

信用评级公告

联合〔2021〕5592号



联合资信评估股份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，确定维持西南水泥有限公司主体长期信用等级为 AAA，“19 西南水泥 MTN001”“19 西南水泥 MTN002”“19 西南水泥 MTN003”“20 西南 01”“20 西南水泥 MTN001”“21 西南 01”和“21 西南 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:



二〇二一年六月二十九日

西南水泥有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
西南水泥有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 西南 02	AAA	稳定	AAA	稳定
21 西南 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 西南水泥 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 西南 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 西南水泥 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 西南水泥 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 西南水泥 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期 兑付日
21 西南 02	6.00	6.00	2026/04/22
21 西南 01	14.00	14.00	2024/04/22
20 西南水泥 MTN001	5.00	5.00	2023/08/10
20 西南 01	5.00	5.00	2023/06/08
19 西南水泥 MTN003	10.00	10.00	2022/8/19
19 西南水泥 MTN002	10.00	10.00	2022/7/22
19 西南水泥 MTN001	10.00	10.00	2022/6/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水泥企业信用评级方法	V3.0.2001907
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.2001907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	4
		自身 竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对西南水泥有限公司（以下简称“公司”或“西南水泥”）的评级反映了其作为中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）在西南区域的经营实体，主要从事水泥的生产和销售业务，通过并购在区域内获得了优势竞争地位，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。受益于此，2020 年，公司经营活动现金流仍保持大规模净流入。同时，联合资信关注到水泥行业产能过剩、公司短期债务规模大、商誉规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度较高。

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；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，公司在产能规模、保供能力和营销管理等方面的优势也将更加突出；此外，公司并购高峰期已过，未来将致力于降低负债率，杠杆率将可能进一步降低。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 西南水泥 MTN001”“19 西南水泥 MTN002”“19 西南水泥 MTN003”“20 西南 01”“20 西南水泥 MTN001”“21 西南 01”和“21 西南 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 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保持很强的竞争优势。截至 2020 年底，公司水泥产能达 1.21 亿吨/年。2020 年，公司在四川、云南、贵州和重庆市场占有率分别为 23.20%、17.69%、25.87% 和 20.00%。
2. 区域内经营环境改善，依托于很强的区域竞争力，公司获现能力强，经营活动现金流持续为正。2020 年，公司经营活动现金净额 77.24 亿元，持续净流入。
3. 公司作为中国建材在西南区域的经营实体，得到中国建材的重点支持。截至 2020 年底，中国建材对公

公司实际控制人中国建材集团有限公司为直属央企，股东背景雄厚，控股股东中国建材在资金、人员方面为公司提供持续有力支持	+1
---	----

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张文韬

赵 兮

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

资金拆借余额 165 亿元，并为公司 52.90 亿元借款提供了保证担保。

关注

1. **短期债务规模较大，债务结构待优化。**截至 2021 年 3 月底，公司短期债务占全部债务的 61.60%，现金类资产对短期债务覆盖倍数较低。
2. **商誉规模较大，资产质量受到一定影响；商誉减值损失对利润有一定影响。**截至 2020 年底，公司商誉占总资产的 22.60%，2020 年，公司计提商誉减值损失 18.00 亿元，公司商誉规模较大且存在一定减值风险。
3. **大宗商品价格上涨压力大，公司成本预计上升。**煤炭价格受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，2021 年初，煤炭价格继续走高。
4. **全行业去产能缓慢，整体行业产能仍过剩，局部区域供给增加，去产能成效有待巩固。**受水泥运输半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，区域竞争激烈；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。此外，近年在水泥行业产能过剩以及环保要求趋严的背景下，公司安排各生产基地每年错峰停产 100 天左右。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	29.11	22.80	22.04	27.67
资产总额（亿元）	673.39	619.82	626.82	632.25
所有者权益（亿元）	148.39	158.19	158.33	153.46
短期债务（亿元）	209.35	166.41	133.61	149.29
长期债务（亿元）	46.94	51.16	82.87	93.06
全部债务（亿元）	256.29	217.57	216.47	242.35
营业收入（亿元）	287.87	302.66	269.09	52.66
利润总额（亿元）	21.59	20.33	14.26	-4.42
EBITDA（亿元）	65.47	59.25	55.21	--
经营性净现金流（亿元）	58.29	103.34	77.24	-3.49
营业利润率（%）	26.35	29.68	25.03	13.85
净资产收益率（%）	11.91	8.56	6.41	--
资产负债率（%）	77.96	74.48	74.74	75.73
全部债务资本化比率	63.33	57.90	57.76	61.23
流动比率（%）	22.70	18.72	19.55	21.06
经营现金流动负债比	12.37	25.66	20.37	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.14	0.16	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.82	3.40	3.74	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.91	3.67	3.92	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	471.06	444.95	413.92	417.56
所有者权益（亿元）	117.62	129.41	131.22	131.47
全部债务（亿元）	67.49	83.89	108.49	111.08
营业收入（亿元）	0.62	1.67	6.25	1.60
利润总额（亿元）	33.02	14.39	10.18	0.26
资产负债率（%）	75.03	70.92	68.30	68.51
全部债务资本化比率	36.46	39.33	45.26	45.80
流动比率（%）	104.46	115.37	126.45	127.69
经营现金流动负债比	-0.06	0.13	1.41	--

注：1. 公司 2021 年 1—3 月财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 西南 01/21 西南 02	AAA	AAA	稳定	2021/04/15	张文韬 赵兮	联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法/联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型	阅读全文
20 西南水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/07/30	刘珺轩 刘莉婕	联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法/联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型	阅读全文
20 西南 01	AAA	AAA	稳定	2020/05/28	王文燕 周珂鑫	联合信用评级水泥企业主体信用评级方法	阅读全文
19 西南水泥 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/08/07	刘珺轩 李晨	联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法/联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 西南水泥 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/02/22	刘珺轩 李晨	联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法/联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 西南水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/02/22	刘珺轩 李晨	联合资信评估有限公司水泥企业信用评级方法/联合资信评估有限公司水泥企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

西南水泥有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于西南水泥有限公司（以下简称“公司”或“西南水泥”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）联合深圳京达股权投资管理有限公司（以下简称“深圳京达”）、上海圳通股权投资管理有限公司（以下简称“上海圳通”）和北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）（以下简称“北京华辰”）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，中国建材、深圳京达、上海圳通和北京华辰分别认缴出资 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% 股份转让给中国建材。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。历经多次股权转让后，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 116.73 亿元。其中，中国建材持股 79.9284%，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持股均为 7.1659%，王勇持股 0.8567%、张渭波持股 0.3427%、朱琴玲持股 0.1713%、颜茂叶持股 0.0857%。公司控股股东为中国建材，实际控制

人国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）。

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 2021 年 3 月底，公司本部内设行政人事部、财务审计部、企业发展部、生产技术部、物资供应部、市场营销部、党群工作部及纪检监察部等部门（详见附件 1-2）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额为 626.82 亿元，所有者权益合计为 158.33 亿元（含少数股东权益 7.18 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 269.09 亿元，利润总额 14.26 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额为 632.25 亿元，所有者权益合计为 153.46 亿元（含少数股东权益 7.10 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 52.66 亿元，公司利润总额 4.42 亿元。

公司注册地址：中国（四川）自由贸易试验区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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月 24 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 6 月 24 日公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
19 西南水泥 MTN001	10.00	10.00	2019/06/17	3 年
19 西南水泥 MTN002	10.00	10.00	2019/07/22	3 年
19 西南水泥 MTN003	10.00	10.00	2019/08/19	3 年
20 西南 01	5.00	5.00	2020/06/08	3 年
20 西南水泥 MTN001	5.00	5.00	2020/08/10	3 年
21 西南 01	14.00	14.00	2021/04/22	3 年
21 西南 02	6.00	6.00	2021/04/22	5 年
合计	60.00	60.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国

国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017-2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩

小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较

大,固定资产投资仍处在修复过程中;资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱,疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红,贸易顺差7592.90亿元,较上年同期扩大690.60%,净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势,达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强,经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳,生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0,较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点,处于低位。2021年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动PPI持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末,社融存量同比增速为12.30%,较上年末下降1个百分点,信用扩张放缓;2021年一季度新增社融10.24万亿元,虽同比少增0.84万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至2021年一季度末,M2余额227.65万亿元,同比增长9.40%,较上年末增速(10.10%)有所下降。同期M1余额61.61万亿元,同比增长7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元,同比增长24.20%,是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元,占一般公共预算收入的85.31%,同比增长24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民

消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元,同比增长6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元,缺口较2020年和2019年同期值有所收窄,可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元,同比增长47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出1.73万亿元,同比减少12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响,加上年初局部疫情影响,失业率有所上升;而3月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021年一季度,全国居民人均可支配收入9730.00元,扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本培元,稳定预期,保持经济运行在合理区间,使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细,兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”,减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上

提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

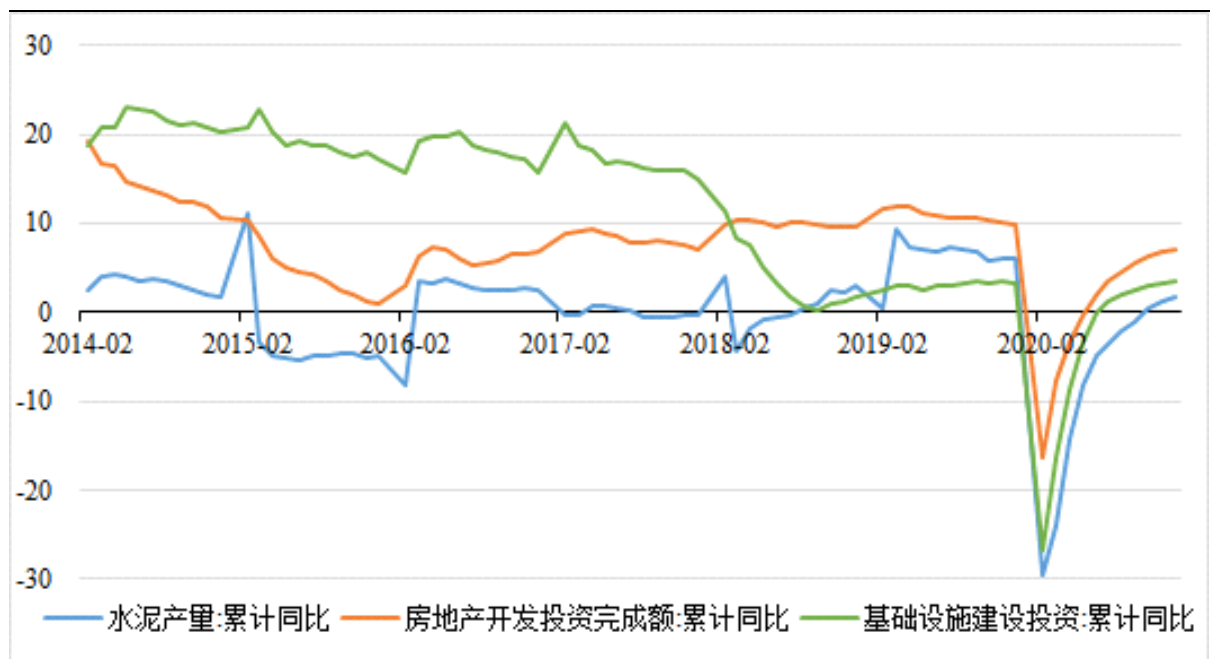
1. 水泥行业概况

2020 年，水泥产量在新冠疫情影响下仍保持同比小幅增长。水泥行业错峰生产和环保限

产虽对供给形成压力，但水泥行业去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2020 年水泥价格先降后升，区域价格表现有所分化，行业总体效益小幅下滑。

水泥需求方面，2020 年以来中国经济受到新冠疫情冲击增速继续下行，全年 GDP 同比增长 2.3%。房地产调控维持“房住不炒”基调不变，仍较为严格；房地产开发投资仍表现出一定韧性，全年累计同比增长 7.0%，增速较 2019 年下降 2.9 个百分点。2020 年，中国基础设施建设投资完成额同比增长 3.41%，较上年同期增速上升 0.08 个百分点，发挥一定逆周期调节作用。分季度来看，2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产开发投资均出现大幅负增长；但二、三季度，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，中国基建投资和房地产开发投资有所回暖，但房地产开发投资较上年同期仍差距较大；四季度地产开发投资加速回暖。整体看，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，政府在基建投资方面保持一定力度以引导经济复苏，房地产企业具有较强的开工意愿，全年水泥需求量虽受到一定影响，但仍保持增长。

图 1 2014 年以来中国水泥产量、房地产开发和基础设施建设投资累计同比变动情况（单位：%）



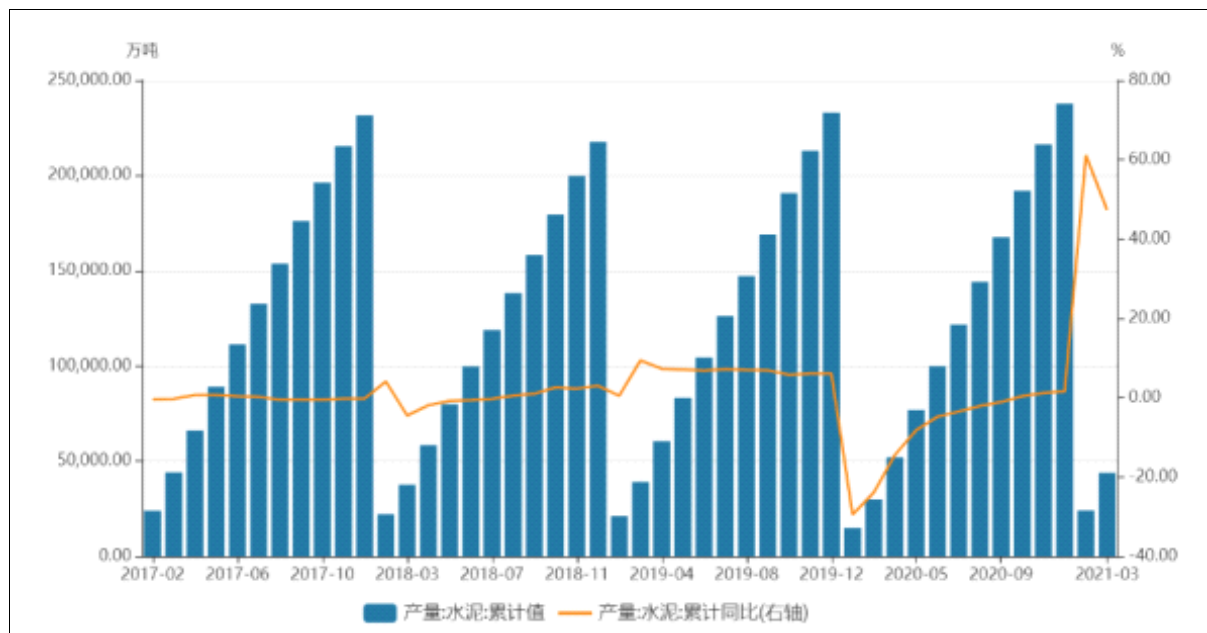
资料来源：Wind

水泥供给方面，据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至 2020 年底，全国新型干法水泥生产线累计共有 1609 条（剔除部分已关停和拆除生产线，不包括日产 700 吨以下规模生产线），设计熟料年产能 18.3 亿吨，实际熟料年产能超过 20 亿吨。2020 年新点火产能项目主要位于贵州、云南等地，较 2019 年略有增加，主要原因是 2020 年新点火的熟料生产线中部分是早期批复延续建设项目或置换非新干水泥产能的项目。另外值得关注的是，部分已经产能置换项目执行中存在“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目。整体看，水泥行业去产能进度缓慢，局部区域供给出现增长。

限产政策方面，2019 年以来，各地水泥行业错峰生产政策只紧不松，2019 年，河南实行“开二停一”，贵州推出刚性错峰，内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件，通过环保手段来倒逼去产能。2020 年 1 月，工信部发布公告要求各地认真开展水泥错峰生产，坚决打好污染防治攻坚战。公告指出山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、宁夏、新疆、河北、湖北、浙江等地陆续发布了 2019—2020 年采暖季水泥行业错峰生产方案，公告发布之后青海、宁夏、内蒙古等地亦发布了行业错峰生产方案，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。进入 10 月后，2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚战在全国打响，河北、湖南、山东等地已经召开水泥行业差异化错峰生产工作座谈会，对秋冬季节错峰生产进行部署，要求水泥熟料企业落实错峰生产政策。2020 年 12 月，工信部和生态环境部发布《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》，因时因地制宜，精准施策安排好错峰生产，并对承担供暖任务、协同处置生产线的错峰要求加以明确。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上保持一定压力。

2020 年，全国水泥产量约 23.77 亿吨，同比增长 1.60%，其中一季度水泥产量受疫情影响较大，三四季度随投资力度回升，产量恢复较快。

图 2 2017 年以来中国水泥行业产量及变化情况



资料来源：Wind

2019 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。2020 年以来，水泥价格呈先降后升态势：一季度受新冠疫情影响水泥价格由 2019 年末高位下行，4 月后小幅回升后，5—8 月受

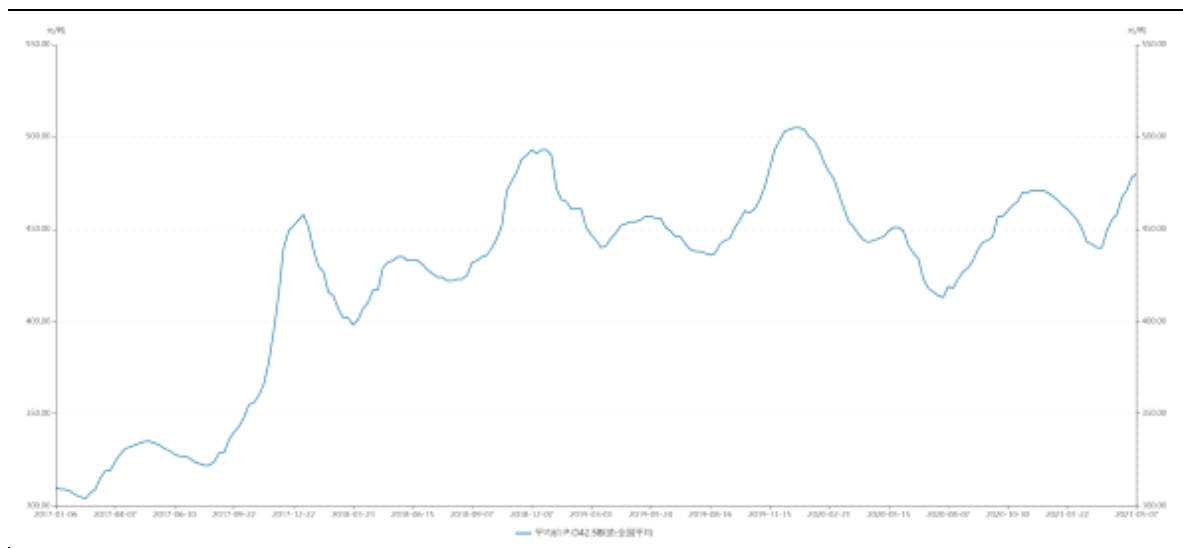
梅雨天气影响再次下滑;9月后随着需求的强势复苏,水泥价格持续回升。2021年一季度,水泥行业进入淡季,多地水泥产销双弱,水泥价格同比有所下降,3月开始回升。截至2021年3月底,全国水泥(P.O42.5散装)均价449元/吨,基本恢复至2020年同期水平。

从各区域情况来看,西北地区和中南地区2020年水泥价格涨幅在全国六大区中领先,全年均价同比增长14.7%和8.3%。华北地区水泥

价格表现相对平稳,全年均价小幅下滑。华东地区水泥价格2020年受疫情、天气等因素影响波动幅度较大,全年均价同比下降0.3%。西南地区和东北地区水泥价格同比分别下跌8.0%和5.0%,主要系需求减弱因素所致,西南地区也受到产能增加影响。

行业效益方面,2020年水泥行业全年实现水泥销售收入9960亿元,同比下降2.2%;利润1833亿元,同比下降2.1%。

图3 2017年以来全国水泥(P.O42.5散装)周均价走势图



资料来源: Wind

2. 上游原燃料情况

煤炭价格波动对水泥行业的成本控制带来压力。

煤炭价格方面,2020年,受经济恢复进程和气候等因素影响,煤炭供需出现阶段性失衡现象,煤炭价格整体呈先抑后扬走势,全年平均价格水平低于2019年。2021年1月至2月初,煤炭价格继续走高。截至2021年2月10日,动力煤(国内主要地区均价)、主焦煤(国内主要地区)、喷吹煤(国内主要地区)、无烟煤(2号洗中块)的价格分别为641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨,较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后,除无烟煤外,其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日,动力煤(国内主要地区均

价)、主焦煤(国内主要地区)和喷吹煤(国内主要地区)的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

矿石方面,随着中国加大矿山环保治理力度,石灰石价格整体走高,但由于大型水泥企业普遍具备较高自给率的石灰石资源,石灰石价格波动对水泥企业成本影响基本可控。

3. 行业发展

预计水泥需求短期内维持平台期,但需关注地产调控和逆周期调节政策力度调整对水泥需求带来的影响。

2021年是中国“十四五”计划的开局之年,是全面建成小康社会的关键时期,基建投资有望维持增长;房地产市场仍具韧性,从前期土地成交情况和房企加快回笼资金意愿来看,施工

整体有望延续增长趋势，对水泥需求形成一定支撑。

但仍应关注到，随着“三道红线”“贷款集中管理”和“集中供地”等政策的推出，地产行业供给侧调控力度仍在加大，房企投资将更加谨慎。而随着中国经济逐步恢复正常，政府的逆周期调节政策力度或将逐步减弱。上述两方面的政策力度调整均可能对未来水泥需求走势产生重要影响。

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，推动行业产能置换升级，并指出水泥行业向智能化发展的方向。随着“碳达峰”“碳中和”的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大。

2020年1月，工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，明确了水泥行业产能置换项目的范围、指标要求、置换比例、操作程序，要求项目建设地省级主管部门负责监督新建项目方案的落实和督促组织查验并公布装置的实际产能，并由工信部组织抽查各地公告的产能置换方案执行情况，对各区域水泥产能置换有一定规范作用。2020年12月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，进一步提高产能置换比例，明确要求，位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料建设项目，产能置换比例为2:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料建设项目，产能置换比例分别为1.5:1。

2020年9月，工信部发布了《建材工业智能制造数字转型行动计划（2021—2023年）》的通知（工信厅原〔2020〕39号），提出水泥行业要重点形成数字规划设计、智能工厂建设、自动采选配矿、窑炉优化控制、磨机一键启停、设备诊断运维、生产远程监控、智能质量控制、能耗水耗管理、清洁包装发运、安全环保、固废协同处置等集成系统解决方案，并在组织领导、政策支持、人才保障和经营环境等方面加强相关保障措施。

2020年9月，在第七十五届联合国大会上，中国向世界宣布将提高国家自主减排贡献力度，

二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。水泥行业也是二氧化碳排放的主要工业行业之一。控制水泥行业的碳排放主要通过减少水泥用量、提高能效水平、提升产品利用效率和优化产品材料结构等路径。未来，节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年6月24日，公司注册资本和实收资本均为116.73亿元，中国建材持有公司股权的比例为79.9284%，系公司控股股东，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模和竞争力

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。

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2020年底，公司作为西南地区最大的水泥生产集团，水泥产能达1.21亿吨/年。公司相继在四川、云南、贵州和重庆组建了区域公司，截至2020年底，公司在西南地区区域综合产能、产销率占比排名中均居首位。

公司近年来加大在环保设备方面的投入，所有生产线污染物排放达标或优于国家标准，部分达到超低排放标准。公司技术装备、环保水平在国内同行业中处于领先水平，能够实现资源的综合利用、节能减排并降低生产成本。

生产工艺方面，公司现有的水泥熟料生产线均采用大型新型干法生产工艺，该工艺的核心技术新型干法窑外预分解技术是目前国际上最先进的技术，全面采用先进的原料、燃料均化、节能粉磨技术和高效环保技术及装备，全线采用计算机集散控制系统，实现水泥生产过程的自动化，达到优质、高效、低耗、环保和循环利用的现代化工业企业标准。

公司下属企业嘉华特种水泥股份有限公司

(以下简称“嘉华特种水泥”)在新一代通用硅酸盐熟料体系、第二代新型干法技术等方面作了积极的探索,创造性的开发了高性能低碳微粒熟料技术(HLMC),并已进入了工业生产。HLMC技术主要从硅酸盐熟料的晶体尺寸与水化动力学的关系入手,从基础理论研究出发,开发了晶体尺寸与晶体结构控制技术,并结合低温煅烧制度的研究,实现了低碳高性能微料熟料的工业化生产,提高熟料强度2—10MPa,节约实物煤耗4公斤以上,氮氧化物排放减少10%以上,余热发电量提高2度以上,台时产量明显提升,生产成本降低显著。

资源综合利用方面,公司通过采用高效粉磨技术、环保技术、高效节能技术与装备,综合利用各种工业废弃物和城市垃圾,并通过生产过程产生的低温余热发电,既降低生产成本,又节约能源、提高节能和环保指标,在能源管理、综合利用等方面均在地区内较为领先。目前公司技术装备全部配套了纯低温余热发电项目。

3. 外部支持

作为西南地区最大的水泥生产企业,公司在股东支持、税收优惠等方面获得较大外部支持。

西南水泥控股股东中国建材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(以下简称“中联水泥”)、南方水泥有限公司(以下简称“南方水泥”)、北方水泥有限公司(以下简称“北方水泥”)、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(以下简称“天山水泥”)、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2020年底,中国建材水泥产能约为5.14亿吨/年。

近年来,中国建材在资本金注入、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100亿元中中国建材出资70亿元,并于2013年6月

底全部实缴到位,为公司持续发展提供了资本金支持。

融资支持方面,截至2020年底,中国建材对公司资金拆借余额165亿元,公司将其计入“其他应付款”科目,另外中国建材就公司52.90亿元借款提供了保证担保。此外,股东在人员及通道等方面为公司提供支持。

人员支持方面,中国建材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,中国建材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。

税收优惠方面,2020年,公司所获增值税退税金额为2.32亿元。截至2020年底,公司旗下共有49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。

2020年,公司获得3.15亿元的政府补助收入。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码:915101005875623516),截至2021年6月24日,公司无未结清关注类和不良/违约类贷款;根据公司过往公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录,公司无逾期或违约偿付记录。公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内,公司在股权方面有变动,在管理体制、法人治理结构等方面无重大变化。

2020年7月28日,中国建材股份有限公司与上海圳通股权投资管理有限公司签订股权转让协议,协议约定上海圳通股权投资管理有限公司将其对公司的出资10000万转至中国建材股份有限公司。

2020年8月5日,上海圳通股权投资管理有限公司与朱琴玲、颜茂叶、张渭波、王勇、浙江省之江水泥有限公司签订股权转让协议,协

议约定上海圳通股权投资管理有限公司将其对公司的出资 2000 万元转至朱琴玲，将其对公司的出资 1000 万元转至颜茂叶，将其对公司的出资 4000 万元转至张渭波，将其对公司的出资 10000 万元转至王勇，将其对公司的出资 1000 万元转至浙江省之江水泥有限公司。

2020 年 11 月 25 日，浙江省之江水泥有限公司与方剑成签订股权转让协议，协议约定浙江省之江水泥有限公司将其对公司的出资 1000 万元转至方剑成。

2021 年 2 月 26 日，方剑成与中国建材签订股权转让协议，协议约定方剑成将其对公司的出资 1000 万元转至中国建材。

跟踪期内，主要高管人员未变动，公司主要管理制度未发生变化。

八、重大事项

公司下属子公司收购遵义励锋水泥有限公司股权，有助于提升公司在遵义市场控制力。

2020 年 6 月 12 日，公司下属子公司贵州西南水泥有限公司（以下简称“贵州西南水泥”）与四川双马水泥股份有限公司（以下简称“四川双马”）签署了《关于遵义励锋水泥有限公司之股权转让协议》，贵州西南水泥拟收购四川双马持有的遵义励锋水泥有限公司（以下简称“遵义励锋”）100% 股权，转让价格为人民币 82045.94 万元。本次收购交易资金来源为贵州西南水泥自有资金、股东借款以及银行贷款。遵义励锋主要经营水泥、混凝土的生产和销售业务，目前运营正常。截至 2019 年底，遵义励锋资产总额和净资产分别为 12.42 亿元和 6.84 亿元；2019 年遵义励锋营业收入和净利润分别为 5.63 亿元和 0.64 亿元。

公司控股股东中国建材拟就水泥资产进行重组，预计公司最终实际控制人不会发生变化。

2020 年 7 月 27 日，公司发布《西南水泥有限公司关于控股股东中国建材股份有限公司水泥资产建议重组的关注公告的公告》（以下简称

“《公告》”），公告显示为推动解决中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）下属子公司之间的同业竞争，中国建材已与下属子公司新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山水泥”）针对一项建议出售事宜签订合作意向书。中国建材拟向天山水泥出售中国建材的若干水泥资产业务（以下简称“标的资产”）。建议重组的标的资产具体范围尚在论证中，正在论证中的标的资产包括中国建材下属子公司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、中材水泥有限责任公司的股权以及中国建材下属子公司中建材投资有限公司持有的若干水泥资产。

建议重组事项（包括交易方式及标的资产）仍在协商论证中，目前尚未确定。建议重组能否签署或实施尚存在不确定性。建议重组需经（其中包括）有权监管机构批准、以及经遵守上市规则项下适用至规定后方可正式实施。

联合资信关注到建议重组事项仍在协商论证中，未对公司正常生产经营和管理产生实际影响，公司的最终实际控制人不会因建议重组事项发生变化。

九、经营分析

公司收入主要来自水泥和熟料板块。2020 年，受疫情影响及水泥价格回落影响，水泥销量与价格有所下滑，公司营业收入及毛利率同比下降。

公司是中国建材旗下水泥板块的核心企业之一，主要在西南地区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。2020 年，受疫情影响及水泥价格回落影响，公司营业收入有所下滑，其中主营业务收入较 2019 年下滑 12.45% 至 262.85 亿元。分板块来看，水泥和熟料业务一直是公司主要收入来源，2020 年在主营业务收入中占比在 98.95%。

表 3 2018 - 2020 年公司主营业务收入及毛利率构成情况 (单位: 亿元、%)

业务分类	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	271.65	94.88	28.38	285.31	95.04	31.49	247.52	94.17	27.33
熟料	10.32	3.60	11.76	11.24	3.74	12.55	12.58	4.78	9.97
商品混凝土	4.34	1.52	31.73	3.67	1.22	34.00	2.75	1.05	32.85
合计	286.31	100.00	27.83	300.22	100.00	30.82	262.85	100.00	26.56

注: 1. 主营业务收入未含其他业务, 下同; 2. 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司提供

从毛利率来看, 2020 年, 受水泥销售价格下降影响, 公司水泥业务毛利率同比下降 4.16 个百分点至 27.33%。公司生产的熟料主要用于水泥生产, 对外销售比例较小, 2020 年熟料毛利率同比有所下降; 同期, 公司商品混凝土业务毛利率水平波动增长。在上述因素共同影响下, 2020 年, 公司综合毛利率较 2019 年下降 4.26 个百分点。

1. 水泥板块

(1) 生产经营

公司在川渝区域凭借产能规模及布局等因素保持竞争优势; 受行业整体产能过剩以及环保限产等因素影响, 2020 年, 公司产能利用率同比有所下降, 但仍保持在较高水平。

公司自成立以来通过联合重组方式迅速扩大产能规模, 2020 年, 受产能减量置换项目影

响, 公司水泥及熟料产能有所下降。截至 2021 年 3 月底, 公司共拥有 101 条水泥生产线和 8 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 11 条, 4000t/d~4500t/d 水泥熟料生产线 5 条, 3000t/d~3600t/d 水泥熟料生产线 15 条, 2500t/d~2800t/d 水泥熟料生产线 59 条, 2500t/d 以下的水泥熟料生产线数量 10 条。

2020 年, 公司水泥产量同比下降 4.51%; 熟料产量同比小幅下降 0.84%。2020 年, 水泥产能利用率为 72.16%, 公司熟料产能利用率为 82.50%, 分别较 2019 年下降 2.58 个百分点和 0.28 个百分点, 产能利用率小幅下降。此外, 近年在水泥行业产能过剩以及环保要求趋严的背景下, 公司经营区域内的政府部门和行业协会对公司做出错峰停产的指导要求, 公司安排各生产基地每年错峰停产 100 天左右。

表 4 2018 - 2020 年公司水泥产量情况 (单位: 万吨、%)

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
水泥	12281.00	9041.94	73.63	12186.63	9107.83	74.74	12052.40	8696.71	72.16
熟料	9025.00	7136.78	79.08	8930.66	7393.19	82.78	8885.90	7331.03	82.50
混凝土	818.00	130.84	16.00	948.00	105.96	11.18	768.00	88.48	11.52

资料来源: 公司提供

(2) 原材料采购

跟踪期内, 公司煤炭采购价格有所下降, 2020 年, 石灰石采购价格有所上升, 对公司生产成本控制造成一定压力。

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%。2020 年, 由于公司水泥产量下降, 各类原材料采购量同比有所下降。

煤炭采购方面, 2020 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、陕西煤化建设物资开发有限公司、中建材资源有限公司、中建投商贸有限公司、贵州腾华兴昌

商贸有限公司等，前五大原材料供应商集中度在 29%左右，集中度较 2019 年无变化。2020 年，煤炭采购均价为 634.10 元/吨，同比下降 3.40%，主要系直供煤占比增加和煤炭市场价格下降导致。

石灰石采购方面，2020 年，公司石灰石自给比例约为 66.81%，保证了原材料的稳定供应。2020 年，石灰石采购均价小幅上涨，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。

表 5 2018 - 2020 年公司原材料采购量及采购价格
(单位：万吨、元/吨)

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年
煤炭	采购量	1050.17	1098.71	1002.82
	采购均价	707.42	656.40	634.10
石灰石	采购量	9892.94	9929.23	9604.68
	采购均价	23.09	22.13	23.23

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。2020 年，公司外购电力 77.47 亿度；综合电价 0.46 元/度，外购电量及电价较 2019 年均有所增长。截至 2021 年 3 月底，公司水泥生产总用电量中余热发电占比约为 29.47%；平均每吨熟料发电量在 30 度左右，余热发电成本为 0.15 元/度，发电成本较 2019 年有所下降，低于外购电成本，余热发电技术推广有效降低公司水泥生产成本。

2020 年，公司水泥平均生产成本为 206.79 元/吨，较 2019 年下降 6.58 元，主要系原材料煤炭成本下降所致，公司生产成本中煤炭、石灰石和电力约分别占 46.53%、15.28%和 17.69%。

(3) 产品销售

2020 年，受市场价格下行因素的影响，水泥和熟料价格均有所下降。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，在川渝地区市场占有率保持在领先地位。

2020 年，公司实现水泥和熟料销量分别较 2019 年下降 5.05%和增长 15.78%；公司水泥和熟料销售均价均有所下滑。

表 6 近年来公司销售情况 (单位：万吨、元/吨)

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年
水泥	销售量	9005.22	9160.29	8698.12
	销售均价	301.66	311.46	284.57
熟料	销售量	393.26	454.22	525.91
	销售均价	262.29	247.40	239.12

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，2020 年，四川区域水泥销售收入占公司水泥销售总收入的 43.35%，云南区域占 19.95%，贵州区域占 22.43%，重庆区域占 14.27%，川渝地区收入占比上升。从销售均价看，2020 年，各个区域由于水泥价格回落均有所下滑。2020 年公司在四川、云南、贵州和重庆的市场占有率较 2019 年均变化不大。2020 年，公司在四川、云南、贵州和重庆区域产能占有率分别达到了 23.20%、17.69%、25.87%和 20.00%。贵州区域由于其他水泥企业新产能投放占有率较 2019 年有所下降，其他区域变化不大。公司在西南地区市场占有率和区域产能占有率均位于领先地位。

表 7 公司水泥各区域市场占有率 (单位：%)

区域	市场占有率		
	2018 年	2019 年	2020 年
四川	23.30	23.00	23.20
云南	17.30	17.00	17.69
贵州	28.90	27.50	25.87
重庆	22.70	22.00	20.00

资料来源：公司提供

表 8 公司各区域近年来水泥销售情况

水泥		2018 年	2019 年	2020 年
销量 (万吨)	四川	3279.76	3416.96	3263.99
	云南	1811.70	1989.95	1824.88
	贵州	2688.38	2529.55	2381.72
	重庆	1225.38	1223.83	1227.53
销售额 (亿元)	四川	105.64	123.68	111.91
	云南	50.93	56.93	46.91
	贵州	77.92	63.99	51.93

	重庆	37.16	40.71	36.76
平均销售 单价 (元/吨)	四川	322.09	361.97	342.87
	云南	281.13	286.09	257.06
	贵州	289.86	252.95	218.06
	重庆	303.23	332.64	299.48

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

公司销售渠道主要有重点工程、民用市场、搅拌站等渠道。2020 年，公司重点工程中标率仍保持高水平，对重点工程的销售量占比为 20.03%；对民用市场的销售量占 50.47%；对搅拌站的销售量占比 25.50%（含预制板）。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。

公司销售结算方式较上年无变化。

2. 经营效率

公司经营效率处于行业正常水平，近年来持续改善。

2020 年，公司销售债权周转次数为 26.34 次，同比增长 3.72 次；存货周转次数为 9.32 次，同比增长 1.72 次；总资产周转次数为 0.43 次，同比下降 0.04 次。公司整体经营效率处于同行业正常水平。

表 9 公司及同行业企业 2020 年主要经营指标
(单位：次)

公司名称	销售债权 周转率 (次)	存货周 转率 (次)	总资产 周转率 (次)
------	--------------------	------------------	-------------------

唐山冀东水泥股份有限公司	8.01	14.54	0.62
中国联合水泥集团有限公司	4.20	10.02	0.61
南方水泥有限公司	5.83	5.86	0.78
西南水泥有限公司	26.34	9.32	0.43

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 在建工程

公司在建工程尚需投资规模不大，项目投产后有望进一步提升公司生产效率。

目前公司在拟建项目主要包括巴塘卓帆水泥有限公司 2500t/d 熟料生产线项目和丽江古城西南 5000t/d 熟料水泥生产线项目等，项目总投资 53.40 亿元，其中自有资金计划 20.81 亿元；截至 2020 年底，在建项目已投资 20.88 亿元，待投资规模 32.52 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。

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，项目已于 2020 年 6 月进入实质性建设阶段。该项目地处产能极度缺乏的藏区，项目的推进将极大缓解当地水泥市场需求缺口。

丽江古城西南 5000t/d 熟料水泥生产线项目于 2019 年 4 月取得云南省工业和信息化厅批准（云工信函〔2019〕23 号）。项目将建设一条智能型日产 5000 吨熟料、采用五、六级可切换运行的旋风预热器，带在线喷腾式分解炉，装备及技术为目前世界最先进的的新型干法水泥智能生产线，设计年产熟料 165 万吨。

表 10 截至 2020 年底公司主要在建项目（单位：亿元）

序号	项目	计划总投资	自有资金	资金来源	截至 2020 年底已投资	投资计划		
						2021 年	2022 年	2023 年
1	巴塘卓帆水泥项目	10.87	7.61	对外借款、股东借款	1.07	1.50	5.00	3.30
2	丽江古城西南 5000t/d 熟料水泥生产线项目	9.86	3.20	对外借款、股东借款	5.29	1.61	2.96	--
3	铜仁西南 4000T/D 熟料水泥生产线项目	9.37	3.00	对外借款、股东借款	6.55	2.15	0.67	--
4	正安西南 3200T/D 熟料水泥生产线项目	8.30	2.50	对外借款、股东借款	4.44	2.50	1.35	--
5	云南富源西南 7000T/D 熟料水泥生产线项目	15.00	4.50	对外借款、股东借款	3.52	6.56	4.92	--
合计		53.40	20.81	--	20.88	14.32	14.89	3.30

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

4. 未来发展

公司未来的经营方针稳健可行，具有自身经营特色，有利于未来几年公司的持续健康发展。

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，落实国家产业政策，主要措施有以下几个方面：

在业务结构上，继续做精做强水泥主业。以市场为导向，优化水泥和商混布局；以资源为依托，加快骨料基地建设；逐步实现熟料、水泥、商混、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，淘汰落后产能，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，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。实施水泥“四化”工程，产品向高性能化、特种化、商混化和制品化发展。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，推进“整合优化、增效降债”。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020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，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年1—3月财务数据未经审计。

从合并范围看，截至2020年底，公司合并范围内减少3家子公司，增加5家子公司，合计108家。截至2021年3月底，公司合并范围无变化。公司合并范围变化不大且主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

会计政策方面，公司根据财政部颁发的财会〔2019〕6号《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》等相关要求进行会计政策变更，对财务报表部分列报项目进行调整。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21号——租赁》（财会〔2018〕35号）相关规定，对所有租赁在资产负债表中单独列示使用权资产和租赁负债，调增使用权资产0.37亿元，调减长期待摊费用0.18亿元，调增租赁负债0.12亿元，调增一年内到期的非流动负债0.08亿元。公司会计政策变更对财务数据可比性影响不大。

截至2020年底，公司合并资产总额为626.82亿元，所有者权益合计为158.33亿元（含少数股东权益7.18亿元）；2020年，公司实现营业收入269.09亿元，利润总额14.26亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额为632.25亿元，所有者权益合计为153.46亿元（含少数股东权益7.10亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入52.66亿元，公司利润总额-4.42亿元。

2. 资产质量

2020年，公司资产规模变化不大，公司资产仍以固定资产为主，符合水泥行业一般特征；公司其他应收款坏账计提比例较高，未来回收具有一定的不确定性；公司商誉占比较高或对资产质量产生不利影响。公司资产质量一般。

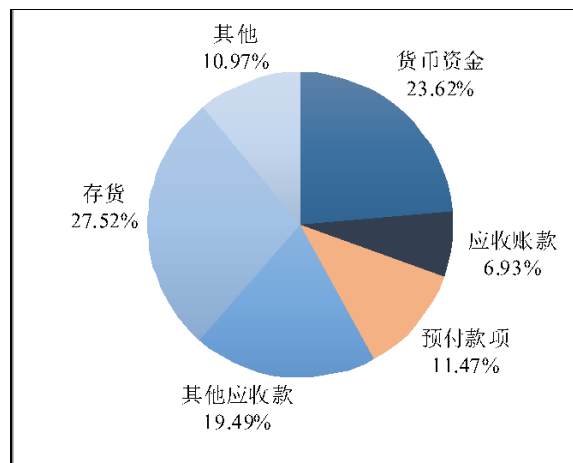
截至2020年底，公司资产总额626.82亿元，较2019年底增长1.13%。从资产构成来看，流动资产占11.82%、非流动资产占88.18%，公司资

产结构以非流动资产为主且较为稳定，符合水泥行业特征。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产74.12亿元，较2019年底下降1.66%，变化不大，公司流动资产构成情况如下图所示。

图4 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司货币资金17.51亿元，较上年底下降12.58%，主要系偿还债务及投资活动净流出所致。从构成看，银行存款占79.82%，其他货币资金占20.18%，此外还有少量库存现金。货币资金中有3.53亿元受限资金，受限比例为20.16%，主要为银行承兑汇票、矿山环境恢复治理保证金和保函保证金及等，受限资金占比较高。

截至2020年底，公司应收账款账面价值为5.13亿元，较上年底下降36.62%，主要系公司加大催收力度所致。应收账款计提坏账1.38亿元，计提比例为21.13%。按账龄看，1年以内占50.64%，1~2年占13.86%，2~3年占10.96%，3年以上的占24.54%，公司应收账款综合账龄较长。应收账款前五大欠款方合计金额为1.10亿元，占比为21.44%，集中度较低。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款，截至2020年底，公司预付款项8.50亿元，较上年底下降0.98%，较上年底变化不大。

截至2020年底，公司其他应收款14.45亿元，较上年底增长9.25%，主要系材料销售款、运费、

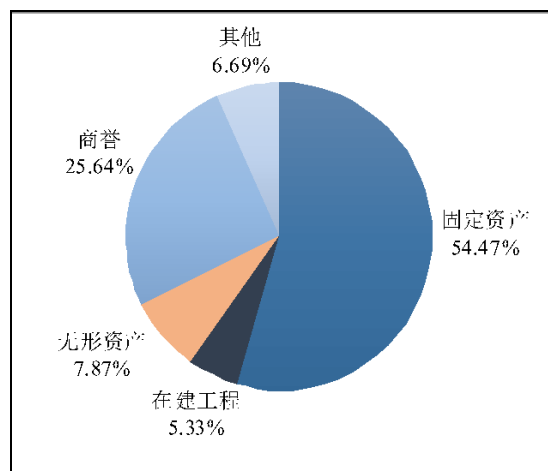
保证金、代垫费用等增长所致。从账龄看，1年以内占26.34%，1至2年占18.87%，2至3年占8.51%，3年以上占46.28%。2020年对其他应收款累计计提坏账16.24亿元，计提比例52.92%，计提金额较大。其他应收款主要为公司关于被收购企业重组前应收原股东及其关联方的往来款、以下游客户名义代为向包装商和运输商支付的包装费、运输费等相关费用、以及一部分与中国建材系统内公司的临时往来款。整体来看，公司其他应收款坏账计提比例较高，形成的原因较为复杂，未来回收具有一定的不确定性。

截至2020年底，公司存货账面价值20.40亿元，较上年底下降7.89%，主要系公司为提高运营效率，加强库存管理所致。存货主要由原材料（占45.97%）、库存商品（占25.27%）和自制半成品及在产品（占21.94%）等构成，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2020年底，公司对存货计提跌价准备0.24亿元，计提比例为1.15%。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。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产552.70亿元，较上年底增长1.52%，公司非流动资产构成情况如下图所示。

图5 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司固定资产301.06亿元，

较上年底下降3.93%，主要系折旧计提所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占55.20%）、机器设备（占43.80%）构成，累计计提折旧171.39亿元；固定资产成新率64.63%，成新率一般。

截至2020年底，公司在建工程29.43亿元，较上年底增长118.74%。2020年公司主要在建工程为巴塘卓帆水泥有限公司2500t/d熟料生产线项目和丽江古城西南5000t/d熟料水泥生产线项目等，项目总投资53.40亿元，已投资20.88亿元。

截至2020年底，公司无形资产43.50亿元，较上年底下降0.40%，较上年底变化不大。公司无形资产由土地使用权（占71.01%）和采矿权（占28.99%）构成，累计摊销16.00亿元，计提减值准备0.43亿元。

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，截至2020年底，公司商誉141.69亿元，较上年底下降3.63%，商誉占公司总资产22.60%。同期，公司累计计提18.00亿元的商誉减值准备。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。

表 11 截至 2020 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	3.53	银行承兑汇票等业务保证金、诉讼冻结
固定资产	5.81	融资租赁租入资产
合计	9.34	--

注：公司持有云南西南水泥有限公司股权因云南永保案件被司法冻结
资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司受限资产账面价值合计9.34亿元，占公司资产总额的1.49%，受限比例低。

截至2021年3月底，公司资产总额632.25亿元，较2020年底增长0.87%，主要系货币资金增长所致；流动资产占12.52%，非流动资产占87.48%，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2021年3月底，公司货币资金较2020年底增长29.47%至22.67亿元，公司固定资产较2020年底下降1.82%至295.59亿元。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益规模有所增长，结构稳定性保持良好。

截至2020年底，公司所有者权益158.33亿元，较上年底增长0.09%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为95.46%，少数股东权益占比为4.54%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占73.73%、1.69%、0.00%和14.69%。所有者权益结构稳定性高。

截至2021年3月底，公司所有者权益合计153.46亿元，较2020年底下降3.07%，主要系未分配利润减少所致，所有者权益结构变化不大。

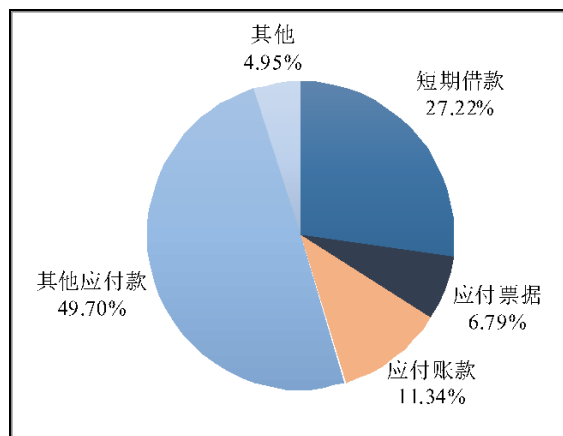
(2) 负债

2020 年，公司负债总额变化不大，非流动负债占比上升；债务规模有所下降，但债务负担仍然较重；债务结构有所改善，但短期债务占比仍较高。

截至2020年底，公司负债总额468.49亿元，较上年底增长1.49%，较上年底变化不大。其中，流动负债占80.93%，非流动负债占19.07%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债379.17亿元，较上年底下降5.84%，流动负债构成情况如下图所示。

图 6 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司短期借款103.23亿元，

较上年底增长21.51%，主要系短期营运资金需求增长所致。短期借款由信用借款（占86.51%）和保证借款（占13.49%）构成。

截至2020年底，公司应付票据25.73亿元，较上年底增长14.43%；公司应付票据主要由银行承兑汇票（占81.03%）和商业承兑汇票（占18.97%）构成。

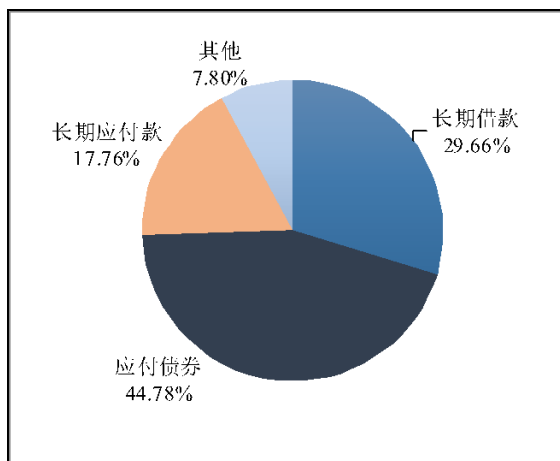
截至2020年底，公司应付账款43.01亿元，较上年底增长37.42%，主要系公司煤炭采购调整为月底结算，次月付款，造成月底应付采购款较大所致。应付账款账龄以1年内为主（占86.10%）。

截至2020年底，公司其他应付款188.46亿元，较上年底下降2.48%，较上年底变化不大。公司其他应付款主要是股东拆借款，截至2020年底，公司其他应付款中应付股东中国建材的资金拆借款（有息部分）165亿元，占比为87.55%。

截至2020年底，公司其他流动负债1.09亿元，较上年底下降97.85%，主要系公司发行的四期超短期融资券均已兑付所致。

截至2020年底，公司非流动负债89.32亿元，较上年底增长51.54%，主要系长期借款和应付债券增长所致。非流动负债构成情况如下图所示。

图7 截至2020年底公司非流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司长期借款26.50亿元，较上年底增长105.63%，主要系中长期融资需求增加所致；长期借款主要由保证借款（占77.35%）

和信用借款（占22.65%）构成。

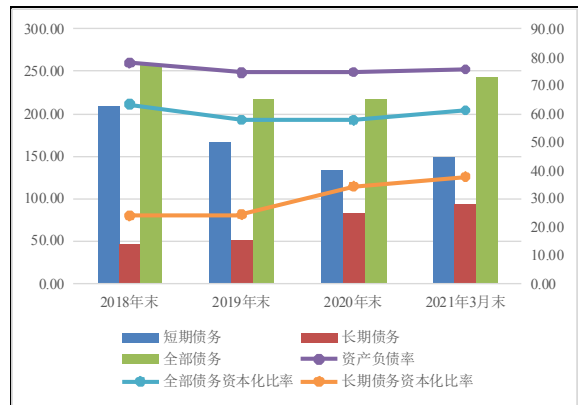
2018年，公司无长期应付债券，截至2020年底，公司应付债券40.00亿元，较2019年底增长33.33%，主要系公司发行的“20西南01”“20西南水泥MTN001”所致。

截至2020年底，公司长期应付款15.87亿元，较2019年底增长17.76%。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。

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务216.47亿元，较2019年底下降0.50%；短期债务占比为61.72%，较2019年下降14.77个百分点，债务结构有所改善但短期债务占比仍较高。

从债务指标看，截至2020年底，公司资产负债率为74.74%，较2019年底变化不大，负债水平较高；全部债务资本化比率57.76%，较2019年底变化不大；长期债务资本化比率为34.36%，较2019年底增长9.92个百分点。公司整体债务负担较重。

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

截至2021年3月底，公司全部债务242.35亿元，较上年底增长11.95%。债务结构方面，短期债务占61.60%，长期债务占38.40%，以短期债务为主，其中，短期债务149.29亿元，较上年底增长11.74%。长期债务93.06亿元，较上年底增长12.30%。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为75.73%、61.23%和37.75%，较2020年底分别提高0.99个百分点、提

高3.47个百分点和提高3.39个百分点。

4. 盈利能力

2020年，受疫情及水泥行业整体利润率下行影响，公司营业收入与利润总额较2019年均有所下降。2021年一季度，公司营业收入同比增长，公司营业收入同比增长，但受原燃材料价格上涨等影响利润总额大幅下降。

2020年，公司实现营业收入269.09亿元，较2019年下降11.09%，主要系疫情影响销量及水泥价格下降所致。2020年，公司营业成本198.37亿元，较2019年下降5.21%；同期，公司营业成本为198.37亿元，同比下降5.21%。2020年，公司利润总额14.26亿元，较2019年下降29.86%。

期间费用方面，2020年，公司费用总额为41.16亿元，同比下降16.44%，主要系销售费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为21.77%、42.11%、0.46%和35.66%，以管理费用为主。2020年，公司期间费用率为15.29%，同比下降0.98个百分点。整体看，公司费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2020年，公司投资收益为7.76亿元，较2019年增长1.96倍，占当年营业利润的50.16%，主要是公司原下属子公司广汉三星堆水泥有限公司破产申请产生的投资收益6.83亿元，投资收益对营业利润的影响大；2020年，公司营业外收入和营业外支出分别为2.00亿元和3.22亿元，对营业利润影响较大。

盈利指标方面，2020年，营业利润率25.03%，同比下降4.65个百分点；公司总资产收益率6.62%，同比下降1.62个百分点；净资产收益率6.41%，同比下降2.15个百分点。公司盈利能力有所弱化，盈利指标整体表现较弱。

从与同行业公司对比来看，公司营业利润率处于中游水平，总资产报酬率处于下游水平，净资产收益率处于下游水平。

表13 同行业公司2020年盈利指标对比情况

(单位：%)

公司名称	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
南方水泥有限公司	30.76	16.94	29.70

中国联合水泥集团有限公司	21.87	4.49	7.80
唐山冀东水泥股份有限公司	33.55	12.75	17.24
西南水泥	25.03	4.64	5.73

注：为便于同业比较，表中数据统一引自 Wind，和附件口径有一定出入

资料来源：Wind

2021年1—3月，公司实现营业收入52.66亿元，同比增长14.36%，主要系2020年一季度受疫情影响水泥产品销量低，2021年销量恢复所致；营业利润率为13.85%，同比下降13.29个百分点，主要系原燃材料价格上涨等因素所致；同期，公司利润总额为-4.42亿元，同比大幅下降。

5. 现金流

跟踪期内，公司收入实现质量好，经营活动现金流能够覆盖投资支出的资金需求；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，仍在一定程度上存在外部融资需求。

表14 2018—2020年及2021年1—3月公司现金流量情况(单位：亿元)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
经营活动现金流入小计	339.68	371.35	322.24	60.85
经营活动现金流出小计	281.39	268.02	245.00	64.34
经营现金流量净额	58.29	103.34	77.24	-3.49
投资活动现金流入小计	0.60	0.54	0.52	0.00
投资活动现金流出小计	13.98	18.78	35.01	8.64
投资活动现金流量净额	-13.38	-18.24	-34.49	-8.64
筹资活动前现金流量净额	44.91	85.10	42.75	-12.13
筹资活动现金流入小计	220.99	249.26	264.87	47.58
筹资活动现金流出小计	265.56	336.45	308.58	30.88
筹资活动现金流量净额	-44.57	-87.19	-43.71	16.69
现金收入比	114.77	120.51	117.64	113.52

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入322.24亿元，同比下降13.22%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金下降所致；经营活动现金流出245.00亿元，同比下降8.59%；同期，公司经营活动现金净流入77.24亿元，同比下降25.25%。2020年，公司现金收入比为117.64%，同比下降2.87个百分点，收入实现质量好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 0.52 亿元，同比下降 5.15%；投资活动现金流出 35.01 亿元，同比增长 86.36%，主要系 2020 年公司对联营企业投资的 13.27 亿元所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 34.49 亿元，同比增长 89.09%。

2020 年，公司筹资活动前现金流有所下降但仍维持为正，经营活动现金流能够覆盖投资支出的资金需求。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 264.87 亿元，同比增长 6.26%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 308.58 亿元，同比下降 8.28%。2020 年，公司筹资活动现金净流出 43.71 亿元，同比下降 49.86%。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额由正转负，主要系公司固定资产投资增加；同期，公司投资活动现金净流出 8.64 亿元；同期，公司筹资活动产生现金流净额由负转正。

6. 偿债能力

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。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，经营获现能力强，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率同比小幅回升，公司流动资产对流动负债的保障程度弱。截至 2020 年底，公司现金短期债务比小幅增长，现金类资产对短期债务的保障程度弱。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率为 21.06%，速动比率为 15.81%，现金短期债务比为 0.19 倍。公司短期偿债能力弱。

2020 年，公司 EBITDA 为 55.21 亿元，同比下降 6.81%；公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.40 倍提高至 3.74 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 由上年的 3.67 倍提高至 3.92 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖

程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力强。

表 15 2018—2020 年公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	22.70	18.72	19.55
	速动比率 (%)	15.72	13.22	14.17
	经营现金流动负债比 (%)	12.37	25.66	20.37
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.14	0.14	0.16
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	65.47	59.25	55.21
	全部债务/EBITDA (倍)	3.91	3.67	3.92
	EBITDA 利息倍数 (倍)	2.82	3.40	3.74

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司合并口径共获得金融机构授信额度 652.51 亿元，已使用授信 212.61 亿元，未使用授信额度 439.90 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年底，公司存在 2 起作为被告的重大未决诉讼，具体如下。公司或有负债风险不大。

(1) 资中东方红案件

公司下属子公司四川资中西南水泥有限公司（简称“资中西南”）根据与四川省资中县东方红水泥有限责任公司（简称“东方红公司”）于 2012 年签署的资产收购协议向东方红公司收购了若干资产。其后，东方红公司与其若干债权人发生纠纷，自 2012 年 9 月起，部分东方红公司债权人向东方红公司、资中西南以及公司提起诉讼，涉及诉讼案件上百起，除要求东方红公司清偿债务外，要求资中西南以及公司就东方红公司纠纷的争议款项承担连带责任。

2015 年资中西南及公司就其中四川省高级人民法院的一项判决向中国最高人民法院申请再审，并于 2016 年 6 月 23 日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。截至 2020 年 12 月 31 日，本公司尚未追回的执行款 0.59 亿元。截至 2021 年 2 月 28 日，相关法院已全部改判涉案案件（163 起），公司已积极对接地方法院，以挽回损失。

(2) 云南永保案件

公司在 2012 年 3 月 23 日与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，就公司收购云南永保特种水泥股份有限公司（后更名为云南永保特种水泥有限责任公司，以下简称“云南永保”）100% 股权事宜进行了约定。在《股权转让协议》履行过程中，出现转让方谭国仁违反《股权转让协议》的情形，公司根据《股权转让协议》的约定对转让价款进行了扣减，但谭国仁对此不予认可，其向上海国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“上海贸仲”）申请仲裁，要求支付股权转让价款余款。上海贸仲于 2018 年 6 月 26 日作出仲裁裁决，裁决结果为公司向谭国仁支付股权转让价款余款 43081.10 万元及逾期付款损失、仲裁费。该仲裁裁决作出后，谭国仁向云南省昆明市中级人民法院（以下简称“昆明中院”）申请执行，并申请冻结了公司持有云南西南水泥有限公司的股权。在昆明中院执行过程中，公司提出中止执行申请，昆明中院已于 2019 年 11 月 11 日裁定中止执行。

针对转让方谭国仁违反《股权转让协议》的事由，公司向中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）申请仲裁，中国贸仲于 2019 年 9 月 29 日作出部分裁决，部分裁决结果为谭国仁应向公司返还代付的个人收入所得税税金 20585.81 万元，及以此为基数按照年利率 8% 计算自 2018 年 6 月 11 日起至实际支付之日止的利息。公司的其他仲裁请求将在经审计、鉴定等程序后由仲裁庭实体审理后进行裁决。此外，针对谭国仁在其控制及经营云南永保期间损害云南永保利益事由，云南永保向四川省高级人民法院提起诉讼，要求被告谭国仁等赔偿云南永保遭受的损失合计 6.95 亿元，目前该案件仍在审理过程中。

在公司就其收购云南永保 100% 股权进行账务处理时，已在公司财务报表的负债科目中反映了上述案件所涉股权转让价款。上述案件对公司可能造成的潜在经济损失占公司 2020 年底经审计的净资产的比例较小，因此上述案件不会对公司偿债能力造成重大不利影响。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

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，考虑到公司本部融资渠道畅通、对子公司控制力强，公司母公司口径偿债风险较低。

截至 2020 年底，母公司资产总额 413.92 亿元，较上年底下降 6.97%。其中，流动资产 289.18 亿元（占 69.86%），非流动资产 124.74 亿元（占 30.14%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占 98.85%）构成，主要为与下属子公司的往来款；非流动资产主要由长期股权投资（占 98.81%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 1.50 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 282.70 亿元，较上年底下降 10.41%。其中，流动负债 228.70 亿元（占 80.90%），非流动负债 54.00 亿元（占 19.10%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 20.63%）和其他应付款（合计）（占 75.67%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 25.93%）和应付债券（占 74.07%）构成；其他应付款主要是股东借款和与下属子公司的往来款，应付债券为母公司发行的中期票据。母公司 2020 年资产负债率为 68.30%，较 2019 年下降 2.62 个百分点。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 131.22 亿元，较上年底增长 1.40%，所有者权益稳定性强。在所有者权益中，实收资本为 116.73 亿元（占 88.96%）、资本公积合计 2.29 亿元（占 1.74%）、未分配利润合计 3.94 亿元（占 3.00%）、盈余公积合计 8.26 亿元（占 6.29%）。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 417.56 亿元，所有者权益为 131.47 亿元，负债总额 286.08 亿元；母公司资产负债率 68.51%；全部债务 111.08 亿元，全部债务资本化比率 45.80%。2021 年 1—3 月，母公司营业收入 1.60 亿元，利润总额 0.26 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，2020 年

为 6.25 亿元。公司母公司利润主要来源于成本法核算的长期股权投资收益，2020 年，公司母公司口径利润总额和投资收益分别为 10.18 亿元和 13.06 亿元，同比分别下降 29.25% 和 25.62%。

现金流方面，公司母公司口径经营活动现金流规模较小，2020 年，经营活动现金流净额为 3.23 亿元，投资活动现金流净额 18.13 亿元，筹资活动现金流净额-20.43 亿元。

2021 年 1—3 月，公司母公司口径利润总额 0.26 亿元，同比变化不大；同期，公司母公司口径经营活动净现金流 0.08 亿元，投资活动净现金流-9.72 万元，筹资活动现金流净额-1.53 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年6月24日，公司存续债券的集中偿付压力不大。

截至2021年6月24日，公司存续债券余额共 70.00 亿元，其中 2021 年到期债券为“21 西南水泥 SCP001”10.00 亿元。此外，公司 2022 年需兑付的债券总额为 30.00 亿元，达到单年偿还债券的峰值。公司对存续债券保障情况如下表：

表 21 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
本年度到期债券余额	10.00
未来待偿债券本金峰值	30.00
现金类资产/本年度到期债券余额	2.20
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	10.74
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.57
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.84

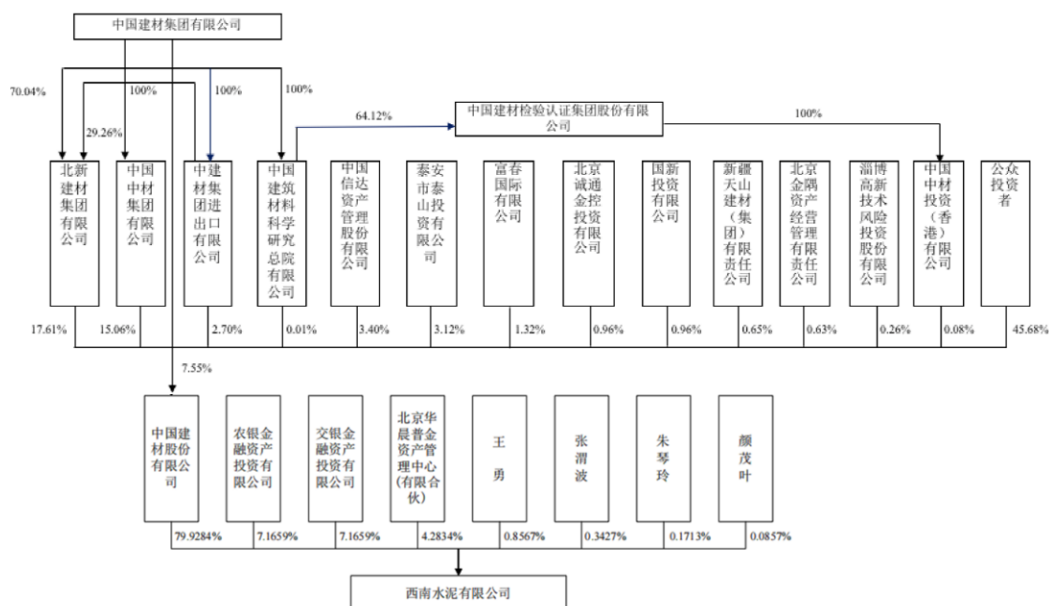
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2020 年底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

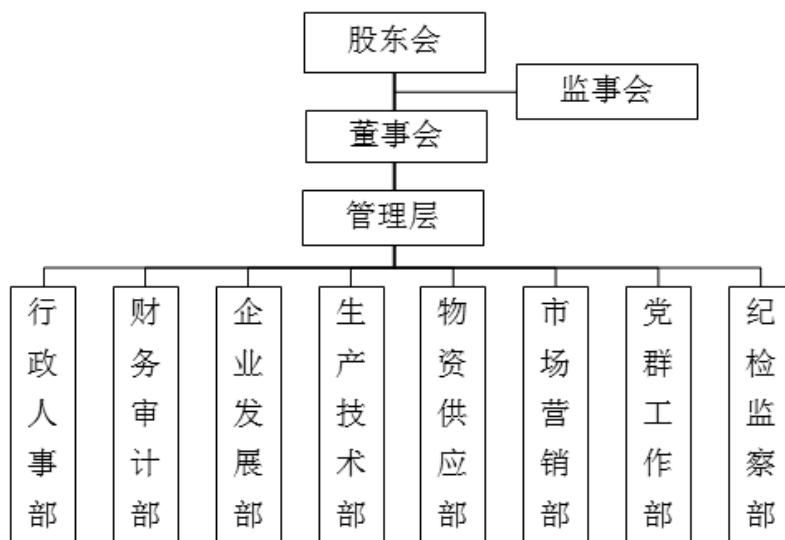
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 西南水泥 MTN001”“19 西南水泥 MTN002”“19 西南水泥 MTN003”“20 西南 01”“20 西南水泥 MTN001”“21 西南 01”和“21 西南 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底西南水泥有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底西南水泥有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底西南水泥主要全资及控股二级子公司情况¹

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例（%）
四川西南水泥有限公司	300000.00	水泥生产销售	100.00
重庆中建材新材料有限公司（原重庆西南水泥有限公司）	200000.00	水泥生产销售	100.00
云南西南水泥有限公司	200000.00	水泥生产销售	100.00
贵州西南水泥有限公司	200000.00	水泥生产销售	100.00
嘉华特种水泥股份有限公司	13229.00	水泥生产销售	89.51
四川利森建材集团有限公司	116639.00	水泥生产销售	100.00

资料来源：公司提供

¹西南水泥直接控股的四川省二郎山喇叭河水泥有限公司和瓮安县玉山水泥（厂）有限公司由其所在省级区域公司开展日常经营管理

附件 2-1 西南水泥有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	29.11	22.80	22.04	27.67
资产总额（亿元）	673.39	619.82	626.82	632.25
所有者权益（亿元）	148.39	158.19	158.33	153.46
短期债务（亿元）	209.35	166.41	133.61	149.29
长期债务（亿元）	46.94	51.16	82.87	93.06
全部债务（亿元）	256.29	217.57	216.47	242.35
营业收入（亿元）	287.87	302.66	269.09	52.66
利润总额（亿元）	21.59	20.33	14.26	-4.42
EBITDA（亿元）	65.47	59.25	55.21	--
经营性净现金流（亿元）	58.29	103.34	77.24	-3.49
财务指标				
销售债权周转次数（次）	13.05	22.62	26.34	--
存货周转次数（次）	6.14	7.60	9.32	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.47	0.43	--
现金收入比（%）	114.77	120.51	117.64	113.52
营业利润率（%）	26.35	29.68	25.03	13.85
总资本收益率（%）	10.10	8.24	6.62	--
净资产收益率（%）	11.91	8.56	6.41	--
长期债务资本化比率（%）	24.03	24.44	34.36	37.75
全部债务资本化比率（%）	63.33	57.90	57.76	61.23
资产负债率（%）	77.96	74.48	74.74	75.73
流动比率（%）	22.70	18.72	19.55	21.06
速动比率（%）	15.72	13.22	14.17	15.81
经营现金流动负债比（%）	12.37	25.66	20.37	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.14	0.16	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.82	3.40	3.74	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.91	3.67	3.92	--

注：1. 公司 2021 年 1—3 月财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 西南水泥有限公司主要财务数据及指标

(公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	3.32	0.57	1.50	0.05
资产总额 (亿元)	471.06	444.95	413.92	417.56
所有者权益 (亿元)	117.62	129.41	131.22	131.47
短期债务 (亿元)	44.50	44.90	54.49	54.34
长期债务 (亿元)	22.99	38.99	54.00	56.74
全部债务 (亿元)	67.49	83.89	108.49	111.08
营业收入 (亿元)	0.62	1.67	6.25	1.60
利润总额 (亿元)	33.02	14.39	10.18	0.26
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.19	0.36	3.23	0.08
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	5.36	8.39	5.94	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比 (%)	125.46	89.76	89.21	27.28
营业利润率 (%)	87.72	62.62	27.97	25.83
总资本收益率 (%)	17.84	6.75	4.25	--
净资产收益率 (%)	28.07	11.12	7.76	--
长期债务资本化比率 (%)	16.35	23.15	29.15	30.15
全部债务资本化比率 (%)	36.46	39.33	45.26	45.80
资产负债率 (%)	75.03	70.92	68.30	68.51
流动比率 (%)	104.46	115.37	126.45	127.69
速动比率 (%)	104.46	115.37	126.45	127.69
经营现金流动负债比 (%)	-0.06	0.13	1.41	--
现金短期债务比 (倍)	0.07	0.01	0.03	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：1. 公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. /代表数据无法获取，*代表分母为 0 数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
总资产收益率	(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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

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 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 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。