

信用等级公告

联合[2015] 2204 号

联合资信评估有限公司通过对西南水泥有限公司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
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十月二十一日



西南水泥有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 10 月 21 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	525.48	686.13	734.03	741.47
所有者权益合计(亿元)	87.73	120.23	130.05	124.05
长期债务(亿元)	72.67	188.28	145.18	115.98
全部债务(亿元)	214.03	324.35	356.20	354.07
营业收入 (亿元)	147.23	199.23	213.66	95.19
利润总额 (亿元)	5.56	20.01	22.98	2.63
EBITDA(亿元)	31.97	55.49	47.80	--
营业利润率(%)	21.31	29.12	31.91	29.18
净资产收益率(%)	4.52	14.48	13.71	--
资产负债率(%)	83.30	82.48	82.28	83.27
全部债务资本化比率(%)	70.93	72.96	73.25	74.06
流动比率(%)	30.97	32.60	31.35	35.38
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	5.84	7.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	2.51	1.93	--

注: 1、因合并范围变化大, 为增强财务数据可比性, 2012 年为模拟报表, 2013~2014 年为实际报表, 2015 年半年度财务数据未经审计; 2、自 2013 年起将融资租赁款调入长期债务核算, 将其其他流动负债中的短期融资券、超短期融资券调入短期债务及相关指标中核算。

分析师

刘秀秀 赵传第

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对西南水泥有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为中国建材股份有限公司(以下简称“建材股份”)西南区域经营实体, 在经营规模、区域市场占有率、盈利能力等方面具备显著优势。近年来, 公司资源、管理和技术整合不断深化, 资产总额和营业收入不断增长。同时, 联合资信关注到前期公司联合重组快速推进导致债务负担重、旗下子公司整合压力大以及 2014 年下半年以来西南区域水泥新增产能大量投产, 区域内水泥价格不断下探等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年以来, 国民经济下行压力加大, 水泥市场景气度不断下滑; 而公司主要布局的西南地区经济保持平稳较快发展, 同时受基础设施建设依然薄弱等因素影响, 未来投资规模仍然较大, 对公司水泥需求形成一定支撑; 此外, 随着国家年底取消 32.5 复合水泥标准, 公司在产能、成本和管理等方面的优势将更加突出。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 西南地区经济快速发展, 在大型水利水电、铁路等基础设施建设项目拉动下, 西南区域固定资产投资空间广阔, 对公司水泥需求形成一定支撑。
2. 公司作为建材股份在西南区域的经营实体, 得到建材股份在资金、人员等方面的重点支持。
3. 公司通过对区域内水泥企业的联合重组, 产能不断扩张, 已成为西南地区最大的水泥生产企业, 资产规模和营业收入持续增长。

4. 受益于煤炭等原材料价格下降及降本增效工作的开展，公司水泥生产成本不断下降。

关注

1. 2015 年以来西南地区水泥价格快速下滑，对公司盈利能力影响大。
2. 公司联合重组企业较多，对下属子公司的管理整合和资源整合压力大。
3. 公司债务规模大，负债水平高，财务费用对利润总额侵蚀大；债务期限结构有待优化，存在一定短期支付压力。
4. 公司商誉和其他应收款占比较大，资产质量受到一定影响。
5. 公司因收购四川省资中县东方红水泥有限公司而涉及共 135 宗、总金额约 2.85 亿元的诉讼，已支付赔偿金额约 8000 万元。公司存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西南水泥有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西南水泥有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因西南水泥有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由西南水泥有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、西南水泥有限公司主体长期信用等级自 2015 年 10 月 21 日至 2016 年 10 月 20 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

西南水泥有限公司（以下简称“公司”）是中国建材股份有限公司（以下简称“建材股份”）联合深圳京达股权投资管理有限公司、上海圳通股权投资管理有限公司、北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）共同出资设立的有限责任公司。公司 2011 年 12 月 12 日在成都注册成立，注册资本 100 亿元；其中建材股份、深圳京达股权投资管理有限公司、上海圳通股权投资管理有限公司、北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）分别认缴出资 50 亿元、30 亿元、15 亿元和 5 亿元。经过多轮出资以及股权转让，2013 年 6 月底，注册资本 100 亿元已经全部实缴到位。截至 2015 年 6 月底，公司注册资本 100 亿元，其中建材股份持股 70.0%，中海信托股份有限公司持股 18.7%，上海圳通股权投资管理有限公司持股 6.3%，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）持股 5.0%。建材股份是公司控股股东。

公司经营范围为：水泥熟料、水泥及其制品、商品混凝土、石灰石的生产（限子公司及分公司经营）、研发、销售；煤炭、石膏、非金属废料（不含前置许可项目，后置许可项目凭许可证或审批文件经营）、耐火材料、熟料制品、电器设备、仪器仪表、五金、化工产品（不含危险化学品）、服装鞋帽、日用品的销售；项目投资；信息技术服务；工程管理服务（以工商登记为准）。

截至 2015 年 6 月底，公司下辖 5 家区域公司、143 家全资或控股子公司；本部设行政人事部、财务审计部、生产技术部、物资供应部、市场营销部、企业发展部共 6 个职能部门。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 734.03 亿元，所有者权益合计为 130.05 亿元（含少数股东权益 4.19 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 213.66 亿元，利润总额 22.98 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额为 741.47 亿元，所有者权益合计为 124.05 亿元（含

少数股东权益 4.38 亿元）。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 95.19 亿元，利润总额 2.63 亿元。

公司注册地址：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：曹江林。

二、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本

级) 75860 亿元, 比上年增长 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增长 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增长 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增长 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础设施建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境

1. 水泥行业分析

(1) 行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济

发展的基础性产品, 目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。

市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高, 受宏观经济影响显著。水泥产销率维持在 98% 以上, 其中, 2012~2014 年分别为 98.97%、98.97% 和 98.82%。

2012 年以来, 随着宏观经济放缓, 水泥市场景气度弱于往年, 2012 年全年累计完成水泥产量 21.84 亿吨, 同比增长 5.86%, 水泥销量 21.61 亿吨, 同比增长 6.27%, 增速下降明显。

进入 2013 年, 受“稳增长”政策的提振, 尤其是 3 月以来新开工以及在建工程复工进度的加快, 水泥产量增速有所提高, 2013 年水泥产量 24.2 亿吨, 同比增长 10.55%, 增速比 2012 年提升 4.69 个百分点; 销量 23.89 亿吨, 同比增长 10.54%。

2014 年全年水泥产量为 24.76 亿吨, 同比增长 1.8%, 增速显著放缓, 是自 1991 年以来的历史最低增速; 2014 年, 全国累计销售水泥 24.47 亿吨, 较 2013 年增长 2.43%。

从中国水泥的消费需求结构来看, 基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位, 分别约占水泥市场需求的 30% 和 25%。2012 年以来, 中国固定资产投资增速有所下降, 经济增速放缓, 建筑业施工和新开工面积增速有所下降, 中国水泥需求出现阶段性转弱。

2012 年全国水泥累计完成固定资产投资较 2011 年同比降低 7.0%, 继 2011 年后仍保持下降趋势; 全国新投产新型干法水泥生产线 124 条, 全年新增水泥熟料产能 1.6 亿吨, 其中, 新疆、安徽、河北、湖南新增产能居前, 而新增规模较 2011 年下降 20.79%。2013 年, 全国新增熟料产能 0.94 亿吨, 较 2012 年新增产能 1.6 亿吨明显回落; 全国水泥行业固定资产投资完成 1421 亿元, 同比继续下滑 6.5%。2014 年全国水泥投资完成 1080 亿元, 同比下降 19%, 是继 2011 年的大幅下滑后, 水泥投资连续 4 年下降。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张

的共同影响，企业投资意愿趋弱。据中国水泥协会统计，2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨，其中，西南地区新增产能最多，为 3234 万吨，其余依次为华东、中南、华北、西北和东北地区。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨，累计产能比上年增长 4%；但由于 2014 年的整体需求形势差于预期，仅增长 2% 左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。

2015 年 1~8 月，中国固定资产投资、房地产投资增速双双大幅回落，分别为 10.9% 和 3.50%，与去年同期相比，增速分别回落 5.6 和 9.7 个百分点，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，投资失速致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。2015 年 1~8 月，全国累计水泥产量 15.05 亿吨，同比下降 4.99%；8 月份单月水泥产量 2.15 亿吨，同比下降 4.20%，降幅有所收窄。

2015 年 1~6 月，水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 20%；华北与西北地区同比降幅较大，降幅超过 2 位数；华东和中南地区同比小幅下滑，公司水泥产能主要布局的西南地区表现较好，但处于零增长附近。中国水泥协会初步统计，2015 年 1~6 月，全国新增新型干法水泥熟料生产线 15 条，熟料设计总产能 2093 万吨，同比减少 1422 万吨，降幅为 40%。从数字水泥网跟踪情况来看，上半年因市场需求低迷、行情较差，有近 700 万吨已具备点火产能推延至下半年，预计下半年新增产能在 2300 万吨左右。

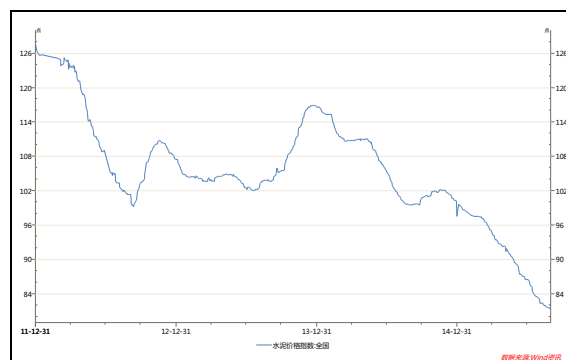
根据近 5 年全国熟料产能利用率的情况看，2015 年为同期最低水平，5、6 月份通常为全年利用率最高的月份，但 2015 年 6 月产能利用率不到 65%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的所占比例下降到只有 3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

图 1 2012~2015 年 8 月底全国水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

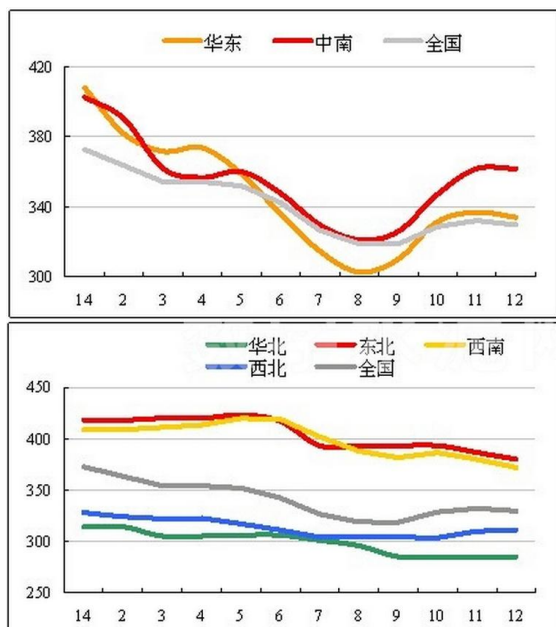
2012 年在全国经济形势低迷的影响下，水泥价格不断下滑，到三季度前期全国水泥价格已处于行业平均价格最低水平；8 月底开始，主要由于建筑施工工期加紧带动水泥需求回升，水泥行业市场行情好转，全国平均水泥价格开始上扬；四季度，受天气等因素影响施工放缓，水泥需求逐渐由强转弱，水泥价格先升后降。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月

从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。

图 2 2014 年六大区域 P.O42.5 价格走势
(单位：元/吨)



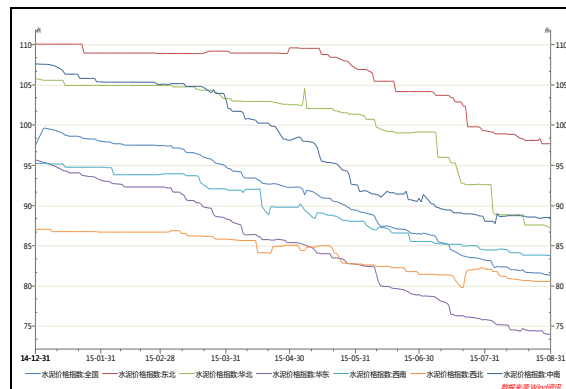
资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区2014年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区2014年延续2013年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过100元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水

泥价格快速下行，2015年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015年6月降至86.55；同期，全国水泥均价降至285.62元/吨，同比下降12.32%。从区域来看，华北、西北、东北依旧亏损，西南、华东、中南同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。

图 3 2015 年 1~8 月区域水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

行业经济效益

2012 年，在宏观经济整体下行的影响下，全国固定资产投资及房地产投资增速纷纷回落，需求放缓对水泥生产造成了一定程度的影响。2013 年房地产和基础设施建设投资增速双双回升，全年保持稳定增长，拉动了全国水泥需求的 60%左右，在此带动下，2013 年在全国水泥供需格局改善和行业有序竞争下，行业景气度提升，水泥量价齐升，尤其是从三四季度水泥价格上涨，全行业取得了可观的经济效益。

2013 年全年实现销售收入 9695.69 亿元，同比增长 8.62%，而 2012 年仅增长 0.06%；取得利润总额 765.54 亿元，同比增长约 16.4%，远远高于 2012 年同期水平，创历史第二高水平，利润总额仅次于 2011 年的 1019.66 亿元，其中不能忽视的是 2013 年煤炭成本的下降为行业创造了一定的利润空间。但水泥行业效益区域分化明显，整体表现出南高北低的特点。利润下降的区域主要位居华北、东北和西北的新疆等地区，这些地区利润下降主要是由于下游需求不足，产能增长继续恶化，导致产能过剩加剧，价格低迷。

2014 年水泥全行业利润总额达 780 亿元，比 2013 年增长 1.8%。从月度看，利润同比增长表现出“前高后低”的特点。主要是由于 2013 年下半年价格“翘尾”明显，而 2014 年下半年价格以下跌为主，水泥行业盈利能力较去年同期下降。4~7 月份，虽水泥产品价格持续下跌，但成本端煤炭价格跌幅更大（煤炭均价同降 12%），单月盈利能力始终高于去年同期。9 月进入旺季，价格回升，但上升幅度不及 2013 年同期，盈利能力同比下降。12 月上中旬，库存高需求弱促水泥价格下滑，行业盈利能力 11 月起持续环比下降。

从区域来看，盈利水平南北分化愈加明显。盈利能力南部强于北部，华东、中南和西南地区持续保持较好的利润增长趋势。然而，华北、东北和西北三个地区区域景气度差，产能过剩、需求负增，产品价格降幅大，利润比去年有较大幅度的下滑。

进入 2015 年以来，煤炭价格的进一步下滑未能给水泥行业带来良好的盈利能力，水泥市场量价齐跌，企业亏损加大。需求低迷是造成 2015 年上半年水泥行业盈利下滑的最大因素。国家统计局显示，2015 年 1~6 月，中国水泥行业累计实现收入 4144.67 亿元，同比下滑 9.33%；累计实现利润仅为 132.65 亿元，同比大幅下滑 61.45%，为 2007 年以来最差水平。2015 年 7 月，西南、华东、中南总体盈利但同比大幅下滑，尤其是西南地区 7 月份单月呈现了亏损，主要源于水泥价格的大幅下跌，出厂价已跌至与华北地区同等水平，低于全国平均水平 20 元/吨。

（2）竞争格局

从全国范围来看，近年来，由于新建产能受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式，中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范，在一定程度上解决了企业产能盲目扩张，价格无序竞争等问题。中国水泥产业集中度较低，全国前十大生产厂商市场占有率不到 20%，但随着大型水泥企业兼并重组的推进，行业集中度在逐步提升。

根据中国水泥网的统计，2014 年中国水泥企业熟料产能排名中，中国建材、海螺水泥产能以绝对优势位居第一和第二。

表1 截至2014年底全国水泥企业熟料产能排名（单位：万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	29986.3	11	天瑞水泥	3270.5
2	海螺水泥	17877.7	12	亚洲水泥	2867.5
3	中材集团	8794.7	13	拉法基瑞安	2300.0
4	冀东水泥	7030.8	14	亚泰水泥	1937.5
5	华润水泥	5849.7	15	尧柏水泥	1798.0
6	台泥水泥	5446.7	16	青松建化	1627.5
7	山水集团	5328.9	17	云南昆泥	1608.9
8	华新水泥	4417.5	18	葛洲坝水泥	1413.6

9	红狮水泥	3534.0	19	金圆水泥	1410.5
10	北京金隅	3366.6	20	江西万年青	1333.0

资料来源：中国水泥网

注：统计截至 2014 年底已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能；全年窑的运转率按 310 天计算产能；中国建材产能统计包含其合并范围内南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥；中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材。

与其他行业不同的是，水泥行业有一个很典型的销售半径，一般来看，水泥的销售辐射在周边 300 公里左右（华东地区在 500 公里左右），超过这个半径，其运输成本的增加将使其销售优势大幅削弱。因此，水泥市场的区域性更为明显，形成了目前多范围、多格局并存的区域水泥市场。

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差

异，将中国分成 7 个区域分析，其中华东区域为较为稳定的成熟类区域，每年的水泥产销增速基本保持稳定，以新建为主的发展方式已经结束。西南地区受宏观经济环境和地区基本情况影响，水泥行业处于较快增长阶段，虽然水泥产量占比不大，但每年增速较高。西北地区在资源拉动下市场步入发展的快车道。

表 2 水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥、金隅集团等	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。
东北	中国建材（子公司北方水泥、宾州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，CRH	振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。
西北	中材集团（子公司赛马实业、天山股份、祁连山水泥）、冀东水泥、西部水泥	受益于西部大开发，此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。
华东	中国建材（子公司南方水泥和中联水泥）、海螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，区域集中度高，是全国竞争最激烈的地区。
华南	海螺水泥、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基瑞安、塔牌、越秀、鱼峰	竞争激烈，整合趋势明显，已步入成熟市场。
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞水泥、同力、葛洲坝等	得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段。
西南	中国建材（子公司西南水泥）、拉法基等	除中国建材、拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高。

资料来源：数字水泥网

目前中国国内水泥市场的竞争已从区域化竞争逐步进入全国性竞争阶段：如目前海螺水泥在取得华东地区霸主地位后，将其重心转到两广市场；冀东水泥的三北战略“华北、东北、西北”；华新水泥在巩固其在湖北的龙头地位后，积极向北发展等。大型水泥企业集团对各区市场市场的争夺呈梯队演进，之前在华东地区、西南地区，目前在华南地区，继而是河南、华北地区，其后的顺序为东北、西北市场；目前，海螺水泥、中材股份和冀东水泥等大型企业均加大了对西北市场开拓力度，通过新建、兼并等方式大力布局西北市场。各大水泥企业转移

发展目标至西北市场，同时辅以近年来愈发大力推进的去产能政策，预计未来全国水泥产能重心将逐步向西移动。

大型水泥企业通过区域拓展，在提高行业集中度的同时降低行业竞争的无序性，从而有助于中国水泥行业的有序发展。

（3）上下游分析

上游原材料

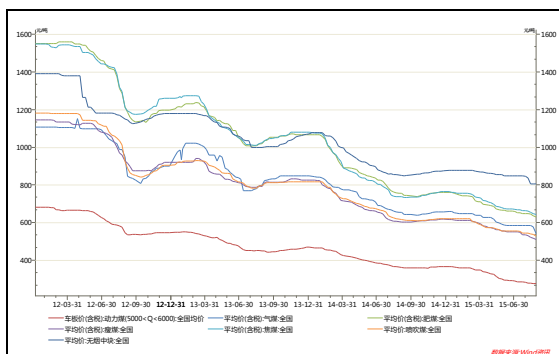
水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成

本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

煤炭

近年来，煤炭价格变动剧烈。2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年12月31日环渤海动力煤价为525元/吨，较2013年底下降16.80%，2015年二季度煤炭价格进一步小幅下探。总体上，2012年至今煤炭价格呈下滑趋势。

图4 截至2015年8月底国内主要煤炭交易品种含税均价（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯

电力

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省（区、市）天然气发电上网电价，于9月25日起执行，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题

的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号）规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价。

由于电价受政府主导，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。国内水泥行业为了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，余热发电可提供单位水泥生产约30%的用电。

下游需求

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，工业、农业生产建设以及公共事业分别各占水泥市场需求的15%。因此，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量。

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和

供应业是对水泥需求拉动最直接的行业，2013年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为9.35万亿元，同比增长21.18%，较2012年提高7.46个百分点；2014年，上述三大行业合计的基建固定资产投资累计为11.22万亿元，同比增长19.93%，较2013年增速下降1.25个百分点。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2013年，全国房地产开发投资8.60万亿元，比上年名义增长19.8%（扣除价格因素实际增长19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。2014年全国房地产开发投资9.50万亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速较2013年显著放缓，增速为近10年来的最低值；其中住宅投资增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，比上年下降10.7%，其中住宅新开工面积下降14.4%。由此看出，基建投资的较快增长，为2014年水泥需求总量的稳定提供了重要支撑，但房地产投资增速的快速下滑是导致2014年水泥需求增速大幅下降的主要因素。

（4）行业政策和关注

水泥产业政策集中于五个方面：一是提高行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调。

2014年3月，国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，强调兼并重组是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构的重要途径，后续将更加侧重于兼并重组市场环境的改善、逐渐减少行政审批事项，取消下放部分审批事项，取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责。取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）等。

2014年5月8日，工信部下发《2014年淘汰落后产能任务》，其中，淘汰水泥（熟料及磨机）

5050万吨。

2014年9月1日，发改委、财政部、环保部就调整排污费征收标准等问题发布通知，要求2015年底前水泥等行业严格核定排污费。具体内容：调整排污费征收标准，促进企业治污减排；加强污染物在线监测，提高排污费收缴率；实行差别收费政策，建立约束激励机制；加强环境执法检查，主动接受社会监督等。

2014年12月2日，国家标准化管理委员会批准GB 175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第2号修改单，将于2015年12月1日起取消32.5复合硅酸盐水泥。2013年我国水泥产量达到24.1亿吨。据测算，其中的32.5强度等级复合硅酸盐水泥产量约有11亿~12亿吨，所占比重接近50%；其中32.5水泥产量（按2013年产量计算）约7亿~8亿吨。32.5复合水泥标准取消有望增加高标号水泥生产使用量、带动水泥价格提高、提升行业集中度，但企业大概率将通过提高水泥熟料产品质量等措施转向生产复合32.5R水泥（R代表早强型，带R的早强水泥在早期就能产生较高的强度，PC32.5R水泥相比PC32.5水泥多耗用5%熟料，因此在熟料产能不变的情况，水泥总产能将有一定程度收缩，但影响较小），而非42.5或更高等级的水泥。因此，针对这一形势，2015年9月23日，中国建筑材料科学研究总院将修订的国家标准《通用硅酸盐水泥》（征求意见稿）向各大水泥企业发布征求意见。与GB175-2007《通用硅酸盐水泥》相比，此次征求意见稿主要修订内容是取消复合硅酸盐水泥的32.5、32.5R强度等级。

“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调，有利于大力推进节能减排、兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，水泥行业将进入价值回归的健康发展态势。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和

国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

(5) 行业发展

根据2014年底召开的中央经济工作会议精神，2015年投资将进入新常态，投资驱动的经济增长模式发生变化，投向将更加精细化，而不再强调过高的增长速度。投资将转向城市改造、基建投资重点突出在中西部铁路与城市轨道交通。分结构来看，基建投资维持高位并有上行趋势，房地产和制造业投资增速将继续低位运行，但总体来说房地产和制造业投资将拖累整体投资增长，投资增长仍将低位运行。作为与固定资产投资密切相关的水泥行业，需求增速放缓将成为必然趋势。

随着西南地区大型水利水电、铁路等大型基础设施项目的继续投入，将对西南地区水泥市场需求形成一定支撑；此外，2015年以来国家实施的房地产新政及央行采取的降准降息的宽松货币政策，均对房地产行业未来发展形成支撑，进而有利于促进水泥行业的回暖。

长期看，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面有望得到缓解，为水泥行业健康可持续发展带来新的机遇，进而大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

短期看，2015年下半年，经济下行压力仍然较大，“稳增长”预期有望持续强化；尽管前期房地产政策有所放松，其短期对投资拉动效应不明显，预计全年需求仍难有大幅回升；未来水泥行业“稳增长”将主要由包括铁路投资、地下综合管廊建设和“长江经济带”等区域基建项目的不断投产来拉动。未来一段时间内，西南地区新增产能短期内难以化解，产能过剩压力显著，水泥行业供需关系难以得到改善，水泥行业盈利形势面临较大的短期压力。此外，随着新环保法的实施，为应对高标准环保要求，水泥行业存在整体行业利润降低的

可能性。

2. 区域经济

公司经营范围主要位于西南区域，包括四川省、贵州省、云南省和重庆市。

2013~2014年四川省GDP增速分别为10.0%和8.5%；贵州省GDP增速分别为12.5%和10.8%；云南省GDP增速分别为12.1%和8.1%；重庆市GDP增速分别为12.3%和10.9%。同期全国GDP增速为7.7%和7.4%。西南地区经济快速发展。

2013~2014年四川省全社会固定资产投资增速分别为6.7%和12.0%；贵州省全社会固定资产投资增速为29.0%和23.6%；重庆市全社会固定资产投资增速为19.5%和18.0%；云南省全社会固定资产投资增速为27.4%和15.1%。同期全国固定资产投资增速分别为19.3%和15.3%。西南地区固定资产投资高位运行。

进入2015年以来，国民经济增速放缓，经济下行压力加大，而公司主要布局的西南地区经济运行较为平稳，主要经济指标大多优于全国平均水平：据初步核算，2015年上半年，四川、贵州、云南和重庆国内生产总值增速分别为8.0%、10.7%、8.0%和11.0%，均高于全国平均水平（7.0%）；固定资产投资（不含农户）增速分别为11.3%、22.8%、12.5%和17.5%，优于或略低于全国平均水平（11.4%）；房地产开发投资增速分别为12.5%、1.4%、-4.0%和10.5%，四川和重庆高于全国平均水平（4.6%），云南和贵州低于全国平均水平。

总体来看，2015年以来国民经济下行压力加大，但考虑到西南地区基础设施建设依然薄弱，仍需进行较大规模的投资，未来该区域水泥需求仍然较大，行业发展空间仍较为广阔。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年6月底，公司注册资本100亿元，其中建材股份持股70.0%，中海信托股份

有限公司持股 18.7%，上海圳通股权投资管理有限公司持股 6.3%，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）持股 5.0%（见附件 1-1）。建材股份是公司控股股东。

2. 企业规模

公司母公司建材股份是世界上最大的水泥生产集团，通过区域整合，形成了中国联合水泥集团有限公司、南方水泥有限公司、北方水泥有限公司、西南水泥有限公司四个大型水泥生产集团。近几年水泥行业产能过剩严重，新建产能和在建项目受到严格控制，建材股份通过对现有水泥生产企业联合重组的方式快速扩张产能。建材股份于 2011 年 12 月成立了公司，并继续采取联合重组的方式来扩张产能。截至 2015 年 6 月底，公司作为西南地区最大的水泥生产集团，水泥产能达 1.23 亿吨，在西南地区区域产能占比达到了 31%。公司相继在四川、云南、贵州、重庆组建了区域公司，这四家区域公司已经成为当地最大的水泥企业¹，产能占比分别达到了 35%、23%、30%和 22%。

3. 人员素质

公司现有董事会、监事会及高层管理人员 21 位，其中包括董事长 1 位，董事 7 位，监事 3 位，总裁 1 位，执行副总裁 3 位，副总裁 5 位，财务负责人 1 位，均具有丰富的企业管理经验。

公司董事会主席、法定代表人曹江林先生，1966 年出生，硕士学历，研究员。曾任北新集团建材股份有限公司董事长；北新物流有限公司总裁；先后任中国建筑材料集团有限公司总经理助理、副总经理、董事；中国玻纤股份有

限公司董事长；现任中国建筑材料集团有限公司总经理兼董事；中国建材股份有限公司总裁兼执行董事；北新集团监事会主席；中国联合水泥集团有限公司董事；南方水泥有限公司董事长；北方水泥有限公司董事长；西南水泥有限公司董事长。

公司总裁、党委副书记赵静润先生因个人原因于 2014 年底离职，由于暂未召开董事会，目前由董事常张利先生代理总裁职责。

常张利先生，1970 年 12 月生，硕士学历，工程师。曾任北新建材经理、副总经理等职务，现任中国联合水泥集团有限公司、中国复合材料集团有限公司、北方水泥有限公司、北新集团建材股份有限公司、南方水泥有限公司和中国玻纤股份有限公司董事，中国建材股份有限公司执行董事、副总裁。

公司本届董事、监事及高级管理人员任职期限已于 2014 年 12 月到期，由于目前尚未选举产生新一届董事、监事及高级管理人员，本届董事、监事及高级管理人员仍正常履职。

截至 2015 年 6 月底，公司在职员工 24194 人。按教育程度分类，初中及以下占 38.51%，高中和中专学历占 40.70%，大专学历占 15.88%，本科及以上学历占 4.91%；从岗位构成看，生产人员占 88.94%，管理人员占 7.20%，研发人员占 0.12%，销售人员占 3.74%；从年龄结构看，30 岁及以下占 26.54%，30~50 岁占 69.18%，50 岁以上占 4.28%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工以中青年为主，符合行业发展要求，能够较好地满足公司经营需要；此外，由于目前董事、监事及高管人员任期到期，联合资信将密切关注公司新一届董监高选举情况。

4. 技术水平

生产工艺方面，公司以悬浮预热和窑外分解技术为核心，全面采用先进的原料、燃料均

¹ 2015 年 9 月，华润水泥控股有限公司（以下简称“华润水泥”）与昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢控股”）及其子公司云南昆钢水泥建材集团有限公司（以下简称“昆钢水泥”）在深圳签署增资扩股协议。2015 年 10 月 8 日，昆钢水泥更名为“云南水泥建材集团有限公司”，昆钢控股持有 60%股权，华润水泥持有 40%的股权，与华润水泥在云南的水泥产能合计超过 3000 万吨，成为云南省规模最大的水泥企业。届时，公司在云南地区产能位列第二，其他两省一市仍为第一。

化、节能粉磨技术和高效环保技术及装备，全线采用计算机集散控制系统，实现水泥生产过程的自动化，达到优质、高效、低耗、环保和循环利用的现代化工业企业标准。

资源综合利用方面，公司通过采用高效粉磨技术、环保技术、高效节能技术与装备，综合利用各种工业废弃物和城市垃圾，并通过生产过程产生的低温余热发电。既降低生产成本，又节约能源、提高节能和环保指标，在能源管理、综合利用等方面均在地区内起到了一定的示范带头作用。

5. 外部环境

股东支持

建材股份对公司的支持是全方位的。

资本金支持方面，公司注册资金 100 亿元，其中建材股份出资 70 亿元，并于 2013 年 6 月末实缴到位，为公司持续发展提供了资本金支持。

融资支持方面，截至 2015 年 6 月底，建材股份就公司 143.26 亿元借款提供了保证担保，占公司全部有息债务的 40.46%。

人员支持方面，建材股份累计派出十人以上的员工在西南水泥关键领域发挥骨干作用，同时组建了联合重组小组和融资小组派驻公司，高效执行公司联合重组和融资等事宜。

通道支持方面，建材股份为公司提供内部流程绿色通道支持，大幅提升公司运作效率。

财税优惠

税收优惠方面，根据《财政部 国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》（[2008]156 号）和《财政部 国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的补充通知》（财税[2009]163 号），对满足“采用旋窑法工艺生产的水泥（包括水泥熟料）或者外购水泥熟料采用研磨工艺生产的水泥，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于 30%”条件的自产水泥（包括水泥熟料）实行增值税即征即退政策。截至 2014 年底，公司旗下共有 30 家

成员企业该年享受资源综合利用的增值税即征即退优惠。

2015 年 6 月 12 日，财政部和国家税务总局两部委印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》（以下简称“目录”）的通知。目录将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：① 42.5 及以上等级水泥的原料 20% 以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40% 以上来自废渣；② 纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。截至 2015 年 6 月底，公司旗下共有 29 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。此次增值税退税政策的调整使原先不能享受优惠退税政策的 42.5 及以上等级水泥获得实质受益，同时降低了 32.5 等级水泥的退税比例，提高了掺比要求；并明确了获益的环保条件，在环境标准上更加严格。公司及中建材股份所有下属子公司作为取消 32.5 复合水泥呼吁的主要发起者，自成立以来在优化工艺、节能减排方面做了大量投入，本次增值税优惠税率的调整短期内对公司退税总额有一定影响，但对淘汰落后产能、优化竞争格局方面起到了积极作用。

此外，截至 2015 年 6 月底，公司旗下有 36 家成员企业按 15% 的优惠税率缴纳企业所得税。

财政补贴方面，成都高新技术产业开发区管委会对于公司在管委会管区内注册给予一定优惠，约定公司注册之日五年内，若公司合并口径营业收入在 10 亿元以上，且对成都高新技术产业开发区年度贡献（指企业所得税、增值税、营业税三税之和）在 1000 万元以上（含 1000 万元），按公司对高新区所做的实际贡献（三税之和和中高新区地方留成部分）的 50% 给予项目资金支持等；另外，成员企业在设立时根据当地招商引资政策与各地政府签署投资协议，主要包括：矿山道路、电力设施、矿区居民安置等基础设施配套支出由政府部分承担；土地出让金、耕地占用税、契税等地方税费按一定比例返还等。因上述投资协议而获得的政府补偿

款项较多。2012~2014 年，公司获得的政府补助收入分别为 2.15 亿元、3.60 亿元和 2.94 亿元。2015 年 1~6 月，公司获得 0.92 亿元的政府补助。

总体来看，公司已经成为西南区域最大的水泥生产企业，在股东支持、税收优惠等方面得到较大支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了股东会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构。

公司董事会由 8 名董事组成，其中，由中国建材股份有限公司提名 6 位董事候选人，北京华辰普金资产管理中心提名 1 位，中海信托股份有限公司提名 1 位；董事任期三年，可连选连任；董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人。

公司设监事会，共有监事 3 人，其中监事会主席 1 人，职工监事 1 人；监事会每届任期三年，可连选连任。

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 1 名、副总经理若干及财务总监 1 名；在实际管理中公司设总裁一职，与章程中总经理的职责相同。

公司法人治理结构完善，运作较为规范，管理有序，董事会、监事会、经理层均依法行使职权，各机构独立运作。

2. 管理水平

对子公司的管理

公司 2011 年合并子公司为 11 家，截至 2015 年 6 月底合并子公司为 143 家，联合重组的快速推进导致公司子公司数量快速增长。为了加强对子公司的管理，提升规模效益，公司稳步推进企业管理制度化、生产管理精细化、以及人才队伍建设等工作。

企业管理制度化方面，公司自筹办以来，在行政人事、财务审计、生产技术、物资供应、

市场营销等方面共制定规章制度 60 余项，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。

生产管理精细化方面，整合现有的资源，最大限度的降低成本，提升规模效应是精细化管理的目标。目前公司精细化管理的主要措施包括：1)：强化采购管理。公司制定并完善了“总部负责全国范围内物资采购，各区域公司负责各省内采购，各成员企业负责本地采购”的三级采购管控模式。目前公司总部已对耐磨材料、耐火材料等物资进行了统一采购，各类原燃材料、混合材等较年初采购价格较大幅度下降。值得注意的是，煤炭作为水泥生产的主要成本，受制于区域外采购成本较高，公司目前主要采取当地采购的模式，公司总部对煤炭的集中采购占比一般，这不利于采购时议价能力的发挥。不过随着宝成铁路的通车（外购运输成本降低），以及煤炭进口的增多，公司对煤炭的集中采购将逐渐增多。2)：全面对标管理。对标是指对吨熟料煤炭成本、标煤耗等水泥生产关键指标进行监控。快速联合重组造成公司旗下子公司在生产设备、技术水平、管理能力方面有所差异，对标可以找出问题企业。找出问题企业后公司将组建专家队伍进行帮扶以及对问题企业进行技改。3)：优化原材料。公司大力开展技术攻关，优化原燃材料、混合材的采购品种，加大廉价材料的替代使用，并总结使用劣质煤高硫煤、低价混合材、酒糟、煤矸石的经验，有效降低生产成本，提升企业竞争实力和可持续发展力。4)：财务集中。目前公司总部、区域公司、成员企业的财务机构由总部统一管理；资金运用方面，联合重组、固定资产投资等资本支出由公司总部统一管理，生产流动资金由总部对区域公司和成员公司实行预算管理和控制。公司实现财务和资金集中后，对成员企业被联合重组前形成的高息借款进行置换，同时大力优化财务结构。

通过精细化管理，公司成本控制能力大幅增强，但降本增效方面依然存在一定的问题，

如成员企业存在操作不规范，系统不稳定，设备缺陷，系统缺陷等；部分成员企业执行力差，解决问题不主动，对应该解决的问题久拖不决，反应迟缓等。

人才队伍建设方面，不断健全完善干部员工的考核体系，加大降本指标、效益指标在生产采购等方面员工的考核权重，加大销售价格、销量、应收账款在销售人员的考核权重，努力营造全员参与降本增效的考核体系，并依据数据化的业绩指标来选拔和激励人才。

联合重组

建材股份最近几年在水泥行业进行了大规模的联合重组，联合重组经验丰富。公司成立后，建材股份由总部组建了联合重组小组派驻公司，直接负责公司联合重组事宜。

2012年、2013年公司联合重组快速推进，产能和规模迅速做大，这一方面得益于近年来西南区域水泥行业效益差，企业退出意愿较强为公司提供重组良机，一面得益于公司成熟的联合重组流程。

公司联合重组流程包括：1)：确定目标企业，因为水泥是“短腿产品”，企业需要在一定区域拥有一定的市场份额，才能发挥领军企业的带动作用，因此联合重组小组首先会根据区域战略选择适合企业，然后从产能、协同效应、潜在价值等角度进一步筛选，公司联合重组的水泥生产线产能一般在 2500t/d 以上；2)：签署框架协议，与目标企业签订重组意向书；3)：中介机构进场；4)：业务小组、审计小组、评估小组、法律小组等进行现场调查，理清被收购企业的真实情况；5)：由上述小组出具各自的报告初稿；6)：正式谈判，一般来讲会进行多轮谈判；7)：签署正式协议；8)：首笔款支付及审核；9)：资产交接及工商变更；10)：后续付款流程；11)：移交区域公司管理。

上述流程中，中介机构主要负责对企业进行资产、法律等方面的审查，中介机构的协助使得公司联合重组小组集中精力于目标企业选择，谈判等环节，大大提高了联合重组的效率。

总体看，公司联合重组制度完善，操作成熟，有力支持了公司的快速扩张。快速扩张后，公司合并企业较多，为了发挥规模的优势，公司已经从人事、采购、销售等方面进行了全面整合，精细化管理下公司水泥生产成本逐步下降。但合并企业较多，生产设备技术不一，人员构成复杂等问题对公司降本增效仍有一定阻碍，内部资源整合仍将是公司现阶段工作重点和难点。

六、经营分析

1. 经营现状

公司以水泥生产和销售为主业。公司成立于 2011 年 12 月，2012 年的经营数据为备考数据，2013 年至 2015 年 1~6 月为实际经营数据。备考数据编制原理为：截至 2012 年底，公司合并范围内子公司 100 家，为保持备考数据的可比性，编制备考数据时假设各子公司于 2010 年 1 月 1 日纳入公司合并范围(如该子公司系 2010 年 1 月 1 日之后注册成立，则自其实际注册成立之日起纳入合并范围)。自成立以来，随着水泥业务联合重组的快速推进，公司已成为西南地区最大的水泥企业，所属省级区域公司也均已成为所在地区最大的水泥企业，资产规模快速增长。2014 年，公司财务报表合并范围内子公司共计 139 家，2015 年上半年新纳入合并范围子公司 4 家。

随着水泥产能联合重组的不断推进，2012~2014 年，公司主营业务收入不断增长，2014 年为 211.84 亿元，同比增长 7.25%。目前，公司水泥业务重组工作已接近尾声，重点进行管理和资源整合工作。从收入构成来看，水泥业务一直是公司的主要业务，2014 年公司水泥业务占主营业务收入比重为 98.10%。其中 P.C32.5 (P.C 指复合硅酸盐水泥，公司 32.5 标号水泥全部为复合硅酸盐水泥)和 P.O42.5 (P.O 指普通硅酸盐水泥)水泥是公司主要水泥产品，二者在 2014 年主营业务收入中占比分别为

35.87%和 56.20%，近三年，P.O42.5 水泥在主营业务收入中占比不断扩大，公司 P.O 52.5 收入占比较低，2014 年为 1.16%。此外，公司有少量水泥下游商品混凝土业务收入，占主营业务收入比重很小。

从盈利能力来看，受水泥板块毛利率逐步提升影响，2012~2014 年，公司主营业务毛利率不断增长，2014 年为 32.54%，较 2013 年增长 2.80 个百分点，2014 年水泥业务毛利率为 32.54%，同比增长 2.86 个百分点。2014 年，公司水泥毛利率上升主要系煤炭等原材料价格下降、公司余热发电设备推广、管理提升、集中采购等因素推动下，公司吨水泥生产成本不

断下降。公司毛利率高于区域内其他企业主要系公司降本增效有效控制生产成本所致。

2015 年以来，受固定资产投资和房地产投资增速下滑影响，水泥行业需求下滑，且西南区域内贵州等地水泥产能释放较多，市场环境较差，各企业为保量导致价格竞争较为激烈，公司水泥及熟料售价不断下降。公司亦采取积极的销售策略，降价保量，但收入规模同比仍有小幅下降，2015 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 94.25 亿元，较上年同期下降 7.00%，占 2014 年全年主营业务收入的 44.49%；同期，公司主营业务毛利率为 29.59%，水泥毛利率 30.34%，均较 2014 年有所下降。

表 3 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、水泥	144.73	98.97	21.90	193.81	98.12	29.68	207.81	98.10	32.54	92.89	98.56	30.34
P.C 32.5	82.27	56.26	22.32	83.94	42.50	32.26	75.98	35.87	33.73	35.61	37.66	27.86
P.O 42.5	48.43	33.12	21.81	94.85	48.02	29.69	119.06	56.20	33.69	48.29	51.36	27.40
P.O 52.5	7.03	4.81	20.67	4.69	2.37	33.97	2.45	1.16	34.93	5.85	6.21	35.08
熟料	5.57	3.81	19.47	9.15	4.63	7.23	8.99	4.24	11.02	3.14	3.33	13.36
其他	1.44	0.98	15.88	1.18	0.60	2.27	1.33	0.63	2.90	0.00	0.00	0.00
二、商品混凝土	1.50	1.03	18.89	3.71	1.88	32.98	4.03	1.90	32.73	1.36	1.44	21.74
合计	146.23	100.00	21.87	197.52	100.00	29.74	211.84	100.00	32.54	94.25	100.00	29.59

资料来源：公司提供

2. 水泥业务

生产经营

截至 2015 年 6 月底，公司共拥有水泥生产线 113 条和 10 个粉磨站，其中 7500t/d 水泥熟料生产线 1 条，5000t/d 水泥熟料生产线 12 条，4000~4500t/d 水泥熟料生产线 3 条，3200t/d 水泥熟料生产线 13 条，2500t/d 水泥熟料生产线 84 条。水泥年产能 12281 万吨，熟料年产能 9025 万吨。公司水泥产能在西南地区区域产能占比达 31%。

公司业务范围主要位于四川省、云南省、贵州省和重庆市。2014 年底，公司在上述“三省一市”区域产能占比分别达到了 35%、23%、

31%、22%。受区域内新增产能影响，公司在四川、贵州两省区域产能占有率较 2013 年底有所下降。2015 年 6 月底，公司产能分布变动不大。

表 4 公司水泥熟料产能情况（单位：万吨）

产品	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
水泥	8600	11400	11400	12281
熟料	6615	8770	8770	9025

资料来源：公司提供

注：1、公司熟料生产目的主要为自用，多余部分销售或转存货；
2、2015 年 6 月底，公司水泥产能增加系收购四川省女蜗建材有限公司所致。

公司在联合重组伊始即明确提出，全力打

造区域市场份额 80%以上的 12 个核心利润区，将核心利润区建设作为联合重组的第一要务。截至目前，核心利润区水泥产能已达 8600 万吨，基本完成联合重组既定目标。

公司水泥产品型号主要以 P.C32.5、P.O42.5 和 P.O52.5 为主。P.C32.5 一般用于工业和民用建筑；P.O42.5 适用于桥梁、码头、道路、高层建筑等各种建筑工农工程、一般工业与民用建筑，可配置 C30-C60 不同标号的混凝土；P.O52.5 是用于核电站，高强度等级混凝土及大跨度桥梁构建等。

2012~2014 年，公司水泥产量不断增长，年均复合增长率为 16.46%，2014 年生产水泥 7890.17 万吨，产能利用率为 69.21%，公司产能利用率较低主要系公司推动行业自律，有效促进水泥企业竞合所致。2014 年，P.C32.5 水泥产量占公司水泥总产量的 42.02%，P.O42.5 水泥产量占 55.52%。公司 32.5 标号水泥全部为复合硅酸盐水泥，对公司营业收入贡献大。2014 年 P.C32.5 水泥产量占水泥总产量的比重较 2013 年有所下降，主要系国务院 41 号文提出尽快取消 32.5 复合水泥产品标准，公司推动淘汰 P.C32.5 水泥逐渐降低其比重所致。水泥的生产主要可以描述为“两磨一烧”，即将石灰石等原材料磨成生料，生料煅烧成熟料，再将熟料添加一些混合材磨成水泥。各类标号的水泥主要区别是熟料的比例和掺加的混合材的比例占比不同，未来公司水泥产品由低标号调整至高标号，生产设备等方面并无变化，转换成本较低，对公司水泥生产影响有限。随着国家推动淘汰复合硅酸盐水泥，公司可利用自身的熟料产能、议价能力、先进技术等优势来满足标号转换的需求，而小型水泥生产企业因不具备转换能力而将加速淘汰，行业集中度将得到提升，有利于公司长远发展。

2015 年以来，随着新增产能陆续投产，市场竞争加剧，公司有计划地实施了春节和淡季停窑限产。2015 年 1~6 月，公司水泥产量 3923.46 万吨，占 2014 年全年产量的 49.73%。

表 5 公司水泥产量情况（单位：万吨）

产品	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
P.C32.5	3658.49	3466.87	3315.77	1752.09
P.O42.5	1909.35	3677.73	4380.91	2082.67
P.O52.5	249.85	129.30	193.49	88.70
合计	5817.69	7273.90	7890.17	3923.46

资料来源：公司提供

原材料采购

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。煤炭、电力、石灰石在水泥制造成本中占比较大，合计约为产品成本的 60%。2015 年 1~6 月，公司吨水泥煤炭成本较 2014 年不断下降，财务费用有所上升。

表 6 公司原材料采购量及采购价格

（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
煤炭	采购量	916.78	981.36	372.81
	采购均价	554.34	508.38	456.10
石灰石	采购量	7299.64	7904.90	3490.42
	采购均价	18.51	18.37	17.67
硅铝质材料	采购量	1116.49	1105.58	557.04
	采购均价	23.22	23.84	22.12
铁质材料	采购量	255.02	330.82	173.60
	采购均价	67.39	56.72	45.73
混合材	采购量	1646.60	1586.97	810.30
	采购均价	36.22	37.58	26.31
石膏	采购量	336.89	402.21	189.44
	采购均价	84.51	77.85	66.84

资料来源：公司提供

注：公司自有矿山开采一般均由外方承包，本表数据均按采购口径核算。

煤炭采购方面，受制于较高的流通成本，公司煤炭采购以区域公司、成员企业就地采购为主，目前，公司区域外集中采购占比为 30%，目前，公司主要的煤炭供应商包括陕西秦陇煤炭集团、四川川煤集团。从 2012 年二季度开始，煤炭市场一改以往卖方市场格局，煤炭价格下滑加速，公司利用煤炭市场低迷形势与大型煤炭供应商签订直供的长期战略合作关系，煤炭

直供比例和总部集中采购比例均有所提升。2014 年,公司共采购煤炭 981.36 万吨,同比增长 7.04%;采购均价为 508.38 元/吨,同比下降 8.29%。2015 年上半年,煤炭价格继续走低,公司煤炭采购均价下降至 456.10 元/吨,采购量为 372.81 万吨,为 2014 年全年的 37.99%。煤炭价格的下降及统一采购比率的上升降低了公司水泥生产成本。

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,同时也构成其他水泥生产企业的区域市场进入壁垒。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。公司部分成员企业由于在前期建厂期间为了节省建设费用,自身没有石灰石矿山,针对该情况,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。目前公司石灰石自给比例为 80%,保证了原材料的稳定供应。2014 年公司外购石灰石共 7904.90 万吨,同比增长 8.29%;采购均价 18.37 元/吨,同比下降 0.76%。2015 年 1~6 月,公司外购石灰石共 3490.42 万吨,占上年采购量的 44.16%;采购均价进一步下降至 17.67 元/吨。

电力采购方面,公司电力主要供应商为国家电网和南方电网。公司除了上网购电外,余热发电系统也满足了部分用电需求。2014 年,公司外购电力 904795.17 万度,外购综合电价 0.54 元/度;并网余热发电生产线 52 条,装机容量 413.11MW,每年可以节电 27.98 亿度,相当于年节约标准煤 93.16 万吨,2015 年 1~6 月,公司无新增余热发电生产线,当期外购电力 238715.63 万度。随着在建余热发电生产线的逐步建成使用,电力采购成本占水泥制造成本比重快速下降,公司电力对外采购量和电力综合单位成本不断下降。

硅铝质材料、铁质材料、混合材、石膏等原材料主要由区域公司和成员企业就地采购。

2014 年,公司硅铝质材料采购量 1105.58 万吨,同比下降 0.98%,采购均价 23.84 元/吨,同比增长 2.67%;铁质材料采购量 330.82 万吨,同比增长 29.72%,采购均价同比下降 15.83%至 56.72 元/吨;混合材采购量 1586.97 万吨,同比下降 3.62%,采购均价增长 3.75%;石膏采购量 402.21 万吨,同比增长 19.39%,采购均价同比下降 7.88%。2015 年 1~6 月,各配料采购量与 2014 年持平,采购均价均呈现不同幅度的下降。

产品销售

公司水泥主要在西南地区销售,出口较少。从各区域来看,2014 年四川区域销售收入占公司销售总收入的 43.17%,云南区域占 18.44%,贵州区域占 25.87%,重庆区域占 12.52%;2015 年 1~6 月,上述各区域占比分别为 40%、20%、28%和 13%。

从西南地区市场份额来看:1)四川区域:公司通过快速联合重组,2014 年产能已经占到区域产能的 35%,2014 年,公司在四川区域销售水泥 3417.44 万吨,市场占有率为 22.93%;2)贵州区域:2014 年公司产能占区域产能的 31%。2014 年,公司在贵州区域销售水泥 2047.46 万吨,市场占有率 20.10%;3)云南区域:2014 年公司产能占区域产能的 23%,2014 年,公司在云南区域销售水泥 1459.36 万吨,市场占有率 15.33%;4)重庆区域:2014 年公司产能占区域产能的 22%,2014 年,公司在重庆区域销售水泥 991.10 万吨,市场占有率为 14.31%。

截至 2015 年 6 月底,公司在四川、贵州、云南和重庆三省一市的区域产能占用率分别为 35%、30%、23%和 22%,较 2014 年变化不大。四川、云南、贵州和重庆的销量市场占有率分别为 20%、15%、20%和 18%,重庆地区占有率有所提升,四川区域占有率有所下滑,其他地区变动不大。

总体来看,公司在西南地区无论产能还是市场占有率,均位于领先地位。公司区域市场占有率低于区域产能占有率主要系联合重组时,以消除同一区域内竞争为原则进行并购,

导致并购企业数量较多，产能利用率较低。

表 7 公司水泥各区域产能、市场占有率

(单位: %)

区域	2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	产能占有率	市场占有率	产能占有率	市场占有率	产能占有率	市场占有率
四川	44.00	22.81	35.00	22.93	35.00	20.00
云南	23.00	15.44	23.00	15.33	23.00	15.00
贵州	36.00	20.42	31.00	20.10	30.00	20.00
重庆	22.00	14.26	22.00	14.31	22.00	18.00

资料来源: 公司提供

从销售渠道来看，主要有重点工程、民用市场、搅拌站、预制板四个渠道。2014 年，对重点工程的销售量占 16.30%，占比较低，对民用市场的销售量占 57.12%，占比较高，对搅拌站的销售量占 19.04%，对预制板的销售量占 2.66%，其他占 4.87%。2015 年 1~6 月，各销售渠道占比变动不大。2015 年以来，公司已中标的重点工程合同水泥供应总量 1651 万吨，与全国其他地区相比，未来西南地区重点工程(铁路、公路、机场、水利)水泥需求仍较大。

公司直销比率较低，约为 15%，经销比率高。公司根据销售半径和市场片区内企业分布情况，推进营销机构整合，云南成立昆明、宣威、曲靖、文山、普洱、滇西六大营销中心，四川组建大成都营销中心，以避免内部竞争。

从定价策略来看，之前水泥行业一直以“量本利”为核心经营理念，即在销量能充分增加的情况下，通过增加规模、降低单位固定费用而取得利润的经营模式。但在过剩情况下，产品已经销售困难，这种情况下，公司提倡“价本利”的经营理念。2014 年公司水泥销售均价 254.13 元/吨，同比下降 1.03%；2015 年以来，西南地区水泥行业市场需求同比持平，但随着大量新增产能陆续投产，供需矛盾突出，市场竞争加剧，行业协作及自律局面打破，水泥价格不断下行，2015 年 1~6 月，公司水泥销售均

价 228.94 元/吨，较 2014 年销售均价下降 9.91%。

表 8 近年来公司销售情况(单位: 万吨、元/吨)

产品	项目	2013 年	2014 年	15 年 1~6 月
水泥	销售量	7191.55	7915.36	3920.15
	销售均价	256.77	254.13	228.94
熟料	销售量	426.88	300.88	162.72
	销售均价	214.31	229.78	193.12

资料来源: 公司提供

3. 未来发展

目前，公司联合重组已接近尾声，管理和资源深度整合成为目前工作重心，公司积极贯彻对已联合重组企业进行技术改造，投入资金进行节能减排和环境保护改造，如配建余热发电设施等。

截至 2015 年 6 月底，公司主要在建项目包括达州利森水泥有限公司 9KM 矿山皮带廊建设项目和云南永保特种水泥有限责任公司 9MW 纯低温余热发电项目，两项目均于 2014 年 11 月开工，计划总投资合计 1.82 亿元。

总体看，通过联合重组，公司已经成为西南区域水泥生产龙头企业，产能和市场占有率均具有领先优势。随着降本增效工作的开展及煤炭价格的持续下滑，公司水泥成本不断下降，整体毛利水平较高，但联合资信关注到，2014 年下半年以来，随着固定资产投资增速放缓及西南区域水泥新增产能大量投产，区域内水泥价格不断下探，对公司 2015 年全年盈利能力形成一定影响。

八、重大事项

2012 年 1 月，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”）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”）签署了资产收购协议，收购了东方红公司的若干资产。

之后，东方红公司与其债权人发生债务纠

纷。自2012年9月起，部分东方红公司债权人于不同法院向东方红公司、资中西南及公司提起诉讼，除要求东方红清偿债务外，要求资中西南及公司就争议款项承担连带责任（以下简称“有关诉讼”）。目前，共有135宗有关诉讼向资中西南及公司提出，涉案总金额约为人民币2.85亿元。相关法院已就部分有关诉讼作出判决，判决资中西南及公司对东方红公司的相关债务承担连带责任。资中西南及公司已履行部分判决，赔偿总额约为人民币8000万元。

资中西南及公司已就其中四川省高级人民法院的一份判决向最高人民法院申请再审（以东方红公司及其股东违约为由对东方红公司及其股东提起诉讼和仲裁程序，追讨有关诉讼造成的损失），并于2015年1月9日收到受理通知。截至本报告出具日，相关案件仍在审理中。

公司存在一定或有负债风险。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2012~2014年财务报表，其中2012年财务报表为备考财务报表，2013~2014年为实际财务报表。天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)已对上述年度财务报表进行审计，并均出具了标准无保留审计意见。公司提供的2015年半年度财务数据未经审计。

公司成立于2011年12月，为编制备考报表，公司按照《企业会计准则（2006）》有关规定，依据下述重要会计政策进行编制：截至2012年底，公司合并范围子公司100家，为保持备考合并会计报表的可比性，编制时假设各子公司于2010年1月1日纳入公司合并范围（如该子公司系2010年1月1日之后注册成立，则自其实际注册成立之日起纳入合并范围）。

2013年实际财务报表合并范围子公司共计140家，较2012年增加40家。2014年公司财务报表合并范围内子公司共计139家，较2013年减少1家。2015年1~6月，公司合并范围新增四川省

女娲建材有限公司、安县银河矿产资源开发有限公司、玉屏西南水泥有限公司和贵州福鸿炜建材有限公司4家子公司。近年来合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2014年底，公司合并资产总额为734.03亿元，所有者权益合计为130.05亿元（含少数股东权益4.19亿元）。2014年，公司实现营业收入213.66亿元，利润总额22.98亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额为741.47亿元，所有者权益合计为124.05亿元（含少数股东权益4.38亿元）。2015年1~6月，公司实现营业收入95.19亿元，利润总额2.63亿元。

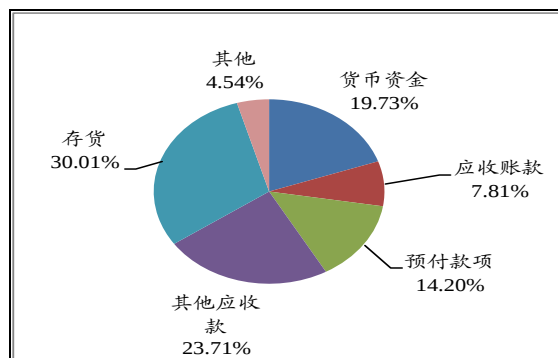
2. 资产质量

2012~2014年，随着联合重组的深入和业务规模的扩张，公司资产总额快速增长，年均复合增长18.19%。截至2014年底，公司资产总额734.03亿元，同比增长6.98%，随着公司对水泥行业联合重组逐渐接近尾声，资产规模由前期的快速扩张逐渐向稳定增长转变。从资产构成来看，流动资产占19.30%，非流动资产占80.70%，公司资产以非流动资产为主，符合水泥行业资产构成的一般特征。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产不断增长，年均复合增幅为13.26%。截至2014年底，公司流动资产141.68亿元，同比增长17.26%。从构成来看，货币资金占19.73%，应收账款占7.81%，预付款项占14.20%，其他应收款占23.71%，存货占30.01%。

图5 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014年,公司货币资金快速增长,年均复合变化率为18.08%。截至2014年底,公司货币资金27.95亿元,同比大幅增长33.24%。从构成看,银行存款占46.80%,其他货币资金占53.11%。截至2014年底,其他货币资金合计14.85亿元;使用受限货币资金为14.88亿元(在货币资金中占比53.24%),受限资金占比较高;受限资金主要为承兑汇票及信用保证金,以及部分联合重组项目需支付的款项采用监管账户的模式进行锁定的资金。

2012~2014年,公司应收账款波动增长,年均复合变化率为16.28%。截至2014年底,公司应收账款原值为11.36亿元,计提坏账准备0.30亿元,计提率为2.64%。截至2014年底,公司应收账款净值为11.06亿元,较2013年底增长35.94%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款(占应收账款账面余额的96.03%)中,1年以内占82.61%,1~2年占13.53%,2~3年占3.03%,3年以上的占0.83%,公司应收账款综合账龄较短。

2012~2014年,公司预付款项不断下降,年均复合减少9.37%。截至2014年底,公司预付款项为20.12亿元,同比下降8.58%。从账龄来看,1年以内占71.08%,1~2年占24.98%,2~3年占3.45%,3年以上占0.49%。预付款项综合账龄适中。

2012~2014年,公司其他应收款波动中有所增长,年均复合增幅10.64%。截至2014年底,公司其他应收款账面原值为34.52亿元,计提坏账准备0.93亿元,计提比率为2.69%。公司其他应收款净值为33.59亿元,较2013年底增长26.93%。其他应收款中,单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为13.66亿元(占39.56%),坏账计提率为0.86%;按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为15.30亿元(占44.32%),坏账计提率为4.37%;单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为5.56亿元(占16.12%),坏账计提率为2.62%。组合中,按账龄分析法计

提坏账准备的其他应收款从账龄来看,1年以内占66.18%,1~2年占28.10%,2~3年占4.25%,3~4年占0.94%,4~5年占0.07%,5年以上占0.46%。从构成看,其他应收款主要为与第三方的资金拆借本金、股权转让款、往来货款等。第三方拆借本金主要为成员企业在被收购之前原股东及其管理方、其他企业拆借形成;股权转让款为公司收购时提前付款,但被收购企业股权转让手续尚未完成而形成。整体来看,公司其他应收款坏账计提率一般,形成的原因较为复杂,未来回收具有一定的不确定性。

2012~2014年,公司存货快速增长,年均复合增速26.85%,主要系原材料增长所致。截至2014年底,公司存货账面净值为42.52亿元,同比增长14.56%。从构成来看,公司存货主要包括原材料(占60.80%),自制半成品及在产品(占16.43%),库存商品(占17.47%),周转材料(占5.28%)等。公司经营时以销定产,存货余额中原材料占比较大,原材料主要为煤炭、石灰石、石膏、粉煤灰等混合材。公司对原材料和库存商品计提了跌价准备,计提率分别为0.15%和0.03%。整体看,公司存货中原材料占比较大,煤炭等原材料价格具有波动风险;公司对原材料计提跌价准备较少,但考虑到目前煤炭库存成本较低,公司存货质量适宜。

非流动资产

2012~2014年,公司非流动资产快速增长,年均复合增速为19.47%。截至2014年底,公司非流动资产为592.35亿元,同比增长4.78%。从构成来看,非流动资产主要以固定资产(占54.07%),在建工程(占8.76%),无形资产(占7.52%)和商誉(占27.17%)为主。

2012~2014年,公司长期股权投资不断下降,年均复合减少10.04%,主要系部分联营企业转为子公司,编制合并报表时抵消所致。截至2014年底,长期股权投资为5.07亿元,主要是对联营企业的投资;因会计准则变更,公司将0.43亿元长期股权投资转至可供出售金融资产科目,2014年对联营企业新增投资40.19万元。

2012~2014年,随着重组企业增多,已审批水泥生产线的建设,皮带廊、余热发电、脱硝等配套设置的完善,公司固定资产快速增长,年均复合增幅达到19.57%。截至2014年底,公司固定资产原值为400.82亿元,累计折旧76.46亿元,提取减值准备4.08亿元,固定资产账面净值为320.28亿元,较2013年底增长2.58%。从固定资产净值构成来看,包括房屋及建筑物(占49.98%)、机器设备(占48.84%)、运输工具(占0.63%)和办公及电子设备(占0.55%)。

2012~2014年,公司在建工程快速增长,年均复合增幅33.56%。截至2014年底,公司在建工程为51.89亿元,同比增长46.09%,主要原因系公司对所属水泥企业生产线进行技术升级,提高环保标准所进行的工程增多所致等。

2012~2014年,公司无形资产快速增长,年均复合增速16.47%。截至2014年底,公司无形资产为44.52亿元,同比增长1.35%,主要系土地使用权增长所致。公司联合重组水泥企业之后,带动土地使用权增长。从无形资产净值构成来看,土地所有权占74.90%,采矿权占24.15%。

2012~2014年,公司商誉快速增长,年均复合增幅17.71%。截至2014年底,公司商誉为160.97亿元,同比增长1.12%,公司商誉是公司在西南地区联合重组过程中收购子公司股权溢价形成,公司联合重组快速推进,商誉规模维持相对高位。公司商誉未计提减值准备。公司商誉占资产总额比例较高,联合资信将持续关注公司商誉未来减值风险。

截至2015年6月底,公司资产总额741.47亿元,较2014年底增长1.01%。流动资产占23.59%,非流动资产占76.41%,流动资产比重较年初有所增长,但公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2015年6月底,公司流动资产合计174.88亿元,较2014年底增长23.44%,主要系货币资金和预付款项增长所致;2015年公司发行短期融资券8亿元和超短期融资券20亿元,致使货币资金快速增长。截至2015年6月底,公

司非流动资产为566.59亿元,较2014年底下降4.35%,主要系在建工程减少所致。在建工程和预付款项变化主要系2015年半年报未经审计,因统计口径差异造成的增减。

总体看,随着联合重组的推进,以及收购后的整合与升级,公司资产规模不断增长。构成上,以固定资产为主的资产结构符合水泥行业一般特征。同时,联合资信也注意到较高的商誉对资产质量的不利影响。整体来看,公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益快速增长,年均复合增长21.75%。截至2014年底,公司所有者权益为130.05亿元,同比增长8.17%,主要来自未分配利润的增长。从所有者权益构成来看,实收资本占76.89%,未分配利润占18.17%,盈余公积占1.71%,少数股东权益占3.22%。公司所有者权益结构稳定性好。

2012~2014年,公司实收资本分别为78.70亿元、100.00亿元和100.00亿元,年均复合增长12.72%。公司设立时注册资本为100亿元,2012年底实缴到位78.70亿元,2013年底100亿注册资本全部实缴到位。

截至2015年6月底,公司所有者权益合计124.05亿元,较2014年底下降4.62%,主要系公司根据股东会议决定进行分红导致未分配利润的减少。

负债

2012~2014年,公司负债不断增长,年均复合增幅17.46%。截至2014年底,公司负债总额603.98亿元,同比增长6.73%,主要来自流动负债的增长。从构成上看,近三年流动负债占比分别为81.46%、65.50%和74.82%,公司负债以流动负债为主,近年来流动负债占比波动中有所下降。

2012~2014年,公司流动负债不断增长,年均复合增幅为12.57%。截至2014年底,公司流

动负债451.87亿元，同比增长21.92%，主要来自一年内到期的非流动负债、其他流动负债和应付票据的增长。从构成上看，流动负债中短期借款占21.05%，应付账款占9.50%，其他应付款占40.80%，一年内到期的非流动负债占13.56%，其他流动负债占4.87%。

2012~2014年，公司短期借款有所下降，年均复合减少10.00%。截至2014年底，公司短期借款95.10亿元，同比下降0.34%。从构成来看，保证借款占56.52%、信用借款占42.76%、抵押借款占0.68%、质押借款占0.04%。

2012~2014年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合变化率为4.68%。截至2014年底，公司应付账款为42.93亿元，同比下降1.70%。从账龄来看，1年以内占76.98%，1~2年占17.27%，2~3年占4.84%，3年以上占0.91%。应付账款综合账龄适中。

2012~2014年，公司其他应付款分别为160.91亿元、177.47亿元和184.36亿元，年均复合增长7.04%。公司其他应付款主要是前期联合重组中应付的股权收购款、对子公司老股东的应付款和拆借款。公司所并购企业均存在老股东借款，民营企业股本不足，难以满足水泥企业重资产支出，而向金融机构筹资难度较大，老股东均通过拆借其本身、关联方以及社会资金，在并购后均转化为成员企业对老股东借款，公司记账时将老股东借款计入拆借本金（拆借本金包括第三方拆借本金和关联方拆借本金，第三方拆借本金即老股东借款）。应付股权转让款主要系并购时股权关系已经转让，但尚未付款形成。从2014年底其他应付款构成来看，主要为拆借本金（占比70.41%）和联合重组形成的应付股权转让款（占比15.89%）等。从其他应付款账龄来看，1年以内占43.32%，1~2年占39.74%，2~3年占16.23%，3年以上占0.71%。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债分别为14.98亿元、29.02亿元和61.26亿元，年均复合增长102.24%。2014年公司一年内到期的非流动负债快速增长主要来自一年内到期

的长期借款和一年内到期的长期应付款的增长，其中一年内到期的长期借款年末余额为47.57亿元，一年内到期的长期应付款13.52亿元，一年内到期的其他长期负债0.18亿元。

公司将发行的短期融资券计入其他流动负债科目，截至2014年底为22亿元，分别为“14西南水泥CP001”15亿元和“14西南水泥CP002”7亿元，本报告将其放入短期债务及相关指标中核算。

2012~2014年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长36.90%。截至2014年底，公司非流动负债152.10亿元，同比下降22.10%，主要系长期借款的减少。从构成上看，长期借款占58.39%，长期应付款占37.06%，递延所得税负债占3.39%。

2012~2014年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增速10.55%。截至2014年底，公司长期借款为88.81亿元，同比下降36.26%。长期借款中，保证借款占84.25%，抵押借款占1.82%，信用借款占13.93%。公司长期借款以保证借款为主。

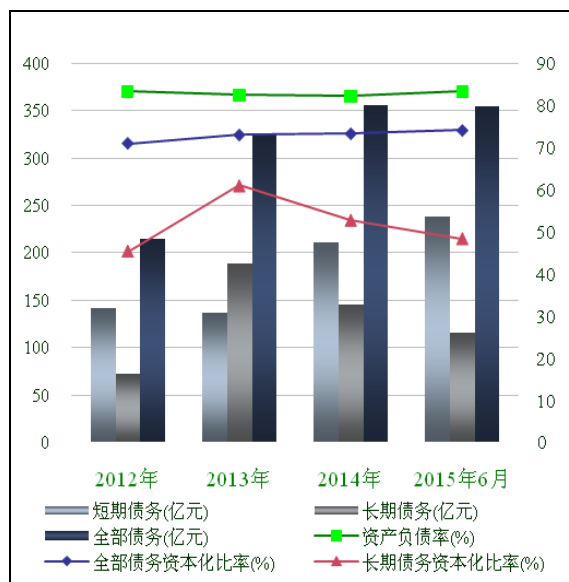
2012~2014年，公司长期应付款分别为3.62亿元、48.96亿元和56.37亿元，近年来长期应付款大幅增长，主要系新增融资租赁款所致。本报告将融资租赁款调入长期债务核算。

2012~2014年，公司全部债务规模快速增长。经调整公司发行的短期融资券及进行的融资租赁，公司近三年全部债务分别为214.03亿元、324.35亿元和356.20亿元，年复合增长率为29.01%。截至2014年底，公司全部债务为356.20亿元，同比增长9.82%，主要是受短期债务增长带动，其中公司短期债务占59.24%、长期债务占40.76%，短期债务占比较2013年底提升17.29个百分点。

2012~2014年，公司资产负债率分别为83.30%、82.48%和82.28%，负债水平虽逐年小幅下降，但公司整体负债水平仍然很高。2012~2014年，公司全部债务资本化比率逐年上升，2014年底为73.25%；长期债务资本化比率

波动中有所上升，截至2014年底为52.75%。公司整体债务水平很高。

图6 公司债务指标情况



资料来源：根据公司审计报告整理

截至2015年6月底，公司负债合计617.42亿元，较2014年底增长2.23%。从构成上看，流动负债比重进一步上升至80.06%。截至2015年6月底，公司流动负债为494.34亿元，较2014年底增长9.40%，主要系其他应付款和其他流动负债增加所致；其他应付款增长主要是公司对母公司建材股份借款增加，其他流动负债增长主要是公司2015年新增短期融资券（15西南水泥CP001）8亿元和超短期融资券（15西南水泥SCP001）20亿元。截至2015年6月底，公司非流动负债为123.09亿元，较2014年底下降19.08%，主要来自长期借款的减少。

截至2015年6月底，公司债务总额354.07亿元，较2014年底下降0.60%。从构成来看，短期债务占67.24%，长期债务占32.76%。资产负债率和全部债务资本化比率分别为83.27%和74.06%，较2014年底分别上升0.99个和0.80个百分点，长期债务资本化比率下降4.43个百分点至48.32%。

总体来看，公司债务水平高，且其以流动负债为主的负债结构与以非流动资产为主的资产结构匹配性较差。另外，公司其他应付款规

模较大，形成原因复杂，未来该部分负债偿付具有一定不确定性。

4. 盈利能力

2012~2014年，随着联合重组的快速推进和生产规模的扩大，公司营业收入快速增长，年均复合增长20.46%。2014年公司实现营业收入213.66亿元，同比增长7.24%。

随着营业收入的增长，近三年公司营业成本相应增加，年均复合增幅为11.90%，营业成本增速低于收入增速。2014年公司营业成本为143.96亿元，较2013年增长2.95%；公司营业成本增速低于营业收入增速主要系原燃料价格下降和管理精细化降本增效所致。

2012~2014年，公司期间费用快速增长，年均复合增幅为31.15%。公司成立后大力推进渠道建设，导致营业费用快速增长；同时随着有息负债规模不断扩大，财务费用快速增长。2014年公司期间费用为48.05亿元，同比增长12.19%，主要来自财务费用和销售费用的增长，2014年分别为23.83亿元和11.04亿元；期间费用占营业收入的比重为22.49%，较2013年增加0.99个百分点，公司费用压力加大，对利润总额侵蚀大。

2012~2014年，公司营业外收入分别为3.30亿元、4.19亿元和3.75亿元，其中政府补助收入分别为2.15亿元、3.60亿元和2.94亿元。政府补贴收入主要是成员企业设立时与地方政府签订的投资协议以及资源综合利用增值税返还形成的。

2012~2014年，公司利润总额快速增长，年均复合增幅103.29%，2014年公司利润总额为22.98亿元，同比增长14.86%。

从盈利指标看，2012~2014年公司营业利润率分别为21.31%、29.12%和31.91%；同期净资产收益率分别为4.52%、14.48%和13.71%；总资产收益率分别为5.62%、8.62%和8.77%。公司整体盈利能力较强。

2015年上半年，受宏观经济和水泥市场低

迷影响，公司实现营业收入95.19亿元，占2014年全年的44.55%，在较为激进的销售策略影响下，公司水泥销量虽较上年同期基本持平，但受水泥产能过剩、竞争激烈等因素的影响，西南地区水泥销售价格大幅下降，公司营业收入较上年同期下降7.00%；虽然公司自身采取了一系列降本增效措施，但成本下降幅度低于收入下降幅度，营业利润率为29.18%，较2014年下降2.73个百分点；同期，公司期间费用为25.37亿元，较上年同期增长2.64亿元，增幅为11.61%；公司利润总额为2.63亿元，同比下降73.43%。

总体来看，随着联合重组的快速推进，公司收入规模不断增长，但营业收入受宏观经济和水泥市场景气度影响大，尤其是2015年以来，西南地区水泥价格大幅下降对公司盈利能力影响大；公司通过规模生产和降本增效，单位水泥生产成本不断下降，但较高的期间费用对公司利润总额侵蚀大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率波动中有所上升，近三年分别为30.97%、32.60%和31.35%；速动比率不断下降，近三年分别为23.56%、22.58%和21.94%；2015年6月底流动比率和速动比率分别为35.38%和28.20%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比分别为1.94%、7.66%和11.25%。总体看，公司短期偿债能力弱，存在短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年公司EBITDA波动增长，年均复合增幅22.28%，2014年为47.80亿元。2012~2014年，公司EBITDA利息倍数分别为2.33倍、2.51倍和1.93倍；全部债务/EBITDA分别为6.70倍、5.84倍和7.45倍。整体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2015年6月底，公司在银行共获得授信额度426.56亿元，其中已使用授信额度357.70亿元，尚余授信68.86亿元。公司间接融资渠道通畅。

截至2015年6月底，公司不存在对外担保事项。

6. 过往债务履约情况

根据公司《企业信用报告》(报告编号：B201509210097802179)，截至2015年9月21日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

西南区域固定资产投资空间仍然较为广阔，公司区域水泥龙头企业地位已经形成；在国民经济下行压力加大和水泥市场景气度持续下滑的背景下，公司在产能、成本、技术、品牌和管理上的优势将更加突出。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

十、结论

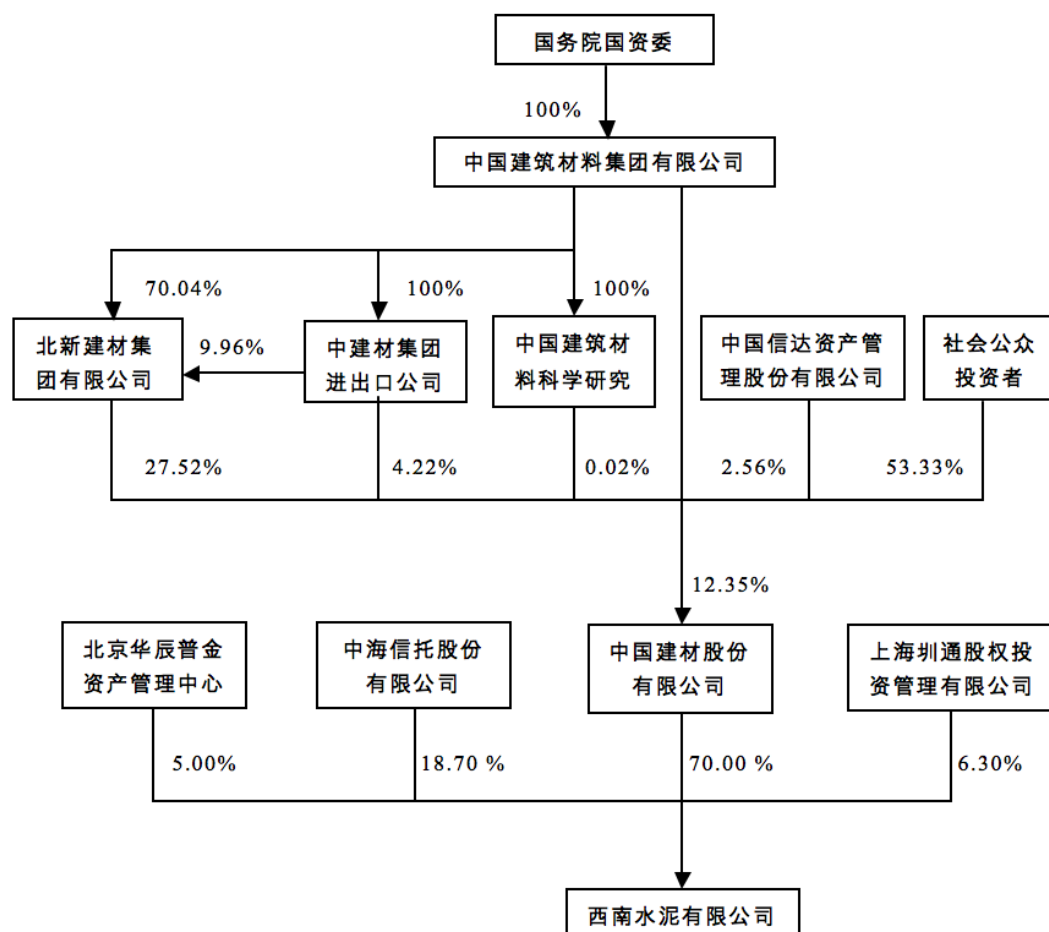
公司作为中国建材股份有限公司西南区域主要经营实体，近年来通过联合重组，已经成为西南区域水泥生产龙头企业，产能和市场占有率均具有领先优势。

近年来，西南区域经济的快速发展带动水泥需求不断增长，公司资产和收入规模快速扩大。2015年上半年，国民经济下行压力加大，水泥行业供需矛盾愈发突出，水泥价格不断下滑带动水泥生产企业盈利水平大幅下降；公司所在的西南地区基础设施建设依然薄弱，受区域内大型水利水电、铁路等重大项目拉动影响，水泥产量保持相对稳定，但水泥价格的大幅下降对公司盈利能力影响大。

此外，受煤炭价格持续下滑及降本增效工作的开展，公司水泥生产成本不断下降，整体毛利水平较高。但联合重组快速推进导致公司债务规模大，负债水平高，财务费用对利润总额侵蚀大；公司债务期限结构有待优化，存在一定短期支付压力。

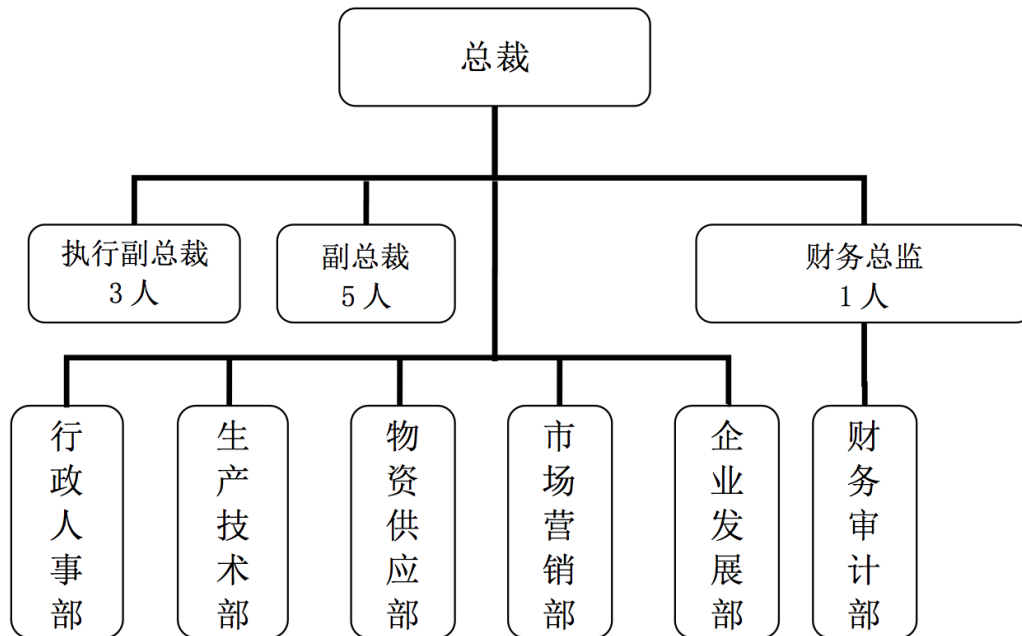
总体看，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



注：中国建筑材料集团有限公司是中国建材股份有限公司控股股东。截至 2015 年 6 月底，中国建筑材料集团有限公司持有中国建材股份有限公司 44.11% 股权（其中间接持股 31.76%）。

附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.08	25.92	32.63	52.29
资产总额(亿元)	525.48	686.13	734.03	741.47
所有者权益(亿元)	87.73	120.23	130.05	124.05
短期债务(亿元)	141.36	136.07	211.02	238.09
长期债务(亿元)	72.67	188.28	145.18	115.98
全部债务(亿元)	214.03	324.35	356.20	354.07
营业收入(亿元)	147.23	199.23	213.66	95.19
利润总额(亿元)	5.56	20.01	22.98	2.63
EBITDA(亿元)	31.97	55.49	47.80	--
经营性净现金流(亿元)	6.93	28.39	50.82	14.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.87	17.11	14.84	--
存货周转次数(次)	4.90	4.40	3.62	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.33	0.30	--
现金收入比(%)	109.31	118.56	115.23	110.55
营业利润率(%)	21.31	29.12	31.91	29.18
总资本收益率(%)	5.62	8.62	8.77	--
净资产收益率(%)	4.52	14.48	13.71	--
长期债务资本化比率(%)	45.30	61.03	52.75	48.32
全部债务资本化比率(%)	70.93	72.96	73.25	74.06
资产负债率(%)	83.30	82.48	82.28	83.27
流动比率(%)	30.97	32.60	31.35	35.38
速动比率(%)	23.56	22.58	21.94	28.20
经营现金流动负债比(%)	1.94	7.66	11.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	2.51	1.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	5.84	7.45	--

注：1、因合并范围变化大，为增强财务数据可比性，2012 年为备考报表，2013~2014 年为实际报表，2015 年半年度财务数据未经审计；

2、自 2013 年起将融资租赁款调入长期债务核算，将其他流动负债中的短期融资券、超短期融资券调入短期债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 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+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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

联合资信评估有限公司关于 西南水泥有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在西南水泥有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

西南水泥有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。西南水泥有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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西南水泥有限公司经营管理状况及相关信息，如发现西南水泥有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如西南水泥有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如西南水泥有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送西南水泥有限公司、主管部门、交易机构等。

