



西南水泥有限公司 主动评级

信用等级：AA⁻_{pi} 评级展望：稳定

个体级别：a_{pi} 外部支持：+2

评级时间：2022年08月19日

注：本次评级适用评级方法和模型：中国水泥企业主体信用评级方法（2020年6月版）。

主要财务指标	2019	2020	2021	2022 Q1
现金类资产(亿元)	20.48	19.21	19.82	24.29
资产总额(亿元)	619.82	626.82	635.41	637.11
所有者权益(亿元)	158.19	158.33	153.02	151.00
短期债务(亿元)	166.41	133.61	158.65	155.82
全部债务(亿元)	389.75	382.27	400.66	403.99
营业总收入(亿元)	302.66	269.09	264.59	52.04
利润总额(亿元)	20.33	14.26	4.78	-1.69
EBITDA(亿元)	37.76	28.92	42.22	-
经营净现金流(亿元)	103.34	77.24	42.03	-3.11
营业毛利率(%)	30.86	26.28	20.08	12.35
EBIT 利润率(%)	12.48	10.75	7.20	-
总资产报酬率(%)	5.84	4.64	3.02	-
资产负债率(%)	74.48	74.74	75.92	76.30
全部债务资本化比率(%)	71.13	70.71	72.36	72.79
流动比率(倍)	0.19	0.20	0.20	0.21
现金类资产/短期债务(倍)	0.12	0.14	0.13	0.16
全部债务/EBITDA(倍)	10.32	13.22	9.49	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	2.17	1.97	2.96	-

资料来源：公开资料，公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表。

市场服务

电话：010-88090123

免责声明：1、本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责；2、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等；3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；4、未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露，不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

评级结论

西南水泥有限公司（以下简称“公司”或“西南水泥”）成立于 2011 年 12 月，成立后快速推进区域内水泥业务整合工作，目前已成为西南地区最大的水泥企业；公司原直接控股股东为中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”，代码为 3323.HK），2021 年为了解决同业竞争问题，中国建材内部进行资产重组，新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”、代码为 000877.SZ）通过发行股份及支付现金购买资产的方式收购中国建材全部水泥资产（包含本公司 95.72% 的股权），截至报告期末，公司直接控股股东已变更为天山股份，实际控制人未发生变更，仍为国务院国资委。公司主要从事水泥及熟料、商砼的生产与销售，其中水泥销售收入占比 90% 以上，中短期内业务结构保持稳定。中债资信认为公司所处的水泥行业信用品质较高。公司业务集中于西南地区，西南地区水泥行业竞争格局持续向好，公司规模优势突出，市场地位很高；2021 年煤炭市场价格攀升加大公司成本控制压力，盈利有所弱化，但整体经营获现能力较好，经营活动现金流净额仍可覆盖投资支出的资金需求。公司债务负担较重，账面短期偿债指标表现较差，鉴于公司收现质量较好且融资渠道畅通，实际短期债务周转压力可控，公司长期偿债指标表现尚可。公司整体信用风险很低。外部支持具有很强的增信作用。综合上述因素，中债资信评定公司主体信用等级为 AA⁻_{pi}，评级展望为稳定。

评级要素

■ 行业风险

2022 年建筑总产值增速预计仍维持正增长，水泥需求预计仍能得到较好支撑，未来错峰限产政策常态化、产能置换执行趋于规范，以及碳中和背景下水泥高能耗问题亦可能对供给形成制约，预计 2022 年水泥价格中枢仍有望维持高位，但需关注置换新上产能对区域价格的冲击。叠加成本端煤炭价格回落，水泥行业盈利有望保持较好水平，行业整体信用风险处于较低水平。

■ 资源配置

● **规模和市场地位：**近年来西南地区水泥行业集中度不断提升，区域内的市场竞争环境持续向好。公司成立以来快速推进区域内水泥业务联合重组工作，目前已成为西南地区最大的水泥企业；截至 2021 年末，公司水泥、熟料总产能分别达 1.30 亿吨/年、0.96 亿吨/年，在四川、贵州、重庆市场占有率为区域第一名，云南市场占有率为第二名，整体看西南地区水泥行业竞争格局持续向好，公司规模优势突出，市场地位很高。

● **水泥业务：成本控制能力，**公司 2021 年平均熟料单线产能 2996t/d，处于行业偏低水平，装备水平有待提升；公司 2021 年水泥生产成本中石灰石、煤炭、电力分别约占 9.94%、41.34% 和 13.00%，煤炭在生产成本中占比最高，2021



年煤炭市场价格持续攀升导致水泥企业普遍成本压力抬升，公司煤炭采购价格上涨约 48%，成本控制压力大幅抬升；电力采购方面，公司采购商为国家电网和南方电网，综合电价 0.41 元/度，受益于余热发电技术提升，2021 年外购电量较 2020 年同比减少 26.47%，一定程度减轻成本压力；公司石灰石自给比例为 66.81%，且采购价格表现稳定，对成本影响较小。**资源运行效率**，2021 年受疫情影响下游需求下降，叠加区域产能过剩等因素影响，公司自主压降产量，2021 年水泥产量同比下降 11.50%，水泥、熟料产能利用率分别下降至 59.23%、67.55%，资源运行效率一般。**产品销售表现**，2021 年公司水泥销量同比下滑 11.97%，产销率为 99.48%；2021 年公司水泥销售价格上涨 10.25%，主要系煤炭价格上涨生产成本提高，以及公司自主压降产量进行挺价，对水泥价格形成支撑，但成本端涨幅仍高于销售价格涨幅，公司水泥业务毛利率呈现下滑，盈利有所弱化。公司下游客户很分散，回款模式中现款与赊销占比为 99:1，2021 年相应的现金收入比达 112.39%，经营获现能力较好。

●**盈利能力和现金流**：公司 2021 年水泥销量下降，收入下滑；同时受原材料煤炭价格上涨影响，2021 年公司营业毛利率和 EBIT 利润率分别下滑至 20.08%、7.20%，主业盈利能力弱化。此外还需关注公司资产减值、投资收益波动对利润的影响。现金流方面，公司经营活动现金流持续净流入，获现能力较好，尽管因疫情停工、成本上涨等因素导致经营活动现金流净额呈缩减趋势，但仍可覆盖投资支出的资金需求，从筹资活动现金流来看，2021 年公司筹资活动现金净额继续流出，筹资需求不大。银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司可用授信额度为 142.34 亿元，备用流动性较充足。

●**管理战略**：公司未来将继续巩固西南地区水泥龙头地位，持续推进产能优化、技术升级。截至 2021 年末，公司在建项目主要为水泥熟料生产线，项目总投资 53.40 亿元，已投资 22.76 亿元，计划 2022~2024 年分别投资 15.41 亿元、11.93 亿元和 3.30 亿元，考虑到公司经营获现能力突出，资本支出压力尚可。

■ 债务政策

●**资产质量**：截至 2022 年 3 月末，公司资产以非流动资产为主，其中，固定资产持续保持较大规模，主要为房屋建筑物及机器设备，成新率约 64%；商誉则是联合重组过程中收购子公司股权溢价形成的，共计收购约 90 家企业，2021 年末公司商誉累计计提减值 25.34 亿元，后续随着落后产能置换的持续推进，公司商誉仍面临减值风险。公司流动资产中存货主要为原材料及库存商品，其他应收款主要为被收购企业重组前应收关联方往来款，坏账计提比例较高，未来回收存在一定不确定性。截至 2022 年 3 月末，公司受限资产占总资产比重为 1.18%，受限比例低。整体看公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

●**资本结构和偿债指标**：截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 76.30%和 72.79%，债务负担较重。偿债指标方面，截至 2022 年 3 月末，公司现金类资产对短期债务覆盖倍数为 0.16 倍，鉴于公司收现质



量较好以及融资渠道畅通，实际短期债务周转压力可控，公司长期偿债指标表现尚可。

● 对外担保：截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。

■ 外部支持

公司控股股东为天山股份，实控人为国务院国资委，预计可获得在股东支持、政府补助及税收优惠等方面很大力度支持。股东支持方面，截至 2022 年 3 月末，公司原股东中国建材对公司资金拆借 169 亿元，支持力度大；中国建材内部完成资产重组后，公司现控股股东天山股份基本收购了中国建材旗下全部水泥资产，资产规模达到 2972.20 亿元，熟料产能规模全国第一，规模优势突出，公司作为天山股份旗下西南地区最重要的经营实体，预计可持续获得有力支持。政府补助方面，2019~2021 年，公司获得政府补助收入 3.45 亿元、3.15 亿元和 3.65 亿元，规模较稳定。税收优惠方面，公司旗下多家子公司享受资源综合利用的增值税退税 70% 的优惠。整体看，外部支持具有很强增信作用。

附件一：

信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为 AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}、D_{pi}，其中 AAA_{pi} 至 B_{pi} 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{pi}	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB _{pi}	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B _{pi}	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 _{pi}	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC _{pi}	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C _{pi}	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D _{pi}	主体已经违约。

个体级别含义

中债资信个体级别主要考察受评主体在完全没有任何外部支持下的信用水平，排除了受评主体的股东、实际控制人或者相关政府部门对其支持的影响。中债资信的个体评级并非一般意义上的信用评级，是评级分析过程中对受评主体个体信用水平的评价结果，可以看作是受评主体评级的组成部分。中债资信的个体评级级别序列与主体评级相同，只是用小写字母表示。



信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对西南水泥有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员会的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期资源配置和债务政策综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债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，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。