

# 西南水泥有限公司

## 2024 年度第一期中期票据

### 信用评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2024〕3187号

联合资信评估股份有限公司通过对西南水泥有限公司及其拟发行的2024年度第一期中期票据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，西南水泥有限公司2024年度第一期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年五月二十三日

# 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。

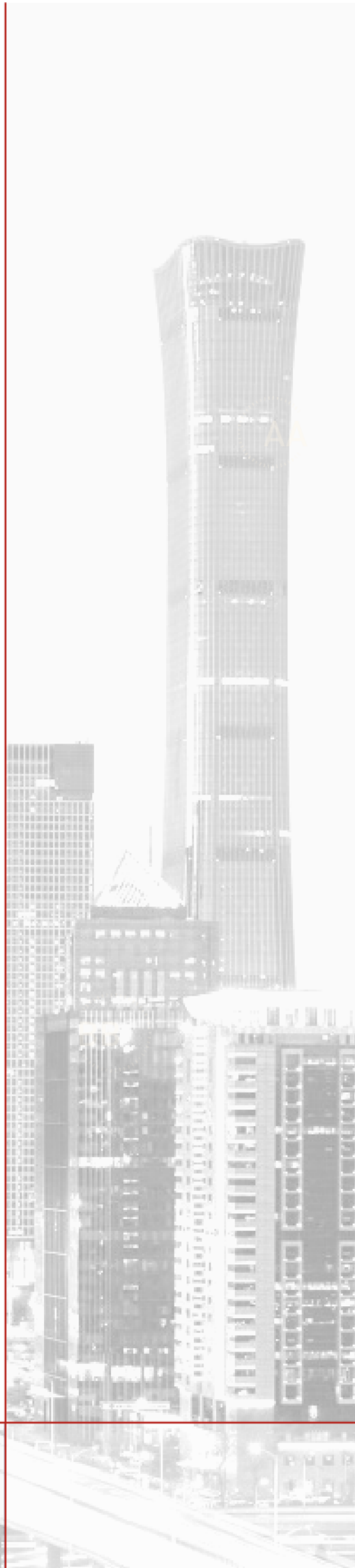
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

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。

八、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 年度第一期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/23

**债项概况** 本期债项发行规模为不超过 10.00 亿元，期限为 3 年；按年付息，到期一次还本付息；无担保方；本次募集资金拟全部用于偿还公司本部及下属子公司有息债务。

**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、上游煤炭价格波动导致公司于 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。

**个体调整：**不适用。

**外部支持调整：**公司是间接股东中国建材股份有限公司（以下简称“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，是控股股东天山材料股份有限公司（以下简称“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、集采制度及人员配置等方面强有力的外部支持。

**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，公司注册资金 116.73 亿元全部由股东天山股份出资且已全部实缴到位。
- **业务区域地位及竞争优势显著，2023 年扭亏为盈。**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，公司重组完成后其利润总额扭亏为盈，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，公司安排各生产基地每年错峰停产 100~163 天不等，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。**2021—2023 年，公司营业总收入和毛利率均波动下降，煤炭价格变动对公司成本控制影响较大，公司盈利水平波动较大。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

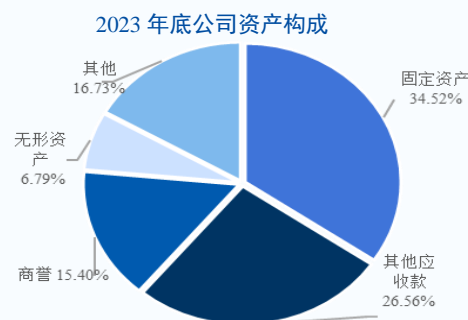
注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

## 主要财务数据

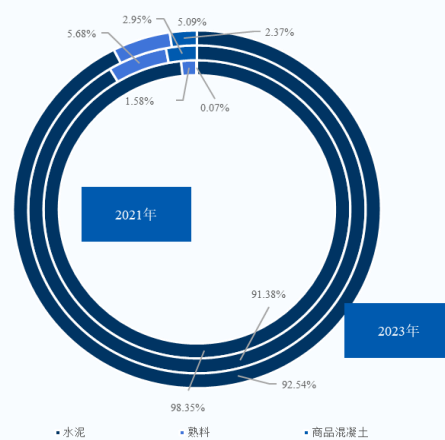
合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	21.90	6.21	5.30	6.94
资产总额（亿元）	635.41	544.02	399.43	352.28
所有者权益（亿元）	153.02	182.03	184.02	181.87
短期债务（亿元）	158.65	104.92	107.19	94.43
长期债务（亿元）	90.83	40.68	20.11	37.34
全部债务（亿元）	249.49	145.61	127.29	131.77
营业总收入（亿元）	264.59	225.08	111.04	18.12
利润总额（亿元）	4.78	-12.90	6.73	-2.64
EBITDA（亿元）	42.28	25.05	23.40	--
经营性净现金流（亿元）	42.03	11.72	7.05	-0.40
营业利润率（%）	18.93	8.47	14.31	2.55
净资产收益率（%）	0.77	-6.03	2.84	--
资产负债率（%）	75.92	66.54	53.93	48.37
全部债务资本化比率（%）	61.98	44.44	40.89	42.01
流动比率（%）	20.16	84.90	67.26	60.21
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	--

公司本部口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	420.49	501.00	319.24	305.61
所有者权益（亿元）	138.47	163.88	164.64	164.53
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
利润总额（亿元）	12.82	0.26	3.87	-0.14
资产负债率（%）	67.07	67.29	48.43	46.16
全部债务资本化比率（%）	46.53	42.24	37.67	33.13
流动比率（%）	124.84	121.08	133.06	148.65
经营现金流动负债比（%）	-0.19	-0.12	-0.14	--

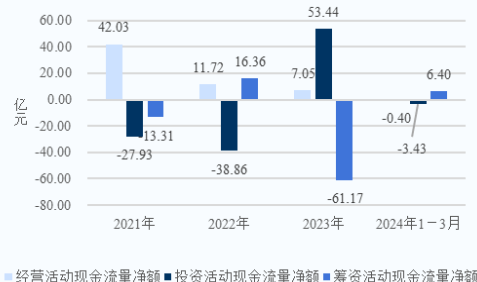
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 报告将合并数据中其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算；4. 2021—2022 年合并报表中原股东拆借款未计入全部债务计算；5. “—”代表指标不适用  
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理



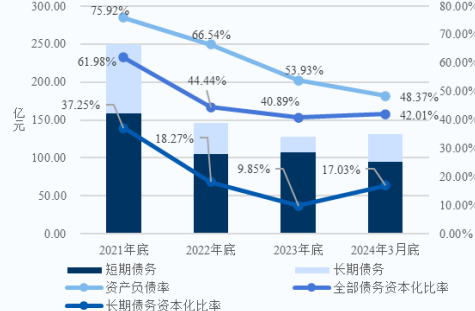
2021—2023 年公司主营收入构成



2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流情况



2021—2023 年底及 2024 年 1—3 月公司债务情况



## 同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	存货周转次数	总资产周转次数	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率	资产负债率
公司	AAA	8.31	0.24	399.43	184.02	111.04	6.73	14.31%	53.93%
华新水泥	AAA	7.20	0.54	688.00	332.95	337.57	43.26	24.50%	51.61%
冀东水泥	AAA	6.71	0.46	599.23	305.97	282.35	-19.01	9.93%	48.94%
南方水泥	AAA	13.18	0.33	479.58	246.35	175.35	14.91	12.85%	48.63%

注：1. “华新水泥”为华新水泥股份有限公司的简称，“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；2. 除公司外，上表其余相关数据均来自 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：联合资信根据 Wind 整理

## 主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/01/29	蒋旭 赵兮	<a href="#">水泥行业企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水泥行业企业信用评级模型 V4.0.202208</a>	--
AAA/稳定	2018/07/11	刘珺轩 付晓林	水泥企业信用评级方法（2017 年）	<a href="#">阅读全文</a>
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）	<a href="#">阅读全文</a>

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

项目组成员：赵兮 [zhaoxi2@lhratings.com](mailto:zhaoxi2@lhratings.com) | 张琳 [zhanglin@lhratings.com](mailto:zhanglin@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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、主体概况

西南水泥有限公司（简称“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）。

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，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，公司重要子公司包括四川德胜集团水泥有限公司、四川利森建材集团有限公司、四川峨眉山西南水泥有限公司等（详见附件 1-3）；公司合并范围内员工共 6381 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。

## 二、本期债项概况

公司拟发行“西南水泥有限公司 2024 年度第一期中期票据”（以下简称“本期债项”），本期债项期限为 3 年期，发行规模为不超过 10 亿元，本期债项采用固定利率方式，按面值发行，发行利率根据集中簿记建档、集中配售的结果确定。本期债项每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日，顺延期间不另计息）。

本期债项无担保。本期债项募集资金拟全部用于偿还公司本部及下属子公司有息债务。

## 三、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分季度看，一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024 年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在 3.5% 左右。总体看，中国 2024 年全年经济增长预期将维持在 5% 左右。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 年年报）](#)》。

## 四、行业环境分析

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》](#)。

## 五、基础素质分析

### 1 竞争实力

**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。

### 2 人员素质

**公司内部人员结构健全，基本满足日常经营需求。**

截至2023年底，公司拥有董事5人，公司董事会中4名董事由天山股份委派，公司工会民主选举产生职工董事1名；公司拥有高级管理人员6人，公司设总经理（总裁）1名、副总经理（副总裁）若干名、财务总监1名、总法律顾问1名以及监事1人。

截至2024年3月底，公司合并范围内员工共6381人，按文化素质划分，硕士及以上为28人、本科为531人、大专为1414人，高中及以下为4408人；按照岗位构成划分，生产人员为4846人、管理人员为1243人、销售人员为292人。

### 3 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）。

## 六、管理分析

### 1 法人治理

**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。**

公司不设股东会，由股东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，其中4名由天山股份委派；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先生为公司监事，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。

## 七、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 1 和图表 2 所示：

图表 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 <sup>1</sup>	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

<sup>1</sup> 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。

图表 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

## 八、经营分析

### 1 经营概况

公司收入主要来自水泥和熟料板块。2021—2023 年，受水泥行业景气度下降以及剥离资产影响，公司营业总收入逐年下降，毛利率波动下降。2023 年，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<sup>2</sup>陕西汉中区域；此外，公司还有少量商品混凝土业务。

2021—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，公司营业总收入逐年下降，其中 2023 年同比下降 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，近三年在主营业务收入中占比均在 97% 以上。

从毛利率来看，2022 年受煤炭价格波动上涨影响，公司水泥业务毛利率同比下降至较低水平，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逐年下降，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，公司综合毛利率波动下降。

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 3 • 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：公司提供，联合资信整理

### 2 业务经营分析

#### (1) 生产经营

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，2021—2023 年，公司主要产品水泥和熟料产能利用率波动下降。

<sup>2</sup> 资产重组，股东无偿划入。

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。2021—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<sup>3</sup>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，致使产能利用率波动下降。2024 年一季度，市场需求疲软，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，产能利用率波动下降至很低水平。

图表 4 • 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	2021 年			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	产能	产量	产能利用率
水泥	12995.00	7697.00	59.23%	12995.00	6337.15	48.77%	6498.00	3498.74	53.85%	6498.00	671.24	41.31%
熟料	9644.10	6514.12	67.55%	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	154.15	22.50%	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

2021—2023 年，公司煤炭采购价格波动上升，石灰石采购价格逐年下降，煤炭价格的波动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%。2021—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；受煤炭采购均价波动增长、石灰石和电价采购均价持续下降影响，公司水泥平均生产成本波动下降，分别为 249.08 元/吨、288.08 元/吨和 238.59 元/吨。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。

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。2021—2023 年，煤炭采购均价波动上涨，其中 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，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，通过皮带运输机或汽车等运输。公司部分子公司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；近年来，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，石灰石自给率从 2021 年的 66.81% 提升至 2023 年的 70.63%，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。2021—2023 年，公司外购石灰石采购均价逐年下降，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 5 • 公司原材料采购及采购价格（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
煤炭	采购量	915.31	729.49	377.67	60.67
	采购均价	941.28	1168.11	1004.86	834.53
石灰石	采购量	8737.58	6991.51	4262.94	838.49

<sup>3</sup> 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。

采购均价	24.69	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，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。

图表6·公司电力采购情况

项目	2021年	2022年	2023年
外购电力（单位：亿度）	49.22	38.00	26.36
综合电价（元/度）	0.41	0.49	0.47
余热发电占比	27.49%	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	0.19	0.17

注：“/”表示未获取  
 资料来源：公司提供，联合资信整理

### （3）产品销售

2021年以来，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，水泥销售均价波动下降。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。

2021—2023年，公司水泥销售总量和熟料销售总量均持续下降；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波动下降。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均下降。

图表7·公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
水泥	销售量	7657.28	6294.43	3482.46	667.38
	销售均价	313.73	315.83	280.86	237.33
熟料	销售量	540.13	411.72	211.96	32.72
	销售均价	260.71	299.86	253.72	213.50

注：公司生产熟料的主要为自用，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，2021—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8·公司水泥各区域产能和市场占有率

项目	2021年		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	产能占有率	市场占有率
四川	23.20%	23.40%	23.10%	22.50%	28.14%	26.45%	28.14%	27.00%
重庆	20.00%	20.20%	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	26.00%	25.30%	25.20%	24.70%	--	--	--	--
云南	17.80%	17.50%	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，2021—2023年，四川区域销量逐年下降，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，重庆区域销量逐年增长，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，2021—2023年，四川区域和重庆区域价格均逐年下降；在煤炭价格波动增长的同时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均同比下降，重庆区域销售均价有所下降。

图表 9 • 公司水泥销售情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

项目	2021年			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	销量	销售额	平均销售单价
四川	3366.13	117.32	348.53	2824.02	94.99	336.36	2400.64	69.26	288.50	447.62	10.76	240.28
重庆	712.97	39.39	314.36	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	2124.28	57.99	272.99	1431.70	42.19	294.71	--	--	--	--	--	--
云南	1453.90	39.61	272.44	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。2021—2023年，公司在民用市场的销量占比波动下降，但公司重点工程中标率保持高水平，预计销量将在未来两年内逐步释放。

图表 10 • 公司销售渠道占比情况

项目	2021年	2022年	2023年
重点工程	24.03%	23.70%	22.90%
民用市场	50.47%	51.56%	37.80%
搅拌站（含预制板）	25.50%	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 11 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凤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

### 3 经营效率

公司经营效率处于行业一般水平。

从经营效率指标看，2021—2023年，公司销售债权周转次数和存货周转次数均波动下降；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，存货周转次数处于同行业对比企业中较高水平，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。

图表 12 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	华新水泥股份有限公司	唐山冀东水泥股份有限公司	南方水泥有限公司
存货周转次数（次）	8.31	7.20	6.71	13.18
应收账款周转率（次）	23.81	18.54	15.12	4.59
总资产周转次数（次）	0.24	0.51	0.46	0.33

注：除公司外，上表其余相关数据均来自 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

## 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，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”。

## 九、财务分析

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）成都分所对公司 2021 年财务报表进行审计，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）<sup>4</sup>对公司 2022—2023 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 2024 年 1—3 月财务报表未经审计。

### 1 资产质量

2021—2023 年末，受云南西南、贵州西南和嘉华特种水泥股权划转出及解决三方债权债务抵消转让影响，公司资产规模逐年下降，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。2024 年一季度，公司资产规模进一步下降。

图表 13 • 公司主要资产数据（单位：亿元）

科目	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
货币资金	18.54	2.92%	4.94	0.91%	4.41	1.10%
其他应收款（合计）	15.17	2.39%	239.10	43.95%	106.09	26.56%
固定资产（合计）	323.76	50.95%	146.28	26.89%	137.89	34.52%

<sup>4</sup> 2024 年 5 月 13 日，江苏证监局披露了《中国证券监督管理委员会江苏监管局行政处罚决定书（大华所）》（〔2024〕1 号），决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称大华所）采取暂停从事证券服务业务 6 个月的行政处罚（自 2024.5.10 至 2024.11.10）。

在建工程（合计）	18.63	2.93%	22.82	4.20%	22.50	5.63%
无形资产	49.09	7.73%	24.90	4.58%	27.12	6.79%
商誉	132.23	20.81%	61.80	11.36%	61.51	15.40%
<b>资产总额</b>	<b>635.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>544.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>399.43</b>	<b>100.00%</b>

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

公司资产构成见图 13。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<sup>5</sup>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；公司固定资产规模逐年下降，主要系资产剥离以及固定资产累计折旧所致，固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，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子公司股权溢价而形成，2021—2023 年末，商誉规模逐年下降，但规模仍大，若收购的子公司经营不善，未来仍存在减值可能。受资产剥离影响，2022 年末公司货币资金大幅下降至 4.94 亿元，截至 2023 年底，公司货币资金较上年底变化不大。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 352.28 亿元，较上年底下降 11.80%，主要系其他应收款下降所致；其他应收款下降 50.88% 至 52.11 亿元，主要系与天山股份往来款减少所致；同时，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。

## 2 资本结构

### （1）所有者权益

**2021—2023 年末，公司所有者权益规模逐年增长，整体结构稳定性较好。**

受公司未分配利润积累影响，公司所有者权益规模持续增长。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。

图表 14 • 公司主要负债及所有者权益数据（单位：亿元）

科目	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	84.74	17.57%	55.44	15.32%	57.25	26.58%
应付账款	37.22	7.72%	17.58	4.86%	18.46	8.57%
其他应付款（合计）	173.60	35.99%	189.33	52.30%	60.93	28.28%
一年内到期的非流动负债	43.56	9.03%	23.12	6.39%	29.69	13.78%
其他流动负债	1.97	0.41%	20.39	5.63%	20.35	9.45%
长期借款	33.70	6.99%	15.27	4.22%	14.11	6.55%
<b>负债总额</b>	<b>482.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>361.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>215.41</b>	<b>100.00%</b>
归属于母公司所有者权益合计	145.56	95.12%	178.11	97.84%	180.05	97.84%
少数股东权益	7.47	4.88%	3.93	2.16%	3.97	2.16%
<b>所有者权益总额</b>	<b>153.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>182.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>184.02</b>	<b>100.00%</b>

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

### （2）负债

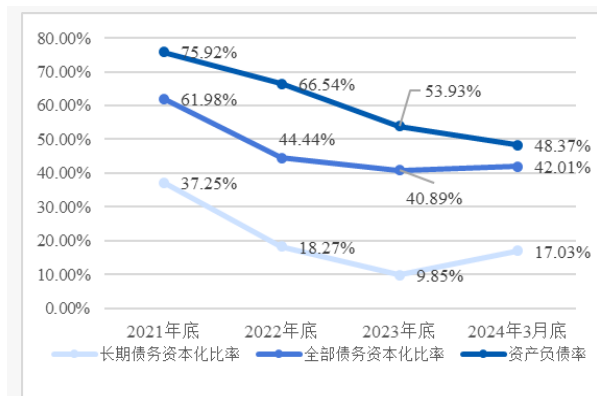
**2021—2023 年末，公司有息债务持续下降，但短期债务占比高，债务结构有待改善，公司面临一定短期集中兑付压力。**

<sup>5</sup> 指云南西南、贵州西南和中建材股份。

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，2021—2022 年末，公司其他应付款主要为应付原股东中建材股份的借款，截至 2023 年 4 月底，该部分已全部偿还。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额 170.40 亿元，较上年底下降 20.89%，主要系其他应付款（合计）由上年底的 60.93 亿元下降至 14.31 亿元所致，其他应付款（合计）下降的原因系与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。

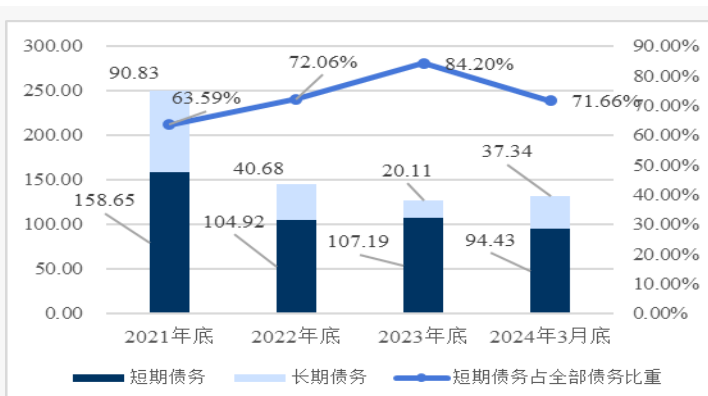
随着盈利能力较差的资产剥离，公司债务规模逐年下降，2021—2023 年末，公司全部债务年均复合下降 28.57%，债务比率亦持续下降。截至 2023 年底，公司全部债务 127.29 亿元，较上年底下降 12.58%，短期债务占 84.20%，长期债务占 15.80%，短期债务占比高，现金短期债务比为 0.05 倍，公司存在短期集中偿付压力。

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

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 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 17· 截至 2024 年 3 月底公司口径有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
短期借款	47.19	--	--	--	47.19
应付票据	0.70	--	--	--	0.70
一年内到期的非流动负债	7.54	--	--	--	7.54
其他流动负债	39.00	--	--	--	39.00
长期借款	--	27.00	0.16	4.03	31.19
应付债券	--	6.00	--	--	6.00
<b>合计</b>	<b>94.43</b>	<b>33.00</b>	<b>0.16</b>	<b>4.03</b>	<b>131.62</b>
<b>占比</b>	<b>71.74%</b>	<b>25.07%</b>	<b>0.12%</b>	<b>3.06%</b>	<b>100.00%</b>

注：上表未包含利息，与联合资信统计口径存在差异  
资料来源：公司提供，联合资信整理

### 3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入持续下降，2022 年公司出现较大规模亏损，但 2023 年公司在剥离亏损资产后盈利能力有所提升；公司非经常性损益对利润影响一般。2024 年一季度，公司营业总收入同比下降，利润总额亏损。考虑到 2024 年下游水泥销量仍可能出现一定程度的下降，公司盈利空间可能被压缩，未来公司盈利能力受水泥价格影响较大。

2021—2023 年，公司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，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；2023 年公司在剥离亏损资产后，利润总额提升至 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；公司资产减值损失规模波动较大，其中 2021 年为 14.35 亿元（主要为产能置换减值、受经营效益下滑影响云南西南、贵州西南等商誉减值、闲置资产减值等），对利润形成一定侵蚀；公司

其他收益持续下降，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。总体看，非经常性损益对利润总额影响程度一般。2024年1—3月，公司营业总收入同比下降31.11%，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；同时综合毛利率同比下降至4.43%。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
营业总收入	264.59	225.08	111.04	18.12
营业成本	211.47	202.11	93.29	17.31
期间费用	36.33	32.79	10.93	3.58
资产减值损失	-14.35	-0.50	--	--
其他收益	2.18	1.95	1.30	0.23
营业外收入	6.37	0.48	0.84	0.26
利润总额	4.78	-12.90	6.73	-2.64
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%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021—2023年，公司总资本收益率波动下降，净资产收益率波动较大。公司各盈利指标表现尚可。与所选公司比较，公司各盈利指标均处于一般水平。

图表 19 • 2023年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	华新水泥股份有限公司	唐山冀东水泥股份有限公司	南方水泥有限公司
营业总收入（亿元）	111.04	337.57	282.35	175.35
销售毛利率	15.99%	26.71%	11.78%	14.84%
总资产报酬率	2.93%	7.34%	-2.01%	4.17%
净资产收益率	2.84%	9.67%	-5.71%	4.59%

注：“/”表示数据未获取，除公司外，上表其余相关数据均来自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

## 4 现金流

2021—2023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。

2021—2023年，公司经营活动现金流保持净流入，2023年公司现金收入比为105.39%，整体收入实现质量较好。2021—2022年，公司保持较大的投资规模（主要系购买矿山采矿权、建设新骨料线等），投资活动现金持续净流出，2023年大幅净流入，主要系处置云南西南、贵州西南等收到的股权处置款增加所致。公司仍保持较大规模对外融资需求，但2023年公司支付其他与筹资活动有关的现金大幅增加至160.15<sup>6</sup>亿元导致2023年筹资活动现金净额为-61.17亿元。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 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
经营活动现金流入小计	301.48	241.31	122.95	23.65
经营活动现金流出小计	259.45	229.59	115.90	24.05
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>42.03</b>	<b>11.72</b>	<b>7.05</b>	<b>-0.40</b>
投资活动现金流入小计	3.09	0.44	64.05	0.13

<sup>6</sup> 因云贵资产剥离，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

投资活动现金流出小计	31.02	39.30	10.60	3.56
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-27.93</b>	<b>-38.86</b>	<b>53.44</b>	<b>-3.43</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>14.10</b>	<b>-27.14</b>	<b>60.50</b>	<b>-3.83</b>
筹资活动现金流入小计	172.75	295.57	238.85	54.56
筹资活动现金流出小计	186.05	279.21	300.02	48.16
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-13.31</b>	<b>16.36</b>	<b>-61.17</b>	<b>6.40</b>
现金收入比	112.39%	102.03%	105.39%	128.85%

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

## 5 偿债指标

公司短期债务规模较大，资产流动性尚可，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。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	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	10.97%	3.70%	3.70%	-0.31%
	经营现金/短期债务（倍）	0.26	0.11	0.07	0.00
	现金类资产/短期债务（倍）	0.14	0.06	0.05	0.07
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	42.28	25.05	23.40	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.90	5.81	5.44	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.17	0.08	0.06	-0.003
	EBITDA/利息支出（倍）	2.92	1.89	4.48	--
	经营现金/利息支出（倍）	2.90	0.89	1.35	-0.45

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

从偿债指标看，公司流动比率和速动比率均波动增长，但受短期债务增长影响，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。

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：（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。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。（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2024年3月31日，本公司尚未追回的执行款0.52亿元。（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。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。目前云南永保已向最高人民法院提起上诉。

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。

## 6 公司本部财务分析

**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。

## 十、ESG 分析

**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。

## 十一、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

**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，2021—2023年，公司所获增值税退税金额分别为1.60亿元、1.94亿元和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。2021—2023年，公司获得的政府补助收入<sup>7</sup>分别为3.15亿元、3.65亿元和1.31亿元。

## 十二、债券偿还风险分析

### 1 本期债项对公司现有债务的影响

**本期债项的发行对公司债务结构存在影响。**

本期债项发行规模为不超过10.00亿元，按发行规模10.00亿元和公司标准化报表数据测算，本期债项分别占2024年3月底公司长期债务和全部债务的26.78%和7.59%，对公司现有债务结构存在影响。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分别为48.37%、42.01%和17.03%，本期债项发行后上述指标将分别上升至49.80%、43.80%和20.65%，债务负担增加。但考虑到本期债项将用于偿还债务，公司实际债务压力可能低于上述指标。

### 2 本期债项偿还能力

**公司2023年EBITDA和经营活动现金流入净额对本期债项保障能力强。**

经测算，2023年，公司EBITDA和经营活动现金流入对本期债项保障能力强。

图表 22 • 本期债项偿还能力测算

项目	2023年
发行后长期债务*（亿元）	30.11
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	4.08
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.23
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.29

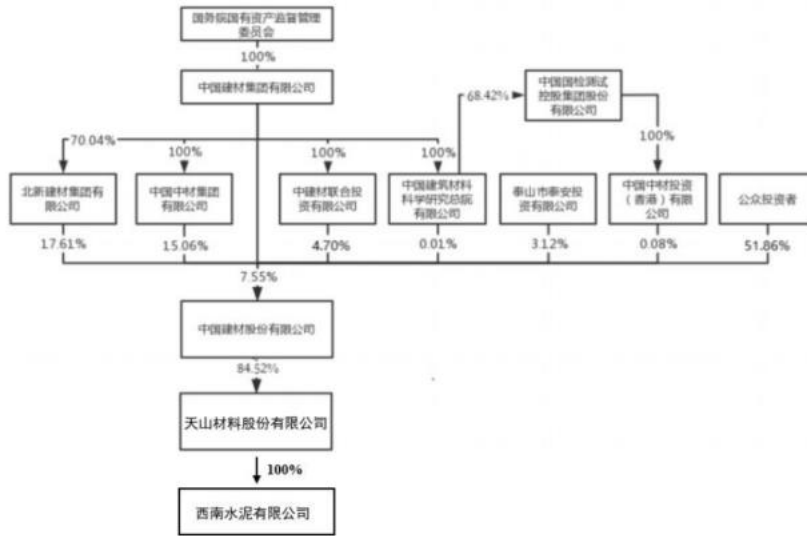
注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 十三、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款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，本期债项信用等级为AAA，评级展望为稳定。

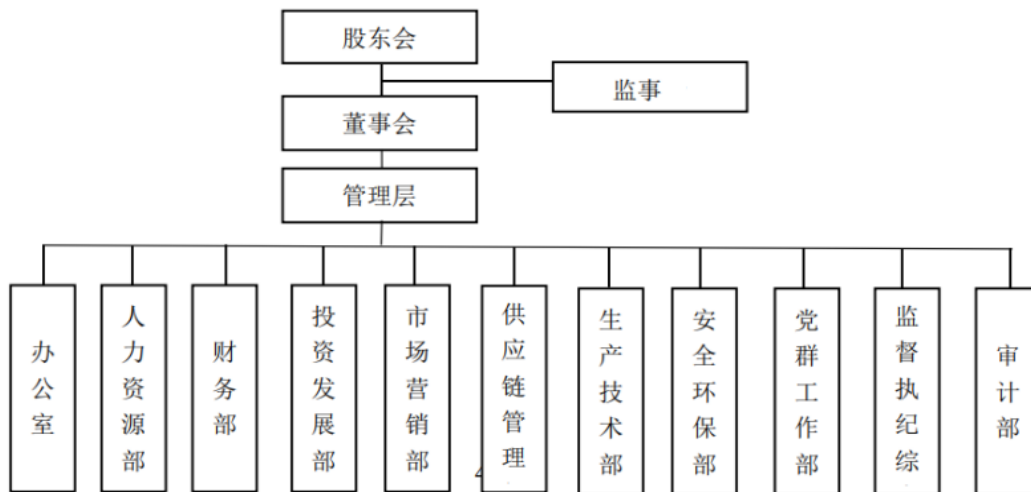
<sup>7</sup> 主要为资源综合利用退税、重点引资企业项目发展扶持奖励、工业发展资金、就业稳岗补贴等

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

**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
<b>财务数据</b>				
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
<b>财务指标</b>				
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
<b>财务数据</b>				
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（亿元）	274.16	344.94	175.25	0.00
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（亿元）	1.32	0.00	0.00	0.00
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
<b>财务指标</b>				
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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

## 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，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

西南水泥有限公司（以下简称“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本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项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。