

南方水泥有限公司

2018年公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

概述

编号:【新世纪债评(2018)010682】

评级对象: 南方水泥有限公司 2018 年公开发行公司债券(第二期)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2018 年 8 月 3 日

计划发行: 80 亿元

本期发行: 23 亿元

发行目的: 偿还公司债券

存续期限: 品种一: 3 年; 品种二: 5 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 第一季度
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	7.91
刚性债务	133.48	164.16	185.80	189.45
所有者权益	140.77	159.95	166.25	163.45
经营性现金净流入量	0.98	-0.51	1.82	0.07
合并口径数据及指标:				
总资产	916.75	906.49	899.11	918.67
总负债	707.30	699.72	681.17	695.02
刚性债务	536.35	535.00	514.83	521.45
所有者权益	209.45	206.76	217.94	223.64
营业收入	351.38	331.59	431.67	99.69
净利润	4.14	3.45	18.32	5.70
经营性现金净流入量	40.85	72.65	81.56	21.61
EBITDA	63.81	63.07	83.13	-
资产负债率[%]	77.15	77.19	75.76	75.66
权益资本与刚性债务 比率[%]	39.05	38.65	42.33	42.89
流动比率[%]	51.41	53.43	55.42	58.46
现金比率[%]	4.16	5.20	8.42	12.88
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 年第一季度财务数据整理、计算。

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, 行业景气度回暖, 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

分析师



周文哲 zww@shxsj.com

吴迪妮 wdn@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

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债券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；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



南方水泥有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）

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，注册资本达到 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% 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。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本仍为 100 亿元，中国建材持有公司 82.30% 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 3 月末，公司水泥年产能 1.46 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

该公司申请发行的总额不超过 80 亿元面向合格投资者公开发行公司债券已获得中国证券监督管理委员会“证监许可[2017]480 号”文件核准。债券采用分期发行模式，目前额度内已发行债券共 4 支（系“17 南水 01”、“17 南水 02”、“17 南水 03”、“17 南水 04”和“18 南水 01”），发行规模合计 57 亿元。本期债券发行规模为不超过 23 亿元，具体情况详见图表 1。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	南方水泥有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）
本期发行规模：	23 亿元人民币
本期债券期限：	品种一：3 年；品种二：5 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

本期债券分为两个品种: 品种一为 3 年期固定利率债券; 品种二为 5 年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权, 回拨比例不受限制, 该公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况, 在总发行规模内, 由公司和簿记管理人协商一致, 决定是否行使品种间回拨选择权, 即减少其中一个品种的发行规模, 同时对另一品种的发行规模增加相同金额, 单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。

截至 2018 年 7 月末, 该公司存续债券共 13 期, 待偿还债券本金余额为 143 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	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 南水 01	20.00	3 年	4.89	2018-04-17	80 亿元/2017 年 4 月	未到付息时间
17 南水 04	2.00	5 年	5.00	2017-08-03		未到付息时间
17 南水 03	18.00	3+2 年	4.79	2017-08-03		未到付息时间
17 南水 02	2.00	5+2 年	5.00	2017-04-25		付息正常
17 南水 01	15.00	3+2 年	4.95	2017-04-25		付息正常
18 南方水泥 CP001	12.00	365 天	5.15	2018-03-05	30 亿元/2016 年 11 月	未到期兑付
18 南方水泥 SCP004	15.00	270 天	4.45	2018-07-13	150 亿元/2016 年 12 月	未到期兑付
18 南方水泥 SCP003	6.00	270 天	4.82	2018-06-08		未到期兑付
18 南方水泥 SCP002	5.00	196 天	4.70	2018-05-25		未到期兑付
17 南方水泥 SCP007	13.00	260 天	5.20	2017-12-08		未到期兑付
16 南方水泥 PPN002	5.00	3 年	4.15	2016-11-21	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	30 亿元/2015 年 9 月	付息正常
15 南方水泥 MTN001	20.00	3 年	3.97	2015-10-23		付息正常

资料来源: 南方水泥 (截止 2018 年 7 月末)

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于偿还债务。

(3) 信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康

发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，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。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

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。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，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和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

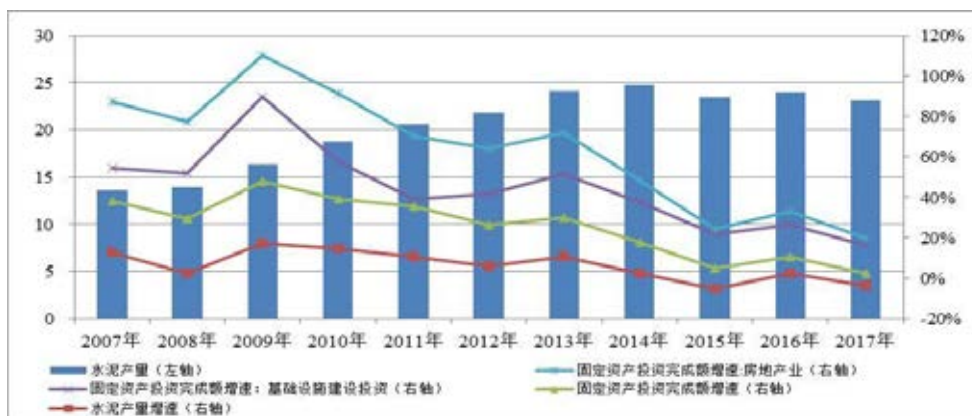
水泥行业产能过剩矛盾突出，近年产能去化效果不佳，主要依靠行业自律及环保限产来改善供求关系。2016年前三季度，房地产市场回暖，当年水泥市场呈弱势复苏态势，行业利润有所增长；2017年水泥总需求与上年基本持平，但受益于价格上涨，利润得到大幅提升。水泥行业与宏观经济发展高度相

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年上半年，固定资产投资完成额增速同比下降2.65个百分点至5.96%。

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

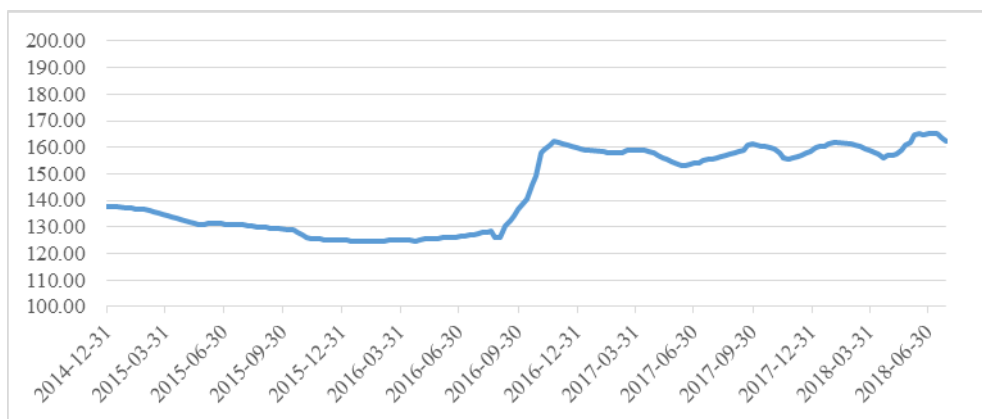
供给方面，为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自2009年起，国家加大水泥行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整。近年水泥行业新增产能虽逐年下降，但新增产能大于淘汰落后产能以致水泥总产能依旧未得到有效压缩。据中国水泥协会统计，2015年新点火31条熟料生产线，新增产能约4712万吨；2016年新增水泥熟料产能2558万吨，当年末全国水泥熟料设计总产能约为18.3亿吨，较上年末增长近1个百分点；2017年新增水泥熟料产能2046万吨，当年末设计熟料产能为18.2亿吨。水泥行业去产能政策的落实较为缓慢，需求增速下行趋势下，产能过剩矛盾依旧非常突出，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年全国水泥产量同比减少3.61%至23.16亿吨；2018年上半年同比减少10.42%至9.97亿吨。

原材料方面，水泥生产中石灰质原料（主要为石灰石）为其最主要的原材料。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）

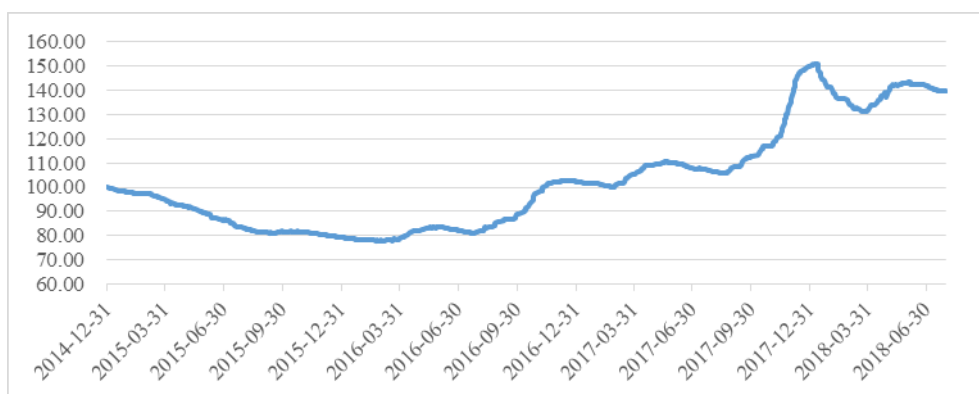


资料来源：Wind

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%。总体而言，近年来电价下调减轻了水泥生产企业的成本压力。

由于上网电价实行煤电联动政策，煤价上涨或将导致电价上调。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、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。其中，承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。	主管部门明确北方地区15省/区/市采暖季期间水泥错峰生产时间安排
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2017年	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市建材行业全面实施冬季错峰	错峰范围更大、时间更长、执行力度有望更大；考虑停窑时间延长及去年实际执行率，此轮错峰生产预计或带来区域熟料缺口800-1200万吨

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
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年秋季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、停限产装备及最大日产量、停限产时限、停限产方式等，执行力有望增强
中国水泥协会	2017年	《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》	三年压减熟料产能39270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%，前10家大企业集团的全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. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017年/末，亿元，万吨，%）

核心样本企业名称	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

核心样本企业名称	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
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、企业公开资料，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”沿线国家基础设施较薄弱的现状，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。

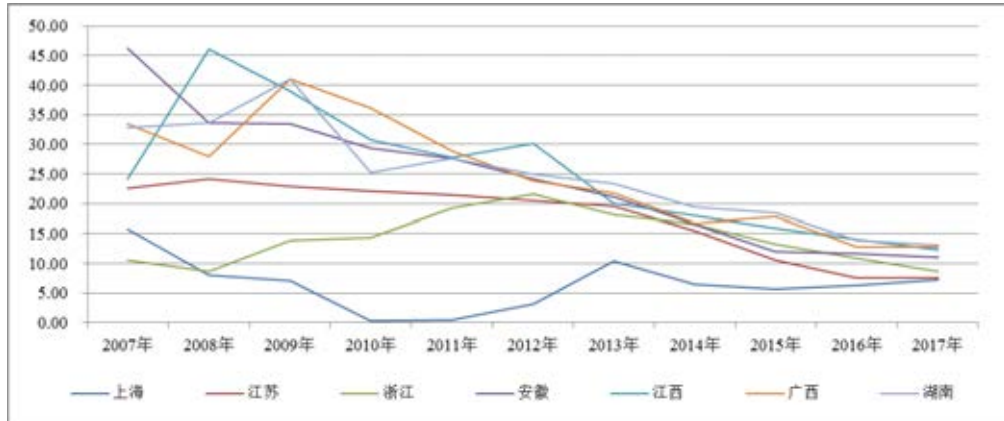
(3) 区域市场因素

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：%）

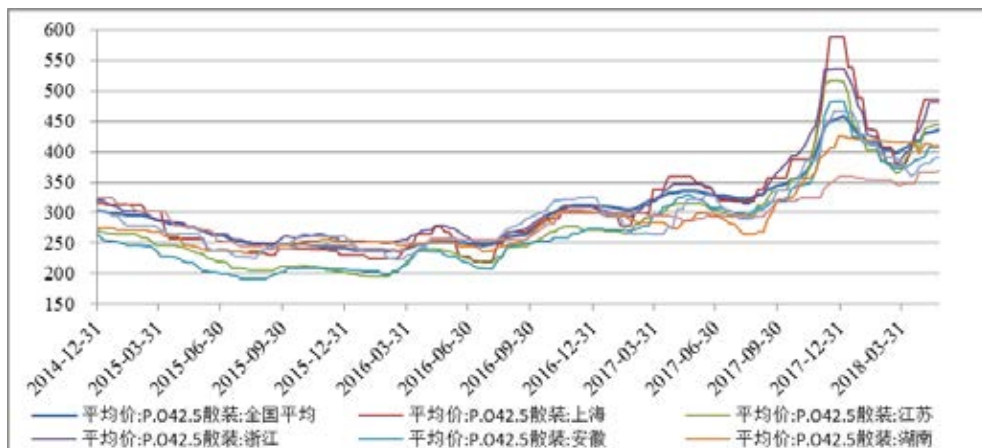


资料来源：Wind

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。在水泥行业回暖形势下，区域内企业自律协同的牢固性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 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	351.38	331.59	431.67	99.69	73.11
其中: 核心业务营业收入(亿元)	342.94	322.00	424.07	98.16	71.06
在营业收入中所占比重(%)	97.60	97.11	98.24	98.46	97.20
其中: (1) 熟料	38.14	36.67	49.99	11.27	8.96
在核心业务收入中所占比重(%)	11.12	11.39	11.79	11.48	12.61
(2) 水泥	187.23	177.71	234.43	54.46	41.37
在核心业务收入中所占比重(%)	54.60	55.19	55.28	55.48	58.22
(3) 商品混凝土	117.57	107.61	139.66	32.43	20.73
在核心业务收入中所占比重(%)	34.28	33.42	32.93	33.04	29.17
毛利率(%)	23.07	25.00	27.04	24.48	17.47
其中: (1) 熟料(%)	12.41	18.06	34.41	30.97	10.59
(2) 水泥(%)	21.45	23.59	22.80	20.75	16.22
(3) 商品混凝土(%)	29.21	28.70	29.48	27.68	19.33

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 年第一季度, 该公司主要产品价格同比增长, 当期实现营业收入 99.69 亿元, 同比增长 36.36%; 其中熟料、水泥及商品混凝土销售收入分别为同比增长 25.77%、36.14%和 56.42%。当期公司综合毛利率为 24.48%, 同比提高 7.01 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 第一季度	2017 年 第一季度
石灰石	采购量(万吨)	13,666.14	10,280.04	14,932.23	1,127.40	2495.82
	采购金额(亿元)	24.85	18.16	27.49	2.37	4.10
	采购均价(元/吨)	18.18	17.67	18.41	21.06	16.44

原燃料	项目	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度	2017年 第一季度
煤炭	采购量(万吨)	1,395.73	1,243.30	1,479.54	92.09	281.59
	采购金额(亿元)	65.33	60.48	98.83	6.45	18.45
	采购均价(元/吨)	468.09	486.46	668.00	701.18	655.13
电	采购量(亿千瓦时)	63.41	59.22	58.43	11.02	11.43
	采购金额(亿元)	38.43	34.64	33.36	6.51	6.80
	采购均价(元/千瓦时)	0.606	0.585	0.571	0.591	0.595

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3月末，公司拥有的矿山石灰石储量为39.20亿吨，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，同比大幅增长37.32%。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。

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 第一季度(末)	2017年 第一季度(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	1,680.06	1,185.19
	产能利用率(%)	74.11	74.56	74.87	74.12	73.31
	销量(万吨)	2,265.00	2,194.15	1,878.02	435.22	487.61
	销售均价(元/吨)	168.00	167.13	266.17	258.95	183.75
水泥	产能(万吨)	14,600.00	14,600.00	14,600.00	14,600.00	14,600.00
	产量(万吨)	9,218.00	9,697.11	9,709.12	1,760.75	1,837.39
	产能利用率(%)	64.22	64.89	65.45	65.21	63.21
	销量(万吨)	8,865.00	8,845.82	9,429.01	1,774.78	1,833.39
	销售均价(元/吨)	211.20	200.90	248.62	306.85	225.65
	产销率(%)	96.17	91.22	97.11	100.80	99.78
商品混	产能(万方)	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00

产品	项目	2015年(末)	2016年(末)	2017年(末)	2018年 第一季度(末)	2017年 第一季度(末)
凝土	产量(万方)	3,754.42	3,646.80	4,151.00	752.00	698.56
	产能利用率(%)	18.77	18.23	20.76	15.04	13.97
	销量(万方)	3,754.42	3,646.80	4,151.00	752.00	698.56
	销售均价(元/方)	318.00	295.09	336.45	431.22	295.32

资料来源：南方水泥

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，使得当年熟料产能有所下降。截至2018年3月末，公司熟料、水泥及商品混凝土年产能分别为0.95亿吨、1.46亿吨和2.00亿立方米。截至2017年末，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同比上涨47.72元/吨至248.62元/吨（涨幅为23.75%）。当年熟料销售均价同比上涨99.04元/吨至266.17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年同比增加41.36元/方至336.45元/方。2018年第一季度熟料价格略有回落，水泥及商混销售均价进一步升至306.85元/吨和431.22元/方。

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	--

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
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：南方水泥

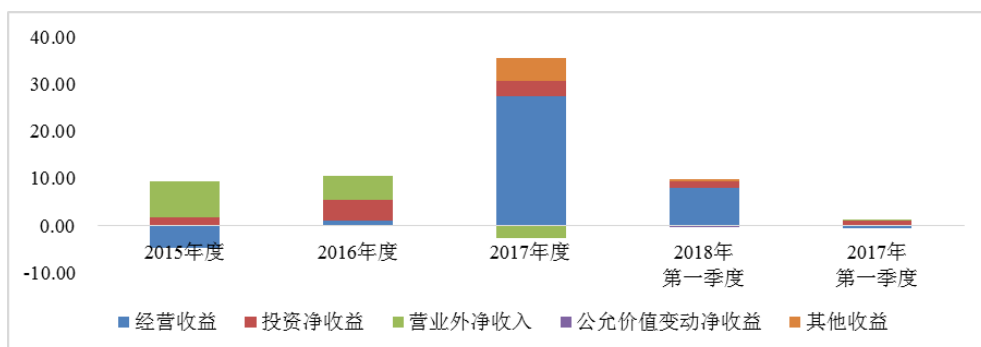
除控股子公司外，该公司还通过合营、联营企业加强在江西和福建市场的控制力。在江西，截至 2017 年末公司持有江西南方万年青水泥有限公司（简称“南方万年青”）50%股权，南方万年青的控股股东江西万年青 2017 年水泥产量为 2183 万吨，约占当年江西产量的 24.43%；在福建，公司持有福建水泥股份有限公司（简称“福建水泥”）5.26%股权（系第二大股东），公司与福建水泥合资成立了福建省建福南方水泥有限公司（各持股 50%），可对福建水泥施加一定影响。2017 年福建水泥水泥产量为 669.76 万吨，约占福建省总产量的 7.93%。

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水泥价格的提升。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 年一季度，该公司实现营业毛利 24.41 亿元，同比增长 91.07%；期间费用为 15.20 亿元，较上年增长 19.66%；当期经营收益 7.89 亿元，同比增加 8.56 亿元。

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 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	351.38	331.59	431.67	99.69	73.11
毛利（亿元）	81.06	82.89	116.70	24.41	12.77
期间费用率（%）	22.79	22.17	17.84	15.25	17.38
其中：财务费用率（%）	8.79	7.87	6.20	6.35	8.45
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，主要系处置报废设备等固定资产产生的损失。

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 年第一季度，该公司投资收益为 1.57 亿元，其他因素金额相对较小。当期实现利润总额 9.69 亿元，同比增长 1146.84%；净利润为 5.70 亿元，同比

大幅增长 776.05%。

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 第一季度	2017 年 第一季度
投资收益（亿元）	1.64	4.36	3.28	1.57	1.12
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.90	1.90	2.41	1.57	0.02
处置长期股权投资产生的投资收益	--	2.39	0.87	--	1.10
营业外净收入（亿元）	7.80	5.16	-2.79	-0.07	0.23
其他收益（亿元）	--	--	4.97	0.35	--
公允价值变动损益（亿元）	--	--	--	-0.05	--

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，目前发展重点已从联合重组转向管理整合和技术改造，未来资本性支出将以设备更新及节能环保支出及支付以前年度并购尾款¹为主。

根据该公司的规划，未来生产线技改工程还将保持一定规模资金投入，2018-2020 年分别计划投资 24 亿元、24 亿元和 19 亿元。另外 2018-2020 年公司计划分别压减债务 20 亿元、10 亿元和 10 亿元。

图表 18. 公司 2018-2020 年投融资规划

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资本性支出计划（亿元）	25	25	20
其中：在建技改工程（亿元）	24	24	19
支付以前年度股权款（亿元）	1	1	1
融资安排（净额，亿元）	-20	-10	-10
其中：权益类融资（亿元）	--	--	--
债务类融资（亿元）	-20	-10	-10

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

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。

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 3471.94 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 1282.19 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。

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 37556.5 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

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2018年5月3日，公司本部及下属上海南方水泥有限公司不存在借款违约及欠息事项；截至2018年5月23日，下属浙江南方水泥有限公司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，跟踪期内公司本部及各区域公司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，该公司刚性债务有所压缩，资产负债率下降，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；经营性现金净流入规模扩大，投资性资本支出规模相对较小，整体看公司现金流平衡能力较强。公司资产以长期资产为主，流动性指标表现较弱；以往兼并收购产生大额商誉，若行业下行则具有较大减值压力；流动资产中应收账款规模大，存在一定回款风险。

1. 数据与调整

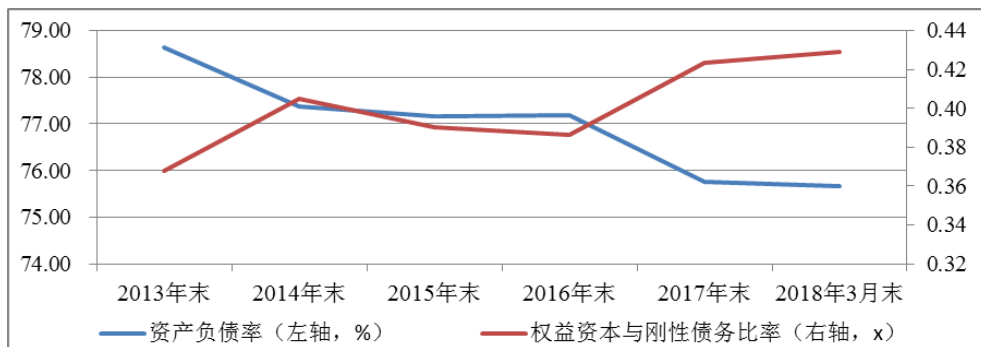
天职国际会计师事务所对该公司的2015年至2017年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》及相关规定。

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。鉴于公司合并报表范围变动主要系进行管理合并，且 2017 年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 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



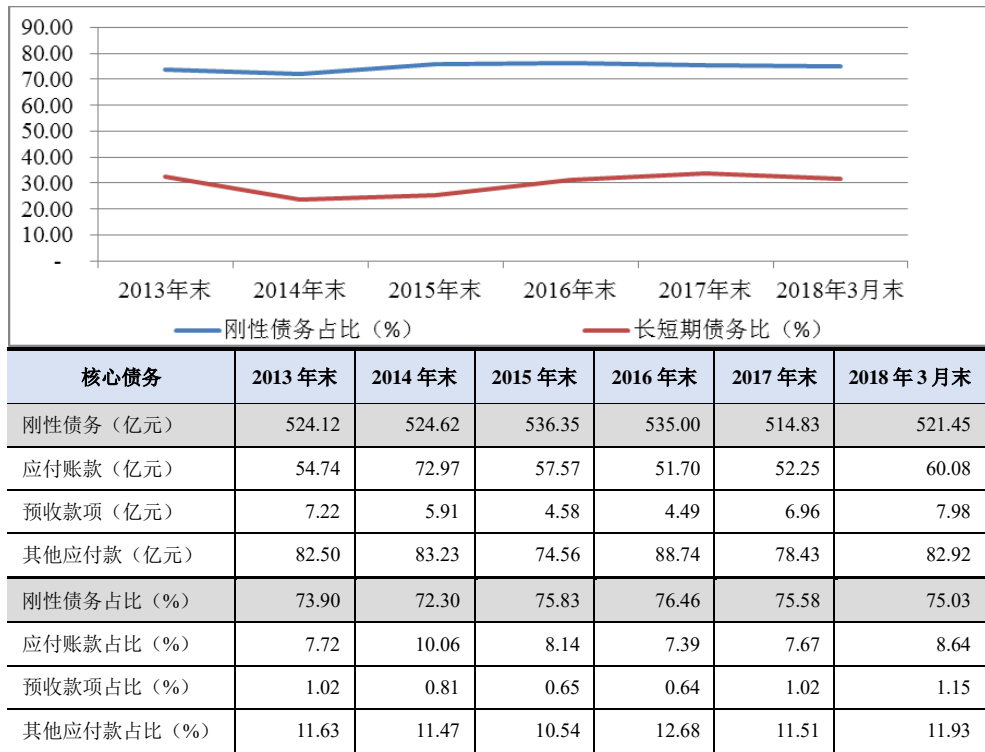
资料来源：根据南方水泥所提供数据绘制

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 3 月末，公司资产负债率为 75.66%，权益债务比为 0.43，与年初基本持平。

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 20. 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 3 月末，该公司刚性债务占负债总额比重为 75.03%，长短期债务比为 31.76%。

(3) 刚性债务

图表 21. 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 3 月末
短期刚性债务合计	360.60	395.29	402.40	377.22	352.48	363.36
其中：短期借款	228.72	196.57	186.79	213.05	198.98	200.90
一年内到期非流动负债	53.36	77.53	85.63	56.54	57.87	53.95
应付短期债券	45.00	84.00	95.00	60.00	50.00	60.00
应付票据	25.85	31.25	26.24	36.55	41.47	43.59

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
其他短期刚性债务	7.67	5.95	8.74	11.08	4.16	4.91
中长期刚性债务合计	163.52	129.34	133.96	157.78	162.35	158.10
其中：长期借款	117.25	93.90	53.18	93.60	92.27	87.30
应付债券	21.44	13.17	20.13	35.45	53.31	53.20
其他中长期刚性债务	24.82	22.26	60.65	28.73	16.77	17.60
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。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 3 月末，公司刚性债务构成较年初未发生重大变化。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 22. 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	2017Q2 ~2018Q1
营业周期（天）	107.09	124.71	166.92	177.39	139.47	136.27
营业收入现金率（%）	97.38	95.97	107.25	115.35	113.23	111.27
业务现金收支净额（亿元）	81.15	79.39	64.92	90.68	95.05	104.11
其他因素现金收支净额（亿元）	-29.64	-19.19	-24.07	-18.02	-13.49	-12.850
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	91.26
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。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。

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 23. 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	2017Q2 ~2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-0.12	--	0.46	2.85	1.47	1.11
取得投资收益收到的现金	0.23	0.28	3.31	0.05	2.38	2.35
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	-19.84
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	-5.63
投资环节产生的现金流量净额	-60.50	-24.62	-21.93	-22.67	-20.90	-22.00

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

2015-2017 年，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 亿元和 1.47 亿元。公司因投资产生的现金收入分别为 3.31 亿元、0.05 亿元和 2.38 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 亿元和-19.13 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 年系支付当年收购的款项。2015-2017 年，公司投资性现金净流量分别为-21.93 亿元、-22.67 亿元和-20.90 亿元。整体看，公司每年仍有一定的资本支出。

(3) 筹资环节

图表 24. 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	2017Q2 ~2018Q2
权益类净融资额	-7.42	-7.04	-7.42	-13.78	-7.08	-7.05
债务类净融资额	33.75	-23.48	-10.48	-6.99	-22.12	-39.95
其中：现金利息支出 ²	-22.94	-27.94	-24.43	-25.76	-26.16	-24.58
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	-23.39
筹资环节产生的现金流量净额	6.95	-35.87	-23.08	-49.57	-54.28	-70.40

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

² 支出以负值填列。

2015-2017年，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、-13.78亿元和-7.08亿元。同期，公司刚性债务规模有所收缩，债务类融资净额分别为-10.48亿元、-6.99亿元和-22.12亿元；筹资环节现金流中其他因素影响净额分别为-5.18亿元、-28.80亿元和-25.08亿元，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年公司筹资性现金净流量分别为-23.08亿元、-49.57亿元和-54.28亿元。

4. 资产质量

图表 25. 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3月末
流动资产	金额(亿元)	274.05	310.30	289.91	284.96	282.27	308.38
	占总资产比重(%)	30.39%	33.08%	31.62%	31.44%	31.39%	33.57%
其中：货币资金(亿元)		31.76	25.66	18.45	20.14	28.99	50.06
应收账款(亿元)		90.83	113.17	122.80	123.05	128.67	134.82
其他应收款(亿元)		68.61	74.51	71.22	71.55	44.09	40.14
存货(亿元)		37.03	36.81	28.90	28.45	28.60	29.78
非流动资产	金额(亿元)	627.87	627.67	626.84	621.52	616.84	610.29
	占总资产比重(%)	69.61%	66.92%	68.38%	68.56%	68.61%	66.43%
其中：固定资产(亿元)		357.17	347.43	344.64	333.07	323.43	320.35
在建工程(亿元)		17.38	18.15	10.42	19.27	26.75	26.62
无形资产(亿元)		58.55	59.41	65.94	66.84	72.04	71.77
商誉(亿元)		137.55	137.53	136.39	136.09	137.53	137.53
期末全部受限资产账面价值(亿元)		38.01	13.50	6.09	10.16	10.14	8.87
期末抵质押融资余额(亿元)		27.85	3.84	1.82	4.62	3.50	2.65
受限资产账面余额/总资产(%)		4.21%	1.44%	0.66%	1.12%	1.13%	0.97%

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³，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，比上年末减少27.45亿元，主要系因收购原合营公司绍兴南方水泥有

³ 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。

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，与上述二者资金拆借不再于该科目体现。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，较上年末增加 5.20 亿元，其中土地使用权为 47.49 亿元，采矿权为 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 3 月末，该公司货币资金较年初增加 21.07 亿元至 50.06 亿元，主要系因 18 南方水泥 CP001 的发行；应收账款较年初增加 6.15 亿元至 134.82 亿元。另外，当期公司将可供出售金融资产调整入交易性金融资产。除上述科目外，其他资产科目较年初变化相对较小。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 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 年第一 季度末
流动比率 (%)	51.22	52.93	51.41	53.43	55.42	58.46
速动比率 (%)	38.43	40.75	39.86	42.99	43.05	46.80
现金比率 (%)	7.78	7.71	4.16	5.20	8.42	12.88

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 51.41%、53.43%、55.42% 和 58.46%；速动比率分别为 39.86%、42.99%、43.05% 和 46.80%；现金比率分别为 4.16%、5.20%、8.42% 和 12.88%。整体看，虽然公司近年来各流动性指标均小幅提升，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。

截至 2017 年末，该公司不存在或有事项。

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。2017年公司本部实现收入26.30亿元，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；实现净利润11.78亿元；经营性现金净流量为1.82亿元。公司偿债资金主要来源于自身生产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. 国有大型金融机构支持

截至2018年3月末，该公司共获得银行授信479.43亿元，其中五大商业银行及政策性银行授信占比近50%；已使用额度为340.84亿元，未使用额度为138.59亿元，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 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	贷款余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	479.43	479.43	340.84	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）	207.09	207.09	154.98	基准利率为主	保证、信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	49.45%	49.45%	45.47%	--	--

资料来源：根据南方水泥所提供数据整理（截至2018年3月31日）

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），可以对本期债券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。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。虽然近年公司对刚性债务规模进行压缩，使得资产负债率有所下降，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，在本期公司债存续期（本期公司债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度报告披露后 2 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。

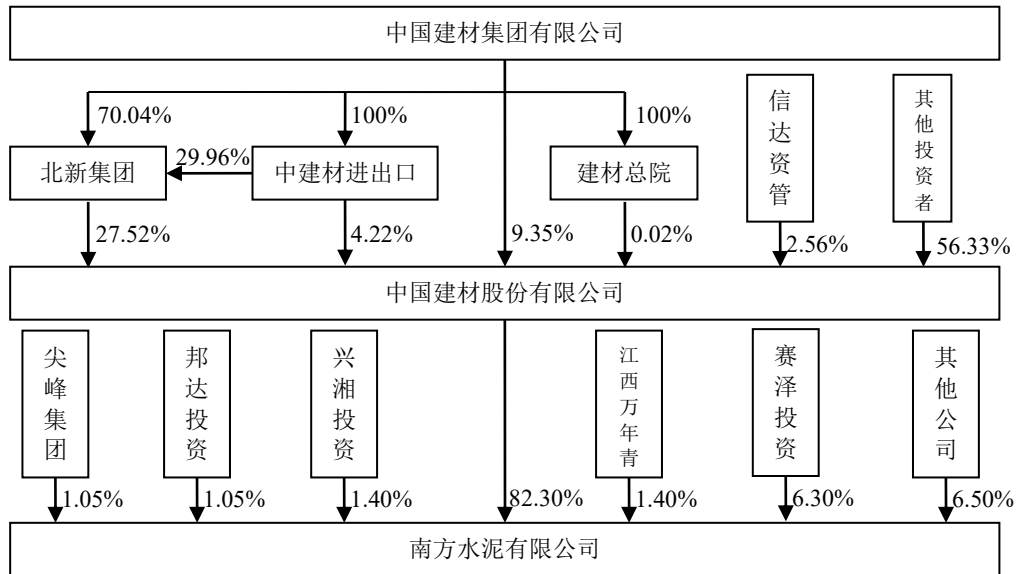
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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⁴

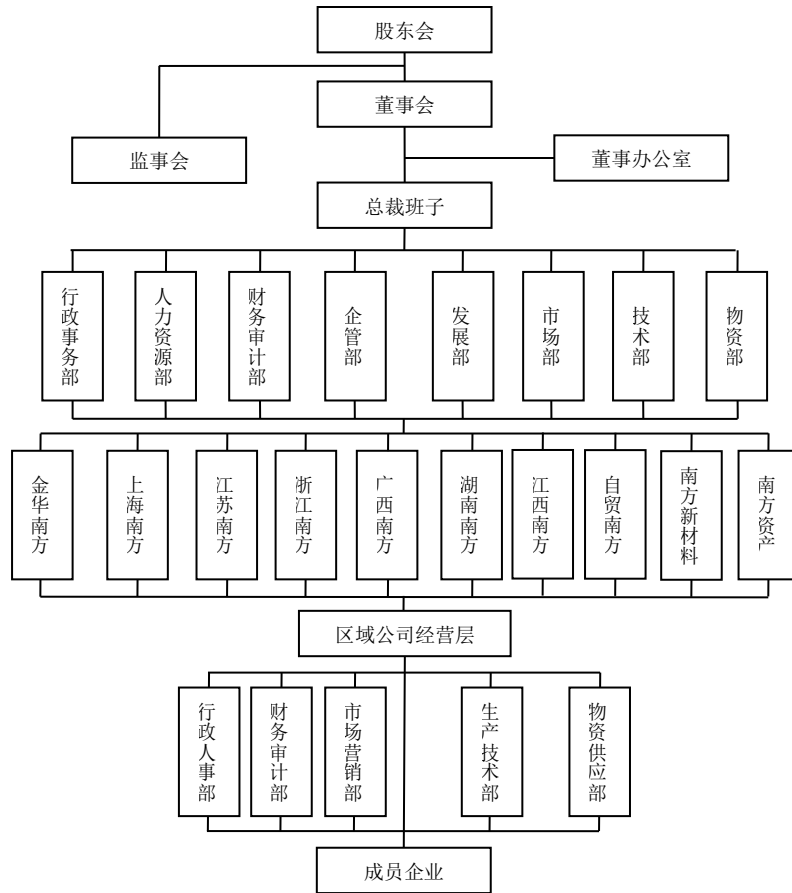


注：根据南方水泥提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

⁴图中公司简称对应全称如下：北新集团：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；信达资管：中国信达资产管理公司。兴湘投资：湖南兴湘投资控股集团有限公司；赛泽投资：上海赛泽股权投资中心（有限合伙）。

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 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	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 第一季度
资产总额 [亿元]	916.75	906.49	899.11	918.67
货币资金 [亿元]	18.45	20.14	28.99	50.06
刚性债务[亿元]	536.35	535.00	514.83	521.45
所有者权益 [亿元]	209.45	206.76	217.94	223.64
营业收入[亿元]	351.38	331.59	431.67	99.69
净利润 [亿元]	4.14	3.45	18.32	5.70
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	21.61
投资性现金净流入量[亿元]	-21.93	-22.67	-20.90	-5.93
资产负债率[%]	77.15	77.19	75.76	75.66
权益资本与刚性债务比率[%]	39.05	38.65	42.33	42.89
流动比率[%]	51.41	53.43	55.42	58.46
现金比率[%]	4.16	5.20	8.42	12.88
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	24.48
营业利润率[%]	-0.91	1.63	8.26	9.79
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	98.47
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 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+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在债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

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。