

信用等级公告

联合〔2020〕412号

西南水泥有限公司：

联合信用评级有限公司通过对西南水泥有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

西南水泥有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”
西南水泥有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监：3
二〇二〇年五月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

西南水泥有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级: AAA

公司主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 不超过 20 亿元 (含)

本期债券期限: 品种一为 3 年期固定利率债券;

品种二为 5 年期固定利率债券

还本付息方式: 按年付息, 到期一次还本

评级时间: 2020 年 5 月 28 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	705.58	673.58	619.82	627.45
所有者权益 (亿元)	130.39	148.39	158.19	158.29
长期债务 (亿元)	68.70	46.88	51.16	55.05
全部债务 (亿元)	313.06	255.60	216.80	227.36
营业收入 (亿元)	225.97	287.87	302.66	46.05
净利润 (亿元)	8.62	17.67	13.53	0.12
EBITDA (亿元)	54.61	65.07	59.42	--
经营性净现金流 (亿元)	39.85	58.29	103.34	1.59
营业利润率 (%)	26.53	26.35	29.68	27.14
净资产收益率 (%)	6.68	12.68	8.83	--
资产负债率 (%)	81.52	77.97	74.48	74.77
全部债务资本化比率 (%)	70.60	63.27	57.82	58.96
流动比率 (倍)	0.27	0.23	0.19	0.22
EBITDA 全部债务比(倍)	0.17	0.25	0.27	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.29	2.86	3.37	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.73	3.25	2.97	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中 2017 年度财务数据引用公司 2018 年度经审计的财务报告中的 2018 年期初数/上期数, 本报告中 2018 年度财务数据引用公司 2019 年度经审计的财务报告中的 2019 年期初数/上期数, 本报告 2019 年财务数据为该年度审计报告中报表期末数。3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。4. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计, 相关指标予以简化。5. 其他流动负债中的短期融资债券及私募债已计入短期债务, 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对西南水泥有限公司 (以下简称“公司”或“西南水泥”) 的评级反映了公司在股东支持、经营规模和区域市场占有率等方面具有显著优势。近年来, 公司收入逐年增长, 净利润波动增长, 盈利能力持续提升, 运营状况良好, 债务规模持续下降。同时, 联合评级关注到水泥行业产能过剩问题依然严峻、水泥价格波动风险、公司债务负担较重以及商誉规模较大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较快发展, 西南区域基础设施建设投资空间广阔, 未来水泥需求有望增长。交银金融资产投资有限公司 (以下简称“交银投资”) 和农银金融资产投资有限公司 (以下简称“农银投资”) 对公司的市场化债转股完成后, 公司资本实力有所增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **股东支持力度大。**公司作为中国建材股份有限公司在西南区域的经营实体, 得到中国建材在资金、人员等方面的重点支持。

2. **竞争优势强。**公司作为西南地区水泥行业龙头, 在产能规模、占有率和环保水平方面均具有很强的竞争优势。

3. **盈利持续提升, 债务负担下降。**近年来, 随着水泥熟料价格上涨, 公司收入逐年增长, 净利润波动增长, 盈利能力持续提升。公司经营活动现金流状况良好, 公司不断加大债务偿还力度, 债务规模下降较快。

关注

1. 水泥行业产能过剩，水泥价格波动风险。

近年水泥价格上涨并处于历史高位，但水泥行业产能过剩问题依然严峻。水泥价格上涨并处于历史高位，未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，从而对公司稳定盈利造成一定影响。

2. 债务负担较重，商誉规模较大。公司债务负担虽有所下降但仍偏重，且债务以短期债务为主，债务结构有待改善。因联合重组形成的商誉规模较大，存在一定减值风险。

分析师

王文燕 登记编号 (R0040217100010)

周珂鑫 登记编号 (R0040218060004)

邮箱: lh@unitedratings.com.cn

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层 (100022)

网址: www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

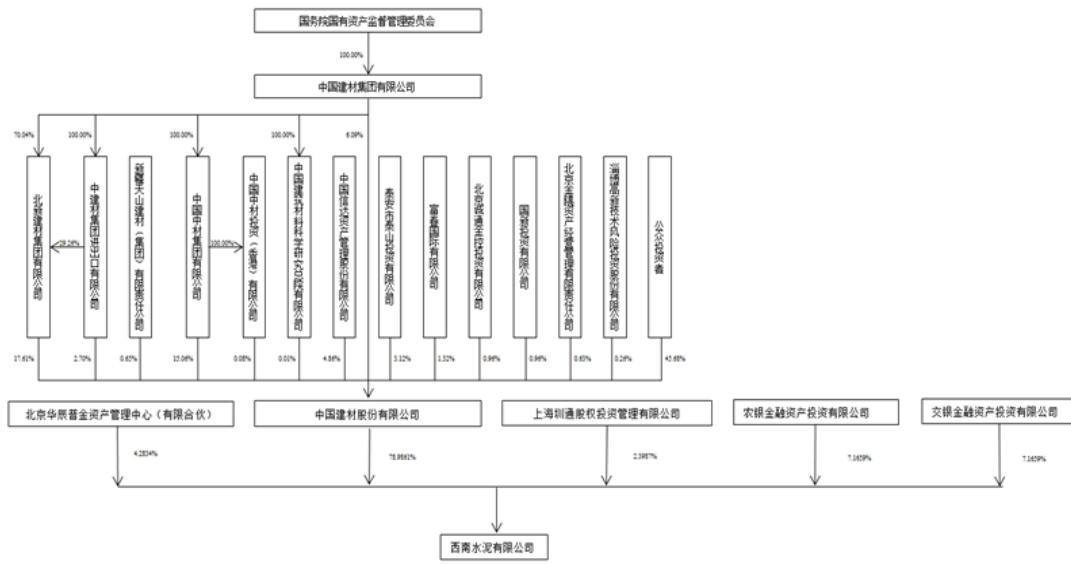
王文燕

联合信用评级有限公司

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“中国建材”）联合深圳京达股权投资管理有限公司（以下简称“深圳京达”）、上海圳通股权投资管理有限公司（以下简称“上海圳通”）和北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）（以下简称“华辰普金”）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，初始注册资本100亿元；其中中国建材、深圳京达、上海圳通、华辰普金分别认缴出资50亿元、30亿元、15亿元和5亿元。经过多轮融资以及股权转让，截至2013年6月底，公司注册资本100亿元已经全部实缴到位。2018年，中海信托股份有限公司（以下简称“中海信托”）和上海圳通分别将所持公司18.70%和2.80%股份转让给中国建材。2018年12月和2019年1月，交银金融资产投资有限公司（以下简称“交银投资”）和农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银投资”）对公司合计增资20亿元，截至2019年1月3日已全部实缴完成，农银投资和交银投资完成市场化债转股。截至2020年3月末，公司注册资本116.73亿元，其中中国建材持股78.9861%，上海圳通持股2.3987%，北京华辰普金资产管理中心（有限合伙）持股4.2834%，交银投资和农银投资持股均为7.1659%。公司控股股东为中国建材，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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；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；项目投资（不得从事非法集资、吸收公众资金等金融活动）；信息技术服务；工程管理服务；房屋租赁；机械设备租赁。（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）

截至2020年3月末，公司内设纪检监察部、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、党群工作部共8个职能部门；拥有全资及控股二级子公司9家（本部为一级子公司），主要全资及控股二级子公司共7家¹，联营企业共7家。截至2020年3月末，公

¹西南水泥直接控股的四川省二郎山喇叭河水泥有限公司和瓮安县玉山水泥（厂）有限公司由其所在省级区域公司开展日常经营管理。

司拥有在职员工合计 15,578 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 619.82 亿元，负债合计 461.63 亿元，所有者权益 158.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 150.67 亿元。2019 年，公司实现营业收入 302.66 亿元，净利润 13.53 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 11.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 103.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.09 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 627.45 亿元，负债合计 469.16 亿元，所有者权益 158.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 150.79 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 46.05 亿元，净利润 0.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.97 亿元。

公司注册地址：中国（四川）自由贸易试验区成都高新区天府三街 218 号 1 栋 1 单元 25 层 2501 号、26 层 2601 号；法定代表人：常张利。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“西南水泥有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过人民币 20 亿元（含）。本期债券分为两个品种：品种一为 3 年期固定利率债券；品种二为 5 年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相关金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金拟用于偿还公司有息债务及补充流动资金。

三、行业分析

公司所属行业为建材行业，主营业务涉及水泥等建筑材料的生产经营。

1. 行业概况

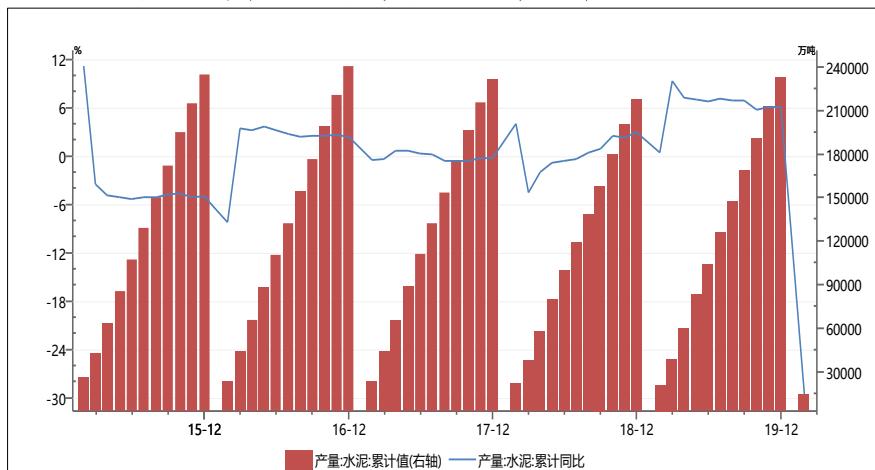
水泥的需求主要取决于下游的固定资产投资增速，近年来，国内水泥产销量波动上涨。受益于供需格局改善，水泥价格上涨，国内水泥企业盈利能力增强，2019 年，水泥行业利润达到历史高位。但同时，水泥行业竞争激烈，并已形成多个区域水泥竞争市场格局，整个行业存在较强的周期性波动。

建材行业是重要的基础原材料及制品产业，主要由非金属矿业、建筑材料和新型无机非金属材料三大材料产业组成，产品主要用于建筑、汽车、化工、轻工、电子、国防工业等行业。其中，水泥作为建材行业中重要的基础建筑材料，与基础设施建设密切相关。

水泥制造业具有较强的周期性，且变动趋势与国民经济、全社会固定资产投资规模的变动较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。同时，水泥制造业的周期性波动幅度

往往比宏观经济更大，宏观经济对水泥制造业的影响存在一定的杠杆效应，2016年水泥行业在房地产市场的回暖（地产投资增速6.9%）和基建投资（基建投资增速18%）稳定快速增长的带动下，供需关系出现了明显改善。2017年以来，行业成本端原材料价格上涨明显，进一步影响水泥行业市场形势，全国水泥建材市场全年基本呈现震荡上行的态势，景气度持续上升，三季度之后市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2017年全国水泥产量约为23.16亿吨，同比减少0.2%，水泥行业实现收入9,149亿元，同比增长17.89%，利润总额877亿元，同比增长94.41%。2018年水泥产量为21.8亿吨，同比减少5.87%；水泥价格延续2017年以来的上涨态势，并在第四季度创下新高，水泥行业利润超过1,500亿元，达到历史高位。2019年，水泥产量为23.3亿吨，同比增长6.1%，水泥价格先抑后扬，2019年水泥行业首次突破万亿营收，实现营业收入1.01万亿元，同比增长12.5%，利润1,867亿元，同比增长19.6%，再创历史最好。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续水泥需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

图2 近年中国水泥行业产量及变化情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

水泥行业早在2003年就出现产能过剩的苗头，当时立窑等落后产能的产量占总产量的78%，新型干法水泥产量占22%。到2012年，新型干法水泥产量占水泥总产量已达到90%。随着固定资产投资增速的下降，水泥产量增速下降，2013年全国水泥产能利用率为75.8%。在这样的背景下，2014年全国建成投产水泥熟料生产线仍有54条，总产能7,000多万吨，产能利用率不足70%，较2013年下降3个百分点，加上2015年在建项目建成投产，形成新旧过剩产能叠加局面。2016年，水泥行业产业结构调整、产能过剩问题依旧突出，熟料产能利用率为68.1%。2016年以来，推进水泥行业供给侧结构性改革，通过环保手段来倒逼去产能。2017年，全国关停水泥生产线共计27条，合计产能1,295.8万吨。2017年淘汰的生产线多数集中在日产1,000~2,500吨左右。2018年以来，行业错峰生产延续常态化，阶段性减少产品供给；生态环境保护进一步强化，矿山综合治理逐步收紧，中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用，部分落后产能淘汰出市场，总体供给收缩，供需矛盾持续改善。

据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019年全国新点火水泥熟料生产线共有16条，新点火熟料设计产能2,372万吨/年。截至2019年底，全国新型干法水泥生产线累计1,624条，设计熟料产能维持在18.2亿吨，实际年熟料产能依旧超过20亿吨。产能总量与去年基本相当，新型干法熟料总产

能变化不大。2019年，全国水泥产量约为23.30亿吨，同比增长6.10%；熟料用量逐年增加，2019年全国水泥熟料产量为15.20亿吨，创历史新高。受疫情及季节影响，2020年1—2月份水泥和熟料产量均大幅减少。据国家统计局数据显示，2020年1—2月，全国累计水泥产量1.50亿吨，同比减少29.50%，其中，南方华东、中南、西南三地水泥产量占全国92%，同比减少30%。全国水泥熟料产量1.45亿吨，同比减少15.90%。南方华东、中南、西南三地熟料产量占全国88%，低于水泥产量占比4个百分点。

由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。从全国大多数地区来看，春节期间建筑活动较少，通常为水泥销售的淡季，大部分水泥厂在此期间停窑大修；三季度南方地区是雨季，土建活动少，是水泥销售的淡季；12月份及一季度，受气候因素影响，是北方地区水泥行业淡季。

水泥行业具有较强的区域性。由于水泥生产工艺简单、技术门槛不高、产品价格低廉，同时体积较大、运费高、利润薄，量重价低、不易储存的特性，导致其生产和销售具有明显区域性特征。水泥生产与市场的陆地距离一般在300公里以内。受水泥销售市场半径限制，企业之间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，区域内的竞争相对激烈。目前，已经形成了多范围、多格局并存的区域水泥市场。

2. 上游原材料

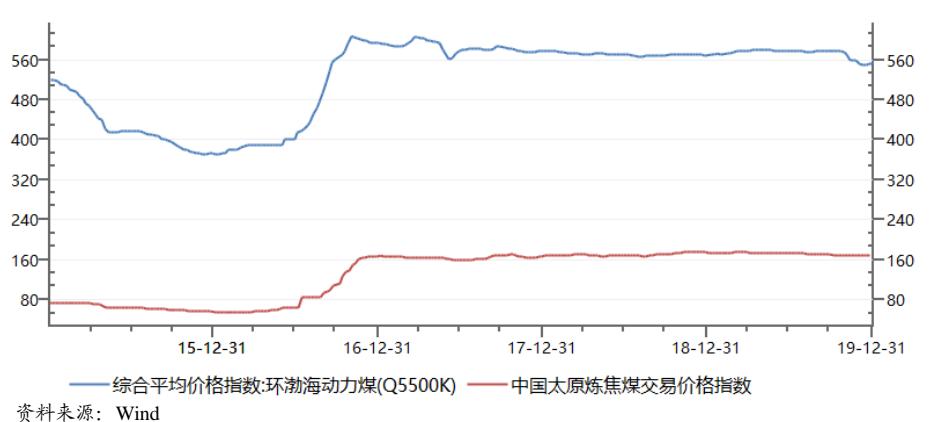
水泥生产以煤炭与电力成本为主。其中，电力价格受政府管控，变动幅度较小，而煤炭价格的波动相对较大，对水泥成本影响较显著。

水泥的生产成本主要包括煤炭、电力、石灰石等原材料成本及折旧等其他成本，其中，煤炭与电力成本约占水泥生产成本的60%（煤炭成本约占45%左右）。在水泥生产成本中，煤炭价格的波动最大，对水泥价格的影响较大；电力价格受政府管控，变动幅度较小；水泥企业一般拥有自己的矿山，石灰石资源较为丰富，价格也较为平稳，电力和石灰石原材料对水泥价格的影响相对较小。因此，影响水泥价格最主要的因素是煤炭成本。同时，运输成本也是影响水泥成本的一个重要因素。

（1）煤炭

煤炭行业于2012年结束了“黄金十年”，此后，煤炭行业开始出现严重的产能过剩，煤炭价格从2012年开始持续震荡下行。2016年2月，虽然供给侧改革已经颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4月开始实施的“276个工作日”政策使得煤炭产量从4月起大幅减少，6月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，其中中国太原炼焦煤交易价格指数同比增速于7月中旬便达到31.05%，环渤海动力煤价格指数周同比增速于9月中旬达4.27%，9月，我国逐步放开先进产能的“276个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。得益于供给侧改革的实施，煤炭价格于2016年下半年出现大幅上涨，之后一直保持较高水平。2018年以来，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，加之煤炭采购的长协机制持续完善，煤炭行业集中度持续提高，煤炭价格逐步趋稳但整体维持高位。2019年下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。2020年以来，由于新冠疫情的影响，各地煤矿延迟复工，加之可能对运输造成较大影响，煤炭产地供应不足；随着港口库存的消耗，动力煤价格有所上扬。未来，随着煤炭企业逐步复产，以及疫情得到控制，运输逐步恢复，煤炭供给将逐步回升，加之政策支持，煤炭价格将逐步趋于稳定。长期看，随着优质产能释放，以及国民经济的放缓，煤炭价格或将微幅走弱。

图3 近年来动力煤及炼焦煤价格变化情况 (单位: 元/吨、点)



资料来源: Wind

(2) 电力

国家发展改革委、工业和信息化部、质检总局联合出台了《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》(发改价格〔2014〕880号),决定自2014年7月1日起,对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策。从价格来看,淘汰类水泥企业每千瓦时电价增加0.4元。而生产1吨熟料,电耗基本在90~110千瓦时,实施差别电价之后,这类企业生产1吨水泥的成本将上涨36~44元,生产1吨水泥的成本将增加20元左右。

水泥行业电力成本在生产制造过程中占据着相当大的比重,如果阶梯电价实施,针对这类能耗较高,或者尚未淘汰清理出局的落后企业,电价的上涨幅度必然偏高,这将大幅度压缩利润空间,令其失去市场竞争能力,最终被市场淘汰出局。由于电价受政府主导,电价波动较小,从而电力成本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。

目前,电力市场化改革逐步推进,电力交易上市建设逐步完善,交易电量显著提升;但由于竞价让利,交易电量的提升将压缩火电企业利润,将有利于企业购电成本的下降。

3. 下游需求

基础设施建设与房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量,且其投资增速情况决定了水泥需求总量。近年来,基础设施和房地产投资增速有所波动,导致水泥需求出现先下滑后增长态势。

从中国水泥的下游消费需求结构来看,基础设施建设和房地产开发建设处于消费主导地位,分别约占水泥市场需求的30%和25%,其投资增速情况决定了水泥需求总量。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。

基础设施建设包括交通运输、水利水电和公共设施项目建设等固定资产投资,是对水泥需求拉动最直接的行业。2016年,我国基础设施建设投资保持较快增长,对西部地区投资力度增强,国家新开工西部大开发重点工程30项,投资总规模为7,438亿元,重点投向西部地区铁路、公路、大型水利枢纽和能源等重大基础设施建设领域。2017年,全国基础设施投资14.00万亿元,同比增长19.0%,全国整体水泥需求有所改善。虽然2018年以来基建投资增速出现失速下行,由年初的16.1%降至9月的3.3%,12月略有回升至3.8%。2019年,全国基建投资(不含电力等)增长3.8%,与2018年的增速基本持平,但从对水泥需求的影响来看,房地产投资的较好增长水平(尤其是新开工增速较快)对冲了基建投资下滑的影响,水泥下游需求总体平稳。

房地产投资方面,从近年房地产行业发展趋势来看,受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施,

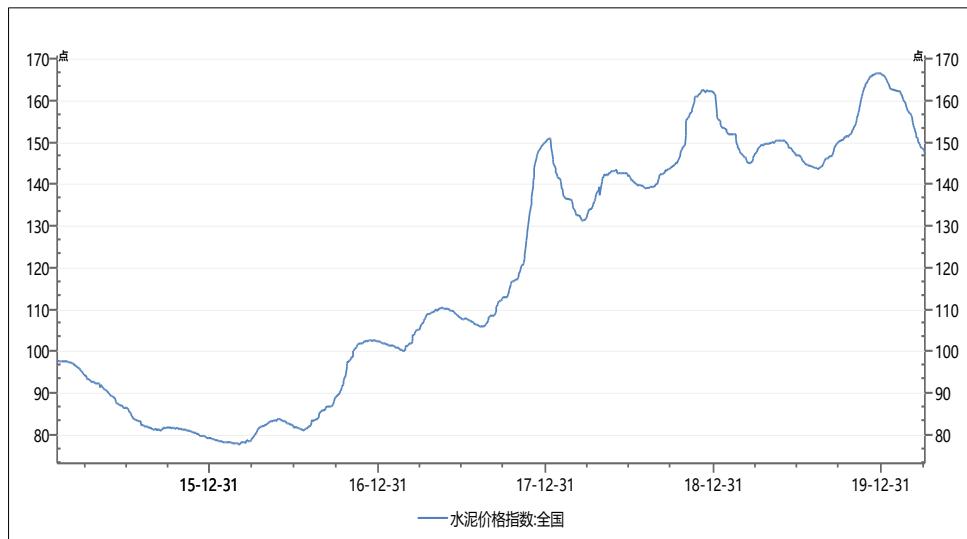
2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。2019年，全国房地产开发投资132,194亿元，比上年增长9.9%，保持快速增长态势。

4. 市场价格

水泥价格受季节和政策性因素影响较大。得益于行业供给侧结构性改革的积极影响，全年水泥行业供需关系持续改善，水泥产能过剩情况有所缓解，产品价格同比涨幅明显，行业盈利水平大幅提升。未来若下游需求不及预期，水泥价格仍存在波动的可能，从而对水泥企业稳定盈利能力造成一定影响。

全国水泥市场平均价格自2014年连续两年持续下行，受水泥行业供需关系改善影响，水泥市场平均价格自2016年初探底后开始持续回升，尤其是8月份以后，价格更是直线攀升。2017年以来，水泥价格呈快速上涨态势，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，环保加强，错峰生产，供给压缩明显；其次，2016年9月以来煤炭价格维持高位运行。2018年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律。新增夏季错峰，并冬季停产时间明显加长，产能发挥率不足，长时间停产导致水泥供给减少，在供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。截至2018年底，全国水泥价格指数为162.27点，较2017年底的149.90点上涨8.25%。2019年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2019年全国水泥均价达449元/吨，较2018年上涨15元/吨。2019年12月，全国水泥均价增长至484元/吨，环比增长3.48%。2019年水泥行业价格持续高位运行，“量价齐升”的表现和国务院出台了一系列减税降费、支持实体经济发展的政策措施，改革红利逐步释放，拉高了整个水泥行业效益的增长，使得2019年水泥行业利润的创造了历史最高水平。2019年，水泥行业实现营业收入1.01万亿元，同比增长12.5%，利润1,867亿元，同比增长19.6%。

图4 近年来全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图

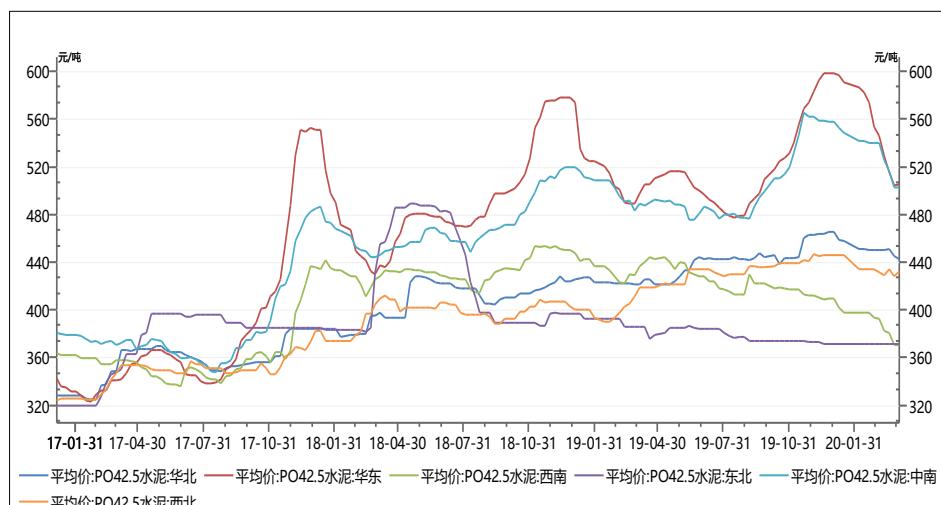


资料来源：Wind

从区域水泥价格来看，水泥行业明显的区域性特征使各区域水泥价格分化较为明显，对全国利

润贡献最大的华东和中南地区价格表现活跃，走势与全国基本一致。华东地区的水泥销售可以采取水路运输，水路运输的成本较低，合理的运输半径可以达到1,000公里以上，因此华东市场的开放程度较高，浙江、江苏、安徽等省的水泥销售容易相互渗透，市场价格也会受到相互影响。由于市场竞争激烈，华东地区的水泥价格波动相对较大，且长期低于全国平均价格。具体看，华东和中南地区表现突出，华东地区连续2年保持六大区域中价位最高，2019年均价518元/吨，且比2018年有所增长，涨幅4.89%。价位其次是中南地区，2019年均价503元/吨，价格略低于华东，较2018年同期增长7.01%。华北地区价格涨幅最大，2019年均价437元/吨，较2018年同期上涨7.41%。东北和西南地区价格均低于去年，分别较2018年同期减少9.68%和1.56%。西北地区价格虽然比去年增长6.90%，但整体价格仍较低，2019年，西北地区平均价格为424元/吨。

图 5 2017 年以来各地区水泥 (P.O42.5) 散装市场价格情况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind

5. 市场竞争

我国水泥产业已进入高速发展的阶段，区域性市场正在逐步形成，并且水泥企业开始向大型化迈进，水泥企业兼并重组将进一步加快。

水泥的区域性明显，全国水泥市场的地区差异较大，中国水泥工业经历了高速发展的时期，目前形成了成熟的七大市场竞争格局。

截至2019年底，中国（不含港澳台）前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.8亿吨，占全国总产能的76%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的58%，较上年提升一个百分点。从最新的排名来看，中国建材集团有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、唐山冀东水泥股份有限公司分列前三甲。近年，我国水泥产能集中度逐年提升，随着供给侧改革力度逐渐加大，水泥生产企业的兼并重组不断推进，未来企业扩张竞争将会更加激烈。

表1 截至2019年底全国水泥熟料产能排名

排名	集团企业名称	熟料产能 (万吨/年)
1	中国建材集团有限公司	40,071
2	安徽海螺水泥股份有限公司	20,906
3	唐山冀东水泥股份有限公司（含金隅）	10,528
4	华润水泥控股有限公司	6,495
5	华新水泥股份有限公司（含拉豪）	6,092

6	山东山水水泥集团有限公司	5,534
7	红狮控股集团有限公司	5,375
8	台湾水泥股份有限公司	4,083
9	天瑞水泥集团有限公司	3,519
10	亚洲水泥（中国）控股公司	2,235

注：1. 上述熟料产能统计口径为截至 2019 年 12 月 31 日实际点火投产的新型干法生产线产能。2. 统计范围为中国大陆地区，不含港澳台地区。3. 按新型干法的窑型和设计规模统计

资料来源：中国水泥协会

6. 行业政策

国家频繁出台针对水泥产能过剩的调控政策，反映了国家对水泥行业进行的大力治理，包括设置高准入门槛，严防行业重复性建设，对行业内企业进行整合等，以此引导水泥行业健康发展，同时政策支持优势企业进行行业兼并重组，提高行业竞争力和集中度。

为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自2009年起，国家加大水泥、玻璃等大宗建材行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整。

表2 近年来我国水泥行业主要限制性政策法规汇总

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2017.11.1	工业和信息化部发布《关于“2+26”城市部分工业行业2017—2018年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季按照有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产
2017.12.11	中国水泥协会	首先，三年压减熟料产能 39,270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%；其次，前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70%以上，水泥产能集中度达到 60%。力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%
2018.01	工信部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案
2018.06	国务院发布《关于全面加强生态环境保护，坚决打好污染防治攻坚战的意见》	坚决打赢蓝天保卫战、着力打好碧水保卫战、扎实推进净土保卫战、加快生态保护与修复、改革完善生态环境治理体系；严禁水泥新增产能，实施减量置换
2019.01	工信部发布了《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》（水泥篇）	明确了北京市、河北省等引导不再承接水泥产业转移的省市，上海市等逐步退出水泥产业的省市以及西藏自治区等优先承接发展的产业，对各区域水泥产业转移有一定规范作用
2019.06	中国建筑材料联合会发布《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》	2019 年水泥行业单位产品能耗和污染物排放全面达标、单位产品能耗达到先进值的水泥企业不低于 80%；2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7,000 万吨，进一步提升产能利用率，使全国平均产能利用率达到 70%以上；2019 年前十家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60%以上，以及实现水泥产量 32.5 等级水泥产品占比降低到 50%以下等具体目标，并要求以“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术升级改造
2020.01	工业和信息化部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	对产能减量置换指标提出了更严格的要求，严格限制僵尸产能“死灰复燃”；明确表示已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换

资料来源：公开资料，联合评级整理

另外，2019年4月24日，由国家市场监督管理总局反垄断局组织召开了建材领域垄断行为告诫会。此次告诫会要求参会各方积极自查，水泥企业在市场销售中是否形成了垄断协议，是否限制了区域销售，是否存在限价销售等行为；各个协会在日常工作中是否制定了会员间限制产销量、制定排除竞争、限价控价的行为。

7. 行业关注

全行业去产能缓慢，产能过剩，局部区域供给持续增加，去产能成效有待巩固。

由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2018年以来，中国严禁水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解，但全行业产能利用率不高。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进度缓慢。

安全环保压力加剧。

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，近年国家提高了环保标准，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

水泥产品价格波动影响。

近年水泥行业景气度回升，水泥价格上涨并处于历史高位，但未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，从而对水泥企业稳定盈利能力造成一定影响。

8. 行业发展

投资是我国稳定经济的重要手段，水泥行业整体需求有望提升。

水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势，兼并重组使行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势加强。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。近期因需求乏力，产品价格持续下滑，行业盈利空间被压缩，短期内信用质量下降。但长期看，投资是我国稳定经济的重要手段，行业整体需求有望提升。

产业结构趋于优化，行业发展质量总体上升

未来，水泥行业的投资重心将由置换落后产能向技术改造转移，尤其在节能环保方面，国家也将执行更为严格的强制性政策以推动该领域的技术改造，包括配套余热发电、水泥窑协同处理生活工业排污、重复利用煤矿渣和脱硫脱硝等。水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物，可以减免停产天数，并获取政府补贴。近年来，危废协同处理技术逐步成熟，未来将成为水泥企业重点发展方向之一。同时，产能限制也将促使水泥企业进行产品差异化竞争和上下游产业链整合，例如开发高标号及特种水泥、拓展混凝土业务等。此外，近年执行淘汰落后政策，新建的水泥熟料单线产能呈大型化趋势，总体看，我国水泥行业的产业结构在趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

预计全行业效益将延续 2019 年较好的盈利态势，保持在较高水平。

2020年是“十三五”收官之年，是全面建成小康社会的关键时期。基建方面，国家提前下达地方政府专项债额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，加快补短板项目建设，推动重大项目开工建设，基建投资增速有望出现回升。房地产方面，中央明确不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产调控以“稳”为主，房地产投资增速或将出现回落，但将保持较强的韧性。2020年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，大气污染环境治理不会放松，地方管控措施会更加严格，加上道路运输超载治理趋紧，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望在高位波动，预计全行业效益将延续2019年较好的盈利态势。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量有望提升。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司系西南地区水泥行业龙头，在产能规模和市场占有率方面均具有很强的竞争优势。

公司控股股东中国建材是世界上最大的水泥生产集团，旗下拥有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、中材水泥有限责任公司、新疆天山水泥股份有限公司、宁夏建材集团股份有限公司、甘肃祁连山建材控股有限公司等大型水泥生产企业。截至 2019 年底，中国建材水泥产能约为 5.21 亿吨/年，位居世界第一。

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，中国建材通过对现有水泥生产企业联合重组的方式快速扩张产能。中国建材于 2011 年 12 月成立本公司，并继续采取联合重组的方式在西南地区扩张产能。截至 2019 年底，公司作为西南地区最大的水泥生产集团，水泥产能达 12,187 万吨/年，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 2019 年底，四家区域公司产能分别为 4,877 万吨/年、2,505 万吨/年、2,680 万吨/年和 2,125 万吨/年，2019 年市场占有率为 23.50%、17.50%、28.00% 和 23.00%，四川、贵州、重庆市场占有率为第一名、云南省市场占有率为第二名。

2. 技术水平与节能环保

公司近年来加大在环保设备方面的投入，所有生产线污染物排放达标或优于国家标准，部分达到超低排放标准。公司技术装备、环保水平在国内同行业中处于领先水平，能够实现资源的综合利用、节能减排并降低生产成本。

生产工艺方面，公司现有的水泥熟料生产线均采用大型新型干法生产工艺，该工艺的核心技术新型干法窑外预分解技术是目前国际上最先进的技术，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。

公司下属嘉华特种水泥股份有限公司（以下简称“嘉华特种水泥”）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料熟料的工业化生产，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。

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。目前公司技术装备全部配套了纯低温余热发电项目。

3. 人员素质

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；作为生产型企业，公司员工构成能够满足目前生产经营需要。

公司现有董事 8 位（含董事长 1 位），监事 3 位，总裁 1 位，执行总裁 2 位，副总裁 3 位（其中 1 位兼任财务总监），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。常先生曾任中国建材

执行董事、副总裁、董事会秘书，北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）董事会秘书、副总经理，公司董事、副董事长、代理总裁等职务。现任公司董事长、中国建材集团有限公司副总经理、中国建材非执行董事、中国建材控股有限公司董事长、北新集团建材股份有限公司、南方水泥有限公司、中国联合水泥集团有限公司、巨石集团有限公司、中国巨石股份有限公司、中国建材投资有限公司及中国建材国际工程集团有限公司等公司董事，兼任中国山水水泥集团有限公司董事会主席兼执行董事、中国水泥协会副会长、北京上市公司协会副理事长、中国上市公司协会副会长、中国建筑材料企业管理协会副会长。

公司董事、总裁姚钦先生，1961 年出生，硕士学位，高级经济师。姚先生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。姚先生现任公司董事、总裁。

截至 2020 年 3 月末，公司在职员工 15,578 人。按教育程度分类，初中及以下占 37.00%，高中和中专学历占 44.00%，大专学历占 15.00%，本科及以上学历占 4.00%；从岗位构成看，生产人员占 88.82%，管理人员占 6.76%，研发人员占 0.12%，销售人员占 4.29%；从年龄结构看，30 岁及以下占 22.00%，30~50 岁占 74.00%，50 岁以上占 4.00%。

4. 外部环境

（1）股东支持

中国建材实力雄厚，能够为公司提供多方面的支持，股东支持力度大。

近年来，中国建材在资本金注入、融资、人员配置等方面对公司支持力度大。

资本金支持方面，公司初始注册资金 100 亿元中中国建材出资 70 亿元，并于 2013 年 6 月底全部实缴到位，为公司持续发展提供了资本金支持。

融资支持方面，截至 2019 年底，中国建材对公司资金拆借余额 172.17 亿元，公司将其计入“其他应付款”科目。

人员支持方面，中国建材累计派出 10 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，中国建材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。

（2）税收优惠

公司享受税收优惠政策，外部发展环境良好。

税收优惠方面，截至 2020 年 3 月末，公司旗下共有 44 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。2017—2019 年，公司所获增值税退税金额分别为 1.57 亿元、2.71 亿元和 3.43 亿元。财政补贴方面，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。政府对于企业新增的节能降耗投入（如余热发电、脱销设备等）给予一定比例的返还；按照四川省财政厅等 8 部门关于印发《四川省鼓励直接融资财政奖补资金管理办法的通知》的通知（成财外〔2016〕22 号）的规定，公司通过银行间市场取得的直接融资可向人民银行成都分行申请奖补资金。2017—2019 年，公司获得的政府补助收入分别为 2.08 亿元、2.90 亿元和 3.45 亿元。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构完善，各机构独立运作。

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。

公司设股东会，由全体股东组成，为公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

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 8 名董事组成，其中，由中国建材委派 5 名，华辰普金、农银投资和交银投资各委派 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、副董事长均由公司提名，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，其中中国建材委派 2 位，职工选举产生职工代表监事 1 名；监事会设主席 1 人，由中国建材提名的监事担任，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中国建材或公司董事长提名，由公司董事会聘任；高级管理人员任期为三年，可连聘连任。

2. 管理制度

公司管理体制完善、管理水平较高；近年来公司已经从人事、采购、销售等方面对下属子公司进行了全面整合，精细化管理有利于公司控制生产成本。

企业管理制度方面，公司自筹办以来，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了规章制度，建立了公司管理制度体系，并编制印发了《西南水泥管理制度汇编》，企业制度建设完善。

预算管理方面，公司依据《预算管理暂行办法》对企业预算编制、报告及执行工作进行监督和管理。公司和其各区域公司、成员企业成立预算工作领导小组，公司预算工作领导小组组长由公司财务负责人担任，区域公司和成员企业预算工作领导小组组长由各层级总经理（总裁）担任，组织企业预算编制、报告、执行和日常监控工作。

在资本运营方面，为规范公司和各区域公司的资本运营活动，实现公司制定的总体战略目标，公司特制定了《资本运营管理方法》。《资本运营管理方法》所管理的资本运营是指公司及各区域公司利用市场法则，通过资产重组、收购、兼并、合并、风险投资、托管、租赁、股权转让、上市融资、增减资等产权、股权、经营权发生变化的方式，实现价值增值、效益增长的一种经营方式。公司企业发展部负责公司的资本运营业务，对各区域公司提出资本运营项目方案提出初步审核意见，提请公司总裁办公会并报中国建材审议决定。同时协助各区域公司开展资本运营业务。

子公司管理方面，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中国建材审批；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。人员方面，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；在考察的基础上，公司聘任成员企业的经理人选；成员企业经营班子副职人员由总

经理（总裁）提名，公司聘任。另外，公司实行资金集中管理制度，成员企业的资金必须集中到区域公司集中管理，实行统收统支。成员企业必须无条件支持和配合，服从区域公司资金的统一集中管理。公司对子公司控制力强。

安全生产方面，对公司本级各职能部门、各区域公司及所属成员企业承包和各级员工制定了安全生产目标管理任务，明确年度安全生产目标管理责任。由公司安委会主任（总裁）与下属公司总经理（安全生产第一责任人）签订《安全生产目标管理责任书》。下属公司依据公司确定的安全生产目标要求，由本企业总经理与各生产部门负责人每年签订安全生产责任书，并层层落实责任至全体员工，明确安全管理要求和目标、落实奖惩与考核措施，以实现总目标。公司积极推进安全标准化工作，目前安全标准化资格等级达标率在 95% 以上。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入以水泥板块为主。2017—2019 年，公司水泥量价齐升带动公司收入增长，综合毛利率逐年提升。2020 年一季度，受疫情影响，公司业绩下滑明显。

公司作为中国建材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，并且有少量商品混凝土业务。2017—2019 年，受水泥价格随行业景气度回升和水泥销量增长影响，公司主营业务收入快速增长，年均复合增长 15.82%。2017—2019 年，公司净利润分别为 8.62 亿元、17.67 亿元和 13.53 亿元，年均复合增长 25.28%，主要系受水泥行业限产供需改善影响，水泥销售实现量价齐升所致。

分板块来看，水泥业务是公司主要收入来源，近三年水泥收入占主营业务收入的比例均超过 90%。2017—2019 年，公司水泥业务收入分别为 211.54 亿元、271.65 亿元和 285.31 亿元，年均复合增长 16.13%，水泥价格上涨及销量增加共同推动公司水泥业务收入持续增长。公司生产的熟料主要用于水泥生产，对外销售比例较小，2017—2019 年，熟料收入逐年增长，年均复合增长 16.51%。混凝土业务收入变化不大，考虑到熟料和混凝土在主营业务收入中占比很小，对公司收入及利润影响较小。

表 3 公司主营业务收入²及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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
水泥	211.54	94.52	28.19	271.65	94.88	28.38	285.31	95.03	31.49	42.50	94.13	29.43
熟料	8.28	3.70	11.65	10.32	3.60	11.76	11.24	3.74	12.55	2.28	5.05	15.69
商品混凝土	3.98	1.78	34.17	4.34	1.52	31.73	3.67	1.22	34.00	0.37	0.82	27.95
合计	223.80	100.00	27.69	286.31	100.00	27.83	300.22	100.00	30.82	45.15	100.00	28.73

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2017—2019 年，公司水泥业务毛利率逐年提升并维持在行业较高水平。2017—2019 年，熟料毛利率逐年提升。公司商品混凝土业务毛利率水平波动下降，主要系原材料水泥价格影响所致。综上影响，2017—2019 年，公司主营业务毛利率分别为 27.69%、27.83% 和 30.82%，逐年提升。

2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司实现营业收入 46.05 亿元，同比下降 23.86%；实现净利润 0.12 亿元，同比下降 97.01%；同期，公司主营业务毛利率为 28.73%，仍维持较高盈利水平。

² 此表中的主营业务收入未含其他业务

2. 水泥生产

公司水泥熟料产能规模较大，竞争优势明显。受行业整体产能过剩以及环保限产等因素影响，公司水泥及熟料产能利用率较低。2017—2019年，在川渝地区的水泥需求增长的背景下，公司凭借产能规模、布局和环保水平优势，水泥及熟料产能利用率不断提升。

产能方面，2017—2019年，公司水泥和熟料产能基本保持稳定。2019年，受产能减量置换政策及合并范围变化影响，公司水泥和熟料产能微幅下降。2017—2018年，混凝土产能维持818万吨。2019年，混凝土产能提升至948万吨/年，主要系产能置换及新建商混站所致。

产量及产能利用率方面，2017—2019年，公司水泥和熟料产量逐年增长，年均复合率分别为2.92%和7.88%。公司水泥及熟料产能利用率逐年提升，2019年分别达到74.74%和82.78%，处于行业内较高水平。混凝土产量逐年下降，由于混凝土行业生产特性，不能库存等原因，混凝土产能利用率偏低。2020年1—3月，公司水泥和熟料产量分别为1,309万吨和1,086万吨，产能利用率分别为42.95%和48.64%，受疫情和下游开工放缓影响，水泥和熟料产能利用率有所下降。

表4 公司水泥各区域产能情况（单位：万吨/年、万吨、%）

分类	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
水泥	12,281	8,599	70.01	12,281	9,042	73.63	12,187	9,108	74.74	12,187	1,309	42.95
熟料	9,025	6,353	70.40	9,025	7,137	79.08	8,931	7,393	82.78	8,931	1,086	48.64
混凝土	818	133	16.29	818	131	16.00	948	106	11.18	948	12	5.13

注：2020年1—3月产能利用率已经年化

资料来源：公司提供

公司水泥产品型号主要包括P.C32.5、P.O42.5和P.O52.5。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。未来，公司水泥产品将由低标号逐步调整至高标号，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，有利于公司长远发展。

3. 原材料采购

公司成本中石灰石和电力占比不大，且部分石灰石及电力供应能够实现自给，公司具备一定的成本优势。煤炭占比较高且煤炭价格处于高位，或对公司造成一定成本控制压力。

水泥生产主要原燃材料包括煤、电和石灰石，其中，煤电合计约占生产成本的51%、石灰石和混合材料约占生产成本的14%。近三年，由于公司水泥产量增长，各类原材料采购量均有所增长。

表5 公司原材料采购量及采购价格（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
煤炭	采购量	971.55	1,050.17	1,098.71	154.89
	采购均价	660.01	707.42	656.40	656.81
石灰石	采购量	8,391.06	9,892.94	9,929.23	1,480.40
	采购均价	17.31	23.09	22.13	23.67

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，公司采购方式综合就地采购和大型煤炭供应商直供两种方式。公司与大型煤炭供应商签订直供的长期战略合作关系，煤炭直供比例不断提升。目前，公司与川煤集团、陕煤集团、陕西华彬能源集团、陕西秦龙煤业等各大型煤炭生产企业建立了直供的长期战略合作关系，稳定煤炭供应渠道和煤炭品质，扩大煤炭的直供比例。受市场行情影响，煤炭采购价格波动下降，2019年煤炭采购均价同比下降7.21%至656.40元/吨。2020年1—3月，公司煤炭采购均价为656.81元/吨，采购量为154.89万吨。

石灰石是水泥企业的主要原料。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约为68%，保证了原材料的稳定供应。2018年，公司采购石灰石共9,892.94万吨，同比增长17.90%，增幅高于产量主要系公司提前储备库存和生料石灰石耗比有所提高所致；采购均价23.09元/吨，同比增长33.39%，主要系石灰石市场价格受环境治理因素供应量下降影响有所上升所致。2019年，公司石灰石采购量和采购均价较上年变化不大。2020年1—3月，公司石灰石采购量为1,480.40万吨，采购均价小幅上涨至23.67元/吨。

结算方面，煤炭和石灰石采购均为现款交易、赊销相结合。一般按照30~50天为一个账期进行账款结算。

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。为了缓解电力成本持续上涨的压力，公司为绝大部分生产线配备了余热发电系统，有效降低了电力成本。公司平均每吨熟料发电量约31度，平均每吨熟料节约电力成本7.4元左右，目前余热发电占总用电量占比约28%。

采购集中度方面，2019年，公司煤炭前五大供应商采购金额合计为21.01亿元，占比为29.14%，公司煤炭前五大集中度不高且较为分散，公司原材料集中风险低。

4. 产品销售

2017年以来，随着水泥行业景气度回升，公司水泥量价齐升，熟料销售逐年增长，熟料价格波动增长。公司在西南地区市场占有率保持领先地位，尤其在近两年水泥需求和价格涨势良好的川渝地区竞争优势明显。

公司按照中国建材联合重组的总体战略部署，以区域市场份额最大化为目标，以企业效益最大化为原则，快速推进区域内的水泥业务联合重组工作，并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排名前三的水泥企业。公司自成立以来，业务发展形势良好。

公司建立了“总部市场部、区域公司市场营销部、营销中心”三级营销组织体系。总部市场部是公司的销售管理部门，负责销售区域划分与管理、销售合同的指导与监查；销售价格的管理与考核；市场信息与营销策划工作的指导与协调。公司设立了四川西南水泥有限公司、云南西南水泥有限公司、贵州西南水泥有限公司、重庆西南水泥有限公司、嘉华特种水泥股份有限公司五家区域公司，区域公司市场营销部负责营销中心销售市场划分与管理，对区域公司核心市场精耕细作，以提高市场占有率和控制力为目标；负责市场信息的收集与处理、营销策划的参与和实施；销售价格的制订与调整以及销售协调等具体运营职责。营销中心是具体营销政策、市场开拓、相关服务等的执行机构。

公司销售结算方式采用以“预收或现款交易、赊销相结合”的结算模式，对于长期合作客户以及优质客户审慎进行赊销额度许可，一般按照30~40天进行账款结算，对于长期合作客户以及优质客户审慎进行赊销额度许可。目前公司回款结算方式现款及赊销占比约为99%:1%。

从销售渠道来看，主要有重点工程、民用市场、搅拌站等渠道。公司水泥产品销售对象主要是西南水泥有限公司

民用市场、搅拌站、重点工程业主或施工单位，上述销售对象销售占比约为 52%、24%、24%。公司商品熟料销售对象主要是粉磨站企业。按直销与分销划分，公司直销占比约为 26%，分销占比约为 74%。

2017—2019 年，公司水泥和熟料销售总量持续增长，主要系市场需要增长所致；混凝土销售量逐年下降；熟料和混凝土的整体销售规模仍很小。水泥产销率持续保持较高水平，基本实现满销。熟料方面主要以满足自身水泥生产需求为目的，多余部分对外出售，因此在考虑自用量的情况下，熟料基本可实现 100% 产销率。由于混凝土行业生产特性，不能库存等原因，产能利用率偏低。

2017—2019 年，随着水泥行业供需改善，行业景气度提升，公司水泥价格逐年上升，熟料价格波动上涨。混凝土价格波动上涨，主要系受下游需求和原材料成本综合影响所致。

2020 年 1—3 月，公司水泥销量为 1,380.46 万吨，销售均价 307.85 元/吨，较 2019 年全年均价略有下降。

表 6 近年来公司销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
水泥	销售量	8,506.12	9,005.22	9,160.29	1,380.46
	产销率	98.92	99.59	100.58	105.49
	销售均价	249.59	301.66	311.46	307.85
熟料	销售量	362.49	393.26	454.22	89.19
	产销率	5.71	5.51	6.14	8.21
	销售均价	228.53	262.29	247.40	255.64
混凝土	销售量	133.26	130.84	105.96	12.15
	产销率	100.00	100.00	100.00	100.00
	销售均价	298.59	331.81	346.78	305.67

注：1. 公司生产熟料目的主要为自用，少量对外销售。2. 2020 年 1—3 月，公司产能及产能利用率已经年化处理

资料来源：公司提供

公司水泥主要在西南地区销售。分区域来看，2019 年四川区域水泥销售收入占公司水泥销售总收入的 43.35%，云南区域占 19.95%，贵州区域占 22.43%，重庆区域占 14.27%，川渝地区收入占比有所上升。从销售均价看，2017—2019 年，川渝地区受益于集中营销的持续推进和公司对重点工程的保供优势市场占有率有所提升，公司川渝地区水泥销售价格逐年增长，四川区域水泥销量逐年增长，重庆区域水泥销量波动增长。截至 2020 年 3 月末，公司在四川、云南、贵州、重庆市场占有率分别达到了 23.00%、17.00%、27.50% 和 22.00%，公司在四川省、贵州省和重庆市的水泥市场占有率维持第一，在云南省的水泥市场占有率维持第二，区域内竞争优势明显。

表 7 公司水泥各区域市场销售情况（单位：%、元/吨、万吨）

区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年—3 月
市场占有率				
四川	23.00	23.30	23.50	23.00
云南	18.80	17.30	17.50	17.00
贵州	29.40	28.90	28.00	27.50
重庆	21.00	22.70	23.00	22.00
销售均价				
四川	234.10	322.09	361.97	364.64
云南	256.60	281.13	286.09	292.97

贵州	267.40	289.86	252.95	237.52
重庆	236.20	303.23	332.64	321.84
销量				
四川	2,955.37	3,279.76	3,416.95	528.40
云南	1,712.66	1,811.70	1,989.95	320.17
贵州	2,723.91	2,688.38	2,529.55	387.65
重庆	1,114.18	1,225.38	1,223.83	144.25
合计	8,506.12	9,005.22	9,160.28	1,380.46

注：公司根据各省整体水泥销售数据及自身销售数据整理，上表价格为不含税的各水泥品种的加权销售均价（不含税）

资料来源：公司提供

5. 在建工程

公司在建项目主要围绕现有产业，整体投资规模不大，资本支出压力尚可。未来，随着公司在建项目投产，公司整体竞争力及盈利能力有望进一步增强。

目前公司在拟建项目主要包括巴塘卓帆水泥有限公司 2,500t/d 熟料生产线项目和遵义建安异地搬迁及年产 500 万吨砂石骨料生产线项目，项目总投资 24.81 亿元，其中自有资金计划 12.04 亿元；截至 2019 年底，在建项目已投资 5.62 亿元，待投资规模 19.19 亿元，2020 年计划投资 7.80 亿元，2021 年计划投资 7.63 亿元，2020 年计划投资 3.75 亿元，整体投资压力不大。项目投产后，公司的生产效率有望进一步提升。

巴塘卓帆水泥有限公司 2,500t/d 熟料生产线项目于 2011 年取得四川省发改委审批，批复文号川发改产业〔2011〕785 号，预计 2020 年 6 月进入实质性建设阶段，该项目地处产能极度缺乏的藏区，项目的推进将极大缓解当地水泥市场需求缺口。

丽江古城西南 5000t/d 熟料水泥生产线项目于 2019 年 4 月取得云南省工业和信息化厅批准（云工信函〔2019〕23 号）。项目将建设一条智能型日产 5,000 吨熟料、采用五、六级可切换运行的旋风预热器，带在线喷腾式分解炉，装备及技术为目前世界最先进的的新型干法水泥智能生产线，设计年产熟料 165 万吨。

表 8 截至 2019 年底公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	计划 总投资	资金来源	已投资	2020 年 计划投资	2021 年 计划投资	2022 年 计划投资
巴塘卓帆水泥项目	10.87	对外借款、股东借款	1.07	1.50	5.00	3.30
丽江古城西南 5,000t/d 熟料水泥生产线项 目	9.86	对外借款、股东借款	3.20	5.20	1.00	0.45
遵义建安异地搬迁及年产 500 万吨砂石骨 料生产线项目	2.10	对外借款、股东借款	1.09	0.98	0.03	0.00
紫云西南年产 300 万吨砂石骨料生产线及 年产 135 万立方商品混凝土搅拌站项目	1.01	对外借款股东借款	0.19	0.12	0.70	0.00
思南西南年产 200 万吨砂石骨料生产线及 120 万方商品混凝土搅拌站项目	0.97	对外借款、股东借款	0.07	0.00	0.90	0.00
合计	24.81	--	5.62	7.80	7.63	3.75

资料来源：公司提供

6. 经营效率

近年来，受水泥价格上涨影响，公司经营效率持续改善。

2017—2019年，公司应收账款周转次数分别为10.37次、16.20次和25.90次；存货周转次数分别为4.56次、6.12次和7.45次；总资产周转次数分别为0.31次、0.42次和0.47次。上述指标均逐年提高，主要系随着水泥价格上涨，公司营业收入和营业成本大幅增长所致。与同行业公司相比，公司应收

账款周转率处于较高水平，但存货周转率和总资产周转率处于一般水平。

表 9 2019 年主要同行业企业经营效率指标（单位：次）

公司简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
海螺水泥	18.07	125.31	0.96
中国建材	8.91	6.29	0.58
冀东水泥	8.88	16.21	0.56
西南水泥	7.60	28.43	0.47

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

7. 经营关注

产能利用率较低。

水泥行业产能过剩问题仍凸显，行业竞争加剧，政策引导淘汰落后产能、抑制重复建设。此外，水泥行业的需求主要来自于固定资产投资和房地产投资，但近几年由于固定资产与房地产投资的增长速度放缓，新建项目逐渐减少，市场对水泥的需求也同样降低，固定资产投资的推进力度及房地产调控政策等的变化可能会对公司的营业能力带来较大影响。由于生产经营环境特别是市场供求关系的影响，公司产能利用率偏低。若未来行业景气度未能提升，公司未能有效整合资源，或将导致公司投资回报比例偏低，从而对其成本摊销和盈利水平产生一定影响。

原材料价格波动风险。

水泥行业属于劳动密集型、资源密集型和高能耗行业，公司水泥生产成本中煤、电成本约占总成本的一半以上，煤炭价格波动相对较大，且 2016 年以来煤炭价格上升迅速，将对公司盈利能力造成一定影响。

水泥产品价格波动影响。

近年水泥行业景气度回升，水泥价格上涨并处于历史高位，但未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，从而对公司稳定盈利能力造成一定影响。

8. 未来展望

公司将继续立足水泥产业，发展计划较为可行。

未来，公司计划继续巩固西南地区最大的水泥制造商的地位，落实国家产业政策，主要措施有以下几个方面：

在业务结构上，继续做精做强水泥主业。以市场为导向，优化水泥和商混布局；以资源为依托，加快骨料基地建设；逐步实现熟料、水泥、商混、砂石骨料和水泥制品等产业链的整合。在市场布局上，继续强化区域化、本土化、专业化运营。在产能结构上，淘汰落后产能，倡导减量发展。抓住政策、市场和资源机遇，通过自主淘汰落后、实施工艺升级，持续优化产能结构。加快推进“矿山资源配置、骨料产业、固废处理、智能制造”等转型升级重点项目落地。

在产品结构上，继续以水泥产品为核心业务，落实国家产业政策，全面停产 32.5 等级复合水泥，持续提升高标号水泥、家装水泥和特种水泥比重。实施水泥“四化”工程，产品向高性能化、特种化、商混化和制品化发展。在技术创新上，发挥特种水泥的科研优势和品牌优势，在油井水泥、海工水泥等特种水泥领域不断研发高性能、低消耗、低排放、高附加值的水泥产品，推动水泥产品结

构调整和转型升级。

在节能环保上，贯彻节能环保政策和绿色发展理念，全面推进企业精益管理和清洁生产，持续加大环保投入，带头实行超低排放，打造花园式工厂和绿色矿山。以循环经济为主线，发挥水泥工业在垃圾、固废和危废等方面的协同处置优势，建设协同处置项目，探索水泥工业与城市和环境共生共赢的可持续发展模式。

在经营管理上，围绕“稳中求进”的经营目标，贯彻落实“机构精健化、管理精细化、管理精益化”的“三精”管理理念，推进“整合优化、增效降债”。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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 2020 年一季报财务数据未经审计。合并范围方面，2017 年，石家庄嘉华特种水泥有限责任公司等由于清算注销等原因不再纳入公司合并范围。2018 年，公司新设立丽江古城西南水泥有限公司和威宁顺合商砼有限公司，广安利森能源有限责任公司等 10 家子公司已被吸收合并范围内其他子公司吸收合并而注销，宁夏嘉华固井材料有限公司由于对外处置不再纳入公司合并范围。2019 年，公司合并范围增加 3 家子公司，减少 1 家子公司。近年来公司合并范围的变化对财务数据可比性影响不大，财务可比性强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 619.82 亿元，负债合计 461.63 亿元，所有者权益 158.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 150.67 亿元。2019 年，公司实现营业收入 302.66 亿元，净利润 13.53 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 11.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 103.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.09 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 627.45 亿元，负债合计 469.16 亿元，所有者权益 158.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 150.79 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 46.05 亿元，净利润 0.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.97 亿元。

2. 资产质量

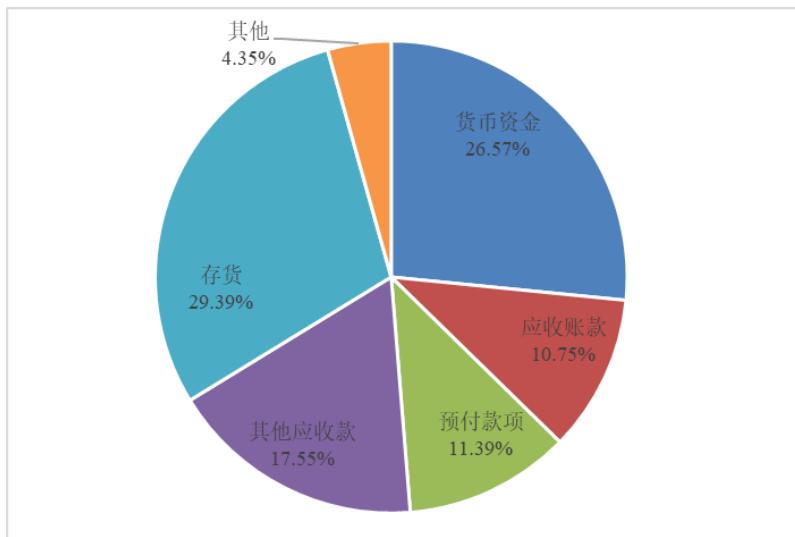
近年来，公司资产规模逐年小幅下降，资产以非流动资产为主。流动资产中，应收账款、预付款项及其他应收款规模均逐年下降，但整体账龄偏长，存在一定收回风险。非流动资产中，公司商誉规模大，未来若收购子公司业绩不及预期或商誉会计政策调整，或对公司财务产生较大影响。考虑到公司资产受限规模较小，公司整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续下降，年均复合下降 6.27%。截至 2019 年末，公司合并资产总额 619.82 亿元，较年初下降 7.98%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 12.16%，非流动资产占 87.84%。公司资产以非流动资产为主，资产结构符合水泥行业特征，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产连续下降，年均复合下降 24.56%。截至 2019 年末，公司流动资产 75.37 亿元，较年初下降 29.56%，主要系存货、其他应收款、预付款项减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 26.57%）、应收账款（占 10.75%）、预付款项（占 11.39%）、其他应收款（占 17.55%）、存货（占 29.39%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金连续下降，年均复合下降 17.65%，主要系公司加强集团内资金归集管理后营运资金需求降低，以及偿还部分借款所致。截至 2019 年末，公司货币资金 20.03 亿元，较年初下降 11.11%；货币资金主要由银行存款（14.94 亿元）和其他货币资金（5.09 亿元）构成；货币资金中受限货币资金 5.09 亿元，受限比例为 25.42%，主要为银行承兑汇票保证金。

2017—2019 年，公司应收账款连续下降，年均复合下降 36.13%。截至 2018 年底，应收账款 13.19 亿元，较年初下降 33.57%，主要系公司收紧销售信用政策，以及加强存量应收账款回收力度所致。截至 2019 年末，公司应收账款 8.10 亿元，较年初下降 38.59%，主要系当期水泥市场环境向好，需求旺盛，客户回款速度明显加快所致。截至 2019 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 1.24 亿元，计提比例 13.29%；其中按简易损失模型计提减值组合的应收账款（账面余额占 97.04%），账龄 1 年以内为占 58.77%，1 至 2 年占 15.55%，同时账龄 3 年及以上的应收账款占比达 19.60%，需关注其回收风险。

公司预付款项主要为预付材料款、工程款和设备款。2017—2019 年，公司预付款项连续下降，年均复合下降 28.91%，主要系公司加大预付款管理力度，严格控制新增合同中预付款条款设置。截至 2019 年末，公司预付款项 8.59 亿元，较年初下降 34.65%；预付款项中账龄 2 年及以上占 35.69%，主要为联合收购预付款和预付工程款等，公司部分预付款项账龄偏长。

公司其他应收款主要为公司关于被收购企业重组前应收原股东及其关联方的往来款、以下游客户名义代为向包装商和运输商支付的包装费、运输费等相关费用、以及一部分与中国建材系统内公司的临时往来款。2017—2019 年，公司其他应收款连续下降，年均复合下降 17.18%，主要系清算被收购企业重组前应收原股东及其关联方的往来款并加大减值计提所致。截至 2019 年末，公司其他应收款 13.23 亿元，较年初下降 26.12%；累计计提坏账准备 11.23 亿元，坏账计提比例由年初的 23.30% 增长至 45.93%，计提比例较高，形成的原因较为复杂，未来回收具有一定的不确定性；期末按简易损失模型计提减值组合的其他应收款（期末账面余额占 58.44%）坏账计提比例 19.08%，其中其他应收款账龄 3 年及以上占比达 47.14%，账龄整体偏长，未来仍面临一定坏账风险。

2017—2019 年，公司存货连续下降，年均复合下降 20.24%，主要系公司采取“零库存”采购、中心仓库、数字化仓库等措施降低库存所致。截至 2019 年末，公司存货 22.15 亿元，较年初下降 32.69%；存货主要包括原材料（占 57.67%），自制半成品（占 13.84%），库存商品（占 22.42%）等。截至 2019

年底，公司对存货计提跌价准备 0.89 亿元，计提比例 3.87%。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产连续下降，年均复合下降 2.54%。截至 2019 年末，公司非流动资产 544.45 亿元，较年初下降 3.91%，公司非流动资产主要由固定资产（占 57.56%）、无形资产（占 8.02%）和商誉（占 27.00%）构成。

2017—2019 年，公司固定资产连续下降，年均复合下降 1.14%。截至 2019 年末，公司固定资产 313.38 亿元，较年初下降 0.27%，较年初变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占 54.65%）和机器设备（占 44.48%）构成，累计计提折旧 154.81 亿元；固定资产成新率 65.86%，成新率一般。

2017—2019 年，公司无形资产连续增长，年均复合增长 1.28%。截至 2019 年末，公司无形资产 43.67 亿元，较年初增长 1.21%，较年初变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（占 73.91%）和采矿权（占 23.61%）构成。

2017—2019 年，公司商誉连续下降，年均复合下降 4.28%，主要系计提减值准备所致。截至 2019 年末，公司商誉 147.02 亿元，较年初下降 8.12%，主要系公司下属子公司四川洪雅西南水泥有限公司处于破产清算、相应减少对其商誉金额所致。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，截至 2019 年底，公司累计计提商誉减值准备 13.16 亿元。公司每年按区域划分对子公司商誉进行减值测试，当前公司商誉规模大，联合评级将持续关注商誉减值或会计政策变更对公司未来盈利能力及资产负债率的影响。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 15.54 亿元，占公司资产总额的 2.51%，受限比例很低。公司受限资产主要包括货币资金 5.09 亿元和固定资产 10.45 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 627.45 亿元，较上年底增长 1.23%，较年初变化不大。其中，流动资产占 14.03%，非流动资产占 85.97%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

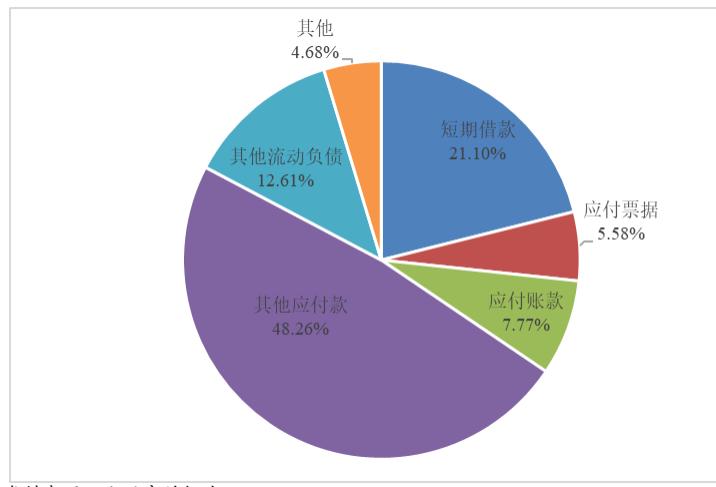
（1）负债

股东对公司支持力度很大，公司得以在高负债的情况下稳定经营。近年来，公司经营形势较好，负债总额和债务规模均呈下降态势，但债务负担仍属较重且短期债务占比高。

2017—2019 年，公司负债总额连续下降，年均复合下降 10.41%。截至 2019 年末，公司负债总额 461.63 亿元，较年初下降 12.10%，主要系流动负债下降所致。其中，流动负债占 87.23%，非流动负债占 12.77%。公司负债以流动负债为主，负债结构与资产结构匹配度较低。

2017—2019 年，公司流动负债连续下降，年均复合下降 10.21%。截至 2019 年末，公司流动负债 402.69 亿元，较年初下降 14.58%，主要系其他应付款和其他流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 21.10%）、应付票据（占 5.58%）、应付账款（占 7.77%）、其他应付款（占 48.26%）和其他流动负债（占 12.61%）构成。

图 7 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司短期借款连续下降，年均复合下降 12.85%，主要系融资需求降低所致。截至 2019 年末，公司短期借款 84.95 亿元，较年初下降 3.39%；公司短期借款由保证借款（占 91.17%）和信用借款（占 8.83%）构成。

2017—2019 年，公司应付票据连续下降，年均复合下降 17.41%，主要系公司加强了应付票据管理，减少了银行承兑汇票开票金额所致。截至 2019 年末，公司应付票据 22.49 亿元，较年初下降 6.51%。

2017—2019 年，公司应付账款连续增长，年均复合增长 30.36%。截至 2019 年末，公司应付账款 31.30 亿元，较年初增长 55.98%，主要系原材料采购成本增加，以及煤炭采购结算方式调整为月底结算，次月付款，造成期末应付账款金额较大所致。应付账款账龄以 1 年以内为主。

公司其他应付款主要是股东拆借款，主要用于公司在区域内开展联合重组及支持生产经营。2017—2019 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 6.51%。截至 2019 年末，公司其他应付款（合计）194.34 亿元，较年初下降 14.62%，主要系股东拆借款减少所致；公司其他应付款中应付股东中国建材的资金拆借款 172.17 亿元，占比为 88.59%。公司系母公司中国建材重点支持的子公司。中国建材对于该笔拆借的偿还时间并无具体要求，仅规定将根据公司经营及财务情况，并提前与公司协商后确定各期偿还金额及偿还时间，分期分批偿还。截至目前，中国建材未提出在 2020 年度进行集中偿付的相关要求。公司每年向中国建材滚动偿还和借入资金，由于中国建材主体资质优秀，筹资成本较低，中国建材与公司之间协商确定借款结算利率，通常以银行基准利率执行，有利于公司降低财务费用支出。

2017—2019 年，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 14.72%；全部为短期应付债券。截至 2019 年末，公司其他流动负债 50.77 亿元，较年初下降 32.94%，主要系公司到期兑付债券所致。

2017—2019 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 11.75%。截至 2019 年末，公司非流动负债 58.94 亿元，较年初增长 9.61%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 21.86%）、应付债券（占 50.90%）、长期应付款（占 16.18%）和递延所得税负债（占 7.93%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款连续下降，年均复合下降 35.22%。截至 2019 年末，公司长期借款 12.89 亿元，较年初下降 48.73%，主要系公司偿还借款所致；长期借款全部为保证借款。从期限分布看，2021 年到期的占 68.96%，2022 年到期的占 31.04%。

截至 2019 年末，公司新增 30.00 亿元应付债券。公司于 2019 年 6 月 13 日发行“19 西南水泥 MTN001”，发行规模为 10.00 亿元；公司于 2019 年 7 月 18 日发行“19 西南水泥 MTN002”，发行金

额 10.00 亿元；公司于 2019 年 8 月 15 日发行“19 西南水泥 MTN003”，发行金额 10.00 亿元。

公司长期应付款主要为采用分期付款形式购入固定资产的应付本息及融资租赁业务应付本息。2017—2019 年，公司长期应付款连续下降，年均复合下降 50.19%，主要系融资租赁业务逐步到期所致。截至 2019 年末，公司长期应付款 9.54 亿元，较年初下降 56.88%。

2017—2019 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长 0.09%。截至 2019 年末，公司递延所得税负债 4.67 亿元，较年初下降 1.19%，较年初变化不大。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务连续下降，年均复合下降 16.78%。截至 2019 年末，公司全部债务 216.80 亿元，较年初下降 15.18%，主要系短期债务减少所致。其中，短期债务³占 76.40%，长期债务占 23.60%，以短期债务为主。短期债务 165.64 亿元，较年初下降 20.64%，主要系其他流动负债和一年内到期的非流动负债减少所致。长期债务 51.16 亿元，较年初增长 9.13%，主要系公司新发行债券所致。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 81.52%、77.97% 和 74.48%，连续下降。全部债务资本化比率分别为 70.60%、63.27% 和 57.82%，连续下降。长期债务资本化比率分别为 34.51%、24.01% 和 24.44%，波动下降。整体看，公司债务负担有所减轻，但仍属较重。债务分布上，由于公司短期债务规模大，债务主要分布在 2020 年。

表 10 截至 2019 年底公司债务分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2026 年	合计
债务	165.64	8.89	35.00	7.27	216.80
占比	76.40	4.10	16.14	3.35	100.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 469.16 亿元，较上年底增长 1.63%，变化不大。其中，流动负债占 86.56%，非流动负债占 13.44%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 227.36 亿元，较年初增长 4.87%。其中，短期债务 172.31 亿元（占 75.79%），较上年底增长 4.03%，主要系短期借款增长所致。长期债务 55.05 亿元（占 24.21%），较年初增长 7.60%，主要系长期借款增长所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.77%、58.96% 和 25.80%，较年初分别提高 0.29 个百分点、提高 1.14 个百分点和提高 1.37 个百分点。整体看，公司债务结构有所优化，但债务负担仍属较重。

（2）所有者权益

受益于市场化债转股完成和利润结转，公司所有者权益规模逐年增长，结构稳定性良好。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 10.14%。截至 2019 年末，公司所有者权益为 158.19 亿元，较年初增长 6.60%，主要系市场化债转股完成和利润结转所致。截至 2018 年底，公司实收资本 105.02 亿元，较年初增长 5.02%，主要系农银投资和交银投资分别出资 2.51 亿元所致。截至 2019 年底，公司实收资本 116.73 亿元，较年初增长 11.15%，主要系农银投资和交银投资分别出资 5.85 亿元所致。截至 2019 年底，归属于母公司所有者权益占比为 95.25%，少数股东权益占比为 4.75%。归属于母公司所有者权益 150.67 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 77.47%、1.64%、4.53% 和 16.26%。所有者权益结构稳定性高。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 158.29 亿元，较上年底增长 0.07%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.26%，少数股东权益占比为 4.74%。归属于母公司所有者权益 150.79 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 77.41%、1.63% 和 16.34%。所有者权益结构

³ 其他应付款中的公司与母公司之间的资金拆借未纳入短期债务

稳定性高。

4. 盈利能力

水泥市场景气度和水泥价格波动对公司盈利能力影响大。2017—2019年，得益于水泥产品量价齐升，公司营业收入逐年增长，净利润波动增长。公司各类减值损失对公司利润形成一定侵蚀，费用控制能力有待进一步提升，营业外收入和其他收益对公司利润贡献偏大。

2017—2019年，公司营业收入连续增长，年均复合增长15.73%，主要系水泥产品量价齐升所致；公司营业成本连续增长，年均复合增长13.17%。公司净利润波动增长，年均复合增长25.28%，其中，2019年，公司净利润同比减少23.42%至13.53亿元，坏账损失规模较大侵蚀公司利润。

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额波动增长，年均复合增长0.95%。2019年，公司期间费用总额为49.25亿元，较上年下降5.21%，主要系财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为30.87%、33.38%和35.75%。其中，销售费用为15.20亿元，较上年下降4.72%；管理费用为16.44亿元，较上年增长24.43%；财务费用为17.61亿元，较上年下降22.73%，主要系债务规模下降所致。2017—2019年，公司费用收入比分别为21.39%、18.05%和16.27%，公司费用控制能力有所提升。

2017—2019年，公司资产减值损失分别为1.33亿元、3.45亿元和20.01亿元，主要为计提的坏账损失，云南西南水泥有限公司、贵州西南水泥有限公司在建工程涉及产能减量置换和商誉减值损失。2018—2019年，公司信用减值损失分别为2.22亿元和6.37亿元，全部为坏账损失。2019年公司信用减值损失大幅增长，主要系公司按新会计准则采用预期信用损失模型计提的坏账损失有所变动所致。较大规模的减值损失侵蚀公司利润。2017—2019年，公司投资收益分别为-0.06亿元、1.14亿元和2.62亿元，投资收益于2018年有所转好，主要系联营企业贵州西南鱼峰水泥有限公司管理层变动，由公司派驻相关人员，经营效益改善所致。2017—2019年，公司营业外收入与其他收益合计分别为3.05亿元、3.46亿元和4.51亿元，占利润总额的比重分别为25.26%、16.01%和22.18%，对公司利润总额具有一定影响。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资本收益率分别为7.15%、9.55%和8.00%；公司总资产报酬率分别为4.91%、6.44%和5.87%；公司净资产收益率分别为6.68%、12.68%和8.83%。公司各盈利指标均波动提升，主要系受净利润波动增长所致。与同行业上市公司相比，公司盈利能力较低。

表11 2019年水泥上市公司盈利指标情况（单位：%）

企业名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
海螺水泥	26.87	26.45	33.29
中国建材	12.53	8.22	31.23
冀东水泥	18.05	12.10	37.07
西南水泥	8.01	5.87	30.86

注：Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据

资料来源：Wind

2020年1—3月，受疫情影响，公司实现营业收入46.05亿元，同比下降23.86%；实现净利润0.12亿元，同比下降97.01%。

5. 现金流

受益于水泥行业回暖及公司经营管理改善，公司经营活动现金流持续净流入，经营获现能力保

持较强水平。公司为扩大经营活动，加大投资规模，公司投资现金流净额持续净流出，经营性净现金流能够覆盖投资支出。公司加大偿还债务力度，筹资活动持续净流出。未来公司投资规模不大，将保持一定力度的债务偿还，预计筹资活动现金流将持续净流出，债务负担将有所下降。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为267.08亿元、339.68亿元和371.35亿元，连续增长，年均复合增长17.92%，主要系水泥行业回暖以及公司加强经营管理所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出分别为227.23亿元、281.39亿元和268.02亿元，波动增长，年均复合增长8.60%。2017—2019年，公司经营活动现金净额分别为39.85亿元、58.29亿元和103.34亿元，连续增长，年均复合增长61.03%。2017—2019年，公司现金收入比分别为116.62%、114.77%和120.51%，连续上升，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入规模较小，分别为0.77亿元、0.60亿元和0.54亿元，连续下降，年均复合下降15.84%。2017—2019年，公司投资活动现金流出分别为11.56亿元、13.98亿元和18.78亿元，连续增长，年均复合增长27.44%，主要为产能置换项目、生产线的技改和环保装置的安装投资支出。2017—2019年，公司投资活动现金净流出分别为10.80亿元、13.38亿元和18.24亿元，连续增长，持续较大规模净流出状态。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为264.34亿元、220.99亿元和249.26亿元，波动下降，年均复合下降2.89%。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为305.84亿元、265.56亿元和336.45亿元，波动增长，年均复合增长4.89%。2017—2019年，公司筹资活动现金净流出分别为41.50亿元、44.57亿元和87.19亿元，受公司加大偿还债务力度影响，净流出规模逐年扩大。

从经营活动来看，2020年1—3月，公司实现经营活动净流入1.59亿元，投资活动现金流量净额-4.52亿元，筹资活动现金流量净额17.90亿元。

6. 母公司财务分析

公司主要业务在子公司层面开展，母公司资产构成较为简单，主要为子公司往来款以及持有的子公司股权。母公司债务负担较重，子公司投资收益为其主要利润来源。

截至2019年底，公司本部资产总额444.95亿元，主要由其他应收款（317.51亿元）和长期股权投资（124.39亿元）构成。

截至2019年底，公司本部负债总额315.54亿元，主要由短期借款（37.89亿元）、其他应收款（180.59亿元）和其他流动负债（50.77亿元）构成；公司本部资产负债率为70.92%。

截至2019年底，公司本部所有者权益129.41亿元，主要来自实收资本（116.73亿元）。

2019年，公司本部实现营业收入1.67亿元，投资净收益17.57亿元，净利润14.39亿元。

2019年，公司本部经营活动产生的现金流量净额0.36亿元，投资活动产生的现金流量净额29.83亿元，筹资活动产生的现金流量净额-32.92亿元。

7. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现较弱，长期偿债能力指标表现一般。但综合考虑公司控股股东资本实力强、支持力度大，同时，考虑到公司已在区域内树立了较高的行业地位，外部融资渠道畅通，持续经营能力很强等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为0.27倍、0.23倍和0.19倍，公司速动比率分别为0.20倍、0.16倍和0.13倍，连续下降，主要系公司降低营运资金规模、加快应收账款回收和流动负债规模下降较慢共同影响所致。公司流动资产对流动负债的保障程度较低。2017

—2019年，公司现金短期债务比分别为0.17倍、0.13倍和0.14倍，连续下降，主要系公司加强现金集中管理后，降低营运资金规模所致，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为54.61亿元、65.07亿元和59.42亿元，波动增长，主要受利润总额波动增长所致。2019年，公司EBITDA为59.42亿元，由折旧（占36.16%）、计入财务费用的利息支出（占29.63%）、利润总额（占34.21%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为2.29倍、2.86倍和3.37倍，连续上升，EBITDA对利息的覆盖程度较高。2017—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为0.17倍、0.25倍和0.27倍，连续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2020年3月底，公司已获金融机构授信331.17亿元，尚未使用授信额度为143.32亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2019年底，公司存在2起重大未决诉讼，具体如下。公司或有负债风险不大。

（1）资中东方红案件

公司下属子公司四川资中西南水泥有限公司（简称资中西南）根据与四川省资中县东方红水泥有限责任公司（简称“东方红公司”）于2012年签署的资产收购协议向东方红公司收购了若干资产。其后，东方红公司与其若干债权人发生纠纷，自2012年9月起，部分东方红公司债权人向东方红公司、资中西南以及公司提起诉讼，涉及诉讼案件上百起，除要求东方红公司清偿债务外，要求资中西南以及公司就东方红公司纠纷的争议款项承担连带责任。

2015年资中西南及公司就其中四川省高级人民法院的一项判决向中国最高人民法院申请再审，并于2016年6月23日收到中国最高人民法院（2016）最高法民再108号的民事判决书，认定公司及资中西南与东方红公司不存在人格混同，不承担连带责任。截至2018年12月31日，相关法院已全部改判涉案案件（163起），公司已积极对接地方法院，全力挽回公司损失。截至2019年底，公司尚未追回的错误执行款7,692.83万元。

（2）云南永保案件

公司在2012年3月23日与自然人谭国仁签署《股权转让协议》，就公司收购云南永保特种水泥股份有限公司（后更名为云南永保特种水泥有限责任公司，以下简称“云南永保”）100%股权事宜进行了约定。在《股权转让协议》履行过程中，出现转让方谭国仁违反《股权转让协议》的情形，公司根据《股权转让协议》的约定对转让价款进行了扣减，但谭国仁对此不予认可，其向上海国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“上海贸仲”）申请仲裁，要求支付股权转让价款余款。上海贸仲于2018年6月26日作出仲裁裁决，裁决结果为公司向谭国仁支付股权转让价款余款43,081.10万元及逾期付款损失、仲裁费。该仲裁裁决作出后，谭国仁向云南省昆明市中级人民法院（以下简称“昆明中院”）申请执行，并申请冻结了公司持有云南西南水泥有限公司的股权。在昆明中院执行过程中，公司提出中止执行申请，昆明中院已于2019年11月11日裁定中止执行。

针对转让方谭国仁违反《股权转让协议》的事由，公司向中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）申请仲裁，中国贸仲于2019年9月29日作出部分裁决，部分裁决结果为谭国仁应向公司返还代付的个人收入所得税税金20,585.81万元，及以此为基数按照年利率8%计算自2018年6月11日起至实际支付之日止的利息。公司的其他仲裁请求将在经审计、鉴定等程序后由仲裁庭实体审理后进行裁决。此外，针对谭国仁在其控制及经营云南永保期间损害云南永保公司利益事由，云南永保向四川省高级人民法院提起诉讼，要求被告谭国仁等赔偿云南永保遭受的损失，目前该案件仍在审理过程中。

在公司就其收购云南永保 100% 股权进行账务处理时,已在公司财务报表的负债科目中反映了上述案件所涉股权转让价款。上述案件对公司可能造成的潜在经济损失占公司最近一期未经审计的净资产的比例较小,因此上述案件不会对公司偿债能力造成重大不利影响。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》,截至 2020 年 4 月 26 日,公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约记录良好。

截至 2020 年 3 月底,公司无对外担保。

八、本期公司债券偿还能力分析

本期债券发行或将使公司债务负担加重,但公司区域水泥龙头企业地位已经形成,同时,考虑到公司股东支持、经营规模、综合实力、行业地位等因素,公司偿债能力将有所提升,联合评级认为,公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年底,公司全部债务总额为 216.80 亿元,本期拟发行公司债额度为不超过 20.00 亿元,本期债券发行对公司现有债务有一定影响。

以 2019 年末财务数据为基础,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 74.48%、57.82% 和 24.44% 上升至 75.28%、59.95% 和 31.03%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。考虑到部分募集资金拟用于偿还债务,实际债务指标将低于上述测算值。

2. 本期公司债偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础,2019 年,公司 EBITDA 为 59.42 亿元,为本期债券发行额度(20.00 亿元)的 2.97 倍,公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。从现金流情况来看,2019 年,公司经营活动产生的现金流入为 371.35 亿元,为本期债券发行额度(20.00 亿元)的 18.57 倍,公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高;公司经营活动现金流净额为 103.34 亿元,为本期公司债券发行额度(20.00 亿元)的 5.17 倍,对本期公司债券的覆盖程度高。

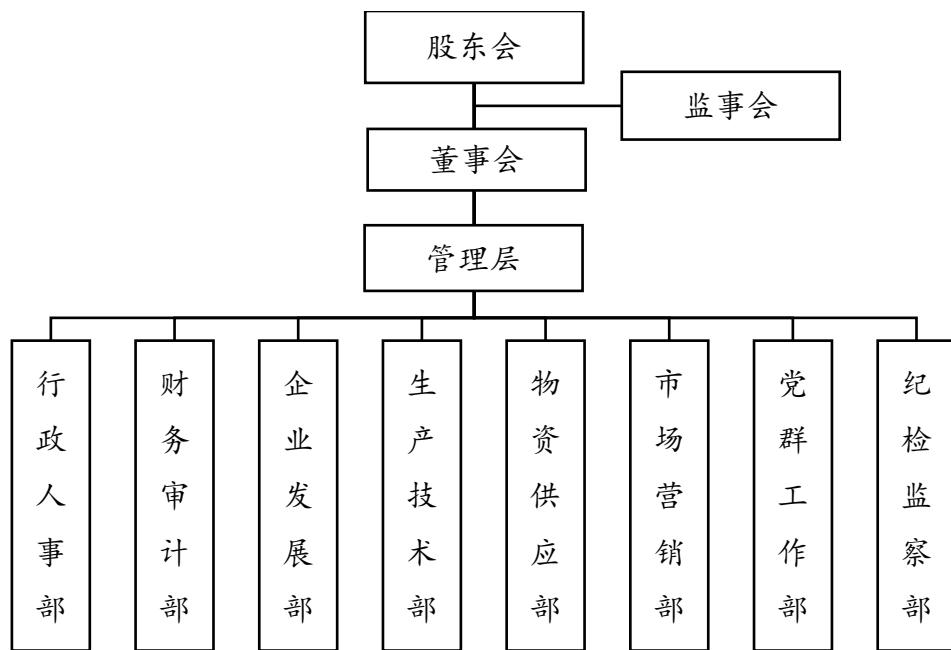
九、综合评价

联合评级对公司的评级反映了公司在股东支持、经营规模和区域市场占有率等方面具有显著优势。近年来,公司收入逐年增长,净利润波动增长,盈利能力持续提升,运营状况良好,债务规模持续下降。同时,联合评级关注到水泥行业产能过剩问题依然严峻、水泥价格波动风险、公司债务负担较重以及商誉规模较大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较快发展,西南区域基础设施建设投资空间广阔,未来水泥需求有望增长。交银投资和农银投资对公司的市场化债转股完成后,公司资本实力有所增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 3 月末西南水泥有限公司组织机构图



附件 2 西南水泥有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	705.58	673.58	619.82	627.45
所有者权益 (亿元)	130.39	148.39	158.19	158.29
短期债务 (亿元)	244.36	208.72	165.64	172.31
长期债务 (亿元)	68.70	46.88	51.16	55.05
全部债务 (亿元)	313.06	255.60	216.80	227.36
营业收入 (亿元)	225.97	287.87	302.66	46.05
净利润 (亿元)	8.62	17.67	13.53	0.12
EBITDA (亿元)	54.61	65.07	59.42	--
经营性净现金流 (亿元)	39.85	58.29	103.34	1.59
应收账款周转次数(次)	10.37	16.20	25.90	--
存货周转次数 (次)	4.56	6.12	7.45	--
总资产周转次数 (次)	0.31	0.42	0.47	--
现金收入比率 (%)	116.62	114.77	120.51	110.05
总资本收益率 (%)	7.15	9.55	8.00	--
总资产报酬率 (%)	4.91	6.44	5.87	--
净资产收益率 (%)	6.68	12.68	8.83	--
营业利润率 (%)	26.53	26.35	29.68	27.14
费用收入比 (%)	21.39	18.05	16.27	26.47
资产负债率 (%)	81.52	77.97	74.48	74.77
全部债务资本化比率 (%)	70.60	63.27	57.82	58.96
长期债务资本化比率 (%)	34.51	24.01	24.44	25.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.29	2.86	3.37	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.25	0.27	--
流动比率 (倍)	0.27	0.23	0.19	0.22
速动比率 (倍)	0.20	0.16	0.13	0.17
现金短期债务比 (倍)	0.17	0.13	0.14	0.22
经营现金流动负债比率 (%)	7.98	12.36	25.66	0.39
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.73	3.25	2.97	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中 2017 年度财务数据引用公司 2018 年度经审计的财务报告中的 2018 年期初数/上期数, 本报告中 2018 年度财务数据引用公司 2019 年度经审计的财务报告中的 2019 年期初数/上期数, 本报告 2019 年财务数据为该年度审计报告中报表期末数。3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。4. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计, 相关指标予以简化。5. 其他流动负债中的短期融资债券及私募债已计入短期债务, 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 西南水泥有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年西南水泥有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

西南水泥有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注西南水泥有限公司的相关状况，如发现西南水泥有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如西南水泥有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至西南水泥有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送西南水泥有限公司、监管部门等。

