



南方水泥有限公司 主动评级报告

信用等级: AA_{pi} 信用展望: 稳定

评级时间: 2021年08月27日

主要经营指标	2016	2017	2018	2019
熟料产能(万吨)	10,100.00	9,499.00	9,499.00	10,499.00
熟料产量(万吨)	8,626.36	8,758.01	8,348.27	9,246.11
水泥产能(万吨)	14,600.00	14,600.00	14,600.00	14,600.00
水泥产量(万吨)	9,697.11	9,709.12	10,317.52	11,070.33
主要财务指标	2017	2018	2019	2020Q3
现金类资产(亿元)	43.08	76.50	55.31	57.54
资产总额(亿元)	899.11	820.14	858.12	905.69
所有者权益(亿元)	217.94	247.98	295.28	338.10
短期债务(亿元)	348.32	270.05	184.21	151.97
全部债务(亿元)	510.67	422.73	348.29	309.63
营业总收入(亿元)	431.67	599.79	669.68	462.96
利润总额(亿元)	32.86	74.07	99.97	90.87
EBITDA(亿元)	83.13	128.98	150.10	-
经营净现金流(亿元)	81.56	141.33	191.41	100.00
营业毛利率(%)	27.04	34.54	34.96	32.65
EBIT利润率(%)	13.68	16.37	17.76	-
总资产报酬率(%)	6.54	11.42	14.18	-
资产负债率(%)	75.76	69.76	65.59	62.67
全部债务资本化比率(%)	70.09	63.03	54.12	47.80
流动比率(倍)	0.55	0.59	0.72	0.77
现金类资产/短期债务(倍)	0.12	0.28	0.30	0.38
全部债务/EBITDA(倍)	6.14	3.28	2.32	-
EBITDA利息保障倍数(倍)	3.17	5.35	2.62	-

资料来源: 公开资料, 公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年三季度财务报表。

市场服务

电话: 010-88090123

免责声明: 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露, 不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

评级结论

南方水泥有限公司(以下简称“公司”或“南方水泥”)成立于2007年, 截至2020年9月末, 公司控股股东为中国建材股份有限公司(以下简称“中建材股份”, 3323.HK), 实际控制人为中国建材集团有限公司(以下简称“中建材集团”), 最终控制人为国务院国资委, 但根据新疆天山水泥股份有限公司(以下简称“天山股份”, 000877.SZ)2021年3月2日晚间公告称, 拟采用发行股份及支付现金的方式, 向中国建材等26名交易对方购买中联水泥100%股权、南方水泥99.93%股权、西南水泥95.72%股权及中材水泥100%股权等资产, 重组完成后, 公司控股股东变更为天山股份, 实际控制人和最终控制人不变。公司主营水泥、熟料及混凝土的生产与销售, 中短期内业务结构将保持稳定。中债资信认为水泥2021年行业内主体整体信用风险处于较低水平, 公司在华东地区规模优势突出, 单线产能处于行业较好水平, 产能利用率高且具备较好的成本控制能力; 商混业务对公司营收和利润形成重要补充, 整体经营风险很低。公司主业盈利能力很强, 经营获现能力很强, 但短期偿债指标表现较差, 整体看财务风险较低。外部支持具有较强增信作用。综合上述因素, 中债资信对公司主体信用等级评定为AA_{pi}, 信用展望为稳定。

评级要素

■ 经营风险要素

● **行业风险:** 2021年在基建、房地产建安投资韧性持续的作用下, 水泥需求量将保持稳定或小幅增长。疫情对于水泥行业供给端的影响已基本消化, 但错峰限产政策的常态化, 使得水泥行业供给端仍旧承压。产能释放空间的缩小, 加之煤炭价格的上涨, 都将推动水泥价格的上行, 行业整体盈利有望借此恢复至2019年的水平。但产能释放, 以及技改项目带来的资本支出或将增多, 也进而加重行业债务负担, 弱化行业偿债指标, 但影响幅度有限, 行业内主体整体信用风险处于较低水平。

● **规模和市场地位:** 公司均采用大型新型干法水泥工艺技术, 截至2019年末, 水泥产能1.46亿吨/年, 熟料产能约0.95亿吨/年。公司保持水泥及熟料产能全国第二、华东第一的规模优势, 市场地位高。

● **水泥业务: 资源禀赋方面:** 截至2020年9月末, 石灰石保有量38.72亿吨, 可实现90%自给, 石灰石储量充沛。**资源运行效率:** 在下游需求增长的带动下, 公司产能利用率有所上升, 2019年公司产能利用率上升至73.11%, 产能利用效率高。**成本控制能力:** 公司平均熟料单线产能3,679T/D, 处于行业较好水平; 电力方面, 公司生产线配有余热发电系统, 总装机达604MW, 可满足三分之一的用电需求, 成本控制能力较好。**产能分散度:** 截至2019年末, 公司共有水泥熟料生产线84条, 分布在浙江、湖南、江西、上海等地, 以上地区约占

全部熟料产能 95%左右，在安徽、广西、福建等省也有布局，产能分散度尚可。

●商混业务：商混业务对公司营业收入和利润形成重要补充，截至 2019 年末，公司商混年产能达 2.00 亿立方，位居全国第一，产能主要分布在湖南（1.16 亿立方），其他区域主要为江西、杭州和嘉兴（合计 0.66 亿立方）。2019 年公司实现商混销量 5,179.10 万立方，毛利率为 26.20%，公司控制的商混企业使用自产水泥的比例约 98%。但受商混行业竞争激烈影响，短期内仍面临业务垫资规模大、账款回款周期长、产能利用率低的问题。

●发展战略：未来公司将执行“存量优化、减量发展”的经营策略，应对行业产能过剩局面，不再新建生产线等大型项目建设，未来资本性支出将以设备更新及节能环保支出为主。公司在建工程主要为技改工程，截至 2019 年末，公司在建工程账面金额为 81.33 亿元，主要包括：杭州山亚南方日产 5,000 吨熟料水泥生产线工程、建德南方水泥有限公司绿色建材产业园项目工程等，目前杭州山亚南方日产 5,000 吨熟料水泥生产线技改工程项目资本金已到位。根据公司在建工程投资计划，公司 2021 年计划投资 100 亿元。考虑公司盈利能力较稳定，经营获现表现较好，基本可以满足上述投资需求。

■ 财务风险要素

●资产质量：截至 2020 年 9 月末，公司资产仍以非流动资产为主（占比 68.50%）。受商混业务普遍垫资现象影响，近年应收款项规模呈现上升，对营运资金形成较大占用；其他应收款主要为与关联方代垫款、拆借款及股权转让款，账面价值 18.33 亿元，2019 年末坏账计提比例为 45.48%，需关注其回收风险。前期公司溢价收购形成较大规模商誉，2019 年末公司经商誉减值测试后计提减值 37.33 亿元，未来可能仍有一定商誉减值压力。2019 年末公司受限货币资金 2.51 亿元，受限比例低。整体资产质量一般。

●盈利能力和现金流：2017 年以来，受益于水泥价格回升，公司收入和毛利持续增加，期费收入比持续下滑，经营性业务利润大幅提升，利润总额同比涨幅较大，公司盈利能力很强；但需关注因前期收购子公司的产能陆续关停及拆除，致使公司持续计提大额资产减值对利润的影响。现金流方面，近年公司经营净现金持续大规模净流入，经营获现能力很强。

●资本结构和偿债指标：公司债务规模持续下降，债务负担持续减轻。截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别下降至 62.67% 和 47.80%，负债水平较轻。偿债指标方面，截至 2020 年 9 月末，现金类资产/短期债务为 0.38 倍，短期偿债指标表现较差，2019 年末全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.32 倍和 2.62 倍，长期偿债指标表现很好。

■ 外部支持

公司实际控制人为中建材集团，作为中建材集团在华东地区水泥业务主要的经营实体，公司能够获得股东较大力度支持，外部支持具有较强增信作用。

附件一：

信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为 AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}、D_{pi}，其中 AAA_{pi} 至 B_{pi} 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{pi}	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB _{pi}	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B _{pi}	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 _{pi}	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC _{pi}	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C _{pi}	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D _{pi}	主体已经违约。

信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对南方水泥有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员会的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员会与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。