

# 西南水泥有限公司

## 主体长期信用评级报告

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〔2025〕1257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

二〇二五年三月三日

# 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、该评级结果自 2025 年 3 月 3 日至 2026 年 3 月 2 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。

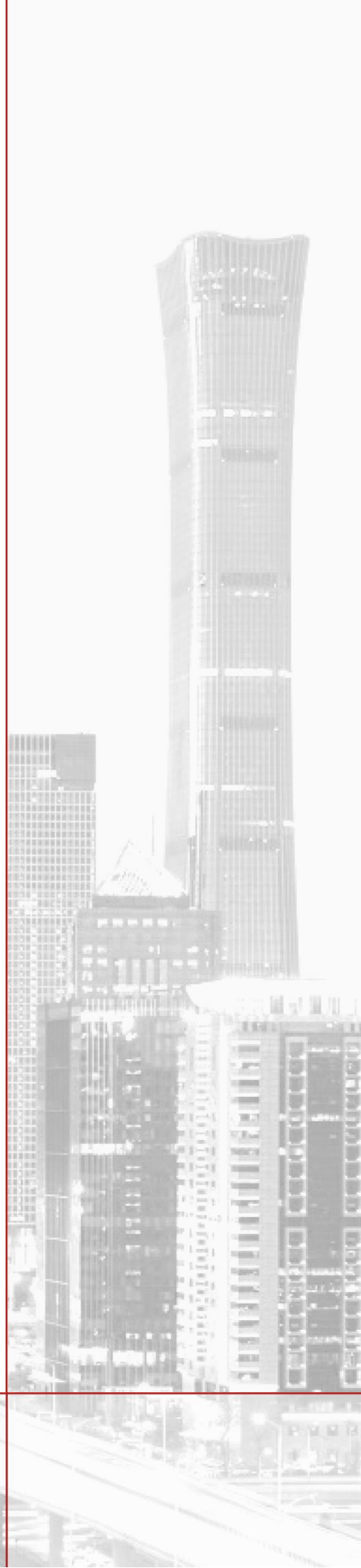
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、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。

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

## 主体长期信用评级报告

| 主体评级结果 | 评级时间       |
|--------|------------|
| AAA/稳定 | 2025/03/03 |

**主体概况** 西南水泥有限公司（以下简称“公司”）成立 2011 年，注册资本 116.73 亿元，控股股东为天山材料股份有限公司（以下简称“天山股份”），实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会；主要以水泥熟料、水泥及其制品、商品混凝土的生产销售等为主营业务，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。

**评级观点** 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，联合资信关注到水泥行业产能过剩、上游大宗商品价格波动较大，对公司成本控制造成一定压力、公司短期债务规模较大、商誉规模较大且面临较大的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。业务重组导致公司产能、销售及资产规模下降，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竞争优势。

**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 2024 年 9 月底，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。**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 9 月底，公司水泥产能 6498 万吨/年，2024 年 1—9 月，公司在四川和重庆市场占有率分别为 27.10%和 14.00%。

### 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，商誉减值风险较大。**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，2023 年

虽扭亏，但 2024 年 1—9 月亏损 5.14 亿元，经营压力较大。截至 2024 年 9 月底，公司商誉规模达 61.51 亿元，而下游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，商誉减值风险较大。

- **短期债务规模较大，债务结构待优化。**截至 2024 年 9 月底，公司短期债务占全部债务的 53.57%，现金类资产对短期债务覆盖倍数为 0.11 倍。

## 本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

| 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 <sup>-</sup> |
| 个体调整因素：--     |      |       |         | --              |
| 个体信用等级        |      |       |         | aa <sup>-</sup> |
| 外部支持调整因素：股东支持 |      |       |         | +3              |
| 评级结果          |      |       |         | AAA             |

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

## 主要财务数据

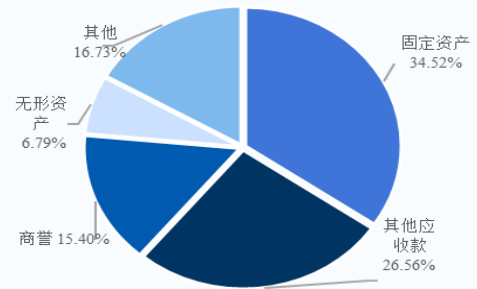
| 合并口径           |        |        |        |            |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 项 目            | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 9 月 |
| 现金类资产（亿元）      | 21.90  | 6.21   | 5.30   | 6.98       |
| 资产总额（亿元）       | 635.41 | 544.02 | 399.43 | 331.28     |
| 所有者权益（亿元）      | 153.02 | 182.03 | 184.02 | 178.83     |
| 短期债务（亿元）       | 158.65 | 104.92 | 107.19 | 65.80      |
| 长期债务（亿元）       | 90.83  | 40.68  | 20.11  | 57.03      |
| 全部债务（亿元）       | 249.49 | 145.61 | 127.29 | 122.83     |
| 营业总收入（亿元）      | 264.59 | 225.08 | 111.04 | 61.82      |
| 利润总额（亿元）       | 4.78   | -12.90 | 6.73   | -5.16      |
| EBITDA（亿元）     | 42.28  | 25.05  | 23.40  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 42.03  | 11.72  | 7.05   | 3.33       |
| 营业利润率（%）       | 18.93  | 8.47   | 14.31  | 7.42       |
| 净资产收益率（%）      | 0.77   | -6.03  | 2.84   | --         |
| 资产负债率（%）       | 75.92  | 66.54  | 53.93  | 46.02      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 61.98  | 44.44  | 40.89  | 40.72      |
| 流动比率（%）        | 20.16  | 84.90  | 67.26  | 65.59      |
| 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   | 0.11       |
| 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 9 月 |
| 资产总额（亿元）     | 420.49 | 501.00 | 319.24 | 290.27     |
| 所有者权益（亿元）    | 138.47 | 163.88 | 164.64 | 168.62     |
| 全部债务（亿元）     | 120.51 | 119.83 | 99.51  | 103.24     |
| 营业总收入（亿元）    | 6.22   | 5.61   | 27.55  | 19.59      |
| 利润总额（亿元）     | 12.82  | 0.26   | 3.87   | 3.97       |
| 资产负债率（%）     | 67.07  | 67.29  | 48.43  | 41.91      |
| 全部债务资本化比率（%） | 46.53  | 42.24  | 37.67  | 37.98      |
| 流动比率（%）      | 124.84 | 121.08 | 133.06 | 210.12     |
| 经营现金流动负债比（%） | -0.19  | -0.12  | -0.14  | --         |

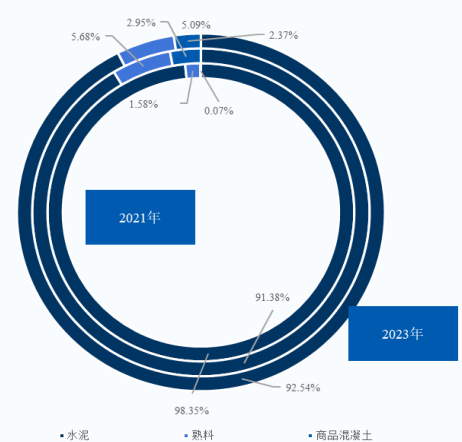
注：1. 公司 2024 年 1—9 月财务报表未经审计，相关指标未经年化；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 报告将合并数据中其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算；4. 2021—2022 年合并报表中原股东拆借款未计入全部债务计算；5.“--”代表指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

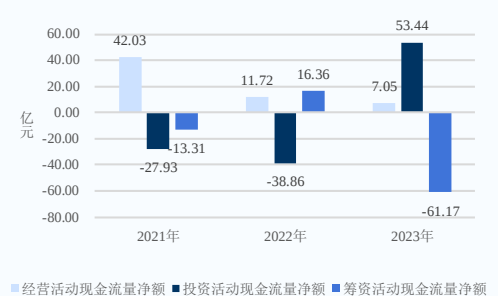
2023 年底公司资产构成



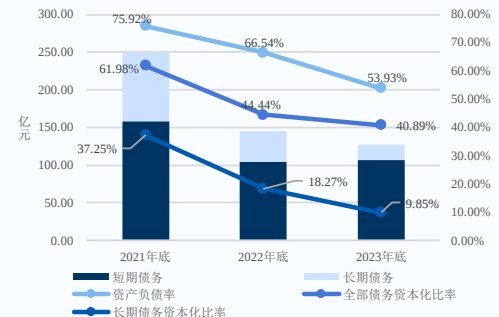
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



## 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<br>(次) | 总资产周转次<br>数 (次) | 资产总额<br>(亿元) | 所有者权益<br>(亿元) | 营业总收入<br>(亿元) | 利润总额<br>(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 | 2024/06/20 | 蒋旭 赵兮   | <a href="#">水泥行业企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">水泥行业企业信用评级模型 V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</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编号  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：杨哲 [yangzhe@lhratings.com](mailto:yangzhe@lhratings.com)

项目组成员：赵兮 [zhaoxi@lhratings.com](mailto:zhaoxi@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、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 9 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 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 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）；截至 2024 年 9 月底，公司合并范围内员工共 5912 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 9 月底，公司合并资产总额 331.28 亿元，所有者权益 178.83 亿元（含少数股东权益 3.71 亿元）；2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 61.82 亿元，利润总额-5.16 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：邹家斌。

## 二、宏观经济和政策环境分析

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。

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 年三季度报）》](#)。

## 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并于高位缓慢波动下行，水泥企业生产成本处于高位。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，2023 年水泥销量创 11 年来新低，供需失衡致使行业竞争加剧，水泥价格波动下降至低位盘桓。2024 年以来水泥下游需求仍然乏力，但受 2024 年下半年增加错峰停产时间等措施影响，水泥供需失衡状态有所缓解，水泥价格波动回升。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 年以来水泥行业部分企业出现亏损，预计 2024 年水泥行业企业亏损情况或将扩大。

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，多政策多维度控制水泥熟料产能置换，严格控制新增产能；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 年三季度水泥行业分析》](#)。

## 四、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 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，2024 年 1—9 月在四川和重庆市场占有率分别为 27.10%和 14.00%，处于领先地位。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 2025 年 2 月 17 日，公司拥有董事 1 名，由天山股份委派。公司拥有高级管理人员 5 人，公司设总经理（总裁）1 名、副总经理（副总裁）4 名。

截至 2024 年 9 月底，公司合并范围内员工共 5912 人，按文化素质划分，硕士及以上为 15 人、本科为 502 人、大专为 1336 人，高中及以下为 4059 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 2025 年 1 月 16 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 2025 年 2 月 13 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。该案件于 2022 年 11 月 29 日终结本次执行，于 2024 年 7 月 12 日恢复执行，根据公司提供的《云南省昆明市中级人民法院执行裁定书》，该案件于 2024 年 7 月 18 日中止执行。

## 五、管理分析

### 1 法人治理

公司撤销董事会和监事对公司影响有限，公司法人治理结构能够满足公司日常经营。

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。2025 年 2 月 8 日，根据天山股份安排，公司撤销董事会，公司设董事 1 人，由天山股份委派，董事任期不超过 3 年，经股东委派可连任。

公司不设监事会，并于 2025 年 2 月 8 日撤销监事，由内部审计机构行使原监事职责。

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；总经理由公司董事聘任；公司副总经理由总经理提名，董事聘任；财务总监及法律顾问由总经理根据股东推荐人选提名，由董事聘任。

### 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

图表 2 • 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       |

<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。

|   |                |      |      |      |      |    |    |    |        |
|---|----------------|------|------|------|------|----|----|----|--------|
| 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。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 1—9 月，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—9 月，公司营业总收入 61.82 亿元，同比下降 26.37%，综合毛利率进一步下降至 9.23%，主要系下游需求不足，市场整体行情有所下滑，水泥价格处于低位运行所致。

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。

截至 2024 年 9 月底，公司有效运行的水泥熟料产线共 33 条，其中 5000t/d 水泥熟料生产线 10 条，4000t/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 水泥熟料生产线 14 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 1—9 月，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。

<sup>2</sup> 资产重组，股东无偿划入。

<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。

图表 4 • 2021—2023 年及 2024 年 1—9 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—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    | 12995.00 | 7697.00 | 59.23% | 12995.00 | 6337.15 | 48.77% | 6498.00 | 3498.74 | 53.85% | 6498.00      | 2310.73 | 47.41% |
| 熟料    | 9644.10  | 6514.12 | 67.55% | 9644.10  | 5284.25 | 54.79% | 4290.50 | 2849.05 | 66.40% | 4290.50      | 1859.90 | 57.80% |
| 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       | 55.20   | 14.21% |

注：2024 年 1—9 月产能利用率已年化，水泥和熟料产能为公司总产能，包含停产产能  
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 1—9 月，公司煤炭采购价格较 2023 年进一步下降，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 1—9 月，受煤炭市场价格下跌影响，煤炭采购价格随之下降，但仍处于相对高位，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 1—9 月，公司石灰石采购价格有所上升，主要系部分采矿权到期，外购石灰石有所增加所致。

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—9 月 |
|-----|------|---------|---------|---------|--------------|
| 煤炭  | 采购量  | 915.31  | 729.49  | 377.67  | 236.01       |
|     | 采购均价 | 941.28  | 1168.11 | 1004.86 | 822.52       |
| 石灰石 | 采购量  | 8737.58 | 6991.51 | 4262.94 | 2602.37      |
|     | 采购均价 | 24.69   | 24.03   | 20.55   | 24.35        |

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。2024 年 1—9 月，公司余热发电占比进一步提升。

图表 6 • 公司电力采购情况

| 项目           | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1—9 月 |
|--------------|--------|--------|--------|--------------|
| 外购电力（单位：亿度）  | 49.22  | 38.00  | 26.36  | 11.85        |
| 综合电价（元/度）    | 0.41   | 0.49   | 0.47   | 0.48         |
| 余热发电占比       | 27.49% | 29.00% | 29.70% | 31.50%       |
| 平均每吨熟料发电量（度） | /      | 28.00  | 29.42  | 29.29        |
| 余热发电成本（元/度）  | 0.19   | 0.19   | 0.17   | 0.18         |

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 1—9 月，由于下游需求趋弱，公司水泥销量同比下降 9.27%；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—9 月 |
|----|------|---------|---------|---------|--------------|
| 水泥 | 销售量  | 7657.28 | 6294.43 | 3482.46 | 2314.41      |
|    | 销售均价 | 313.73  | 315.83  | 280.86  | 235.20       |
| 熟料 | 销售量  | 540.13  | 411.72  | 211.96  | 114.25       |
|    | 销售均价 | 260.71  | 299.86  | 253.72  | 213.33       |

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，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 1—9 月，公司在川渝区域的占有率处于领先地位。

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—9 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% | 34.12%       | 27.10% |
| 重庆             | 20.00% | 20.20% | 20.00% | 20.10% | 17.00% | 13.92% | 19.97%       | 14.00% |
| 陕西汉中（2023 年新增） | --     | --     | --     | --     | --     | 19.00% | 31.91%       | 19.70% |
| 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 1—9 月，下游房地产需求不足，公司在四川、重庆和汉中的销量和销售均价同比均有所下降。

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—9 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 | 1605.32      | 37.84 | 235.75 |
| 重庆   | 712.97  | 39.39  | 314.36 | 904.75  | 27.55 | 304.48 | 1026.78 | 26.95 | 262.43 | 675.30       | 15.68 | 232.12 |
| 陕西汉中 | --      | --     | --     | 70.11   | 2.48  | 353.74 | 55.04   | 1.60  | 291.36 | 33.79        | 0.91  | 270.53 |
| 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。2024 年 1—9 月，公司在重点工程领域的销售占比提升至 26.35%。

图表 10 • 公司销售渠道占比情况

| 项目        | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1—9 月 |
|-----------|--------|--------|--------|--------------|
| 重点工程      | 24.03% | 23.70% | 22.90% | 26.35%       |
| 民用市场      | 50.47% | 51.56% | 37.80% | 38.79%       |
| 搅拌站（含预制板） | 25.50% | 24.74% | 39.30% | 34.86%       |

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9月底，公司主要在建项目3个，整体投资压力尚可。其中投资较大的重庆铜梁西南日产7300吨熟料及配套生产线搬迁技改项目（以下简称“铜梁项目”）计划于2025年3月投产。

图表 11 截至 2024 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  | 铜梁西南水泥-日产 7300 吨熟料及配套生产线搬迁技改项目  | 14.98 | 自有资金、贷款资金 | 已到位      | 7.01  | 1 年    |
| 2  | 德胜水泥-鲁塘山水泥用灰岩矿及建筑用玄武岩矿破碎及皮带输送项目 | 1.63  | 自有资金、贷款资金 | 已就位      | 0.30  | 1.5 年  |
| 3  | 安县中联-大风岩矿破碎及皮带运输项目              | 1.78  | 自有资金、贷款资金 | 已就位      | 0.03  | 1.5 年  |
| 合计 | --                              | 18.39 | --        | --       | 3.07  | --     |

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：为方便对比，上表数据均来自 Wind，与联合资信的计算方式可能存在差异

## 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

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—9 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，未来公司面临较大的商誉减值风险。2024 年 9 月底，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 年底 |        | 2022 年底 |        | 2023 年底 |        | 2024 年 9 月底 |        |
|-----------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|-------------|--------|
|           | 金额      | 占比     | 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%  | 6.24        | 1.88%  |
| 其他应收款（合计） | 15.17   | 2.39%  | 239.10  | 43.95% | 106.09  | 26.56% | 35.78       | 10.80% |
| 固定资产（合计）  | 323.76  | 50.95% | 146.28  | 26.89% | 137.89  | 34.52% | 132.58      | 40.02% |
| 在建工程（合计）  | 18.63   | 2.93%  | 22.82   | 4.20%  | 22.50   | 5.63%  | 28.85       | 8.71%  |
| 无形资产      | 49.09   | 7.73%  | 24.90   | 4.58%  | 27.12   | 6.79%  | 27.93       | 8.43%  |

<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）。

|      |        |         |        |         |        |         |        |         |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 商誉   | 132.23 | 20.81%  | 61.80  | 11.36%  | 61.51  | 15.40%  | 61.51  | 18.57%  |
| 资产总额 | 635.41 | 100.00% | 544.02 | 100.00% | 399.43 | 100.00% | 331.28 | 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

2021—2023 年底，公司资产规模持续下降，主要系重组所致。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，未来商誉减值风险较大。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 9 月底，公司资产总额较上年底下降 17.06%，主要系其他应收款下降所致；其他应收款下降 66.27%至 35.78 亿元，主要系与天山股份往来款减少所致。截至 2024 年 9 月底，公司受限资产合计 1.05 亿元，为受限货币资金。

## 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 9 月底，公司所有者权益较上年底下降 2.82%至 178.83 亿元，主要系亏损所致，权益结构变动不大。

### （2）负债

2021—2023 年末，公司有息债务持续下降。截至 2024 年 9 月底，公司短期债务占比高，债务结构有待改善，公司面临一定短期集中兑付压力。

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 9 月底，公司负债总额较上年底下降 29.23%，主要系其他应付款（合计）由上年底的 60.93 亿元下降至 9.99 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。

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 2024 年 9 月底，公司全部债务 122.83 亿元，较上年底下降 3.50%，短期借款以流贷为主，短期债务占 53.57%。债务指标方面，公司全部债务资本化比率和资产负债率均有所下降。

图表 14 • 公司负债主要构成（单位：亿元）

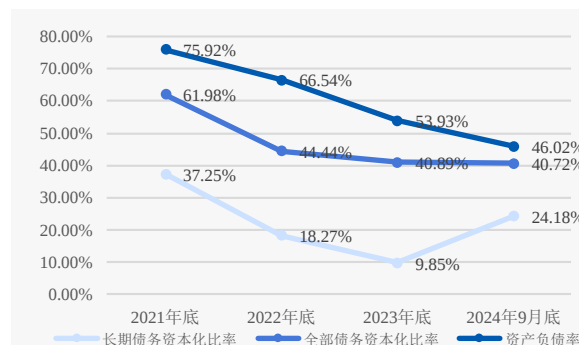
| 科目          | 2021 年底 |        | 2022 年底 |        | 2023 年底 |        | 2024 年 9 月底 |        |
|-------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|-------------|--------|
|             | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     | 金额          | 占比     |
| 短期借款        | 84.74   | 17.57% | 55.44   | 15.32% | 57.25   | 26.58% | 41.69       | 27.35% |
| 应付账款        | 37.22   | 7.72%  | 17.58   | 4.86%  | 18.46   | 8.57%  | 11.00       | 7.21%  |
| 其他应付款（合计）   | 173.60  | 35.99% | 189.33  | 52.30% | 60.93   | 28.28% | 9.99        | 6.55%  |
| 一年内到期的非流动负债 | 43.56   | 9.03%  | 23.12   | 6.39%  | 29.69   | 13.78% | 17.76       | 11.65% |
| 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%  | 25.79       | 16.92% |

<sup>5</sup> 指云南西南、贵州西南和中建材股份。

|      |        |         |        |         |        |         |        |         |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 应付债券 | 35.00  | 7.26    | 25.00  | 6.91    | 6.00   | 2.79    | 31.24  | 20.49%  |
| 负债总额 | 482.39 | 100.00% | 361.98 | 100.00% | 215.41 | 100.00% | 152.45 | 100.00% |

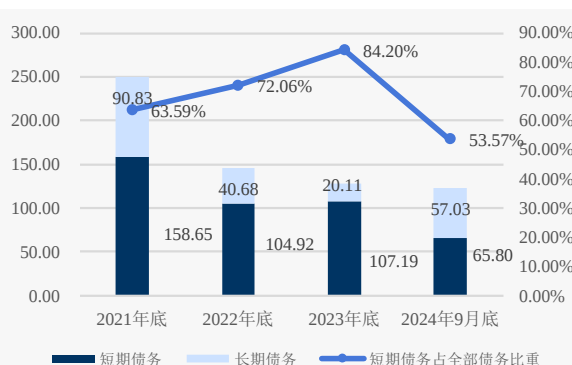
注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 负债科目占比为各科目在负债总额中占比  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 公司债务杠杆情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 16 • 公司债务构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从债务期限分布看，截至 2024 年 9 月底，公司 1 年内到期的债务 65.79 亿元，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 9 月底公司有息债务期限结构（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        | 41.69  | --     | --     | --    | 41.69   |
| 应付票据        | 6.35   | --     | --     | --    | 6.35    |
| 一年内到期的非流动负债 | 17.75  | --     | --     | --    | 17.75   |
| 长期借款        | --     | 20.92  | 0.58   | 4.28  | 25.77   |
| 应付债券        | --     | 6.00   | 22.00  | 3.00  | 31.00   |
| 合计          | 65.79  | 26.92  | 22.58  | 7.28  | 122.57  |
| 占比          | 53.68% | 21.96% | 18.42% | 5.94% | 100.00% |

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 年前三季度，公司营业总收入同比下降，利润总额亏损。预计未来一段时间，公司盈利能力仍将承压。

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—9 月，公司营业总收入同比下降 26.37%，利润总额亏损 5.16 亿元，主要系下游需求不足，市场整体行情有所下滑，水泥价格处于低位运行所致。2024 年四季度以来，水泥价格有所回升，预计公司 2024 年全年将略有亏损或微盈利，但未来一段时间内，下游房地产和基建需求放缓，水泥需求支撑不足，预计公司盈利能力仍将承压。

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—9 月 |
|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 营业总收入  | 264.59 | 225.08 | 111.04 | 61.82        |
| 营业成本   | 211.47 | 202.11 | 93.29  | 56.12        |
| 期间费用   | 36.33  | 32.79  | 10.93  | 10.28        |
| 资产减值损失 | -14.35 | -0.50  | --     | --           |
| 其他收益   | 2.18   | 1.95   | 1.30   | 0.92         |
| 营业外收入  | 6.37   | 0.48   | 0.84   | 0.16         |
| 利润总额   | 4.78   | -12.90 | 6.73   | -5.16        |
| 营业利润率  | 18.93% | 8.47%  | 14.31% | 7.42%        |
| 总资产收益率 | 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，公司总资产收益率波动下降，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：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。下游需求趋弱，公司收入下降明显，经营获现能力下降，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 1—9 月，公司经营活动现金仍保持净流入，但规模下降明显，投资活动现金小幅净流出，筹资活动现金小幅净流入。

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—9 月 |
|--------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流入小计         | 301.48        | 241.31        | 122.95       | 70.68        |
| 经营活动现金流出小计         | 259.45        | 229.59        | 115.90       | 67.35        |
| <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>3.33</b>  |
| 投资活动现金流入小计         | 3.09          | 0.44          | 64.05        | 2.65         |
| 投资活动现金流出小计         | 31.02         | 39.30         | 10.60        | 8.46         |
| <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>-5.81</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>-2.48</b> |

<sup>6</sup> 因贵嘉资产剥离，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

|                   |               |              |               |             |
|-------------------|---------------|--------------|---------------|-------------|
| 筹资活动现金流入小计        | 172.75        | 295.57       | 238.85        | 166.26      |
| 筹资活动现金流出小计        | 186.05        | 279.21       | 300.02        | 162.13      |
| <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>4.13</b> |
| 现金收入比             | 112.39%       | 102.03%      | 105.39%       | 111.27%     |

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，存在一定短期偿付压力，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偿债压力；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—9 月 |
|--------|----------------|--------|--------|--------|--------------|
| 短期偿债指标 | 流动比率           | 20.16% | 84.90% | 67.26% | 65.59%       |
|        | 速动比率           | 13.73% | 80.82% | 62.28% | 55.79%       |
|        | 经营现金流动负债比      | 10.97% | 3.70%  | 3.70%  | 3.66%        |
|        | 经营现金/短期债务（倍）   | 0.26   | 0.11   | 0.07   | 0.05         |
|        | 现金短期债务比（倍）     | 0.14   | 0.06   | 0.05   | 0.11         |
| 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   | --           |
|        | EBITDA 利息倍数（倍） | 2.92   | 1.89   | 4.48   | --           |
|        | 经营现金/利息支出（倍）   | 2.90   | 0.89   | 1.35   | --           |

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债指标看，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，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 2024 年 9 月底，公司对外担保合计 9.97 亿元，均为对天山股份体系内（原子公司云南西南、贵州西南等）的担保，有一定或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2024 年 9 月底，公司存在 3 起重大诉讼，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，截至 2024 年底，重钢集团已履行还款义务 2.51 亿元，尚有约 6000.00 万元待收回。（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 年底，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，裁决结果为公司向谭国仁支付股权转让价款余款 4.31 亿元及逾期付款损失、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公司返还代付的个人收入所得税税金 2.06 亿元，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：谭国仁赔偿公司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。2023 年 7 月 12 日，四川省高院作出一审判决：驳回原告云南永保的诉讼请求。云南永保已向最高人民法院提起上诉，截至 2024 年 9 月底，法院正在审理中。

授信方面，截至 2024 年 9 月底，公司共计获得银行和金融机构等授信额度合计 164.00 亿元，剩余授信额度 86.99 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。

## 九、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，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，公司管理体制完善、管理水平较高。

## 十、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。

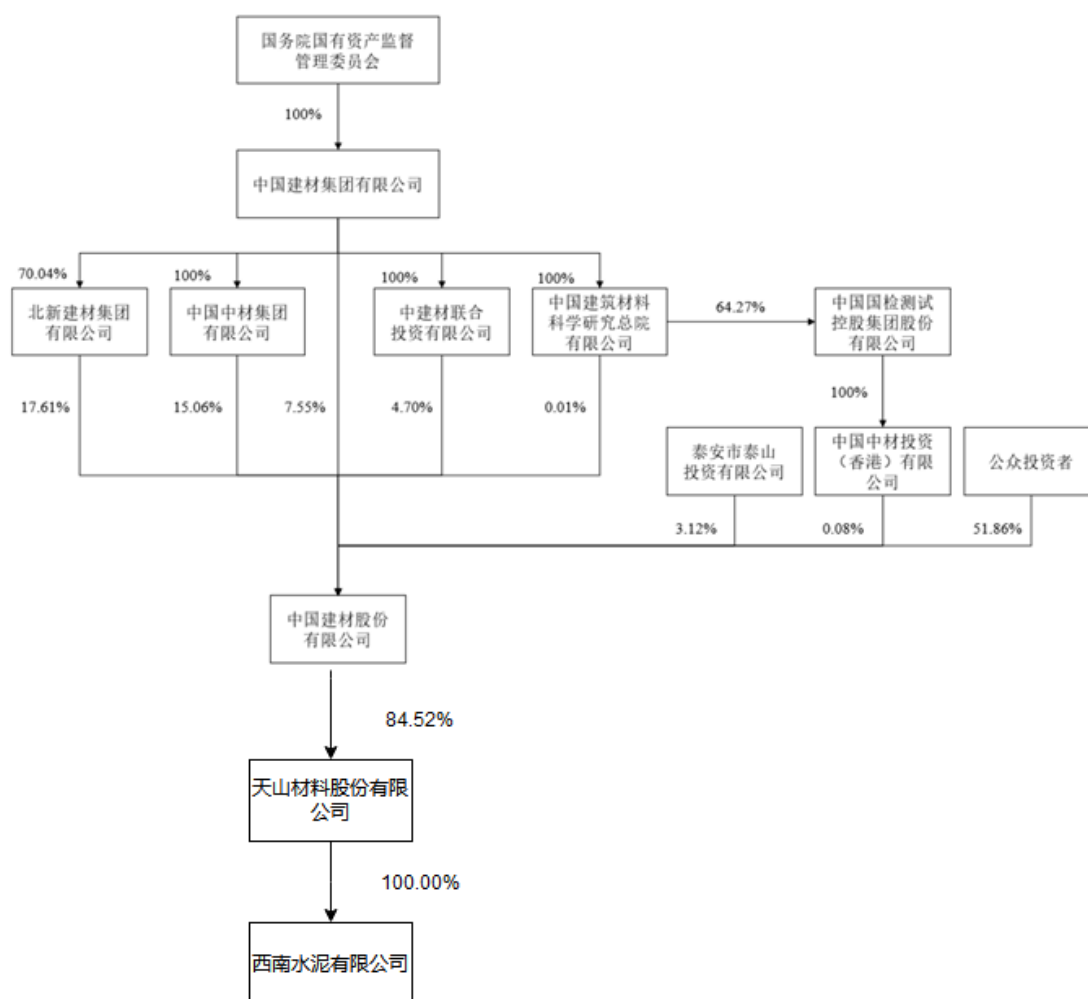
税收优惠方面，2021—2023 年，公司所获增值税退税金额分别为 1.60 亿元、1.94 亿元和 1.00 亿元。截至 2023 年底，公司旗下共有 43 家成员企业享受资源综合利用的增值税退税 70%的优惠政策。2021—2023 年，公司获得的政府补助收入<sup>7</sup>分别为 3.15 亿元、3.65 亿元和 1.31 亿元。

## 十一、评级结论

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

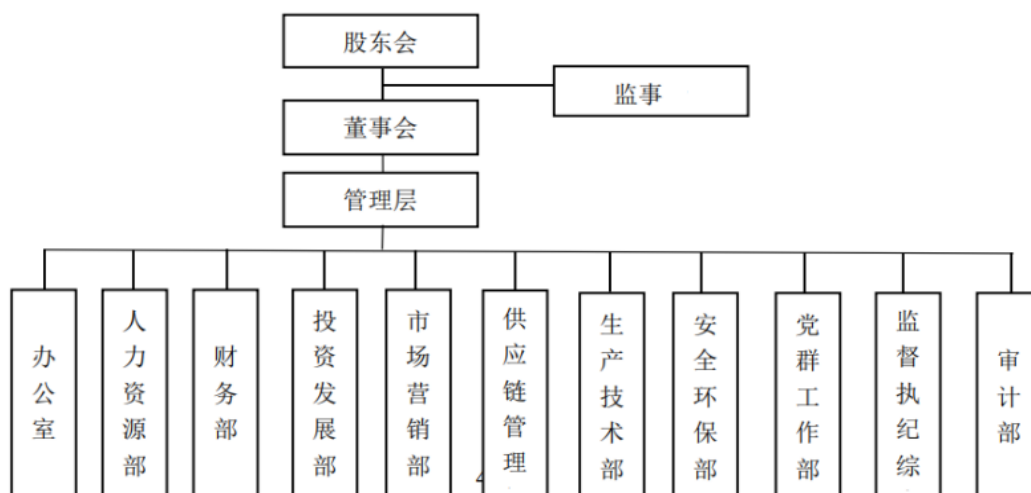
<sup>7</sup> 主要为资源综合利用退税、重点引资企业项目发展扶持奖励、工业发展资金、就业稳岗补贴等

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 6 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 9 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 9 月底）

| 子公司名称         | 注册资本金（万元） | 主营业务      | 持股比例 | 表决权比例 | 取得方式 |
|---------------|-----------|-----------|------|-------|------|
| 重庆长寿西南水泥有限公司  | 42000.00  | 水泥、熟料制造销售 | 100% | 100%  | 购买   |
| 四川德胜集团水泥有限公司  | 17500.00  | 水泥、熟料制造销售 | 90%  | 90%   | 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% | 100%  | 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% | 100%  | 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% | 100%  | 购买   |
| 达州利森水泥有限公司    | 9000.00   | 水泥、熟料制造销售 | 100% | 100%  | 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% | 100%  | 购买   |
| 北川中联水泥有限公司    | 25000.00  | 水泥、熟料制造销售 | 80%  | 80%   | 购买   |
| 重庆綦江西南水泥有限公司  | 20000.00  | 水泥、熟料制造销售 | 100% | 100%  | 购买   |
| 安县中联水泥有限公司    | 25000.00  | 水泥、熟料制造销售 | 80%  | 80%   | 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 9 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>        |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）          | 21.90  | 6.21   | 5.30   | 6.98       |
| 应收账款（亿元）           | 5.33   | 4.98   | 4.35   | 4.30       |
| 其他应收款（亿元）          | 15.17  | 238.82 | 106.09 | 35.78      |
| 存货（亿元）             | 24.65  | 12.95  | 9.50   | 8.90       |
| 长期股权投资（亿元）         | 14.83  | 7.61   | 8.39   | 8.25       |
| 固定资产（亿元）           | 323.76 | 146.28 | 137.89 | 132.58     |
| 在建工程（亿元）           | 18.63  | 22.82  | 22.50  | 28.85      |
| 资产总额（亿元）           | 635.41 | 544.02 | 399.43 | 331.28     |
| 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   | 3.71       |
| 所有者权益（亿元）          | 153.02 | 182.03 | 184.02 | 178.83     |
| 短期债务（亿元）           | 158.65 | 104.92 | 107.19 | 65.80      |
| 长期债务（亿元）           | 90.83  | 40.68  | 20.11  | 57.03      |
| 全部债务（亿元）           | 249.49 | 145.61 | 127.29 | 122.83     |
| 营业总收入（亿元）          | 264.59 | 225.08 | 111.04 | 61.82      |
| 营业成本（亿元）           | 211.47 | 202.11 | 93.29  | 56.12      |
| 其他收益（亿元）           | 2.18   | 1.95   | 1.30   | 0.92       |
| 利润总额（亿元）           | 4.78   | -12.90 | 6.73   | -5.16      |
| 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 | 68.79      |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 301.48 | 241.31 | 122.95 | 70.68      |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 42.03  | 11.72  | 7.05   | 3.33       |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -27.93 | -38.86 | 53.44  | -5.81      |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -13.31 | 16.36  | -61.17 | 4.13       |
| <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 | 111.27     |
| 营业利润率（%）           | 18.93  | 8.47   | 14.31  | 7.42       |
| 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   | 24.18      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 61.98  | 44.44  | 40.89  | 40.72      |
| 资产负债率（%）           | 75.92  | 66.54  | 53.93  | 46.02      |
| 流动比率（%）            | 20.16  | 84.90  | 67.26  | 65.59      |
| 速动比率（%）            | 13.73  | 80.82  | 62.28  | 55.79      |
| 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   | 0.11       |
| 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 1—9 月财务报表未经审计，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 9 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>        |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）          | 0.01   | 3.99   | 3.44   | 5.08       |
| 应收账款（亿元）           | 3.19   | 5.08   | 1.09   | 1.04       |
| 其他应收款（亿元）          | 274.16 | 344.94 | 175.25 | /          |
| 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 | 139.03     |
| 固定资产（亿元）           | 1.32   | 1.44   | 1.38   | 1.27       |
| 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 | 290.27     |
| 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 | 168.62     |
| 短期债务（亿元）           | 67.36  | 79.56  | 83.26  | 52.97      |
| 长期债务（亿元）           | 53.15  | 40.27  | 16.26  | 50.28      |
| 全部债务（亿元）           | 120.51 | 119.83 | 99.51  | 103.24     |
| 营业总收入（亿元）          | 6.22   | 5.61   | 27.55  | 19.59      |
| 营业成本（亿元）           | 4.10   | 4.94   | 24.81  | 17.53      |
| 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   | 3.97       |
| EBITDA（亿元）         | /      | /      | /      | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 5.47   | 5.38   | 38.42  | 22.99      |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 6.08   | 5.61   | 39.09  | 23.62      |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | -0.44  | -0.37  | -0.19  | -0.16      |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | 3.10   | 8.98   | 66.95  | 1.32       |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -4.15  | -4.65  | -67.30 | 0.48       |
| <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 | 117.38     |
| 营业利润率（%）           | 33.49  | 11.39  | 9.67   | 10.28      |
| 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   | 22.97      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 46.53  | 42.24  | 37.67  | 37.98      |
| 资产负债率（%）           | 67.07  | 67.29  | 48.43  | 41.91      |
| 流动比率（%）            | 124.84 | 121.08 | 133.06 | 210.12     |
| 速动比率（%）            | 124.84 | 121.08 | 133.06 | 210.12     |
| 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   | 0.10       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | /      | /      | /      | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | /      | /      | /      | --         |

注：1. 公司本部 2024 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%                         |
| <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 |

## 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。