

甘肃祁连山水泥集团股份有限公司

2014 年度第一期中期票据

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100156】

评级对象: 甘肃祁连山水泥集团股份有限公司 2014 年度第一期中期票据 (简称“14 祁连山 MTN001”)

14 祁连山 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 6 月 10 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 6 月 22 日

首次评级: AA/稳定/AA/2014 年 6 月 24 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	4.70	7.03	4.66	6.45
刚性债务	6.79	10.07	10.75	10.31
所有者权益	46.16	46.24	46.97	47.70
经营性现金净流入量	3.57	-0.85	7.95	1.47
合并口径数据及指标:				
总资产	106.64	101.41	97.01	101.96
总负债	51.16	42.39	33.73	38.28
刚性债务	37.38	27.61	21.62	22.23
所有者权益	55.48	59.02	63.28	63.68
营业收入	51.14	59.69	57.75	5.96
净利润	1.35	5.29	6.89	0.08
经营性现金净流入量	8.57	10.18	12.77	1.36
EBITDA	10.18	14.24	15.22	-
资产负债率[%]	47.98	41.80	34.77	37.55
权益资本与刚性债务 比率[%]	148.42	213.80	292.73	286.51
流动比率[%]	75.41	72.79	66.78	71.99
现金比率[%]	31.39	31.17	34.78	38.48
利息保障倍数[倍]	1.91	5.76	8.88	-
净资产收益率[%]	2.43	9.24	11.26	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	26.23	30.57	41.25	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	15.73	25.54	23.48	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.19	10.35	14.62	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.44	0.62	-

注: 根据祁连山经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com
杨亿 yangyi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司 (简称本评级机构) 对甘肃祁连山水泥集团股份有限公司 (简称祁连山、发行人、该公司或公司) 及其发行的 14 祁连山 MTN001 的跟踪评级反映了 2018 年以来祁连山在市场地位、财务弹性及政策和信贷支持等方面保持优势, 同时也反映了公司在区域需求下滑及政策依赖性、商混业务回款、张掖巨龙往来款回款及担保代偿等方面继续面临压力与风险。

主要优势:

- **市场地位稳固。**祁连山目前共有 15 个水泥熟料生产基地, 分布于甘、青两省, 在区域内具有较强的规模优势。跟踪期内, 公司在上述省份市场占有率维持较高水平, 品牌认可度高, 区域龙头地位稳固。
- **财务弹性强。**随着刚性债务规模的收缩, 目前祁连山资产负债率已降至低水平, 财务结构愈发稳健。主业盈利能力提升, 经营性现金流状况良好, 整体偿债能力强。
- **政策及信贷支持。**祁连山可持续享受西部大开发税率等优惠政策。另外, 公司股东背景强, 信用良好, 可持续获得大型银行等金融机构的授信支持, 融资成本相对较低。

主要风险:

- **区域需求下滑, 供求关系的改善对限产政策依赖性仍较强。**2018 年, 祁连山所在甘青地区基建投资呈现负增长, 水泥需求下滑, 2019 年以来甘肃省固定资产投资力度虽有所加强, 但后续仍需持续关注基建补短板落实情况及对水泥需求的支撑。目前公司所在区域水泥供求平衡仍主要依靠错峰生产及环保政策维持, 需关注未来相关政策的持续性和执行力度。
- **商混业务回款风险。**祁连山业务涉及商品混凝土

士的生产及销售，结算周期较长，垫资情况普遍。跟踪期内公司虽持续加大催收力度，使得应收账款持续收缩，但部分款项账龄已较长，存在一定回款风险。

- 对张掖巨龙往来款项回收及担保代偿风险。因张掖巨龙的另一股东黑河水电违背一致行动人意愿，公司与其解除一致行动协议，因而公司对张掖巨龙不再具有控制权，自 2018 年 6 月 1 日起不再将张掖巨龙纳入合并报表范围。截至 2018 年末，公司应收张掖巨龙往来款金额为 2,187.09 万元，同时对其融资按照持股比例提供担保，权益比例对应担保余额为 2,158.00 万元。近年来，张掖巨龙经营业绩不佳，2018 年末出现资不抵债情况，整体看公司或面临相应的款项回收风险和担保代偿风险。

➤ 未来展望

通过对祁连山及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性很高，并维持本期中期票据 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



甘肃祁连山水泥集团股份有限公司 2014 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照甘肃祁连山水泥集团股份有限公司 2014 年度第一期中期票据（简称“14 祁连山 MTN001”或“本期中期票据”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据祁连山提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对祁连山的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2013 年 9 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 9 亿元中期票据发行额度（中市协注[2013]MTN262 号），并于次年 8 月额度内发行了 14 祁连山 MTN001，发行规模为 5.00 亿元，期限为 5 年，所募资金用于偿还银行借款及补充流动资金，不涉及项目投资。

截至 2019 年 5 月末，该公司存续期内债券仅包含 14 祁连山 MTN001，待偿还本金余额为 5.00 亿元，付息情况正常。本期中期票据将于 2019 年 8 月 21 日到期，目前公司尚未注册申请新债务融资工具额度，公司计划以自有资金付。

图表 1. 截至 2019 年 5 月末公司存续期内债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
14 祁连山 MTN001	5.00	5	6.73	2014-08-21	2019-08-21	9 亿元/2013 年 9 月	付息正常

资料来源：祁连山

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标

区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市

场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

该公司所处水泥行业属于典型的投资拉动型行业，与宏观经济的发展阶段和固定资产投资规模紧密相关，受外部经济环境影响大。

(2) 行业因素

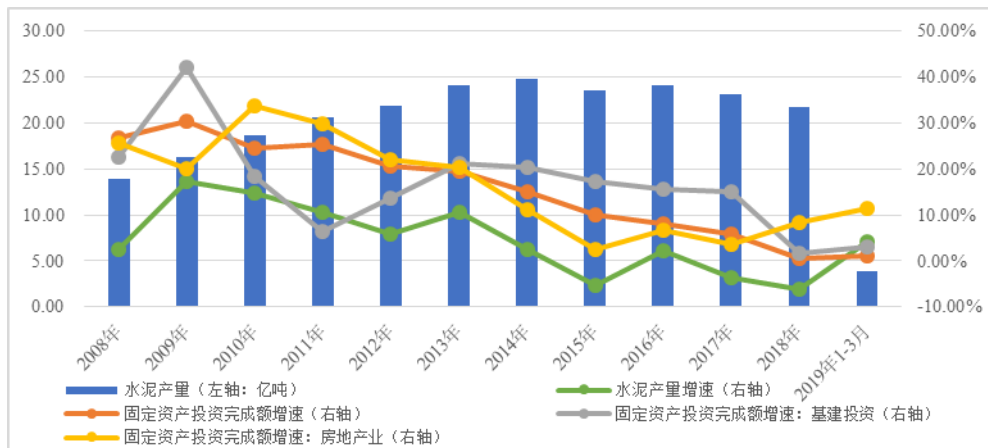
水泥行业与宏观经济发展高度相关，随着固定资产投资增速的放缓，水泥需求增长持续承压。近年来，我国水泥行业产能出清效果不佳，行业产能过剩矛盾依然突出，供求关系的改善仍主要依靠行业自律及限产。在限产的执行和环保政策趋严等多因素影响下水泥价格持续上涨，全行业盈利能力显著提升，2018年行业利润刷新历史记录。行业内龙头企业的兼并重组的实施使得水泥行业协同效应得以加强，区域竞争格局趋向稳定，行业整体呈现强者恒强的格局。

A. 行业概况

水泥系国民经济建设中重要的基础原材料，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。以往年份我国经济的快速增长为我国水泥行业的发展提供了较好的外部环境，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设等刺激了水泥需求的迅猛增长。由于行业进入壁垒较低，大量企业趋利涌入，经过多

年快速发展，我国水泥行业呈现出产能严重过剩，市场竞争程度高，终端市场分散的现状。近年来，我国宏观经济增速有所放缓，全国固定资产投资增速亦呈下降趋势，2016-2018年分别为8.14%、5.90%和0.63%。同期，基础设施建设投资增速分别为15.71%、14.93%和1.79%，2018年增速大幅回落；房地产固定资产投资增速分别为6.80%、3.60%和8.30%，但由于房地产业投资中拿地投资对水泥需求无实际拉动作用，若以扣除土地购置费的房地产开发投资完成额计算，2016-2018年增速分别为7.02%、3.37%和-3.18%，2018年出现负增长。2019年第一季度，我国固定资产投资完成额为10.19万亿元，同比增加1.10%；基础设施及房地产投资完成额增长率分别为2.95%和11.40%。

图表 2. 近年来我国水泥产量、固定资产投资完成额及增速情况



资料来源：Wind、国家统计局

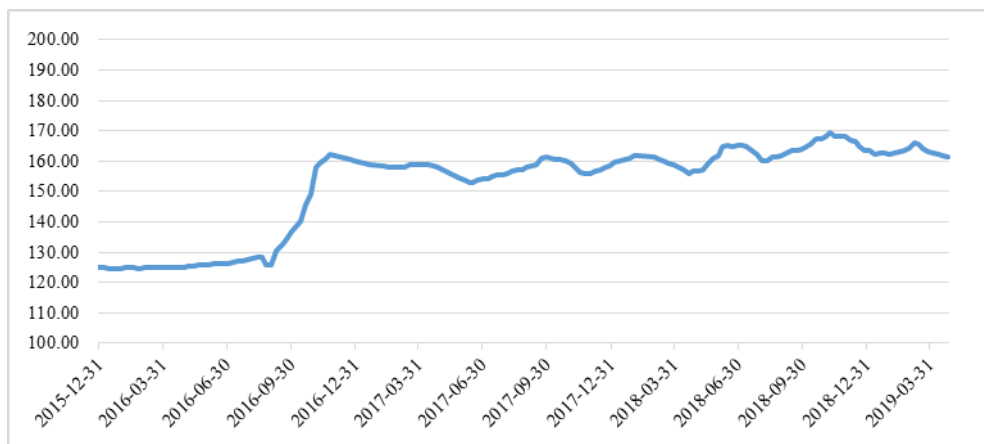
供给方面，为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自2009年起，国家加大水泥行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整。近年水泥行业新增产能虽逐年下降，但新增产能大于淘汰落后产能以致水泥总产能依旧未得到有效压缩。据中国水泥协会统计，2016年新增水泥熟料产能2,558万吨，当年末全国水泥熟料设计年产能约为18.3亿吨，较上年末增长近1个百分点；2017年新增水泥熟料产能2,046万吨，当年末熟料设计年产能为18.2亿吨；2018年新点火熟料生产线14条，均为产能置换项目，新增产能2,043万吨，当年末熟料设计年产能仍为18.2亿吨，较上年末基本持平。水泥行业去产能政策的落实较为缓慢，需求增速下行趋势下，产能过剩矛盾依旧非常突出，近年主要依靠行业自律和环保压力限产推动水泥供需改善。2017年12月中国水泥协会出台《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，明确了三年内各省份的去化目标，未来产能去化有望加快落实。但需看到，行业的高度市场化和较低的产业集中度，加之地方保护主义，或将加大“去产能”、行业供给侧结构性改革等政策的落实难度。受经济增速及固定资产投资增速下滑的影响，近年水泥需求增长乏力，全国水泥产量增速回落，2015年首次出现了负增长。2016年，主要得益于房地产固定资产投资增速回升，水泥市场呈弱势复苏态势，水泥需求低速增长，全国水泥总产量同比增长2.50%至24.03亿吨。主要受限产及需求下滑影响，

2017 年及 2018 年全国水泥产量分别为 23.16 亿吨和 21.77 亿吨，同比分别减少 3.61% 和 6.03%。2019 年第一季度，水泥产量为 3.92 亿吨，同比增加 4.04%。

原材料方面，水泥生产中石灰质原料（主要为石灰石）为其最主要的原材料。多数大型水泥生产企业均有配套石灰石矿山，石灰石自给率较高，其主要成本相对固定，成本占比不大。

水泥行业属于能源消耗型行业，煤炭、电力是水泥生产过程中所需主要燃料和能源，煤、电成本平均占总生产成本的比例超过 50%。2015 年，全国煤炭价格持续下跌，使得当年水泥行业成本压力有所减轻。2016 年上半年度全国煤炭价格保持相对平稳，全国煤炭价格指数维持在 125 点左右；在煤炭行业 276 工作日减量化生产政策带来供需的短暂失衡以及市场预期炒作等多方面因素的影响下，9 月起煤炭价格骤升，煤炭价格指数从 9 月初的 125.80 点上升至 12 月初的 162.00 点。为防止煤炭价格过快上涨，有关部门多策并举，出台先进产能释放措施稳定了市场供给，12 月以来煤炭价格停止上涨，保持相对平稳。2017 年第一季度，煤炭价格大体延续上年末水平，4、5 月煤价开始松动并小幅回落，之后又一度反弹。2018 年以来煤炭价格持续高位震荡运行（150-170 点之间），截至 2019 年 3 月末全国煤炭价格指数为 163.11 点，大体相当于 2013 年初的价格水平。

图表 3. 我国煤炭价格指数走势（单位：点）

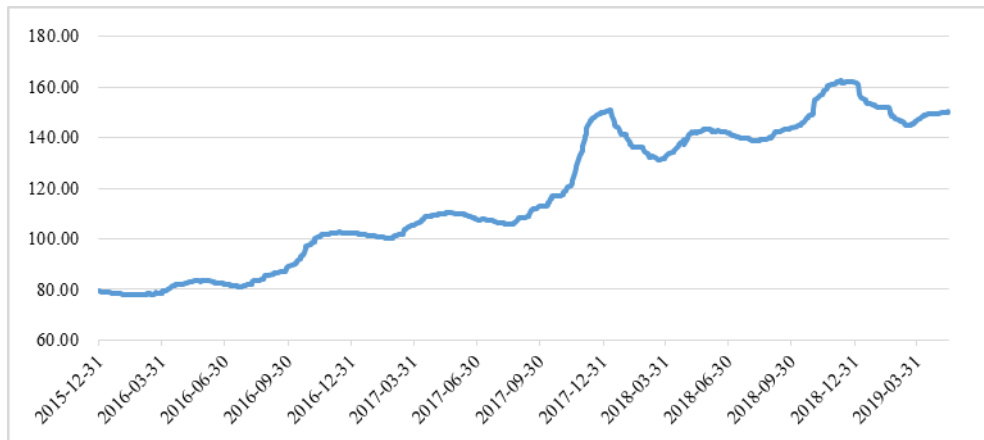


资料来源：Wind

电力方面，2017 年国家发改委完成了省级电网输配电价的核定，并决定取消向发电企业征收工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%。2018 年国家发改委发布《国家发展改革委关于降低一般工商业电价有关事项的通知》（发改价格[2018]500 号），通知决定分两批实施降价措施，落实一般工商业电价平均下降 10% 的目标要求。电价下调的逐步落实将对水泥行业盈利空间的扩大起到积极作用。为节约成本和减少环境污染，近年我国水泥新型干法生产线配套建成余热发电装置的比例逐年提升。目前国内新型干法生产线配套纯余热发电装置中吨熟料余热发电量约 35 千瓦时，而生产单位熟料耗电约 75 千瓦时，即纯余

热发电可提供单位熟料生产约 45%的用电，一定程度上减少了外购电力的支出，同时减弱了电价变动带来的成本控制压力。

图表 4. 全国水泥价格指数走势（单位：点）



资料来源：Wind

2014-2015 年，全国水泥价格主要受产能过剩、需求增速减缓影响持续走低。2016 年，在需求的平稳支撑和供给端的有效控制下，全国水泥市场行情好转，水泥价格大体呈波动上涨趋势。2017 年，在煤炭价格高位运行、石灰石矿山治理力度加大以及运输成本持续增长等多因素共同影响下，年初以来水泥价格纷纷上调，前三季度全国大部分地区水泥价格震荡上涨，四季度受环保治理、错峰生产、节能减排等因素影响，市场供需关系发生改变，加之南方赶工潮助推价格加速上涨。2017 年 1 月水泥价格指数在 101 至 103 点之间，之后略有回落，3 月初重新上涨，至 6 月末水泥价格指数为 107.88 点，比年初提高 5.50 点，当年下半年水泥价格呈明显上升态势，至 12 月末水泥价格指数升至 150 点左右。2018 年第一季度，下游建筑施工行业季节性停工以致市场需求减少，水泥价格有所回落，水泥价格指数于三月下旬阶段性探底 131.20 点，3 月末以来随着工程陆续开工，水泥价格止跌回升，雨季阶段性下滑后 8 月中旬后再次回升，第四季度随着 2018-2019 年采暖季限产的陆续实施，水泥价格加速上行，至当年末达到 160 点高位。2019 年第一季度，停工影响下水泥价格指数 3 月中旬回落至 145 点左右，下旬开始重启回升。从中长期看，当前水泥价格已处于历史高位，未来价格持续大幅走高的可能性较小。

利润方面，2015 年主要受水泥价格下滑影响，水泥行业全年利润总额大幅下降，根据中国水泥协会数据显示，行业利润为 329.70 亿元，同比减少 57.74%，当年亏损企业亏损总额达 215.36 亿元，亏损面约 35%。2016 年主要得益于水泥价格反弹，水泥行业盈利有所改善，全行业实现利润约 517.5 亿元，行业利润明显提升。2017 年水泥价格大幅走高，当年行业实现利润总额 877 亿元。2018 年水泥价格持续上涨，当年行业实现利润 1,546 亿元，刷新行业 2011 年利润最高点的记录（1,464.3 亿元）。

B. 政策环境

近年来我国出台的水泥产业调控政策主要集中在五个方面：一是提高行业准入门槛，二是严控新增产能，三是淘汰落后产能，四是促进行业兼并重组，五是推行错峰生产。这些政策的执行有利于水泥行业的健康持续发展。由于水泥行业属于高耗能、高污染行业，节能减排亦是国家管制重点。从建设的源头就要求配置相应的装置以降低能耗，节约能源，减少污染物排放。国家环保标准的提高，虽使行业环保成本上升，但一定程度上提高了行业的进入壁垒。2017年，我国加强北方地区秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，水泥行业生产经营受政策影响大。

图表 5. 近年来全国性水泥产业相关政策

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
国务院	2013年	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	加快修订水泥、混凝土产品标准和相关设计规范，推广使用高标号水泥和高性能混凝土，尽快取消32.5复合水泥产品标准	淘汰低标号水泥，化解产能过剩矛盾
国家发改委	2016年	《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》	决定对水泥生产企业生产用电实行基于可比熟料（水泥）综合电耗水平标准的阶梯电价政策	预计将促使约10%左右产能的水泥生产线因达不到能耗要求被淘汰，对化解水泥行业过剩产能起到一定作用
国务院办公厅	2016年	《建材工业指导意见》	到2020年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；提出压减过剩产能、加快转型升级、促进降本增效、完善支持政策；提出“停止生产32.5等级复合硅酸盐水泥”	国务院首次制定出台的建材工业专项政策，标志错峰生产由企业、行业自律行为上升至国家水泥行业、建材行业重大产业政策
工信部	2016年	《绿色制造工程实施指南（2016-2020年）》	到2020年，规模以上单位工业增加值能耗下降18%，吨水泥综合能耗降到85千克标准煤；推进工业余热用于城镇供暖制冷、水泥窑协同处理生活垃圾、污泥和飞灰等，促进产城融合。	加快构建绿色制造体系，促进水泥产业资源能源利用效率提升
工信部	2016年	《工业和信息化部关于印发建材工业发展规划（2016—2020年）的通知》	明确了建材工业“十三五”期间发展目标，在加快结构优化、强化协同创新、推进绿色发展、促进融合发展、推进国际合作五个方面对水泥行业提出五大具体任务。提出到2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换。	严禁水泥新增产能，促进行业转型升级、由大变强，实现可持续发展
工信部、环保部	2016年	《工业和信息化部、环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等15个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。其中，承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。	主管部门明确北方地区15省/区/市采暖季期间水泥错峰生产时间安排
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2017年	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市建材行业全面实施冬季错峰	错峰范围更大、时间更长、执行力度有望更大；考虑停窑时间延长及去年实际执行率，此轮错峰生产预计或带来区域熟料缺口800-1200万吨

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
工信厅、环保厅	2017年	《工业和信息化部办公厅、环境保护部办公厅关于“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）采暖季按照工信部联原（2016）351号文有关规定实施错峰生产；承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的，可不全面实施错峰生产，但应根据承担任务量核定最大允许生产负荷，报地市级人民政府备案并在门户网站上公告；水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产	要求各地确定实施错峰生产的企业名单、停限产装备及最大日产量、停限产时限、停限产方式等，执行力有望增强
中国水泥协会	2017年	《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》	三年压减熟料产能39270万吨，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%，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%。	去产能工作明确到各行政区域，同时去化任务艰巨
工信部	2018年	《工业和信息化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。位于国家规定的环境敏感区的新建项目，每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于非环境敏感区的新建项目，每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。	减量置换力度加大，用于置换的产能限定更加严格，产能置换方案审核将简化

资料来源：新世纪评级整理

近年来，围绕建材行业的反垄断相关事项持续进行。垄断行为惩治方面，2014年9月，国家发展改革委责成吉林省物价局对吉林亚泰集团水泥销售有限公司、北方水泥有限公司、冀东水泥吉林有限责任公司三家水泥企业实施价格垄断的行为，依法罚款共1.14亿元（其中，亚泰集团罚款6,004万元，北方水泥罚款4,097万元，冀东水泥罚款1,338万元）。重大兼并重组反垄断审查方面，2016年北京金隅集团股份有限公司（简称“金隅集团”）收购冀东发展集团有限责任公司（简称“冀东集团”）相关事项经由商务部反垄断局审查决定（商反垄断审查函[2016]第72号）不予禁止；2017年中国建筑材料集团有限公司吸收合并中国中材集团有限公司获商务部反垄断局批准（商反垄断审查函[2017]第10号），同年上述公司下属中国建材股份有限公司（简称“中国建材”）和中国中材股份有限公司合并亦获批（商反垄断审查函[2017]第73号）。垄断防范方面，2017年12月，贵州省发改委发布《关于召开水泥行业反垄断提醒告诫会的通知》，组织省经信委、省住建厅及省建筑材料联合会、省水泥工业协会、省预拌混凝土行业协会和西南水泥有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司（简称“海螺水泥”）、红狮控股集团有限公司、台湾水泥股份有限公司等与会；2019年4月，国家市场监督管理总局反垄断局组织在浙江杭州召开建材领域垄断行为告诫会，3个建材领域全国性行业协会、15个省级建材水泥混凝土行业协会、6个水泥生产企业（中国建材、海螺水泥、唐山冀东水泥股份有限公司、华润水泥控股有限公司、华新水泥股份有限公司和中国山水水泥集团有限公司）、10个省级反垄断执法机构参加了会议。反垄断相关事项对水泥行业的影响有待进一步观察。

C. 竞争格局/态势

水泥行业区域特征的存在促使水泥企业在区域内做大做强。水泥产品较高的同质性又使水泥行业成为规模效应显著和较利于规模扩张的行业之一。基于

以上特点，主要的水泥生产商都是通过扩大经营规模，提高区域市场的占有率，获得区域内产品的定价权，从而获得较高的利润水平。因此行业内的兼并重组成为产业结构优化升级的重要手段之一。近年来，我国水泥行业产能整合迅速推进，2016年金隅集团合并冀东集团，2017年华新水泥吸收了拉法基在我国西南地区的大部分产能，当年“两材”也完成了港股上市公司合并。兼并重组的实施使得水泥行业协同效应得以加强，区域竞争格局趋向稳定，龙头企业规模优势突出，行业整体呈现强者恒强的格局。根据工业和信息化部数据显示，2018年我国前10家水泥企业（集团）熟料产能集中度已达64%，较2015年提高12个百分点。

市场开拓方面，国内水泥产能严重过剩的背景下，海外投资成为企业业务拓展的主要选择，大型水泥企业继续沿“一带一路”进行产能布局。针对“一带一路”沿线国家基础设施较薄弱的现状，海螺水泥、华新水泥、红狮水泥等水泥生产企业持续实施水泥熟料海外布局，其生产线主要布局在印尼、缅甸、柬埔寨、老挝、塔吉克斯坦等国。海外业务的拓展亦将带动水泥企业进一步“做大做强”。

财务方面，2016-2018年水泥价格上升，水泥生产企业盈利持续改善。鉴于行业已过高速扩张期，水泥企业债务以存量债务滚动为主，期限愈发偏向于短期，需持续关注行业债务循环风险。以往水泥行业负债率处于工业产业内偏高水平，但随着近年来利润的留存，行业整体资产负债率有所回落，但由于不同企业发展策略不同，行业内个体差异较大，资产负债率在20%-90%之间不等。

图表 6. 行业内部分企业基本数据概览（2018 年/2018 年末，单位：亿元、万吨、%）

企业名称	核心经营指标				核心经营指标			
	熟料产能	水泥产量	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
安徽海螺水泥股份有限公司	21,833.30	29,800.00	1,284.03	36.74	1,495.47	22.15	306.36	360.59
南方水泥有限公司	9,851.80	10,317.50	599.79	34.54	820.14	69.76	40.47	141.33
西南水泥有限公司	8,081.70	9,041.90	287.87	27.73	673.39	77.96	17.67	58.29
中国联合水泥集团有限公司	8,140.60	5,785.20	399.23	32.41	802.79	79.68	13.72	52.65
唐山冀东水泥股份有限公司	6,857.20	6,702.00	308.49	30.64	619.93	61.56	25.60	65.31
华润水泥控股有限公司	6,655.70	8,295.00	387.91	39.75	605.06	37.37	80.07	113.31
华新水泥股份有限公司	5,806.30	6,876.00	274.66	39.65	331.62	44.76	57.05	79.00
红狮控股集团有限公司*	5,440.50	6,170.80	277.01	29.57	411.06	49.49	55.85	76.26
天瑞水泥集团有限公司*	3,385.20	2,930.00	100.98	34.04	264.43	50.94	15.02	35.94
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	1,829.00	1,850.26	57.75	33.10	97.01	34.77	6.89	12.77

资料来源：中国水泥网、Wind、公开资料，新世纪评级整理

注：华润水泥以港币计，其他则以人民币计；熟料产能数据根据中国水泥网披露数填列，口径或与上述企业披露存在差异；南方水泥、西南水泥及中联水泥水泥产量引自中国建材2018年度报告，海螺水泥水泥产量以自产水泥及熟料合计净销量填列，华润水泥水泥产量以水泥销量填列；*企业水泥产量系2017年数据。

D. 风险关注

行业产能过剩依旧严重。目前我国水泥行业产能过剩情况依旧严重，近年国家提出严控新增产能、淘汰落后产能，但产能出清效果不佳，产能过剩问题突出。未来我国将加大去产能执行力度，各地落实情况有待持续关注。

下游需求增长乏力。近年来，我国宏观经济增速及固定资产投资增速持续放缓，水泥需求增长支撑不足。2018 年基础设施建设大幅放缓，目前中央虽提出重点领域“补短板”，但随着大规模基建产出效应递减，水泥需求的拉动作用受到一定限制。加之房地产行业持续处在政策调控背景下，我国水泥需求增长整体承压。

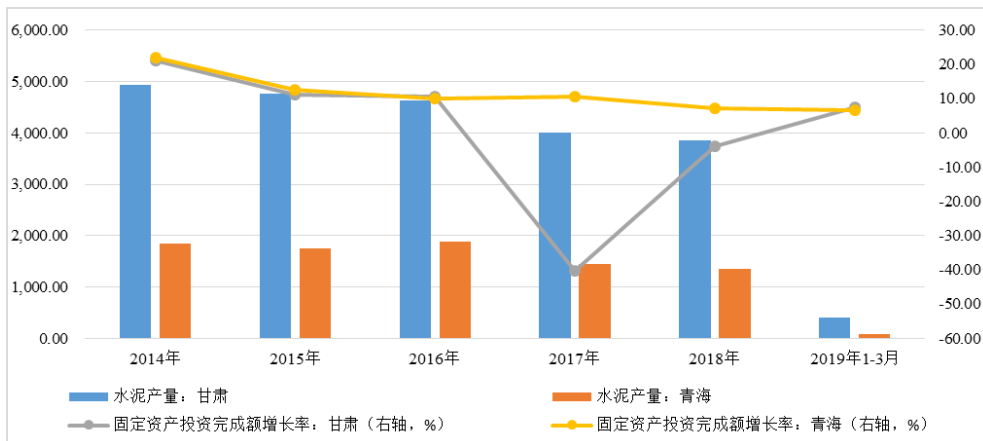
环保压力及安全生产风险。水泥行业属于高耗能、高污染行业。随着国家提倡制造业“节能减排”及环保标准的提高，行业环保成本上升，一定程度上挤压了水泥生产企业的盈利空间。近年来，我国加强北方地区“2+26”城市秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，对水泥生产企业尤其是北方地区生产企业开工造成较大影响。冬季为水泥生产淡季，多数工厂开始停窑检修，管理不严、人员操作不当、设备老化等多重因素都有可能导致安全事故发生。

(3) 区域市场因素

该公司所在主要区域交通基建投资对水泥需求影响较大。2018 年甘肃及青海地区交通固定资产投资均呈现负增长。2019 年第一季度，甘肃省固定资产投资增速转正，且从已发布的公路建设投资规划判断，甘肃省交通建设投资增速有望重启回升，对水泥需求形成支撑；青海省重大项目投资投资增长或持续承压。近年来，区域水泥供求关系的改善仍主要依靠错峰生产及环保政策，需关注相关政策的持续性和执行力度。甘肃及青海区域水泥价格大体遵循全国价格走势，2018 年价格重心持续上移。

该公司业务范围主要集中于甘肃省及青海省，主业受区域市场供需及政策影响大。

图表 7. 公司所在区域水泥产量及固定资产投资完成额增速走势情况（单位：万吨）

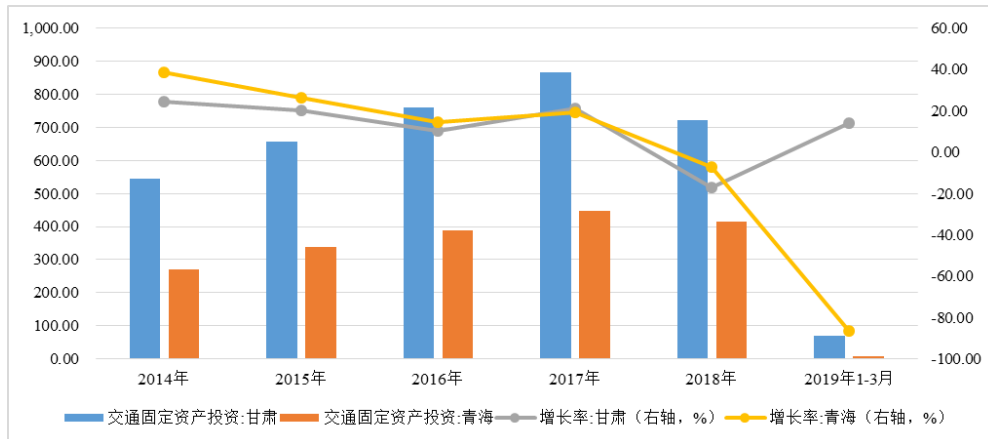


资料来源：Wind

根据 Wind 数据显示，2016-2018 年甘肃省固定资产投资完成额增长率分别为 10.50%、-40.30%和-3.90%，2007-2016 年甘肃省固定资产投资增速均跑赢全国，但 2017 年投资额同比大幅下滑，主要原因系工业投资增速和占比持续下滑、到位资金趋紧以及房地产开发投资不足等。2019 年第一季度，甘肃省固定资产投资完成额同比增长 7.50%，增速转正，且较去年同期提高 4.80 个百分点。2016-2018 年青海省固定资产投资完成额持续增长，增长率分别为 9.90%、10.50%和 7.30%。2019 年第一季度青海省固定资产投资增速为 6.50%，增速同比回落 3.30 个百分点。甘肃及青海地区水泥需求主要由基建拉动，其中交通建设影响较大，交通建设投资以公路投资为主。2016-2018 年甘肃交通固定资产投资金额分别为 760.00 亿元、865.34 亿元和 722.96 亿元，同比分别增长 10.41%、21.06%和-16.99%，其中公路建设投资金额分别为 704.73 亿元、853.15 亿元和 708.18 亿元，占交通固定资产投资比重超过 95%。2016-2018 年青海交通固定资产投资金额分别为 373.64 亿元、446.20 亿元和 413.66 亿元，同比分别增长 14.68%、19.42%和-7.40%。2019 年第一季度，甘肃省和青海省交通固定资产投资完成额分别为 69.83 亿元和 6.12 亿元，同比增长 14.21%和-86.41%。根据甘肃省 2019 年全省交通运输工作会议，2018 年甘肃省建成高速及一级公路 372 公里，新改建普通国省干线及旅游公路 1,226 公里。2019 年，甘肃省目标完成交通运输固定资产投资 771 亿元，比上年增长 6%；确保建成高速公路 209 公里、国省干线及旅游公路 940 公里，新改建农村公路 3,000 公里，整治“畅返不畅”路段 2,271 公里。根据青海省人民政府办公厅《关于下达 2019 年全省固定资产投资重点建设项目责任目标的通知》，2019 年青海省交通基础设施项目中重点项目共 42 个，计划投资 321.7 亿元（2018 年确定的重大交通基础设施项目为 49 个，计划投资 485.4 亿元）。其中，铁路主要包括格库铁路、西成铁路等项目；公路主要包括京藏高速扎麻隆至倒淌河改扩建、湟源至西海公路、农村公路等项目；机场主要包括西宁机场三期、青海湖机场、贵德县通用机场等项目。整体看，2018 年甘肃省固定资产投资持续缩减，青海省投资增速亦有所放缓，当年上述二省交通建设投资完成额呈现不同程度的下滑。

2019年第一季度甘肃省固定资产投资增速转正，且从发布的2019年公路建设计划投资看，甘肃省交通基础设施建设投资力度或有望回升，从而对水泥需求形成一定支撑；青海省重大交通基础设施建设投资目标值相对保守，且低于2018年计划投资金额，当地水泥需求或持续承压。

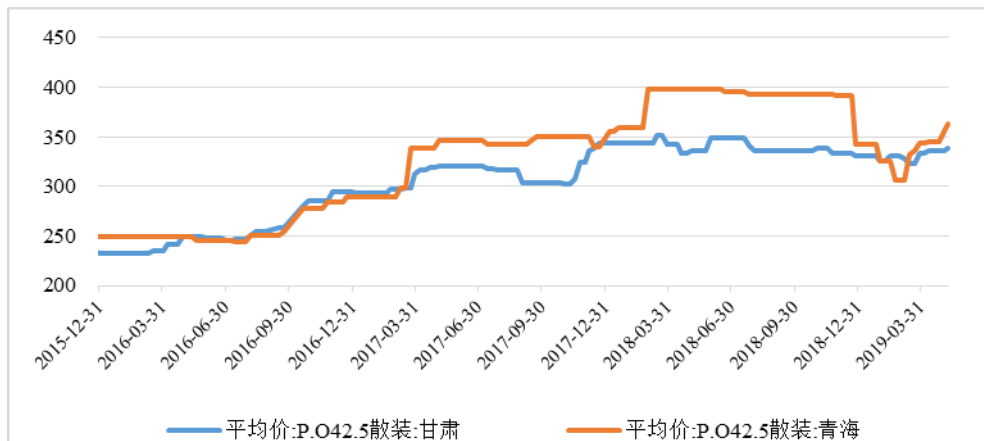
图表 8. 2014-2018 年及 2019 年第一季度甘肃省及青海省交通固定资产投资及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind

政策方面，2015年11月工业和信息化部与环境保护部联合发布《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》，甘肃及青海均被纳入冬季错峰生产省份行列，2015/2016年冬季错峰生产定在2015年12月1日至2016年3月31日期间。甘肃省方面，2016/2017年错峰生产定于2016年12月15日至2017年3月31日期间，全省19户水泥企业47台水泥窑停止水泥熟料生产90天。2017/2018年错峰生产定于2017年11月1日至2018年3月15日。2018-2019年错峰生产定于2018年11月1日至2019年3月10日期间，水泥熟料生产线按计划停产90天。青海省方面，2016/2017年错峰生产定于2016年12月15日至2017年4月1日，累计停窑90天；其中利用电石渣的生产线及水泥窑协同处置生产线停窑时间定于2016年12月15日至2017年6月30日，期间内停产时长为90天，电石渣及协同处置生产线错峰时间弹性略强于一般水泥生产线。2017/2018年，根据青海省经信委和环保厅联合发布的《关于切实做好水泥企业错峰生产的通知》，冬季错峰累计停窑时间延长至120天（一般水泥生产线停产区间为2017年12月1日至2018年4月30日期间，电石渣及协同处置生产线错峰时间定于2017年12月1日至2018年6月30日期间）；另外要求根据市场需求情况于2018年7月1日至2018年9月30日期间内停产1个月。同时，通知强调对于不执行或违反停窑计划强行生产企业，采取约谈、媒体曝光措施，并按照现行销售电价每千瓦时加收差别电价0.2-0.4元的惩罚。2018/2019年，青海省水泥企业累计停窑时间进一步延长至5.5个月，限产政策进一步加码。另外，2018年6月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，未来环保政策方面趋严或将成为常态。

图表 9. 甘肃省及青海省 P.O42.5 散装水泥平均价走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

市场供给方面，主要受限产政策影响，甘肃省水泥产量连续三年负增长。根据 Wind 数据显示，2016-2018 年甘肃省水泥产量分别为 4,633.00 万吨、4,009.36 万吨和 3,847.15 万吨，同比分别下降 2.76%、13.46%和 4.05%。同期青海省水泥产量分别为 1,874.61 万吨、1,449.54 万吨和 1,347.83 万吨，2017 年及 2018 年产量同比分别下降 22.68%和 7.02%。得益于错峰生产，区域内水泥供需关系有所好转，2016-2018 年水泥价格持续回升。以 P.O42.5 散装水泥价格为例，2016-2018 年及 2019 年第一季度甘肃省水泥价格中枢（以周报价中位数确定）分别为 248 元/吨、316 元/吨、339 元/吨和 331 元/吨；青海省水泥价格中枢分别为 249 元/吨、343 元/吨、393 元/吨和 332 元/吨。整体看，青海省限产政策持续加码，价格上涨较甘肃省幅度大；2019 年第一季度受淡季需求减弱影响，青海省水泥价格降幅较大，但 3 月中旬以来价格呈逐步回调走势。

2. 业务运营

该公司专注水泥及商品混凝土主业，2017 年拓展骨料业务，目前尚未形成规模。公司于甘肃及青海地区保持较高市场占有率，区域龙头地位稳固。2018 年，受市场需求下滑影响，公司水泥及商品混凝土销量有所下滑，得益于价格回升及成本控制，公司盈利能力持续提升。跟踪期内，公司将产能转让至于西藏设立的合资公司，同时公司合并范围内西藏项目将持续推进，上述项目投产后公司对西藏区域市场的控制力将有望加强。

该公司主要从事水泥及商品混凝土的生产和销售，业务集中于甘青地区。水泥业务方面，经过以往年份的合并扩张，公司区域战略布局已基本完成，近年来以规模扩张为目的的收购合并基本停止，公司业务发展转为内生性发展。公司主要通过产能置换、淘汰落后产能的方式提高运营效率，同时推进市场布控。商品混凝土系水泥产业链下游的延伸，近年来发展相对稳定。2017 年以来，公司拓展商品混凝土上游骨料业务，目前尚未形成规模。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
水泥	甘肃地区为主，同时涉及青藏地区	内生性发展：产能置换提高整体运营效率，推进市场布控	政策/规模/成本

资料来源：祁连山

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计	51.14	59.69	57.75	5.96	4.35
其中：核心业务营业收入（亿元）	50.71	59.27	57.25	5.90	4.29
在营业收入中所占比重（%）	99.16	99.29	99.14	98.97	98.56
其中：（1）水泥	46.18	54.46	52.52	5.18	4.12
在核心业务收入中所占比重（%）	91.05	91.89	91.74	87.87	95.94
（2）商品混凝土	4.25	4.60	3.70	0.28	0.15
在核心业务收入中所占比重（%）	8.37	7.76	6.46	4.69	3.45
（3）熟料	0.29	0.17	0.89	0.43	0.01
在核心业务收入中所占比重（%）	0.58	0.29	1.56	7.36	0.23
（4）骨料	-	0.03	0.14	0.00	0.02
在核心业务收入中所占比重（%）	-	0.06	0.25	0.08	0.39
毛利率（%）	28.24	30.87	33.10	25.99	3.69
其中：（1）水泥（%）	28.10	30.95	33.90	27.90	3.36
（2）商品混凝土（%）	28.94	29.79	25.95	21.69	-9.31
（3）熟料（%）	23.71	15.40	22.49	6.16	4.71
（4）骨料（%）	-	67.67	30.94	-5.59	57.56

资料来源：祁连山

2016-2018 年，该公司实现营业收入分别为 51.14 亿元、59.69 亿元和 57.75 亿元，其中核心业务营业收入分别为 50.71 亿元、59.27 亿元和 52.52 亿元，2018 年收入有所下滑，主要系所处区域水泥需求下滑，产销量减少所致。近年来，公司收入构成保持相对稳定，水泥销售收入占核心业务营业收入比重逾 90%。商品混凝土系水泥下游产品，2016-2018 年公司实现商品混凝土销售收入分别为 4.25 亿元、4.60 亿元和 3.70 亿元，2018 年收入回落亦主要受需求下滑影响。公司生产的熟料主要用于水泥生产，仅少部分外销，销售金额不大。2017 年公司拓展骨料业务，2017-2018 年分别实现收入 0.03 亿元和 0.14 亿元，目前尚未形成规模。2016-2018 年，公司综合毛利率分别为 28.24%、30.87% 和 33.10%，产品价格上升，同时公司持续加强成本控制，盈利空间持续增厚。

2019 年第一季度，该公司实现营业收入 5.96 亿元，同比增长 36.94%，主要系因产品销量增加；其中，水泥及商品混凝土销售收入分别为 5.18 亿元和 0.28 亿元，同比增长 25.95% 和 86.97%。公司所处区域实行冬季错峰生产，一季度设备开工相对不足，在折旧及直接人工等固定成本确认下，2019 年第一季度公司综合毛利率为 25.99%，较上年全年水平有所下降，但得益于当期产

品销量增加，毛利率较上年同期相比则大幅提高 22.30 个百分点。

图表 12. 公司主要产品产能及产销情况

产品	项目	2016 年（末）	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年第一季度（末）
熟料	产能（万吨）	2,160.00	2,160.00	2,100.00	2,100.00
	产量（万吨）	1,670.59	1,601.53	1,444.82	126.93
	产能利用率（%）	77.34%	74.14%	68.80%	24.18%
	销量（万吨）	16.62	7.46	41.42	21.32
	销售均价（元/吨）	175.94	231.94	215.05	203.67
水泥	产能（万吨）	2,800.00	2,800.00	2,800.00	2,800.00
	产量（万吨）	2,175.61	2,122.67	1,850.26	167.38
	产能利用率（%）	77.70%	75.81%	66.08%	23.91%
	销量（万吨）	2,162.39	2,145.72	1,885.14	181.71
	销售均价（元/吨）	213.54	253.80	278.57	285.26
	产销率（%）	99.39%	101.09%	101.89%	108.56%
商品混凝土	产能（万方）	690.00	690.00	690.00	690.00
	产量（万方）	155.14	132.63	97.73	7.20
	产能利用率（%）	22.48%	19.22%	14.16%	4.17%
	销量（万方）	155.85	134.34	97.88	7.19
	销售均价（元/方）	272.47	342.46	377.90	384.66
	产销率（%）	100.46%	101.29%	100.15%	99.86%
骨料	产能（万吨）	-	60.00	60.00	60.00
	产量（万吨）	-	6.53	27.00	0.97
	产能利用率（%）	-	10.88%	45.00%	6.47%
	销量（万吨）	-	6.53	27.00	0.97
	销售均价（元/吨）	-	50.64	52.12	46.45
	产销率（%）	-	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：祁连山

注：表内产能数据指年末在役产能；产能利用率根据当年产量与年末产能估算，季度数据经年化处理。

该公司系甘青藏区域最大的水泥生产企业，市场份额保持相对稳定，目前在甘肃市场占有率约 42%，青海地区市场占有率约 24%。2016-2017 年，公司合并范围内熟料及水泥在役产能未发生变化；2018 年，主要因甘肃张掖巨龙建材有限责任公司（简称“张掖巨龙”）不再纳入合并范围¹，当年末熟料产能降至 2,100 万吨；2019 年第一季度，熟料及水泥产能未发生变化。目前公司共有 15 个水泥生产基地，在役熟料生产线共计 17 条，均为日产 2,500 吨及以上中大型生产线；在役生产线中 14 条配备低温余热发电机，装机总规模为 89 兆瓦，可满足部分生产用电需求。整体看，公司水泥业务能够发挥一定规模效应及成本优势。另外，2016 年以来公司商品混凝土产能未发生变化，截至 2019 年 3 月末仍为 690 万方；2017 年公司新增骨料业务，2018 年以来产能亦未发生变化，截至 2019 年 3 月末为 60 万吨。

另外，2018 年该公司将下属公司合计 120 万吨非在役熟料产能指标转让，

¹ 详见本评级报告“管理”部分。

产能受让方系公司参股公司拉萨城投祁连山水泥有限公司（简称“拉萨祁连山”）。拉萨祁连山系由公司和拉萨市城市建设投资经营有限公司（简称“拉萨城投”）共同出资 45,500.00 万元成立，其中公司出资 15,925.00 万元，持股 35.00%。根据公司与拉萨城投签订的《水泥熟料产能指标置换协议》，公司将下属兰州红古祁连山水泥股份有限公司（简称“红古公司”，2018 年已注销）60 万吨、甘谷祁连山水泥有限公司 30 万吨和夏河祁连山安多水泥有限公司 30 万吨水泥熟料指标转让给拉萨城投，用于拉萨祁连山新建水泥熟料生产线。

该公司所产熟料绝大部分用于水泥的生产，对外销售量不多。“以销定产”模式下，公司水泥产销率保持高水平。主要受区域需求下滑影响，2018 年公司水泥及商混销量分别较上年减少 12.14% 和 27.14%。2018 年，公司骨料业务产能释放，当年产销量同比增加 313.84%，至 27.00 万吨。2018 年，公司所在主要区域限产政策持续，供应端持续受控，公司水泥销售均价为 278.57 元/吨，同比上涨 24.77 元/吨；商品混凝土销售均价为 377.90 元/立方米，同比上涨 35.44 元/立方米。2019 年第一季度，水泥销售均价为 285.26 元/吨，同比微降 3.44 元/吨；商混销售均价为 384.66 元/立方米，同比上涨 20.56 元/立方米。

图表 13. 公司采购情况表

原燃料	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
石灰石	采购量（万吨）	608.34	498.24	258.71	40.47
	采购金额（万元）	16,969.30	14,159.43	7,617.57	1,209.17
	采购均价（元/吨）	27.89	28.42	29.44	29.88
	占采购总金额的比重（%）	4.52%	3.45%	3.60%	3.69%
煤炭	采购量（万吨）	257.94	256.05	227.94	30.56
	采购金额（万元）	90,846.87	135,845.23	111,270.00	15,525.14
	采购均价（元/吨）	352.20	530.53	488.16	508.08
	占采购总金额的比重（%）	24.20%	33.07%	52.60%	4743.00%
电	采购量（万千瓦时）	191,000.00	175,000.00	141,791.74	13,168.21
	采购金额（万元）	76,400.00	71,750.00	48,593.79	5,222.06
	采购均价（元/千瓦时）	0.40	0.41	0.35	0.42
	占采购总金额的比重（%）	20.35%	17.47%	13.89%	15.46%

资料来源：祁连山

注：表内数据系合并口径以外采购数据

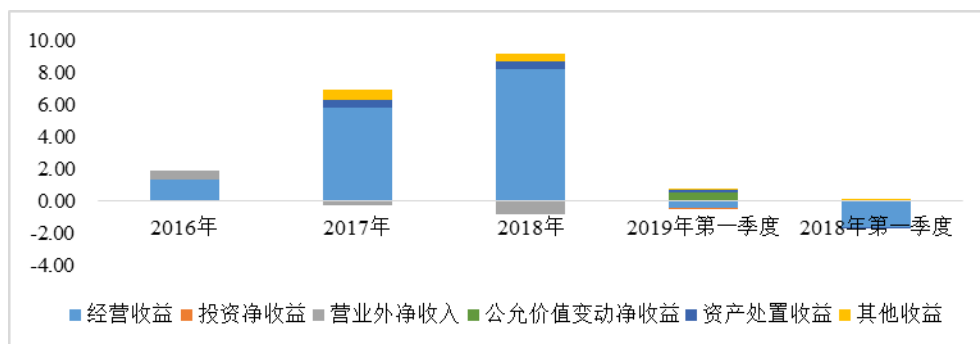
石灰石系水泥熟料最主要的原料，石灰石矿山系水泥生产企业核心资源。该公司大部分生产线均配有矿山，可以发挥运距优势，有利于规避原材料供应及价格风险。截至 2019 年 3 月末，公司拥有的矿山石灰石储量为 5.68 亿吨。近年来公司石灰石自给率约为 80%，剩余部分生产所需矿石通过外购获取。2016 年四季度起煤炭价格持续走高，2017 年维持在高位震荡，2017 年公司煤炭采购价格为 530.53 元/吨，同比大幅增长 50.63%，2018 年煤炭采购均价为 488.16 元/吨，同比回落 42.37 元/吨。2016-2018 年，电力采购均价分别为 0.40 元/千瓦时、0.41 元/千瓦时和 0.35 元/千瓦时。公司多数在役生产线配备余热发电装置，随着发电效率的提升，近年来公司电力自给率逐步上升，2018 年约为 23%。跟踪期内，公司采用“互联网+集约化”的采购管控模式，依托电子

交易平台，对采购业务进行全流程闭环管理，有效降低了隐形采购成本，成本管控能力进一步强化。整体看，2018 年公司煤、电采购价格回落，且得益于生产线技改的实施，单位能耗持续下降，同时水泥价格上涨，成本转移能力良好，盈利空间扩大。

整体看，该公司在甘青地区市场占有率较高，规模优势明显。2018 年以来错峰生产、节能减排、矿山综合整治等环保政策维持，公司所在区域水泥供应持续受控，区域供需平衡相对稳定。

(2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构



资料来源：根据祁连山所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2016-2018 年，该公司实现营业毛利 14.44 亿元、18.42 亿元和 19.12 亿元，2018 年收入虽有所下滑，但公司通过加强成本控制使得盈利空间增厚，营业毛利实现增长。2016-2018 年，公司期间费用分别为 11.04 亿元、11.22 亿元和 9.69 亿元。其中，销售费用分别为 3.25 亿元、3.16 亿元和 3.00 亿元，2018 年因销量减少，包装等费用减少，销售费用小幅缩减；公司管理费用分别为 5.93 亿元、6.80 亿元和 5.83 亿元，主要由停工费及维修费构成，受生产线大修周期影响，2018 年大修项目减少，修理费用同比减少 0.93 亿元；财务费用分别为 1.86 亿元、1.26 亿元和 0.86 亿元，公司近年来通过提前归还贷款，债务规模持续缩减，同时通过置换高息贷款的方式，使得利息支出持续减少。2016-2018 年，公司期间费用率分别为 21.58%、18.80%和 16.78%，持续下降。同期，公司分别确认的资产减值损失 1.54 亿元、0.74 亿元和 0.49 亿元，2016 年下属公司对存在减值迹象的固定资产计提减值准备 0.99 亿元，因而金额较大；2017 年因开发调整工程停止，公司对玉门在建项目计提减值 0.21 亿元，另外张掖巨龙商誉减值 0.26 亿元；2018 年资产减值损失包括应收账款坏账损失 0.30 亿元及存货跌价损失 0.19 亿元。2016-2018 年公司经营收益分别为 1.31 亿元、5.84 亿元和 8.19 亿元，公司主营业务盈利能力持续提升。

2019 年第一季度，因销售增加，该公司实现营业毛利同比增加 1.39 亿元，为 1.55 亿元。期间费用为 1.86 亿元，同比微增 4.34%。由于实行错峰生产同时处于销售淡季，产能开工不足，折旧及人员薪资等开支持续发生，公司一季

度通常呈现经营性亏损，当期经营收益为-0.40 亿元，同比减亏 1.26 亿元。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	51.14	59.69	57.75	5.96	4.35
毛利（亿元）	14.44	18.42	19.12	1.55	0.16
期间费用率（%）	21.58	18.80	16.78	31.15	40.88
其中：财务费用率（%）	3.63	2.11	1.49	2.34	5.85
全年利息支出总额（亿元）	1.96	1.38	1.04	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.08	0.09	0.16	-	-

资料来源：根据祁连山所提供数据整理

2016-2018 年，该公司确认投资收益金额较小，分别为 248.81 万元、18.47 万元和-697.74 万元。公司营业外收入以往主要系政府补助及税费返还，2017 年起因会计报表列示规则变化，将与企业日常经营活动有关的政府补助及税费返还纳入“其他收益”科目核算，2016-2018 年公司确认政府补助及税费返还收益合计（含“其他收益”）金额为 0.60 亿元、0.72 亿元和 0.51 亿元，2018 年金额下降主要系因享受的增值税退税减少所致。但整体看，政府补助及税费返还等对公司盈利可以形成一定补充。2016-2018 年，公司营业外净收入分别为 0.52 亿元、-0.28 亿元和-0.78 亿元，2018 年营业外净亏损金额较大，主要因三供一业分离移交产生较大改造费用（0.86 亿元）。2017-2018 年，公司分别确认资产处置收益 0.46 亿元和 0.54 亿元，其中确认固定资产处置损失 0.54 亿元和 0.09 亿元，主要系淘汰设备等固定资产所致；另外，分别确认无形资产处置收益 1.00 亿元和 0.62 亿元，前者主要系因公司处置兰州市安宁区一宗土地，后者系产能转让收益。2019 年第一季度，因持有兰州兰石重型装备股份有限公司股票²（简称“兰石重装”）公允价值增加确认公允价值变动收益 0.45 亿元，另外资产处置收益为 0.18 亿元，主要系因天水祁连山水泥有限公司处置淘汰落后生产线产生；其余盈利影响因素涉及金额均很小。

2016-2018 年，该公司分别实现利润总额 1.86 亿元、6.64 亿元和 8.37 亿元；公司主要子公司能够持续享受西部大开发所得税优惠税率（按照 15% 计缴），同期公司分别实现净利润 1.35 亿元、5.29 亿元和 6.89 亿元³；净资产收益率分别为 2.43%、9.24% 和 11.26%，盈利能力持续提升。2019 年第一季度，在公允价值变动收益的补充下，公司实现微盈。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
公允价值变动收益（亿元）	-	-	-	0.45	-

² 2019 年第一季度以前纳入“可供出售金融资产”核算，2019 年第一季度起纳入“交易性金融资产”核算，其公允价值变动体现于当期损益。

³ 2018 年因会计估计变更增加净利润 0.18 亿元。相关会计估计变更事项详见本评级报告“财务”部分。

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资收益 (亿元)	0.02	0.002	-0.07	-0.01	-
营业外收入 (亿元)	0.63	0.20	0.14	0.05	0.01
其中: 政府补助 (亿元)	0.14	0.10	0.02	-	-
税费返还 (亿元)	0.46	-	-	-	-
其他收益 (亿元)	-	0.62	0.49	0.03	0.04
资产处置收益 (亿元)	-	0.46	0.54	0.18	-0.01

资料来源: 根据祁连山所提供数据整理

注: 第一季度营业外收入无明细数据

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来仍将做优做强水泥主业, 重点在于整合、优化存量产能, 提高生产线装备水平及运行效率以及西藏地区产能布局。目前重点在建项目包括西藏年产 120 万吨干法水泥生产线 (简称“西藏项目”) 和武山 4500T/D 新型干法水泥生产线项目 (简称“武山项目”)。

根据该公司于 2019 年 1 月发布的公告 (《甘肃祁连山水泥集团股份有限公司对外投资公告》, 编号 2019-003), 西藏项目建设主体为公司控股子公司西藏中材祁连山水泥有限公司 (简称“西藏公司”), 公司对其持股比例为 42%⁴。该项目地址原定于拉萨市堆龙德庆县, 现已变更为西藏自治区山南市贡嘎县。建设内容涉及 120 万吨熟料新型干法水泥生产线及配套的 7.5 兆瓦余热发电系统, 预计总投资为 12.33 亿元, 其中 35% 资金由西藏公司自筹, 其余资金需求计划通过银行借款满足。截至公告日, 项目已完成土地预审、项目备案、环评批复等前期工作; 2019 年 3 月项目已开始建设。

武山项目系产能置换项目, 该项目地处武山县马力镇, 建设内容涉及 4500t/d 新型干法水泥熟料生产线, 计划总投资 8.84 亿元 (引自审计报告预算数), 截至 2018 年末累计投资 4.12 亿元, 占预计总投资比重为 46.60%, 工程进度为 50.00%。截至目前, 该项目建设已基本结束, 进入试生产阶段, 预计将于下半年正式投产。

除上述项目外, 该公司在建工程主要围绕节能降耗、烟气处理、余热发电、矿山工程等方面开展, 预计投资金额均不大。随着西藏项目建设的推进, 后续公司将有一定投融资需求。

管理

跟踪期内, 该公司控股股东仍为中材股份, 实际控制人仍为中建材集团。

⁴ 另外 4 家股东分别为: 西藏开发投资集团有限公司 (简称“西藏开投”持股比例 30%)、西藏金哈达实业 (集团) 有限公司 (持股 11%)、西藏堆龙东嘎水泥厂 (持股比例 11%) 和西藏祁连山水泥粉磨有限公司 (持股 6%)。公司本部与西藏开投系一致行动人。

待中材股份持有公司股份过户完成并完成工商注销后，公司控股股东将变更为中国建材。跟踪期内，公司组织结构及管理制度等未发生变化，董事会、监事会成员及高管人员保持稳定。公司关联交易金额较小，对其经营及财务不构成重大影响。跟踪期内，因张掖巨龙另一股东黑河水电违背一致行动意愿，公司解除与其的一致行动关系，张掖巨龙于 2018 年 6 月不再纳入公司合并范围，张掖巨龙经营不善，公司面临一定往来款回收及担保代偿风险。

2017 年 11 月，经国务院国有资产监督管理委员会批准，中国建材股份有限公司（简称“中国建材”）将换股吸收合并公司控股股东中国中材股份有限公司（简称“中材股份”）。2018 年 4 月 28 日，中材股份退市；5 月 2 日，中国建材 H 股换股吸收合并中材股份已完成。但截至 2019 年 3 月末，由于中材股份持有公司股份尚未完成过户登记，中材股份亦尚未完成工商注销登记，截至同期末公司控股股东仍为中材股份。上述过户登记及注销登记完成后，中国建材将直接持有公司 47.56% 的股权，成为公司控股股东。公司实际控制人仍为中国建材集团有限公司（简称“中建材集团”）。

跟踪期内，该公司组织结构及管理制度等方面未发生变化。董事会、监事会成员及高管人员保持稳定。

关联交易方面，根据审计报告所载，2018 年该公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额合计 4.80 亿元，主要系由购建工程产生，关联方主要系股东中材股份下属中国中材国际工程股份有限公司、中材装备集团有限公司和天津水泥工业设计研究院有限公司等；因销售商品产生的关联交易金额仅 0.43 亿元。总体看关联交易金额较小，对公司的经营及财务不构成重大影响。

根据该公司提供的 2019 年 5 月 16 日《企业信用报告》，跟踪期内公司本部不存在银行借款违约及欠息情况。根据审计报告所载，2018 年公司不存在重大诉讼及仲裁事项。

根据该公司于 2018 年 6 月 16 日发布的公告，张掖巨龙另一股东甘肃黑河水电实业投资有限责任公司（曾用名：甘肃黑河水电开发股份有限公司，系本公司的一致行动人，以下简称“黑河水电”）在公司不知情的情况下，与张掖巨龙其他四家股东联合召开会议，成立了新的经营管理工作小组，重新聘任了各部门主要管理人员并对工作分工进行了调整，严重违背了一致行动人意愿。鉴于此，公司发函黑河水电决定解除公司与其基于张掖巨龙所签署的一致行动人协议。解除一致行动协议后，公司持有张掖巨龙股权比例为 26.00%，在其全部 9 名董事会席位中只占 3 席，因此公司不再对张掖巨龙具有实质控制权，自 2018 年 6 月 1 日起不再将张掖巨龙纳入合并报表范围。截至 2018 年末，张掖巨龙资产总额为 2.63 亿元，所有者权益为-0.04 亿元；2018 年实现收入 0.98 亿元，净利润-0.44 亿元；当年经营性现金净流量为 0.13 亿元。

图表 17. 张掖巨龙 2017-2018 年（末）主要财务数据情况

财务指标	2018 年（末）	2017 年（末）
资产总额（万元）	26,254.57	36,488.19
所有者权益总额（万元）	-216.27	4,130.70
营业收入（万元）	9,759.14	12,990.58
净利润（万元）	-4,398.72	-8,053.87
经营性现金净流量（万元）	1,326.11	5,628.59

资料来源：祁连山

根据审计报告所载，截至 2018 年末公司应收张掖巨龙往来款金额为 2,187.09 万元（其中账龄 4-5 年的金额为 2,127.25 万元），按照公司会计政策已累计计提坏账准备 1,704.79 万元。另外，公司为张掖巨龙融资按照持股比例提供担保，截至 2018 年末在保余额为 8,300.00 万元，权益比例对应担保余额为 2,158.00 万元。鉴于张掖巨龙近年来经营业绩表现不佳，目前已出现资不抵债情形，公司面临一定往来款回收及担保代偿风险。

图表 18. 公司关联担保情况（单位：万元）

担保公司名称	被担保公司	担保余额	担保起始日	担保到期日
祁连山本部	张掖巨龙	1,200.00	2014 年 2 月 18 日	2019 年 6 月 20 日
祁连山本部	张掖巨龙	1,600.00	2014 年 2 月 18 日	2019 年 11 月 18 日
祁连山本部	张掖巨龙	2,000.00	2017 年 11 月 28 日	2019 年 11 月 27 日
祁连山本部	张掖巨龙	2,000.00	2017 年 12 月 4 日	2019 年 12 月 3 日
祁连山本部	张掖巨龙	1,500.00	2017 年 12 月 12 日	2019 年 12 月 11 日
合计	-	8,300.00	-	-

资料来源：祁连山

财务

2018 年，该公司债务规模持续压减，资产负债率进一步下降，财务结构愈发稳健。公司刚性债务偏向短期，有助于降低财务成本，但随着西藏项目建设的推进，将产生一定资金需求，公司或匹配一定长期融资，对债务期限结构进行调整。公司经营性现金净流入规模扩大，对债务及孳息的覆盖能力持续提升。公司资产以非流动资产为主，随着抵质押借款的陆续到期，受限资产陆续解限。

1. 数据与调整

信永中和会计师事务所对该公司的 2016 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》及相关规定。

跟踪期内，因该公司原控股股东中材股份与中建材股份进行换股吸收合并，为在中建材股份财务制度框架下提供相关及可比的会计信息，公司结合

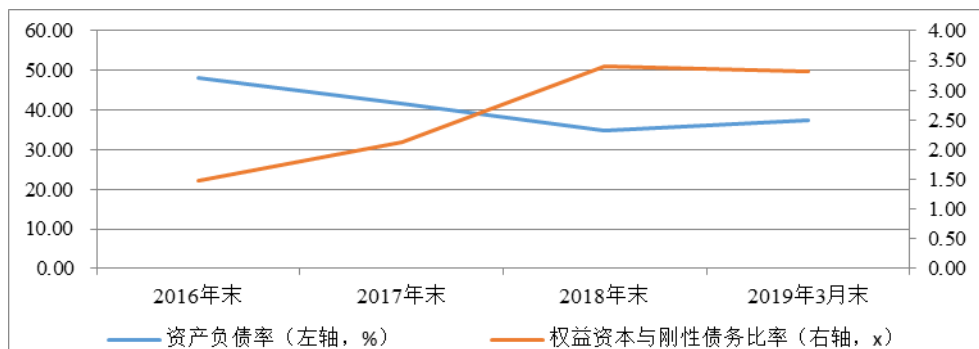
业务实际，依照会计准则相关规定，对固定资产折旧年限、投资性房地产折旧和摊销年限、无形资产摊销年限的会计估计进行变更，采用未来适用法进行会计处理。

2017年，该公司共有二级子公司27家。2018年6月，因一致行动人协议的解除，张掖巨龙自当年6月1日起不再纳入公司合并报表范围。公司下属民和祁连山水泥有限公司（简称“民和公司”）吸收合并公司下属红古公司，合并后红古水泥公司资产负债由民和公司承继，公司于当年注销红古水泥公司。另外，2018年完成子公司玉门祁连山水泥有限公司的注销事宜。截至2018年末，公司合并范围内二级子公司数量变为24家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势

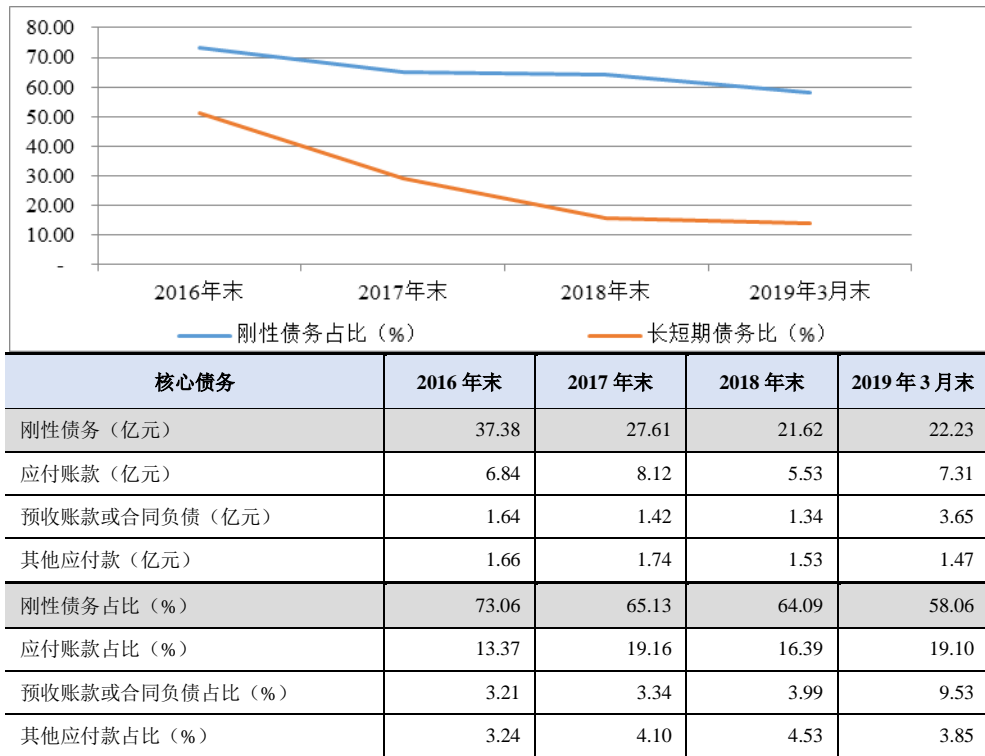


资料来源：根据祁连山所提供数据绘制。

近年来得益于刚性债务的压缩，该公司负债减少，财务杠杆持续下降。2016-2018年末，公司负债总额分别为51.16亿元、42.39亿元和33.73亿元。2016-2018年，公司分别实现净利润1.35亿元、5.29亿元和6.89亿元，同期公司派发上年度现金分红金额分别为1.09亿元、1.11亿元和2.02亿元，经营收益留存带动所有者权益增长，同期末公司所有者权益分别为55.48亿元、59.02亿元和63.28亿元。2016-2018年末，公司资产负债率分别为47.98%、41.80%和34.77%，逐年下降，财务结构愈发稳健。同期末，权益负债比分别为1.48、2.14和3.40，权益资本对刚性债务的覆盖能力持续提升。2019年3月末，公司资产负债率为37.55%，权益债务比为3.31，较年初变化不大。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据祁连山所提供数据绘制。

注：上表“占比”指占总负债的比重；为保持数据可比性，2018 年末及 2019 年 3 月末其他应付款按照 2018 年以前报表科目列示规则调整前的口径填列。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2016 年以来随着刚性债务的缩减，其占负债总额的比重有所下降。除刚性债务外，公司负债主要由应付账款、预收账款和其他应付款构成，2018 年末分别为 5.53 亿元、1.34 亿元和 1.53 亿元。应付账款以货款为主，金额为 3.05 亿元，公司对煤炭等原燃料供应商一般采用当月挂账次月付款的模式。预收账款（或合同负债）主要系预收产品销售款。其他应付款主要为代扣代缴款项、押金、投资款等，金额均不大。从债务期限结构方面来看，2016 年以来公司负债期限结构逐渐趋于短期，2016-2018 年末公司长短期债务比分别为 51.33%、29.26%和 15.82%。

2019 年 3 月末，该公司刚性债务占负债总额比重为 50.22%。应付账款较年初增加 1.78 亿元，主要系因未结算采购款项增加；预收账款（或合同负债）较年初增加 2.31 亿元，主要系因产品销售预收款项增加所致；除上述科目外，其他负债科目较年初变化均不大。同期末，长短期债务比进一步降至 13.97%。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	22.55	20.32	19.11	19.73

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
其中：短期借款	14.15	11.25	4.65	7.15
一年内到期非流动负债	1.91	5.90	7.00	5.00
应付票据	6.29	2.97	7.34	7.38
应付利息	0.20	0.20	0.12	0.20
中长期刚性债务合计	14.83	7.29	2.51	2.50
其中：长期借款	7.62	2.28	2.50	2.50
应付债券	7.00	5.00	-	-
其他中长期刚性债务	0.21	0.01	0.01	-
综合融资成本（年化）	5.14%	4.24%	4.23%	-

资料来源：根据祁连山所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司刚性债务分别为 37.38 亿元、27.61 亿元和 21.62 亿元，债务规模逐年缩减。2016 年以来，公司未发行债券。2018 年公司以往发行的 15 祁连山 MTN001 和 15 祁连山 MTN002 到期，14 祁连山 MTN001 转入一年内到期的非流动负债核算，当年末公司直接融资占刚性债务比重为 23.13%，公司当前债务融资以银行借款为主，2018 年末公司存量借款均为信用借款。期限方面，随着长期借款及应付债券的到期及邻近到期重分类，公司中长期刚性债务占刚性债务总额的比重逐年下降，2016-2018 年末分别为 39.66%、26.39%和 11.59%。当前存量债务偏向于短期，公司债务融资主要用于日常生产经营周转，期限结构与当前业务阶段资金需求特征的匹配性较好，融资短期化有助于降低融资成本，但债务短期化的情况下，需关注债务循环风险。2019 年第一季度，公司一年内到期的长期借款到期，公司增加短期借款满足生产及周转现金需求，当期末刚性债务总额略有增加，期限构成未发生重大变化。鉴于公司西藏项目将持续推进，后续将匹配一定债务融资，未来债务规模或将增加，同时负债结构或将延长以配合建设投资的开展。

融资成本方面，根据该公司财务数据测算，2016-2018 年公司综合融资成本分别为 5.14%、4.24%和 4.23%，随着债务期限的缩短，公司融资成本有所下降。

图表 22. 公司银行借款及存续债券利率区间与到期剩余期限情况（单位：万元）

到期剩余期限 利率区间	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
4%~5% (不含 5%)	71,500.00	25,000.00	-	-	-
5%~6% (不含 6%)	50,000.00	-	-	-	-
合计:	121,500.00	25,000.00	-	-	-

资料来源：祁连山（截至 2019 年 3 月末）。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
营业周期（天）	105.68	85.86	77.76	-
营业收入现金率（%）	75.00	67.06	73.20	104.81
业务现金收支净额（亿元）	13.91	12.39	16.48	0.21
其他因素现金收支净额（亿元）	-5.34	-2.21	-3.71	1.15
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	8.57	10.18	12.77	1.36
EBITDA（亿元）	10.18	14.24	15.22	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.27	0.44	0.62	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.19	10.35	14.62	-

资料来源：根据祁连山所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2016-2018 年，该公司营业周期分别为 105.68 天、85.86 天和 77.76 天，得益于应收账款催收及存货管理管控力度加大，公司营业周期持续缩短。由于公司采购及销售以票据结算金额占比约 40%，公司营业收入现金率较低，2016-2018 年及 2019 年第一季度分别为 75.00%、67.06%、73.20% 和 104.81%，2019 年第一季度营业收入现金率高，主要系收到销售预收款项。2016-2018 年，公司经营性现金净流量分别为 8.57 亿元、10.18 亿元和 12.77 亿元，净流入规模逐年扩大，且主要由主业产生；其他因素现金流量净额为负，主要系支付包装、装卸、固定资产修理费及其他费用所致。2019 年第一季度，公司业务现金净流量为 0.21 亿元；其他因素现金流量净额为 1.15 亿元，主要系收回受限货币资金增加所致；当期经营活动产生的现金流量净额为 1.36 亿元。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 呈现一定波动，分别为 10.18 亿元、14.24 亿元和 15.22 亿元，逐年增长。EBITDA 增量主要系由利润总额贡献，加之 2018 年因会计估计变更使得折旧摊销金额有所减小，利润总额占 EBITDA 比重升至 54.98%。EBITDA 增长下，同时刚性债务规模持续压减，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖能力持续提升，整体看债务及其孳息的偿付保障强。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-	-0.06	-1.59	-
取得投资收益收到的现金	0.63	0.002	0.001	-

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.02	1.82	-2.19	-0.32
其他因素对投资环节现金流影响净额	0.001	-	-0.05	-
投资环节产生的现金流量净额	-0.39	1.76	-3.84	-0.32

资料来源：根据祁连山所提供数据整理。

该公司投资环节涉及的现金流入、流出金额不大，主要产生于购建和处置固定资产、无形资产及其他长期资产。2016-2018年，购建资产现金支出分别为1.02亿元、0.80亿元和3.34亿元，其中2016-2017年主要为技改项目投入，2018年金额较大主要系当年武山项目建设现金支出较大所致。2016-2018年处置资产产生的现金流分别为0亿元、2.62亿元和1.14亿元，2017年主要来源于出让兰州市安宁区的一宗土地，2018年主要因转让熟料产能指标。另外，2018年公司因出资支付参股公司拉萨祁连山资本金，投资支付1.59亿元。2016-2018年及2019年第一季度，投资环节产生的现金流量净额分别为-0.39亿元、1.76亿元、-3.84亿元和-0.32亿元。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
权益类净融资额	-1.09	-1.11	-1.76	-
债务类净融资额	-8.85	-7.93	-10.05	0.29
其中：现金利息支出	-1.73	-1.49	-1.07	-0.21
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.03	-	-	-
筹资环节产生的现金流量净额	-9.96	-9.04	-11.80	0.29

资料来源：根据祁连山所提供数据整理。

注：上表利息支出以负号填列。

2016年以来，该公司未增发股票，2018年因少数股东增资，吸收投资收到的现金为0.27亿元；因进行现金分红，2016-2018年，权益类净融资额分别为-1.09亿元、-1.11亿元和-1.76亿元。同期，因偿还刚性债务，公司债务类融资净额持续为负，2019年第一季度债务规模略有增加，债务类融资净额为0.29亿元。2016-2018年和2019年第一季度，公司筹资性现金净流量分别为-9.96亿元、-9.04亿元、-11.80亿元和0.29亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
流动资产	金额（亿元）	25.50	23.87	19.45	24.18
	占总资产比重	23.91%	23.54%	20.05%	23.72%
其中：货币资金（亿元）		6.22	7.93	4.79	6.99

主要数据及指标		2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
应收票据 (亿元)		4.39	2.31	5.34	4.69
交易性金融资产 (亿元)		-	-	-	1.24
应收账款 (亿元)		5.05	4.71	3.70	3.91
存货 (亿元)		6.70	5.96	4.88	5.37
非流动资产	金额 (亿元)	81.15	77.54	77.57	77.78
	占总资产比重	76.09%	76.46%	79.95%	76.28%
其中: 固定资产 (亿元)		65.45	63.07	58.40	57.20
在建工程 (亿元)		3.06	2.03	5.40	6.83
可供出售金融资产 (亿元)		2.51	1.61	0.85	-
无形资产 (亿元)		7.36	7.88	8.05	7.99
期末全部受限资产账面价值 (亿元)		10.38	5.07	5.50	4.68
期末抵质押融资余额 (亿元)		3.45	0.48	-	-
受限资产账面余额/总资产		9.74%	5.00%	5.67%	4.59%

资料来源: 根据祁连山所提供数据整理。

2016-2018 年末, 该公司资产总额分别为 106.64 亿元、101.41 亿元和 97.01 亿元; 资产以非流动资产为主, 同期末占比分别为 76.09%、76.46% 和 79.95%, 符合一般制造业重资产的结构特征。

2018 年末, 该公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款和存货。其中, 货币资金为 4.79 亿元, 较上年末减少 3.14 亿元, 公司偿还债务及投资支出使得货币资金有所消耗。应收票据为 5.34 亿元, 较上年末增加 3.03 亿元, 应收票据均银行承兑汇票, 主要系下游客户票据结算产生。应收账款为 3.70 亿元, 公司持续加大催收力度, 使得应收账款较上年末减少 1.01 亿元。公司应收账款账龄偏长, 账龄在一年以内的占比为 45.75% (以账龄法计提坏账准备部分应收账款余额计算)。存货为 4.88 亿元, 较上年末减少 1.09 亿元, 主要得益于公司加大库存管理力度; 其中煤炭等原材料账面价值为 1.71 亿元, 在产品及库存商品分别为 2.14 亿元和 1.03 亿元。

2018 年末, 该公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、可供出售金融资产和无形资产。其中, 固定资产为 58.40 亿元 (占资产总额的比重为 60.20%), 较上年末减少 4.66 亿元, 主要系折旧的计提; 公司固定资产主要为厂房及设备, 账面价值分别为 33.50 亿元和 22.46 亿元。在建工程为 5.40 亿元, 较上年末增加 3.38 亿元, 主要系武山项目等建设投入增加所致。可供出售金融资产为 0.85 亿元, 其中持有的兰石重装股票账面价值为 0.79 亿元, 较上年末减少 0.76 亿元, 主要系股价下跌所致。无形资产为 8.05 亿元, 较上年末增加 0.52 亿元, 主要系因当年新增购置采矿权。

2019 年 3 月末, 该公司货币资金因销售回款增加较年初增加 2.21 亿元; 公司持有兰州重装股票从可供出售金融资产调整至交易性金融资产核算, 因股票价格上涨, 当期末交易性金融资产为 1.24 亿元; 固定资产因折旧计提较年初减少 1.21 亿元; 在建工程因持续投入较年初增加 1.43 亿元; 除上述科目

外其余资产科目变化均较小。

受限资产方面，2018 年末该公司受限资产账面价值为 5.50 亿元（占总资产的 5.67%），其中 0.52 亿元货币资金因作为银行承兑票据及保函保证金使用受到限制，受限比率为 10.92%；另有 4.98 亿元应收票据被质押作为应付票据保证金，受限比率为 93.14%。2019 年 3 月末，受限资产总额为 4.68 亿元（占总资产的 4.59%），其中受限货币资金和应收票据分别为 1.42 亿元和 3.26 亿元，受限比率分别为 20.27% 和 69.43%。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率（%）	75.41	72.79	66.78	71.99
速动比率（%）	47.94	47.00	49.05	54.82
现金比率（%）	31.39	31.17	34.78	38.48

资料来源：根据祁连山所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司流动比率分别为 75.41%、72.79% 和 66.78%；速动比率分别为 47.94%、47.00% 和 49.05%；现金比率分别为 31.39%、31.17% 和 34.78%，公司流动性指标变化不大。2019 年 3 月末因销售回款增加、金融资产重分类等因素影响，上述指标较上年末略有提升。

6. 表外事项

因张掖巨龙不再纳入合并范围，该公司对其的担保体现为对外担保，截至 2018 年末在保余额为 0.83 亿元，公司持有其权益对应担保余额为 0.22 亿元。因张掖巨龙经营不善，公司或存在较大担保代偿风险。另外，根据审计报告所载，2018 年公司不存在重大诉讼及仲裁事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部虽主要承担投融资及管理职能，但同时也承担部分水泥销售职能。2018 年末，公司本部总资产为 62.06 亿元，除包括长期股权投资 38.51 亿元（主要系对子公司投资）之外，主要包括：货币资金 4.66 亿元；其他应收款 11.61 亿元，主要系对子公司的资金拆借本金用于子公司生产经营。公司本部负债总额为 15.09 亿元，其中刚性债务余额为 10.75 亿元；所有者权益为 46.97 亿元。2018 年，公司本部实现收入 7.30 亿元，主要产生于水泥销售及祁连山水泥商标使用费；实现净利润 3.65 亿元；经营性现金净流量为 7.95 亿元。公司建立了较为完善的资金管理制度，公司本部能够对下属子公司现金进行有效归集，能够保证资金在集团内部的调配及周转，偿债现金的筹集保障性强。

外部支持因素

截至 2019 年 3 月末，该公司共获得金融机构贷款授信 61.30 亿元，贷款余额为 9.65 亿元，融资空间尚充足；放贷利率区间为 4%-5%，公司融资利率较低。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	贷款授信	贷款余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	61.30	9.65	4%-5%	信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	18.00	6.65	4%-5%	信用
其中：大型国有金融机构占比	39.56%	68.91%	-	-

资料来源：根据祁连山所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）。

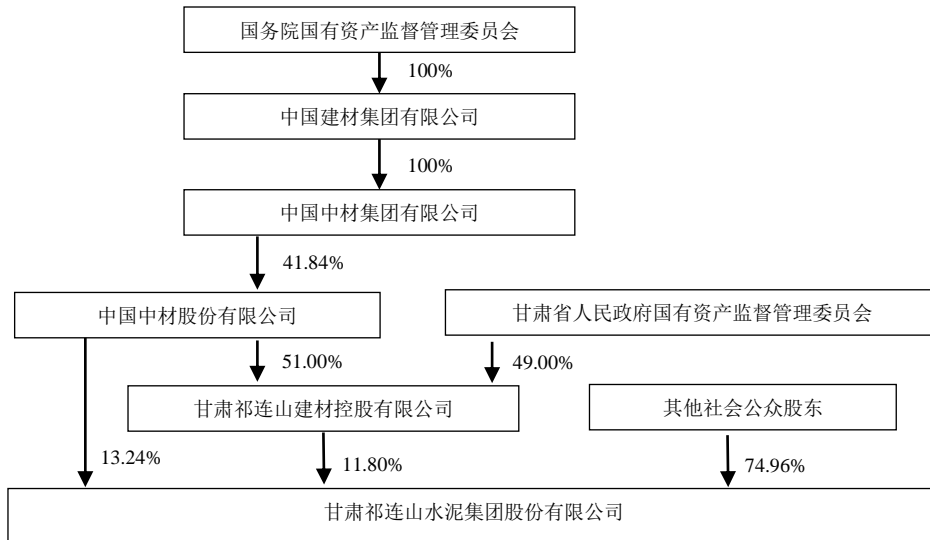
跟踪评级结论

该公司专注水泥主业，于甘肃及青海地区保持较高市场占有率，区域龙头地位稳固。2018 年，公司所在主要区域基建投资收缩，市场需求下滑，但得益于错峰生产政策的执行，供应端持续受控，当年公司水泥销售价格持续上涨，同时公司加强成本控制，收入小幅回落情况下实现盈利增长。跟踪期内，公司将产能转让至于西藏设立的合资公司，同时公司合并范围内的西藏项目将持续推进，上述项目投产后公司对西藏区域市场的控制力将有望加强。2018 年，该公司债务规模持续压减，资产负债率进一步下降，财务结构愈发稳健。公司刚性债务偏向短期，有助于降低财务成本，但随着西藏项目建设的推进，将产生一定资金需求，公司或匹配一定长期融资，对债务期限结构进行调整。经营性现金净流入规模扩大，对债务及孳息的覆盖能力持续提升。公司资产以非流动资产为主，随着抵质押借款的陆续到期，受限资产陆续解限。跟踪期内，因张掖巨龙另一股东黑河水电违背一致行动意愿，公司解除与其的一致行动关系，张掖巨龙不再纳入公司合并范围。近年来张掖巨龙经营不善，目前甚至出现资不抵债的情况，公司面临一定往来款回收及担保代偿风险。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司所在主要区域市场基建补短板落实情况；（2）公司所在区域错峰限产等政策持续性；（3）煤炭等原燃料和水泥价格走势及对公司盈利能力的影响；（4）在建项目投资及建设情况；（5）公司应收张掖巨龙往来款项的回收及公司对其提供担保的借款偿还情况；（6）偿债资金安排。

附录一：

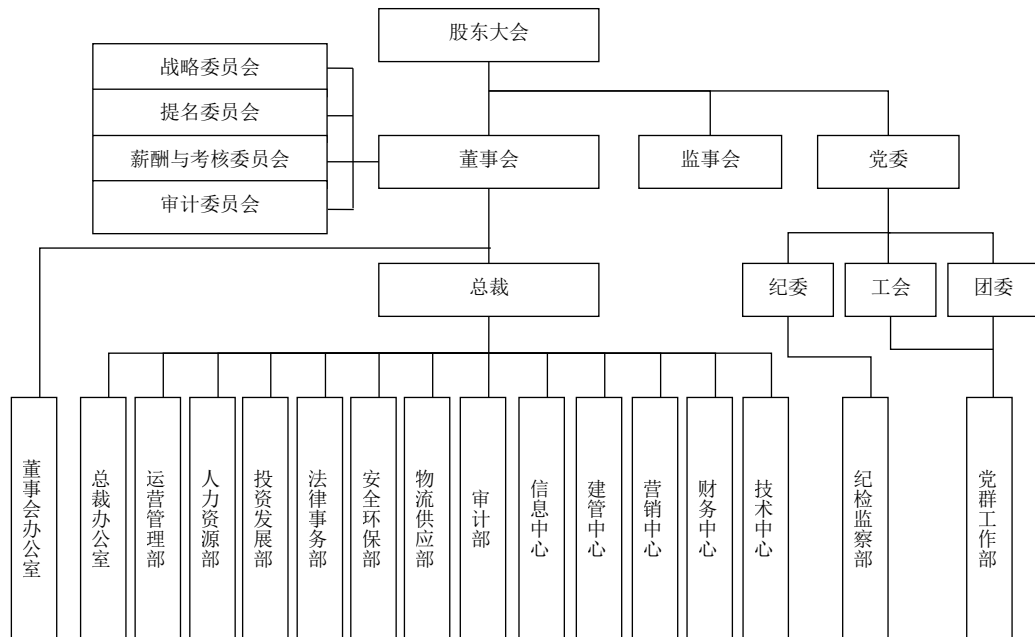
公司与实际控制人关系图



注：根据祁连山提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据祁连山提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
中国建材集团有限公司	中建材集团	集团最高层级法人实体	--	建材类	3,145.73	1,563.89	3,021.18	100.24	274.09	
中国建材股份有限公司	中国建材	公司未来之控股股东	--	建材类	368.89	390.39	569.90	34.85	29.88	公司当前控股股东中材股份已退市，财务资料无法获取。
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	祁连山	本级	--	--	3.41	46.97	7.30	3.65	7.95	本部口径
永登祁连山水泥有限公司	永登祁连山	核心子公司	100.00	水泥业务	1.01	6.70	6.32	-0.17	0.52	
漳县祁连山水泥有限公司	漳县祁连山	核心子公司	100.00	水泥业务	0.50	6.18	7.24	1.59	1.08	
成县祁连山水泥有限公司	成县祁连山	核心子公司	100.00	水泥业务	-	8.23	8.63	2.20	1.27	
青海祁连山水泥有限公司	青海祁连山	核心子公司	100.00	水泥业务	1.52	6.98	7.57	0.85	0.15	
古浪祁连山水泥有限公司	古浪祁连山	核心子公司	100.00	水泥业务	1.01	4.09	3.21	0.44	0.86	
酒钢(集团)宏达建材有限责任公司	酒钢宏达	核心子公司	60.00	水泥业务	-	6.81	3.48	-0.01	-0.34	直接持股 30%，永登祁连山持股 30%
夏河祁连山安多水泥有限公司	夏河祁连山	核心子公司	65.00	水泥业务	-	2.15	2.84	0.75	0.12	
甘肃张掖巨龙建材有限责任公司	张掖巨龙	参股公司	26.00	水泥业务	1.20	-0.02	0.98	-0.44	0.13	

注：根据祁连山提供的资料及公开市场其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	106.64	101.41	97.01	101.96
货币资金 [亿元]	6.22	7.93	4.79	6.99
刚性债务[亿元]	37.38	27.61	21.62	22.23
所有者权益 [亿元]	55.48	59.02	63.28	63.68
营业收入[亿元]	51.14	59.69	57.75	5.96
净利润 [亿元]	1.35	5.29	6.89	0.08
EBITDA[亿元]	10.18	14.24	15.22	-
经营性现金净流入量[亿元]	8.57	10.18	12.77	1.36
投资性现金净流入量[亿元]	-0.39	1.76	-3.84	-0.32
资产负债率[%]	47.98	41.80	34.77	37.55
权益资本与刚性债务比率[%]	148.42	213.80	292.73	286.51
流动比率[%]	75.41	72.79	66.78	71.99
现金比率[%]	31.39	31.17	34.78	38.48
利息保障倍数[倍]	1.91	5.76	8.88	-
担保比率[%]	-	-	1.31	1.30
营业周期[天]	105.68	85.86	77.76	-
毛利率[%]	28.24	30.87	33.10	25.99
营业利润率[%]	2.62	11.59	15.83	4.15
总资产报酬率[%]	3.48	7.62	9.32	-
净资产收益率[%]	2.43	9.24	11.26	-
净资产收益率*[%]	3.44	11.25	11.80	-
营业收入现金率[%]	75.00	67.06	73.20	104.81
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.23	30.57	41.25	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.73	25.54	23.48	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.19	10.35	14.62	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.44	0.62	-

注：表中数据依据祁连山经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建材行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。