

南方水泥有限公司 2019 年度第一期中期票据

信用评级报告

概述

编号:【新世纪债评(2019)010220】

评级对象: 南方水泥有限公司 2019 年度第一期中期票据

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2019 年 3 月 5 日

注册额度: 30 亿元

本期发行: 10 亿元

发行目的: 偿还到期债券

存续期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.30	1.72	3.51	8.32
刚性债务	228.48	224.16	235.80	264.83
所有者权益	140.77	159.95	166.25	190.68
经营性现金净流入量	0.98	-0.51	1.82	1.47
合并口径数据及指标:				
总资产	916.75	906.49	899.11	957.10
总负债	707.30	699.72	681.17	717.43
刚性债务	536.35	535.00	514.83	491.31
所有者权益	209.45	206.76	217.94	239.67
营业收入	351.38	331.59	431.67	426.98
净利润	4.14	3.45	18.32	32.39
经营性现金净流入量	40.85	72.65	81.56	100.58
EBITDA	63.81	63.07	83.13	-
资产负债率[%]	77.15	77.19	75.76	74.96
权益资本与刚性债务 比率[%]	39.05	38.65	42.33	48.78
流动比率[%]	51.41	53.43	55.42	61.94
现金比率[%]	4.16	5.20	8.42	21.36
利息保障倍数[倍]	1.14	1.40	2.25	-
净资产收益率[%]	1.96	1.66	8.63	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	7.10	13.24	15.64	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	2.64	7.10	8.79	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.04	2.36	3.17	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.16	-

注: 根据南方水泥经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com

杨亿 yangyi@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

评级观点

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, 具有一定的市场地位。
- **行业回暖带动盈利能力提升。**得益于行业环保政策加码、煤炭价格上涨及行业集中度提高等因素共同作用, 2017 年以来水泥价格持续走高, 2018 年前三季度维持高位运行。得益于行业景气度回暖, 2017 年以来南方水泥盈利能力明显提升。

主要风险:

- **行业产能过剩。**近年来固定资产投资增速持续放缓, 水泥需求乏力, 落后产能淘汰进展缓慢, 水泥行业产能过剩未明显改善, 供需平衡的调节主要依赖行业协同限产及环保错峰生产等政策。2018-2020 年我国水泥行业去产能具体目标虽已确定, 但落实效果尚待验证。
- **短期资金周转风险。**南方水泥财务杠杆偏高, 即期债务负担重, 各项流动性指标偏弱, 短期资金周转压力较大。
- **应收账款回款风险。**商混市场竞争激烈, 垫资压力大, 存在一定应收账款回款风险。南方水泥目前正在加强对商混企业的管理整合, 能否缩短应收账款回款周期仍有待观察。

- **商誉减值风险。**南方水泥以往年份快速并购带来了大额商誉，若行业景气度下行，将存在较大减值风险，或将对资产流动性形成一定影响。
- **产品及原燃料价格波动风险。**产品及原燃料价格对水泥行业盈利能力影响大，需关注价格波动及成本转移风险。

➤ 未来展望

通过对南方水泥及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性极强，并给予了本期中期票据 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

评级报告专用章

南方水泥有限公司 2019 年度第一期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

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（简称“中国建材”）、江西万年青水泥股份有限公司（简称“江西万年青”）、浙江尖峰集团股份有限公司（简称“尖峰集团”）、浙江邦达投资有限公司（简称“邦达投资”）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，截至当年末公司注册资本及实收资本达到 100 亿元，其中控股股东中国建材持股 80%。2016 年 9 月，中国建材兼并了众阳集团有限公司，众阳集团有限公司持有的公司 1.00% 股权转至中国建材；当年 12 月，中国东方资产管理公司将持有公司的 1.30% 股权划转至中国建材。2018 年 8 月及 9 月，杭州白涟投资合伙企业（有限合伙）和上海赛泽股权投资中心（有限合伙）（简称“赛泽投资”）分别将持有的公司 0.80% 和 4.45% 股权转让给中国建材。截至 2018 年 9 月末，公司注册资本及实收资本仍为 100 亿元，中国建材持有公司 87.55% 的股权。

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、区。截至 2018 年 9 月末，公司水泥年产能 1.40 亿吨，熟料年产能 0.95 亿吨，在产熟料生产线共 84 条，混凝土年产能 2.00 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。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟发行本次中期票据已经公司董事会审议通过，并经股东会议决议通过。本次中期票据注册额度为 30 亿元，拟分期发行，本期系首期发行，发行规模为 10 亿元人民币，债券期限为 3 年，具体情况详见图表 1。

图表 1. 拟发行的本期中期票据概况

债券名称:	南方水泥有限公司 2019 年度第一期中期票据
总发行规模:	30.00 亿元人民币

本期发行规模:	10 亿元人民币
本期中期票据期限:	3 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次, 到期一次还本
增级安排:	无

资料来源: 南方水泥

截至 2019 年 1 月末, 该公司存续债券共 16 支 (不含 ABS), 待偿还债券本金余额为 156 亿元, 付息情况 (若有) 均正常。

图表 2. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年/天)	发行利率 (%)	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 南水 04	15.00	3 年	4.26	2018-10-17	2021-10-17	80 亿元/2017 年 4 月	未到付息时间
18 南水 02	8.00	3 年	4.39	2018-08-16	2021-08-16		未到付息时间
18 南水 01	20.00	3 年	4.89	2018-04-17	2021-04-17		未到付息时间
17 南水 04	2.00	5 年	5.00	2017-08-03	2022-08-03		付息正常
17 南水 03	18.00	3+2 年	4.79	2017-08-03	2022-08-03		付息正常
17 南水 02	2.00	5+2 年	5.00	2017-04-25	2024-04-25		付息正常
17 南水 01	15.00	3+2 年	4.95	2017-04-25	2022-04-25		付息正常
18 南方水泥 CP001	12.00	365 天	5.15	2018-03-05	2019-03-05	30 亿元/2016 年 11 月	未到兑付期
18 南方水泥 SCP008	9.00	267 天	3.77	2018-10-25	2019-07-19	150 亿元/2016 年 12 月	未到兑付期
18 南方水泥 SCP007	5.00	267 天	3.79	2018-10-18	2019-07-12		未到兑付期
18 南方水泥 SCP006	5.00	270 天	3.84	2018-09-17	2019-06-14		未到兑付期
18 南方水泥 SCP005	9.00	248 天	3.99	2018-08-21	2019-04-26		未到兑付期
18 南方水泥 SCP004	15.00	270 天	4.45	2018-07-13	2019-04-09		未到兑付期
18 南方水泥 SCP003	6.00	270 天	4.82	2018-06-08	2019-03-05		未到兑付期
16 南方水泥 PPN002	5.00	3 年	4.15	2016-11-21	2019-11-21	20 亿元/2015 年 8 月	付息正常
16 南方水泥 MTN001	10.00	3 年	4.30	2016-04-14	2019-04-14	30 亿元/2015 年 9 月	付息正常

资料来源: 南方水泥 (截止 2019 年 1 月末)

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期中期票据募集资金全额用于偿还到期债券。

(3) 信用增进安排

本期中期票据未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；

以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

该公司所处水泥行业属于典型的投资拉动型行业，与宏观经济的发展阶段

和固定资产投资规模紧密相关，受外部经济环境影响大。

(2) 行业因素

水泥行业产能过剩矛盾突出，近年产能去化效果不佳，主要依靠行业自律及环保限产来改善供求关系。2016 年前三季度，房地产市场回暖，当年水泥市场呈弱势复苏态势，行业利润有所增长；2017 年水泥总需求与上年基本持平，但受益于价格上涨，利润得到大幅提升。水泥行业与宏观经济发展高度相关，在“新常态”下行业发展趋于放缓，行政干预、行业自律和环保压力成为影响行业波动的主要因素。在多项政策指导推动及行业兼并重组下，水泥企业有望向更为有序、健康、良好的方向发展。

A. 行业概况

水泥系国民经济建设中重要的基础原材料，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。以往年份我国经济的快速增长为我国水泥行业的发展提供了较好的外部环境，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设等刺激了水泥需求的迅猛增长。由于行业进入壁垒较低，大量企业趋利涌入，经过多年快速发展，我国水泥行业呈现出产能严重过剩，市场竞争程度高，终端市场分散的现状。近年来，我国宏观经济增速有所放缓，全国固定资产投资增速亦呈下降趋势，2015-2017 年分别为 10.04%、8.14% 和 5.90%。其中，基础设施建设投资增速由 2015 年的 17.02% 下滑至 2017 年的 13.86%；2015 年全国房地产开发投资增速较上年同比大幅下降 9.50 个百分点至 0.99%，2016 年全国房地产开发投资完成额增速回升至 6.88%，2017 年微升至 7.04%。2018 年前三季度，我国固定资产投资完成额增速为 5.44%，增速同比下降 1.95 个百分点。

图表 3. 近年来我国水泥产量、固定资产投资额及增速情况（单位：亿吨）



资料来源：Wind、国家统计局

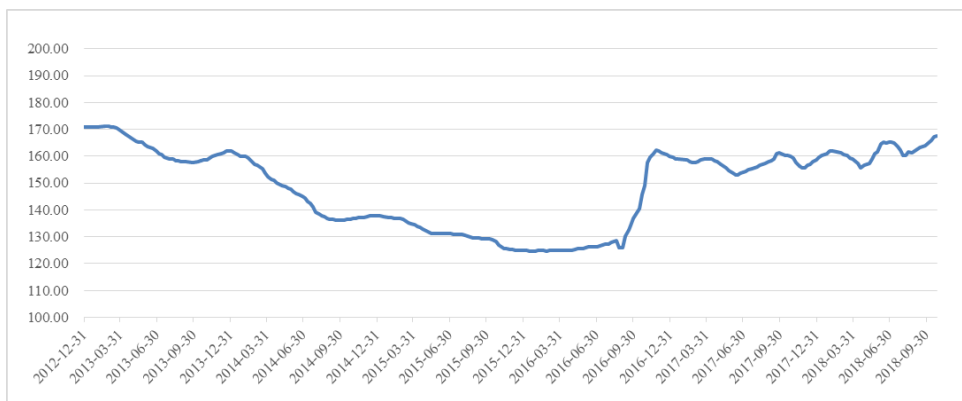
供给方面，为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自 2009 年起，国家加大水泥行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整。近年水泥行业新增产能虽逐年下降，但新增产能大于淘汰落后产能以致水泥总产能依旧未得到有效压缩。据中国水泥协会统计，2015 年新点火 31 条熟料生产线，新增产能约 4712 万吨；

2016 年新增水泥熟料产能 2558 万吨，当年末全国水泥熟料设计总产能约为 18.3 亿吨，较上年末增长近 1 个百分点；2017 年新增水泥熟料产能 2046 万吨，当年末设计熟料产能为 18.2 亿吨。水泥行业去产能政策的落实较为缓慢，需求增速下行趋势下，产能过剩矛盾依旧非常突出，近年主要依靠行业自律和环保压力限产推动水泥供需改善。2017 年 12 月中国水泥协会出台《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，明确了三年内各省份的去化目标，未来产能去化有望加快落实。但需看到，行业的高度市场化和较低的产业集中度，加之地方保护主义，或将加大“去产能”、行业供给侧结构性改革等政策的落实难度。受经济增速及固定资产投资增速下滑的影响，近年水泥需求增长乏力，全国水泥产量增速回落，2015 年首次出现了负增长。2016 年，主要得益于房地产固定资产投资增速回升，水泥市场呈弱势复苏态势，水泥需求低速增长，全国水泥总产量同比增长 2.50% 至 24.03 亿吨。主要受限产因素影响，2017 年全国水泥产量为 23.16 亿吨，同比减少 3.61%；2018 年前三季度水泥产量 15.83 亿吨，同比减少 10.42%。

原材料方面，水泥生产中石灰质原料（主要为石灰石）为其最主要的原材料。多数大型水泥生产企业均有配套石灰石矿山，石灰石自给率较高，其主要成本相对固定，成本占比不大。

水泥行业属于能源消耗型行业，煤炭、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例超过 50%。2015 年，全国煤炭价格持续下跌，使得当年水泥行业成本压力有所减轻。2016 年上半年度全国煤炭价格保持相对平稳，全国煤炭价格指数维持在 125 点左右；在煤炭行业 276 工作日减量化生产政策带来供需的短暂失衡以及市场预期炒作等多方面因素的影响下，9 月起煤炭价格骤升，煤炭价格指数从 9 月初的 125.80 点上升至 12 月初的 162.00 点。为防止煤炭价格过快上涨，有关部门多策并举，出台先进产能释放措施稳定了市场供给，12 月以来煤炭价格停止上涨，保持相对平稳。2017 年第一季度，煤炭价格大体延续上年末水平，4、5 月煤价开始松动并小幅回落，之后又一度反弹。2018 年以来煤炭价格持续高位震荡运行。

图表 4. 我国煤炭价格指数走势（单位：点）

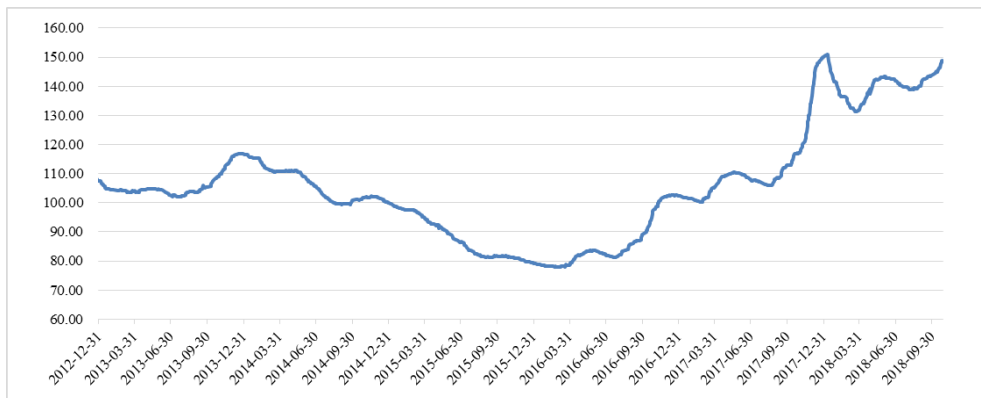


资料来源：Wind

电力方面，基于煤价持续下行，2013 年 10 月国家发改委提出下调上海、

江苏、浙江和广东等 27 省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在 0.9 分/千瓦时至 2.5 分/千瓦时。2015 年电力改革进一步深化，于 4 月 8 日下调全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约 0.02 元。2017 年国家发改委完成了省级电网输配电价的核定，并决定取消向发电企业征收工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%。2018 年国家发改委发布《国家发展改革委关于降低一般工商业电价有关事项的通知》（发改价格[2018]500 号），通知决定分两批实施降价措施，落实一般工商业电价平均下降 10% 的目标要求。电价下调的逐步落实将对水泥行业盈利空间的扩大起到积极作用。为节约成本和减少环境污染，近年我国水泥新型干法生产线配套建成余热发电装置的比例逐年提升。目前国内新型干法生产线配套纯余热发电装置中吨熟料余热发电量约 35 千瓦时，而生产单位熟料耗电约 75 千瓦时，即纯余热发电可提供单位熟料生产约 45% 的用电，一定程度上减少了外购电力的支出，同时减弱了电价变动带来的成本控制压力。

图表 5. 近年全国水泥价格指数走势（单位：点）



资料来源：Wind

2014-2015 年，全国水泥价格主要受产能过剩、需求增速减缓影响持续走低。2016 年，在需求的平稳支撑和供给端的有效控制下，全国水泥市场行情好转，水泥价格大体呈波动上涨趋势。2017 年，在煤炭价格高位运行、石灰石矿山治理力度加大以及运输成本持续增长等多因素共同影响下，年初以来水泥价格纷纷上调，前三季度全国大部分地区水泥价格震荡上涨，四季度受环保治理、错峰生产、节能减排等因素影响，市场供需关系发生改变，加之南方赶工潮助推价格加速上涨。2017 年 1 月水泥价格指数在 101 至 103 点之间，之后略有回落，3 月初重新上涨，至 5 月达到 110 点上下。至 6 月末水泥价格指数为 107.88 点，比年初提高 5.50 点。下半年则呈明显上升态势，至 12 月末水泥价格指数升至 150 点附近。进入 2018 年，一季度季节性的下游建筑施工停工以致市场需求减少，水泥价格有所回落，3 月以来工程陆续开工，水泥价格止跌回升。

利润方面，2014 年虽然经济增速放缓，但水泥行业的新产能增速放缓使得供应过剩问题有所改善，同时煤炭价格下行使行业成本压力减轻，全年水泥行

业实现利润 780.20 亿元，同比增长 1.40%。2015 年需求减弱导致全国水泥价格前三季度显著下降，第四季度持续下滑但降幅有所放缓，全年总体水泥行业的利润出现明显下滑，全行业利润总额降至 329.70 亿元；亏损企业亏损总额达 215.36 亿元，亏损面约 35%。2016 年主要得益于水泥价格反弹，水泥行业盈利有所改善，全行业实现利润约 518 亿元，同比增长近 55%，行业利润明显提升。2017 年水泥价格大幅走高，当年行业实现利润总额 877 亿元，同比增长 94.41%，利润总额已经位居历史利润第二位，为仅次于 2011 年的历史最高点。

B. 政策环境

近年我国出台的水泥产业调控政策主要集中在五个方面：一是提高行业准入门槛，二是严控新增产能，三是淘汰落后产能，四是促进行业兼并重组，五是推行错峰生产。这些政策的执行有利于水泥行业的健康持续发展。由于水泥行业属于高耗能、高污染行业，节能减排亦是国家管制重点。从建设的源头就要求配置相应的装置以降低能耗，节约能源，减少污染物排放。国家环保标准的提高，虽使行业环保成本上升，但一定程度上提高了行业的进入壁垒。2017 年，我国加强北方地区秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，水泥行业生产经营受政策影响大。

图表 6. 近年来全国性水泥产业相关政策

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
国务院	2013 年	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	加快修订水泥、混凝土产品标准和相关设计规范，推广使用高标号水泥和高性能混凝土，尽快取消 32.5 复合水泥产品标准	淘汰低标号水泥，化解产能过剩矛盾
国家发改委	2016 年	《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》	决定对水泥生产企业生产用电实行基于可比熟料（水泥）综合电耗水平标准的阶梯电价政策	预计将促使约 10% 左右产能的水泥生产线因达不到能耗要求被淘汰，对化解水泥行业过剩产能起到一定作用
国务院办公厅	2016 年	《建材工业指导意见》	到 2020 年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60% 左右；提出压减过剩产能、加快转型升级、促进降本增效、完善支持政策；提出“停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥”	国务院首次制定出台的建材工业专项政策，标志错峰生产由企业、行业自律行为上升至国家水泥行业、建材行业重大产业政策
工信部	2016 年	《绿色制造工程实施指南（2016-2020 年）》	到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤；推进工业余热用于城镇供暖制冷、水泥窑协同处理生活垃圾、污泥和飞灰等，促进产城融合。	加快构建绿色制造体系，促进水泥产业资源能源利用效率提升
工信部	2016 年	《工业和信息化部关于印发建材工业发展规划（2016—2020 年）的通知》	明确了建材工业“十三五”期间发展目标，在加快结构优化、强化协同创新、推进绿色发展、促进融合发展、推进国际合作五个方面对水泥行业提出五大具体任务。提出到 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换。	严禁水泥新增产能，促进行业转型升级、由大变强，实现可持续发展
工信部、环保部	2016 年	《工业和信息化部、环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 15 个省（自治区、直辖	主管部门明确北方地区 15 省/区/市采暖季期间水泥错峰生

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
			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。	产时间安排
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2017年	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市建材行业全面实施冬季错峰	错峰范围更大、时间更长、执行力度有望更大;考虑停窑时间延长及去年实际执行率,此轮错峰生产预计或带来区域熟料缺口800-1200万吨
工信厅、环保厅	2017年	《工业和信息化部办公厅、环境保护部办公厅关于“2+26”城市部分工业行业2017-2018年秋冬开展错峰生产的通知》	水泥行业(含特种水泥,不含粉磨站)采暖季按照工信部联原(2016)351号文有关规定实施错峰生产;承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的,可不全面实施错峰生产,但应根据承担任务量核定最大允许生产负荷,报地市级人民政府备案并在门户网站上公告;水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产	要求各地确定实施错峰生产的企业名单、停产产装备及最大日产量、停产产时限、停产产方式等,执行力有望增强
中国水泥协会	2017年	《水泥行业去产能行动计划(2018-2020)》	三年压减熟料产能39270万吨,关闭水泥粉磨站企业540家,使全国熟料产能平均利用率达到80%,水泥产能平均利用率达到70%,前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上,水泥产能集中度达到60%。	去产能工作明确到各行政区域,同时去化任务艰巨
工信部	2018年	《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目,确有必要新建的,必须实施减量或等量置换,制定产能置换方案。位于国家规定的环境敏感区的新建项目,每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能;位于非环境敏感区的新建项目,每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能;西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。	减量置换力度加大,用于置换的产能限定更加严格,产能置换方案审核将简化

资料来源:新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

我国水泥行业集中度处于较低水平。2014年,我国前10大水泥企业市场集中度仅为36%。水泥行业区域特征的存在促使水泥企业在区域内做大做强。水泥产品较高的同质性又使水泥行业成为规模效应显著和较利于规模扩张的行业之一。基于以上特点,主要的水泥生产商都是通过扩大经营规模,提高区域市场的占有率,获得区域内产品的定价权,从而获得较高的利润水平。因此行业内的兼并重组成为产业结构优化升级的重要手段之一。经过多年的兼并重组,水泥行业协同效应得以加强,区域竞争格局趋向稳定,龙头企业规模优势突出。根据中国水泥网数据,2016年我国前10大水泥企业产能合计14.4亿吨,前10大水泥企业产能集中度为41.7%,产能集中度有所提升但仍处较低水平。

财务方面,2016年以来水泥价格反弹,水泥生产企业盈利好转,2017年收入与盈利持续改善。鉴于行业已过高速扩张期,水泥企业债务以存量为主;目前水泥行业负债率处于偏高水平,但由于不同企业发展策略不同,行业内个体差异较大,资产负债率在20%-90%之间不等;此外,行业整体债务期限结构趋向短期,在市场流动性偏紧状况下,债务偿付压力或将上升。

图表 7. 行业内部分企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，万吨，%）

企业名称	核心经营指标				核心经营指标			
	营业收入	毛利率	熟料产能	水泥产量	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
海螺水泥	753.11	35.09	20109.70	23300.00	1221.43	24.71	164.29	173.63
南方水泥	431.67	27.04	9499.00	9709.12	899.11	75.76	18.32	81.56
西南水泥	225.97	27.70	8645.90	8517.30	705.43	81.54	8.62	39.85
中联水泥	318.71	28.94	8109.60	5604.00	873.64	81.63	8.66	30.32
冀东水泥	152.90	29.83	6956.40	5059.00	410.34	72.53	1.31	27.02
华润水泥	299.58	30.81	6578.20	7589.50	565.27	46.07	35.93	66.13
华新水泥	208.89	29.55	5437.40	6611.00	304.99	56.87	22.12	39.04
红狮集团	180.89	19.73	4572.50	6170.80	351.03	51.79	20.09	42.50
天瑞集团	159.21	23.51	3524.70	2930.00	688.05	50.75	14.07	30.33

资料来源：中国水泥网、Wind、公开资料，新世纪评级整理

注：华润水泥以港币计，其他则以人民币计；熟料产能数据系根据中国水泥网披露数据填列；海螺水泥、西南水泥、中联水泥和红狮集团水泥产量为 2016 年数据；华润水泥水泥产量以销量填列，天瑞集团水泥产量以其子公司天瑞水泥销量数据填列。

在国内水泥产能严控、进入存量市场的背景下，海外投资已成为大型水泥企业业务拓展的一大选择。针对“一带一路”沿线国家基建设施较薄弱的现状，海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、红狮水泥等积极实施水泥熟料海外布局，未来行业将呈现“强者恒强”格局。

D. 风险关注

行业产能过剩严重。目前我国水泥行业产能严重过剩，市场竞争激烈。近年国家提出严控新增产能，淘汰落后产能，但产能出清效果不佳，且仍呈现缓慢增长，产能过剩问题突出。未来我国将加大去产能执行力度，各地落实情况有待持续关注。

下游需求增长乏力。近年来，我国宏观经济增速及固定资产投资增速持续放缓，水泥需求增长支撑不足。房地产及基础设施建设投资为水泥下游的主要需求端，在调控政策趋严及地方政府债务管理趋严的背景下，我国水泥总体需求缺乏明显的增长动力。

环保压力及安全生产风险。水泥行业属于高耗能、高污染行业。随着国家提倡制造业“节能减排”及环保标准的提高，行业环保成本上升，一定程度上挤压了水泥生产企业的盈利空间。2017 年以来，我国加强北方地区“2+26”城市秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，对水泥生产企业尤其是北方地区生产企业开工造成较大影响。冬季为水泥生产淡季，多数工厂开始停窑检修，管理不严、人员操作不当、设备老化等多重因素都有可能引发安全事故发生。

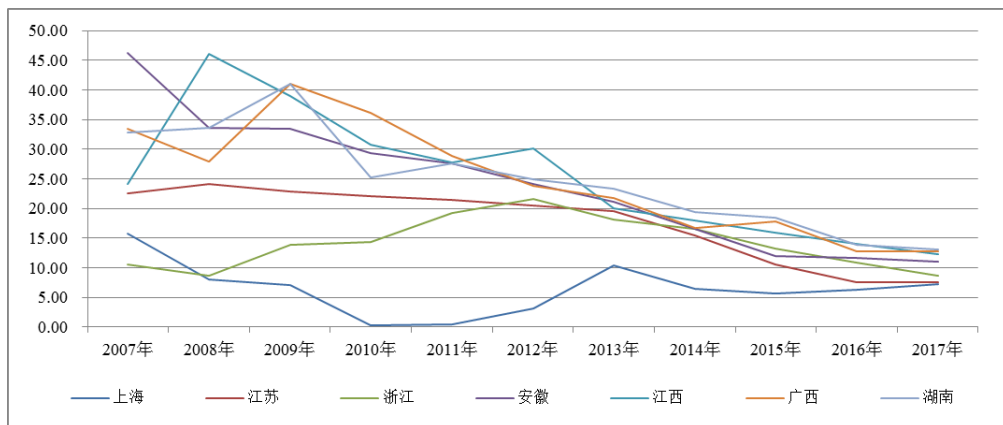
财务杠杆水平总体偏高。目前我国水泥行业负债率处于偏高水平，债务期限结构偏向短期，行业面临一定的即期债务偿付压力。另外，由于行业特性，水泥企业资产以非流动资产为主，面临一定流动性压力。

(3) 区域市场因素

该公司在苏、浙、皖、赣、湘的熟料产能约占自身全部熟料产能的 95% 左右，产品销售区域主要为长江中下游地区。

该公司主要销售市场固定资产投资增速受基础设施建设投资和房地产开发程度的不同而存在一定分化，近年来主要省份增速大体呈现放缓趋势。上海、江苏和浙江地处长江三角洲，经济发达，基础设施相对完善，城镇化水平较高，区域内水泥需求量已进入相对稳定期。安徽、江西和湖南等省份属于东中部省份，城镇化水平相对较低，在基础设施建设的拉动下，以往年份水泥需求增速相对较高。近两年随着固定资产和房地产投资减速，上述各地水泥产量增速明显下滑，部分省份出现负增长。

图表 8. 公司所在主要区域固定资产投资增速情况（单位：%）

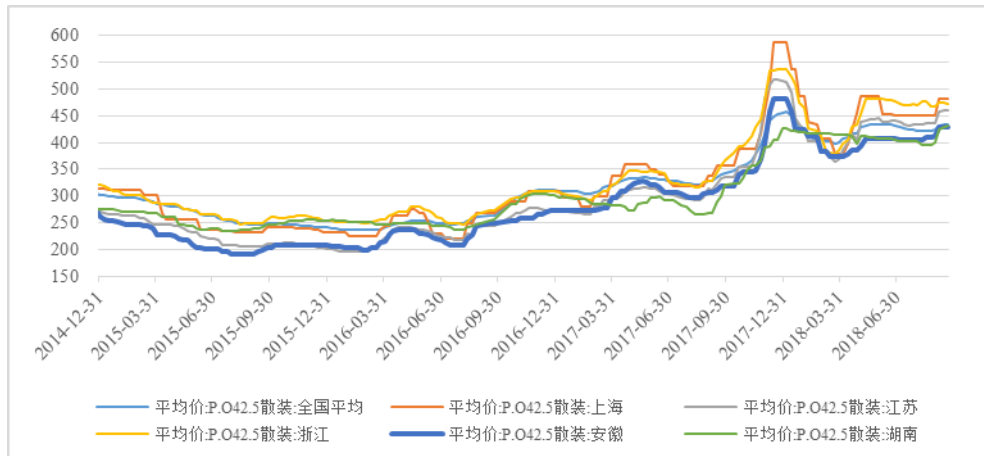


资料来源：Wind

2015 年，受经济放缓、需求疲弱的影响，水泥全年价格基本呈下降走势，华东和中南地区水泥价格分别下滑接近 50%，但仍好于其他区域。2016 年上半年，华东地区水泥市场需求依旧疲弱，区域水泥价格持续波动；下半年，主要受成本端煤炭价格上涨带动，水泥价格陆续回调。2017 年，各地区水泥价格持续回暖，地区之间价格分化加大，长江下游区域水泥价格涨势高于全国平均水平，上海及浙江 P.O. 42.5 标号散装水泥价格于年末分别达到 600 元/吨及 550 元/吨左右的高位。2018 年第一季度，随着水泥需求进入淡季，价格逐步理性回归，长江中下游地区水泥价格维持在 400 元/吨左右；4 月起价格重启回升，上海及浙江地区 6 月末均价近 480 元/吨和 450 元/吨。

由于华东地区水泥销售可以采取成本较低的水路运输，水泥的运输半径可以达到 1000 公里以上，因此华东市场的开放程度较高，浙江、江苏、安徽等省的水泥销售容易相互渗透，市场价格也会受到相互影响。由于市场竞争较为激烈，华东地区的水泥价格波动相对较大。近年，区域内以南方水泥、海螺水泥、红狮控股等龙头企业为首，通过行业自律协同与限产保价，一定程度上保持了市场的稳定。

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

从区域市场来看，浙江市场集中度较高，竞争激烈，主要企业有南方水泥、海螺水泥和红狮集团，三者实力较为平衡。安徽市场，海螺水泥占绝对优势，市场第一和第二的差距较大；江西市场因地形复杂属于典型的半封闭市场，南方水泥近年来与江西水泥合作紧密，目前江西万年青和南方水泥两者的市场份额合计达到约 45%，成为市场的主导力量之一，其他规模较大的企业还包括海螺水泥、红狮集团和中材股份；苏南市场（南方水泥主要负责苏南市场，中建材股份下属的中联水泥主要负责苏北市场）主要企业有南方水泥、金峰水泥和海螺水泥，其中金峰水泥占据较大的市场份额；湖南市场规模较大的水泥企业有南方水泥、海螺水泥、中材股份和印山集团，南方水泥目前市场份额最高。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，从而维持各自的盈利水平。南方水泥和海螺水泥等在主要竞争市场能够实现一定程度的协同，从而对市场形成影响力，维系自身经营的稳定性。但区域内企业自律协同的牢固性及合规风险有待进一步观察验证。

2. 业务运营

该公司专注水泥及商品混凝土主业，业务主要分布于长江中下游地区，具有很强的规模优势，在部分区域内的龙头地位稳固。2017 年以来，得益于水泥价格回升，公司收入持续增长，主营业务盈利能力大幅提升。未来公司将在生产线技改方面保持一定规模的资金投入。

该公司主要从事水泥及商品混凝土的生产和销售，业务主要集中于长江中下游地区。经过以往年份的兼并扩张，公司区域战略布局已基本完成，近年来以规模扩张为目的的兼并收购较少，目前重心已转向并购后的管理整合和技术改造。2017 年，公司的管理整合持续，当年对分布在浙江、湖南、江西的 7 家水泥生产企业、45 家商品混凝土企业进行归并、吸收后注销，以减少法人人数，节省成本及管理费用等。同年，公司以合计 2.48 亿元对价收购了浙江 6 家、广西 1 家合计 7 家水泥生产企业，及位于湖南的 2 家商品混凝土企业。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
水泥及商品混凝土	长江中下游地区（主要包括浙江、上海、苏南、湖南、江西、广西、福建等地区）	横向规模化扩张已基本停止，重心转向管理整合和技术改造。	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	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年前三季度	2017 年前三季度
营业收入合计	351.38	331.59	431.67	426.98	285.84
其中：核心业务营业收入（亿元）	342.94	322.00	424.07	420.78	277.62
在营业收入中所占比重（%）	97.60	97.11	98.24	98.55	97.12
其中：（1）熟料	38.14	36.67	49.99	52.25	40.85
在核心业务收入中所占比重（%）	11.12	11.39	11.79	12.42	14.71
（2）水泥	187.23	177.71	234.43	218.39	145.28
在核心业务收入中所占比重（%）	54.60	55.19	55.28	51.90	52.33
（3）商品混凝土	117.57	107.61	139.66	150.14	91.49
在核心业务收入中所占比重（%）	34.28	33.42	32.93	35.68	32.96
毛利率（%）	23.07	25.00	27.04	33.17	23.94
其中：（1）熟料（%）	12.41	18.06	34.41	55.39	36.38
（2）水泥（%）	21.45	23.59	22.80	34.57	20.84
（3）商品混凝土（%）	29.21	28.70	29.48	23.16	22.52

资料来源：南方水泥

2015-2017 年，该公司实现营业收入分别为 351.38 亿元、331.59 亿元和 431.67 亿元，其中核心业务营业收入分别为 342.94 亿元、322.00 亿元和 424.07 亿元，占营业收入比重超过 95%，2017 年得益于水泥价格上涨，公司收入大幅增加。近年来公司产品收入结构保持稳定，熟料优先满足自身的水泥生产，剩余部分外销，其收入占核心业务收入的比重约为 10%；水泥销售收入占核心业务营业收入的比重约为 55%；公司商品混凝土业务收入占核心业务收入的比重约为 35%。2015-2017 年，公司综合毛利分别为 23.07%、25.00% 和 27.04%，2017 年上升主要系由熟料带动。

2018 年前三季度，主要得益于产品价格提升，该公司实现营业收入 426.98 亿元，同比大幅增长 49.38%；其中熟料、水泥及商品混凝土销售收入分别为同比增长 27.91%、50.32% 和 64.11%。当期公司综合毛利率为 33.17%，同比提高 9.23 个百分点。

图表 12. 公司采购情况表

原燃料	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度	2017 年前三季度
石灰石	采购量（万吨）	13,666.14	10,280.04	14,932.23	11,196.45	9,983.01
	采购金额（亿元）	24.85	18.16	27.49	25.46	17.80
	采购均价（元/吨）	18.18	17.67	18.41	22.74	17.83

原燃料	项目	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度	2017年前三季度
煤炭	采购量(万吨)	1,395.73	1,243.30	1,479.54	1,106.43	983.38
	采购金额(亿元)	65.33	60.48	98.83	77.27	63.62
	采购均价(元/吨)	468.09	486.46	668.00	698.40	647.00
电	采购量(亿千瓦时)	63.41	59.22	58.43	40.16	41.75
	采购金额(亿元)	38.43	34.64	33.36	22.89	23.80
	采购均价(元/千瓦时)	0.606	0.585	0.571	0.570	0.570

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2018年9月末，公司拥有的矿山石灰石储量为38.52亿吨，储量充裕。近年来公司石灰石自给率超过90%，剩余部分生产所需矿石通过外购获取。2017年以来石灰石采购价格有所提高，主要系当前矿山资源政策下开采环保治理成本上升所致。

水泥行业系能源消耗型行业，煤炭及电力消耗量较大。该公司实行煤炭集中采购制度，以本部为采购中心，与多家煤炭经销商建立了长期合作关系，公司与煤炭供应商的长期协议价格一般较市场价低30-40元/吨左右。结算模式以银行承兑汇票结算方式为主，部分采用现汇模式。供应商给予的账期较短，一般开票后五个工作日付款。2016年四季度起煤炭价格大幅走高，2017年以来维持在高位震荡。2017年公司煤炭采购均价为668.00元/吨，同比上涨181.54元/吨；2018年前三季度采购均价为698.40元/吨，同比上涨51.40元/吨。电力方面，随着公司余热装机总量及发电效率的提升，公司电力采购量持续下降，2017年电力自给率约为35%，较上年提升超过2个百分点；当年电采购均价较上年下降0.014元/千瓦时至0.571元/千瓦时，2018年前三季度电价保持稳定。

图表 13. 公司主要产品产能及产销情况

产品	项目	2015年(末)	2016年(末)	2017年(末)	2018年1-9月/9月末	2017年1-9月/9月末
熟料	产能(万吨)	10,100.00	10,100.00	9,499.00	9,499.00	10,100.00
	产量(万吨)	8,041.00	8,626.36	8,758.01	6,138.56	6,533.28
	产能利用率(%)	74.11	74.56	74.87	81.00	73.31
	销量(万吨)	2,265.00	2,194.15	1,878.02	1,612.16	1,729.39
	销售均价(元/吨)	168.00	167.13	266.17	324.10	236.21
水泥	产能(万吨)	14,600.00	14,600.00	14,006.00	14,006.00	14,600.00
	产量(万吨)	9,218.00	9,697.11	9,709.12	6,732.00	7,111.38
	产能利用率(%)	64.22	64.89	65.45	65.44	63.32
	销量(万吨)	8,865.00	8,845.82	9,429.01	6,622.49	6,327.61
	销售均价(元/吨)	211.20	200.90	248.62	329.77	229.60

产品	项目	2015年(末)	2016年(末)	2017年(末)	2018年1-9月 /9月末	2017年1-9月 /9月末
	产销率(%)	96.17	91.22	97.11	98.37	88.98
商品混凝土	产能(万立方米)	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00
	产量(万立方米)	3,754.42	3,646.80	4,151.00	3,548.00	2,896.00
	产能利用率(%)	18.77	18.23	20.76	17.74	14.48
	销量(万立方米)	3,754.42	3,646.80	4,151.00	3,548.00	2,896.00
	销售均价(元/立方米)	318.00	295.09	336.45	423.17	317.16

资料来源：南方水泥

注：产能为年末数；熟料及水泥销量均为外销数据。

2013年以前，该公司为加强东南沿海沿江地区市场的战略布局，主要通过“资本运作+联合重组”方式扩大产能，2013年后公司停止了产能扩张步伐，至2016年末公司产能未发生变化。2017年虽进行了产能收购，但亦新停产4条熟料生产线并处置部分水泥粉磨设备，使得当年熟料及水泥产能有所下降。截至2018年9月末，公司熟料、水泥及商品混凝土年产能分别为0.95亿吨、1.40亿吨和2.00亿立方米。截至2018年9月末，公司共有水泥熟料生产线102条，其中在役生产线84条，均为日产2500吨及以上中大型生产线，在役生产线大多配备低温余热发电机，装机总规模为540兆瓦。整体看，公司水泥业务能够发挥一定规模效应及成本优势。

2015-2017年，该公司熟料及水泥产量有所增加，熟料产能利用率从74.11%升至74.87%，水泥产能利用率从64.22%提升至65.42%。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。2017年商品混凝土产量同比亦有所增加，但产能利用率依旧处于较低水平。

“以销定产”模式下该公司水泥产销率保持在较高水平。2017年原燃料成本维持高位运行，水泥生产企业提价意愿明显，当年前三季度价格逐步上调，另外第四季度错峰生产及环保限产影响下，水泥供应偏紧，价格大幅飙升。2017年公司水泥销售均价为248.62元/吨，同比上涨47.72元/吨（涨幅为23.75%）。当年熟料销售均价为266.17元/吨，同比上涨99.04元/吨，价格甚至高于水泥价格，同时熟料产量增加而对外销售却减少，主要系通过大幅提高熟料价格、减少熟料对外销售以控制下游粉磨企业在水泥供应偏紧情况下无序竞争侵蚀限产红利。作为水泥的直接下游产品，商品混凝土价格亦有所上调，2017年为336.45元/立方米，同比增加41.36元/立方米。2018年前三季度，公司熟料、水泥及商混销售均价分别为324.10元/吨、329.77元/吨和423.17元/立方米，同比分别上涨87.89元/吨、100.17元/吨和106.01元/立方米。

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，集中于长江中下游水域沿线，市场连通性较好，共周期性较强。按照公司5大区域公司划分，2017年公司在浙江、上海、江西、湖南、广西地区的产能和销售分布如下表所示。

图表 14. 公司 2017 年产能及销量分布情况（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	20.23	20.89	25.25	24.30
上海	36.55	26.77	29.67	28.77
江西	13.88	21.43	15.49	12.83
湖南	22.81	25.70	21.48	34.10
广西	6.53	5.21	8.10	--
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：南方水泥

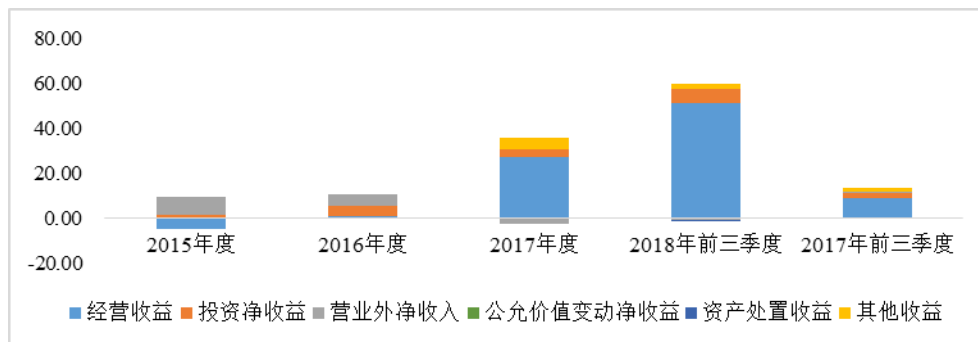
除控股子公司外，该公司还通过合营、联营企业加强在江西和福建市场的控制力。在江西，截至 2017 年末公司持有江西南方万年青水泥有限公司（简称“南方万年青”）50% 股权，南方万年青的控股股东江西万年青 2017 年水泥产量为 2,183 万吨，约占当年江西产量的 24.43%；在福建，公司持有福建水泥股份有限公司（简称“福建水泥”）5.26% 股权（系第二大股东），公司与福建水泥合资成立了福建省建福南方水泥有限公司（各持股 50%），可对福建水泥施加一定影响。2017 年福建水泥水泥产量为 669.76 万吨，约占福建省总产量的 7.93%。

该公司按照“营销集中、产销分离”目标，建立了“总部市场部、区域营销中心、一线销售部和工厂业务部”三级营销组织体系。水泥销售方面，公司采取直销为主、分销为辅的销售渠道模式，其中直销占比 70%，供应对象主要为重点基建、房产开发项目和搅拌站等；分销占比 30%，供应对象主要为农村等地区经销商。公司销售采用“现款交易为主，赊销和预收为辅”的结算模式，对高铁、基建等重大项目的账期相对较长。混凝土销售方面，由于行业特性，赊销比例大，下游项目周期一般较长，回款慢、垫资压力大，公司在签订销售合同时尽量规避风险较高的业务。

整体看，该公司产能及销售市场主要分布在长江中下游地区，规模优势明显，市场把控力强。2017 年以来原燃料价格上涨加大了公司的成本压力，但水泥价格上涨使得成本压力得以传导；另外原材料及电力自给率提升有助于弱化原材料价格波动风险。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据南方水泥所提供数据绘制

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

2015-2017年, 该公司分别实现营业毛利 81.06 亿元、82.89 亿元和 116.70 亿元, 2017 年毛利规模大幅增长主要得益于产品价格的提升。同期公司期间费用分别为 80.09 亿元、73.51 亿元和 77.00 亿元。其中, 销售费用分别为 28.23 亿元、28.33 亿元和 31.13 亿元, 2017 年随着产品销量增加其金额增长较大; 管理费用分别为 20.97 亿元、19.07 亿元和 19.10 亿元, 金额相对稳定; 财务费用分别为 30.89 亿元、26.10 亿元和 26.77 亿元。收入增长下, 公司期间费用率有所下降, 分别为 22.79%、22.17%和 17.84%。2015-2017 年公司分别确认资产减值损失 2.65 亿元、4.32 亿元和 6.82 亿元, 2017 年金额较大主要系确认 3.26 亿元坏账损失及 2.40 亿元在建工程减值损失 (其中 1.81 亿元来源于上海南方工程、0.63 亿元来源于金华南方工程, 主要系淘汰落后产能)。2015-2017 年公司经营收益分别为-4.82 亿元、1.06 亿元和 27.40 亿元, 2017 年以来主营业务盈利能力大幅提升。

2018 年前三季度, 该公司实现营业毛利 141.62 亿元, 同比大幅增长 106.98%; 期间费用为 63.75 亿元, 同比增长 14.26%; 当期资产减值损失及信用减值损失分别为 12.18 亿元和 8.47 亿元, 其中前者主要系因产能置换, 公司对固定资产等相关资产计提减值准备, 后者主要系应收账款和其他应收款坏账准备的计提; 经营收益为 51.04 亿元, 同比大幅增加 40.06 亿元 (涨幅达 468.15%)。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年前三季度	2017 年前三季度
营业收入合计 (亿元)	351.38	331.59	431.67	426.98	285.84
毛利 (亿元)	81.06	82.89	116.70	141.62	68.42
期间费用率 (%)	22.79	22.17	17.84	14.93	19.52
其中: 财务费用率 (%)	8.79	7.87	6.20	4.37	6.86
全年利息支出总额 (亿元)	31.28	26.67	26.20	--	--
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.09	--	--	--	--

资料来源: 根据南方水泥所提供数据整理

2015-2017年，该公司分别确认投资收益1.64亿元、4.36亿元和3.28亿元，主要来源于权益法下确认对合营、联营水泥企业的投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益，2016年及2017年公司因出售甘肃上峰水泥股份有限公司（简称“上峰水泥”，股票代码000672）股权产生的投资收益分别为2.39亿元和0.87亿元。公司股权投资标的虽主要为业内企业，投资收益与公司主业盈利具有较强同向性，但也可一定程度上分散区域市场风险。

2015-2017年，该公司营业外收入分别为8.73亿元、7.25亿元和2.46亿元，包括公司每年由于资源综合利用享受的增值税退税、福利企业享受的增值税退税和节能环保奖励等原因获得的较大额政府补助，分别为7.27亿元、5.72亿元和0.39亿元，其中2017年大幅减少主要系调整至“其他收益”科目核算，金额为4.97亿元。同期营业外支出分别为0.93亿元、2.09亿元和5.25亿元，2017年金额较大主要包括处置报废设备等固定资产确认2.80亿元损失、0.50亿元在建工程处置损失和赔偿金支出0.56亿元。同期营业外净收入分别为7.80亿元、5.16亿元和-2.79亿元。

2015-2017年该公司分别实现利润总额4.62亿元、10.58亿元和32.86亿元；同期净利润分别为4.14亿元、3.45亿元和18.32亿元。2017年公司盈利能力大幅提升。

2018年前三季度，该公司投资收益为6.35亿元，主要来源于权益法核算的长期股权投资收益，其他因素金额相对较小。主要因处置资产，当期确认营业外净损失0.67亿元；其他收益为2.30亿元。当期实现利润总额58.90亿元，同比增加45.55亿元（涨幅达341.14%）；净利润为32.39亿元，同比增加24.30亿元（涨幅为300.52%）。

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	2015年度	2016年度	2017年度	2018年 前三季度	2017年 前三季度
投资收益（亿元）	1.64	4.36	3.28	6.35	2.43
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.90	1.90	2.41	6.25	1.11
处置长期股权投资产生的投资收益	--	2.39	0.87	--	--
营业外净收入（亿元）	7.80	5.16	-2.79	-0.67	0.42
其他收益（亿元）	--	--	4.97	2.30	1.51
公允价值变动损益（亿元）	--	--	--	-0.04	--

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，从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，发展重点已从联合重组转向管理整合和技术改造。2018年以来，公司产能置换陆续开展，按照《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》的要求，公司产能置换方案进行了公示，公开信息显

示目前涉及的产能置换项目主要集中于浙江省、江西省和江苏省，上述项目符合等量或减量置换原则。整体看，未来公司资本性支出将以设备更新及节能环保支出、产能置换项目投入及支付以前年度并购尾款¹为主。

根据该公司的规划，2018年第四季度、2019年和2020年生产线技改工程和产能置换项目合计投资金额预计分别为7.30亿元、49.00亿元和39.00亿元；预计支付以往年份股权收购款分别为0.90亿元、1.00亿元和1.00亿元。同期公司计划分别压减债务59.00亿元、10.00亿元和10.00亿元。

图表 18. 公司 2018-2020 年投融资规划

项目	2018年 第四季度	2019年	2020年
资本性支出计划（亿元）	8.20	50.00	40.00
其中：在建技改工程（亿元）	7.30	24.00	19.00
产能置换项目（亿元）	--	25.00	20.00
支付以前年度股权款（亿元）	0.90	1.00	1.00
融资安排（净额，亿元）	-59.00	-10.00	-10.00
其中：权益类融资（亿元）	--	--	--
债务类融资（亿元）	-59.00	-10.00	-10.00

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司控股股东为中国建材，实际控制人为中国建材集团，股东背景强；公司在集团体系内重要性较高，可以持续获得股东资金、担保等支持。公司因购销产生的关联交易金额较小，对公司经营及财务不构成重大影响。

(1) 产权关系

该公司控股股东为港股上市公司中国建材，实际控制人为中国建材集团（公司产权状况详见附录一），股东背景良好。

中国建材是国内最大的水泥生产集团、亚洲最大的石膏板生产商和国内最大的风机叶片制造商，具有较强的综合实力。根据中国建材发布的《截至二零一七年十二月三十一日止年度业绩公告》，2017年末其经审计的合并口径资产总额为3,471.94亿元，净资产为853.79亿元（其中股本为53.99亿元）；当年实现营业收入1,282.19亿元，其中水泥业务收入（对外销售）为748.36亿元，占营业总收入的58.64%，全年实现净利润32.25亿元。

¹ 该公司以往收购商品混凝土企业时与并表企业原股东达成协议，在收购前形成的遗留应收账款清理完成后向其支付股权款（未付股权款纳入“其他应付款”核算）。截至2017年末余额为7.53亿元。

根据中国水泥网，截至 2017 年末，“两材”合并后中国建材集团合并水泥熟料年产能稳居全国第一，达 37,556.5 万吨；南方水泥是中国建材集团旗下最大的水泥和商品混凝土生产企业，在集团体系中的重要性较高。

(2) 主要关联方及关联交易

关联交易方面，2017 年该公司因采购商品接受劳务产生的关联交易金额为 1.73 亿元，销售商品提供劳务产生的关联交易金额为 0.72 亿元，均以市场价定价，关联方主要系中建材集团下属企业。整体看关联购销金额较小，对公司的经营及财务不构成重大影响。截至 2017 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 16.42 亿元；应付关联方款项（包括应付账款、其他应付款、预收账款和应付利息）合计 68.15 亿元。应付款项中应付股东中国建材的款项合计 63.70 亿元，主要系资金拆借及对应利息；另外中国建材为公司担保余额为 68.50 亿元，体现为股东支持。

(3) 公司治理

该公司经营决策体系由股东会、董事会、监事会和高管层组成。股东会是公司最高权力机构；董事会是股东会的常设执行机构，由 10 人组成，对股东会负责；监事会主要负有监督职责，由 5 人组成；公司设总经理一名，实行董事会授权委托下的总经理负责制，负责公司日常经营管理工作。

信息披露方面，为规范信息披露行为，加强信息披露事务管理，保护投资者合法权益，根据《中华人民共和国公司法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》等法律、法规、规范性文件及《南方水泥有限公司章程》的有关规定，公司制定了《南方水泥有限公司非金融企业债务融资工具信息披露管理制度》。近年来公司未发生财务报表延期披露事项，亦无重大差错，信息披露较为规范。

2. 运营管理

该公司具有较合理的组织架构设置，可以满足现有经营管理需要。公司内部控制制度基本健全，并得到逐步落实和改善。

(1) 管理架构/模式

作为控股型集团企业，该公司实行三级管理架构：公司本部——区域公司——成员企业，公司本部为管理中心，区域公司为运营中心，成员企业为制造中心。公司本部下设行政事务部、人力资源部、财务审计部、企管部、发展部、市场部、技术部和物资部等 8 个职能部门；区域公司根据业务需要下设财务审计部、市场营销部、生产技术部、物资供应部和行政人事部等职能部门，各部门职责明确，各司其职，基本可满足公司现有经营管理需要。

具体组织结构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司目前建立了较为健全的内部管理制度，明确了有关部门、岗位、人员在内部管理和风险控制方面的职责和权限，以控制经营管理风险和保证资产的安全完整，能够适应公司管理和发展的需要，保障各项业务的开展。

对外担保管理方面，该公司制定了《融资和担保管理办法》，规定财务审计部是融资、担保的管理部门。任何公司任何融资担保业务必须报经资金管理与结算中心审批。在担保方式上，公司规定应按公司资产抵（质）押、其他成员公司担保、区域公司担保、南方水泥担保的次序选择。资产的抵（质）押可选择本公司拥有的固定资产、在建工程、无形资产、股权等资产，确定合适的抵（质）押率。公司规定严禁任何形式的对集团外企业提供借款和担保。

安全生产管理方面，该公司《安全生产管理办法》，规定了公司安全生产管理的基本要求和方针、安全管理组织结构与职责、安全目标管理、安全教育、安全检查、安全隐患与整改、应急预案的编制及应急救援、安全事故管理、安全工作责任考核等内容。环境保护管理方面，公司制定了《环境保护管理办法》（试行），规定了公司环境保护管理工作的基本原则、职责分工、环境污染与破坏事件范围、事故定义、事故分类、事故性质、事故时间的计算、管理要求、调查和处理、申报要点与流程、环境污染事件处罚等。

(3) 投融资及日常资金管理

资金管理模式方面，该公司通过构建资金管理的信息化系统，以资金预算和资金集中两个手段达成资金集约化管理的目标。具体实施过程中采用两级集中和分步实施策略，主要进行了整合融资资源，优化资金配置、统一账户管理；夯实基础管理，导入资金预算管理，创新承兑汇票集中管理；借助银行资金结算平台，构建高效资金管理信息化系统等工作。

资金运营及调度方面，该公司采用资金结算中心模式对集团资金实行集中管理。2009年，中国建材批准南方水泥成立资金管理与结算中心，作为财务部的内设机构，在公司财务总监领导下行使集团资金管理职能。区域公司财务部在总部资金管理与结算中心的指导下行使本区域内资金结算中心的管理职能，成员企业财务部门配合区域公司财务部行使本企业的资金管理职能，形成总部、区域公司、成员企业三级资金管理组织架构。资金管理与结算中心做到管控与服务并重，构建一个上下联动、协作高效的资金集中管理组织体系。按照两级集中构想，公司根据各区域产能、销售收入、融资规模和发展需要，确定各区域合理的资金余额限额。超出余额时自动上划至总部归集帐户，余额不足时，可由区域公司向总部申请借款补足。

投资管理方面，该公司重视对固定资产投资、资本性投资、资本性融资

的管理，包括基本建设、更新改造以及资本性投资项目的可行性研究、项目评审及融资方案策划等。投资项目必须遵守国家法律和行政法规的规定，必须符合国家产业政策和国有经济布局与结构调整的要求，同时还必须符合公司的战略发展方向。公司制定了相应的投资管理流程，坚持以经济效益为中心，最大限度地提高资金的使用效率。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 2 月 11 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 2017 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，截至 2019 年 1 月末公司本部及各区域公司本部不存在行政处罚信息，亦未被列入经营异常名录及严重违法失信企业名单。

财务

2017 年，盈利提升情况下该公司对刚性债务进行压减，当年末资产负债率略有下降，但依然处于偏高水平。公司存量债务规模大，且期限偏向于短期，存在一定周转压力。公司经营现金净流入规模扩大，投资性资本支出规模相对较小，整体看现金流平衡能力较强。公司以往兼并收购产生大额商誉，若行业下行则存在较大减值压力；流动资产中应收账款规模大，存在一定回款风险。公司资产以长期资产为主，近年来流动性指标有所提升，但整体流动性表现依旧较弱。

1. 数据与调整

天职国际会计师事务所对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》及相关规定。

截至 2015 年末该公司共有子公司 342 家，其中二级子公司 14 家（以公司本部为一级）。2016 年注销子公司 1 家，并将另 12 家子公司并入其他子公司后注销。2017 年公司新纳入合并范围子公司共 11 家，其中 8 家系非同一控制收购、1 家系同一控制收购、1 家系新设、1 家系分立；同期共 55 个子公司不再纳入合并范围，其中 52 家系整合并入其他子公司并注销，2 家系注销，1 家系处置。截至 2017 年末公司共有子公司 283 家，其中二级子公司 10 家。2018 年前三季度，公司同一控制下收购企业 1 家，系浙江三狮南方新材料有限公司（原持股比例 50%，当期增资 6.40 亿元，增资后持股比例变为 90%，纳入合并范围）。

图表 19. 公司 2017 年收购企业情况 (单位: 亿元)

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
1	否	临桂南方水泥有限公司	1.13	0.05	1.13	--
2	否	浙江振成投资有限公司	1.00	0.08	-0.76	1.76
3	否	兰溪板桥南方建材有限公司				
4	否	德清加元南方水泥有限公司				
5	否	绍兴南方水泥有限公司				
6	否	诸暨南方水泥有限公司				
7	否	海宁市三狮水泥有限责任公司				
8	是	株洲中材混凝土有限公司	0.001	--	--	--
9	否	常德创兴混凝土有限公司	0.35	0.34	0.35	--
合计:			2.48	0.47	0.72	1.76

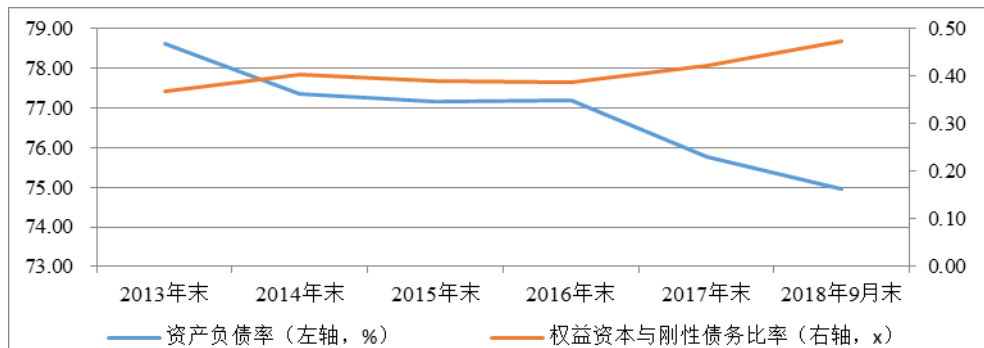
资料来源: 根据南方水泥所提供数据整理

鉴于近年来该公司合并报表范围变动主要系进行管理合并, 2017 年收购企业数虽较多, 但被收购企业体量相对较小, 对公司财务数据影响不大, 整体看近年来财务数据具有可比性。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 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

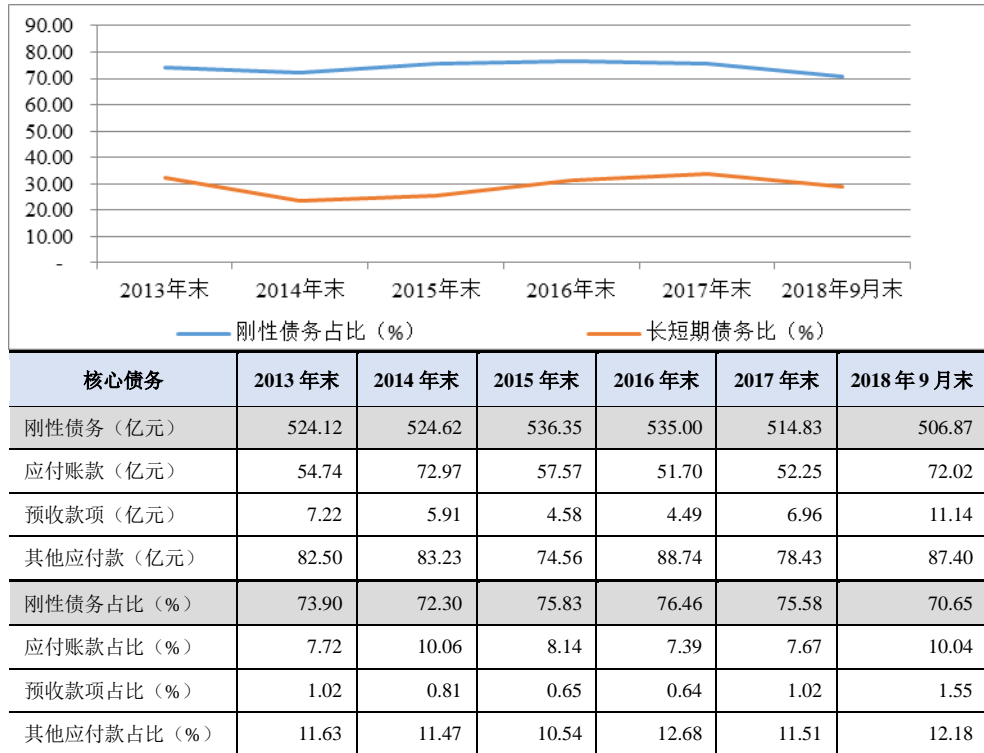
2015-2017 年末, 该公司负债总额分别为 707.30 亿元、699.72 亿元和 681.17 亿元, 逐年下降。2015-2017 年, 公司分别实现净利润 4.14 亿元、3.45 亿元和 18.32 亿元, 同期公司派发上年度现金分红金额分别为 7.42 亿元、13.78 亿元和 7.08 亿元, 2015 年及 2016 年分红金额均超过当年净利润, 2017 年分红后部分经营收益留存于企业, 对权益形成补充。同期末公司所有者权益分别为 198.54 亿元、196.07 亿元和 208.13 亿元。2015-2017 年末, 公司资产负债率分别为 77.15%、77.19% 和 75.76%, 2017 年权益增加负债减少情况下资产负债率有所下降。同期末权益资本与刚性债务比率分别为 0.39、0.39 和 0.42, 权益资本对刚性债务的覆盖能力略有提升。2018 年 9 月末, 公司资产负债率进一步降至 74.96%; 权益资本与刚性债务比率为 0.47。

该公司资产负债率虽有所下降但依然处于偏高水平。根据公司未来计划

压减债务，若能充分落实，且不考虑分红造成的所有者权益下降，公司财务杠杆将有所下降。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，其占负债总额的比重超过70%。除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成，2017 年末分别为 52.25 亿元、6.96 亿元和 78.43 亿元。应付账款账龄以一年以内为主，占比 88.74%，主要系原燃料采购款。预收款项主要系预收货款，账龄一年内的部分占比 88.35%。其他应付款主要包括股东中国建材拆借本金及以往收购应付的股权款，金额分别为 61.12 亿元和 7.53 亿元。从债务期限结构方面来看，2015-2017 年末公司负债期限结构略有延长但依旧以短期为主，长短期债务比分别为 25.43%、31.20%和 33.74%。

2018 年 9 月末，该公司应付账款较年初大幅增加 19.77 亿元至 72.02 亿元主要系原材料备货增加，采购款未结算所致；预收款项增加 4.18 亿元至 11.14 亿元，主要系因销售预收货款增加；其他应付款增加 8.97 亿元至 87.40 亿元，主要系应付关联方借款项增加及处置子公司股权转让款尚未确认投资收益暂列往来款所致。当期末，长短期债务比为 28.68%。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	360.60	395.29	402.40	377.22	352.48	356.42
其中: 短期借款	228.72	196.57	186.79	213.05	198.98	186.54
一年内到期非流动负债	53.36	77.53	85.63	56.54	57.87	63.18
应付短期债券	45.00	84.00	95.00	60.00	50.00	52.00
应付票据	25.85	31.25	26.24	36.55	41.47	49.51
其他短期刚性债务	7.67	5.95	8.74	11.08	4.16	5.19
中长期刚性债务合计	163.52	129.34	133.96	157.78	162.35	150.45
其中: 长期借款	117.25	93.90	53.18	93.60	92.27	62.77
应付债券	21.44	13.17	20.13	35.45	53.31	72.12
其他中长期刚性债务	24.82	22.26	60.65	28.73	16.77	15.56
综合融资成本 (年化, %)	--	7.22%	5.90%	4.98%	4.99%	--

资料来源: 根据南方水泥所提供数据整理, 其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

2015-2017 年末, 该公司刚性债务分别为 536.35 亿元、535.00 亿元和 514.83 亿元, 2017 年刚性债务压减较明显。2015 年以来公司直接融资占刚性债务比重维持在 20% 左右; 银行借款为公司主要融资方式, 从类型看公司借款主要为保证和信用借款, 前者主要产生于公司为子公司及控股股东中国建材为公司融资提供担保。2015-2017 年末公司短期刚性债务余额从 402.40 亿元降至 352.48 亿元; 中长期刚性债务从 133.96 亿元升至 162.35 亿元。2018 年 9 月末, 公司刚性债务为 506.87 亿元, 较年初减少 7.97 亿元。总体而言, 公司近年资本性支出金额不大, 债务融资主要用于日常生产经营, 刚性债务偏向于短期, 与公司当前阶段业务特征的匹配性尚可。但鉴于存量债务规模大, 公司存在一定短期资金周转压力。

融资成本方面, 根据该公司财务数据大致测算, 2015-2017 年综合融资成本分别为 5.90%、4.98% 和 4.99%, 公司融资成本较低。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
营业周期 (天)	107.09	124.71	166.92	177.39	139.47	--
营业收入现金率 (%)	97.38	95.97	107.25	115.35	113.23	109.68
业务现金收支净额 (亿元)	81.15	79.39	64.92	90.68	95.05	113.54
其他因素现金收支净额 (亿元)	-29.64	-19.19	-24.07	-18.02	-13.49	-12.96
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	51.51	60.20	40.85	72.65	81.56	100.58

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
EBITDA (亿元)	88.13	99.05	63.81	63.07	83.13	--
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.16	0.18	0.11	0.11	0.16	--
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.59	2.62	2.04	2.36	3.17	--

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。

2015-2017年该公司营业周期分别为166.92天、177.39天和139.47天，2017年主要得益于营业收入增长，应收账款周转速度加快，公司营业周期较上年大幅缩短。公司收现质量较好，2015-2017年营业收入现金率维持高水平，业务现金收支净额呈大规模流入状态。但公司每年均有较大规模的其他因素现金净支出，主要系期间费用产生的现金支出。2015-2017年公司经营性现金净流量分别为40.85亿元、72.65亿元和81.56亿元，净流入规模逐年扩大。2018年前三季度，公司营业收入现金率为109.68%，业务现金收支净额达113.54亿元，经营性现金净流量为100.58亿元，同比大幅增长88.47%。

2015-2017年该公司EBITDA呈现一定波动，分别为63.81亿元、63.07亿元和83.13亿元，2017年大幅增加主要因利润总额大幅增长。总体看，公司EBITDA对刚性债务的覆盖能力偏弱。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.12	--	0.46	2.85	1.47	2.00
取得投资收益收到的现金	0.23	0.28	3.31	0.05	2.38	1.24
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	-20.49	-9.53	-18.00	-25.58	-19.13	-15.33
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-40.12	-15.37	-7.69	--	-5.63	-0.63
投资环节产生的现金流量净额	-60.50	-24.62	-21.93	-22.67	-20.90	-12.72

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

2015-2017年及2018年前三季度，该公司因投资及收回投资产生的现金流相对较小，净额分别为0.46亿元、2.85亿元、1.47亿元和2.00亿元。公司因投资产生的现金收益分别为3.31亿元、0.05亿元、2.38亿元和1.24亿元。另外公司技改项目持续投入，同期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量分别为-18.00亿元、-25.58亿元、-19.13亿元和-15.33亿元。2015年和2017年公司取得子公司及其他营业单位支付的现金净额分别为7.69亿元和5.63亿元，其中2015年系支付的前期收购款，2017年除支付以往收购款外还包括支付当年收购的款项。2015-2017年及2018年前三季度，公司投资性现金净流量分别为-21.93亿元、-22.67亿元、-20.90亿元和-12.72

亿元。整体看，公司近年来仍有一定的资本支出，但较以往大规模兼并收购时期的支出规模相比已有所缩减。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
权益类净融资额	-7.42	-7.04	-7.42	-13.78	-7.08	-2.53
债务类净融资额	33.75	-23.48	-10.48	-6.99	-22.12	-28.87
其中：现金利息支出	-22.94	-27.94	-24.43	-25.76	-26.16	-17.21
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-19.38	-5.35	-5.18	-28.80	-25.08	-26.24
筹资环节产生的现金流量净额	6.95	-35.87	-23.08	-49.57	-54.28	-57.64

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

注：现金利息支出以负值填列

2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司持续分红，且股东未注入资金，权益类融资净额分别为-7.42 亿元、-13.78 亿元、-7.08 亿元和-2.53 亿元。同期，债务类融资净额分别为-10.48 亿元、-6.99 亿元、-22.12 亿元和-28.87 亿元；筹资环节现金流中其他因素现金净额分别为-5.18 亿元、-28.80 亿元、-25.08 亿元和-26.24 亿元，2016 年以来大幅增加主要系归还中国建材借款本息和承兑汇票保证金支出的增加。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司筹资性现金净流量分别为-23.08 亿元、-49.57 亿元、-54.28 亿元和-57.64 亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产	金额（亿元）	274.05	310.30	289.91	284.96	282.27	345.36
	占总资产比重	30.39%	33.08%	31.62%	31.44%	31.39%	36.08%
其中：货币资金（亿元）		31.76	25.66	18.45	20.14	28.99	61.75
应收票据（亿元）		9.85	20.57	5.88	8.36	14.09	53.56
应收账款（亿元）		90.83	113.17	122.80	123.05	128.67	152.34
其他应收款（亿元）		68.61	74.51	71.22	71.55	44.09	30.78
存货（亿元）		37.03	36.81	28.90	28.45	28.60	32.25
非流动资产	金额（亿元）	627.87	627.67	626.84	621.52	616.84	611.75
	占总资产比重	69.61%	66.92%	68.38%	68.56%	68.61%	63.92%
其中：固定资产（亿元）		357.17	347.43	344.64	333.07	323.43	324.66
在建工程（亿元）		17.38	18.15	10.42	19.27	26.75	25.60
无形资产（亿元）		58.55	59.41	65.94	66.84	72.04	72.58
商誉（亿元）		137.55	137.53	136.39	136.09	137.53	137.63
期末全部受限资产账面价值（亿元）		38.01	13.50	6.09	10.16	10.14	11.56
受限资产账面余额/总资产		4.21%	1.44%	0.66%	1.12%	1.13%	1.21%

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

2015-2017年末,该公司资产总额分别为916.75亿元、906.49亿元和899.11亿元,以非流动资产为主,占比约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、应收票据、应收账款、其他应收款和存货。2017年末,货币资金为28.99亿元,较上年末增加8.85亿元,其中8.51亿元因作为银行承兑票据及保函保证金使用受到限制,受限比率为29.32%。应收票据为14.09亿元,绝大部分为银行承兑汇票。应收账款为128.67亿元,较上年末增加5.62亿元,占总资产比重为14.31%,较上年末增加0.74个百分点,主要系商品混凝土业务的应收款项;应收账款大部分以账龄分析法计提坏账准备²,账龄在一年以内部分占比72.99%(以余额计算),1-2年占比18.47%;应收账款坏账准备占应收账款余额的比重为5.35%。其他应收款主要系代垫款、资金拆借款、股权转让款等,账面价值为44.09亿元,较上年末减少27.45亿元,主要系因收购原合营公司绍兴南方水泥有限公司及诸暨南方水泥有限公司剩余股权将其纳入合并报表范围,公司向上述二者所拆借的资金不再于该科目体现。存货为28.60亿元,较上年末增加0.15亿元,主要体现为煤炭等原燃料的备货,其占存货余额的比重为64.37%。

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。2017年末,固定资产为323.43亿元,占资产总额的35.97%,主要为厂房及机器设备,因折旧的计提及报废处置,较上年末减少9.64亿元。在建工程为26.75亿元,较上年末增加7.48亿元,2017年公司在建工程投入资金16.23亿元,除本部新建或技改工程进度为85%以外,其余工程进度均超90%;当年因淘汰落后产能,公司对在建工程计提了2.40亿元减值准备。无形资产为72.04亿元,较上年末净增加5.20亿元,其中土地使用权较上年末增加0.95亿元至47.49亿元,采矿权较上年末增加4.33亿元至24.24亿元。公司以往兼并重组过程中产生大额商誉,2015-2016年收购情况较少,2017年因收购产生商誉2.33亿元;当年,浙江水泥有限公司因政府要求拆迁,资产全部处置,因此公司计提商誉减值准备0.36亿元;经过减值测试,公司收购其他公司产生的商誉当年未增加计提减值。截至2017年末商誉账面价值为137.53亿元,占总资产的比重为15.30%。

2018年9月末,该公司货币资金较年初增加32.76亿元至61.75亿元;应收票据较年初增加39.48亿元至53.56亿元,主要系收到的汇票截至当期末尚未到期承兑所致;应收账款较年初增加23.67亿元至152.34亿元,系赊销增加所致;预付款项主要因货款结算较年初减少25.92亿元至8.50亿元;其他应收款因款项的回收及减值准备的计提较年初减少13.32亿元至30.78亿元;存货较年初增加3.66亿元至32.25亿元,主要因原材料备货增加。除上述科目外,其他资产科目较年初变化相对较小。

² 1年以内(含1年)的计提比例为1%,1-2年(含2年)的计提比例为7%,2-3年(含3年)的计提比例为20%,3-4年(含4年)的计提比例为40%,4-5年(含5年)的计提比例为70%,5年以上的全额计提。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	51.22	52.93	51.41	53.43	55.42	61.94
速动比率 (%)	38.43	40.75	39.86	42.99	43.05	54.63
现金比率 (%)	7.78	7.71	4.16	5.20	8.42	21.36

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司流动比率分别为 51.41%、53.43%、55.42% 和 61.94%；速动比率分别为 39.86%、42.99%、43.05% 和 54.63%；现金比率分别为 4.16%、5.20%、8.42% 和 21.36%。整体看，虽然公司近年来流动性指标有所提升，但流动性表现依旧较弱。

6. 表外事项

该公司以往年份进行了大规模兼并收购，部分被收购方存在对外担保，公司于并购时点将对外担保全额计提了预计负债。截至 2017 年末，预计负债余额为 0.58 亿元。另外，根据审计报告所载，截至 2017 年末公司不存在重大未决诉讼等其他或有事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部虽主要承担投融资及管理职能，但同时也承担原燃料集中采购及销售职能。2017 年末，公司本部总资产为 484.10 亿元，除包括长期股权投资 244.96 亿元（主要系对子公司投资）之外，主要包括：货币资金 3.51 亿元；应收股利 38.64 亿元；其他应收款 166.58 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 317.85 亿元，其中刚性债务余额为 185.80 亿元；所有者权益为 166.25 亿元。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司本部分别实现收入 26.98 亿元、14.73 亿元、26.30 亿元和 23.22 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；同期分别实现净利润 14.74 亿元、24.28 亿元、11.78 亿元和 29.65 亿元；经营性现金净流量分别为 0.98 亿元、-0.51 亿元、1.82 亿元和 1.47 亿元。公司本部偿债资金主要来源于销售实现的现金流以及子公司拆借资金的回收。

外部支持因素

1. 控股股东支持

该公司控股股东中国建材在建材领域具有很强的综合实力。公司作为股东旗下最大的经营实体，按照股东的总体部署着力拓展华东长江中下游区域水泥市场，在融资和管理等方面得到股东支持，相比其他民营企业在产业整

合、政策优惠、技术支持等方面具备优势。

2017 年末，中国建材向该公司拆借资金本金余额为 63.70 亿元；另外为公司融资提供担保，担保余额为 68.50 亿元。

2. 金融机构支持

截至 2018 年 9 月末，该公司共获得银行授信 476.38 亿元，其中五大商业银行及政策性银行授信占比为 45.63%；已使用额度为 302.39 亿元，未使用额度为 173.99 亿元，后续尚有一定融资空间。公司已放款的贷款利率主要为基准利率，部分按基准浮动。

图表 28. 公司所获银行信贷支持情况

机构类别	银行授信额度	已使用额度	剩余额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	476.38	302.39	173.99	基准利率为主	保证、信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	14.00	14.00	--	基准利率为主	保证、信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	203.36	151.11	52.25	基准利率为主	保证、信用
其中：大型国有金融机构占比	45.63%	54.60%	30.03%	--	--

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理（截至 2018 年 9 月末）

债项信用分析

1. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

2016 年以来，该公司主营业务盈利能力持续提升。尤其是 2017 年，行业持续回暖情况下，公司实现净利润达 18.32 亿元（其中归属于母公司所有者净利润为 17.34 亿元）。2015-2017 年净利润均值为 8.64 亿元（归属于母公司所有者净利润平均值为 7.69 亿元）；2018 年上半年行业景气度维持，公司实现净利润同比亦大幅提升。整体看，公司核心业务盈利可以对本期中期票据的偿付形成一定保障。

(2) 再融资能力

该公司作为大型央企中国建材下属最大的经营实体，可获得股东的资金拆借及担保等支持。公司与国内多家大型金融机构合作关系良好，无不良信贷记录，外部融资渠道通畅。总体而言，公司的再融资能力强，债务循环压力较小。

评级结论

该公司以往年份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；近年来公司主要进行管理整合，2017年以来收购数家水泥及商混企业，主要系战略区域内部整合。公司系中国建材旗下最大的水泥和商品混凝土运营主体，能够持续获得股东资金和担保支持。公司现有水泥产区主要分布于沪浙苏皖赣湘，在核心区域的市场份额较高，对区域市场具有较强的影响力。2017年以来，协同限产、错峰生产政策的持续使得公司所在市场供需改善，水泥价格持续提高，公司收入增长，主营业务盈利能力大幅提升。盈利提升背景下，公司着手压减刚性债务，2017年末资产负债率虽有所下降，但依旧偏高。公司经营性现金流净流入规模扩大，现金平衡能力整体较强。公司资产流动性指标虽有提升，但整体依旧较弱；流动资产中应收账款规模较大，存在一定回款风险；非流动资产中商誉占比大，若行业发生下行，将面临较大减值风险。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的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到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，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并提供相应资料。

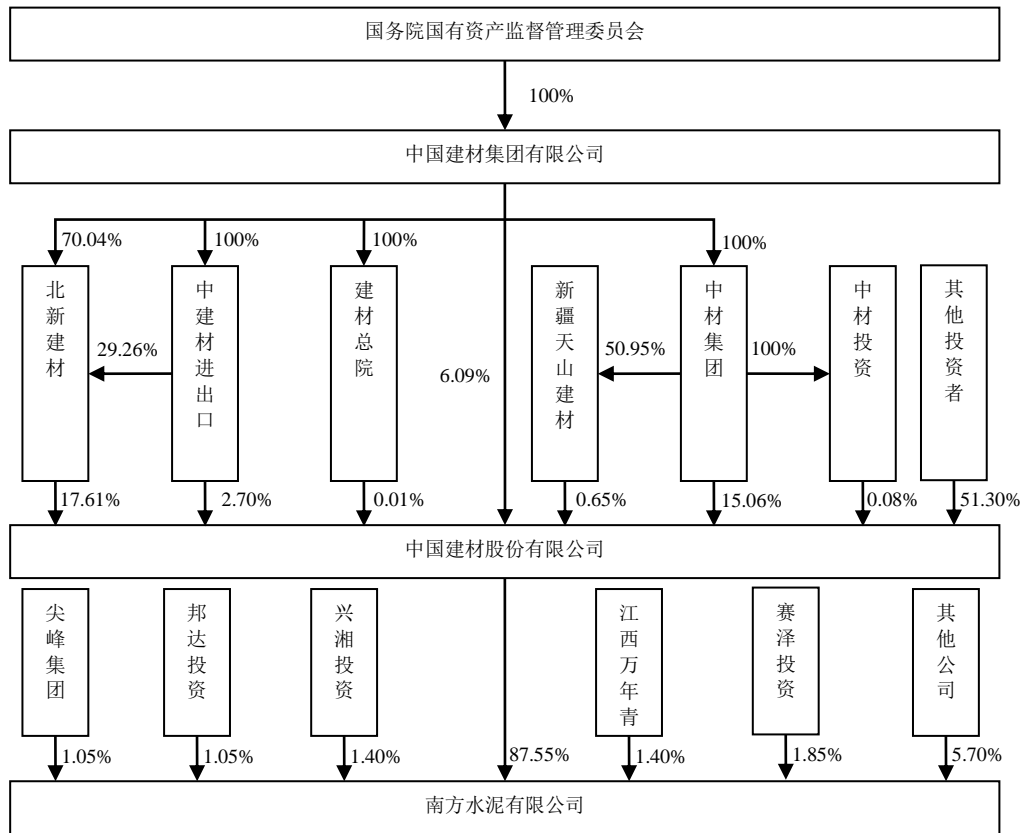
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将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。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

公司与实际控制人关系图³

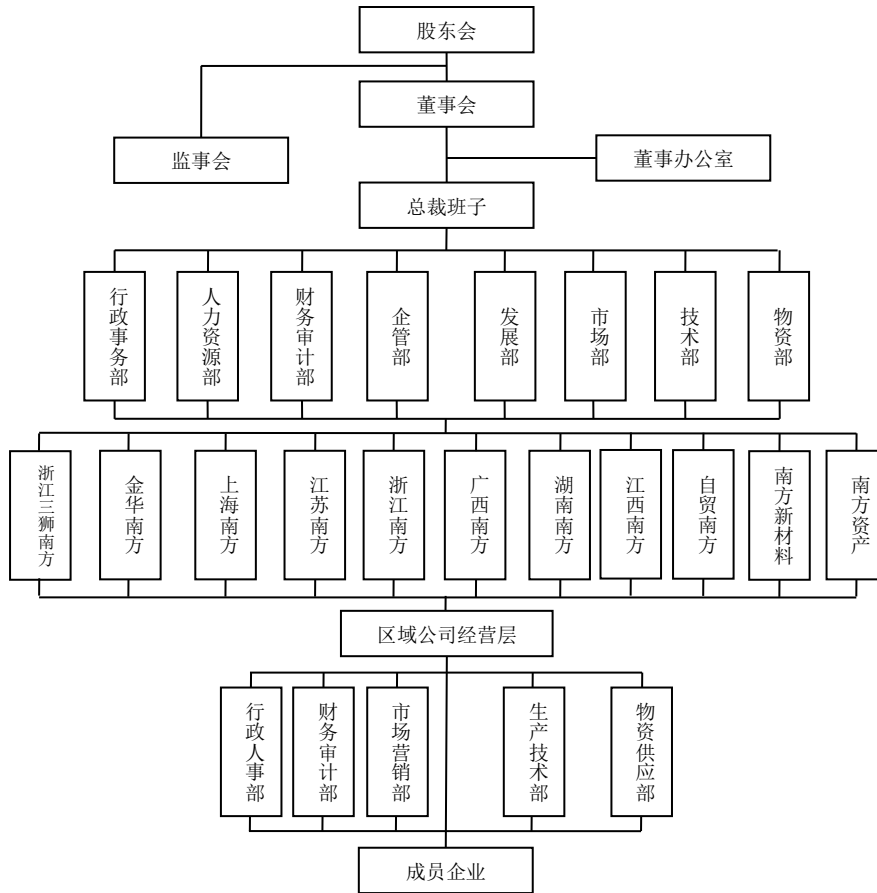


注：根据南方水泥提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

³图中公司简称对应全称如下：北新建材：北新建材（集团）有限公司；中建材进出口：中建材集团进出口公司；建材总院：中国建筑材料科学研究总院；新疆天山建材：新疆天山建材（集团）有限责任公司；中材集团：中国中材集团有限公司；中材投资：中国中材投资（香港）有限公司；邦达投资：浙江邦达投资有限公司；兴湘投资：湖南兴湘投资控股集团有限公司。

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 2018 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017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	EBITDA	
中国建材集团有限公司	中建材集团	实际控制人	--	建材类	3,145.73	1,563.89	3,021.18	100.24	274.09	446.64	
中国建材股份有限公司	中国建材	公司之控股股东	--	建材类	2,131.90	853.98	1,300.63	63.40	222.70	279.29	
南方水泥有限公司	南方水泥	本级	--	--	185.80	166.25	26.30	11.78	1.82	25.22	母公司口径
上海南方水泥有限公司	上海南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	75.23	42.22	140.47	14.65	21.04	32.63	
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	56.09	57.58	72.56	1.66	27.12	16.72	
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	61.92	56.40	61.93	1.29	20.67	10.02	
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	9.30	20.87	21.32	2.88	3.95	6.27	
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	47.31	40.42	58.61	1.54	13.01	11.25	
金华南方水泥有限公司	金华南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	11.05	26.25	48.04	3.70	4.65	8.95	
江苏南方水泥有限公司	江苏南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	3.19	14.95	25.25	-0.86	0.97	2.15	
上海自贸区南方水泥有限公司	自贸区南方	子公司	100.00	从事货物及技术的进出口业务，转口贸易	--	0.50	5.28	0.00	0.16	0.23	
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	12.87	25.33	54.32	0.62	7.38	4.33	
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	--	-0.60	--	-0.70	-0.06	--	

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]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	916.75	906.49	899.11	957.10
货币资金 [亿元]	18.45	20.14	28.99	61.75
刚性债务[亿元]	536.35	535.00	514.83	506.87
所有者权益 [亿元]	209.45	206.76	217.94	239.67
营业收入[亿元]	351.38	331.59	431.67	426.98
净利润 [亿元]	4.14	3.45	18.32	32.39
EBITDA[亿元]	63.81	63.07	83.13	-
经营性现金净流入量[亿元]	40.85	72.65	81.56	100.58
投资性现金净流入量[亿元]	-21.93	-22.67	-20.90	-12.72
资产负债率[%]	77.15	77.19	75.76	74.96
权益资本与刚性债务比率[%]	39.05	38.65	42.33	47.28
流动比率[%]	51.41	53.43	55.42	61.94
现金比率[%]	4.16	5.20	8.42	21.36
利息保障倍数[倍]	1.14	1.40	2.25	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	166.92	177.39	139.47	-
毛利率[%]	23.07	25.00	27.04	33.17
营业利润率[%]	-0.91	1.63	8.26	13.95
总资产报酬率[%]	3.86	4.09	6.54	-
净资产收益率[%]	1.96	1.66	8.63	-
净资产收益率*[%]	1.55	1.33	8.58	-
营业收入现金率[%]	107.25	115.35	113.23	109.68
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.10	13.24	15.64	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.64	7.10	8.79	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.04	2.36	3.17	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.16	-

注：表中数据依据南方水泥经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、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)+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 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了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自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建材行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。