

信用等级公告

联合〔2019〕395号

联合资信评估有限公司通过对西南水泥有限公司及其拟发行的 2019 年度第二期中期票据进行综合分析和评估，确定西南水泥有限公司主体长期信用等级为 AAA，西南水泥有限公司 2019 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年二月二十二日



西南水泥有限公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
 本期中期票据信用等级: AAA
 评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行额度: 10 亿元
 本期中期票据期限: 3 年
 偿还方式: 按年付息, 到期一次还本
 发行目的: 偿还债务

评级时间: 2019 年 2 月 22 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	28.35	50.12	37.85	37.74
资产总额(亿元)	731.14	738.23	705.43	691.73
所有者权益合计(亿元)	129.62	127.73	130.24	139.10
调整后短期债务(亿元)	239.25	251.43	244.36	230.52
调整后长期债务(亿元)	108.88	72.26	68.70	43.03
调整后全部债务(亿元)	348.13	323.69	313.06	273.55
营业收入(亿元)	192.25	191.46	225.97	201.15
利润总额(亿元)	8.91	7.08	12.06	17.75
EBITDA(亿元)	51.93	49.14	53.93	--
经营性净现金流(亿元)	32.46	38.07	39.85	41.07
营业利润率(%)	29.46	29.62	26.53	29.33
净资产收益率(%)	4.30	3.95	6.62	--
资产负债率(%)	82.27	82.70	81.54	79.89
调整后全部债务资本化 比率(%)	72.87	71.71	70.62	66.29
流动比率(%)	27.05	28.07	25.90	24.81
经营现金流流动负债比(%)	6.69	7.24	7.98	--
调整后全部债务 /EBITDA(倍)	6.70	6.59	5.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.04	1.97	2.23	--

注: 1、2018 年三季度财务数据未经审计; 2、调整后全部债务考虑了其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款

分析师: 刘珺轩 张 垌

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

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、区域市场占有率和股东支持等方面具备显著优势。2017 年以来,公司水泥类产品销量、售价有所回升,保供能力凸显,收入及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。同时,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。

公司主要布局的西南地区经济保持平稳较快发展,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、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。公司的市场化债转股完成后,资本结构有所改善。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强,基于对公司主体长期信用水平及其对本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

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继续推进，水泥价格有望保持高位运行。
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. 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。
5. 2018年12月，建材股份、交银金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司与公司签订20亿元市场化债转股协议，公司的资本结构有所改善。
6. 公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 2018年以来，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。
3. 公司商誉和其他应收款占比较大，资产质量受到一定影响。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

西南水泥有限公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

一、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、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 9 月底，公司注册资本 100 亿元，其中建材股份持股 88.70%，上海圳通股权投资管理有限公司（以下简称“上海圳通”）持股 6.30%，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）持股 5.00%¹。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 9 月底，公司下辖 5 家区域子公司、131 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 9 月底，公司合并资产总额为 691.73 亿元，所有者权益合计为 139.10 亿元（含

少数股东权益 5.85 亿元）。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 201.15 亿元，利润总额 17.75 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。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2019 年注册额度为 30 亿元的中期票据，其中计划发行 2019 年度第一期中期票据 10 亿元，本次计划发行 2019 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度 10 亿元，期限 3 年。

本期中期票据募集资金用于偿还债务，公司发行中期票据有利于改善债务结构。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，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

¹ 2018 年 12 月，交银金融资产投资有限公司和农银金融资产投资有限公司对公司进行市场化债转股，截至 2019 年 1 月 3 日已全部实缴完成，相关工商变更尚未完成，公司的注册资本将增加至 116.73 亿元。

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) 均保持扩张, 就业形势良好。

2018 年上半年, 中国继续实施积极的财政政策, 通过减税降费引导经济结构优化转型, 继续发挥地方政府稳增长作用, 在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月, 中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元, 收入同比增幅 (10.6%) 高于支出同比增幅 (7.8%); 财政赤字 7261.0 亿元, 较上年同期 (9177.4 亿元) 有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境, 市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下, 2018 年 1~6 月, 中国 GDP 同比实际增长 6.8%, 其中西部地区经济增速较快, 中部和东部地区经济整体保持稳定增长, 东北地区仍面临一定的经济转型压力; CPI 温和上涨, PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势; 就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月, 三大产业保持较好增长态势, 农业生产基本稳定; 工业生产增速与上年全年水平持平, 但较上年同期有所回落, 工业企业利润保持较快增长; 服务业保持较快增长, 仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快, 但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓, 导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月, 全国固定资产投资 (不含农户) 29.7 万亿元, 同比增长 6.0%, 增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、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, 民间投资同比增速 (8.4%) 仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款 (PSL) 大幅增长推升棚改贷规模等因素影响, 房地产投资保持较快增速 (9.7%), 但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房

企融资渠道趋紧, 导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落; 由于金融监管加强, 城投公司融资受限, 加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限, 基础设施建设投资同比增速 (7.3%) 明显放缓; 受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动, 制造业投资同比增速 (6.8%) 继续加快。

居民消费增速小幅回落, 但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月, 全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元, 同比增速 (9.4%) 出现小幅回落, 但仍保持较快增长。具体来看, 汽车消费同比增速 (2.7%) 和建筑及装潢材料消费同比增速 (8.1%) 明显放缓; 化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费, 以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长; 此外, 网上零售保持快速增长, 全国网上商品和服务零售额同比增速 (30.1%) 有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级, 消费结构不断优化, 新业态和新商业模式发展较快, 消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月, 中国货物进出口总值 14.1 万亿元, 同比增幅 (7.9%) 有所回落, 主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面, 机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大, 服装与衣着附件类出口额出现负增长; 进口方面, 仍以能源、原材料产品为主, 受价格涨幅较大影响, 原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36% 以上的高速增长。

2018 年下半年, 国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性, 这将对中国经济未来经济增长带来挑战。在此背景下, 中国将继续实施积极的财政政策, 货币政策保持稳健中性、松紧适度, 同时深入推进供给侧结构性改革, 继续加大对外开放力度, 促

进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 水泥行业分析

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。

行业运行概况

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。2018年1~9月，全国基础设施投资（不含电力）同比增长3.3%，增速同比大幅下滑；全国房地产开发投资8.87万亿元，同比增长9.9%，但其中建安投资有所下降。

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1~9月，全国水泥需求继续下行，全国累计水泥产量15.8亿吨，同比增长1%（国家统计局口径）。

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年前三季度，水泥市场东北和西北地区水泥需求受基建投资不振影响整体下降，西南地区基建潜力较大，需求小幅增长，其他地区水泥需求同比变化不大。

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，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。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（全部为产能置换项目），合计年度新点火熟料设计产能 2043 万吨，新点火产能和全国设计总产能与 2017 年基本持平。

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 434.6 元/吨，涨幅达 47.74%。2018 年前三季度，全国水泥价格呈高位调整态势。截至 2018 年 9 月底，全国 PO42.5 散装水泥均价为 430 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防治力度，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。2017 年 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%。

2018 年水泥行业政策仍主要集中在合理安排错峰生产、严格限制新增产能和提高水泥质量方面。2018 年 8 月，工业和信息化部办公厅和国家发展改革委办公厅发布《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，强调严肃水泥产能置换，跨省置换要开听证会，严禁批小上大。各地相继出台《2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》，基本根据地区情况对重污染工业企业推行错峰生产，京津冀地区对达到环保标准、承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物及高速公路重点建设项目等保民生任务的企业限产有所放松，并计划加快淘汰日产 2000 吨以下水泥熟料生产线，年产

100 万吨以下水泥粉磨站。2018 年 10 月，工信部、科技部、商务部、市场监管总局四部门发布《原材料工业质量提升三年行动方案（2018-2020 年）》，案针对水泥建材行业提出，建材部品化加速推进，水泥、平板玻璃质量保障能力大幅提升，矿物功能材料品种日益丰富，绿色建材在新建建筑中应用比重达到 40%。

未来发展

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。在基建投资不振和房地产投资增速回调可能性大的背景下，水泥整体需求未来或稳中有降；但随着错峰生产、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。

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。

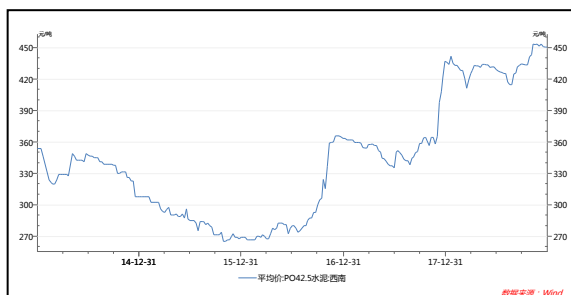
2017 年，贵州省全年基础设施完成投资基础设施投资 6757.29 亿元，比上年增长 25.5%，房地产开发完成投资 2201.00 亿元，比上年增长 2.4%；重庆市全年完成投资基础设施建设投资 5659.12 亿元，增长 15.8%，房地产开发完成投资 3980.08 亿元，比上年增长 6.8%；云南省交通运输、仓储及邮政业完成 3718.24 亿元，增长 45.2%；水利、环境和公共设施管理业完成 3035.39 亿元，增长 50.1%；房地产开发完成投资 2786.25 亿元，增长 3.6%。四川省房地产开发

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。

2018年1~9月，四川省、贵州省、云南省和重庆市GDP增速分别为8.1%、9.0%、9.1%和6.3%。同期全国GDP增速为6.7%；同期，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%、16.4%、10.4%和7.2%；同期全国固定资产投资增速为5.4%。西南地区固定资产投资增速继续保持高位。

2017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。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。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。

图1 西南地区水泥平均价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2018年前三季度，西南地区水泥相较全国

其他区域需求旺盛。受部分地区砂石价格上涨、区域限产影响，价格涨幅较大，其中川渝地区最为显著。

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稳中有升，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年9月底，公司注册资本100亿元，其中建材股份持股88.7%（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42.2%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。

2. 企业规模

公司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9月底，建材股份水泥产能约为5.25亿吨/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2017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2017年底，这四家区域公司产能占有率分别为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，市场占有率略低于产能占有率。

3. 人员素质

公司现有董事、监事及高层管理人员16位，其中包括董事6位(含董事长1位)，监事3位，总裁1位，执行总裁2位，副总裁4位，财务总监1位（兼副总裁），均具有丰富的行

² 交银金融资产投资有限公司和农银金融资产投资有限公司对公司合计增资20亿元完成后，合计持有公司14.33%股权，公司的控股股东和实际控制人未发生变更。

业经营和企业管理经验。

公司董事长、法定代表人常张利先生，1970年出生，硕士学位，工程师。曾任北新集团建材股份有限公司董事会秘书、副总经理，公司董事及代理总裁等职务。现任公司董事长，建材股份副总裁、董事会秘书兼执行董事，北新集团建材股份有限公司董事，北方水泥有限公司董事，南方水泥有限公司董事和中国联合水泥集团有限公司董事。

公司总裁姚钦先生，1961年出生，研究生学历。曾任南方水泥有限公司高级总监、副总裁，上海南方水泥有限公司副总经理、执行副总裁、执行总裁，湖州南方水泥有限公司常务副总裁，广西金鲤水泥有限公司总经理（兼），广西南方水泥有限公司总裁等职务。现任公司董事、总裁。

截至2018年9月底，公司在职工16479人。按教育程度分类，初中及以下占36.42%，高中和中专学历占44.34%，大专学历占14.63%，本科及以上学历占4.61%；从岗位构成看，生产人员占89.97%，管理人员占5.61%，研发人员占0.15%，销售人员占4.27%；从年龄结构看，30岁及以下占28.24%，30~50岁占67.37%，50岁以上占4.39%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工以中青年为主，符合行业发展要求，能够较好地满足公司经营需要。

4. 技术和环保水平

生产工艺方面，公司以悬浮预热和窑外分解技术为核心，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。

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起到了一定的示范带头作用。截至 2018 年 3 月底，公司 2500t/d 及以上的生产线已全部配备余热发电技术。

公司下属嘉华特种水泥股份有限公司（以下简称“嘉华特水”）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粒熟料的工业化生产，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。

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。

5. 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，公司注册资金 100 亿元，其中建材股份出资 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 9 月底，建材股份对公司资金拆借余额 210.59 亿元，公司将其计入“其他应付款”科目，另外建材股份就公司 116.11 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 2018 年 9 月底，公司旗下共有 19 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。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暂行办法的通知》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，公司已经成为西南区域最大的水泥生产企业，在股东资金和人员、税收优惠、政府补贴等方面得到较大支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了由股东会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构。

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 6 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。

公司设监事会，由 3 名监事组成，其中建材股份委派 2 位，职工选举产生职工代表监事 1 名；监事会设主席 1 人，由建材股份提名的监事担任，经监事会选举产生；监事会每届任期三年，任期届满可连选连任。

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；在实际管理中公司设总裁一职，与章程中总经理的职责相同。

公司法人治理结构完善，运作较为规范，管理有序，董事会、监事会、经理层均依法行使职权，各机构独立运作。

2. 管理水平

公司成立于 2011 年，近年来通过联合重组方式对西南地区水泥企业进行整合，截至 2018 年 9 月底，公司下辖 5 家区域公司及 131 家全资或控股子公司。目前，公司联合重组已逐渐接近尾声，管理整合和资源整合是当前工作的重点。

企业管理制度化方面，公司自筹办以来，在行政人事、财务审计、生产技术、物资供应、市场营销等方面共制定规章制度 60 余项，建立了公司管理制度体系，并编制印发了《西南水泥管理制度汇编》，企业制度建设完善。

人才队伍建设方面，公司不断健全完善干部员工的考核体系，加大降本指标、效益指标在生产采购等方面员工的考核权重，加大销售价格、销量、应收账款在销售人员的考核权重，努力营造全员参与降本增效的考核体系，并依据数据化的业绩指标来选拔和激励人才。子公司管控方面，公司通过委派经理人员、监事等出资人代表实现对成员企业的管理。

生产管理精细化方面，公司主要措施包括：
1) 强化采购管理。公司制定并完善了“总部负责全国范围内物资采购，各区域公司负责各省内采购，各成员企业负责本地采购”的三级采购管控模式。目前公司总部已对耐磨材料、耐火材料等物资进行了统一采购，各类原燃材料、混合材等较年初采购价格较大幅度下降。值得注意的是，煤炭作为水泥生产的主要成本，受制于区域外采购成本较高，公司目前主要采取当地采购的模式，但近年来公司总部对煤炭的集中采购比例逐步提升。
2) 全面对标管理。对标是指对吨熟料煤炭成本、标煤耗等水泥生产关键指标进行监控。快速联合重组造成公司旗下子公司在生产设备、技术水平、管理能力方面有所差异，对标可以找出问题企业。找出问题企业后公司将组建专家队伍进行帮扶以及对问题企业进行技改。
3) 优化原材料。公司大力开展技术攻关，优化原燃材料、混合材的采购品种，加大廉价材料的替代使用，并总结使用劣质煤高硫煤、低价混合材、酒糟、煤矸石的经验，有效降低生产成本，提升企业竞争实力和可持续发展力。
4) 财务集中。公司实行总部、区域公司、成员公司三级分工融资模式，融资和担保事务须报经股东建材股份审批；总部、区域公司、成员企业的财务机构由总部统一管理，联合重组、固定资产投资等资本支出由公司总部统一管理，生产流动资金由总部对区域公司和成员公司实行预算管理和控制；所属各子公司需在制定年度预算时确定全年的融资计划，计划应明确额度、品种、到位时间，并根据计划安排落实融资。

子公司管理方面，公司除了前文提到的人员、生产和财务等方面的管控外，公司实行资金集中管理制度，成员企业的资金必须集中到区域公司集中管理，实行统收统支。成员企业必须无条件支持和配合，服从区域公司资金的统一集中管理。公司对子公司控制力强。

总体看，公司管理体制完善、管理水平较高；近年来公司已经从人事、采购、销售等方

面对下属子公司进行了全面整合，精细化管理有利于公司控制生产成本。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是建材股份旗下水泥板块的核心企业之一，主要从事水泥的生产和销售业务；此外，公司还有少量水泥下游商品混凝土业务收入。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，在主营业务收入中占比很小。

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1 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1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、水泥	187.44	98.61	29.90	186.45	98.30	29.62	220.59	98.23	27.51	195.06	98.46	31.84
P.C 32.5	72.31	38.04	31.22	71.66	37.78	32.89	74.75	33.28	33.99	54.55	27.53	38.42
P.O 42.5	97.39	51.23	31.75	106.31	56.05	28.04	132.93	59.19	24.92	125.05	63.12	28.75
P.O 52.5	13.26	6.98	12.99	4.02	2.12	19.29	4.63	2.06	25.47	8.37	4.23	35.09
熟料	4.48	2.36	18.51	4.46	2.35	23.94	8.28	3.69	11.65	7.08	3.58	27.30
二、商品混凝土	2.65	1.39	32.42	3.23	1.70	40.25	3.98	1.77	34.17	3.06	1.54	30.35
合计	190.09	100.00	29.94	189.68	100.00	29.80	224.57	100.00	27.63	198.12	100.00	31.65

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

2018年1~9月，公司实现主营业务收入198.12亿元，同比增长27.12%，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31.65%，同比上升4.08个百分点，主要是水泥价格上涨所致。其中，熟料的对外销量增加、价格增幅较大导致熟料收入和毛利率显著增长；商品混凝土由于上游熟料价格增长导致毛利率有所下降。

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年底以来产能未发生变化。截至2018年9月底，公司水泥设计年产能12281万吨，熟料设计年产能9025万吨，水泥产能在西南地区区域产能占比达31%；公司共拥有113条水泥生产线和10个粉磨站，其中7500t/d水泥熟料生产线1条，5000t/d水泥熟料生产线12条，

4000~4500t/d 水泥熟料生产线 3 条, 3200t/d 水泥熟料生产线 13 条, 2500t/d 水泥熟料生产线 84 条, 2500t/d 水泥熟料生产线数量较多。

表 2 公司水泥及熟料产能情况 (单位: 万吨/年)

产品	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
水泥	12281	12281	12281	12281
熟料	9025	9025	9025	9025

注: 公司熟料生产目的主要为自用, 多余部分销售或转存货。

资料来源: 公司提供

截至 2017 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%、32.1% 和 18.5%, 较 2016 年变化不大。

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。

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%³, 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 1~9 月, 公司水泥产量 6509.01 万吨, 为 2017 年全年产量的 75.70%, 同比增长 6.91%, 主要系区域需求增长所致。

表 3 公司水泥产量情况 (单位: 万吨)

产品	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
P.C32.5	3507.59	3587.67	3109.66	1933.39
P.O42.5	4164.49	4753.94	5314.28	4389.61

³ 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。

P.O52.5	305.24	175.70	174.72	186.01
水泥合计	7977.31	8517.31	8598.66	6509.01
熟料	5790.62	6086.67	6353.40	5127.37

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。

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 50% 以上且占比持续上升, 2017 年和 2018 年 1~9 月分别为 61.80% 和 67.44%; 2017 年和 2018 年 1~9 月, P.C32.5 水泥产量分别占公司水泥总产量的 36.16% 和 29.70%。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, 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 1~9 月
煤炭	采购量	848.71	954.75	971.55	810.13
	采购均价	411.38	451.24	660.01	650.77
石灰石	采购量	7594.57	7992.99	8391.06	7111.49
	采购均价	18.53	18.53	17.31	20.05

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。

资料来源: 公司提供

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。公司与大型煤炭供应商签订直供的长期战略合作关系，煤炭直供比例和总部集中采购比例均不断提升，主要的煤炭供应商包括陕西秦陇煤炭集团、陕煤集团、盘江集团、云南能源集团等。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 1~9 月，煤炭价格有所下降，公司煤炭采购均价为 650.77 元/吨，采购量为 810.13 万吨，煤炭采购价格下降主要系直供煤占比增加导致，2018 年前三季度煤炭采购额为 2017 年全年的 82.21%。

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 年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 1~9 月，公司采购石灰石共 7111.49 万吨，为上年采购量的 84.75%；采购均价上升至 20.05 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 1~9 月，公司外购电量 42.03 亿度，外购电价为 0.47 元/

度。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 1~9 月，公司吨水泥平均生产成本进一步上升至 198.57 元/吨，主要来自煤炭、石灰石等原材料价格的上涨和维修费用的增加。

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 1~9 月，公司水泥销量 6452.72 万吨，同比增长 6.16%，销售均价 291.31 元/吨，较 2017 年全年均价增加 41.72 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 1-9 月
水泥	销售量	7953.9	8512.14	8506.12	6452.72
	销售均价	230.03	213.80	249.59	291.31
熟料	销售量	228.21	218.21	362.49	261.85
	销售均价	196.18	204.53	228.53	270.49

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。

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，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。2017 年，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。

2018 年 1~9 月，川渝地区销售额贡献继续上升，销售均价较 2017 年全年上涨超过 60 元/吨。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 1~9 月，重点工程销量占比 23%，搅拌站销量占比 25%，民用市场销量占比减少至 52%。同期，公司中标的重大工程包括：绵九高速、仁沐新高速、渝黔高速、成兰铁路、郑万铁路、宜毕高速、渝长高速、乌东德电站、白鹤滩电站、两河口电站、张吉怀高铁、贵南铁路、田西高速、富兴高速等项目等。

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，2017 年，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，2017 年以来，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 9 月底，在建项目已投资 11.18 亿元，待投资规模 9.84 亿元，2019 年计划投入 7.28 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 3 月完工，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 9 月底已投资 5.12 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。

表 8 截至 2018 年 9 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 10-12 月计划投资	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	5.12	2.16	3.29
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	3.56
3	四川江油国大骨料生产线技改工程	0.29	0.29	股东借款	0.15	0.14	0
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	0.95	0.1	0.11
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	0.12	0.1	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
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	0.08
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	0.35	0	0.09
合计		21.02	11.95	--	11.18	2.56	7.28

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. 重要事项

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。

债转股事项

2018 年 12 月，建材股份和公司与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”）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。增资完成后，交银投资和农银投资将合计持有西南水泥14.33%的股权；建材股份仍为公司的控股股东，持有公司78.79%的股权。

截至本报告出具日，债转股资金已全部实缴完成，相关工商变更尚未完成，联合资信将持续关注公司债转股事项的进展。增资完成后，公司的注册资本将达到116.73亿元，资本结构有所改善。

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、立体竞争原则，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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

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2018年三季度财务数据未经审计。

2015年，公司合并范围新增四川省女娲建材有限公司、安县银河矿产资源开发有限责任公司、玉屏西南水泥有限公司和贵州福鸿炜建材有限公司4家子公司，注销宁夏嘉华特种工程材料有限公司；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。

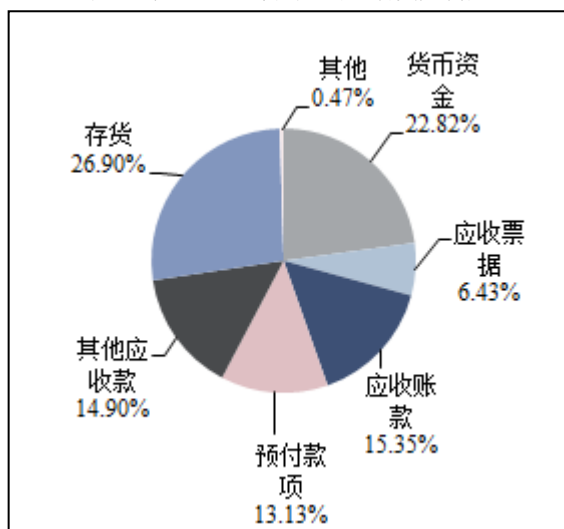
截至2018年9月底，公司合并资产总额为691.73亿元，所有者权益合计为139.10亿元（含少数股东权益5.85亿元）。2018年1~9月，公司实现营业收入201.15亿元，利润总额17.75亿元。

2. 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16.97亿元，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。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。

非流动资产

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9月底，公司资产总额691.73亿元，较2017年底下降1.94%，主要来自货币资金和固定资产的下降；流动资产占18.04%，非流动资产占81.96%，流动资产比重较上年末有所下降，公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2018年9月底，公司货币资金25.75亿元，较2017年底下降12.80%，主要系偿还债务、向股东分配利润以及项目投资导致；截至2018年9月底，公司固定资产315.23亿元，较2017年底下降1.69%，主要系计提固定资产折旧所致。

总体看，近年来公司资产规模保持稳定。构成上，以固定资产为主的资产结构符合水泥行业一般特征，公司资产流动性一般。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。

3. 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。

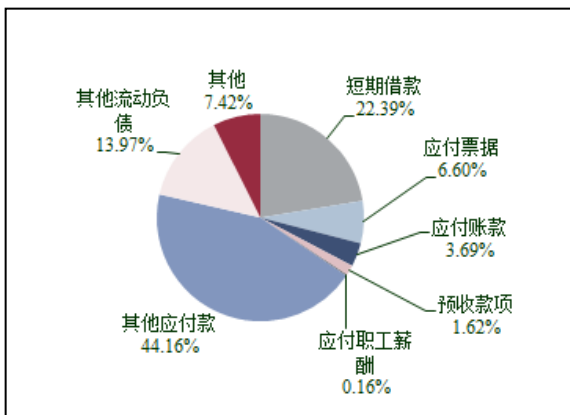
截至2018年9月底，公司所有者权益合计

139.10亿元，较2017年底增长6.80%，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。

图3 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

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股东

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，主要系公司发行的定向债务工具、短期融资券、超短期融资券，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%。

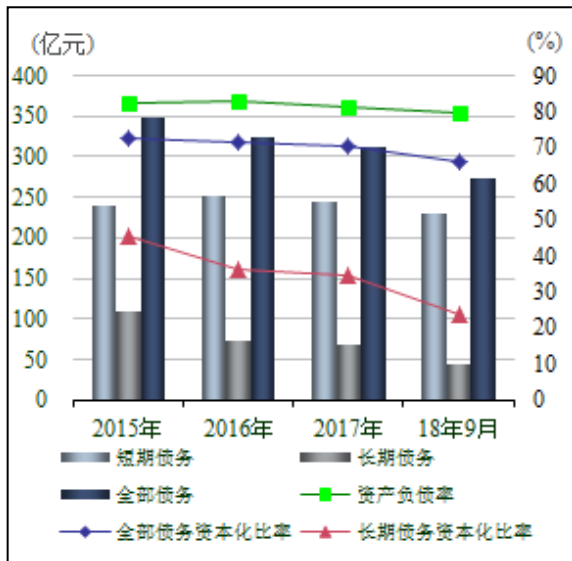
截至2017年底，公司长期借款为30.70亿元，同比增长37.92%。公司长期应付款主要是融资租赁款，截至2017年底，公司长期应付款38.14亿元，同比下降31.72%。本报告已将融资租赁款计入调整后长期债务及相关指标中核算。

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、323.69亿元和313.06亿元，年均复合下降5.17%。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%、77.68%和78.06%，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71.40%，2017年底为70.62%；调整后长期债务资本化比率不断下降，三年均值为37.24%，截至2017年底为34.53%。

公司整体债务负担较重，短期债务比重高。

图4 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2018年9月底，公司负债合计552.63亿元，较2017年底下降3.92%。从构成上看，流动负债比重继续上升至91.02%。截至2018年9月底，公司流动负债为502.98亿元，较2017年底增长0.70%，主要系一年内到期非流动负债和其他应付款增加所致；其中，其他应付款增长5.80%至233.35亿元，主要系股东借款增长所致；一年内到期的非流动流动负债增长主要系长期债务转入所致。截至2018年9月底，公司非流动负债为49.64亿元，较2017年底下降34.41%，主要系长期债务偿还和转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2018年9月底，公司调整后债务总额273.55亿元，较2017年底下降12.62%。从构成来看，调整后短期债务占比进一步上升至84.27%，调整后长期债务占15.73%。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1.65个百分点、4.33个百分点和10.91个百分点至79.89%、66.29%和23.63%。

总体来看，公司近年来债务规模有所下降，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。

4. 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%、6.53%和7.30%。

2018年1~9月，公司实现营业收入201.15亿元，同比增长27.68%；受益于水泥价格上升，营业利润率为29.33%，较2017年同期上升2.70个百分点；2018年三季度，公司期间费用为39.64

亿元，同比下降9.92%，其中财务费用随债务规模下降，期间费用率19.71%，较2017年有所下降；同期，公司信用减值损失3.06亿元，主要系公司按新会计准则计提坏账损失所致。2018年1~9月，公司利润总额为17.75亿元，同比增长203.59%，为2017年全年的147.22%。

总体来看，2017年以来，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，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，公司未来收入规模有望增长。

5. 现金流

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1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为244.80亿元，现金收入比较2017年进一步上升，为121.70%；同期公司经营活动现金流量净额41.07亿元。2018年1~9月，公司投资活动现金净流出13.54亿元，主要投向遵义生产线搬迁项目。同期，公司偿还债务力度较大，筹资活动产生现金流净额为-28.97亿元。

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，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9月底流动比率和速动比率分别为24.81%和18.01%。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、6.59 倍和 5.80 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, 整体偿债能力极强。

截至 2018 年 9 月底, 公司在银行共获得授信额度 166.80 亿元, 其中已使用授信额度 95.29 亿元, 尚余授信 71.51 亿元, 间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 9 月底, 公司不存在对外担保事项。

7. 母公司财务分析

截至 2017 年底, 公司母公司口径资产合计 485.08 亿元, 所有者权益 99.29 亿元; 2017 年, 公司母公司口径营业收入 0.35 亿元, 利润总额 6.67 亿元。

资产方面, 公司母公司口径资产近三年保持相对稳定, 2017 年底为 485.08 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 69.92% 和 28.79%。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 379.03 亿元、415.72 亿元和 385.79 亿元, 主要由短期借款、其他应付款和其他流动负债构成, 2017 年底分别占负债总额的 16.30%、60.09% 和 17.57%; 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。2015~2017 年底, 公司母公司口径资产负债率波动上升, 分别为 78.11%、80.85% 和 79.53%, 长期债务资本化比率和全部债务资本化比率波动下降, 2017 年分别为 18.14% 和 60.60%。2015~2017 年, 公司母公司口径所有者权益受 2016 年利润亏损影响波动中有所下降, 2017 年底为 99.29 亿元, 其中实

收资本 100 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, 2017 年为 0.35 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, 2015~2017 年公司利润总额受水泥行业景气度波动影响波动中有所下降, 2017 年公司母公司口径利润总额和投资收益分别为 6.67 亿元和 7.58 亿元, 实现扭亏为盈。

现金流方面, 公司母公司口径经营活动现金流规模较小, 2017 年经营活动现金流净额 -1.34 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, 2017 年为 7.46 亿元, 投资活动现金流净额为 6.79 亿元; 2015~2017 年, 公司母公司口径筹资活动现金流入和流出均快速增长, 筹资活动产生的现金流净流出波动下降, 2017 年净流出 5.42 亿元。

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。

8. 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 1 月 9 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。

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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据拟发行额度为 10 亿元, 分别占 2018 年 9 月底调整后长期债务和调整后的

全部债务的 23.24%和 3.66%，本期中期票据发行对公司资产负债结构有一定影响。

截至 2018 年 9 月底，公司资产负债率、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分别为 79.89%、66.29%和 23.63%。以 2018 年 9 月底财务数据为基础，考虑公司计划发行的 2019 年度第一期中期票据 10 亿元，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、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将分别上升至 80.46%、67.85%和 31.18%。考虑到 2019 年度第一期中期票据和本期中期票据募集资金将用于偿还债务，本期中期票据发行后实际债务比率或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金的覆盖倍数分别为 22.13 倍、22.28 倍和 26.71 倍；经营活动现金流量净额对本期中期票据本金的覆盖倍数分别为 3.25 倍、3.81 倍和 3.99 倍。公司经营活动现金流对本期中期票据覆盖程度高。公司近三年 EBITDA 分别为本期中期票据合计本金的 5.19 倍、4.91 倍和 5.39 倍。总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

考虑本期中期票据与 2019 年度第一期中期票据同年兑付，合计募集资金额度 20 亿元，公司 2015~2017 年经营活动现金流入量对两期中期票据合计本金的覆盖倍数分别为 11.07 倍、11.14 倍和 13.35 倍，经营活动现金流量净额对两期中期票据合计本金的覆盖倍数分别为 1.62 倍、1.90 倍和 1.99 倍。公司近三年 EBITDA 分别为两期中期票据合计本金的 2.60 倍、2.46 倍和 2.70 倍。公司经营活动现金流入量对两期中期票据覆盖程度很高，EBITDA 对两期中期票据保障能力较强。

十、结论

公司作为中国建材股份有限公司西南区域主要经营实体，股东支持力度大。近年来通过

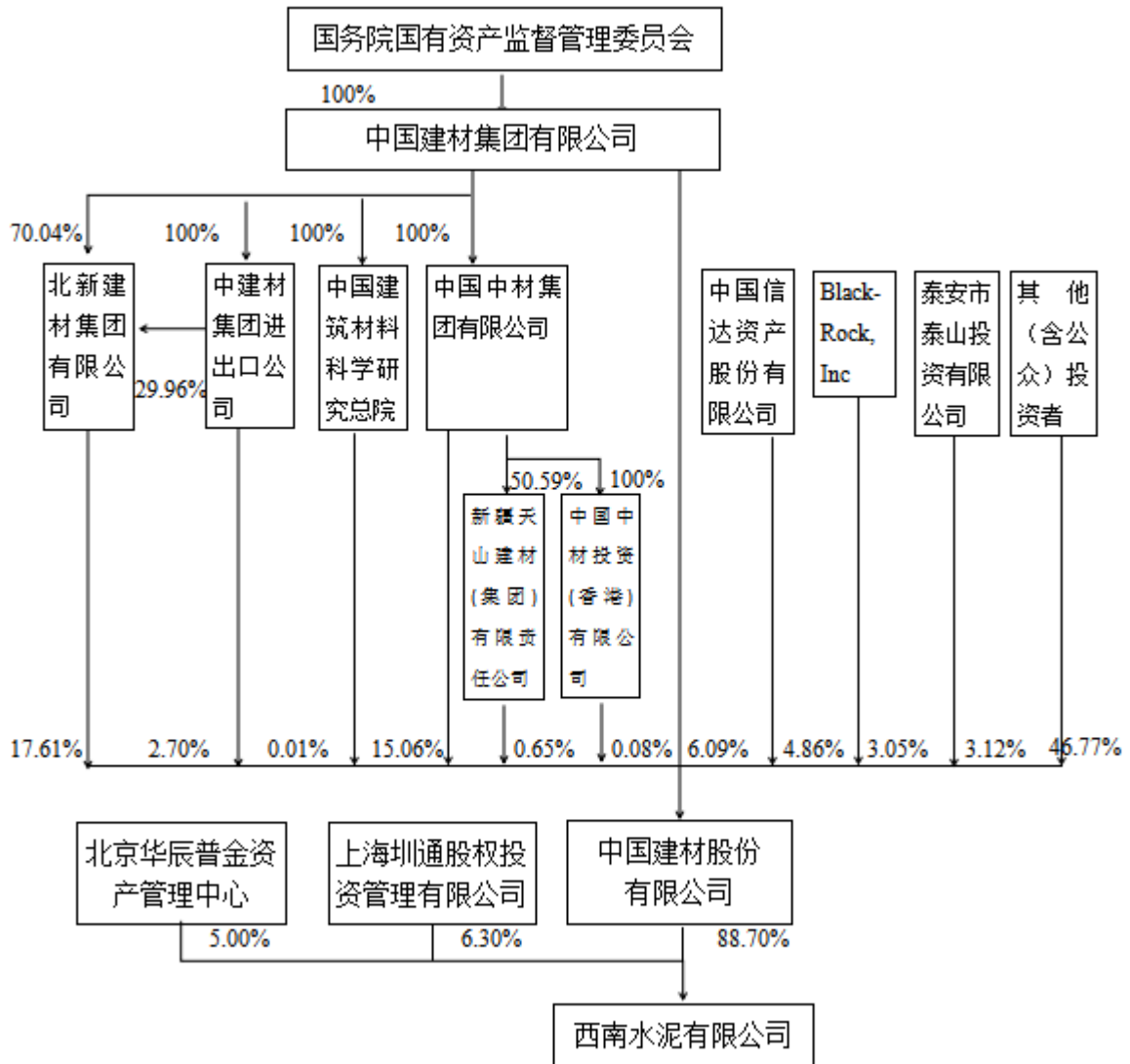
联合重组，公司已经成为西南区域水泥生产龙头企业，产能和市场占有率均具有领先优势。

公司资产规模大，但联合重组快速推进导致公司债务负担较重，债务期限结构有待优化，存在一定短期支付压力。交银投资和农银投资对公司的市场化债转股完成后，公司的资本结构有所改善。

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。在供给侧改革背景下，随着错峰生产、行业集中度提升以及行业自律的继续推进，水泥价格未来有望保持高位运行。西南区域在“十三五”实现全面脱贫的目标下，基础设施建设投资空间广阔，区域水泥需求有望增加，加之公司在建项目的推进，未来收入有望进一步增加。

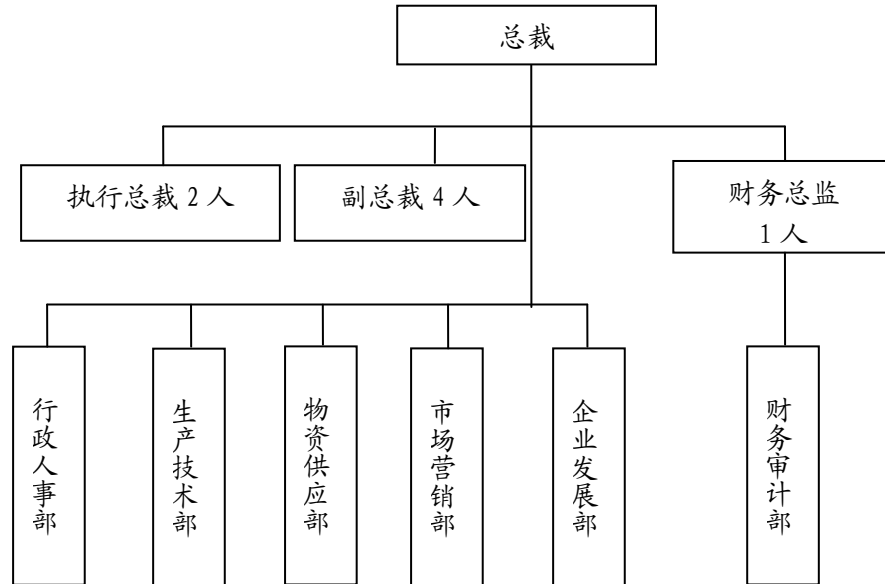
公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强，基于对公司主体长期信用水平及其对本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



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 9 月底，中国建材集团有限公司持有中国建材股份有限公司 42.2% 股权（其中间接持股 36.11%）。

附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 截至 2018 年 9 月底公司一级子公司列表

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	重庆科华控股集团有限公司	水泥生产销售	16500	126029	100
7	峨眉山嘉华特种水泥有限公司	水泥生产销售	5000	26358	100
8	广汉三星堆水泥有限公司	水泥生产销售	10000	11423	100
9	四川利森建材集团有限公司	水泥生产销售	116639	214047	100

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.35	50.12	37.85	37.74
资产总额(亿元)	731.14	738.23	705.43	691.73
所有者权益合计(亿元)	129.62	127.73	130.24	139.10
调整后短期债务(亿元)	239.25	251.43	244.36	230.52
调整后长期债务(亿元)	108.88	72.26	68.70	43.03
调整后全部债务(亿元)	348.13	323.69	313.06	273.55
营业收入(亿元)	192.25	191.46	225.97	201.15
利润总额(亿元)	8.91	7.08	12.06	17.75
EBITDA(亿元)	51.93	49.14	53.93	--
经营性净现金流(亿元)	32.46	38.07	39.85	41.07
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	121.70
营业利润率(%)	29.46	29.62	26.53	29.33
调整后总资本收益率(%)	6.50	6.53	7.30	--
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	36.13	34.53	23.63
调整后全部债务资本化比率(%)	72.87	71.71	70.62	66.29
资产负债率(%)	82.27	82.70	81.54	79.89
流动比率(%)	27.05	28.07	25.90	24.81
速动比率(%)	19.10	21.06	18.94	18.01
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	6.59	5.80	--

注：1、2018 年三季度财务数据未经审计；2、调整后全部债务考虑了其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款

附件 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 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5-3 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

联合资信评估有限公司关于 西南水泥有限公司 2019 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

西南水泥有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

西南水泥有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对西南水泥有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，西南水泥有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注西南水泥有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项等相关信息，如发现西南水泥有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对西南水泥有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如西南水泥有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对西南水泥有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与西南水泥有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。