

西南水泥有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4693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，维持“21 西南水泥 MTN001”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：

二〇二四年六月二十日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

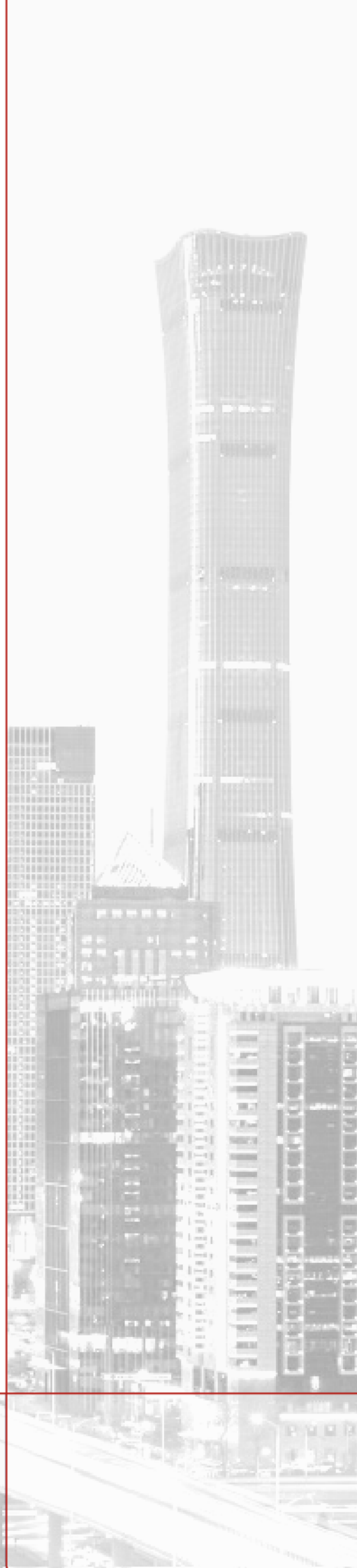
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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。



西南水泥有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
西南水泥有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/20
21 西南水泥 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 西南 02	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

西南水泥有限公司（以下简称“公司”）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继续具备显著优势。2022 年公司完成资产重组后布局区域优化，产能规模和销售区域缩小导致公司收入和现金流入规模下降，但经营效率、资产质量和盈利能力有所改善。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、上游煤炭价格虽有下降但依然高企对公司盈利水平影响较大、公司短期债务规模较大、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。

个体调整：不适用。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

公司经过业务整合和架构调整后，剥离了经营状况较差的云贵区域业务，保留川渝区域业务并新增陕西汉中区域业务，2023 年已扭亏为盈。业务重组导致的公司产能、销售及资产规模的下降，叠加下游房地产市场景气度低迷，未来一定时间内水泥需求预计持续不足，虽然川渝区域基础设施建设投资空间仍较为广阔，但对公司未来发展的支撑较弱。另一方面，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。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司控股股东及相关各方对公司支持意愿减弱或支持力度大幅降低；公司资本市场融资、银行信贷等融资渠道受阻，现金流平衡能力严重弱化。

优势

- **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”）为公司股东天山股份的控股股东，实力雄厚。截至 2023 年底，公司注册资本 116.73 亿元全部由股东出资且已全部实缴到位。
- **公司业务区域地位及竞争优势显著。**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 2024 年 3 月底，公司水泥产能 6498 万吨/年，公司在四川和重庆市场占有率分别为 27.00%和 20.00%。
- **2023 年，公司利润总额扭亏为盈。**2023 年，公司重组完成后其利润总额扭亏为盈，2023 年利润总额为 6.73 亿元，同时供公司经营效率、资产质量和盈利能力等均有所改善。

关注

- **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，2023 年，公司安排各生产基地错峰停产 163 天左右，且产能利用率处于低位。
- **上游大宗商品价格波动较大，公司面临一定成本控制压力；下游需求疲软，对水泥业务发展支撑较弱。**2023 年，水泥行业景气度下降以及资产剥离影响，公司营业总收入同比下降，2023 年煤炭价格下降但依然高企，煤炭价格对公司成本控制和盈利水平影响较大。此外，房地产板块景气度低迷，预计未来一定时间内水泥需求持续不足，对公司未来发展的支撑较弱。
- **短期债务规模较大，债务结构待优化。**截至 2024 年 3 月底，公司短期债务占全部债务的 71.66%，现金类资产对短期债务覆盖倍数低。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	水泥企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	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

本次评级打分表及结果

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	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			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

主要财务数据

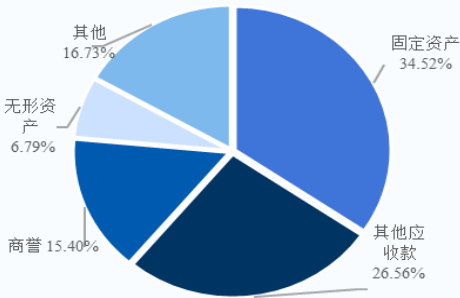
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	6.21	5.30	6.94
资产总额（亿元）	544.02	399.43	352.28
所有者权益（亿元）	182.03	184.02	181.87
短期债务（亿元）	104.92	107.19	94.43
长期债务（亿元）	40.68	20.11	37.34
全部债务（亿元）	145.61	127.29	131.77
营业总收入（亿元）	225.08	111.04	18.12
利润总额（亿元）	-12.90	6.73	-2.64
EBITDA（亿元）	25.05	23.40	--
经营性净现金流（亿元）	11.72	7.05	-0.40
营业利润率（%）	8.47	14.31	2.55
净资产收益率（%）	-6.03	2.84	--
资产负债率（%）	66.54	53.93	48.37
全部债务资本化比率（%）	44.44	40.89	42.01
流动比率（%）	84.90	67.26	60.21
经营现金流动负债比（%）	3.70	3.70	--
现金短期债务比（倍）	0.06	0.05	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	1.89	4.48	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.81	5.44	--

公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	501.00	319.24	305.61
所有者权益（亿元）	163.88	164.64	164.53
全部债务（亿元）	119.83	99.51	81.53
营业总收入（亿元）	5.61	27.55	5.95
利润总额（亿元）	0.26	3.87	-0.14
资产负债率（%）	67.29	48.43	46.16
全部债务资本化比率（%）	42.24	37.67	33.13
流动比率（%）	121.08	133.06	148.65
经营现金流动负债比（%）	-0.12	-0.14	--

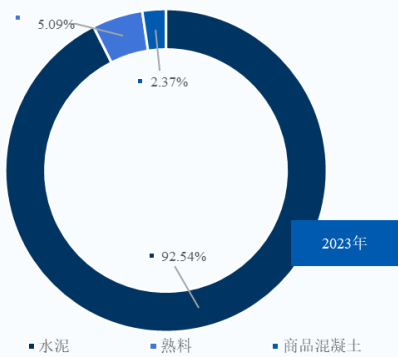
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 报告将合并数据中其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算；4. 2022 年合并报表中原股东拆借款未计入全部债务计算；5. “--”代表指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

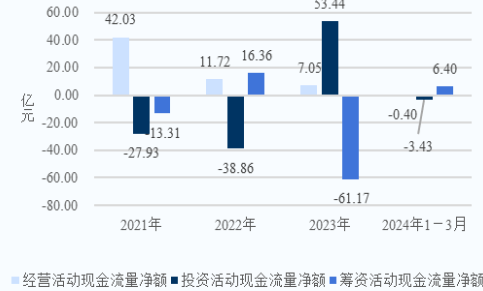
2023 年底公司资产构成



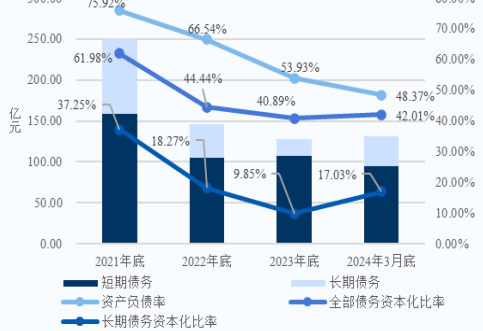
2023 年公司主营业务收入构成



2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流情况



2022—2023 年末及 2024 年 1—3 月末公司债务情况



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	特殊条款
21 西南水泥 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/08/23	--
21 西南 02	6.00 亿元	6.00 亿元	2026/04/22	--

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
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 西南水泥 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/19	蒋 旭 赵 兮	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	阅读全文
21 西南 02	AAA/稳定	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
21 西南水泥 MTN001	AAA/稳定	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
21 西南 02	AAA/稳定	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：蒋旭 jiangxu@lhratings.com

项目组成员：赵兮 zhaox@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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 2024 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 116.73 亿元，公司股东天山材料股份有限公司（原新疆天山水泥股份有限公司，以下简称“天山股份”）持有公司 100.00% 股权，间接控股股东为中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”），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”）（详见附件 1-1）。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，包含水泥熟料、水泥及其制品、商品混凝土的生产销售等，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为水泥行业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设办公室、党群工作部、人力资源部、财务部等部门（详见附件 1-2）。截至 2023 年底，公司在职工合计 6381 人，较上年底减少 311 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 399.43 亿元，所有者权益 184.02 亿元（含少数股东权益 3.97 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 111.04 亿元，利润总额 6.73 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 352.28 亿元，所有者权益 181.87 亿元（含少数股东权益 3.95 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 18.12 亿元，利润总额-2.64 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 2024 年 5 月 31 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，债券募集资金已全部使用完毕，在付息日均正常付息。

图表 1 • 截至 2024 年 5 月 31 日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限	到期日
21 西南水泥 MTN001	5.00	5.00	2021/08/23	3 年	2024/08/23
21 西南 02	6.00	6.00	2021/04/22	5 年	2026/04/22

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2021 年以来，煤价大幅上涨至历史高位后快速回落至高位震荡，水泥企业生产成本大幅上扬。受此影响，2021 年水泥价格成倒“V”型波动，但 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，水泥销量创 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。在成本端和需求端的双重挤压下，2022 年水泥行业企业经营效益下降明显，2023 年水泥行业部分企业出现亏损。

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，且随着“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，一定程度抑制水泥供给，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《2024 年水泥行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司股权结构、控股股东和实际控制人均未发生变化。企业规模和竞争力方面，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。公司主要经营范围为四川、重庆和陕西汉中，截至 2024 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 6498.00 万吨/年，在四川和重庆市场占有率分别为 27.00%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。资源综合利用方面，目前公司技术装备全部配套了纯低温余热发电项目。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2024 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 2024 年 5 月 12 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。根据公司以往提供的说明，该案件为云南永保特种水泥有限责任公司（以下简称“云南永保”）与谭国仁的股权转让纠纷，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。该案件已终结本次执行（终本时间：2022 年 11 月 29 日）。

（二）管理水平

2023 年董事、监事和高级管理人员未发生变化；公司主要管理制度未发生重大变化。

（三）重大事项

公司股东内部发生业务整合及架构调整，公司于 2022 年末完成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。

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。本次业务调整涉及公司吸收合并以及子公司股权的划出与转让。

2023 年 2 月 3 日公司公告已于近期完成对西川西南水泥有限公司（以下简称“西川西南”）、重庆中建材新材料有限公司（以下简称“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有限公司（现已更名为云南天山水泥有限公司）（以下简称“云南西南”）、贵州西南水泥有限公司（现已更名为贵州天山水泥有限公司）（以下简称“贵州西南”）、嘉华特种水泥股份有限公司（以下简称“嘉华特种水泥”）和攀枝花攀煤水泥制品有限公司 4 家主体划出股权的工商变更登记，完成对中材汉江水泥股份有限公司、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，具体情况如下图表 2 和图表 3 所示：

图表 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：公司提供，联合资信整理

图表 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	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

（四）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，受水泥行业景气度下降以及剥离资产影响，公司营业总收入同比下降。随着云南西南、贵州西南等经营状况较差资产的剥离并伴随煤炭价格下降，公司综合毛利率有所提升。2024 年一季度，公司营业总收入和毛利率同比均有下降。

公司是中建材股份旗下水泥板块的企业，主要在川渝区域从事水泥的生产和销售业务，2023 年，公司经营区域新增²陕西汉中区域；此外，公司还有少量商品混凝土业务。

2023 年，受水泥市场景气度低迷及公司剥离云南西南、贵州西南和嘉华特种水泥等综合影响，公司营业总收入同比下降 50.67%。分板块来看，水泥和熟料业务一直是公司主要收入来源，2023 年合计收入在主营业务收入中占比在 97%以上。从毛利率来看，2023 年受公司剥离云南西南和贵州西南等亏损经营主体以及煤炭采购价格的下降影响，公司水泥毛利率有所提升；公司熟料毛利率和商品混凝土业务毛利率水平同比分别下降 4.80 个百分点和 0.93 个百分点，其中熟料毛利率下降至很低水平主要系熟料以内销为主、外销占比较小，外销定价时主要从市场协同角度考虑，售价较低所致。综上，公司综合毛利率同比增长 5.49 个百分点。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 31.11%，同时综合毛利率同比下降至 4.43%，主要系市场整体行情相比较去年同期有所下滑，市场价格处于低位运行，且市场需求不足所致。

图表 4 • 2021—2023 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	254.31	98.35%	19.71%	198.80	91.38%	8.79%	97.81	92.54%	15.05%
熟料	4.08	1.58%	10.81%	12.35	5.68%	7.40%	5.38	5.09%	2.60%
商品混凝土	0.19	0.07%	37.18%	6.41	2.95%	17.45%	2.50	2.37%	16.52%
合计	258.58	100.00%	19.59%	217.56	100.00%	8.96%	105.69	100.00%	14.45%

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
 资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

（1）生产经营

公司完成业务重组后产能规模大幅下降。随着云南西南、贵州西南等经营状况较差资产的剥离，2023 年，公司主要产品水泥

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 资产重组，股东无偿划入。

和熟料产能利用率均有回升。但 2024 年一季度，公司产能利用率同比下降至低水平。

截至 2024 年 3 月底，公司共拥有 46 条水泥生产线和 8 个粉磨站，其中 5000t/d 水泥熟料生产线 10 条，4000t/d~4500t/d 水泥熟料生产线 1 条，3000t/d~3600t/d 水泥熟料生产线 8 条，2500t/d~2800t/d 水泥熟料生产线 25 条，2500t/d 以下的水泥熟料生产线数量 2 条。2023 年，由于下游需求下降、区域产能过剩公司自主压降产量、错峰停产³以及剥离云南西南、贵州西南等影响，公司水泥和熟料产量均持续下降，但产能利用率有所回升。2024 年一季度，受市场需求疲软影响，公司水泥及熟料产能利用率同比进一步下降至较低水平。公司商品混凝土产能规模较小，产能利用率下降至很低水平。

图表 5 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司产能产量情况（单位：万吨、万立方米）

项目	2022 年			2023 年			2024 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	6337.15	48.77%	6498.00	3498.74	53.85%	6498.00	671.24	41.31%
熟料	9644.10	5284.25	54.79%	4290.50	2849.05	66.40%	4290.50	533.45	49.69%
商品混凝土	685.00	241.37	35.24%	518.00	72.00	13.90%	518.00	15.57	12.36%

注：2024 年 1—3 月产能利用率已年化

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）原材料采购

2023 年，公司煤炭和石灰石采购价格同比均有下降，煤炭价格的对公司生产成本控制影响较大；公司石灰石自给率有待提高。2024 年一季度，公司煤炭采购价格较 2023 年底进一步下降，预计未来一段时期，煤炭价格有望继续下降，但相比 2021 年之前价格依然高企，公司仍面临一定的成本控制压力。

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，公司生产成本中煤炭、石灰石和电力约分别占 40.00%、10.00%和 30.00%。2023 年，由于公司水泥产量下降，各类原材料采购量均随之下降。

煤炭采购方面，公司采购方式综合就地采购和大型煤炭供应商直供两种方式。公司与大型煤炭供应商签订直供的长期战略合作关系，煤炭直供比例（2023 年约 95%）不断提升。2023 年公司主要的煤炭供应商包括陕西秦陇煤炭运销有限公司、陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司彬长分公司、新疆能源（集团）产业链有限责任公司（以下简称“新疆能源”）、华能庆阳煤电有限责任公司等，前五大原材料供应商集中度在 78.43%左右。2023 年，煤炭采购均价同比下降 163.25 元/吨，主要系在国家电煤保供全覆盖以及煤炭整体需求下降的影响下，煤炭价格高位震荡下行以及公司为降低煤炭采购成本扩大新疆能源的煤炭采购量导致；2024 年一季度，受煤炭市场价格下跌影响，煤炭采购价格随之下降；但相较于 2021 年及以前公司煤炭采购成本仍属高位，对公司生产成本控制造成一定压力。

石灰石采购方面，2023 年的石灰石自给率为 70.63%，较 2022 年略有提升，基本保证了原材料的稳定供应，截至 2023 年末，公司石灰石储量 17.18 亿吨，可采年限约 37 年；公司 4 个主要在建项目中石灰石矿山项目 3 个，设计储量 4.76 亿吨，预计投产后，公司石灰石自给率将进一步提升。2023 年，公司外购石灰石采购均价同比下降 3.48 元/吨，主要系石灰石市场价格受环境治理因素及供应量波动影响所致。2024 年一季度公司煤炭和石灰石采购均价同比分别下降 28.21%和 24.15%。

图表 6 • 公司原材料采购及采购价格（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
煤炭	采购量	729.49	377.67	60.67
	采购均价	1168.11	1004.86	834.53
石灰石	采购量	6991.51	4262.94	838.49
	采购均价	24.03	20.55	19.85

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，联合资信整理

电力采购方面，2023 年公司电力主要供应商为国网四川省电力有限公司和四川能投电能有限公司。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。2023 年，公司外购电量较 2022 年减少 11.64 亿度，电价较 2022 年下降 4.08%；公司余热发电成本较 2022 年下降 0.02 元/度，仍低于外购电成本。

³ 近年来，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 100~163 天左右。

图表 7 • 公司电力采购情况

项目	2022 年	2023 年
外购电力（单位：亿度）	38.00	26.36
综合电价（元/度）	0.49	0.47
余热发电占比	29.00%	29.70%
平均每吨熟料发电量（度）	28.00	29.42
余热发电成本（元/度）	0.19	0.17

资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）产品销售

2023 年，公司在川渝地区市场占有率仍保持在领先地位，但受水泥行业下游需求不足影响，公司水泥产品销量和水泥销售均价均有下降。未来一段时期，预计房地产市场景气度仍较低、基建增速较为稳定，公司水泥产能利用率预计仍将处于低位。

2023 年，公司水泥销售总量和熟料销售总量均继续下降；随着生产成本波动、市场需求疲弱、竞争激烈等因素影响，水泥和熟料的销售均价均随之下降。2024 年一季度，受煤炭采购均价下降的影响，公司生产成本下降，同时需求端疲软，公司水泥和熟料销售均价同比均下降。

图表 8 • 公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
水泥	销售量	6294.43	3482.46	667.38
	销售均价	315.83	280.86	237.33
熟料	销售量	411.72	211.96	32.72
	销售均价	299.86	253.72	213.50

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，联合资信

在加大环境治理力度背景下，2023 年，公司凭借规模、布局、营销管理和环保优势，在各个区域市场占有率变化均不大。2024 年一季度，公司在川渝区域的占有率均排名第一，仍处于领先地位。

图表 9 • 公司水泥各区域产能和市场占有率

项目	2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	产能占有率	市场占有率	产能占有率	市场占有率	产能占有率	市场占有率
四川	23.10%	22.50%	28.14%	26.45%	28.14%	27.00%
重庆	20.00%	20.10%	17.00%	13.92%	17.00%	15.00%
陕西汉中（2023 年新增）	--	--	--	19.00%	--	20.00%
贵州	25.20%	24.70%	--	--	--	--
云南	18.31%	18.10%	--	--	--	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司水泥主要在西南地区销售，2023 年以来，公司销售额中四川区域和重庆区域水泥销售占比在总销售额中超过 98%，集中度高。分区域来看，2023 年，四川区域销量下降，主要系四川省内德会高速、绵广高速、绵苍巴高速、两河口电站等重点工程项目临近完工，民用需求持续下滑双重影响所致；重庆区域销量增长，主要系重庆新增西渝高铁、渝万高铁、成达万铁路、成渝中线高铁等重点工程所致。从销售均价看，2023 年，四川区域和重庆区域价格同比分别下降 47.86 元/吨和 42.05 元/吨，公司利润空间持续承压。2024 年一季度，公司在四川区域销量和销售均价同比均下降，重庆区域销售均价有所下降。

图表 10 • 公司水泥销售情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

项目	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	销量	销售额	平均销售单价	销量	销售额	平均销售单价	销量	销售额	平均销售单价
四川	2824.02	94.99	336.36	2400.64	69.26	288.50	447.62	10.76	240.28
重庆	904.75	27.55	304.48	1026.78	26.95	262.43	209.57	4.80	229.17
陕西汉中	70.11	2.48	353.74	55.04	1.60	291.36	10.19	0.28	275.54
贵州	1431.70	42.19	294.71	--	--	--	--	--	--
云南	1063.86	31.59	296.93	--	--	--	--	--	--

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，联合资信整理

公司销售渠道主要有重点工程、民用市场、搅拌站等。2023 年，公司在民用市场的销量占比下降，重点工程销量占比略有下降但重点工程中标率仍相对保持高水平，预计销量将在未来两年内逐步释放。

图表 11 • 公司销售渠道占比情况

项目	2022 年	2023 年
重点工程	23.70%	22.90%
民用市场	51.56%	37.80%
搅拌站（含预制板）	24.74%	39.30%

资料来源：公司提供，联合资信整理

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

（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2024年3月底，公司主要在建项目已投资16.91亿元，待投资规模17.45亿元，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。

图表 12 • 截至 2024 年 3 月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	计划建设时间
1	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	1.17	1~2 年
2	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	12.46	1~2 年
3	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	1.96	1~2 年
4	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	1~2 年
合计		34.36	--	10.50	16.91	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

2 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等。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。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。

（五）财务方面

公司提供了 2023 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 2024 年一季度财务报表未经审计。

1 主要财务数据变化

截至 2023 年末，受其他应收、其他应付中三方债权债务抵消转让影响，公司资产规模下降，以固定资产为主，符合水泥行业一般特征；公司商誉占比较高，受行业上下游不利环境影响，未来公司仍面临一定的商誉减值风险。截至 2023 年末，公司有息债务继续下降，但短期债务占比高，债务结构有待改善，公司面临一定短期集中兑付压力。2023 年公司在剥离亏损资产后盈利能力有所提升，但 2024 年一季度，公司发生阶段性亏损。2023 年，公司经营活动现金流净额持续净流出，随着公司产能置换项目推进以及存量债务到期偿还，公司仍存在较大的外部融资需求。

资产方面，公司其他应收款主要系原全资子公司云南西南、贵州西南借公司的拆借款，公司因联合重组和经营生产需要，借原股东中建材股份（现为间接股东）及股东天山股份的借款（挂账“其他应付款”科目），上述三方⁴债权债务已于 2023 年 4 月完成抵消转让，截至 2023 年底，公司其他应收款主要为应收天山股份的资金拆借款；公司固定资产规模下降，主要系累计折旧所致，截至 2023 年底，公司固定资产成新率 51.25%，成新率较低；公司在建工程主要为在建的石灰石矿山项目以及生产线搬迁技改项目等；公司无形资产主要为土地使用权和采矿权等，2023 年末无形资产较上年底增长 8.94%，主要系采矿权增加所致；公司商誉主要为在联合重组过程中收购的水泥子公司股权溢价而形成，若收购的子公司经营不善，未来仍存在减值可能。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较上年底下降 11.80%，主要系其他应收款中与天山股份往来款减少所致；受此影响，公司流动资产占比由上年底的 32.07%下降至 21.94%。截至 2023 年底，公司受限资产合计 1.84 亿元（货币资金 0.87 亿元、固定资产 0.97 亿元），受限资产占资产总额的比例为 0.46%，受限比例很低。

图表 13 • 公司主要资产数据（单位：亿元）

科目	2022 年		2023 年		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
货币资金	4.94	0.91%	4.41	1.10%	6.88	1.95%
其他应收款（合计）	239.10	43.95%	106.09	26.56%	52.11	14.79%
固定资产（合计）	146.28	26.89%	137.89	34.52%	137.27	38.97%
在建工程（合计）	22.82	4.20%	22.50	5.63%	25.38	7.20%
无形资产	24.90	4.58%	27.12	6.79%	27.47	7.80%
商誉	61.80	11.36%	61.51	15.40%	61.51	17.46%
资产总额	544.02	100.00%	399.43	100.00%	352.28	100.00%

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 占比为各科目在资产总额中占比
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

所有者权益方面，截至 2023 年底，公司所有者权益 184.02 亿元，较上年底增长 1.09%。其中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 63.43%、1.20%、5.75%和 27.45%。所有者权益结构稳定性较高。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

负债方面，公司负债主要由其他应付款（合计）以及有息负债构成。公司其他应付款主要为资金拆借款以及应付保证金及押金，截至 2023 年 4 月，公司应付原股东中建材股份的借款已全部偿还。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 20.89%，主要系其他应付款（合计）中与股东天山股份往来款减少所致，此外，公司偿还了部分借款；公司负债结构中，流动负债占 75.33%，非流动负债占 24.67%，流动负债占比下降。

⁴ 指云南西南、贵州西南和中建材股份。

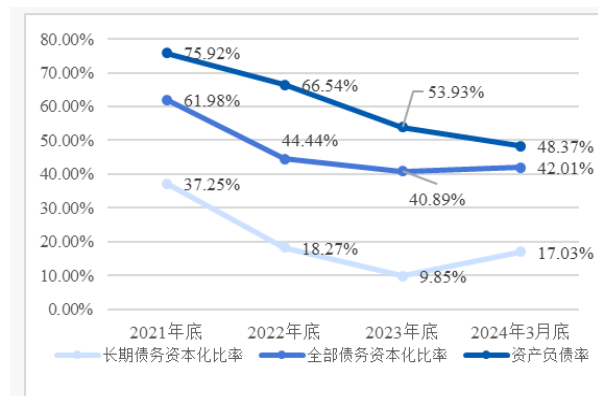
图表 14 • 公司主要负债及所有者权益数据（单位：亿元）

科目	2022 年		2023 年		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	55.44	15.32%	57.25	26.58%	47.19	27.69%
应付账款	17.58	4.86%	18.46	8.57%	15.73	9.23%
其他应付款（合计）	189.33	52.30%	60.93	28.28%	14.31	8.40%
一年内到期的非流动负债	23.12	6.39%	29.69	13.78%	7.54	4.43%
其他流动负债	20.39	5.63%	20.35	9.45%	39.85	23.39%
长期借款	15.27	4.22%	14.11	6.55%	31.21	18.31%
负债总额	361.98	100.00%	215.41	100.00%	170.40	100.00%
归属于母公司所有者权益合计	178.11	97.84%	180.05	97.84%	177.93	97.83%
少数股东权益	3.93	2.16%	3.97	2.16%	3.95	2.17%
所有者权益总额	182.03	100.00%	184.02	100.00%	181.87	100.00%

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 负债科目占比为各科目在负债总额中占比
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

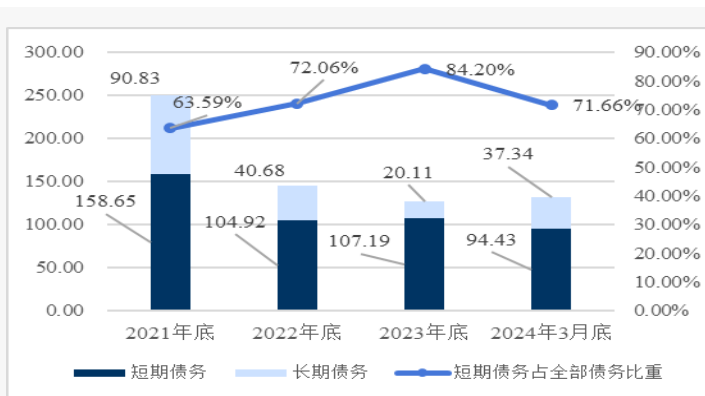
债务方面，随着盈利能力较差的资产剥离，公司债务规模下降。截至 2023 年底，公司全部债务 127.29 亿元，较上年底下降 12.58%，短期债务占 84.20%，长期债务占 15.80%，短期债务占比高，现金短期债务比为 0.05 倍，公司存在短期集中偿付压力。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 131.77 亿元，较上年底增长 3.52%。短期债务占比下降至 71.66%，但在债务结构中占比仍较高。从债务指标来看，截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降 5.56 个百分点、上升 1.12 个百分点和上升 7.18 个百分点。截至 2024 年 3 月底，公司短期债务 94.43 亿元，公司仍存在集中偿付压力，但考虑到公司股东背景以及融资渠道较畅通，其偿债压力可控。

图表 15 • 公司杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 16 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，营业总收入情况分析见上文经营部分，2023 年，公司在剥离亏损资产后，利润总额扭亏并实现盈利 6.73 亿元。2023 年，公司营业利润率为 14.31%；期间费用以管理费用和研发费用为主，公司期间费用控制能力一般；公司其他收益同比下降 33.59%，主要为资源综合利用增值税即征即退，对利润有一定影响，具备可持续性。2024 年 1—3 月，公司营业总收入分析见上文经营部分，公司出现阶段性亏损，利润总额为-2.64 亿元，同比亏损扩大 1.41 亿元。

盈利指标方面，2023 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别提高 2.59 个百分点和 8.88 个百分点。公司各盈利指标表现尚可。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	225.08	111.04	18.12
营业成本	202.11	93.29	17.31
期间费用	32.79	10.93	3.58

其他收益	1.95	1.30	0.23
营业外收入	0.48	0.84	0.26
利润总额	-12.90	6.73	-2.64
营业利润率	8.47%	14.31%	2.55%
总资本收益率	0.69%	3.28%	--
净资产收益率	-6.03%	2.84%	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

现金流方面，2023 年，公司经营活动现金流持续净流入，公司现金收入比为 105.39%，整体收入实现质量较好。受主要系处置云南西南、贵州西南等收到的股权处置款增加影响，本期投资活动现金流呈净流入状态。公司仍保持较大规模对外融资需求，但本期公司支付其他与筹资活动有关的现金大幅增加至 160.15⁵亿元导致 2023 年筹资活动现金净额由净流入转为大额净流出。2024 年一季度，公司经营活动现金净额和投资活动现金净额规模均不大，筹资活动保持净流入。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	241.31	122.95	23.65
经营活动现金流出小计	229.59	115.90	24.05
经营活动现金流量净额	11.72	7.05	-0.40
投资活动现金流入小计	0.44	64.05	0.13
投资活动现金流出小计	39.30	10.60	3.56
投资活动现金流量净额	-38.86	53.44	-3.43
筹资活动前现金流量净额	-27.14	60.50	-3.83
筹资活动现金流入小计	295.57	238.85	54.56
筹资活动现金流出小计	279.21	300.02	48.16
筹资活动现金流量净额	16.36	-61.17	6.40
现金收入比（%）	102.03%	105.39%	128.85%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期债务规模较大，存在一定短期支付压力，但公司经营获现能力较强、未使用授信规模较大，有利于缓解公司短期支付压力；公司长期偿债指标表现一般。

从偿债指标看，受短期债务影响，公司现金类资产远无法覆盖短期债务，公司较依赖于借新还旧。整体看，公司短期偿债指标表现很弱。2023 年，受剥离亏损资产、公司控制成本影响，公司盈利能力有所提升，EBITDA 对利息支出的覆盖程度提升，但长期偿债指标表现一般。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	84.90	67.26	60.21
	速动比率（%）	80.82	62.28	52.48
	经营现金/流动负债（倍）	3.70	3.70	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.11	0.07	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.06	0.05	0.07
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	25.05	23.40	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.81	5.44	--

⁵ 因云贵嘉资产剥离，公司于 2023 年 4 月完成了与原股东中建材股份、云南西南、贵州西南以及嘉华特种水泥的三方债权债务抵消。

经营现金/全部债务（倍）	0.08	0.06	--
EBITDA/利息支出（倍）	1.89	4.48	--
经营现金/利息支出（倍）	0.89	1.35	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“--”表示指标不适用或无意义
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对天山股份体系外的担保余额为 0 亿元，对天山股份体系内（原子公司云南西南、贵州西南等）的担保余额为 19.42 亿元，占期末净资产的 10.68%，存在一定或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司存在 3 起重大未决诉讼，案件主要为公司所收购的公司存在夸大产能、隐瞒债务等违约事项而未支付全部股权转让价款等事项。具体情况如下：

图表 20 • 截至 2024 年 3 月底公司重大未决情况

诉讼（仲裁）基本情况	诉讼（仲裁）审理结果及影响	诉讼（仲裁）判决执行情况
公司全资子公司重庆长寿西南水泥有限公司（以下简称“长寿西南”）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”）的收购案件。	2023 年 9 月 21 日，最高人民法院作出二审判决：驳回上诉，维持原判。2024 年 1 月 8 日，长寿西南与重钢集团签订《和解协议》，约定了重钢集团还款金额、期限等内容。	截止 2024 年 1 月 12 日，重钢集团已履行还款义务 2.51 元。
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的相关案件。	2016 年 6 月 23 日最高人民法院（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 2024 年 3 月 31 日，本公司尚未追回的执行款 0.52 亿元。
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”）100.00%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。	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。	目前云南永保已向最高人民法院提起上诉。

资料来源：公司提供，联合资信整理

授信方面，截至 2023 年底，公司共计获得银行和金融机构等授信额度合计 175.00 亿元，剩余授信额度 101.13 亿元，公司间接融资渠道畅通，授信充足。

3 公司本部主要变化情况

公司本部口径债务负担处于可控水平，但公司本部货币资金较小，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。

公司本部承担部分经营与主要融资职能，截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 79.92%，债务规模占合并口径的 78.17%，营业总收入占合并口径的 24.81%。公司本部对子公司控制力强。截至 2023 年底，公司本部货币资金 3.44 亿元，较上年底下降 13.57%，对短期债务的覆盖程度较低；公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 48.43%和 37.67%，尚属可控范围。

（六）ESG 方面

公司较为注重安全生产与环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现一般，对其持续经营影响较小。

环境方面，作为水泥制造类企业，公司在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。公司未编制 ESG 报告，未设立 ESG 相关组织，公司跟随股东天山股份的战略脚步，落实环境保护及低碳要求，根据天山股份发布的《2023 年社会责任报告》：天山股份为应对气候变化带来的风险与机遇，减少业务活动对环境造成的不良影响，不断优化资源利用效率，持续开展生物多样性保护工作，努力实现经济发展与环境保护间的动态平衡。此外，天山股份努力减少生产经营环节对传统能源的依赖，打造循环经济产业链，持续推出低碳产品。天山股份推进所属公司 ISO14001 环境管理体系认证和绿色低碳企业认证，截至 2023 年末，天山股份各所属在营企业均已获得 ISO14001 环境管理体系认证，覆盖率达 100%。公司内部编制了《西南水泥有限公司生态环境保护管理制度汇编》，完善涉及环境保护和节能减排的管理制度和体系。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人，2023 年员工人数 6381 人，公司构建了人才培养机制，员工沟通渠道较畅通。公司在安全生产及环境保护方面，2023 年环保投入 1.88 亿元。2023 年，公司未发生安全责任事故。公司未发生重大安全生产事故。公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，慈善捐赠 477 万元。

公司治理方面，公司建立健全的董事会和高管等内部治理架构，公司管理体制完善、管理水平较高。

七、外部支持

1 支持能力

公司股东实力强，在西南区域战略地位突出。

公司是间接股东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，是控股股东天山股份在川渝地区水泥产业的投资发展平台。公司获得天山股份在资本金注入、渠道共享、集采制度等方面以及天山股份在人员配置等方面强有力的外部支持。

2 支持可能性

公司作为川渝区域龙头的水泥生产企业，公司在股东支持、税收优惠等方面获得较大外部支持。

资本金支持方面，公司注册资金全部由股东天山股份出资且已全部实缴到位，为公司持续发展提供了资本金支持。

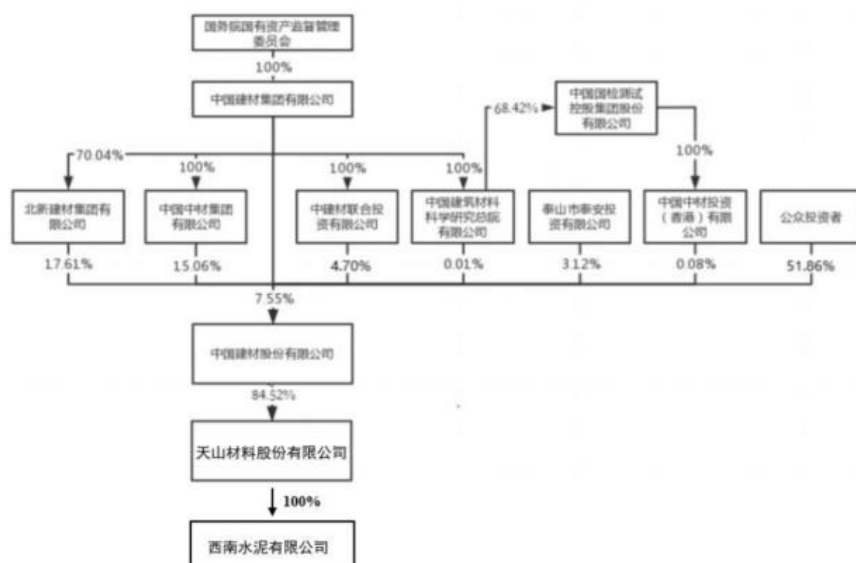
税收优惠方面，2023 年，公司所获增值税退税金额为 1.00 亿元。截至 2023 年底，公司旗下共有 43 家成员企业享受资源综合利用的增值税退税 70% 的优惠政策。2023 年，公司获得的政府补助收入⁶为 1.31 亿元。

八、跟踪评级结论

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

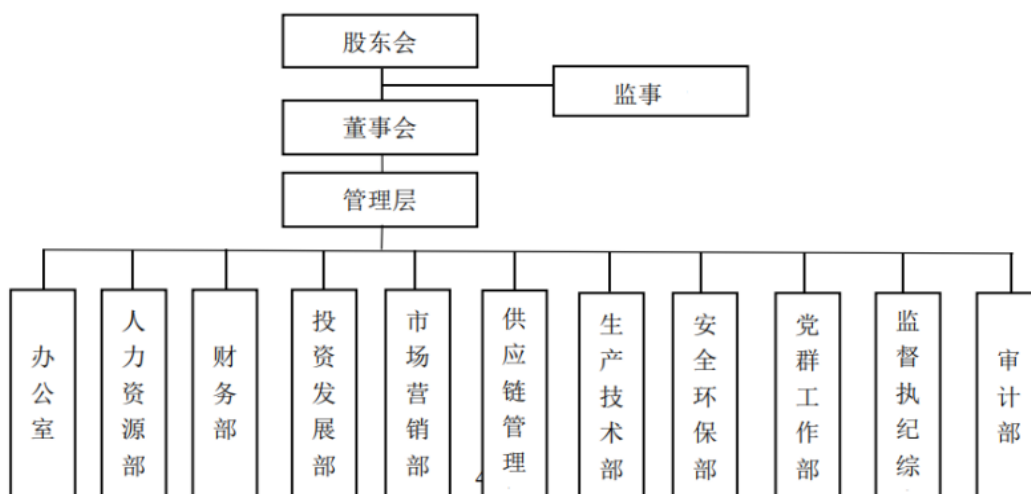
⁶ 主要为资源综合利用退税、重点引资企业项目发展扶持奖励、工业发展资金、就业稳岗补贴等

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
四川德胜集团水泥有限公司	17500.00	水泥、熟料制造销售	90.00%	90.00%	购买
四川利森建材集团有限公司	116739.02	水泥、熟料制造销售	100.00%	100.00%	购买
四川峨眉山西南水泥有限公司	25475.05	水泥、熟料制造销售	100.00%	100.00%	购买
四川筠连西南水泥有限公司	17703.75	水泥、熟料制造销售	100.00%	100.00%	购买
重庆铜梁西南水泥有限公司	30000.00	水泥、熟料制造销售	100.00%	100.00%	购买
北川中联水泥有限公司	25000.00	水泥、熟料制造销售	80.00%	80.00%	购买
安县中联水泥有限公司	25000.00	水泥、熟料制造销售	80.00%	80.00%	购买
四川国大水泥有限公司	27200.00	水泥、熟料制造销售	100.00%	100.00%	购买

资料来源：公司提供，联合资信整理

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.90	6.21	5.30	6.94
应收账款（亿元）	5.33	4.98	4.35	4.68
其他应收款（亿元）	15.17	238.82	106.09	52.11
存货（亿元）	24.65	12.95	9.50	9.92
长期股权投资（亿元）	14.83	7.61	8.39	8.39
固定资产（亿元）	323.76	146.28	137.89	137.27
在建工程（亿元）	18.63	22.82	22.50	25.38
资产总额（亿元）	635.41	544.02	399.43	352.28
实收资本（亿元）	116.73	116.73	116.73	116.73
少数股东权益（亿元）	7.47	3.93	3.97	3.95
所有者权益（亿元）	153.02	182.03	184.02	181.87
短期债务（亿元）	158.65	104.92	107.19	94.43
长期债务（亿元）	90.83	40.68	20.11	37.34
全部债务（亿元）	249.49	145.61	127.29	131.77
营业总收入（亿元）	264.59	225.08	111.04	18.12
营业成本（亿元）	211.47	202.11	93.29	17.31
其他收益（亿元）	2.18	1.95	1.30	0.23
利润总额（亿元）	4.78	-12.90	6.73	-2.64
EBITDA（亿元）	42.28	25.05	23.40	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	297.39	229.65	117.03	23.34
经营活动现金流入小计（亿元）	301.48	241.31	122.95	23.65
经营活动现金流量净额（亿元）	42.03	11.72	7.05	-0.40
投资活动现金流量净额（亿元）	-27.93	-38.86	53.44	-3.43
筹资活动现金流量净额（亿元）	-13.31	16.36	-61.17	6.40
财务指标				
销售债权周转次数（次）	28.99	31.41	20.34	--
存货周转次数（次）	9.39	10.75	8.31	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.38	0.24	--
现金收入比（%）	112.39	102.03	105.39	128.85
营业利润率（%）	18.93	8.47	14.31	2.55
总资本收益率（%）	3.84	0.69	3.28	--
净资产收益率（%）	0.77	-6.03	2.84	--
长期债务资本化比率（%）	37.25	18.27	9.85	17.03
全部债务资本化比率（%）	61.98	44.44	40.89	42.01
资产负债率（%）	75.92	66.54	53.93	48.37
流动比率（%）	20.16	84.90	67.26	60.21
速动比率（%）	13.73	80.82	62.28	52.48
经营现金流动负债比（%）	10.97	3.70	3.70	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.06	0.05	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	1.89	4.48	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.90	5.81	5.44	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化；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；3. 报告将合并数据中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. 2021—2022 年合并报表中股东拆借款未计入全部债务计算；5. “--”代表指标不适用

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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.01	3.99	3.44	5.62
应收账款（亿元）	3.19	5.08	1.09	3.86
其他应收款（合计）（亿元）	282.52	345.27	178.48	153.77
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	133.25	140.01	133.69	139.14
固定资产（合计）（亿元）	1.32	1.44	1.38	1.30
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	420.49	501.00	319.24	305.61
实收资本（亿元）	116.73	116.73	116.73	116.73
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	138.47	163.88	164.64	164.53
短期债务（亿元）	67.36	79.56	83.26	51.55
长期债务（亿元）	53.15	40.27	16.26	29.98
全部债务（亿元）	120.51	119.83	99.51	81.53
营业总收入（亿元）	6.22	5.61	27.55	5.95
营业成本（亿元）	4.10	4.94	24.81	5.37
其他收益（亿元）	0.04	0.05	0.01	0.00
利润总额（亿元）	12.82	0.26	3.87	-0.14
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.47	5.38	38.42	12.89
经营活动现金流入小计（亿元）	6.08	5.61	39.09	12.98
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.44	-0.37	-0.19	4.20
投资活动现金流量净额（亿元）	3.10	8.98	66.95	-5.38
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.15	-4.65	-67.30	0.81
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.51	1.35	8.30	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.07	--
现金收入比（%）	87.88	95.96	139.44	216.47
营业利润率（%）	33.49	11.39	9.67	9.59
总资本收益率（%）	9.03	3.33	3.42	--
净资产收益率（%）	9.26	0.16	2.35	--
长期债务资本化比率（%）	27.74	19.72	8.99	15.41
全部债务资本化比率（%）	46.53	42.24	37.67	33.13
资产负债率（%）	67.07	67.29	48.43	46.16
流动比率（%）	124.84	121.08	133.06	148.65
速动比率（%）	124.84	121.08	133.06	148.65
经营现金流动负债比（%）	-0.19	-0.12	-0.14	--
现金短期债务比（倍）	0.00	0.05	0.04	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2023 年前三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 数据无法计算，“--”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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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