
18 西南水泥 CP001	10	10	2018/08/24	2019/08/24
19 西南水泥 CP001	10	10	2019/03/11	2020/03/11
19 西南水泥 CP002	10	10	2019/04/15	2020/04/15
19 西南水泥 MTN001	10	10	2019/6/17	2022/6/17
19 西南水泥 MTN002	10	10	2019/7/22	2022/7/22

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的

支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投

资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资

增长提供重要支撑,但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响,制造业投资仍有继续回落的可能;中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长,但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化,在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下,中国居民消费将持续扩容和升级,居民消费将保持平稳增长,但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响,对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面,受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响,外部需求或将持续弱化,出口增长受到制约,同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降,中国进出口增速仍大概率回落。总体来看,考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓,未来经济增速或将有所回落,预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%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

2018 年,中国经济发展继续保持稳中向好的态势,全年 GDP 实际增长 6.6%,全国固定资产投资同比增长 5.9%,房地产调控政策空前加强,但房地产投资增速仍维持在 9.5%左右较高的水平。虽然 2018 年以来基建投资增速出现失速下行,由年初的 16.1%降至 9 月的 3.3%,12 月略有回升至 3.8%。但从对水泥需求的影响来看,房地产投资的较好增长水平(尤其是新开工增速较快)对冲了基建投资下滑的影响,水泥下游需求总体平稳。

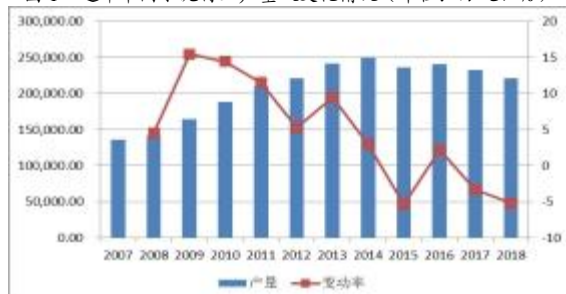
水泥市场供给方面,2018 年,行业错峰生产延续常态化,阶段性减少产品供给;生态环境保护进一步强化,矿山综合治理逐步收紧,中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用,部分落后产能淘汰出市场,总体供给得到有效控制。

2018 年以来,水泥市场需求平稳,供给收缩,同时,在协会和大企业的带动下行业自律的效果明显提升,促使中国水泥市场总体供需矛盾得到了一定改善,多数地区库存水平处于低位运行,支撑水泥价格一路上扬,并站上历史高位。但需要注意的是,由于区域发展并不平衡,无论从需求还是效益水平,南强北弱的差距继续扩大。尤其是东北、内蒙等地区部分水泥企业依旧处于亏损或盈亏边缘。

2018 年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势,景气度持续上升,水泥价格全年持续高位运行,四季度市场价格迅速上扬,行业总体收益上升。2018 年,全国水泥产量约为 22.10 亿吨,同比下降 5.18%。2018 年,建材行

业实现利润 4317 亿元，较上年增长 43%。其中，水泥制造行业实现利润 1546 亿元，较上年增长 1.1 倍。

图 1 近年中国水泥行业产量及变化情况（单位：万吨、%）

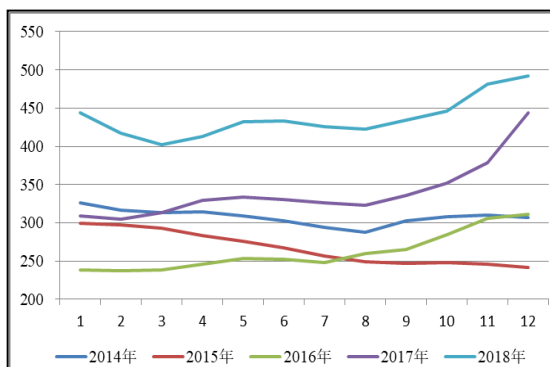


资料来源：Wind

据中国水泥协会初步统计，2018 年全国新点火水泥熟料生产线共有 14 条，合计年度新点火熟料设计产能 2043 万吨，与上年基本持平，且全部为产能置换项目。分区域看，新点火产能中，贵州相对较多，为 3 条，年产 440 万吨，其余地区相对分散；从规模来看，日产 4000 吨以上有 11 条，日产 2500 至 3200 吨有 3 条。从点火时间来看，70% 的产能主要集中在下半年，局部区域水泥供给压力增加。

截至 2018 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1681 条，设计熟料产能达 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。水泥熟料生产线平均规模继续提升，从 2017 年的 3424 吨/天提升至 3491 吨/天。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2019 年仍将会有 2500 万吨左右产能新点火，涉及区域相对集中在广东、广西、福建、云南和贵州。

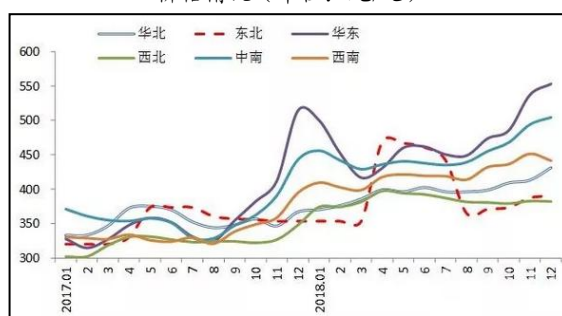
图 2 近四年全国散装 P.O42.5 水泥月均价走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

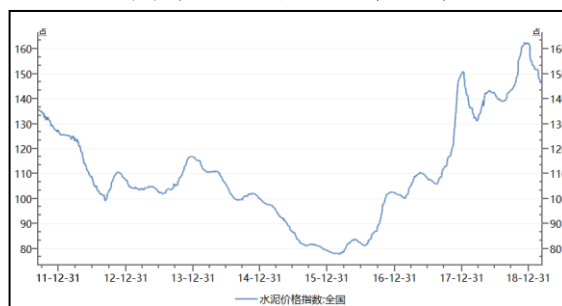
从水泥的价格来看，2018 年全国水泥均价达 435 元/吨，较 2017 年上涨 82 元/吨，涨幅达 23.23%，受下游需求平稳，上游供给紧缩影响，协同行业自律效果提升影响，中国水泥市场总体供需矛盾得到一定改善，支撑水泥价格一路上扬，并达到历史高位。具体看，2018 年全国水泥市场全年基本保持高位稳定，大都在 400~450 元/吨之间运行。受错峰生产、环保检查以及旺季需求量增长等因素影响，2018 年四季度开始呈明显上扬走势，12 月份全国均价已经达到 492 元/吨。

图 3 2017—2018 年各地区水泥（P.O42.5 散装）市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：中国水泥协会

图 4 近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）



资料来源：Wind

分区域来看，各地区水泥市场价格表现差异较大。华东地区水泥价格无论是价位还是涨幅在全国各大区域中均居前位，2018 年均价 472 元/吨，比 2017 年增长 30%，12 月份更是达到了历史最高位的 553 元/吨，局部地区甚至突破 600 元/吨。其次是中南地区，2018 年均价 453 元/吨，比 2017 年增长 25%，12 月份也达到了历史高位的 504 元/吨。西南地区水泥 2018 年均价 422 元/吨，比 2017 年增长 25%。华北、东

北和西北整体价格虽然比 2017 年也均有所上涨，但绝对价和涨幅均较低，均价普遍低于 400 元/吨。其中，2018 年下半年，受基建投资低迷，加上水泥产能严重过剩拖累，东北、西北地区水泥价格较其他地区偏低，水泥市场延续南强北弱格局。

2018 年，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因。首先，环保加强，错峰生产，供给压缩明显；其次，煤炭价格维持高位运行。2018 年，优质煤炭产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。2018 年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律。新增夏季错峰，且冬季停产时间明显加长，产能发挥率不足，长时间停产导致水泥供给减少，随着供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。截至 2018 年底，全国水泥价格指数为 162.27 点，较 2017 年底的 149.90 点上涨 8.25%。

总体看，2018 年，水泥产量逐步回落，得益于行业供给侧结构性改革的积极影响，全年水泥行业供需关系持续改善，水泥产能过剩情况有所缓解，产品价格同比涨幅明显，行业盈利水平大幅提升。

行业政策

(1) 《水泥行业去产能行动计划(2018—2020)》

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。2019 年，全国范围内计划压减熟料产能 11640 万吨，关闭水泥粉磨站企业 150 家，另外全国前 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。因此 2019 年水泥行业去产能力度将更大。

(2) 《京津冀及周边地区 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》

2018 年 9 月，生态环境部办公厅印发《京津冀及周边地区 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，该方案的实施范围为“2+26”城市，该方案中提到，1) 水泥行业自 2018 年 10 月严格执行大气污染物特别排放限值。2) 推动一批水泥、化工等重污染企业搬迁工程。3) 推进露天矿山综合整治。4) 各地重点对钢铁、建材等高排放行业，实施采暖期错峰生产；根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果，可适当缩短或延长错峰生产时间。

(3) 召开水泥行业“反垄断”座谈会

2019 年 4 月 24 日，由国家市场监督管理总局反垄断局组织召开了建材领域垄断行为告诫会。此次告诫会要求参会各方积极自查，水泥企业在市场销售中是否形成了垄断协议，是否限制了区域销售，是否存在限价销售等行为；各个协会在日常工作中是否制定了会员间限制产销量、制定排除竞争、限价控价的行为。

总体看，在供给侧改革的大背景下，中国政府对水泥去产能态度坚决，采取多种手段齐抓水泥产能的“质”和“量”，2018 年中国水泥行业产量得以控制，供需矛盾有所缓解，但去产能之路仍任重道远。

行业关注

(1) 全行业仍产能过剩、产能利用率不高水泥产能持续释放，同时由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2014—2016 年，水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。2018 年以来，中国严禁水泥新增产能，逐步淘

汰部分落后产能,水泥产能过剩情况有所缓解,但全行业产能利用率仍不高。

(2) 行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡,目前国内水泥企业的区域集中度平均在30%~40%。其中,不同区域的集中度差异较大,华东地区的水泥企业行业集中度最高,西南地区水泥企业行业集中度较低,对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合,但过程将相当漫长,行业恶性竞争局面短期内难以改观。

(3) 安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一,水泥行业环保政策持续收紧,对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力,水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

(4) 原材料价格波动影响

水泥产品的主要原材料为石灰石、煤炭和电力,煤炭和电力对水泥企业利润影响较大,煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比在60%以上,占比较高。因此,煤炭、电力价格波动会对水泥行业的成本控制带来压力,对行业整体经济效益的影响显著。

未来发展

水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物,可以减免停产天数,并获取政府补贴。近年来,危废协同处理技术逐步成熟,未来将成为水泥企业重点发展方向之一。

考虑新产能投放以及部分海外产能进口等因素,2019年全国水泥平均价格将小幅下滑,但总体有望保持相对较高价格水平。水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势,兼并重组使行业集中度进一步提高,龙头企业竞争优势加强。水泥产能收缩已是大势所趋,在产能供给收缩的背景下,考虑到环保因素,各省出台了大量全面推行错峰生产的政策,差异化错峰生产范围将进一步扩大,预计对水泥市场供给端的收缩将进一步加大,有利于平衡水泥行业供需关系。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化,行业发展质量呈上升态势。

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。

2018年,四川省、贵州省、云南省和重庆市GDP增速分别为8.0%、9.1%、8.9%和6.0%。同期全国GDP增速为6.6%。西南地区三省一市经济快速发展且综合增速高于全国平均水平。

2018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10.2%、15.8%、11.6%和7.0%;同期全国固定资产投资增速为5.9%。西南地区固定资产投资增速虽有所放缓,但仍居于全国高位。

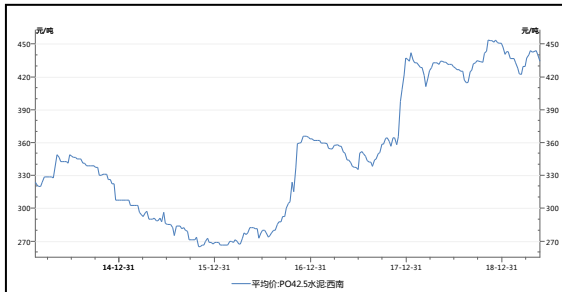
2018年,贵州省全年基础设施完成投资基础设施投资和房地产开发完成投资,比上年分别增长15.8%和6.7%;重庆市全年完成投资基础设施建设投资和房地产开发完成投资同比分别增长11.5%和6.8%;云南省基础设施建设和房地产开发完成投资同比分别增长10.9%和16.5%。四川省房地产开发投资完成额为5697.9亿元,比上年增长10.6%。基础设施建设和房地产开发投资是拉动水泥需求的两大动力,2018年以来,公司所在西南地区贵州、重庆和云南基建投资增速有所放缓,但仍处全国高位,房地产投资云南和四川增速有所回升。

2018年以来,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。2018年西南地区中重庆、四川和云南水泥产量增速均有所上升,同比分别为6.9%、6.2%和5.9%,贵州受基建增速放缓影响,水泥产量增速有所下滑,但同比增速仍保持在4.8%。从产能看,西南地区2018年新增熟料产能主要位于云南和贵州;同时,受水泥行业环保限产和去产能政策的影响,贵州省熟料产能有一定下降,西南地区熟料产能整体有所上升。

水泥价格方面,2018年,西南地区水泥平均价格波动上升,以P.O42.5水泥均价为例,涨幅在3%左右,其中四川和重庆受益于需求回升明显价格涨幅高于云南和贵州,截至2018年底,

西南地区P.O42.5水泥均价450.50元/吨。2019年一季度，受阴雨天气和春节停工影响，西南地区水泥价格有所波动。

图5 西南地区水泥平均价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind

政策方面，2018年四川省实行差异化水泥错峰生产，按环境情况执行全年基准天数为90-100天的错峰，根据超低排放改造情况可在基准天数基础上按相应比例执行错峰生产。贵州省在2019年加大了错峰生产力度：贵州省工信厅与贵州省生态环境厅联合发布《关于做好2019年度水泥行业错峰生产的通知》称，2019年冬春季和高温、雨季、电煤保供、环境应急时段为错峰生产重要时段，其他月份为错峰生产调节时段。省内74家水泥熟料生产企业，84条生产线全部参与错峰生产，全年停产60~120天。其中，产能较为集中，过剩较为严重的黔中和黔北地区的错峰停产时间为90~120天：承担协同处置生活垃圾和市政污泥生产线停产90天，其他生产线停产120天。除此以外的省内其他区域停产时间与黔中和黔北地区相比均少30天。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，均对交通设施、扶贫搬迁、农村基础设施提出了明确要求和政策支持。四川省2019年全省公路水路建设投资确保完成1400亿元、力争完成1500亿元，实现连续9年交通投资超千亿元，项目建设将持续高

速推进，实施“十百千万”工程；重庆市2019年全市交通发展的主要目标是：完成投资850亿元，其中铁路243亿元、高速公路290亿元、地方公路265亿元、水运25亿元、民航15亿元、公交及枢纽站场10亿元、邮政业2亿元。农村公路通达通畅深度明显提升，全市村民小组通达率、通畅率分别达到96%、73%。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）》，2019年计划完成基建投资1200亿元，投资总额连续6年超千亿。云南省2019年要力争全年基础设施投资增长20%以上，在推进城乡区域协调发展方面，启动“美丽县城”建设，用3年时间分类、分批、分期对全省县城进行改造提升，加快对老城区、老社区、老厂区、老街区改造升级再利用，以地下综合管廊、海绵城市和“厕所革命”为重点，加强城市基础设施建设。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，2018年以来公司主要布局的西南地区水泥需求稳中有升，价格维持近年来高位，限产政策趋严，但各省份有所分化。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2019年3月底，公司注册资本116.73亿元，其中建材股份持股78.9861%（见附件1-1），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41.55%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

公司控股股东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、中材水泥有限责任公司、新疆天山水泥股份有限公司、宁夏建材集团股份有限公司、甘肃祁连山建材控股有限公司等大型水泥生产集团。截至 2018 年底，建材股份水泥产能约为 5.21 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 2018 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 2018 年底，这四家区域公司产能占有率分别为 36.3%、22.0%、27.3% 和 18.5%，2018 年市场占有率分别为 23.3%、17.3%、28.9% 和 22.7%。

综合来看，公司是西南地区水泥行业龙头，在产能规模和市场占有率方面均具有很强的竞争优势。

3. 外部环境

股东支持

近年来，建材股份在资本金注入、融资、人员配置等方面对公司支持力度大。

资本金支持方面，公司初始注册资金 100 亿元中建材股份出资 70 亿元，并于 2013 年 6 月末全部实缴到位，为公司持续发展提供了资本金支持。

融资支持方面，截至 2018 年底，建材股份对公司资金拆借余额 192 亿元，公司将其计入“其他应付款”科目，另外建材股份就公司 95.21 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，减少审批流程，提升审批速度，大幅提升公司运作效率。

财税优惠

税收优惠方面，截至 2019 年 3 月底，公司旗下共有 38 家成员企业享受资源综合利用的增值税退税 70% 的优惠政策。2016—2018 年，公司所获增值税退税金额分别为 1.15 亿元、1.57 亿元和 2.71 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暂行办法的通知》（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可向人民银行成都分行申请奖补资金。

2016—2018 年，公司获得的政府补助收入分别为 1.78 亿元、2.08 和 2.89 亿元。

总体来看，公司已经成为西南区域最大的水泥生产企业，在股东支持、税收优惠、政府补贴等方面得到较大支持。

七、管理分析

跟踪期内，公司对《公司章程》进行了修订，董事会构成等有所变化。

根据公司 2019 年 4 月修订的《公司章程》，公司设董事会，是公司的经营决策机构，对股东会负责。董事会由 8 名董事组成，其中，由建材股份委派 5 名，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）、农银投资和交银投资各委派 1 名；董事任期三年，任期届满可连选连任；董事会设董事长 1 人，可设副董事长 1 人，董事长、副董事长均由建材股份提名，由全体董事过半数选举产生。公司设立经营管理机构负责

日常经营管理工作，包括设总经理（即总裁）1名、副总经理（即副总裁）若干及财务总监1名；总经理和财务总监的候选人由建材股份或公司董事长提名，由公司董事会聘任；高级管理人员任期为三年，可连聘连任。

跟踪期内，公司原董事周子荷女士任期届满。李瑞梅女士和朱英女士自2019年4月起任公司新一届董事。

李瑞梅女士，生于1975年，硕士学历，高级经济师。李瑞梅女士曾在交通银行上海市分行预算财务部、交通银行预算财务部、交通银行纽约分行财务会计部任职，现任交银投资财会计划部副总经理、公司董事。

朱英女士，生于1976年，硕士学历，经济师。朱英女士曾任中国农业银行成都市锦江支行办公室副主任，中国农业银行成都牛市口分理处牛市口分理处分理处主任，中国农业银行成都市锦江支行营业部主任，中国农业银行四川省分行营业部房地产信贷部副总经理，中国农业银行四川省分行营业部公司业务部副总经理。朱英女士现任中国农业银行四川省成都市武侯区支行党委委员、副行长兼任公司董事。

跟踪期内，公司管理制度、管理水平等其

他方面未发生重大变化。

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。2018年，公司主营业务收入规模同比大幅增长27.49%至286.31亿元。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，2018年公司水泥业务实现收入281.97亿元，同比增长27.83%；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2018年主营业务收入中占比分别为26.52%和63.95%，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。2016—2018年，公司商品混凝土业务分别实现收入3.23亿元、3.98亿元和4.34亿元，在主营业务收入中占比很小。

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	2016年			2017年			2018年			2019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	186.45	98.30	29.62	220.59	98.23	27.51	281.97	98.48	27.77	58.75	98.95	30.31
P.C 32.5	71.66	37.78	32.89	74.75	33.28	33.99	75.92	26.52	34.74	15.83	26.67	35.83
P.O 42.5	106.31	56.05	28.04	132.93	59.19	24.92	183.10	63.95	25.60	38.10	64.17	28.23
P.O 52.5	4.02	2.12	19.29	4.63	2.06	25.47	12.63	4.41	30.43	2.82	4.74	35.52
熟料	4.46	2.35	23.94	8.28	3.69	11.65	10.32	3.60	11.76	2.00	3.37	19.07
二、商品混凝土	3.23	1.70	40.25	3.98	1.77	34.17	4.34	1.52	31.73	0.62	1.05	22.30
合计	189.68	100.00	29.80	224.57	100.00	27.63	286.31	100.00	27.83	59.37	100.00	30.23

注：各项加总与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2016—2018年，公司水泥业务毛利率波动下降，分别为29.62%、27.51%和27.77%，主要受原材料煤炭价格增幅整体大于水泥价格增幅影响，但仍维持在行业较高水

平。其中2017年P.O42.5水泥毛利率走势与P.C32.5和P.O52.5水泥有异主要系P.O42.5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

平持续下降，主要系商混价格涨幅小于水泥所致，2018年为31.73%。2016—2018年，公司主营业务毛利率分别为29.80%、27.63%和27.83%。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入59.37亿元，同比增长8.32%，主要来自水泥产品销量的增长；同期，公司主营业务毛利率为30.23%，同比下降1.50个百分点，主要是水泥生产成本上涨所致。

跟踪期内，公司营业收入和毛利率整体保持增长趋势。

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，自2015年底以来产能未发生变化。截至2019年3月底，公司水泥设计年产能12281万吨，熟料设计年产能9025万吨，熟料产能在所在三省一市区域产能占比达27%；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。

截至2018年底，公司在四川、云南、贵州和重庆区域产能占有率分别达到了36.3%、22.0%、27.3%和18.5%，云南、贵州区域由于新产能投放占有率较2017年小幅下降，其他区域变化不大。

公司水泥产品型号主要包括P.C32.5、P.O42.5和P.O52.5。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。

2016—2018年，公司水泥产量不断增长，年均复合增长率为3.03%，2018年为9041.94

万吨，同比增长5.16%。2018年公司熟料产能利用率为79.08%，水泥产能利用率为73.63%，分别较2017年水平上升8.68个和3.62个百分点，产能利用率提升一方面来自西南地区尤其是川渝地区的水泥需求增长，一方面受益于公司生产线布点较多且能耗排放均较低，在各地因环保原因要求停产的外部环境下，保供能力较强，可根据市场销售情况灵活调节生产，产能得以发挥。2019年1—3月，公司水泥产量1764.47万吨，为2018年全年产量的19.51%，同比增长1.59%。

表3 公司水泥产量情况(单位:万吨)

产品	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
P.C32.5	3587.67	3109.66	2624.16	509.81
P.O42.5	4753.94	5314.28	6152.20	1194.68
P.O52.5	175.7	174.72	265.58	59.98
水泥合计	8517.31	8598.66	9041.94	1764.47
熟料	6086.67	6353.40	7136.78	1392.33

资料来源：公司提供

分品种看，近年来P.O42.5水泥产量在公司水泥总产量中的比重均在55%以上，2018年和2019年1—3月分别为68.04%和67.71%。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的占比不同，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，有利于公司长远发展。

总体看，在川渝地区的水泥需求增长的背景下，公司凭借产能规模、布局和环保水平优势，跟踪期内，产能利用率继续提升。

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%。2018 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
煤炭	采购量	848.71	971.55	1050.17	232.44
	采购均价	411.38	660.01	707.42	670.74
石灰石	采购量	7594.57	8391.06	9892.94	1966.13
	采购均价	18.53	17.31	23.09	22.80

注：公司自有矿山开采一般由外方承包，本表数据均按含外包采购口径核算

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，公司采购方式综合就地采购和大型煤炭供应商直供两种方式。公司与大型煤炭供应商签订直供的长期战略合作关系，煤炭直供比例不断提升。2018 年，公司主要的煤炭供应商包括陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司彬长分公司、石屏县安福贸易有限公司、陕西煤化建设物资开发有限公司、安龙县鑫润能源商贸有限公司等，前五大原材料供应商集中度在 20% 左右。2018 年，公司共采购煤炭 1050.17 万吨，同比增长 8.09%；采购均价为 707.42 元/吨，同比增长 7.18%。2019 年 1—3 月，煤炭价格有所下降，公司煤炭采购均价为 670.747 元/吨，采购量为 232.44 万吨，煤炭采购价格下降主要系直供煤占比增加导致，2019 年一季度煤炭采购额为 2018 年全年的 22.13%。

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。2018 年，公司石灰石自给比例约为 70%，保证了原材料的稳定供应。2018 年，公司采购石灰石共 9892.94 万吨，同比增长 17.90%，增幅高于产量主要系公司提前储备库存和生料石灰石耗比有所提高所致；采购均价 23.09 元/吨，同比增长 33.39%，主要系石灰石市场价格受环境治理因素供应量下降影响有所上升所致。2019 年 1—3 月，公司采购石灰石共 1066.13 万吨，为上年采购量的 19.87%；采购均价小幅回降至 22.80 元/吨。

煤炭和石灰石采购均为现款交易、赊销相结合。一般按照 30~50 天为一个账期进行账款结算。

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。2018 年，公司外购电力 53.37 亿度；综合电价 0.47 元/度，外购电量和电价较 2017 年变化不大。2019 年 1—3 月，公司外购电量 11.85 亿度，外购电价为 0.51 元/度，较 2018 年有所上升，一方面受一季度区域内水电供应不足火电价格上涨影响，另一方面，一季度为水泥销售淡季、产能发挥不足，公司设备用电连续性下降且用电量不足，导致无法合理错峰、直供电占比下降，电价有所上行。目前，公司水泥生产所需电力中外购电力占比约为 74%；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。

2018 年，公司水泥平均生产成本为 216.70 元/吨，单位成本较 2017 年增加约 36 元，主要系煤炭、石灰石、配料及人工成本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 40%、10% 和 16%。2019 年 1—3 月，公司吨水泥平均生产成本进一步上升至 217.47 元/吨，主要系 2019 年开始生产维修费不再进行摊销，在当月计入生产成本（当月无产量计入停工损失除外）所致。

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

2016—2018年,公司水泥和熟料销售总量持续增长,年均复合增幅为3.76%,2018年同比增长5.98%,分别实现水泥销售量9005.22万吨、熟料销量393.26万吨;公司水泥销售均价持续增长,2018年均价为301.66元/吨,同比增长20.86%。2019年1—3月,公司水泥销量1808.91万吨,同比增长4.70%,销售均价313.73元/吨,较2018年全年均价增加11.13元/吨。

表5 近年来公司销售情况(单位:万吨、元/吨)

产品	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
水泥	销售量	8512.14	8506.12	9005.22	1808.91
	销售均价	213.80	249.59	301.66	313.73
熟料	销售量	218.21	362.49	393.26	73.69
	销售均价	204.53	228.53	262.29	271.28

注:公司生产熟料目的主要为自用,少量对外销售

资料来源:公司提供

公司水泥主要在西南地区销售。分区域来看,2018年四川区域水泥销售收入占公司水泥销售总收入的38.89%,云南区域占18.75%,贵州区域占28.69%,重庆区域占13.68%,川渝地区收入占比上升。从销售均价看,川渝地区销售价格2018年涨幅较大,分别上涨88元/吨和67元/吨至322.09元/吨和303.23元/吨;云南、贵州全年价格均价分别上涨25元/吨和22元/吨,2018年均价分别为281.13元/吨和289.86元/吨。2018年公司在四川、云南、贵州和重庆的市场占有率分别为23.3%、17.3%、28.9%和22.7%,四川和云南地区略低于产能占有率。2017年,公司整合了四川和重庆地区销售团队,推进集中营销,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。2018年,贵州地区有一定新投放产能,云贵市

市场占有率均有所下降,川渝地区受益于集中营销的持续推进和公司重点工程的保供优势市场占有率有所提升。

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,尤其在近两年水泥需求和价格涨势良好的川渝地区占有率保持上升水平。

表6 公司水泥各区域产能、市场占有率

(单位:%)

区域	2016年	2017年	2018年
产能占有率			
四川	36.3	36.3	36.3
云南	22.0	22.0	22.0
贵州	32.1	32.1	27.3
重庆	18.5	18.5	18.5
市场占有率			
四川	24.4	23.0	23.3
云南	17.4	18.8	17.3
贵州	22.5	29.4	28.9
重庆	12.7	21.0	22.7

资料来源:公司提供

表7 公司各区域2018年水泥销售情况

水泥		2018年
销量(万吨)	四川	3279.76
	云南	1811.70
	贵州	2688.38
	重庆	1225.38
销售额(万元)	四川	1056380.47
	云南	509320.30
	贵州	779247.97
	重庆	371574.97
平均销售单价(元/吨)	四川	322.09
	云南	281.13
	贵州	289.86
	重庆	303.23

注:价格为不含税的各水泥品种的加权销售均价

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、搅拌站等渠道。2018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25%,占比进一步上升4个百分点;对民用

市场的销售量占 53%；对搅拌站的销售量占比 22%（含预制板）。2019 年 1—3 月，重点工程销量占比 22%，搅拌站销量占比 24%，民用市场销量占比 54%。同期，公司中标的重大工程包括：贵阳地铁三号线、都安高速、武九高速、成昆铁路峨米站、大内高速、巫镇高速、国道 212 南山隧道等。

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。公司建立了“总部市场部、区域公司市场营销中心、成员企业销售处”三级营销组织体系。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：2017 年，川渝西南通过组建大成都营销中心试点，至 2018 年完成推进川渝地区德绵、成都、乐雅等八个营销中心，贵州地区六个营销中心，试推行云南地区昆明营销中心，通过集中营销，增强对外竞争优势，夯实立体竞合结构，促进产销有效衔接。

公司销售结算方式采用以“预收或现款交易、赊销相结合”的结算模式，对于长期合作客户以及优质客户审慎进行赊销额度许可，一般按照 30~40 天进行账款结算，对于长期合作客户以及优质客户审慎进行赊销额度许可。

整体来看，跟踪期内，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、布局、营销管理和环保优

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 17.75 亿元，其中自有资金计划 8.50 亿元；截至 2019 年 3 月底，在建项目已投资 9.62 亿元，待投资规模 8.13 亿元，2019 年计划投入 5.56 亿元，整体投资压力不大。项目投产后，公司的生产效率有望进一步提升。

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，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，并已于 2018 年开工建设，目前已全面完成建设工作，预计将于 2019 年 6 月份全面投产，截至 2019 年 3 月底已投资 6.16 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，预计 2019 年进入实质性建设阶段，该项目地处产能极度缺乏的藏区，项目的快速推进将极大缓解当地水泥市场需求缺口。

表 8 截至 2019 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	资金来源	已投资	2019 年 4-12 月计划投资	2020 年计划投资
1	遵义赛德异地搬迁项目 5000T 熟料生产线	10.57	对外借款、股东借款、政府补偿	6.16	4.41	--
2	巴塘卓帆水泥有限公司 2500t/d 熟料生产线	4.50	对外借款、股东借款	0.95	1.00	2.10
3	四川江油国大骨料生产线技改工程	0.29	股东借款	0.29	--	--
4	达州利森皮带廊建设项目	1.84	对外借款、股东借款	1.85	--	--
5	德胜集团昶风玄武岩矿改造项目	0.55	对外借款、股东借款	0.37	0.15	0.03
合计		17.75	--	9.62	5.56	2.13

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈持续上升，2018年分别为13.05次、6.32次和0.42次。总体看，公司经营效率处行业正常水平，近年来持续改善。

5. 未来发展

未来，公司计划继续巩固西南地区最大的水泥制造商的地位，引领区域水泥行业的供给侧结构性改革和高质量发展：

在业务结构上，继续做精做强水泥主业。以市场为导向，优化水泥和高混布局；以资源为依托，加快骨料基地建设；逐步实现熟料、水泥、高混、砂石骨料和水泥制品等产业链的整合。在市场布局上，继续强化区域化、本土化、专业化运营。在产能结构上，坚决淘汰落后产能，积极倡导减量发展。抓住政策、市场和资源机遇，通过自主淘汰落后、实施工艺升级，持续优化产能结构。加快推进“矿山资源配套、骨料产业、固废处理、智能制造”等转型升级重点项目落地。

在产品结构上，继续以水泥产品为核心业务，坚决落实国家产业政策，全面停产32.5等级复合水泥，持续提升高标号水泥、家装水泥和特种水泥比重。大力实施水泥“四化”工程，产品向高性能化、特种化、高混化和制品化发展。在技术创新上，发挥特种水泥的科研优势和品牌优势，在油井水泥、海工水泥等特种水泥领域不断研发高性能、低消耗、低排放、高附加值的水泥产品，推动水泥产品结构调整和转型升级。

在节能环保上，贯彻节能环保政策和绿色发展理念，全面推进企业精益管理和清洁生产，持续加大环保投入，带头实行超低排放，打造花园式工厂和绿色矿山。以循环经济为主线，发挥水泥工业在垃圾、固废和危废等方面的协同处置优势，建设协同处置项目，探索水泥工业与城市和环境共生共赢的可持续发展模式。

在经营管理上，围绕“稳中求进”的经营目标，贯彻落实“机构精健化、管理精细化、管理精益化”的“三精”管理理念，全面推进“整合优化、增效降债”。

公司的发展计划较为可行。

九、重大事项

建材股份收购中海信托、上海圳通所持公司股份

2018年6月，中海信托将所持公司18.70%股权全部转让给建材股份。股权转让完成后，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。

2018年12月，上海圳通将其持有公司3.5%股权转让给建材股份。股权转让完成后，上海圳通持有公司股权下降至2.80%，建材股份持有公司上升至92.20%股份。

市场化债转股事项

2018年12月，建材股份与公司、交银投资和农银投资签订《市场化债转股协议》，由交银投资和农银投资分别向西南水泥增资10亿元，用于置换西南水泥存量银行贷款或西南水泥通过关联方借款产生的银行贷款。每1元新增注册资本的认购价格为1.1955元。交银投资和农银投资的增资资金于2018年12月和2019年1月分批到位。增资完成后，公司的注册资本达到116.73亿元，交银投资和农银投资各持有西南水泥7.1659%的股权；建材股份仍为公司的控股股东，持有公司78.7861%的股权。

截至本报告出具日，债转股资金已全部实缴完成，相关工商变更已完成。市场化债转股完成后，公司资本结构有所改善，资本实力有所增强。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）成都分所对上述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2019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。2017年，石家庄嘉华特种水泥有限责任公司等由于清算注销等原因不再纳入公司合并范围。2018年，公司新设立丽江古城西南水泥有限公司和威宁顺合商砼有限公司，广安利森能源有限责任公司等10家子公司已被吸收合并范围内其他子公司吸收合并而注销，宁夏嘉华固井材料有限公司由于对外处置不再纳入公司合并范围。截至2019年3月底，公司直接全资及控股子公司7家，纳入合并范围内子公司共计108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。

会计政策方面，2018年年度财务报告中，公司根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）要求，资产负债表中，将“应收票据”和“应收账款”归并至新增的“应收票据及应收账款”项目，将“应收利息”和“应收股利”归并至“其他应收款”项目，将“固定资产清理”归并至“固定资产”项目，将“工程物资”归并至“在建工程”项目，将“应付票据”和“应付账款”归并至新增的“应付票据及应付账款”项目，将“专项应付款”归并至“长期应付款”项目；在利润表中，增设“研发费用”项目列报研究与开发过程中发生的费用化支出，“财务费用”项目下分拆“利息费用”和“利息收入”明细项目；公司相应追溯调整了比较数据。该会计政策变更对合并及公司净利润和股东权益无影响。公司根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7号）

等的相关规定，对期初公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产重分类，上述两科日期初分别减少2.95亿元和2.88亿元，交易性金融资产增加3.03亿元，未分配利润增加0.15亿元。公司根据《企业会计准则第14号——收入》（财会〔2017〕22号）》要求，新增“合同负债”科目，增加合同负债同时减少预收款项8.07亿元。公司会计政策变更对财务数据可比性影响不大。

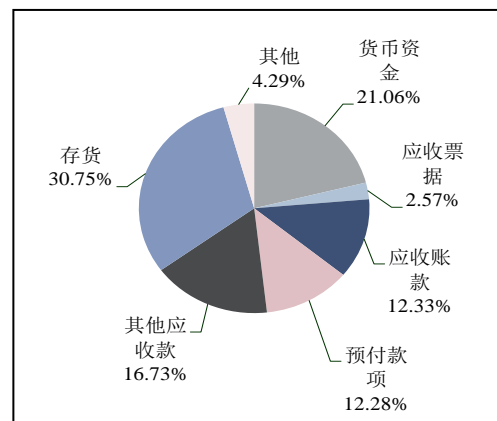
截至2018年底，公司合并资产总额为673.39亿元，所有者权益合计为148.39亿元（含少数股东权益6.06亿元）。2018年，公司实现营业收入287.87亿元，利润总额21.59亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为681.97亿元，所有者权益合计为166.01亿元（含少数股东权益6.10亿元）。2019年1—3月，公司实现营业收入60.48亿元，利润总额5.05亿元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额673.39亿元，同比下降4.54%。从资产构成来看，流动资产占15.89%，非流动资产占84.11%，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6 截至2018年底公司流动资产构成



注：百分比合计数不等于100%系四舍五入所致

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2018年底，公司流动资产107.01亿元，同比下降17.30%，下降主要来源于货币资金和应收账款。从构成来看，货币资金占21.06%，

应收账款占 12.33%，预付款项占 12.28%，其他应收款占 16.73%，存货占 30.75%。

2016—2018年，公司货币资金快速下降，年均复合下降28.85%，主要系债务偿还导致。截至2018年底，公司货币资金同比下降23.71%至22.53亿元；从构成看，银行存款占66.44%，其他货币资金占33.56%，此外还有少量库存现金。截至2018年底，公司受限货币资金7.60亿元，主要为银行承兑汇票、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。

2016—2018年，公司应收账款快速下降，年均复合下降20.89%，主要系公司加大催收力度所致。截至2018年底，公司应收账款原值为14.03亿元，计提坏账准备0.84亿元（计提比例为5.99%），年末应收账款净值为13.19亿元，较2017年底下降33.57%。按简易损失模型计提减值组合的应收账款（占应收账款账面余额的97.45%）中，1年以内占62.47%，1~2年占13.86%，2~3年占11.07%，3年以上的占12.60%，公司应收账款综合账龄较长。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款，近三年快速下降，年均复合下降15.19%。截至2018年底，公司预付款项为13.14亿元，同比下降22.67%。

截至2018年底，公司其他应收款账面原值为23.34亿元，计提坏账准备5.44亿元（计提比例为23.31%），年末其他应收款净值为17.80亿元，较2017年底下降7.16%。其他应收款中，全额计提减值的其他应收款账面余额为0.34亿元（占1.57%）；零计提减值的其他应收款账面余额为8.17亿元（占37.37%）；按简易损失模型计提减值组合的其他应收款账面余额为13.34亿元（占61.06%），坏账计提比例为16.74%。按简易损失模型计提减值组合中，账龄1年以内占29.54%，1~2年占18.87%，2~3年占11.87%，3年以上占39.72%。近年来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并加大减值计提所致。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。

截至2018年底，公司存货账面价值为32.91亿元，同比下降5.47%。从构成来看，公司存货主要包括原材料（占58.86%），自制半成品及在产品（占16.65%），库存商品（占20.51%）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。截至2018年底，公司对存货计提跌价准备0.25亿元，计提率为0.75%。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。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产为566.38亿元，同比下降1.68%。从构成来看，非流动资产以固定资产（占55.48%），在建工程（合计）（占5.04%），无形资产（占7.62%）和商誉（占28.25%）为主。

2016—2018年，公司固定资产保持相对稳定。截至2018年底，公司固定资产原值为459.37亿元，累计折旧140.81亿元，提取减值准备4.31亿元，固定资产账面价值为314.25亿元，较2017年底下降2.00%，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54.25%）、机器设备（占44.75%），其余为运输工具和办公及电子设备。

2016—2018年，公司在建工程（合计）快速下降，年均复合下降16.86%，主要系技改项目转入固定资产所致。截至2018年底，公司在建工程（合计）账面余额32.27亿元，计提减值准备3.71亿元，年末在建工程（合计）账面价值28.56亿元，同比下降16.43%。

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2018年底，公

司无形资产原价56.24亿元，累计摊销12.66亿元，计提减值准备0.43亿元，年末无形资产账面价值合计43.15亿元，同比增长1.34%，主要系采矿权增加所致。从无形资产账面价值构成来看，土地使用权占74.14%，采矿权占23.58%。

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完成，公司商誉规模保持相对稳定。2016—2018年，公司商誉分别为160.45亿元、160.45亿元和160.01亿元，年均复合变化率为-0.14%。截至2018年底，公司累计计提1.19亿元的商誉减值准备。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2018年底，公司受限资产账面价值合计48.52亿元，占公司资产总额的7.21%，受限比例较低。公司受限资产主要包括货币资金7.60亿元和固定资产40.11亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额681.97亿元，较2018年底增长1.27%，主要来自货币资金增长；流动资产占17.55%，非流动资产占82.45%，流动资产比重较上年末有所上升，公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2019年3月底，公司货币资金39.48亿元，较2018年底增长75.22%，主要系经营获现较多导致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模由于应收类款项回收和固定资产折旧小幅下降。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商誉对资产质量的不利影响。整体来看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益为148.39亿元，同比增长13.93%，主要来自市场化债转股首批增资和未分配利润的增加。从所有者权益构成来看，实收资本占70.77%，未分配利润占16.69%，盈余公积占3.25%，少数股东权益

占4.08%。截至2019年3月底，公司所有者权益合计166.01亿元，较2018年底增长11.88%，主要系市场化债转股第二批增资到位和未分配利润增长所致；结构上变化不大。

2018年，公司收到交银投资和农银投资市场化首批市场化债转股增资资金6亿元，实收资本和资本公积分别增加5.02亿元和0.98亿元。2019年1—3月，公司收到交银投资和农银投资第二批增资资金14亿元，实收资本和资本公积分别增加11.71亿元和2.29亿元。

2017—2018年及2019年3月底，公司未分配利润分别为21.74亿元、31.38亿元和34.99亿元。

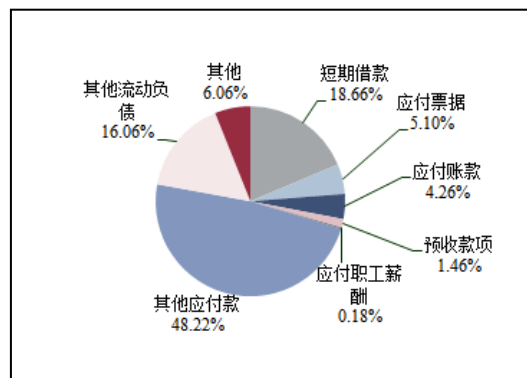
受益于市场化债转股完成和利润结转，公司所有者权益规模有所增长，结构稳定性保持良好。

负债

2016—2018年，公司负债总额分别为610.51亿元、575.19亿元和525.00亿元，年均复合下降7.27%。从构成上看，近三年流动负债占比分别为86.12%、86.84%和89.78%，公司负债结构以流动负债为主，近年来流动负债占比持续上升。

截至2018年底，公司流动负债471.35亿元，同比下降5.64%，主要来自短期借款、应付票据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18.66%，应付票据占5.10%，其他应付款占48.22%，一年内到期的非流动负债占5.02%，其他流动负债占16.06%。

图7 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2016—2018年，公司短期借款分别为107.33

亿元、111.86亿元和87.93亿元，年均复合下降9.49%。截至2018年底，公司短期借款以保证借款为主。2016—2018年，公司应付票据不断下降，年均复合下降21.68%。截至2018年底，公司应付票据为24.06亿元，同比下降27.03%，全部为银行承兑汇票。

2016—2018年，公司其他应付款分别为233.26亿元、220.56亿元和227.28亿元，年均复合变动率-1.29%。公司其他应付款主要是股东拆借款。2018年底公司其他应付款中应付股东建材股份的资金拆借款192亿元，占比约为85%。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债23.66亿元，其中一年内到期的长期借款年末余额为3.01亿元，一年内到期的长期应付款20.52亿元。

截至2018年底，公司其他流动负债余额为75.70亿元，主要系公司发行的短期融资券“18西南水泥CP001”和七期超短期融资券，公司短期应付债券本金合计73.00亿元。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。

表9 截至2019年3月底公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券发行金额(亿元)
19 西南水泥 CP001	2020-3-11	10.00
18 西南水泥 SCP009	2019-6-21	8.00
18 西南水泥 SCP008	2019-8-16	12.00
18 西南水泥 SCP007	2019-7-26	11.00
18 西南水泥 SCP006	2019-7-12	10.00
18 西南水泥 CP001	2019-8-24	10.00
18 西南水泥 SCP005	2019-4-12	7.00
18 西南水泥 SCP004	2019-4-19	10.00
合计	--	78.00

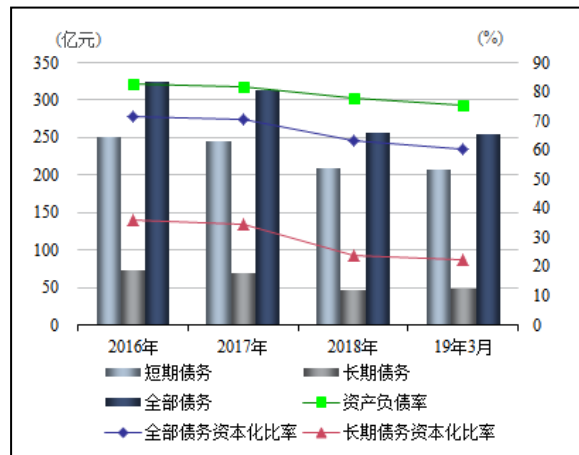
资料来源：公司提供

2016—2018年，公司非流动负债快速下降，年均复合下降20.44%，主要来自长期应付款的减少。截至2018年底，公司非流动负债53.66亿元，同比下降29.10%。从构成上看，长期借款占46.83%，长期应付款占40.65%。

截至2018年底，公司长期借款为25.13亿元，同比下降18.14%。公司长期应付款主要是融资租赁款，截至2018年底，公司长期应付款21.81亿元，同比下降42.81%。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短期债券及融资租赁款，公司近三年调整后全部债务分别为323.69亿元、313.06亿元和256.29亿元，年均复合下降11.02%。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77.68%、78.06%和81.68%，短期债务比重持续上升。

图8 近年来公司债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

2016—2018年，公司资产负债率分别为82.70%、81.54%和77.96%，负债水平仍较高但呈下降趋势；公司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持续下降，三年均值分别为67.19%和29.60%，2018年底分别为63.33%和24.03%。公司整体债务负担较重，短期债务比重高。

截至2019年3月底，公司负债合计515.96亿元，较2017年底下降1.72%。从构成上看，流动负债比重微降至89.44%。截至2019年3月底，公司流动负债为461.46亿元，较2018年底下降2.10%，主要系应交税费和其他应付款下降所致；其中，其他应付款下降5.63%至144.92亿元，主要系股东拆借款下降所致。截至2019年3月底，公司非流动负债为54.50亿元，较2018年底增长1.58%，主要系长期借款增加所致。

截至2019年3月底，公司调整后债务总额254.78亿元，较2018年底下降0.59%。从构成来看，调整后短期债务占比下降至81.11%，调整后长期债务占18.89%。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2018年底分别下降2.31个百分点、2.78个百分点和1.56个百分点至75.66%、60.55%和22.47%。

总体来看，公司跟踪期内债务规模有所下降，但债务负担仍较重，短期债务占比高，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有待提高。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入受益于公司水泥产品量价齐升快速增长，年均复合变动率22.62%。2018年，公司实现营业收入287.87亿元，同比大幅增长27.39%。近三年公司营业成本快速增长，年均复合增长24.82%，营业成本增幅大于收入增幅。2018年，公司营业成本为208.04亿元，较2017年增长27.33%。

2016—2018年，公司期间费用波动中有所增长，年均复合变动率为3.17%；公司大力推进渠道建设，导致销售费用近年来快速增长。2018年，公司期间费用为5.25亿元，同比增长8.60%，其中财务费用有所下降，主要是公司债务规模下降所致。期间费用占营业收入的比重为18.23%，较2017年下降3.16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。2018年，公司资产减值损失3.45亿元，主要系云南、贵州在建工程涉及产能减量置换所致。2018年，信用减值损失2.22亿元，全部为坏账损失，较2017年有所增加系公司按新会计准则采用预期信用损失模型计提的坏账损失有所变动所致。公司其他收益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），2016年同口径该类收益为1.78亿元，2017—2018年

分别为2.08亿元和2.89亿元。

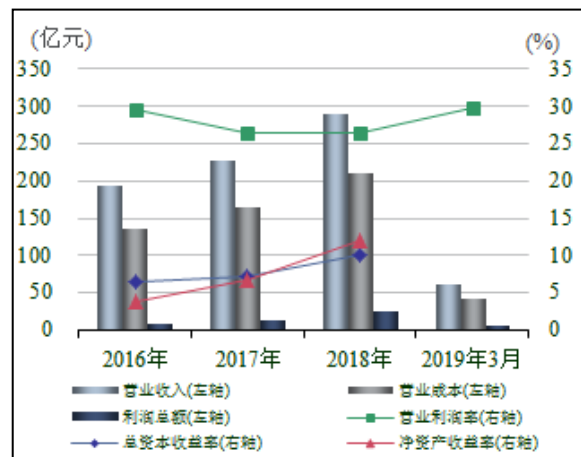
2018年，公司参股企业经营情况好转，投资收益由负转正，为1.14亿元。

2018年，公司营业外收入和支出分别为0.56亿元和1.52亿元，对利润总额影响不大。

2016—2018年，公司利润总额快速增长，年均复合变动率为74.58%，2018年公司利润总额为21.59亿元，同比增长79.06%。

从盈利指标看，2016—2018年，公司营业利润率分别为29.62%、26.53%和26.35%；同期净资产收益率分别为3.95%、6.62%和11.91%；总资本收益率分别为6.53%、7.30%和10.10%。

图9 近年来公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报告整理

2019年1—3月，公司实现营业收入60.48亿元，同比增长8.81%；营业利润率为29.91%，较2018年同比下降0.23个百分点，主要系水泥生产成本上涨所致。2019年一季度，公司期间费用为13.48亿元，同比变化不大。其中，管理费用同比增长较多系停工检修时间长，维修费用计入管理费用-停工损失中所致。期间费用率22.29%，较2018年同期仍有所下降。2019年1—3月，公司利润总额为5.05亿元，同比增长31.33%。

总体来看，2017年以来，公司水泥产品量价齐升和财务费用的减少带动公司收入和利润规模大幅增长，尤其是2018年公司盈利水平大幅提升。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，

公司未来收入和利润规模有望保持较高水平。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2018年，公司经营活动现金流入量为339.68亿元，同比增长27.66%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为330.39亿元。2016—2018年，公司现金收入比平均值为115.10%，2018年为114.77%，公司收入实现质量好。2016—2018年，公司经营活动现金流出年均复合增长23.44%，2018年为281.39亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（224.00亿元）、支付给职工以及为职工支付的现金（17.30亿元）、支付各项税费（28.98亿元）和支付其他与经营活动有关现金（11.11亿元）。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额快速增长，年均复合增长23.73%，2018年为58.29亿元。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入规模较小。2018年，公司投资活动现金流出13.98亿元，较2017年增长20.87%。其中，购建固定资产、无形资产支付的现金为7.67亿元，取得子公司等支付的现金净额为6.31亿元（支付前期收购企业股权款）。公司近年来固定资产投资主要用于产能置换项目、生产线的技改和环保装置的安装。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-14.40亿元、-10.80亿元和-13.38亿元。近年来，公司投资规模整体下降，但由于支付前期收购款和产能置换项目等仍保持一定投资支出。

筹资活动现金流方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入有所下降，年均复合下降9.74%，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。2016—2018年，公司筹资活动现金流出有所波动，年均复合变动率-2.75%。2016—2018年，公司加大偿还债务力度，筹资活动产生的现金流净额分别为-9.55亿元、-41.50亿元和-44.57亿元。

2019年1—3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为69.82亿元，现金收入比为115.44%；同期公司经营活动现金流量净额13.76亿元。2019年1—3月，公司投资活动现金净流出3.20亿元，主要投向遵义生产线搬迁项目。同期，公司收到市场化债转股增资，筹资活动产生现金流净额为5.63亿元。

整体看，2017年以来公司经营获现能力有所增强；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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，受流动资产下降相对流动负债较快，公司流动比率和速动比率均有所下降，近三年流动比率分别为28.07%、25.90%和22.70%，速动比率分别为21.06%、18.94%和15.72%；2019年3月底流动比率和速动比率分别为25.94%和18.86%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为7.24%、7.98%和12.37%。截至2019年3月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为0.29倍。总体看，公司短期债务规模较大，资产流动性一般，存在一定短期支付压力，但较强的公司经营获现能力和较大规模的未使用授信，有利于缓解公司短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA不断增长，年均复合变动率为13.65%，2018年为63.47亿元。2016—2018年，公司EBITDA利息倍数分别为1.97倍、2.23倍和2.74倍；调整后全部债务/EBITDA分别为6.59倍、5.80倍和4.04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，收入和利润稳步增长，整体偿债能力极强。

截至2019年3月底，公司在银行共获得授信额度331.96亿元，其中已使用授信额度193.43亿元，尚余授信138.53亿元，间接融资

渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 0.19 亿元，担保对象均为公司参股公司，公司对外担保规模较小，或有负债风险不大。

表 10 截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

担保对象	担保截止日	担保额 (万元)	担保方式
玉屏海创环境科技有限责任公司	2022.7.20	600	保证
习水海创环境工程有限责任公司	2027.12.08	1323	保证

资料来源：公司提供

7. 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 2019 年 5 月 29 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。

8. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司母公司口径资产合计 471.06 亿元，所有者权益 117.62 亿元；2018 年，公司母公司口径营业收入 0.62 亿元，利润总额 33.02 亿元。

资产方面，公司母公司口径资产近三年有所下降，2018 年底为 471.06 亿元，主要由对下属子公司的其他应收款和长期股权投资构成，分别占资产总额的 72.44%和 26.41%。公司其他应收款主要为与下属子公司的往来款。

负债和所有者权益方面，公司母公司口径负债近三年分别为 415.72 亿元、385.79 亿元和 353.44 亿元，主要由短期借款、其他应付款和其他流动负债构成，2018 年底分别占负债总额的 12.59%、60.03%和 20.85%；其中其他应付款主要是股东借款和与下属子公司的往来款，其他流动负债主要是公司发行的短期融资券和超短期融资券。2016—2018 年底，公司母公司口径资产负债率不断下降，分别为 80.85%、79.53%和 75.03%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率亦持续下降，2018 年分别为 16.35%和 54.43%。2016—2018 年，公司母公

司口径所有者权益受市场化债转股和利润结转影响有所增长，2018 年底为 117.62 亿元，其中实收资本 105.02 亿元。

盈利方面，公司母公司口径收入主要来自技术服务收入，规模较小且较为稳定，2018 年为 0.62 亿元。公司利润主要来源于成本法核算的长期股权投资收益，2016—2018 年公司利润总额受水泥行业景气度上行影响快速增长，2018 年，公司母公司口径利润总额和投资收益分别为 33.02 亿元和 35.46 亿元，同比分别增长 395.27%和 367.69%。

现金流方面，公司母公司口径经营活动现金流规模较小，2018 年经营活动现金流净额 -0.19 亿元；投资活动现金流入主要为取得投资收益收到的现金，近三年不断下降，2018 年为 5.44 亿元，投资活动现金流净额为 3.36 亿元；2016—2018 年，公司母公司口径筹资活动现金流入和流出均有所波动，筹资活动产生的现金流净流出波动下降，2018 年净流出 3.76 亿元。

2018 年，公司母公司口径 EBITDA49.23 亿元，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.85 倍和 3.05 倍。

整体看，公司母公司口径债务负担处于正常水平，偿债资金主要来源于再融资和下属子公司，考虑到公司融资渠道畅通、对子公司控制力强，公司母公司口径偿债风险极低。

9. 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。

十一、 存续期债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续短期债券包括短期融资券“18 西南水泥 CP001”“19 西南

水泥 CP001”和“19 西南水泥 CP002”（发行额度合计 30 亿元，以下简称“三期短期融资券合计本金”），超短期融资券“18 西南水泥 SCP007”“18 西南水泥 SCP008”和“19 西南水泥 SCP001”（发行额度合计 31 亿元），合计余额 61 亿元（以下简称“存续短期债券合计本金”）。截至本报告出具日，公司存续长期债券为“19 西南水泥 MTN001”和“19 西南水泥 MTN002”，合计本金 20 亿元（以下简称“存续中期票据合计本金”），均将于 2022 年到期。

截至 2019 年 3 月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产为 53.30 亿元，是存续短期债券合计本金的 0.87 倍，是三期短期融资券合计本金的 1.78 倍。

2018 年，公司经营活动现金流入量对存续短期债券合计本金的覆盖倍数为 5.57 倍，对三期短期融资券合计本金的覆盖倍数为 11.32 倍。2018 年，公司经营活动现金流净额对存续短期债券合计本金的覆盖倍数为 0.96 倍，对三期短期融资券合计本金的覆盖倍数为 1.94 倍。公司经营活动现金流入量对存续短期债券的覆盖程度高。

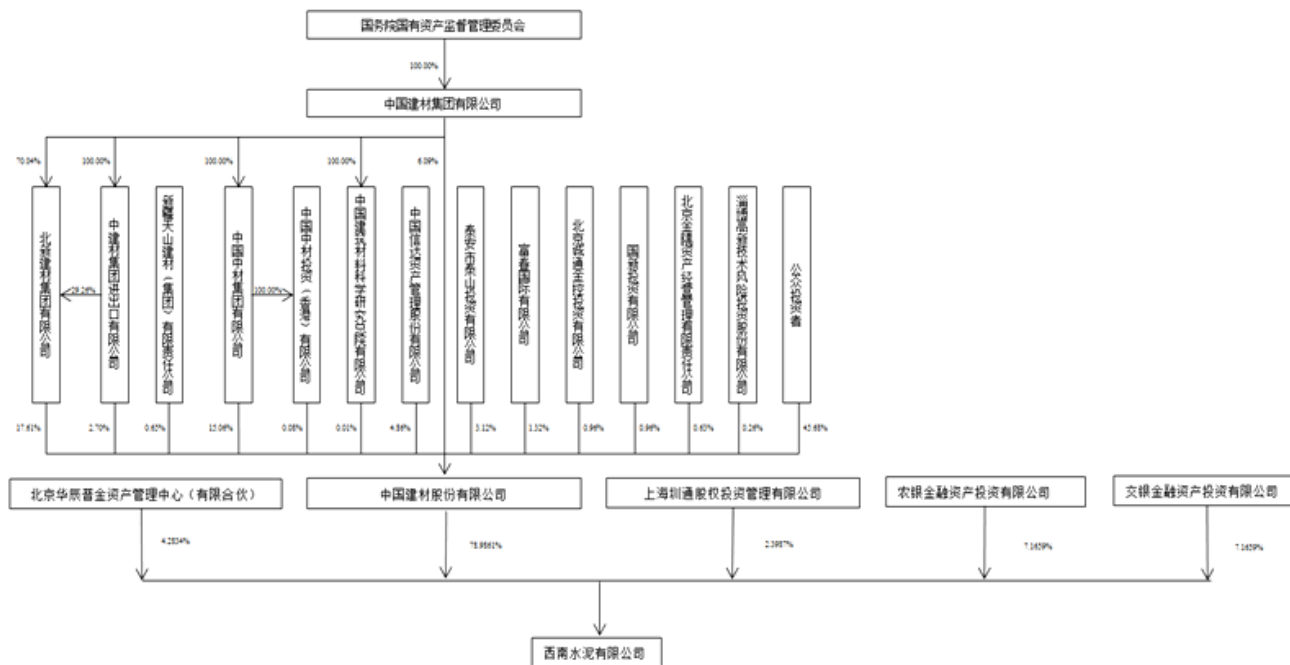
2018 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及 EBITDA 分别为存续中期票据合计本金的 16.98 倍、2.91 倍和 3.17 倍。

整体看，公司经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度高，现金类资产对三期短期融资券合计本金的覆盖程度尚可，EBITDA 对存续中期票据的保障能力强。

十二、结论

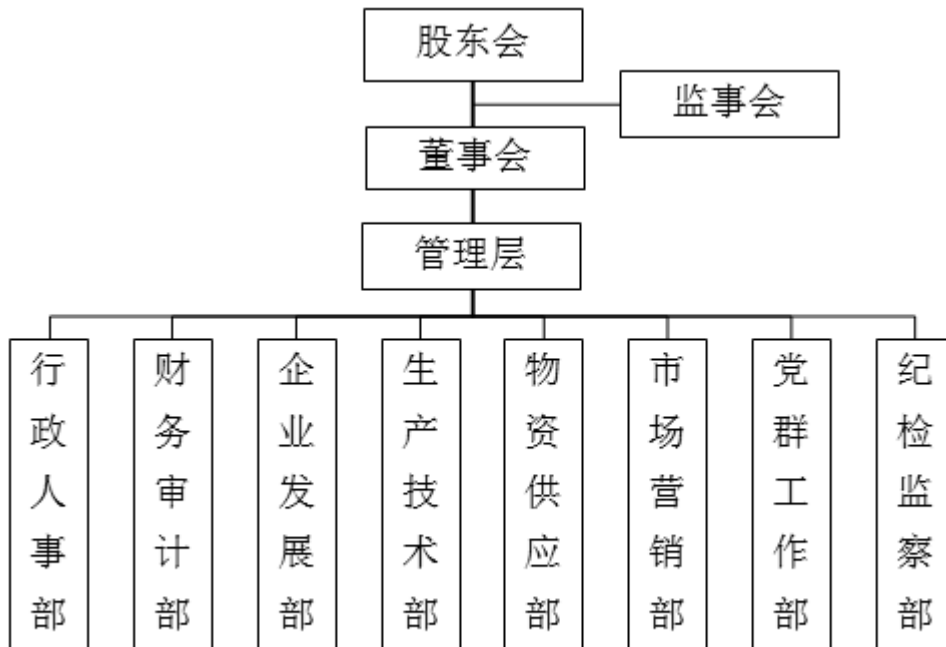
综合评估，联合资信确定维持西南水泥有限公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 西南水泥 MTN001”和“19 西南水泥 MTN002”的信用等级为 AAA，维持“18 西南水泥 CP001”“19 西南水泥 CP001”和“19 西南水泥 CP002”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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 2019 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 41.55% 股权（间接持股 35.46%）

附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底公司直接控股子公司列表

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	投资额 (万元)	持股比例 (%)
1	四川西南水泥有限公司	水泥生产销售	300000	300000	100
2	重庆西南水泥有限公司	水泥生产销售	200000	200000	100
3	云南西南水泥有限公司	水泥生产销售	200000	200000	100
4	贵州西南水泥有限公司	水泥生产销售	200000	200000	100
5	嘉华特种水泥股份有限公司	水泥生产销售	13229	118449	89.51
6	四川利森建材集团有限公司	水泥生产销售	116639	214047	100
7	广汉三星堆水泥有限公司	水泥生产销售	10000	11423	100

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	50.12	37.85	29.11	59.56
资产总额(亿元)	738.23	705.43	673.39	681.97
所有者权益合计(亿元)	127.73	130.24	148.39	166.01
调整后短期债务(亿元)	251.43	244.36	209.35	206.66
调整后长期债务(亿元)	72.26	68.70	46.94	48.12
调整后全部债务(亿元)	323.69	313.06	256.29	254.78
营业收入(亿元)	191.46	225.97	287.87	60.48
利润总额(亿元)	7.08	12.06	21.59	5.05
EBITDA(亿元)	49.14	53.93	63.47	--
经营性净现金流(亿元)	38.07	39.85	58.29	13.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.04	8.24	13.05	--
存货周转次数(次)	3.63	4.69	6.32	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.31	0.42	--
现金收入比(%)	113.63	116.62	114.77	115.44
营业利润率(%)	29.62	26.53	26.35	29.91
调整后总资本收益率(%)	6.53	7.30	10.10	--
净资产收益率(%)	3.95	6.62	11.91	--
调整后长期债务资本化比率(%)	36.13	34.53	24.03	22.47
调整后全部债务资本化比率(%)	71.71	70.62	63.33	60.55
资产负债率(%)	82.70	81.54	77.96	75.66
流动比率(%)	28.07	25.90	22.70	25.94
速动比率(%)	21.06	18.94	15.72	18.86
经营现金流动负债比(%)	7.24	7.98	12.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.97	2.23	2.74	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.59	5.80	4.04	--

注：1、2019 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 4 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 5-1 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 5-2 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

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-4 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