

信用评级公告

联合〔2023〕4481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，“20 西南水泥 MTN001”“21 西南 01”“21 西南 02”和“21 西南水泥 MTN001”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：

二〇二三年六月十九日

西南水泥有限公司 2023 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 西南水泥 MTN001	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

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 西南水泥 MTN001	5 亿元	5 亿元	2024/08/23
21 西南 02	6 亿元	6 亿元	2026/04/22
21 西南 01	14 亿元	14 亿元	2024/04/22
20 西南水泥 MTN001	5 亿元	5 亿元	2023/08/10

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：2023 年 6 月 19 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	V4.0.202208
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

评级观点

西南水泥有限公司（以下简称“公司”或“西南水泥”）在川渝陕地区从事水泥的生产和销售业务，在区域内的经营规模、区域市场占有率和外部支持等方面具备显著优势。2022 年，公司实施重大资产重组，重组完成后公司区域集中度进一步提升，但产能规模和销售区域缩小导致公司收入规模和现金流入下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到水泥行业产能过剩、上游煤炭价格大幅上涨导致公司 2022 年出现利润亏损、公司短期债务规模大、商誉规模较大且面临一定减值风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经过业务整合和架构调整后，主要经营布局保留为川渝区域，川渝区域基础设施建设投资空间仍广阔，但业务重组导致的公司产能、销售及资产规模的下降以及下游房地产板块受政策调控过紧冲击，市场景气度低迷，未来一定时间内水泥需求预计持续不足，对公司未来发展的支撑较弱；但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有望保持稳定。

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，维持“20 西南水泥 MTN001”“21 西南 01”“21 西南 02”和“21 西南水泥 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为川渝地区水泥行业龙头，在产能规模和占有率方面保持很强的竞争优势。截至2023年3月底，公司水泥产能0.66亿吨/年，公司在四川和重庆产能占有率分别为23.90%和20.00%。

2. 公司股东实力雄厚，对公司支持力度大。中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”）为公司股东天山水泥的控股股东，实力雄厚。截至 2023 年 3 月底，中建材股份对公司资金拆借余额 135.00 亿元。

本次评级模型打分表及结果：

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	企业管理	2
			经营分析	3
			基础素质	1
财务 风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：—				—
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：股东支持				+3
评级结果				AAA

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

同业比较（2022 年数据）：

主要指标	公司	公司 1	公司 2
最新信用等级	AAA	AAA	AAA
数据时点	2023 年 3 月	2022 年	2022 年
水泥产能（万吨/年）	6598.00	17600	11112
熟料产能（万吨/年）	4367.90	11000	7587
财务数据时点	2022 年		
资产总额（亿元）	544.02	620.19	833.18
所有者权益（亿元）	182.03	326.03	246.95
营业总收入（亿元）	225.08	345.44	443.93
营业利润率（%）	8.47	18.81	15.82
利润总额（亿元）	-12.90	18.22	13.38
资产负债率（%）	66.54	47.43	70.36

注：1. 公司 1 为唐山冀东水泥股份有限公司，公司 2 为中国联合水泥集团有限公司

分析师：蒋旭 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

关注

1. 全行业去产能缓慢，整体行业产能仍过剩，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 100~130 天不等。

2. 上游大宗商品价格上涨压力大，公司面临一定成本控制压力，2022 年出现亏损且盈利水平下降明显；下游需求疲软，对水泥业务发展支撑较弱。2022 年，煤炭价格同比涨幅大，对公司成本控制造成一定压力，公司盈利水平继续下降。2022 年，公司利润总额-12.90 亿元，由盈转亏，主营业务综合毛利率 8.79%，同比下降 10.92 个百分点；房地产板块景气度明显下降，未来一定时间内水泥需求预计持续不足，对公司未来发展的支撑较弱。

3. 短期债务规模较大，债务结构待优化。截至 2023 年 3 月底，公司短期债务占全部债务的 72.55%，现金类资产对短期债务覆盖倍数很低。

4. 公司股东内部发生业务整合及架构调整。截至 2022 年，公司已完成本次业务整合的股权划出/转入工作，公司产能规模下降较多，运营销售区域收缩至川渝及陕西汉中区域。联合资信将持续关注该事项可能对公司经营造成的影响和风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	19.26	19.86	5.57	7.73
资产总额（亿元）	626.82	635.41	544.02	537.48
所有者权益（亿元）	158.33	153.02	182.03	180.83
短期债务（亿元）	133.61	158.65	104.92	121.65
长期债务（亿元）	83.45	90.83	40.68	46.02
全部债务（亿元）	217.06	249.49	145.61	167.67
营业收入（亿元）	269.09	264.59	225.08	26.30
利润总额（亿元）	14.26	4.78	-12.90	-1.23
EBITDA（亿元）	28.92	42.28	25.05	--
经营性净现金流（亿元）	77.24	42.03	11.72	2.91
营业利润率（%）	25.03	18.93	8.47	5.14
净资产收益率（%）	6.41	0.77	-6.03	--
资产负债率（%）	74.74	75.92	66.54	66.36
全部债务资本化比率（%）	57.82	61.98	44.44	48.11
流动比率（%）	19.55	20.16	84.90	86.30
经营现金流动负债比（%）	20.37	10.97	3.70	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.13	0.05	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	2.92	1.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.50	5.90	5.81	--
公司本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	413.92	420.49	501.00	491.61
所有者权益（亿元）	131.22	138.47	163.88	163.66
全部债务（亿元）	108.49	120.51	119.83	128.22
营业收入（亿元）	6.25	6.22	5.61	4.87
利润总额（亿元）	10.18	12.82	0.26	-0.23
资产负债率（%）	68.30	67.07	67.29	66.71
全部债务资本化比率（%）	45.26	46.53	42.24	43.93
流动比率（%）	126.45	124.84	121.08	122.97
经营现金流动负债比（%）	1.41	-0.19	-0.12	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 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；4. 股东拆借款未计入全部债务计算；5. “/”表示资料未获取，“--”表示指标不适用

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	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 西南水泥 MTN001 21 西南 02 21 西南 01 20 西南水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2022/06/28	张文韬 杨 野	水泥企业信用评级方法 (V3.1.202205) / 水泥企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读全文
21 西南水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/08/16	张文韬 赵 兮	水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) / 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 西南水泥 MTN001 21 西南 01 21 西南 02	AAA	AAA	稳定	2021/06/29	张文韬 赵 兮	水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) / 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
21 西南 01 21 西南 02	AAA	AAA	稳定	2021/04/15	张文韬 赵 兮	水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) / 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 西南水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/07/30	刘珺轩 刘莉婕	水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) / 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受西南水泥有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及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。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

西南水泥有限公司

2023 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”)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“中建材股份”)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。经多次增资和股权转让后,截至2023年3月底,公司注册资本116.73亿元,公司股东为新疆天山水泥股份有限公司(以下简称“天山股份”),持股100.00%公司最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会(以下简称“国务院国资委”)。

跟踪期内,公司经营范围较上年无变化。

截至2022年底,公司合并资产总额544.02亿元,所有者权益182.03亿元(含少数股东权益3.93亿元);2022年,公司实现营业总收入225.08亿元,利润总额-12.90亿元。

截至2023年3月底,公司合并资产总额537.48亿元,所有者权益180.83亿元(含少数股东权益3.86亿元);2023年1-3月,公司实现营业总收入26.30亿元,利润总额-1.23亿元。

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:薄克刚。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日,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 截至本报告出具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
21 西南水泥 MTN001	5.00	5.00	2021/08/23	3 年
21 西南 02	6.00	6.00	2021/04/22	5 年
21 西南 01	14.00	14.00	2021/04/22	3 年
20 西南水泥 MTN001	5.00	5.00	2020/08/10	3 年

资料来源:联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度,宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主,坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调,聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力,推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力,生产生活秩序加快恢复,国民经济企稳回升。经初步核算,一季度国内生产总值 28.50 万亿元,按不变价格计算,同比增长 4.5%,增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看,前期受到较大制约的服务业强劲复苏,改善幅度大于工业生产;从需求端来看,固定资产投资实现平稳增长,消费大幅改善,经济内生动力明显加强,内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面,社融规模超预期扩张,信贷结构有所好转,但居民融资需求仍偏弱,同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面,资金利率中枢显著抬升,流动性总体偏紧;债券市场融资成本有所上升。

展望未来,宏观政策将进一步推动投资和消费增长,同时积极扩大就业,促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下,外需放缓叠加基数抬升的影响,中国出口增速或将回落,但消费

仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接：<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业及区域环境分析

2021 年以来，煤价大幅上涨后于高位震荡，水泥企业生产成本大幅上扬，在原燃料价格大幅波动的影响下，2021 年水泥价格成倒“V”字型波动。2022 年以来，房地产开发投资乏力，基建投资虽增幅明显但对水泥需求支撑不足，水泥下游需求疲软，水泥产量创 11 年来新低。供需失衡致使行业竞争加剧，水泥价格波动下降。在成本端和销售端的双重挤压下，2022 年水泥行业企业经营效益下降明显。

国家有关部门对水泥行业延续了“去产能”的结构性调整政策，推动行业产能置换升级；随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大，对水泥供给形成压力，但目前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。完整版行业分析详见《2023 年水泥行业分析》，报告链接：<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc3739>。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 116.73 亿元，天山股份持有公司股权的比例为 100.00%，系公司控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是川渝地区水泥行业龙头，在产能规模和市场占有率方面均具有很强的竞争优势。公司技术装备、环保水平在国内同行业中处于领先水平
www.lhratings.com

平，能够实现资源的综合利用、节能减排并降低生产成本。

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 2023 年 3 月底，公司主要经营范围为四川、重庆和陕西汉中，截至 2023 年 3 月底，公司作为川渝地区最大的水泥生产企业，水泥产能达 0.66 亿吨/年，在四川和重庆产能占有率分别为 23.90% 和 20.00%。

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。

资源综合利用方面，公司在能源管理、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. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2023 年 5 月 8 日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司有逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2023 年 5 月 20 日，公司出现 1 条被执行人记录，案号（2019）云 01 执 67 号，执行标的 6.15 亿元，未履行金额 6.15 亿元。根据公司说明，该案件为有关云南永保特种水泥有限责任公司（以下简称“云南永保”）股权转让纠纷事项-谭国仁依据上海国仲（2018）沪贸仲裁字第 230 号裁决书向昆明中院申请执行。截至 2023 年 5 月 29 日，该案件已终结本次执行。

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

受天山股份下属各级子公司股权转让/划转影响，截至 2022 年底，公司合并范围内员工 6692 人，较 2022 年 3 月底减少 7857 人。

八、重大事项

公司股东内部发生业务整合及架构调整,截至2022年底,公司已完成本次业务整合的股权划出/转入工作,公司业务重组之后,产能大幅下降,销售区域减少,联合资信将持续关注该事项可能对公司经营造成的影响和风险。

根据公司于2022年11月1日发布的《西南水泥有限公司关于公司股东内部业务整合及架构调整的公告》,2022年10月29日,公司股东天山股份披露《关于公司内部业务整合及架构调整的公告》,天山股份下属各级子公司按照区域划分以股权转让/收购、划转、增资/减资、新设等方式,整合至14个区域公司,公司纳入本次整合范围。

根据公司于2022年11月29日发布《西南水泥有限公司关于公司相关业务整合的进展公告》,就西南水泥涉及的具体业务整合进展事项进行说明:公司将吸收合并四川西南水泥有限公司(以下简称“四川西南”)(公司持有100.00%股权)和重庆中建材新材料有限公司(以下简称“重庆中建材”)(公司持有100.00%股权),精简原有组织架构,以及将中材汉江水泥股份有限公司(以下简称“中材汉江”)(原股东-中材水泥有限责任公司持有92.6561%)纳入公司合并报表范围;公司子公司四川西南将其持有的攀枝花攀煤水泥制品有限公司(以下简称“攀煤”)

100.00%股权有偿划转给公司子公司云南西南水泥有限公司(以下简称“云南西南”);云南西南(公司持有100.00%股权)、贵州西南水泥有限公司(以下简称“贵州西南”,公司持有100.00%股权)和嘉华特种水泥股份有限公司(以下简称“嘉华特种水泥”,公司持有89.51%股权)将有偿划转给天山股份,不再纳入公司合并范围。2023年2月3日公司公告已于近期完成对四川西南、重庆中建材的吸收合并,四川西南和重庆中建材已予以注销。公司已于近期完成对云南西南、贵州西南、嘉华特种水泥和攀煤4家主体划出股权的工商变更登记,完成对中材汉江、绵阳市民兴商品混凝土有限公司和绵阳市航实建材有限公司3家主体划入股权的工商变更登记,具体情况如下表2和表3所示:

表2 公司业务整合涉及主体情况

序号	涉及主体	划转方式	工商变更是否完成	转让定价(万元)
1	云南西南水泥有限公司	有偿划出	是	200000.00
2	贵州西南水泥有限公司	有偿划出	是	300000.00
3	嘉华特种水泥股份有限公司	有偿划出	是	118448.89
4	攀枝花攀煤水泥制品有限公司	有偿划出	是	1612.71
5	中材汉江水泥股份有限公司	无偿转入	是	--
6	绵阳市民兴商品混凝土有限公司 ¹	无偿转入	是	--
7	绵阳市航实建材有限公司	无偿转入	是	--

资料来源:公司公告,联合资信整理

表3 截至2022年底涉及业务整合公司的财务及经营基本情况(亿元、万吨)

序号	涉及主体	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动现金流净额	2022年水泥产能	2022年熟料产能	2022年混凝土产能
1	云南西南水泥有限公司	128.37	-3.65	31.95	-5.93	2.44	2830.00	2004.70	90.00
2	贵州西南水泥有限公司	179.29	13.10	48.44	-9.13	-1.62	3209.00	2678.90	415.00
3	嘉华特种水泥股份有限公司	18.84	8.64	13.27	1.19	0.88	718.00	732.00	--
4	攀枝花攀煤水泥制品有限公司	0.44	0.02	0.79	-0.01	0.10	--	--	--
5	中材汉江水泥股份有限公司	6.19	4.06	3.23	-0.20	0.11	360.00	139.50	90.00
6	绵阳市民兴商品混凝土有限公司 ²	0.84	0.13	0.73	0.02	--	--	--	120.00
7	绵阳市航实建材有限公司	0.77	0.35	0.57	0.04	--	--	--	128.00

资料来源:公司提供,联合资信整理

¹ 根据公司2022年11月28日披露的公告,绵阳市民兴商品混凝土有限公司和绵阳市航实建材有限公司为后续划入公司的资产。

² 根据公司2022年11月28日披露的公告,绵阳市民兴商品混凝土有限公司和绵阳市航实建材有限公司为后续划入公司的资产。
www.lhratings.com

土有限公司和绵阳市航实建材有限公司为后续划入公司的资产。

九、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司营业总收入仍主要来自水泥板块，受下游需求下降致使水泥销量下降及煤炭价格大幅上涨等因素影响，公司营业总收入及综合毛利率同比均有所下降；2023 年一季度，受公司业务重组影响，营业总收入下降幅度较大，综合毛利率已下降至很低水平。

2022 年，公司继续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。截至 2023 年 3 月底，受

云南西南、贵州西南和嘉华特种水泥资产转出影响，公司经营区域变更为四川、重庆及陕西汉中。

2022 年，公司营业总收入 225.08 亿元，同比下降 14.93%，主营业务收入同比下降 15.86%，主要系水泥销量下降所致；公司主营业务综合毛利率受煤炭价格大幅上涨影响，同比下降 10.92 个百分点至很低水平。

2023 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 49.46%，主要系公司剥离云南西南、贵州西南还有嘉华特种水泥所致，同时毛利率下降至 5% 以下，主要系一季度为水泥行业传统淡季，产能利用率低所致。

表 4 2020—2022 年及 2023 年 1—3 月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
水泥	247.52	94.17	27.33	254.31	98.35	19.71	198.80	91.38	8.79	22.98	92.47	4.83
熟料	12.58	4.78	9.97	4.08	1.58	10.81	12.35	5.68	7.40	1.36	5.47	-2.82
商品混凝土	2.75	1.05	32.85	0.19	0.07	37.18	6.41	2.95	17.45	0.51	2.05	15.73
合计	262.85	100.00	26.56	258.58	100.00	19.59	217.56	100.00	8.96	24.85	100.00	4.63

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 主营业务收入未含其他业务，下同
资料来源：公司提供

2. 水泥板块

(1) 生产经营

受业务重组影响，公司产能和销量同比大幅下降；受行业整体产能过剩、下游需求下降以及环保限产等因素影响，2022 年，公司主要产品水泥和熟料产能利用率同比继续下降。

受业务整合，公司划拨出云南西南、贵州西南和嘉华特种水泥股权影响，截至 2023 年 3 月底，公司共拥有 47 条水泥生产线和 8 个粉磨站，水泥

及熟料产能较 2022 年底分别下降 49.23% 和 54.71%。

2022 年，由于下游需求下降、区域产能过剩公司自主压降产量及错峰停产时间延长等影响，公司水泥和熟料产量同比分别下降 17.67% 和 18.88%；受此影响，水泥及熟料产能利用率分别较上年进一步下降 10.46 个百分点和 12.76 个百分点。2022 年公司安排各生产基地每年错峰停产 130 天左右，较 2021 年增加 30 天左右。

表 5 2021—2022 年及 2023 年 1—3 月公司主要产品产能、产量情况（单位：万吨、%）

项目	2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	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	12995.00	7697.00	59.23	12995.00	6337.15	48.77	6598.00	755.56	45.81
熟料	9644.10	6514.12	67.55	9644.10	5284.25	54.79	4367.90	627.57	57.48
混凝土	685.00	154.15	22.50	685.00	241.37	35.24	518.00	13.76	10.63

注：2023 年一季度产能利用率已年化
资料来源：公司提供

(2) 原材料采购

2022 年，公司煤炭采购价格大幅上涨，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。2022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，2022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、中建投商贸有限公司等，前五大原材料供应商集中度在31%左右，集中度较2021年变化不大。2022年，煤炭采购均价同比增长226.83元/吨，主要系煤炭市场价

格上涨导致。

石灰石采购方面，2022年，公司石灰石自给比例约为66.86%，较2021年变化不大，自给比例相对较低，受此影响，公司对石灰石有一定外购需求。2022年，石灰石采购均价较2021年变化不大，2023年一季度采购均价小幅增长。

截至2022年底，公司主要在建项目四个，包括采购石灰石矿山，预计投产后，公司石灰石自给率将提升至70.00%左右。

表 6 2021 - 2022 年及 2023 年 1 - 3 月公司原材料采购量及采购价格（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
煤炭	采购量	915.31	729.49	77.15
	采购均价	941.28	1168.11	1162.43
石灰石	采购量	8737.58	6991.51	798.32
	采购均价	24.69	24.03	26.17
外购电力	电力度数	49.22	38.00	5.12
	综合电价	0.41	0.49	0.48

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。2022年，公司外购电力38.00亿度，综合电价0.49元/度，外购电量较2021年减少11.22亿度，电价较2021年增长19.51%；公司水泥生产总用电量中余热发电占比约为29.00%；平均每吨熟料发电量在28.00度左右，余热发电成本为0.19元/度，发电成本较2021年相比无变化，仍低于外购电成本。

2022年，公司水泥平均生产成本为288.08元/吨，较2021年增长39.00元，主要系原材料煤炭成本大幅上涨所致，公司生产成本中煤炭、石灰石和电力约分别占43.00%、10.00%和11.00%。

（3）产品销售

公司四川和重庆的水泥销售均价持续下降，主要受特定外部因素和2022年三季度川渝区域限电的影响，部分项目短时间停工停产，同时市场需求下滑所致。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。

2022年，公司水泥和熟料销量较2021年分别下降17.80%和23.77%；由于生产成本提高，公司熟料销售均价有所增长。

2023年一季度，受煤炭采购均价依然处于高位，且下游需求下降供需失衡，成本无法传导到销售端的影响，在双重挤压下，公司水泥和熟料销售均价均出现下降。

表 7 近年来公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
水泥	销售量	7657.28	6294.43	756.37
	销售均价	313.73	315.83	303.83
熟料	销售量	540.13	411.72	47.90
	销售均价	260.71	299.86	283.59

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

2022年公司水泥主要在西南地区销售。分区域来看,2022年,四川区域水泥销售额94.99亿元,云南区域销售额31.59亿元,贵州区域销售额42.19亿元,重庆区域销售额27.55亿元。2023年一季度,受云南西南和贵州西南股权划出影响,公司销售额中四川区域水泥销售占比进一步提升至72.32%。

从销售均价看,2022年,由于煤炭价格上涨水泥生产成本提高,四川和重庆的水泥价格均有下降,主要受特定外部因素和三季度川渝限电的影响,部分项目短时间停工停产,同时市场需求下滑所致。2022年公司在四川、云南、贵州和重庆的产能占有率和市场占有率同比均变化不大,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。2023年一季度,公司在川渝区

域的占有率仍处于领先地位。

表 8 公司水泥各区域产能、市场占有率(单位: %)

区域	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
产能占有率				
四川	23.20	23.20	23.10	23.90
云南	17.69	17.80	18.31	--
贵州	25.87	26.00	25.20	--
重庆	20.00	20.00	20.00	20.00
陕西汉中	--	--	--	22.00
市场占有率				
四川	23.20	23.40	22.50	22.80
云南	17.69	17.50	18.10	--
贵州	25.87	25.30	24.70	--
重庆	20.00	20.20	20.10	20.50
陕西汉中	--	--	--	22.00

资料来源: 公司提供

表 9 公司各区域近年来水泥销售情况

水泥		2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
销量 (万吨)	四川	3366.13	2824.02	536.75
	云南	1453.90	1063.86	--
	贵州	2124.28	1431.70	--
	重庆	712.97	904.75	205.35
	陕西汉中	--	70.11	14.27
销售额 (亿元)	四川	117.32	94.99	16.62
	云南	39.61	31.59	--
	贵州	57.99	42.19	--
	重庆	39.39	27.55	5.90
	陕西汉中	--	2.48	0.46
平均销售单价 (元/吨)	四川	348.53	336.36	309.62
	云南	272.44	296.93	--
	贵州	272.99	294.71	--
	重庆	314.36	304.48	287.18
	陕西汉中	--	353.74	325.30

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。2022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23.70%;对民用市场的销售量占51.56%;对搅拌站的销售量占比24.74%(含预制板)。

公司销售结算方式较上年无变化。

3. 经营效率

公司经营效率处于行业一般水平。

2022年,公司存货周转次数同比略有增长,总资产周转次数同比略有下降。公司整体经营效率处于同行业一般水平。

表 10 公司及同行业企业 2022 年主要经营指标

(单位: 次)

公司简称	存货周转率 (次)	应收账款周 转率(次)	总资产周 转率(次)
中联水泥	8.71	3.57	0.51

冀东水泥	7.35	22.75	0.56
公司	10.75	43.63	0.38

注：1. 为了便于对比，上表相关数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异；2. “中联水泥”为中国联合水泥集团有限公司的简称，“冀东水泥”为唐山冀东水泥股份有限公司的简称
资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 在建工程

公司在建工程尚需投资规模尚可，项目投产后有望进一步提升公司生产效率。

截至2022年底，公司在建项目总投资25.08亿元，其中自有资金计划投入12.61亿元；截至2022年底，在建项目已投资16.29元，待投资规模28.95亿元，整体投资压力尚可。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。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，但目前因环保政策制约等原因，该工程建设推进缓慢，处于停滞状态。

重庆铜梁西南日产7300吨熟料及配套生产线搬迁技改项目（以下简称“铜梁项目”）。本项目符合国家产业政策，属于国家允许和鼓励类项目。目前铜梁项目正在办理《建设工程施工许可证》，该项目拟于2023年6月正式启动开工建设，预计于2024年6月正式投入生产运营。

四川德胜水泥有限公司（以下简称“四川德胜水泥”）鲁塘山石灰岩矿及玄武岩矿采矿权竞买及开采建设工程（以下简称“鲁塘山矿权项目”）中鲁塘山矿权项目位于四川省乐山市沙湾区沙湾镇顺河村，主要为开采矿种为水泥用石灰岩、建筑用玄武岩等原材料，并于2023年1月17日取得《采矿许可证》。鲁塘山矿权项目于2022年4月20日在沙湾区经济和信息化局备案（备案号：川投资备（2204-511111-07-02-766993）JXQB-

0101号），目前已完成环评批复、水保批复、林地定额指标，安全设施设计正在办理中。鲁塘山矿权项目保有储量2.53亿吨，其中水泥用石灰岩矿2.03亿吨，建筑用玄武岩矿0.5亿吨，生产规模800万吨/年。鲁塘山矿项目完成后，预计将解决四川德胜水泥及附近工厂石灰石原料来源不稳定、质量不均衡等生产经营发展问题，降低石灰石采购成本。

重庆綦江西南二宗矿山建筑石料用灰岩采矿权（以下简称“綦江矿权项目”），綦江矿权项目于2022年3月4日通过政府招拍挂取得（矿权购买不需政府备案），开采矿种为建筑石料用灰岩，并于2022年7月5日取得《采矿许可证》。綦江矿权项目经中国建材股份立项批复（中国建材股份投发〔2021〕1320号批复），矿山暂时未建设开采，矿山开采建设处于备案中，项目经西南水泥发（2021）22号立项批复，目前已完成水保批复，环评，林地定额，安全设计正在办理中。綦江矿权项目保有储量4622万吨，矿山取得后预计将解决重庆綦江西南水泥有限公司新建5000吨熟料水泥生产线原料问题，降低石灰石采购成本，并建设骨料生产线。

四川安县中联新设大风岩水泥用石灰岩矿工程（以下简称“安县中联矿权项目”），该项目于2022年8月5日经（绵矿招拍挂〔2022〕1号）招拍持竞拍取得大风岩采矿权，并于2023年3月27日取得采矿许可证。该项目开采矿种为水泥用石灰岩，主要建设内容矿山基建、工业广场建设、静音全封闭皮带廊建设。（包括：采矿权、征地拆迁、皮带廊建设），其探明地质储量9094.22万吨，采矿回采率达95%，设计年产石灰石原料300万吨，项目预计2023年8月30日开始动工建设，目前已完成水保批复、安设及林业指标正在完善办理中。

表 11 截至 2022 年底公司主要在建项目（单位：亿元）

序号	项目	计划总投资	资金来源	自有资金到位情况	累计已投资	投资计划			计划建设时间
						2023 年	2024 年	2025 年	
1	巴塘卓帆水泥项目	10.87	对外借款、 股东借款	1.10	1.01	1.50	5.00	3.36	1~3 年
2	重庆铜梁西南日产 7300 吨熟料及配套 生产线搬迁技改项目	14.98	对外借款、 股东借款	4.50	0.74	9.50	4.74	0.00	1~2 年

3	四川德胜水泥鲁塘山石灰岩矿及玄武岩矿采矿权竞买及开采建设工程	14.28	对外借款、 股东借款	3.00	11.66	2.62	0.00	0.00	1~2 年
4	重庆綦江西南二宗矿山建筑石料用灰岩采矿权	2.00	对外借款、 股东借款	1.50	1.55	0.45	0.00	0.00	1~2 年
5	四川安县中联新设大风岩水泥用石灰岩矿工程	3.10	对外借款、 股东借款	1.50	1.32	1.78	0.00	0.00	1~2 年
合计		45.23	--	11.60	16.29	15.85	9.74	3.36	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

5. 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,公司计划继续巩固川渝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,继续专注水泥主业,加快“水泥+”业务发展布局。以市场为导向,优化商混布局;以资源为依托,加快骨料基地建设;拓展水泥制品、新型房屋、水泥基新材料等业务的拓展,逐步深化熟料、水泥、商混、砂石骨料和水泥制品等业务的一体化、定制化和精细化。

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。通过自主淘汰落后、实施工艺升级,持续优化产能结构。推进矿产资源优化、商混骨料布局、固废危废处理、智能制造等转型升级重点项目的落地。

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,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,推进企业精益管理和清洁生产,持续环保投入。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。

在经营管理上,围绕“稳中求进”的经营目标,按照“早、细、精、实”的经营原则,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2022年度财务报告,大华会计师事务所(特殊普通合伙)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2023年一季度财务数据未经审计。

截至 2022 年底,公司合并资产总额 544.02 亿元,所有者权益 182.03 亿元(含少数股东权益 3.93 亿元);2022 年,公司实现营业总收入 225.08 亿元,利润总额-12.90 亿元。

截至 2023 年 3 月底,公司合并资产总额 537.48 亿元,所有者权益 180.83 亿元(含少数股东权益 3.86 亿元);2023 年 1—3 月,公司实现营业总收入 26.30 亿元,利润总额-1.23 亿元。

2. 资产质量

2022年,受云南西南、贵州西南和嘉华特种水泥股权划转出影响,公司资产规模同比下降,且资产构成发生较大变化,其他应收款规模和占比大幅上升;公司其他应收款坏账计提比例不高,未来回收具有一定的不确定性;此外,公司商誉占比较高且有继续减值风险。

截至2022年底,公司合并资产总额544.02亿元,较上年底下降14.38%,主要系固定资产、无形资产和商誉减少所致。公司资产结构相对均衡,流动资产较上年底占比上升较快(较上年底提升37.30个百分点)。

表 12 2020 - 2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	在总资产中占比 (%)	金额 (亿元)	在总资产中占比 (%)	金额 (亿元)	在总资产中占比 (%)	金额 (亿元)	在总资产中占比 (%)
流动资产	74.12	11.82	77.25	12.16	269.05	49.46	264.76	49.26
货币资金	17.51	2.79	18.54	2.92	4.94	0.91	7.10	1.32
其他应收款 (合计)	14.45	2.30	15.17	2.39	239.10	43.95	233.52	43.45
非流动资产	552.70	88.18	558.16	87.84	274.96	50.54	272.72	50.74
固定资产 (合计)	301.06	48.03	323.76	50.95	146.28	26.89	143.88	26.77
商誉	141.69	22.60	132.23	20.81	61.80	11.36	61.80	11.50
资产总额	626.82	100.00	635.41	100.00	544.02	100.00	537.48	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，流动资产较上年底增长248.31%，主要系其他应收款（合计）大幅增加所致。

截至2022年底，公司货币资金较上年底下降73.33%，主要系本期合并范围变化所致。货币资金中有0.73亿元受限资金，受限比例为14.80%，主要为保函保证金及矿山环境恢复治理保证金。

截至2022年底，公司其他应收款（合计）较上年底大幅增长1475.92%，主要系公司业务整合将部分子公司划转至控股股东天山水泥致使资金拆借本金及利息（167.95亿元，占比70.32%）和股权转让款³（62.01亿元，占比25.96%）增加所致。从账龄看，1年以内占12.71%，1至2年占10.18%，2至3年占16.29%，3年以上占60.81%，整体账龄较长。2022年对其他应收款累计计提坏账7.86亿元，计提比例3.19%，计提金额较小。按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款项合计235.68亿元，占其他应收款（合计）的比例为95.54%，主要为资金拆借款和股权转让款，集中度高。整体来看，公司其他应收款坏账计提比例较小且整体账龄较长，未来回收具有一定的不确定性。

表 13 截至 2022 年底公司其他应收款按欠款方归集的期末余额前五名情况

债务人名称	款项性质	账面余额	占其他应收款项合计的比例
贵州西南水泥有限公司	资金拆借款	90.22	36.58

云南西南水泥有限公司	股权款、资金拆借款、代垫费用	73.14	29.65
新疆天山水泥股份有限公司	股权款、代垫费用	61.85	25.07
广汉三星堆水泥有限公司	资金拆借款	4.39	1.78
谭国仁	股权款	6.08	2.47
合计	--	235.68	95.54

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2023年4月底，根据公司提供的说明，原全资子公司云南西南、贵州西南借公司的拆借款合计163.36亿元（挂账“其他应收款”科目），公司因联合重组和经营生产需要，借原股东建材股份及股东天山水泥的借款175.00亿元（挂账“其他应付款”科目），上述三方债权债务已于2023年4月完成抵消转让。截至2023年5月底，公司合并资产总额下降至379.12亿元。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产较上年底下降50.74%，主要系固定资产和商誉减少所致。

截至2022年底，公司固定资产（合计）146.28亿元，较上年底下降54.82%，主要系公司业务整合将部分子公司划转至股东天山水泥所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占55.18%）和机器设备（占43.82%）构成，累计计提折旧116.93亿元；固定资产成新率72.70%，成新率一般。

截至2022年底，公司商誉61.80亿元，较上年底下降53.27%，主要系公司业务整合将部分子公

³ 2023 年 5 月，公司已收到股权转让款 30.00 亿元。

司划转至股东天山水泥所致。公司累计计提商誉减值准备4.79亿元。公司商誉规模在资产总额中占比较高，若被投资单位经营不善等，商誉仍可能存在减值风险，联合资信将持续关注此事项。

截至2023年3月底，公司所有权受到限制的资产占资产总额的1.18%，受限比例低。

表 14 截至 2023 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	3.77	0.59	银行承兑汇票等业务保证金等
固定资产	3.77	0.59	融资租赁租入资产
合计	7.54	1.18	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司合并资产总额和资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 年底，公司所有者权益有所增长，结构稳定性保持良好。

截至2022年底，公司所有者权益182.03亿元，较上年底增长18.96%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为

97.84%，少数股东权益占比为2.16%。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64.13%、1.21%、-0.01%和26.58%。公司未分配利润较上年底增长210.47%。所有者权益结构稳定性较高。

截至2023年3月底，公司所有者权益180.83亿元，较上年底下降0.66%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.86%，少数股东权益占比为2.14%。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所有者权益的比例为64.55%、1.21%、-0.01%和26.12%。

(2) 负债

2022年，公司负债总额同比下降，流动负债占比较上年底增长8.13个百分点；债务规模有所下降但短期债务占比仍较高，债务结构有待改善。若将其他应付款中的股东借款调整至全部债务，公司债务负担将有所上升。

截至2022年底，公司负债总额361.98亿元，较上年底下降24.96%，主要系流动负债减少所致。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快（较2021年底提升8.13个百分点）。

表 15 2020 - 2022 年末及 2023 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	在负债总额中占比 (%)	金额 (亿元)	在负债总额中占比 (%)	金额 (亿元)	在负债总额中占比 (%)	金额 (亿元)	在负债总额中占比 (%)
流动负债	379.17	80.93	383.10	79.42	316.89	87.54	306.79	86.02
短期借款	103.23	22.03	84.74	17.57	55.44	15.32	62.39	17.49
其他应付款 (合计)	189.94	40.54	173.60	35.99	189.33	52.30	162.78	45.64
一年内到期的非流动负债	4.65	0.99	43.56	9.03	23.12	6.39	21.00	5.89
其他流动负债	1.09	0.23	1.97	0.41	20.39	5.63	32.58	9.13
非流动负债	89.32	19.07	99.29	20.58	45.09	12.46	49.85	13.98
长期借款	26.50	5.66	33.70	6.99	15.27	4.22	19.64	5.51
负债总额	468.49	100.00	482.39	100.00	361.98	100.00	356.64	100.00

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司流动负债较上年底下降17.28%，主要系短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债减少所致。

截至2022年底，公司短期借款55.44亿元，较上年底下降34.58%，主要系受划转部分子公司至天山水泥，公司信用借款减少所致。

截至2022年底，公司其他应付款（合计）189.33亿元，较上年底增长9.06%，主要系拆借本金及利息增加所致。公司其他应付款主要是股东拆借款，截至2022年底，公司其他应付款中应付建材股份的资金拆借款（有息部分）150.00亿元，占比为79.68%。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债23.12亿元，较上年底下降46.93%，主要系一年内到期的应付债券减少所致。

截至2022年底，公司其他流动负债20.39亿元，较上年底增长934.47%，主要系本期发行“22西南水泥 SCP001”“22西南水泥 SCP002”“22西南水泥 SCP003”“22西南水泥 SCP004”“22西南水泥 SCP005”所致。

截至2022年底，公司非流动负债较上年底下降54.58%，主要系长期借款和应付债券减少所致。

截至2022年底，公司长期借款较上年底下降54.70%，主要系保证借款减少所致；公司长期借款全部为信用借款，期末利率区间为2.7%~3.0%。

截至2022年底，公司应付债券25.00亿元，较上年底下降28.57%，主要系一年内到期的债券转出所致。

截至2023年3月底，公司负债总额和负债结构较上年底均变化不大。

受重组影响，截至2022年底，公司全部债务145.61亿元，较上年底下降41.64%，长短期债务均有下降；以短期债务为主，债务结构有待优化。从债务指标来看，截至2022年底，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较上年底分别下降9.38个百分点、17.54个百分点和18.98个百分点。公司债务负担有所下降。

表 16 截至 2022 年底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元）

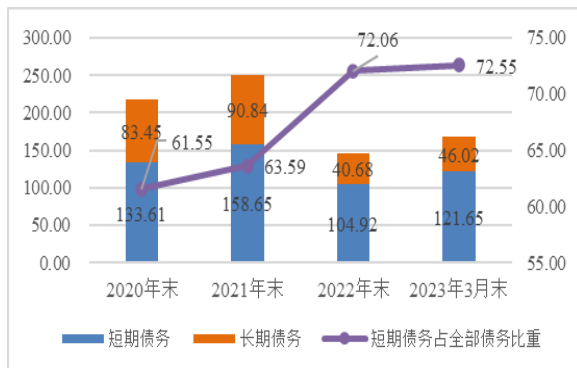
项目	1 年内到期	1~2 年到期	2~3 年到期	3 年以后到期	合计
短期借款	55.44	--	--	--	55.44
应付票据	6.37	--	--	--	6.37
一年内到期的非流动负债	23.12	--	--	--	23.12
其他流动负债	20.00	--	--	--	20.00
长期借款	--	5.01	10.26	--	15.27
应付债券	--	19.00	--	6.00	25.00
长期应付款	--	0.41	--	--	0.41
合计	104.93	24.42	10.26	6.00	145.61

注：1. 尾差主要系四舍五入所致；2. 未包含其他应付款中的股东借款和租赁负债

资料来源：公司提供

图 1 公司全部债务情况

（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图 2 公司全部债务指标情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年3月底，公司全部债务167.67亿元，较上年底增长15.15%。债务结构方面，仍以短期债务为主（占72.55%），较上年底变化不大。从债务指标来看，截至2023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较上年底分别下降0.18个百分点、提高3.67个百分点和提高2.02个百分点。

截至2023年3月底，若将股东借款（135.00亿元）调整至全部债务，公司全部债务上升至302.67亿元，债务结构方面，短期债务占84.80%。截至2023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66.36%、62.60%和20.29%。

截至 2023 年 4 月底，公司存续债券 57.00 亿元，其中，于 2023 年到期的四只债券（20 西南 01（已于 2023 年 6 月 8 日到期兑付终止）、22 西南水泥 SCP004、20 西南水泥 MTN001 和 23 西南水泥 SCP001）共计 32.00 亿元，存在一定短期偿债压力。

4. 盈利能力

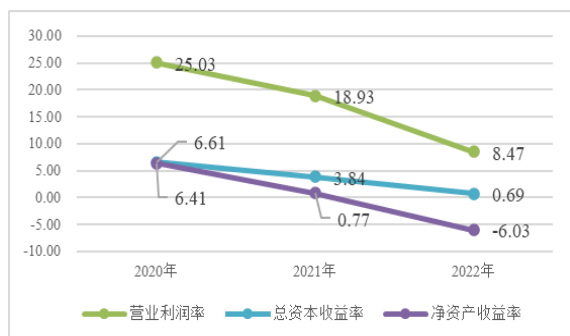
2022 年，公司收入同比下降，利润总额由盈转亏，出现较大规模亏损，盈利能力继续下降。2023 年一季度，公司利润总额为-1.23 亿元，持续亏损，且期间费用对利润侵蚀较大。

2022 年，公司实现营业总收入情况分析见上文经营部分。2022 年，公司利润总额-12.90 亿元，同比下降 369.79%，主要系市场需求下降、煤炭价格上涨、销售收入下降等综合影响所致，亏损主要产生于云南西南和贵州西南，资产重组后预计公司亏损将下降。

2022 年，公司费用总额为 32.79 亿元，同比下降 9.74%。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 7.78%、45.96%、5.85% 和 40.40%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 15.07 亿元，同比下降 12.85%，主要系停工损失、辞退福利费等减少所致；研发费用为 1.92 亿元，同比增长 276.96%，主要系研发人员人工费增加所致；财务费用为 13.25 亿元，同比下降 6.38%，主要系债务规模下降、利息费用减少所致。2022 年，公司期间费用率为 14.57%，同比上升 0.84 个百分点。公司费用控制能力一般，费用对整体利润侵蚀较大。

非经营性损益方面，2022 年，公司实现投资收益-0.40 亿元，主要系金信供应链融资业务产生的应收账款终止确认损益所致。此外，本期公司资产减值损失-0.50 亿元、公允价值变动损失-0.17 亿元。2022 年营业外收入 0.48 亿元，同比下降 92.41%，主要系上期云南永保仲裁结果获得赔偿款较大所致。

图 3 公司盈利指标变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 3.15 百分点、下降 6.81 个百分点。与所选公司比较，公司各盈利指标均处于较低水平。

表 17 2022 年同行业公司盈利情况对比

公司简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
中联水泥	18.10	3.86	3.22
冀东水泥	20.48	4.14	4.32
公司	10.21	0.06	-6.03

注：为了便于对比，上表相关数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异

资料来源：Wind

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 26.30 亿元，同比下降 49.46%，主要系水泥销量和销售均价减少所致；同期，利润总额为-1.23 亿元，亏损缩窄 27.01%，主要系一季度为水泥传统淡季，煤炭成本依然处于高位且市场需求不足，同时期间费用对利润侵蚀所致。

5. 现金流

2022 年，公司经营活动现金流持续净流入但同比大幅下降，经营活动现金流入不足以覆盖投资支出的资金需求。随着公司产能置换项目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 18 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	322.24	301.48	241.31	29.21
经营活动现金流出小计	245.00	259.45	229.59	26.30
经营现金流量净额	77.24	42.03	11.72	2.91
投资活动现金流入小计	0.52	3.09	0.44	0.60
投资活动现金流出小计	35.01	31.02	39.30	3.46
投资活动现金流量净额	-34.49	-27.93	-38.86	-2.86
筹资活动前现金流量净额	42.75	14.10	-27.14	0.05
筹资活动现金流入小计	264.87	172.75	295.57	65.59
筹资活动现金流出小计	308.58	186.05	279.21	64.22
筹资活动现金流量净额	-43.71	-13.31	16.36	1.37
现金收入比	117.64	112.39	102.03	109.22

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入同比下降 19.96%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金下降所致；经营活动现金流出同

比下降11.51%。2022年，公司经营活动现金净流入同比下降72.11%。2022年，公司现金收入比同比下降10.37个百分点，主要系受市场需求下降影响，公司为拓展销售适当放款销售结算时间所致。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入同比下降85.91%，主要系2021年贵州西南产能指标处置收入为2.25亿，2022年无大额资产处置，导致收回金额减少所致；投资活动现金流出同比增长26.69%。2022年，公司投资活动现金仍为净流出。

2022年，公司筹资活动前现金流由正转负，经营活动现金流不足以覆盖投资支出的资金需求。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入同比增长71.10%，主要系取得借款收到的现金和收到筹资性往来款增加所致；筹资活动现金流出同比增长50.07%，主要系偿还债务和分配股利、利息等增加所致。2022年，公司筹资活动现金净额由负转正，公司对筹资活动依赖度较高。

2023年1—3月，公司经营活动现金净额维持净流入；投资活动现金净额持续净流出；筹资活动现金净额持续净流入但规模小。

6. 偿债指标

2022年，公司短期债务规模较大，短期偿债指标表现很弱，长期偿债指标表现一般。考虑到公司获得股东的大力支持，未来公司经营仍将保持稳定。

表 19 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
短期偿债指标	流动比率（%）	19.55	20.16	84.90	86.30
	速动比率（%）	14.17	13.73	80.82	82.90
	经营现金/流动负债（%）	20.37	10.97	3.70	0.95
	经营现金/短期债务（倍）	0.58	0.26	0.11	0.02
	现金类资产/短期债务（倍）	0.14	0.13	0.05	0.06
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	28.92	42.28	25.05	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.50	5.90	5.81	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.36	0.17	0.08	0.02

EBITDA/利息支出（倍）	1.96	2.92	1.89	--
经营现金/利息（倍）	5.24	2.90	0.89	1.35

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至2022年底，公司流动比率与速动比率分别较上年底提高64.74个百分点和提高67.09个百分点，流动及速动资产对流动负债的保障程度一般。截至2023年3月底，公司流动比率与速动比率较上年底均有所提升；但公司现金类资产远无法覆盖短期债务。公司短期偿债指标很弱。

从长期偿债指标看，2022年，公司EBITDA为25.05亿元，同比下降40.74%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占83.35%）、摊销（占15.28%）和计入财务费用的利息支出（占52.86%）构成。2022年，公司EBITDA对利息的覆盖程度下降，公司EBITDA对全部债务的覆盖程度一般，经营现金对全部债务的保障程度弱。整体看，公司长期偿债指标表现一般。

对外担保方面，截至2022年底，公司对外担保50.49亿元，主要为对云南西南、贵州西南等的担保，对外担保占期末净资产的27.74%，存在一定或有负债风险。

未决诉讼方面，截至2023年5月底，公司存在3起重大未决诉讼，具体情况如下：

（一）重庆长寿西南水泥有限公司涉诉案件：公司全资子公司重庆长寿西南水泥有限公司的前身重庆润江环保建材股份有限公司（以下简称“润江公司”）与重庆钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“重钢集团”）分别于2008年、2009年签订了四份合作合同。公司于2012年6月正式收购润江公司，更名为重庆长寿西南水泥有限公司（以下简称“长寿西南”）。收购后，发现《合作合同》的履行存在诸多问题，造成长寿西南直接或间接损失数额巨大。长寿西南于2016年底向重庆市高级人民法院起诉要求重钢集团。重庆市高院于2022年6月23日作出一审判决：（1）确认双方签订的4个合同于2017年1月12日解除；（2）重钢集团于本判决生效后三十日内向重庆长寿

西南支付损失赔偿款2.44亿元及资金占用损失；(3) 长寿西南于本判决生效后三十日内向重钢集团支付矿渣货款148.72万元及资金占用损失；(3) 驳回长寿西南其他诉讼请求；(5) 驳回重钢集团其他反诉请求。长寿西南和重钢集团均已向最高人民法院提起上诉。

(二) 四川资中西南水泥有限公司诉讼案件改判事项：公司下属子公司四川资中西南水泥有限公司（以下简称“资中西南”）根据与四川省资中县东方红水泥有限责任公司（以下简称“东方红公司”）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、资中西南以及本公司提起诉讼，涉及诉讼案件上百起，除要求东方红公司清偿债务外，要求资中西南以及本公司就东方红公司纠纷的争议款项承担连带责任。

2016年6月23日中国最高人民法院（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2022年12月31日，相关法院已全部改判涉案案件（163起），截至2023年5月29日，本公司尚未追回的执行款0.54亿元。

(三) 云南永保涉诉事项：

公司在2012年3月23日与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，收购云南永保100.00%股权，在《股权转让协议》履行过程中，公司与谭国仁对《股权转让协议》的履行情况产生纠纷。2018年6月26日，针对公司根据《股权转让协议》扣减转让价款事由，上海国际经济贸易仲裁委员会作出仲裁裁决，裁决结果为发行人向谭国仁支付股权转让价款余款4.31元及逾期付款损失、仲裁费。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申请仲裁，中国国际经济贸易仲裁委员会于2019年9月29日作出部分裁决，部分裁决结果为谭国仁应向发行人返还代付的个人收入所得税税金2.06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。2021年12月25日，中国国际经济贸易仲裁委员会作出仲裁裁

决：谭国仁赔偿发行人各项损失及费用合计7.37亿元。公司根据仲裁结果进行了账务处理，在应付谭国仁债务金额范围内将相关赔偿计入营业外收入，同时对云南永保账面相关资产计提了减值准备。

此外，针对谭国仁交接后，在其控制及经营云南永保期间损害云南永保公司利益事由，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69461.85万元，包括民间借贷资金4621.40万元、应付债务32840.46万元、工程损失10000.00万元、税款22000.00万元。截至2023年5月29日，该案件仍在审理过程中。

银行授信方面，截至2022年底，公司共计获得银行授信额度175.00亿元，剩余授信额度93.40亿元，公司间接融资渠道畅通，授信充足。

7. 公司本部财务分析

公司本部口径债务负担处于可控水平，公司本部货币资金较小，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，公司本部口径偿债风险较低。

截至2022年底，公司本部资产总额501.00亿元，较上年底增长19.15%。公司本部资产总额主要由其他应收款（合计）和长期股权投资构成。截至2022年底，公司本部货币资金为3.99亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额337.12亿元，较上年底增长19.54%，负债构成主要以流动负债（占比88.05%）为主。流动负债主要由短期借款（占17.53%）、其他应付款（合计）（占64.01%）、一年内到期的非流动负债（占7.57%）和其他流动负债（占6.99%）构成；非流动负债主要由长期借款（占37.91%）和应付债券（占62.07%）构成。截至2022年底，公司本部全部债务119.83亿元，较上年底变化不大。其中，短期债务占66.40%、长期债务占33.60%，债务结构有待改善。公司本部2022年资产负债率和全部债务资本化比率分别为67.29%和42.24%，分别较上年底增长0.22个百分点和下降4.30个百分点。整体看，公司本部债务负担可控。

截至2022年底，公司本部所有者权益为163.88亿元，较上年底增长18.36%。在所有者权益中，实收资本为116.73亿元（占71.23%），资本公积20.88亿元（占12.74%），所有者权益稳定性强。

盈利方面，2022年，公司本部营业总收入为5.60亿元，主要为原燃材料及配品配件统采统销等收入。但公司本部费用对利润侵蚀较大，公司本部利润主要来源于成本法核算的长期股权投资收益，2022年，公司本部口径利润总额和投资收益分别为0.26亿元和0.36亿元，同比分别下降97.99%和下降95.89%。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为-0.37亿元，投资活动现金流净额8.98亿元，筹资活动现金流净额-4.65亿元。

十一、外部支持

作为川渝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。

公司是中建材股份积极响应国家西部大开发政策，以带动西南地区水泥行业结构调整和产业升级为目标，通过联合重组方式组建成长起来的水泥产业集团，是中建材股份在川渝地区水泥产业的投资发展平台。公司获得中建材股份在资本金注入和融资等方面以及天山水泥在人员配置等方面强有力的外部支持。

资本金支持方面，公司初始注册资金100亿元中，中建材股份出资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2023年3月底，中建材股份对公司资金拆借余额135.00亿元，公司将其计入“其他应付款”科目。

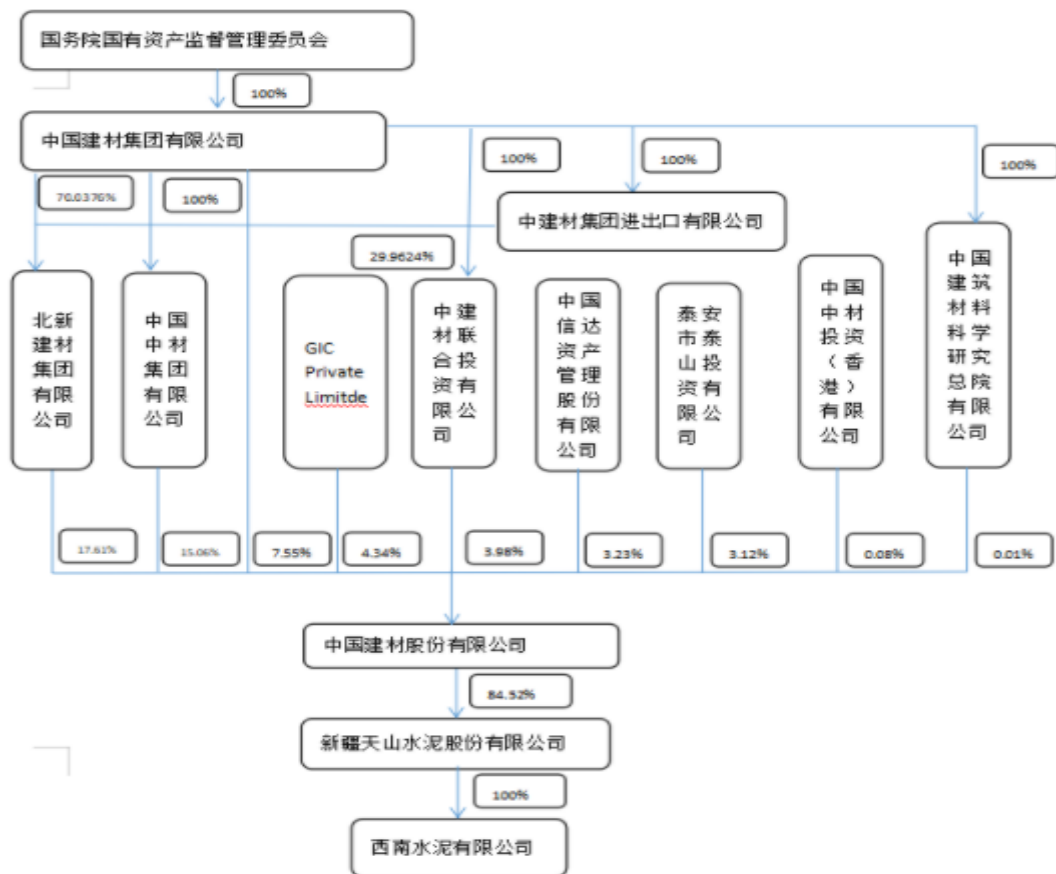
税收优惠方面，2020—2022年，公司所获增值税退税金额分别为2.32亿元、1.60亿元和1.94亿元。截至2022年底，公司旗下共有50家成员企业享受资源综合利用的增值税退税70%的优惠政策。

2020—2022年，公司获得的政府补助收入分别为3.15亿元、3.65亿元和1.97亿元。

十二、结论

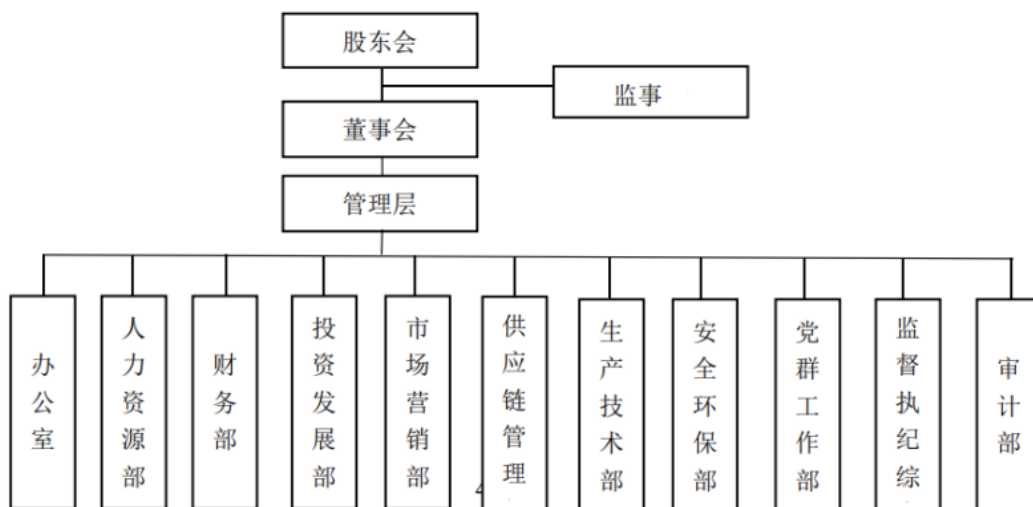
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“20西南水泥MTN001”“21西南01”“21西南02”和“21西南水泥MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底西南水泥股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底西南水泥组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	注册资本金（万元）	持股比例（%）	持股比例（%）
1	重庆长寿西南水泥有限公司	42000.00	100.00	100.00
2	四川德胜集团水泥有限公司	17500.00	90.00	90.00
3	四川利森建材集团有限公司	116739.02	100.00	100.00
4	四川峨眉山西南水泥有限公司	25475.05	100.00	100.00
5	四川筠连西南水泥有限公司	17703.75	100.00	100.00
6	达州利森水泥有限公司	9000.00	100.00	100.00
7	重庆铜梁西南水泥有限公司	30000.00	100.00	100.00
8	北川中联水泥有限公司	25000.00	80.00	80.00
9	重庆綦江西南水泥有限公司	20000.00	100.00	100.00
10	安县中联水泥有限公司	25000.00	80.00	80.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.26	19.86	5.57	7.73
资产总额（亿元）	626.82	635.41	544.02	537.48
所有者权益（亿元）	158.33	153.02	182.03	180.83
短期债务（亿元）	133.61	158.65	104.92	121.65
长期债务（亿元）	83.45	90.83	40.68	46.02
全部债务（亿元）	217.06	249.49	145.61	167.67
营业收入（亿元）	269.09	264.59	225.08	26.30
利润总额（亿元）	14.26	4.78	-12.90	-1.23
EBITDA（亿元）	28.92	42.28	25.05	--
经营性净现金流（亿元）	77.24	42.03	11.72	2.91
财务指标				
销售债权周转次数（次）	26.34	28.99	31.41	--
存货周转次数（次）	9.32	9.39	10.75	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.42	0.38	--
现金收入比（%）	117.64	112.39	102.03	109.22
营业利润率（%）	25.03	18.93	8.47	5.14
总资本收益率（%）	6.61	3.84	0.69	--
净资产收益率（%）	6.41	0.77	-6.03	--
长期债务资本化比率（%）	34.52	37.25	18.27	20.29
全部债务资本化比率（%）	57.82	61.98	44.44	48.11
资产负债率（%）	74.74	75.92	66.54	66.36
流动比率（%）	19.55	20.16	84.90	86.30
速动比率（%）	14.17	13.73	80.82	82.90
经营现金流动负债比（%）	20.37	10.97	3.70	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.13	0.05	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	2.92	1.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.50	5.90	5.81	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 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；4. 股东拆借款未计入全部债务计算；5. “/”表示资料未获取，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.50	0.01	3.99	5.99
资产总额（亿元）	413.92	420.49	501.00	491.61
所有者权益（亿元）	131.22	138.47	163.88	163.66
短期债务（亿元）	54.49	67.36	79.56	84.95
长期债务（亿元）	54.00	53.15	40.27	43.27
全部债务（亿元）	108.49	120.51	119.83	128.22
营业收入（亿元）	6.25	6.22	5.61	4.87
利润总额（亿元）	10.18	12.82	0.26	-0.23
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	3.23	-0.44	-0.37	0.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.94	2.51	1.35	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	89.21	87.88	95.96	143.35
营业利润率（%）	27.97	33.49	11.39	11.99
总资本收益率（%）	4.25	4.95	0.09	--
净资产收益率（%）	7.76	9.26	0.16	--
长期债务资本化比率（%）	29.15	27.74	19.72	20.91
全部债务资本化比率（%）	45.26	46.53	42.24	43.93
资产负债率（%）	68.30	67.07	67.29	66.71
流动比率（%）	126.45	124.84	121.08	122.97
速动比率（%）	126.45	124.84	121.08	122.97
经营现金流动负债比（%）	1.41	-0.19	-0.12	--
现金短期债务比（倍）	0.03	0.00	0.05	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2023 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2. “/”代表数据无法获取，“*”代表分母为 0 数据无意义，“--”表示无意义

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持