

# 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〔2026〕1460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

二〇二六年三月十三日

# 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、该评级结果自 2026 年 3 月 13 日至 2027 年 3 月 12 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。

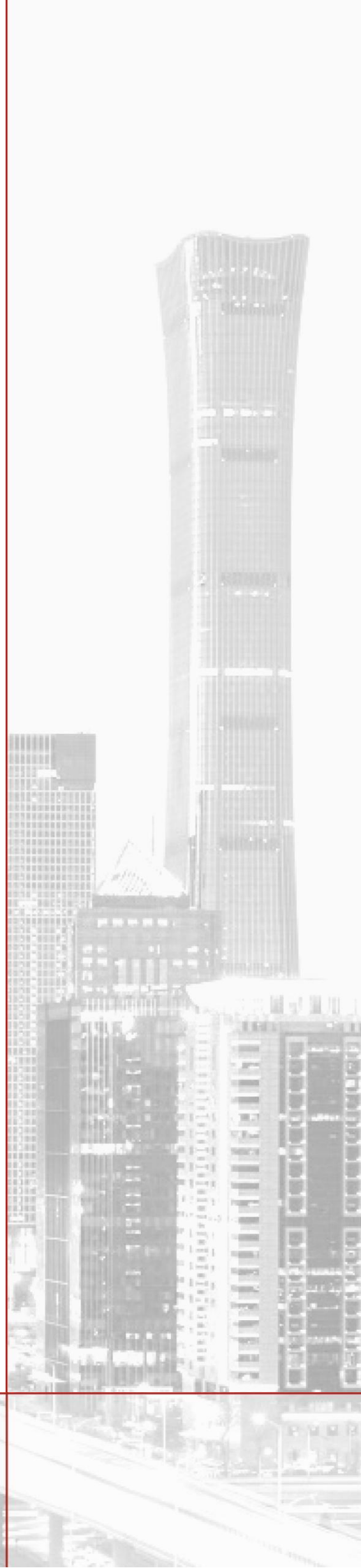
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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	2026/03/13

**主体概况** 西南水泥有限公司（以下简称“公司”）成立于 2011 年，截至 2025 年 9 月底，公司注册资本 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。公司以水泥熟料、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** 公司作为川渝地区的水泥龙头企业，在区域内的经营规模和区域市场占有率等方面具有显著优势。2022 年公司完成资产重组后区域布局优化，水泥熟料产能和产量在区域内保持领先地位，但受区域内水泥供需失衡以及错峰生产时间较长影响，公司产能利用率波动下降。财务方面，受水泥行业量价齐跌以及业务剥离影响，公司营业收入持续下降，盈利能力下降明显，2025 年天山股份由于产能置换部分产线退出对非流动资产计提大额减值预计归母净利润大幅亏损，公司预计亦将对部分退出的产能计提减值，2025 年或将亏损，且公司商誉规模较大，未来的减值风险较大；公司经营活动现金持续净流入，基本可以覆盖投资支出，公司债务规模持续下降，但短期债务占比较高。公司控股股东天山股份及间接控股股东中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”）实力雄厚，公司作为天山股份所属的区域水泥经营平台，能够获得较大外部支持，同时有效保障了公司融资渠道的稳定，短期债务滚续压力不大，整体偿债能力强。综合评估，公司信用风险极低。

**个体调整：**不适用。

**外部支持调整：**控股股东天山股份对公司支持力度大。

**评级展望** 未来一段时间内区域水泥需求预计仍将下降，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，公司产能布局将优化，公司在产能规模、保供能力和营销管理等方面将继续保持优势，同时考虑公司融资渠道畅通、股东支持持续性强，公司对债务的保障能力将维持很高水平。评级展望为稳定。

**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，公司为股东下属重要区域水泥平台，在资本注入、融资渠道、资源整合等方面持续获得股东有力支持。截至 2025 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显著优势。截至 2025 年 9 月底，公司水泥产能 6498 万吨/年，在区域内具备强大的保供能力和市场影响力，竞争壁垒较高，2025 年 1—9 月，公司在四川和重庆市场占有率分别为 26.51%和 14.40%。
- **财务结构稳健，经营获现能力良好，融资渠道畅通。**截至 2024 年底，公司所有者权益 179.55 亿元，其中实收资本占 65.01%，权益稳定性较强；公司经营活动现金持续净流入，具备良好的自身造血能力。同时，公司拥有充裕的未使用授信额度，股东背景亦为资本市场融资提供了有力支撑，整体财务弹性强。

## 关注

- **区域供需矛盾突出，主业经营持续承压。**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，公司产能主要在川渝地区，区域内水泥产能过剩较为严峻，在下游需求收缩以及环保要求趋严的影响下，2024 年公司错峰生产时间拉长，产能利用率处于低位，且短期内水泥需求难有显著改善，对未来主业发展的支撑较弱。
- **公司盈利能力下滑明显，且商誉规模较大，面临的减值风险较大。**水泥行业景气度延续下滑态势，近年来水泥量价齐跌。特别需关注的是，截至 2025 年 9 月底，公司商誉规模高达 61.42 亿元，占总资产的 18.71%，鉴于行业景气度下行及股东层面已预告的大额资产减值，公司未来面临较大的商誉及资产减值风险，2025 年业绩或将出现亏损。
- **债务结构待优化，短期偿付依赖再融资。**截至 2025 年 9 月底，公司短期债务占全部债务的 65.58%，尽管公司凭借强大的股东支持和畅通的融资渠道，通过借新还旧滚续短期债务的压力不大，但现金类资产对短期债务覆盖倍数低，债务结构仍有待优化，以进一步降低对再融资的依赖。

## 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	2
			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	3
		资本结构	1	
		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。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

## 主要财务数据

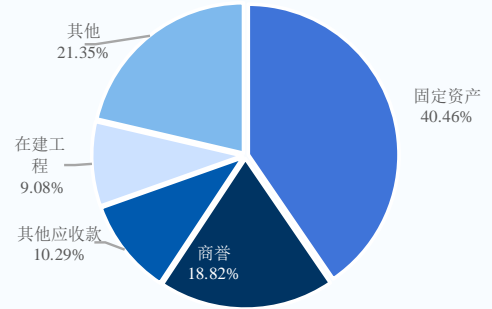
项目	合并口径			
	2022年	2023年	2024年	2025年9月
现金类资产（亿元）	6.21	5.30	8.36	5.51
资产总额（亿元）	544.02	399.43	326.79	328.23
所有者权益（亿元）	182.03	184.02	179.55	180.93
短期债务（亿元）	104.92	107.19	65.34	73.40
长期债务（亿元）	40.68	20.11	49.13	38.53
全部债务（亿元）	145.61	127.29	114.47	111.92
营业总收入（亿元）	225.08	111.04	88.71	57.35
利润总额（亿元）	-12.90	6.73	1.22	2.47
EBITDA（亿元）	25.05	23.40	16.13	--
经营性净现金流（亿元）	11.72	7.05	13.41	9.62
营业利润率（%）	8.47	14.31	13.02	17.65
净资产收益率（%）	-6.03	2.84	0.30	--
资产负债率（%）	66.54	53.93	45.05	44.88
全部债务资本化比率（%）	44.44	40.89	38.93	38.22
流动比率（%）	84.90	67.26	56.89	52.57
经营现金流动负债比（%）	3.70	3.70	14.37	--
现金短期债务比（倍）	0.06	0.05	0.13	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	1.89	4.48	4.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.81	5.44	7.10	--

项目	公司本部口径			
	2022年	2023年	2024年	2025年9月
资产总额（亿元）	501.00	319.24	279.55	277.38
所有者权益（亿元）	163.88	164.64	165.34	167.46
全部债务（亿元）	119.83	99.51	93.89	93.82
营业总收入（亿元）	5.61	27.55	26.08	16.56
利润总额（亿元）	0.26	3.87	5.34	2.61
资产负债率（%）	67.29	48.43	40.86	39.63
全部债务资本化比率（%）	42.24	37.67	36.22	35.91
流动比率（%）	121.08	133.06	189.67	169.30
经营现金流动负债比（%）	-0.12	-0.14	-0.87	--

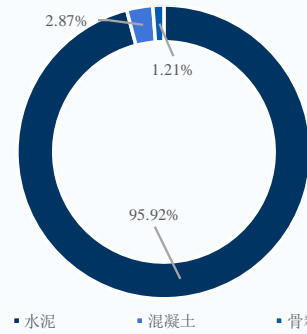
注：1. 公司 2025 年 1—9 月财务报表未经审计，相关指标未经年化；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 本报告将合并数据中其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算；4. 2022 年合并报表中原股东拆借款未计入全部债务计算；5.“--”代表指标不适用，“/”表示未获取数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

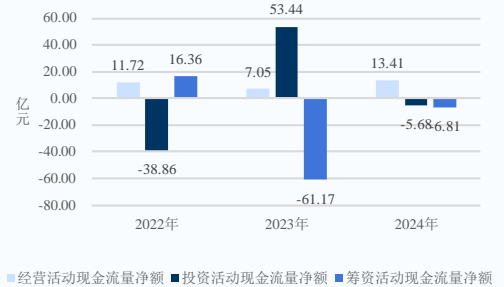
2024 年底公司资产构成



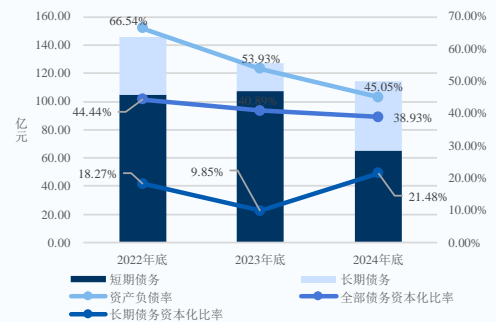
2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



## 同业比较（截至 2024 年底/2024 年）

主要指标	信用等级	存货周转次数（次）	总资产周转次数（次）	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）	资产负债率
公司	AAA	10.39	0.24	326.79	179.55	88.71	1.22	45.05%
华新建材	AAA	7.90	0.49	695.13	348.98	342.17	41.12	49.80%
冀东水泥	AAA	7.00	0.42	593.14	292.59	252.87	-8.96	50.67%
南方水泥	AAA	11.33	0.25	410.85	238.72	111.59	3.16	41.90%

注：1. “华新建材”为华新建材集团股份有限公司的简称，“冀东水泥”为金隅冀东水泥集团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	2025/06/03	杨哲 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>	<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：李旭 [lixu@lhratings.com](mailto:lixu@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”或“西南水泥”）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 2025 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 116.73 亿元，股东为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”），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”）。

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 2025 年 9 月底，公司内部设办公室、党群工作部、人力资源部、财务部等部门（详见附件 1-2）。截至 2025 年 9 月底，公司合并范围内员工共 5048 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 326.79 亿元，所有者权益 179.55 亿元（含少数股东权益 3.59 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 88.71 亿元，利润总额 1.22 亿元。截至 2025 年 9 月底，公司合并资产总额 328.23 亿元，所有者权益 180.93 亿元（含少数股东权益 3.57 亿元）；2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 57.35 亿元，利润总额 2.47 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

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）》](#)。

## 三、行业分析

2024 年以来，水泥需求仍然乏力，供需失衡致使行业竞争加剧，受行业加强错峰生产及自律停产影响，9 月以来水泥价格进入增长通道，但依然低位运行，各区域水泥价格走势存在较大差异；煤炭价格虽波动下行但仍处相对高位，水泥行业效益持续下降。

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，多地错峰停窑时间延长，加大非采暖季错峰停产力度；且随着“双碳”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，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。

展望未来，水泥需求难以显著恢复，政策端或将加大去产能力度，从长期看，采取直接或间接去产能政策势在必行；水泥价格回升依赖供给端错峰生产及自律停产执行情况，各区域或存在较大差异，预计水泥价格或将低位修复，但尚不具备持续增长条件。完整版行业分析详见[《2025 年水泥行业分析》](#)。

## 四、基础素质分析

### 1 竞争实力

公司在四川地区产能占有率排第一，川渝地区基建投资对水泥需求有一定支撑，但房地产需求下降形成拖累，且区域内水泥产能依然过剩。公司石灰石自给率尚可，余热发电占比提升，单位生产成本同比下降。

规模和市场占有率方面，截至 2024 年底，公司熟料和水泥产能（核定产能）分别为 4290.5 万吨/年和 6498 万吨/年，水泥产能在四川省产能占有率为 26.63%，重庆产能占有率为 17.13%，在四川地区产能占有率排第一。单线产能方面，截至 2024 年底，公司共有产线 46 条，有效运行产线 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，规模优势明显。

图表 1 • 公司水泥各区域产能和市场占有率

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	产能占有率	市场占有率	产能占有率	市场占有率	产能占有率	市场占有率
四川	23.10%	22.50%	28.14%	26.45%	26.63%	26.51%
重庆	20.00%	20.10%	17.00%	13.92%	17.13%	14.40%
陕西汉中（2023 年新增）	--	--	--	19.00%	--	17.25%
贵州	25.20%	24.70%	--	--	--	--
云南	18.31%	18.10%	--	--	--	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

区域环境方面，2024 年四川省房地产开发投资同比下降 9.9%，固定资产投资（不含农户）比上年增长 2.4%。基建方面，2025 年四川省计划推进 810 个省级重点项目，年度投资额 7916.5 亿元，其中基础设施项目 280 个，涵盖高速公路、水利和铁路等领域。成渝双城经济圈建设加速，320 个共建重点项目年度投资 4414.5 亿元，成达万高铁、引大济岷工程等重大项目进入施工高峰期，预计将对水泥需求形成支撑。供给方面，据中国水泥网数据，2024 年四川省水泥熟料产能为 9941.64 万吨/年，重庆市水泥熟料产能为 5232.80 万吨。2024 年，四川省内 108 条熟料产线全部参与错峰生产，加权平均每条线停窑天数 189 天，总体超额完成全年 140 天错峰生产任务，行业平均熟料产能利用率在 60% 以下。川渝地区固定资产投资规模较大，但房地产投资对水泥需求有所拖累，供给侧产能仍然过剩。综合来看，短期内基建投资虽有一定托底作用，但难以完全对冲房地产下行带来的需求缺口，区域供需失衡的格局预计将持续，对公司产能利用率和盈利能力的修复构成制约。

原材料及动力供给方面，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 2024 年的 71.64%，基本保证了原材料的稳定供应，截至 2024 年末，公司石灰石储量 17.61 亿吨，可采年限约 50.5 年；公司 4 个主要在建项目中石灰石矿山项目 3 个，预计投产后，公司石灰石自给率将进一步提升。2024 年公司余热发电成本为 0.18 元/度，仍低于外购电成本。2024 年，公司余热发电占比为 31.58%，较 2023 年提升 1.88 个百分点，有利于降低生产成本。2024 年公司水泥单吨生产成本为 214.65 元，较 2023 年有所下降。

### 2 人员素质

公司内部人员基本满足日常经营需求。

截至 2025 年 9 月底，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 2025 年 9 月底，公司合并范围内员工共 5048 人，按文化素质划分，硕士及以上为 21 人、本科为 560 人、大专为 1207 人，高中及以下为 3260 人。人员结构符合水泥制造行业作为传统劳动密集型产业的普遍特征。

### 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 2026 年 1 月 8 日，公司本部无已结清和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本部有逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家市场监督管理总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

## 五、管理分析

### 1 法人治理

**公司法人治理结构能够满足公司日常经营，但撤销董事会和监事，内部监督制衡机制有所弱化。**

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。虽然这一安排在当前阶段能满足公司作为非上市子公司的日常运营需求，符合股东统一管理的要求，但相较于标准的“三会一层”治理模式，内部监督制衡机制有所弱化。联合资信将持续关注该治理模式在公司重大决策、关联交易及风险防控方面的实际运行效果。

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（总裁）1 名、副总经理（副总裁）若干、财务总监 1 名及总法律顾问 1 名；总理由公司董事聘任；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，成员企业每日销售收入资金必须定时归集至区域公司，实行收支两条线集中管理。成员企业必须无条件执行和配合，执行区域公司资金集中管理相关制度，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 家区域公司，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（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2和图表3所示：

图表2·公司业务整合涉及主体情况

序号	涉及主体	划转方式	工商变更是否完成	转让定价（万元）
1	云南西南水泥有限公司	有偿划出	是	200000.00
2	贵州西南水泥有限公司	有偿划出	是	300000.00
3	嘉华特种水泥股份有限公司	有偿划出	是	118448.89
4	攀枝花攀煤水泥制品有限公司	有偿划出	是	1612.71
5	中材汉江水泥股份有限公司	无偿转入	是	--
6	绵阳市民兴商品混凝土有限公司 <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3·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	2022年底资产总额	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

本次业务调整是天山水泥对区域水泥产能的重新规划，将公司亏损的云贵业务划出，同时划入陕西区域水泥项目，有利于改善公司盈利能力，并增强公司在西南区域的竞争实力。

## 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。2022—2024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，毛利率波动增长。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。2025年1—9月，公司营业总收入同比有所下降，毛利率有所回升。

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，公司还有少量商品混凝土业务。

2022—2024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，公司水泥、熟料业务收入持续下降，带动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。

<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。

从毛利率来看，2023 年受公司剥离云南西南和贵州西南等亏损经营主体以及煤炭采购价格的下降影响，公司水泥毛利率同比有所提升；公司商品混凝土业务毛利率水平逐年下降，熟料毛利率很低，主要系熟料以内销为主、外销占比较低，外销定价时主要从市场协同角度考虑参考内销价格，售价较低所致。综上，公司综合毛利率波动增长。

2025 年 1—9 月，公司营业总收入 57.35 亿元，同比下降 7.23%，综合毛利率回升至 19.96%，主要系区域水泥价格有所回暖所致。

**图表 4 • 2022—2024 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）**

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	198.80	91.38%	8.79%	97.81	92.54%	15.05%	77.67	91.99%	13.52%
熟料	12.35	5.68%	7.40%	5.38	5.09%	2.60%	4.31	5.10%	5.58%
商品混凝土	6.41	2.95%	17.45%	2.50	2.37%	16.52%	2.45	2.90%	13.50%
合计	217.56	100.00%	8.96%	105.69	100.00%	14.45%	84.43	100.00	13.12%

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，2022—2024 年，公司主要产品水泥和熟料产量逐年下降。

截至 2025 年 9 月底，公司有效运行的水泥熟料产线共 33 条。2022—2024 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>2</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。2025 年 1—9 月，市场需求疲软，公司水泥及熟料产能利用率较上年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 5 • 公司产能产量情况（单位：万吨/年、万立方米/年、万吨、万立方米）**

项目	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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	6337.15	48.77%	6498.00	3498.74	53.85%	6498.00	3110.21	47.86%	6498.00	2021.76	41.48%
熟料	9644.10	5284.25	54.79%	4290.50	2849.05	66.40%	4290.50	2466.60	57.49%	4290.50	1695.41	52.69%
商品混凝土	685.00	241.37	35.24%	518.00	72.00	13.90%	518.00	78.90	15.23%	518.00	59.58	15.34%

注：2025 年 1—9 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

2022—2024 年，受公司水泥熟料产量下降影响，公司主要原材料采购量持续下降；煤炭采购价格持续下降，石灰石采购价格有所波动；公司石灰石自给率有待提高。2025 年 1—9 月，公司煤炭采购价格较 2024 年进一步下降，但相比 2021 年之前价格依然较高，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%。2022—2024 年，由于公司水泥产量下降，各类原材料采购量均随之下降；受主要原材料煤炭采购均价持续下降以及公司加大成本控制力度影响，公司水泥平均生产成本持续下降，分别为 288.08 元/吨、238.59 元/吨和 214.65 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，煤炭直供比例不断提升。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，2024 前五大原材

<sup>2</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。

料供应商集中度在 71.82%。2022—2024 年，煤炭采购均价持续下降，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；2025 年 1—9 月，煤炭价格进一步下降至 703.10 元/吨。尽管成本端压力有所缓解，但在水泥价格低位运行的背景下，公司仍面临严峻的成本控制挑战。

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，石灰石自给率持续提升，2025 年前三季度，公司石灰石自给率为 78.80%，基本保证了原材料的稳定供应，未来随着在建的石灰石矿山项目投产，公司石灰石自给率有望进一步提升。截至 2025 年 9 月底，公司石灰石储量 17.53 亿吨，可采年限约 58.4 年。2022—2024 年，受石灰石市场价格受环境治理因素及供应量波动影响，公司外购石灰石采购均价有所波动。2025 年 1—9 月，公司石灰石采购价格较上年有所下降。

图表 6 • 公司原材料采购及采购价格（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
煤炭	采购量	729.49	377.67	298.60	221.64
	采购均价	1168.11	1004.86	828.55	703.10
石灰石	采购量	6991.51	4262.94	3532.36	2687.65
	采购均价	24.03	20.55	24.19	21.15

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。公司外购电力逐年下降，外购电价变动不大；公司每吨熟料发电量不断提升，余热发电占比持续提升。2025 年 1—9 月，公司余热发电占比较上年略有下降。

图表 7 • 公司电力采购情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
外购电力（单位：亿度）	38.00	18.59	15.83	11.85
综合电价（元/度）	0.49	0.47	0.48	0.48
余热发电占比	29.00%	29.70%	31.58%	31.50%
平均每吨熟料发电量（度）	28.00	29.42	29.63	29.29
余热发电成本（元/度）	0.19	0.17	0.18	0.15

资料来源：公司提供，联合资信整理

### （3）产品销售

2022 年以来，公司在川渝地区市场占有率处于领先地位，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，水泥销售均价亦持续下降。未来一段时期，预计房地产市场景气度仍较低、基建需求支撑不足，公司水泥产能利用率预计仍将处于低位。但作为区域龙头企业，公司在市场协同稳价等方面拥有更强的话语权，且在重点工程等优质渠道的获取上具备优势，有望在行业下行周期中展现出更强的经营韧性。

2022—2024 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持续下行。2025 年 1—9 月，由于下游需求趋弱，公司水泥销量同比下降 14.12%，同时公司水泥销售均价较上年有所下降。

图表 8 • 公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
水泥	销售量	6294.43	3482.46	3129.13	1987.70
	销售均价	315.83	280.86	248.23	245.77
熟料	销售量	411.72	211.96	185.91	103.52
	销售均价	299.86	253.72	231.33	232.09

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，由于四川地区房地产需求疲软，加之基建投资放缓，水泥销售量均有不同程度下降，平均销售价格亦有所下降；重庆地区水泥销量波动增长，但销售价格持续下行，公司盈利能力持续承压。

图表 9 • 公司水泥销售情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

项目	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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	2824.02	94.99	336.36	2400.64	69.26	288.50	2176.16	54.45	250.22	1409.99	35.75	253.55
重庆	904.75	27.55	304.48	1026.78	26.95	262.43	908.81	22.04	242.46	546.23	12.31	225.36
陕西汉中	70.11	2.48	353.74	55.04	1.60	291.36	44.16	1.19	268.81	31.48	0.79	251.37
贵州	1431.70	42.19	294.71	--	--	--	--	--	--	--	--	--
云南	1063.86	31.59	296.93	--	--	--	--	--	--	--	--	--

注：价格为不含税的各水泥品种的加权销售均价  
 资料来源：公司提供，联合资信整理

公司销售渠道主要有重点工程、民用市场、搅拌站等。随着房地产投资的下降，公司加大对重点工程的拓展力度，2022—2024 年，公司在民用市场的销量占比持续下降，但公司重点工程中标率保持高水平。2025 年 1—9 月，公司在重点工程领域的销售占比提升至 30%。

图表 10 • 公司销售渠道占比情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
重点工程	23.70%	22.90%	27.48%	30%
民用市场	51.56%	37.80%	32.86%	41%
搅拌站（含预制板）	24.74%	39.30%	39.66%	29%

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司销售结算方式采用“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。

### 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，2022—2024 年，公司销售债权周转次数持续下降；存货周转次数和总资产周转次数波动下降。由于同行业对比企业混凝土业务占比存在差异，应收账款周转率等指标的可比性受限。但聚焦于核心的水泥业务，公司存货周转次数处于同行业对比企业中较高水平，反映了公司在生产组织和库存管理方面的效率。然而，总资产周转次数表现一般，在一定程度上受到公司资产结构中固定资产占比较高的重资产属性影响。综合看，公司整体经营效率处于同行业一般水平。

图表 12 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	华新建材集团股份有限公司	金隅冀东水泥集团股份有限公司	南方水泥有限公司
存货周转次数（次）	10.39	7.90	7.00	11.33
应收账款周转率（次）	22.41	13.09	10.75	4.94
总资产周转次数（次）	0.24	0.49	0.42	0.25

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

公司立足当前水泥市场环境，在建项目尚需投资规模不大，发展目标较为可行。

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，公司将继续专注水泥主业，加快“水泥+”业务发展布局。公司将以市场为导向，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，公司将继续强化区域化、本土化、专业化运营。在产能结构上，公司将淘汰落后产能，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。公司将推进矿产资源优化、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，公司将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。此外，公司将实施水泥“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，公司将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。公司将以循环经济为主线，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，公司将围绕“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”。

在建项目方面，截至2025年9月底，公司主要在建及拟建项目4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”）已于2025年5月投产。

图表 11 截至 2025 年 9 月底公司主要在建及拟建项目（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	企业自有资金+项目贷款	5.77	11.47	已于 2025 年 5 月投产
2	四川德胜水泥鲁塘山石灰岩矿及玄武岩矿采矿权竞买	12.35	企业自有资金+项目贷款	4.30	12.35	已于 2022 年 2 月取得矿权
3	四川利万步森西南水泥有限公司获取石灰石资源	2.83	企业自有资金+项目贷款	0	0	计划于 2026 年 6 月开始建设
4	四川雅安西南水泥有限公司百密沟石灰岩矿破碎及智能化输送系统项目	1.95	企业自有资金+项目贷款	0.02	0.005	计划于 2026 年 5 月开始建设
合计		32.11	--	10.09	23.825	--

注：1. 重庆铜梁 7300 吨熟料项目虽已于 2025 年 5 月投产，但仍处于试生产阶段，尚未转固；2. 四川德胜水泥鲁塘山石灰岩矿项目虽已基本完成投资，但尚未完成验收，未转固  
资料来源：公司提供，联合资信整理

整体看，公司为实现上述目标有技改搬迁和石灰石矿山在建项目，但剩余投资规模不大。公司发展目标基于当前市场环境和公司现有资源，可实施性较强。

## 八、财务分析

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022—2024 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 2025 年 1—9 月财务报表未经审计。

2022 年公司划出云贵地区水泥业务，财务数据可比性一般。

### 1 资产质量

2022—2024 年末，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。2025 年 9 月底，公司资产规模变动不大。

图表 13 • 公司主要资产数据（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>269.05</b>	<b>49.46%</b>	<b>128.11</b>	<b>32.07%</b>	<b>53.06</b>	<b>16.24%</b>	<b>54.69</b>	<b>16.66%</b>
货币资金	4.94	0.91%	4.41	1.10%	5.52	1.69%	4.83	1.47%
其他应收款（合计）	239.10	43.95%	106.09	26.56%	33.62	10.29%	33.44	10.19%
<b>非流动资产</b>	<b>274.96</b>	<b>50.54%</b>	<b>271.32</b>	<b>67.93%</b>	<b>273.73</b>	<b>83.76%</b>	<b>273.54</b>	<b>83.34%</b>
固定资产	146.28	26.89%	137.89	34.52%	132.23	40.46%	137.27	41.82%
在建工程	22.82	4.20%	22.50	5.63%	29.66	9.08%	25.40	7.74%

无形资产	24.90	4.58%	27.12	6.79%	27.96	8.55%	27.75	8.45%
商誉	61.80	11.36%	61.51	15.40%	61.51	18.82%	61.42	18.71%
<b>资产总额</b>	<b>544.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>399.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>326.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>328.23</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

2022—2024 年底，公司资产规模持续下降，主要系剥离部分区域水泥业务以及与天山股份的往来款下降所致，非流动资产占比上升，符合水泥行业特征。公司货币资金维持在 5 亿元左右，截至 2024 年底，公司受限货币资金 0.94 亿元，为矿山环境恢复治理保证金。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>3</sup>债权债务已于 2023 年 4 月完成抵销转让，2024 年底公司与天山股份的往来款下降，其他应收款（合计）较上年底下降 68.31%；固定资产逐年下降，主要系折旧所致；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，2024 年底较上年底增长 31.83%，主要系铜梁西南迁改项目新增投资 6.3 亿元所致；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，商誉规模有所下降，但规模仍大，考虑到当前水泥行业持续下行，下游需求疲软，且公司控股股东天山股份已预告 2025 年将因产能退出计提大额资产减值，公司同样面临严峻的经营压力。在此背景下，公司收购的子公司在经营层面普遍承压，未来计提大额商誉减值的可能性较大。

截至 2025 年 9 月底，公司资产总额较上年底变动不大，其中在建工程部分转固，其他资产变动不大。

## 2 资本结构

### （1）所有者权益

**2022—2024 年末，公司所有者权益规模波动下降，整体结构稳定性较好。**

2022—2024 年末，公司所有者权益规模波动下降。截至 2024 年底，公司所有者权益 179.55 亿元，较上年底下降 2.43%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.00%，少数股东权益占比为 2.00%。未分配利润较 2023 年底下降 8.87%，主要系当年向股东分配利润 5.04 亿元所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 65.01%、1.24%和 25.64%。所有者权益结构稳定性较强。截至 2025 年 9 月底，公司所有者权益规模和结构变动不大。

### （2）负债

**2022—2024 年末，公司有息债务持续下降，财务杠杆亦持续下降，债务负担较轻。截至 2025 年 9 月底，公司短期债务占比高，考虑到融资渠道畅通，债务滚续压力不大。公司主业为成熟产业，在建项目投资规模不大，短期内公司债务规模或将稳定。**

公司负债主要由其他应付款（合计）以及有息负债构成，2022 年—2024 年末，公司负债总额持续下降。公司其他应付款主要为资金拆借款以及应付保证金及押金，截至 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 年底，公司应付账款较上年底下降 25.80%，主要系支付了部分在建工程款项所致；其他应付款（合计）较上年底下降 82.53%，主要系与天山股份的往来款下降所致。

随着盈利能力较差的资产剥离，公司债务规模逐年下降，资产负债率和全部债务资本化比率亦持续下降。截至 2024 年底，公司全部债务 114.47 亿元，较上年底下降 10.07%，其中短期债务占比由上年底的 84.20%下降至 57.08%，债务结构有所优化。公司作为一般制造企业，水泥主业已发展较为成熟，目前公司在建项目规模较小，所需资金规模不大，目前的债务结构符合公司经营情况。从融资渠道看，公司融资主要来自资本市场发债和银行借款，截至 2024 年底，公司信用债存续规模 31.45 亿元（含利息，占 28.76%），银行借款 77.91 亿元（含利息，占 71.24%），考虑到公司目前业务无新增大额融资需求，且公司融资渠道畅通，债务滚续压力不大。截至 2025 年 9 月底，公司全部债务规模 111.92 亿元，较上年底下降 2.22%，短期债务占比提升至 65.58%，资产负债率和全部债务资本化比率较上年底略有下降。

图表 14 • 公司负债主要构成（单位：亿元）

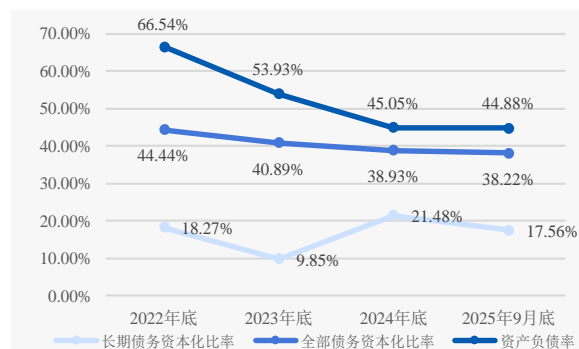
科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>316.89</b>	<b>87.54%</b>	<b>190.47</b>	<b>88.42%</b>	<b>93.27</b>	<b>63.35%</b>	<b>104.02</b>	<b>70.62%</b>
短期借款	55.44	15.32%	57.25	26.58%	35.22	23.92%	46.90	31.84%

<sup>3</sup> 指云南西南、贵州西南和中建材股份。

应付账款	17.58	4.86%	18.46	8.57%	13.70	9.30%	16.76	11.38%
其他应付款（合计）	189.33	52.30%	60.93	28.28%	10.64	7.23%	10.31	7.00%
一年内到期的非流动负债	23.12	6.39%	29.69	13.78%	25.00	16.98%	25.63	17.40%
<b>非流动负债</b>	<b>45.09</b>	<b>12.46%</b>	<b>24.95</b>	<b>11.58%</b>	<b>53.97</b>	<b>36.65%</b>	<b>43.28</b>	<b>29.38%</b>
长期借款	15.27	4.22%	14.11	6.55%	18.13	12.31%	13.53	9.18%
应付债券	25.00	6.91%	6.00	2.79%	31.00	21.05%	25.00	16.97%
<b>负债总额</b>	<b>361.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>215.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>147.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>147.30</b>	<b>100.00%</b>

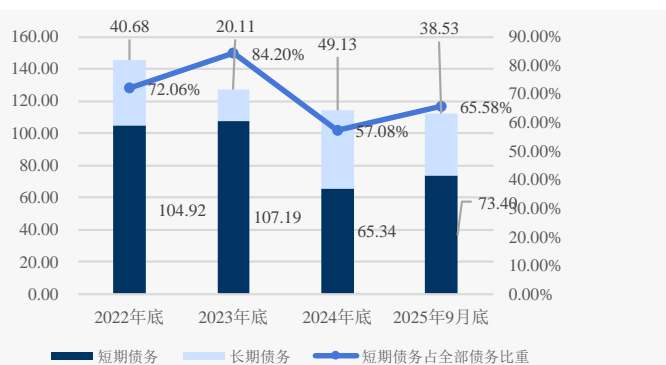
注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 负债科目占比为各科目在负债总额中占比  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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（单位：亿元）



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 2025 年 9 月底，公司 1 年内到期的债务 73.40 亿元，考虑到公司股东背景以及融资渠道较畅通，偿债压力可控。

图表 17 • 截至 2025 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	46.90	--	--	--	46.90
应付票据	0.87	--	--	--	0.87
一年内到期的非流动负债	25.63	--	--	--	25.63
长期借款	--	4.92	1.20	7.41	13.53
应付债券	--	22.00	3.00	--	25.00
<b>合计</b>	<b>73.40</b>	<b>26.92</b>	<b>4.20</b>	<b>7.41</b>	<b>111.93</b>
<b>占比</b>	<b>65.58%</b>	<b>24.05%</b>	<b>3.75%</b>	<b>6.62%</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

图表 18 • 2024 年公司杠杆水平同业对比情况

对比指标	公司	安徽海螺水泥股份有限公司	天山材料股份有限公司	华新建材集团股份有限公司
资产负债率	45.05%	21.31%	66.57%	49.80%
带息债务/全部投入资本	37.85%	12.85%	55.59%	36.53%

注：为提高可比性，本表使用的数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信存在少许差异  
资料来源：Wind

### 3 盈利能力

2022—2024 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，2024 年盈利能力有所回落；公司管理费用相对刚性，费用控制能力有待加强，盈利指标表现趋弱。2025 年公司或因资产减值而亏损。预计未来一段时间，公司盈利能力仍将承压。

2022—2024 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。2024年公司营业总收入同比下降明显，且综合毛利率有所下降，公司盈利大幅下滑。期间费用中管理费用和财务费用同比有所增长，带动费用总额增长，对利润有一定侵蚀。公司资产减值损失和信用减值损失规模较小，对利润影响不大。公司其他收益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。

2025年1—9月，公司利润总额为2.47亿元，同比扭亏，主要系区域水泥价格略有回升以及加大成本控制力度所致。此外公司股东天山股份预计2025年因产能置换，部分产线退出而对非流动资产计提减值，预计天山股份非流动资产减值金额在42亿元至57亿元，预计公司亦将对部分退出产能进行减值，2025年全年或亏损。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 19 • 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月
营业总收入	225.08	111.04	88.71	57.35
营业成本	202.11	93.29	75.57	45.91
费用总额	32.79	10.93	12.12	8.73
其中：管理费用	15.07	5.38	6.01	4.74
财务费用	13.25	1.53	2.16	1.65
其他收益	1.95	1.30	2.22	0.97
投资收益	-0.40	-0.38	-0.09	0.16
利润总额	-12.90	6.73	1.22	2.47
营业利润率	8.47%	14.31%	13.02%	17.65%
总资本收益率	0.69%	3.28%	1.18%	--
净资产收益率	-6.03%	2.84%	0.30%	--
EBITDA 利润率	11.13%	21.07%	18.18%	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022—2024年，公司总资本收益率和净资产收益率波动增长，2024年盈利指标有所回落，主要系水泥主业承压所致。与所选公司比较，由于公司主要在川渝地区经营，公司盈利能力受区域水泥价格影响较大，公司各盈利指标均处中下水平。

图表 20 • 2024年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	安徽海螺水泥股份有限公司	天山材料股份有限公司	华新建材集团股份有限公司
销售毛利率	14.81%	21.70%	16.71%	24.69%
EBITDA 利润率	17.26%	18.93%	16.41%	25.23%
净资产收益率	0.32%	4.12%	-0.72%	8.16%

资料来源：为提高可比性，本表使用的数据均来自Wind，Wind计算公式与联合资信存在少许差异

## 4 现金流

2022—2024年，公司经营获现能力良好，经营活动现金持续净流入，经营活动现金可以覆盖投资活动现金需求，公司筹资活动现金流为净流出。短期内，公司有望保持较强的经营获现能力，经营活动现金或将保持净流入，投资支出规模不大，到期债务以滚续为主，仍有一定的外部融资需求。

2022—2024年，公司经营活动现金流保持净流入，经营获现能力良好。2024年公司现金收入比大幅下降，主要系公司使用票据结算增加所致。短期看，水泥行业需求仍将缓慢下行，公司水泥销量将承压，如行业供给侧调控力度及实施力度大，水泥价格或小幅波动回升，但考虑销量下降，预计公司销售商品、提供劳务获取的现金或将继续小幅下降；公司主要原材料煤炭需要外采，预计一段时间内煤炭价格将稳中有降，公司经营活动现金净额仍将保持净流入。

2022—2024年，公司投资活动现金波动幅度较大，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。公司仍有部分搬迁技改项目和矿山项目在建，有一定投资支出，预计未来随着环保政策的趋严，公司技改支出将维持在

一定规模，投资活动现金或将维持净流出。

从筹资活动看，2023—2024年，公司筹资活动现金持续净流出，2023年筹资活动现金大幅净流出主要系公司支付其他与筹资活动有关的现金大幅增加至160.15亿元<sup>4</sup>所致，2024年净流出规模大幅下降。截至2025年9月底，公司一年内到期的债务规模为72.00亿元，且2026年内仅有一笔6.00亿元的公司债到期，到期的债务主要为银行借款，考虑到公司银行授信较充足，且公司作为央企，股东支持力度大，预计到期债务滚续压力不大。

2025年前三季度，公司经营活动现金保持净流入，投资支出放缓，投资活动现金小幅净流出，筹资活动现金保持净流出。

图表 21 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月
经营活动现金流入小计	241.31	122.95	74.21	48.58
经营活动现金流出小计	229.59	115.90	60.81	38.97
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>11.72</b>	<b>7.05</b>	<b>13.41</b>	<b>9.62</b>
投资活动现金流入小计	0.44	64.05	2.78	0.88
投资活动现金流出小计	39.30	10.60	8.46	3.55
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-38.86</b>	<b>53.44</b>	<b>-5.68</b>	<b>-2.67</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-27.14</b>	<b>60.50</b>	<b>7.73</b>	<b>6.95</b>
筹资活动现金流入小计	295.57	238.85	171.55	52.88
筹资活动现金流出小计	279.21	300.02	178.36	60.64
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>16.36</b>	<b>-61.17</b>	<b>-6.81</b>	<b>-7.76</b>
现金收入比	102.03%	105.39%	78.93%	80.17%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 5 偿债指标

公司短期债务规模较大，但公司经营获现能力良好，未使用授信规模较大，股东支持力度大，融资渠道畅通，短期偿债能力强；公司长期偿债指标表现较好。

图表 22 • 公司偿债指标

项目	项目	2022年	2023年	2024年	2025年9月
短期偿债指标	流动比率（%）	84.90	67.26	56.89	52.57
	速动比率（%）	80.82	62.28	51.48	44.37
	经营现金流动负债比（%）	3.70	3.70	14.37	--
	现金短期债务比（倍）	0.06	0.05	0.13	0.08
	销售商品、提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.72	0.61	0.75	--
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	25.05	23.40	16.13	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.81	5.44	7.10	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.89	4.48	4.99	--
	全部债务/经营现金（倍）	12.42	18.05	8.54	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“--”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，公司流动比率和速动比率均持续下降，公司现金类资产对短期债务覆盖不足，较依赖于借新还旧，短期偿债指标表现较弱。但公司销售商品、提供劳务收到的现金对流动负债的覆盖波动增长，考虑到公司债务滚续压力不大，实际短期偿债能力强。从长期偿债指标看，公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖较强，长期偿债指标表现较好。

对外担保方面，截至2025年9月底，公司无对天山股份体系外的担保，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14.12亿元，或有负债风险可控。

<sup>4</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

授信方面，截至 2025 年 9 月底，公司共计获得银行类金融机构授信额度合计 168.20 亿元，剩余授信额度 103.58 亿元，公司间接融资渠道畅通，授信充足。

未决诉讼方面，公司未决诉讼具体情况如下表所示。

图表 23 • 公司重大未决情况

诉讼（仲裁）基本情况	诉讼（仲裁）审理结果及影响	诉讼（仲裁）判决执行情况
陈莉诉公司、刘礼国、林德宽、刘明燕、孙富松、李元洪、徐联胜、程东庆、徐伟强、徐联盟、天行集团有限公司、永康市天一搪瓷制品有限公司、浙江恒泰铝业有限公司、武义华欧家具有限公司损害公司债权人利益责任纠纷	2013.6.28 德阳中院作出一审判决【(2010)德民初字第91号】判决，判决三星堆水泥公司向四川化建建设有限公司（下称四川化建）支付工程款 2778.757 万元并支付利息。2014.3.7 四川省高院作出 (2013)川民终字第 596 号二审判决，维持一审判决。2019.12 四川化建破产重整，将【(2010)德民初字第91号】判决书项下对三星堆水泥公司的全部债权转让给了原告陈莉，并通知了三星堆水泥公司。三星堆水泥公司破产清算时，原告向三星堆公司管理人申报了债权，管理人于 2020.11.3 核算确认原告对三星堆公司享有普通债权 3071.38 万元（含本金、利息、案件受理费、鉴定费、迟延履行金等）。本金和利息通过两次分配共受偿 697.62 万元。2022.11.24 广汉法院裁定终结三星堆水泥公司破产程序，管理人于 2023.2.8 在工商局注销三星堆公司。原告认为三星堆水泥前（13 名原股东）、后股东（西南水泥）转嫁投资风险、过度支配与控制三星堆公司、滥用股东控制权、抽逃注册资本金等存在一系列严重违反公司法、损害三星堆水泥债权人权益等行为，应对三星堆公司债务承担责任。2025.11.7 收到法院裁定书，裁定驳回原告起诉。原告上诉后，德阳中院 2026.1.23 开庭审理，2026.2.5 收到德阳中院二审终审裁定，裁定驳回上诉，维持原裁定。本裁定自作出后即发生法律效力。该案现已胜诉结案。	案件已结案
公司在 2012 年 3 月 23 日与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，收购云南永保 100.00% 股权，在《股权转让协议》履行过程中，公司与谭国仁对《股权转让协议》的履行情况产生纠纷	针对谭国仁违反《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（以下简称“中国贸仲”）申请仲裁，中国贸仲于 2019 年 9 月 29 日作出部分裁决，于 2021 年 12 月 25 日作出了终局裁决，裁决谭国仁赔偿西南水泥因隐匿债务、或有负债、应收债权未实现、股权交易、工程质量缺陷造成的损失及西南水泥代付个人所得税及利息、仲裁费用等共计 10.31 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。2024 年 1 月 22 日，中国贸仲通知本案重新仲裁。此外，针对谭国仁在控制及经营云南永保期间损害云南永保利益事由，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 6.95 亿元，包括民间借贷资金 0.46 亿元、应付债务 3.28 亿元、工程损失 1.00 亿元、税款 2.20 亿元。2023 年 7 月 12 日，四川省高院作出一审判决，驳回云南永保的诉讼请求。云南永保上诉至最高人民法院。2025 年 12 月 19 日，最高人民法院作出二审判决，驳回上诉，维持原判。	截至 2026 年 2 月底重新仲裁案件仍在审理过程中

资料来源：公司提供，联合资信整理

## 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规模较小，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 2024 年底，公司本部资产占合并口径的 85.55%，债务规模占合并口径的 82.03%，营业总收入占合并口径的 29.40%。公司本部对子公司控制力强。截至 2024 年底，公司本部货币资金 4.57 亿元，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 40.86% 和 36.22%，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，治理结构基本满足公司管理需要。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《2024 年社会责任报告》：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 2024 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 2024 年度纳税信用 A 级纳税人，公司构建了人才培养机制，员工沟通渠道较畅通。2024 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，对外捐赠 440 万元。

公司治理方面，公司撤销了董事会，仅保留 1 名董事，并撤销监事会，内部审计机构行使原监事职能，这一调整大幅简化了治理架构，决策权进一步向股东方集中。联合资信认为，该模式在当前阶段基本能满足公司作为非上市子公司的日常运营管理需要，符合股东统一管控要求，但相较于标准的“三会一层”治理结构，内部监督制衡机制有所弱化。联合资信将持续关注该治理模式在公司重大决策、关联交易及内部控制等方面的实际运行效果。

## 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。**

公司间接股东中建材股份是国务院国资委直属的大型建材产业集团，综合实力位居建材行业前列。控股股东天山股份是中建材股份旗下水泥业务的核心整合平台，产能规模居 A 股上市公司首位，公司是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

**公司作为央企核心子公司，战略地位明确，股东支持意愿强烈，支持举措多元且落地成效显著。**

公司定位于天山股份在川渝地区的核心投资与运营平台，承载着集团在西南区域深化布局、整合市场、引领行业结构调整的战略功能。近年来，公司在资本注入、融资协调、资源整合等方面获得了来自股东层面的实质性支持。

资本金支持方面，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，为公司持续发展提供了资本金支持。同时，凭借强大的股东背景，公司在银行授信获取、债券市场融资等方面享有显著优势，融资渠道保持畅通，有效支撑了债务滚续和日常运营。

资源整合优化经营布局方面，2022-2023 年，在天山股份的统一部署下，公司完成了对云贵地区亏损资产的剥离及川渝地区部分资产的划入，业务布局进一步聚焦核心区域，资产质量和经营效率得到结构性优化（详见本报告“六、重大事项”）。

税收优惠方面，2024 年，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，全年所获增值税退税金额为 0.73 亿元；同时，公司获得的政府补助收入<sup>5</sup>为 1.49 亿元，对当期利润形成了一定补充。

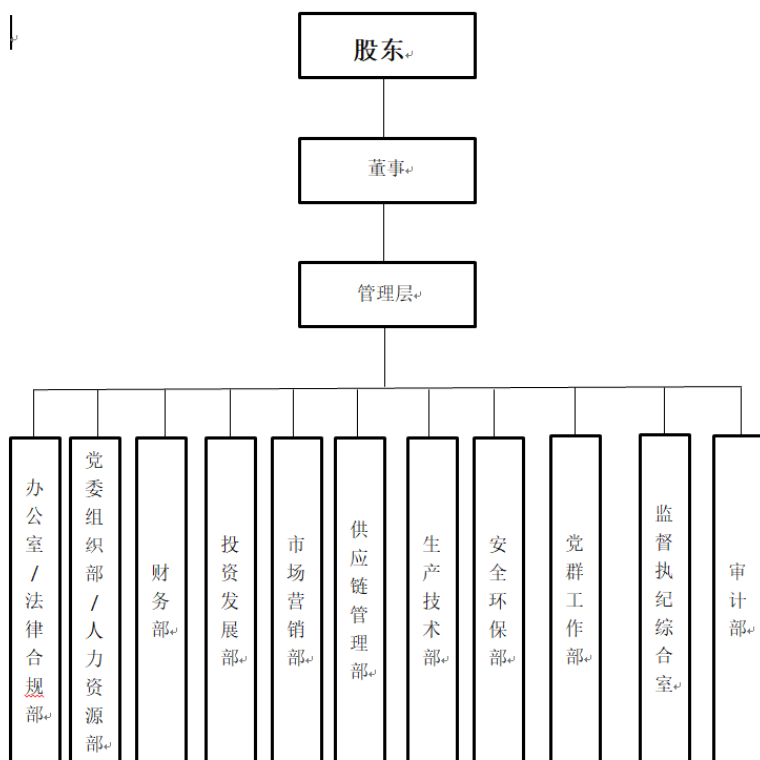
## 十一、评级结论

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>5</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 1-2 公司组织架构图（截至 2025 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 2025 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	6.21	5.30	8.36	5.51
应收账款（亿元）	4.98	4.35	3.57	4.58
其他应收款（合计）（亿元）	239.10	106.09	33.62	33.44
存货（亿元）	12.95	9.50	5.05	8.54
长期股权投资（亿元）	7.61	8.39	8.16	8.34
固定资产（亿元）	146.28	137.89	132.23	137.27
在建工程（亿元）	22.82	22.50	29.66	25.40
资产总额（亿元）	544.02	399.43	326.79	328.23
实收资本（亿元）	116.73	116.73	116.73	116.73
少数股东权益（亿元）	3.93	3.97	3.59	3.57
所有者权益（亿元）	182.03	184.02	179.55	180.93
短期债务（亿元）	104.92	107.19	65.34	73.40
长期债务（亿元）	40.68	20.11	49.13	38.53
全部债务（亿元）	145.61	127.29	114.47	111.92
营业总收入（亿元）	225.08	111.04	88.71	57.35
营业成本（亿元）	202.11	93.29	75.57	45.91
其他收益（亿元）	1.95	1.30	2.22	0.97
利润总额（亿元）	-12.90	6.73	1.22	2.47
EBITDA（亿元）	25.05	23.40	16.13	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	229.65	117.03	70.02	45.98
经营活动现金流入小计（亿元）	241.31	122.95	74.21	48.58
经营活动现金流量净额（亿元）	11.72	7.05	13.41	9.62
投资活动现金流量净额（亿元）	-38.86	53.44	-5.68	-2.67
筹资活动现金流量净额（亿元）	16.36	-61.17	-6.81	-7.76
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	31.41	20.34	15.28	--
存货周转次数（次）	10.75	8.31	10.39	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.24	0.24	--
现金收入比（%）	102.03	105.39	78.93	80.17
营业利润率（%）	8.47	14.31	13.02	17.65
总资本收益率（%）	0.69	3.28	1.18	--
净资产收益率（%）	-6.03	2.84	0.30	--
长期债务资本化比率（%）	18.27	9.85	21.48	17.56
全部债务资本化比率（%）	44.44	40.89	38.93	38.22
资产负债率（%）	66.54	53.93	45.05	44.88
流动比率（%）	84.90	67.26	56.89	52.57
速动比率（%）	80.82	62.28	51.48	44.37
经营现金流动负债比（%）	3.70	3.70	14.37	--
现金短期债务比（倍）	0.06	0.05	0.13	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	1.89	4.48	4.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.81	5.44	7.10	--

注：1. 公司 2025 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. 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	3.99	3.44	4.57	3.60
应收账款（亿元）	5.08	1.09	2.29	3.55
其他应收款（合计）（亿元）	345.27	178.48	131.73	127.94
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	140.01	133.69	138.96	138.99
固定资产（亿元）	0.00	1.38	1.26	1.23
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	501.00	319.24	279.55	277.38
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）	163.88	164.64	165.34	167.46
短期债务（亿元）	79.56	83.26	53.10	64.88
长期债务（亿元）	40.27	16.26	40.79	28.94
全部债务（亿元）	119.83	99.51	93.89	93.82
营业总收入（亿元）	5.61	27.55	26.08	16.56
营业成本（亿元）	4.94	24.81	22.98	14.22
其他收益（亿元）	0.05	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.26	3.87	5.34	2.61
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.38	38.42	25.39	18.66
经营活动现金流入小计（亿元）	5.61	39.09	26.05	19.18
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.37	-0.19	-0.64	1.51
投资活动现金流量净额（亿元）	8.98	66.95	1.31	0.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.65	-67.30	0.26	-3.02
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	1.35	8.30	13.58	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.07	0.09	--
现金收入比（%）	95.96	139.44	97.34	112.66
营业利润率（%）	11.39	9.67	11.63	13.85
总资本收益率（%）	3.33	3.42	3.18	--
净资产收益率（%）	0.16	2.35	3.23	--
长期债务资本化比率（%）	19.72	8.99	19.79	14.73
全部债务资本化比率（%）	42.24	37.67	36.22	35.91
资产负债率（%）	67.29	48.43	40.86	39.63
流动比率（%）	121.08	133.06	189.67	169.30
速动比率（%）	121.08	133.06	189.67	169.30
经营现金流动负债比（%）	-0.12	-0.14	-0.87	--
现金短期债务比（倍）	0.05	0.04	0.09	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2025 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。