

南方水泥有限公司
及其发行的公开发行债券

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(2021)100154】

评级对象: 南方水泥有限公司及其发行的公开发行债券

	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/2021 年 6 月 7 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 1 月 6 日
17 南水 04:	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 7 月 25 日
18 南水 02:	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 8 月 3 日
18 南水 04:	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 8 月 3 日
21 南方 01:	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日	-	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日
21 南方 02:	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日	-	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日
19 南方水泥 MTN001:	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 3 月 5 日
19 南方水泥 MTN002:	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 7 月 1 日
19 南方水泥 MTN003:	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 8 月 9 日

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	7.32	11.55	34.94	12.75
刚性债务	239.79	201.94	154.25	172.01
所有者权益	196.37	236.80	264.83	264.47
经营性现金净流入量	2.19	16.63	5.65	3.50
合并口径数据及指标:				
总资产	820.14	858.12	915.34	956.19
总负债	572.16	562.85	536.90	558.81
刚性债务	424.31	386.46	351.30	394.17
所有者权益	247.98	295.28	378.44	397.38
营业收入	599.79	669.68	692.35	126.55
净利润	40.47	59.51	101.66	17.20
经营性现金净流入量	141.33	191.41	180.58	-5.78
EBITDA	128.98	150.10	183.80	-
资产负债率[%]	69.76	65.59	58.66	58.44
权益资本与刚性债务比率[%]	58.44	76.40	107.72	100.82
流动比率[%]	59.32	71.18	81.39	84.63
现金比率[%]	18.38	31.29	29.98	30.58
利息保障倍数[倍]	4.07	5.84	9.77	-
净资产收益率[%]	17.37	21.91	30.18	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	30.70	48.39	48.89	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	19.69	17.46	23.98	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.35	7.37	11.84	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.37	0.50	-

注: 根据南方水泥经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 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 04、18 南水 02、18 南水 04、21 南方 01、21 南方 02、19 南方水泥 MTN001、19 南方水泥 MTN002 与 19 南方水泥 MTN003 的跟踪评级反映了 2020 年以来南方水泥在股东背景、经营规模、市场份额、盈利和财务状况等方面保持优势,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。**近三年南方水泥公司盈利水平持续提升,经营性现金流保持大额净流入状态。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,因产能置换项目的推进,公司持续对以往收购的资产计提减值准备,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，被收购的生产线将陆续关停和拆除，从而或将持续产生商誉减值损失，对公司的账面盈利产生影响。

评级关注

- 中国建材子公司天山股份拟以发行股份或支付现金购买资产的方式收购中国建材水泥板块资产，其中包括中国建材及其他 22 名股东所持南方水泥合计 99.9274%的股权。本次交易申请已经国务院国资委及股东大会审议通过，并已获中国证监会受理，但尚需中国证监会核准。新世纪评级将持续关注上述股权收购事项的后续进展情况。

➤ 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公开发行债券

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（第二期）³、2018 年公开发行公司债券（第三期）⁴、2021 年公开发行公司债券（第一期）⁵、南方水泥有限公司 2019 年度第一期中期票据、2019 年度第二期中期票据和 2019 年度第三期中期票据的跟踪评级安排，本评级机构根据南方水泥提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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 04 成功发行，发行金额为 2 亿元，期限为 5 年。2018 年 8 月和 10 月，18 南水 02 和 18 南水 04 分别成功发行，发行金额分别为 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。

该公司于 2020 年 6 月经中国证券监督管理委员会许可（证监许可[2020]1375 号），注册发行额度不超过 50 亿元。公司于 2021 年 4 月额度内发行了 21 南方 01 和 21 南方 02，发行金额分别为 12 亿元和 8 亿元，期限分别为 3 年和 5 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。

该公司于 2019 年 4 月在中国银行间市场交易商协会成功注册了 30 亿元中期票据发行额度（中市协注[2019]MTN176 号），有效期至 2021 年 4 月。公司分别于 2019 年 6 月、7 月和 8 月额度内发行了 19 南方水泥 MTN001、19 南方水泥 MTN002 和 19 南方水泥 MTN003，发行金额均为 10 亿元，期限均为 3 年。上述债券不涉及项目投资，募集资金均用于偿还债务。

截至 2021 年 5 月末，该公司待偿还债券（不含 ABS）本金余额为 77.00 亿元，付息情况（若有）均正常。

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，其中 17 南水 03 已摘牌。

³ 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。

⁴ 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。

⁵ 分为两个品种，债券简称分别为 21 南方 01 和 21 南方 02。

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	付息正常
19 南方水泥 MTN002	10.00	10.00	3 年	3.73	2019-07-15	2022-07-15		付息正常
19 南方水泥 MTN003	10.00	10.00	3 年	3.53	2019-08-20	2022-08-20		付息正常
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
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 02	2.00	2.00	5+2 年	5.00	2017-04-25	2024-04-25		付息正常
21 南方 01	12.00	12.00	3 年	3.59	2021-04-09	2024-04-09	50 亿元/2020 年 6 月	未到付息期
21 南方 02	8.00	8.00	5 年	3.92	2021-04-09	2026-04-09		未到付息期

资料来源：南方水泥（截至 2021 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业因素

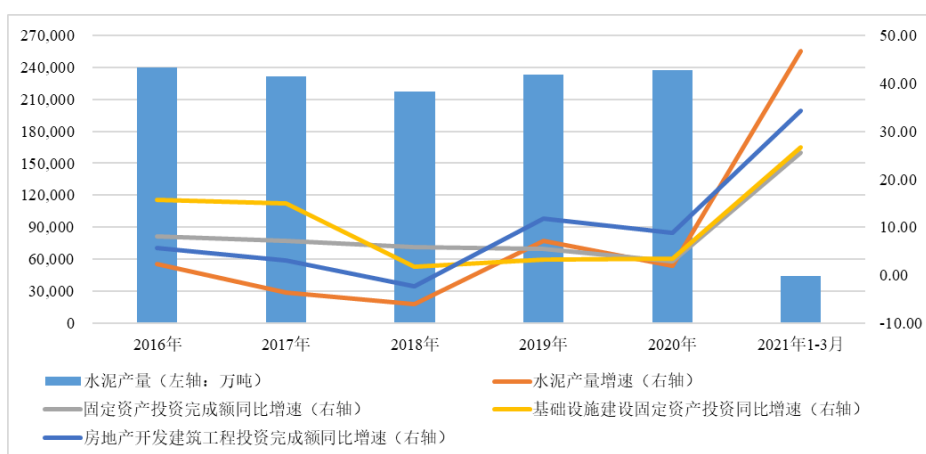
水泥行业属于典型的周期性行业和投资拉动型行业。2019 年基础设施建设“补短板”逐步落实，房地产建筑施工投资增长，带动水泥需求增长。近年来，水泥行业属于典型的周期性行业和投资拉动型行业。2020 年受新冠疫情影响，

固定资产投资及房地产建筑施工投资增速放缓；年初水泥需求释放滞缓，产量下滑，但后续恢复情况较好，全年水泥产量实现增长，但增速同比回落。2020 年水泥价格整体维持高位震荡运行态势，水泥价格重心同比略有下移，全行业收入及利润小幅回落。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。行业内整体维持强者恒强的格局，但需关注跨省产能置换对部分区域市场竞争格局的影响。

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，2018-2020 年分别为 5.90%、5.40%和 2.90%，其中 2020 年受新冠疫情影响增速下滑较大。同期，基础设施建设投资增速分别为 1.79%、3.33%和 3.41%，2019 年以来受益于基础设施建设“补短板”的逐步落实，增速有所提升。2018-2020 年房地产开发投资增速分别为 8.30%、9.92%和 7.00%，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，同期增速分别为-2.28%、11.78%和 8.85%，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 年受新冠疫情影响因素，增速略有放缓。2021 年第一季度，我国固定资产投资完成额、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同比分别同比增长 25.60%、26.76%和 34.28%，因对比期间受新冠疫情影响基数较低，上述指标增幅均较大。

图表 2. 我国水泥产量、固定资产投资完成额及增速情况（单位：右轴：%）



资料来源：Wind

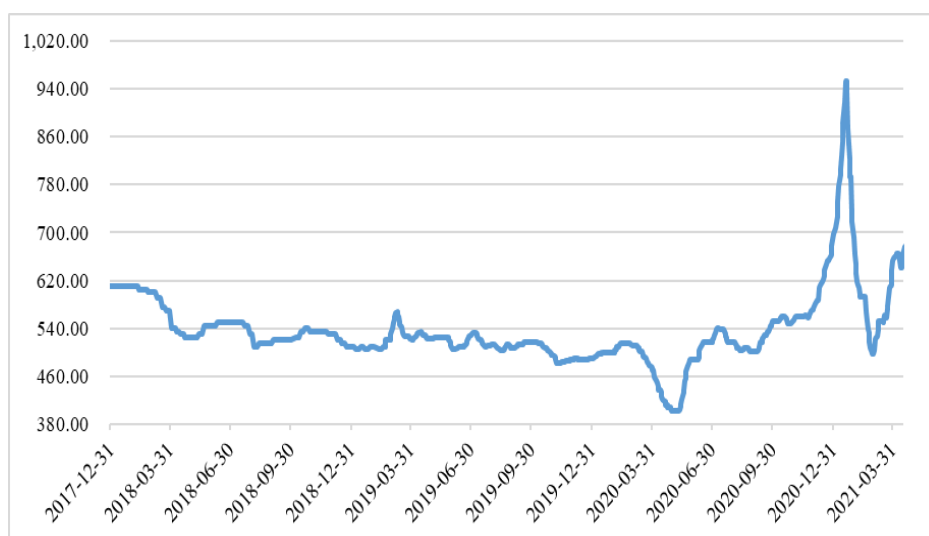
2012 年起水泥行业产能过剩情况逐步显现，新增产能难以得到有效遏制，2015 年随着水泥需求的缩减，行业供需矛盾进一步激化。2016 年工信部发布了严禁新增产能政策，水泥熟料新增产能得到有效控制，但以往已获审批备案

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。据中国水泥协会和水泥大数据研究院统计，2018-2020 年新点火水泥熟料生产线数量分别为 14 条、16 条和 26 条，设计年产能分别为 2,043 万吨、2,372 万吨和 3,816 万吨。水泥行业产能出清较为缓慢，主要因为缺乏有力的约束机制，同时在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。2019 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 年第一季度受疫情期间行业停产及下游行业复工复产推迟，水泥需求释放滞后，当期产量同比减少 23.63%至 2.99 亿吨。当年 4 月起随着疫情逐步受控，需求释放，水泥单月产量均同比有所增长，10 月起累计产量增速转正。2020 年全年水泥产量为 23.77 亿吨，同比增长 2.00%，增速同比回落 5.06 个百分点。2021 年第一季度，因上年同期基数较低，水泥产量同比增加 46.83%至 4.39 亿吨。

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，但配备矿山出产的石灰石品位、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 5,000kcal 山西产动力煤市场价为例，2018-2019 年煤炭价格持续高位震荡运行。2020 年 1 月至 2 月中旬，受新冠疫情影响，煤矿开工延后加之物流受阻，煤炭港口库存下降，价格小幅回升至 515 元/吨左右；随后至 5 月初，主要因主煤区供应持续增加，煤炭价格大幅下跌至 400 元/吨左右，但随着下游行业需求释放及煤炭供给收紧带动价格反弹，9 月末价格回升至 550 元/吨左右；11 月至次年 1 月末，主要受煤矿安检供应偏紧及采暖季用煤需求增加影响，煤炭价格大幅上升，2021 年 1 月价格最高突破 950 元/吨。2021 年 2 月，因春节期间工厂陆续停产，用煤需求减少，煤价开始回落。3 月以来，受港口库存下降，供应端增量有限，加之全球大宗商品牛市支撑，煤炭价格持续上涨。

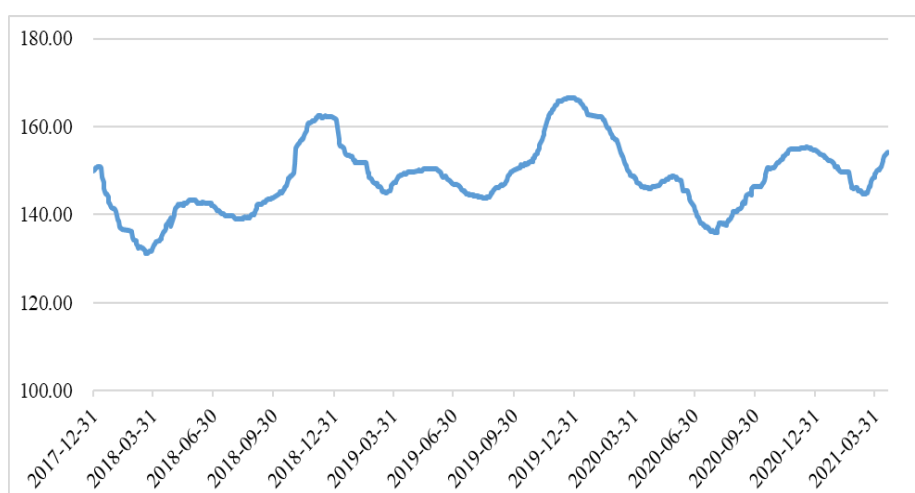
图表 3. 秦皇岛港热值 5,000kcal 山西产动力煤市场价走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

电力方面，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

得益于错峰生产的有效执行，2018 年以来水泥价格整体维持在历史高位。水泥价格涨跌受季节性因素影响较大，第一季度因下游建筑施工行业春节期间

停工以及夏季雨季及高温期间工程进度推进缓慢，市场需求减少，水泥价格一般呈阶段性下滑走势。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，春节假期延长，建筑施工行业复工延后，需求端缺乏支撑，水泥价格高位回落，全国水泥价格指数从年初的 166 点降至 3 月末的 148 点；随着国内疫情防控成效的显现，下游行业运行趋于正常，水泥价格于 4 月中旬筑底后企稳并小幅反弹，但反弹期间较短，6-7 月受连续降雨及持续高温影响，水泥价格再次下滑，7 月下旬水泥价格指数最低跌至 136 点，8 月至年末随着施工旺季来临，加之第四季度部分省份错峰生产陆续实施，水泥价格持续上涨，至年末水泥价格指数达到 155 点左右。整体看 2020 年水泥价格除第一季度受上年末价格翘尾影响，价格高于上年同期外，期后价格均略低于上年水平，当年水泥价格重心小幅回落。2021 年第一季度水泥价格下跌相对温和，3 月中下旬水泥价格指数跌至 145 点，随后价格回升反映相对迅速，5 月中下旬指数回升至 159 点。

行业收入和利润方面，根据工信部数据显示 2018-2020 年水泥行业分别实现收入 8,823 亿元、1.01 万亿元和 9,960 亿元；利润分别为 1,546 亿元、1,867 亿元和 1,833 亿元。2020 年水泥行业收入及利润小幅回落。2021 年 1-2 月，受上年基数较低影响，水泥行业营业收入同比增长 50.8%至 1,083 亿元，利润增长 20.8%至 108 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围绕严控新增产能、淘汰落后产能、促进行业兼并重组提升产业集中度、推行错峰生产等，相关政策的执行有利于水泥行业的健康持续发展。另外，由于水泥行业属于高耗能、高污染的“双高”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。近年来国家环保标准有所提高，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. 近年来水泥行业重要政策梳理

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
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。
工信厅、	2017 年	《工业和信息化部办公	水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖	要求各地确定实施

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
环保厅		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》	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。	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。
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。
国务院	2018 年	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	开展大气污染防治行动，调整优化产业结构、能源结构、运输结构和用地结构，强化区域联防联控，狠抓秋冬季污染治理，坚决打赢蓝天保卫战，实现环境效益、经济效益和社会效益多赢。	奠定环保治理基调。加快推进城市建成区水泥等重污染企业搬迁改造或关闭退出；严控水泥等“两高”行业产能。
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	2017-2020 年	地区秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案相关文件	针对大气污染治理各项重点工作制定完成方案及空气质量改善目标等。	确定水泥等“两高”行业产能控制、错峰生产及环保限产采取具体措施。

资料来源：新世纪评级整理。

另外，近年来相关监管部门围绕建材行业的反垄断相关事项持续开展。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，水泥生产商主要通过扩大经营规模，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持续推进，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，2020年前50家水泥企业（集团）熟料产能占全国总产能76%，与上年持平。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。但还需要关注的是，近年来行业内企业产能置换意愿强烈，存在非在役产能用于置换的情况，且跨省置换将使得部分省份净置入产能增加，项目投产后或将对区域供应格局产生较大的影响。

市场开拓方面，在国内水泥产能过剩背景下，海外投资成为企业业务拓展的方向之一。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、红狮水泥等大型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（2020 年/2020 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	经营性现金流净额
安徽海螺水泥股份有限公司	22,189.80	45,300.00	1,762.43	29.16	2,009.73	16.30	363.70	347.97
南方水泥有限公司	9,520.10	10,801.51	692.35	31.85	915.34	58.66	101.66	180.58
中国联合水泥集团有限公司	9,334.10	6,359.40	481.04	23.13	801.58	73.11	16.80	82.76
华润水泥控股有限公司	6,655.70	8,727.40	400.87	39.01	685.32	27.01	90.30	102.68
唐山冀东水泥股份有限公司	7,080.40	9,461.00	354.80	35.01	589.47	45.46	51.84	87.28
华新水泥股份有限公司	7,171.90	7,229.00	293.57	40.59	439.29	41.40	61.74	84.05

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	经营性现金流净额
西南水泥有限公司	8,658.30	8,696.70	269.09	24.47	626.00	74.84	10.14	77.24

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 2020 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。

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的执行。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，但近年来行业产能出清效果欠佳，水泥行业目前仍面临产能过剩问题，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。后续需持续关注限产政策的持续性及落实情况。

产能置换或将激活无效产能，同时跨省置换或将加大部分地区供给端控制压力。严控备案新增产能情况下，产能置换成为产能更新和布局的重要方式。近年来行业企业着手进行产能置换，但存在使用已关停或拆除的产能进行置换的情形。即便遵循等量或减量置换原则，置换项目投产后原本已不产生实际供给的产能反而将被激活。另外，由于跨省置换的实施影响了各省份产能退出和置入的相对平衡关系，或将对部分区域供应格局产生较大的影响。

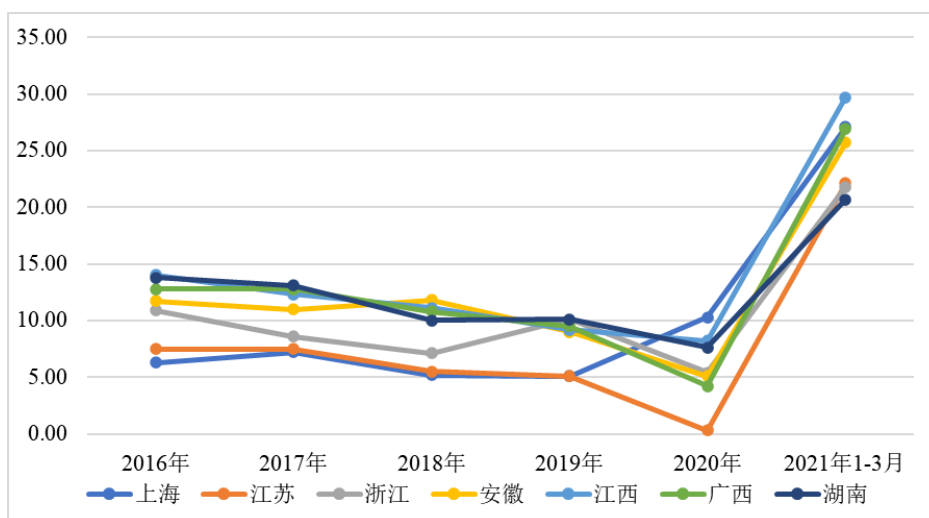
环保压力及安全生产风险。水泥行业属于高耗能、高污染行业。随着国家提倡制造业“节能减排”及环保标准的提高，行业环保成本上升，一定程度上挤压了水泥生产企业的盈利空间。近年来，我国加强北方地区“2+26”城市秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，对水泥生产企业尤其是北方地区生产企业开工造成较大影响。冬季为水泥生产淡季，多数工厂开始停窑检修，管理不严、人员操作不当、设备老化等多重因素都有可能導致安全事故的发生。

(3) 区域市场因素

2019 年该公司所在主要销售市场固定资产投资增速企稳回升，区域水泥需求释放情况较好，水泥产量增加。2020 年受新冠疫情影响，水泥产量增速放缓或呈转负。区域水泥价格具较为明显的季节性特征，近年来价格波动幅度较大，但整体维持高位震荡走势。公司在主要区域竞争优势较为明显。

该公司水泥业务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。

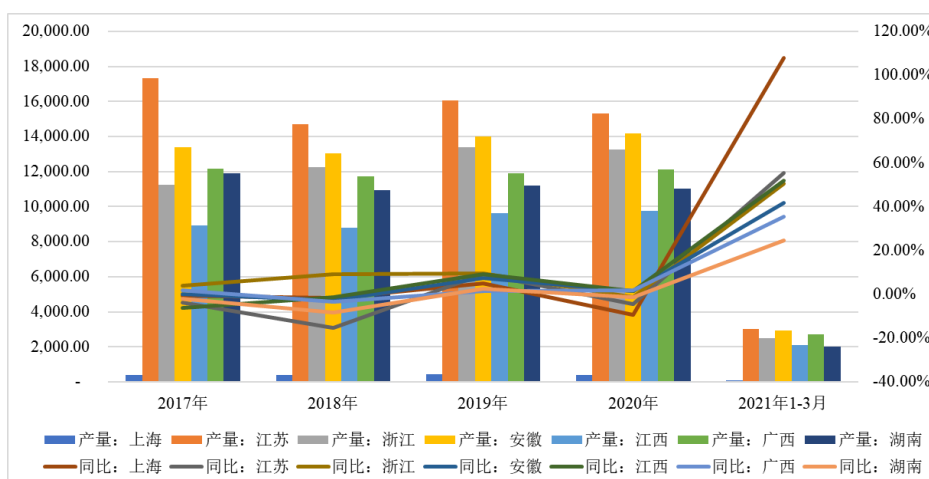
图表 7. 公司所在主要省份固定资产投资增速情况（单位：%）



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增速大体有所放缓。2019 年投资增速整体企稳，部分地区有所回升，水泥需求释放较好，水泥产量同比有所增加。2020 年受新冠疫情影响，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明显回落，水泥产量增速亦大幅下降，部分地区增速转负。2021 年第一季度，因上年基数较低，投资增速及水泥产量增速均大幅上升。

图表 8. 公司所在主要省份水泥产量及增速情况（单位：万吨）

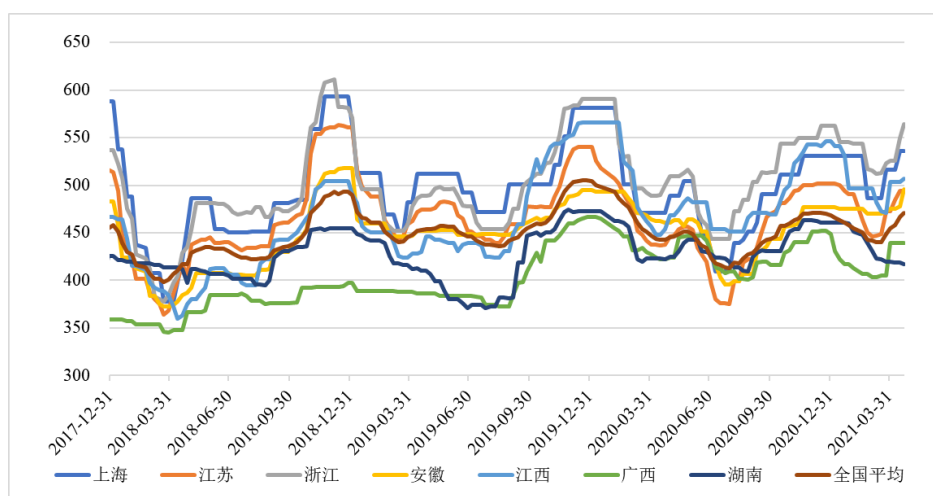


资料来源：Wind

该公司主要销售市场水泥价格涨跌存在明显的季节性特征，春节期间、梅雨季及高温期间下游工程施工进度停滞，水泥价格多处于低位，第三和第四季

度一般为需求旺季，价格多呈上涨趋势。2019 年主要区域水泥价格走势与上年相似，全年价格多呈“W 型”走势，价格重心略有上移。2020 年第一季度，水泥需求进入淡季，价格持续回落，受新冠疫情导致的下游延期复工复产影响，水泥价格触底反弹时间多晚于以往，且主要省份季末水泥价格（以 PO42.5 散装水泥为例）处于 420-500 元/吨区间，分化较以往有所扩大；由于长江中下游入梅时间提早，疫情受控后水泥价格拉升不足，加之雨季延长，价格跌幅加大；7 月起价格回升，年末价格低于上年同期。整体看，2020 年全年价格重心略有下移。2021 年第一季度区域水泥淡季价格跌幅较小，3 月末低位价格分化幅度进一步加大。

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。

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。2020 年，公司收入保持增长，受主要产品利润空间收窄影响，营业毛利规模小幅缩减。近年来因推进产能置换项目建设，陆续关停拆除以往收购的产能，公司持

续对固定资产及商誉等资产计提减值准备。2020 年因确认的减值损失金额同比减少，同时得益于债务压减，财务费用减少，公司盈利同比大幅增长。公司未来将持续推进产能置换和技改项目，提升经营效率，维持竞争优势，另外将加大在混凝土前端骨料业务的拓展力度，在项目建设和矿山收购等方面仍将产生较大金额的资本性支出。

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。公司持续推进产能置换项目的建设，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	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）	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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计	599.79	669.68	692.35	126.55	91.70
其中：核心业务营业收入（亿元）	592.02	658.97	666.51	123.20	89.62
在营业收入中所占比重（%）	98.70	98.40	96.27	97.36	97.74
其中：（1）熟料（亿元）	58.17	62.02	61.54	10.97	10.67
在核心业务收入中所占比重（%）	9.83	9.41	9.23	8.90	11.91
（2）水泥（亿元）	322.57	353.48	345.57	66.63	47.03
在核心业务收入中所占比重（%）	54.49	53.64	51.85	54.08	52.48
（3）商品混凝土（亿元）	211.28	243.47	259.41	45.61	31.92
在核心业务收入中所占比重（%）	35.69	36.95	38.92	37.02	35.62
毛利率（%）	34.54	34.96	31.85	26.22	31.44
其中：（1）熟料（%）	42.99	42.07	33.31	35.11	40.98
（2）水泥（%）	37.82	39.62	39.08	32.19	36.80
（3）商品混凝土（%）	27.10	26.30	22.01	14.29	19.45

资料来源：南方水泥

2018-2020 年，该公司营业收入分别为 599.79 亿元、669.68 亿元和 692.35 亿元，其中核心业务收入分别为 592.02 亿元、658.97 亿元和 666.51 亿元，占营业收入比重超过 95%。得益于商品混凝土及其他业务中材料销售业务收入增加，2020 年公司收入保持增长。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在 50-55%之间；公司商品混凝土业务收入占核心业务营业收入的比重在 35-40%之间。2018-2020 年，公司综合毛利率分别为 34.54%、34.96%和 31.85%，其中 2020 年主要因熟料及商品混凝土利润空间收缩，毛利率小幅下降。

2021 年第一季度，主要系因上年同期受新冠疫情影响，业务比较基数较低，该公司营业收入同比增长 38.01%至 126.55 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 10.97 亿元、66.63 亿元和 45.61 亿元，同比分别增长 2.76%、41.68%和 42.87%。当期公司综合毛利率同比下降 5.22 个百分点至 26.22%，主要系当期水泥及商品混凝土销售均价同比下降，盈利空间收窄所致。

图表 12. 公司主要产品产能及产销情况

产品	项目	2018 年(末)	2019 年(末)	2020 年(末)	2021 年 第一季度(末)	2020 年 第一季度(末)
熟料	产能(万吨)	9,499.00	8,212.00	8,408.80	8,408.80	8,212.00
	产量(万吨)	8,448.27	9,246.51	8,013.52	2,021.59	1,546.27
	产能利用率(%)	74.31	88.01	96.25	86.34	64.00
	销量(万吨)	1,866.53	1,904.15	1,825.26	344.42	335.37
	销售均价(元/吨)	311.65	325.71	337.14	318.38	318.18
水泥	产能(万吨)	14,600.00	14,600.00	13,860.00	13,860.00	14,600.00
	产量(万吨)	10,317.52	11,070.33	10,801.51	2,076.30	1,425.96
	产能利用率(%)	65.92	73.11	78.95	74.32	40.00
	销量(万吨)	9,660.76	10,134.52	10,431.72	1,896.41	1,235.63
	销售均价(元/吨)	333.90	348.78	331.27	351.35	380.62
	产销率(%)	93.63	91.55	96.58	91.34	86.65
商品混凝土	产能(万方)	20,000.00	20,000.00	14,295.00	14,295.00	20,000.00
	产销量(万方)	4,751.94	5,179.10	5,465.59	971.10	637.00
	产能利用率(%)	23.76	25.90	38.23	6.79	12.74
	销售均价(元/方)	444.61	470.10	474.62	469.65	501.12

资料来源：南方水泥

注：2020 年末及 2021 年一季度末商品混凝土产能根据在营产能填列。

2019 年因该公司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。2020 年主要因公司收购中建材投资有限公司（简称“中建材投资”）下属子公司，当年末熟料产能有所回升；因公司淘汰部分落后水泥产能，当年末水泥产能下降至 1.39 亿吨。截至 2021 年 3 月末公司熟料、水泥及商品混凝土年产能分别为 0.84 亿吨、1.39 亿吨和 1.43 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 90 条，其中在役生产线 73 条，单线日产规模均值约为 3,400 吨；公司熟料生产线大多配备低温余热发电机，装机总规模为 568.50 兆瓦，其中在役生产线装机总量为 475.00 兆瓦。整体看，公司生产线具一定的单线规模及成本优势。

2018-2020 年，该公司熟料产量分别为 8,448.27 万吨、9,246.51 万吨和

8,013.52 万吨，水泥产量分别为 10,317.52 万吨、11,070.33 万吨和 10,801.51 万吨，2020 年熟料及水泥产量均同比有所下降。公司所产熟料优先保证内部水泥生产所需，部分外销。2018-2020 年熟料销售均价分别为 311.65 元/吨、325.71 元/吨和 337.14 元/吨，水泥销售均价分别为 333.90 元/吨、348.78 元/吨和 331.27 元/吨，2020 年熟料销售均价持续上升，但水泥销售均价有所下降。“以销定产”模式下，公司水泥产销率保持在较高水平。2018-2020 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，价格与水泥及砂石骨料价格的联动性较强，2019 年公司商品混凝土销售均价涨幅较大，2020 年价格基本持平。

2021 年第一季度，该公司熟料和水泥产量分别同比增长 30.74%和 45.61%，销量分别同比增长 2.70%和 53.48%；商品混凝土产销量同比增长 52.45%。其中，各产品产销量均有所增加，主要系因上年同期受新冠疫情影响，比较基数较低所致。价格方面，熟料、水泥和商品混凝土销售均价分别同比增长 0.06%、下降 7.69%和下降 6.28%。

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，2020 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. 2020 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	22.86	23.34	24.19	21.00
上海	29.31	26.23	31.89	29.80
江西	15.67	17.14	14.10	11.40
湖南	22.45	25.76	20.22	33.10
广西	7.37	5.38	7.17	-
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。公司与万年青⁶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 2020 年末公司分别持有上述公司 50%和 20%的股权。

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，公司采取分销为主、直销为辅的销售渠道模式，其中分销占比 70%，供应对象主要为农村等地区经销商；直销占比 30%，供应对象主要为重点基建、房产项目工程和搅拌站。公司销售采用“现款交易为主，赊销和预收为辅”的结算模式，

⁶ 2020 年万年青水泥产量为 2,409.63 万吨（同比减少 0.65%），占当年江西省水泥总产量的 24.66%，系江西省水泥龙头企业。

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
石灰石	采购量（万吨）	14,928.45	15,176.94	14,155.73	2,869.22	2,385.45
	采购金额（亿元）	33.68	36.50	33.65	7.68	5.73
	采购均价（元/吨）	22.56	24.05	23.77	26.77	24.03
煤炭	采购量（万吨）	1,349.67	1,611.94	1,760.88	302.61	334.89
	采购金额（亿元）	94.22	107.69	111.90	24.11	21.50
	采购均价（元/吨）	698.12	668.10	635.46	796.73	641.99
电	采购量（亿千瓦时）	61.19	62.87	60.00	12.46	9.25
	采购金额（亿元）	34.27	36.00	34.54	6.69	5.57
	采购均价（元/千瓦时）	0.56	0.57	0.58	0.54	0.60

资料来源：南方水泥

注：表内石灰石采购量包含外采和自供。

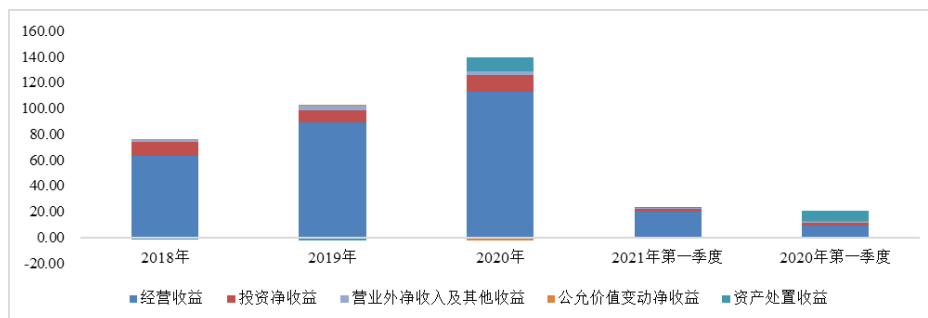
石灰石系水泥熟料最主要的原料，石灰石矿山系水泥生产企业核心资源。该公司大部分生产线均配有矿山，有利于规避原材料价格风险，同时可以发挥运距优势。截至 2020 年末，公司拥有的矿山石灰石保有储量为 38.18 亿吨，储量充裕。近年来，公司石灰石自给率超过 90%，少量通过外购获取。2018-2020 年及 2021 年第一季度，石灰石采购价格分别为 22.56 元/吨、24.05 元/吨、23.77 元/吨和 26.77 元/吨，近年来因矿山资源政策下开采环保治理成本上升，采购价格保持在高位。

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 120-150 元/吨左右。结算方面，公司煤炭采购按月结算，结算模式以现汇为主，部分采用银行承兑汇票方式。2018-2020 年及 2021 年第一季度公司煤炭采购均价分别为 698.12 元/吨、668.10 元/吨、635.46 元/吨和 796.73 元/吨，2021 年一季度主要受市场行情和公司煤炭采购周期影响，采购价格大幅上升。电力方面，公司余热发电装置能够满足约 35% 的电力需求，电力采购量随水泥产量变动；2019-2020 年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，规模优势明显，市场把控力强。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=营业总收入-营业总成本⁷

该公司分别实现营业毛利 207.18 亿元、234.13 亿元和 220.53 亿元，2020 年主要因产品利润空间收窄，营业毛利规模小幅缩减。同期，公司期间费用分别为 84.16 亿元、80.28 亿元和 68.94 亿元；期间费用率分别为 14.03%、11.99% 和 9.96%，逐年下降。其中，销售费用分别为 34.79 亿元、36.09 亿元和 19.70 亿元，2020 年大幅减少，主要系日常消耗类支出及折旧摊销减少所致；管理费用分别为 24.99 亿元、24.93 亿元和 31.93 亿元，2020 年主要因职工薪资及折旧、摊销和修理费增加而有所增加；研发费用分别为 0.51 亿元、1.03 亿元和 3.42 亿元；财务费用分别为 23.87 亿元、18.23 亿元和 13.89 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。因部分以往被收购公司产能陆续关停、拆除及转型升级，公司连续三年计提了大额固定资产和商誉减值，2018-2020 年固定资产减值损失分别为 18.27 亿元、14.10 亿元和 18.59 亿元，商誉减值损失分别为 14.60 亿元、37.33 亿元和 14.16 亿元。此外，2018 年以来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，2018 年计提较大金额坏账准备，当年确认坏账损失 14.28 亿元；2019-2020 年坏账损失分别为 2.19 亿元和 -2.44 亿元，其中 2020 年为负，主要因公司冲减了部分坏账准备所致。2018-2020 年，公司经营收益分别为 63.22 亿元、89.32 亿元和 113.12 亿元，逐年增加。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	599.79	669.68	692.35	126.55	91.70
毛利（亿元）	207.18	234.13	220.53	33.18	28.83
期间费用率（%）	14.03	11.99	9.96	9.48	19.77
其中：财务费用率（%）	3.98	2.72	2.01	2.54	6.03
全年利息支出总额（亿元）	24.12	20.37	15.53	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.0004	1.37	0.76	-	-

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

⁷ 为保持口径一致性，2019 年以来营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

2018-2020 年，该公司分别确认投资净收益 10.85 亿元、8.79 亿元和 12.60 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 8.88 亿元、8.62 亿元和 13.57 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，2020 年同比增加还主要因公司出售原子公司芜湖南方水泥有限公司（简称“芜湖南方”）51%的股权，芜湖南方纳入合营企业后确认投资收益 1.84 亿元所致。另外，因处置长期股权投资产生的投资收益分别为 1.95 亿元、0.94 亿元和-0.49 亿元，其中 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；2020 年主要系出售芜湖南方 51%的股权。同期，公司营业外净收入及其他收益合计金额分别为 1.60 亿元、3.99 亿元和 3.20 亿元，金额不大。2020 年资产处置收益为 10.33 亿元，主要系因水泥厂征迁获得大额政府土地补偿款所致。近年来，公允价值变动损益金额较小，2020 年确认损失金额为 2.36 亿元，主要系交易性金融资产公允价值损失。2018-2020 年公司净利润分别为 40.47 亿元、59.51 亿元和 101.66 亿元；同期，公司总资产报酬率分别为 11.42%、14.18%和 17.10%。

2021 年第一季度，该公司实现营业毛利 33.18 亿元，同比增长 15.09%；期间费用为 11.99 亿元，同比减少 33.83%；经营收益同比增长 109.34%至 19.60 亿元。当期公司确认投资净收益 2.29 亿元，营业外净收入及其他收益合计 0.81 亿元，资产处置收益为 0.90 亿元。当期公司净利润同比增长 18.60%至 17.20 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资收益（亿元）	10.85	8.79	12.60	2.29	1.76
其中：权益法核算的长期股权投资收益	8.88	8.62	13.57	2.29	1.76
处置长期股权投资产生的投资收益	1.95	0.94	-0.49	-	-
营业外净收入及其他收益（亿元）	1.60	3.99	3.20	0.81	0.88
资产处置收益（亿元）	-1.68	-2.61	10.33	0.90	8.39
公允价值变动损益（亿元）	0.08	0.48	-2.36	0.02	0.36

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，近年来持续推进产能置换，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
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	7,500	2019 年 12 月
			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
		胥口南方水泥有限公司	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
	浙江省绍兴市	浙江水泥有限公司	2,000	2018 年 5 月	2021 年 6 月				
		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
		江苏阳美南方水泥有限公司	2,000						
			5,000						
		江苏徐舍南方水泥有限公司	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						
		湖南宁乡南方水泥有限公司	2,500						
	湖南省湘潭市	湖南韶峰南方水泥有限公司	2,500						
10	安徽省合肥市	合肥南方水泥有限公司	2,500	2022 年 5 月	2023 年 5 月	安徽省合肥市	合肥南方水泥有限公司	6,000	2022 年 5 月
			3,667						
11	湖南省	湖南耒阳南方	2,500	未公布	2024 年 5 月	湖南省	湖南耒阳	5,500	2023 年 6 月

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
	衡阳市	水泥有限公司	4,500		2024 年 5 月	衡阳市	南方水泥有限公司		
12	浙江省衢州市	江山南方水泥有限公司	1,000*2	2020 年 12 月	未公布	广西省崇左市	广西崇左南方水泥有限公司	5,000	2021 年 12 月
	吉林省延边朝鲜族自治州	汪清北方水泥有限公司	1,000	2022 年 12 月					
			800						
	新疆昌吉州昌吉市	新疆屯河水泥有限责任公司	4,000	2020 年 12 月					

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 12 个（如图表 18 所示），其中 11 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并购尾款⁸为主。根据当前规划，2021 年 4-12 月、2022 年和 2023 年支出金额分别为 74.44 亿元、80.00 亿元和 70.00 亿元；同期融资净额为 20.00 亿元、-10.00 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，资本性支出较大情况下，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	2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年
资本性支出计划（亿元）	74.44	80.00	70.00
其中：产能置换及优化升级项目（亿元）	18.41	25.00	20.00
技改工程（亿元）	17.30	20.00	15.00
骨料项目（亿元）	10.16	20.00	20.00
采矿权（亿元）	18.10	10.00	10.00
支付以前年度股权款（亿元）	9.35	5.00	5.00
融资安排（净额，亿元）	20.00	-10.00	-10.00
其中：权益类融资（亿元）	-	-	-
债务类融资（亿元）	20.00	-10.00	-10.00

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，体现为股东支持。

截至 2021 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

⁸ 该公司收购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 2020 年末余额为 5.08 亿元。

“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，该公司治理结构及管理层无重大变化。

中国建材子公司新疆天山水泥股份有限公司（简称“天山股份”）拟以发行股份或支付现金购买资产的方式收购中国建材水泥板块资产，包括中国建材所持该公司股权。天山股份拟发行股份收购公司 99.9274%的股权。本次交易申请经国务院国资委及股东大会审议通过，并已获中国证监会受理，但尚需中国证监会核准。新世纪评级将持续关注上述股权收购进展。

图表 20. 2018-2020 年（末）公司关联交易情况（单位：亿元）

项目	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）
采购商品/接受劳务	4.45	27.07	19.81
其中：采购商品	3.59	24.97	14.86
其中：中建材投资有限公司	-	9.65	3.63
中建投商贸有限公司	2.05	6.03	5.85
接受劳务	0.86	2.10	4.95
销售商品/提供劳务	1.16	30.97	7.18
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	3.13
作为被担保方的关联担保余额	61.88	50.00	50.76
作为担保方的关联担保余额	-	8.37	-
关联应收款项	2.87	5.61	11.05
其中：应收账款	0.13	0.06	0.16
预付账款	0.07	0.22	0.49
应收股利	-	-	0.17
其他应收款	2.67	5.33	10.23
关联应付款项	42.59	24.53	10.31
其中：应付账款	2.04	2.15	8.41
预收账款或合同负债	0.01	0.15	0.19
应付股利	-	-	0.28
其他应付款	40.54	22.23	1.43
其中：中国建材	37.25	18.50	0.003

资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

关联交易方面，2020 年该公司关联采购 14.86 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 7.18 亿元，规模较往年有所下降。2018-2020 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 2.87 亿元、5.61 亿元和 11.05 亿元，主要系应收参股公司或中建材集团下属企业往来款，2020 年末金额有所增加，主要系向中国联合水泥集团（简称“中联水泥”）有限公司拆借 10.00 亿元资金。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 42.59 亿元、24.53 亿元和 10.31 亿元，其中应付股东中国建材资金拆借款项分别为 37.25 亿元、18.50 亿元和 0.003 亿元。另外，中国建材为公司融资提供担保余额分别为 61.88 亿元、50.00 亿元和 50.76 亿元，体现为股东对公司

的支持。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 4 月 2 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 2020 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。2021 年第一季度，公司刚性债务规模虽有所增加，但得益于经营积累财务杠杆保持稳定。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。公司经营性现金流保持大额净流入状态，整体现金流平衡能力强。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 2018-2020 年财务报表进行了审计，并均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。

该公司 2018 年度财务报表的编制遵循财政部发布的《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）文件的要求；2019 年度和 2020 年度编制遵循《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）。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”；并将“应付利息”纳入刚性债务核算。

2018 年该公司收购了 2 家公司，并投资设立了 1 家公司；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 4 家公司，收购了 2 家子公司；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。2020 年公司投资设立了 3 家子公司，收购了 14 家子公司，其中包括中建材投资有限公司下属韶关区域 9 家子公司；当年共有 12 家子公司因注销不再纳入合并范围，此外公司出售了所持下属芜湖南方 51% 的股权，后者不再纳入公司合并范围。截至 2020 年末，公司合并范围子公司共计 245

家，其中二级子公司 10 家。

图表 21. 2018-2020 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
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
2020 年	1	是	翁源县中源发展有限公司	3.74	3.07	-	-
	2	是	乐昌市中建材水泥有限公司	2.77	1.65	-	-
	3	是	乳源瑶族自治县嘉旺商品混凝土搅拌有限公司	2.28	0.43	-	-
	4	是	韶关市泰基搅拌有限公司	0.28	0.28	-	-
	5	是	韶关市筑城新型节能建材有限公司	0.35	0.68	-	-
	6	是	韶关市粤北工业开发区建成混凝土有限公司	0.81	0.47	-	-
	7	是	韶关市永威混凝土有限公司	0.62	0.21	-	-
	8	是	韶关市曲江顺翔混凝土有限公司	0.64	0.31	-	-
	9	是	韶关市三创混凝土有限公司	3.09	0.64	-	-
	10	否	杭州新桐建材有限公司	0.40	0.31	0.34	0.16
	11	否	杭州瑞磊建材有限公司	0.29	0.19	0.23	0.17
	12	否	常德市德源混凝土有限公司	0.57	0.83	0.82	-0.01
	13	否	常德市鼎盛盛祥混凝土有限公司	0.21	0.36	0.39	0.01
	14	否	湖南乐福田新材料科技有限公司	5.32	10.51	10.52	-0.04

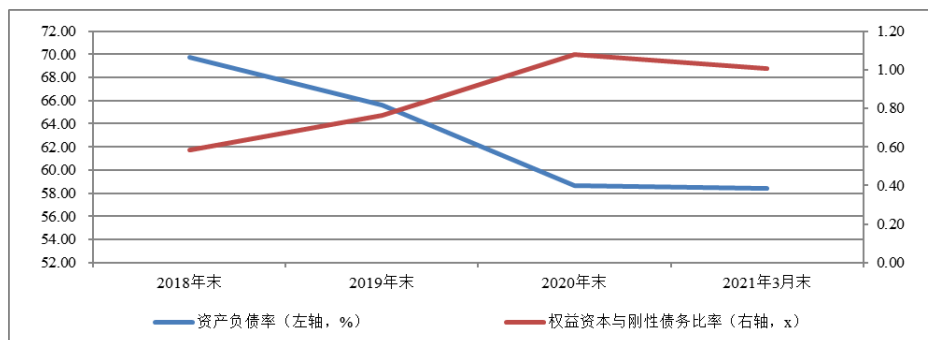
资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

2018 年和 2020 年该公司收购事项涉及同一控制下企业合并，但鉴于被收购企业体量相对较小，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。

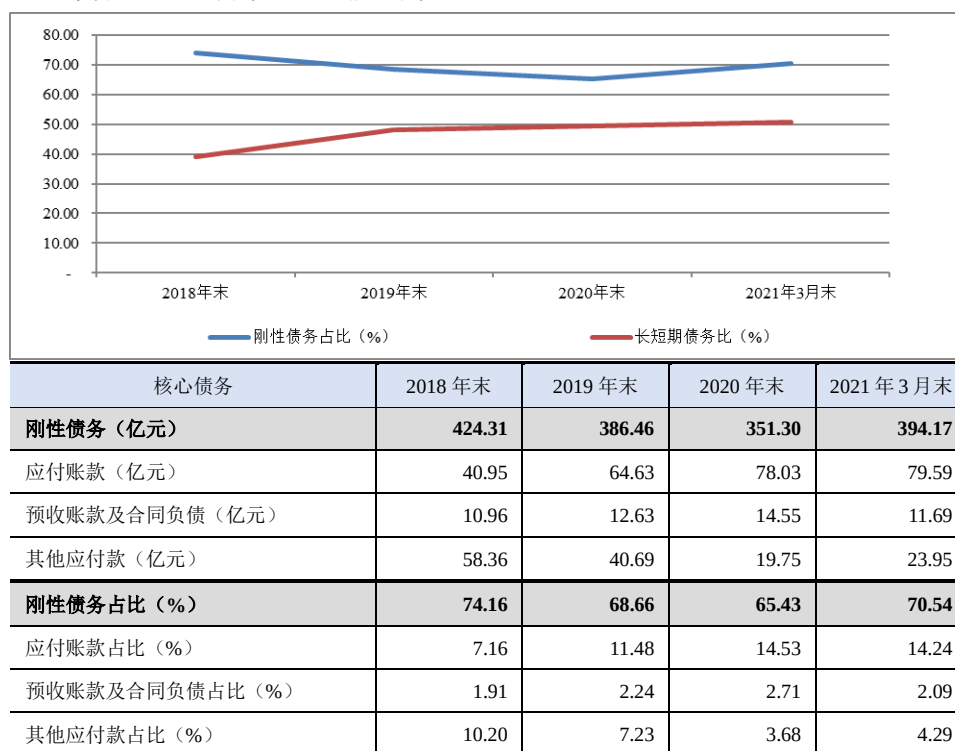
2018-2020 年末, 该公司负债总额分别为 572.16 亿元、562.85 亿元和 536.90 亿元, 主要得益于公司刚性债务的压减, 负债总额逐年减少。2018-2020 年公司分别实现净利润 40.47 亿元、59.51 亿元和 101.66 亿元, 派发上年度现金分红金额分别为 8.49 亿元、18.45 亿元和 27.22 亿元, 大部分盈利能够留存于企业, 对所有者权益形成补充。此外, 2019 年公司引入农银投资和交银投资两个新股东, 二者各向公司增资 10 亿元, 带动所有者权益增加。同期末, 公司所有者权益分别为 247.98 亿元、295.28 亿元和 378.44 亿元。同期末, 公司资产负债率分别为 69.76%、65.59%和 58.66%, 逐年下降; 权益资本与刚性债务比率分别为 0.58 倍、0.76 倍和 1.08 倍, 权益资本对刚性债务的覆盖能力持续提升。

2021 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 21.91 亿元至 558.81 亿元; 得益于盈利留存, 所有者权益较年初增加 18.94 亿元至 397.38 亿元。同期末, 公司资产负债率为 58.44%, 与年初基本持平; 权益资本与刚性债务比率降至 1.01 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，近三年因刚性债务的压减，刚性债务占比而逐年下降，2020 年末为 65.43%。除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项及合同负债和其他应付款构成。应付账款主要系原燃料采购款，近三年持续增加主要系原燃料采购规模增加，同时付款账期有所延长，以致未结算款项增加所致。预收账款及合同负债主要系预收货款，近三年末余额小幅增加。其他应付款主要包括股东中国建材拆借款及以往收购应付的股权款，近三年主要因偿还中国建材拆借款项，其他应付款逐年减少。此外，2018-2020 年末公司预计负债分别为 0.66 亿元、5.44 亿元和 8.31 亿元，2020 年末除对青海碱业有限公司 0.64 亿元担保的预计负债外，还包括下属矿山企业依据矿山复垦方案，结合开采破坏土地面积、复垦单价等所预计的矿山复垦弃置费用 7.67 亿元。

2021 年 3 月末，主要因应付往来款增加，该公司其他应付款较年初增加 4.20 亿元至 23.95 亿元；因结算销售货款，预收款项及合同负债较年初减少 2.86 亿元至 11.69 亿元。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，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末长短期债务比分别为 39.09%、48.19%、49.57%和 50.74%，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	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	271.63	226.15	189.32	220.49
其中：短期借款	113.82	115.96	85.86	112.53
一年内到期非流动负债	68.64	56.25	56.94	63.25
应付短期融资券	61.00	12.00	-	-
应付票据	26.59	41.48	46.51	44.71
应付利息	1.58	0.45	-	-
中长期刚性债务合计	152.69	160.32	161.99	173.68
其中：长期借款	59.93	76.43	126.81	134.30
应付债券	81.94	78.45	34.63	34.80
其他中长期刚性债务	10.81	5.44	0.54	4.58
综合融资成本（年化）	4.65%	4.46%	3.97%	3.91%

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，2018-2020 年末刚性债务余额分别为 424.31 亿元、386.46 亿元和 351.30 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，同期末中长期刚性债务占比分别为 35.98%、41.48%和 46.11%，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，2018-2020 年末余额分别为 214.23 亿元、211.71 亿元和 220.79 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 50.49%、54.78%

和 62.85%。从借款类型来看，公司银行借款均为信用和保证借款。2021 年 3 月末，公司刚性债务较年初增加 42.86 亿元至 394.17 亿元，其中短期和中长期刚性债务分别增加 31.17 亿元和 11.69 亿元，当期末中长期刚性债务占比略降至 44.06%。

融资成本方面，根据该公司提供的资料显示，2018-2020 年及 2021 年第一季度公司综合融资成本分别为 4.65%、4.46%、3.97%和 3.91%，利率持续下降。

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
营业周期（天）	96.04	77.63	82.27	-
营业收入现金率（%）	111.93	111.83	111.82	104.46
业务现金收支净额（亿元）	181.30	228.25	221.44	-3.40
其他因素现金收支净额（亿元）	-39.97	-36.83	-40.86	-2.39
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	141.33	191.41	180.58	-5.78
EBITDA（亿元）	128.98	150.10	183.80	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.27	0.37	0.50	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.35	7.37	11.84	-

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。

2018-2020 年，该公司营业周期分别为 96.04 天、77.63 天和 82.27 天，其中 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，营业周期有缩短；2020 年因应收账款规模扩大，营业周期小幅延长。公司熟料及水泥销售业务收现质量较好，营业收入现金率保持在较高水平，业务现金收支净流入规模大；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及循环购买应收账款 ABS 基础资产所致。同期，公司经营性现金流净额分别为 141.33 亿元、191.41 亿元和 180.58 亿元。2021 年第一季度，主要受季节性因素，公司经营性现金流量净额为-5.78 亿元，与上年同期基本持平。

2018-2020 年，该公司 EBITDA 分别为 128.98 亿元、150.10 亿元和 183.80 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 57.43%、66.60%和 74.48%。得益于 EBITDA 的提升及刚性债务的压减，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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.11	-6.01	4.45	-
取得投资收益收到的现金	1.27	3.43	5.05	0.49
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	-19.36	-89.81	-56.29	-21.48
其他因素对投资环节现金流影响净额	1.27	0.04	-1.95	-0.56
投资环节产生的现金流量净额	-17.93	-92.35	-48.75	-21.54

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司投资性现金流量净额分别为 -17.93 亿元、-92.35 亿元、-48.75 亿元和 -21.54 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 19.36 亿元、89.81 亿元、56.29 亿元和 21.48 亿元，其中 2019 年以来因产能置换项目和生产线技改等项目推进，净流出规模显著扩大。回收投资与投资支付产生的现金流净额分别为 -1.11 亿元、-6.01 亿元、4.45 亿元和 0 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主要系收到的被投资企业现金分红，近三年有所增加。

(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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
权益类净融资额	-7.99	8.50	-24.82	3.03
债务类净融资额	-94.81	-77.30	-53.05	33.17
其中：现金利息支出	-22.53	-38.78	-16.89	-2.85
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-16.40	-10.31	-34.64	-11.78
筹资环节产生的现金流量净额	-119.20	-79.11	-112.50	24.42

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。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司权益类融资净额分别为 -7.99 亿元、8.50 亿元、-24.82 亿元和 3.03 亿元，其中 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；2020 年主要因现金分红而呈现大额净流出状态；2021 年第一季度因子公司收到少数股东投资而呈净流入状态。同期，债务融资净额分别为 -94.81 亿元、-77.30 亿元、-53.05 亿元和 33.17 亿元，2018-2020 年债务总量压减幅度较大，2021 年第一季度净融资规模有所增加；其他因素对筹资环节现金流量影响净额主要因归还中国建材拆借款而持续呈净流出状态。2018-2020 年及 2021 年第一季度公司筹资性现金净流量分别为 -119.20 亿元、-79.11 亿元、-112.50 亿元和 24.42 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		2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产	金额 (亿元)	244.00	270.35	292.14	313.71
	占总资产比重	29.75%	31.50%	31.92%	32.81%
其中：货币资金 (亿元)		27.77	48.69	73.35	75.77
应收票据 (亿元)		44.88	64.21	32.36	35.11
应收账款 (亿元)		100.65	101.05	135.35	160.50
其他应收款 (亿元)		29.25	18.33	15.83	6.28
存货 (亿元)		27.91	26.19	25.39	27.97
非流动资产	金额 (亿元)	576.14	587.77	623.20	642.48
	占总资产比重	70.25%	68.50%	68.08%	67.19%
其中：固定资产 (亿元)		302.65	282.50	270.94	270.25
在建工程 (亿元)		24.89	81.33	82.60	99.34
无形资产 (亿元)		70.52	81.59	114.85	115.39
商誉 (亿元)		121.51	82.59	71.33	71.33
期末全部受限资产账面价值 (亿元)		14.35	7.67	9.18	14.51
受限资产账面余额/总资产		1.75%	0.89%	1.00%	1.52%

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。

2018-2020 年末，该公司资产总额分别为 820.14 亿元、858.12 亿元和 915.34 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。2020 年末，货币资金为 73.35 亿元，较上年末增加 50.64%；其中 7.19 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 9.80%。公司应收账款主要产生于商品混凝土业务，2020 年末应收账款账面价值为 135.35 亿元，较上年末增加 33.95%。公司应收账款账龄集中于一年以内，占比为 87.13%（以余额计算，下同），1-2 年占比为 10.82%；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 4.26%，较上年末下降 2.23 个百分点。应收票据（为保证可比性，含应收款项融资，下同）为 32.36 亿元，因公司减少票据结算，较上年末减少 49.60%，其中银行承兑汇票为 31.79 亿元。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 15.83 亿元，较上年末减少 13.63%，主要系应收关联方款项回收所致；当年末其他应收款坏账准备计提比率为 48.20%。近三年末公司存货规模保持相对稳定，2020 年末为 25.39 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 65-75% 之间。

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。2020

年固定资产增加主要系在建工程转入，减少主要因处置用于产能置换项目的资产，以及计提折旧和减值准备，综合以上影响当年末固定资产账面价值较上年变化不大，为 270.94 亿元。在建工程为 82.60 亿元，当年项目投入金额较大，但因部分项目转固，故账面价值较上年末变化亦较小。无形资产为 114.85 亿元，较上年末增加 40.76%，主要系当年购置骨料矿山采矿权所致；当年末其中土地使用权为 60.05 亿元，采矿权为 88.06 亿元。公司以往兼并重组过程中产生了大额商誉，2020 年公司对转型升级、政府拆除等项目单独进行商誉减值测试，当年计提减值 14.16 亿元，以致商誉账面价值较上年末减少 13.64%至 71.33 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 956.19 亿元，较年初增加 4.46%。其中，因业务开展，应收账款增加 18.58%至 160.50 亿元，应收票据增加 8.48%至 35.11 亿元；主要因收回中联水泥 10.00 亿元拆借款，其他应收款减少 60.30%至 6.28 亿元；因产能置换项目和生产线技改投入，在建工程增加 20.27%至 99.34 亿元。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 14.51 亿元，占总资产的比重为 1.52%，其中受限货币资金为 12.52 亿元，受限固定资产为 1.99 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	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	59.32	71.18	81.39	84.63
现金比率（%）	18.38	31.29	29.98	30.58

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 59.32%、71.18%、81.39%和 84.63%；现金比率分别为 18.38%、31.29%、29.98%和 30.58%。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

对外担保方面，2020 年末该公司对外担保余额为 0.64 亿元，担保对象为青海碱业有限公司，已全额计提了预计负债。根据 2020 年审计报告所载，截至当年末公司无重大未决诉讼。

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。2020 年末，公司本部总资产为 447.88 亿元，除长期股权投资 260.18 亿元（主要系对子公司投资）外，还主要包括：货币资金 34.94 亿元；应收账款 5.62 亿元；其他应收款 131.99 亿元，金额较大，主要系以往来款形

式划拨给子公司的资金。公司本部负债总额为 183.04 亿元，其中刚性债务余额为 154.25 亿元；所有者权益为 264.83 亿元，资产负债率为 40.87%。2020 年公司本部实现收入 61.96 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；当年确认投资收益 43.21 亿元，实现净利润 47.24 亿元；经营性现金净流量为 5.65 亿元，筹资性现金净流量为-30.65 亿元。公司偿债资金主要来源于集采物料销售实现的现金流、子公司拆借资金的回收及子公司分红等。公司下属区域公司建立了资金池，对下属企业的资金实施归集，鉴于公司对区域公司管控力度强，资金调拨风险可控。

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。2020 年末，中国建材为公司融资提供担保余额为 50.76 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 566.07 亿元，其中五大商业银行及政策性银行授信占比为 45.79%；已使用额度为 296.08 亿元，未使用额度为 270.00 亿元，公司后续融资空间较为充足。

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
全部（亿元）	566.07	296.08	270.00
其中：国家政策性金融机构（亿元）	34.00	34.00	0.00
工农中建交五大商业银行（亿元）	225.21	153.20	72.01
其中：大型国有金融机构占比（%）	45.79%	63.23%	26.67%

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 17 南水 02：发行人上调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。该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

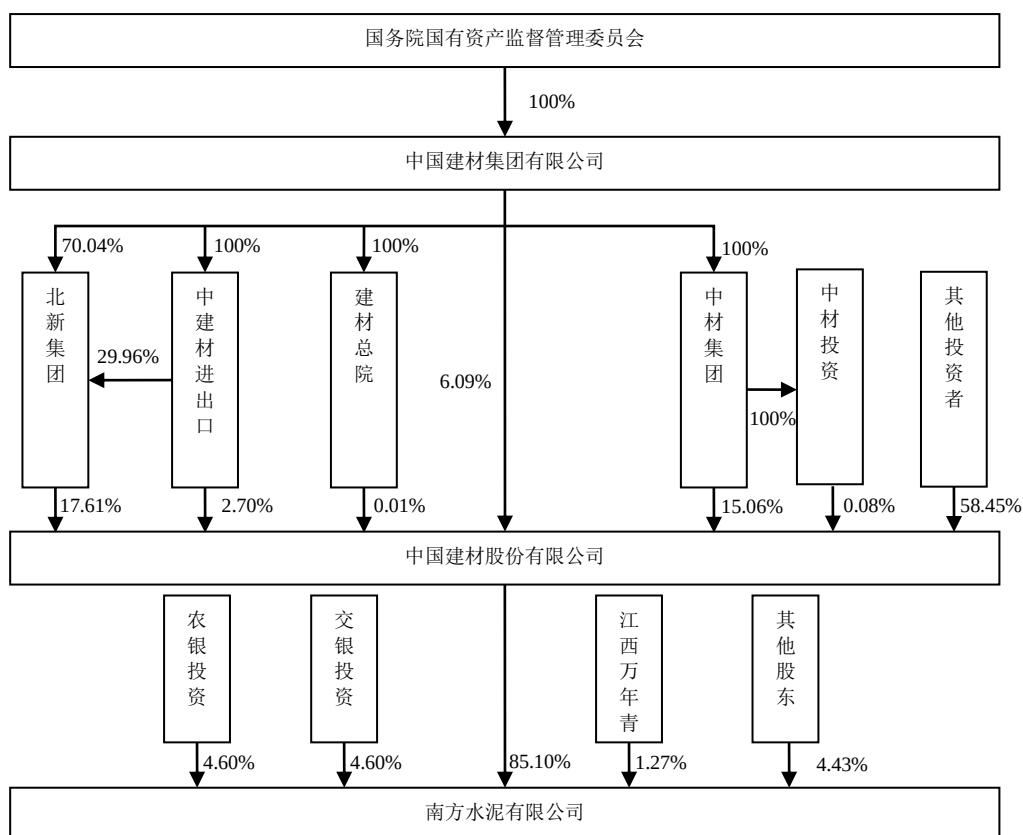
该公司系上市央企中国建材旗下水泥板块最大的运营实体，近年来能够持续在资金和管理整合方面获得股东的大力支持。公司专注水泥及商品混凝土主业，业务主要分布于长江中下游地区，具有很强的规模优势，公司在竞争区域的市场份额较高，市场影响力较强。2020 年，公司收入保持增长，受主要产品利润空间收窄影响，营业毛利规模小幅缩减。近年来因推进产能置换项目建设，陆续关停拆除以往收购的产能，公司持续对固定资产及商誉等资产计提减值准备。2020 年因确认的减值损失金额同比减少，同时得益于债务压减，财务费用减少，公司盈利同比大幅增长。公司未来将持续推进产能置换和技改项目，提升经营效率，维持竞争优势，另外将加大在混凝土前端骨料业务的拓展力度，在项目建设和矿山收购等方面仍将产生较大金额的资本性支出。

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。2021 年第一季度，公司刚性债务规模虽有所增加，但得益于经营积累财务杠杆保持稳定。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。公司经营性现金流保持大额净流入状态，整体现金流平衡能力强。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。

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；（6）天山股份收购公司股权事项进展。

附录一：

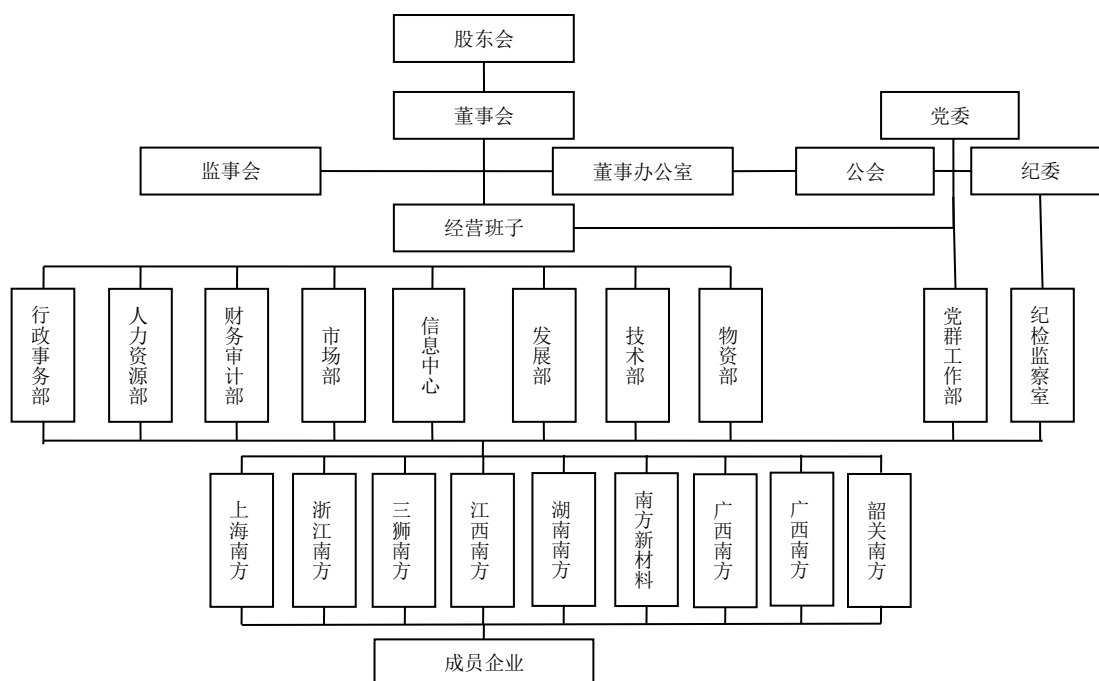
公司与实际控制人关系图



注：根据南方水泥提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020 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	2,780.99	1,890.09	3,940.03	201.35	697.33	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	1,926.91	1,651.56	2,589.54	216.63	642.30	合并口径
南方水泥有限公司	南方水泥	本级	-	-	154.25	264.83	61.96	47.24	5.65	本部口径
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	47.33	80.21	223.23	37.88	56.58	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	29.06	74.70	105.49	19.55	32.22	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	45.67	55.73	78.57	1.53	23.10	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	2.50	31.85	29.69	8.24	10.84	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	35.55	46.44	85.72	4.84	22.45	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	12.10	20.01	86.06	9.11	7.03	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	-	0.54	11.42	0.05	0.02	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	商品混凝土及其制口的研发、销售及技术推广服务	26.84	18.62	82.82	2.26	22.81	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	2.44	-3.84	20.65	-3.70	-	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]	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
资产总额 [亿元] -	820.14	858.12	915.34	956.19
货币资金 [亿元]	27.77	48.69	73.35	75.77
刚性债务[亿元]	424.31	386.46	351.30	394.17
所有者权益 [亿元]	247.98	295.28	378.44	397.38
营业收入[亿元]	599.79	669.68	692.35	126.55
净利润 [亿元]	40.47	59.51	101.66	17.20
EBITDA[亿元]	128.98	150.10	183.80	—
经营性现金净流入量[亿元]	141.33	191.41	180.58	-5.78
投资性现金净流入量[亿元]	-17.93	-92.35	-48.75	-21.54
资产负债率[%]	69.76	65.59	58.66	58.44
权益资本与刚性债务比率[%]	58.44	76.40	107.72	100.82
流动比率[%]	59.32	71.18	81.39	84.63
现金比率[%]	18.38	31.29	29.98	30.58
利息保障倍数[倍]	4.07	5.84	9.77	—
担保比率[%]	0.26	3.05	0.17	0.16
营业周期[天]	96.04	77.63	82.27	—
毛利率[%]	34.54	34.96	31.85	26.22
营业利润率[%]	12.78	14.90	19.99	18.56
总资产报酬率[%]	11.42	14.18	17.10	—
净资产收益率[%]	17.37	21.91	30.18	—
净资产收益率*[%]	16.95	21.62	29.69	—
营业收入现金率[%]	111.93	111.83	111.82	104.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	30.70	48.39	48.89	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	19.69	17.46	23.98	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.35	7.37	11.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.37	0.50	—

注：表中数据依据南方水泥经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	1
		负债结构与资产质量	3
		流动性	5
	个体风险状况		1
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		1	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AAA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	-	历史首次评级	2011年6月10日	AA+/稳定	韩军、王明君	-	报告链接
		评级结果变化	2015年6月8日	AAA/稳定	陆劲骏、张潇	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
		前次评级	2020年5月27日	AAA/稳定	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021年6月7日	AAA/稳定	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	19 南方水泥 MTN 001	历史首次评级	2019年3月5日	AAA	覃斌、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 建材行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		前次评级	2020年5月27日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021年6月7日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	19 南方水泥 MTN 002	历史首次评级	2019年7月1日	AAA	覃斌、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 建材行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		前次评级	2020年5月27日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021年6月7日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-

评级类型	评级对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
债项评级	19 南方水泥 MTN 003	历史首次评级	2019 年 8 月 9 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 建材行业评级模型（2019）	报告链接
		前次评级	2020 年 5 月 27 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021 年 6 月 7 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	17 南水 02	历史首次评级	2017 年 1 月 6 日	AAA	刘云、周文哲	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 建材行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		前次评级	2020 年 5 月 27 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021 年 6 月 7 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	17 南水 04	历史首次评级	2017 年 7 月 25 日	AAA	刘云、周文哲	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 建材行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		前次评级	2020 年 5 月 27 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021 年 6 月 7 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	18 南水 02	历史首次评级	2018 年 8 月 3 日	AAA	周文哲、吴迪妮	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 建材行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		前次评级	2020 年 5 月 27 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021 年 6 月 7 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	18 南水 04	历史首次评级	2018 年 8 月 3 日	AAA	周文哲、吴迪妮	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 建材行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		前次评级	2020 年 5 月 27 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021 年 6 月 7 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	21 南方 01	历史首次评级	2020 年 5 月 27 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021 年 6 月 7 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	21 南方 02	历史首次评级	2020 年 5 月 27 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2021 年 6 月 7 日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018 版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。