



内部编号:2023060503

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

分析师: 周文哲  zwz@shxsj.com
吴晓丽  wxl@shxsj.com

评级总监: 张明海 
联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com

 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.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100433】

评级对象：南方水泥有限公司及其发行的公开发行的公司债券

	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	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
21 南方 01：	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日			
21 南方 02：	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 27 日			
21 南方 03：	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 26 日	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/2023 年 6 月 26 日	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/2023 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 20 日			

跟踪评级观点

主要优势：

- 股东背景强。南方水泥是天山股份旗下水泥板块重要的经营实体，可获得股东支持。
- 区域市场份额有望保持。本次资产重组后，南方水泥产线布局范围收缩，产能规模有所下降，但其单线规模及成本优势有所提升，同时在沪苏皖和浙北地区仍具有一定规模优势，区域市场影响力较强，公司市占率有望保持较高水平。
- 商混业务的划出将减少垫资和回款压力。南方水泥本次资产重组涉及商品混凝土业务的划出，未来公司业务垫资压力和应收款回收压力或将大幅减少。

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。
- 成本转移压力。2021 年以来南方水泥煤炭采购价格持续上涨且涨幅较大，公司水泥业务成本转移压力较大。
- 其他应收款短期内回款可能性较小。2022 年末南方水泥其他应收款同比大幅增加，以应收股东及关联方股权转让款、资金拆借款为主，相关款项的回收对提升公司资产流动性有显著影响，但预计短期内回款可能性较小。
- 权益资本稳定性弱化。本次资产重组后南方水泥所有者权益仍保持很大规模，但未分配利润占比重。若实施大比例现金分红，将导致杠杆水平上升，资金压力或加大，进而或将导致信用质量出现明显弱化。

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分析，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很强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
母公司口径数据：			
货币资金（亿元）	34.94	24.19	8.95
刚性债务（亿元）	154.25	178.22	158.80
所有者权益（亿元）	264.83	255.23	282.75
经营性现金净流入量（亿元）	5.65	0.32	5.03
合并口径数据及指标：			

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
总资产（亿元）	915.34	1039.18	593.19
总负债（亿元）	536.90	689.16	338.61
刚性债务（亿元）	351.30	395.92	173.81
所有者权益（亿元）	378.44	350.02	254.57
营业收入（亿元）	692.35	725.91	584.24
净利润（亿元）	101.66	107.74	66.75
经营性现金净流量（亿元）	180.58	135.26	96.94
EBITDA（亿元）	184.82	185.58	127.15
资产负债率[%]	58.66	66.32	57.08
权益资本与刚性债务比率[%]	107.72	88.41	146.46
流动比率[%]	84.19	68.84	150.31
现金比率[%]	31.01	20.88	12.65
利息保障倍数[倍]	9.77	10.18	5.93
净资产收益率[%]	30.18	29.58	22.08
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	50.14	34.17	30.15
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	23.98	0.84	6.90
EBITDA/利息支出[倍]	11.90	12.26	8.29
EBITDA/刚性债务[倍]	0.50	0.50	0.45

注：根据南方水泥经审计的 2020-2022 年度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa+
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由： 无			
个体信用级别		aa+	
外部支持	支持因素	1	
	支持理由： 公司业务布局于长江中下游地区，为股东天山股份的重要经营主体之一，必要时可获得股东支持。		
主体信用级别		AAA	

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年末主要经营及财务数据				
	年产能（水泥熟料，万吨）	营业收入（亿元）	毛利率（%）	资产负债率（%）	经营性现金净流量（亿元）
中建材集团	39,026	3,799.82	17.59	66.62	376.24
海螺水泥	22,094	1,320.22	21.30	19.67	96.49
上峰水泥	1,442	71.35	33.62	43.35	10.20
南方水泥	5,286	584.24	15.88	57.08	96.94

注 1：中建材集团全称为中国建材集团有限公司，海螺水泥全称为安徽海螺水泥股份有限公司，上峰水泥全称为甘肃上峰水泥股份有限公司。

注 2：除南方水泥外，上表其他公司产能数据来源于中国水泥协会。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照南方水泥有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）¹、2021 年公开发行公司债券（第二期）²和 2021 年公开发行公司债券（第三期）³信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据南方水泥提供的经审计的 2022 年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 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。

截至 2022 年 6 月 15 日，该公司待偿还债券本金余额为 50.00 亿元，付息情况正常。

图表 1. 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项名称	发行金额	债券余额	期限	发行利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付情况
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	正常付息
21 南方 06	15.00	15.00	5 年	3.43	2021-08-09	2026-08-09	正常付息

资料来源：Wind（截至 2023 年 6 月 15 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中

¹ 分为两个品种，债券简称分别为 21 南方 01 和 21 南方 02。

² 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。

³ 分为两个品种，债券简称分别为 21 南方 05 和 21 南方 06。

采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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。

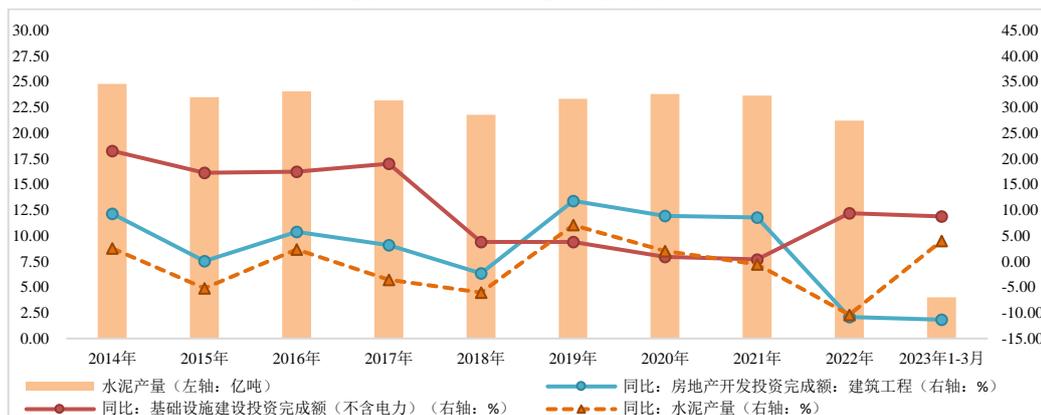
(2) 行业因素

2022年我国房地产行业景气度持续下行，建筑工程投资深跌，加之基建投资拉动效应较弱，水泥需求明显收缩。当年水泥价格整体呈下行态势，而主要成本端因素煤炭价格却有所上涨，行业成本压力难以转嫁下游，以致利润显著下降。

A. 行业概况

水泥广泛应用于土木建筑、水利、国防等工程，作为重要的基础原材料，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。我国进入经济发展新常态后，固定资产投资增速整体放缓，2020-2022年增速分别为2.90%、4.90%和5.10%，其中2020年增速同比下滑2.50个百分点，2021年以来呈恢复性增长。固定资产投资中房地产和基础设施投资对水泥需求影响程度大。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，建筑工程投资额能够作为水泥即期需求释放的判断依据，2020-2022年其增速分别为8.85%、8.86%和-10.80%，2022年房地产行业景气度下行，建筑工程投资深跌，对水泥需求拖累明显。同期，我国基础设施建设投资（不含电力）增速分别为0.90%、0.40%和9.40%，2022年投资虽实现快速增长，但受客观因素影响，施工节奏被打乱，影响了水泥需求的实际释放。2023年第一季度，我国固定资产投资完成额同比增长5.10%，增速同比下降4.20个百分点。其中，房地产开发投资恢复情况欠佳，当期建筑工程投资同比下降11.33%，增速同比下降12.89个百分点；基础设施投资同比增长8.80%，增速同比基本持平。

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

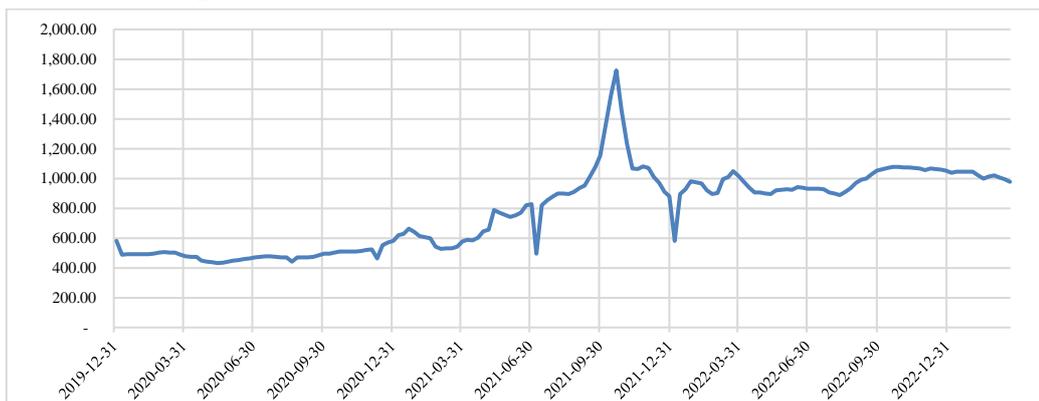


资料来源: Wind

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。根据水泥网数据显示,2020-2022年我国产能置换项目水泥熟料设计年产能分别为7,027.51万吨、3,995.9万吨和449.5万吨,产能置换项目建成投产新增产能分别为3,763.4万吨、3,183.7万吨和2,318.8万吨。尽管修订优化后的产能置换政策已于2021年8月起实行,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。2020-2022年全国水泥产量分别为23.77亿吨、23.63亿吨和21.18亿吨,其中2022年因水泥需求走弱,多地对错峰生产政策进行了强化,当年水泥产量同比减少10.36%,创2012年以来最低值。2023年第一季度,全国水泥产量同比增长3.97%至4.02亿吨。

水泥行业资源与能源消耗量大。石灰质原料(主要为石灰石)为水泥生产中最主要的原材料,虽然行业内企业水泥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动力煤市场价为例,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,年末受煤矿安检致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;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880元/吨左右,全年价格中枢在850元/吨左右,较上年上涨近360元/吨;2022年煤炭价格整体处于高位,年内呈前低后高走势,年末价格升至1,050元/吨,当年价格涨幅虽远小于上年,但全年价格重心较上年上升130元/吨至980元/吨左右;2023年第一季度煤炭价格小幅下降,季末价格降至970元/吨左右,当期均价同比上涨约70元/吨。总体看,2022年以来水泥企业燃料成本压力持续上升。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。水泥行业系高能耗行业,2022年主要由于市场化购电尚处过渡期,尚未观测到行业企业电力采购价的明显上涨,但未来随着电价市场化机制的逐步落实,企业购电成本或将上升。

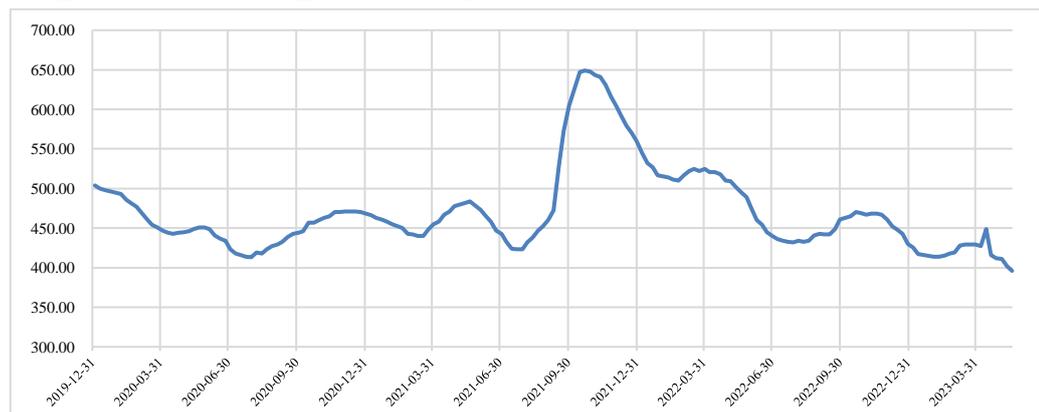
图表 3. 秦皇岛港热值 5,500kcal 动力煤市场价走势（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚

受下游行业影响，水泥需求淡旺季明显，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，传统春节淡季期间价格下行，3 月中旬至 5 月中旬价格开始反弹回升，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，随后价格企稳回升，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 年水泥价格整体呈震荡下行走势，旺季不旺淡季更淡。春节期间水泥价格延续上年末下行走势，3 月价格小幅回升至 525 元/吨，4 月起价格再次回落，之后叠加雨季和高温因素，7 月末价格最低降至 432 元/吨，随后价格缓慢上调，9 月以来受需求较弱影响，传统旺季提价亦不明显，价格最高回升至 470 元/吨，12 月起价格下降，至年末价格降至 430 元/吨。2023 年第一季度水泥价格较为稳定，3 月起价格短期上涨后，4 月中旬起价格再次进入下行轨道。

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 2020-2021 年水泥行业分别实现收入 1.00 万亿元和 1.08 万亿元，利润总额分别为 1,833 亿元和 1,694 亿元；2022 年根据中国水泥协会测算，行业营业收入约为 9,500 亿元，利润总额约为 680 亿元。2022 年 8 月以来水泥价格上调幅度较小，煤炭价格上涨带来的成本压力转嫁不足，盈利空间明显收窄，加之需求较弱，产销量下降影响，全年行业收入及利润总额同比大幅下降。

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、规范产能置换行为等。2020 年工信部及环境部发布的《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》提出错峰生产将持续常态化开展。2021 年工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原[2021]80 号），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。2022 年四部门发布了《建材行业碳达峰实施方案》，在能耗控制及碳排放等方面设定了压降目标，提出了强化总量控制等重点任务。能耗及碳排放控制将倒逼企业提升技术水平，落后企业或将被挤出。

图表 5. 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、环保部	2015 年	《工业和信息化部、环境保护部关于在北方采暖区全面试行冬季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/直辖市水泥熟料生产线试行错峰生产。	明确北方 15 省份采暖季期间水泥错峰生产时间安排。
工信部	2016 年	《工业和信息化部关于印发建材工业发展规划（2016—2020 年）的通知》	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》	北方 15 个省/自治区/直辖市所有水泥生产线在 2016-2020 年期间执行错峰生产；其他地区应结合本地实际，在春节、酷暑伏天、雨季和重大活动期间开展错峰生产。	明确北方 15 省份采暖季期间水泥错峰生产时间安排。其他地区结合实际自行开展。
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。	加大错峰力度，采暖季实施停产，且水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。
工信部	2017 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。
工信部、环境部	2020 年	《工业和信息化部、生态环境部关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》	推动全国水泥错峰生产地域和时间常态化。其中，北方 15 个省/自治区/直辖市时间确定，其他地区应结合本地实际，在春节、酷暑伏天、雨季和重大活动期间开展错峰生产。	推进错峰生产常态化开展。
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	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。

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
工信部、国家发改委、环境保护部、住建部	2022年	《四部门关于印发建材行业碳达峰实施方案的通知》	<p>不低于 2:1。</p> <p>主要目标：十四五期间，水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度下降，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低 3%以上。十五五期间，建材行业绿色低碳关键技术产业化实现重大突破，原燃料替代水平大幅提高，基本建立绿色低碳循环发展的产业体系。确保 2030 年实现碳达峰。</p> <p>重点任务：总量控制方面，引导低效产能退出、防范过剩产能新增、完善错峰生产；推动原料替代；转换用能结构；加快技术创新；推进绿色制造。</p>	行业产能控制及错峰生产持续开展。能耗及碳排放控制倒逼企业提升技术水平，落后企业或将被挤出。

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在规模因素。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。

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。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，通过“减产量”的方式改善供需关系。错峰生产未来虽将常态化开展，但错峰力度及落实情况仍有待持续关注。

产能置换激活无效产能，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

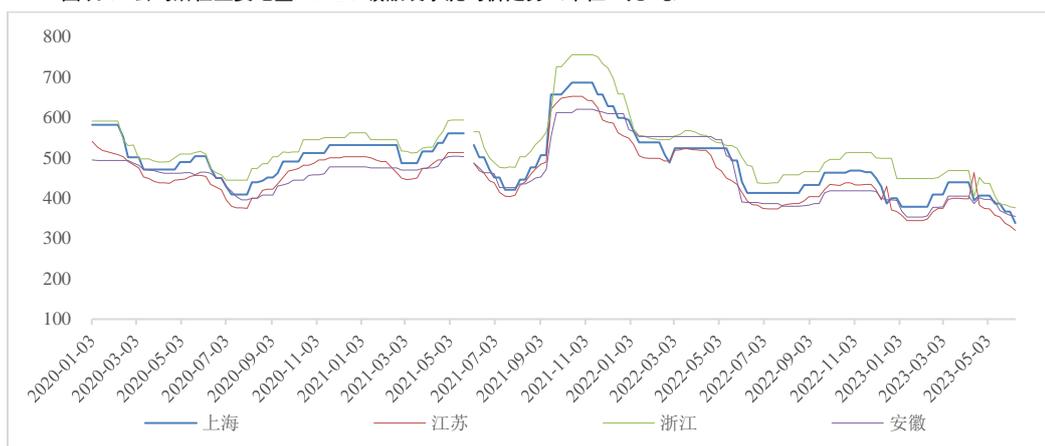
沪、苏、皖和浙北地区经济发展较好，投资动力较强，对区域内水泥生产企业产销规模形成一定支撑。区域内水泥价格具有较明显的季节性特征，同时受宏观经济影响，近年波动幅度较大，2022 年以来呈震荡下行走势。重组完成后，该公司市场区域覆盖范围有所缩减，但在现有区域内仍具有较高的市场份额。

重组完成后，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、浙北、安徽等省份。水泥需求用量与区域固定资产投资紧密相关，2022 年上述四省份固定资产投资增速分别为-1.00%、3.80%、9.10%和 9.00%（上年为 8.00%、5.80%、10.80%和 9.40%），除上海外均高于

全国平均水平（5.10%）；2023年1-4月，上述四省份固定资产投资增速分别为28.90%、5.50%、9.10%和6.40%。区域内投资动力较强，对水泥需求较为旺盛。

2022年上海、江苏、浙江、安徽水泥产量分别为360.83万吨、14,206.29万吨、12,934.17万吨和14,210.89万吨，占全国水泥总产量约20%。由于区域内水泥用量较大，相当部分水泥供应来自外省市。价格方面，长三角地区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。近年来该区域水泥价格呈较大波动，以PO42.5散装水泥均价为例，2020年上海、江苏、浙江、安徽四省份水泥均价在375元/吨到591元/吨区间内浮动，大体呈先抑后扬的趋势；进入2021年波动幅度加大，尤其是7月以后均价一度从439元/吨（取四省份均值，下同）涨至11月初的676元/吨，之后快速回落，年底均价为581元/吨；2022年以来四省份水泥均价呈震荡下行走势，3-4月份为当年价格高点，均价在536元/吨，至2023年5月均价为381元/吨（其中上海386元/吨、江苏356元/吨、浙江403元/吨、380元/吨）。

图表 6. 公司所在主要地区 PO42.5 级散装水泥均价走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从区域竞争角度看，浙北市场集中度较高，主要企业有该公司、海螺水泥、江苏鹤林水泥有限公司（简称“鹤林水泥”）和浙江新都水泥有限公司（简称“新都水泥”）；江苏省主要竞争企业包括公司、海螺水泥、江苏金峰水泥集团有限公司（简称“金峰水泥”）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，但和第一的海螺水泥差距较大，此外金峰水泥、鹤林水泥、新都水泥等亦有布局。总体上，公司在沪苏皖及浙北区域市占率较高，具有较强的规模优势和竞争实力。

2. 业务运营

按照该公司股东天山股份实施的内部业务整合及架构调整，公司进行了资产重组，截至2023年2月2日相关15家主体股权划出、4家主体股权划入的工商变更工作已完成。2023年起公司将不再从事商品混凝土的生产销售，公司水泥熟料产销区域集中于沪、苏、皖和浙北地区，经营范围和规模较前期将有重大变化。未来公司专注于长江中下游地区市场，依靠自身较为突出的成本优势和经营效率，区域竞争优势料将持续。

该公司主要从事水泥及商品混凝土的生产和销售。以往通过大规模联合重组，公司在长江中下游核心区域市场获得了较强的市场地位；自2013年下半年起公司放缓联合重组力度，资本性支出明显减少，发展重点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，近年持续推进产能置换，通过淘汰更新存量落后或不具竞争力的产能提升运营效率。2022年公司股东天山股份实施内部业务整合及架构调整，公司作为全资子公司纳入本次内部整合范围，根据公司2023年2月2日公告，本次整合涉及的15家主体股权划出、4家主体股权划入的工商变更已完成，未来公司将不再从事商品混凝土生产销售，其业务规模、市场范围亦较前期有较大调整。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入 (亿元)	692.35	725.91	584.24
其中：(1) 熟料 (亿元)	61.54	63.00	43.59
在营业收入中所占比重 (%)	8.89	8.68	7.46
(2) 水泥 (亿元)	345.57	392.35	337.49
在营业收入中所占比重 (%)	49.91	54.05	57.77
(3) 商品混凝土 (亿元)	259.41	246.02	159.67
在营业收入中所占比重 (%)	37.47	33.89	27.33
毛利率 (%)	31.85	27.75	15.88
其中：(1) 熟料 (%)	33.31	31.09	33.84
(2) 水泥 (%)	39.08	34.34	13.30
(3) 商品混凝土 (%)	22.01	15.38	13.41

资料来源：南方水泥

2020-2022 年，该公司营业收入分别为 692.35 亿元、725.91 亿元和 584.24 亿元，先升后降。同期公司熟料、水泥和商品混凝土销售收入合计占营业收入比重逾 90%，其中水泥收入占比在五六成，其次为商混；公司熟料优先满足自身的水泥生产，剩余部分外销，其占营业收入的比重不到 10%。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增长。2022 年熟料、水泥和商混销售均价同比均有下降，熟料及商混销量亦同比减少，当年公司营业收入同比下降 19.52%。

2020-2022 年，该公司综合毛利率分别为 31.85%、27.75%和 15.88%。2021 年主要因煤炭采购均价大幅上升，毛利率同比下降；2022 年主要受煤炭价格上涨及产品售价下跌双重影响，毛利率继续下行。

图表 8. 公司主要产品产能及产销情况

产品	项目	2020 年 (末)	2021 年 (末)	2022 年 (末)
熟料	产能 (万吨)	8,408.80	8,408.80	3,519.00
	产量 (万吨)	8,013.52	9,939.43	8,236.04
	产能利用率 (%)	96.25	99.73	97.94
	销量 (万吨)	1,825.26	1,839.05	1,360.03
	销售均价 (元/吨)	337.14	342.56	320.53
水泥	产能 (万吨)	13,860.00	13,860.00	5,286.00
	产量 (万吨)	10,801.51	11,439.08	9,736.69
	产能利用率 (%)	78.95	80.65	70.25
	销量 (万吨)	10,431.72	10,395.96	10,661.33
	销售均价 (元/吨)	331.27	377.41	316.56
	产销率 (%)	96.58	90.88	109.49
商品混凝土	产能 (万方)	14,295.00	14,250.00	—
	产销量 (万方)	5,465.59	5,066.26	3,742.79
	产能利用率 (%)	38.23	35.55	28.66
	销售均价 (元/方)	474.62	490.67	426.61

资料来源：南方水泥

注：1、商品混凝土产能根据在营产能填列，熟料、水泥和商混产能均为年末值；2、产能利用率按照年化产能计算。

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，当年末水泥产能降至 1.39 亿吨。2021 年公司熟料及水泥产能未发生变化。2022 年因资产重组，当年末公司熟料和水泥年产能分别为 0.35 亿吨和 0.53 亿吨，无商混产能。同期末公司共有水泥熟料生产线 28 条（上年末 92 条），其中在役生产线 26 条（上年末 73 条），单线日产规模均值约为 4,053 吨（上年为 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 234 兆瓦（上年为 568.50 兆瓦），其中在役生产线装机总量为 216 兆瓦（上年为 494.50

兆瓦)。重组完成后,公司生产线更具单线规模及成本优势。

2020-2022年,该公司熟料及水泥产量先升后降。公司所产熟料优先保证内部水泥生产所需,占产量的80%左右,剩余部分外销。“以销定产”模式下,公司水泥产销率保持在90%以上较高水平。2021年以来公司商品混凝土产销量有所回落且2022年降幅有所扩大,产能利用率较低。

2020-2022年该公司产能和销售分布如下表所示。2022年末公司在上海、江西⁴、湖南及广西地区水泥熟料产能基本划出,未来销售区域则主要覆盖上海、江苏、浙北及安徽区域。按照公司统计,2023年以来其在区域市场内市占率为26%。另外,重组完成后公司生产线和销售市场仍主要集中于长江中下游水域沿线,市场连通性较好,具有一定运输优势。

图表 9. 公司主要产品产能及销售区域分布情况(单位:%)

区域名称	年份	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	2020年	22.86	23.34	24.19	21.00
	2021年	22.86	23.34	23.59	48.13
	2022年	59.12	71.42	49.37	49.48
上海	2020年	29.31	26.23	31.89	29.80
	2021年	29.31	26.23	37.29	3.46
	2022年	-	2.00	1.32	1.79
江西	2020年	15.67	17.14	14.10	11.40
	2021年	15.67	17.14	13.84	7.03
	2022年	-	-	10.59	10.94
湖南	2020年	22.45	25.76	20.22	33.10
	2021年	22.45	25.76	16.27	12.22
	2022年	-	-	16.69	26.95
广西	2020年	7.37	5.38	7.17	-
	2021年	7.37	5.38	7.09	25.94
	2022年	-	-	6.38	-
广东	2021年	2.34	2.16	1.91	3.22
安徽	2022年	26.09	14.98	8.37	1.76
江苏	2022年	14.79	10.00	7.28	9.09

资料来源:南方水泥

注:产能占比按照年末值计算。

水泥销售方面,该公司采取分销+直销的销售渠道模式,其中分销占比55%、直销占比45%,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,存在垫资压力;资产重组完成后,自2023年起公司不再从事该项业务。

图表 10. 公司采购情况表

原燃料	项目	2020年	2021年	2022年
石灰石	采购量(万吨)	14,155.73	13,900.30	9,033.15
	采购金额(亿元)	33.65	35.67	24.07
	采购均价(元/吨)	23.77	25.66	26.64
煤炭	采购量(万吨)	1,760.88	1,366.37	1,350.97
	采购金额(亿元)	111.90	141.63	171.53
	采购均价(元/吨)	635.46	1,036.57	1,269.65

⁴ 早期该公司与江西万年青水泥股份有限公司共同出资设立了江西南方万年青水泥有限公司(简称“南方万年青”)和江西玉山万年青水泥有限公司(简称“玉山万年青”),截至2022年末公司分别持有上述公司50%和20%股权。截至同期末南方万年青、玉山万年青的水泥熟料年产能分别是1,769万吨和1,126万吨。2022年南方万年青实现营业收入80.35亿元,净利润为4.59亿元。上述合作项目未受资产重组事项影响。

原燃料	项目	2020年	2021年	2022年
电	采购量（亿千瓦时）	60.00	59.98	58.26
	采购金额（亿元）	34.54	33.38	35.46
	采购均价（元/千瓦时）	0.58	0.56	0.61

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，2022年公司石灰石自给率为93%。截至2022年末公司拥有的矿山石灰石保有储量约6.16亿吨，因重大资产重组而同比大幅减少。

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。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。2021年以来煤炭采购价格大幅上升，公司成本压力有所加大。电力方面，公司余热发电装置能够满足约38%的电力需求，电力采购量随水泥产量变动；2020-2021年电力采购均价保持相对稳定，2022年因下半年起浙江等省份对高耗能企业执行涨价政策而有所上升。

资产重组事项

为优化运行架构和资源配置，强化各业务板块权责，提升整体运营效率和质量，2022年该公司股东天山股份实施内部业务整合及架构调整，整合思路为将下属各级子公司按照区域划分，以股权转让/收购、划转、增减资、新设等方式整合至区域公司。根据现有14个区域公司⁵的关联口径实施内部业务和股权梳理整合，理顺区域公司股权架构，实现各区域公司的法人主体由天山股份直接持股。根据该公司2023年2月2日公告，本次整合涉及的15家主体股权划出、4家主体股权划入的工商变更已完成，未来公司将不再从事商品混凝土生产销售，熟料和水泥年产能分别缩减58%和62%至3,519万吨和5,286万吨。

⁵ 根据天山股份2022年10月28日相关公告，14家区域管理公司为：（1）中国联合水泥集团有限公司（简称“中联水泥”），天山股份持股100%；（2）河南中联同力材料有限公司，中联水泥持股60%；（3）南方水泥（该公司），天山股份持股100%；（4）浙江南方水泥有限公司，南方水泥持股100%；（5）江西南方水泥有限公司，南方水泥持股100%；（6）湖南南方水泥集团有限公司及中材水泥有限责任公司，南方水泥各持股100%，后者为海外业务平台公司；（7）西南水泥有限公司，天山股份持股95.72%；（8）云南西南水泥有限公司，西南水泥有限公司持股100%；（9）贵州西南水泥有限公司，西南水泥有限公司持股100%；（10）嘉华特种水泥有限公司，西南水泥持股89.51%；（11）新疆天山水泥有限责任公司，天山股份持股100%；（12）浙江三狮南方新材料有限公司，南方水泥持股90%，为商混业务平台公司；（13）南方新材料科技有限公司，南方水泥持股80%，为骨料、商混业务平台公司；（14）华东材料有限公司，天山股份持股100%，为骨料、商混业务平台公司。

图表 11. 公司本次资产重组基本情况（单位：%、万元）

序号	涉及主体	划出方（原股东）	原股东持股比例	划转方式	转让定价
1	湖南南方水泥集团有限公司（简称“湖南南方”）	南方水泥	100	有偿划出	503,884.81
2	江西南方水泥有限公司		100	无偿划出	—
3	浙江三狮南方新材料有限公司（简称“浙江三狮”）		90	无偿划出	—
4	南方新材料科技有限公司（简称“南方新材料”）		80	有偿划出	159,294.40
5	浙江南方水泥有限公司		100	无偿划出	—
6	广西南方水泥有限公司		100	无偿划出	—
7	苏州南方混凝土有限公司	上海南方水泥有限公司（简称“上海南方”）	100	有偿划出	19,844.28
8	苏州望亭南方混凝土有限公司		100	有偿划出	6,432.79
9	苏州相城南方混凝土有限公司		100	有偿划出	16,818.37
10	无锡南方混凝土有限公司		100	有偿划出	15,230.56
11	无锡洛社南方混凝土有限公司		100	有偿划出	3,448.02
12	中建材新材料有限公司（简称“中建材新材料”）	南方水泥	51	有偿划出	159,661.64
13	池州中建材新材料有限公司（简称“池州新材料”）		60	有偿划出	55,000.00
14	枞阳南方材料有限公司		41	有偿划出	36,229.97
15	马鞍山南方材料有限公司（合营公司，简称“马鞍山南方”）		50	有偿划出	53,912.22
16	溧阳天山水泥有限公司	新疆天山水泥股份有限公司	66.01	无偿划入	—
17	江苏天山水泥集团有限公司		66.01	无偿划入	—
18	宜兴天山水泥有限责任公司		100	无偿划入	—
19	中材安徽水泥有限公司	中材水泥有限责任公司	100	无偿划入	—
合计		—	—	—	1,029,757.06

资料来源：南方水泥公告，Wind

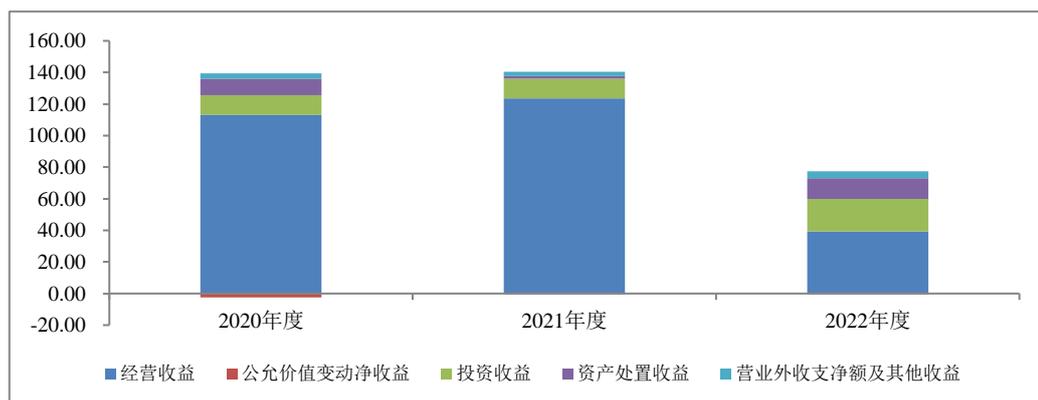
注：1、截至 2023 年 2 月 2 日该公司已完成上海南方吸收合并，后者予以注销；2、南方新材料参与本次业务整合的 80% 股权，整合前由公司及其下属全资子公司持有，股东认缴出资比例合计 80%，实缴出资比例合计 99.58%；3、截至 2023 年 2 月 2 日公司已完成池州新材料 55% 股权划转的工商变更登记，55,000 万元为该部分股权对应转让定价，剩余 5% 股权预计后续通过其他方式转出。

本次资产重组后，该公司资产规模、权益资本大幅缩减，产能收缩下水泥熟料年产量将明显减少，同时因不再从事商混生产业务，对公司营业收入将产生较大不利影响⁶。但也需看到，重组后公司展业区域主要集中于上海、江苏、浙北及安徽区域，展业区域经济实力较强、发展潜力较大，与国内其他区域相比，水泥用量需求相对较大，公司业务质量或将提升；同时重组后公司资产质量有所提升，更具单线规模及成本优势，经营效率较为突出，在区域市场内仍保有较强竞争优势。

⁶ 截至 2023 年 3 月末，该公司未经审计的资产总额为 525.82 亿元，净资产为 253.78 亿元；2023 年第一季度，公司实现营业收入 50.08 亿元，净利润为 89.91 万元。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2020-2022 年该公司分别实现营业毛利 220.53 亿元、201.41 亿元和 92.80 亿元，逐年下滑。同期公司期间费用分别为 68.94 亿元、59.09 亿元和 48.90 亿元，以管理费用和财务费用为主。具体看，公司销售费用主要得益于其对日常消耗类支出的控制而逐年减少；因加大对商混产品性能配方及节能降耗环保技术的研发，公司研发费用呈增长态势；财务费用则呈波动态势。2020-2022 年公司期间费用率分别为 9.96%、8.14%和 8.37%。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大额固定资产和商誉减值；2021 年以来公司产能置换节奏放缓，关停拆除生产线减少，减值计提力度有所下降。2020-2022 年公司固定资产减值损失分别为 18.59 亿元、5.22 亿元和 0.06 亿元，商誉减值损失分别为 14.16 亿元、1.58 亿元和 0。同期公司坏账损失分别为-2.44 亿元、3.08 亿元和 4.96 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 113.12 亿元、123.63 亿元和 39.41 亿元，2022 年虽然期间费用、资产及信用减值损失同比减少，但因毛利大幅下滑，公司经营收益大幅收缩。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入（亿元）	692.35	725.91	584.24
营业毛利（亿元）	220.53	201.41	92.80
期间费用率（%）	9.96	8.14	8.37
其中：财务费用率（%）	2.01	1.73	2.21
全年利息支出总额（亿元）	15.53	15.14	15.33
其中：资本化利息数额（亿元）	0.76	1.34	1.50

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

2020-2022 年，该公司分别确认投资收益 12.60 亿元、12.43 亿元和 20.40 亿元，其中权益法下确认对合营、联营水泥企业的投资收益分别为 13.57 亿元、12.45 亿元和 4.25 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；因处置长期股权投资产生的投资收益分别为-0.49 亿元、0.005 亿元和 16.70 亿元，其中 2020 年主要系出售芜湖南方水泥有限公司（简称“芜湖南方”）51%的股权，2022 年主要系出售湖南南方、中建材新材料、马鞍山南方等子公司股权所致。同期，公司营业外净收入及其他收益合计金额分别为 3.20 亿元、2.60 亿元和 4.10 亿元，金额不大。2020-2022 年公司资产处置收益分别为 10.33 亿元、1.80 亿元和 13.31 亿元，其中 2020 年主要系因水泥厂征迁获得大额政府土地补偿款所致，2022 年主要系处置运输设备、机器及办公设备、办公楼等固定资产所致。近三年公司净利润分别为 101.66 亿元、107.74 亿元和 66.75 亿元。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2020 年	2021 年	2022 年
投资收益（亿元）	12.60	12.43	20.40
其中：权益法核算的长期股权投资收益	13.57	12.45	4.25
处置长期股权投资产生的投资收益	-0.49	0.005	16.70
营业外净收入及其他收益（亿元）	3.20	2.60	4.10
资产处置收益（亿元）	10.33	1.80	13.31
公允价值变动损益（亿元）	-2.36	-0.17	-0.17

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

根据公开市场信息及该公司反馈，2018 年以来公司熟料产能出让项目共 13 个，其中 12 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。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为主。根据公司规模，2023-2024 年支出金额分别为 20.00 亿元和 27.80 亿元，同期公司计划净偿还债务 10.00 亿元和 5.00 亿元。

图表 15. 公司未来投融资规划

项 目	2023 年	2024 年
资本性支出计划（亿元）	20.00	27.80
其中：产能置换及优化升级项目（亿元）	8.36	12.39
技改工程（亿元）	4.05	1.95
骨料项目（亿元）	0.1	-
采矿权（亿元）	7.49	11.47
支付以前年度股权款（亿元）	-	1.99
融资安排（净额，亿元）	-10.00	-5.00

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

注：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 2022 年末余额为 2.50 亿元。

管理

2022 年该公司成为天山股份全资子公司，实际控制人为中建材集团。本次资产重组后，公司关联往来拆借款金额同比大幅增加。

2021 年 9 月，中国建材等 22 名股东向中国建材下属天山股份转让所持该公司 99.93% 股权，公司控股股东由中国建材变更为天山股份。2022 年 6 月，赛泽投资将其持有公司的 0.07% 股份转让给天山股份，截至当年末公司为天山股份全资子公司，公司实际控制人未发生变更，仍为中国建材集团有限公司（简称“中建材集团”）。公司产权状况详见附录一。

2021 年天山股份除收购该公司外，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，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。2022 年末，天山股份经审计的资产总额为 2,888.37 亿元，所有者权益为 973.02 亿元；当年实现营业收入 1,325.81 亿元，净利润为 50.74 亿元。重组完成后，公司为天山股份体系内重要的水泥熟料生产企业，主要负责沪、苏、皖和浙地区市场，在股东体系内具有较高的重要性，有望获得股东支持。

该公司参照股东业务整合和架构调整的相关要求设置职能部门，公司组织结构详见附录二。因资产重组，目前该公司董事会、监事及经理层已完成调整。

关联交易方面，2022年该公司关联采购商品、接受劳务发生额为61.72亿元，其中向中建材物资有限公司（简称“中建材物资”）采购金额32.96亿元；关联销售商品、提供劳务发生额为107.01亿元，其中向中建材物资销售金额29.35亿元。2020-2022年末，公司应收关联方款项分别为11.05亿元、1.10亿元和202.55亿元，其中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；2022年大幅增长主要系资产重组所形成，其中应收天山股份66.32亿元、湖南南方26.70亿元、华东材料有限公司（简称“华东材料”）37.13亿元、南方新材料14.64亿元。同期末，应付关联方款项分别为10.31亿元、27.14亿元和82.31亿元，其中2021年末同比增长主要系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；2022年同比大幅增长，主要包括应付天山股份58.12亿元往来款、中联水泥11.58亿元股利及往来款。另外，同期末中国建材为公司融资提供担保余额分别为50.76亿元、44.00亿元和1.90亿元。

图表 16. 公司关联交易情况（单位：亿元）

项目	2020年（末）	2021年（末）	2022年（末）
采购商品/接受劳务	19.81	148.94	61.72
销售商品/提供劳务	7.18	7.55	107.01
作为被担保方的关联担保余额	50.76	44.00	1.90
关联应收款项	11.05	1.10	202.55
其中：应收账款	0.16	0.66	16.19
预付账款	0.49	0.15	0.04
应收股利	0.17	0.22	8.74
其他应收款	10.23	0.07	177.58
关联应付款项	10.31	27.14	82.31
其中：应付账款	8.41	12.60	6.37
预收账款或合同负债	0.19	0.15	0.66
应付股利	0.28	-	6.76
其他应付款	1.43	14.39	68.52

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

根据该公司提供的本部2023年4月27日《企业信用报告》，公司本部不存在借款违约及欠息事项。经国家企业信用信息公示系统（查询日为2023年6月5日），公司本部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

按照股东整体规划，2022年该公司进行资产重组，总资产规模有所下降，财务杠杆则略有下滑。公司刚性债务以银行借款和应付债券为主，2021年以来综合融资成本持续下降。2022年末公司其他应收款同比大幅增加，以应收股东及关联方股权转让款、资金拆借款为主，相关款项的回收对提升公司资产流动性有显著影响。

1. 数据与调整

天职国际会计师事务所对该公司的2020-2021年财务报表进行了审计，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022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。

2020年该公司投资设立了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

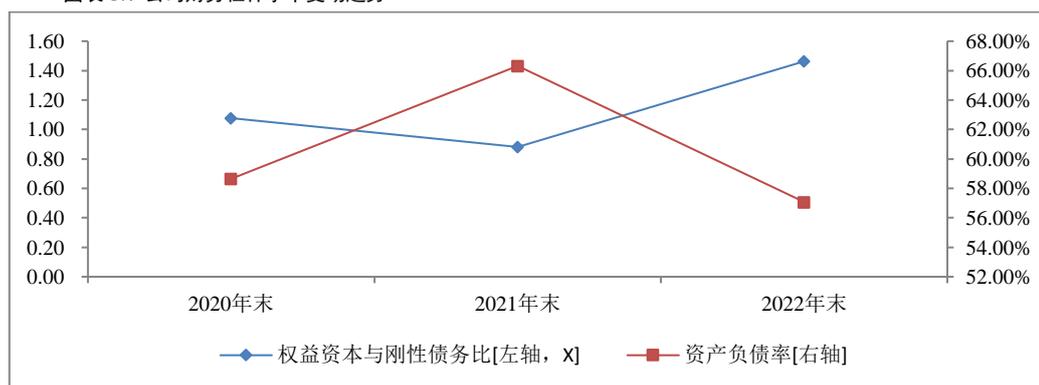
家子公司；当年共有 12 家子公司因注销不再纳入合并范围，此外公司出售了所持下属芜湖南方 51% 的股权，后者不再纳入公司合并范围。截至 2020 年末公司合并范围子公司共计 245 家，其中二级子公司 10 家。2021 年公司投资设立了 1 家子公司，收购了 2 家公司；当年公司注销 10 家子公司，出售了下属自贸南方 60% 的股权及建德巨峰爆破工程有限公司。截至 2021 年末公司合并范围子公司共计 236 家，其中二级子公司 10 家。2022 年公司因出售、吸收合并或破产清算而不再纳入合并范围的子公司共计 180 家，通过同一控制下内部划转方式新增子公司共计 12 家⁷，投资设立子公司 3 家。截至 2022 年末公司合并范围子公司合计 72 家，其中二级子公司 66 家。

因分析开展需要，本评级报告所列示的其他应付款不包含应付利息和应付股利。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 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

2020-2022 年末，该公司负债总额分别为 536.90 亿元、689.16 亿元和 338.61 亿元，2022 年末同比减少主要因资产重组。同期末，公司所有者权益分别为 378.44 亿元、350.02 亿元和 254.57 亿元，其中实收资本不变，为 110.14 亿元；资本公积分别为 15.13 亿元、12.50 亿元和 0.35 亿元，2022 年末同比大幅减少主要系同一控制下处置子公司所致；同期末公司盈余公积分别为 26.88 亿元、38.28 亿元和零，未分配利润分别为 185.55 亿元、150.24 亿元和 134.65 亿元。

2020-2022 年末，该公司资产负债率分别为 58.66%、66.32%和 57.08%，权益资本与刚性债务比分别为 1.08、0.88 和 1.46。

⁷ 包括中材安徽水泥有限公司及下属 3 家子公司、江苏天山水泥集团有限公司及下属 3 家子公司、溧阳天山水泥有限公司、宜兴天山水泥有限责任公司、滁州中联水泥有限公司和南京中联水泥有限公司，后两者交易对价分别为 3.12 亿元和 3.49 亿元，其他为无偿划转至该公司。2022 年上述划入主体实现收入合计 60.16 亿元，归母净利润合计 2.81 亿元，截至当年末上述主体归母所有者权益合计 40.40 亿元。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2020 年末	2021 年末	2022 年末
刚性债务 (亿元)	351.30	395.92	173.81
应付账款 (亿元)	78.03	97.17	37.76
合同负债 (亿元)	14.55	12.27	4.41
其他应付款 (亿元)	19.75	35.60	75.31
应付股利 (亿元)	0.46	69.52	6.76
刚性债务占比 (%)	65.43	57.45	51.33
应付账款占比 (%)	14.53	14.10	11.15
合同负债占比 (%)	1.55	1.37	2.70
其他应付款占比 (%)	3.68	5.17	22.24
应付股利 (%)	0.09	10.09	2.00

资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制

负债期限结构方面，该公司负债以流动负债为主，2020-2022 年末公司长短期债务比分别为 54.72%、54.94%和 70.75%。

债务构成方面，该公司负债主要包括刚性债务、应付账款和其他应付款，截至 2022 年末上述科目合计占负债总额比重的 85%。2022 年末公司应付账款为 37.76 亿元，其中期限在一年内（含）的部分为 35.72 亿元，主要系原燃料采购款；其他应付款 75.31 亿元，其中资金拆借款 58.69 亿元、应付长期资产款 13.89 亿元、应付代垫款项 1.09 亿元、应付保证金 0.95 亿元。此外，同期末公司合同负债 4.41 亿元，为未结算销售商品款；应付股利 6.76 亿元，同比下降 90.28%。

2022 年末该公司刚性债务为 173.81 亿元，其中中长期刚性债务占比 68%。从构成看，公司刚性债务以银行借款为主，2022 年末为 102.19 亿元，其中短期借款（含一年内到期的长期借款）33.25 亿元，长期借款 68.93 亿元，类型以信用借款和保证借款为主。同期末公司应付债券（含一年内到期的应付债券）50.98 亿元，类型为中期票据和公司债券。

图表 19. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末
短期刚性债务合计	189.32	180.29	54.88
其中：短期借款	85.86	58.97	13.01
应付票据	46.51	65.47	20.64
一年内到期的长期借款	8.12	20.24	20.24
其他短期刚性债务	48.83	35.61	0.98
中长期刚性债务合计	161.99	215.63	118.93
其中：长期借款	126.81	165.63	68.93
应付债券	34.63	50.00	50.00
其他中长期刚性债务	0.54	-	-
综合融资成本 (%，年化)	3.97	3.79	3.34

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

融资成本方面，根据该公司反馈，2020-2022 年公司综合融资成本分别为 3.97%、3.79%和 3.34%，持续下降。

3. 现金流量

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
营业周期（天）	82.27	95.61	85.19
营业收入现金率（%）	111.82	103.88	98.28
业务现金收支净额（亿元）	221.44	132.44	156.58
其他因素现金收支净额（亿元）	-40.86	2.82	-59.64
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	180.58	135.26	96.94
EBITDA（亿元）	184.82	185.58	127.15
EBITDA/刚性债务（倍）	0.50	0.49	0.45
EBITDA/全部利息支出（倍）	11.90	12.26	8.29

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。

2020-2022 年，该公司营业周期分别为 82.27 天、95.61 天和 85.19 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 年以来公司原燃料采购支出增加，2022 年销售规模缩减，净流入规模有所减少。同期，公司经营性现金流净额分别为 180.58 亿元、135.26 亿元和 96.94 亿元。

2020-2022 年，该公司 EBITDA 分别为 184.82 亿元、185.58 亿元和 127.15 亿元，先升后降；公司 EBITDA 变动主要受盈利规模带动，同期利润总额占比分别为 74.07%、75.60%和 60.60%。2022 年公司 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖能力有所回落。

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
回收投资与投资支付净流入额	9.50	-7.52	-3.59
其中：取得投资收益收到的现金	5.05	3.40	3.43
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额	-56.29	-114.28	-41.48
处置与取得子公司及其他营业单位形成的现金净额	-5.93	-7.34	-0.30
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.98	-0.97	-16.10
投资环节产生的现金流量净额	-48.75	-130.11	-61.47

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

2020-2022 年，该公司投资性现金流量净额分别为-48.75 亿元、-130.11 亿元和-61.47 亿元，呈净流出状态，主要系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，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；2022 年因资产重组，同比有所减少。公司回收投资与投资支付产生的现金流净额分别为 9.50 亿元、-7.52 亿元和-3.59 亿元，其中 2020 年主要因收到出售的福建南方股权款而呈净流入状态；2021 年净流出主要系收购少数股东股权及对合营企业马鞍山南方增加投资所致；2022 年净流出主要系投资支付的现金大于收到的被投资企业现金分红所致，当年投资支付的现金主要为支付池州新材料资本金及支付多家单位股权款。

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标（亿元）	2020 年	2021 年	2022 年
权益类净融资额	-24.82	-63.20	-88.18
债务类净融资额	-53.05	18.16	-74.26
其中：现金利息支出	-16.89	-12.41	14.28

主要数据及指标 (亿元)	2020 年	2021 年	2022 年
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-34.64	19.13	83.97
筹资环节产生的现金流量净额	-112.50	-25.91	-78.48

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

2020-2022 年，该公司权益类融资净额分别为-24.82 亿元、-63.20 亿元和-88.18 亿元，主要因现金分红而呈现大额净流出；同期，债务类融资净额分别为-53.05 亿元、18.16 亿元和-74.26 亿元，2022 年呈净偿付状态。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，2022 年该科目主要因与股东方往来款大幅增加而呈较大额净流入。2020-2022 年公司筹资性现金净流出金额分别为 112.50 亿元、25.91 亿元和 78.48 亿元。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	292.14	306.21	298.08
其中: 货币资金 (亿元)	31.92	29.47	50.25
应收账款 (亿元)	73.35	51.18	13.46
其他应收款 (亿元)	135.35	169.28	53.85
存货 (亿元)	15.83	7.41	189.29
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	25.39	29.27	12.46
其中: 长期股权投资 (亿元)	623.20	732.98	295.10
固定资产 (亿元)	68.08	70.53	49.75
在建工程 (亿元)	54.43	67.87	64.04
无形资产 (亿元)	270.94	309.31	126.13
商誉 (亿元)	82.68	89.44	10.61
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	114.85	160.96	43.43
受限资产账面余额/总资产 (%)	71.33	72.23	24.14
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	9.18	14.59	11.48
受限资产账面余额/总资产 (%)	1.00	1.40	1.93

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

2020-2022 年末，该公司资产总额分别为 915.34 亿元、1,039.18 亿元和 593.19 亿元，2022 年资产重组后因其他应收款的大幅增加，流动资产占总资产的比重有所上升。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，2022 年末上述科目占流动资产的比重约 90%。具体看，货币资金为 13.46 亿元，其中 6.40 亿元因作为银行承兑汇票保证金及矿山环境恢复治理保证金而受到限制；应收账款为 53.85 亿元，前期主要产生于商品混凝土业务，2022 年多家公司划出后形成一定金额应收账款，按照欠款方期末余额排序，前五大应收对象金额合计 12.19 亿元；其他应收款为 189.29 亿元，其中应收天山股份股权转让款 58.35 亿元，应收华东材料股权转让款 30.48 亿元，应收湖南南方、南方新材料和天山股份资金拆借款 26.70 亿元、14.64 亿元和 7.96 亿元，公司称短期内回款可能性较小；存货为 12.46 亿元，主要为煤炭等原燃料的备货和产成品等，较上年末下降 57.44%。

该公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉，2022 年末上述科目占非流动资产的比重约 87%。具体看，公司长期股权投资为对南方万年青、甘肃上峰水泥股份有限公司等联合营企业的投资，2022 年末为 64.04 亿元；固定资产为 126.13 亿元，为房屋及建筑物和机器设备；无形资产为 43.43 亿元，主要系土地使用权和矿山采矿权；公司以往兼并重组过程中产生了大额商誉，2022 年公司商誉大幅降至 24.14 亿元，主要系同一控制下处置子公司和相关资产组，同时与资产组相关的商誉一并处置所致。

2023年3月末该公司受限资产账面价值总计11.48亿元，占总资产的比重为1.93%，除受限的货币资金外，还有应收票据5.08亿元（全部用于票据池业务质押）。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末
流动比率（%）	84.19	68.84	150.31
现金比率（%）	31.01	20.88	12.65
短期刚性债务现金覆盖率（%）	56.84	51.17	45.54

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

注：短期刚性债务现金覆盖率=（期末货币资金+期末交易性金融资产）/期末短期刚性债务*100%。

2022 年末该公司流动比率同比大幅上升，主要系其他应收款同比大幅增加所致。从现金比率和短期刚性债务现金覆盖率看，2022 年末公司流动性指标同比有所弱化。

6. 表外事项

截至 2022 年末，该公司无对合并范围外企业提供担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担投融资及管理职能，同时也承担原燃料集中采购及销售职能。2022 年末公司本部总资产为 545.20 亿元，其中货币资金 8.95 亿元，应收账款 31.65 亿元，应收款项融资 3.64 亿元，其他应收款 274.40 亿元，存货 3.40 亿元，长期股权投资 214.91 亿元，使用权资产 5.34 亿元。同期末公司本部负债总额为 262.46 亿元，其中刚性债务余额为 158.80 亿元，所有者权益为 282.75 亿元。2022 年公司本部实现收入 105.61 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 44.29 亿元，实现净利润 49.58 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、拆借资金的回收等。公司执行股东天山股份资金集中管理要求，实行资金集约化管理，设置资金账户核算成员单位上收和下拨资金以及余额，公司对下属子公司管控力度较强，资金调拨风险可控；与此同时，股东天山水泥亦对公司实行资金限额管理，超额部分一般需要向上归集。

外部支持

该公司与商业银行等金融机构保持良好的合作关系。截至 2022 年末公司及其所属子公司获得银行授信总额为 303.78 亿元，尚未使用额度为 189.40 亿元。

图表 25. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用额度
全部（万元）	303.78	189.40
其中：国家政策性金融机构（万元）	45.00	45.00
工农中建交五大商业银行（万元）	103.92	44.97
其中：大型国有金融机构占比（%）	49.02	78.65

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理（截至 2022 年末）

跟踪评级结论

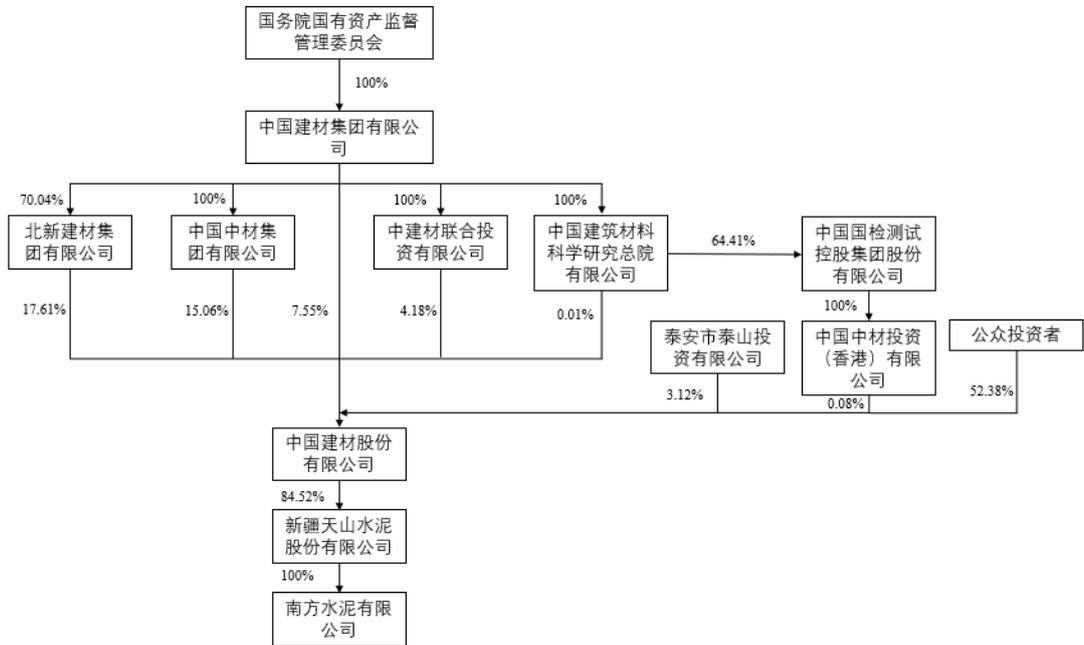
2022 年该公司成为天山股份全资子公司，实际控制人为中建材集团。按照天山股份实施的内部业务整合及架构调整，公司进行了资产重组。因重组原因 2022 年末公司关联往来拆借款金额同比大幅增加。截至 2023 年 2 月 2 日相关 15 家主体划出股权、4 家主体划入股权的工商变更工作已完成。2023 年起公司将不再从事商品混凝土的生产销售，公司水泥熟料产销区域集中于沪、苏、皖和浙北地区，经营范围和规模较前期将有重大变化。未来公司将专注于长江中下游地区市场，依靠自身较为突出的成本优势和经营效率，区域竞争优势料将持续。

2022 年因资产重组该公司总资产规模有所下降，财务杠杆则略有下滑。公司刚性债务以银行借款和应付债券为主，2021 年以来综合融资成本持续下降。2022 年末公司其他应收款同比大幅增加，以应收股东及关联方股权转让款、资金拆借款为主，相关款项的回收对提升公司资产流动性有显著影响。

同时，我们还将继续关注：（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）应收关联方款项回款情况等。

附录一：

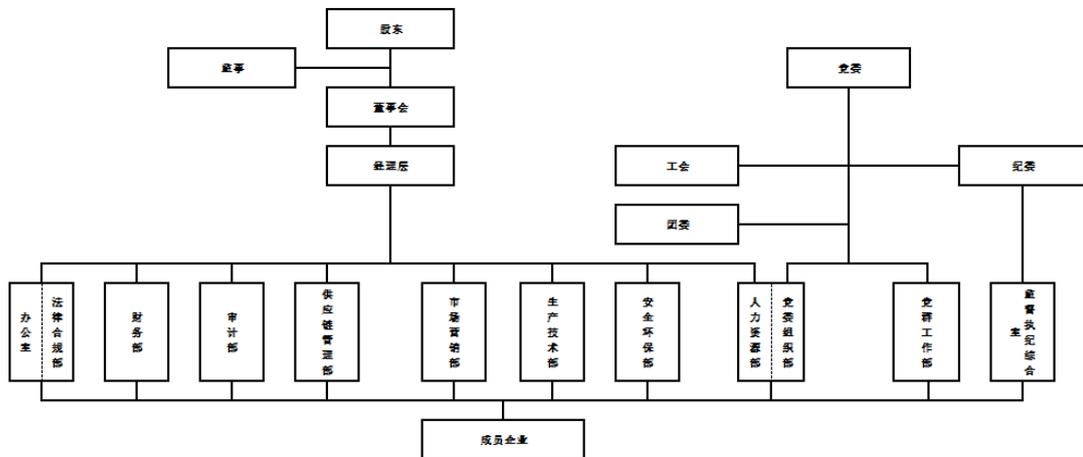
公司与实际控制人关系图



注：根据南方水泥提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	资产总额	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	7029.62	2346.73	3801.58	221.10	376.24	
新疆天山水泥股份有限公司	天山股份	控股股东	-	建材类	2888.37	973.02	1325.81	50.74	152.52	
南方水泥有限公司	南方水泥	本级	-	-	545.20	282.75	105.61	49.58	5.03	本部口径
合肥南方水泥有限公司	合肥南方	子公司	100	水泥制造及销售	17.03	2.21	8.64	0.81	1.61	
含山南方水泥有限公司	含山南方	子公司	100	水泥制造及销售	7.99	3.00	8.11	0.98	0.03	
德清南方水泥有限公司	德清南方	子公司	100	水泥制造及销售	7.75	4.58	21.22	0.14	2.17	
海盐秦山南方水泥有限公司	秦山南方	子公司	100	水泥制造及销售	12.72	5.23	23.68	0.46	1.52	
湖州槐坎南方水泥有限公司	槐坎南方	子公司	100	水泥制造及销售	15.71	12.23	21.85	4.97	3.47	
长兴南方水泥有限公司	长兴南方	子公司	100	水泥制造及销售	7.69	6.79	10.18	0.41	4.10	
湖州南方物流有限公司	南方物流	子公司	100	货物装卸、仓储经营	10.11	3.24	3.38	1.90	3.04	
浙江钱塘港口物流有限公司	钱塘港口	子公司	70	货物装卸、仓储经营	2.32	0.64	0.38	0.07	0.32	
中材安徽水泥有限公司	中材安徽	子公司	100	水泥制造及销售	21.76	10.97	14.17	1.59	2.67	
南方水泥资产经营有限公司	南方资产	子公司	100	资产经营管理，投资管理企业管理，实业投资	30.66	-2.38	0.00	1.08	-0.04	

注：根据南方水泥 2022 年度审计报告附注及所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]	2020年	2021年	2022年
资产总额 [亿元]	915.34	1,039.18	593.19
货币资金 [亿元]	73.35	51.18	13.46
刚性债务[亿元]	351.30	395.92	173.81
所有者权益 [亿元]	378.44	350.02	254.57
营业收入[亿元]	692.35	725.91	584.24
净利润 [亿元]	101.66	107.74	66.75
EBITDA[亿元]	184.82	185.58	127.15
经营性现金净流入量[亿元]	180.58	135.26	96.94
投资性现金净流入量[亿元]	-48.75	-130.11	-61.47
资产负债率[%]	58.66	66.32	57.08
权益资本与刚性债务比率[%]	107.72	88.41	146.46
流动比率[%]	84.19	68.84	150.31
现金比率[%]	31.01	20.88	12.65
利息保障倍数[倍]	9.77	10.18	5.93
担保比率[%]	0.17	—	—
营业周期[天]	82.27	95.61	85.19
毛利率[%]	31.85	27.75	15.88
营业利润率[%]	19.99	19.53	13.33
总资产报酬率[%]	17.10	15.77	11.14
净资产收益率[%]	30.18	29.58	22.08
净资产收益率*[%]	29.69	30.37	22.69
营业收入现金率[%]	111.82	103.88	98.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	50.14	34.17	30.15
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	23.98	0.84	6.90
EBITDA/利息支出[倍]	11.90	12.26	8.29
EBITDA/刚性债务[倍]	0.50	0.50	0.45

注：表中数据根据南方水泥经审计的 2020-2022 年度财务数据整理、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(%)=期末未清偿担保余额/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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人历史评级

评级类型	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	2022年6月28日	AAA/稳定	杨亿、吴凡	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	2023年6月26日	AAA/稳定	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-
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
	前次评级	2022年6月28日	AAA	杨亿、吴凡	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	2023年6月26日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-
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
	前次评级	2022年6月28日	AAA	杨亿、吴凡	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	2023年6月26日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-
21 南方 03	历史首次评级	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）	报告链接
	前次评级	2022年6月28日	AAA	杨亿、吴凡	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版）	报告链接

评级类型	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
21 南方 05	本次评级	2023 年 6 月 26 日	AAA	周文哲、吴晓丽	工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8） 新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-
	历史首次评级	2021 年 7 月 20 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
	前次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	杨亿、吴凡	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	2023 年 6 月 26 日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-
21 南方 06	历史首次评级	2021 年 7 月 20 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
	前次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	杨亿、吴凡	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	2023 年 6 月 26 日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。