

南方水泥有限公司

及其发行的 17 南水 02、17 南水 03、17 南水 04、18 南水
01、18 南水 02 与 18 南水 04

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(2020)100102】

评级对象:	南方水泥有限公司 及其发行的 17 南水 02、17 南水 03、17 南水 04、18 南水 01、18 南水 02 与 18 南水 04		
	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
17 南水 02:	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 1 月 6 日
17 南水 03:	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 7 月 25 日
17 南水 04:	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 7 月 25 日
18 南水 01:	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 4 月 9 日
18 南水 02:	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 8 月 3 日
18 南水 04:	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 8 月 3 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	3.51	7.32	11.55	19.32
刚性债务	185.80	239.79	201.94	207.90
所有者权益	166.25	196.37	236.80	235.70
经营性现金净流入量	1.82	2.19	16.63	-2.16
合并口径数据及指标:				
总资产	899.11	820.14	858.12	900.85
总负债	681.17	572.16	562.85	591.07
刚性债务	514.83	424.31	386.46	438.08
所有者权益	217.94	247.98	295.28	309.78
营业收入	431.67	599.79	669.68	91.70
净利润	18.32	40.47	59.51	14.51
经营性现金净流入量	81.56	141.33	191.41	-5.70
EBITDA	83.13	128.98	150.84	-
资产负债率[%]	75.76	69.76	65.59	65.61
权益资本与刚性债务 比率[%]	42.33	58.44	76.40	70.71
流动比率[%]	55.42	59.32	72.43	85.12
现金比率[%]	8.42	18.38	31.84	31.61
利息保障倍数[倍]	2.25	4.07	5.84	-
净资产收益率[%]	8.63	17.37	21.91	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	15.64	30.70	48.79	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	8.79	19.69	17.46	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.17	5.35	7.40	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.27	0.37	-

注:根据南方水泥经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com
覃斌 qb@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)对南方水泥有限公司(简称南方水泥、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 南水 02、17 南水 03、17 南水 04、18 南水 01、18 南水 02 与 18 南水 04 的跟踪评级反映了 2019 年以来南方水泥在股东背景、经营规模及市场份额等方面保持优势,且在盈利及财务情况方面取得积极变化,同时也反映了公司在行业供需改善政策依赖性、流动性、应收账款回款及商誉减值等方面继续面临压力与风险。

主要优势:

- **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持续获得股东的大力支持。
- **经营规模领先,区域市场份额较高。**在不考虑中国建材和金隅集团合并产能情况下,南方水泥熟料和水泥产能仅次于海螺水泥位列国内第二,混凝土产能规模位居国内第一。公司在浙沪赣湘等主要竞争区域市场份额较高,市场影响力较强。
- **盈利持续提升,财务状况优化。**近三年南方水泥产品销量增加及价格上涨,公司主业盈利能力持续提升,经营性现金净流入规模持续扩大。得益于盈利留存及债务压减,公司资产负债率明显下降。另外,2018 年以来公司对部分资产计提大额减值准备,资产质量持续优化。

主要风险:

- **行业过剩产能出清缓慢,供需关系改善对限产政策依赖性仍较高。**近年来,我国水泥行业落后产能淘汰进展缓慢,水泥供需平衡对行业错


峰生产及环保限产的依赖性仍较高。后续需关注限产政策的持续性及行业去产能的实际落实情况。

- **流动性偏弱。**南方水泥资产以非流动资产为主，近年来公司短期债务规模虽较以往有所压减，但各流动性指标表现仍较弱。
- **应收账款回款风险。**商品混凝土市场竞争激烈，垫资情况普遍。南方水泥虽持续加强应收账款催收力度，并通过证券化手段盘活部分应收账款，但当前规模仍较大，公司持续面临较大的回款风险。
- **商誉减值风险。**南方水泥以往年份并购形成了大额商誉，随着未来产能置换项目的推进，部分被收购生产线的关停和拆除或将产生商誉减值损失，从而对公司账面盈利产生影响。

➤ 未来展望

通过对南方水泥及其发行的上述债券主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



南方水泥有限公司

及其发行的 17 南水 02、17 南水 03、17 南水 04、18 南水 01、18 南水 02
与 18 南水 04

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照南方水泥有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）¹、2017 年公开发行公司债券（第二期）²、2018 年公开发行公司债券（第一期）³、2018 年公开发行公司债券（第二期）⁴和 2018 年公开发行公司债券（第三期）⁵信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据南方水泥提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对南方水泥的财务状况、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 2017 年 4 月收到了中国证券监督管理委员会《关于核准南方水泥有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可[2017]480 号），注册发行额度不超过 80 亿元，有效期至 2019 年 4 月。公司于 2017 年 4 月额度内发行了 17 南水 02，发行金额为 15 亿元，期限为 5+2 年；2017 年 8 月，17 南水 03 和 17 南水 04 成功发行，发行金额分别为 18 亿元和 2 亿元，期限分别为 3+2 年和 5 年。2018 年 4 月、8 月和 10 月，18 南水 01、18 南水 02 和 18 南水 04 分别成功发行，发行金额分别为 20 亿元、8 亿元和 15 亿元，期限均为 3 年。上述债券均不涉及项目投资，募集资金均拟用于偿还债务及补充营运资金。

截至 2020 年 4 月末，该公司待偿还债券（不含 ABS）本金余额为 112 亿元，付息情况（若有）均正常。

图表 1. 公司存续期内债务融资工具概况（单位：亿元、%）

债项名称	发行金额	待偿还本金余额	期限	发行利率（%）	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
19 南方水泥 MTN001	10.00	10.00	3 年	3.88	2019-06-10	2022-06-10	30 亿元/2019 年 4 月	未到付息期
19 南方水泥 MTN002	10.00	10.00	3 年	3.73	2019-07-15	2022-07-15		未到付息期
19 南方水泥 MTN003	10.00	10.00	3 年	3.53	2019-08-20	2022-08-20		未到付息期
18 南水 04	15.00	15.00	3 年	4.26	2018-10-17	2021-10-17	80 亿元/2017 年 4 月	付息正常
18 南水 02	8.00	8.00	3 年	4.39	2018-08-16	2021-08-16		付息正常

¹ 分为两个品种，债券简称分别为 17 南水 01 和 17 南水 02，其中 17 南水 01 已摘牌。

² 分为两个品种，债券简称分别为 17 南水 03 和 17 南水 04。

³ 债券简称为 18 南水 01。

⁴ 分为两个品种，债券简称分别为 18 南水 02 和 18 南水 03，其中 18 南水 03 未发行。

⁵ 分为两个品种，债券简称分别为 18 南水 04 和 18 南水 05，其中 18 南水 05 未发行。

债项名称	发行金额	待偿还本金余额	期限	发行利率(%)	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 南水 01	20.00	20.00	3 年	4.89	2018-04-17	2021-04-17		付息正常
17 南水 04	2.00	2.00	5 年	5.00	2017-08-03	2022-08-03		付息正常
17 南水 03	18.00	18.00	3+2 年	4.79	2017-08-03	2022-08-03		付息正常
17 南水 02	2.00	2.00	5+2 年	5.00	2017-04-25	2024-04-25		付息正常
19 南方水泥 SCP009	7.00	7.00	0.73 年	3.14	2019-09-18	2020-06-12	150 亿元/2019 年 2 月	未到兑付期
20 南方水泥 SCP001	10.00	10.00	0.27 年	2.39	2020-03-16	2020-06-24		未到兑付期

资料来源：南方水泥（截至 2020 年 4 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化

发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。

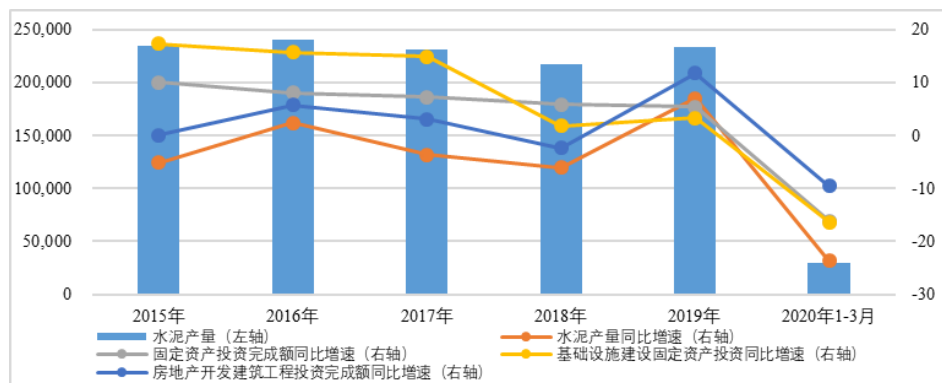
(2) 行业因素

水泥行业属于典型的周期性行业和投资拉动型行业。2019 年基础设施建设“补短板”逐步落实，房地产建筑施工投资增长，带动水泥需求增长。近年来，我国水泥行业错峰生产及环保限产政策持续，对供求关系的改善起到了积极的作用。2019 年水泥价格重心持续上移，全行业收入及利润再次刷新历史最高记录。2020 年受新冠疫情影响，下游行业开复工推迟，水泥需求释放滞后，关注后续基建建设及房地产开发建设推进情况，以及对水泥需求的支撑情况。

a) 行业概况

水泥是一种粉状水硬性无机胶凝材料，广泛应用于土木建筑、水利、国防等工程。作为国民经济建设中重要的基础原材料，水泥需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。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，2017-2019年分别为5.90%、0.63%和-13.24%。同期，基础设施建设投资增速分别为14.93%、1.79%和3.33%，2018年受PPP项目清库、金融监管加强、严控地方政府债务等因素叠加影响增速大幅回落，2019年受益于水泥行业下游基础设施建设“补短板”的逐步落实，该指标增速小幅回升；房地产开发投资增速分别为3.60%、8.30%和9.92%，但由于房地产业投资中拿地投资对水泥需求的拉动相对滞后，主要在后续房地产开发过程中体现，同时房地产开发投资中安装工程和设备工具购置投资对水泥需求无实际拉动作用，若单从房地产开发投资中的建筑工程投资额增长情况看，2017-2019年增速分别为3.14%、-2.28%和11.78%，2018年出现负增长，2019年得益于前期房地产企业土地储备陆续进入建设阶段，该指标上升幅度相对较大。2020年第一季度，受新冠疫情影响，我国固定资产投资完成额为8.41万亿元，同比减少17.40%；基础设施固定资产投资完成额及房地产开发中建筑工程投资额增长率分别为-16.36%和-9.46%。鉴于当前我国经济下行压力大，基础设施建设作为重要的逆周期调节工具，财政部于2019年11月和2020年2月分别下达了1万亿元和8,480亿元政府债务限额以保证基建投资资金的落实，随着基建建设的推进，有望对水泥的需求形成支撑。

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

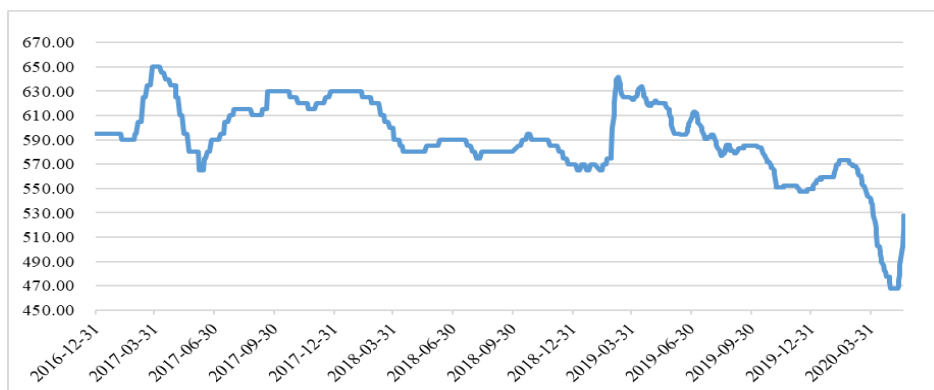
供给方面，以往年份我国经济的快速增长为水泥行业的发展提供了较好的外部环境，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设等刺激了水泥需求的迅猛增长，水泥工业高速发展，产能持续增加。2012年起行业产能过剩情况逐步显现，新增产能难以得到有效遏制，2015年随着水泥需求的缩减，行业供需矛盾进一步激化。2016年工信部发布了严禁新增产能政策，水泥熟料新增产能得到有效控制，但以往已获审批备案项目及产能置换项目投产使得近三年仍有新熟料生产线点火。据中国水泥协会统计，2017-2019年新点火水泥熟料生产线数量分别为13条、14条和16条，设计年产能分别为2,046万吨、2,043万吨和2,372万吨。水泥行业产能出清较为缓慢，主要因缺乏有力的约

束机制，同时当前严控新增产能情况下，产能置换作为实现产能更新的重要方式，产能指标成为一种战略资源，企业主动淘汰产能的意愿不强。即便遵循等量或减量置换，但非在役产能置换的新产能投放将造成市场实际有效产能的增加，加大供给端控制压力。近年来水泥行业主要依靠错峰生产和环保限产，通过“减产量”的方式改善供需关系。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，主要得益于基础设施和房地产开发投资增速回升，水泥产量为23.30亿吨，同比增长7.06%。2020年第一季度，受新冠疫情影响，水泥产量为2.99亿吨，同比减少23.63%；随着本行业及下游行业复工复产，水泥企业生产步入正轨和下游需求开始释放，当年4月水泥产量达2.23亿吨，同比增加3.80%。

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，故熟料生产具有资源导向性的特点。虽然行业内企业熟料生产线多配有石灰石矿山，石灰石成本相对稳定，但配备的矿山石灰石的品位、开采及运输方式、运输距离等对于成本控制影响较大。近年来，因矿山治理政策趋严，使得石灰石开采及环保治理成本有所上升。

水泥行业属于能源消耗型行业，煤炭和电力是水泥熟料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重超过50%。水泥企业煤炭的采购价格一般随行就市，但具有规模优势的企业可以通过集中采购，并与供应商形成长期合作关系获得一定程度的优惠。价格方面，以秦皇岛热值5,500kcal山西产动力煤市场价为例，2017年以来煤炭价格持续高位震荡运行，震荡区间大体在550-650元/吨左右；2018年煤炭价格前高后低，1-4月自630元/吨降至580元/吨左右后呈小幅波动走势，年末价格筑底565元/吨；2019年1-3月价格大幅回升至640元/吨高位后持续震荡下探，当年末价格降至550元/吨左右。2020年1月至2月上旬，受新冠疫情影响，煤矿开工延后加之物流受阻，煤炭库存下降，价格小幅回升至570元/吨左右；随后至4月末，主要因主煤区供应持续增加，煤炭价格大幅下跌至470元/吨左右，但5月以来下游行业需求释放及煤炭供给收紧带动价格反弹。

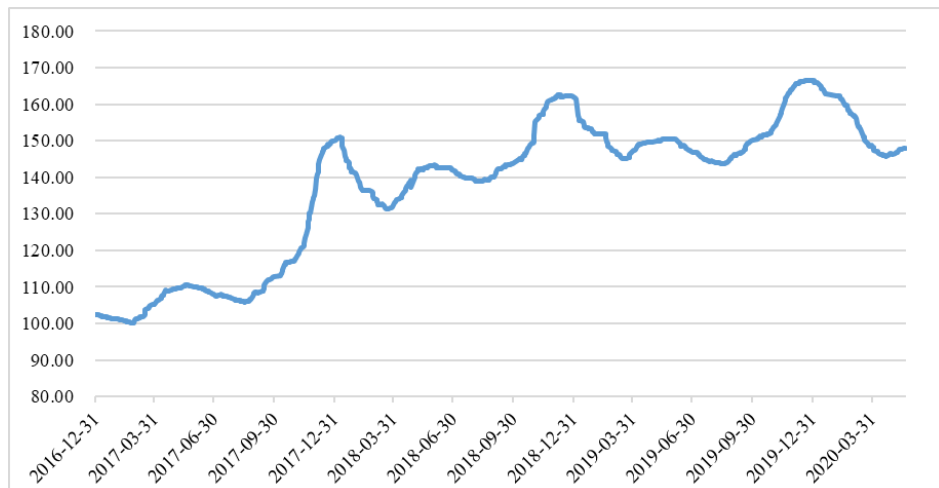
图表 3. 秦皇岛港热值 5,500kcal 山西产动力煤市场价走势（单位：元/吨）



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；2019 年 5 月《国家发展改革委关于降低一般工商业电价的通知》（发改价格[2019]842 号）发布，明确了第二批降低一般工商业电价措施有关事项。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

水泥价格方面，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 年水泥价格指数走势与上年相似，呈“W”型，3 月中旬和 8 月中旬价格均阶段性筑底，第四季度价格走高，至当年末水泥价格指数升至

166.44 点。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，水泥价格回落，当年 4 月价格基本企稳。

行业收入和利润方面，根据工信部数据显示 2017-2019 年水泥行业分别实现收入 9,150 亿元、8,823 亿元和 1.01 万亿元；利润分别为 877 亿元、1,546 亿元和 1,867 亿元。2019 年，水泥行业收入首次破万亿，利润再创历史新高。

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 年以来，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	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

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
			行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。	
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
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，执行力度有望增强
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
中国建筑材料联合会	2019年	《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》	减少碳排放约 3,000 万吨；实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7,000 万吨，进一步提升产能利用率至 70% 以上。2019 年，前 10 家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60% 以上。调整产品比例，实现 32.5 等级水泥产品产量占比降低到 50% 以下。	压减熟料产能，缓和市场竞争关系
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2019年	《长三角地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	长三角地区在 2019 年 10 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日期间 PM2.5 平均浓度同比下降 2%，重度及以上污染天数同比减少 2%	维持错峰限产范围、期限和执行力度。
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2019年	《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	京津冀水泥熟料生产企业于 2019 年 10 月 1 号至 2020 年 3 月 31 号实行错峰限产	维持错峰限产范围、期限和执行力度。

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，亚泰公司罚款 6,004 万元，北方水泥罚款 4,097 万元，对冀东水泥罚款 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。

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。工业和信息化部数据显示，2019 年前 50 家水泥企业（集团）熟料产能占全国总产能 76%，较上年略有提高。另外，行业企业还通过相互参股、委托经营和资产交换等方式进行市场整合，例如：2019 年联合水泥与河南投资集团成立合资公司，后者以旗下水泥资产出资，前者实际控制合资公司。通过兼并重组和参股合作等方式，市场集中度有所提高，区域市场把控力得到强化，自律协同意愿增强，市场竞争关系得到一定缓和。

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”。

图表 6. 行业内部分企业基本数据概览 (2019 年/2019 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	22,112.30	43,200.00	1,570.30	33.29	1,787.77	20.39	343.52	407.38
天瑞水泥集团有限公司*	3,385.20	3,150.00	232.76	24.84	711.16	49.65	22.03	36.18
西南水泥有限公司	8,348.30	9,107.80	302.66	30.86	619.82	74.48	13.53	103.34
中国联合水泥集团有限公司	9,427.10	6,356.30	505.53	31.80	779.38	78.71	15.02	108.59
唐山冀东水泥股份有限公司	7,080.40	8,415.00	345.07	37.07	607.33	52.52	49.05	82.19
华润水泥控股有限公司	6,655.70	8,252.80	389.56	40.20	611.71	30.90	86.94	112.85
华新水泥股份有限公司	6,668.10	7,499.00	314.39	40.76	366.45	36.23	70.21	96.79
南方水泥有限公司	9,499.00	11,070.33	669.68	34.96	858.12	65.59	59.51	191.41

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, 口径与上述企业披露口径或存在差异; 西南水泥及中联水泥水泥产量引自中国建材 2019 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, 天瑞水泥和华润水泥水泥产量以水泥销量填列。

d) 风险关注

行业产能出清缓慢, 供需矛盾的改善仍主要依赖错峰生产和环保限产的执行。以往年份我国水泥行业面临较为突出的产能过剩问题, 2016 年工信部发布了严禁新增产能政策, 水泥熟料新增产能虽得到有效控制, 但因缺乏有力制约, 同时在新增产能严控背景下, 产能置换作为实现产能更新的重要方式, 产能指标成为一种战略资源, 企业主动淘汰产能的意愿不强, 故近年来行业产能出清效果欠佳, 行业主要依靠错峰生产和环保限产, 通过“减产量”的方式改善供需关系。

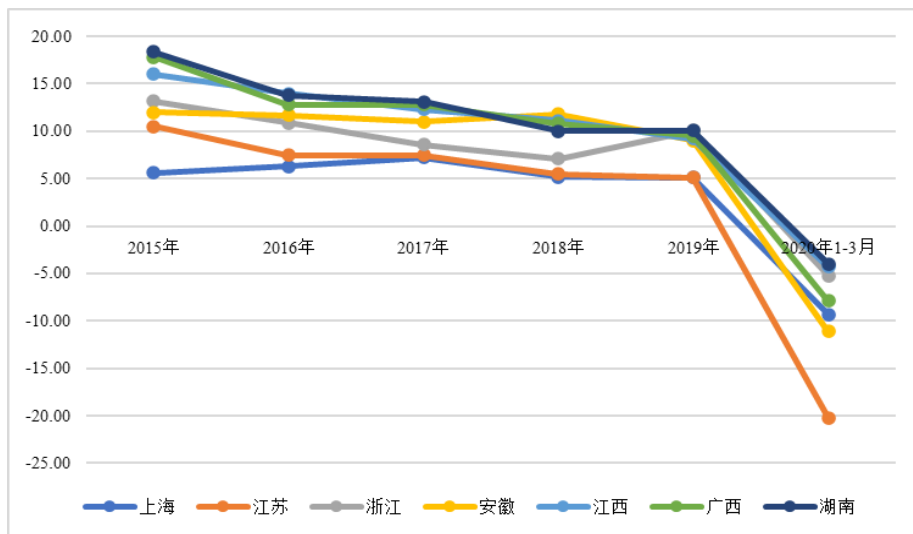
新冠疫情影响下水泥需求释放滞后, 关注后期需求释放的情况。2020 年第一季度新冠疫情的爆发使得下游行业复工延迟, 基建及房地产投资同比有所缩减, 水泥需求释放滞后。关注未来基建建设和房地产项目建设开发推进情况, 以及后续水泥需求的释放情况。

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引发安全事故发生。

(3) 区域市场因素

该公司熟料产能主要布局在长江中下游地区, 销售区域主要覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、广西及湖南等省份。

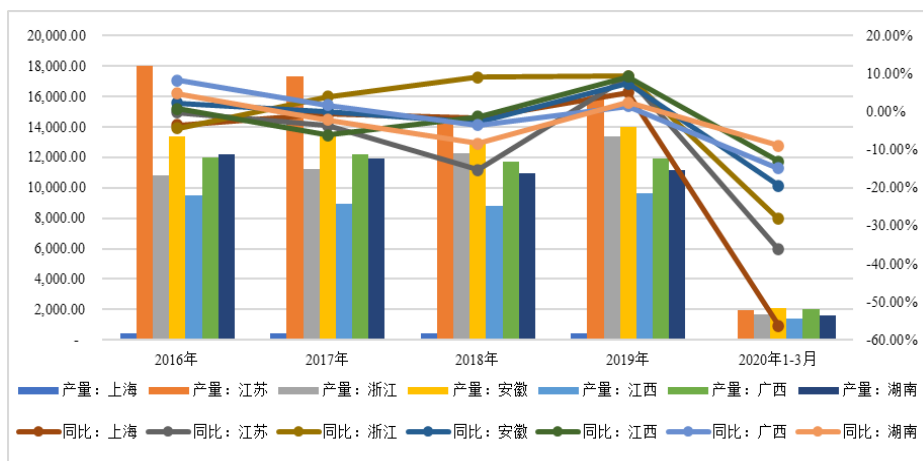
图表 7. 公司所在主要省份固定资产投资增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

该公司主要销售市场固定资产投资增速受基础设施建设投资和房地产开发程度的不同而存在一定分化。上海、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、广西和湖南等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。2017-2018 年上述地区固定资产和房地产投资大体有所放缓，2019 年投资增速企稳或回升，带动水泥需求增加，水泥产量同比有所增加。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，水泥生产企业和下游行业延迟复工，以致上述主要省份固定资产投资增速均转负，水泥产量大幅下降。

图表 8. 公司所在主要省份水泥产量及增速情况（单位：万吨）

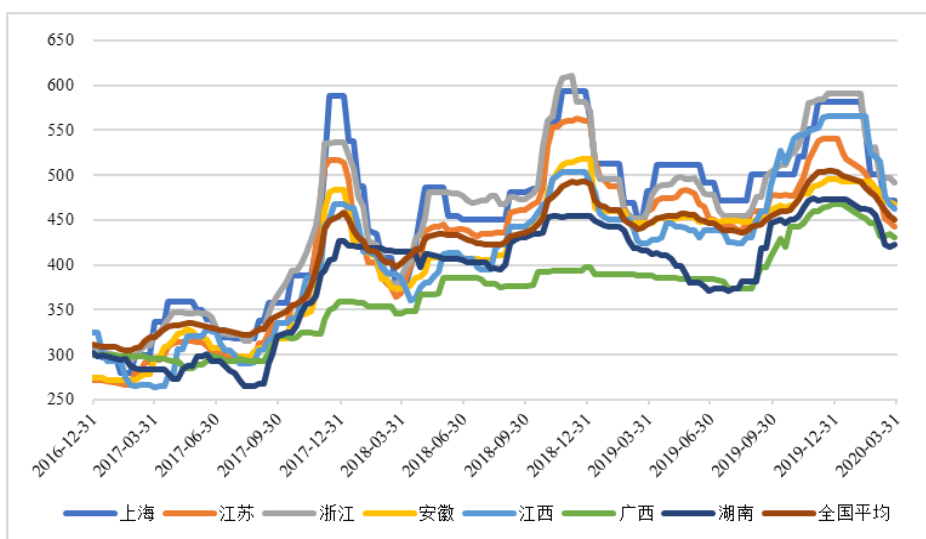


资料来源：Wind

在限产和环保政策影响下，2017 年公司所在主要地区水泥价格呈上涨走势，地区之间价格分化加大，长江中下游区域水泥价格涨幅高于全国平均水平，上海及浙江 P.O.42.5 标号散装水泥价格（以下简称“水泥价格”）于年末分别达到 600 元/吨及 550 元/吨左右的高位。2018 年第一季度，随着水泥需求进入

淡季，价格逐步理性回归，长江中下游地区各省份水泥价格大致降至 350-420 元/吨，价格区间有所收拢；4 月起，随着下游建筑施工开工，水泥价格重启回升，各省份水泥价格分化再次加大，5-9 月价格保持相对稳定；当年 10 月起受冬季环保限产政策趋严影响，上海、江苏及浙江等长江下游地区水泥价格大幅增长，2018 年末浙江省水泥价格甚至突破 600 元/吨。2019 年水泥价格走势与 2018 年相近。2020 年第一季度，水泥需求淡季叠加新冠疫情影响，上述地区水泥价格环比虽均有所下降，但当季度价格重心较上年同期大体维持，部分地区仍高于上年同期。

图表 9. 公司所在主要地区 PO42.5 级散装水泥平均价格波动走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从区域竞争角度看，浙江市场集中度较高，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。苏南市场主要竞争企业包括南方水泥、金峰水泥和海螺水泥等，苏北市场中联水泥市场占有率较高。海螺水泥在安徽市场占绝对优势，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，南方水泥近年来与万年青合作紧密，目前万年青和南方水泥两者的市场份额合计达到约 45%，是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等。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。近年来，各区域市场份额靠前的水泥企业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；但行业盈利提升的情况下，区域内企业自律协同的牢固性有待进一步观察验证。

2. 业务运营

该公司专注水泥及商品混凝土主业，业务主要分布于长江中下游地区，具有很强的规模优势，公司在竞争区域的市场份额较高，市场影响力较强。近三年，主要得益于产品销量增加以及价格上涨，公司收入保持增长。2018-2019

年公司对应收类款项、固定资产及商誉等资产计提了大额减值损失，但盈利规模仍持续扩大。公司未来在产能置换项目、技改项目和矿山收购等方面仍将产生较大金额资本性支出。

该公司主要从事水泥及商品混凝土的生产和销售。经过以往年份的兼并扩张，公司区域战略布局已基本完成，当前业务主要集中于长江中下游地区，具有很强的规模优势，在竞争区域的市场份额较高，市场影响力较强。近年来，公司以规模扩张为目的的兼并收购较少，重心已转向并购后的管理整合和技术改造。2018年以来，公司陆续公示数个产能置换项目，未来将推进产能置换，存量落后或不具竞争力产能的淘汰更新将助力公司运营效率的提升。

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
水泥及商品混凝土	长江中下游地区（主要包括浙江、上海、苏南、湖南、江西、广西、福建等地区）	横向规模化扩张已基本停止，重心转向管理整合和技术改造，同时产能置换开始落实推进。	政策、规模、成本

资料来源：南方水泥

(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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	431.67	599.79	669.68	91.70	111.08
其中：核心业务营业收入（亿元）	424.07	592.02	658.97	89.62	109.04
在营业收入中所占比重（%）	98.24	98.70	98.40	97.74	98.16
其中：（1）熟料（亿元）	49.99	58.17	62.02	10.67	10.49
在核心业务收入中所占比重（%）	11.79	9.83	9.41	11.91	9.62
（2）水泥（亿元）	234.43	322.57	353.48	47.03	57.39
在核心业务收入中所占比重（%）	55.28	54.49	53.64	52.48	52.63
（3）商品混凝土（亿元）	139.66	211.28	243.47	31.92	41.16
在核心业务收入中所占比重（%）	32.93	35.69	36.95	35.62	37.75
毛利率（%）	27.04	34.54	34.96	31.44	25.46
其中：（1）熟料（%）	34.41	42.99	42.07	40.98	32.95
（2）水泥（%）	22.80	37.82	39.62	36.80	28.33
（3）商品混凝土（%）	29.48	27.10	26.30	19.45	18.85

资料来源：南方水泥

2017-2019 年，该公司营业收入分别为 431.67 亿元、599.79 亿元和 669.68 亿元，其中核心业务收入分别为 424.07 亿元、592.02 亿元和 658.97 亿元，占营业收入比重超过 95%，得益于主要产品价格上涨及产销量的增加，公司收入大幅增加。近年来公司产品收入结构保持相对稳定，熟料优先满足自身的水泥生产，剩余部分外销，其收入占核心业务收入的比重约为 10%；水泥销售收入占核心业务营业收入的比重约为 55%；公司商品混凝土业务收入占核心业务收入的比重约为 35%。2017-2019 年，公司综合毛利率分别为 27.04%、34.54%和

34.96%，逐年提高。

2020 年第一季度，受新冠疫情影响，该公司营业收入同比减少 17.45% 至 91.70 亿元，其中熟料业务、水泥业务和商品混凝土业务收入分别为 10.67 亿元、47.03 亿元和 31.92 亿元，同比分别增加 1.73%、减少 18.05% 和减少 22.44%。当期公司综合毛利率同比提高 5.98 个百分点至 31.44%，主要产品盈利空间同比有所扩大。

图表 12. 公司主要产品产能及产销情况

产品	项目	2017 年(末)	2018 年(末)	2019 年(末)	2020 年 第一季度(末)	2019 年 第一季度(末)
熟料	产能(万吨)	9,499.00	9,499.00	8,212.00 ⁶	8,212.00	9,499.00
	产量(万吨)	8,758.01	8,448.27	9,246.51	1,546.27	1,715.17
	产能利用率(%)	74.87	74.31	88.01	64.00	74.10
	销量(万吨)	1,878.02	1,866.53	1,904.15	335.37	347.15
	销售均价(元/吨)	266.17	311.65	325.71	318.18	302.17
水泥	产能(万吨)	14,600.00	14,600.00	14,600.00	14,600.00	14,600.00
	产量(万吨)	9,709.12	10,317.52	11,070.33	1,425.96	1,804.00
	产能利用率(%)	65.45	65.92	73.11	40.00	64.23
	销量(万吨)	9,429.01	9,660.76	10,134.52	1,235.63	1,733.67
	销售均价(元/吨)	248.62	333.90	348.78	380.62	331.03
	产销率(%)	97.11	93.63	91.55	86.65	96.10
商品混凝土	产能(万方)	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00
	产销量(万方)	4,151.00	4,751.94	5,179.10	637.00	885.00
	产能利用率(%)	20.76	23.76	25.90	12.74	17.70
	销售均价(元/方)	336.45	444.61	470.10	501.12	465.08

资料来源：南方水泥

2013 年以前，该公司为加强东南沿海沿江地区市场的战略布局，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。2017 年及 2018 年公司虽进行了少量收购，但涉及产能不大，叠加存量生产线停产及淘汰，熟料、水泥及商品混凝土产能未发生变化。2019 年 12 月因拟用于置换的部分熟料生产线停产，当年末熟料产能有所下降。截至 2020 年 3 月末公司熟料、水泥及商品混凝土年产能分别为 0.82 亿吨、1.46 亿吨和 2.00 亿立方米，若不考虑中国建材及金隅集团合并口径产能合计，公司熟料产能仅次于海螺水泥居全国第二，商品混凝土产能位居全国第一，具有很强的规模优势。同期末，公司共有水泥熟料生产线 96 条，其中在役生产线 72 条，均为日产 2,500 吨及以上中大型生产线；公司熟料生产线大多配备低温余热发电机，装机总规模为 559 兆瓦，其中在役生产线装机总量为 479.50 兆瓦。整体看，公司生产线具一定的单线规模及成本优势。

2017-2019 年，该公司熟料产量分别为 8,758.01 万吨、8,448.27 万吨和 9,246.51 万吨，水泥产量分别为 9,709.12 万吨、10,317.52 万吨和 11,070.33 万

⁶ 2019 年末熟料产能数据为时点数据，因 2019 年 12 月部分生产线停产，故 2019 年末熟料产能小于 2019 年熟料产量。

吨，2019 年下游需求增长的带动下，熟料及水泥产量同比增加，产能利用率均有所上升。公司所产熟料优先保证内部水泥生产所需，部分外销。2017-2019 年熟料销售均价分别为 266.17 元/吨、311.65 元/吨和 325.71 元/吨，水泥销售均价分别为 248.62 元/吨、333.90 元/吨和 348.78 元/吨，价格持续上涨；其中 2017 年熟料销售均价甚至高于当年水泥销售均价，主要为控制下游粉磨企业在水泥供应偏紧情况下无序竞争，侵蚀限产红利，公司大幅提高熟料价格所致。“以销定产”模式下，公司水泥产销率保持在较高水平。2017-2019 年，公司商品混凝土产销量逐年增加，产能利用率有所提升，但依旧处于较低水平。公司商品混凝土使用自产水泥的比例约为 98%，有利于加强对水泥终端市场的控制力。商品混凝土为水泥的直接下游产品，近年来价格随水泥及砂石骨料价格的上涨而上调，2017-2019 年公司商品混凝土销售均价分别为 336.45 元/立方米、444.61 元/立方米和 470.10 元/立方米。

2020 年第一季度，该公司熟料和水泥产量分别同比减少 9.85% 和 20.96%，销量分别同比减少 3.39% 和 28.73%；商品混凝土产销量同比减少 28.02%。其中，水泥及商品混凝土产销量下滑幅度较大，主要系因新冠疫情爆发，需求缩减所致；由于一季度通常为熟料生产线检修高峰期，当期公司熟料生产受新冠疫情的影响则相对较小。由于上年末主要产品价格涨至高位，2020 年第一季度价格虽有所回落，但当期销售均价仍高于上年同期，熟料、水泥和商品混凝土销售均价分别同比增长 5.30%、14.98% 和 7.75%。

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、江西等省份，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，2019 年公司在浙江、上海、江西、湖南、广西区域的产能和销售分布如下表所示。

图表 13. 2019 年公司主要产品产能及销售区域分布情况（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	23.41	21.89	27.46	26.16
上海	30.01	28.86	30.79	27.23
江西	16.04	18.78	14.43	13.14
湖南	22.99	26.48	19.10	33.46
广西	7.55	3.98	8.22	0.00
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，该公司还通过合营、联营企业提升在江西省的市场影响力，并参与福建省市场竞争。江西省方面，公司与万年青⁷共同出资设立了江西南方万年青水泥有限公司和江西玉山万年青水泥有限公司；截至 2019 年末公司分别持有上述公司 50% 和 20% 的股权。福建省方面，公司持有福建水泥股

⁷ 2019 年，万年青水泥产量为 2,425.47 万吨（同比增长 2.47%），占当年江西省水泥总产量的 25.19%，系江西省水泥龙头企业。

份有限公司⁸（简称“福建水泥”）5.26%的股份，系福建水泥第二大股东。

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。水泥销售方面，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、房产开发项目和搅拌站等；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。混凝土销售方面，由于行业特性，赊销比例大，下游项目周期一般较长，回款慢、垫资压力大，公司在签订销售合同时尽量规避风险较高的业务。

图表 14. 公司采购情况表

原燃料	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
石灰石	采购量（万吨）	14,932.23	14,928.45	15,176.94	2,385.45	2,838.39
	采购金额（亿元）	27.49	33.68	36.50	5.73	6.97
	采购均价（元/吨）	18.41	22.56	24.05	24.03	24.57
煤炭	采购量（万吨）	1,479.54	1,349.67	1,611.94	334.89	285.28
	采购金额（亿元）	98.83	94.22	107.69	21.50	18.99
	采购均价（元/吨）	668.00	698.12	668.10	641.99	665.63
电	采购量（亿千瓦时）	58.43	61.19	62.87	9.25	11.31
	采购金额（亿元）	33.36	34.27	36.00	5.57	6.56
	采购均价（元/千瓦时）	0.571	0.560	0.570	0.600	0.580

资料来源：南方水泥

注：表内石灰石采购量包含外采和自供。

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，有利于规避原材料价格风险，同时可以发挥运距优势。截至 2020 年 3 月末，公司拥有的矿山石灰石保有储量为 38.53 亿吨，储量充裕。近年来，公司石灰石自给率超过 90%，少量通过外购获取。2017-2019 年石灰石采购价格有所上涨，主要系矿山资源政策下开采环保治理成本上升所致。

水泥行业系能源消耗型行业，煤炭及电力消耗量较大。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。结算模式以银行承兑汇票结算方式为主，部分采用现汇模式。供应商给予的账期较短，一般开票后五个工作日付款。近三年我国煤炭价格维持高位运行，2017-2019 年及 2020 年第一季度公司煤炭采购均价分别为 668.00 元/吨、698.12 元/吨、668.10 元/吨和 641.99 元/吨，2019 年以来煤炭采购价格略有下降。电力方面，公司余热发电装置能够满足约 35% 的电力需求，近年来公司水泥产量增加，电力采购量相应增加；2019 年以来电力采购均价略有上升。

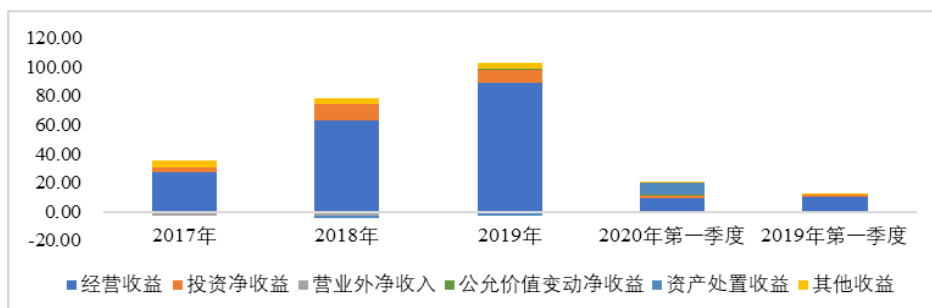
整体看，该公司产能布局及销售市场主要为长江中下游地区，规模优势明

⁸ 2019 年，福建水泥水泥产量为 891.92 万吨（同比基本持平），约占福建省总产量的 9.45%。

显，市场把控力强。近年来燃料价格处于历史相对高位，但因水泥价格上涨使得成本压力传导充分；另外，公司石灰石及电力自给率较高，有助于消解采购价格波动风险。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益⁹

2017-2019年，该公司分别实现营业毛利 116.70 亿元、207.18 亿元和 234.13 亿元，主要得益于产品价格的提升，营业毛利持续增长。同期，公司期间费用分别为 77.00 亿元、84.16 亿元和 80.28 亿元。其中，销售费用分别为 31.13 亿元、34.79 亿元和 36.09 亿元，逐年增长，主要系产品销量增加运输及装卸费用增加所致；管理费用（含研发费用）分别为 19.10 亿元、25.50 亿元和 25.96 亿元，主要因职工薪资及折旧、摊销和修理费增加而增加所致；财务费用分别为 26.77 亿元、23.87 亿元和 18.23 亿元，得益于刚性债务的持续压减，利息支出减少，财务费用逐年下降。同期，因期间费用涨幅小于营业收入涨幅，公司期间费用率逐年下降，分别为 17.84%、14.03%和 11.99%。2017-2019 年公司确认资产减值损失和信用减值损失合计分别为 6.82 亿元、51.45 亿元和 56.59 亿元，2018 年和 2019 年金额较以往明显增加，主要系因公司以预期信用损失模型为基础对应收款项进行减值处理，计提较大金额坏账准备；另外，因部分以往被收购公司产能陆续关停、拆除及转型升级，公司计提了大额固定资产和商誉减值。2018 年和 2019 年坏账损失分别为 14.28 亿元和 2.19 亿元，固定资产减值损失分别为 18.27 亿元和 14.10 亿元，商誉减值损失分别为 14.60 亿元和 37.33 亿元。同期，公司经营收益分别为 27.40 亿元、63.22 亿元和 89.32 亿元，主营业务盈利能力持续提升。

2020 年第一季度，该公司实现营业毛利 28.83 亿元，同比微增 1.94%；期间费用为 18.12 亿元，同比增加 7.31%；经营收益同比减少 5.08%至 9.36 亿元。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	431.67	599.79	669.68	91.70	111.08

⁹ 为保持口径一致性，2019 年营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

公司营业利润结构	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
毛利（亿元）	116.70	207.18	234.13	28.83	28.28
期间费用率（%）	17.84	14.03	11.99	19.77	15.21
其中：财务费用率（%）	6.20	3.98	2.72	6.03	5.63
全年利息支出总额（亿元）	26.20	24.12	20.37	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	0.0004	1.37	-	-

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

2017-2019年，该公司分别确认投资净收益 3.28 亿元、10.85 亿元和 8.79 亿元，主要系权益法下确认对合营、联营水泥企业的投资收益，分别为 2.41 亿元、8.88 亿元和 8.62 亿元。由于公司参股企业主要为业内企业，投资收益与公司主业盈利具有较强同向性，因水泥行业整体盈利能力有所提升，确认权益法下投资收益金额较大。另外，因处置长期股权投资产生的投资收益分别为 0.87 亿元、1.95 亿元和 0.94 亿元，其中 2017 年来源于出售甘肃上峰水泥股份有限公司（简称“上峰水泥”，股票代码 000672）的股票；2018 年主要系处置原子公司杭州振明置业有限公司；2019 年主要系出售所持福建省建福南方水泥有限公司（简称“建福南方”）50%的股权（交易对价为 6.33 亿元）。同期，公司营业外收入及其他收益合计金额分别为 7.43 亿元、5.25 亿元和 5.81 亿元，主要包括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的较大额政府补助和经批准无需支付的应付款项等；营业外支出分别为 5.25 亿元、3.65 亿元和 1.82 亿元，主要系拆迁损失、赔偿金损失及对外捐赠。2017-2019 年公司净利润分别为 18.32 亿元、40.47 亿元和 59.51 亿元；同期，公司总资产报酬率分别为 6.54%、11.42% 和 14.18%。

2020 年第一季度，该公司投资净收益为 1.76 亿元，营业外收入及其他收益合计 1.22 亿元。当期，公司因水泥厂征迁获得大额政府土地补偿款，资产处置收益为 8.39 亿元。主要因资产处置收益的确认，公司净利润同比增长 96.31% 至 14.51 亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
投资收益（亿元）	3.28	10.85	8.79	1.76	1.91
其中：权益法核算的长期股权投资收益	2.41	8.88	8.62	1.76	1.91
处置长期股权投资产生的投资收益	0.87	1.95	0.94	-	-
营业外收入及其他收益（亿元）	7.43	5.25	5.81	1.22	1.03
资产处置收益（亿元）	-	-1.68	-2.61	8.39	-0.28
公允价值变动损益（亿元）	-	0.08	0.48	0.36	0.28

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

该公司以往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，自 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，发展重点已从转向管理整合和技术改造。2018 年以来，公司陆续公示数个产能置换项目，未来将推进产能置换，通过淘汰更新存量落后或不具竞争力产能提升运营效率。

图表 18. 2018 年以来公司产能出让公示情况

序号	出让产能企业					受让产能企业			
	省市	名称	出让产能(t/d)	关停时间	拆除时间	省市	名称	受让产能(t/d)	拟投产时间
1	浙江省衢州市	常山南方水泥有限公司	1,000	2018 年 12 月	2019 年 4 月	江西省上饶市	江西玉山南方水泥有限公司	5,000	未公布
			2,000						
	浙江省衢州市	江山南方水泥有限公司	1,000	2018 年 1 月	2018 年 9 月				
			1,000						
2	浙江省湖州市	德清南方水泥有限公司	2,000	2015 年 8 月	2020 年 1 月	江西省九江市	江西银杉新材料有限公司	2,000	未公布
			4,000 (实际 5,000)	2019 年 12 月	2020 年 12 月				
3	浙江省湖州市	湖州南方水泥有限公司	4,000 (实际 5,000)			2019 年 12 月	2020 年 12 月	浙江省长兴县	湖州槐坎南方水泥有限公司
			4,000 (实际 5,000)						
	湖州煤山南方水泥有限公司	2,000 (实际 2,500)	2019 年 12 月	2020 年 12 月					
		2,000 (实际 2,500)							
4	浙江省杭州市	富阳南方水泥有限公司	4,000	2019 年 12 月	2020 年 12 月	浙江省杭州市	杭州山亚南方水泥有限公司	5,000	2019 年 12 月
			2,500	2019 年 12 月	2020 年 12 月				
	浙江省金华市	浙江金华南方尖峰水泥有限公司	1,000	2019 年 12 月	2020 年 12 月				
5	浙江省杭州市	建德南方水泥有限公司	4,000	2020 年 6 月	2021 年 6 月	浙江省杭州市	建德南方水泥有限公司	5,000	2020 年 6 月
			2,000	2018 年 5 月	2021 年 6 月				
	浙江省绍兴市	绍兴南方水泥有限公司	2,000	2020 年 6 月	2021 年 6 月				
6	江西省上饶市	江西玉山南方水泥有限公司	2,500*2	2021 年 10 月	2022 年 10 月	江西省上饶市	江西玉山南方水泥有限公司	8,000	2021 年 10 月
	江西省宜春市	江西上高南方水泥有限公司	1,500						
	江西省兴国县	江西兴国南方水泥有限公司	1,000						
	江西省上饶市	江西三清水泥有限公司	1,500						
	江西省宜春市	江西赣珠水泥有限公司	1,000						
7	江苏省无锡市	江苏宜城南方水泥有限公司	2,500	未公布	2021 年 12 月	江苏省无锡市	江苏宜城南方水泥有限公司	7,500	2020 年 12 月
			2,000						
			5,000						
			2,500						
8	湖南省郴州市	湖南金磊南方水泥有限公司	2,500	未公布	2023 年 12 月	湖南省郴州市	湖南金磊南方水泥有限公司	4,900	2022 年 12 月
			2,500						
	湖南省衡阳市	湖南祁东南方水泥有限公司	1,166						
9	湖南省长沙市	湖南坪塘南方水泥有限公司	2,500	未公布	2022 年 12 月	湖南省湘潭市	湖南韶峰南方水泥有限公司	8,000	2021 年 12 月
			2,500						
			湖南省宁乡南方水泥有限公司						
	湖南省	湖南韶峰南方	2,500						

序号	出让产能企业				受让产能企业				
	省市	名称	出让产能(t/d)	关停时间	拆除时间	省市	名称	受让产能(t/d)	拟投产时间
	湘潭市	水泥有限公司							

资料来源：公开市场信息

根据公开市场信息，2018年以来有关部门公示的关于该公司熟料产能出让项目共9个（如上表所示），其中8个受让方系公司合并范围企业，即产能置换项目。产能置换项目主要为省内置换项目，且多为减量置换项目。公司资本性支出将以产能置换项目、矿山收购、设备更新与节能环保技改投入以及支付以前年度并购尾款¹⁰为主。根据当前规划，2020年4-12月、2021年和2022年支出金额分别为88.00亿元、100.00亿元和70.00亿元；同期融资净额为12.00亿元、0亿元和-10.00亿元，鉴于公司自身存量货币资金较为充裕，经营性现金流表现良好，资本性支出加大情况下，净融资规模预计仍能得到控制。

图表 19. 公司未来投融资规划

项 目	2020年4-12月	2021年	2022年
资本性支出计划（亿元）	88.00	100.00	70.00
其中：产能置换及优化升级项目（亿元）	33.00	35.00	20.00
技改工程（亿元）	20.00	20.00	15.00
骨料项目（亿元）	20.00	25.00	20.00
采矿权（亿元）	10.00	15.00	10.00
支付以前年度股权款（亿元）	5.00	5.00	5.00
融资安排（净额，亿元）	12.00	-	-10.00
其中：权益类融资（亿元）	-	-	20
债务类融资（亿元）	12.00	-	-30.00

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

管理

跟踪期内该公司控股股东仍然为中国建材，同时治理结构和管理层仍基本保持稳定。中国建材为公司提供了大额担保并拆借资金，体现为股东支持。

截至2020年3月末，该公司控股股东仍为中国建材股份有限公司（简称“中国建材”），实际控制人为中国建材集团有限公司（简称“中建材集团”）。

跟踪期内，贺柳先生、姚季鑫先生和常张利先生不再担任公司董事，公司新增四名董事，分别为傅金光先生、隋玉民先生、王永明先生和李瑞梅女士。除此之外，公司治理结构及管理层无重大变化。

¹⁰ 该公司以往收购商品混凝土企业时与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向其支付股权款（未付股权款纳入“其他应付款”核算）。截至2019年末余额为4.66亿元。

图表 20. 2017-2019 年公司关联交易情况（单位：亿元）

项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
采购商品/接受劳务	1.73	4.45	27.07
其中：采购商品	1.73	3.59	24.97
其中：中建材投资有限公司	-	-	9.65
中建投商贸有限公司	-	2.05	6.03
接受劳务	-	0.86	2.10
销售商品/提供劳务	0.72	1.16	30.97
其中：销售商品	0.72	1.16	30.97
其中：安徽江北海中建材贸易有限公司	-	-	26.33
中建投商贸有限公司	-	0.39	3.47
提供劳务	-	-	-
关联被担保余额	68.50	61.88	50.00
关联担保余额	-	-	8.37
关联应收款项	16.42	2.87	5.61
其中：应收账款	0.57	0.13	0.06
预付账款	0.53	0.07	0.22
应收利息	1.11	-	-
其他应收款	14.21	2.67	5.33
关联应付款项	68.15	42.59	24.53
其中：应付账款	3.30	2.04	2.15
预收账款或合同负债	0.02	0.01	0.15
应付利息	3.30	-	-
其中：中国建材	3.30	-	-
应付股利	-	-	-
其他应付款	61.53	40.54	22.23
其中：中国建材	60.39	37.25	18.50

资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

关联交易方面，2019 年该公司因购销产生的关联交易金额较以往有所增加，其中关联采购 27.07 亿元，主要系向中建材投资有限公司及其子公司中建投商贸有限公司以市场价采购煤炭；关联销售 30.97 亿元，主要系向安徽江北海中建材贸易有限公司（安徽海螺水泥股份有限公司持股 51%，公司持股 49%）以市场价销售熟料。2017-2019 年末，公司应收关联方款项（包括应收账款、其他应收款、预付账款和应收利息）合计金额分别为 16.42 亿元、2.87 亿元和 5.61 亿元，主要系应收参股公司或中建材集团下属企业往来款。同期末，应付关联方款项（包括应付账款、其他应付款、预收账款或合同负债、应付利息和应付股利）合计金额分别为 68.15 亿元、42.59 亿元和 24.53 亿元，其中应付股东中国建材资金拆借本息合计金额分别为 63.70 亿元、37.25 亿元和 18.50 亿元。另外，中国建材为公司融资提供担保余额分别为 68.50 亿元、61.88 亿元和 50.00 亿元。上述资金拆借及担保均体现为股东对公司的支持。另外，2019 年末公司为北方水泥有限公司提供担保余额为 8.37 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 17 日，公司本部不存在借款违约及欠息事项。根据审计报告所载，截至 2019 年末公司不存在

重大未决诉讼。经查国家企业信用信息公示系统，公司本部及各区域公司本部口径均不存在重大行政处罚信息，亦未被列入经营异常名录及严重违法失信企业名单。

财务

近三年末，该公司持续压减债务，同时利润留存及增资款项到位带动权益增长，资产负债率明显下降。2020 年第一季度，公司刚性债务规模虽有所增加，但财务杠杆未明显抬高。公司存量债务规模虽依旧较大，但为配合资本性支出规划，期限结构正逐步调整。公司经营性现金流表现良好，净流入规模持续扩大，现金流平衡能力强。公司资产以长期资产为主，流动性指标表现较弱。流动资产中应收账款规模大，存在一定回款风险。公司以往兼并收购产生了大额商誉，随着被收购生产线的陆续关停和拆除，未来公司或对商誉持续计提减值，从而将对其账面盈利产生影响。

1. 数据与调整

天职国际会计师事务所对该公司的 2017 至 2019 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。

截至 2017 年末，公司共有子公司 283 家，其中二级子公司 10 家。2018 年，公司收购了浙江三狮南方新材料有限公司和浙江钱塘港口物流有限公司，并投资设立了抚州市东乡区南方新材料有限公司；当年共有 39 家子公司不再纳入合并范围，其中 37 个系注销，2 个系出售。截至 2018 年末，公司合并范围子公司共计 251 家，其中二级子公司 9 家。2019 年，公司投资设立了湖州兴浦南方水泥有限公司、抚州市东乡区上陈新材料有限公司、湖南九华南方新材料科技有限公司和中建材新材料有限公司，收购了涟源市金铃建材有限公司和湖南临澧南方新材料科技有限公司；当年共有 16 家子公司因注销不再纳入合并范围。截至 2019 年末，公司合并范围子公司共计 241 家，其中二级子公司 10 家

图表 21. 2017-2019 年公司收购企业情况（单位：亿元）

收购年份	序号	是否同一控制	企业名称	收购对价	净资产	可辨认净资产公允价值	商誉
2017 年	1	否	临桂南方水泥有限公司	1.13	0.05	1.13	-
	2	否	浙江振成投资有限公司	1.00	0.08	-0.76	1.76
	3	否	兰溪板桥南方建材有限公司				
	4	否	德清加元南方水泥有限公司				
	5	否	绍兴南方水泥有限公司				
	6	否	诸暨南方水泥有限公司				

收购年份	序号	是否同一控制	企业名称	收购对价	净资产	可辨认净资产公允价值	商誉
	7	否	海宁市三狮水泥有限责任公司				
	8	是	株洲中材混凝土有限公司	0.001	0.0004	-	-
	9	否	常德创兴混凝土有限公司	0.35	0.34	0.35	-
2018年	1	是	浙江三狮南方新材料有限公司	8.74	11.33	-	-
	2	否	浙江钱塘港口物流有限公司	0.73	0.60	0.68	0.26
2019年	1	否	涟源市金铃建材有限公司	0.007	0.04	0.05	-0.02
	2	否	湖南临澧南方新材料科技有限公司	0.81	1.21	1.20	-0.03

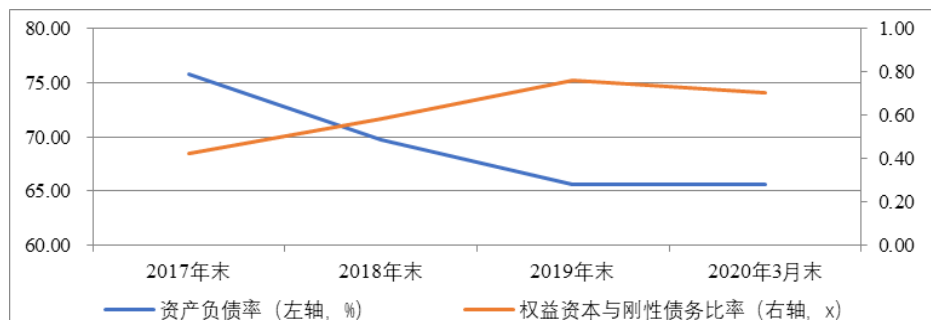
资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

该公司2018年度和2019年度财务报表的编制分别遵循财政部发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号）和《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6号）文件的要求。因分析开展需要，本评级报告所列示“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”；其中“应付利息”纳入刚性债务核算。2017-2018年因公司对浙江区域内部分企业实施了收购，且其中涉及同一控制下企业合并，但鉴于被收购企业体量较小，对公司财务数据影响不大，故本评级报告未进行追溯调整。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

2017-2019年末，该公司负债总额分别为681.17亿元、572.16亿元和562.85亿元，主要得益于公司刚性债务的压减，负债总额逐年减少。2017-2019年公司分别实现净利润18.32亿元、40.47亿元和59.51亿元，派发上年度现金分红金额分别为7.08亿元、8.49亿元和18.45亿元，多数盈利能够留存于企业，对所有者权益形成补充。另外，2019年公司引入农银投资和交银投资两个新股东，二者各向公司增资10亿元，带动所有者权益增加。2017-2019年末，公司所有者权益分别为217.94亿元、247.98亿元和295.28亿元。同期末，公司资产负债率分别为75.76%、69.76%和65.59%，逐年下降；权益资本与刚性债务

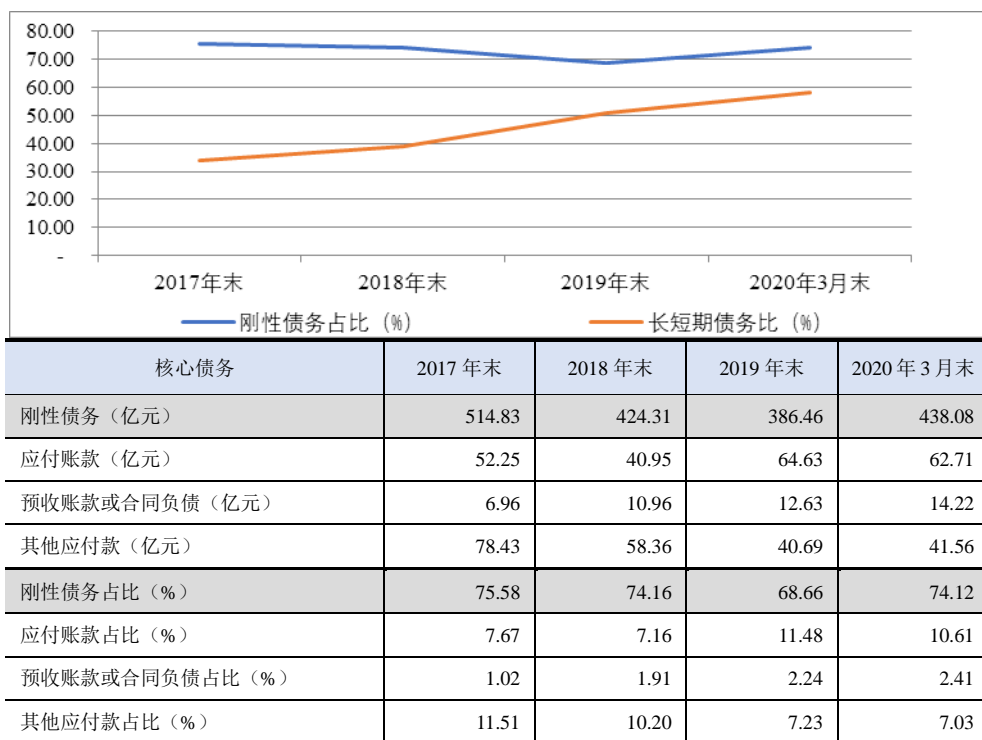
比率分别为 0.42 倍、0.58 倍和 0.76 倍，权益资本对刚性债务的覆盖能力持续提升。

2020 年 3 月末，主要因刚性债务增加，该公司负债总额较年初增加 28.22 亿元至 591.07 亿元；得益于盈利留存，所有者权益较年初增加 14.51 亿元至 309.78 亿元。同期末，公司资产负债率为 65.61%，与年初基本持平；权益资本与刚性债务比率降至 0.71 倍，较年初小幅下降。

整体看，近年来随着利润的累积及债务的压减，该公司财务杠杆持续下降。根据公司规划，未来主业相关资本性支出虽将加大，但资金来源主要为自有资金和经营回款，债务净融资规模不大，随着盈利的留存，公司资产负债率有望进一步压降。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

债务构成方面，该公司的负债以刚性债务为主，2017-2019 年末刚性债务占比分别为 75.58%、74.16%和 68.66%，随刚性债务的压减而逐年下降。除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项（或合同负债）和其他应付款构成。同期末，应付账款分别为 52.25 亿元、40.95 亿元和 64.63 亿元，主要系原燃料采购款，其中 2019 年末应付账款较上年末增量较大，主要系当年原燃料采购规模增加，同时付款账期有所延长，以致年末未结算款项增加所致。预收账款（或合同负债）分别为 6.96 亿元、10.96 亿元和 12.63 亿元，主要系预收货款，近三年末余额有所增加。其他应付款分别为 78.43 亿元、58.36 亿元和 40.69 亿元，主要包括股东中国建材拆借本金及以往收购应付的股权款，主要

因偿还中国建材拆借款项和支付股权款，其他应付款逐年减少。2020年3月末，公司除刚性债务以外其他负债科目金额较年初变化不大。

负债期限结构方面，2017-2019年末及2020年3月末长短期债务比分别为33.74%、39.09%、50.80%和58.00%，虽有所提高，但仍以流动负债为主。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	352.48	271.63	226.15	240.36
其中：短期借款	198.98	113.82	115.96	129.48
一年内到期非流动负债	57.87	68.64	56.25	45.88
应付短期融资券	50.00	61.00	12.00	17.00
应付票据	41.47	26.59	41.48	47.62
应付利息	4.16	1.58	0.45	0.38
中长期刚性债务合计	162.35	152.69	160.32	197.71
其中：长期借款	92.27	59.93	76.43	113.19
应付债券	53.31	81.94	78.45	78.52
其他中长期刚性债务	16.77	10.81	5.44	6.00
综合融资成本（年化）	4.53%	4.65%	4.46%	4.36%

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

近年来，随着盈利规模的扩大，该公司逐步压减债务，2017-2019年末刚性债务余额分别为514.83亿元、424.31亿元和386.46亿元。从期限结构方面看，近三年末公司中长期刚性债务规模保持相对稳定，债务压减主要体现于短期刚性债务，中长期刚性债务占比分别为31.53%、35.98%和41.48%，逐年上升。从融资渠道来看，公司刚性债务以银行借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款，下同）为主，2017-2019年末余额分别为310.02亿元、214.23亿元和211.71亿元，占刚性债务总额的比重分别为60.22%、50.49%和54.78%。从借款类型来看，公司银行借款以信用和保证借款为主，合计金额占借款余额的比重超过90%。2020年3月末，公司刚性债务较年初增加51.61亿元至438.08亿元，其中短期和中长期刚性债务分别增加14.22亿元和37.40亿元，为配合产能置换和技改更新等项目的推进公司长期债务性融资增量较大，当期末中长期刚性债务占比进一步升至45.13%。

融资成本方面，根据该公司提供的资料显示，2017-2019年及2020年第一季度公司综合融资成本分别为4.53%、4.65%、4.46%和4.36%，整体保持在较低水平。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
营业周期（天）	139.47	96.04	77.63	-
营业收入现金率（%）	113.23	111.93	111.83	111.64
业务现金收支净额（亿元）	95.05	181.30	228.25	-4.41
其他因素现金收支净额（亿元）	-13.49	-39.97	-36.83	-1.29
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	81.56	141.33	191.41	-5.70
EBITDA（亿元）	83.13	128.98	150.84	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.27	0.37	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.17	5.35	7.40	-

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

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。

2017-2019 年，该公司营业周期分别为 139.47 天、96.04 天和 77.63 天，其中 2018 年营业周期较上年明显缩短主要系因当年开展应收账款证券化及应收账款减值政策变化；2019 年公司产销规模扩大，同时应收账款和存货规模持续受控，营业周期进一步缩短。公司收现质量较好，营业收入现金率维持高水平，业务现金收支净流入规模逐年扩大；其他因素现金净流量维持净流出状态，主要系以现金支付相关费用所致，2018-2019 年净流出金额较往年加大除因付现费用增加外，主要系应收账款 ABS 基础资产循环购买所致。同期，公司经营性现金流净额分别为 81.56 亿元、141.33 亿元和 191.41 亿元，净流入规模逐年扩大。2020 年第一季度，经营性现金流量净额为-5.70 亿元，同比减少 27.87 亿元，主要系受疫情影响，主业现金回款同比减少，同时原燃料采购增加所致。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 83.13 亿元、128.98 亿元和 150.84 亿元，逐年增长；公司利息支出有所下降，折旧和摊销保持相对稳定，EBITDA 增长主要系盈利规模增长带动，同期利润总额占比分别为 39.53%、57.43% 和 66.27%。2017-2019 年，EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数分别为 0.16 倍、0.27 倍和 0.37 倍，EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数分别为 3.17 倍、5.35 倍和 7.40 倍，EBITDA 对债务及孳息的覆盖能力逐年提升。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	1.47	-1.11	-6.01	6.42

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
取得投资收益收到的现金	2.38	1.27	3.43	-
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	-19.13	-19.36	-89.81	-11.65
其他因素对投资环节现金流影响净额	-5.63	1.27	0.04	-
投资环节产生的现金流量净额	-20.90	-17.93	-92.35	-5.23

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

2017-2019年及2020年第一季度，该公司投资性现金流量净额分别为-20.90亿元、-17.93亿元、-92.35亿元和-5.23亿元，维持净流出状态，主要因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出金额较大所致，同期分别为19.13亿元、19.36亿元、89.81亿元和11.65亿元，其中2019年因产能置换项目和生产线技改等项目推进，当年净流出规模显著扩大。投资及收回投资产生的现金流净额分别为1.47亿元、-1.11亿元、-6.01亿元和6.42亿元，其中2019年净流出规模较大主要因金融资产投资增加所致；2020年第一季度主要因收到出售的建福南方股权款而呈净流入状态。取得投资收益收到的现金金额相对较小，主要系收到的被投资企业现金分红。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
权益类净融资额	-7.08	-7.99	8.50	-
债务类净融资额	-22.12	-94.81	-77.30	42.64
其中：现金利息支出	-26.16	-22.53	-38.78	-3.18
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-25.08	-16.40	-10.31	-11.85
筹资环节产生的现金流量净额	-54.28	-119.20	-79.11	30.79

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

注：上表利息支出以负号填列。

2017-2019年，该公司权益类融资净额分别为-7.08亿元、-7.99亿元和8.50亿元，其中2017-2018年主要因持续进行现金分红而呈现净流出状态；2019年因公司收到农银投资和交银投资增资款而呈现净流入状态。2017-2019年及2020年第一季度，债务融资净额分别为-22.12亿元、-94.81亿元、-77.30亿元和42.64亿元，2018-2019年债务总量压减幅度较大，2020年第一季度净融资规模有所增加；同期其他因素对筹资环节现金流量影响净额分别为-25.08亿元、-16.40亿元、-10.31亿元和-11.85亿元，主要系归还中国建材本息及承兑汇票保证金支出。2017-2019年及2020年第一季度公司筹资性现金净流量分别为-54.28亿元、-119.20亿元、-79.11亿元和30.79亿元。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产	金额 (亿元)	282.27	244.00	270.35	318.43
	占总资产比重	31.39%	29.75%	31.50%	35.35%
其中: 货币资金 (亿元)		28.99	27.77	48.69	69.37
应收票据 (亿元)		14.09	44.88	64.21	42.06
应收账款 (亿元)		128.67	100.65	101.05	141.94
其他应收款 (亿元)		44.09	29.25	18.33	18.26
存货 (亿元)		28.60	27.91	26.19	34.55
非流动资产	金额 (亿元)	616.84	576.14	587.77	582.42
	占总资产比重	68.61%	70.25%	68.50%	64.65%
其中: 固定资产 (亿元)		323.43	302.65	282.50	285.07
在建工程 (亿元)		26.75	24.89	81.33	55.19
无形资产 (亿元)		72.04	70.52	81.59	98.17
商誉 (亿元)		137.53	121.51	82.59	81.49
期末全部受限资产账面价值 (亿元)		10.14	14.35	7.67	8.24
受限资产账面余额/总资产		1.13%	1.75%	0.89%	0.91%

资料来源: 根据南方水泥所提供数据整理。

注: 为保持可比性, 应收票据含应收款项融资。

2017-2019 年末, 该公司资产总额分别为 899.11 亿元、820.14 亿元和 858.12 亿元, 其中非流动资产占资产总额的比重约为 70%, 符合一般制造业重资产的结构特征。

该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。2019 年末, 货币资金为 48.69 亿元, 较上年末增加 20.92 亿元; 其中 2.51 亿元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 5.15%。公司应收账款主要产生于商品混凝土业务, 2019 年末应收账款账面价值为 101.05 亿元 (占总资产的比重为 11.78%), 较上年末变化不大。公司应收账款账龄集中于一年以内, 占比为 78.47% (以余额计算, 下同), 1-2 年占比为 12.32%; 公司以预期信用损失模型为基础对应收款项进行减值处理并计提减值准备, 当年末应收账款坏账准备计提比率为 6.39%。其他应收款主要系代垫款、资金拆借款、股权转让款等, 账面价值为 18.33 亿元, 较上年末减少 10.92 亿元, 主要系应收关联方款项回收, 以及坏账准备计提增加所致; 当年末其他应收款坏账准备计提比率为 45.48%。近三年末公司存货规模较为稳定, 2019 年末为 26.19 亿元, 主要体现为煤炭等原燃料的备货, 原材料占存货余额的比重保持在 65% 左右。

该公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产和商誉。2019 年末, 固定资产为 282.50 亿元 (占总资产的比重为 32.92%), 主要为厂房及机器设备, 较上年末减少 20.15 亿元, 除因折旧的计提外, 主要因计提减值

所致。在建工程为 81.33 亿元，较上年末增加 56.44 亿元，主要系产能置换项目和生产线技改投入所致。无形资产为 81.59 亿元，其中土地使用权为 45.53 亿元，采矿权为 35.24 亿元。公司以往兼并重组过程中产生了大额商誉，2019 年公司转型升级、政府拆除等项目单独进行商誉减值测试，当年计提减值 37.33 亿元，以致商誉账面价值降至 82.59 亿元，占总资产的比重为 9.63%。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 900.85 亿元，较年初增加 42.73 亿元。其中，货币资金增加 20.68 亿元至 69.37 亿元；应收账款增加 40.89 亿元至 141.94 亿元；应收票据减少 22.15 亿元至 42.06 亿元；在建工程减少 26.14 亿元至 55.19 亿元，无形资产增加 16.58 亿元至 98.17 亿元，主要系采矿工程转入无形资产所致。除上述科目外，其余科目变化较小。当期末，公司受限资产账面价值总计 8.24 亿元，占总资产的比重为 0.91%，其中受限货币资金为 3.33 亿元，受限固定资产为 4.91 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	55.42	59.32	72.43	85.12
现金比率 (%)	8.42	18.38	31.84	31.61

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 55.42%、59.32%、72.43% 和 85.12%；现金比率分别为 8.42%、18.38%、31.84% 和 31.61%。公司上述流动性指标虽大体有所提升，但由于负债以短期负债为主，且规模较大，整体看公司流动性表现依旧较弱。

6. 表外事项

该公司以往年份进行了大规模兼并收购，部分被收购方存在对外担保，公司于并购时点将对外担保全额计提了预计负债。截至 2019 年末，预计负债为 0.64 亿元。当年末公司对外担保余额为 8.37 亿元，担保对象为北方水泥。另外，根据 2019 年审计报告所载，截至当年末公司不存在或有事项。

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，但同时也承担原燃料集中采购及销售职能。2019 年末，公司本部总资产为 465.73 亿元，除长期股权投资 251.17 亿元（主要系对子公司投资）外，还主要包括：货币资金 11.55 亿元；应收账款 5.86 亿元；其他应收款 185.56 亿元，金额较大，主要系以往往来款形式划拨给子公司的资金。公司本部负债总额为 228.93 亿元，其中刚性债务余额为 201.94 亿元；所有者权益为 236.80 亿元。2019 年公司本部实现收入 74.82 亿元，主要产生于向子公司销售煤炭和熟料等，销售价格以集中采购价格加

上物流运输等成本确定；实现净利润 57.93 亿元；经营性现金净流量为 16.63 亿元，筹资性现金净流量为-64.21 亿元。公司偿债资金主要来源于自身生产销售实现的现金流以及子公司拆借资金的回收。

外部支持因素

1. 控股股东支持

该公司控股股东中国建材在建材领域具有极强的综合实力。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长江中下游区域水泥市场，在产业整合、技术支持、融资等方面能够得到股东支持。2019 年末，中国建材向公司拆借资金本金余额为 18.50 亿元；另外，为公司融资提供担保，担保余额为 50.00 亿元。

2. 金融机构支持

该公司与银行等金融机构保持良好的合作，截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 528.46 亿元，其中五大商业银行及政策性银行授信占比为 45.00%；已使用额度为 284.17 亿元，未使用额度为 244.29 亿元，公司后续尚有一定融资空间。公司已放款的贷款利率主要为基准利率，部分按基准浮动，整体融资利率相对较低。

图表 30. 金融机构的信贷支持

机构类别	授信总额	已使用额度	未使用额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	528.46	284.17	244.29	基准利率为主	保证、信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	17.00	15.00	2.00	基准利率为主	保证、信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	220.81	144.85	75.96	基准利率为主	保证、信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	45.00%	56.25%	31.91%	-	-

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 17 南水 02 和 17 南水 03：发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权

17 南水 03 为 5 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；17 南水 02 为 7 年期固定利率债券，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

对于 17 南水 03，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。对于17南水02，公司有权决定在存续期的第5年末调整本期债券后2年的票面利率；公司将于第5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5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。

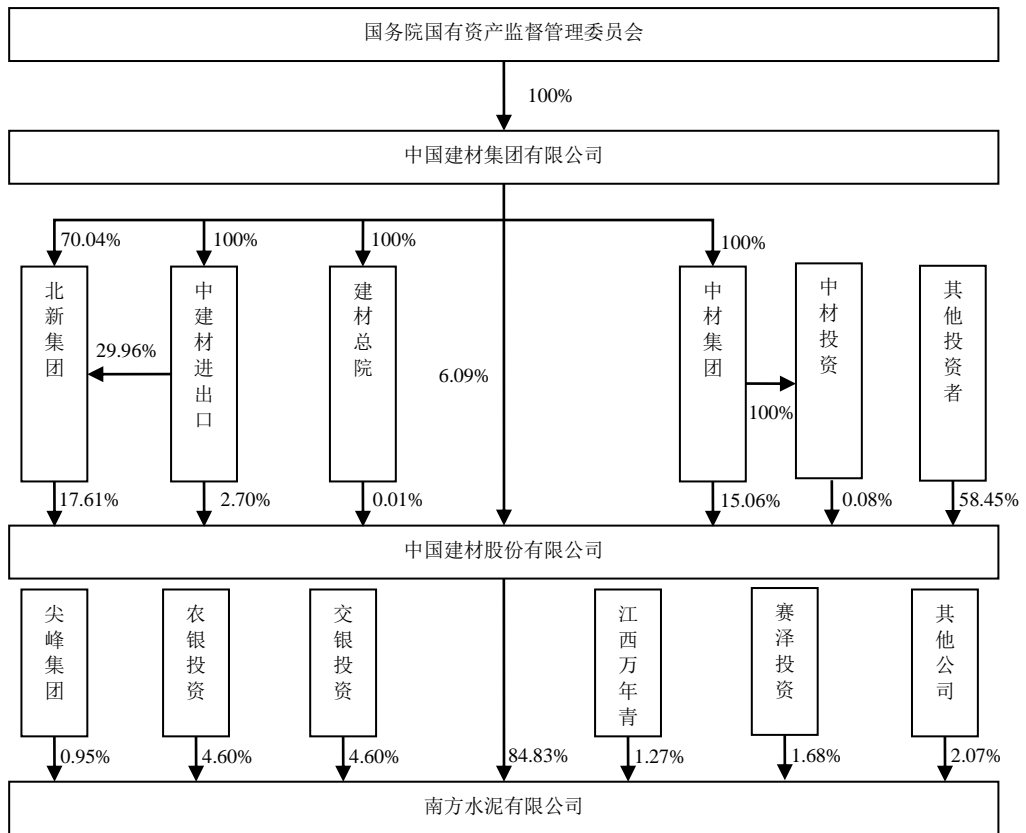
跟踪评级结论

该公司系上市央企中国建材旗下水泥板块最大的运营实体，近年来能够持续在资金和融资担保方面获得股东的大力支持。以往年份，公司以联合重组方式实现了水泥和混凝土业务的快速扩张，现有水泥产能主要分布于浙、苏、皖、赣、湘等省份，规模优势明显，在竞争区域的市场份额较高，市场影响力较强。2017年以来，公司主要产品销售量价齐升，收入持续增长，公司主营业务盈利能力持续提升。2018-2019年公司对应收款项、固定资产及商誉等资产计提了大额减值损失，但当年盈利规模仍同比大幅增长。近年来，公司以规模扩张为目的的兼并收购较少，发展重心已转向并购后的管理整合和技术改造。2018年以来，公司陆续公示了数个产能置换项目，随着产能置换项目、技改更新项目和矿山的收购的推进，公司未来资本支出规模仍较大。近三年末，公司持续压减债务，同时利润留存及增资款项到位带动权益增长，资产负债率明显下降。2020年第一季度，公司刚性债务规模虽有所增加，但财务杠杆未明显抬高。公司存量债务规模虽依旧较大，但为配合资本性支出规划，期限结构正逐步调整。公司经营性现金流表现良好，净流入规模持续扩大，现金流平衡能力强。公司资产以长期资产为主，流动性指标表现较弱。流动资产中应收账款规模大，存在一定回款风险。公司以往兼并收购产生了大额商誉，随着被收购生产线的陆续关停和拆除，未来公司或对商誉持续计提减值，从而对公司账面盈利产生影响。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司所在主要区域基建及房地产开发投资情况及对水泥需求的影响；（2）煤炭等原燃料和水泥价格走势及对公司盈利水平的影响；（3）公司产能置换及技改项目未来投融资安排；（4）应收账款回款情况；（5）管理整合进展及商誉减值情况。

附录一：

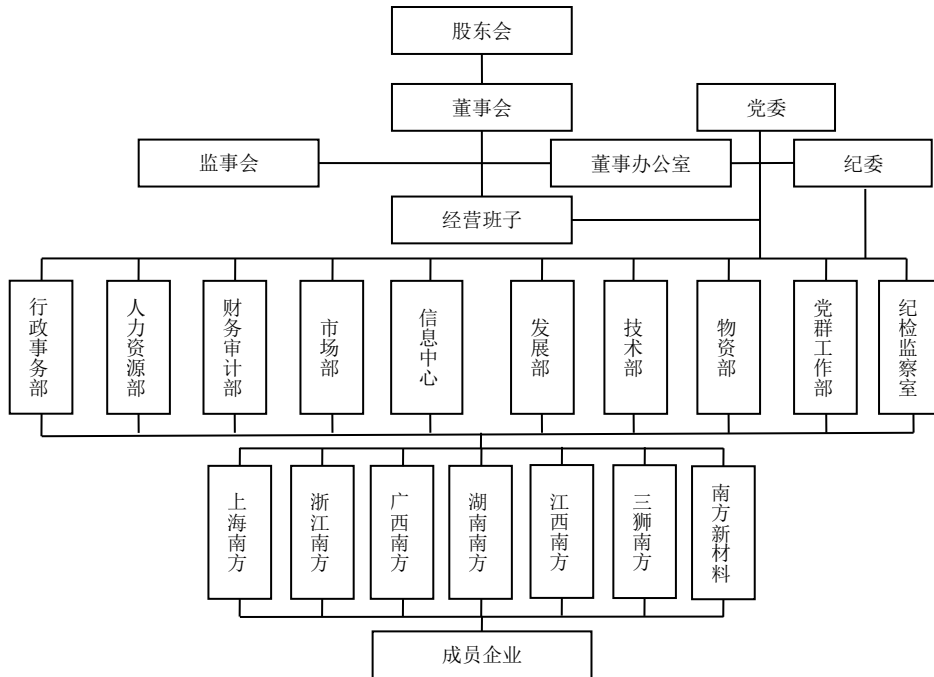
公司与实际控制人关系图



注：根据南方水泥提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019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	实际控制人	-	建材类	2,627.40	1,764.55	3,979.87	148.72	646.74	合并口径
中国建材股份有限公司	中国建材	公司之控股股东	-	建材类	1,879.52	1,511.66	2,574.82	184.58	633.48	合并口径
南方水泥有限公司	南方水泥	本级	-	-	201.94	236.80	74.82	57.93	16.63	母公司口径
上海南方水泥有限公司	上海南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	33.06	54.93	254.35	27.90	79.09	合并口径
浙江南方水泥有限公司	浙江南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	42.58	71.42	110.97	20.51	42.67	合并口径
湖南南方水泥集团有限公司	湖南南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	47.24	54.20	79.20	0.30	22.19	合并口径
广西南方水泥有限公司	广西南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	0.50	31.12	30.23	8.25	10.21	合并口径
江西南方水泥有限公司	江西南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	32.89	40.47	89.12	3.39	22.33	合并口径
浙江三狮南方新材料有限公司	三狮南方	子公司	90.00	销售材料	16.13	11.38	68.92	1.67	9.04	合并口径
上海自贸区南方水泥有限公司	自贸区南方	子公司	100.00	从事货物及技术的进出口业务, 转口贸易	-	0.51	8.31	0.002	9.47	合并口径
南方新材料科技有限公司	南方新材料	子公司	100.00	商品混凝土及其制品的研发、销售及技术推广服务	21.95	10.63	77.61	-15.22	9.76	合并口径
南方水泥资产经营有限公司	资产经营公司	子公司	100.00	资产经营管理, 投资管理, 企业管理, 实业投资	-	1.80	-	0.06	-0.11	合并口径

注：根据 Wind 及南方水泥提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	899.11	820.14	858.12	900.85
货币资金 [亿元]	28.99	27.77	48.69	69.37
刚性债务[亿元]	514.83	424.31	386.46	438.08
所有者权益 [亿元]	217.94	247.98	295.28	309.78
营业收入[亿元]	431.67	599.79	669.68	91.70
净利润 [亿元]	18.32	40.47	59.51	14.51
EBITDA[亿元]	83.13	128.98	150.84	-
经营性现金净流入量[亿元]	81.56	141.33	191.41	-5.70
投资性现金净流入量[亿元]	-20.90	-17.93	-92.35	-5.23
资产负债率[%]	75.76	69.76	65.59	65.61
权益资本与刚性债务比率[%]	42.33	58.44	76.40	70.71
流动比率[%]	55.42	59.32	72.43	85.12
现金比率[%]	8.42	18.38	31.84	31.61
利息保障倍数[倍]	2.25	4.07	5.84	-
担保比率[%]	-	-	2.83	2.70
营业周期[天]	139.47	96.04	77.63	-
毛利率[%]	27.04	34.54	34.96	31.44
营业利润率[%]	8.26	12.78	14.90	22.63
总资产报酬率[%]	6.54	11.42	14.18	-
净资产收益率[%]	8.63	17.37	21.91	-
净资产收益率*[%]	8.58	16.95	21.62	-
营业收入现金率[%]	113.23	111.93	111.83	111.64
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.64	30.70	48.79	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.79	19.69	17.46	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.17	5.35	7.40	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.27	0.37	-

注：表中数据依据南方水泥经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 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 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。

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（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。

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。