

南方水泥有限公司  
2015 年度第一期中期票据  
信用评级报告

债项信用等级： AAA 级

评级时间： 2015 年 8 月 6 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2015)010611】

评级对象: 南方水泥有限公司 2015 年度第一期中期票据 (简称“本期中票”)

信用等级: **A+** (未安排增级)

评级时间: 2015 年 8 月 6 日

发行规模: 20 亿元

发行目的: 偿还银行借款

存续期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次

增级安排: 无

## 主要财务数据及指标

项 目	202 年	2013 年	2014 年	2015 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	1.27	1.08	2.08	6.12
刚性债务	162.76	181.06	226.07	241.97
所有者权益	121.50	122.14	132.13	129.65
经营性现金净流入量	5.37	-7.96	9.67	-1.02
总资产	826.31	901.92	937.97	950.32
总负债	652.25	709.18	725.64	734.64
刚性债务	472.14	516.37	518.49	535.25
所有者权益	174.06	192.74	212.33	215.68
营业收入	306.76	450.34	446.62	75.25
净利润	23.73	24.92	25.49	2.48
经营性现金净流入量	26.53	51.51	60.20	5.86
EBITDA	70.09	88.13	99.05	-
资产负债率[%]	78.93	78.63	77.36	77.30
权益资本与刚性债务 比率[%]	36.87	37.33	40.95	40.30
流动比率[%]	56.31	51.22	52.93	54.42
现金比率[%]	14.44	7.78	4.38	6.70
利息保障倍数[倍]	1.96	1.94	1.95	-
净资产收益率[%]	13.72	13.59	12.59	-
经营性现金净流入量与负债 总额比率[%]	4.82	7.57	8.39	-
非筹资性现金净流入量与负 债总额比率[%]	-12.27	-1.32	4.96	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.57	2.59	2.62	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.18	0.19	-

注: 根据南方水泥经审计的 2012~2014 年及未经审计的 2015 年第一季度财务数据整理、计算。

## 分析师

覃斌  
Tel: (021) 63501349-870  
E-mail: qb@shxsj.com

张潇  
Tel: (021) 63501349-843  
E-mail: zhangxiao@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)63501349 63504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
http://www.shxsj.com

## 评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司 (简称“新世纪评级”或“本评级机构”) 对南方水泥有限公司 (简称“南方水泥”、“该公司”或“公司”) 发行的 20 亿元 2015 年度第一期中期票据进行了评级, 反映了南方水泥在股东背景、经营规模及区域市场竞争力等方面所具有的优势, 同时也反映了公司在行业波动、短期资金周转以及账款回收等方面所面临的压力与风险。

### 主要优势:

- **股东背景强。** 南方水泥是大型上市央企中国建材旗下最大的经营实体, 可在资金和管理整合等方面获得股东持续支持。
- **经营规模领先。** 在不考虑中国建材合并产能情况下, 南方水泥熟料和水泥产能位列国内第二, 混凝土产能规模居国内第一。
- **核心利润区市场份额较高。** 南方水泥在浙沪赣湘等核心利润区市场份额高, 具备一定话语权。

### 主要风险:

- **行业周期性波动风险。** 水泥需求具有周期性特点, 在行业产能过剩背景下, 水泥价格受供求关系影响波动较大。
- **短期资金周转风险。** 虽然南方水泥 2013 年以来资本性支出明显减少, 但财务杠杆仍偏高, 即期债务负担重, 各项偿债指标偏弱, 存在短期资金周转压力。
- **商混垫资压力大。** 商混市场竞争激烈, 垫资压力大。南方水泥目前正在加强对商混企业的管理整合, 能否缩短账期仍有待观察。同时, 垫资产生的大额应收账款存在一点的回收风险。

## ➤ 未来展望

通过对南方水泥及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析,新世纪评级给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期中票还本付息安全性很高,并给予本期中票 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

本评级机构对南方水泥有限公司 2015 年度第一期中期票据的信用评级作如下声明：

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、评估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。

本评级机构与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至南方水泥有限公司 2015 年度第一期中期票据本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

# 南方水泥有限公司 2015 年度第一期中期票据

## 信用评级报告

### 一、募集资金用途

#### (一) 债项概况

##### 1、本期债券发行条款

该公司申请发行总额度不超过 30 亿元的中期票据议案已获得公司董事会和临时股东会决议通过，采取分次发行模式。本期中期票据拟发行 20 亿元，所募资金全部用于偿还公司本部银行借款。

图表 1. 拟发行的本期中票概况

中期票据名称:	南方水泥有限公司 2015 年度第一期中期票据
注册额度:	30 亿元人民币
本期发行规模:	20 亿元人民币
中期票据期限:	3 年
定价方式:	按面值发行
增级安排:	无

资料来源：南方水泥

##### 2、公司发债历史

2011 年至 2015 年 7 月末，该公司连续发行了 11 期短券，发行规模合计为 159 亿元，其中 9 期短券已正常到期兑付，目前存续期短券余额为 30 亿元。同期间，公司还发行了 4 期非公开定向债务融资工具，发行规模合计为 40 亿元，其中 2 期已正常兑付，目前存续的非公开定向债务融资工具余额为 13 亿元，付息正常。另外，2014 年起，公司发行了 8 期超短期融资券，发行规模合计 120 亿元，其中 2 期已到期兑付，目前存续的超短期融资券余额为 97.5 亿元。

图表 2. 南方水泥已发行债券情况 单位：亿元

证券名称	发行日期	发行规模	票面利率	备注
11 南方水泥 CP001	2011-12-7	15	5.68%	到期兑付
12 南方水泥 CP001	2012-3-15	15	4.77%	到期兑付
12 南方水泥 PPN001	2012-7-30	20	5.30%	到期兑付
12 南方水泥 CP002	2012-11-12	15	4.81%	到期兑付

13 南方水泥 CP001	2013-1-17	15	4.66%	到期兑付
13 南方水泥 CP002	2013-5-2	15	4.30%	到期兑付
13 南方水泥 CP003	2013-10-15	15	5.60%	到期兑付
13 南方水泥 PPN001	2013-11-6	1	6.15%	3 年期
14 南方水泥 CP001	2014-2-14	15	5.80%	到期兑付
14 南方水泥 CP002	2014-4-16	15	5.48%	到期兑付
14 南方水泥 PPN001	2014-5-13	7	5.50%	到期兑付
14 南方水泥 CP003	2014-7-7	9	4.85%	到期兑付
14 南方水泥 PPN002	2014-9-9	12	5.80%	2 年
14 南方水泥 CP004	2014-9-25	15	5.10%	365 天
14 南方水泥 SCP001	2014-10-9	15	4.94%	到期兑付
14 南方水泥 SCP002	2014-11-5	15	4.20%	270 天
15 南方水泥 SCP001	2015-1-9	7.5	5.20%	到期兑付
15 南方水泥 SCP002	2015-2-3	15	5.20%	270 天
15 南方水泥 SCP003	2015-3-17	7.5	5.20%	180 天
15 南方水泥 SCP004	2015-4-8	20	5.20%	240 天
15 南方水泥 SCP005	2015-6-16	20	4.1%	270 天
15 南方水泥 CP001	2015-7-17	15	3.59%	366 天
15 南方水泥 SCP006	2015-7-27	20	3.48%	270 天

资料来源：中国货币网

## （二）募集资金用途

由于前期大规模联合重组支出以及商品混凝土资金占用量高等原因，该公司银行借款规模大。公司拟将本期中票募集资金全部用于偿还本部银行借款。截至 2015 年 3 月末，公司本部借款余额为 129.64 亿元。

## 二、公司信用质量

该公司成立于 2007 年 9 月，初始注册资本为 35 亿元，由中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）、江西万年青水泥股份有限公司、浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“尖峰集团”）、浙江邦达投资有限公司等共同出资组建，其中中国建材出资 28 亿元。2010 年 12 月，公司新增注册资本 65 亿元，其中中国建材以债权转增资本 52 亿元、其他股东以货币资金出资 13 亿元，注册资本达到 100 亿元，其中控股股东中国建材持股 80%。之后，公司注册资本和股权结构未有变化。

该公司主营水泥、熟料及商品混凝土的生产和销售，产能主要分布于江苏、浙江、湖南、安徽、江西及广西等省。截至 2014 年末，公司水泥产能近 1.48 亿吨，在产熟料生产线共 93 条，熟料在产年产能约 1.02 亿吨，混凝土年产能约 1.97 亿立方米，为中国建材旗下最大的水泥经营

实体，在不考虑中国建材合并产能的情况下，公司水泥及熟料业务产能仅次于海螺水泥位居国内第二，混凝土业务产能规模位居国内第一。

截至 2014 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 937.97 亿元，所有者权益为 212.33 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 201.52 亿元）；全年实现营业收入 446.62 亿元，净利润 25.49 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 23.24 亿元）。截至 2015 年 3 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 950.32 亿元，所有者权益为 215.68 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 204.80 亿元）；第一季度实现营业收入 75.25 亿元，净利润 2.48 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.41 元）。

目前我国水泥产能过剩问题较突出，严控产能和提高集中度成为行业政策的主要着力点。在行业需求总体趋弱的背景下，区域市场份额靠前的水泥企业主要通过控制产量来稳定销售价格，来维持相对稳定的盈利水平。近年煤炭价格持续下跌缓解了水泥企业的盈利压力，同时环保要求的提高对改善行业竞争环境起到了积极的作用。

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

该公司以联合重组方式实现了水泥和商混业务的快速扩张，规模优势明显。公司现有水泥产区主要分布于浙苏皖赣湘，在核心区域的市场份额较高，但产品价格具有较强共周期性。公司商混业务已成为近两年重要的收入和利润来源，但行业垫资金量大，对公司营运资金造成一定压力。未来，公司战略将从联合重组转向管理提升和技术改造，预计投资规模将大幅回落，整合效应将逐步显现。

该公司规模优势明显，具有很强的抗风险能力。近年来，水泥价格变化使得公司收入和利润持续波动，但公司收入和利润规模在行业内居前。公司总体债务规模较大，流动性指标和偿债指标仍偏弱，但公司经营环节现金流强劲，预计随着资本性支出大幅缩减，其资金周转压力能得到一定缓解。

经本评级机构信用评级委员会评审，评定南方水泥有限公司主体信用等级为 **AAA 级**，评级展望为稳定。【详见《南方水泥有限公司主体信用评级报告》】

### 三、风险揭示

#### (一) 行业周期性波动风险

水泥需求具有周期性特征，水泥价格受供需关系影响剧烈波动。就该公司所在的华东地区而言，2012年至2013年前三季度大幅回落，第四季度起市场价格逐渐回升至2013年底的近几年高点，2014年上半年环比下行，8月份至低点后有所回升，2015年初又转而下行，短期内可能仍将处于低位运行。

#### (二) 高财务杠杆运营风险

持续快速扩张过程中，该公司积累了大量债务，近三年末财务杠杆一直处于78-79%高位，且利息支出也由2012年的24亿元增至2014年的35亿元。随着公司战略由联合重组转向管理整合和技术改造，投资规模将收缩，但短期内预计负债率仍将处于偏高水平。

#### (三) 短期债务负担重

该公司偏重短期融资，短期刚性债务由2012年末的340.99亿元递增至2015年3月末的404.93亿元，但资产偏重长期，使得公司流动比率一直低于60%，2014年末和2015年3月末现金比率分别为4.38%和6.70%，短期资金周转压力较大。

#### (四) 应收账款回款风险

商混市场进入壁垒低，市场竞争激烈，垫资现象普遍。2013年以来，该公司加强了应收账款管理，但目前尚处于整合初期，应收账款总体规模仍偏大，回收周期能否改善仍有待观察。

### 四、结论

该公司财务杠杆偏高，短期债务规模大，收入和利润随水泥价格变化而处于波动状态。但公司在核心区域市场具有突出的规模优势，较大规模的销售资金流入、良好的股东支持以及较为畅通的融资渠道增强了公司偿债能力和资金周转能力。



## 跟踪评级安排

根据中国人民银行监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至约定的本息偿付日）内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映发行人本期中期票据的信用状况。

### （一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对本期中期票据的持续跟踪评级的期限为中期票据发行日至中期票据到期日。

定期跟踪评级将在本期中期票据成功发行后每年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。另外，本评级机构也将对发行人发债后累计出现的违约率进行描述和分析。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构持续跟踪评级人员将密切关注与发行人有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向发行人发出“重大事项跟踪评级告知书”后 10 个工作日内提出。

### （二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向发行人发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向发行人发送“重大事项跟踪评级告知书”。

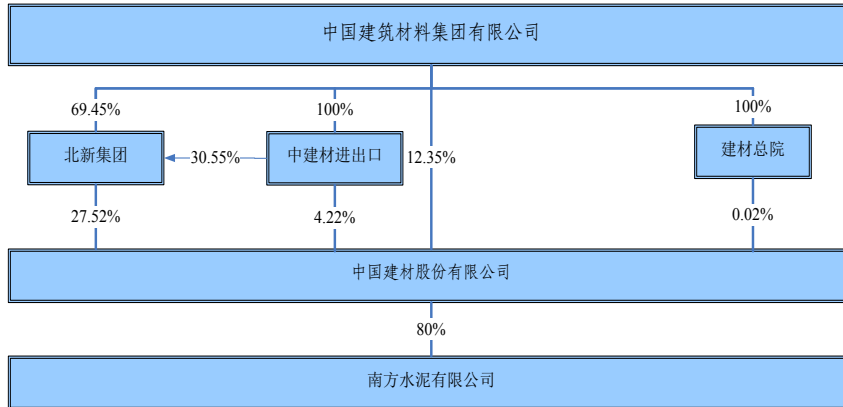
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、本期中期票据投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告签署之日后十个工作日内，发行人和本评级机构应在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

附录一：

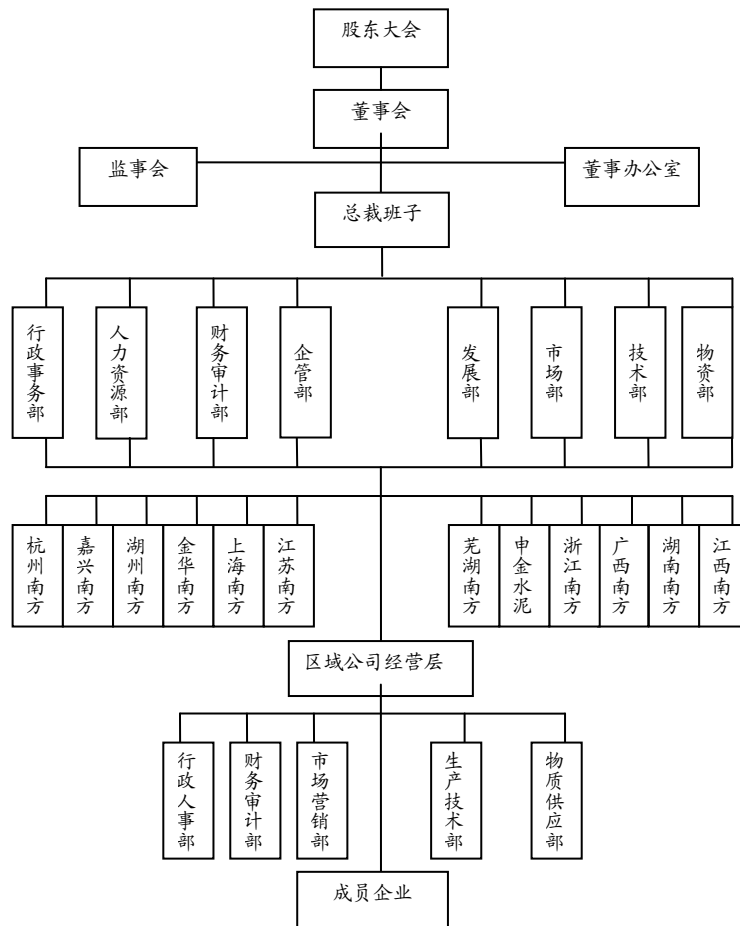
## 公司与实际控制人关系图



注：根据南方水泥提供的资料绘制（截至 2015 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 2015 年 3 月末）

附录三:

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年	2015年 第一季度
资产总额 [亿元]	826.31	901.92	937.97	950.32
货币资金 [亿元]	38.87	31.76	25.66	39.81
刚性债务[亿元]	472.14	516.37	518.49	535.25
所有者权益 [亿元]	174.06	192.74	212.33	215.68
营业收入[亿元]	306.76	450.34	446.62	75.25
净利润 [亿元]	23.73	24.92	25.49	2.48
EBITDA[亿元]	70.09	88.13	99.05	—
经营性现金净流入量[亿元]	26.53	51.51	60.20	5.86
投资性现金净流入量[亿元]	-94.11	-60.50	-24.62	-3.63
资产负债率[%]	78.93	78.63	77.36	77.30
长期资本固定化比率[%]	170.97	171.16	178.45	176.16
权益资本与刚性债务比率[%]	36.87	37.33	40.95	40.30
流动比率[%]	56.31	51.22	52.93	54.42
速动比率 [%]	45.25	38.43	40.75	42.56
现金比率[%]	14.44	7.78	4.38	6.70
利息保障倍数[倍]	1.96	1.94	1.95	—
有形净值债务率[%]	2,677.03	-13,487.42	6188.79	5657.84
营运资金与非流动负债比率[%]	-158.70	-149.93	-197.92	-193.40
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	6.69	5.37	4.38	—
存货周转速度[次]	6.94	9.33	8.83	—
固定资产周转速度[次]	1.08	1.33	1.27	—
总资产周转速度[次]	0.42	0.52	0.49	—
毛利率[%]	23.70	25.29	27.03	21.35
营业利润率[%]	4.72	6.14	6.87	3.37
总资产报酬率[%]	7.38	7.64	8.04	—
净资产收益率[%]	13.72	13.59	12.59	—
净资产收益率*[%]	13.65	13.19	12.08	—
营业收入现金率[%]	81.01	97.38	95.97	105.69
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.11	9.84	10.74	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.82	7.57	8.39	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.56	-1.72	6.35	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.27	-1.32	4.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.57	2.59	2.62	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.18	0.19	—

注: 表中数据依据南方水泥经审计的 2012-2014 年及未经审计的 2015 年第一季度财务报表整理、计算。

附录四：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初资产总计+期末资产总计)/2]]
毛利率(%)	1-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%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初负债总额+期末负债总额)/2]]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(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+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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱,受不利经济环境影响很大,有较高违约风险。
	B 级	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	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	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	不能偿还债务。

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