

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(2022)100578】

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 04:       | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日 | AAA/稳定/AAA/2017 年 7 月 25 日 |
| 21 南方 01:       | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日 | 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/2022 年 6 月 28 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日 | AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日 |
| 21 南方 03:       | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日 | -                         | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日  |
| 21 南方 05:       | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日 | -                         | AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 20 日 |
| 21 南方 06:       | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日 | -                         | AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 20 日 |
| 19 南方水泥 MTN002: | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日 | AAA/稳定/AAA/2019 年 7 月 1 日  |
| 19 南方水泥 MTN003: | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 7 日 | AAA/稳定/AAA/2019 年 8 月 9 日  |

### 主要财务数据及指标

| 项 目                      | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年   | 2022 年<br>第一季度 |
|--------------------------|--------|--------|----------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元              |        |        |          |                |
| <b>母公司口径数据:</b>          |        |        |          |                |
| 货币资金                     | 11.55  | 34.94  | 24.19    | 21.65          |
| 刚性债务                     | 201.94 | 154.25 | 178.22   | 182.37         |
| 所有者权益                    | 236.80 | 264.83 | 255.23   | 258.07         |
| 经营性现金净流入量                | 16.63  | 5.65   | 0.32     | 0.15           |
| <b>合并口径数据及指标:</b>        |        |        |          |                |
| 总资产                      | 858.12 | 915.34 | 1,039.18 | 1,126.73       |
| 总负债                      | 562.85 | 536.90 | 689.16   | 764.73         |
| 刚性债务                     | 386.46 | 351.30 | 400.29   | 466.61         |
| 所有者权益                    | 295.28 | 378.44 | 350.02   | 362.01         |
| 营业收入                     | 669.68 | 692.35 | 725.91   | 117.38         |
| 净利润                      | 59.51  | 101.66 | 107.74   | 11.99          |
| 经营性现金净流入量                | 191.41 | 180.58 | 135.26   | -6.02          |
| EBITDA                   | 150.84 | 184.82 | 185.58   | -              |
| 资产负债率[%]                 | 65.59  | 58.66  | 66.32    | 67.87          |
| 权益资本与刚性债务<br>比率[%]       | 76.40  | 107.72 | 87.44    | 77.58          |
| 流动比率[%]                  | 72.43  | 84.19  | 68.84    | 73.04          |
| 现金比率[%]                  | 31.84  | 31.01  | 20.88    | 27.78          |
| 利息保障倍数[倍]                | 5.84   | 9.77   | 10.18    | -              |
| 净资产收益率[%]                | 21.91  | 30.18  | 29.58    | -              |
| 经营性现金净流入量与流<br>动负债比率[%]  | 48.79  | 50.14  | 34.17    | -              |
| 非筹资性现金净流入量与<br>负债总额比率[%] | 17.46  | 23.98  | 0.84     | -              |
| EBITDA/利息支出[倍]           | 7.40   | 11.90  | 12.26    | -              |
| EBITDA/刚性债务[倍]           | 0.37   | 0.50   | 0.49     | -              |

注: 根据南方水泥经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com  
吴凡 wufan@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 04、21 南方 01、21 南方 02、21 南方 03、21 南方 05、21 南方 06、19 南方水泥 MTN002 与 19 南方水泥 MTN003 的跟踪评级反映了 2021 年以来南方水泥在股东背景、经营规模、市场份额、盈利和资产质量等方面保持优势,同时也反映了公司在行业供需平衡、错峰生产、债务循环、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水泥板块重要的经营实体,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。**在不考虑中国建材及其子公司天山股份,以及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,资产质量优化。**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。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。
- **债务循环压力**。南方水泥债务负担较重，2022 年以来短期刚性债务规模明显扩大，公司面临一定债务循环压力。
- **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。近年来南方水泥应收账款规模持续扩大，公司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。

### ➤ 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（第二期）<sup>1</sup>、2021 年公开发行公司债券（第一期）<sup>2</sup>、2021 年公开发行公司债券（第二期）<sup>3</sup>、2021 年公开发行公司债券（第三期）<sup>4</sup>、南方水泥有限公司 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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。公司于 2017 年 8 月额度内发行了 17 南水 04，发行金额为 2 亿元，期限为 5 年，募集资金已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 年额度内陆续发行了 21 南方 01、21 南方 02、21 南方 03、21 南方 05 和 21 南方 06，发行金额分别为 12 亿元、8 亿元、7 亿元、8 亿元和 15 亿元，期限分别为 3 年、5 年、3 年、3 年和 5 年。上述债券均不涉及项目投资，募集资金均已用于偿还债务和补充流动资金。

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）。公司分别于 2019 年 7 月和 8 月额度内发行了 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，募集资金均已用于偿还债务。

截至 2022 年 6 月 15 日，该公司待偿还债券本金余额为 82.00 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        | 本息兑付情况 |
|----------------|-------|---------|-----|---------|------------|------------|--------|
| 19 南方水泥 MTN002 | 10.00 | 10.00   | 3 年 | 3.73    | 2019-07-15 | 2022-07-15 | 正常付息   |

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 分为两个品种，债券简称分别为 21 南方 01 和 21 南方 02。

<sup>3</sup> 分为两个品种，债券简称分别为 21 南方 03 和 21 南方 04，其中 21 南方 04 未发行。

<sup>4</sup> 分为两个品种，债券简称分别为 21 南方 05 和 21 南方 06。

| 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        | 本息兑付情况 |
|----------------|-------|---------|-------|---------|------------|------------|--------|
| 19 南方水泥 MTN003 | 10.00 | 10.00   | 3 年   | 3.53    | 2019-08-20 | 2022-08-20 | 正常付息   |
| 17 南水 04       | 2.00  | 2.00    | 5 年   | 5.00    | 2017-08-03 | 2022-08-03 | 正常付息   |
| 21 南方 01       | 12.00 | 12.00   | 3 年   | 3.59    | 2021-04-09 | 2024-04-09 | 正常付息   |
| 21 南方 02       | 8.00  | 8.00    | 5 年   | 3.92    | 2021-04-09 | 2026-04-09 | 正常付息   |
| 21 南方 03       | 7.00  | 7.00    | 3 年   | 3.47    | 2021-06-15 | 2024-06-15 | 正常付息   |
| 21 南方 05       | 8.00  | 8.00    | 3 年   | 3.07    | 2021-08-09 | 2024-08-09 | 未到付息日  |
| 21 南方 06       | 15.00 | 15.00   | 5 年   | 3.43    | 2021-08-09 | 2026-08-09 | 未到付息日  |
| 22 南方水泥 SCP001 | 10.00 | 10.00   | 108 天 | 2.00    | 2022-06-07 | 2022-09-23 | 未到兑付日  |

资料来源：南方水泥（截至 2022 年 6 月 15 日）

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成

本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## （2）行业因素

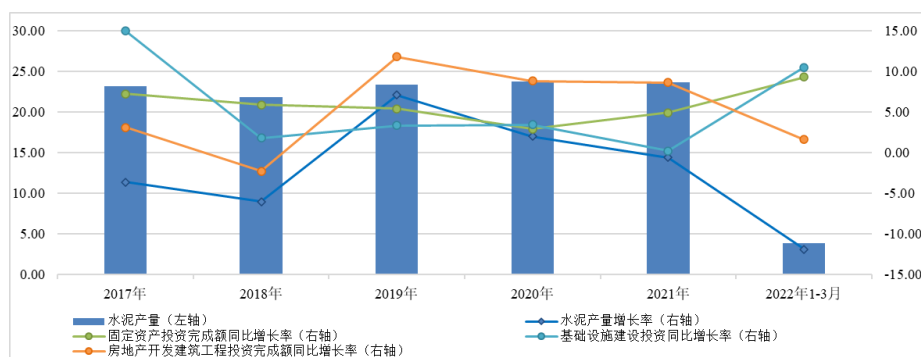
2021 年我国房地产建筑工程投资保持较高水平增长，对水泥需求形成支撑。水泥行业仍存在产能过剩问题，供求关系的改善仍主要依赖于错峰生产政策的有力执行。当年全国水泥均价前低后高，后期主要受能耗双控限产影响，价格大幅上涨并创历史新高；煤炭价格重心较上年显著上移，当年前期水泥企业成本转移压力加大，后期得益于水泥价格大幅上涨，产品利润空间走阔，但限产影响下产销放量有限，行业全年利润规模同比有所缩减。

### A. 行业概况



水泥广泛应用于土木建筑、水利、国防等工程，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。近年来我国固定资产投资增速整体呈放趋缓，2019-2021 年分别为 5.40%、2.90%和 4.90%，其中 2020 年受新冠疫情影响增速下滑较大，2021 年恢复性增长。同期，基础设施建设投资增速分别为 3.33%、3.41%和 0.21%，2021 年投资情况弱于预期。房地产开发投资中拿地投资对水泥需求的拉动作用相对滞后，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，而其中的建筑工程投资额能够作为水泥即期需求释放的判断依据，2019-2021 年建筑工程投资保持较高水平增长，增速分别为 11.78%、8.85%和 8.86%，对水泥需求形成较强支撑。2022 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 9.30%、10.48%和 1.60%。

图表 2. 我国水泥产量、固定资产投资完成额及房地产建筑工程投资情况



资料来源：Wind

注：左轴单位为亿吨，右轴单位为%。

我国水泥行业长期以来面临产能过剩的问题，近年来主要受益于错峰生产政策的有力落实，水泥供求关系得到显著改善。我国自 2016 年起严禁新增水泥熟料产能备案，政策规定新建生产线需实施产能置换。2019-2021 年我国公告的产能置换项目水泥熟料设计年产能分别为 3,272.98 万吨、7,027.51 万吨和 3,995.9 万吨<sup>5</sup>；同期新点火产能置换项目熟料产能分别为 2,372 万吨、3,763.4 万吨和 3,183.7 万吨。尽管相关产能置换政策得到优化，但近年来已有较多项目涉及使用已关停或拆除的产能进行置换，投产后使原本已不产生实际供给的产能被激活，造成行业实际产能增加。严控备案新增产能情况下，产能指标已成为一种战略资源，企业主动淘汰产能的意愿不强，近年来我国产能出清效果欠佳，产能过剩情况并未得到实质性改善。我国水泥行业自 2014 年以来持续实施错峰生产，通过“减产量”的方式改善供需关系，近年来错峰生产执行情况较为稳定。2019-2021 年全国水泥产量分别为 23.30 亿吨、23.77 亿吨和 23.63 亿吨，其中 2021 年主要因行业传统旺季时期我国多地区实施能耗双控，水泥企业限电限产，以致水泥产量同比减少 0.59%。

水泥行业资源与能源消耗量大。石灰质原料（主要为石灰石）为水泥生产

<sup>5</sup> 2019 年数据由新世纪评级根据各省/自治区/直辖市工信部门产能置换公告整理，2020-2021 年数据来源于中国水泥网。年产能根据生产线日产能规模和年产 310 天折算。

中最主要的原材料，虽然行业内企业熟料生产线多配有石灰石矿山，供给保障程度高，但配备矿山石灰石品位、开采及运输方式、运输距离等会产生一定的成本差异。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。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%。水泥企业煤炭采购价格一般随行就市，但具有规模优势的企业可凭借集中采购及长期供需关系而获得一定程度的优惠。价格方面，以百川盈孚秦皇岛热值 5,500kcal 动力煤市场价为为例，2019 年煤炭价格相对平稳，中枢在 590 元/吨左右；2020 年煤炭价格呈前降后升走势，5 月起随着下游行业需求释放价格逐步上涨，年末受煤矿安检供应偏紧及采暖季用煤需求增加影响，价格大幅走高，年末价格达到 830 元/吨，全年价格中枢较上年基本持平；2021 年煤炭价格波动巨大，春节期间价格最低跌至 570 元/吨左右，3 月起供应增量有限加之下游需求走强，价格快速上涨，9 月下旬起因供需失衡价格最高飙升至 2,600 元/吨，10 月下旬得益于国家煤炭保供稳价，煤炭价格快速回落，年末价格降至 800 元/吨左右；2022 年第一季度煤炭价格反弹力度较大，3 月末突破 1,600 元/吨；4 月中上旬价格快速回落，最低跌至 1,100 元/吨左右，随后稳定在 1,200 元/吨左右。总体看，水泥企业面临的煤炭价格波动风险显著加大。电力方面，大多数水泥生产企业熟料生产线已配套余热发电设备，可以满足部分电力自给，一定程度上降低了生产成本对外购电价格波动的敏感性。2021 年 10 月国家发展改革委印发了《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，且高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制，并将工商业目录销售电价取消，商业用户全部进入电力市场，按照市场价格购电。作为高能耗行业，市场化价格机制下，水泥企业购电成本或将上升。

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



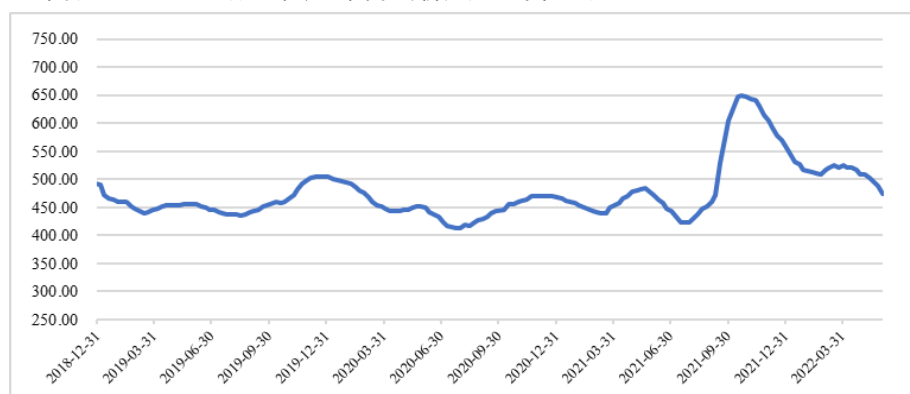
资料来源：百川盈孚

得益于错峰生产的有效执行，2019 年以来水泥价格整体维持在历史高位。水泥需求淡季明显，故价格变化也呈现较为明显的季节性特征。根据 Wind 数据，以 42.5 标号普通硅酸盐散装水泥全国平均价为例，2021 年初水泥价格为 468 元/吨，传统淡季期间价格下行，3 月中旬价格降至 440 元/吨左右，随后至 5 月中旬价格开始反弹回升，最高升至 480 元/吨左右；6 月起受梅雨及高



温期下游施工进度放缓影响，价格再次回落，7月中下旬最低降至420元/吨左右，8月价格企稳回升；9月受能耗双控减产影响，价格大幅上调，10月中下旬价格最高升至650元/吨左右，创下历史新高，11月起北方地区入冬，水泥需求缩减，叠加煤炭价格大幅回落，成本支撑力明显减弱，水泥价格理性回落，年末降至560元/吨左右。2022年淡季期间水泥价格延续上年末下行走势，2月中旬价格最低回落至510元/吨，3月价格小幅回升至525元/吨左右，4月以来主要受华东地区新冠疫情影响，价格再次回落。

图表 4. PO42.5 散装水泥全国平均价走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

行业收入和利润方面，根据工信部数据显示 2019-2021 年水泥行业分别实现收入 1.01 万亿元、1.00 万亿元和 1.08 万亿元；利润总额分别为 1,867 亿元、1,833 亿元和 1,694 亿元。2021 年主要得益于水泥价格中枢上移，收入同比增长 7.97%。由于 2021 年前三季度煤炭价格上涨过快，成本转移不充分，行业企业效益普遍下滑，第四季度水泥价格调整跟进较为迅速，产品利润空间加大，行业效益有所好转，但受能耗双控停限产、错峰生产陆续开展、北方地区入冬需求走弱等因素影响，产销放量有限，行业全年利润总额同比减少 7.58%。

## B. 政策环境

近年来我国政府部门出台的水泥行业相关政策主要围绕严控新增产能、实施错峰生产、落实大气污染防治、规范产能置换行为等。其中 2021 年出台的重要政策主要系工信部于 7 月发布的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原[2021]80 号，简称《办法》）。《办法》将能够用于置换的产能进一步限制于合规、非淘汰、生产及排污许可齐备、未违反错峰生产规定且 2013 年以来未连续停产两年及以上的生产线；进一步提高对环境敏感及非敏感地区产能置换项目置换比例的要求；通过设置较高的置换比例，约束使用国家产业结构调整目录限制类生产线作为置换指标及跨省置换行为。

图表 5. 近年来水泥行业重要政策梳理

| 颁布部门 | 出台时间   | 政策发文标题/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》     | 严禁新增产能项目，分类妥善处理在建违规项目；清理整顿违规产能，加强规范和准入管理；淘汰落后产能，引导产能有序退出等。 | 提出了化解产能过剩遏制产能扩张的总体要求。     |
| 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— | 提出压减水泥等传统建材行业严重过剩产能专项行动等。                                  | 严控新增产能、淘汰落后产能、促进行业兼并重组提升产 |

| 颁布部门                       | 出台时间        | 政策发文标题/文件名                              | 主要内容                                                                                                                                                                            | 主要影响                                                                 |
|----------------------------|-------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
|                            |             | 2020 年) 的通知》                            |                                                                                                                                                                                 | 业集中度、推行错峰生产等。                                                        |
| 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。                   |
| 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                 | 针对大气污染防治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。                                     |
| 工信部                        | 2021 年      | 《工业和信息化部关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》          | 在 2018 年产能置换实施办法的基础上修订。提高置换比例:环境敏感区置换比例不低于 2:1,非重点防治区置换比例不低于 1.5:1。用于置换的产能进一步限制于合规、非淘汰、生产及排污许可齐备、未违反错峰生产规定且 2013 年以来未连续停产两年及以上的生产线。国家产业结构调整目录限制类生产线作为置换指标及跨省置换水泥指标,置换比例不低于 2:1。 | 进一步提高减量置换要求;可用置换指标范围明确化,严格化。有利于规范置换行为,防范僵尸产能复活,维护行业整治成果。             |

资料来源:新世纪评级整理。

### C. 竞争格局/态势

水泥产品销售半径约束较大,产品同质性较高,行业竞争呈现较为明显的区域性特征,核心竞争力主要体现于规模因素。规模的提升有利于企业获得较高的区域市场的占有率和定价主动性。供给侧改革背景下兼并重组是水泥企业扩张的核心手段。近年来,我国水泥龙头企业持续推进产能整合,竞争地位得到巩固,行业整体呈现强者恒强的格局。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,区域市场自律协同意愿增强。但需要关注的是,近年来行业内存在非在役产能用于置换的情况,且跨省置换使得部分省份净置入产能增加,已对部分区域供应格局产生较大影响。

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。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“一带一路”沿线国家。

图表 6. 行业部分企业基本数据概览(单位:万吨、亿元、%)

| 企业名称         | 核心经营指标    |           |          |       | 核心财务指标   |       |        |          |
|--------------|-----------|-----------|----------|-------|----------|-------|--------|----------|
|              | 熟料年产能     | 水泥销量      | 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 | 22,933.80 | 40,900.00 | 1,679.53 | 29.63 | 2,305.15 | 16.78 | 341.66 | 339.01   |
| 南方水泥有限公司     | 8,408.80  | 10,395.96 | 725.91   | 27.75 | 1,039.18 | 66.32 | 107.74 | 135.26   |

| 企业名称            | 核心经营指标   |          |        |       | 核心财务指标 |       |       |          |
|-----------------|----------|----------|--------|-------|--------|-------|-------|----------|
|                 | 熟料年产能    | 水泥销量     | 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 |
| 唐山冀东水泥股份有限公司    | 7,529.90 | 8,989.00 | 363.38 | 26.89 | 603.30 | 44.01 | 41.82 | 62.11    |
| 华新水泥股份有限公司      | 7,171.90 | 7,014.00 | 324.64 | 34.10 | 525.50 | 44.10 | 58.05 | 75.95    |
| 华润水泥控股有限公司      | 6,500.70 | 8,134.90 | 439.63 | 32.12 | 647.12 | 29.70 | 77.25 | 49.34    |
| 甘肃祁连山水泥集团股份有限公司 | 2,139.00 | 2,280.40 | 76.73  | 27.61 | 115.91 | 21.95 | 10.28 | 14.47    |

资料来源：中国水泥网、Wind、公开资料，新世纪评级整理。

注：1）上表数据系 2021 年（末）数据； 2）部分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； 3）海螺水泥水泥产量以其自产水泥及熟料合计净销量填列。

#### 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。**水泥行业严禁新增产能政策延续，产能增量虽得到有效控制，但近年来产能出清效果欠佳，行业目前仍面临产能过剩问题，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。

**置换激活无效产能，跨省置换使得部分区域竞争压力有所加大。**2018 年以来已有许多产能置换项目涉及使用已关停或拆除的产能，相关置换项目投产后原本已不产生实际供给的产能被激活，造成行业实际产能的增加。另外，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，产能净置入地区竞争压力有所加大。

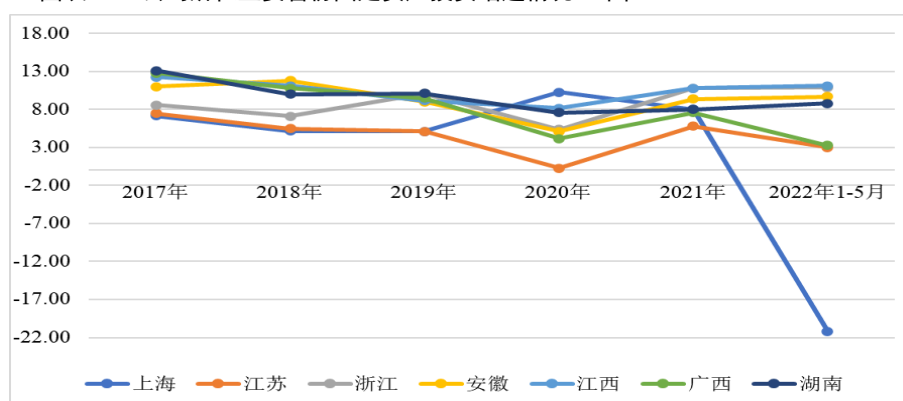
**环保压力有所加大。**水泥行业属于高耗能、高污染行业。近年来，我国持续开展北方地区“2+26”城市秋冬季大气污染综合治理，2021 年全国多地实施“能耗双控”，未来基于大气污染治理和能耗控制的停限产或将成为常态，对水泥企业的生产运营稳定性产生一定的影响。“双碳”背景下，未来水泥企业碳履约成本或将持续上升，为应对碳排放及能耗控制，行业企业在减碳降耗方面的研发及资本性支出或将加大。

#### （3）区域市场因素

**2021 年该公司所在主要销售市场区域水泥产量实现增长，2022 年 1-5 月受新冠疫情影响，各区域水泥产量均明显下降。**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，2021 年第四季度主要区域水泥价格创历史新高，且涨幅普遍高于全国水泥均价，2022 年以来呈下行走势。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。

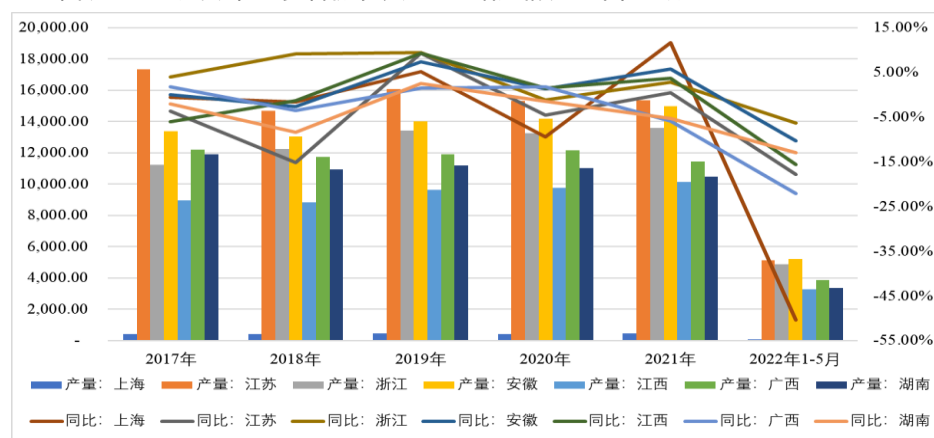
图表 7. 公司所在主要省份固定资产投资增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

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。2021 年上述主要省份投资增速均回升，水泥产量增速除广西、湖南外均有所上升。2022 年 1-5 月，受华东地区新冠疫情影响，部分地区投资增速放缓或转负，水泥产量均明显下降。

图表 8. 公司所在主要省份水泥产量及增速情况（单位：万吨）

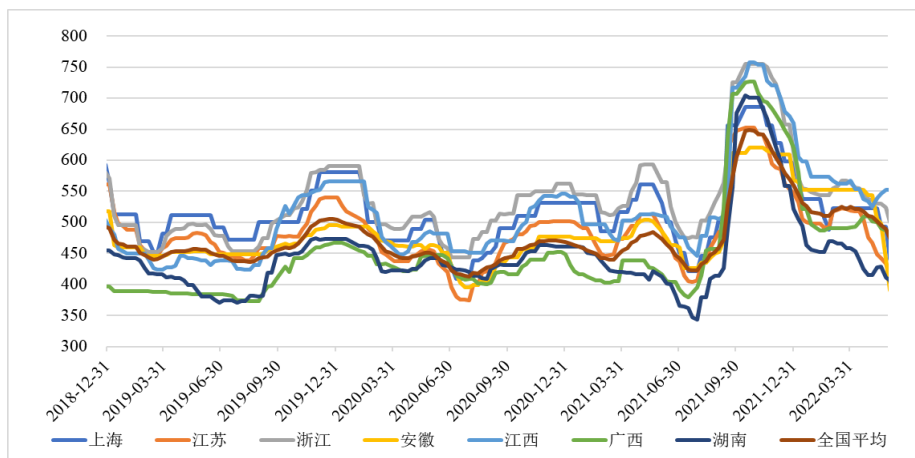


资料来源：Wind

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。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；7 月起各区域水泥价格陆续回升，9 月以来受旺季需求释放、能耗双控限电等因素影响，区域水泥价格涨幅普遍大于全国均价；年末水泥价格理性回落。2022 年淡季期间水泥价格延续上年末下行走势，3 月上旬价格企稳，但 3 月下旬以

来主要受华东地区新冠疫情影响，价格再次下跌。

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，主要企业有该公司、红狮集团和海螺水泥，公司在产能规模方面优势明显。江苏省主要竞争企业包括公司、中国联合水泥集团有限公司（简称中联水泥）、海螺水泥和江苏金峰水泥集团有限公司等，公司主要布局环太湖区域。海螺水泥在安徽市场占绝对优势，公司产能规模位居第二，但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，公司近年来与江西万年青水泥股份有限公司（简称万年青）合作紧密，目前万年青和公司两者的市场份额合计达到 30% 左右，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和红狮集团等。湖南市场规模较大的水泥企业有公司、海螺水泥、华新水泥、中国中材股份有限公司（简称中材股份）和红狮集团等，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。2021 年公司主要产品销售均价上涨，营业收入持续增长，但主要受煤炭价格上涨影响利润空间收窄，营业毛利规模小幅缩减。当年主要因确认的减值损失金额及期间费用减少，盈利同比增长。2022 年第一季度，受产品利润空间收窄、商品混凝土产销量下降影响，公司营业收入及盈利均同比下降。公司未来将持续推进产能置换和技改项目，同时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         | 2019 年        | 2020 年        | 2021 年        | 2022 年<br>第一季度 | 2021 年<br>第一季度 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入合计</b>   | <b>669.68</b> | <b>692.35</b> | <b>725.91</b> | <b>117.38</b>  | <b>126.55</b>  |
| 其中：核心业务营业收入（亿元） | 658.97        | 666.51        | 701.37        | 111.01         | 123.20         |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 98.40         | 96.27         | 96.62         | 94.58          | 97.36          |
| 其中：（1）熟料（亿元）    | 62.02         | 61.54         | 63.00         | 10.09          | 10.97          |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 9.41          | 9.23          | 8.98          | 9.09           | 8.90           |
| （2）水泥（亿元）       | 353.48        | 345.57        | 392.35        | 67.24          | 66.63          |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 53.64         | 51.85         | 55.94         | 60.57          | 54.08          |
| （3）商品混凝土（亿元）    | 243.47        | 259.41        | 246.02        | 33.69          | 45.61          |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 36.95         | 38.92         | 35.08         | 30.35          | 37.02          |
| <b>毛利率（%）</b>   | <b>34.96</b>  | <b>31.85</b>  | <b>27.75</b>  | <b>20.17</b>   | <b>26.22</b>   |
| 其中：（1）熟料（%）     | 42.07         | 33.31         | 31.09         | 20.78          | 35.11          |
| （2）水泥（%）        | 39.62         | 39.08         | 34.34         | 18.59          | 32.19          |
| （3）商品混凝土（%）     | 26.30         | 22.01         | 15.38         | 13.37          | 14.29          |

资料来源：南方水泥

2019-2021 年，该公司营业收入分别为 669.68 亿元、692.35 亿元和 725.91 亿元，其中核心业务收入分别为 658.97 亿元、666.51 亿元和 701.37 亿元，占营业收入比重超过 95%。2021 年主要得益于水泥销售价格上升，该业务收入增加带动公司收入保持增长。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 50-60%之间；公司商品混凝土业务收入占核心业务收入的比重在 30-40%之间。2019-2021 年，公司综合毛利率分别为 34.96%、31.85%和 27.75%，其中 2021 年主要因煤炭采购均价大幅上升，毛利率进一步下降。

2022 年第一季度，主要受房地产项目资金紧张和疫情影响，春节后施工单位复工进度慢，商品混凝土产销量下降，导致该公司营业收入同比减少 7.25% 至 117.38 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 10.09 亿元、67.24 亿元和 33.69 亿元，同比分别减少 8.01%、增加 0.91%和减少 26.14%。当期公司综合毛利率同比下降 6.05 个百分点至 20.17%，主要系当期煤炭采购均价同比大幅上升所致。

图表 12. 公司主要产品产能及产销情况

| 产品    | 项目        | 2019 年(末) | 2020 年(末) | 2021 年(末) | 2022 年<br>第一季度(末) | 2021 年<br>第一季度(末) |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------|-------------------|
| 熟料    | 产能(万吨)    | 8,212.00  | 8,408.80  | 8,408.80  | 8,408.80          | 8,408.80          |
|       | 产量(万吨)    | 9,246.51  | 8,013.52  | 9,939.43  | 2,033.87          | 2,021.59          |
|       | 产能利用率(%)  | 88.01     | 96.25     | 99.73     | 95.00             | 86.34             |
|       | 销量(万吨)    | 1,904.15  | 1,825.26  | 1,839.05  | 291.30            | 344.42            |
|       | 销售均价(元/吨) | 325.71    | 337.14    | 342.56    | 346.28            | 318.38            |
| 水泥    | 产能(万吨)    | 14,600.00 | 13,860.00 | 13,860.00 | 13,860.00         | 13,860.00         |
|       | 产量(万吨)    | 11,070.33 | 10,801.51 | 11,439.08 | 1,999.69          | 2,076.30          |
|       | 产能利用率(%)  | 73.11     | 78.95     | 80.65     | 48.30             | 74.32             |
|       | 销量(万吨)    | 10,134.52 | 10,431.72 | 10,395.96 | 1,776.36          | 1,896.41          |
|       | 销售均价(元/吨) | 348.78    | 331.27    | 377.41    | 378.52            | 351.35            |
| 商品混凝土 | 产销率(%)    | 91.55     | 96.58     | 90.88     | 88.83             | 91.34             |
|       | 产能(万方)    | 20,000.00 | 14,295.00 | 14,250.00 | 14,250.00         | 14,295.00         |
|       | 产销量(万方)   | 5,179.10  | 5,465.59  | 5,066.26  | 686.06            | 971.10            |
|       | 产能利用率(%)  | 25.90     | 38.23     | 35.55     | 19.26             | 6.79              |
|       | 销售均价(元/方) | 470.10    | 474.62    | 490.67    | 490.44            | 469.65            |

资料来源：南方水泥

注：2020 年末以来商品混凝土产能根据在营产能填列。

2020 年主要因该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上升；因淘汰部分落后水泥产能，当年末水泥产能下降至 1.39 亿吨。2021 年以来公司熟料及水泥产能未发生变化。2022 年 3 月末熟料、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其子公司新疆天山水泥股份有限公司（简称天山股份），以及金隅集团合并口径产能，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 92 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 494.50 兆瓦。公司生产线具一定的单线规模及成本优势。

2019-2021 年，该公司熟料产量分别为 9,246.51 万吨、8,013.52 万吨和 9,939.43 万吨，水泥产量分别为 11,070.33 万吨、10,801.51 万吨和 11,439.08 万吨，2021 年熟料及水泥产量均同比有所上升。公司所产熟料优先保证内部水泥生产所需，部分外销。2019-2021 年熟料销售均价分别为 325.71 元/吨、337.14 元/吨和 342.56 元/吨，水泥销售均价分别为 348.78 元/吨、331.27 元/吨和 377.41 元/吨，2021 年熟料及水泥销售均价均有所上升。“以销定产”模式下，公司水泥产销率保持在较高水平。2021 年，公司商品混凝土产销量有所回落，产能利用率依旧处于较低水平。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，2021 年公司商品混凝土销售均价亦有所上升。

2022 年第一季度，该公司熟料和水泥产量分别同比上升 0.61%和下降 3.69%，销量分别同比下降 15.42%和 6.33%；商品混凝土产销量同比下降 29.35%。其中，商品混凝土产销量下降幅度较大，主要系受房地产项目资金紧

张和疫情影响，春节后施工单位复工进度慢，商品混凝土需求下降所致。价格方面，熟料、水泥和商品混凝土销售均价分别较上年同期增长 8.76%、7.73% 和 4.43%。

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 6 大区域公司划分，2021 年公司在浙江、上海、江西、湖南、广西和广东区域的产能和销售分布如下表所示。

图表 13. 2021 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  | 23.59  | 48.13     |
| 上海   | 29.31  | 26.23  | 37.29  | 3.46      |
| 江西   | 15.67  | 17.14  | 13.84  | 7.03      |
| 湖南   | 22.45  | 25.76  | 16.27  | 12.22     |
| 广西   | 7.37   | 5.38   | 7.09   | 25.94     |
| 广东   | 2.34   | 2.16   | 1.91   | 3.22      |
| 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<sup>6</sup>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 2021 年末公司分别持有上述公司 50%和 20%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，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        | 2019 年    | 2020 年    | 2021 年    | 2022 年<br>第一季度 | 2021 年<br>第一季度 |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|----------------|
| 石灰石 | 采购量（万吨）   | 15,176.94 | 14,155.73 | 13,900.30 | 3,066.44       | 2,869.22       |
|     | 采购金额（亿元）  | 36.50     | 33.65     | 35.67     | 7.43           | 7.68           |
|     | 采购均价（元/吨） | 24.05     | 23.77     | 25.66     | 24.24          | 26.77          |
| 煤炭  | 采购量（万吨）   | 1,611.94  | 1,760.88  | 1,366.37  | 331.03         | 302.61         |
|     | 采购金额（亿元）  | 107.69    | 111.90    | 141.63    | 39.11          | 24.11          |
|     | 采购均价（元/吨） | 668.10    | 635.46    | 1,036.57  | 1,181.33       | 796.73         |
| 电   | 采购量（亿千瓦时） | 62.87     | 60.00     | 59.98     | 11.21          | 12.46          |
|     | 采购金额（亿元）  | 36.00     | 34.54     | 33.38     | 7.19           | 6.69           |

<sup>6</sup> 2021 年万年青水泥产量为 2,468.67 万吨（同比增加 2.45%），占当年江西省水泥总产量的 20% 以上，系江西省水泥龙头企业。

| 原燃料 | 项目          | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年<br>第一季度 | 2021 年<br>第一季度 |
|-----|-------------|--------|--------|--------|----------------|----------------|
|     | 采购均价（元/千瓦时） | 0.57   | 0.58   | 0.56   | 0.64           | 0.54           |

资料来源：南方水泥

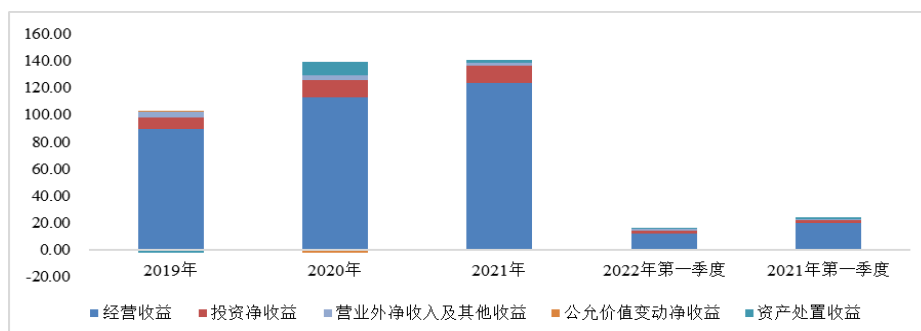
注：表内石灰石采购量包含外采和自供。

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 2021 年末，公司拥有的矿山石灰石保有储量约 41 亿吨，储量充裕，其中 2021 年公司以 16.06 亿元收购石灰石矿山，新增储量约 3 亿吨。近年来公司石灰石自给率超过 90%，少量通过外购获取。2019-2021 年及 2022 年第一季度，石灰石采购价格分别为 24.05 元/吨、23.77 元/吨、25.66 元/吨和 24.24 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。2019-2021 年及 2022 年第一季度公司煤炭采购均价分别为 668.10 元/吨、635.46 元/吨、1,036.57 元/吨和 1,181.33 元/吨，2021 年以来采购价格大幅上升，成本压力有所加大。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；2019-2021 年电力采购均价保持相对稳定，2022 年第一季度采购均价有所上升。

## （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<sup>7</sup>

2019-2021 年该公司分别实现营业毛利 234.13 亿元、220.53 亿元和 201.41 亿元，2021 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 80.28 亿元、68.94 亿元和 59.09 亿元；期间费用率分别为 11.99%、9.96%和 8.14%，逐年下降。其中，销售费用分别为 36.09 亿元、19.70

<sup>7</sup> 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。

亿元和 11.14 亿元，2021 年销售费用减少主要得益于公司对日常消耗类支出的控制；管理费用分别为 24.93 亿元、31.93 亿元和 28.17 亿元；研发费用分别为 1.03 亿元、3.42 亿元和 7.25 亿元，2021 年公司加大对商混产品性能配方及节能降耗环保技术的研发，研发费用有所增长；财务费用分别为 18.23 亿元、13.89 亿元和 12.54 亿元。因部分以往被收购公司产能陆续关停、拆除及转型升级，公司已连续多年计提了大额固定资产和商誉减值，2021 年产能置换节奏放缓，关停拆除生产线减少，减值计提力度有所下降。2019-2021 年固定资产减值损失分别为 14.10 亿元、18.59 亿元和 5.22 亿元，商誉减值损失分别为 37.33 亿元、14.16 亿元和 1.58 亿元。2019-2021 年坏账损失分别为 2.19 亿元和 -2.44 亿元和 3.08 亿元，其中 2020 年为负，主要因公司冲减了部分坏账准备所致。同期公司经营收益分别为 89.32 亿元、113.12 亿元和 123.63 亿元，2021 年主要因资产减值损失及期间费用减少，经营收益有所增长。

图表 16. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构       | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年<br>第一季度 | 2021 年<br>第一季度 |
|----------------|--------|--------|--------|----------------|----------------|
| 营业收入合计（亿元）     | 669.68 | 692.35 | 725.91 | 117.38         | 126.55         |
| 毛利（亿元）         | 234.13 | 220.53 | 201.41 | 23.67          | 33.18          |
| 期间费用率（%）       | 11.99  | 9.96   | 8.14   | 8.33           | 9.48           |
| 其中：财务费用率（%）    | 2.72   | 2.01   | 1.73   | 2.25           | 2.54           |
| 全年利息支出总额（亿元）   | 20.37  | 15.53  | 15.14  | -              | -              |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 1.37   | 0.76   | 1.34   | -              | -              |

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

2019-2021 年，该公司分别确认投资净收益 8.79 亿元、12.60 亿元和 12.43 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 8.62 亿元、13.57 亿元和 12.45 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水平较高，确认权益法下投资收益金额较大，2020 年以来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增加所致。另外，因处置长期股权投资产生的投资收益分别为 0.94 亿元、-0.49 亿元和 0.005 亿元，其中 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 3.99 亿元、3.20 亿元和 2.60 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。2019-2021 年公司净利润分别为 59.51 亿元、101.66 亿元和 107.74 亿元；同期，公司总资产报酬率分别为 14.18%、17.10%和 15.77%。

2022 年第一季度，该公司实现营业毛利 23.67 亿元，同比减少 28.66%，主要系受产品利润空间收窄，加之商品混凝土产销量下降影响；期间费用为 9.78 亿元，同比减少 18.45%；经营收益同比减少 38.62%至 12.03 亿元。当期公司确认投资净收益 2.24 亿元，主要系权益法下确认对合营、联营水泥企业的投



投资收益，营业外净收入及其他收益合计 1.09 亿元，资产处置收益为 0.60 亿元。当期公司净利润同比减少 30.34%至 11.99 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       | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年<br>第一季度 | 2021 年<br>第一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|----------------|----------------|
| 投资收益（亿元）          | 8.79   | 12.60  | 12.43  | 2.24           | 2.29           |
| 其中：权益法核算的长期股权投资收益 | 8.62   | 13.57  | 12.45  | 2.15           | 2.29           |
| 处置长期股权投资产生的投资收益   | 0.94   | -0.49  | 0.005  | 0.04           | -              |
| 营业外净收入及其他收益（亿元）   | 3.99   | 3.20   | 2.60   | 1.09           | 0.81           |
| 资产处置收益（亿元）        | -2.61  | 10.33  | 1.80   | 0.60           | 0.90           |
| 公允价值变动损益（亿元）      | 0.48   | -2.36  | -0.17  | -              | 0.02           |

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<br>(t/d)          | 关停时间        | 拆除时间        | 省市         | 名称                 | 受让产能<br>(t/d) | (拟)投产<br>时间 |
| 1  | 浙江省<br>衢州市 | 常山南方水泥<br>有限公司         | 1,000                  | 2018 年 12 月 | 2019 年 4 月  | 江西省<br>上饶市 | 江西玉山南方<br>水泥有限公司   | 5,000         | 未公布         |
|    |            |                        | 2,000                  |             |             |            |                    |               |             |
|    | 浙江省<br>衢州市 | 江山南方水泥<br>有限公司         | 1,000                  | 2018 年 1 月  | 2018 年 9 月  |            |                    |               |             |
|    |            |                        | 1,000                  |             |             |            |                    |               |             |
| 2  | 浙江省<br>湖州市 | 德清南方水泥<br>有限公司         | 2,000                  | 2015 年 8 月  | 2020 年 1 月  | 江西省<br>九江市 | 江西银杉新材<br>材料有限公司   | 2,000         | 未公布         |
| 3  | 浙江省<br>湖州市 | 湖州南方水泥<br>有限公司         | 4,000<br>(实际<br>5,000) | 2019 年 12 月 | 2020 年 12 月 | 浙江省<br>长兴县 | 湖州槐坎南方<br>水泥有限公司   | 7,500         | 2019 年 12 月 |
|    |            |                        | 4,000<br>(实际<br>5,000) |             |             |            |                    |               |             |
|    |            | 湖州煤山南方<br>水泥有限公司       | 2,000<br>(实际<br>2,500) | 2019 年 12 月 | 2020 年 12 月 |            |                    |               |             |
|    |            |                        | 2,000<br>(实际<br>2,500) |             |             |            |                    |               |             |
| 4  | 浙江省<br>杭州市 | 富阳南方水泥<br>有限公司         | 4,000                  | 2019 年 12 月 | 2020 年 12 月 | 浙江省<br>杭州市 | 杭州山亚南方<br>水泥有限公司   | 5,000         | 2019 年 12 月 |
|    |            | 胥口南方水泥<br>有限公司         | 2,500                  | 2019 年 12 月 | 2020 年 12 月 |            |                    |               |             |
|    | 浙江省<br>金华市 | 浙江金华南方<br>尖峰水泥有限<br>公司 | 1,000                  | 2019 年 12 月 | 2020 年 12 月 |            |                    |               |             |
| 5  | 浙江省<br>杭州市 | 建德南方水泥<br>有限公司         | 4,000                  | 2020 年 6 月  | 2021 年 6 月  | 浙江省<br>杭州市 | 建德南方水泥<br>有限公<br>司 | 5,000         | 2020 年 6 月  |
|    | 浙江省<br>绍兴市 | 浙江水泥有限<br>公司           | 2,000                  | 2018 年 5 月  | 2021 年 6 月  |            |                    |               |             |
|    |            | 绍兴南方水泥<br>有限公司         | 2,000                  | 2020 年 6 月  | 2021 年 6 月  |            |                    |               |             |
| 6  | 江西省<br>上饶市 | 江西玉山南方<br>水泥有限公司       | 2,500*2                | 2021 年 10 月 | 2022 年 10 月 | 江西省<br>上饶市 | 江西玉山南方             | 8,000         | 2021 年 10 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    |
|    | 江西省宜春市      | 江西上高南方水泥有限公司 | 1,500      |             |             |        | 水泥有限公司       |            |             |
|    | 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 |
|    |             | 江苏阳羡南方水泥有限公司 | 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 | 湖南省衡阳市      | 湖南耒阳南方水泥有限公司 | 2,500      | 未公布         | 2024 年 5 月  | 湖南省衡阳市 | 湖南耒阳南方水泥有限公司 | 5,500      | 2023 年 6 月  |
|    |             |              | 4,500      |             | 2024 年 5 月  |        |              |            |             |
| 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 |             |        |              |            |             |
|    | 新疆昌吉回族自治州   | 新疆屯河水泥有限责任公司 | 800        | 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。此外，公司近年来加大在混凝土前端骨料业务的拓展力度，2021 年公司以 14.80 亿元收购骨料矿山，新增骨料可采储量 2.03 亿吨，截至 2021 年末公司骨料可采储量为 13.67 亿吨。未来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<sup>8</sup>为主。根据公司规划，2022 年 4-12 月、2023 年和 2024 年支出金额分别为 98.30 亿元、97.00 亿元和 81.00 亿元；同期公司计划净偿还债务 10.00 亿元、10.00 亿元和 20.00 亿元。

图表 19. 公司未来投融资规划

| 项 目         | 2022 年 4-12 月 | 2023 年 | 2024 年 |
|-------------|---------------|--------|--------|
| 资本性支出计划（亿元） | 98.30         | 97.00  | 81.00  |

<sup>8</sup> 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 2021 年末余额为 4.39 亿元。

| 项 目                | 2022 年 4-12 月 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------------|---------------|--------|--------|
| 其中：产能置换及优化升级项目（亿元） | 23.00         | 23.00  | 20.00  |
| 技改工程（亿元）           | 17.00         | 18.00  | 15.00  |
| 骨科项目（亿元）           | 10.30         | 25.00  | 20.00  |
| 采矿权（亿元）            | 45.00         | 30.00  | 25.00  |
| 支付以前年度股权款（亿元）      | 3.00          | 1.00   | 1.00   |
| 融资安排（净额，亿元）        | -10.00        | -10.00 | -20.00 |
| 其中：权益类融资（亿元）       | -             | -      | -      |
| 债务类融资（亿元）          | -10.00        | -10.00 | -20.00 |

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

## 管理

跟踪期内该公司股权结构发生较大变化，控股股东已变更为天山股份，实际控制人仍为国务院国资委。控股股东变更后公司在中国建材体系内仍具有较高的重要性，有望持续获得股东支持。跟踪期内，公司组织结构未发生变化，但董事会人员组成发生了一定变动。

跟踪期内，该公司股权结构发生较大变化。2021 年 9 月，中国建材等公司 22 名股东向中国建材下属天山股份转让所持公司 99.92736%股权事项获中国证监会核准，当月已完成股权变更工商登记，公司控股股东由中国建材变更为天山股份。本次股权转让后公司实际控制人未发生变更，仍为国务院国资委（公司产权状况详见附录一）。

2021 年末，天山股份资产总额为 2,850.60 亿元，所有者权益为 913.20 亿元；当年实现营业收入 1,699.79 亿元，实现净利润 149.22 亿元。天山股份本次除收购该公司外，同时收购了中国建材及其他 6 名股东所持西南水泥 95.7166%的股份，以及中国建材所持中联水泥和中材股份各 100%的股份，对中国建材旗下主要水泥资产进行整合上市。收购完成后，天山股份业务规模显著扩大，成为我国最大的水泥 A 股上市公司。公司本次控股股东变更后，不考虑天山股份合并产能，公司仍为中国建材旗下最大的水泥和商品混凝土生产企业，在中国建材体系内仍具有较高的重要性，有望持续获得股东支持。

跟踪期内，该公司组织结构未发生变化，董事成员发生了一定变动。公司董事由 11 人变更为 5 人，曹江林先生、李世峰先生、张剑星先生、蒋晓萌先生、李瑞梅女士和王永明先生不再担任公司董事职务；目前公司董事会成员为肖家祥先生、崔星太先生、傅金光先生、张金栋先生和隋玉民先生。

图表 20. 2019-2021 年（末）公司关联交易情况（单位：亿元）

| 项目        | 2019 年（末） | 2020 年（末） | 2021 年（末） |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 采购商品/接受劳务 | 27.07     | 19.81     | 148.94    |
| 其中：采购商品   | 24.97     | 14.86     | 100.11    |

| 项目                   | 2019 年（末）    | 2020 年（末）    | 2021 年（末）    |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|
| 接受劳务                 | 2.10         | 4.95         | 48.83        |
| <b>销售商品/提供劳务</b>     | <b>30.97</b> | <b>7.18</b>  | <b>7.55</b>  |
| <b>作为被担保方的关联担保余额</b> | <b>50.00</b> | <b>50.76</b> | <b>44.00</b> |
| <b>作为担保方的关联担保余额</b>  | <b>8.37</b>  | <b>-</b>     | <b>-</b>     |
| <b>关联应收款项</b>        | <b>5.61</b>  | <b>11.05</b> | <b>1.10</b>  |
| 其中：应收账款              | 0.06         | 0.16         | 0.66         |
| 预付账款                 | 0.22         | 0.49         | 0.15         |
| 应收股利                 | -            | 0.17         | 0.22         |
| 其他应收款                | 5.33         | 10.23        | 0.07         |
| <b>关联应付款项</b>        | <b>24.53</b> | <b>10.31</b> | <b>27.14</b> |
| 其中：应付账款              | 2.15         | 8.41         | 12.60        |
| 预收账款或合同负债            | 0.15         | 0.19         | 0.15         |
| 应付股利                 | -            | 0.28         | -            |
| 其他应付款                | 22.23        | 1.43         | 14.39        |

资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

关联交易方面，2021 年该公司关联采购商品 100.11 亿元，主要系向上海自贸区南方水泥有限公司（简称自贸南方）、中建投商贸有限公司以市场价采购煤炭；关联接受劳务 48.83 亿元，主要系南京凯盛国际工程有限公司、天津水泥工业设计研究院有限公司向公司提供水泥工程施工及设计服务；关联销售 7.55 亿元。2019-2021 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 5.61 亿元、11.05 亿元和 1.10 亿元，2021 年末金额有所减少，主要系中联水泥归还拆借资金 10.00 亿元。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 24.53 亿元、10.31 亿元和 27.14 亿元，2021 年末关联应付金额有所增加，主要因公司收到中材水泥有限责任公司（简称中材水泥）资金拆借款 13.00 亿元。另外，同期末中国建材为公司融资提供担保余额分别为 50.00 亿元、50.76 亿元和 44.00 亿元，体现为股东支持。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 1 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 2021 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

2021 年末主要受该公司大额分红及资本性支出增加影响，资产负债率明显上升。近年来公司经营性现金流保持大额净流入状态，现金流平衡能力较强。但 2021 年以来公司刚性债务规模扩大，且期限偏向于短期，仍需关注债务循环压力。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 2019-2021 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 2019-2021 年度财务报表的编制遵循《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。

2019 年，该公司投资设立了 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。2021 年，公司投资设立了 1 家公司，收购了 2 家公司；当年公司注销 10 家子公司，出售了下属自贸南方<sup>9</sup>60% 的股权及建德巨峰爆破工程有限公司。截至 2021 年末，公司合并范围子公司共计 236 家，其中二级子公司 10 家。

图表 21. 2019-2021 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    |
|--------|----|--------|----------------------|-------|-------|------------|-------|
| 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      | 常德市鼎城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 |
| 2021 年 | 1  | 否      | 宜兴市阳港矿业有限公司          | 0.45  | 0.46  | 0.44       | 0.01  |
|        | 2  | 否      | 杭州临安南方水泥有限公司         | 8.93  | 3.76  | 6.46       | 2.47  |

资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

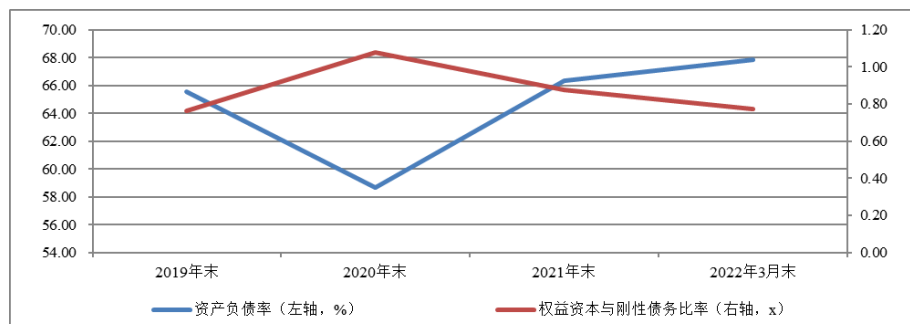
<sup>9</sup> 截至 2021 年末自贸南方总资产 1.16 亿元，所有者权益 0.54 亿元。



## 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



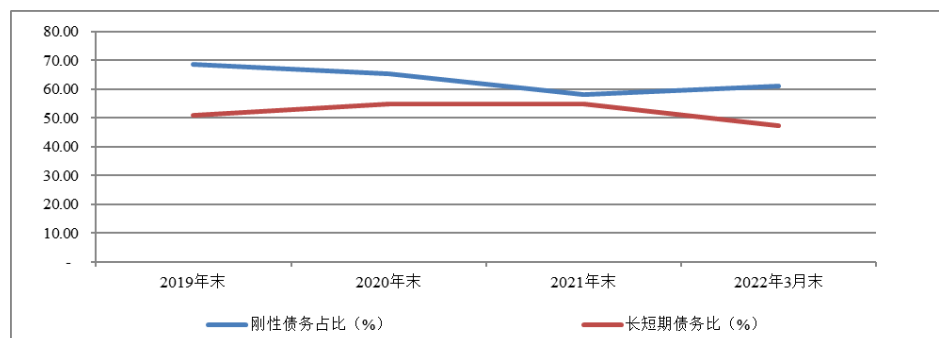
资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制。

2019-2021 年末，该公司负债总额分别为 562.85 亿元、536.90 亿元和 689.16 亿元，2021 年因公司分配股利 123.59 亿元，年末应付股利增加 69.07 亿元，加之刚性债务规模增加，负债总额大幅增长。同期末，公司所有者权益分别为 295.28 亿元、378.44 亿元和 350.02 亿元，2021 年末因大额分红而有所减少。同期末，公司资产负债率分别为 65.59%、58.66%和 66.32%；权益资本与刚性债务比率分别为 0.76 倍、1.08 倍和 0.87 倍，2021 年末权益资本对刚性债务的覆盖能力有所回落。

2022 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 75.57 亿元至 764.73 亿元；得益于盈利留存，所有者权益较年初增加 11.99 亿元至 362.01 亿元。同期末，公司资产负债率为 67.87%，较上年末上升 1.55 个百分点；权益资本与刚性债务比率降至 0.78 倍，较上年末有所下降。

### (2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务           | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|----------------|---------|---------|---------|-------------|
| 刚性债务 (亿元)      | 386.46  | 351.30  | 400.29  | 466.61      |
| 应付账款 (亿元)      | 64.63   | 78.03   | 97.17   | 98.51       |
| 预收账款及合同负债 (亿元) | 12.63   | 14.55   | 12.27   | 12.19       |
| 其他应付款 (亿元)     | 40.69   | 19.75   | 35.60   | 63.32       |

| 核心债务             | 2019 年末      | 2020 年末      | 2021 年末      | 2022 年 3 月末  |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 应付股利（亿元）         | 0.47         | 0.46         | 69.52        | 69.52        |
| <b>刚性债务占比（%）</b> | <b>68.66</b> | <b>65.43</b> | <b>58.08</b> | <b>61.02</b> |
| 应付账款占比（%）        | 11.48        | 14.53        | 14.10        | 12.88        |
| 预收账款及合同负债占比（%）   | 2.24         | 2.71         | 1.78         | 1.59         |
| 其他应付款占比（%）       | 7.23         | 3.68         | 5.17         | 8.28         |
| 应付股利（%）          | 0.08         | 0.09         | 10.09        | 9.09         |

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，2019-2021 年末刚性债务占比分别为 68.66%、65.43%和 58.08%。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、其他应付款和应付股利构成。应付账款主要系原材料采购款，2021 年末有所增加主要系煤炭价格上涨所致。预收账款及合同负债主要系预收货款，近三年末余额变动不大。其他应付款主要为应付关联方往来款、应付代垫款及以往收购应付的股权款，2021 年末有所增加主要因公司收到中材水泥资金拆借款 13.00 亿元，加之应付代垫款增加所致。2021 年末，公司应付股利大幅增加至 69.52 亿元。此外，同期末公司预计负债为 9.41 亿元，主要为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 7.77 亿元及土地拆迁补偿款 1.30 亿元。

2022 年 3 月末，主要因应付中国建材及天山股份资金拆借款增加，该公司其他应付款较年初增加 27.72 亿元至 63.32 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，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末长短期债务比分别为 50.80%、54.72%、54.94%和 47.45%，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            | 2019 年末       | 2020 年末       | 2021 年末       | 2022 年 3 月末   |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>短期刚性债务合计</b>   | <b>226.15</b> | <b>189.32</b> | <b>184.66</b> | <b>251.43</b> |
| 其中：短期借款           | 115.96        | 85.86         | 58.97         | 93.97         |
| 一年内到期非流动负债        | 56.25         | 56.94         | 60.23         | 73.38         |
| 应付短期融资券           | 12.00         | -             | -             | -             |
| 应付票据              | 41.48         | 46.51         | 65.47         | 84.08         |
| 其他短期刚性债务          | 0.45          | -             | -             | -             |
| <b>中长期刚性债务合计</b>  | <b>160.32</b> | <b>161.99</b> | <b>215.63</b> | <b>215.18</b> |
| 其中：长期借款           | 76.43         | 126.81        | 165.63        | 165.18        |
| 应付债券              | 78.45         | 34.63         | 50.00         | 50.00         |
| 其他中长期刚性债务         | 5.44          | 0.54          | -             | -             |
| <b>综合融资成本（年化）</b> | <b>4.46%</b>  | <b>3.97%</b>  | <b>3.79%</b>  | <b>3.68%</b>  |

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

2019-2021 年末刚性债务余额分别为 386.46 亿元、351.30 亿元和 400.29 亿元，其中 2021 年末刚性债务有所增加，主要系公司大额现金分红，加之矿山收购、产能置换和技改等资本性支出增加所致。从期限结构方面看，近三年末公司刚性债务逐步偏向于长期，同期末中长期刚性债务占比分别为 41.48%、46.11%和 53.87%。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，2019-2021 年末余额分别为 211.71 亿元、220.79 亿元和 244.84 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 54.78%、62.85%和 61.17%。从借款类型来看，公司银行借款主要为信用和保证借款，占比超过 95%。2022 年 3 月末公司刚性债务较年初增加 66.33 亿元至 466.61 亿元，其中短期刚性债务增加 66.77 亿元，中长期刚性债务占比降至 46.12%。

融资成本方面，根据该公司提供的资料显示，2019-2021 年及 2022 年第一季度公司综合融资成本分别为 4.46%、3.97%、3.79%和 3.68%，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           | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年第一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 营业周期（天）           | 77.63  | 82.27  | 95.61  | -          |
| 营业收入现金率（%）        | 111.83 | 111.82 | 103.88 | 106.34     |
| 业务现金收支净额（亿元）      | 228.25 | 221.44 | 132.44 | -2.43      |
| 其他因素现金收支净额（亿元）    | -36.83 | -40.86 | 2.82   | -3.59      |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 191.41 | 180.58 | 135.26 | -6.02      |
| EBITDA（亿元）        | 150.84 | 184.82 | 185.58 | -          |
| EBITDA/刚性债务（倍）    | 0.37   | 0.50   | 0.49   | -          |
| EBITDA/全部利息支出（倍）  | 7.40   | 11.90  | 12.26  | -          |

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

注：业务收支现金净额是指剔除“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。

2019-2021 年，该公司营业周期分别为 77.63 天、82.27 天和 95.61 天，其中 2021 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，业务现金收支持续大额净流入，但 2021 年主要受原燃料采购支出增加及混凝土赊销规模扩大影响，净流入规模有所减少。同期，公司经营性现金流净额分别为 191.41 亿元、180.58 亿元和 135.26 亿元。2022 年第一季度，主要受季节性因素影响，公司经营性现金流量净额为-6.02 亿元，与上年同期基本持平。

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 150.84 亿元、184.82 亿元和 185.58 亿元，逐年增长；公司 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 66.27%、74.07%和 75.60%。但因 2021 年末刚性债务规模扩大，

当期 EBITDA 对刚性债务的覆盖能力有所回落。

## (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                      | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年  | 2022 年第一季度 |
|------------------------------|--------|--------|---------|------------|
| 回收投资与投资支付净流入额                | -6.01  | 4.45   | -10.92  | -          |
| 取得投资收益收到的现金                  | 3.43   | 5.05   | 3.40    | 0.98       |
| 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 | -89.81 | -56.29 | -114.28 | -19.54     |
| 其他因素对投资环节现金流影响净额             | 0.04   | -1.95  | -8.31   | 0.06       |
| 投资环节产生的现金流量净额                | -92.35 | -48.75 | -130.11 | -18.49     |

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司投资性现金流量净额分别为-92.35 亿元、-48.75 亿元、-130.11 亿元和-18.49 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 89.81 亿元、56.29 亿元、114.28 亿元和 19.54 亿元，其中 2021 年除推进产能置换项目和生产线技改等项目外，公司购买骨料及石灰石矿山支出较大，导致净流出金额扩大。回收投资与投资支付产生的现金流净额分别为-6.01 亿元、4.45 亿元、-10.92 亿元和 0 亿元，其中 2020 年主要因收到出售的建福南方股权款而呈净流入状态，2021 年净流出规模较大主要因收购少数股东股权及增加对合营企业马鞍山南方材料有限公司的投资所致。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。

## (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           | 2019 年 | 2020 年  | 2021 年 | 2022 年第一季度 |
|-------------------|--------|---------|--------|------------|
| 权益类净融资额           | 8.50   | -24.82  | -63.20 | 11.21      |
| 债务类净融资额           | -77.30 | -53.05  | 18.16  | 47.26      |
| 其中：现金利息支出         | -38.78 | -16.89  | -12.41 | -2.70      |
| 其他因素对筹资环节现金流量影响净额 | -10.31 | -34.64  | 19.13  | 1.77       |
| 筹资环节产生的现金流量净额     | -79.11 | -112.50 | -25.91 | 60.24      |

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。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司权益类融资净额分别为 8.50 亿元、-24.82 亿元、-63.20 亿元和 11.21 亿元，其中 2021 年主要因现金分红而呈现大额净流出状态；2022 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-77.30 亿元、-53.05 亿元、18.16 亿元和 47.26 亿元，2021 年及 2022 年第一季度净融资规模有所增加；2021 年其他因素对筹资环节现金流量影响净额主要因收到关联方拆借款而呈净流入状态。2019-2021 年及 2022 年第一季度公司筹资性现金净流量分别为-79.11 亿元、-112.50 亿元、-25.91

亿元和 60.24 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          |        | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|------------------|--------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动资产             | 金额（亿元） | 270.35  | 292.14  | 306.21  | 378.81      |
|                  | 占总资产比重 | 31.50%  | 31.92%  | 29.47%  | 33.62%      |
| 其中：货币资金（亿元）      |        | 48.69   | 73.35   | 51.18   | 85.43       |
| 应收账款（亿元）         |        | 101.05  | 135.35  | 169.28  | 176.04      |
| 应收票据（亿元）         |        | 64.21   | 32.36   | 39.20   | 56.16       |
| 其他应收款（亿元）        |        | 18.33   | 15.83   | 7.41    | 8.24        |
| 存货（亿元）           |        | 26.19   | 25.39   | 29.27   | 39.73       |
| 非流动资产            | 金额（亿元） | 587.77  | 623.20  | 732.98  | 747.93      |
|                  | 占总资产比重 | 68.50%  | 68.08%  | 70.53%  | 66.38%      |
| 其中：固定资产（亿元）      |        | 282.50  | 270.94  | 309.30  | 308.27      |
| 在建工程（亿元）         |        | 81.33   | 82.60   | 89.36   | 102.49      |
| 无形资产（亿元）         |        | 81.59   | 114.85  | 160.96  | 161.39      |
| 商誉（亿元）           |        | 82.59   | 71.33   | 72.23   | 72.24       |
| 期末全部受限资产账面价值（亿元） |        | 7.67    | 9.18    | 14.59   | 22.62       |
| 受限资产账面余额/总资产     |        | 0.89%   | 1.00%   | 1.40%   | 2.01%       |

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。

2019-2021 年末，该公司资产总额分别为 858.12 亿元、915.34 亿元和 1,039.18 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、应收票据、其他应收款和存货。2021 年末，货币资金为 51.18 亿元，较上年末减少 30.22%，其中 5.79 亿元因作为票据池保证金及矿山环境恢复治理保证金而受到限制，受限比率为 11.31%。公司应收账款主要产生于商品混凝土业务，2021 年末应收账款为 169.28 亿元，较上年末增加 25.06%。公司应收账款账龄集中于一年以内，占比为 77.69%（以余额计算，下同），1-2 年占比为 16.78%；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 4.94%，较上年末上升 0.68 个百分点。应收票据（为保证可比性，含应收款项融资，下同）为 39.20 亿元，因公司票据结算比重上升，较上年末增加 21.13%，均为银行承兑汇票。其他应收款主要系代垫款、资金拆借款等，为 7.41 亿元，较上年末减少 53.18%，主要系回收关联方借款所致；当年末其他应收款坏账准备计提比率为 65.27%。存货为 25.39 亿元，主要体现为煤炭等原燃料的备货，较上年末增加 15.27%，主要系煤炭价格上涨，原材料及库存备货成本增加所致。其中原材料占存货余额的比重为 54.99%。

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。2021 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较上年增加 14.16%至 309.30 亿元。在建工程为 89.36 亿元，当年虽有部分项目转固，但项目投入金额较大，故较上年末增长 8.19%。无形资产为 160.96 亿元，较上年末增加 40.15%，主要系当年购置骨料及石灰石矿山所致；当年末其中土地使用权为 48.82 亿元，采矿权为 106.62 亿元。公司以往兼并重组过程中产生了大额商誉，2021 年公司计提减值 1.58 亿元，但主要因收购产生商誉，以致商誉较上年末增加 1.27%至 72.23 亿元。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 1,126.73 亿元，较上年末增加 8.43%。其中，货币资金增长 66.91%至 85.43 亿元；因业务开展，应收账款增加 4.00%至 176.04 亿元，应收票据增加 43.26%至 56.16 亿元；主要因公司增加煤炭备货量，存货增长 35.74%至 39.73 亿元；因产能置换项目和生产线技改投入，在建工程增加 14.69%至 102.49 亿元。除上述科目外，其余主要资产科目变化较小。当期末，公司受限资产账面价值总计 22.62 亿元，占总资产的比重为 2.01%，其中受限货币资金为 13.82 亿元，受限在建工程为 8.80 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        | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|----------------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率（%）        | 72.43   | 84.19   | 68.84   | 73.04       |
| 现金比率（%）        | 31.84   | 31.01   | 20.88   | 27.78       |
| 短期刚性债务现金覆盖率（%） | 52.55   | 56.84   | 50.29   | 57.30       |

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 72.43%、84.19%、68.84%和 73.04%；现金比率分别为 31.84%、31.01%、20.88%和 27.78%；短期刚性债务覆盖率分别为 52.55%、56.84%、50.29%和 57.30%。2021 年末上述流动性指标均有所下降，整体看公司流动性表现较弱。

## 6. 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。2021 年末，公司本部总资产为 527.51 亿元，除长期股权投资 279.25 亿元（主要系对子公司投资）外，还主要包括：货币资金 24.19 亿元；应收账款 11.94 亿元；其他应收款 203.16 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 272.27 亿元，其中刚性债务余额为 178.22 亿元；所有者权益为 255.23 亿元，资产负债率为 51.61%。2021 年公司本部实现收入 112.81 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 111.82 亿元，实现净利润 113.95 亿元；主要因大额分红，经营性现金净流量为 0.32 亿元，筹



资性现金净流量为-103.68 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. 股东支持

该公司股东中国建材在建材领域具有极强的综合实力。公司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。2021 年末，中国建材为公司融资提供担保余额为 44.00 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 2022 年 3 月末，公司共获得金融机构授信总额 535.56 亿元，其中五大商业银行及政策性银行授信占比为 56.46%；已使用额度为 338.31 亿元，未使用额度为 197.24 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）           | 535.56 | 338.31 | 197.24 |
| 其中：国家政策性金融机构（亿元） | 69.00  | 58.99  | 10.01  |
| 工农中建交五大商业银行（亿元）  | 233.40 | 165.76 | 67.64  |
| 其中：大型国有金融机构占比    | 56.46% | 66.43% | 39.37% |

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

## 跟踪评级结论

跟踪期内该公司股权结构发生较大变化，控股股东已变更为天山股份，实际控制人仍为国务院国资委。控股股东变更后公司在中国建材体系内仍具有较高的重要性，有望持续获得股东支持。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。2021 年，公司收入保持增长，但主要受煤炭价格上涨影响利润空间收窄，营业毛利规模小幅缩减。当年主要因确认的减值损失金额及期间费用减少，盈利同比增长。2022 年第一季度，受产品利润空间收窄、商品混凝土产销量下降影响，公司营业收入及盈利均同比下降。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，同时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

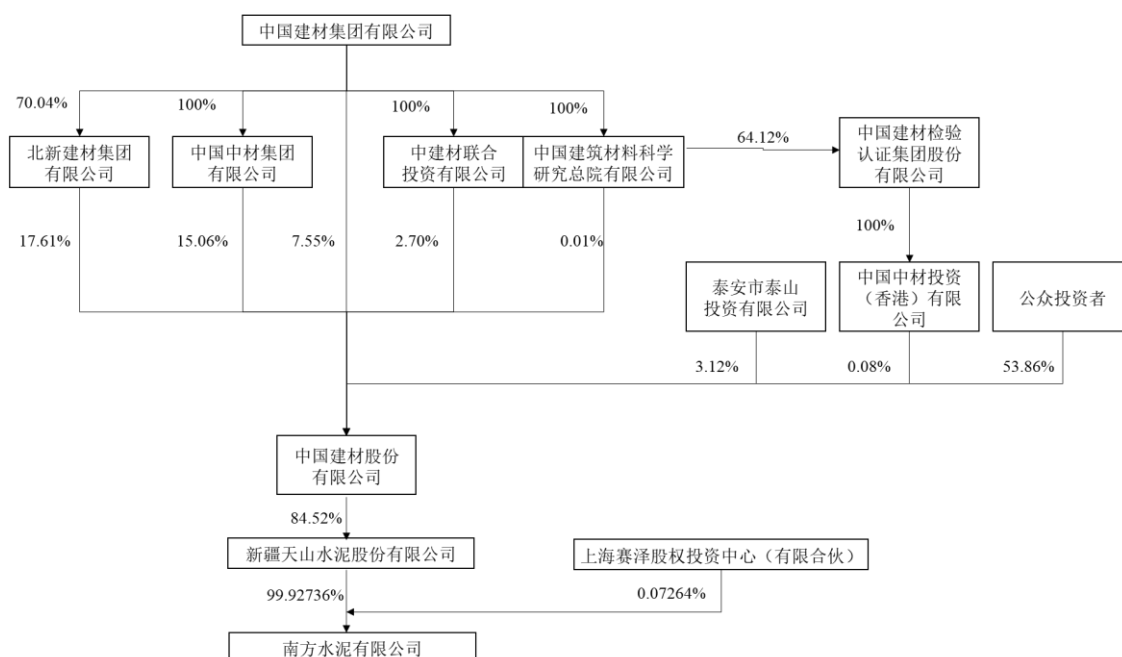
大金额的资本性支出。

2021 年末主要受该公司大额分红及资本性支出增加影响，资产负债率明显上升。近年来公司经营性现金流保持大额净流入状态，现金流平衡能力较强。但 2021 年以来公司刚性债务规模扩大，且期限偏向于短期，仍需关注债务循环压力。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）商誉减值情况。

附录一：

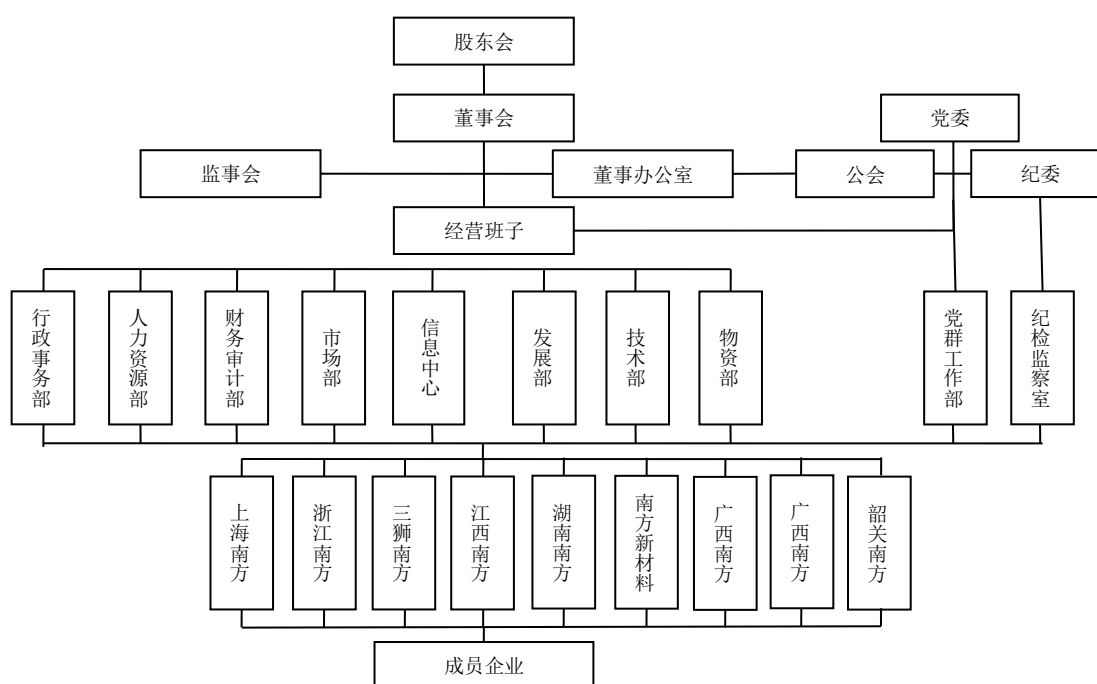
### 公司与实际控制人关系图



注：根据南方水泥提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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<br>持股比例<br>(%) | 主营业务                   | 2021 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                    | 3,119.82            | 2,113.42      | 4,154.13      | 286.50        | 567.42      | 合并口径        |
| 新疆天山水泥股份有限公司    | 天山水泥        | 控股股东      | -                  | 建材类                    | 1,018.15            | 913.20        | 1,699.79      | 149.22        | 284.25      |             |
| <b>南方水泥有限公司</b> | <b>南方水泥</b> | <b>本级</b> | <b>-</b>           | <b>-</b>               | <b>178.22</b>       | <b>255.23</b> | <b>112.81</b> | <b>113.95</b> | <b>0.32</b> | <b>本部口径</b> |
| 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                | 48.11               | 64.51         | 266.67        | 36.58         | 58.95       | 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                | 39.37               | 74.59         | 126.54        | 27.55         | 27.04       | 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                | 48.30               | 58.01         | 73.25         | 3.01          | 17.68       | 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                | 2.39                | 27.99         | 30.61         | 6.83          | 10.44       | 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                | 42.32               | 51.36         | 93.47         | 11.74         | 19.54       | 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                   | 8.23                | 16.19         | 82.46         | 7.06          | 1.56        | 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 | 0.01                | -4.28         | -             | 2.50          | 3.23        | 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  | 48.11               | 64.51         | 266.67        | 36.58         | 58.95       | 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]      | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年   | 2022 年<br>第一季度 |
|----------------------|--------|--------|----------|----------------|
| 资产总额 [亿元] -          | 858.12 | 915.34 | 1,039.18 | 1,126.73       |
| 货币资金 [亿元]            | 48.69  | 73.35  | 51.18    | 85.43          |
| 刚性债务[亿元]             | 386.46 | 351.30 | 400.29   | 466.61         |
| 所有者权益 [亿元]           | 295.28 | 378.44 | 350.02   | 362.01         |
| 营业收入[亿元]             | 669.68 | 692.35 | 725.91   | 117.38         |
| 净利润 [亿元]             | 59.51  | 101.66 | 107.74   | 11.99          |
| EBITDA[亿元]           | 150.84 | 184.82 | 185.58   | —              |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 191.41 | 180.58 | 135.26   | -6.02          |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -92.35 | -48.75 | -130.11  | -18.49         |
| 资产负债率[%]             | 65.59  | 58.66  | 66.32    | 67.87          |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 76.40  | 107.72 | 87.44    | 77.58          |
| 流动比率[%]              | 72.43  | 84.19  | 68.84    | 73.04          |
| 现金比率[%]              | 31.84  | 31.01  | 20.88    | 27.78          |
| 利息保障倍数[倍]            | 5.84   | 9.77   | 10.18    | —              |
| 担保比率[%]              | 3.05   | 0.17   | —        | —              |
| 营业周期[天]              | 77.63  | 82.27  | 95.61    | —              |
| 毛利率[%]               | 34.96  | 31.85  | 27.75    | 20.17          |
| 营业利润率[%]             | 14.90  | 19.99  | 19.53    | 13.60          |
| 总资产报酬率[%]            | 14.18  | 17.10  | 15.77    | —              |
| 净资产收益率[%]            | 21.91  | 30.18  | 29.58    | —              |
| 净资产收益率*[%]           | 21.62  | 29.69  | 30.37    | —              |
| 营业收入现金率[%]           | 111.83 | 111.82 | 103.88   | 106.34         |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 48.79  | 50.14  | 34.17    | —              |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 17.46  | 23.98  | 0.84     | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 7.40   | 11.90  | 12.26    | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.37   | 0.50   | 0.49     | —              |

注：表中数据依据南方水泥经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 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<br>资<br>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<br>机<br>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<br>资<br>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<br>机<br>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       | 6    |
|            | 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 | -                                                                                                                    | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                          | 评级结果变化 | 2015年6月8日  | AAA/稳定 | 陆劲骏、张潇 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2014）</a><br><a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>               | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                          | 前次评级   | 2021年7月20日 | AAA/稳定 | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                          | 本次评级   | 2022年6月28日 | AAA/稳定 | 杨亿、吴凡  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | -                    |
| 债项评级 | 19<br>南方水泥<br>MTN<br>002 | 历史首次评级 | 2019年7月1日  | AAA    | 覃斌、杨亿  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a><br><a href="#">建材行业评级模型（参见注册文件）</a>             | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                          | 前次评级   | 2021年6月7日  | AAA    | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                          | 本次评级   | 2022年6月28日 | AAA    | 杨亿、吴凡  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | -                    |
| 债项评级 | 19<br>南方水泥<br>MTN<br>003 | 历史首次评级 | 2019年8月9日  | AAA    | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a><br><a href="#">建材行业评级模型（2019）</a>               | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                          | 前次评级   | 2021年6月7日  | AAA    | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                          | 本次评级   | 2022年6月28日 | AAA    | 杨亿、吴凡  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | -                    |

| 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 | 17<br>南水<br>04 | 历史首次评级 | 2017 年 7 月 25 日 | AAA  | 刘云、周文哲 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">建材行业评级模型（参见注册文件）</a>             | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                | 前次评级   | 2021 年 6 月 7 日  | AAA  | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                | 本次评级   | 2022 年 6 月 28 日 | AAA  | 杨亿、吴凡  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | -                    |
| 债项评级 | 21<br>南方<br>01 | 历史首次评级 | 2020 年 5 月 27 日 | AAA  | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                | 前次评级   | 2021 年 6 月 7 日  | AAA  | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                | 本次评级   | 2022 年 6 月 28 日 | AAA  | 杨亿、吴凡  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | -                    |
| 债项评级 | 21<br>南方<br>02 | 历史首次评级 | 2020 年 5 月 27 日 | AAA  | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                | 前次评级   | 2021 年 6 月 7 日  | AAA  | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                | 本次评级   | 2022 年 6 月 28 日 | AAA  | 杨亿、吴凡  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | -                    |
| 债项评级 | 21<br>南方<br>03 | 历史首次评级 | 2021 年 6 月 7 日  | AAA  | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                | 本次评级   | 2022 年 6 月 28 日 | AAA  | 杨亿、吴凡  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | -                    |
| 债项评级 | 21<br>南方<br>05 | 历史首次评级 | 2021 年 7 月 20 日 | AAA  | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                | 本次评级   | 2022 年 6 月 28 日 | AAA  | 杨亿、吴凡  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | -                    |
| 债项评级 | 21<br>南方<br>06 | 历史首次评级 | 2021 年 7 月 20 日 | AAA  | 杨亿、覃斌  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|      |                | 本次评级   | 2022 年 6 月 28 日 | AAA  | 杨亿、吴凡  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">建材行业信用评级方法（2018 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a> | -                    |

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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。