

信用评级公告

联合〔2024〕662号

联合资信评估股份有限公司通过对西南水泥有限公司的信用状况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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年一月二十九日

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

西南水泥有限公司 主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2024 年 1 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水泥企业信用评级方法	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

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	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	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

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 年公司完成重大资产重组，重组完成后公司布局区域优化，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、上游煤炭价格大幅上涨导致公司于 2022 年出现利润亏损、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。

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 年前三季度已扭亏为盈。川渝区域基础设施建设投资空间仍较为广阔，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。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。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 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9月底，公司水泥产能6498万吨/年，公司在四川和重庆产能占有率分别为23.50%和21.00%。

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”）为公司股东新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”）的控股股东，实力雄厚。截至 2023 年 9 月底，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。

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：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（项目负责人）

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。2020—2022 年，公司营业收入和毛利率均逐年下降，高位波动的煤炭价格对公司成本控制造成一定压力，公司盈利水平持续下降。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 8.96%，同比下降 10.63 个百分点；此外，房地产板块景气度低迷，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。

3. 短期债务规模较大，债务结构待优化。截至 2023 年 9 月底，公司短期债务占全部债务的 68.42%，现金类资产对短期债务覆盖倍数低。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
现金类资产(亿元)	22.04	21.90	6.21	10.97
资产总额(亿元)	626.82	635.41	544.02	349.38
所有者权益(亿元)	158.33	153.02	182.03	181.02
短期债务(亿元)	133.61	158.65	104.92	86.84
长期债务(亿元)	83.45	90.83	40.68	40.09
全部债务(亿元)	217.06	249.49	145.61	126.93
营业总收入(亿元)	269.09	264.59	225.08	83.96
利润总额(亿元)	14.26	4.78	-12.90	2.93
EBITDA (亿元)	28.92	42.28	25.05	--
经营性净现金流 (亿元)	77.24	42.03	11.72	11.36
营业利润率 (%)	25.03	18.93	8.47	13.69
净资产收益率 (%)	6.41	0.77	-6.03	--
资产负债率 (%)	74.74	75.92	66.54	48.19
全部债务资本化比率 (%)	57.82	61.98	44.44	41.22
流动比率 (%)	19.55	20.16	84.90	67.55
经营现金流动负债比 (%)	20.37	10.97	3.70	--
现金短期债务比 (倍)	0.16	0.14	0.06	0.13
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 (母公司)				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
资产总额 (亿元)	413.92	420.49	501.00	326.55
所有者权益 (亿元)	131.22	138.47	163.88	161.24
全部债务 (亿元)	108.49	120.51	119.83	94.73
营业收入 (亿元)	6.25	6.22	5.61	20.10
利润总额 (亿元)	10.18	12.82	0.26	0.38
资产负债率 (%)	68.30	67.07	67.29	50.62
全部债务资本化比率 (%)	45.26	46.53	42.24	37.01
流动比率 (%)	126.45	124.84	121.08	143.66
经营现金流动负债比 (%)	1.41	-0.19	-0.12	--

注：1. 公司 2023 年前三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；除特别说明外，均指人民币；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，有息债务中不含租赁负债，母公司债务未经调整；4. 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

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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
AAA	稳定	2018/07/11	刘琨轩 付晓林	水泥企业信用评级方法 (2017 年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2014/05/30	姚德平 张 强	水泥行业企业信用分析要点 (2013 年)	阅读全文

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

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、该公司信用等级自 2024 年 1 月 29 日至 2025 年 1 月 28 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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论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。

西南水泥有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

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 2023 年 9 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%，间接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）。

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 9 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 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 9 月底，公司合并资产总额 349.38 亿元，所有者权益 181.02 亿元（含少数股东权益 4.02 亿元）；2023 年 1—9 月，公司实现营业总收入 83.96 亿元，利润总额 2.93 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。

二、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、中央经济工作会议为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力；二季度，宏观政策以贯彻落

实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策；三季度，根据 7 月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。

2023 年前三季度，宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险，国民经济持续恢复向好，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。初步核算，前三季度，国内生产总值 91.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。第三季度国内生产总值同比增长 4.9%。剔除基数因素来看，第三季度 GDP 两年平均增速¹上升至 4.4%，较第二季度提高了 1.1 个百分点。9 月，物价和货币环境明显企稳，消费加速恢复，制造业投资保持强势。后续政策将以落实已出台的调控措施为主，稳中求进。信用环境方面，2023 年前三季度，社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降。

展望 2023 年第四季度，特别国债发行支撑基建投资增速保持高位，汽车消费增速延续上升态势，经济主体信心持续上升，经济增长将延续前三季度较快态势。前三季度 GDP 同比增长 5.2%，有力保障了实现全年 5% 的经济增长目标。据国家统计局测算，第四季度 GDP 同比增长 4.4% 以上即可完成全年经济增长目标。因此，第四季度关键是继续落实已经出台的宏观调控政策，坚持稳中求进工作基调，固本培元；着力促进汽

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，本文使用两年平均增速（几何平均增长率）对部分受基数效应影响较大的指标进行分析，如工业生产、服务消费等相关领域指标。

车消费增速回升，推进高科技制造业投资扩容提效，采取多种手段稳外贸，以“保交楼”为抓手促进房地产相关债务重组。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2023年三季度）》](#)。

三、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”字型波动，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，水泥下游需求疲软，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。

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年三季度水泥行业分析》](#)。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年9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份的比例为100.00%，系公司控股股东，公司间接股东为中建材股份，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，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9月底，公司主要经营范围为四川、重庆和陕西汉中，截至2023年9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，在四川和重庆产能占有率分别为23.50%和21.00%。

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，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2024年1月3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1月11日，公司出现1条被执行记录，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。

五、管理分析

1. 法人治理结构

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、经理层均依法行使职权，各机构独立运作。

公司设股东会，由全体股东组成，为公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

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5名董事组成，全部由天

山股份委派；董事任期三年，任期届满可连选连任。

公司不设监事会，设监事1名，由天山股份委派王俊为公司监事，自2022年6月2日起计算，任期三年。

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、副总经理若干、财务总监1名及总法律顾问1名；总经理和财务总监的候选人由天山股份或公司董事长提名，由公司董事会聘任；公司副总经理及总法律顾问由公司董事会聘任；高级管理人员任期为三年，可连聘连任。

2. 管理水平

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。

企业管理制度方面，公司自成立以来，在行政人事、财务审计、生产技术、物资供应、市场营销、法律合规等方面制定了规章制度，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。

预算管理方面，公司依据《预算管理暂行办法》对企业预算编制、报告及执行工作进行监督和管理。公司和其各区域公司、成员企业成立预算工作领导小组，公司预算工作领导小组组长由公司财务负责人担任，区域公司和成员企业预算工作领导小组组长由各层级总经理（总裁）担任，组织企业预算编制、报告、执行和日常监控工作。

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。

安全生产方面，对公司本级各职能部门、各区域公司及所属成员企业承包和各级员工制定了安全生产目标管理任务，明确年度安全生产

目标管理责任。由公司安委会主任（总裁）与下属公司总经理（安全生产第一责任人）签订《安全生产目标管理责任书》。下属公司依据公司确定的安全生产目标要求，由本企业总经理与各生产部门负责人每年签订安全生产责任书，并层层落实责任至全体员工，明确安全管理要求和目标、落实奖惩与考核措施，以实现总目标。公司积极推进安全标准化工作，目前安全标准化资格等级达标率在95%以上。

六、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四川西南水泥有限公司（以下简称“四川西南”）、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（以下简称“云南西南”）、贵州西南水泥有限公司（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，具体情况如下表1和表2所示：

表 1 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 ²	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 2 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

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自水泥和熟料板块。2020—2022 年，水泥行业景气度下降，加之煤炭价格大幅上涨，公司营业收入及毛利率均持续下降。2023 年前三季度，受公司业务重组影响，营业总收入下降幅度较大，但随着云南西南、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，综合毛利率有所提升。

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；此外，公司还有少量水泥下游商品混凝土业务。公司通过并购整合区域水泥产能，目前区域竞

争格局已相对稳定。2023 年，公司经营区域新增陕西汉中区域。

2020—2022 年，受水泥市场景气度低迷影响，公司营业总收入逐年下降。分板块来看，水泥和熟料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 97% 以上。

从毛利率来看，2020—2022 年，受煤炭价格大幅上涨以及下游房地产行业景气度下行影响，公司水泥业务毛利率逐年下降，熟料毛利率波动下降；公司商品混凝土业务毛利率水平波动下降，其中 2021 年，由于商品混凝土销售价格上涨幅度大于水泥销售价格，其毛利率有所上涨。综上，公司综合毛利率持续下降。

表 3 2020—2022 年及 2023 年 1—9 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—9 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	74.28	92.13	14.63
熟料	12.58	4.78	9.97	4.08	1.58	10.81	12.35	5.68	7.40	4.55	5.65	3.81
商品混凝土	2.75	1.05	32.85	0.19	0.07	37.18	6.41	2.95	17.45	1.79	2.22	19.32
合计	262.85	100.00	26.56	258.58	100.00	19.59	217.56	100.00	8.96	80.62	100.00	14.12

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

2023 年 1—9 月，公司营业总收入同比下降 48.64%，主要系公司剥离云南西南、贵州西南

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。

和嘉华特种水泥所致，同时毛利率同比提升5.21个百分点，主要系原材料煤炭价格下降所致。

2. 水泥板块

(1) 生产经营

2023年公司完成业务重组后产能规模大幅下降。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，2020—2022年，公司主要产品水泥和熟料产能利用率逐年下降。2023年1—9月，公司水泥和熟料产能利用率有所提升。

受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9月底，公司共拥有46条水泥生产线和8个粉磨站，水泥及熟料年产能较2022年底分别下降50.00%和55.51%。

2020—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，公司水泥产量逐年下降，致使水泥产能利用率逐年下降至较低水平；熟料产能小幅增长，但产能利用率逐年下降。2023年前三季度，受经营效率较低的资产划出影响，公司水泥及熟料产能利用率较上年有所提升。

表4 2020—2022年及2023年1—9月公司产能产量情况（单位：万吨、万立方米、%）

项目	2020年			2021年			2022年			2023年1—9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	产能	产量	产能利用率
水泥	12052.40	8696.71	72.16	12995.00	7697.00	59.23	12995.00	6337.15	48.77	6498.00	2555.00	52.43
熟料	8885.90	7331.03	82.50	9644.10	6514.12	67.55	9644.10	5284.25	54.79	4290.50	2136.00	66.38
混凝土	768.00	88.48	11.52	685.00	154.15	22.50	685.00	241.37	35.24	518.00	51.00	13.13

注：2023年1—9月产能利用率已年化

资料来源：公司提供

(2) 原材料采购

2020—2022年，公司煤炭采购价格逐年上升，石灰石采购价格波动上升，对公司生产成本造成一定压力。2023年前三季度，公司煤炭采购价格有所下降但仍处于高位。

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。2020—2022年，公司水泥平均生产成本分别为206.79元/吨、249.08元/吨和288.08元/吨，2022年较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%。

2020—2022年，由于公司水泥产量下降，各类原材料采购量均随之下落；但煤炭采购均价逐年大幅上涨及石灰石采购均价的波动增长，对公司生产成本造成一定压力。

煤炭采购方面，公司采购方式综合就地采购和大型煤炭供应商直供两种方式。公司与大型煤炭供应商签订直供的长期战略合作关系，煤炭直供比例不断提升。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、中建材物资有限公司等，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。2023年前三季度，受煤炭市场价格下跌影响，煤炭采购价格随之下降。

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。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，通过皮带输送机或汽车等运输。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，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。2022年，公司石灰石自给比例约为66.86%，基本保证了原材料的稳定供应。2020—2022年，石灰石采购均价波动上涨，主要系石灰石市场价格受环境治理因素

供应量下降影响有所上升所致；2023 年前三季度采购均价较 2022 年小幅增长。

截至2023年9月底，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 5 2020—2022 年及 2023 年 1—9 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
煤炭	采购量	1002.82	915.31	729.49	282.84
	采购均价	634.10	941.28	1168.11	982.12
石灰石	采购量	9604.68	8737.58	6991.51	2829.36
	采购均价	23.23	24.69	24.03	25.80

注：公司自有矿山开采一般由外方承包，本表数据均按含外包采购口径核算

资料来源：公司提供

煤炭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，公司外购电量较2021年减少11.22亿度，电价较2021年增长19.51%；公司发电成本较2021年相比无变化，仍低于外购电成本。2023年1—9月，公司外购电力13.74亿度；综合电价0.49元/度。2023年1—9月，公司水泥生产总用电量中余热发电占比约为31.00%；平均每吨熟料发电量在29.00度左右，余热发电成本为0.18元/度。

表 6 公司电力采购情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
外购电力 (单位： 亿度)	77.47	49.22	38.00	13.74
综合电价 (元/度)	0.46	0.41	0.49	0.49
余热发电 占比 (%)	29.47	27.49	29.00	31.00
平均每吨 熟料发电 量 (度)	30.00	76.64	28.00	29.00
余热发电 成本 (元/ 度)	0.15	0.19	0.19	0.18

资料来源：公司提供，联合资信整理

(3) 产品销售

2020—2022 年，公司在川渝地区市场占有率保持在领先地位，但受水泥行业下游需求不足影响，公司水泥产品销量持续下降，水泥销售均价持续增长。2023 年前三季度，受煤炭采购均价下降影响，公司水泥产品销售价格随之下降。

2020—2022年，公司水泥销售总量持续下降，熟料销售总量波动下降；随着生产成本提高，水泥和熟料的销售均价均逐年增长。2023年前三季度，受煤炭采购均价下降的影响，公司生产成本下降，导致公司水泥和熟料销售均价均呈下降趋势。

表 7 近年来公司销售情况 (单位：万吨、元/吨)

产品	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
水泥	销售量	8698.12	7657.28	6294.43	2551.00
	销售均价	284.57	313.73	315.83	291.20
熟料	销售量	525.91	540.13	411.72	175.24
	销售均价	239.12	260.71	299.86	259.89

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

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，2020—2022年，公司在各个区域市场占有率变化均不大。2023年前三季度，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和市场占有率 (单位：%)

区域	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
产能占有率				
四川	23.20	23.20	23.10	23.50
云南	17.69	17.80	18.31	--
贵州	25.87	26.00	25.20	--
重庆	20.00	20.00	20.00	21.00
陕西汉中	--	--	--	22.00
市场占有率				
四川	23.20	23.40	22.50	24.20
云南	17.69	17.50	18.10	--
贵州	25.87	25.30	24.70	--
重庆	20.00	20.20	20.10	22.00
陕西汉中	--	--	--	22.00

资料来源：公司提供

2020—2022年，公司水泥主要在西南地区销售。分区域来看，2020—2022年，四川及重庆区域销量均波动下降。从销售均价看，2020—2022年，四川区域价格波动下降，重庆区域价格波动增长。2023年前三季度，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74.01%。

表 9 公司各区域近年来水泥销售情况

水泥		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
销量 (万吨)	四川	3263.99	3366.13	2824.02	1776.68
	云南	1824.88	1453.90	1063.86	--
	贵州	2381.72	2124.28	1431.70	--
	重庆	1227.53	712.97	904.75	730.70
	陕西汉中	--	--	70.11	43.42
销售额 (亿元)	四川	111.91	117.32	94.99	53.02
	云南	46.91	39.61	31.59	--
	贵州	51.93	57.99	42.19	--
	重庆	36.76	39.39	27.55	19.67
	陕西汉中	--	--	2.48	1.32
平均销 售单价 (元/吨)	四川	342.87	348.53	336.36	298.40
	云南	257.06	272.44	296.93	--
	贵州	218.06	272.99	294.71	--
	重庆	299.48	314.36	304.48	269.18
	陕西汉中	--	--	353.74	303.21

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比51.56%；对搅拌站的销售量占比24.74%（含预制板）。2023年1—9月，公司对重点工程的销售量占比为25.12%；对民用市场的销售量占比55.43%；对搅拌站的销售量占比19.45%（含预制板）。

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2023年9月底，公司在建项目³已投资15.28亿元，待投资规模19.08亿元，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。

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》，该项目预计于2024年11月正式投入生产运营。

四川德胜集团水泥有限公司（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。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。项目预计2024年3月开始开工建设。

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。项目预计2024年8月开始开工建设。

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

³ 截至2023年9月底，巴塘卓帆水泥有限责任公司2500t/d熟料

生产线项目由于环保政策制约等原因已停建，因此未计入表中。

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2024年6月开

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 10 截至 2023 年 9 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	0.74	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	11.66	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	1.55	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	15.28	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

3. 经营效率

公司经营效率处于行业一般水平。

2020—2022年，公司销售债权周转次数和存货周转次数均持续增长；总资产周转次数持续下降。公司区域行业地位高，同行业对比企业混凝土业务占比存在差异，公司主营业务中混凝土业务占比不高导致公司应收账款周转次数显著高于同行业对比企业，存货周转次数高于同行业对比企业，但总资产周转次数表现一般。综合看，公司整体经营效率处于同行业一般水平。

表 11 公司及同行业企业 2022 年主要经营效率指标

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
南方水泥	15.28	5.24	0.72
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，“南方水泥”为南方水泥有限公司的简称

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 未来发展

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

未来，公司计划继续巩固川渝地区最大的

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”。

八、财务分析

1. 财务概况

天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)成都分所对公司2020—2021年财务报表进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；大华会

计师事务所(特殊普通合伙)对公司2022年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2023年1—9月财务报表未经审计。

2. 资产质量

2020—2022年末，公司资产规模波动下降，以固定资产为主，符合水泥行业一般特征；其中2022年，受云南西南、贵州西南和嘉华特种水泥股权划转影响，公司资产规模下降；此外，公司商誉占比较高且有继续减值风险。

2020—2022年末，公司资产规模波动下降。2022年受资产划出影响，公司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 9 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 9 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	83.81	23.99
货币资金	17.51	2.79	18.54	2.92	4.94	0.91	8.82	2.53
其他应收款(合计)	14.45	2.30	15.17	2.39	239.10	43.95	49.72	14.23
非流动资产	552.70	88.18	558.16	87.84	274.96	50.54	265.57	76.01
固定资产(合计)	301.06	48.03	323.76	50.95	146.28	26.89	138.41	39.62
无形资产	43.50	6.94	49.09	7.73	24.90	4.58	35.89	10.27
商誉	141.69	22.60	132.23	20.81	61.80	11.36	61.51	17.61
资产总额	626.82	100.00	635.41	100.00	544.02	100.00	349.38	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

公司主要资产构成如表12所示。2020—2022年末，公司货币资金波动下降，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；公司其他应收款(合计)主要为资金拆借款和股权转让款，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股份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(62.01亿元，占比25.96%)增加所致，公司其他应收款账龄整体较长，1年以内占12.71%，3年以上占60.81%，

2022年公司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占其他应收款(合计)的比例为95.54%，集中度高。

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

(2) 非流动资产

公司固定资产波动下降, 2022年底, 公司固定资产(合计)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股份所致, 固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成, 累计计提折旧116.93亿元; 固定资产成新率72.70%, 成新率一般; 公司无形资产主要由土地使用权(占69.54%)和非专利技术(29.92%)构成, 2022年累计摊销11.91亿元, 计提减值准备0.33亿元; 公司商誉是在联合重组过程中收购子公司股权溢价而形成, 公司商誉逐年下降, 截至2022年底, 公司商誉较上年底下降53.27%, 主要系公司业务整合将部分子公司划转至股东天山股份所致, 公司累计计提商誉减值准备4.79亿元, 公司商誉规模大, 在资产总额中占比较高, 受下游需求下降及生产成本增长影响, 公司收购的子公司盈利情况或会出现下降, 存在持续计提商誉减值风险。

截至2023年9月底, 公司所有权受到限制的资产占资产总额的0.33%, 受限比例很低。

表 14 截至 2023 年 9 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	0.81	0.23	银行承兑汇票等业务保证金等
固定资产	0.33	0.09	融资租赁租入资产
合计	1.14	0.33	--

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

截至2023年9月底, 公司合并资产总额349.38亿元, 较上年底下降35.78%, 主要受其他应收款(合计)下降影响。公司其他应收款(合计)较上年底大幅下降79.21%, 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), 上述三方债权债务已于2023年4月完成抵消转让所致。公司在建工程较上年底下降56.13%, 主要系未取得证件前的四川德胜矿山权预付款暂计入在建工程, 2023年9月四川德胜水泥矿山权证办理完成, 由在建工程转入无形资产所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2020-2022年末, 公司所有者权益规模小幅波动增长, 整体结构稳定性保持良好。截至2023年9月底, 公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

2020-2022年末, 公司所有者权益波动增长。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%, 主要系历年利润累计所致。所有者权益结构稳定性较高。

截至2023年9月底, 公司所有者权益181.02亿元, 规模和结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2020-2022年末, 公司负债规模波动下降, 以流动负债为主; 公司有息债务波动下降, 短期债务占比高, 债务结构有待改善, 公司将在2024年面临一定集中兑付压力。

2020-2022年末, 公司负债规模波动下降, 公司负债以流动负债为主, 流动负债占比上升较快。

表 15 2020-2022 年末及 2023 年 9 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 9 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	124.07	73.70
短期借款	103.23	22.03	84.74	17.57	55.44	15.32	50.39	29.93
应付账款	43.01	9.18	37.22	7.72	17.58	4.86	18.29	10.86

其他应付款（合计）	189.94	40.54	173.60	35.99	189.33	52.30	13.93	8.27
一年内到期的非流动负债	4.65	0.99	43.56	9.03	23.12	6.39	13.93	8.27
其他流动负债	1.09	0.23	1.97	0.41	20.39	5.63	22.27	13.23
非流动负债	89.32	19.07	99.29	20.58	45.09	12.46	44.28	26.30
长期借款	26.50	5.66	33.70	6.99	15.27	4.22	14.34	8.52
负债总额	468.49	100.00	482.39	100.00	361.98	100.00	168.36	100.00

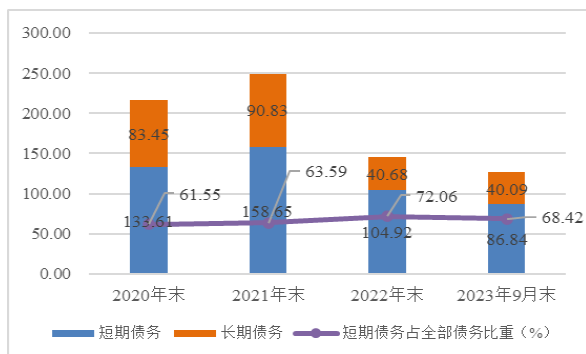
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

公司主要负债构成如表15所示。公司短期借款主要为信用借款，截至2022年底，公司短期借款较上年底下降34.58%，主要系部分子公司划转至天山股份，公司信用借款减少所致；公司应付账款受产量下降、原材料采购的减少而逐年下降；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中建材股份的资金拆借款（有息部分）150.00亿元，占比为79.68%；公司一年内到期的非流动负债主要受借款和应付债券波动影响；公司其他流动负债逐年增长，主要受公司发行超短期融资券影响。

公司长期借款主要为信用借款，2022年公司利率区间为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。

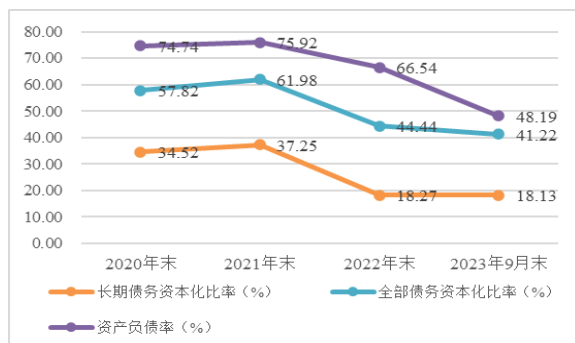
截至2023年9月底，公司负债总额168.36亿元，较上年底下降53.49%；其他应付款（合计）较上年底下降92.64%，主要系归还借原股东中建材股份（现为间接股东）及股东天山股份的借款所致；一年内到期的非流动负债下降39.74%，主要系偿还部分借款所致。

图1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

图2 公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

有息债务方面，2020—2022年末，公司全部债务波动下降，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%，公司以短期债务为主，债务结构有待优化；2020—2022年末，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均波动下降。截至2022年末，公司债务负担有所下降。

截至2023年9月底，公司全部债务较上年底下降12.83%，其中短期债务占比略有下降；公司主要债务指标较上年底均有下降，债务负担减轻。

从期限分布来看，公司未来一年内面临一定偿债压力。

表16 截至2023年9月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	合计
短期借款	50.39	--	--	50.39
应付票据	0.25	--	--	0.25
一年内到期的非流动负债	13.93	--	--	13.93
其他流动负债	22.27	--	--	22.27
长期借款	--	11.59	2.75	14.34
应付债券	19.31	--	6.00	25.31

长期应付款	0.42	--	--	0.42
合计	106.57	11.59	8.75	126.91

注：1. 尾差主要系四舍五入所致；2. 未包含租赁负债

资料来源：公司提供

截至 2023 年底，公司存续债券 45.00 亿元，其中，于 2024 年到期的四只债券，债券余额合计 39.00 亿元，存在一定短期偿债压力。

4. 盈利能力

2020—2022 年，公司营业总收入及利润规模均持续下降，盈利能力逐年下滑，且 2022 年公司出现较大规模亏损；公司非经常性损益对利润影响大。2023 年前三季度，受资产划出影响，公司营业总收入同比下降，但公司利润由亏转盈，盈利能力有所提升。

表 17 公司盈利能力变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
营业收入	269.09	264.59	225.08	83.96
营业成本	198.37	211.47	202.11	71.08
费用总额	41.16	36.33	32.79	9.36
其中：销售费用	8.96	4.37	2.55	0.75
管理费用	17.33	17.29	15.07	4.53
研发费用	0.19	0.51	1.92	1.89
财务费用	14.68	14.15	13.25	2.19
投资收益	7.76	0.89	-0.40	-0.42
利润总额	14.26	4.78	-12.90	2.93
期间费用率（%）	15.29	13.73	14.57	11.15

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

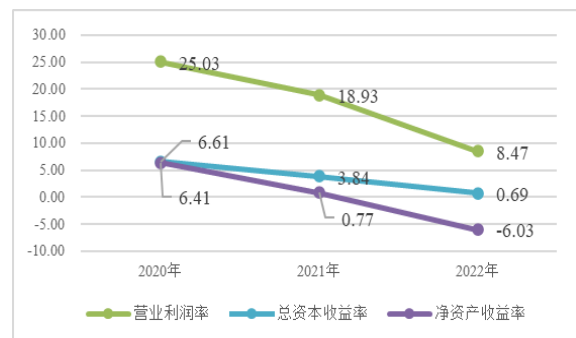
2020—2022 年，公司营业总收入情况分析见上文经营部分；同期，公司利润总额持续下降。2022 年，公司利润总额-12.90 亿元，主要系市场需求下降和煤炭价格上涨等综合影响所致，亏损主要产生于云南西南和贵州西南，资产重组有利于公司盈利能力改善。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额持续下降，年均复合下降 10.74%。同期，公司期间费用率波动下降。从构成看，公司以管理费用和财务费用为主。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。

2020—2022 年，公司投资收益持续下降，

2020 年投资收益规模较大，主要系当期公司原下属于子公司广汉三星堆水泥有限公司破产申请产生投资收益 6.83 亿元所致；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 2020—2022 年公司盈利指标（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降。公司各盈利指标表现较弱。与所选公司比较，公司各盈利指标均处于较低水平。

表 18 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
南方水泥	15.88	10.96	22.69
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—9 月，公司实现营业总收入 83.96 亿元，同比下降 48.64%，主要系资产划出影响所致；同期，利润总额为 2.93 亿元，由亏转盈，主要系综合毛利率提升所致。

5. 现金流

2020—2022 年，公司经营活动现金流净额逐年下降，2022 年公司经营活动现金净流入不

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，公司仍存在较大的外部融资需求。

表 19 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	322.24	301.48	241.31	101.69
经营活动现金流出小计	245.00	259.45	229.59	90.32
经营现金流量净额	77.24	42.03	11.72	11.36
投资活动现金流入小计	0.52	3.09	0.44	57.26
投资活动现金流出小计	35.01	31.02	39.30	7.68
投资活动现金流量净额	-34.49	-27.93	-38.86	49.58
筹资活动前现金流量净额	42.75	14.10	-27.14	60.95
筹资活动现金流入小计	264.87	172.75	295.57	144.22
筹资活动现金流出小计	308.58	186.05	279.21	201.37
筹资活动现金流量净额	-43.71	-13.31	16.36	-57.15
现金收入比	117.64	112.39	102.03	113.28

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020—2022 年，公司经营现金流入持续下降，经营活动现金流出波动下降，公司经营现金净额随之持续下降，但仍保持净流入。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入波动下降，其中，2021 年，公司投资活动现金流入同比增长 499.55%，主要系贵州西南产能指标处置收入 2.25 亿元所致；同期，公司投资活动现金流出波动增长。2020—2022 年，公司投资活动现金净额持续净流出。

2020—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额保持净流入，经营活动现金流能够覆盖投资支出的资金需求；但 2022 年，公司筹资活动前现金流由正转负。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入波动增长，主要系取得借款收到的现金和收到筹资性往来款波动所致；筹资活动现金流出波动下降，其中，2022 年，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。2020—2022 年，公司筹资活动现金流净额由负转正。

2023 年 1—9 月，公司经营现金净额仍为净流入；投资活动现金净额由负转正，主要系收到的云南西南、贵州西南和嘉华特水泥等的划出

股权款规模较大所致；筹资活动现金净额转为净流出，且净流出规模较大，主要系与控股股东天山股份的往来款波动所致。

6. 偿债指标

公司短期债务规模较大，资产流动性一般，存在一定短期支付压力，但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。

表 20 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
短期 偿债 指标	流动比率（%）	19.55	20.16	84.90	67.55
	速动比率（%）	14.17	13.73	80.82	59.18
	经营现金/流动负债（%）	20.37	10.97	3.70	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.58	0.26	0.11	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.16	0.14	0.06	0.13
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	--
	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	--

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，2020—2022 年末，公司流动比率持续增长，速动比率波动增长。2020—2022 年，公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2020—2022 年末，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。

从长期偿债指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 波动下降；公司 EBITDA 利息倍数波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA 逐年下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债指标表现一般。

对外担保方面，截至 2023 年 9 月底，公司对天山股份体系外的担保余额为 0 亿元，对天山股份体系内的担保余额为 22.79 亿元，占期末净资产的 12.59%，存在一定或有负债风险。

未决诉讼方面，截至2024年1月底，公司存在3起重大未决诉讼，涉案标的金额合计约24.30亿元，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。

授信方面，截至2023年9月底，公司共计获得金融机构授信额度合计179.60亿元，剩余授信额度100.42亿元，公司间接融资渠道畅通，授信充足。

7. 公司本部（母公司）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。

2020—2022年末，公司本部资产总额逐年增长，年均复合增长10.02%。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。

2020—2022年末，公司本部负债波动增长，年均复合增长9.20%。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。截至2022年底，公司本部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。

2020—2022年末，公司本部所有者权益持续增长，年均复合增长11.76%。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，2020—2022年，公司本部营业收入持续下降，年均复合下降5.28%；利润总额波动下降，年均复合下降84.11%；投资收益持续下降，年均复合下降83.51%。2022年，公司本部营业总收入为5.61亿元，主要为原燃材料及配品配件统系统销等收入。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。

现金流方面，2020—2022年，公司本部经营活动产生的现金流量净额波动较大；投资活动产生的现金流量净额波动下降，筹资活动产生的现金流量净流出规模逐年缩小。

截至2023年9月底，公司本部资产总额326.55亿元，所有者权益为161.24亿元，负债总额165.31亿元；公司本部资产负债率50.62%；全部债务94.73亿元，全部债务资本化比率37.01%。2023年1—9月，公司本部营业总收入20.10亿元，利润总额0.38亿元，投资收益-0.03亿元。2023年1—9月，公司本部经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为1.08亿元、60.76亿元和-58.15亿元。

九、外部支持

作为川渝区域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。

1. 支持能力

公司是间接股东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

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。

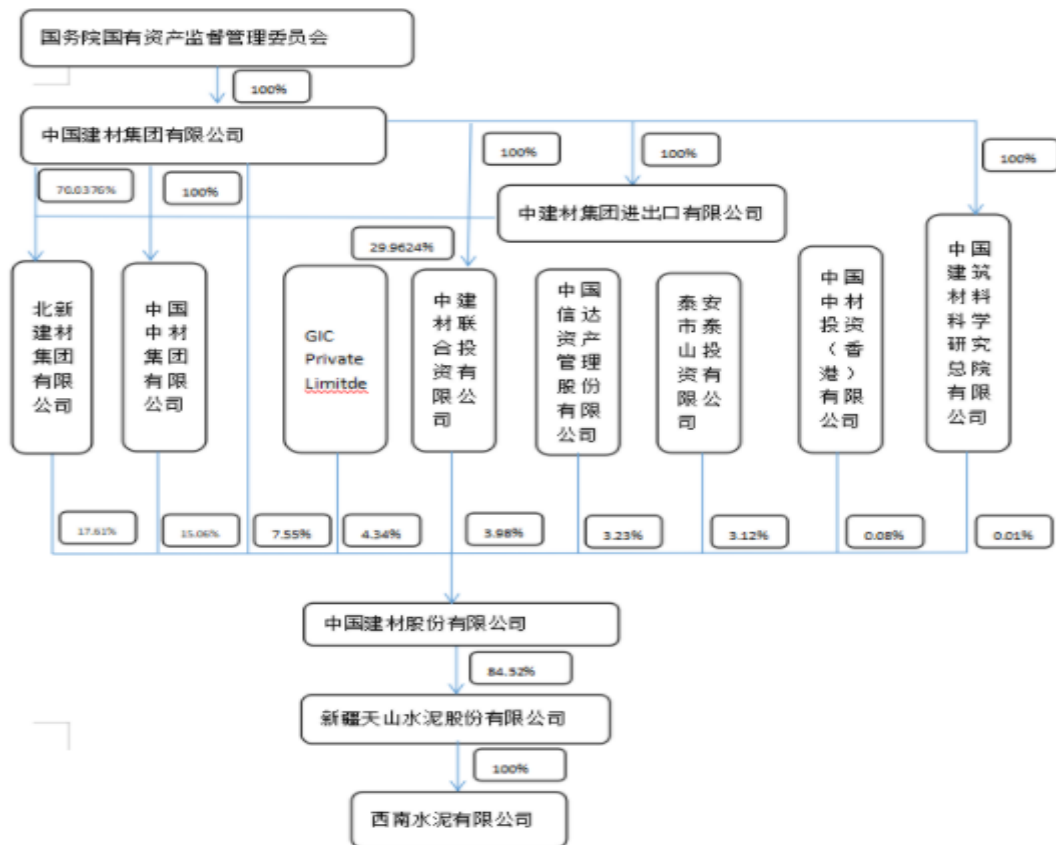
税收优惠方面,2020—2022 年,公司所获增值税退税金额分别为 2.32 亿元、1.60 亿元和 1.94 亿元。截至 2022 年底,公司旗下共有 50 家成员企业享受资源综合利用的增值税退税 70% 的优惠政策。

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、结论

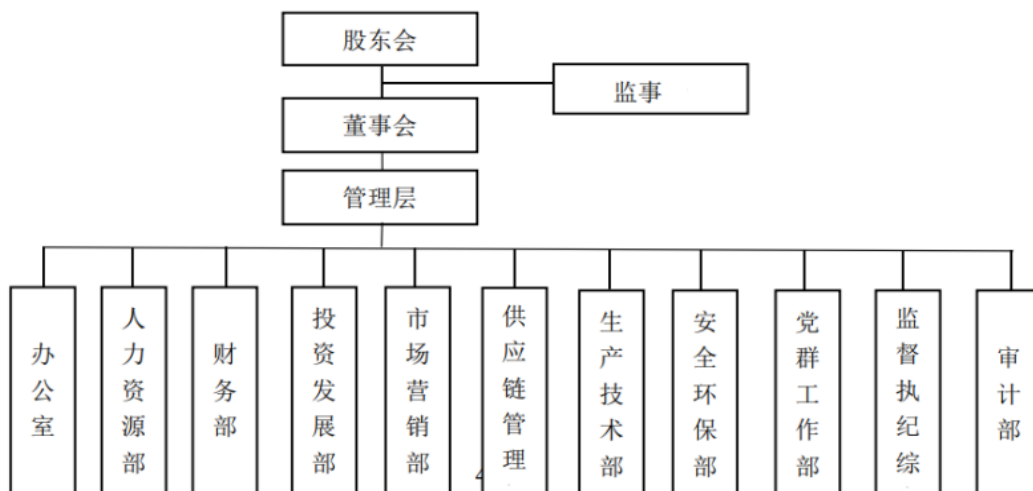
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 9 月底西南水泥有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 9 月底西南水泥有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 9 月底西南水泥有限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	10800.00	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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.04	21.90	6.21	10.97
资产总额（亿元）	626.82	635.41	544.02	349.38
所有者权益（亿元）	158.33	153.02	182.03	181.02
短期债务（亿元）	133.61	158.65	104.92	86.84
长期债务（亿元）	83.45	90.83	40.68	40.09
全部债务（亿元）	217.06	249.49	145.61	126.93
营业总收入（亿元）	269.09	264.59	225.08	83.96
利润总额（亿元）	14.26	4.78	-12.90	2.93
EBITDA（亿元）	28.92	42.28	25.05	--
经营性净现金流（亿元）	77.24	42.03	11.72	11.36
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	113.28
营业利润率（%）	25.03	18.93	8.47	13.69
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	18.13
全部债务资本化比率（%）	57.82	61.98	44.44	41.22
资产负债率（%）	74.74	75.92	66.54	48.19
流动比率（%）	19.55	20.16	84.90	67.55
速动比率（%）	14.17	13.73	80.82	59.18
经营现金流动负债比（%）	20.37	10.97	3.70	--
现金短期债务比（倍）	0.16	0.14	0.06	0.13
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 年前三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. “--”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/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.50	0.01	3.99	7.67
资产总额（亿元）	413.92	420.49	501.00	326.55
所有者权益（亿元）	131.22	138.47	163.88	161.24
短期债务（亿元）	54.49	67.36	79.56	61.17
长期债务（亿元）	54.00	53.15	40.27	33.56
全部债务（亿元）	108.49	120.51	119.83	94.73
营业总收入（亿元）	6.25	6.22	5.61	20.10
利润总额（亿元）	10.18	12.82	0.26	0.38
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	3.23	-0.44	-0.37	1.08
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	112.24
营业利润率（%）	27.97	33.49	11.39	10.10
总资本收益率（%）	9.08	9.03	3.33	--
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	17.23
全部债务资本化比率（%）	45.26	46.53	42.24	37.01
资产负债率（%）	68.30	67.07	67.29	50.62
流动比率（%）	126.45	124.84	121.08	143.66
速动比率（%）	126.45	124.84	121.08	143.66
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	0.13
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 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

联合资信评估股份有限公司关于 西南水泥有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在西南水泥有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。