

信用等级公告

联合[2017] 398 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
二零一七年三月十五日



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: 2017 年 3 月 15 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	25.92	32.63	28.35	39.39
资产总额(亿元)	686.13	734.03	731.14	739.90
所有者权益(亿元)	120.23	130.05	129.62	123.80
短期债务(亿元)	136.07	189.02	191.25	165.50
长期债务(亿元)	139.32	88.81	41.40	56.87
全部债务(亿元)	275.39	277.83	232.65	222.37
调整后全部债务(亿元)	324.35	356.20	348.19	318.79
营业收入(亿元)	199.23	213.66	192.25	133.29
利润总额(亿元)	20.01	22.98	8.91	3.15
EBITDA(亿元)	40.91	47.80	34.41	--
经营性净现金流(亿元)	28.39	50.82	32.46	6.57
营业利润率(%)	29.12	31.91	29.46	28.55
净资产收益率(%)	14.48	13.71	4.30	--
资产负债率(%)	82.48	82.28	82.27	83.27
调整后全部债务资本化比率(%)	72.96	73.25	72.87	72.03
流动比率(%)	32.60	31.35	27.05	30.03
调整后全部债务/EBITDA(倍)	7.93	7.45	10.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.96	1.93	1.35	--
经营现金流流动负债比(%)	7.66	11.25	6.69	--

注: 1、2016 年前三季度财务数据未经审计; 2、调整后全部债务考虑了其他流动负债中的短期融资券、超短期融资券和长期应付款中融资租赁款。

分析师

刘珺轩 尹金泽

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

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”)的评级反映了其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、区域市场占有率等方面具备显著优势。近年来,公司资源、管理和技术等方面的整合不断深化,单位水泥生产成本不断下降、营业利润率维持较高水平。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以及 2015 年来水泥行业仍处低迷、行业竞争激烈等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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,未来固定资产投资规模仍然较大,对公司水泥需求形成一定支撑;此外,随着国家逐步推进供给侧结构性改革,化解水泥行业产能严重过剩压力,公司在规模、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. 西南地区经济水平保持平稳较快发展,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,在经营规模、区域市场占有率等方面具备显著优势。

关注

1. 西南地区水泥现有产能和新建产能较大，同时水泥行业仍处景气度低迷阶段，公司盈利能力有所下降。
2. 公司债务负担重，公司债务结构有待优化，短期支付压力大。
3. 公司商誉和其他应收款占比较大，资产质量受到一定影响。

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 2017 年 3 月 15 日至 2018 年 3 月 14 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。

西南水泥有限公司

主体长期信用评级报告

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。公司于 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 2016 年 9 月底，公司注册资本 100 亿元，其中建材股份持股 70.00%，中海信托股份有限公司持股 18.70%，上海圳通股权投资管理有限公司持股 6.30%，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）持股 5.00%。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、塑料制品、电气设备、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（以上经营项目依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）；房屋租赁或不动产租赁业务（以工商部门核准的内容为准）。

截至 2016 年 9 月底，公司下辖 142 家全资或控股子公司（含 5 家区域子公司）；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 2015 年底，公司合并资产总额为 731.14 亿元，所有者权益合计为 129.62 亿元（含少数股东权益 5.48 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 192.25 亿元，利润总额 8.91 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额为 739.90 亿元，所有者权益合计为 123.80 亿元（含少数股东权益 5.00 亿元）。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 133.29 亿元，利润总额 3.15 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：常张利。

二、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政

策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资稳中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较

上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

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，近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。同时，由于水泥不能长期储存，运输半径较小，水泥产销率一直保持较高水平，水泥库存比较低。

建设投资和房地产开发投资的增速增长带动了水泥需求量的回升，全年全国规模以上水泥产量 24 亿吨，同比增长 2.5%。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%。2013 年以来，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近年来，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，合计年度新增熟料产能 4712 万吨，比 2014 年减少 2319 万吨，已经连续三年新增产能呈递减走势。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。由于 2015 年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015 年水泥熟料实际产能富余量超过 6 亿吨。

2016 年 1~11 月，华北和西南地区水泥需求增速较快，同比分别增长 8.85% 和 8.54%，华东和中南地区需求表现平稳同比分别增长 0.99% 和 2.50%，东北和西北地区需求疲弱，同比分别下降 4.34% 和 4.35%。

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，仅为 67%。2016 年上半年中国水泥熟料产能利用率依旧较低，仅为 64.5%，截至 2016 年 6 月底，全国新型干

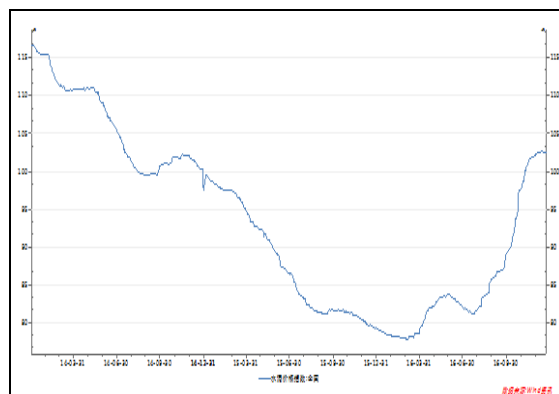
法水泥生产线累计 1773 条，设计熟料产能达 18.2 亿吨，较 2015 年底变化不大。

短期内，在需求预期没有明显改善的情况下，产能利用率若想回归合理区间，淘汰落后和过剩产能压力仍较大。长期看，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 2014 年以来全国水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

2015 年，在产能过剩和下游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。2016 年 1~2 月为水泥传统淡季，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。截至 2016 年 11 月 30 日，全国水泥价格指数 102.12，同比增长 26.90%；全国散装 P.O.42.5 水泥均价为 306.00 元/吨，同比增长 24.39%。

根据 Wind 资讯数据显示，2016 年 11 月，华北、华东、西南、东北、中南和西北地区

P.O.42.5 水泥均价分别为 328.20 元/吨、347.00 元/吨、360.00 元/吨、327.00 元/吨、368.67 元/吨和 322.80 元/吨，同比增幅分别为 32.34%、31.30%、33.33%、4.36%、32.06%和 21.35%。

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

2016年1~10月，水泥行业实现销售收入6952亿元，水泥产销量虽小幅回升但上半年价格仍低于2015年同期水平，导致销售收入同比下降1.87%，10月降幅较1-9月下降1.4个百分点，降幅持续收窄；2016年1~10月，水泥全行业实现水泥利润总额332亿元，同比增长47%，增速较1-9月提升13个百分点。10月单月水泥利润总额为83.4亿元，较上月增长31%，单月利润为年内新高。总体来看，2016年水泥行业自律和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度大，水泥价格有所回升，行业盈利能力有所增强，但联合资信关注到煤炭和物流成本上升对水泥企业利润空间有所挤压。

(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。根据中国水泥协会公布的数据，截止到2015年底，前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.5亿吨，占全国总产能的75%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的54%，预期中的水泥行业并购大潮未在2015年大规模出现。进入2016年，水泥行业联合重组步伐加速，中材集团与中国建材集团

正在筹划战略重组事宜，重组方案尚未确定，方案确定后尚需获得有关主管部门批准。金隅股份与冀东集团已开始进行战略重组。

(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%。2016年以来，在煤炭去产能、供应量减少，下游需求保持一定水平的情况下，煤炭价格出现回升，已回调至2012年初水平。煤价的回升一定程度上推高了水泥价格，单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，中、小规模企业则面临一定的成本压力。相对而言，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

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。2015年，上述三大行业合计的城镇基建固定资产投资累计为13.13万亿元，同比增长17.27%。2016年1~11月，全国基础设施投资同比增长17.21%，其中电力、热力、燃气给水的生产和供应业同比增长13.20%。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2016年1~11月，全国房地产开发投资9.34万亿元，同比名义增长6.5%，与去年同期相比，

增速回升5.2个百分点，房地产开发投资中住宅投资6.26亿元，增长6.0%，房地产投资有所回温；房屋新开工面积151303万平方米，增长7.6%，其中住宅新开工面积增长7.9%；房地产开发企业房屋施工面积745122万平方米，同比增长2.9%。同期，房地产开发企业土地购置面积19046万平方米，同比下降4.3%，降幅较去年同期有所缩窄。房地产投资出现企稳回暖趋势，主要是前期刺激政策效果显现，以及国家陆续出台了降息、降低首付比例、公积金政策调整等一系列行业政策所致。

由此看出，基建投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应有所减弱，而房地产投资增速的快速下滑是导致2015年水泥需求增速大幅下降的主要原因。不过，2016年基建和房地产投资有所回暖，水泥行业下游需求情况有所改善，对水泥需求形成了一定支撑。未来下游需求行业走势仍值得关注。

（4）行业政策和关注

2016年是“十三五”的开局年，随着水泥产能过剩问题的日益凸显，不管是中央还是地方都出台了化解水泥过剩产能的规划目标 and 政策手段；而针对近年来日益严重的空气质量等环境问题，相关部门也对水泥的电耗、煤耗、污染源排放计划出台了规范和针对性的调控措施。

2016年，国务院办公厅发布了水泥行业“十三五”期间供给侧改革的纲领性文件《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34号，以下简称“34号文”）。34号文设定了到2020年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长的目标任务。文中还提出了严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等压减过剩产能和提升水泥制品的意见，以及优化产业政策、加大金融支持、严格执法监督、发挥协会作用的支

持政策。配合34号文，各省也根据自身的水泥供需情况制定了去产能目标和规划，但各地去产能目标差异较大，河南省、山东省、湖北省、广东省、河北省等水泥大省在水泥方面去产能力度较大。

（5）行业发展

展望2017年水泥行业，从行业需求来看，2016年固定资产投资增速在供给侧结构性改革不断推进和稳增长政策效应持续释放的共同作用下，呈现企稳态势，其中基建投资和房地产投资拉动作用显著，水泥需求量有所回升。2017年国内外经济环境依然复杂严峻，产能过剩和市场需求不振的压力仍在；房地产投资在三四线城市库存压力仍较大、前期土地价格偏高、房企购置土地增速低迷以及各地楼市调控政策密集出台的大背景下增速回调可能性较大，但中央经济会议也提到了房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地，未来房地产投资回调幅度可能不深。基建投资仍政府稳投资的重要手段，随着“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、轨道交通建设、地下综合管廊建设和改造等利好政策的落地实行，未来随基建新开工项目放量、PPP项目逐步落地，基建投资有望保持较高增速。总体来看，水泥行业需求基本面难以显著性改善，2017年水泥产量或随固定资产投资增速稳中有降。

从行业供给来看，2016年新增产能同比继续下滑，34号文也已明确严禁新增产能，2017年新增产能同比增速将保持继续下滑。对于水泥行业，化解过剩产能和升级产品结构仍是供给侧改革的着力点。化解过剩产能主要通过严控新增产能、提高节能环保要求淘汰产能、严格执行错峰生产、积极推动联合重组提高区域内行业集中度。供给侧结构性调整方面，继续推动取消32.5标号水泥，取消32.5标号水泥将减少外卖至粉磨站的熟料，因此间接地限制了来自水泥粉磨站的水泥产量，且42.5水泥所用熟料占比较高，低标号水泥的取消将可压缩熟

料产能。

另外，2016年各地区水泥企业行业自律和抵制恶性低价竞争意识增强对水泥价格的多轮推涨和水泥企业盈利水平的改善起到了重要作用，行业自律有望持续。而上游煤炭价格经历2016年的大幅上涨，2017年呈震荡调整态势上下调区间均有限，加之货运成本呈上升调试，水泥成本端支撑强。综合供需情况、行业竞合和上游原材料判断，水泥价格或将继续稳步回升。

2. 区域经济和市场环境

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。

2013~2015年，四川省GDP增速分别为10.0%、8.5%和7.9%；贵州省GDP增速分别为12.5%、10.8%和10.7%；云南省GDP增速分别为12.1%、8.1%和8.7%；重庆市GDP增速分别为12.3%、10.9%和11.0%。同期全国GDP增速分别为7.7%、7.4%和6.9%。西南地区三省一市经济快速发展且增速高于全国平均水平。

2013~2015年，四川省全社会固定资产投资增速分别为6.7%、12.0%和10.2%；贵州省全社会固定资产投资增速为29.0%、23.6%和21.6%；重庆市全社会固定资产投资增速为19.5%、18.0%和17.1%；云南省全社会固定资产投资增速为27.4%、15.1%和18.00%。同期全国固定资产投资增速分别为19.3%、15.3%和9.8%。西南地区固定资产投资高位运行，2015年宏观经济下行压力加大，但西南地区三省一市固定资产投资增速均高于全国平均水平。

2015年，贵州省全年基础设施完成投资4137.35亿元，比上年增长22.3%，房地产开发完成投资2205.09亿元，比上年增长0.8%；重庆市全年基础设施建设完成投资4356.14亿元，比上年增长28.6%，房地产开发完成投资3751.28亿元，比上年增长3.3%；云南省基础设施投资完成4314.54亿元，同比增长21.6%，房地产开发完成投资2669.01亿元，同比下降6.2%。四川

省房地产开发投资完成额为4813亿元，比上年增长9.9%。基础设施建设和房地产开发投资是拉动水泥需求的两大动力，2015年以来，公司所在西南地区三省一市基建投资快速增长，房地产投资除四川外，均出现增速放缓甚至负增长的局面。

2015年，西南地区水泥市场呈现需求增量势微、供给（产能）增量较大、供需矛盾尖锐、市场竞争激烈、水泥价格大幅下滑的整体态势。

根据国家统计局数据显示，2015年西南地区累计实现水泥产量4.05亿吨，同比增长1.30%，是全国六大区域市场中唯一出现正增长的区域。从产量看，四川是西南地区水泥产量最高的省份，但产量出现负增长（-3.26%），重庆和云南产量同比略有增长，增速分别为2.20%和2.34%，贵州为区域内水泥产量增长最快的，增速为5.42%。从产能看，2015年西南地区新增水泥生产线设计产能超过2.8万吨，以贵州和云南新增产能为主；同时，受水泥行业下滑、部分民营企业关停，大企业主动停产成本高或石灰石资源规模小的生产线等因素影响，西南区域整体呈现产能增长趋势，增幅较之前年度有所下滑，其中贵州和云南两省产能增长较快。

水泥价格方面，西南地区是2015年全国水泥平均价格同比下调幅度最大的区域，其中贵州地区跌幅在17%左右，云南地区跌幅最小，在3%左右，其他地区跌幅在9%左右。从利润看，2015年西南区域水泥行业实现利润总额17.81亿元，同比下降81.75%；其中，作为西南地区产量下滑最多的省份，四川反而贡献了最多利润，贵州受区域内新增产能影响，价格快速下滑，是西南地区亏损最严重的省份。

2015年，西南地区水泥企业兼并重组主要有：台泥国际集团重组四川铁路集团水泥有限公司，华润水泥与昆钢控股合作成立云南水泥建材集团有限公司，华新水泥与拉法基合并成立云南拉豪及川渝拉豪水泥，西南水泥收购安县女娲水泥、参股四川星船城水泥等。

2016年1~11月，在固定资产投资底部回升、

水泥需求呈现反弹、全国水泥产量同比增长的宏观背景下，西南地区实现水泥产量3.97亿吨，同比增长8.54%，高于全国平均增速（3.52%），增速仅次于增长最快的华北地区、居全国六大区域第二位。从价格来看，截至2016年11月25日，西南地区复合42.5号水泥均价为360.00元/吨，较2015年同期增长33.33%，水泥企业效益较2015年有所改善。

未来，西南地区基础设施建设需求仍较高，预计水泥需求仍然较为旺盛，但供求状况受“十三五规划”开局、“一带一路”、“长江经济带”、“西部大开发”等国家及区域发展战略落地实施力度、落后产能淘汰力度、行业自律限产自救行动开展情况等因素影响大；未来“去产能、控新增、自律限产、大企业合作”成为关键词。

总体来看，2015年以来国民经济下行压力加大，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。2016年以来，西南地区水泥价格有所回升，大企业通过兼并重组逐渐提升市场占有率，市场集中度进一步提高。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，对公司水泥需求形成一定支撑。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年9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。截至2015年底，建材股份熟料产能为3.15亿吨/年。

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，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2016年9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，在西南地区区域综合产能、产销率占比排名中均居首位。公司相继在四川、云南、贵州、重庆组建了区域公司，截至2015年底，这四家区域公司产能占比分别为36.50%、23.10%、32.10%和18.50%，除云南地区¹产能和市场份额排名第二外，公司在四川和贵州地区产能及市场占有率均为第一名，重庆区域产能占比第一，但分布较为分散、市场控制力一般。

3. 人员素质

公司现有董事、监事及高层管理人员17位，其中包括董事7位（含董事长1位），监事3位，总裁1位，执行总裁3位，副总裁6位，财务总监1位，均具有丰富的行业经营和企业管理经验。

公司董事长、法定代表人常张利先生，1970年出生，硕士学位，工程师。曾任北新集团建材股份有限公司董事会秘书、副总经理，公司董事及代理总裁等职务。现任公司董事长，中国建材股份有限公司副总裁、董事会秘书兼执行董事，北新集团建材股份有限公司董事，北方水泥有限公司董事，南方水泥有限公司董事和中国联合水泥集团有限公司董事。

公司总裁姚钦先生，1961年出生，研究生

¹2015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。

学历。曾任南方水泥有限公司高级总监、副总裁，上海南方水泥有限公司副总经理、执行副总裁、执行总裁，湖州南方水泥有限公司常务副总裁，广西金鲤水泥有限公司总经理（兼），广西南方水泥有限公司总裁等职务。现任公司董事、总裁。

截至 2016 年 9 月底，公司在职员工 19500 人。按教育程度分类，初中及以下占 36.60%，高中和中专学历占 44.10%，大专学历占 14.70%，本科及以上学历占 4.61%；从岗位构成看，生产人员占 88.52%，管理人员占 7.55%，研发人员占 0.12%，销售人员占 3.81%；从年龄结构看，30 岁及以下占 27.68%，30~50 岁占 68.01%，50 岁以上占 4.31%。

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。

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。截至 2016 年 9 月底，公司 2500t/d 及以上的生产线已全部配备余热发电技术。

公司下属嘉华特种水泥股份有限公司（以下简称“嘉华特水”）在新一代通用硅酸盐熟料体系、第二代新型干法技术等方面作了积极的

探索，创造性的开发了高性能低碳微粒熟料技术（HLMC），并已进入了工业生产。HLMC 技术主要从硅酸盐熟料的晶体尺寸与水化动力学的关系入手，从基础理论研究出发，开发了晶体尺寸与晶体结构控制技术，并结合低温煅烧制度的研究，实现了低碳高性能微粒熟料的工业化生产，提高熟料强度 2~10MPa，节约实物煤耗 4 公斤以上，氮氧化物排放减少 10%以上，余热发电量提高 2 度以上，台时产量明显提升，生产成本降低显著。未来，随着嘉华特水 HLMC 技术在公司水泥生产线逐步推广，公司水泥生产成本有望持续下降、节能环保水平有望进一步提升。

同时，联合资信关注到公司通过兼并重组的方式整合区域内水泥产能，联合重组企业在生产条件、产品质量、能耗、环保等方面有差异，通过技术推广和管理整合降低公司生产成本、提升公司产品价值仍是当前工作的重大。

5. 外部环境

股东支持

近年来，建材股份在资本金注入、融资、人员配置等方面对公司支持力度大。

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 月末全部实缴到位，为公司持续发展提供了资本金支持。

融资支持方面，截至 2016 年 9 月底，建材股份就公司 137.74 亿元借款提供了保证担保。截至 2015 年底，建材股份对公司资金拆借余额 171.75 亿元，公司将其计入“其他应付款”科目。

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，提升公司综合管理能力。

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，减少审批流程，提升审批速度，大幅提升公司运作效率。

财税优惠

税收优惠方面,截至 2014 年底,公司旗下有 30 家成员企业享受资源综合利用增值即征即退的优惠政策;退税条件和比例调整后,截至 2016 年 9 月底,公司旗下有 19 家成员企业享受资源综合利用增值税退税 70%的优惠政策。2014~2015 年,公司所获增值税退税金额分别为 1.44 亿元、1.11 亿元。此次增值税退税政策的调整使原先部分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。公司及建材股份所有下属子公司作为取消 32.5 等级复合硅酸盐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 年底,公司旗下有 52 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,约定自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。2013~2015 年,公司获得的政府补助收入分别为 3.60 亿元、2.94 亿元和 2.64 亿元。

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,设立了由股东会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构。

公司设董事会,是公司的经营决策机构,对股东会负责;董事会由 7 名董事组成,其中,由建材股份委派 5 名,北京华辰普金资产管理中心委派 1 名,中海信托股份有限公司委派 1 名;董事任期三年,任期届满可连选连任;董事会设董事长 1 人,可设副董事长 1 人,董事长、副董事长均由建材股份提名,由全体董事过半数选举产生。

公司设监事会,由 3 名监事组成,其中建材股份委派 2 位,职工选举产生职工代表监事 1 名;监事会设主席 1 人,由建材股份提名的监事担任,经监事会选举产生;监事会每届任期三年,任期届满可连选连任。

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;总经理和财务总监的候选人由建材股份或公司董事长提名,由公司董事会聘任;高级管理人员任期为三年,可连聘连任;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

公司成立于 2011 年,近年来通过联合重组方式对西南地区水泥企业进行整合,截至 2016 年 3 月底,公司下辖 5 家区域公司及 137 家全资或控股子公司。目前,公司联合重组已逐渐接近尾声,管理整合和资源整合是当前工作的重点。

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。

人才队伍建设方面，公司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。子公司管控方面，公司通过委派经理人员、监事等出资人代表实现对成员企业的管理。

生产管理精细化方面，公司主要措施包括：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，但近年来公司总部对煤炭的集中采购比例逐步提升。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。公司实行总部、区域公司、成员公司三级分工融资模式，融资和担保事务须报经股东建材股份审批；总部、区域公司、成员企业的财务机构由总部统一管理，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；

所属各子公司需在制定年度预算时确定全年的融资计划，计划应明确额度、品种、到位时间，并根据计划安排落实融资。

总体看，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、部分成员企业执行力差、操作不规范等问题对公司降本增效仍有一定阻碍，内部资源和管理整合仍将是公司现阶段工作重点和难点。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是建材股份旗下水泥板块的核心企业之一，主要从事水泥的生产和销售业务；此外，公司还有少量水泥下游商品混凝土业务收入。2013~2015 年，受宏观经济增速放缓和水泥行业景气度下滑影响，公司主营业务收入波动下降，年均复合下降 1.90%。2015 年以来，受需求下滑、西南区域内贵州等地水泥新增产能释放较多、企业竞争激烈等因素影响，公司主营业务收入规模同比下降 10.27%至 190.09 亿元。分板块来看，水泥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 98%以上，2015 年公司水泥业务实现收入 187.44 亿元，同比下降 9.80%；其中 P.C32.5（P.C 指复合硅酸盐水泥）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 2015 年主营业务收入中占比分别为 38.04%和 51.23%，近年来，随着国家推动淘汰低标号复合硅酸盐水泥，P.C32.5 水泥在公司主营业务收入中占比呈下降趋势，P.O42.5 和 P.O 52.5 等高标号水泥产品在公司主营业务收入中占比不断提高。2013~2015 年，公司商品混凝土业务分别实现收入 3.71 亿元、4.03 亿元和 2.65 亿元，在主营业务收入占比很小。

从盈利能力来看，2013~2015 年，公司水泥

业务毛利率波动中有所增长，分别为 29.68%、32.54%和 29.90%，公司水泥业务毛利率水平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；此外，2015 年，在煤炭等原材料价格下降、集中采购、管理提升等因素推动下，公司水泥单位生产成本不断下降，但受价格跌幅更快影响，水泥业务毛利率较 2014 年有所下降，但仍维持在较高水平。近三年公

司商品混凝土业务毛利率水平变化不大，2015 年为 32.42%。2013~2015 年，公司主营业务毛利率分别为 29.74%、32.54%和 29.94%。

2016 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 131.72 亿元，占 2015 年全年的 69.29%；同期，公司主营业务毛利率为 28.88%，水泥业务毛利率 28.77%，均较 2015 年全年水平有所下降。

表 1 公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务分类	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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	193.81	98.12	29.68	207.81	98.10	32.54	187.44	98.61	29.90	129.38	98.22	28.77
P.C 32.5	83.94	42.50	32.26	75.98	35.87	33.73	72.31	38.04	31.22	51.48	39.08	30.54
P.O 42.5	94.85	48.02	29.69	119.06	56.20	33.69	97.39	51.23	31.75	66.70	50.63	27.65
P.O 52.5	4.69	2.37	33.97	2.45	1.16	34.93	13.26	6.98	12.99	8.02	6.09	28.05
熟料	9.15	4.63	7.23	8.99	4.24	11.02	4.48	2.36	18.51	3.18	2.42	25.32
其他	1.18	0.60	2.27	1.33	0.63	2.90	--	--	--	--	--	--
二、商品混凝土	3.71	1.88	32.98	4.03	1.90	32.73	2.65	1.39	32.42	2.35	1.78	35.15
合计	197.52	100.00	29.74	211.84	100.00	32.54	190.09	100.00	29.94	131.72	100.00	28.88

资料来源：公司提供

注：1、2015 年及 2016 年前三季度，公司将原计入“其他”核算的矿渣硅酸盐水泥、油井水泥、矿粉、玻纤等收入调入 P.O52.5 水泥收入中核算；2、P.C32.5 水泥收入包括 32.5 复合硅酸盐水泥和 P.C32.5（R）水泥（R 代表早强型）等品种，2015 年 12 月 1 日起取消的 32.5 复合硅酸盐水泥占 2015 年公司 P.C32.5 水泥收入的比重约为 20%。

2. 水泥业务

生产经营

公司自成立以来通过联合重组方式迅速扩大产能规模，目前，联合重组已逐渐接近尾声，2015 年产能增加主要系收购四川省女娲建材有限公司等子公司和贵州区域新投产水泥生产线所带来的增长。截至 2016 年 9 月底，公司水泥年产能 12281 万吨，熟料年产能 9025 万吨，水泥产能在西南地区区域产能占比达 31%；公司共拥有 113 条水泥生产线和 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，2500t/d 水泥数量生产线数量较多。

表 2 公司水泥及熟料产能情况（单位：万吨/年）

产品	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
水泥	11400	11400	12281	12281
熟料	8770	8770	9025	9025

资料来源：公司提供

注：公司熟料生产目的主要为自用，多余部分销售或转存货。

公司业务范围主要位于四川省、云南省、贵州省和重庆市。2015 年底，公司在上述“三省一市”区域产能占比分别达到了 36.50%、23.10%、32.10%和 18.50%，除云南外其他两省一市产能占比均居第一位。2015 年，公司在四川、云南和贵州三省区域产能占有率较 2014 年底均有所上升，重庆区域有所下降，主要系 2015 年公司将广安、达州区域产能由重庆区域调入四川区域统计所致。2016 年 9 月底，公司区域产能占比变动不大。

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 适用于核电站，高强度等级混凝土及大跨度桥梁构建等。

2013~2015 年，公司水泥产量不断增长，年均复合增长率为 4.72%，2015 年为 7977.31 万吨；近三年公司产能利用率分别为 63.81%、69.21%和 64.96%，公司产能利用率较低主要系：（1）公司通过联合重组方式整合区域内水泥企业，产能扩张迅速，但近年来水泥需求疲弱，产能并不能得以充分利用；（2）2014 年以来，水泥价格不断下探，公司推动行业竞合，采取春节和淡季停窑限产措施以控制水泥产量，缓解供需矛盾。2015 年产能利用率下降主要系水泥行业需求不足，公司水泥产量增速慢于产能增速所致。2016 年 1~9 月，公司水泥产量 5977.90 万吨，占 2015 年全年产量的 74.94%。

分品种看，近三年 P.O42.5 水泥产量在公司水泥总产量中的比重均在 50%以上，2015 年为 52.20%；同期，P.C32.5 水泥产量占公司水泥总产量的 43.97%，其中，国家标准化委员会批准于 2015 年 12 月 1 日起取消的复合硅酸盐水泥占公司 P.C32.5 水泥产量的 20%左右。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。随着国家淘汰复合硅酸盐水泥及推进全面取消 32.5 标号水泥，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。

表 3 公司水泥产量情况（单位：万吨）

产品	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
P.C32.5	3466.87	3315.77	3507.59	2569.80
P.O42.5	3677.73	4380.91	4164.49	3123.16
P.O52.5	129.30	193.49	305.24	284.94
合计	7273.90	7890.17	7977.31	5977.90

资料来源：公司提供

注：P.C32.5 水泥产量包括 32.5 复合硅酸盐水泥和 P.C32.5（R）水泥（R 代表早强型）等品种。

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，受 P.C32.5 水泥产量上升、P.O42.5 水泥产量下降，而 P.O42.5 水泥石灰石用量高于 P.C32.5 水泥，公司石灰石采购量同比有所下降。同期，公司煤炭采购量下降主要系：（1）公司通过余热发电、调整水泥生产原材料配比等措施降低单位煤耗；（2）公司适度调整煤炭采购品种和采购质量，选取质量好、单位煤炭热值高的煤种，煤炭采购量有所下降。

表 4 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	2016 年 1-9 月
煤炭	采购量	916.78	981.36	848.71	651.16
	采购均价	554.34	508.38	411.38	368.96
石灰石	采购量	7299.64	7904.9	7594.57	5594.99
	采购均价	18.51	18.37	18.53	17.20
硅铝质材料	采购量	1116.49	1105.58	1147.36	839.19
	采购均价	23.22	23.84	21.44	19.24
铁质材料	采购量	255.02	330.82	387.68	290.90
	采购均价	67.39	56.72	45.32	41.63
混合材	采购量	1646.6	1586.97	1883.07	1425.70
	采购均价	36.22	37.58	31.5	29.32
石膏	采购量	336.89	402.21	402.89	307.17
	采购均价	84.51	77.85	66.68	61.96

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。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不断提升，2015 年公司区域外煤炭集中采购比例超过 30%，主要的煤炭供应商包括陕西秦陇煤炭集团、四川川煤集团、陕煤集团、盘江集团、云南能源集团等。2015 年，公司共采购煤炭 848.71 万吨，同比下降 13.52%；采购均价为 411.38 元/吨，同比下降 19.08%。2016 年 1~9 月，煤炭价格小幅波动但仍低于 2015 年全年均价，公司煤炭采购均价为 368.96 元/吨，采购量为 651.16 万吨，为 2015 年全年的 76.72%。

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约为 52%，保证了原材料的稳定供应。2015 年公司外购石灰石共 7594.57 万吨，同比下降 3.93%；采购均价 18.53 元/吨，同比增长 0.87%。2016 年 1~9 月，公司外购石灰石共 5594.99 万吨，占上年采购量的 73.67%；采购均价下降至 17.20 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。2015 年，公司外购综合电价 0.53 元/度。2016 年 1~9 月，

公司外购综合电价为 0.49 元/度。目前，公司水泥生产所需电力中外购电力占比为 73%，余热发电占比为 27%；截至 2016 年 9 月底余热发电成本为 4.40 元/吨，余热发电技术推广有效降低公司水泥生产成本。

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。2015 年，公司硅铝质材料采购量 1147.36 万吨，同比增长 3.78%，采购均价 21.44 元/吨，同比下降 10.07%；铁质材料采购量 387.68 万吨，同比增长 17.19%，采购均价同比下降 20.10%至 45.32 元/吨；混合材采购量 1883.07 万吨，同比增长 18.66%，采购均价下降 16.18%；石膏采购量 402.89 万吨，与上年基本持平，采购均价同比下降 14.35%。2016 年 1~9 月，各配料采购量与 2015 年同期持平，采购均价均呈现不同幅度的下降。

2015 年，公司水泥平均生产成本为 160.60 元/吨，单位成本较 2014 年减少约 11 元，较 2013 年下降约 20 元，主要系煤炭等原材料价格下降和公司降本增效有效控制生产成本所致。2016 年 1~9 月，公司吨水泥平均生产成本进一步下降至 149.69 元/吨。

产品销售

2013~2015 年，公司水泥销量不断增长，年均复合增幅为 5.17%，2015 年实现水泥销售量 7953.90 万吨、熟料销量 228.21 万吨；公司水泥销售均价持续下滑，2015 年均价为 230.03 元/吨，2016 年 1~9 月进一步下降至 210.39 元/吨，其中二季度较一季度有所上升，三季度较二季度有所下降。

表 5 近年来公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
水泥	销售量	7191.55	7915.36	7953.90	5997.98
	销售均价	256.77	254.13	230.03	210.39
熟料	销售量	426.88	300.88	228.21	169.24
	销售均价	214.31	229.78	196.18	187.99

资料来源：公司提供

公司水泥主要在西南地区销售，出口较少。从各区域来看，2015 年四川区域销售收入占公司销售总收入的 38.61%，云南区域占 20.62%，贵州区域占 26.23%，重庆区域占 14.54%。从销售均价看，云南地区销售价格最高，2015 年均价为 240 元/吨，其次是四川、贵州，全年均价分别为 232.53 元/吨和 230.45 元/吨，重庆区域最低，全年均价为 210.89 元/吨。

分区域看：1) 四川区域：受联合重组新合并子公司和统计口径变化影响，2015 年公司产能已经占到区域产能的 36.50%。2015 年，公司在四川区域销售水泥 3038.08 万吨，市场占有率为 24.40%；2) 贵州区域：2015 年受新投产水泥生产线影响，公司产能占区域产能的比重上升至 32.10%。2015 年，公司在贵州区域销售水泥 2082.68 万吨，市场占有率 22.59%；3) 云南区域：2015 年公司产能占区域产能的 23.10%，2015 年，公司在云南区域销售水泥 1571.96 万吨，市场占有率 17.40%；4) 重庆区域：2015 年公司产能占区域产能的 18.50%，2015 年，公司在重庆区域销售水泥 1261.18 万吨，市场占有率为 12.70%。

2016 年 1~9 月，公司在四川、贵州和云南区域产能占用率较 2015 年有所下降，重庆地区产能占有率变化不大；市场占有率方面，四川、重庆区域市场占有率有所提升，云南和贵州区域市场占有率较 2015 年略有下滑。

表 6 公司水泥各区域产能、市场占有率
(单位：%)

区域	2013 年	2014 年	2015 年
产能占有率			
四川	44.0	35.0	36.5
云南	23.0	23.0	23.1
贵州	36.0	31.0	32.1
重庆	22.0	22.0	18.5
市场占有率			
四川	22.8	22.9	24.4
云南	15.4	15.3	17.4
贵州	20.4	20.1	22.5
重庆	14.3	14.3	12.7

资料来源：公司提供

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，且近年来水泥需求不足、行业竞争激烈，公司主动控制产量导致产能利用率较低。

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。2015 年，公司对重点工程的销售量占比为 22%，较上年提升 5.7 个百分点；对民用市场的销售量占 47%，占比较高，但比重有所下降；对搅拌站的销售量上升至 23%，对预制板的销售量占 4%，其他占 4%。2016 年 1~9 月，民用市场比重进一步下降，重大工程比重有所提升。2016 年 1~9 月公司中标的重大工程包括：成昆铁路复线、玉磨高铁、峨米铁路、曲大高速、绵西高速、绵九高速、江习古高速、乌东德电站、巴塘水电站、万开快速、观景口水库等。

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。

销售策略方面，公司通过修订完善销售市场划分与管理办法，加强跨区域交叉市场协调管理，区域公司间交叉市场管理、避免省级交叉市场内部竞争；同时通过推进小片区管理合并、小片区营销整合、成立营销中心等措施强化区域公司内成员企业间交叉市场管理，消除区域内企业间内部竞争。此外，公司采取直销与经销相结合的销售策略，2015 年直销比率约为 17%，2016 年前三季度，直销比率上升至 22%。

3. 在建工程

目前公司在建工程中无在建和拟建的水泥/熟料生产线，主要在建项目为余热发电、降氮脱硝环保技改，水泥磨辊压机节能技改，以及

诸多以增效降耗为目的其他技改项目，单笔投资均不超过 5000 万元。

4. 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，发展特种水泥业务。

2016 年 9 月，包括建材股份、天山股份等多家上市公司在内发布公告，经国务院国有资产监督管理委员会批准，中国建筑材料集团有限公司与中国中材集团有限公司（以下简称“中材集团”）²实施重组，中国建筑材料集团有限公司更名为中国建材集团有限公司，作为重组后的母公司，中国中材集团无偿划转进入中国建材集团有限公司。随着国家深化国有企业改革、大企业之间兼并重组对于推进供给侧改革、淘汰水泥行业落后产能等影响深远，但截至目前相关重组方案和审批程序尚未确定，行业整合及对公司可能造成的影响存在一定不确定性。

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，对公司盈利能力产生一定影响。

七、重大事项

2012年1月，公司下属子公司四川资中西南

²中材集团是集科研、设计、制造、工程建设、国际贸易于一体的企业集团，是国务院首批 56 家大型试点企业集团之一，在国家计划内实行单列，连续多年位居中国企业 500 强，旗下拥有 7 家 A 股上市公司（中材国际、宁夏建材、中材节能、祁连山、中材科技、天山股份、国统股份）和一家 H 股上市公司（中材股份），其主业之一的“非金属材料技术装备与工程”，即水泥装备及工程、水泥生产、水泥管道等产业同时存在于旗下的 6 家上市公司中。

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，除要求东方红公司清偿债务外，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四川省高级人民法院执行裁定中标的金额较大的执行裁定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。目前最高院已出具民事裁定书，裁定该案由国家最高人民法院提审，再审期间，中止原判决的执行。现该案正处于等待受理开庭中，已改判公司及资中西南不对东方红公司对外所负债务承担连带清偿责任的案件有50-60件，且判决为终审判决。公司仍存在部分未完结的执行信息，且根据之前判例，其他案件的改判可能性也较大，目前状态均为等待最高院再审结果。

联合资信将持续关注案件审理情况。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）成都分所对该财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年前三季度财务数据未经审计。

公司成立于2011年12月，截至2013年底，

公司合并范围包括140家子公司；2014年，公司非同一控制下企业合并新增贵州德隆水泥有限公司等3家子公司，减少福泉市顺昌建材有限责任公司等4家子公司；2015年，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责任公司、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，注销宁夏嘉华特种工程材料有限公司，截至2015年底，公司纳入合并范围子公司共142家。2016年1~9月，公司合并范围无变化。近年来公司合并范围的变化对财务数据可比性影响不大。

截至2015年底，公司合并资产总额为731.14亿元，所有者权益合计为129.62亿元（含少数股东权益5.48亿元）。2015年，公司实现营业收入192.25亿元，利润总额8.91亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额为739.90亿元，所有者权益合计为123.80亿元（含少数股东权益5.00亿元）。2016年1~9月，公司实现营业收入133.29亿元，利润总额3.15亿元。

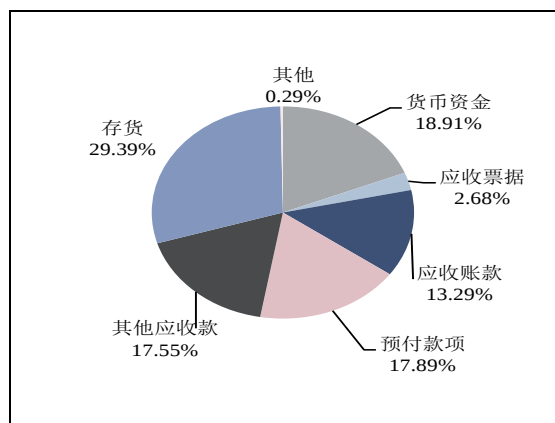
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额波动增长，年均复合增幅为3.23%。截至2015年底，公司资产总额731.14亿元，同比下降0.39%，随着公司对水泥行业联合重组逐渐接近尾声及受2015年以来水泥行业景气度下滑影响，公司资产规模由前期的快速扩张逐渐趋于稳定。从资产构成来看，流动资产占17.96%，非流动资产占82.04%，公司资产结构以非流动资产为主且较为稳定，符合水泥行业特征。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产波动增长，年均复合增幅为4.26%。截至2015年底，公司流动资产131.33亿元，同比下降7.30%。从构成来看，货币资金占18.91%，应收账款占13.29%，预付款项占17.89%，其他应收款占17.55%，存货占29.39%。

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015年，公司货币资金波动增长，年均复合增长率为8.80%。截至2015年底，公司货币资金同比下降11.16%至24.84亿元；从构成看，银行存款占48.89%，其他货币资金占51.04%，此外还有少量库存现金。截至2015年底，公司其他货币资金合计12.68亿元，全部为使用受限货币资金（含三个月可解除受限的资金2.85亿元），公司受限资金主要为承兑汇票及信用保证金等，受限资金占比较高，对资产流动性有一定影响。

2013~2015年，公司应收账款快速增长，年均复合增长46.45%。截至2015年底，公司应收账款原值为17.95亿元，计提坏账准备0.50亿元（计提比例为2.77%），年末应收账款净值为17.46亿元，较2014年底增长57.77%。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97.03%）中，1年以内占86.75%，1~2年占8.16%，2~3年占3.86%，3年以上的占1.23%，公司应收账款综合账龄较短。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款，近三年波动增长，年均复合增幅为3.32%。截至2015年底，公司预付款项为23.50亿元，同比增长16.76%，主要系预付材料款增长所致（预付材料款占预付款项年末余额的比重为54%）。从账龄来看，1年以内占65.87%，1~2年占22.49%，2~3年占8.97%，3年以上占2.67%。预付款项综合账龄适中。

2013~2015年,公司其他应收款波动中有所下降,年均复合变化率为-6.67%。截至2015年底,公司其他应收款账面原值为24.30亿元,计提坏账准备1.25亿元(计提比例为5.16%),年末其他应收款净值为23.05亿元,较2014年底下降9.23%。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8.09亿元(占32.28%),坏账计提比例为1.46%;按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为12.36亿元(占50.84%),坏账计提比例为8.00%;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3.86亿元(占15.88%),坏账计提比例为3.84%。组合中,按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中,1年以内占57.04%,1~2年占24.50%,2~3年占11.97%,3年以上占6.49%。2015年底公司其他应收款减少主要系应收项目保证金、第三方资金拆借减少所致。第三方拆借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。其他应收款前五大占比为19.88%,集中度较低。整体来看,公司其他应收款坏账计提比例一般,形成的原因较为复杂,未来回收具有一定的不确定性。

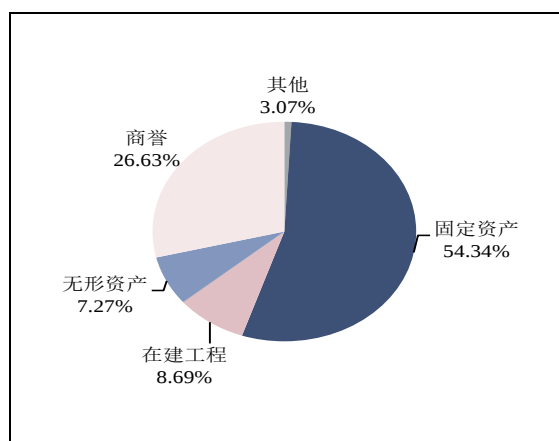
2013~2015年,公司存货波动增长,年均复合增长1.97%。截至2015年底,公司存货账面价值为38.60亿元,同比下降9.23%。从构成来看,公司存货主要包括原材料(占60.53%),自制半成品及在产品(占14.60%),库存商品(占18.19%),周转材料(占6.60%)等。公司经营时以销定产,存货余额中原材料占比较大,原材料主要为煤炭、石灰石、石膏、粉煤灰等混合材。公司对原材料和库存商品计提了跌价准备,计提率分别为0.02%和0.03%。整体看,公司存货中原材料占比较高,但计提跌价准备较少,煤炭等原材料价格波动对存货账面价值有影响;但考虑到目前煤炭库存成本较低,公司存货质量适宜。

非流动资产

2013~2015年,公司非流动资产不断增长,

年均复合增速为3.01%。截至2015年底,公司非流动资产为599.81亿元,同比增长1.26%。从构成来看,非流动资产主要以固定资产(占54.34%),在建工程(占8.69%),无形资产(占7.27%)和商誉(占26.63%)为主。

图3 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源:根据公司审计报告整理

2014~2015年,公司可供出售金融资产快速增长,2015年底为2.88亿元,主要是公司持有的四川省星船城水泥股份有限公司股权(2.81亿元)、成都恒高混凝土有限公司股权(0.03亿元)、上海信托—西南水泥租赁设备资产收益权投资计划资金信托计划等。

2013~2015年,公司长期股权投资保持相对稳定,2015年底为5.20亿元,同比增加13.11万元;公司长期股权投资主要是对联营企业的投资,未计提减值准备。

2013~2015年,公司固定资产小幅增长,年均复合增幅为2.17%。截至2015年底,公司固定资产原值为422.44亿元,累计折旧92.41亿元,提取减值准备4.08亿元,固定资产账面净值为325.95亿元,较2014年底增长1.77%。从固定资产净值构成来看,包括房屋及建筑物(占50.97%)、机器设备(占47.94%)、运输工具(占0.53%)和办公及电子设备(占0.56%)。

2013~2015年,公司在建工程快速增长,年均复合增幅为21.17%,主要系公司对下属水泥生产线进行技术升级,提高环保标准所进行的建设工程增多所致。截至2015年底,公司在建

工程账目余额53.35亿元，计提减值准备1.20亿元，年末在建工程账目价值52.15亿元，同比增长0.50%。

公司无形资产主要为土地使用权和采矿权，近三年保持相对稳定；截至2015年底，公司无形资产原价51.79亿元，累计摊销7.80亿元，计提减值准备0.37亿元，年末无形资产账面价值合计43.63亿元，同比下降2.01%，主要系土地使用权和采矿权摊销增多所致。从无形资产净值构成来看，土地使用权占75.35%，采矿权占23.79%。

公司商誉是在联合重组过程中收购子公司股权溢价而形成，近年来随着联合重组逐渐接近尾声，公司商誉规模保持相对稳定。2013~2015年，公司商誉分别为159.19亿元、160.97亿元和159.72亿元，年均复合变化率为0.17%。2013~2014年，公司未计提商誉减值准备，2015年公司累计计提0.80亿的商誉减值准备。整体看，2015年以来，受建材行业低迷影响，公司开始计提商誉减值准备，但计提比例一般，且公司商誉规模在资产总额中占比较高，联合资信将持续关注公司商誉减值风险。

截至2016年9月底，公司资产总额739.90亿元，较2015年底增长1.20%，主要来自货币资金和应收账款的增长；流动资产占19.61%，非流动资产占80.39%，流动资产比重较上年末有所增长，但公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2016年9月底，公司流动资产合计145.09亿元，较2015年底增长10.47%；2016年公司发行多期债券致使货币资金快速增长；截至2016年9月底，公司非流动资产为594.81亿元，较2015年底下降0.83%，主要系在建工程和工程物资减少所致。

总体看，随着联合重组逐渐接近尾声，公司资产规模增速放缓并逐渐达到稳定状态。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，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益波动中有所增长，年均复合增长3.83%。截至2015年底，公司所有者权益为129.62亿元，同比下降0.34%，主要来自未分配利润的减少。从所有者权益构成来看，实收资本占77.15%，未分配利润占16.33%，盈余公积占2.29%，少数股东权益占4.23%。公司所有者权益结构稳定性一般。

2013~2015年，公司实收资本均为100亿元。同期，受水泥行业市场变动影响，公司未分配利润分别为14.71亿元、23.63亿元和21.17亿元，年均复合变化率为19.97%。

截至2016年9月底，公司所有者权益合计123.80亿元，较2015年底下降4.49%，主要受分配股利导致未分配利润减少影响。

负债

2013~2015年，公司负债总额分别为565.90亿元、603.98亿元和601.53亿元，年均复合增长3.10%。从构成上看，近三年流动负债占比分别为65.50%、74.82%和80.72%，公司负债结构以流动负债为主，近年来流动负债占比持续上升。

2013~2015年，公司流动负债快速增长，年均复合增幅为14.45%。截至2015年底，公司流动负债485.52亿元，同比增长7.45%，主要来自其他应付款、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19.53%，应付票据占8.93%，其他应付款占43.95%，一年内到期的非流动负债占10.93%，其他流动负债占9.89%。

2013~2015年，公司短期借款分别为95.42亿元、95.10亿元和94.81亿元，年均复合减少0.32%。截至2015年底，公司短期借款中保证借款占80.09%、信用借款占19.08%、抵押借款占0.69%、质押借款占0.14%。

2013~2015年，公司应付票据快速增长，年均复合增幅为93.10%。截至2015年底，公司应付票据为43.35亿元，同比增长32.76%；其中商业承兑汇票占比23.30%，银行承兑汇票占比

76.70%。

2013~2015年，公司应付账款快速下降，年均复合变化率为-33.55%。截至2015年底，公司应付账款为19.28亿元，同比下降55.08%。从账龄来看，1年以内占74.46%，1~2年占17.83%，2~3年占5.21%，3年以上占2.50%。应付账款综合账龄较短。

2013~2015年，公司其他应付款分别为177.47亿元、184.36亿元、213.36亿元，年均复合增长9.65%。公司其他应付款主要是拆借款和前期联合重组中应付的股权收购款等。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。2015年底公司其他应付款前五大客户合计占比为86.26%，其中，应付股东建材股份的资金拆借款171.75亿元，占比为80.50%。从其他应付款账龄来看，1年以内占52.80%，1~2年占31.71%，2~3年占9.79%，3年以上占5.70%。公司其他应付款较为集中，综合账龄适宜。

表 7 截至 2015 年底公司其他应付款前五大情况
(单位：万元、%)

客户	账面余额	占比	款项性质
中国建材股份有限公司	171.75	80.50	资金拆借
谭国仁	7.17	3.36	联合重组并购款
南方水泥有限公司	1.92	0.90	资金拆借
兆山新星集团有限公司	1.80	0.84	联合重组并购款
江西南方水泥有限公司	1.40	0.66	资金拆借
合计	184.04	86.26	--

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债分别为29.02亿元、61.26亿元和53.09亿元，年均复合增长35.26%。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债中一年内到期的长期借款年末余额为41.14亿元，一年内到期的长期应付款11.74亿元，一年内到期的其他长期负债0.22亿元。

公司将发行的短期融资券、超短期融资券计入其他流动负债科目，截至2015年底为48亿

元，包括“15西南水泥CP001”8亿元、“15西南水泥SCP001”20亿元和“15西南水泥SCP002”20亿元，本报告将其放入短期债务及相关指标中核算。

2013~2015年，公司非流动负债快速下降，年均复合下降22.92%，主要来自长期借款的减少。截至2015年底，公司非流动负债116.00亿元，同比下降23.73%。从构成上看，长期借款占35.68%，长期应付款占58.23%，递延所得税负债占4.43%。

2013~2015年，公司长期借款快速下降，年均复合下降45.49%。截至2015年底，公司长期借款为41.40亿元，同比下降53.39%。长期借款中，保证借款占72.24%，信用借款占27.76%。

2013~2015年，公司长期应付款分别为48.96亿元、56.37亿元和67.54亿元，年均复合增长17.45%。公司长期应付款主要是融资租赁款。本报告已将融资租赁款调入长期债务核算。

2013~2015年，公司全部债务规模波动增长。经调整公司发行的短期融资券、超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324.35亿元、356.20亿元和348.13亿元，年复合增长率为3.60%。从债务期限结构看，近三年公司短期债务占比分别为41.95%、59.24%和68.72%，短期债务比重快速上升且公司债务结构逐渐转变为以短期债务为主。

2013~2015年，公司资产负债率分别为82.48%、82.28%和82.27%，负债水平虽逐年小幅下降，但仍处于较高位置。2013~2015年，公司全部债务资本化比率波动下降，三年均值为73.00%，2015年底为72.87%；长期债务资本化比率不断下降，三年均值为50.86%，截至2015年底为45.65%。公司整体债务水平高，其中短期债务比重高。

截至2016年9月底，公司负债合计616.09亿元，较2015年底增长2.42%。从构成上看，流动负债比重小幅下降至78.43%。截至2016年9月底，公司流动负债为483.20亿元，较2015年底下降0.48%，主要系一年内到期的非流动负债和其

他流动负债减少所致；其他流动负债减少主要是公司2016年短期融资券和超短期融资券本金到期偿付金额高于新发行金额所致。截至2016年9月底，公司非流动负债为132.90亿元，较2015年底增长14.56%，主要来自长期借款的增加。

截至2016年9月底，公司调整后债务总额318.79亿元，较2015年底下降8.44%。从构成来看，短期债务占64.46%，长期债务占35.54%。资产负债率和长期债务资本化比率较2015年底分别上升1.00个百分点和2.12个百分点至83.27%和47.78%，全部债务资本化比率较2015年底下降0.84个百分点至72.03%。

总体来看，公司债务水平高，短期债务规模快速上升，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。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入波动下降，年均复合下降1.77%。2015年公司实现营业收入192.25亿元，同比下降10.02%。

近三年公司营业成本波动下降，年均复合下降2.00%，营业成本降幅快于收入降幅。2015年公司营业成本为134.30亿元，较2014年下降6.71%；公司营业成本降速快于营业收入降速主要系原燃料价格下降和管理精细化降本增效所致。

2013~2015年，公司期间费用快速增长，年均复合增幅为6.92%。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。2015年公司期间费用为48.97亿元，同比增长1.90%，主要来自财务费用和销售费用的增长，2015年分别为25.11亿元和11.15亿元；期间费用占营业收入的比重为25.47%，较2014年增加2.98个百分点，公司费用压力加大，对利润总额侵蚀大。

2013~2015年，公司营业外收入分别为4.19亿元、3.75亿元和3.00亿元，其中政府补助收入分别为3.60亿元、2.94亿元和2.64亿元。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。

2013~2015年，公司利润总额快速下降，年均复合变动率为-33.26%，2015年公司利润总额为8.91亿元，同比下降61.22%。

从盈利指标看，2013~2015年公司营业利润率分别为29.12%、31.91%和29.46%；同期净资产收益率分别为14.48%、13.71%和4.30%；总资产收益率分别为8.62%、8.77%和6.50%。

2016年1~9月，公司实现营业收入133.29亿元，占2015年全年的69.33%，受春节期间错峰停产、水泥价格仍然低位徘徊等因素的影响，公司营业收入较上年同期下降3.06%；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28.55%，较2015年全年下降0.91个百分点；同期，公司期间费用为35.45亿元，为2015年全年的72.39%，其中财务费用同比下降11.93%；2016年1~9月，公司营业外收入1.24亿元，同比下降16.18%，主要为水泥增值税退税；利润总额为3.15亿元，为2015年全年的35.29%，同比增长61.41%。

总体来看，受宏观经济和水泥市场景气度下滑影响，近年来公司营业收入有所波动，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，2013~2015年，公司流动比率和速动比率均不断下降，近三年流动比率分别为32.60%、31.35%和27.05%，速动比率分别为22.58%、21.94%和19.10%；2016年9月底流动比率和速动比率分别为30.03%和22.52%。2013~2015年，公司经营现金流动负债比分别为7.66%、11.25%和6.69%。总体看，公司短期偿债能力弱，存在较大短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年公司

EBITDA 不断下降,年均复合下降 21.25%,2015 年为 34.41 亿元。2013~2015 年,公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.51 倍、1.74 倍和 1.29 倍;全部债务/EBITDA 分别为 5.84 倍、7.45 倍和 10.12 倍。公司长期偿债能力指标较弱,考虑到西南地区未来水泥需求仍然旺盛、公司股东支持力度大等因素,有助于缓解偿债压力。

截至 2016 年 10 月底,公司在银行共获得授信额度 138.00 亿元,其中已使用授信额度 113.59 亿元,尚余授信 24.41 亿元(含发债额度)。

截至 2016 年 9 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》(机构信用代码:G1051010104164620C),截至 2017 年 2 月 13 日,公司本部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低迷的背景下,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。

九、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。

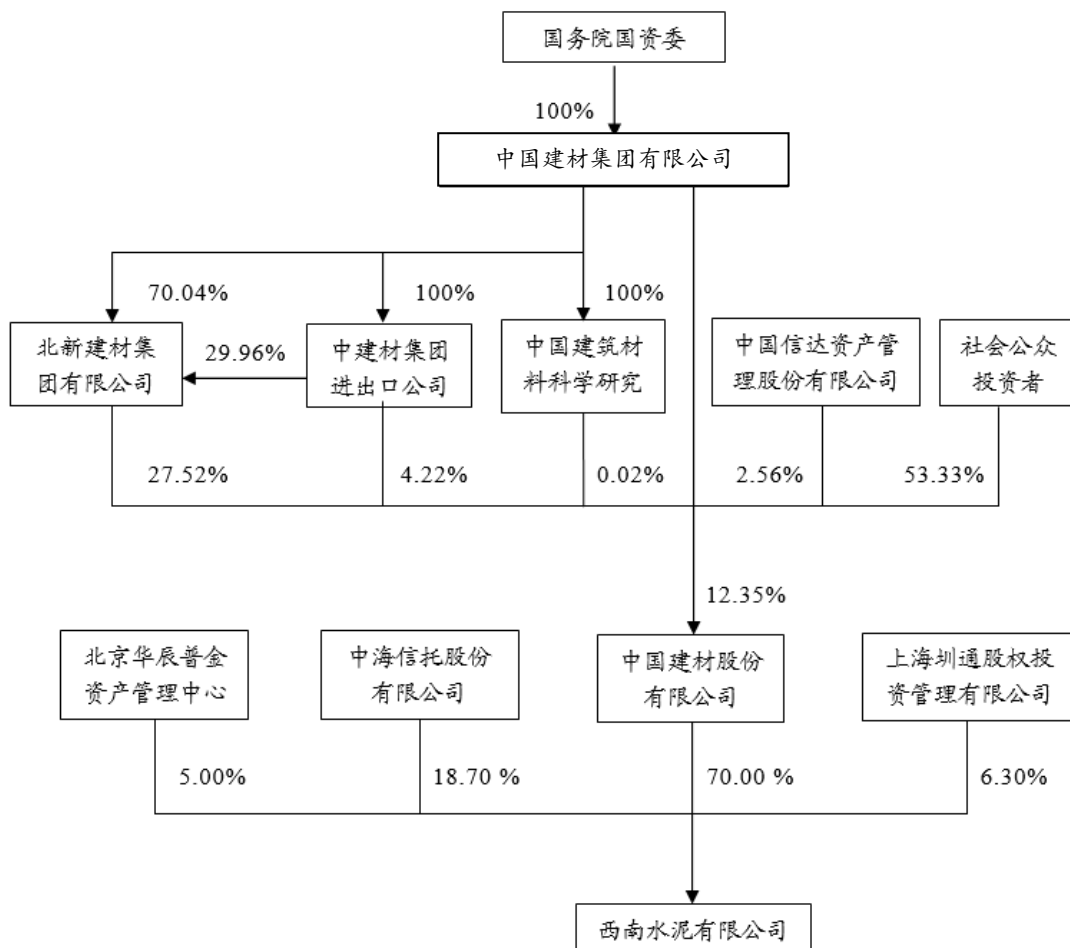
2015 年以来,国民经济下行压力加大,水泥行业供需矛盾愈发突出,水泥行业景气度低迷对公司盈利能力影响大;但公司所在的西南区域经济发展迅速、基础设施建设依然薄弱,受区域内大型水利水电、铁路等重大项目拉动

影响,水泥产量保持相对稳定。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。

公司资产规模大,所有者权益结构稳定性好,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。

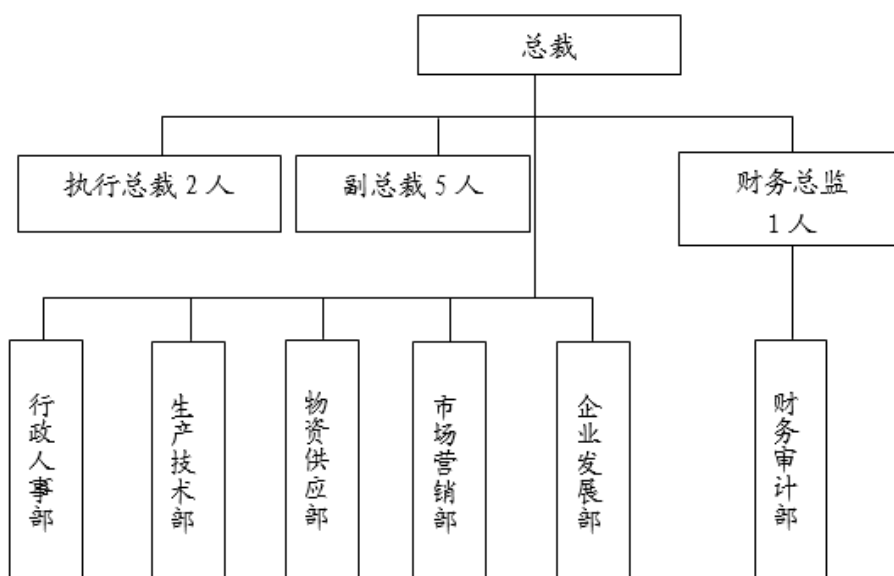
总体看,公司主体信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



注：中国建材集团有限公司是中国建材股份有限公司控股股东。截至 2016 年底，中国建材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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.92	32.63	28.35	39.39
资产总额(亿元)	686.13	734.03	731.14	739.90
所有者权益(亿元)	120.23	130.05	129.62	123.80
短期债务(亿元)	136.07	189.02	191.25	165.50
长期债务(亿元)	139.32	88.81	41.40	56.87
全部债务(亿元)	275.39	277.83	232.65	222.37
调整后全部债务(亿元)	324.35	356.20	348.19	318.79
营业收入(亿元)	199.23	213.66	192.25	133.29
利润总额(亿元)	20.01	22.98	8.91	3.15
EBITDA(亿元)	40.91	47.80	34.41	--
经营性净现金流(亿元)	28.39	50.82	32.46	6.57
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.11	14.84	10.48	--
存货周转次数(次)	4.40	3.62	3.31	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.30	0.26	--
现金收入比(%)	118.56	115.23	112.88	115.75
营业利润率(%)	29.12	31.91	29.46	28.55
调整后总资本收益率(%)	8.62	8.77	6.50	--
净资产收益率(%)	14.48	13.71	4.30	--
调整后长期债务资本化比率(%)	61.03	52.75	45.67	47.78
调整后全部债务资本化比率(%)	72.96	73.25	72.87	72.03
资产负债率(%)	82.48	82.28	82.27	83.27
流动比率(%)	32.60	31.35	27.05	30.03
速动比率(%)	22.58	21.94	19.10	22.52
经营现金流动负债比(%)	7.66	11.25	6.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.96	1.93	1.35	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	7.93	7.45	10.12	--

注：1、2016 年前三季度财务数据未经审计；2、调整后全部债务考虑了其他流动负债中的短期融资券、超短期融资券和长期应付款中融资租赁款。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

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年进行定期跟踪评级，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。

联合资信评估有限公司
二零一七年三月十五日

