

信用等级公告

联合[2014] 1984 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

二零一四年十一月六日



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: 2014 年 11 月 6 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
资产总额(亿元)	488.37	525.48	686.13	689.54
所有者权益(亿元)	54.90	87.73	120.23	121.98
长期债务(亿元)	51.32	72.67	188.28	190.10
全部债务(亿元)	101.26	214.03	324.35	339.61
营业收入(亿元)	145.68	147.23	199.23	42.99
利润总额(亿元)	1.22	5.56	20.01	2.01
EBITDA(亿元)	24.48	32.64	55.49	--
营业利润率(%)	15.53	21.31	29.12	26.82
净资产收益率(%)	0.44	4.52	14.48	--
资产负债率(%)	88.76	83.30	82.48	82.31
全部债务资本化比率(%)	64.84	70.93	72.96	73.57
流动比率(%)	30.55	30.97	32.60	33.46
全部债务/EBITDA(倍)	4.14	6.56	5.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	2.27	2.51	--

注: 因合并范围变化大, 为增强财务数据可比性, 2011~2012 年为模拟报表, 2013 年为实际报表, 2014 年一季度财务数据未经审计。自 2013 年起将融资租赁款调入长期债务核算。

分析师

张 强 李苏磊

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、区域市场占有率等方面具备的优势。同时, 联合资信也关注到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, 以及区域内新增产能释放等因素对公司盈利能力及信用水平带来不利影响。

近年来, 西南地区固定资产投资持续增长, 对区域内水泥生产企业经营形成一定支撑。同时随着公司管理整合、资源整合的深入; 生产设备的改造升级; 以及不断推进行业自律, 公司未来盈利将逐步增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 西南区域经济快速发展, 固定资产投资空间广阔, 公司未来需求环境良好。
2. 近年来水泥行业政策重点着力于化解行业产能过剩, 鼓励大企业通过兼并重组压缩存量产能。公司面临良好政策环境。
3. 公司作为西南地区最大的水泥生产企业, 具有较强的规模优势和市场影响力。
4. 公司是建材股份西南区域的经营实体, 受到建材股份重点支持。
5. 公司联合重组快速推进, 产能不断扩张, 收入持续增长。

关注

1. 西南地区水泥现有产能和新建产能较大, 短时期内公司市场环境难现较大改善。
2. 公司联合重组企业较多, 管理整合、资源整合将是公司目前工作的重点和难点。

3. 公司债务规模持续攀升，负债水平高，财务费用对盈利侵蚀较大。
4. 公司商誉和其他应付款占比较大，资产质量受到影响。

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 2014 年 11 月 6 日至 2015 年 11 月 5 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 2014 年 3 月底，公司注册资本 100 亿元，其中建材股份持股 70%，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%。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、研发、销售；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；项目投资；信息技术服务；工程管理服务。

截至 2013 年底，公司下辖 5 家区域公司、140 家控股子公司；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 2013 年底，公司合并资产总额为 686.13 亿元，所有者权益合计为 120.23 亿元（含少数股东权益 4.08 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 199.23 亿元，利润总额 20.01 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 689.54 亿元，所有者权益合计为 121.98 亿元（含少数股东权益 4.03 亿元）。2014 年 1~3 月，公

司实现营业收入 42.99 亿元，利润总额 2.01 亿元。

公司注册地址：成都高新区天泰路 112 号 16 楼；法定代表人：曹江林。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中

国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平

稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制

度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、行业及区域经济环境

1. 水泥行业

(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，国民经济持续快速发展、固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高（见图 1）。水泥产销率维持在 98%以上，其中，2011-2013 年分别为 98.58%、98.97%和 98.97%。

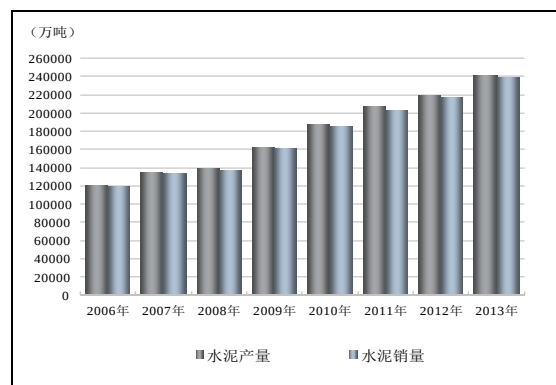
2011年，在保证经济平稳较快发展的前提下，全社会固定资产投资增速仍然保持在高

位，加之中国水泥企业的日益成熟，水泥市场供需仍保持较高水平，2011年全国水泥产量为 20.63亿吨，同比增长16.12%，水泥销量20.34亿元，同比增长9.6%。

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，但与2011年全年中国水泥产量20.63亿吨相比，中国水泥产能仍严重过剩。

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24.14亿吨，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年一季度，水泥产量4.47亿吨。

图 1 中国水泥行业产销量



资料来源：Wind 资讯

水泥需求方面，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。2013 年，全国固定资产投资（不含农户）43.65 万亿元，同比名义增长 19.6%（扣除价格因素实际增长 19.2%）；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。各区域中，华东、中南供需改善最为明显，三北地区则维持底部徘徊。

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%。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明显改善。

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。

2012 年一季度水泥价格呈小幅上涨态势；二至三季度，在全国经济形势低迷的影响下，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，水泥行业市场行情好转，全国平均水泥价格由中期的历史最低点 309.25 元 / 吨开始上扬；四季度，随之水泥需求逐渐由强转弱，水泥价格先升后降。全国水泥价格由 10 月的 324.25 元 / 吨持续升至 11 月的 337.92 元 / 吨，实现超预期上涨，主要由于建筑施工工期加紧带动水泥需求所致，之后受天气等因素影响施工放缓，水泥需求减弱，从而水泥价格下降至 12 月的 326.50 元 / 吨。

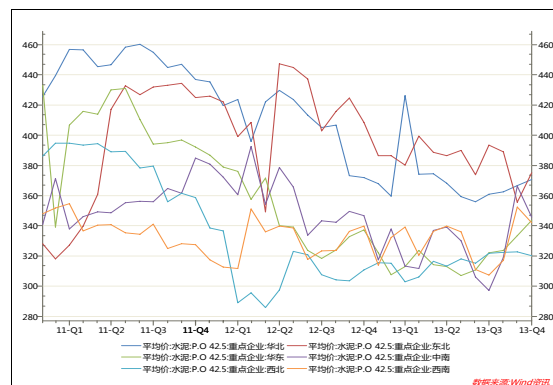
2013 年前三季度，中南、西南、华北区域基本自 2012 年年底以来一直延续了震荡走低趋势；西北地区在 4-5 月份小幅回暖；华东在 3 月中下旬到 5 月中上旬有过强劲表现，但之后快速下跌；东北地区前 5 个月走势平稳，6 月以来走势偏强。2013 年四季度，东北地区水泥价格震荡下行，西北地区价格企稳，其余地区水泥价格均有不同程度的回升，其中西南地区和中南地区涨势明显。

整体看，2013 年以来全国水泥平均价格为

金融危机以来的较低水平，2013 年三季度末跌至最低水平，但抗跌性较好，截至 2013 年底，全国水泥产品平均价格约为 349.06 元/吨。2013 年水泥行业实现利润 766 亿元，同比增长 16.43%。2013 年虽然水泥市场价格明显低于近年来的平均水平，但煤炭价格的走低使得水泥制造成本明显下降，四季度水泥价格见底反弹。四季度水泥在我国主要消费地区价格上涨是 2013 年获利的关键。

2014 年一季度全国生产水泥 4.47 亿吨，同比增长 4%，产量增速相比去年同期明显放缓。由于 2013 年四季度水泥价格基数较高，水泥价格在 2014 年一季度下滑幅度达到了 40 元/吨，但比去年同期均价仍高 30 元/吨以上。因此，大部分水泥上市企业在今年一季度仍然延续了去年的业绩回升态势。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。

图 2 2011~2013 年中国水泥平均价格（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

(2) 竞争格局

水泥的区域性明显，全国水泥市场的地区差异较大。近年来，中国水泥工业经历了高速发展，形成了成熟的华北、东北、华东、华南、华中、西南和西北七大市场竞争格局。

表 1 截至 2013 年底全国水泥企业水泥熟料产能排名（万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	建材股份	30005	11	金隅集团	3181
2	海螺水泥	16774	12	拉法基瑞安	2031
3	中国中材	8396	13	亚泰水泥	2018
4	冀东水泥	7080	14	青松建化	1606
5	华润水泥	5664	15	西部水泥	1581
6	山水集团	4747	16	亚洲水泥	1566
7	华新水泥	4263	17	金峰水泥	1318
8	台泥水泥	3602	18	蒙西水泥	1302
9	红狮水泥	3311	19	同力水泥	1225
10	天瑞水泥	3209	20	葛洲坝	1178

资料来源：数字水泥网

（3）上下游分析

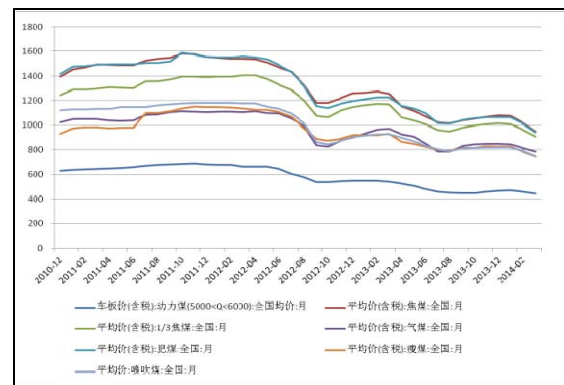
上游原材料

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。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动；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3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2012年至今煤炭价格呈下滑趋势。

图3 国内主要煤炭交易品种含税均价



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。

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，但基于煤电联动政策，在煤价上涨过程中存在电价调整的可能性。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

拉动水泥需求主要靠固定资产投资和房地产投资。

水泥需求的增长和固定资产投资的增长关系紧密，建筑、房地产、能源和交通四大行业约占中国水泥消费总量的80%，是拉动水泥需求增长的主导力量。2013年，中国固定资产投资保持平稳增长，全年固定资产投资447074亿元，同比增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%。

为了防范房地产市场反弹，2013年2月20日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施，但2013年全国房地产市场仍呈现上涨趋势。2013年，全国房地产开发投资86013亿元，比上年增长19.8%。2013年，房地产开发企业房屋施工面积665572万平方米，比上年增长16.1%。在“抑制投机性需求，增加自主性供给”的地产调控思路下，计划供地面积大大超出政府保底承诺的两类住房建设所需用地面积，政府大力投资保障性住房和棚改房的建设，一定程度上产生了对水泥的新增需求。

（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。

2011年1月12日，工信部下发《关于进一步做好淘汰水泥落后产能工作的通知》，强调了从政策和技术上从严促进水泥落后产能淘汰；2011年1月19日，工信部下发《水泥行业准入条件》，对水泥行业准入设置了较高的门槛，同时提出鼓励现有水泥企业间的重组联合，支持大企业中小企业并购重组后的改造投资；2011年4月19日，工信部确定水泥工业2011年的落后产能淘汰总量的1.3亿吨。

2012年4月，工信部确定水泥工业2012年的落后产能淘汰总量为2.19亿吨。

2013年1月，根据工信部、国家发改委等部门联合下发的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，到2015年前，前10家水泥企业产业集中度达到35%，形成3-4家熟料产能1亿吨以上，矿山、骨料、商品混凝土、水泥基材料制品等产业链完整的建材企业集团。鼓励水泥企业延伸上下游产业链，优化物流配送、整合发展预拌砂浆、商品混凝土及建筑预制构件产业。

2013年10月，根据国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，伴随着环保压力（大气污染治理）和国家整顿过剩产能行业力度的加大，将逐步取消32.5复合水泥标准、减量置换、进一步增加淘汰力度等新的治理手段，力度空前。

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。

“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。

（5）行业发展

目前，水泥市场价格各地不一，水泥行业集中度较低，全国前十大水泥企业市场占有率不到20%，未来行业并购整合，并从区域竞争

逐渐扩张到全国性竞争将成为不可避免的趋势。随着经济发展方式加快转变,国内市场对水泥总量需求将由高速增长逐步转为平稳增长,增速明显趋缓。

从长远看,控制产能和淘汰落后相关政策对水泥行业是一项长期利好。未来,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将有望得到缓解,大型水泥企业外部环境将获得改善,盈利能力有望增强。

总体看,受投资增速放缓影响,水泥行业景气度有所下行,水泥价格出现大幅下降。但受益于煤炭价格的下滑,2013年水泥行业企业经营状况有所改善。短期看,行业景气度的恢复还有赖于中国基础设施、房地产等下游行业投资规模的增长和新增产能的控制。长期看,未来城镇化建设将成为推动中国经济发展的重点。水泥作为大宗基础性建材产品,城镇化建设的大力推进将为水泥行业提供较大的需求驱动。未来,随行业兼并重组进程推进,行业集中度将逐步提高,行业龙头企业对区域市场的控制力将得到增强,水泥行业的淘汰落后产能和节能减排工作将继续推进,对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇。

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。

2011~2013年四川省GDP增速分别为15.0%、12.6%和10.0%;贵州省GDP增速分别为15.0%、13.6%和12.5%;云南省GDP增速分别为13.7%、13.0%和12.1%;重庆市GDP增速分别为16.4%、13.6%和12.3%。同期全国GDP增速为9.2%、7.8%和7.7%。西南地区经济快速发展。

2011~2013年四川省全社会固定资产投资增速分别为14.4%、19.3%和16.7%;贵州省全社会固定资产投资增速60.10%、53.10%和29.0%;云南省全社会固定资产投资增速为17.3%、27.3%和27.4%;重庆市全社会固定资

产投资增速为30.0%、22.0%和19.5%。西南地区投资高位运行。

总体来看,近几年西南地区经济快速发展,投资高位运行,使区域内水泥行业面临良好需求。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,未来该区域水泥行业需求空间较大。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年3月底,公司注册资本100亿元,其中建材股份持股70%,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%。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,形成了中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥四个大型水泥生产集团。近几年水泥行业产能过剩严重,新建产能和在建设项目受到严格控制,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,其中南方水泥是联合重组的典范。南方水泥成立于2007年,目前水泥产能达到1.48亿吨,商混产能达到1.99亿立方,水泥、商混综合产能位居全国第一。在南方水泥成功经验下,建材股份于2011年12月成立了西南水泥,继续采取联合重组的方式来扩张产能。截至2013年底,西南水泥已经成为了西南地区最大的水泥生产集团,水泥产能达到1.14亿吨,区域产能占比达到了33%。西南水泥相继在四川、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,产能占比分别达到了44%、23%、36%、22%。

3. 人员素质

公司现有董事会、监事会及高层管理人员

19 位，其中包括董事长 1 位，董事 7 位，监事 3 位，总裁 1 位，副总裁 7 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，现年 48 岁，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。

公司总裁赵静润先生，浙江兰溪人，现年 45 岁，硕士学历。赵先生创办了兰丰集团，2000~2009 年期间担任兰丰集团董事长兼总经理。2009 年因南方水泥联合重组兰丰集团而加入南方水泥，出任江西南方总裁，南方水泥副总裁。2011 年至今担任西南水泥总裁、党委副书记。

截至 2014 年 3 月底，公司在职员工 25740 人。按教育程度分类，初中及以下占 40.33%，高中和中专学历占 39.47%，大专学历占 15.06%，本科及以上学历占 5.14%；从岗位构成看，生产人员占 89.82%，管理人员占 7.33%，研发人员占 0.10%；从年龄结构看，30 岁及以下占 25.02%，30~50 岁占 70.27%，50 岁以上占 4.71%。

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。

5. 外部环境

股东支持

建材股份对公司的支持是全方位的。

融资支持方面，截至 2014 年 3 月底，建材股份就公司 176.60 亿借款提供了保证担保，占公司全部有息债务的 52.00%。

资本金支持方面，公司注册资金 100 亿元，2012 年底到账 78.70 亿元，2013 年 6 月末全部到账，为公司持续发展提供了资本金支持。

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。2013 年，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。同时，公司有 27 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。2011~2013 年，公司获得的政府补助收入分别为 2.38 亿元、2.15 亿元和 3.60 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，设立了股东会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构，实行董事会领导下的总经理负责制，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。

公司董事会由 8 名董事组成，设董事长 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。

公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作，包括设总裁 1 名及副总裁若干名，由董事会聘任和解聘。

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，2012 年合并子公司为 100 家，2013 年合并子公司为 140 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。西南水泥成立后, 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): 由上述小组出局各自的报告初稿; 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, 现公司提供了 2011~2012 年的备考经营数据, 以及 2013 年的实际经营数据。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)。公司成立以来, 通过对存量水泥产能联合重组, 资产规模快速增长。以下分析均以 2011~2012 年备考数据和 2013 年、2014 年 1~3 月实际数据为基础。

2011~2013 年公司主营业务收入快速增长, 年均复合增幅 16.67%。截至 2013 年底, 公司主营业务收入为 197.51 亿元, 同比增长 35.07%。

从收入构成来看，水泥业务是公司的主要业务，2011~2013 年，水泥业务占主营业务收入比重一直维持在 98%以上。其中 PC32.5 和 PO42.5 水泥是公司主要水泥产品。

从盈利能力来看，公司 2011~2013 年主营业务毛利率分别为 15.97%、21.87%和 29.74%；水泥毛利率分别为 15.94%、21.90%和 29.68%。公司水泥毛利率不断提升，其中 2013 年提升幅度较大。2013 年公司水泥毛利率上升主要因为：1.成本下降。余热发电设备推广、管理提升、集中采购等原因，公司吨水泥成本由年初

183 元/吨下降至年底 172 元/吨，降幅 6.01%。

2.西南区域水泥市场有所回暖，同时竞合作用效果开始体现，水泥销售均价由 245.94 元/吨涨至 256.77 元/吨，涨幅 4.40%。

2014 年 1~3 月，公司主营业务收入 42.83 亿元，占 2013 年全年主营业务收入的 21.68%；实现利润总额 2.01 亿元，占 2013 年全年的 10.02%。2014 年 1~3 月，公司主营业务毛利率为 27.37%，一季度是水泥市场淡季，公司一季度主营业务毛利率较 2013 年略有下降。

表 3 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~3 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	143.05	98.59	15.94	144.73	98.97	21.90	193.80	98.12	29.68	42.08	98.25	27.67
PC32.5	80.23	55.29	14.12	82.27	56.26	22.32	83.94	42.50	32.26	16.72	39.04	31.14
PO 42.5	49.68	34.24	18.28	48.43	33.12	21.81	94.85	48.02	29.69	22.72	53.04	25.26
PO 52.5	7.85	5.41	16.28	7.03	4.81	20.67	4.69	2.37	33.97	0.69	1.60	23.70
熟料	5.30	3.65	21.11	5.57	3.81	19.47	9.15	4.63	7.23	1.85	4.32	23.51
其他				1.44	0.98	15.88	1.18	0.60	2.27	0.10	0.25	23.70
二、商品混凝土	2.04	1.41	18.09	1.50	1.03	18.89	3.71	1.88	32.98	0.75	1.75	20.36
合计	145.09	100.00	15.97	146.23	100.00	21.87	197.51	100.00	29.74	42.83	100.00	27.37

资料来源：公司提供

2. 水泥业务

生产经营

截至 2014 年 3 月底，公司共拥有水泥生产线 112 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 83 条。水泥年产能 11400 万吨，熟料年产能 8770 万吨。

表 4 公司水泥熟料产能情况（单位：万吨）

产品	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
水泥	8190	8600	11400	11400
熟料	6300	6615	8770	8770

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。水泥熟料产能增长主要系对存量产能联合重组所致。

公司业务范围主要位于四川省、云南省、贵州省和重庆市。目前公司在上述“三省一市”产能占比分别达到了 44%、23%、36%、22%。

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 8000 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 PC32.5、PO42.5 和 PO52.5 为主。PC32.5 一般用于工业和民用建筑；PO42.5 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；PO52.5 是用于核电站，高强度等级混凝土及大跨度桥梁购建等。

2013 年公司共生产水泥 7273.90 万吨，产能利用率为 63.81%。其中，PC32.5 水泥产量占水泥总产量的 47.66%，PO42.5 水泥产量占 50.56%。2014 年 1~3 月，公司水泥产量 1579.55 万吨，占 2013 年全年产量的 21.72%，产能利用率为 55.42%。2013 年、2014 年一季度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。国务院 41 号文提出尽快取消 32.5 复合水泥产品标准，逐步降低 32.5 复合水泥使用比重，公司虽然 32.5 号水泥产量占比较大，但联合资信认为未来水泥标号提升对公司影响有限。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就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。

表 5 公司水泥产量情况（单位：万吨）

产品	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
P.C32.5	3829.15	3658.49	3466.87	665.73
P.O42.5	1976.99	1909.35	3677.73	882.25
P.O52.5	285.34	249.85	129.30	31.57
合计	6091.48	5817.69	7273.90	1579.55

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、石灰石在制造成本中占比较大，合计超过产品成本的 70%以上。

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	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
煤炭	采购量	797.03	916.78	176.58
	采购均价	639.49	554.34	556
石灰石	采购量	6136.08	7299.64	2356.02
	采购均价	20.93	18.51	18.44
硅铝质材料	采购量	856.11	1116.49	240.52
	采购均价	24.03	23.22	22.29
铁质材料	采购量	200.65	255.02	51.89
	采购均价	71.87	67.39	57.23
混合材	采购量	1371.98	1646.60	340.47
	采购均价	42.55	36.22	33.90
石膏	采购量	269.27	336.89	77.21
	采购均价	90.23	84.51	79.62

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，区域外集中采购相对较少。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川煤集团、陕煤集团、陕西华彬能源集团等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有所提升。2013 年，公司共采购煤炭 916.78 万吨，同比增长 18.96%；采购均价为 554.34 元/吨，同比下降 13.32%；2013 年煤炭采购成本约占水泥制造成本的 36%。

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。目前公司石灰石自给比例为 80%，保证了原材料的稳定供应。截至 2013 年末，公司共拥有配套石灰石储量 215637.84 万吨。同时，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问题。2013 年公司外购石灰石共 7299.64 万吨，同比增长 18.96%；采购均价 18.51 元/吨，同比下降 11.56%。2013 年石灰石采购成本占水泥制造成本的 25%左右。

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。2013 年电力采购成本约占水泥制造成本的 16%。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。2013 年度，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 404MW，发电量 148123.19 万度。随着余热发电系统电力并网，公司 2013 年电力综合单位成本较 2012 年底下降 8.47%。同时公司预计至 2014 年底将建成余热发电 18 条，装机容量达 485MW，未来电力对外采购量和电力综合单位成本将继续下降。

硅铝质材料、铁质材料、混合材、石膏等主要由区域公司和成员企业就地采购，其采购成本在水泥制造成本约占 16%。2013 年，公司硅铝质材料采购量 1116.49 万吨，同比增长 30.41%，采购均价 23.22 元/吨，下降 3.37%；铁质材料采购量 255.02 万吨，同比增长 27.10%，采购均价下降 6.23%；混合材采购量 1646.60 万吨，同比增长 20.02%；石膏采购量同比增长 25.11%，采购均价下降 6.34%。随着公司采购规模增长，上述材料采购价格均有所下滑。

产品销售

公司水泥主要在西南地区销售，出口较少。从西南地区销售来看，2013 年四川区域销售收入占销售总收入的 42.92%，贵州区域占 25.36%，云南区域占 19.51%，重庆区域占 12.21%。

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，产能已经占到区域产能的 44%。2013 年，公司在四川区域销售水泥 3103.21 万吨，市场占有率为 36.88%。2) 贵州

区域。公司产能占区域产能的 36%。2013 年，公司在贵州区域销售水泥 1379.55 万吨，市场占有率 35.06%。3) 云南区域。公司产能占区域产能的 23%，2013 年，公司在云南区域销售水泥 874.80 万吨，市场占有率 29.42%。4) 重庆区域。公司产能占区域产能的 22%，2013 年，公司在重庆区域销售水泥 1833.99 万吨，市场占有率为 20.92%。总体来看，公司在西南地区无论产能还是市场占有率，均位于行业领先地位。

表 7 公司各区域市场占有率（单位：%）

区域	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
四川区域	35.21	35.68	36.88	36.92
云南区域	28.11	28.65	29.42	29.45
贵州区域	31.95	32.62	34.31	35.06
重庆区域	18.44	20.75	20.92	20.96

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。其中，对重点工程的销售量占 24%，对民用市场的销售量占 37%，对搅拌站的销售量占 32%，对预制板的销售量占 7%。相较其他渠道，重点工程客户相对集中，更容易维护和开发，同时对公司销售的影响也更为直接和快速，公司将其作为今后渠道建设的重点方向。

表 8 公司渠道分布情况（单位：%）

行业分布	2013 年
重点工程	24
民用市场	37
搅拌站	32
预制板	7
合计	100

资料来源：公司提供

从定价策略来看，之前水泥行业一直以“量本利”为经营核心理念，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，这时再去增加产量，不但无法降低固定费用，还增加了变动成本，使流动

资金紧张。在这种情况下，公司提倡“价本利”的经营理念，一方面保证合理价格，一方面降低成本，取得经济效益。为了保证合理价格，公司通过联合重组，快速扩大市场份额，积极推进市场竞合等工作。2013 年公司水泥销售均价 256.77 元/吨，同比增长 4.21%；2014 年 1~3 月，公司水泥销售均价 254.87 元/吨，较 2013 年底下降 0.74%。

表 9 近年来公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
水泥	销售量	5960.35	5648.24	7191.55	1578.41
	销售均价	231.12	246.39	256.77	254.87
熟料	销售量	260.47	248.75	426.88	77.26
	销售均价	203.35	223.81	214.31	239.40

资料来源：公司提供

3. 经营效率

从经营效率指标看，2011~2013 年，公司销售债权周转效率波动增长，分别为 9.99 次、11.87 次和 17.11 次，公司对应收款项控制较好；存货周转效率持续下降，分别为 5.96 次、4.90 次和 4.40 次。

从总资产运营效率指标看，2011~2013 年，公司总资产周转次数分别为 0.30 次、0.29 次和 0.33 次，处于较低水平。

总体看，公司应收款项控制良好，但整体运营效率处于较低水平。

4. 未来发展

在建项目

公司在建项目为水泥生产线及附属设施项目（主要包括：水泥生产线项目、余热发电项目、配套石灰石和其他项目等）。目前公司在建的水泥生产线为“习水赛德水泥有限公司 2500t/d 新型干法熟料水泥项目，该项目符合国家相关法律法规以及国发[2009]38 号文等产业政策。截至 2014 年 3 月底，公司在建项目已经完成石灰石资源的地质勘探，具备 30 年以上的石灰石储量；同时，公司在建的余热发电系统

28 条，已经发电的余热发电系统 52 条。

未来发展战略

为实现世界一流建材制造商的战略目标，建材股份确定将占建材工业总产值 70%的水泥业务作为重点发展方向，在快速构建淮海、东南、北方三大战略区域后，2011 年 6 月全面启动了西南水泥工程，作为实现“十二五”期间水泥产能超过 4 亿吨的重要支撑。公司在上述背景下成立。

公司在两年左右的时间内重组了西南区域 33%的市场份额，是区域内最大的专业化水泥公司。在进行大规模的水泥企业的联合重组之后，预计在 2016 年适时启动对混凝土业务的联合重组。公司发展混凝土业务一方面可以加强对下游产业链的掌控，另一方面可以有效的促进水泥企业的竞合工作。

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。随着降本增效和竞合工作的开展，公司水泥成本下降，销售价格稳定，整体毛利水平提升，但前期为了铺平销售渠道，以及有息债务较多，导致期间费用对公司盈利造成较大侵蚀。现阶段公司水泥联合重组既定目标已基本完成，管理和资源整合将成为目前工作重心，未来随着规模优势和市场地位的巩固，公司获利能力将逐步提升。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2011~2013 年财务报表，其中 2011~2012 年财务报表为备考财务报表，2013 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 2014 年一季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）。

2012年备考财务报表合并范围子公司共计100家，较2011年备考财务报表合并范围增加12家子公司，主要新增了云南西南水泥有限公司、贵州西南水泥有限公司、四川西南水泥有限公司、重庆西南水泥有限公司等。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。

截至2013年底，公司合并资产总额为686.13亿元，所有者权益合计为120.23亿元（含少数股东权益4.08亿元）。2013年，公司实现营业收入199.23亿元，利润总额20.01亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为689.54亿元，所有者权益合计为121.98亿元（含少数股东权益4.03亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入42.99亿元，利润总额2.01亿元。

2. 资产质量

2011~2013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，年均复合增速18.53%。截至2013年底，公司资产总额686.13亿元，同比增长30.57%。从资产构成来看，流动资产占17.61%，非流动资产占82.39%，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。

流动资产分析

2011~2013年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增幅3.56%。截至2013年底，公司流动资产120.83亿元，同比增长9.39%。从构成来看，货币资金占17.36%，应收账款占6.74%，预付款项占18.22%，其他应收款占21.90%，存货占30.72%。

2011~2013年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合变化率-9.01%。截至2013年底，公司货币资金20.98亿元，同比增长4.65%。从构成看，银行存款占79.79%，其他货币资金占

19.83%。截至2013年底，其他货币资金合计4.16亿元，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。

2011~2013年，公司应收账款快速下降，年均复合变化率-20.46%。截至2013年底，公司应收账款原值为8.41亿元，计提坏账准备0.23亿元，计提率为2.77%。截至2013年底，公司应收账款净值为8.14亿元。从账龄来看，1年以内占87.99%，1-2年占8.64%，2-3年占3.04%，公司应收账款综合账龄较短。

2011~2013年，公司预付账款不断下降，年均复合变化率-11.08%。截至2013年底，公司预付账款为22.01亿元，同比下降10.16%。从账龄来看，1年以内占76.62%，1-2年占21.36%，2-3年占0.69%，3年以上占1.33%。预付账款综合账龄适中。

2011~2013年，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增幅4.81%。截至2013年底，公司其他应收款账面原值为27.09亿元，计提坏账准备0.63亿元，计提比率为2.33%。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为12.18亿元（占44.94%），坏账计提率为0.97%；按组合计提坏账准备的其他应收款为11.42亿元（占42.16%），坏账计提率为3.37%；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款为3.49亿元（占12.90%），坏账计提率为3.69%。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83.71%，1-2年占12.05%，2-3年占2.32%，3-4年占0.59%，4-5年占1.14%，5年以上占0.19%。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。

2011~2013年,公司存货快速增长,年均复合增速34.53%,主要系原材料增长所致。截至2013年底,公司存货账面净值为37.12亿元,同比增长40.45%。从原值构成来看,公司存货主要包括原材料(占60.17%),自制半成品及在产品(占13.33%),库存商品(占22.07%),周转材料(占4.41%)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0.17%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。

非流动资产分析

2011~2013年,公司非流动资产快速增长,年均复合增速22.66%。截至2013年底,公司非流动资产为565.30亿元,同比增长36.21%。从构成来看,非流动资产主要以固定资产(占55.23%),在建工程(占6.28%),无形资产(占7.77%)和商誉(占28.16%)为主。

2011~2013年,公司长期股权投资波动增长,年均复合增幅175.37%。截至2013年底,长期股权投资为5.11亿元,同比下降18.33%,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。

2011~2013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23.78%。截至2013年底,公司固定资产原值为383.96亿元,累计折旧67.50亿元,提取减值准备4.22亿元,固定资产账面净值为312.24亿元。从净值构成来看,包括房屋及建筑物(占49.49%)、机器设备(占49.10%)、运输工具(占0.69%)和办公及电子设备(占0.73%)。其中,房屋及建筑物、机器设备的成新率分别为81.32%和88.47%,成新率较高。

2011~2013年,公司在建工程快速增长,年均复合增幅31.55%。截至2013年底,公司在建工程为35.52亿元,同比增长22.10%,主要原因是公司成立以来对所属水泥企业生产线进行技术升级,提高环保标准等。

2011~2013年,公司无形资产快速增长,年均复合增速18.64%。截至2013年底,公司无形资产为43.93亿元,同比增长33.86%,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74.01%,采矿权占25.14%。

2011~2013年,公司商誉快速增长,年均复合增幅18.89%。截至2013年底,公司商誉为159.19亿元,同比增长37.03%,公司联合重组快速推进,商誉规模维持相对高位。

截至2014年3月底,公司资产总额689.54亿元,较2013年底增长0.50%。流动资产占17.99%,非流动资产占82.01%。流动资产中,货币资金占17.36%,应收账款占6.74%,预付账款占18.22%,其他应收款占21.90%,存货占30.72%;非流动资产中,固定资产占55.23%,在建工程占6.28%,无形资产占7.77%,商誉占28.16%。整体看,2014年一季度公司资产构成较2013年底变化不大。

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

2011~2013年,公司所有者权益快速增长,年均复合增幅47.98%。截至2013年底,公司所有者权益为120.23亿元,同比增长37.03%,其中少数股东权益4.08亿元。从所有者权益构成来看,实收资本占86.10%,未分配利润占12.66%,

盈余公积占1.22%。公司所有者权益结构稳定性好。

2011~2013年，公司实收资本快速增长，年均复合增幅41.42%。公司设立时注册资本为100亿元，2011年底实缴到位50亿元，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2014年3月底，公司所有者权益合计121.98亿元，较2013年底上升1.46%。其中少数股东权益4.03元。从构成来看，实收资本占84.78%，未分配利润占13.98%。

负债

2011~2013年，公司负债不断增长，年均复合增幅14.26%。截至2013年底，公司负债总额565.90亿元，同比增长29.28%。其中，流动负债占比65.34%，非流动负债占比34.66%，非流动负债占比较2012年提升15.97个百分点。目前，公司负债以流动负债为主。

2011~2013年，公司流动负债有所波动，年均复合增幅0.26%。截至2013年底，公司流动负债370.64亿元，同比增长3.94%。流动负债中短期借款占25.75%，应付账款占11.78%，其他应付款占47.88%，一年内到期的非流动负债占7.83%。

2011~2013年，公司短期借款波动增长，年均复合增幅111.68%。截至2013年底，公司短期借款95.42亿元，同比下降18.72%。从构成来看，保证借款占61.90%、信用借款占35.58%、抵押借款占2.03%、质押借款占0.49%。

2011~2013年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合变化率-10.38%。截至2013年底，公司应付账款为43.67亿元，同比增长11.47%。从账龄来看，1年以内占81.79%，1-2年占15.07%，2-3年占2.81%，3年以上占0.34%。应付账款综合账龄适中。

2011~2013年，公司其他应付款波动下降，年均复合变化率-15.59%。截至2012年底，公司其他应付款为160.91亿元，同比下降35.41%，主要系公司并购以后加强了对老股东借款的支

付力度所致。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，第三方拆借本金亦即老股东借款）。从2012年底其他应付款构成来看，主要为拆借本金（占54.03%）和联合重组形成的应付股权转让款（占37.66%）等。拆借本金中第三方拆借本金占23.37%，关联方拆借本金占76.63%。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。截至2013年底，公司其他应付款为177.47亿元，同比增长10.29%，主要系前期联合重组项目在2013年并表增加了应付股权款所致。从其他应付款账龄来看，1年以内占63.85%，1-2年占35.04%，2-3年占1.04%，3年以上占0.07%。

截至2013年底，公司一年内到期的非流动负债29.02亿元，主要为一年内到期的长期借款。

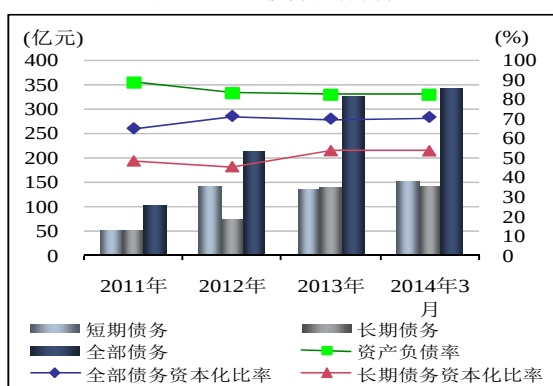
2011~2013年，公司非流动负债快速增长，年均复合增幅73.64%。截至2013年底，公司非流动负债195.26亿元，同比增长140.61%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。其中，长期借款占71.35%，长期应付款占25.07%，递延所得税负债占2.72%。

2011~2013年，公司长期借款快速增长，年均复合增速64.77%。截至2013年底，公司长期借款为139.32亿元，同比增长91.72%，主要系公司成立以来生产线建设、联合重组等中长期资金需求增加，增加了长期借款所致。长期借款中，保证借款占86.98%，抵押借款占2.62%，信用借款占10.41%。公司长期借款以保证借款为主。

2011~2013年，公司长期应付款分别为8.34亿元、3.62亿元和48.96亿元。2013年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。

2011~2013年，公司资产负债率平均值为83.98%，2013年底为82.48%。公司负债水平很高。2011~2013年，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率平均值分别为70.73%和53.68%；2013年底，上述比率分别为72.96%和61.03%。截至2013年底，短期债务占41.95%，长期债务占58.05%，长期债务占比较2012年底提升24.10个百分点。公司整体债务水平很高，近年来通过债务结构优化，长期有息债务占比明显提升。

图4 公司债务指标情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年3月底，公司负债合计567.57亿元，较2013年底增长0.29%。其中流动负债占65.34%，非流动负债占34.66%，和2013年底相比负债结构保持稳定。

截至2014年3月底，公司债务总额339.61亿元，较2013年底同比增长4.70%，主要系短期债务增长所致。从构成来看，短期债务占44.02%，长期债务占51.38%。

总体来看，公司债务水平很高，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；不过从2013年以来，公司对债务结构进行了优化，有息债务中长期债务占比明显提升。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压力具有一定不确定性。

4. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入快速增长，

年均复合增幅16.94%。2013年，公司营业收入为199.23亿元，同比增长35.32%，受益于西南区域水泥价格回暖，以及自身水泥产销量增长，公司营业收入大幅增长。

2011~2013年，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增幅6.93%。成本增速低于收入增速。2013年公司营业成本为139.83亿元，同比下降21.64%，主要系原燃料价格下降和管理精细化下降降本增效所致。

2011~2013年，公司期间费用快速增长，年均复合增幅38.87%，主要系营业费用和财务费用增长所致。公司成立后渠道建设大力推进，导致营业费用增长较快；同时有息负债较重，财务费用快速增长。2013年公司期间费用为42.83亿元，同比增长53.33%，其中销售费用10.01亿元，管理费用12.24亿元，财务费用20.59亿元。2011~2013年，期间费用占营业收入的比重分别为15.25%、18.97%和21.50%，公司费用压力加大，对营业利润具有很大的侵蚀作用。

2011~2013年，公司营业外收入分别为3.17亿元、3.30亿元和4.19亿元。其中政府补助收入分别为2.38亿元、2.15亿元和3.60亿元。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即增即退形成的。

2011~2013年，公司利润总额快速增长，年均复合增幅305.73%，2013年利润总额为20.01亿元，同比大幅增长259.80%。

从盈利指标看，2011~2013年公司营业利润率分别为15.53%、21.31%和29.12%；同期净资产收益率分别为0.44%、4.52%和14.48%；总资产收益率分别为7.07%、6.07%和8.90%。公司营业利润率不断增长，整体盈利能力逐年提升。

2014年1~3月，公司实现营业收入42.99亿元，占2013年全年的21.58%；利润总额2.01亿元，占2013年全年的10.02%；公司营业利润率为26.82%，较2013年有所下降。

总体来看，随着公司联合重组的快速推进，公司收入规模快速增长，公司盈利能力随着降

本增效和竞合工作的开展，近三年逐年上升。同时，较高的期间费用对公司盈利具有较大的侵蚀作用。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司流动比率上升，速动比率下降，2013 年分别为 32.60%和 22.58%；2014 年 3 月底分别为 33.46%和 24.11%。2011~2013 年，公司经营现金流动负债比分别为 0.90%、1.94%和 7.66%。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，2011~2013 年公司 EBITDA 快速增长，年均复合增幅 50.56%，2013 年为 55.49 亿元。2011~2013 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.27 倍、2.27 倍和 2.51 倍；全部债务/EBITDA 分别为 4.41 倍、6.56 和 5.84 倍。整体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年 3 月底，公司在银行共获得授信额度 266.60 亿元，其中已使用授信额度 168.44 亿元，尚余授信 98.16 亿元。公司间接融资渠道通畅。

截至 2014 年 3 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》（银行版），截至 2014 年 5 月 27 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

总体看，西南区域固定资产投资空间广阔；公司区域水泥龙头企业地位已经形成；随着管理整合，资源整合的深化，以及市场地位的巩固，公司盈利能力有望持续增强。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

八、结论

西南区域经济快速发展，固定资产投资空

间广阔，公司未来市场需求良好。同时行业政策鼓励大企业兼并重组压缩存量产能，公司面临良好政策环境。

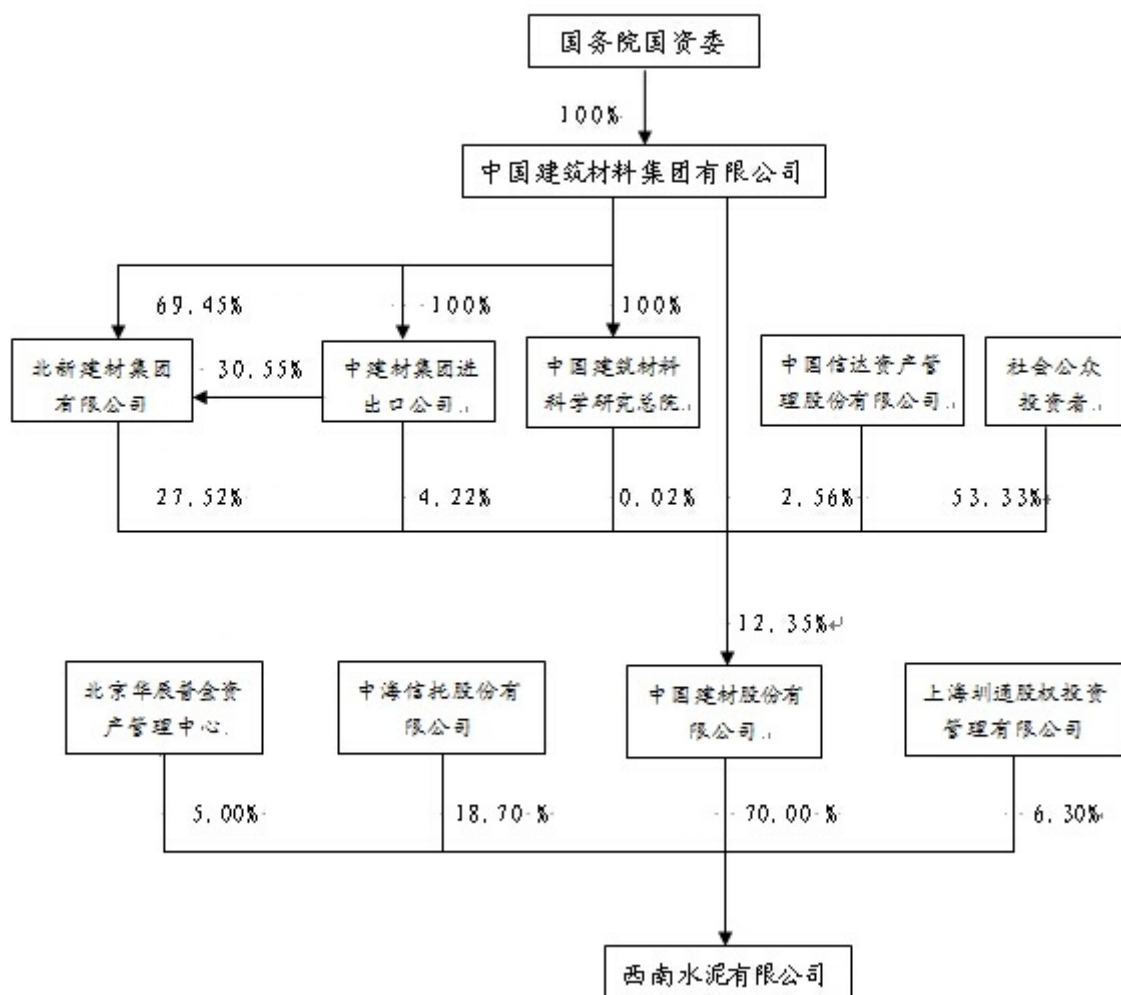
母公司建材股份将水泥业务作为重点发展方向，在快速构建淮海、东南、北方三大战略区域后，适时启动了西南水泥工程，公司作为建材股份西南水泥战略的践行者，得到建材股份大力支持。

公司通过快速联合重组，区域内水泥产能和市场占有率已经具有优势。同时，联合资信也注意到公司负债水平高，商誉占比较大，资产质量一般，期间费用对营业利润侵蚀较大等对公司的影响。

公司水泥产业布局基本完成，现已进入休整期，资源整理，设备升级是公司目前工作重心。未来随着整合完成，公司市场地位和盈利能力有望逐步提升。

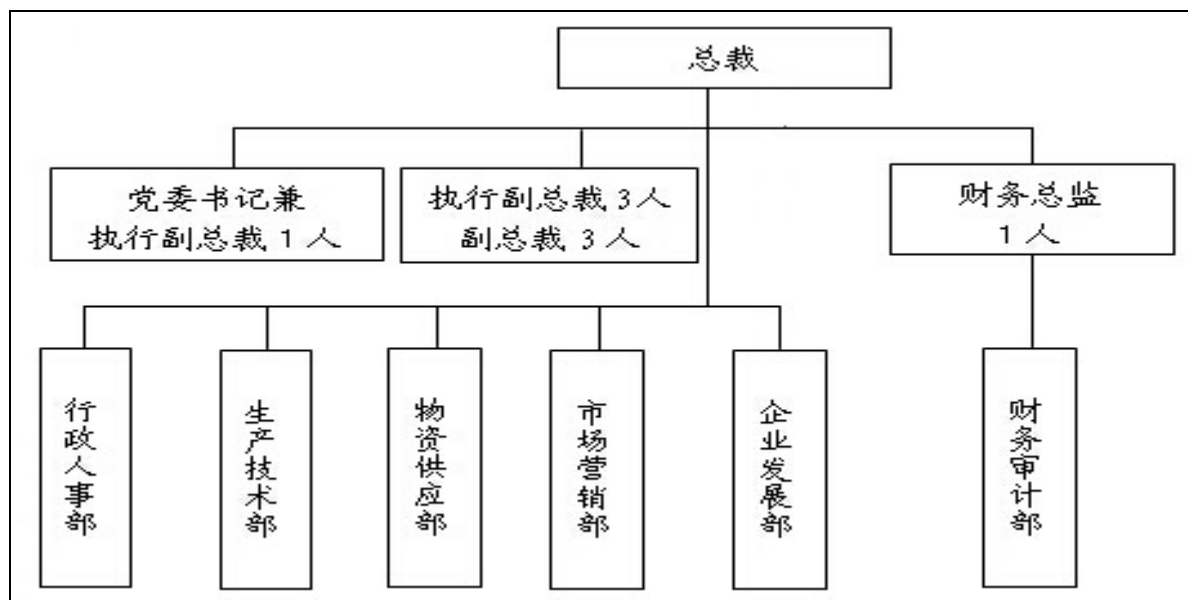
总体看，公司主体信用风险很低。

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 2013 年 12 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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.07	22.08	25.92	27.00
资产总额(亿元)	488.37	525.48	686.13	689.54
所有者权益(亿元)	54.90	87.73	120.23	121.98
短期债务(亿元)	49.94	141.36	136.07	149.51
长期债务(亿元)	51.32	72.67	188.28	190.10
全部债务(亿元)	101.26	214.03	324.35	339.61
营业收入(亿元)	145.68	147.23	199.23	42.99
利润总额(亿元)	1.22	5.56	20.01	2.01
EBITDA(亿元)	24.48	32.64	55.49	--
经营性净现金流(亿元)	3.32	6.93	28.39	2.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.99	11.87	17.11	--
存货周转次数(次)	5.96	4.90	4.40	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.29	0.33	--
现金收入比(%)	109.40	109.31	118.56	124.37
营业利润率(%)	15.53	21.31	29.12	26.82
总资本收益率(%)	7.07	6.07	8.90	--
净资产收益率(%)	0.44	4.52	14.48	--
长期债务资本化比率(%)	48.31	45.30	61.03	60.91
全部债务资本化比率(%)	64.84	70.93	72.96	73.57
资产负债率(%)	88.76	83.30	82.48	82.31
流动比率(%)	30.55	30.97	32.60	33.46
速动比率(%)	24.99	23.56	22.58	24.11
经营现金流动负债比(%)	0.90	1.94	7.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	2.27	2.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.14	6.56	5.84	--

注：因合并范围变化大，为增强财务数据可比性，2011~2012 年为备考报表，2013 年为实际报表，2014 年一季度财务数据未经审计。自 2013 年起将融资租赁款调入长期债务核算。

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。

