






内部编号:2026060390

南方水泥有限公司 及其发行的 21 南方 06 与 23 南方 01 定期跟踪评级报告

项目负责人:杨亿  yangyi@shxsj.com
项目组成员:袁诗怡  yuanshiyi@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

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

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

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

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

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于授权范围以外的债券发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号:【新世纪跟踪(2026)100261】

评级对象: 南方水泥有限公司及其发行的 21 南方 06 与 23 南方 01

	21 南方 06	23 南方 01
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2026 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2026 年 6 月 29 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 27 日
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 20 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 11 月 9 日



跟踪评级观点

主要优势:

- 股东背景强。南方水泥由天山股份全资控股，实际控制人为国务院国资委，股东背景强。公司作为天山股份旗下水泥业务区域公司之一，可在原燃料供应及资金方面获得股东的支持。
- 区域市场地位较高。南方水泥产能规模位居行业前列，公司当前业务集中于长三角地区，在区域内规模化经营优势较突出，且现有生产线单线规模大，技术装备水平高，整体看公司具有较高的市场地位。

主要风险:

- 经营亏损。2025 年以来南方水泥所在区域水泥需求进一步下降，竞争更趋激烈，公司水泥销售量价齐跌，收入同比降幅较大，毛利下降叠加对用于产能置换的生产线相关资产计提大额减值准备，2025 年公司出现亏损，且金额较大。
- 债务期限结构有待改善。2025 年以来南方水泥虽持续压降刚性债务，但短期债务规模仍较大，面临一定的即期债务偿付压力，公司债务期限结构有待改善。
- 关联应收类款项规模较大。因前期资产重组，南方水泥应收关联方销售货款、股权转让款和往来款金额较大，2025 年虽收回一定金额相关款项，但余额仍较大，后续相关款项的回收情况有待持续关注。
- 投资项目效益面临不确定性。南方水泥产能置换和配套项目建设未来仍将产生一定规模的资本性支出。在水泥市场需求持续疲弱的背景下，投资项目未来效益存在一定的不确定性，投资回收期或较长。

跟踪评级结论

通过对南方水泥主要信用风险要素及影响上述债券偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AAA，评级展望稳定，并维持上述债券 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计南方水泥信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级/及其评级展望被下调:

- ①区域市场需求持续大幅下降，导致公司出现持续重大亏损;
- ②有证据表明外部支持方的支持能力及/或意愿出现明显弱化等。

主要财务数据及指标

项目	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末
母公司口径数据:			
货币资金[亿元]	5.79	7.97	3.62
刚性债务[亿元]	125.56	106.25	85.04
所有者权益[亿元]	275.74	269.69	267.05
经营性现金净流入量[亿元]	4.53	16.32	14.15
合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	479.58	410.85	382.61

主要财务数据及指标

项目	2023年/末	2024年/末	2025年/末
总负债[亿元]	233.23	172.13	155.42
刚性债务[亿元]	153.87	124.23	103.69
所有者权益[亿元]	246.35	238.72	227.19
营业收入[亿元]	175.35	111.59	83.74
净利润[亿元]	11.31	2.37	-8.94
经营性现金净流入量[亿元]	30.42	19.69	15.28
EBITDA[亿元]	32.62	18.82	5.08
营业周期[天]	107.16	106.11	123.33
毛利率[%]	14.84	15.10	11.79
EBITDA 利润率[%]	18.60	16.86	6.06
资产负债率[%]	48.63	41.90	40.62
权益资本/刚性债务[×]	1.60	1.92	2.19
EBITDA/利息支出[×]	6.09	5.05	1.75
EBITDA/刚性债务[×]	0.19	0.14	0.04
短期刚性债务现金覆盖率[%]	19.89	18.95	9.58
流动比率[%]	142.19	117.98	88.41

注：根据南方水泥经审计的 2023-2025 年财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①ESG 因素	/
		②科技赋能因素	/
		③跨业多元化因素	/
		④流动性因素	/
		⑤表外因素	/
	⑥其他因素	/	
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	↑2	
主体信用级别		AAA	

调整因素：（/）

无。

支持因素：（↑2）

南方水泥系天山股份旗下从事水泥业务的区域公司之一，业务布局长三角市场，在股东体系内地位很重要。公司由天山股份全资控股，天山股份深度参与公司实际经营管理，公司与天山股份关系紧密度很高。天山股份能够依托其水泥业务规模优势，通过原燃料直供或集采降低公司生产成本，并可通过资金拆借给予公司一定的支持。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33340&mid=4&listype=1
《建材行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35419&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照南方水泥有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）（分为两个品种，分别简称“21 南方 05”和“21 南方 06”）和南方水泥有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“23 南方 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据南方水泥有限公司（简称“南方水泥”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2025 年财务报表及相关经营数据，对南方水泥的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司注册发行额度不超过 50 亿元的公司债券于 2020 年 6 月经中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）核准（证监许可[2020]1375 号）。公司于 2021 年陆续发行了 21 南方 01、21 南方 02、21 南方 03、21 南方 05 和 21 南方 06，发行金额分别为 12 亿元、8 亿元、7 亿元、8 亿元和 15 亿元，期限分别为 3 年、5 年、3 年、3 年和 5 年。截至目前，除 21 南方 06 外，其他债券均已到期兑付。21 南方 06 募集资金已用于偿还债务和补充流动资金。

2022 年经证监会审核同意该公司发行总额不超过 40 亿元的公司债券（证监许可[2022]330 号），公司于 2023 年 11 月发行了 23 南方 01，发行金额为 5 亿元，期限为 3 年，募集资金均已用于偿还到期债务。

截至 2026 年 5 月末，该公司待偿还债券本金余额为 35.00 亿元，付息情况（若有）正常。

图表 1. 截至 2026 年 5 月末公司存续债券情况

债券简称	债券余额（亿元）	期限	票面利率（%）	起息日	到期日	本息兑付情况
21 南方 06	15.00	5 年	3.43	2021-08-09	2026-08-09	正常
23 南方 01	5.00	3 年	2.95	2023-11-23	2026-11-23	正常
26 南方水泥 MTN001	15.00	5 年	2.01	2026-03-29	2031-03-19	未到付息期
合计	35.00	-	-	-	-	-

注：根据公开资料整理、绘制。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2023-2025 年财务报表，以及相关经营数据。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》及其他相关规定。

合并范围变动方面，2023 年主要为配合股东天山材料股份有限公司（简称“天山股份”）内部资产重组¹，该公司出售子公司 19 家（主业为水泥制品或混凝土制造销售），吸收合并子公司 1 家，清算注销子公司 3 家，投资设立子公司 1 家。2024 年，公司清算注销子公司 1 家，吸收合并子公司 1 家。2025 年，公司清算注销子公司 1 家，吸收合并子公司 2 家。上述合并范围变化情况对公司数据可比性影响不大。截至 2025 年末，公司合并范围子公司合计 45 家，其中二级子公司（以公司本部为一级起计）42 家。

2. 业务

该公司以水泥业务为核心主业，展业区域集中于长三角地区，公司在区域内产能规模居前，具有较强的竞争优势。2025 年因下游需求不济，竞争趋于激烈，公司水泥销售量价齐跌，营业收入降幅较大，原燃料价格下降

¹ 为优化运行架构和资源配置，强化各业务板块权责，提升整体运营效率和质量，2022 年起天山股份实施内部业务整合及架构调整，整合基本思路为将下属各级子公司按照经营区域划分，以股权转让/收购、划转、增减资、新设等方式整合至区域公司，天山股份对区域公司直接持股。

虽在一定程度上缓解了成本压力，但公司毛利率仍同比有所下滑。主要因毛利下降，加之对用于产能置换的生产线相关资产计提了大额减值准备，公司经营亏损加大，净利润转亏。公司围绕产能置换和配套项目建设未来仍将有一定规模的资本性支出，在水泥市场需求持续疲弱的背景下，投资项目未来效益存在一定的不确定性，投资回收期或较长。

(1) 外部环境

宏观因素

2026 年一季度，全球经济金融受地缘政治事件冲击剧烈波动，能源价格中枢抬升引发滞胀担忧，全球经济贸易格局正在深度重构，新旧产业景气度分化态势持续。新一轮科技革命和产业变革，以及大国关系牵动世界形势更加复杂多变，将是一段时期内影响我国经济发展举措的关键外部环境因素。

2026 年一季度，我国经济在动荡复杂的外部环境下实现了超预期增长、价格水平改善，展现出较强韧性。工业和服务业增加值增速保持较快增长，细分行业表现分化依然明显，非金属矿采选、石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品等少部分传统产业和铁路船舶运输设备制造、计算机通信和其他电子设备制造、电气机械和器材制造、信息技术服务等高技术制造与高技术服务业的生产及利润表现相对较好。服务消费、通讯器材以及金银珠宝消费增速较快，而总体消费增长仍偏低，居民消费能力和意愿还需要进一步增强；基础设施建设投资和制造业投资改善，房地产开发投资降幅收窄但仍较大；在人民币汇率升值的背景下，机电等高新技术产品出口高速增长带动整体出口表现强势，出口去向区域结构多元化成效显著，对东盟、非洲、欧盟出口的增长有效地对冲了对美国出口的下滑。

长期看，在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化对外贸易区域结构；对内建设全国统一大市场，做强国内大循环，培育壮大新动能，提升产业链自主可控水平，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期看，围绕扩大内需和促进科技创新，宏观政策给予定向支持的政策倾向更为突出。央行采取适度宽松的货币政策，加大结构性货币政策力度，引导金融资源流向关键领域；积极财政政策保持较高的支出力度，通过优化财政支出结构提升财政资金使用效率，同时强化财政金融协同与地方财力保障，为经济发展提供坚实支撑。

我国仍处于转变发展方式、转换增长动力的攻关期，经济增长面临压力且行业表现分化是基本特征。随着新动能的持续发展壮大和宏观政策的大力支持，2026 年我国经济有望继续保持稳定增长：深入实施提振消费专项行动以及居民增收计划，有利于庞大的市场潜能释放，消费增速温和提升；地产投资降幅收窄，财政主导的基建和设备更新政策支持的制造业升级带动投资增速回稳，投资向高端制造、战略基础设施和绿色转型等领域倾斜的趋势更加明显；出口在供应链完备高效、产品性价比高、去向区域结构多元化下保持韧性。制度优势、发展韧性以及转型升级成效的综合作用下，我国经济长期向好的基本面依然稳固。

行业因素

水泥主要应用于房地产、基础设施及民用领域，且以前二者为主。2025 年，主要因我国房地产市场深度调整，加之交通运输和公共建筑等领域投资情况不济，水泥需求持续收缩。水泥行业错峰生产常态化开展，执行力度有所加强，我国水泥产量虽同比有所下降，但需求跌幅超预期下，价格中枢下移。2025 年，煤炭价格先跌后涨，前三季度成本压力减轻下，行业盈利状况有所改善，第四季度成本转嫁压力虽有所加大，但估计行业全年利润总额仍同比小幅增长。

展望 2026 年，需求端方面，我国目前将保证供需平衡作为房地产发展的主要目标，新模式构建下，城市更新投资若能良好释放，预计可在一定程度上提振水泥需求；随着稳投资措施的落实，基建投资有望止跌回稳，预计能够为水泥需求提供一定的基础支撑。供给端方面，水泥行业错峰生产仍将常态化开展，执行力度预计不会松动，仍将为行业供需矛盾改善起到重要作用；另外，合规化产能补齐带来的产能出清亦可在一定程度上减轻供给压力。行业发展及资本性支出方面，2026 年水泥行业产能置换项目投资或将显著缩减，水泥主业投资或将主要围绕国内收购和海外产能布局，另外企业跨界多元化发展的尝试或将持续；双碳背景下，水泥行业企业减碳降耗方面的资本性投入或将加大。

详见：《建材行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》。

区域市场因素

该公司当前水泥业务产能主要布局在长江中下游地区，销售区域主要覆盖上海、江苏、浙江、安徽等省份。水泥需求用量与区域固定资产投资紧密相关，2025 年上述 4 个省份固定资产投资增速分别为 4.6%、-12.7%、-9.1%和-9.2%，受下游房地产投资缩减和基建工程项目放缓等多重因素影响，除上海以外其他省份投资增速转负。2025 年，上海、江苏、浙江、安徽水泥产量分别为 325.73 万吨、12,305.29 万吨、11,185.47 万吨和 11,188.80 万吨，合计占全国水泥总产量的比重保持在 20%左右；上述 4 个省份合计产量同比下降 5.30%，降幅小于全国水泥产量降幅（7.24%）。价格方面，长三角地区水泥价格涨跌存在明显的季节性特征，春节期间、梅雨季及高温期间下游工程施工进度停滞，水泥价格多处于低位，第三和第四季度一般为需求旺季，价格多呈上涨趋势。从上述 4 省份 PO42.5 散装水泥日均价的算数平均值走势看，2023 年年初淡季期间水泥价格小幅下行，3-4 月小幅拉涨至 430 元/吨，随后至 9 月下旬持续下滑，价格最低跌至 310 元/吨左右，10 月起至年末价格止跌回升，全年价格重心约 360 元/吨；2024 年 1-9 月，水泥均价在 300-350 元/吨区间小幅波动，9 月末价格快速跳升至 400 元/吨，至年末价格保持相对稳定，当年价格重心约为 350 元/吨；2025 年 1-2 月价格高位下行，3-4 月小幅拉涨至约 375 元/吨，随后至年末呈下滑态势，期间虽有阶段性小幅反弹，但下行趋势未改，价格最低跌至 275 元/吨左右，当年价格重心约为 320 元/吨。

从区域竞争角度看，该公司浙江北部目标市场集中度较高，主要竞争者为红狮控股集团有限公司和安徽海螺水泥股份有限公司（简称“海螺水泥”）；公司江苏省南部环太湖区域及中部区域主要竞争者包括江苏金峰水泥集团有限公司、台湾水泥股份有限公司、江苏鹤林水泥有限公司和海螺水泥等；安徽市场由海螺水泥和公司主导，其他竞争者主要包括甘肃上峰水泥股份有限公司（简称“上峰水泥”）。总体看，公司在沪苏皖浙目标区域内市占率较高，具有较强的规模优势和竞争实力。

(2) 业务运营

图表 2. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入合计	175.35	111.59	83.74
其中：(1) 水泥	111.81	83.23	64.22
在营业收入中所占比重 (%)	63.77	74.58	76.69
(2) 熟料	19.02	18.10	11.31
在营业收入中所占比重 (%)	10.85	16.22	13.51
(3) 商品混凝土	4.85	4.86	3.57
在营业收入中所占比重 (%)	2.77	4.36	4.26
毛利率 (%)	14.84	15.10	11.79
其中：(1) 水泥 (%)	16.97	13.62	9.11
(2) 熟料 (%)	14.23	15.66	14.72
(3) 商品混凝土 (%)	13.02	11.79	14.49

注：根据南方水泥提供的数据整理、计算。

2023-2025 年，该公司营业收入分别为 175.35 亿元、111.59 亿元和 83.74 亿元，其中 2024 年主要因关联方集采职能转至股东天山股份，材料贸易收入大幅下降，加之水泥产品销售量价齐跌影响，当年收入同比下降 36.36%，2025 年公司水泥及熟料销售量价进一步下降，收入同比下降 24.96%。2023-2025 年，公司综合毛利率分别为 14.84%、15.10%和 11.79%，2025 年主要因产品价格下跌，公司业务利润空间有所收窄。

① 经营状况

因开展产能减量置换，用于产能置换的生产线停产拆除，2025 年末该公司在役水泥熟料生产线较上年末减少 4 条至 22 条，熟料产能较上年末减少 655.02 万吨/年至 2,863.48 万吨/年，水泥产能较上年末减少 2,194.57 万吨/年至 3,448.43 万吨/年；熟料单线产能均值升至 4,600 吨/年。因前期资产重组，2023 年以来公司仅存少量商砼业务，产能规模不大。

图表 3. 公司水泥相关产品产能及产销情况

产品	指标	2023 年	2024 年	2025 年
熟料	产能（万吨/年）	3,518.50	3,518.50	2,863.48
	产量（万吨）	3,647.31	3,197.31	2,854.89
	产能利用率（%）	103.66	91.27	99.70
	销量（万吨）	760.86	749.76	550.46
	销售均价（元/吨）	249.95	214.21	199.59
水泥	产能（万吨/年）	5,443.00	5,643.00	3,448.43
	产量（万吨）	4,332.06	3,657.09	3,241.52
	产能利用率（%）	79.59	64.81	94.32
	销量（万吨）	4,321.42	3,654.59	3,221.87
	销售均价（元/吨）	257.67	226.90	198.64
	产销率（%）	99.75	99.93	99.39
商品混凝土	产销量（万立方米）	118.13	135.56	117.88
	销售均价（元/立方米）	410.79	358.66	302.86

注：①根据南方水泥提供的数据整理、计算；②产能以年末值列示；③产能利用率按照年化产能计算；④销售均价不含税。

该公司所产熟料优先保证内部水泥生产所需，占产量的八成左右，剩余部分外销给其他水泥生产企业。“以销定产”模式下，公司水泥产销率接近 100%。公司水泥采取分销与直销相结合的销售模式，2025 年二者占比分别为 58%和 42%，直销对象主要为高铁及道路等基建项目、房地产项目和混凝土搅拌站；水泥销售以现款交易为主，仅针对个别战略客户和大型重点工程项目采用月度授信方式，结算账期一般为 40-60 天。2025 年因区域内水泥需求下滑，同业竞争加剧，公司熟料及水泥销量同比分别减少 26.58%和 11.84%，销售均价同比分别下降 6.83%和 12.45%。商砼方面，2023 年以来公司商砼产销量有所波动，2025 年同样受市场需求下降影响，产销量同比减少 13.04%，价格下降 15.56%。由于行业特性，公司商砼赊销比例较大，下游项目周期一般较长，回款较慢，面临一定的垫资压力。

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。近年来公司石灰石自给率持续提升，2023-2025 年分别为 90%、95%和 100%。截至 2025 年末，公司拥有的矿山石灰石保有储量为 6.01 亿吨，资源储备丰富。

图表 4. 公司水泥相关产品主要原燃料采购情况

原燃料	指标	2023 年	2024 年	2025 年
石灰石	采购量（万吨）	5,261.00	4,566.37	4,521.34
	采购金额（亿元）	12.38	10.06	8.79
	采购均价（元/吨）	23.53	22.02	19.45
煤炭	采购量（万吨）	499.35	412.34	349.91
	采购金额（亿元）	47.88	36.74	25.71
	采购均价（元/吨）	958.93	891.03	734.88
电	采购量（亿千瓦时）	20.54	17.93	15.50
	采购金额（亿元）	11.84	9.86	7.91
	采购均价（元/千瓦时）	0.58	0.55	0.51

注：①根据南方水泥提供的数据整理、计算；②表内石灰石采购量包含外采和自供，电力仅为外采；③采购金额及均价均不含税。

水泥行业系能源消耗型行业，煤炭及电力消耗量较大。近年来，该公司生产能耗保持相对稳定，且处于行业良好水平。煤炭采购方面，公司实行集中采购，2025 年以来综合考虑煤种煤耗和价格因素，通过对比天山股份直供煤和市场煤，选择成本最优的采购方式，当年采购煤炭以天山股份直供煤为主。公司煤炭采购通常按月结算，结算方式以现汇为主，部分采用银行承兑汇票。2023 年以来公司煤炭采购价格持续下降，2025 年得益于煤炭市场价格的下降及公司采购策略的优化，采购均价同比降幅达 17.52%，一定程度上缓解了公司的成本压力。电力自给及采购方面，公司熟料生产线大多配备低温余热发电装置，2025 年末在役生产线装机总规模为 212 兆瓦，整体运行情况稳定，当年所发电量能够满足约 57%的电力需求。公司剩余电力外购满足，采购量主要随水泥产量变动，为控制用电成本，近年来公司排产时尽可能最大化利用低谷电；另外，2025 年以来得益于通过天山股份开展电力集中采购，公司购电成本有所下降。

图表 5. 公司吨熟料能耗及余热发电指标

项目	吨熟料标煤煤耗（kgce）			吨熟料综合电耗（千瓦时）			吨熟料余热发电量（千瓦时）		
	2023 年	2024 年	2025 年	2023 年	2024 年	2025 年	2023 年	2024 年	2025 年
最低值	94.83	91.16	92.13	43.48	43.00	42.50	27.29	24.90	28.00

项目	吨熟料标煤煤耗 (kgce)			吨熟料综合电耗 (千瓦时)			吨熟料余热发电量 (千瓦时)		
	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年	2025年
最高值	105.44	108.58	103.71	54.45	53.20	50.14	35.07	37.40	34.50
平均值	101.97	100.09	101.07	47.14	46.22	46.49	31.86	31.96	31.56

注：根据南方水泥提供的数据整理。

2025年，因销售量价齐跌，该公司水泥及熟料收入分别同比减少22.84%和37.49%至64.22亿元和11.31亿元；原燃料采购价格虽同比有所下降，但难抵产品销售价格下跌影响，同期公司水泥和熟料毛利率分别同比下降4.51个百分点和0.94个百分点至9.11%和14.72%。公司商砼业务收入规模较小，2025年因产销量及销售均价亦同比下降，收入同比减少36.18%至3.57亿元，但得益于水泥等原材料价格的下降，毛利率同比提升2.70个百分点至14.49%。

截至2025年末，该公司主要在建及拟建项目如图表6所示，主要涉及产能置换和配套资源获取项目，计划总投资合计103.23亿元，资金来源系自有资金及银行贷款；上述项目已投资57.03亿元，按计划尚需投资46.20亿元，公司未来资本性支出仍较大。在水泥市场需求持续疲弱的背景下，上述项目未来效益存在一定的不确定性，投资回收期或较长。

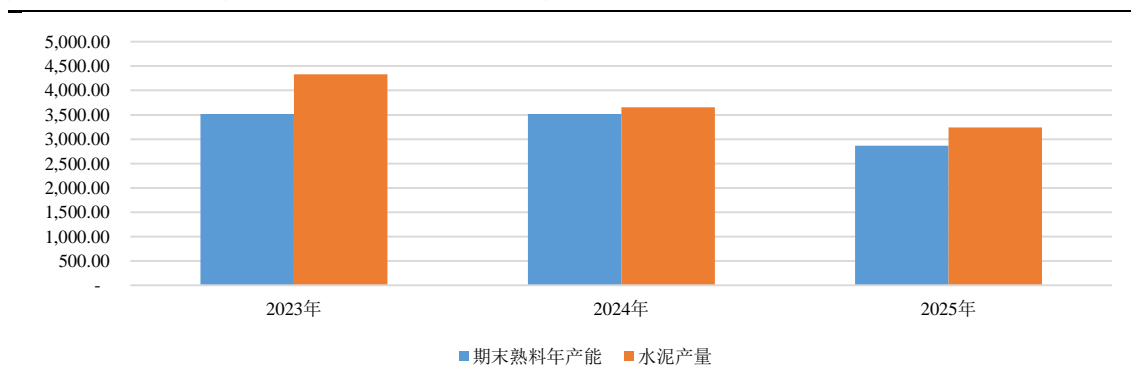
图表6. 截至2025年末公司主要在建/拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资金额	投资规划		
			2026年	2027年	2028年
安徽广德南方水泥有限公司日产7500吨熟料生产线项目（简称“广德项目”）	27.11	10.27	3.50	3.00	2.00
江苏宣城南方水泥有限公司7000TD熟料水泥生产线（简称“宣城项目”）	16.68	13.17	0.20	0.20	0.20
合肥南方合肥南方水泥有限公司整体搬迁优化升级项目	13.99	13.70	0.03	0.02	0.02
滁州中联4000t/d新型干法水泥熟料协同处置污泥生产线技术改造项目	9.20	6.76	0.10	0.10	0.12
滁州中联毛谷山石灰石矿（12286万吨）	7.33	-	1.59	2.00	1.14
其他	28.92	13.13	4.12	4.55	3.94
合计	103.23	57.03	9.54	9.87	7.42

注：根据南方水泥提供的数据整理、计算。

② 竞争地位

图表7. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势（单位：万吨）



注：根据南方水泥提供的数据整理、绘制。

根据水泥网公布的2025年中国水泥熟料产能百强榜，按集团企业排名，该公司当前水泥熟料产能仍位于行业前十名。公司目前展业区域主要集中于长三角地区，核心市场包括上海、江苏南部区域、安徽环巢湖区域、浙北及甬台温沿海区域。长三角地区经济实力较强、发展潜力较大，与国内其他区域相比，水泥用量需求相对较大且较稳定。根据沪苏皖浙4个省份水泥总产量及公司水泥产量估算，公司近三年市场占有率保持在10%左右，因公司核心市场并非上述省份全域，竞争区域内实际市场占有率应高于上述估算值。

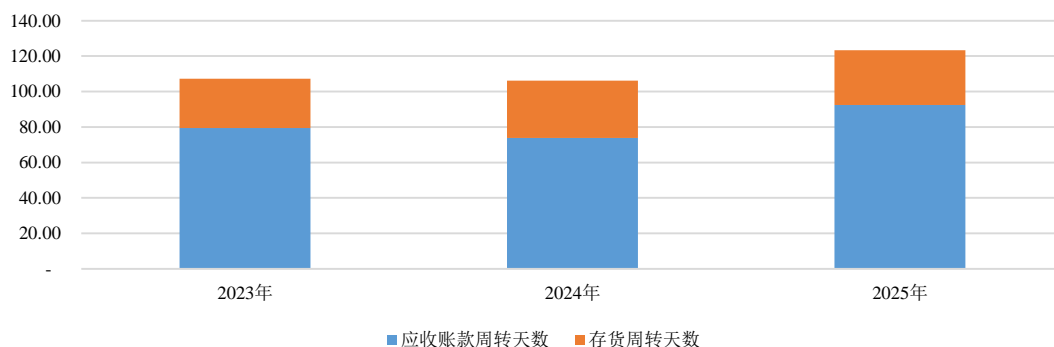
原燃料保供方面，该公司拥有丰富的石灰石资源，2025年末保有储量达6.01亿吨。近年来公司石灰石自给率持续提升，2025年石灰石完全自给。公司煤炭实施集中采购，采购途径包括天山股份直供及市场化采购，煤

炭供应保障性强；公司采购天山股份直供煤相当于间接利用其规模化采购形成的议价优势，降低采购成本。电力自给方面，2025 年公司在役生产线余热发电总装机量达 212 兆瓦，可满足约 57%的生产用电需求；外购电能够通过天山股份集中采购降低成本。

该公司水泥熟料生产线多为大型生产线，2025 年在役生产线单线产能均值达 4,600 吨/日，装备及技术水平先进。公司生产线能耗处于行业良好水平，2025 年吨熟料平均标煤煤耗和平均综合电耗分别为 101.07kgce 和 46.49kwh，分别达到现行能耗限额等级的 3 级和 1 级。公司生产涉及污染物排放，相关污染物排放均符合相关法律法规及标准的要求，近年来未发生过重大环境污染、环保事故或其他突发环境事件。整体看，公司绿色生产水平高。

③ 经营效率

图表 8. 反映公司经营效率要素的主要指标值及变化趋势（单位：天）

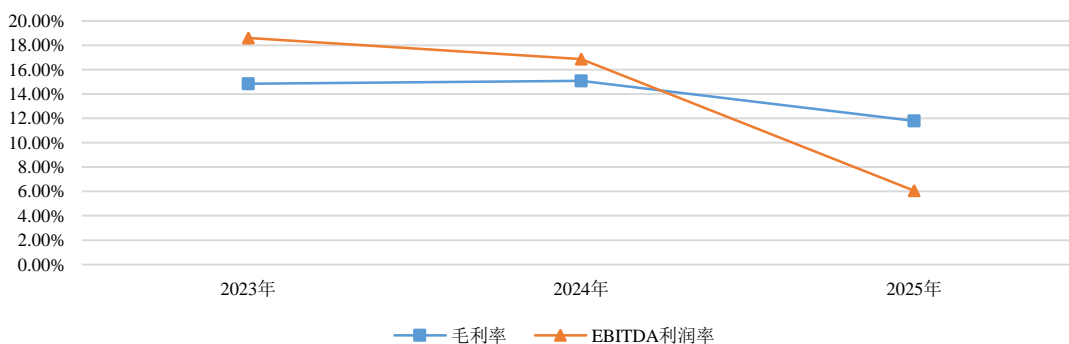


注：根据南方水泥提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年，该公司存货周转天数分别为 27.69 天、32.22 天和 30.92 天，应收账款周转天数分别为 79.48 天、73.88 天和 92.41 天，营业周期分别为 107.16 天、106.11 天和 123.33 天，2025 年主要因收入降幅较大，而公司因前期资产重组产生的应收账款回收规模相对有限，应收账款周转天数同比大幅增长，营业周期同比有所拉长。但因公司具有垫资属性的商砼业务规模较小，经营效率表现仍良好。

④ 盈利能力

图表 9. 反映公司盈利能力要素的主要指标值及变化趋势（单位：亿元）



指标	2023年	2024年	2025年
营业毛利	26.01	16.84	9.87
毛利率	14.84%	15.10%	11.79%
期间费用	15.58	14.20	11.60
其中：销售费用	1.30	1.13	1.07
管理费用	6.62	6.10	5.78
研发费用	6.30	4.96	2.50
财务费用	1.37	2.01	2.25
资产减值损失及信用减值损失	2.18	-1.21	-5.91
经营收益	9.13	-1.63	-10.43
投资收益	-1.19	0.86	-0.13
资产处置收益	4.63	2.02	-0.04
公允价值变动收益	-	0.02	0.01
其他收益及营业外收入	2.47	2.16	1.06
净利润	11.31	2.37	-8.94
EBITDA	32.62	18.82	5.08
EBITDA 利润率	18.60%	16.86%	6.06%

注：①根据南方水泥所提供的数据整理、计算；②经营收益=营业总收入-营业总成本，其中营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失；③“资产减值损失及信用减值损失”科目中损失以“-”号填列。

2023-2025年，因水泥及熟料销售量价齐跌，该公司营业毛利持续下降，其中2025年因成本下跌难抵产品价格下跌，综合毛利率同比下降3.31个百分点至11.79%。同期，公司期间费用持续下降，主要因研发费用缩减所致；期间费用中销售费用及管理费用亦小幅下降，财务费用因利息收入减少而有所上升。2025年，主要因用于产能置换的生产线关停拆除，公司计提了较大金额的固定资产及商誉减值准备，故当年资产减值损失金额较大。主要因毛利下降，加之确认大额资产减值损失，2025年公司经营性亏损加大。

2023-2025年，该公司投资收益有所波动，其中2023年为负，主要因处置多家商砼子公司产生3.16亿元损失所致，2024-2025年主要来源于权益法下确认对合营及联营企业的投资收益，相关企业亦主要从事水泥生产，2025年因其中部分企业经营承压而确认0.13亿元投资损失。同期，公司资产处置收益分别为4.63亿元、2.02亿元和-0.04亿元，其中2023年主要系处置厂区资产产生的利得及收到的关停产线补偿金，2024年主要系处置土地使用权产生的利得，2025年主要因处置固定资产形成小额损失。公司能够持续获得政府补助，2025年其他收益及营业外收入中的政府补助金额为0.90亿元，同比减少0.77亿元。

2023-2025年，该公司净利润分别为11.31亿元、2.37亿元和-8.94亿元，2025年主要因经营性亏损加大，加之投资收益转负及政府补助减少综合影响，公司净亏损金额较大。同期，公司EBITDA利润率分别为18.60%、16.86%和6.06%，2025年盈利能力显著弱化。

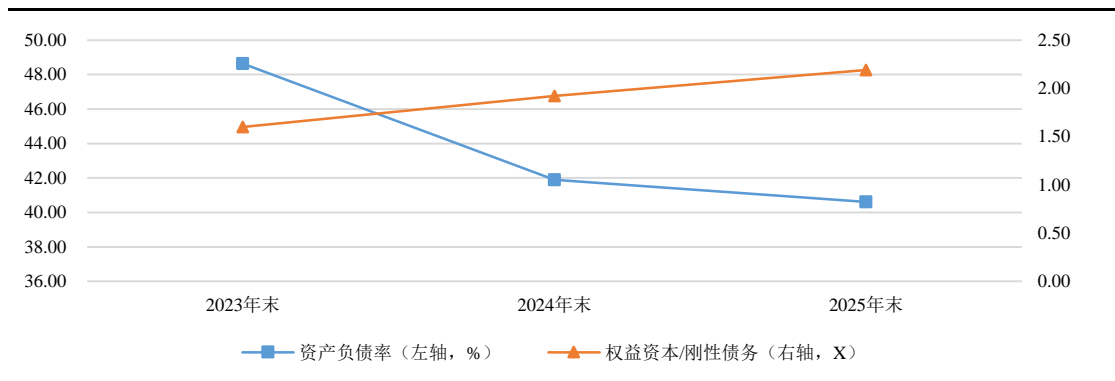
2026年以来，该公司所在长三角地区房地产投资未见明显好转，但随着稳投资措施的实施，基建投资有望回稳，并对水泥需求形成托底。行业企业业绩普遍下滑背景下，区域内企业协同意愿有所加强，但若后续需求恢复不及预期，良性竞争生态的维护或遇一定的阻力。

3. 财务

2025年以来，主要得益于刚性债务压降，该公司财务杠杆有所下降，但短期刚性债务规模仍较大，公司面临一定即期债务偿付压力。但鉴于公司融资渠道通畅，可用授信充足，能够为债务滚续提供较强的保障。公司前期资产重组产生了大额应收类款项，2025年虽收回部分款项，但余额仍较大，关注后续回款情况。

(1) 财务杠杆

图表 10. 反映公司财务杠杆的主要指标值及变化趋势



注：根据南方水泥提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年末，该公司资产负债率分别为 48.63%、41.90%和 40.62%，权益资本/刚性债务分别为 1.60 倍、1.92 倍和 2.19 倍，2025 年末主要得益于刚性债务的压降，公司资产负债率有所下降，所有者权益对刚性债务的覆盖程度则相应有所提升。整体看，公司财务结构较为稳健，财务杠杆控制力强。

① 资产

图表 11. 公司核心资产及其变动趋势（单位：亿元）

主要数据及指标		2023 年末	2024 年末	2025 年末
流动资产	金额	178.20	113.45	90.75
	占资产总额的比重	37.16%	27.61%	23.72%
其中：货币资金		11.07	10.91	5.63
应收账款		22.51	22.66	19.74
其他应收款		128.57	65.65	51.88
存货		10.20	6.53	5.98
非流动资产	金额	301.38	297.40	291.85
	占资产总额的比重	62.84%	72.39%	76.28%
其中：长期股权投资		64.20	63.08	56.70
固定资产		133.70	134.00	128.52
在建工程		13.54	9.74	17.98
无形资产		49.35	54.88	54.33
商誉		18.74	18.74	15.94
期末全部受限资产账面价值		5.23	3.97	2.51
受限资产账面价值/资产总额		1.09%	0.97%	0.66%

注：根据南方水泥提供的数据整理、计算。

2023-2025 年末，该公司资产总额分别为 479.58 亿元、410.85 亿元和 382.61 亿元，随着应收资产重组前子公司往来款的回收，公司压降债务，流动资产规模收缩，非流动资产占比有所上升，2025 年末其占资产总额的比重升至 76.28%。

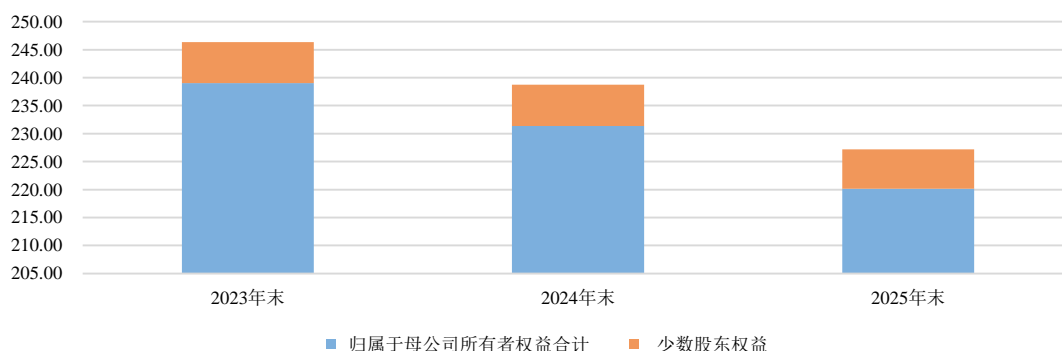
2025 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。其中，货币资金为 5.63 亿元，其中 2.51 亿元因作为矿山环境恢复治理保证金及银行承兑汇票保证金等而受限，受限比例为 44.55%。应收账款为 19.74 亿元，主要系应收资产重组前子公司货款，已计提坏账准备 0.55 亿；账龄主要在 1 年以上，余额占比为 74.34%；前五大应收账款余额合计 8.56 亿元，占比为 42.21%。其他应收款为 51.88 亿元，主要系应收资产重组前子公司股利（8.90 亿元）和往来款，以及因处置原子公司股权产生的应收股权转让款，随着往来款和股权转让款的陆续回收而较上年末减少 13.77 亿元；前五大其他应收款项余额合计 24.87 亿元，占比为 51.26%，其中应收湖南南方水泥集团有限公司股权转让款、安吉县递铺镇集体资产经营有限公司政府补贴和华东材料往来款分别为 14.60 亿元、3.40 亿元和 3.23 亿元。存货为 5.98 亿元，主要为煤炭等原燃料的备货和产成品等，其中原材料、库存商品和在产品账面价值分别为 2.57 亿元、2.27 亿元和 0.56 亿元。此外，公司其他流动资产为 4.05 亿元，主要系待抵扣进项税及预缴的各项税费，另外还包括购买的碳排放指标（账面价值为 0.50 亿元）。

2025 年末，该公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉。其中，长期股权投资为 56.70 亿元，主要系对江西南方万年青水泥有限公司、上峰水泥、安徽海中投资有限公司等合/联营企业的投资，账面价值分别为 22.34 亿元、20.14 亿元和 6.95 亿元；长期股权投资较上年末减少 6.38 亿元，主要系前述 3 家合/联营企业分红所致。固定资产为 128.52 亿元，主要系房屋及建筑物和机器设备，账面价值分别为 73.13 亿元和 54.53 亿元；较上年末减少 5.48 亿元，主要因计提折旧，以及对部分因产能置换关停拆除的生产线相关资产计提减值准备所致，2025 年新增计提减值准备 3.25 亿元。在建工程为 17.98 亿元，较上年末增加 8.25 亿元，主要系广德项目投资增加所致（期末账面价值为 14.76 亿元）。无形资产为 54.33 亿元，主要系采矿权和土地使用权，账面价值分别为 34.56 亿元和 18.94 亿元。商誉为 15.94 亿元，系早年兼并重组产生，较上年末减少 2.79 亿元，主要系安吉南方水泥有限公司 2 条用于产能置换的生产线拆除，从而计提商誉减值准备 2.49 亿元所致。

截至 2025 年末，除上述受限货币资金 2.51 亿元外，该公司无其他受限资产，资产受限比例小。

② 所有者权益

图表 12. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据南方水泥提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年末，该公司所有者权益分别为 246.35 亿元、238.72 亿元和 227.19 亿元，2024 年末主要因分红而较上年末减少 7.63 亿元，2025 年公司分红金额不大，主要因经营亏损，当年末所有者权益较上年末减少 11.53 亿元。构成方面，公司实收资本多年未变，2025 年末为 110.14 亿元；未分配利润为 107.49 亿元，因亏损叠加分红（2.04 亿元）而较上年末减少 11.02 亿元；少数股东权益为 7.06 亿元，较上年末变化不大。总体来看，公司权益资本中未分配利润金额较大，关注公司未来分红对权益资本的影响。

③ 负债

图表 13. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末
刚性债务	153.87	124.23	103.69
其中：短期刚性债务	59.38	58.62	60.87
中长期刚性债务	94.49	65.60	42.82
应付账款	30.74	22.15	23.95
其他应付款	27.61	7.83	12.02
综合融资成本（年化，%）	3.08	2.68	2.55

注：①根据南方水泥提供的数据整理、计算；②2023 年综合融资成本系企业提供，2024-2025 年系根据财务报表数据估算，计算公式为：综合融资成本=(本年列入财务费用的利息支出+本年资本化利息支出)/[(上年末刚性债务余额+本年末刚性债务余额)/2]。

2023-2025 年末，该公司负债总额分别为 233.23 亿元、172.13 亿元和 155.42 亿元，2025 年末主要因刚性债务的压降而较上年末减少 16.71 亿元。公司负债主要由刚性债务构成，2025 年末占负债总额的比重为 66.72%。除刚性债务外，公司负债主要还由应付账款和其他应付款构成。同期末，应付账款为 23.95 亿元，主要系应付原燃料采购款和项目建设工程款；其他应付款为 12.02 亿元，主要为应付保证金（3.21 亿元）、应付长期资产款（3.16 亿元）、资金拆借款（2.84 亿元）和应付股利（2.20 亿元），较上年末增加 4.19 亿元，主要系应付股利及资金拆借款增加所致。

2023-2025 年末，该公司刚性债务分别为 153.87 亿元、124.23 亿元和 103.69 亿元，规模持续收缩。公司融资渠道以银行借款和债券融资为主，2025 年末银行借款余额为 62.61 亿元，均为信用借款；同期末债券融资余额（含应计利息）为 28.49 亿元。承债主体方面，公司刚性债务主要由本部承担，2025 年末本部刚性债务余额为 85.04 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 82.01%；其他刚性债务主要分布于下属滁州中联水泥有限公司和江苏宜城南方水泥有限公司，主要系项目建设贷款。期限结构方面，2023-2025 年末中长期刚性债务占比分别为 61.41%、52.81%和 41.29%，因部分中长期刚性债务到期重分类而持续下降。

融资成本方面，根据该公司财务数据测算，2025 年公司综合融资成本为 2.55%，同比进一步下降，公司融资成本低。

图表 14. 截至 2025 年末公司刚性债务到期剩余期限分布情况（单位：亿元）

到期年份	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年及以后	合计
合并口径	45.42	7.67	28.42	9.58	91.09
母公司口径	41.42	6.00	24.88	-	72.30

注：①根据南方水泥提供的数据整理、计算；②上表数据不包括应付票据。

该公司执行股东天山股份资金集中管理要求，实行资金集约化管理，设置资金账户核算成员单位上收和下拨资金以及余额，公司对下属子公司管控力度较强，资金调拨风险可控；与此同时，股东天山股份亦对公司实行资金限额管理，超额部分一般需要向上归集。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 15. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2023 年	2024 年	2025 年
经营环节产生的现金流量净额	30.42	19.69	15.28
其中：业务现金收支净额	32.39	15.42	15.44
其他因素现金收支净额	-1.97	4.27	-0.17
投资环节产生的现金流量净额	100.92	4.10	-1.67
其中：回收投资与投资支付净流入额	10.65	11.33	5.74
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	-1.99	-7.44	-7.33
处置与取得子公司及其他营业单位形成的现金净额	91.25	-	-
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.01	0.21	-0.08
筹资环节产生的现金流量净额	-132.56	-22.69	-17.42
其中：债务类净融资额	-30.36	-23.52	-46.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11.23	32.59	2.80
其中：现金利息支出	6.15	4.36	2.79
吸收投资收到的现金	0.01	-	-
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-90.98	33.42	31.48

注：①根据南方水泥提供的数据整理、计算；②业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

2023-2025 年，该公司经营性现金流维持净流入状态，但净流入额随水泥业务盈利规模的收缩而逐年下降；2025 年主要因收回部分资产重组前子公司货款，业务现金收支净额同比小幅增长。

2023 年，因收到资产重组过程中出售子公司的现金对价，该公司投资性现金流呈大额净流入状态。2024 年以来，随产能置换项目（广德项目和宣城项目）及配套项目的投资建设推进，公司购建与处置固定资产等现金持续呈较大金额净流出状态，但得益于收回投资及取得合/联营企业分红，2024 年投资性现金流呈小额净流入状态，2025 年净流出规模较小。

2023 年，主要因归还天山股份大额拆借款并偿还债务，该公司筹资性现金净流出规模大。2024-2025 年，公司虽陆续收回部分对原子公司的拆借款，但主要因持续压降债务，筹资性现金流呈较大金额净流出状态。

② 偿债能力

图表 16. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2023 年	2024 年	2025 年
EBITDA/利息支出 (×)	6.09	5.05	1.75
EBITDA/刚性债务 (×)	0.19	0.14	0.04
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	19.89	18.95	9.58

注：根据南方水泥提供的数据整理、计算。

2025 年因该公司亏损额较大，EBITDA 同比下降 73.03%，其对刚性债务及利息的覆盖程度均明显下降。虽然公司刚性债务规模有所压降，但短期刚性债务规模仍较大，同时由于公司现金类资产储备相对不足，短期刚性债务现金覆盖率较上年末进一步下降，公司面临一定的即期债务偿付压力。

财务弹性方面，该公司与大型国有商业银行及多家股份制银行建立了良好的合作关系，截至 2025 年末获得银行授信总额为 292.06 亿元（其中工商银行、建设银行、农业银行、交通银行和进出口银行向公司提供授信额度合计 88.12 亿元，占比为 30.17%），尚未使用额度为 216.12 亿元，能够为公司债务滚续及偿付提供较强保障。

4. 调整因素

(1) ESG 因素

环境方面，根据该公司年度报告，公司现有生产线已按照环保主管机关要求配备污染防治设施，防污设施运行正常，已安装的脱硝设施运行正常，不存在擅自停运脱硝设施的情况；生产过程中产生的废水进行循环利用，不存在污染地下水的情况；部分生产线运行中产生的重金属污染物交由第三方回收处理；依照相关环保标准执行污染物排放监测，不存在超标排放污染物的情况；制定并严格执行环保内控制度，且有效执行环境保护、安全设施、职业卫生的“三同时”制度；最近三年未发生重大环境污染事故，不存在被环保主管机关责令停产整改的情况该公司重视安全生产和环境保护。

社会责任方面，该公司积极参与行业交流、推进乡村振兴、投身公益活动，2025 年捐赠支出 393.19 万元。

治理方面，该公司不设股东会，由股东决定公司经营方针，审核公司发展战略和发展规划，决定年度投资计划，委派和更换非由职工代表担任的董事。公司设立党委，成员 5-9 人，设党委书记 1 名、党委副书记 1 名、纪委书记 1 名。根据天山股份出具的《关于南方水泥有限公司董事会撤销及人事调整的通知》（天山材料发〔2025〕21 号），公司撤销董事会，不设监事，原董事会成员职务及监事职务自然免除；公司设董事 1 人，天山股份委派段振洪为公司董事及法定代表人；上述人员的工商变更已于 2025 年 3 月 6 日完成。此外，2025 年 4 月，王建华任公司副总裁。公司组织结构详见附录二。

综上，该公司在 ESG 因素方面不涉及评级调整。

(2) 科技赋能因素

该公司所处水泥行业产业成熟度高，近年来公司研发主要围绕节能降碳，不涉及国家或关键领域重大科技项目，故公司在科技赋能因素方面不涉及评级调整。

(3) 跨业多元化因素

该公司当前主业突出，以水泥业务为核心主业，不涉及跨业多元化评级调整。

(4) 流动性因素

图表 17. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末
流动比率 (%)	142.19	117.98	88.41

注：根据南方水泥提供的数据整理、计算。

2025 年，该公司项目建设支出较大，非流动资产增长，而流动资产规模则有所收缩，年末流动比率较上年末有所下降。公司短期债务规模虽较大，且项目后续尚有一定规模资金支出需求，但鉴于公司融资渠道通畅，可用授信较为充裕，公司不涉及流动性因素评级调整。

(5) 表外因素

根据公司审计报告所载，截至 2025 年末，该公司无重大未决诉讼及对外担保情况。公司不涉及表外因素评级调整。

(6) 其他因素

关联交易方面，2023-2025 年该公司因购买商品、接受劳务产生的关联交易分别为 108.00 亿元、27.15 亿元和 28.29 亿元，因销售商品、提供劳务产生的关联交易分别为 52.36 亿元、17.53 亿元和 15.69 亿元，2023 年购销金额均很大，主要因原子公司仍通过公司进行煤炭等材料的集中采购，2024 年以来相关集采职能转至天山股份，关联购销金额同比大幅下降。截至 2025 年末，公司应收关联方款项余额合计 53.18 亿元，其中应收账款为 13.51 亿元，主要系原子公司所欠货款；其他应收款为 36.60 亿元，主要系应收股权转让款（14.60 亿元）及原子公司往来款等。同期末，应付关联方款项合计 19.54 亿元，其中应付账款为 15.63 亿元，主要系应付项目建设相关款项；其他应付款为 3.66 亿元，其中应付天山股份及其股东中国建材集团有限公司拆借款分别为 2.00 亿元和 0.44 亿元。

信用记录方面，根据该公司提供的公司本部《企业信用报告》（查询日期为 2026 年 6 月 23 日），公司本部不存在欠贷欠息事项。经查国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院被执行人信息查询平台、证券期货市场失信记录查询平台和信用中国等信用查询平台，截至 2026 年 6 月 19 日，公司本部不存在被实施重大行政处罚及被列入经营异常或严重违法失信企业名单的情形。

综上，该公司在其他因素方面不涉及评级调整。

5. 外部支持

该公司系天山股份旗下从事水泥业务的区域公司之一，业务布局长三角市场，在股东体系内地位很重要。公司由天山股份全资控股，经营方针和发展战略由天山股份决定，董事由天山股份委派和更换，总经理亦由其提名，整体看股东深度参与公司实际经营管理，因此公司与股东关系紧密度很高。天山股份能够依托其水泥业务规模优势，通过原燃料直供或集采降低公司生产成本，并可通过资金拆借给予公司一定的支持。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了金隅冀东水泥集团股份有限公司和西南水泥有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以水泥业务为核心主业，与公司具有一定的可比性。

该公司水泥熟料产能相对较小，但重组后公司竞争区域集中于经济活跃的长三角地区，区域内水泥用量需求较大且相对稳定，公司具有一定的业务区位优势。公司营收规模适中，盈利能力指标表现相对较弱；因对原子公司应收账款较大，经营效率表现弱于比较对象。公司财务结构更加稳健，但各偿债指标表现整体弱于可比企业。

债项信用跟踪分析

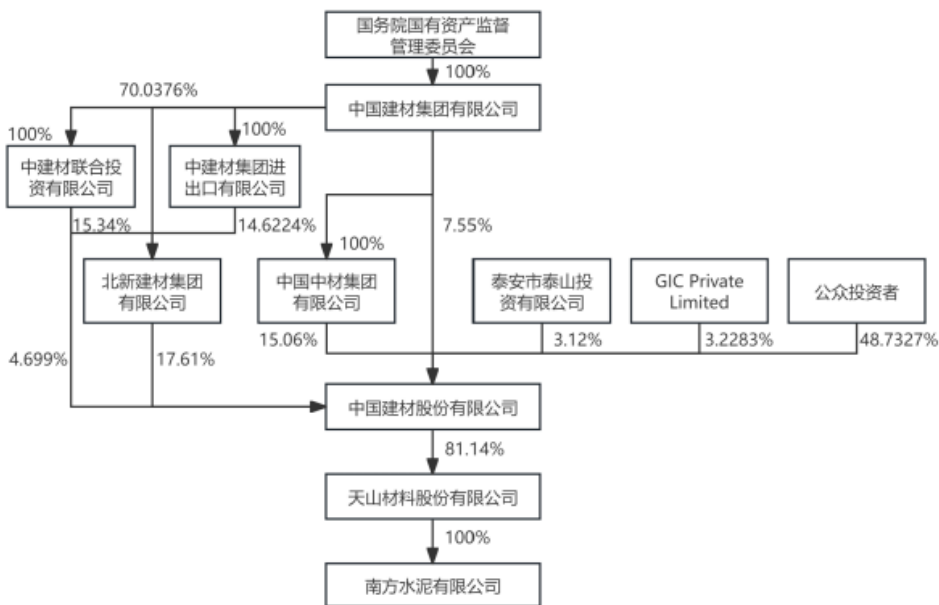
2025 年，该公司主业盈利能力下滑，EBITDA 对刚性债务及其孳息的保障程度有所弱化，但公司可用授信较充足，可为债务的滚续及偿付提供良好保障。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定南方水泥信用等级为 AAA，评级展望为稳定，21 南方 06 和 23 南方 01 信用等级均为 AAA。

附录一：

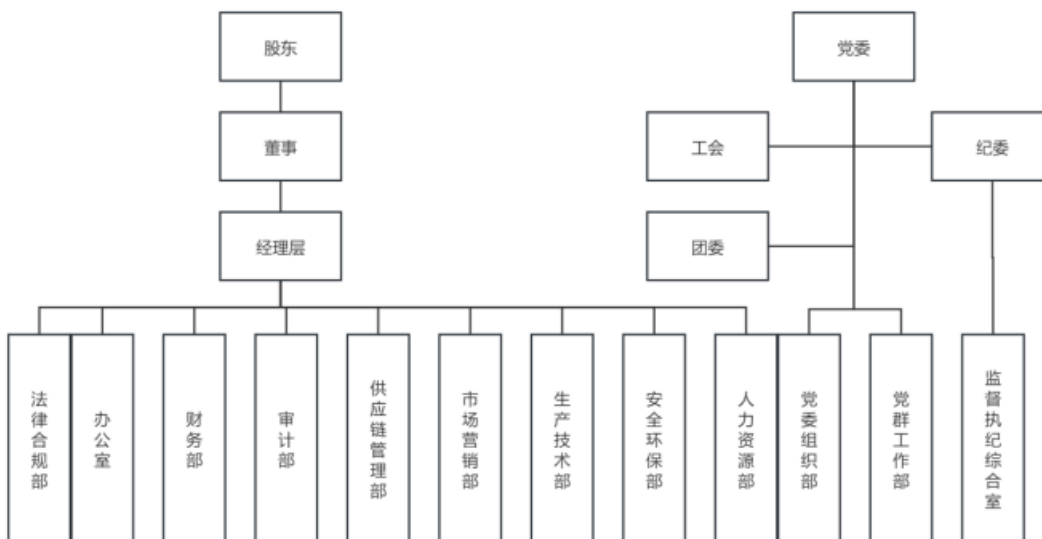
公司与实际控制人关系图



注：根据南方水泥提供的资料整理绘制（截至 2025 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据南方水泥提供的资料整理绘制（截至 2025 年末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2025年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
中国建材集团有限公司	中建材集团	间接控股股东	-	建材类	7,079.98	2,306.17	2,945.18	0.41	303.43	合并口径
中国建材股份有限公司	中建材股份	间接控股股东	-	建材类	4,895.43	1,864.14	1,778.47	-37.45	500.89	合并口径
天山材料股份有限公司	天山股份	控股股东	-	建材类	2,759.57	915.26	744.96	-75.28	122.64	合并口径
南方水泥有限公司	南方水泥	本级	-	-	389.13	267.05	63.32	3.44	14.15	母公司口径
南京中联水泥有限公司	南京中联	子公司	90.00	水泥制造及销售	10.41	3.12	2.12	-0.97	1.08	
溧水天山水泥有限公司	溧水天山	子公司	66.01	水泥制造及销售	6.64	4.96	3.75	0.05	0.62	
宜兴天山水泥有限责任公司	宜兴天山	子公司	100.00	水泥制造及销售	7.19	1.89	3.41	-0.60	0.52	
溧阳天山水泥有限公司	溧阳天山	子公司	66.01	水泥制造及销售	7.57	4.00	0.16	-0.27	0.018	
江苏溧阳南方水泥有限公司	溧阳南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	0.20	-6.11	0	0.074	-0.006	
合肥南方水泥有限公司	合肥南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	21.16	2.31	3.87	-0.33	1.05	
中材安徽水泥有限公司	中材安徽	子公司	100.00	水泥制造及销售	16.85	9.76	5.96	-0.13	1.34	
安徽广德南方水泥有限公司	广德南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	27.39	5.13	7.47	0.087	2.98	
广德洪山南方水泥有限公司	洪山南方	子公司	98.00	水泥制造及销售	3.94	2.61	3.55	0.17	-0.26	
长兴南方水泥有限公司	长兴南方	子公司	100.00	水泥制造及销售	7.95	6.36	3.99	0.11	2.13	

注：根据南方水泥 2025 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：水泥 归属行业：建筑材料

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2025 年度经营数据						2025 年（末）财务数据/指标				
		规模指标	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业周期 (天)	毛利率 (%)	EBITDA 利 润率 (%)	资产负债率 (%)	权益资本/刚性债 务 (×)	EBITDA/利息支 出 (×)	EBITDA/刚性债 务 (×)	短期刚性债务现 金覆盖率 (%)
金隅冀东水泥集团股份有限公司	AAA/稳定	熟料年产能：9,200 万吨	245.01	1.28	89.67	22.14	18.43	48.39	1.49	8.40	0.22	63.99
西南水泥有限公司	AAA/稳定	熟料年产能：3,839.40 万吨	77.58	-6.40	41.10	19.68	13.13	44.82	1.66	4.25	0.10	9.65
南方水泥有限公司	AAA/稳定	熟料年产能：2,863.48 万吨	83.74	-8.94	123.33	11.79	6.06	40.62	2.19	1.75	0.04	9.58

注：上表除南方水泥外，其余企业数据及指标根据公开市场可获取数据计算填列，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2023年/末	2024年/末	2025年/末
资产总额[亿元]	479.58	410.85	382.61
货币资金[亿元]	11.07	10.91	5.63
负债总额[亿元]	233.23	172.13	155.42
刚性债务[亿元]	153.87	124.23	103.69
所有者权益[亿元]	246.35	238.72	227.19
营业收入[亿元]	175.35	111.59	83.74
净利润[亿元]	11.31	2.37	-8.94
EBITDA[亿元]	32.62	18.82	5.08
经营性现金净流入量[亿元]	30.42	19.69	15.28
投资性现金净流入量[亿元]	100.92	4.10	-1.67
资产负债率[%]	48.63	41.90	40.62
权益资本/刚性债务[×]	1.60	1.92	2.19
营业周期[天]	107.16	106.11	123.33
毛利率[%]	14.84	15.10	11.79
EBITDA 利润率[%]	18.60	16.86	6.06
EBITDA/利息支出[×]	6.09	5.05	1.75
EBITDA/刚性债务[×]	0.19	0.14	0.04
短期刚性债务现金覆盖率[%]	19.89	18.95	9.58
流动比率[%]	142.19	117.98	88.41
担保比率[%]	0.14	-	-

注：依据南方水泥经审计的 2023-2025 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率[%]=期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本/刚性债务[×]=期末所有者权益总额/期末刚性债务余额
营业周期[天]=报告期应收账款周转天数+报告期存货周转天数
毛利率[%]=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
EBITDA 利润率[%]=报告期 EBITDA/报告期营业收入×100%
EBITDA/利息支出[×]=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[×]=EBITDA/（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2
短期刚性债务现金覆盖率[%]=（期末货币资金+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票）/期末短期刚性债务余额
流动比率[%]=期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
担保比率[%]=期末未清担保余额/期末所有者权益总额×100%

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

为简化计算，上表公式中期初数以上年末数代替。

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+其他刚性债务

短期刚性债务=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+其他短期刚性债务

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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
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
BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构个体信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
aaa级	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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。
bb级	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，发行人基本不能保证偿还债务。
c级	在不考虑外部支持下，发行人不能偿还债务。

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

信用	含义
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。
BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
C级	不能偿还债券本息。

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

附录七：

发行人历史评级

评级类型/对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2011年6月10日	AA+稳定	韩军、王明君	-	报告链接
	评级结果变化	2015年6月8日	AAA/稳定	陆劭骏、张潇	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2025年7月10日	AAA/稳定	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	报告链接
	本次评级	2026年6月29日	AAA/稳定	杨亿、袁诗怡	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	-
21 南方 06	历史首次评级	2021年7月20日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
	前次评级	2025年6月27日	AAA	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	报告链接
	本次评级	2026年6月29日	AAA	杨亿、袁诗怡	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	-
	历史首次评级	2023年11月9日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	报告链接
23 南方 01	前次评级	2025年6月27日	AAA	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	报告链接
	本次评级	2026年6月29日	AAA	杨亿、袁诗怡	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。