

南方水泥有限公司 2017 年
公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2017)010595】

评级对象: 南方水泥有限公司 2017 年公开发行公司债券(第二期)(本期债券/债项)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

评级时间: 2017 年 7 月 25 日

注册额度: 不超过 80 亿元

本期发行: 基础发行规模不超过 5 亿元, 可超额配售不超过 25 亿元

发行目的: 偿还到期债务, 补充流动资金

存续期限: 品种一: 3+2 年; 品种二: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	2.08	1.30	1.72	7.44
刚性债务	232.56	228.48	224.16	235.07
所有者权益	132.13	140.77	159.95	159.58
经营性现金净流入量	9.67	0.98	-0.51	0.11
合并数据及指标:				
总资产	937.97	916.75	906.49	928.00
总负债	725.64	707.30	699.72	721.46
刚性债务	524.62	536.35	535.00	552.36
所有者权益	212.33	209.45	206.76	206.54
营业收入	446.62	351.38	331.59	73.11
净利润	25.49	4.14	3.45	0.54
经营性现金净流入量	60.20	40.85	72.65	11.90
EBITDA	99.05	63.81	63.07	—
资产负债率[%]	77.36	77.15	77.19	77.74
权益资本与刚性债务比率[%]	40.47	39.05	38.65	37.39
流动比率[%]	52.93	51.41	53.43	55.07
现金比率[%]	7.71	4.16	5.20	9.19
利息保障倍数	1.95	1.14	1.40	—
净资产收益率[%]	12.59	1.96	1.66	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.39	5.70	10.33	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.96	2.64	7.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.62	2.04	2.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.12	0.12	—

注: 根据南方水泥经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘云 liuyun@shxsj.com
周文哲 zwz@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 68500872

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

评级观点

主要优势/机遇:

- **股东背景强。**南方水泥是大型上市央企中国建材旗下最大的经营实体, 可在资金和管理整合等方面获得股东持续支持。
- **经营规模领先。**在不考虑中国建材合并产能情况下, 南方水泥熟料和水泥产能位列国内第二, 混凝土产能规模居国内第一。
- **核心利润区市场份额较高。**南方水泥在浙沪赣湘等核心利润区市场份额高, 具有一定的市场地位。

主要风险/关注:

- **行业产能过剩。**近年来固定资产投资增速持续放缓, 水泥需求乏力, 落后产能淘汰进展缓慢, 水泥行业产能过剩未明显改善, 供需矛盾依然突出。
- **经营业绩改善具有一定不确定性。**2014-2016 年南方水泥营业收入逐年下滑, 2015 年公司首次出现经营性亏损; 2016 年公司主营业务盈利有所好转。2017 年第一季度煤炭价格上涨带来的成本压力逐步显现, 公司经营短期承压; 4、5 月份, 虽公司水泥销售均价持续上涨, 煤炭价格小幅回落, 但全年业绩改善仍存在一定不确定性。
- **短期资金周转风险。**南方水泥财务杠杆偏高, 即期债务负担重, 各项偿债指标偏弱, 短期资金周转压力较大。
- **垫资压力大。**商混市场竞争激烈, 垫资压力大。南方水泥目前正在加强对商混企业的管理整合, 能否缩短账款回款周期仍有待观察。
- **商誉减值风险。**南方水泥以往年份快速并购带

来了大额商誉，减值压力大，或将对资产流动性形成一定影响。

➤ 未来展望

通过对南方水泥及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司AAA主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性极强,并给予本期债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本期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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。本期评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《建材行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本期评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。

南方水泥有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告

一、公司概况

该公司成立于 2007 年 9 月，初始注册资本为 35 亿元，由中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）、江西万年青水泥股份有限公司、浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“尖峰集团”）、浙江邦达投资有限公司等共同出资组建，其中中国建材出资 28 亿元。2010 年 12 月，公司新增注册资本 65 亿元，其中中国建材以债权转增资本 52 亿元、其他股东以货币资金出资 13 亿元，注册资本达到 100 亿元，其中控股股东中国建材持股 80%。2016 年 9 月，中国建材兼并了众阳集团有限公司，众阳集团有限公司持有的公司 1% 股权转至中国建材。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本仍为 100 亿元，中国建材持有公司 82.30% 的股权。

该公司主营水泥、熟料及商品混凝土的生产和销售，产能主要分布于江苏、浙江、湖南、安徽、江西及广西等省、区。截至 2017 年 3 月末，公司水泥年产能近 1.46 亿吨，熟料年产能 1.01 亿吨，在产熟料生产线共 88 条，混凝土年产能 2.00 亿立方米，为中国建材旗下最大的水泥经营实体。在不考虑中国建材合并产能的情况下，公司水泥及熟料业务产能仅次于海螺水泥位居国内第二，混凝土业务产能规模位居国内第一。

二、债项概况

（一）本期债券概况

该公司申请发行的总额不超过 80 亿元面向合格投资者公开发行公司债券已获得中国证券监督管理委员会证监许可[2017]480 号文核准。本次债券采取分期发行的方式，首期发行规模为 17 亿元，本期债券基础发行总规模不超过 5 亿元，公司和簿记管理人将根据网下申购情况，决定是否行使超额配售选择权，在基础发行规模 5 亿元的基础上追加不超过 25 亿元的发行额度。

本期债券分为 2 个品种，品种一为 5（3+2）年期固定利率债券，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，基础发行规

模为 3 亿元；品种二为 5 年期固定利率债券，基础发行规模为 2 亿元。对于本期债券品种一，该公司有权决定在存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率；公司将于第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使票面利率调整选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 3 个计息年度付息日将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司。

本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，该公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），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同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	南方水泥有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）
总发行规模:	不超过 80 亿元人民币（含 80 亿元）
本期发行规模:	基础发行总规模不超过 5 亿元，可超额配售不超过 25 亿元
本期债券期限:	品种一：3+2 年期；品种二：5 年期
债券利率:	固定利率，品种一附第 3 年发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：南方水泥

截至 2017 年 6 月末，该公司尚在存续期内的债券共 10 支，未到期债券余额为 114.00 亿元，其中 55.00 亿元未到期债券将在 2017 年末前陆续到期。

图表 2. 截至 2017 年 6 月末公司尚在存续期内的债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日 (年/月/日)	到期日 (年/月/日)
17 南方水泥 SCP004	7	270 天	5.06	2017/6/16	2018/3/13
17 南水 02	2	7(5+2)年	5.00	2017/4/22	2024/4/25
17 南水 01	15	5(3+2)年	4.95	2017/4/22	2022/4/25
17 南方水泥 SCP003	10	158 天	4.58	2017/4/22	2017/9/30
17 南方水泥 SCP002	10	180 天	4.42	2017/4/12	2017/10/10

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日 (年/月/日)	到期日 (年/月/日)
17 南方水泥 SCP001	20	270 天	4.24	2017/2/18	2017/11/18
16 南方水泥 CP002	15	1 年	4.20	2016/12/13	2017/12/14
16 南方水泥 PPN002	5	3 年	4.15	2016/11/19	2019/11/21
16 南方水泥 MTN001	10	3 年	4.30	2016/4/15	2019/4/15
15 南方水泥 MTN001	20	3 年	3.97	2015/10/26	2018/10/25

资料来源：南方水泥

（二）本期债券募集资金用途

该公司拟将本期债券发行所募资金用于偿还公司债务和补充营运资金。公司将根据募集资金的实际到位时间和公司债务结构调整需要，本着优化公司财务结构、减少利息费用支出的原则，对资金运用计划进行适当的调整。

三、宏观经济和政策环境

当前全球经济持续复苏，我国经济仍处在转型时期，不确定因素众多。该公司所从事业务与宏观经济的发展密切相关，受外部经济环境影响大。

2017 年第一季度，全球经济继续复苏，但各经济体表现不一，地缘政治因素成为影响全球经济增长的重大不确定性因素。在发达经济体中，美国经济继续回升，欧盟大部分成员国和日本经济缓慢复苏，其中德国经济复苏表现强劲。在新兴经济体中，印度经济保持中高速增长，俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态，巴西经济亦在朝复苏迈进，南非经济仍低速增长。同时，美国新任总统的经济政策、英国脱欧、欧洲大选、叙利亚问题和朝鲜半岛问题等因素或对全球经济增长造成重大不确定性影响。

2017 年第一季度，在内外需求回暖带动下，我国经济增长超预期，整体表现出稳中向好态势。物价水平呈温和上涨，就业规模扩大；居民收入稳步增长，为消费增长提供稳定前提；制造业投资增速继续上升，民间投资回暖，基建投资仍处高位，地方投资热情较高，房地产开发投资增速继续上行；进出口贸易继续好转，净出口对 GDP 增长贡献率由负转正。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革的推动下，传统强周期性、产能过剩行业利润快速回升，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用明显，工业总体向好。房地产调控“因城施策”，

从供给侧及需求侧两方面同时出发，抑泡沫和去库存并行，可有效控制热点城市房地产市场的过热势头和推动三四线城市去库存。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略和自贸区建设等持续推进，区域和省市经济建设提速，区域协同发展效应逐步显现。

2017 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策。在财政政策方面，我国财政赤字率维持 3%，财政部持续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行和地方政府债务置换，加强地方政府债务管理，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务风险总体上仍然可控。货币政策方面，为更好地平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，我国央行实行稳健中性的货币政策。在坚决按照“把防控金融风险放到更加重要的位置”的总体要求下，严守不发生系统性风险底线，监管机构的监管力度持续加强，对防范市场突出风险具有积极意义，有利于经济稳定和健康发展。

我国对外开放水平持续提高，“一带一路”建设深入推进，有利于我国企业“走出去”，有利于发挥我国对全球经济发展的促进作用。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产配置需求不断提升、国际地位继续增强、资本项目可兑换进程持续推进，人民币兑美元汇率短期内受美联储加息和资本外流影响面临一定的贬值压力，但是人民币不存在长期贬值的基础，人民币兑美元汇率将在合理区间运行。

2017 年是实施“十三五”规划的重要一年，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展和城镇化的发展，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长态势。同时，在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，在我国经济增长驱动力转变、产业结构优化升级的过程中，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因素的冲击性风险。

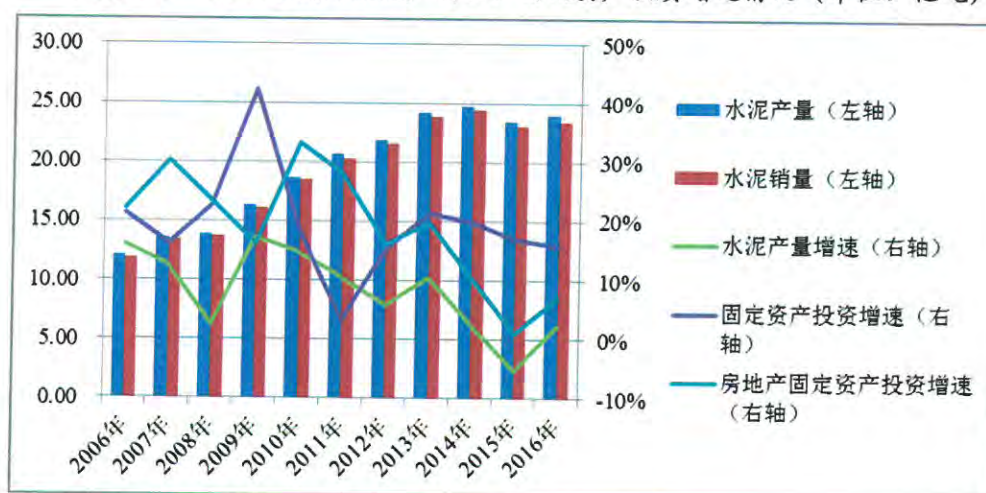
该公司所处水泥行业属于典型的投资拉动型行业，与宏观经济的发展阶段和固定资产投资规模紧密相关，受外部经济环境影响大。

四、公司所处行业及区域经济环境

2014-2016 年，宏观经济景气度持续低迷，固定资产投资增速放缓，水泥行业下游需求增长乏力；全国范围去产能进展缓慢，水泥行业产能过剩依旧十分严峻。

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，2014-2016 年分别为 15.04%、10.04%和 8.14%；其中基础设施建设固定资产投资增速由 2014 年的 19.82%下滑至 2016 年的 15.08%；房地产行业正处于结构性下行阶段，2015 年全国房地产开发投资增速较上年同比大幅下降 9.50 个百分点至 0.99%，2016 年全国房地产开发投资完成额增速回升至 6.88%。

图表 3. 近年来我国水泥产销量、固定资产投资增速情况（单位：亿吨）



资料来源：Wind 资讯、国家统计局

需求方面，近年来主要受到经济增速及固定资产投资增速下滑的影响，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 2.34%至 24.03 亿吨。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。继《关

于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》(“国发[2009]38号”)中提出“严格控制新增水泥产能”，2013年《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》(“国发〔2013〕41号”)提出坚决“遏制产能盲目扩张”之后，《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(“国办发〔2016〕34号”)再次明确提出严禁新增产能。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有所增长。据中国水泥协会统计，2015年新点火31条熟料生产线，新增产能约4712万吨；2016年新增水泥熟料产能2558万吨；截至2016年末，全国水泥熟料设计总产能约为18.3亿吨，较上年末增长近1个百分点。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。

2017年一季度，全国固定资产投资完成额增长率为9.24%，较上年同期下降1.51个百分点；其中，房地产固定资产投资增速同比下降1.44个百分点至6.76%；基础设施建设固定资产投资增速同比下降0.57个百分点至18.68%，但增长率依旧处于较高水平。

成本端方面，煤炭价格近几年仍维持低位运行，水泥行业成本压力有所缓解。2016年9月起，受到煤炭行业减量化生产政策实施、迎峰度冬、社会资金炒作等多方面因素影响，煤炭价格飙升；2016年第四季度，煤炭价格重归稳定；2017年一季度，煤炭价格保持高位，但煤炭市场大致已由供应短缺转为紧平衡状态。

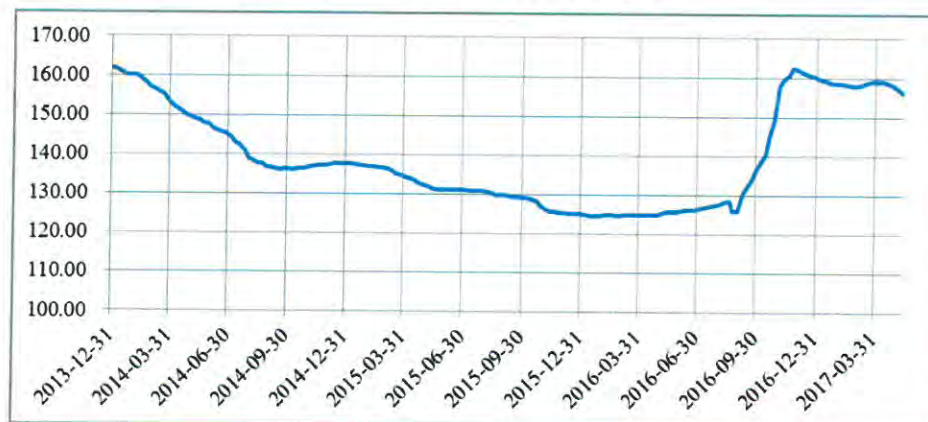
水泥生产中，石灰质原料(主要为石灰石)为其最主要的原材料。多数大型水泥生产企业均有配套石灰石矿山，石灰石自给率较高，其主要成本相对固定，成本占比不大。

水泥行业属于能源消耗性行业，煤炭、电力是水泥生产过程中所需主要燃料和能源，从全行业平均水平来看，煤、电成本占总生产成本的比例超过50%。水泥行业生产技术已相当成熟，单位产品的物耗和能耗相对稳定，内部挖潜降低成本的空间有限，而向上游煤、电行业议价能力较弱，因此煤、电价格波动直接关系行业成本压力。

煤炭方面，2012年以来，受外部经济低迷影响，我国经济增长放缓，煤炭需求下滑而新增产能大量释放，煤炭市场出现供求逆转，价格快速下滑。2014年下半年以来，针对煤炭工业的严峻形势，国家有关部门多次提及控制总量政策。2014年8月国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》，以遏

制超能力生产，国内煤炭产量得到一定控制。2014 年第四季度煤炭价格小幅回升。2015 年全年，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，根据 Wind 资讯的数据显示，全国煤炭价格指数维持在 125 点左右；第三季度起在煤炭行业 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，煤炭价格保持在高位，4、5 月煤价开始松动并小幅回落。预计未来煤炭行业供给侧结构性改革的重点将由“降产量”转向实质性“去产能”，减量生产政策或将逐步淡化，取而代之的是通过安环等手段实施产量调控。

图表 4. 2014 年以来全国煤炭价格指数走势情况

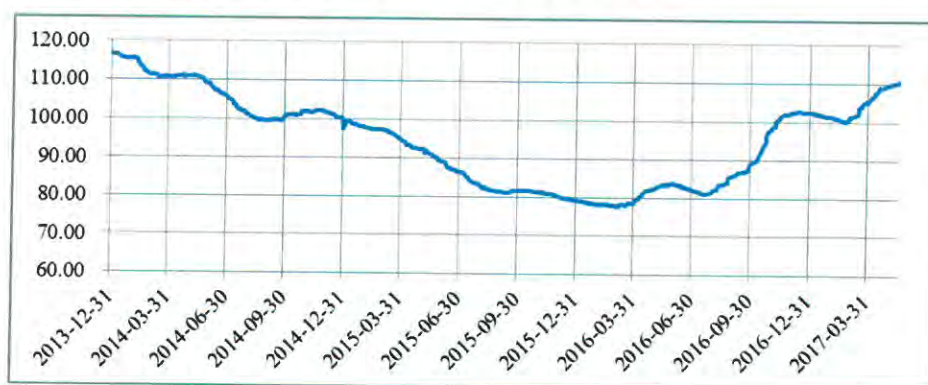


资料来源：Wind 资讯

电力方面，基于 2013 年煤价持续下行，2013 年 10 月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等 27 省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在 0.9 分/千瓦时至 2.5 分/千瓦时。2015 年电力改革进一步深化，出台了《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，并于 4 月 8 日下调全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约 0.02 元。总体而言，近年来电价下调减轻了水泥生产企业的成本压力。由于电价受政府主导，且基于煤电联动政策，煤价上涨或将导致电价上调，为节约成本和减少环境污染，近年来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每吨熟料余热发电量约为 35 千瓦时，而生产单位熟料耗电约为 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。

近年来，水泥价格处于历史低位，虽然成本压力有所减轻，但行业盈利仍呈下降态势，水泥企业经营压力明显增大，2015 年多数企业处于亏损或濒临亏损的边缘。2016 年第三季度起在煤炭价格反弹带动下水泥价格有较大提升，行业全年盈利有所改善。2017 年第一季度，水泥价格上涨幅不大，煤炭价格持续保持在较高水平，水泥生产企业面临较大成本压力。

图表 5. 2014 年以来全国水泥价格指数走势情况



资料来源：Wind 资讯

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 年水泥价格呈现出前低后高走势，上半年淡季期间价格呈现一定波动，根据中国水泥协会统计数据显示，42.5 标号水泥上半年全国平均价格为 257 元/吨，低于上年同期 40 元/吨；第三季度主要受煤炭价格上涨、道路超载超限治理造成运输成本上升的影响，加之市场协同自律、错峰生产等多因素共同推动下，水泥价格保持快速上涨态势，第四季度后半段价格保持相对稳定，至当年年末，42.5 标号水泥价格涨至 310 元/吨，较年初价格上涨近 30%。

2014 年，虽然经济增长速度放缓，但水泥行业的新产能增速放缓使得供应过剩问题有所改善，同时煤炭价格下行使行业成本压力减轻，全年水泥行业实现利润 780.20 亿元，同比增长 1.40%，利润率达到 7.97%，为仅次于 2011 年的历史最高水平。2015 年需求减弱导致全国水泥价格前三季度显著下降，第四季度持续下滑但降幅有所放缓，全年总体水泥行业的利润出现明显下滑，全行业利润总额降至 329.70 亿元；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 518 亿元，同比增长近 55%。

2017 年 1-2 月，水泥价格略有回落，3 月起水泥价格重启上升，3 月末全国 42.5 标号水泥均价升至 320 元/吨左右。整体看一季度水泥价

格涨幅不大，但同期煤炭价格保持在较高水平，水泥生产企业成本压力开始显现。

针对我国水泥行业整体存在总量过剩、结构不合理的矛盾，国家采取了一系列调控措施，将有助于行业的健康持续发展。近年来行业内兼并重组加快，但产业集中度仍不高，“去产能”、行业供给侧结构性改革等政策落实难度大。

目前国家出台的产业调控政策主要集中在四个方面：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。这些政策的执行将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。

产能方面，得益于国家密集出台的严控产能政策，近年来新增产能持续减少；但去产能方面，受地区经济利益和企业规模扩张驱动影响，去产能落实难度大，水泥行业产能仍处于扩张状态。中国水泥协会数据显示，“十二五”期间，国家累计淘汰落后水泥产能约 7 亿吨，这主要包括淘汰立窑生产线和水泥粉磨站，真正淘汰落后熟料产能仅 3 亿吨，而“十二五”期间累计实际净增水泥产能 6.5 亿吨。“十三五”期间，我国将大力推进水泥行业的“去产能”，遏制产能盲目扩张，严格执行能耗限额、污染物排放等强制性标准，倒逼竞争乏力产能退出。但行业的高度市场化和产业集中度较低，加之地方保护主义，加大了“去产能”、行业供给侧结构性改革等政策的落实难度。

我国水泥行业集中度处于较低水平。2014 年，我国前十大水泥企业市场集中度仅为 36%。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。根据中国水泥协会资料显示，2015 年水泥行业并购整合较为活跃，并购案例共发生了 19 起。经过近几年的兼并重组，水泥行业的区域龙头格局基本形成。2016 年水泥行业联合重组步伐加快，行业集中度有所提升，2016 年 4 月，金隅股份与冀东水泥达成战略重组；8

月，中国建材集团有限公司成立，中国建材与中国中材重组工作基本完成。此外，拉法基和华新水泥、昆钢嘉华和华润分别完成战略重组，吉林省压减水泥产能，河南、内蒙、辽宁等省区开始组建水泥集团。初步统计，2016 年全国前 10 家水泥及熟料产业集中度分别为 44%和 58%，比上年分别提高 5.0 和 7.0 个百分点，但总体而言行业集中度依旧不高。

2017 年，水泥行业仍将面临产能过剩、需求增长不足的问题，行业内产品结构不合理的局面短期内难以改观，节能减排是外部环境对行业的持续要求，行业经营环境严峻。长远看，我国将持续推进城镇化建设，以及“一带一路”、京津冀一体化、长江经济带等重大战略的实施，基础设施建设投入仍将持续，为水泥行业创造出一定后续发展空间。

南方水泥核心市场主要集中在长江中下游地区，其中华东市场销售占比大。华东地区经济发达，水泥需求量已经进入相对稳定期，市场竞争较为激烈。2014-2015 年在需求下滑背景下，华东地区的水泥价格下跌明显。2016 年得益于区域内行业自律协同，加之煤炭提价带动，区域水泥价格回升，水泥企业经营压力有所缓解。

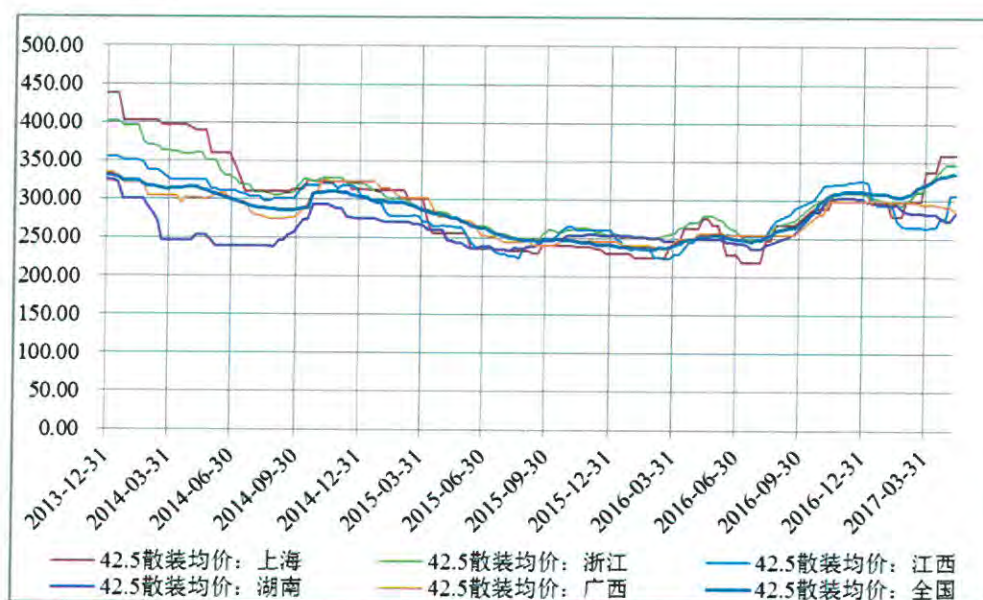
该公司在长江中下游地区（主要含苏、浙、皖、赣、湘）的熟料产能约占自身全部熟料产能的 95%左右，广西等其他地区产能占比小。

由于区域基础设施建设投资和房地产开发程度的不同，各地水泥产量增速的变化存在一定分化。江苏和浙江地处长江三角洲，经济发达，基础设施相对完善，城镇化水平较高，区域内水泥需求量已进入相对稳定期。安徽、江西和湖南等省份属于东中部省份，城镇化水平相对较低，在基础设施建设的拉动下，以往年份水泥需求增速相对较高。2014 年以来，随着固定资产投资和房地产投资大幅减速，上述各地水泥产量增速均出现了明显下滑。

2014 年，该公司所处主要区域水泥价格上半年整体逐步回落，第三季度末水泥价格下滑至全年低点（42.5 标号水泥均价跌破 300 元/吨），四季度小幅回升，全年均价和上年变化不大，得益于煤炭价格的下滑，行业利润水平比 2013 年提升。2015 年，受经济放缓、需求疲弱的影响，全年价格基本呈下降走势，华东和中南地区水泥利润分别下滑接近 50%，但仍好于其他区域。2016 年上半年，华东地区水泥市场需求依旧疲弱，区域水泥价格持续波动；下半年，主要受成本端煤炭价格上涨带动，水泥价格逐步回升。2017 年一季度，各地区水泥价格出现一定分化，但 42.5 标号水泥大体价格维持在 300 元/吨上下。

由于华东地区水泥销售可以采取成本较低的水路运输，水泥的运输半径可以达到 1000 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。由于市场竞争较为激烈，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。近年，区域内以南方水泥、海螺水泥、红狮控股等龙头企业为首，通过行业自律协同，限产保价，一定程度上保持了市场的稳定。

图表 6. 长江中下游主要地区 PO42.5 级散装水泥价格波动走势(单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯

从区域市场来看，浙江市场集中度较高，竞争激烈，主要企业有南方水泥、海螺水泥和红狮集团，三者实力较为平衡。安徽市场海螺水泥占绝对优势，市场第一和第二的差距较大；江西市场因地形复杂属于典型的半封闭市场，南方水泥近年来与江西水泥合作紧密，目前江西水泥（万年青）和南方水泥两者的市场份额合计达到约 45%，成为市场的主导力量之一，其他规模较大的企业还包括海螺水泥、红狮集团和中材股份；苏南市场（南方水泥主要负责苏南市场，中建材股份下属的中联水泥主要负责苏北市场）主要企业有南方水泥、金峰水泥和海螺水泥，其中金峰水泥占据较大的市场份额；湖南市场规模较大的水泥企业有南方水泥、海螺水泥、中材股份和印山集团，南方水泥目前市场份额最高。在行业需求总体趋弱的背景下，区域市场份额靠前的水泥企业主要通过控制产量来稳定销售价格，从而维持各自的盈利水平。目前看，南方水泥和海螺水泥等在主要竞争市场能够实现一定程度的协同，从而对市场形成影响力，维系自身经营的稳定性。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司股东背景良好。目前公司是中国建材旗下最大的水泥和商品混凝土运营主体。

该公司控股股东为港股上市公司中国建材，实际控制人为中国建材集团（公司产权状况详见附录一），股东背景良好。

中国建材是国内最大的水泥生产集团、亚洲最大的石膏板生产商和国内最大的风机叶片制造商，具有较强的综合实力，2016 年经审计的合并口径资产总额为 3407.54 亿元，净资产为 755.68 亿元（其中股本为 53.99 亿元）；当年营业收入同比增长 0.97%至 1020.76 亿元，其中水泥业务收入（对外销售）605.04 亿元，占营业总收入约 59.58%，净利润同比增长 3.80%至 27.05 亿元。

根据中国水泥网，截至 2016 年末，两材合并后中国建材集团合并水泥熟料年产能稳居全国第一，达 38385.75 万吨；南方水泥是中国建材集团旗下最大的水泥和商品混凝土生产企业。

（二）公司法人治理结构

该公司建立了较完整的治理结构，具备独立的业务自主能力，日常运营中能够得到股东资金和担保支持。

该公司具有独立的业务及经营自主能力，控股股东通过股东大会行使出资人权利，与公司之间做到了人员、资产、财务、机构、业务“五分开”。公司设有股东大会、董事会、监事会和总裁班子等决策机构、监督机构和管理团队，并就各机构的职责权限、人员构成和议事规则等作出相应规定，为公司保持经营独立性和决策科学性提供了较有效的支持，整体治理结构较完整。

该公司因购销形成的关联交易规模小，2016 年关联采购金额为 2.51 亿元，占营业成本的 1%左右；关联销售金额为 0.54 亿元，占营业收入的比重低于 1%，均参照市场价格定价；公司关联资金往来较多，造成其他应收款和其他应付款金额相对较大，2016 年末分别为 31.72 亿元和 63.67 亿元，其中应付股东中国建材的余额为 63.10 亿元；另外，因关联交易形成的期末应收账款、预付款项和应付账款余额分别为 0.70 亿元、0.31 亿元和 4.78 亿元，关联资金往来形成的应付股利和应付利息分别为

0.35 亿元和 9.39 亿元。截至 2016 年末中国建材为公司提供的担保余额为 70.70 亿元，体现为股东对公司的支持。

（三）公司管理水平

该公司具有较合理的组织架构设置，内部控制制度基本健全，并得到逐步落实和改善。

作为控股型集团企业，该公司实行三级管理架构：公司本部——区域公司——成员企业，公司本部为管理中心，区域公司为运营中心，成员企业为制造中心。公司本部下设行政事务部、人力资源部、财务审计部、企管部、发展部、市场部、技术部和物资部等 8 个职能部门；区域公司根据业务需要下设财务审计部、市场营销部、生产技术部、物资供应部和行政人事部等职能部门，各部门职责明确，各司其职，基本可满足公司现有经营管理需要。

随着联合重组的持续实施，该公司旗下子公司众多。2015 年，公司开始通过吸收合并或管理合并的方式对区域公司进行重新梳理，由原来的 11 家减少为 5 家，具体作法为保留江西南方、湖南南方和广西南方，其余市场以钱塘江为界，钱塘江以南划归浙江南方，杭州南方、金华南方并入浙江南方；钱塘江以北划归上海南方，嘉兴南方、湖州南方、江苏南方和芜湖南方并入上海南方。目前，上海南方、浙江南方的合并尚未完成。截至 2016 年末，公司共有 11 家二级子公司、三级及以下子公司 318 家。另外，公司还通过吸收合并、注销或对外转让股权的方式去除四级企业。公司通过上述做法，精简机构和人员、减少管理层级，以达到减少费用，提高效率的目标。

经过多年发展，该公司已积累了较为丰富的重组管理经验，各项经营管理制度趋于完善，且逐步得到落实。目前，公司以 RCM 经营战略为指导，通过设立区域公司，以“五集中”（即市场营销集中、采购集中、财务集中、技术集中和投资决策集中）为管理模式，通过统一管理弥补原成员企业管理决策能力较弱的缺陷，逐步将一线工厂转变为成本中心。同时，在中国建材“央企市营”管理理念指导下，通过文化整合、对标管理和岗位市场化机制等手段对联合重组的企业进行管理整合。

未来，该公司将继续深入推进管理整合和技术创新，提高协同管理水平，加强对净利润、销量及价格、成本费用、现金流、资产负债率等指标的对标管理，加强费用控制和应收账款管理。

（四）公司经营状况

该公司在水泥和商混行业的规模优势明显。公司现有水泥产区主要分布于浙苏皖赣湘，在核心区域的市场份额较高，对区域市场具有较强的影响力。目前公司工作重心已转向管理提升和技术改造，未来公司将实行“存量优化，减量发展”的发展战略，并盘活低效资产，提高运营效率。

2013 年以来，该公司基本停止产能扩张步伐，工作重心转为并购后的整合及管理提升。2014-2016 年，公司营业收入分别为 446.62 亿元、351.38 亿元和 331.59 亿元，其中，各业务收入占比基本稳定，水泥和商品混凝土收入占总收入比保持在 60%和 30%左右。2016 年，公司营业收入较上年减少 19.80 亿元（降幅为 5.63%）。其中水泥及熟料业务收入减少 10.99 亿元，同比下降 4.88%；商品混凝土业务收入较上年减少 9.96 亿元，同比下降 8.47%。

图表 7. 公司营业收入、毛利构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
水泥及熟料	282.71	63.30%	225.37	64.14%	214.38	64.65%	50.33	68.84%
商品混凝土	153.7	34.41%	117.57	33.46%	107.61	32.45%	20.63	28.22%
主营其他	2.79	0.62%	1.63	0.46%	1.46	0.44%	0.41	0.56%
其他业务	7.42	1.66%	6.81	1.94%	8.13	2.45%	1.74	2.38%
合计	446.62	100.00%	351.38	100.00%	331.59	100.00%	73.11	100.00%
毛利	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
水泥及熟料	75.94	62.90%	44.9	55.39%	48.54	58.56%	7.67	60.02%
商品混凝土	42.77	35.42%	34.34	42.36%	30.88	37.25%	4.01	31.38%
主营其他	0.91	0.76%	0.43	0.53%	0.36	0.43%	0.04	0.31%
其他业务	1.12	0.93%	1.39	1.71%	3.11	3.75%	1.06	8.29%
合计	120.74	100.00%	81.06	100.00%	82.89	100.00%	12.78	100.00%
毛利率	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
水泥及熟料	26.86%		19.92%		22.64%		15.24%	
商品混凝土	27.83%		29.21%		28.70%		19.44%	
主营其他	32.70%		26.34%		24.69%		9.76%	
其他业务	15.08%		20.38%		38.22%		60.92%	
综合毛利率	27.03%		23.07%		25.00%		17.48%	

注：根据南方水泥提供的数据整理

毛利率方面，2014-2016 年，该公司水泥及熟料毛利率分别为 26.86%、

19.92%和 22.64%，因受原材料和销售价格波动影响呈现一定波动；而同期公司商混毛利率因处于水泥产业链下游，毛利率波动相对较小，分别为 27.83%、29.21%和 28.70%。在毛利构成上，2016 年水泥及商混业务毛利占比分别为 58.56%和 37.25%，其他业务收入规模和营业毛利规模均很小，对公司业绩影响有限。

2017 年第一季度，该公司营业收入为 73.11 亿元，同比增长 13.84%；毛利为 7.67 亿元，同比下降 2.40%；综合毛利率为 17.48%，比上年同期下降 2.62 个百分点。

1. 水泥及熟料业务

2013 年以前，该公司加强东南沿海沿江地区的战略布局，主要通过“资本运作+联合重组”方式扩大产能，2013 年后公司停止了产能扩张步伐，之后产能未有明显变化，截至 2017 年 3 月末公司水泥及熟料年产能分别为 1.46 亿吨和 1.01 亿吨。

2016 年，该公司生产水泥 9697.11 万吨，同比增加 479.11 万吨但水泥销售量同比减少 19.18 万吨至 8845.82 万吨。虽然在煤炭价格上涨带动下，当年下半年水泥价格有所提升，但全年水泥销售均价依旧较上年下降 10.30 元/吨至 200.90 元/吨。同期，公司熟料产量为 8626.36 万吨，同比增加 585.36 万吨，在满足公司内部水泥生产自用后，熟料对外销售量为 2194.15 万吨，较上年减少 70.85 万吨；熟料销售均价 167.13 元/吨，较上年全年均价小幅下降 0.87 元/吨。当年公司水泥及熟料收入总计 214.38 亿元，较上年减少 10.99 亿元。2017 年第一季度，公司水泥产、销量分别为 1837.39 万吨和 1833.39 万吨，同比增长 1.85%和 2.54%。水泥销售均价为 225.65 元/吨，高出上年同期 18.20 元/吨。水泥熟料实现收入 50.33 亿元，同比增长 19.18%。

由于所在区域产能过剩较为严重，受需求增速放缓、节能环保、区域协同限产等因素综合影响，近年来该公司产能利用率处于较低水平，2016 年为 64.89%。

图表 8. 公司 2014-2016 年及 2017 年第一季度水泥业务产销状况

产 品		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一季度
水泥	产量（万吨）	10259.00	9218.00	9697.11	1837.39
	销量（万吨）	9090.00	8865.00	8845.82	1833.39
	产能利用率（%）	68.40	64.22	64.89	63.21
	销售价格（元/吨）	226.40	211.20	200.90	225.65
熟料	产量（万吨）	9515.00	8041.00	8,626.36	1185.19

销量（万吨）	2585.00	2265.00	2,194.15	487.61
产能利用率（%）	85.30	74.11	74.56	73.31
销售价格（元/吨）	217.80	168.00	167.13	183.75

注：①根据南方水泥提供的资料整理、绘制；②其中熟料销量仅计算外销部分。

该公司现有生产线和销售市场主要分布于浙江、湖南、安徽、江苏、江西等省，集中于长江中下游水域沿线，市场连通性较好，共周期性较强。按照公司 5 大区域公司划分，2016 年，公司在浙江、上海、江西、湖南、广西地区的产能和销售分布如图表 7 所示。

图表 9. 2016 年公司按区域划分的产能和销量分布情况（单位：%）

区域名称	熟料产能占比	水泥产能占比	水泥销售占比	商品混凝土销售占比
浙江	18.41	22.47	23.87	20.04
上海	37.79	28.57	29.50	27.16
江西	15.59	19.65	15.22	12.50
湖南	22.07	24.45	24.42	40.30
广西	6.14	4.86	6.99	-
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：南方水泥

除控股子公司外，该公司还通过联营企业加强在江西和福建市场的控制力。在江西，截至 2016 年末，公司持有江西南方万年青水泥有限公司（简称“南方万年青”）50%股权，南方万年青的控股股东江西万年青水泥股份有限公司水泥总产能超过 2300 万吨，2016 年水泥产量为 2101.97 万吨，约占当年江西产量的 22.10%；在福建，公司持有福建水泥股份有限公司（简称“福建水泥”）5.26%股权（系第二大股东），公司与福建水泥合资成立了福建省建福南方水泥有限公司（各持股 50%），可对福建水泥施加一定影响。截至 2016 年末，福建水泥的水泥产能为 1250 万吨，2016 年产量为 619.78 万吨，约占福建省总产量的 7.66%。因公司在福建市场不占优势地位，公司正考虑退出福建市场。

该公司按照“营销集中、产销分离”目标，建立了“总部市场部、区域营销中心、一线销售部和工厂业务部”三级营销组织体系。公司销售区域覆盖浙江、上海、江苏、江西、湖南和广西等地，产品主要销往搅拌站、水泥制品企业、重点工程项目或施工单位、房地产开发商等，熟料主要销往粉磨站企业。不同区域具有不同的市场结构，多区域经营有助于增强公司市场调节能力和保供能力，对于公司承接大型跨区域项目具有重大支持，且在一个地区经济衰退时，可以通过其他地区的良好表现来弥补其受到的损失，以增强经营稳定性。

该公司采取直销为主、分销为辅的销售渠道模式，其中直销占比 70%，供应对象主要为重点基建、房产项目工程和搅拌站等；分销占比 30%，供应对象主要为农村等地区经销商。公司销售采用“现款交易为主，赊销和预收为辅”的结算模式，对高铁、基建等重大项目的账期相对较长。

该公司水泥生产原材料主要为石灰石以及煤炭、电力等能源。截至 2017 年 3 月末公司石灰石保有量为 39.24 亿吨，总量较为丰富。2016 年全年耗用石灰石量为 10280.04 万吨，外部采购量占全年耗用量的 8% 左右。近年来公司石灰石采购均价逐年下降，2016 年及 2017 年第一季度采购均价分别为 17.67 元/吨和 16.44 元/吨。电力方面，公司熟料生产线配有余热发电系统，截至 2016 年末公司共拥有余热发电生产线 93 条，总装机达 604MW，可满足约三分之一的用电需求。得益于公司综合电耗的下降，2016 年对外购电总量为 59.22 亿度，较上年减少 4.19 亿度。同时，2016 年起公司所在上海、浙江、安徽、湖南、广西等省部分县市开始实行直供电政策，当年外购电价有所下降，为 0.585 元/度，较上年减少 0.021 元/度。综合来看，公司石灰石及电力成本有所下降。

该公司实行煤炭集中采购制度，以本部为采购中心，与多家煤炭经销商建立了长期合作关系，公司与煤炭供应商的长期协议价格一般较市场价低 30-40 元/吨左右。2016 年第三季度起，煤炭价格大幅上升，公司 2016 年全年煤炭采购均价为 486.46 元/吨，较上年增加 18.37 元/吨。2017 年第一季度，煤炭价格维持在高位，采购均价大幅上升至 655.13 元/吨，成本压力显现。公司煤炭总体采购资金量较大，2014-2016 年分别为 80.70 亿元、65.33 亿元和 60.48 亿元。

图表 10. 近年来公司主要原材料采购情况

项目名称		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一季度
石灰石	采购量（万吨）	12969.31	13666.14	10280.04	2495.82
	采购均价（元/吨）	19.60	18.18	17.67	16.44
煤炭	采购量（万吨）	1447.84	1395.73	1243.30	281.59
	采购均价（元/吨）	557.38	468.09	486.46	655.13
电力	采购量（亿度）	70.85	63.41	59.22	11.43
	采购均价（元/度）	0.614	0.606	0.585	0.595

资料来源：南方水泥

随着水泥生产行业环保要求的提高，该公司在环保方面的投入力度持续。2016 年公司在环保方面投入资金 9.63 亿元，主要用于余热发电、脱硝、除尘等节能环保设施的购建、改造。

2. 商品混凝土业务

2012 年以来，该公司依托在骨料资源和市场销售渠道方面的比较优势，积极向水泥下游产业链——商品混凝土行业延伸，大力推进对现有区域商品混凝土企业的联合重组。2014 年以后公司停止大规模收购，转而以提高管理水平为工作重点。截至 2017 年 3 月末，公司商混年产能达到 2.00 亿立方米，居国内第一。

商品混凝土业务的发展有利于加强该公司对水泥终端市场的控制力，并已成为公司重要的收入和毛利补充。2016 年，公司商混销量为 3646.80 万立方米，较上年减少 107.62 万立方米；销售均价为 295.09 元/立方米，较上年下降约 22.91 元/立方米。当期，公司商混收入为 107.61 亿元，毛利率为 28.70%，商混毛利占公司总毛利比重为 37.25%。2017 年第一季度，公司商混产销量为 698.56 万立方米，同比减少 17.23 万立方米；受上游水泥提价带动，当期销售均价升至 295.32 元/立方米，高出上年同期 10.09 元/立方米。公司控制的商混企业使用公司自产水泥的比例约为 98% 左右，有利于提高公司水泥熟料主业的市场影响力。

但商混行业技术和资金门槛低，亦没有明确的准入政策限制，导致行业竞争激烈，垫资现象普遍。在整合过程中，该公司一方面与原并表企业原股东达成协议，在收购前形成的遗留应收账款清理完成后才向其支付股权款；另一方面，在收购后，加强应收账款管理工作，目前应收账款已成为业绩考核最主要的指标之一。同时，在签订合同时公司尽量规避风险较高的业务。但由于行业垫资惯例及下游资金紧张，商品混凝土业务的应收账款仍保持较大的规模。

3. 发展规划

该公司通过大规模联合重组，在长江中下游核心区域市场获得了较强的市场地位，目前发展重点已从联合重组转向管理整合和技术改造。从 2013 年下半年起，公司明显放缓了联合重组力度，资本性支出明显减少，未来将以支付以前年度并购尾款、设备更新及节能环保支出为主。

图表 11. 公司 2017-2019 年技改工程资金投入、股权尾款支付计划

	2017 年	2018 年	2019 年
技改工程	17.25	16.30	16.75
股权尾款	4.00	3.00	3.00
合计	21.25	19.30	19.75

资料来源：南方水泥

未来，该公司将执行“存量优化、减量发展”的经营策略，以应对行

业产能过剩的局面，在确保优势区域市场占有率的前提下，关停部分效益不好的企业，退出不占优势的区域，盘活低效资产。公司将通过管理提升竞争力，缩减组织机构以减员增效。

（五）公司财务质量

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2014 年至 2016 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（2006 版）及其补充规定。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 906.49 亿元，所有者权益为 206.76 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 196.07 亿元），全年实现营业收入 331.59 亿元，净利润 3.45 亿元（其中归属于母公司净利润为 2.63 亿元）。截至 2017 年 3 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 928.00 亿元，所有者权益为 206.54 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计为 196.71 亿元）；第一季度营业总收入为 73.11 亿元，实现净利润 0.54 亿元（其中归属于母公司的净利润为 0.52 亿元）。

该公司纳入合并范围的子公司数量众多，近年来公司持续对下属公司进行管理合并，2016 年注销子公司 1 家，并将另 12 家子公司注销并入其他子公司。截至 2016 年末，公司二级子公司共 11 家，三级及以下子公司共计 318 家。

该公司资产负债率偏高，且已经形成较大规模的刚性债务，刚性债务偏向于短期，公司面临一定的即期偿债压力。公司保持较高的营业收入现金率，经营性现金流呈大幅净流入状态且规模较大，可对公司债务偿付形成基础保障。公司资产以固定资产等长期资产为主，资产流动性偏弱，此外商誉占比较大，存在一定减值风险。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

该公司主业突出，盈利受水泥价格的波动影响大，2015 年因水泥价格持续下滑，公司首次出现经营亏损。2016 年，公司所在主要区域固定资产投资增速持续放缓，市场需求不振持续；虽然当年三、四季度煤炭价格反弹，但对全年煤炭采购成本影响未完全显现，主要得益于公司降本增效，当年主营业务盈利能力有所提升。2017 年第一季度，因煤炭价

格总体保持在较高水平，公司成本压力开始显现，主营业务盈利能力同比有所下降。

2014-2016 年，该公司所在销售区域固定资产投资及房地产投资增速持续放缓，水泥市场需求不振持续，公司水泥产品销量持续下滑，加之水泥价格持续走低，公司营业收入持续下滑。2014 年煤炭价格继续大幅下跌，且下跌幅度超过水泥熟料价格跌幅，因此公司营业毛利增加 7.49 亿元至 120.74 亿元，毛利率上升 3.18 个百分点至 26.86%。2015 年，煤炭价格下降无法抵消因水泥、商品混凝土销量大幅减少、价格下滑带来的影响，当年营业毛利减少 39.68 亿元至 81.06 亿元。2016 年，公司水泥销量和销售均价均同比小幅下滑，但得益于公司降本增效，且煤炭采购成本上升在当期未明显显现，公司 2016 年营业毛利较上年增加 1.23 亿元至 82.89 亿元。

虽然近年该公司尽量压缩各项费用开支，三费支出呈逐年下降的趋势，但期间费用规模仍较大。2014-2016 年，公司期间费率分别为 19.81%、22.79%和 22.17%，对公司盈利侵蚀明显。

图表 12. 公司期间费率变化分析

项 目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年第一季度
期间费率	19.81%	22.79%	22.17%	17.38%
销售费用（亿元）	32.34	28.23	28.33	3.20
管理费用（亿元）	21.80	20.97	19.07	3.32
财务费用（亿元）	35.35	30.89	26.10	6.18

资料来源：南方水泥

2014 年，该公司主营业务盈利性较好，扣除其他经营收益的营业利润¹为 26.70 亿元，其占利润总额比达 73.36%。2015 年公司营业利润首次转负，扣除其他经营收益的营业利润为-4.82 亿元。2016 年，公司主营业务盈利能力有所回升，扣除其他经营收益的营业利润较上年增加 5.88 亿元至 1.06 亿元，占利润总额的比重为 10.00%，总体来看，2015 及 2016 年公司主营业务盈利能力转弱，公司盈利对投资收益和营业外净收入的依赖度较高。

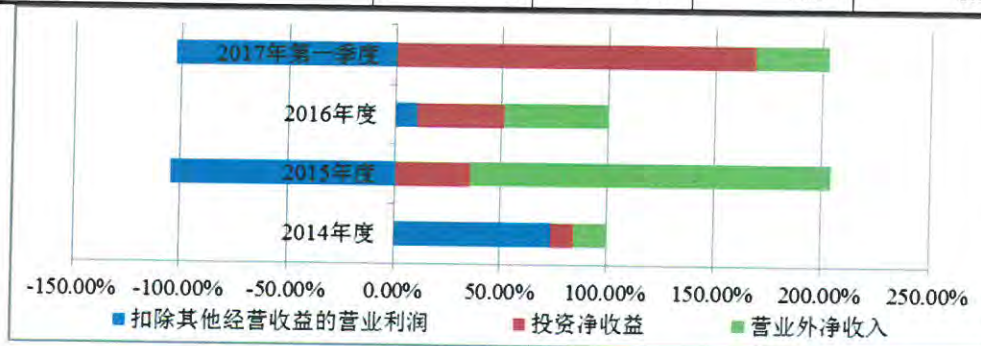
该公司投资收益主要来自位于江西、甘肃及浙江等区域的联营水泥企业，能够对公司利润形成一定补充。2014-2016 年，公司投资净收益分别为 3.98 亿元、1.64 亿元和 4.36 亿元，2016 年公司投资净收益较大，主要系因处置长期股权投资带来 2.39 亿元投资收益（主要为处置甘肃上峰水

¹ 扣除其他经营收益的营业利润=营业毛利-期间费用-营业税金及附加-资产减值损失=营业利润-公允价值变动净收益-投资净收益，反映公司考虑期间费用的主营业务盈利水平。

泥股份有限公司股权，当期末持股比例变为 16.85%)。

图表 13. 公司利润总额来源及构成分析 (单位: 亿元)

项 目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 第一季度
营业毛利	120.74	81.06	82.89	12.77
减: 期间费用	88.49	80.09	73.51	12.70
减: 营业税金及附加	4.81	5.56	5.79	1.86
减: 资产减值损失	3.91	3.14	4.00	0.75
扣除其他经营收益的营业利润	26.70	-4.82	1.06	-0.68
加: 其他经营收益-投资净收益	3.98	1.64	4.36	1.12
营业利润	30.68	-3.18	5.42	0.44
加: 营业外净收入	5.72	7.80	5.16	0.23
利润总额	36.40	4.62	10.58	0.66



资料来源: 根据南方水泥所提供数据整理、绘制。

近三年该公司每年由于资源综合利用享受的增值税退税、福利企业享受的增值税退税和节能环保奖励等原因获得较大额政府补助, 2014-2016 年营业外收入分别为 7.74 亿元、8.73 亿元和 7.25 亿元; 同期营业外支出分别为 2.02 亿元、0.93 亿元和 2.09 亿元。得益于营业外净收益的补充, 同期利润总额分别为 36.04 亿元、4.62 亿元和 10.58 亿元, 扣除所得税后公司实现净利润 25.49 亿元、4.14 亿元和 3.45 亿元。2015 年以来公司主营业务获利能力明显转弱, 利润来源主要为营业外净收入。

2017 年第一季度, 该公司实现收入 73.11 亿元, 同比增长 13.84%; 2016 年 9 月起煤炭价格回升带来的成本压力逐步显现, 公司综合毛利率同比下降 2.63 个百分点至 17.47%; 期间费率同比下降 2.73 个百分点至 17.38%, 扣除投资收益的营业利润同比减少 0.21 亿元至 -0.68 亿元; 投资收益同比增加 0.86 亿元至 1.12 亿元, 主要系因当期公司持续减持上峰水泥股份, 截至 2017 年 3 月末, 公司持有上峰水泥股权减少至 14.40%; 营业外净收入同比减少 0.54 亿元至 0.23 亿元。2017 年第一季度, 公司实现净利润 0.54 亿元, 较上年同期增长 4.46%。

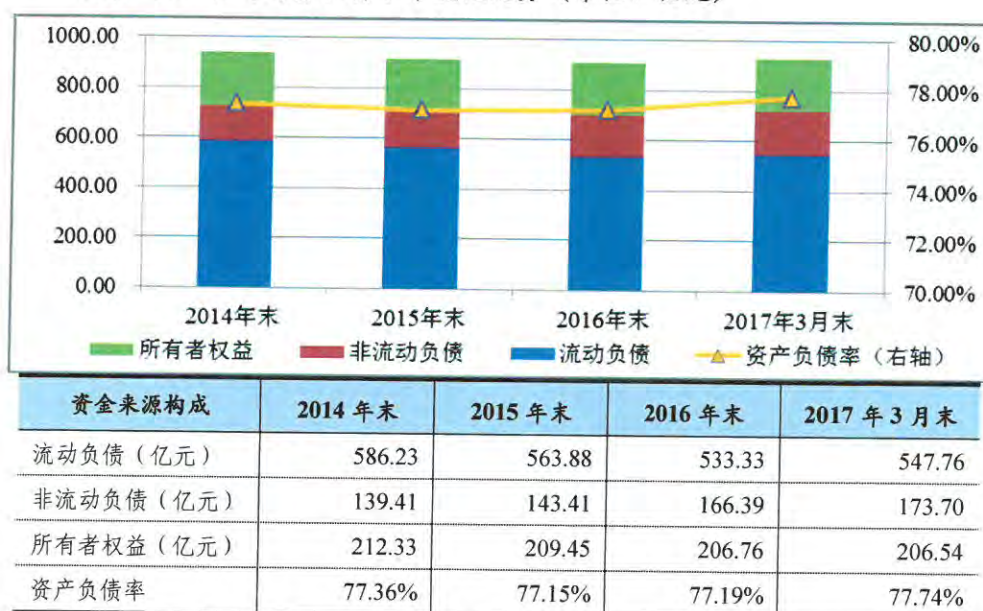
总体来看，受 2015 年需求乏力水泥价格持续下跌的影响，该公司业绩显著下滑。2016 年，煤炭价格上涨的成本压力未完全体现，公司通过紧盯节能减排、降本增效，当年盈利能力有所回升。2017 年第一季度，煤炭价格维持在高位，公司成本压力显现，盈利能力较上年同期有所下降；4、5 月份，煤炭价格开始出现松动，公司水泥销售价格的持续上升，但公司未来经营业绩的提升依然具有一定不确定性。

（二）公司偿债能力

该公司财务杠杆偏高，债务规模大，流动性指标和偿债指标偏弱，但公司经营环节现金流情况良好，对债务偿还起基础保障作用。预计随着资本性支出缩减，以及存量资产的盘活，公司资金周转压力能得到一定缓解。

1. 债务分析

图表 14. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



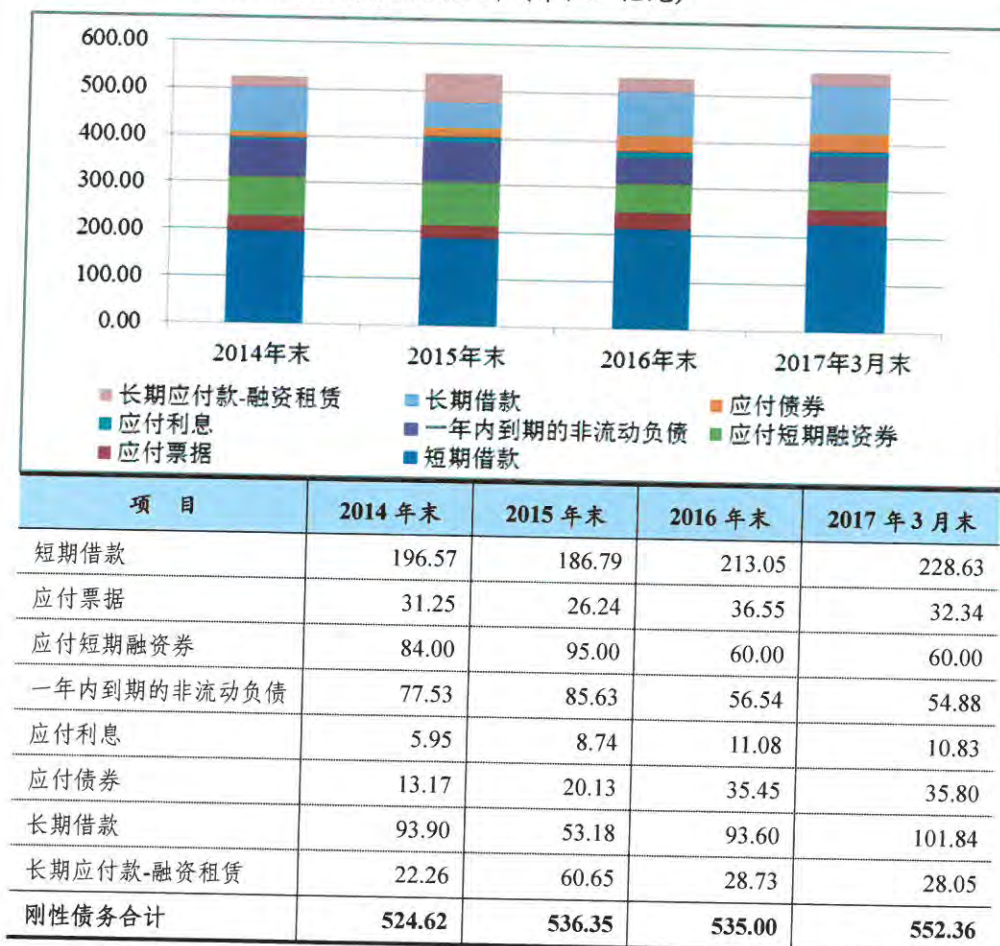
资料来源：根据南方水泥所提供资料整理、绘制。

以往年份，该公司通过资本运作方式实现快速扩张，负债规模大。近年来公司致力于化解债务 2015、2016 年末公司负债总额分别较上年末减少 18.35 亿元和 7.57 亿元；同期末，因分配利润所有者权益相应减少，公司财务杠杆未有明显改善。总体看，公司资产负债率偏高，2014 年以来一直保持在 77%左右。

从负债的期限构成方面来看，该公司负债偏重于短期，而公司所属水泥行业固定资产投资回收期较长，与公司所倾向的短期负债匹配度较差。

近年来公司正逐步优化其债务结构,公司长短期债务比逐年提高,从2014年末的23.78%上升至2016年末的31.20%。

图表 15. 公司刚性债务构成分析 (单位: 亿元)



资料来源: 根据南方水泥所提供资料整理、绘制。

该公司刚性债务规模大, 占总负债的比重高, 近三年刚性债务占负债总额的比重一直处于70-80%之间。公司主要通过银行借款和发行债券进行融资, 其中银行借款是公司最主要的融资方式。2014-2016年末公司银行借款总额(包括短期借款、长期借款及一年内到期的长期借款)分别为329.79亿元、287.11亿元和338.96亿元, 占刚性债务的60%左右; 公司借款方式中, 2016年末信用借款、保证借款和抵质押借款分别占比20.96%、75.56%和3.49%。2016年公司共发行2期短期融资券(合计发行规模30亿元)、4期超短券(合计发行规模70亿元)、2期定向债务融资工具(合计发行规模6亿元)和1期中期票据(发行规模10亿元), 截至2016年末, 公司未到期债券余额为95.45亿元。从承债主体看, 短期融资券和长期债券全部由公司本部发行, 本部刚性债务规模占合并口径刚性债务规模的40%左右。公司债务融资成本相对较低, 银行借款利率基本在基准利率以下。

除刚性债务外，2016 年末该公司应付账款和其他应付款金额较大，分别为 51.70 亿元和 88.74 亿元。公司应付账款主要为应付材料款和工程设备款；其他应付款主要为拆借款和应付股权收购款，期限较长，其中应付股东中国建材的款项为 63.10 亿元，股东对公司资金支持力度较大。

截至 2016 年末，该公司预计负债余额为 0.59 亿元，其中对合并范围外公司提供担保所计提的预计负债金额为 0.57 亿元。总体而言公司预计负债的规模较小。

2017 年 3 月末，该公司负债总额升至 721.46 亿元，其中刚性债务较上年末增加 17.36 亿元至 552.36 亿元，其他科目未有重大变化。刚性债务中，短期借款较上年末增加 15.58 亿元，应付票据减少 4.21 亿元，一年内到期的非流动负债减少 1.67 亿元，长期借款增加 8.24 亿元。

总体来看，该公司刚性债务规模大，且债务偏向于短期，存在一定的即期偿付和债务循环压力。

公司过往债务履约情况

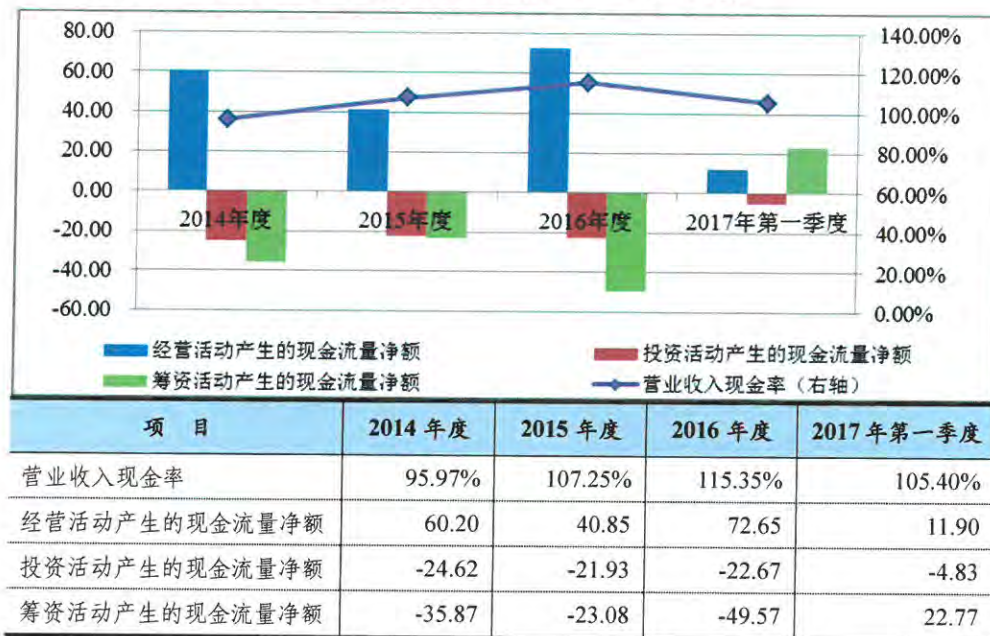
根据该公司提供的 2017 年 5 月 24 日《企业基本信用信息报告》显示，公司银行借款无违约记录。

自 2011 年以来，该公司陆续发行了多期债券。截至 2017 年 6 月末，公司待偿还债券本金共计 107.00 亿元，所有到期债券均正常还本付息，同时存续期内的未到期债券付息亦正常。

2. 现金流分析

该公司经营性现金流入量主要由“销售商品、提供劳务支付的现金”构成，2014-2016 年，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 428.63 亿元、376.87 亿元和 382.48 亿元；营业收入现金率分别为 95.97%、107.25%和 115.35%，总体而言公司收入创现能力较高。公司经营性现金流出量主要由“购买商品、接受劳务支付的现金”构成，其占经营性现金流出总额的比重同期保持稳定；经营性现金流量净额分别为 60.20 亿元、40.85 亿元和 72.65 亿元。2015 年经营性现金净流量大幅下降主要系营业收入减少及应收账款增加所致。总体看，公司经营性现金流情况良好，可对债务偿付提供一定的保障。但由于公司总体债务规模较大，经营性现金净流量对负债覆盖能力处于相对较低水平，2016 年经营性现金净流量对流动负债、负债总额的比例分别为 13.62%和 10.38%。

图表 16. 公司 2013 年以来现金流情况 (单位: 亿元)



注: 根据南方水泥提供的数据绘制

前期并购活动导致该公司投资活动现金净流出量较大,但随着 2013 年下半年以来联合重组步伐的逐步减慢直至停止,收购子公司的资本性支出明显减少。2014-2016 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 9.96 亿元、18.46 亿元和 25.76 亿元,主要用于固定资产的更新和技术改造。2014-2016 年投资性现金净流量分别为-24.62 亿元、-21.93 亿元和-22.67 亿元。

该公司主要通过银行借款和发行债券进行融资。2014-2016 年,筹资活动产生的现金流入量中“取得借款收到的现金”分别为 390.41 亿元、569.50 亿元和 463.65 亿元。同期,筹资活动现金流出量中“偿还债务支付的现金”分别为 385.95 亿元、555.55 亿元和 444.89 亿元。公司凭借其 与多家金融机构之间良好的合作关系,保证了其融资渠道的畅通,公司可以较为顺畅地实现信用循环,在不考虑利息和股利支付造成的现金流出的情况下,公司的再融资金额可以覆盖到期债务的本金。2014-2016 年公司分配股利、偿付利息支付的现金支出亦较大,分别为 34.99 亿元、31.86 亿元和 39.54 亿元。同期筹资性净现金流量分别为-35.87 亿元、-23.08 亿元和 49.57 亿元。

2017 年第一季度,该公司销售商品、提供劳务收到的现金为 77.06 亿元,同比增长 5.70%,经营性现金净流量为 11.90 亿元;投资活动净现金流量为-4.83 亿元;筹资活动产生的现金净流量为 22.77 亿元。

近三年该公司经营性现金流维持大幅净流入,同时公司已停止大规模

兼并收购，近年来资本支出主要用于生产线技改工程，资本性支出规模已减少，总体来看公司现金流平衡能力较强。

3. 资产质量分析

2014-2016 年末，该公司总资产分别为 937.97 亿元、916.75 亿元和 906.49 亿元，非流动资产占比一直超过 65%，符合制造业的资产结构特征。公司资产主要由货币资金及应收票据、应收账款、其他应收款、固定资产及在建工程、无形资产和商誉构成。

图表 17. 公司核心资产及其占总资产比重的变化趋势（亿元）

项 目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金及 应收票据	46.23	4.93%	24.34	2.65%	28.50	3.14%	67.39	7.26%
应收账款	113.17	12.07%	122.80	13.40%	123.05	13.57%	124.23	13.39%
其他应收款	74.51	7.94%	71.22	7.77%	71.55	7.89%	55.96	6.03%
固定资产及 在建工程	365.59	38.98%	355.07	38.73%	352.34	38.87%	354.79	38.23%
无形资产	59.41	6.33%	65.94	7.19%	66.84	7.37%	67.41	7.26%
商誉	137.53	14.66%	136.39	14.88%	136.09	15.01%	136.09	14.66%

资料来源：根据南方水泥所提供资料整理。

该公司流动资产中，应收账款规模大，主要系 2012 年以来大量商混企业并表，商混业务垫资现象普遍所致，2016 年末为 123.05 亿元，较上年末增长 0.20%，公司下游客户众多，应收账款较分散，前五名合计占比仅 1.58%；应收账款余额中账龄在 1 年以内的款项占比 75.06%，整体看账龄较短；公司累计对应收账款计提了 5.83 亿元坏账准备（当年计提 1.32 亿元）。2016 年末，公司其他应收款规模较大，为 71.55 亿元，其中与关联方及第三方的往来款金额较大，其中主要包括应收绍兴南方水泥有限公司 12.12 亿元、诸暨南方水泥有限公司 5.08 亿元、浙江旭阳煤炭物资有限公司 4.90 亿元等，账龄相对较长。

2014-2016 年末，该公司非流动资产中固定资产和在建工程合计账面余额小幅下降，分别为 365.59 亿元、355.07 亿元和 354.79 亿元，原因系计提折旧和减值准备（2016 年公司固定资产减值损失为 2.04 亿元），公司投资高峰期已结束，在建工程均为技改项目；无形资产余额有所上升，原因主要系采矿权和土地使用权的增加，2016 年末为 66.84 亿元（同比上涨 1.37%），其中包括 46.58 亿元土地使用权和 19.91 亿元采矿权。另外，公司溢价收购带来了大额的商誉，2016 年末公司商誉为 137.76 亿元（其

中，商混板块、水泥板块商誉分别为 43.60 亿元和 94.15 亿元)。2015 年末，公司对商誉计提了减值准备 1.67 亿元；2016 年公司未对商誉计提减值准备。在目前较高的财务杠杆下，资产中较大比例的商誉规模可能对外部流动性造成一定不利影响；行业景气度下滑情况下公司商誉减值压力较大。

该公司短期债务规模大，货币资金存量明显不足。2016 年末，公司短期刚性债务规模达到 377.22 亿元，但货币性资产仅为 20.14 亿元，流动比率和现金比率分别为 53.43%和 5.20%，存在较大的即期偿债压力。

2017 年 3 月末，该公司货币资金及应收票据分别较上年末增加 30.19 亿元和 8.70 亿元；应收账款较上年末增加 1.18 亿元；其他应收款较上年末减少 15.59 亿元；在建工程较上年末增加 3.64 亿元；其他资产科目较上年末没有重大变化。

七、公司抗风险能力/外部支持

(一) 自身抗风险能力

该公司为国内大型水泥生产企业，在股东支持和自身较雄厚的资本支撑下，公司通过联合重组实现了快速扩张，规模优势明显，具有较强的抗风险能力。

1. 股东支持

该公司控股股东中国建材在建材领域具有很强的综合实力。公司作为股东旗下最大的经营实体，按照股东的总体部署着力拓展华东长江中下游区域水泥市场，在融资和管理等方面得到股东支持，相比其他民营企业产业整合、政策优惠、技术支持等方面具备优势。

2. 规模优势

通过联合重组，该公司经营规模得到快速扩张，2017 年 3 月末水泥产能近 1.46 亿吨、混凝土产能 2 亿立方米，在不考虑中国建材合并产能的情况下，公司水泥及熟料业务产能位居国内第二，混凝土业务产能规模位居国内第一，尤其在浙江、上海、江西、湖南地区的水泥市场份额居首位。

3. 资本实力强

该公司资本实力强，2017 年 3 月末实收资本为 100 亿元，所有者权

益为 206.54 亿元，资产规模为 928.00 亿元，具有很强的综合实力和抗风险能力。

（二）外部支持

该公司控股股东中国建材在建材领域具有很强的综合实力。公司作为股东旗下最大的经营实体，按照股东的总体部署着力拓展华东长江中下游区域水泥市场，在融资和管理等方面得到股东支持，相比其他民营企业在产业整合、政策优惠、技术支持等方面具备优势。

此外，公司与多家商业银行合作关系良好，截至 2017 年 3 月末，各银行对公司的贷款授信额度合计为 522.80 亿元，其中未使用额度 133.17 亿元，尚有一定的融资空间。

八、本期债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

该公司 2014 年度盈利能力较强，净利润达 25.49 亿元（其中归属母公司所有者的净利润为 23.24 亿元）。2015 年，受产能过剩及下游需求疲弱的影响，主营业务盈利能力明显减弱，当年出现经营性亏损，但得益于增值税退税、节能环保奖励资金等政府补助的持续支持，净利润保持盈利状态，为 4.62 亿元（其中归属母公司所有者的净利润为 3.10 亿元）。2016 年，公司主营业务盈利能力有所好转，净利润为 3.45 亿元（其中归属于母公司所有者净利润为 2.63 亿元）。行业下行背景下，公司近两年盈利能力虽减弱，但净利润仍然保持盈利状态，2014-2016 年净利润均值为 11.03 亿元，可以对本期债券的偿付形成一定保障。

（二）偿债资金来源保障分析

2014-2016 年，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为 60.20 亿元、40.85 亿元和 72.65 亿元，经营性现金保持持续大幅金流入，可对债务偿还起基础保障作用。公司作为大型央企中国建材下属最大的经营实体，可获得股东的有力支持；另外，公司与国内多家大型金融机构合作关系良好，无不良信贷记录，外部融资渠道通畅。总体而言，公司的再融资能力强，资金的筹措压力较小。

九、结论

目前我国水泥产能过剩问题较突出,严控产能和提高集中度成为行业政策的主要着力点。在行业需求总体趋弱的背景下,区域市场份额靠前的水泥企业主要通过控制产量来稳定销售价格,以维持相对稳定的盈利水平。近年来水泥生产环保要求的提高对改善行业竞争环境起到了积极的作用。2014-2015 年煤炭价格处于低位,缓解了水泥企业的盈利压力;2016 年第三季度起煤炭价格飙升,2017 年第一季度煤炭价格依然维持在高位,短期内水泥企业经营压力较大。总体看,在水泥需求疲弱、产能过剩基本面未改变的情况下,水泥行业盈利提升压力依旧较大。

该公司股东背景强,治理结构完整,内控制度不断完善,具备独立的业务自主能力。目前公司是中国建材旗下最大的水泥和商品混凝土运营主体,能够得到股东资金和担保支持。

该公司以联合重组方式实现了水泥和商混业务的快速扩张,规模优势明显。公司现有水泥产区主要分布于浙苏皖赣湘,在核心区域的市场份额较高,对区域市场具有较强的影响力。目前公司战略已从联合重组转向管理提升和技术改造,投资规模将大幅回落,整合效应将逐步显现。

近年来,水泥需求及原燃料价格变化使得该公司收入和利润持续波动,2015 年因水泥需求疲弱、价格下跌以致公司出现经营性亏损;2016 年主要得益于公司降本增效,及煤炭价格上涨带来的成本压力未完全显现,当年公司主营业务盈利性有所提高;2017 年第一季度煤炭价格维持高位,公司成本压力显现,盈利能力同比有所下降。公司资产负债率偏高,总体债务规模大,流动性指标和偿债指标偏弱,但公司经营环节现金流状况尚好,预计随着资本性支出缩减,并盘活存量资产,其资金周转压力能得到一定缓解。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

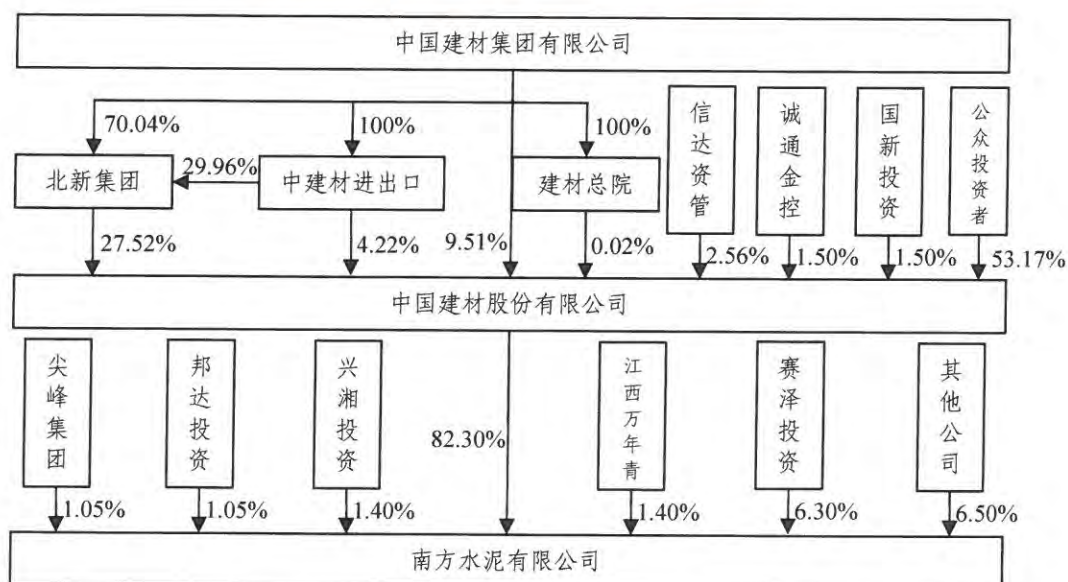
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

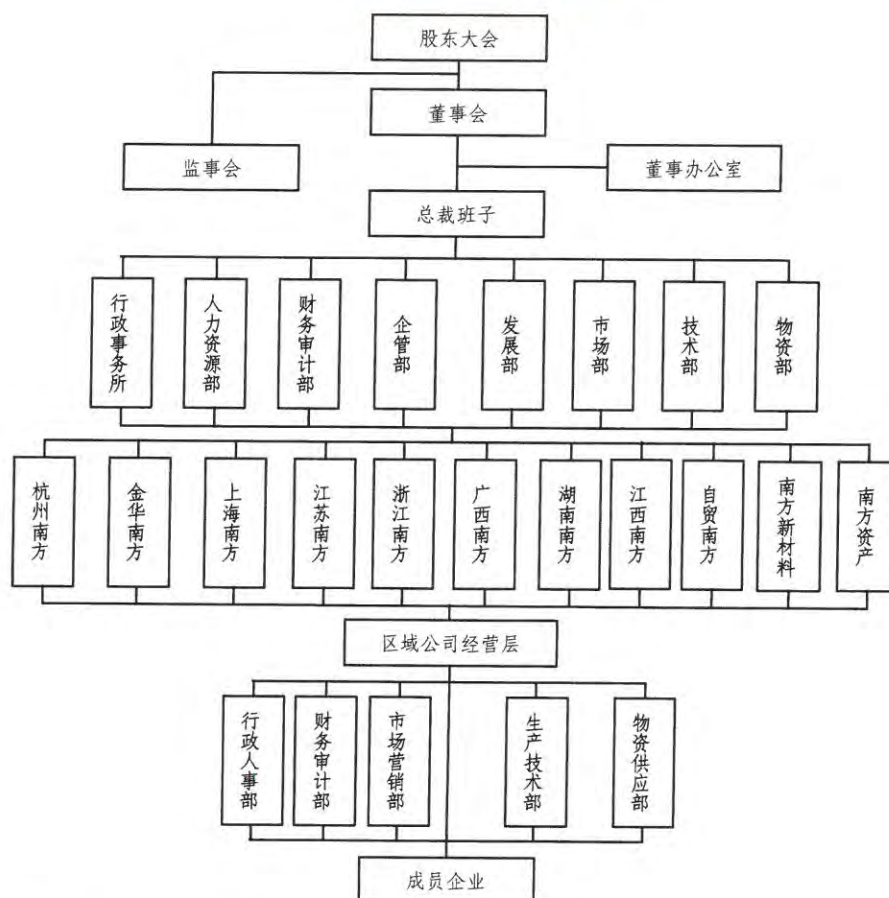
公司与实际控制人关系图



注：根据南方水泥提供的资料绘制（截至 2017 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据南方水泥提供的资料绘制（截至2017年3月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2016 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	
上海南方水泥有限公司	上海南方	100%	水泥制造及销售	80.67	23.26	90.99	5.18	6.55	
浙江南方水泥有限公司	浙江南方	100%	水泥制造及销售	49.68	41.26	55.78	1.16	11.42	
湖南南方水泥集团有限公司	湖南南方	100%	水泥制造及销售	75.12	61.27	73.71	0.61	17.14	
广西南方水泥有限公司	广西南方	100%	水泥制造及销售	10.01	19.19	17.69	1.61	4.30	
江西南方水泥有限公司	江西南方	100%	水泥制造及销售	49.89	40.83	50.15	1.17	6.99	
杭州南方水泥有限公司	杭州南方	100%	水泥制造及销售	3.61	16.98	14.70	0.01	-0.96	
金华南方水泥有限公司	金华南方	100%	水泥制造及销售	12.14	24.07	36.84	1.17	4.35	
江苏南方水泥有限公司	江苏南方	100%	水泥制造及销售	9.24	15.85	18.69	-1.60	-1.43	
上海自贸区南方水泥有限公司	自贸区南方	100%	从事货物及技术的进出口 业务，转口贸易	0	0.47	2.73	-0.02	-1.70	
南方新材料科技有限公司	南方新材 料	100%	商品混凝土及其制品的研 发、销售及技术推广服务	7.83	24.62	46.16	0.61	9.14	

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2016 年 (末) 主要财务数据 (亿元)					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	
南方水泥资产经营有限公司	资产经营 公司	100%	资产经营管理, 投资管理, 企业管理, 实业投资	0	0.10	0	0	0	净利-0.96 万元, 经营性现金流-1 万元

注: 根据南方水泥提供的资料整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
资产总额 [亿元]	937.97	916.75	906.49	928.00
货币资金 [亿元]	25.66	18.45	20.14	50.33
刚性债务[亿元]	524.62	536.35	535.00	398.61
所有者权益 [亿元]	212.33	209.45	206.76	206.54
营业收入[亿元]	446.62	351.38	331.59	73.11
净利润 [亿元]	25.49	4.14	3.45	0.54
EBITDA[亿元]	99.05	63.81	63.07	—
经营性现金净流入量[亿元]	60.20	40.85	72.65	11.90
投资性现金净流入量[亿元]	-24.62	-21.93	-22.67	-4.83
资产负债率[%]	77.36	77.15	77.19	77.74
长期资本固定化比率[%]	178.45	177.64	166.56	164.72
权益资本与刚性债务比率[%]	40.47	39.05	38.65	51.82
流动比率[%]	52.93	51.41	53.43	55.07
速动比率 [%]	40.75	39.86	42.99	46.47
现金比率[%]	7.71	4.16	5.20	9.19
利息保障倍数[倍]	1.95	1.14	1.40	—
有形净值债务率[%]	6,188.79	23,333.46	-442,767.29	-37,074.34
营运资金与非流动负债比率[%]	-197.92	-191.03	-149.27	-141.67
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	4.38	2.98	2.70	—
存货周转速度[次]	8.83	8.23	8.67	—
固定资产周转速度[次]	1.27	1.02	0.98	—
总资产周转速度[次]	0.49	0.38	0.36	—
毛利率[%]	27.03	23.07	25.00	17.47
营业利润率[%]	6.87	-0.91	1.63	0.60
总资产报酬率[%]	8.04	3.86	4.09	—
净资产收益率[%]	12.59	1.96	1.66	—
净资产收益率*[%]	12.08	1.55	1.33	—
营业收入现金率[%]	95.97	107.25	115.35	105.40
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.74	7.10	13.24	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.39	5.70	10.33	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.35	3.29	9.11	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.96	2.64	7.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.62	2.04	2.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.12	0.12	—

注：表中数据依据南方水泥经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计 $\times 100\%$
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计) $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计 $\times 100\%$
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额) $\times 100\%$
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计 $\times 100\%$
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计 $\times 100\%$
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本}/\text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入 $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2] $\times 100\%$
非筹资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+报告期投资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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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

附录六：

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。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
类型 有限责任公司(国内合资)
住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

法定代表人 朱荣恩

注册资本 人民币3000.0000万元整

成立日期 1992年7月30日

营业期限 1992年7月30日至不约定期限

经营范围 资信服务,企业资产委托管理,债券评估,为投资者提供投资咨询及信息服务,为发行者提供投资咨询服务。
【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】



登记机关

2016年08月18日





营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【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】

年报提示

请于每年1月1日至6月30日
 申报年报, 逾期
 将列入经营异常名录



登记机关

2016年08月18日



企业名称变更核准通知书

沪工商注名变核字第01200407260808号

上海新世纪投资服务有限公司

根据《企业名称登记管理规定》、《企业名称登记管理实施办法》等规定，同意变更企业名称为：

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

该企业的注册资本为：1000.0000 万元（人民币）

该企业名称保留期至2005年01月26日。在保留期内，企业名称不得用于经营活动，不得转让。经企业登记机关变更登记，颁发营业执照后企业名称正式生效。

经办人：上海市工商行政管理局
浦东分局档案室
材料证明使用
2005年3月



附承诺书

许可企业名称：

上海新世纪资产评估有限责任公司/上海新世纪财务管理有限公司

注：1、变更核准的企业名称未到企业登记机关完成变更登记的，通知书规定的有效期满后自动失效。有正当理由，经核准变更核准名称有效期的，申请人应在有效期满前1个月内申请延期。有效期延长时间不得超过6个月。

2、名称变更核准时不审查投资人资格和企业变更条件，投资人资格和企业变更条件在企业登记时审查。申请人不得以企业名称已核为由抗辩企业登记机关对投资人资格和企业变更条件的审查。企业登记机关也不得以企业名称已核为由不予审查就准予企业变更登记。

3、根据《企业名称登记管理规定》第五、二十五条规定：登记主管机关有权纠正已登记注册的不适宜的企业名称；两个以上的企业因已登记注册的企业名称相同或者近似而发生争议时，登记主管机关依照注册在先原则处理。

4、变更核准的企业名称中如果含有法律、行政法规规定必须经审批内容，该企业变更登记时，必须提交有关批准文件。如不能提交，不得以本通知核准的企业名称办理变更登记，不得再申请变更企业名称。

5、企业变更登记后，企业登记机关应将本通知书原件存入企业档案。

签收人：顾景东

签收日期：2004年8月2日

中国人民银行文件

银发〔1997〕547号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

资格的机构外，其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前，必须经人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展工作。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知，请严格遵照执行。



主题词：金融市场管理 企业债券 信用评级 通知

抄 送：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司
内部发送：办公厅、非银行司、银行司、稽核局、条法司

打 字：刘 焱 校 对：卢志城 谢金荣
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发

中国证券监督管理委员会

证监机构字[2007]250号
使用

关于核准上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于 有限公司从事证券市场资信评级业务的批复

上海新世纪资信评估投资服务有限公司：

你公司报送的《上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于证券市场资信评级业务许可的申请》（沪新信评（总）[2007]19号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》（证监会令50号）的有关规定，经审核，现批复如下：

- 一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。
- 二、你公司应当严格按照《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》的规定，开展证券市场资信评级业务。

三、你公司应当自本批复下发之日起30个工作日内，到我会领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商变更登记。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并报我会备案。

五、你公司在开展证券市场资信评级业务过程中，遇到重大问题，应当及时向我会报告。



主题词：证券市场资信评级 批复

中国证券监督管理委员会，中国人民银行，上海证监局，上海、深圳专员办，各证券、期货交易所，中国证券登记结算公司，中国证券业协会，期货业协会。

分送：会领导。发行部，市场部，机构部，上市部，办公厅，稽查一局，稽查二局，法律部，会计部，基金部，期货部，稽查部，国际部，存档。

证监会办公厅

2007年10月9日印发

打字：郑晓光

校对：张倩

共印40份

无限评级项目专用

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

无限评级项目专用

公司名称：上海新世纪资信评级投资服务有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：朱荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

编号：ZPJ003



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日

中国保险监督管理委员会文件

保监发[2003]133号

关于增加认可企业债券信用评级机构的通知

各保险公司、保险资产管理公司：

根据《保险公司投资企业债券管理暂行办法》（保监发[2003]74号）第二条的有关规定，经研究决定，增加上海新世纪投资服务有限公司为经保监会认可的信用评级机构。保险公司可以买卖经该公司评级在AA级以上的企业债券。

特此通知



关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布时间: 2013-10-17 公告号: 保监公告〔2013〕9号 大中小

仅限评级项目使用

根据《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》(保监发〔2012〕69号)的要求,中国保监会对下列7家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估,现予以公告。

具体名单如下(按公司名称字母顺序排列):

大公国际资信评估有限公司

东方金诚国际信用评级有限公司

联合信用评级有限公司

联合资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

中诚信国际信用评级有限责任公司

中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理,配合中国保监会对相关信用评级业务的询问和检查,依规履行报告义务。

中国保险监督管理委员会

二〇一三年十月九日

中国保险监督管理委员会

评级机构信用评级能力认可备案表

报告单位 (加盖公章)	上海新世纪资信评估投资服务有限公司		
报告事项	评级机构信用评级能力认可备案材料		
报告日期	2013年8月25日	文件齐备日期	
材料清单		公司报送	
1. 书面报告		✓	
2. 承诺函		✓	
3. 组织架构及人员情况说明		✓	
4. 管理制度说明		✓	
5. 运作情况说明		✓	
6. 证明文件		✓	
7. 报送材料电子文档光盘		✓	

中国保监会资金运用
备案章
2013年10月9日第151号

注:文件齐备日期及备案日期,由中国保监会填写。



中国银行间市场交易商协会
National Association of Financial Market Institutional Investors

地址: 北京市西城区金融大街甲9号金融街中心16层(100033)
Address: 16/F, Financial Street Center, 9A Financial Street, Xicheng
District, Beijing 100033, P.R.China
电话: 86 10 66536000 传真/Fax: 86 10 66539100
网站/Website: www.nafmi.org.cn

中国银行业间市场交易商协会
2016 年度会员会费缴纳通知

各常务理事会员单位:

协会 2016 年度会费收缴工作现已开始。根据《中国银行间市场交易商协会章程》、《中国银行间市场交易商协会会员管理规则》及第二届会员代表大会第二次会议相关决议(见附件 1), 协会决定自 2016 年起对会费标准及会费收缴工作机制作适当调整。贵单位是协会金融机构类常务理事会员, 会费标准由 55 万元/年调整为 63 万元/年。请于 2016 年 4 月 30 日前缴纳本年度会费陆拾叁万元正。缴费后请登录协会会员信息管理系统(<http://huiyuan.nafmi.org.cn>)填写会费缴纳回执。工作中如有疑问, 可参阅《会费缴纳常见问题》(见附件 2)。

账户名称: 中国银行间市场交易商协会

开户银行: 招商银行北京金融街支行

账 号: 866580226510001

联 系 人: 吕晗冰 010-66538386

蔡阳子 010-66538379



附件：1. 第二届会员代表大会第二次会议决议

2. 会费缴纳常见问题

仅限评级项目使用

中国银河证券市场交易商协会

二〇一六年二月二十六日



全国社会统一票据

国财 01403

电子票号: 1600272492

数字指纹: 000E19C731A1AB38E

No. 1600272492

付款单位或个人: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2016年08月03日

项目编码	项目名称	单位	标准	数量	金额(元)
05001	会费		630,000元/1	1	630,000.00
金额合计					630,000.00
金额合计 (大写)					陆拾叁万圆

收款单位 (盖章)

管理岗

支票号:

签名:



中国证券业执业证书

执业注册记录



仅限南方水泥有限公司2017年公开发行公司债券项目使用



证书取得日期 2014-02-23

证书有效截止日期 2018-12-31

姓名: 刘云

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070214020001

2017年01月05日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：周文哲

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070216080004

证书取得日期 2016-08-31

证书有效截止日期 2018-12-31



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。