

# 信用评级公告

联合〔2022〕5692号

联合资信评估股份有限公司通过对西南水泥有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西南水泥有限公司主体长期信用等级为 AAA，“19 西南水泥 MTN002”“19 西南水泥 MTN003”“20 西南 01”“20 西南水泥 MTN001”“21 西南 01”“21 西南 02”和“21 西南水泥 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十八日

# 西南水泥有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
西南水泥有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 西南水泥 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 西南 02	AAA	稳定	AAA	稳定
21 西南 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 西南水泥 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 西南 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 西南水泥 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 西南水泥 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 西南水泥 MTN001	5 亿元	5 亿元	2024/08/23
21 西南 02	6 亿元	6 亿元	2026/04/22
21 西南 01	14 亿元	14 亿元	2024/04/22
20 西南水泥 MTN001	5 亿元	5 亿元	2023/08/10
20 西南 01	5 亿元	5 亿元	2023/06/08
19 西南水泥 MTN003	10 亿元	10 亿元	2022/8/19
19 西南水泥 MTN002	10 亿元	10 亿元	2022/7/22

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 28 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水泥企业信用评级方法	V3.1.202205
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

### 评级观点

西南水泥有限公司（以下简称“公司”或“西南水泥”）在西南地区从事水泥的生产和销售业务，通过并购在区域内获得了优势竞争地位，在经营规模、区域市场占有率和外部支持等方面具备显著优势。跟踪期内，公司股权划转完成，其控股股东由中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”）变更为公司新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山水泥”）。2021 年，公司经营净现金流规模虽有所下降但仍保持大规模净流入。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到水泥行业产能过剩、上游煤炭价格大幅上涨导致公司利润压缩、公司短期债务规模大、商誉规模较大且面临一定减值风险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区域基础设施建设投资空间广阔，但下游房地产板块受政策调控过紧冲击，市场景气度低迷，未来一定时间内水泥需求预计持续不足，对公司未来发展的支撑较弱；随着环保要求不断提高和错峰生产继续推进，水泥行业集中度有望继续提升，公司在产能规模、保供能力和营销管理等方面的优势也将更加突出。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 西南水泥 MTN002”“19 西南水泥 MTN003”“20 西南 01”“20 西南水泥 MTN001”“21 西南 01”“21 西南 02”和“21 西南水泥 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司作为西南地区水泥行业龙头，在产能规模和占有率方面保持很强的竞争优势。截至 2021 年底，公司水泥产能达 1.30 亿吨/年。2021 年，公司在四川、云南、贵州和重庆产能占有率分别为 23.20%、17.80%、26.00%和 20.00%。
2. 区域内经营环境改善，依托于很强的区域竞争力，公司获现能力强，经营活动现金流持续为正。2021 年，公司经营活动现金净额 42.03 亿元，持续净流入。
3. 公司股东实力雄厚，对公司支持力度大。中建材股份为公司股东天山水泥的控股股东，实力雄厚。截至 2022

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa <sup>+</sup>	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	企业管理	2
			经营分析	2
			基础素质	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
中国建材股份有限公司作为公司间接股东，实力雄厚，在资金方面为公司提供持续且强有力支持				+3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张文韬 杨野

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](http://www.lhratings.com)

年 3 月底，中建材股份对公司资金拆借余额 169.00 亿元，并为公司 27.63 亿元借款提供了保证担保。

关注

1. 全行业去产能缓慢，整体行业产能仍过剩，去产能成效有待巩固。受水泥运输半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，区域竞争激烈；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。此外，近年在水泥行业产能过剩以及环保要求趋严的背景下，公司安排各生产基地每年错峰停产 100 天左右。

2. 上游大宗商品价格上涨压力大，公司面临一定成本控制压力，盈利规模和水平下降明显；下游需求疲软，对水泥业务发展支撑较弱。2021 年，煤炭价格同比涨幅大，对公司成本控制造成一定压力，公司盈利水平因此有所下降，2021 年，公司利润总额 4.78 亿元，同比下降 66.47%，主营业务综合毛利率 19.59%，同比下降 6.97 个百分点；2022 年 1—3 月，利润总额为-1.69 亿元，业绩亏损；房地产板块受政策调控过紧冲击，市场景气度低迷，未来一定时间内水泥需求预计持续不足，对公司未来发展的支撑较弱。

3. 短期债务规模较大，债务结构待优化。截至 2022 年 3 月底，公司短期债务占全部债务的 66.31%，现金类资产对短期债务覆盖倍数低。

4. 商誉规模较大，资产质量受到一定影响；商誉减值损失对利润有一定影响。截至 2021 年底，公司商誉占总资产的 23.69%，2021 年，公司计提商誉减值损失 25.34 亿元，公司商誉规模较大且存在一定减值风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	20.48	19.26	19.86	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
长期债务（亿元）	51.16	82.87	90.83	79.16
全部债务（亿元）	217.57	216.47	249.49	234.98
营业收入（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）	59.25	55.21	42.28	--
经营性净现金流（亿元）	103.34	77.24	42.03	-3.11
营业利润率（%）	29.68	25.03	18.93	10.62
净资产收益率（%）	8.56	6.41	0.77	--
资产负债率（%）	74.48	74.74	75.92	76.30
全部债务资本化比率（%）	57.90	57.76	61.98	60.88
流动比率（%）	18.72	19.55	20.16	20.73
经营现金流动负债比（%）	25.66	20.37	10.97	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.14	0.13	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	3.40	3.74	2.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.67	3.92	5.90	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	444.95	413.92	420.49	440.07
所有者权益（亿元）	129.41	131.22	138.47	138.32
全部债务（亿元）	83.89	108.49	120.51	112.05
营业收入（亿元）	1.67	6.25	6.22	0.80
利润总额（亿元）	14.39	10.18	12.82	-0.15
资产负债率（%）	70.92	68.30	67.07	68.57
全部债务资本化比率（%）	39.33	45.26	46.53	44.75
流动比率（%）	115.37	126.45	124.84	117.98
经营现金流动负债比（%）	0.13	1.41	-0.19	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算，有息债务中不含租赁负债；4. 股东拆借款未计入全部债务计算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 西南水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/08/16	张文韬 赵兮	<a href="#">水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) / 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 西南水泥 MTN001/19 西南水泥 MTN002/19 西南水泥 MTN003/20 西南 01/20 西南水泥 MTN001/21 西南 01/21 西南 02	AAA	AAA	稳定	2021/06/29	张文韬 赵兮	<a href="#">水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) / 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
21 西南 01/21 西南 02	AAA	AAA	稳定	2021/04/15	张文韬 赵兮	<a href="#">水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) / 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 西南水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/07/30	刘璐轩 刘莉婕	<a href="#">水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) / 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 西南 01	AAA	AAA	稳定	2020/05/28	王文燕 周珂鑫	<a href="#">原联合信用评级水泥企业主体信用评级方法 (2018年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 西南水泥 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/08/07	刘璐轩 李晨	<a href="#">水泥企业信用评级方法 (V3.0.201907) / 水泥企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 西南水泥 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/02/22	刘璐轩 李晨	<a href="#">水泥企业信用评级方法 (2017年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 西南水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/02/22	刘璐轩 李晨	<a href="#">水泥企业信用评级方法 (2017年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受西南水泥有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 西南水泥有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于西南水泥有限公司(以下简称“公司”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司是中国建材股份有限公司(以下简称“中建材股份”)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“北京华辰”)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。经多次增资和股权转让后,截至2022年3月底,公司注册资本116.73亿元,公司股东已于2021年9月16日变更为新疆天山水泥股份有限公司(以下简称“天山股份”)与北京华辰普金资产管理中心(有限合伙)(以下简称“华辰资管”),分别持股95.72%和4.28%,控股股东由中建材股份变更为天山股份,天山股份的控股股东为中建材股份,公司最终实际控制人未发生变更,为国务院国有资产监督管理委员会。

2021年,公司经营范围较上年无变化。

截至2021年底,公司资产总额635.41亿元,所有者权益153.02亿元(含少数股东权益7.47亿元);2021年,公司实现营业总收入264.59亿元,利润总额4.78亿元。

截至2022年3月底,公司资产总额637.11亿元,所有者权益151.00亿元(含少数股东权益7.45亿元);2022年1-3月,公司实现营业总收入52.04亿元,利润总额-1.69亿元。

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:薄克刚。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日,公司由联合资信评级的存续债券见下表,募集资金均已按指定用途使用完毕,其中“21西南水泥MTN001”尚未达到第一个付息日,其他债券均在付息日正常付息。

表1 截至本报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	起息日	期限
21西南水泥MTN001	5.00	5.00	2021/08/23	3年
21西南02	6.00	6.00	2021/04/22	5年
21西南01	14.00	14.00	2021/04/22	3年
20西南水泥MTN001	5.00	5.00	2020/08/10	3年
20西南01	5.00	5.00	2020/06/08	3年
19西南水泥MTN003	10.00	10.00	2019/08/19	3年
19西南水泥MTN002	10.00	10.00	2019/07/22	3年

资料来源:联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度,中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧,有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓,俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动,国内多地疫情大规模复发,市场主体困难明显增加,经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前,政策合力不断增强,政策效应逐渐显现。

经初步核算,2022年一季度,中国国内生产总值27.02万亿元,按不变价计算,同比增长4.80%,较上季度两年平均增速(5.19%)有所回落;环比增长1.30%,高于上年同期(0.50%)

但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现

减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数  
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉

等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支



出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或

将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

## 五、行业及区域环境分析

### 1. 行业概况

**2021年，水泥产量同比小幅下降，下游需求疲软；水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2021年以来，水泥价格波动增长至历史高位后大幅下滑至高位震荡。**

2021年，GDP同比增长4.7%，固定资产投资（不含农户）完成额增速4.9%。其中，全国房地产开发投资增速4.4%，但增速持续下降，较2020年下降2.6个百分点；基建投资增速0.4%，同比下降3个百分点。对水泥需求支撑不足，水泥下游需求整体疲软。

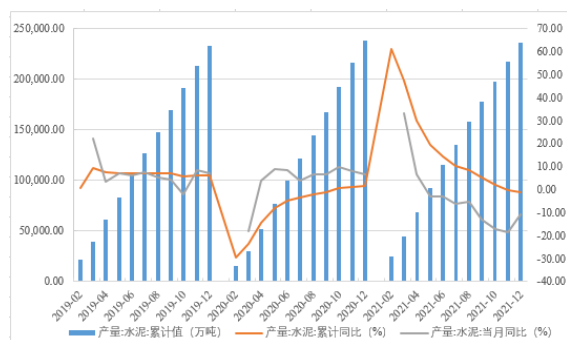
水泥供给方面，据中国水泥协会信息中心初步统计，截至2021年底，全国新型干法水泥生产线累计共有1622条，实际熟料年产能超过18.1亿吨。2021年全国新增21条水泥熟料线投产，新投熟料产能约在3199万吨左右，较去年同期有所下降，主要分布在安徽、广东、贵州、云南、广西、陕西等地，新增产能主要为置换产能，产能净增加有限，但部分产线涉及异地置换，对当地原有竞争格局将会产生一定影响。整体看，水泥行业去产能进度缓慢，地区之间发展仍不均衡，云南、广西、广东以及福建等华南、西南及周边地区省份净增产能较多，东北和西北等省份处于产能净减状态。

限产政策方面，2021年为完成能耗双控目标，各地区加强高耗能产业生产管理，进入9月后，部分省份城市通过限制高耗能企业用电总量、提高电价、限制用电时段等方式促进能耗减排。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上造成一定压力。

2021年,全国水泥产量23.63亿吨,同比减少1.2%。其中,一季度全国各区域需求同比大幅增长,产能利用率同比上升;进入二季度后北方地区由于“能耗双控”政策停窑时间较长、降雨天气导致淡季提前以及华南和西南云贵一带受限电影响,水泥产量开始持续回落。2022年1—2月,水泥产量19933万吨,同比下降17.8%,一方面系地产新开工延续下降趋势且降幅进一步扩大,同比下降12.2%;另一方面虽然基建投资增速同比增长8.1%,但结构出现分化,对水泥需求驱动有限,同时多数企业仍在冬季错峰停窑,致使水泥产量出现较大幅度下降。

2020年以来,水泥价格呈先降后升态势:一季度受新冠疫情影响水泥价格由2019年末高位下行,4月后小幅回升后,5—8月受梅雨天气影响再次下滑;9月后随着需求的强势复苏,水泥价格持续回升。2021年一季度,水泥行业进入淡季,多地水泥产销双弱,水泥价格同比有所下降,3月开始回升;5月后进入淡季,水泥价格进入了较长的下行区间;8月后,需求上涨但供给受能耗双控等政策影响而持续下降,致使水泥供需趋紧,叠加煤炭价格大幅上涨影响,水泥价格持续上涨至历史新高;10月底,受需求下降及煤炭价格大幅下调影响,水泥价格持续下降后高位震荡。

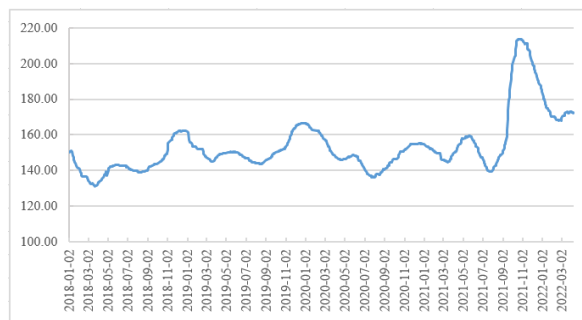
图1 2019年以来中国水泥行业产量及变化情况



资料来源: Wind

行业效益方面,2021年水泥行业全年实现水泥销售收入10754亿元,同比增长7.3%;利润总额1694亿元,同比下降10.0%。

图2 2018年以来全国水泥价格指数走势图(单位:点)



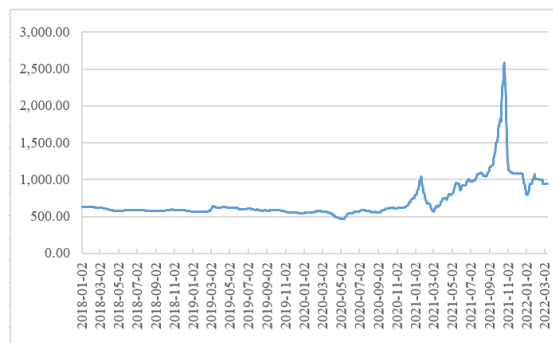
资料来源: Wind

## 2. 上游原燃料情况

**煤炭价格波动对水泥行业的成本控制带来压力,2021年煤价同比涨幅较大,对水泥企业盈利产生一定负面影响。**

煤炭价格方面,2021年初,煤炭价格延续2020年底持续走高态势,进入2月,春节效应导致需求阶段性萎缩,同时在政策层面要求保供的情况下,煤炭优质先进产能逐步释放,产量快速提升,煤炭价格呈下降趋势。2021年4月以来,伴随着迎峰度夏及下游工业需求增速提升,煤炭下游需求增速持续大于原煤产量增速,煤炭供需格局趋紧,煤炭价格持续攀升至历史高位。随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长,煤炭价格开始波动回落,但截至2022年2月底,煤炭价格同比增幅仍较大,处于相对高位。2021年,水泥行业利润总额同比下降10.0%,主要系煤炭价格大幅上升,对水泥企业的成本控制带来负面影响。

图3 2018年以来煤炭价格走势(单位:元/吨)



注:上图煤炭价格为动力煤(Q5500,山西产);秦皇岛市场价

资料来源: Wind

矿石方面，随着中国加大矿山环保治理力度，石灰石价格整体走高，但由于大型水泥企业普遍具备石灰石资源的较高自给率，石灰石价格波动对水泥企业成本影响基本可控。

### 3. 行业发展

**2021 年房地产板块受政策调控过紧冲击，行业基本面数据处于下降期，房企新开工面积和成交土地规模均呈不同程度下滑，预计 2022 年房地产投资增速或将持续下降，受此影响，水泥需求或将有所下降。**

2021 年 12 月召开的全国发展和改革工作会议表示，扎实推进“十四五”规划 102 项重大工程项目建设，适度超前开展基础设施投资，2022 年基建投资增速有望出现回升，基建对水泥需求的拉动或将进一步释放。

但仍应关注到，2021 年房地产板块受政策调控过紧冲击，行业基本面数据处于下降期，2021 年，全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%；全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%；全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%，预计 2022 年在建项目规模将有所下降。同时 2021 年，300 城成交各类用地规划建筑面积同比下降 17.1%，预计 2022 年房地产新开工面积仍将持续下降，因此 2022 年房地产投资增速或将持续下降。综合来看，预计 2022 年全年水泥需求或将较 2021 年有所下降。

**国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，推动行业产能置换升级，并指出水泥行业向智能化发展的方向。随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大。**

2020 年 1 月，工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，明确了水泥行业产能置换项目的范围、指标要求、置换比例、操作程序。2020 年 12 月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，进一步提高产能置换比例，明确要求，位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料建设项目，产能置换比例为 2:1；位于非大气污

染防治重点区域的水泥熟料建设项目，产能置换比例为 1.5:1。

2020 年 9 月，在第七十五届联合国大会上，中国向世界宣布将提高国家自主减排贡献力度，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。水泥行业也是二氧化碳排放的主要工业行业之一。控制水泥行业的碳排放主要通过减少水泥用量、提高能效水平、提升产品利用效率和优化产品材料结构等路径。未来，节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

工信部于 2021 年 7 月 20 日发布了《工业和信息化部关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》。该通知主要在《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原〔2017〕337 号）的基础上进行修订，对水泥项目产能置换比例和范围作出了调整，并强调了严格对产能指标的认定和规范产能置换的操作程序。新的产能置换实施办法特别指出“2013 年以来，连续停产三年及以上的水泥熟料生产线不能用于产能置换”，有助于补充前期“僵尸产能”被置换为新建项目的漏洞。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 116.73 亿元，天山股份持有公司股权的比例为 95.72%，系公司控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司是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。**

公司主营业务为水泥熟料、水泥及其制品、商品混凝土的生产销售。公司相继在四川、云南、贵州和重庆组建了区域公司，截至 2021 年底，公司在西南地区区域综合产能、产销率占比排名中

均居首位。截至2022年3月底，公司作为西南地区最大的水泥生产集团，水泥产能达1.30亿吨/年。

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。

公司下属企业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。

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较为领先。目前公司技术装备全部配套了纯低温余热发电项目。

### 3. 企业信用记录

#### 公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2022年5月11日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款；根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司有逾期

或违约记录，履约情况良好。

截至2022年6月10日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

### 跟踪期内，公司在股权、高管人员及管理体制方面均有变动，但未对公司经营造成负面影响。

公司股东已于2021年9月16日变更为天山股份与华辰资管，分别持股95.71659%和4.28341%，控股股东由中建材股份变更为天山股份，天山股份的控股股东为中建材股份，公司最终实际控制人未发生变更，仍为国务院国资委。

2022年1月19日，经公司2022年第一次临时股东会会议审议通过，选举赵新军、薄克刚为公司董事、与职工董事聂崑共同组成第三届公司董事会，任期三年。2022年1月22日，公司法人由常张利更换为薄克刚，聘任薄克刚为公司总裁（总经理），公司董事长由常张利更换为赵新军；公司聘任潘毅、张家彬、张凤民（同时为财务总监）、杨再成、唐勇为公司副总裁，上述高管任期为三年。2022年6月27日，天山水泥委派李雪芹、蒋德洪为公司第三届董事会董事，任期与公司第三届董事会任期一致。第三届董事会由赵新军、薄克刚、李雪芹、蒋德洪、聂崑5名董事组成；同意陈学安、于月华、李清波不再担任公司监事，公司不设监事会，设监事1名，由天山股份委派王俊为公司监事，自2022年6月2日起计算，任期三年。截至本报告出具日，以上变动已完成工商变更。

上述股权、高管及管理体制变动未对公司经营造成负面影响。

## 八、重大事项

### 公司股权结构发生变化，但公司实际控制人仍为国务院国资委。

根据公司于2021年9月22日发布的《西南水泥有限公司股权结构变动及控股股东发生变更的公告》，公司股东已变更为天山股份与华辰资管，分别持股95.71659%和4.28341%，控股股东由中建材股份变更为天山股份，天山股份的控

股股东为中建材股份，公司最终实际控制人未发生变更，仍为国务院国资委。本次股权变更已于2021年9月16日完成相应的工商登记事项。

本次股权变更前后，公司与原控股股东、现控股股东及实际控制人在资产、人员、机构、财务、业务经营等方面均保持独立，独立经营情况未发生变化。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

公司收入主要来自水泥板块。跟踪期内，受

疫情影响及煤炭价格大幅上涨影响，水泥价格虽有所增长，但销量有所下降，公司营业收入及毛利率随之同比下降。

2021年，公司继续在西南地区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。

2021年，公司实现营业收入264.59亿元，同比下降1.67%；实现主营业务收入258.58亿元，同比下降1.62个百分点；公司主营业务综合毛利率受煤炭价格大幅上涨影响，同比下降6.97个百分点。

表3 2020-2021年及2022年1-3月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
水泥	247.52	94.17	27.33	254.31	98.35	19.71	45.43	91.28	11.00
熟料	12.58	4.78	9.97	4.08	1.58	10.81	3.34	6.70	1.00
商品混凝土	2.75	1.05	32.85	0.19	0.07	37.18	1.00	2.02	7.00
合计	262.85	100.00	26.56	258.58	100.00	19.59	49.77	100.00	10.00

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 主营业务收入未含其他业务，下同；3. 2022年一季度毛利率公司未提供小数点后两位数据  
资料来源：公司提供

### 2. 水泥板块

#### (1) 生产经营

公司在川渝区域凭借产能规模及布局等因素保持竞争优势；受行业整体产能过剩、疫情致使下游需求下降以及环保限产等因素影响，2021年，公司主要产品水泥和熟料产能利用率同比有一定幅度下降。

公司自成立以来通过联合重组方式迅速扩大产能规模，2021年，水泥及熟料产能均有所增长。截至2021年底，公司共拥有108条水泥生产线和8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14条，4000t/d~4500t/d水泥熟料生产线4条，

3000t/d~3600t/d水泥熟料生产线14条，2500t/d~2800t/d水泥熟料生产线60条，2500t/d以下的水泥熟料生产线数量15条。

2021年，由于下游需求下降，公司水泥产量同比下降11.50%；熟料产量同比下降11.14%。2021年，受疫情影响下游需求下降加之区域产能过剩公司自主压降产量，公司水泥及熟料产能利用率分别较上年下降12.93个百分点和14.95个百分点。此外，近年在水泥行业产能过剩以及环保要求趋严的背景下，公司经营区域内的政府部门和行业协会对公司做出错峰停产的指导要求，公司安排各生产基地每年错峰停产100天左右。

表4 2020-2021年及2022年1-3月公司主要产品产能、产量情况(单位：万吨、%)

项目	2020年			2021年			2022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
水泥	12052.40	8696.71	72.16	12995.00	7697.00	59.23	12995.00	1372.21	42.23
熟料	8885.90	7331.03	82.50	9644.10	6514.12	67.55	9644.10	1167.52	48.42
混凝土	768.00	88.48	11.52	685.00	154.15	22.50	685.00	37.52	21.91

资料来源：公司提供

(2) 原材料采购

跟踪期内，公司煤炭采购价格大幅上涨，对公司生产成本控制造成一定压力。

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，合计超过生产成本的60%。2021年，由于公司水泥产量下降，各类原材料采购量同比有所下降。

煤炭采购方面，2021年公司主要的煤炭供应商包括陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司、

陕西煤化建设物资开发有限公司、中建材资源有限公司、中建投商贸有限公司、贵州腾华兴昌商贸有限公司等，前五大原材料供应商集中度在29%左右，集中度较2020年无变化。2021年，煤炭采购均价同比增长307.18元/吨，主要系直供煤占比增加和煤炭市场价格上涨导致。

石灰石采购方面，2021年，公司石灰石自给比例约为66.81%，保证了原材料的稳定供应。2021年，石灰石采购均价小幅上涨，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。

表 5 2020 - 2021 年及 2022 年 1 - 3 月公司原材料采购量及采购价格

(单位: 万吨、元/吨)

原材料	项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
煤炭	采购量	1002.82	915.31	168.38
	采购均价	634.10	941.28	1091.14
石灰石	采购量	9604.68	8737.58	1556.38
	采购均价	23.23	24.69	24.70

注：公司自有矿山开采一般由外方承包，本表数据均按含外包采购口径核算  
资料来源：公司提供

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。2021年，公司外购电力49.22亿度，综合电价0.41元/度，外购电量较2020年下降26.47%，电价较2020年变化不大；公司水泥生产总用电量中余热发电占比约为27.49%；平均每吨熟料发电量在76.64度左右，较2020年增长一倍以上，余热发电成本为0.19元/度，发电成本较2020年小幅增长但低于外购电成本。余热发电技术推广有效降低公司水泥生产成本。

2021年，公司水泥平均生产成本为249.08元/吨，较2020年增长42.29元，主要系原材料煤炭成本大幅上涨所致，公司生产成本中煤炭、石灰石和电力约分别占41.34%、9.94%和13.00%。

(3) 产品销售

2021年，水泥和熟料价格均有所增长。在加大环境治理力度背景下，公司凭借规模、布局、营销管理和环保优势，保供能力凸显，在川渝地区市场占有率保持在领先地位。

2021年，公司水泥和熟料销量较2020年分别下降11.97%和增长2.70%；由于生产成本提高，公司水泥和熟料销售均价均有所增长。

表 6 近年来公司销售情况 (单位: 万吨、元/吨)

产品	项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
水泥	销售量	8698.12	7657.28	1328.62
	销售均价	284.57	313.73	341.94
熟料	销售量	525.91	540.13	110.65
	销售均价	239.12	260.71	301.55

注：公司生产熟料目的主要为自用，少量对外销售  
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，2021年，四川区域水泥销售收入占公司水泥销售总收入的54.59%，云南区域占18.43%，贵州区域占26.98%，重庆区域占18.33%，四川地区收入占比同比上升11.24个百分点。从销售均价看，2021年，由于煤炭价格上涨水泥生产成本提高，各个区域水泥价格均有所增长。2021年公司在四川、云南、贵州和重庆的产能占有率和市场占有率同比均变化不大，公司在西南地区市场占有率和区域产能占有率均位于领先地位。

表7 公司水泥各区域产能、市场占有率（单位：%）

区域	2019年	2020年	2021年
<b>产能占有率</b>			
四川	36.30	23.20	23.20
云南	22.00	17.69	17.80
贵州	24.70	25.87	26.00
重庆	18.50	20.00	20.00
<b>市场占有率</b>			
四川	23.50	23.20	23.40
云南	17.50	17.69	17.50
贵州	28.00	25.87	25.30
重庆	23.00	20.00	20.20

资料来源：公司提供

表8 公司各区域近年来水泥销售情况

水泥		2020年	2021年	2022年 1-3月
销量 (万吨)	四川	3263.99	3366.13	644.45
	云南	1824.88	1453.90	268.19
	贵州	2381.72	2124.28	296.19
	重庆	1227.53	1253.09	230.45
销售额 (亿元)	四川	111.91	117.32	23.00
	云南	46.91	39.61	8.03
	贵州	51.93	57.99	10.00
	重庆	36.76	39.39	7.74
平均销售单价 (元/吨)	四川	342.87	348.53	356.85
	云南	257.06	272.44	299.47
	贵州	218.06	272.99	337.55
	重庆	299.48	314.36	335.93

注：价格为不含税的各水泥品种的加权销售均价  
资料来源：公司提供

公司销售渠道主要有重点工程、民用市场、搅拌站等渠道。2021年，公司重点工程中标率仍保持高水平，对重点工程的销售量占比为24.03%；对民用市场的销售量占50.47%；对搅拌站的销售量占比25.50%（含预制板）。

公司销售结算方式较上年无变化。

### 3. 经营效率

#### 公司经营效率处于行业一般水平。

2021年，公司销售债权周转次数同比有所增长；存货周转次数和总资产周转次数同比均变化不大。公司区域行业地位高，销售债权周转次数显著高于同行业对比企业；存货周转次数和总资产周转次数显著低于同行业对比企业。公司整体经营效率处于同行业一般水平。

表9 公司及同行业企业2021年主要经营指标

（单位：次）

公司简称	销售债权周 转率（次）	存货周转率 （次）	总资产周 转率（次）
中联水泥	3.94	10.48	0.61
南方水泥	4.76	19.19	0.74
冀东水泥	18.65	9.01	0.61
<b>公司</b>	<b>28.99</b>	<b>9.39</b>	<b>0.42</b>

注：1. 为了便于对比，上表相关数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异；2. “中联水泥”为中国联合水泥集团有限公司的简称，“南方水泥”为南方水泥有限公司的简称；“冀东水泥”为唐山冀东水泥股份有限公司的简称

资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 4. 在建工程

公司在建工程尚需投资规模不大，项目投产后可望进一步提升公司生产效率。

目前公司在建项目总投资53.40亿元，其中自有资金计划21.31亿元；截至2021年底，在建项目已投资22.76元，待投资规模30.64亿元，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2500t/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。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，但目前因环保政策制约等原因，该工程建设推进缓慢，处于停滞状态。

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5000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新型干法水泥智能生产线，设计年产熟料165万吨。该项目已基本建成，已于2021年5月投入生产运营。

云南富源西南7000T/D熟料水泥生产线项目将建设一条智能型日产7000吨熟料水泥智能生产线、采用六级双旋风预热器，装备及技术为目前世界最先进的新型干法生产线，设计年产熟料217万吨，该项目预计2022年底投产。

表 10 截至 2021 年底公司主要在建项目（单位：亿元）

序号	项目	计划总投资	资金来源	截至 2021 年底已投资	投资计划		
					2022 年	2023 年	2024 年
1	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
2	丽江古城西南 5000t/d 熟料水泥生产线项目	9.86	对外借款、股东借款	6.88	1.61	1.37	--
3	铜仁西南 4000T/D 熟料水泥生产线项目	9.37	对外借款、股东借款	6.55	2.62	0.20	--
4	正安西南 3200T/D 熟料水泥生产线项目	8.30	对外借款、股东借款	4.44	3.12	0.74	--
5	云南富源西南 7000T/D 熟料水泥生产线项目	15.00	对外借款、股东借款	3.82	6.56	4.62	--
合计		53.40	--	22.76	15.41	11.93	3.30

注：尾差系四舍五入所致  
资料来源：公司提供

## 5. 未来发展

**公司未来的经营方针稳健可行，具有自身经营特色，有利于未来几年公司的持续健康发展。**

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“矿山资源配套、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，以节能环保政策和绿色发展理念为基础，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，以可持续发展的模式，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。

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”。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，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，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司合并范围变化不大且主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司资产总额635.41亿元，所有者权益153.02亿元（含少数股东权益7.47亿元）；2021年，公司实现营业总收入264.59亿元，利润总额4.78亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额637.11亿元，所有者权益151.00亿元（含少数股东权益7.45亿元）；2022年1-3月，公司实现营业总收入52.04亿元，利润总额-1.69亿元。

### 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模变化不大，公司资产仍以固定资产为主，符合水泥行业一般特征；公司其他应收款坏账计提比例较高，未来回收具有一定的不确定性；公司商誉占比较高且有继续减值风险。

截至2021年底，公司合并资产总额635.41亿元，较上年底增长1.37%，较上年底变化不大。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，资产结构较上年底变化不大。

表 11 2020 - 2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
<b>流动资产</b>	<b>74.12</b>	<b>11.82</b>	<b>77.25</b>	<b>12.16</b>	<b>82.73</b>	<b>12.99</b>
货币资金	17.51	23.62	18.54	24.00	23.05	27.86
其他应收款	14.45	19.49	15.17	19.64	14.54	17.57
存货	20.40	27.52	24.65	31.91	25.39	30.70
<b>非流动资产</b>	<b>552.70</b>	<b>88.18</b>	<b>558.16</b>	<b>87.84</b>	<b>554.38</b>	<b>87.01</b>
固定资产	301.06	54.47	323.76	58.00	318.44	57.44
在建工程	29.46	5.33	18.63	3.34	20.82	3.76
无形资产	43.50	7.87	49.09	8.79	48.66	8.78
商誉	141.69	25.64	132.23	23.69	132.23	23.85
<b>资产总额</b>	<b>626.82</b>	<b>100.00</b>	<b>635.41</b>	<b>100.00</b>	<b>637.11</b>	<b>100.00</b>

注：流动资产各科目占比是其各自占流动资产比例，非流动资产各科目占比是其各自占非流动资产比例，流动资产和非流动资产占比是其占资产总额的比例  
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

#### （1）流动资产

截至2021年底，流动资产较上年底增长4.22%。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增长5.90%。货币资金中有3.77亿元受限资金，受限比例为20.33%，主要为银行承兑汇票等业务保证金。

截至2021年底，公司其他应收款较上年底增长5.03%，主要系代垫费用及其他增长所致。从账龄看，1年以内占31.44%，1至2年占11.39%，2至3年占10.42%，3年以上占46.74%，整体账龄较长。2021年对其他应收款累计计提坏账19.71

亿元，计提比例56.50%，计提金额较大。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。整体来看，公司其他应收款坏账计提比例较高，形成的原因较为复杂，未来回收具有一定的不确定性。

截至2021年底，公司存货账面价值较上年底增长20.81%，主要系煤炭采购成本增加所致。存货主要由原材料（占40.82%）、自制半成品

(28.53%)和库存商品(27.02%)构成,截至2021年底,公司对存货计提跌价准备0.20亿元,计提比例低。

### (2) 非流动资产

截至2021年底,公司非流动资产较上年底变化不大。

截至2021年底,公司固定资产较上年底增长7.54%,主要系机器设备增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物(占44.59%)、机器设备(占53.93%)构成,累计计提折旧189.51亿元;固定资产成新率61.35%,成新率一般。

截至2021年底,公司在建工程较上年底下降36.77%,主要系在建转入固定资产所致。2021年公司主要在建工程为富源西南日产7000吨熟料水泥生产线项目、云南永保2#生产线技改和永保金山分公司技改工程等,项目总投资预算金额47.92亿元,已投资14.67亿元。截至2021年底,在建工程累计计提跌价准备2.62亿元。

截至2021年底,公司无形资产较上年底增长12.84%,主要系采矿权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权(占60.66%)和采矿权(36.00%)构成,累计摊销18.24亿元,计提减值准备0.48亿元。

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2021年底,公司商誉较上年底下降6.68%,主要系计提减值准备增加所致,公司累计计提商誉减值准备25.34亿元。整体看,公司商誉减值准备计提比例一般,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2022年3月底,公司所有权受到限制的资产占资产总额的1.18%,受限比例低。

表 12 截至 2022 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	3.77	0.59	银行承兑汇票等业务保证金等
固定资产	3.77	0.59	融资租赁租入资产
合计	7.54	1.18	--

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2022年3月底,公司合并资产总额637.11亿元,较上年底变化不大,资产结构较上年底变化不大。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

**截至 2021 年底,公司所有者权益小幅下降,结构稳定性保持良好**

截至2021年底,公司所有者权益153.02亿元,较上年底下降3.35%,主要系未分配利润减少所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为95.12%,少数股东权益占比为4.88%。在所有者权益中,实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占76.28%、1.57%、6.90%和10.18%。所有者权益结构稳定性高。

截至2022年3月底,公司所有者权益151.00亿元,较上年底变化不大。其中,归属于母公司所有者权益占比为95.07%,少数股东权益占比为4.93%,所有者权益构成较上年底变化不大。所有者权益结构稳定性高。

#### (2) 负债

**截至2021年底,公司负债总额及负债结构均较上年底变化不大;债务规模有所增长且债务负担仍然较重,短期债务占比仍较高,债务结构有待改善。**

截至2021年底,公司负债总额较上年底增长2.97%,较上年底变化不大。公司负债以流动负债(占79.42%)为主,负债结构较上年底变化不大。

表 13 2020 - 2021 年及 2022 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	379.17	80.93	383.10	79.42	399.15	82.11
短期借款	103.23	27.22	84.74	22.12	85.02	21.30
应付票据	25.73	6.79	30.35	7.92	28.84	7.23

应付账款	43.01	11.34	37.22	9.72	33.35	8.36
其他应付款	188.46	49.70	173.44	45.27	198.17	49.65
一年内到期的非流动负债	4.65	1.23	43.56	11.37	41.96	10.51
<b>非流动负债</b>	<b>89.32</b>	<b>19.07</b>	<b>99.29</b>	<b>20.58</b>	<b>86.96</b>	<b>17.89</b>
长期借款	26.50	29.66	33.70	33.95	20.14	23.16
应付债券	40.00	44.78	35.00	35.25	35.00	40.25
长期应付款（合计）	16.01	17.93	22.00	22.16	24.03	27.63
<b>负债总额</b>	<b>468.49</b>	<b>100.00</b>	<b>482.39</b>	<b>100.00</b>	<b>486.11</b>	<b>100.00</b>

注：流动负债各科目占比是其各自占流动负债比例，非流动负债各科目占比是其各自占非流动负债比例，流动负债和非流动负债占比是其占负债总额的比例

截至2021年底，公司流动负债较上年底变化不大。

截至2021年底，公司短期借款较上年底下降17.90%，主要系保证借款减少所致；公司短期借款主要由信用借款（占14.18%）和保证借款（占85.82%）构成。

截至2021年底，公司应付票据较上年底增长17.94%，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至2021年底，公司应付账款37.22亿元，较上年底下降13.46%，主要系应付原材料采购款减少所致。应付账款账龄以一年以内（90.55%）为主。

截至2021年底，公司其他应付款较上年底下降7.97%，主要系应付往来款较少所致。公司其他应付款主要是股东拆借款，截至2021年底，公司其他应付款中应付中建材股份的资金拆借款（有息部分）149.00亿元，占比为85.91%。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债43.56亿元，较上年底增长837.50%，主要系“19西南水泥 MTN001”“19西南水泥 MTN002”和“19西南水泥 MTN003”即将到期转入所致。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底增长11.16%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。

截至2021年底，公司长期借款较上年底增长27.21%，主要系保证借款增长所致；长期借款主要由信用借款（占32.67%）和保证借款（占67.33%）构成。

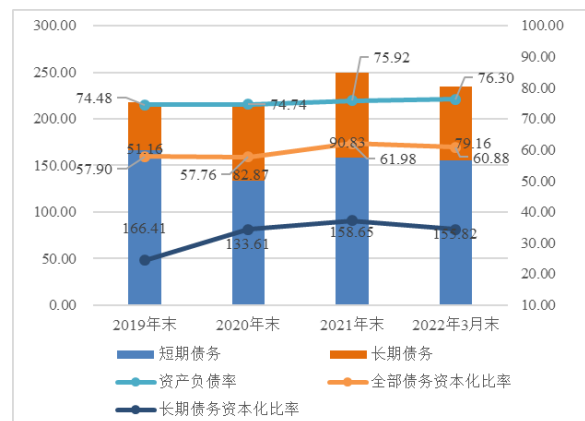
截至2021年底，公司应付债券较上年底下降12.50%，主要系三支债券即将到期转入一年内到期的非流动负债和公司新发行“21西南02”和“21西南水泥 MTN001”共同所致。

截至2021年底，公司长期应付款（合计）较上年底增长37.40%，主要系售后租回应付款增长。本报告已将长期应付款中的融资租赁款计入调整后长期债务及相关指标中核算。

截至2022年3月底，公司负债总额和负债结构较上年底均变化不大。

图4 公司全部债务及债务指标情况

（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司全部债务249.49亿元，较上年底增长15.25%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。债务结构方面，短期债务占63.59%，长期债务占36.41%。短期债务158.65亿元，较上年底增长18.75%，主要系债券即将到期所致；长期债务90.83亿元，较上年底增长9.62%，主要系长期借款增长所致。从债务指标来看，截至2021年底，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75.92%、61.98%和37.25%，较上年底分别提高1.18个百分点、4.23个百分点和2.89个百分点。公司债务负担较重。

截至2022年3月底，公司全部债务234.98亿元，较上年底下降5.81%。债务结构方面，长期债务占比较上年底下降2.72个百分点，主要系长期借款下降所致。从债务指标来看，截至2022年3月底，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76.30%、60.88%和34.49%，较上年底分别提高0.38个百分点、下降1.10个百分点和下降2.86个百分点。

表 14 截至 2022 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

(单位: 亿元)

项目	2022年 4-12月	2023年	2024年	2025年及以后	合计
短期借款	55.85	29.18	--	--	85.03
应付票据	28.34	0.50	--	--	28.84
一年内到期的非流动负债	41.83	0.13	--	--	41.96
长期借款	--	9.16	5.11	5.87	20.14
应付债券	--	10.00	19.00	6.00	35.00
长期应付款	12.24	1.14	0.33	10.32	24.03
合计	138.26	50.11	24.44	22.19	235.00

注: 尾差主要系四舍五入所致

资料来源: 公司提供

截至报告出具日公司存续债券 55.00 亿元，其中，于 2022 年到期的三只债券（19 西南水泥 MTN002、19 西南水泥 MTN003 和 22 西南水泥 SCP001）共计 30.00 亿元，有一定短期偿债压力。

#### 4. 盈利能力

2021 年，公司收入及利润规模均较上年有所下降，盈利能力有所下滑；公司非经常性损益对利润影响大；2022 年一季度，公司收入同比小幅下降，盈利亏损。

2021 年，公司实现营业收入情况分析见上文经营部分。2021 年，公司利润总额 4.78 亿元，同比下降 66.47%，主要系煤炭价格上涨所致。

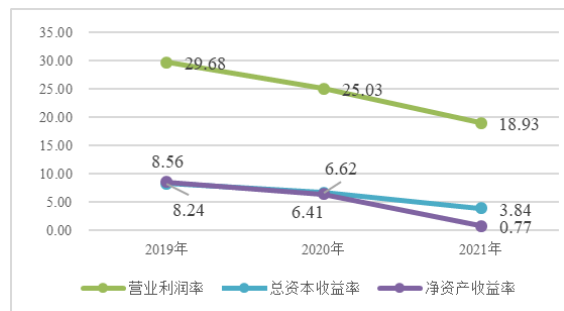
从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 36.33 亿元，同比下降 11.74%，主要系销售费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 12.04%、47.60%、1.40% 和 38.95%，以管理费用为主。其中，销售费用为 4.37 亿元，同比下降 51.18%，主要系本期销售费用不含运输、装卸和包装所致。

2021 年，公司期间费用率为 13.73%，同比下降 1.57 个百分点。公司费用控制能力一般，费用对整体利润侵蚀较大。

非经营性损益方面，2021 年，公司实现投资收益 0.89 亿元，同比下降 88.48%，主要系上期公司原下属子公司广汉三星堆水泥有限公司破产申请产生投资收益 6.83 亿元，而本期未实现其它投资收益所致，投资收益对营业利润影响大；营业外收入 6.37 亿元，同比增长 218.11%，主要系云南永保仲裁结果获得赔偿款所致，营业外收入对公司营业利润影响大。

图 5 公司盈利指标变化情况

(单位: 亿元、%)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别下降 2.78 个百分点、下降 5.63 个百分点。与所选公司比较，公司各盈利指标均处于较低水平。

表 15 2021 年同行业公司盈利情况对比

公司简称	营业利润率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
中联水泥	18.46	4.56	2.88
南方水泥	26.58	15.59	30.37
冀东水泥	25.38	7.01	11.35
公司	18.93	3.00	0.77

注: 为了便于对比, 上表相关数据均来自 Wind, Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异

资料来源: Wind

2022 年 1-3 月，公司实现营业收入 52.04 亿元，同比下降 1.18%；同期，利润总额为 -1.69 亿元，亏损缩窄 61.85%。

#### 5. 现金流

跟踪期内，公司收入实现质量好，经营活动现金流同比大幅下降但仍能够覆盖投资支出的

资金需求。随着公司产能置换项目推进以及存量债务到期偿还,仍在一定程度上存在外部融资需求。

表 16 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入小计	322.24	301.48	58.24
经营活动现金流出小计	245.00	259.45	61.36
<b>经营现金流量净额</b>	<b>77.24</b>	<b>42.03</b>	<b>-3.11</b>
投资活动现金流入小计	0.52	3.09	0.01
投资活动现金流出小计	35.01	31.02	9.65
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-34.49</b>	<b>-27.93</b>	<b>-9.64</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>42.75</b>	<b>14.10</b>	<b>-12.76</b>
筹资活动现金流入小计	264.87	172.75	81.53
筹资活动现金流出小计	308.58	186.05	64.11
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-43.71</b>	<b>-13.31</b>	<b>17.42</b>

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看,2021年,公司经营活动现金流入同比下降6.44%,主要系销售商品、提供劳务收到的现金下降所致;经营活动现金流出同比增长5.90%。2021年,公司经营活动现金净流入同比下降45.58%。2021年,公司现金收入比为112.39%,同比下降5.24个百分点,收入实现质量仍属较好。

从投资活动来看,2021年,公司投资活动现金流入同比增长499.55%,主要系处置产能指标所致;投资活动现金流出同比下降11.38%,主要系上期收购企业支付股权款较多所致。2021年,公司投资活动现金仍为净流出。

2021年,公司筹资活动前现金流同比下降67.01%但仍维持为正,经营活动现金流能够覆盖投资支出的资金需求。

从筹资活动来看,2021年,公司筹资活动现金流入172.75亿元,同比下降34.78%,主要系取得借款收到的现金和收到筹资性往来款减少所致;筹资活动现金流出同比下降39.71%,主要系偿还债务和支付筹资性往来款减少所致。2021年,公司筹资活动现金净额继续流出。

2022年1-3月,公司经营活动现金净额转为净流出;投资活动现金净额持续净流出;筹资活动现金净额转为净流入。

## 6. 偿债指标

跟踪期内,公司短期债务规模较大,资产流动性一般,存在一定短期支付压力,但较强的公司经营获现能力和较大规模的未使用授信,有利于缓解公司短期支付压力。公司长期偿债指标表现一般。考虑到公司获得股东的大力支持,经营获现能力强,整体偿债能力极强。

表 17 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年1-3月
短期偿债指标	流动比率(%)	19.55	20.16	20.73
	速动比率(%)	14.17	13.73	14.36
	经营现金/流动负债(%)	20.37	10.97	-0.78
	经营现金/短期债务(倍)	0.58	0.26	-0.02
	现金类资产/短期债务(倍)	0.14	0.13	0.16
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	55.21	42.28	--
	全部债务/EBITDA(倍)	3.92	5.90	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.36	0.17	-0.01
	EBITDA/利息支出(倍)	3.74	2.92	--
	经营现金/利息(倍)	5.24	2.90	-0.92

注:经营现金指经营活动现金流量净额,下同

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看,截至2021年底,公司流动比率与速动比率分别较上年底提高0.61和下降0.44个百分点,流动及速动资产对流动负债的保障程度弱。截至2022年3月底,公司流动比率与速动比率较上年底分别提高0.57和0.63个百分点;公司现金类资产远无法覆盖短期债务。公司短期偿债指标弱。

从长期偿债指标看,2021年,公司EBITDA为42.28亿元,同比下降23.43%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占46.71%)、摊销(占8.20%)、计入财务费用的利息支出(占33.78%)、利润总额(占11.31%)构成。2021年,公司EBITDA对利息的覆盖程度较高,公司EBITDA对全部债务的覆盖程度一般,经营现金对全部债务的保障程度弱。整体看,公司长期偿债指标表现一般。

对外担保方面,截至2022年3月底,公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司存在2起作为被告的重大未决诉讼，具体如下。公司或有负债风险不大。

(1) 贵州西南水泥有限公司(以下简称“贵州西南”)仲裁案件

2021年10月11日，永城煤电集团有限责任公司(以下简称“永城煤电”)由于合同纠纷问题向贵州西南及安龙县金宏新型建筑材料有限公司(以下简称“安龙金宏”)提起民间借贷纠纷诉讼，请求安龙金宏向永城煤电支付未偿还的借款本金4345.54万元及利息1122.60万元(暂计算至2021年7月15日)，贵州西南对安龙金宏的涉案债务承担连带清偿责任。一审法院于2021年11月29日驳回永城煤电的起诉，永城煤电不服上诉，二审法院暂未出结果。

(2) 云南永保特种水泥股份有限公司(以下简称“云南永保”)涉诉事项

云南永保原股东谭国仁在其控制及经营云南永保期间损害云南永保利益事由，云南永保2018年7月27日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合计6.95亿元。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2021年底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。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司共计获得银行授信额度301.68亿元，已使用额度159.34亿元，剩余授信额度142.34亿元，公司间接融资渠道畅通。

#### 7. 公司本部(母公司)财务分析

**公司母公司口径债务负担处于可控水平，母公司货币资金很少，偿债资金主要来源于再融资和下属子公司，考虑到公司本部融资渠道畅通、对子公司控制力强，公司母公司口径偿债风险较低。**

截至2021年底，母公司资产总额420.49亿元，较上年底变化不大。母公司资产总额主要由其他

应收款和长期股权投资构成。截至2021年底，母公司货币资金为0.01亿元。

截至2021年底，母公司负债总额282.02亿元，较上年底变化不大，负债构成主要以流动负债(占比81.15%)为主。流动负债主要由短期借款(占14.87%)、其他应付款(合计)(占70.06%)和一年内到期的非流动负债(占13.88%)构成；非流动负债主要由长期借款(占34.15%)和应付债券(占65.85%)构成。截至2021年底，母公司全部债务120.51亿元。其中，短期债务占55.90%、长期债务占44.10%。截至2021年底，母公司短期债务为67.36亿元(占全部债务的55.90%)。母公司2021年资产负债率和全部债务资本化比率分别为67.07%和46.53%。整体看，母公司债务负担可控。

截至2021年底，母公司所有者权益为138.47亿元，较上年底增长5.52%在所有者权益中，实收资本为116.73亿元(占84.30%)，所有者权益稳定性强。

盈利方面，公司母公司口径收入主要来自技术服务收入，规模较小且较为稳定，2021年，母公司营业总收入为6.22亿元。公司母公司利润主要来源于成本法核算的长期股权投资收益，2021年，公司母公司口径利润总额和投资收益分别为12.82亿元和8.64亿元，同比分别增长25.88%和下降33.90%。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为-0.44亿元，投资活动现金流净额3.10亿元，筹资活动现金流净额-4.15亿元。

## 十一、外部支持

**作为西南地区最大的水泥生产企业，公司在股东支持、税收优惠等方面获得较大外部支持。**

公司是中建材股份积极响应国家西部大开发政策，以带动西南地区水泥行业结构调整和产业升级为目标，通过联合重组方式组建成长起来的水泥产业集团，是中建材股份在西南地区水泥产业的投资发展平台。公司获得中建材股份在资本金注入和融资等方面以及天山水泥在人员配置等方面强有力的外部支持。

资本金支持方面，公司初始注册资金 100 亿元中，中建材股份出资 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 2022 年 3 月底，中建材股份对公司资金拆借余额 169 亿元，公司将其计入“其他应付款”科目，另外中建材股份就公司 27.63 亿元借款提供了保证担保。

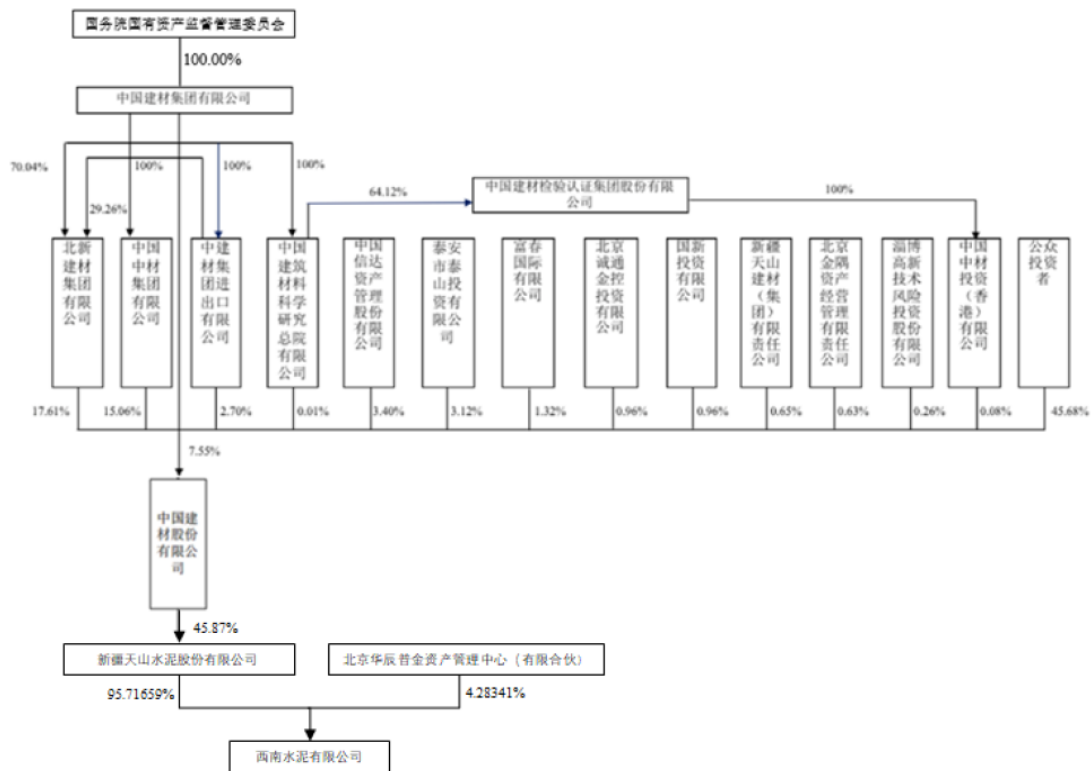
税收优惠方面，2019—2021 年，公司所获增值税退税金额分别为 3.43 亿元、2.32 亿元和 1.60 亿元。截至 2021 年底，公司旗下共有 47 家成员企业享受资源综合利用的增值税退税 70% 的优惠政策。

2019—2021 年，公司获得的政府补助收入分别为 3.45 亿元、3.15 亿元和 3.65 亿元。

## 十二、结论

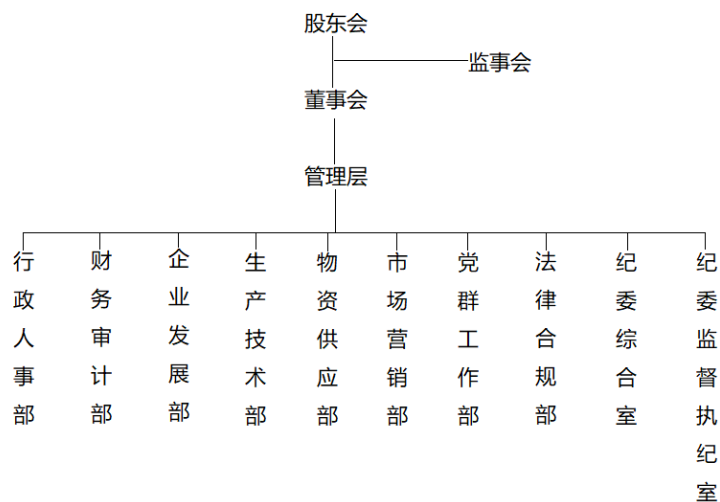
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 西南水泥 MTN002”“19 西南水泥 MTN003”“20 西南 01”“20 西南水泥 MTN001”“21 西南 01”“21 西南 02”和“21 西南水泥 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底西南水泥股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底西南水泥组织架构图



资料来源：公司提供



### 附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司主要全资及控股二级子公司情况

序号	子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例（%）
1	四川西南水泥有限公司	300000	水泥生产销售	100.00
2	重庆中建材新材料有限公司（原重庆西南水泥有限公司）	200000	水泥生产销售	100.00
3	云南西南水泥有限公司	200000	水泥生产销售	100.00
4	贵州西南水泥有限公司	300000	水泥生产销售	100.00
5	嘉华特种水泥股份有限公司	13229	水泥生产销售	89.51
6	四川利森建材集团有限公司	116639	水泥生产销售	100.00

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	20.48	19.26	19.86	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
长期债务 (亿元)	51.16	82.87	90.83	79.16
全部债务 (亿元)	217.57	216.47	249.49	234.98
营业收入 (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)	59.25	55.21	42.28	--
经营性净现金流 (亿元)	103.34	77.24	42.03	-3.11
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	22.62	26.34	28.99	--
存货周转次数 (次)	7.60	9.32	9.39	--
总资产周转次数 (次)	0.47	0.43	0.42	--
现金收入比 (%)	120.51	117.64	112.39	109.79
营业利润率 (%)	29.68	25.03	18.93	10.62
总资本收益率 (%)	8.24	6.62	3.84	--
净资产收益率 (%)	8.56	6.41	0.77	--
长期债务资本化比率 (%)	24.44	34.36	37.25	34.39
全部债务资本化比率 (%)	57.90	57.76	61.98	60.88
资产负债率 (%)	74.48	74.74	75.92	76.30
流动比率 (%)	18.72	19.55	20.16	20.73
速动比率 (%)	13.22	14.17	13.73	14.36
经营现金流动负债比 (%)	25.66	20.37	10.97	--
现金短期债务比 (倍)	0.12	0.14	0.13	0.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.40	3.74	2.92	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.67	3.92	5.90	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 其他流动负债中的债券和长期应付款中融资租赁款计入债务核算，有息债务中不含租赁负债；4. 股东拆借款未计入全部债务计算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	0.57	1.50	0.01	2.66
资产总额 (亿元)	444.95	413.92	420.49	440.07
所有者权益 (亿元)	129.41	131.22	138.47	138.32
短期债务 (亿元)	44.90	54.49	67.36	69.11
长期债务 (亿元)	38.99	54.00	53.15	42.94
全部债务 (亿元)	83.89	108.49	120.51	112.05
营业收入 (亿元)	1.67	6.25	6.22	0.80
利润总额 (亿元)	14.39	10.18	12.82	-0.15
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	0.36	3.23	-0.44	0.04
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	8.39	5.94	2.51	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比 (%)	89.76	89.21	87.88	130.19
营业利润率 (%)	62.62	27.97	33.49	11.38
总资本收益率 (%)	6.75	4.25	4.95	--
净资产收益率 (%)	11.12	7.76	9.26	--
长期债务资本化比率 (%)	23.15	29.15	27.74	23.69
全部债务资本化比率 (%)	39.33	45.26	46.53	44.75
资产负债率 (%)	70.92	68.30	67.07	68.57
流动比率 (%)	115.37	126.45	124.84	117.98
速动比率 (%)	115.37	126.45	124.84	117.98
经营现金流动负债比 (%)	0.13	1.41	-0.19	--
现金短期债务比 (倍)	0.01	0.03	0.00	0.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 母公司 2022 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 2. /代表数据无法获取, \*代表分母为 0 数据无意义

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持