



# 信用等级通知书

信评委函字[2012] 057号

## 华新水泥股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“华新水泥股份有限公司2012年公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年九月六日

## 华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA
<b>主体级别</b>	AA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	华新水泥股份有限公司
<b>申请规模</b>	11 亿元
<b>债券期限</b>	本期债券为 7 年期品种，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
<b>债券利率</b>	本期债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
<b>偿还方式</b>	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 概况数据

华新水泥	2009	2010	2011	2012.H1
所有者权益（亿元）	53.88	56.48	85.83	79.40
总资产（亿元）	145.84	178.12	217.30	217.65
总债务（亿元）	71.22	90.20	91.44	100.13
营业总收入（亿元）	69.06	84.69	126.38	54.86
营业毛利率（%）	23.54	22.27	27.41	20.68
EBITDA（亿元）	14.72	18.55	31.27	10.13
所有者权益收益率（%）	10.50	11.68	14.21	3.39
资产负债率（%）	63.06	68.29	60.50	63.52
总债务/EBITDA（X）	4.84	4.86	2.92	4.94
EBITDA 利息倍数（X）	4.88	4.61	5.68	3.38

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”或“公司”）2012 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AA**，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评授予发行主体华新水泥主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司在华中水泥市场稳固的区域领先地位、较强的规模及品牌优势、丰富的矿产资源储备、合理的区域布局、良好的盈利能力和持续增强的资本实力；同时中诚信证评关注水泥行业景气度下滑，煤炭价格波动及资本支出压力等因素对公司信用状况的影响。

### 正 面

- 稳固的区域领先地位。截至 2012 年 6 月末，公司已拥有 32 条新型干法水泥熟料生产线，具备 3,689 万吨熟料和 6,030 万吨水泥的年生产能力，水泥产销量也连续 5 年排名湖北省第一位，位居区域领先地位。
- 丰富的资源储备。公司拥有丰富的石灰石矿产资源，可采储量达 162,856 万吨，且运输距离短，为公司长远发展提供了可靠有力的资源保障。
- 合理的区域布局。我国中西部地区在基础设施建设、城镇化、工业化等方面仍相对落后，未来其发展有望进一步提速。而公司作为中部地区水泥领先企业，向中西部区域的产业布局业已成型，后期水泥主业仍有望实现较快增长。
- 良好的盈利能力和持续增强的资本实力。近几年，公司收入规模增幅显著，盈利能力不断增强，未来在国家控制产能的相关产业政策、水泥行业区域集中度的提升及市场需求增长等因素的共同作用下，公司预计后期仍将保持良好的盈利能力，加之 2011 年 11 月公司非公开

### 分 析 师

刘 固 [gliu@ccxr.com.cn](mailto:gliu@ccxr.com.cn)  
肖 鹏 [pxiao@ccxr.com.cn](mailto:pxiao@ccxr.com.cn)  
苏尚才 [scsu@ccxr.com.cn](mailto:scsu@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2012 年 9 月 6 日

发行股票募集资金净额 17.43 亿元，自有资本实力得到进一步充实，这些都为公司债务偿还提供很强保障。

## 关 注

- 行业景气度下行。随着国内宏观经济增速下滑，尤其是受下游商品房建设投资、基建投资放缓以及行业产能过剩等因素影响，水泥行业景气度面临下行风险。
- 煤电价格波动。煤、电等燃料动力成本在水泥生产成本中的比重达 60%左右，煤、电价格波动将影响水泥生产企业的盈利水平。
- 资本性支出压力加大。公司未来在产业并购、产业链延伸及环保产业方面仍有大规模的资本性支出计划，预计其举债规模将进一步增加，届时，公司负债水平将面临上行压力。

## 概 况

### 发债主体概况

华新水泥股份有限公司是经原省体改委鄂改〔1992〕60号文批准，由原华新水泥厂等八家企业为主要发起人，以社会募集方式于1993年11月30日设立的股份有限公司。公开募集后，公司总股本为13,700万股。1994年1月，除内部职工股之外的社会个人股3,600万股在上交所上市，证券简称【华新水泥】，证券代码【600801】。1994年11月26日，经上海市证券管理办公室沪证办〔1994〕133号文批准，公司公开发行B股8,700万股，并于1994年12月9日在上交所上市交易，证券简称【华新B股】，证券代码【900933】。后经资本公积转增、定向增发、股权分置等，截至2011年末，公司股本总额为935,299,928股，其中，Holchin B.V.持股39.88%，为公司第一大股东；华新集团有限公司自身所持的国有法人股及所代持的部分国家股共持股15.61%，为公司第二大股东。全球领先的水泥、混凝土（砂砾和沙）以及混凝土生产商之一Holcim Ltd.间接持有Holchin B.V.100%的股权，为Holchin B.V.的最终控制方。

公司主要从事水泥及其制品的生产、销售。截至2012年6月末，公司已形成熟料生产能力3,689万吨/年，水泥生产能力6,030万吨/年，混凝土生产能力1,370万方/年。2011年，公司共生产熟料2,946万吨，水泥3,550万吨，混凝土206万方。

截至2011年12月31日，公司总资产为217.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为85.83亿元，资产负债率及总资本化比率分别为60.50%和51.58%；2011年，公司实现营业收入126.38亿元，净利润12.20亿元，产生经营活动净现金流18.86亿元。

截至2012年6月30日，公司总资产为217.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为79.40亿元，资产负债率及总资本化比率分别为63.52%和55.77%；2012年上半年，公司实现营业收入54.86亿元，净利润1.35亿元，产生经营活动净现金流7.64亿元。

## 本次债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	华新水泥股份有限公司2012年公司债券(第二期)
发行总额	11亿元
债券品种和期限	本期债券为7年期品种，附第5年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定
还本付息的期限和方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	拟将本期债券募集资金扣除发行费用后用于改善债务结构、偿还银行贷款和补充流动资金

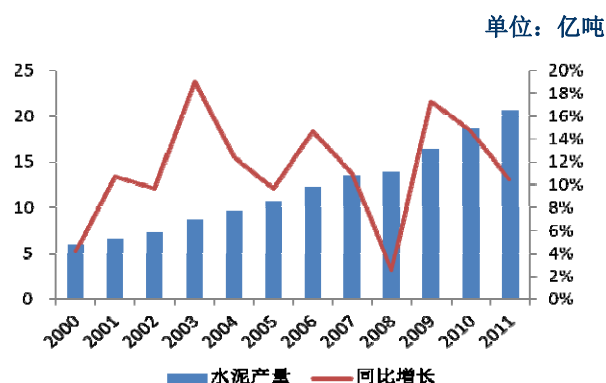
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 行业概况

水泥作为主要的建材产品之一被广泛应用于道路、桥梁、水利等基础设施建设及房屋建设。我国一直是水泥生产大国，国内总产量从1985年起已连续27年居世界第一位。在国家宏观经济快速发展、固定资产投资持续增加的拉动下，中国水泥产量逐年增长。根据国家统计局统计，2011年全国水泥产量20.63亿吨，约占世界水泥产量的60%，规模同比增长10.45%，2000~2011年行业年均复合增长率为12.04%。

图 1：2000~2011年中国水泥产量及同比增长率



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从国内水泥的供需角度看，需求方面，尽管短期受商品房建设投资、基建投资放缓以及基数规模较大等因素影响，行业需求增速可能面临下滑风险。但作为不可替代的主要建材产品，未来一段时期水泥需求总体出现大幅下滑的可能性较小。一方

面，保障房建设投资将确保房地产开发投资维持在高位，从而弥补商品房投资减缓对水泥需求造成的缺口。另一方面，根据规划，“十二五”期间，全社会水利投资将达到4万亿元，铁路基建总投资仍有望达到2.8万亿元，机场、高速公路与城市轨道交通领域投资整体也将保持较快增速。因此，国内大规模的保障房、水利和基建投资将对水泥市场需求提供有力支撑。另外，相对于华东、华南、华北地区，我国中西部地区在基础设施建设、城镇化、工业化等方面仍相对落后，未来其发展有望进一步提速，从而拉动对本区域水泥需求的快速增长。

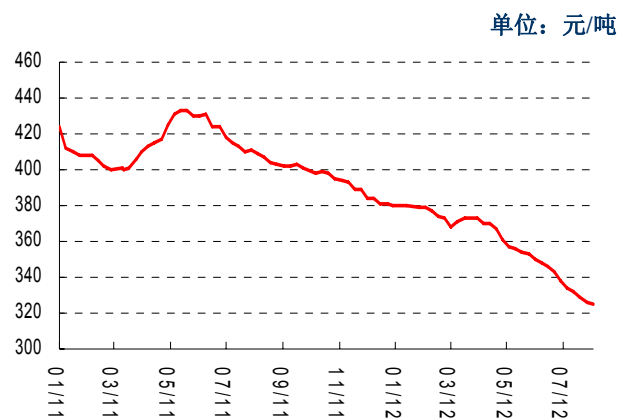
就供给而言，近年我国水泥行业产能增长迅速，截至2011年末，全国水泥生产能力约为28.97亿吨。目前，我国东部地区的水泥市场已经饱和，中西部地区需求预计也将将在三至五年内达到饱和，行业局部区域产能过剩形势依然严峻。不过，在国家对新建产能的严卡下，2011年，中国水泥行业投资近年出现首次下滑，全年累计完成投资1,439亿元，同比下滑8.29%。据中国水泥协会初步统计，2011年全国新型干法水泥生产线总投产169条新线，当年新增水泥水泥生产能力2.03亿吨。但2010年以来，新开工建设的新线已大幅减少，投资力度显著削弱。总体看，行业产能增速的下滑将有利于改善行业供求结构，促进行业的健康发展。

由于销售半径的存在，水泥行业的区域性特征非常显著，不同地区水泥价格的差异是这种区域特征的最直接体现。如：西北地区水泥市场相对较为封闭，区域内大企业主导市场的能力较强，水泥价格相对较坚挺；而华东区域因市场完全开放，市场集中度偏低，且便利的交通条件使周边地区水泥很容易进入，致使水泥价格始终不高。从国内水泥平均价格走势看，近几年中国水泥价格呈现持续增长趋势，但与其他国家相比，中国水泥价格仍处于很低水平。此外，中国水泥区域龙头企业价格控制能力不断增强，也有利于平抑水泥价格的向下波动。

2012年上半年，供需矛盾加剧使得我国水泥行业的景气度下行。据国家统计局统计数据显示，2012年1-6月份全国规模以上企业累计生产水泥9.94亿吨，同比增长5.48%，增速比2011年同期下降近

14个百分点。2012年上半年全国新增水泥熟料设计产能0.83亿吨，加上2011年全年新增的水泥熟料设计产能2.02亿吨（数据来源：中国水泥协会），水泥产能的增速明显高过水泥需求的增速，产能过剩明显。价格方面，中国水泥协会监测数据显示，2012年6月全国水泥市场平均价格为356.61元/吨（P.O 42.5散装含税价），同比大幅下跌17.98%。

图2：2011年以来国内普通硅酸盐水泥（42.5强度）平均售价



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

## 行业竞争格局

受销售半径限制，中国水泥市场区域化特征显著，水泥行业形成了相对分散的特点（表2）。

表2：全国主要水泥企业区域分布（截至2011年末）

企业集团	分布区域
华新水泥	湖北、江苏、湖南、河南、云南、西藏、四川、重庆
中国建材	浙江、江西、湖南、上海、内蒙古、吉林、山东、江苏、河南、安徽、河北、山东、福建
中国中材	新疆、宁夏、广东、江苏、湖南、河北、内蒙古、甘肃、青海
海螺水泥	安徽、江苏、浙江、江西、福建、上海、湖南、广东、广西、四川、重庆、甘肃、陕西、贵州、山东、云南
冀东水泥	河北、吉林、辽宁、陕西、内蒙古、山西
山水水泥	山东
亚泰集团	吉林、黑龙江
拉法基瑞安	四川、重庆、北京、贵州、云南
金隅股份	河北、北京、天津

注：中国建材是指中国建筑材料集团公司，中国中材是指中国中材集团公司，华新水泥是指华新水泥股份有限公司，冀东水泥是指唐山冀东水泥股份有限公司，山水水泥是指山东山水水泥集团有限公司，亚泰集团是指吉林亚泰（集团）股份有限公司，拉法基瑞安是指拉法基瑞安水泥有限公司，金隅股份是指北京金隅股份有限公司。

资料来源：中诚信证评整理

在华中市场，目前华新水泥在湖北地区市场份额排名第一，其次分别为台湾水泥、葛洲坝、京兰水泥等，近年随着并购重组的增加，湖北地区行业集中度稳步提高。在湖南市场，市场份额最大的为中国建材和海螺水泥，华新水泥排名第三位，但当地立窑产能仍然较多，且随着冀东水泥、中国中材的进入，市场竞争日趋激烈。

在西部地区，拉法基瑞安已在中国西南地区占据主导地位，在重庆、四川、贵州和云南的市场占有率较高。2009年以来灾后重建引起该区域水泥需求增加，因而包括华新水泥、海螺水泥在内的多家水泥企业都在川渝建厂，参与该区域市场竞争。对于陕西、甘肃两省而言，上市公司祁连山在甘肃具有传统优势地位，陕西省水泥企业主要为秦岭水泥，海螺水泥也已在甘肃、陕西两省投产了新的水泥生产项目。未来，西部大开发将为区域内企业带来较好的市场空间。

华东市场是目前全国竞争最激烈的地区，海螺水泥、南方水泥等大企业都将江浙沪其作为主要市场。安徽省是海螺水泥的基地，山东省则以中联水泥、山水集团为主。此外，近几年中国建材和中国中材通过不断兼并重组也在浙江、江苏北部等地占据较高市场分额。

从东北、华北、华南区域来看，亚泰集团、冀东水泥在东北地区处于主导地位，金刚水泥、滨州水泥等本土企业市场占有率也相对较高。华北市场的主导企业主要为冀东水泥和金隅股份，而华南地区市场占有率处于领先地位的主要为海螺水泥和台湾水泥。总体来看，华北、华南市场也已趋于成熟，市场竞争较为激烈。

值得关注的是，近年来国家产业政策大力推动行业兼并重组，公布了包括 12 大全国性内资水泥集团在内的 60 家重点扶持水泥集团名单，以“突出重点、有保有压、区别对待”的政策，对这些企业在项目投资、重组兼并、项目核准、土地审批、信贷投放等方面优先支持。通过并购重组促使产业集中度不断提高成为近年中国水泥行业呈现出的最大特点，区域性水泥龙头企业逐步形成，行业集中度逐年提高。随着这些大型公司区域控制地位的不断形

成，一方面通过他们对区域市场价格的控制，使自身的盈利能力高于行业的平均水平，另一方面也使水泥行业的市场竞争环境逐步规范。但目前中国水泥行业集中度水平仍远低于世界平均水平，与邻国印度相比亦有较大差距。目前印度前 5 大水泥企业产能占其国内总产能的 55%，集中度远高于中国。

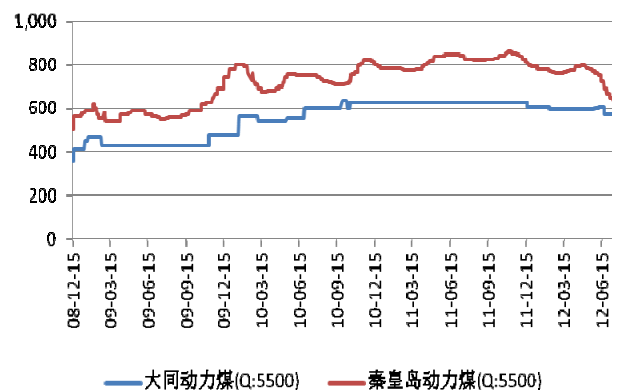
可以预见，未来中国水泥行业的竞争将以雄厚的资金为基础、以主要的水泥龙头企业为主体、以优良的技术和成本控制能力为根本、以市场占有率为内容的激烈竞争。

## 行业关注

### 能源价格上涨导致水泥生产成本增加，配套余热发电能力的水泥生产企业的成本控制能力增强

水泥生产成本主要由煤炭、电力、原料和折旧等构成，其中燃料和动力成本在产品成本构成中所占比例较高，即使采用新型干法工艺生产，煤、电消耗仍在生产成本中占据 60%左右。2009 年以来，随着经济复苏，用煤需求回暖，煤炭市场价格回升，尤其在当年第四季度上升幅度加大，2010~2011 年全国煤炭市场呈现产销两旺的局面，煤炭价格不断上涨。2012 年，受经济环境影响煤炭价格有所回落，水泥生产企业面临的成本压力有所减小，但均价总体上高于 2009 年，且长期看煤炭价格仍有上涨的可能。

图 3：2009 年初至今中国动力煤及混煤价格



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

与此同时，国内电力价格也逐步上涨。2009 年 11 月，国家发改委发出通知，将全国销售电价每千瓦时平均提高 2.8 分。2010 年 5 月，发改委要求限期取消现行对水泥等高能耗企业用电价格优惠；各地立即停止执行自行对高能耗企业实行的优惠电

价；2010年6月起，限制类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时0.05元提高到0.10元，淘汰类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时0.20元提高到0.30元，并且各地可进一步提高对淘汰类和限制类企业的加价标准。2011年12月，国家发改委再次将全国销售电价每千瓦时平均提高3分。我们预计未来煤炭、电力价格仍将延续上涨趋势，水泥企业的成本压力将会有所上升。

为了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目。经验数据显示，吨熟料余热发电量约为40千瓦时，而单位熟料生产耗电约为70千瓦时，即余热发电可提供单位水泥生产约60%的用电。对水泥企业而言，配套余热发电后可有效降低生产成本，余热发电设备投入一般可在3年左右收回。截至2010年底，国内已有700多条新型干法水泥生产线余热得到回收利用，建设了561台套余热发电机组，总装机达4,786兆瓦，年发电368亿度，相当于年节约标准煤900多万吨。

**国家加大对水泥行业的调控力度，加速淘汰落后产能，提高行业准入门槛及行业集中度，产业结构进一步优化**

表 3：近年国家出台的相关水泥行业发展政策一览

时间	名称	主要内容
2007.1	《关于公布国家重点支持水泥工业结构调整大型企业(集团)名单的通知》	明确了重点支持的12家全国性大型水泥企业集团名单(海螺水泥位居12家企业集团之首)，在土地、信贷、项目核准方面给予优惠政策。
2007.2	《关于做好淘汰落后水泥生产能力的数量及时间，至2010年末，全国共需淘汰落后水泥生产能力的通知》	明确了各省份及地区淘汰落后水泥生产能力的数量及时间，至2010年末，全国共需淘汰落后水泥生产能力2.5亿吨。
2010.2	《国务院关于进一步加强对淘汰落后产能工作的通知》	2012年底前，淘汰窑径3.0米以下水泥机械化立窑生产线、窑径2.5米以下水泥干法中空窑等落后水泥产量总量超过3亿吨。
2010.5	国务院节能减排工作电视电话会议	2010年要关停水泥5,000万吨，5月底前要把任务落实到各地区和企业。
2010.5	全国工业系统淘汰落后产能工作会议	工信部向各省、自治区、直辖市人民政府下达了2010年水泥行业淘汰落后产能9,155万吨的目标任务；强调当年应淘汰的落后产能要在第三季度前要全部关停。
2010.8	工信部	公布18个行业淘汰落后产能企业名单，水泥企业占到762家，计划要淘汰的落后产能增至1.07亿吨

2010.11 《水泥行业准入条件》

投资新建水泥(熟料)生产线项目的企业应是国内大陆地区现有从事生产经营的水泥(熟料)企业；新建生产线要采用新型干法生产工艺，单线建设要达到日产4,000吨级规模，新建水泥粉磨站规模要达到年产60万吨及以上。

2011.11 《水泥工业“十二五”发展规划》

提出了继续淘汰水泥落后产能，大力推进行业兼并重组，力争到2015年，水泥业前10家企业生产集中度达35%以上。

《“十二五”期间工业领域19个重点行业淘汰落后产能目标任务》

2011.12 个重点行业淘汰落后产能目标任务》

资料来源：数字水泥，中诚信证评整理

2009年9月以来，国家有关控制水泥产能过快增长的政策密集出台，淘汰落后产能的决心和力度逐步加大。“十一五”期间，水泥行业累计淘汰落后产能达3.4亿吨。且根据工信部最新公布的《水泥工业“十二五”发展规划》(以下简称“规划”)，提出要继续淘汰落后产能，严格控制水泥熟料产能增长，大力推进行业兼并重组，到2015年末，力争水泥企业户数比2010年减少三分之一，行业前十家企业生产集中度由25%提高到35%以上。此外，2011年12月26日，工信部下达《“十二五”期间工业领域19个重点行业淘汰落后产能目标任务》(工信部产业[2011]612号)，进一步明确“十二五”期间全国淘汰落后水泥(含熟料及磨机)生产能力3.7亿吨。

在新型干法水泥生产线持续增加和立窑水泥生产线不断淘汰的两方面作用下，中国水泥产业结构得以调整。2011年，国内全年实际运营新型干法生产线增至1398条，年末新型干法熟料生产能力达到14.91亿吨，比上年新增水泥熟料生产能力约2.03亿吨，新型干法水泥产能比重已达到86.79%。

综合来看，随着国家对水泥行业的结构调整，新型干法水泥产能迅速扩张，水泥产业结构进一步优化，行业龙头企业将在行业整合和淘汰落后产能的过程中受益。需要关注的是，由于产能不断增加，水泥企业的竞争仍相当激烈。中诚信证评认为，目前水泥行业有序竞争的格局正逐步形成，在行业集中度不断提高及成本压力增加的背景下，水泥企业的信用水平将出现进一步的分化。

## 竞争优势

### 规模及品牌优势

公司为老牌水泥生产企业，历史悠久。受益于“十一五”以来的快速发展，截至 2012 年 6 月末，公司已发展成为一个拥有 32 条新型干法水泥熟料生产线，熟料产能达到 3,689 万吨/年，水泥产能达到 6,030 万吨/年的特大型水泥集团。从水泥的产销量和收入规模来看，公司连续多年位居华中区域市场第一，且在全国排名靠前。2011 年，公司共生产水泥 3,550 万吨、熟料 2,946 万吨，水泥业务实现收入 116.36 亿元，水泥主业规模优势较为明显。

此外，公司拥有的“华新堡垒”商标为中国驰名商标，生产的全部 15 个水泥品种也均为国家首批质量免检产品，并先后用于北京亚运村、葛洲坝、京珠高速公路、武汉长江大桥等长江中下游众多公路和铁路大桥建筑工程，在业内享有较高的品牌知名度。

### 资源及区域布局优势

水泥行业为资源型行业。公司在发展过程中一直坚持在资源丰富、交通便利、市场条件较好的地方建厂、建线，通过有效地控制资源来达到控制小水泥发展的目的，获得企业竞争优势。公司按照高于国家 30 年矿山储备的标准，已控制了近二十亿吨的高品位石灰石资源，生产线资源储备丰富。且公司矿产资源主要分布在湖北、湖南及四川、西藏等资源相对丰富的地区，区位优势，加之项目所在地距离目标市场一般在 50~100 公里范围内，具有很强的市场竞争能力。

公司水泥生产基地主要分布于湖北、河南、湖南、云南、四川、重庆、江苏以及西藏等地，区域布局合理。从水泥消费趋势来看，随着东部较发达地区基础设施建设逐步完善，水泥消费已逐步开始向中西部转移。2008 年以来，在国家西部大开发战略以及汶川地震灾后重建、全国对口援疆工作等重大经济建设的的深入推进下，中西部水泥消费增速明显超过东部地区。在此推动下，公司的水泥生产线分布也开始向中西部移动，收入规模增长迅速。2009~2011 年，公司在湖北、湖南、重庆等中西部

地区的销量一直保持 20%以上的增速。2011 年，公司在湖北、湖南、重庆、云南四省市营业收入分别较上年增长 44.78%、62.75%、43.28%和 60.87%。

## 业务运营

公司主要产品为 42.5 级及以上水泥、32.5 级水泥和熟料，同时，为了平抑产能过剩的风险，公司积极向上下游延伸产业链，构建骨料-水泥-混凝土一体化，拓展混凝土及环保等相关业务。

2009~2011 年，公司营业收入分别为 69.06 亿元、84.69 亿元和 126.38 亿元，近三年复合增长率为 35.27%，呈现快速增长趋势。分产品来看，公司水泥及熟料营业收入占总收入的 90%以上，其中，42.5 级及以上水泥营业收入近三年复合增长率为 34.67%，32.5 级水泥近三年复合增长率为 30.44%。42.5 级及以上水泥主要用于道路桥梁、港口码头等基础设施建设和房地产建设，市场竞争较为充分，其毛利水平低于 32.5 级水泥。2011 年公司 42.5 级及以上水泥营业毛利率达到 24.89%，毛利率水平稳中有增。而 32.5 级水泥产品标号略低，主要应用于农村市场，随着公司对农村市场渗透的深入，该类水泥产品毛利率水平较高，且毛利率整体呈现上升趋势，2011 年其营业毛利率为 30.72%。公司生产的熟料优先供应自身生产使用，随着熟料产能的逐步扩大，其对外销售规模不断增加，盈利能力亦得到增强。近三年公司熟料业务营业收入复合增长率达 107.94%，毛利率水平也增长较快，2011 年公司熟料营业毛利率达到 24.69%。而受行业景气度下行的影响，2012 年上半年，公司实现营业收入 54.86 亿元，较上年同期下降 1.53%；营业毛利率为 20.68%，较上年同期减少 7.97 个百分点。



表 4：2009~2011 年公司营业收入及毛利情况

产品分类	营业收入 (亿元)			营业收入占比 (%)			营业收入增长率 (%)			营业毛利率 (%)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
42.5 级水泥	31.18	35.39	56.55	45.15	41.78	44.74	6.68	13.49	59.79	21.17	21.32	24.89
32.5 级水泥	29.67	36.50	50.48	42.96	43.10	39.94	2.42	23.02	38.30	25.82	23.24	30.72
熟料	2.16	5.32	9.34	3.14	6.28	7.39	21.62	145.85	75.34	2.87	13.33	24.69
混凝土	2.86	4.27	5.84	4.14	5.04	4.62	145.3	49.39	36.84	18.86	18.03	18.94
其他	3.19	3.21	4.17	4.62	3.79	3.30	35.68	0.72	29.98	43.76	42.33	39.31
<b>合计</b>	<b>69.06</b>	<b>84.69</b>	<b>126.38</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>8.77</b>	<b>22.63</b>	<b>49.22</b>	<b>23.54</b>	<b>22.27</b>	<b>27.41</b>

注：此表中 42.5 级水泥包括 42.5 级及以上水泥；

资料来源：公司定期报告

## 水泥业务

### (一) 原材料采购

公司水泥原材料主要包括石灰石、石膏，能源为原煤和电力。近三年，原煤和电力采购成本平均约占主营业务成本的 60%左右。

表 5：2009~2011 年公司主营业务成本情况

成本	2009	2010	2011
主要原材料	10.75%	9.97%	10.59%
主要能源	57.71%	60.61%	59.07%
其中：煤	32.93%	37.29%	40.09%
电	24.79%	23.32%	18.99%
其他成本	31.54%	29.42%	30.34%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

注：1、上述主要原材料包含粉煤灰、石膏和外购熟料等；

2、其他成本主要为加工费、生产设备折旧等其他生产和制造成本；

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从采购模式来看，公司对大宗原材料实行集团化的采购模式，由水泥事业部采购中心与供应商进行统一谈判，再由各分子公司自行采购，通过规模采购以尽量降低原燃料成本。目前，公司与徐州市鲁西煤炭有限公司、淮南矿业（集团）有限责任公司等原燃料供应商建立了长期合作关系。同时，公司注重扩展大宗商品的采购渠道，避免对少数供应商的过分依赖。近几年，公司向前 5 名供应商合计采购金额占年度采购总额比例保持在 20%左右，2011 年进一步降至 14.4%。从主要能源价格来看，2012 年公司采购的煤炭价格有所下滑，有利于生产的成本的降低，但长期看，国内煤炭价格未来仍可能保持上升趋势，将对公司成本控制带来挑战。

原材料方面，石灰石是水泥企业重要的战略资源。目前，公司掌握储量丰富的石灰石矿产资源，共拥有 39 处石灰石矿山，分布于下属鄂东、鄂西

北、鄂西南、湖南、西南（川渝、西藏）等五大水泥事业部。公司大部分生产基地依矿石资源而建，绝大部分基地石灰石运距在 3 公里以内，通过传送带运输，保证了原材料供应的稳定。截至 2011 年末，公司石灰石矿山资源可采储量 162,856 万吨，这为公司长远发展提供了可靠有力的资源保障。

此外，为了化解电力成本逐年上涨的矛盾，公司通过配套余热发电设备，较有效控制了电力成本，截至 2011 年末，公司已建成 21 套余热发电机组，余热发电装机容量 19.61 万千瓦，累计并网电量达 16 亿千瓦时，其余热发电系统产生的电量可为所配套生产线节约 1/3 的电量。2011 年余热发电技术为公司节约约 3.2 亿元的成本支出，一定程度上减缓了电力价格上涨带来的成本压力。

总的来说，公司拥有丰富的石灰石矿产资源，并通过集团化采购方式和配套余热发电装置，能较好地降低同期采购成本，但原燃料价格上涨对公司经营产生一定的成本压力仍需关注。

### (二) 水泥生产

近几年，公司通过淘汰落后产能、新建及兼并收购不断扩大生产规模，水泥和熟料产能实现快速扩张。截至 2011 年末，公司已投产 31 条新型干法水泥熟料生产线，其中 16 条为 4,000t/d~6,000t/d 的水泥熟料生产线，熟料产能总计 3,609 万吨/年，水泥产能总计 6,030 万吨/年。截至 2012 年 6 月末，公司熟料产能总计 3,689 万吨/年，水泥产能总计 6,030 万吨/年。

**表 6：2011 年末公司已投产熟料生产线分布情况**

所在区域	生产线 (条)	熟料产能 (万吨/年)	余热发电装机容量 (兆瓦)
湖北省	19	2,180	117.6
河南省	1	155	9
湖南省	3	465	25.5
重庆市	1	155	9
四川省	2	306	16
云南省	3	255	11.5
西藏自治区	2	93	7.5
合计	31	3,609	196.1

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从区域分布来看，公司定位于区域水泥市场龙头地位，并以湖北为主要生产基地，向湖南、四川、重庆、云南、河南和西藏地区拓展，加大了水泥产品的辐射半径。目前，公司在湖北省共拥有 19 条熟料生产线，分布在宜都、阳新、武穴、襄阳、恩施等城市，其熟料产能占总产能的 59.09%。未来，随着水泥消费将向中西部转移加快，公司将进一步加大在中西部地区的产能投放。截至目前，公司在湖南冷水江等地区有 1 条在建水泥生产线、1 座水泥粉磨站，拟增加熟料总产能 200 万吨/年，增加粉磨能力 120 万吨/年。此外，公司积极实施水泥产业国际化战略，于 2011 年 8 月与塔吉克斯坦亚湾水泥有限公司签署合作协议，合作建设年产 100 万吨新型干法水泥生产线项目。我们认为虽然该项目产能较小，但该国水泥市场需求大、竞争小，毛利率明显高于国内，此次海外扩张将有益于拓展公司后期发展空间。

在产能扩张和市场需求增长的共同作用下，公司近几年水泥、熟料产量也不断增长。2009~2011 年，公司水泥产量分别为 2,814 万吨、2,983 万吨和 3,550 万吨；熟料产量分别为 2,080 万吨、2,365 万吨和 2,946 万吨。但整体来看，受季节性气候、水泥行业产能过剩的影响，公司水泥生产线实行限产运行，加之公司新建生产线从投产至达产尚有一定的时间间隔，使得公司水泥产能利用效率较为一般。2011 年，随着新项目的陆续达产，公司水泥、熟料产能利用率得到一定程度提升，且预期未来仍存在进一步上升的空间。2012 年上半年，公司水泥产量为 1,692 万吨，熟料产量为 1,458 万吨。

**表 7：2009~2012.H1 公司主导产品产能产量情况**

	2009	2010	2011	2012.H1
<b>水泥</b>				
产能(万吨)	5,310	6,030	6,030	6,030
产量(万吨)	2,814	2,983	3,550	1,692
<b>熟料</b>				
产能(万吨)	3,047	3,609	3,609	3,689
产量(万吨)	2,080	2,365	2,946	1,458

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

技术方面，公司熟料生产线的产能分布于 1,000t/d~6,000t/d 之间，平均单线规模约 3,800t/d，较行业标杆企业海螺水泥近 6,000t/d 的平均单线规模仍存在一定差距，故公司煤和电的能耗水平相对偏高，毛利空间也位居行业中等水平。但为有效降低水泥生产成本，逐步实现循环经济，公司先后在宜昌、武穴、秭归等地建成水泥窑协同环保预处理工厂，开展市政污泥、有毒农药与三峡库区漂流物等危险废弃物以及工业废弃物等综合利用和处置业务，年处理环境废弃物能力超过 50 万吨。公司水泥窑协同处理技术的危险废弃物排放指标均低于国家排放标准，尤其是能对公司水泥生产起到节能降耗作用。中诚信证评认为，随着水泥窑协同处理环保项目的不断深入，公司环保与水泥产业协同效应将日益显现，竞争实力有望得到进一步增强。

总体来说，公司立足于华中区域水泥市场龙头地位，积极向中西部省市拓展，产业布局日益成型，同时，公司环保与水泥产业协同效应也将逐步显现。

### (三) 水泥销售

近三年，公司主导产品的产量稳步提高，并基本实现完全销售。同时，在国内需求拉动、产业结构优化、行业集中度提高因素下，2009~2011 年公司水泥、熟料平均价格逐步提高。虽然煤价高企导致生产成本增加，但集中采购及余热发电等优势使得公司水泥业务毛利率稳中有升。而 2012 年上半年，受行业景气度下滑的影响，公司水泥销售平均价格、毛利水平均下降，整体呈现增量不增收的局面。但我们认为，公司作为国内水泥行业领先企业之一，在行业景气度下行通道中，整体抗风险能力较强。

表 8：2009~2012.H1 公司主导产品销售情况

成本	2009	2010	2011	2012.H1
水泥销量(万吨)	2,567	2,992	3,344	1,622
水泥平均售价(元/吨)	237	244	302	280
熟料外销(万吨)	126	246	345	204
熟料平均售价(元/吨)	172	217	271	222

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售渠道来看，公司水泥销售采取直销加分销的模式，对重点工程采取总部直销并由营销部进行价格谈判，其余销售采取经销商分销的模式。目前公司直销、分销规模基本持平。

从销售区域来看，公司确定了以长江和京广线为主线的“十字型”发展战略，将华中地区作为公司的主要销售市场，沿长江和京广线呈“十字型”进行市场的战略扩张，同时兼顾西部大开发提供的发展机会。截止 2011 年，公司水泥产销量已连续 5 年位居湖北省第一位。2010 年以来，公司相继收购湖北京兰集团三源水泥有限公司、房县钻石水泥有限责任公司和湖北金龙水泥有限公司，并连续多年在湖北的市场占有率保持在 20% 以上，具有较强的控制力。随着公司对西部地区的不断扩张，2011 年公司在西藏地区水泥市场占有率达到 27.1%，对市场也具有较大的影响力，此外，公司在重庆地区市场占有率亦达到 6.0%，较 2009 年上升 3.1 个百分点，区域控制力进一步加强。

表 9：2011 年公司水泥各区域销售情况

所在区域	水泥销量(万吨)	市场占有率(%)
湖北省	1,739	20.8
河南省	136	1.1
湖南省	432	4.8
重庆市	292	6.0
四川省	209	1.6
云南省	252	4.2
西藏省	79	27.1
江苏省	116	0.9
上海市	89	3.7%
合计	3,344	-

资料来源：公司提供

从销售管理来看，目前，公司所有水泥板块的分子公司销售业务均纳入公司水泥事业部统一管理，营销工作以实现效益最大化为中心。在价格方面，公司适时调整定价策略，淡季增量保价，旺季

效益优先，密切监控市场及基地动态，加大提价幅度及频次，注重区域联合，确保公司产品在相对理想的价位运行。此外，公司仅对直销客户授信，且基本为 1 个月信用期，其他销售一律实行款到发货制度，资金风险可控。

总体来看，2009 年以来在基建投资大规模增长的带动下，公司水泥产销量大幅增加。未来虽然我国固定资产投资增速预期放缓，但相对于华东、华南、华北地区，我国中西部地区在基础设施建设、城镇化、工业化等方面仍相对落后，未来其发展有望进一步提速。而公司作为中部地区水泥龙头企业，向中西部区域的产业布局已经完成，后期水泥主业仍有望实现较快增长。

### 混凝土业务

为了规避产能过剩的风险，公司开始实施骨料-水泥-混凝土一体化战略，逐步向上下游产业链延伸，以控制成本、消化产能。

2009~2011 年，公司混凝土销售收入分别为 2.86 亿元、4.27 亿元、5.84 亿元，近三年复合增长率为 42.90%。2012 年上半年，公司继续加大混凝土业务的拓展，实现销售收入 2.80 亿元，较上年同期增长 17.18%。公司在发展上遵循“保护水泥渠道”的核心战略目标，确定了鄂东、鄂西南及鄂西北、湖南、西南区域及长江中下游地区混凝土优先发展顺序和具体项目开发计划。2010 年，按照“建成一批、开工一批、储备一批”的发展思路，公司在一线城市重点关注并购、兼顾新建，全力进入上述区域的二线、三线城市，混凝土业务扩张明显加速。全年，公司共取得 34 个项目建站批复，储备项目 56 个，在建项目 7 条，新投产项目 6 条。截至 2012 年 6 月末，公司新增混凝土产能 380 万方，混凝土总产能达到 1,370 万方。骨料业务方面，公司确定了以阳新、武穴骨料为核心，以沿江流域大型城市周边骨料资源聚集地为补充的战略规划布局。随着阳新骨料一期项目投产，二期项目建设工作有序推进，截至 2012 年 6 月末，公司骨料总产能达到 375 万吨。同时，受益于纵向一体化优势，公司混凝土骨料事业部和水泥事业部战略协同工作在鄂东、鄂西北、鄂西南区域部分市场取得了较好的成效。

2009~2012.H1，公司混凝土业务营业毛利率分别为18.86%、18.03%、18.94%、19.60%，毛利水平稳定，且毛利率较高。

但中诚信证评也关注到，由于混凝土行业具有应收账款余额大、周转慢的特性，随着混凝土业务规模的不断扩张，公司后期应收账款管理也将面临较大压力。

## 管 理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规的要求，结合公司实际情况，不断完善法人治理结构，规范公司运作。

公司在人员、资产、财务、机构、业务等方面一直独立于控股股东，具有独立完整的业务及自主经营能力。公司“三会”运作规范，股东大会、董事会及监事会的召开及重要事项的审议流程，均按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《公司章程》等相关法律或规章制度执行。股东大会、董事会、监事会、董事会各专业委员会、管理层之间权责明确、运作规范高效，为公司未来发展战略的推进奠定了良好的基础。

为进一步推进公司由直线职能制的工厂管理模式向扁平化矩阵式集团化管理模式的有效转变。在业务管控上，公司建立以总部专业部门为核心的分工负责、互为补充的公司管控体系；建立以事业部总经理负责制为基础，各专业职能总监分级负责为补充的事业部（区域）日常业务运作管控体系，强化事业部（区域）管控职能，有效实现风险管控。

财务管理方面，公司财务部负责定期及不定期的检查，落实公司的内部控制制度。并且，公司已按《公司法》、《会计法》、《企业会计准则》等法律法规及其补充规定的要求制定了《会计核算规程》、《财务会计制度》等有关财务制度，出台发布了《财务手册》，明确规定了重要财务决策程序与规则，规范了会计凭证、会计账簿和会计报告的处理程序，明确了会计人员的岗位职责，制定了凭证流转程序。公司的会计核算体系健全、制度完善，符合相关法律法规的规定。

生产管理方面，公司先后制定下发了《华新水

泥（集团）股份有限公司生产组织协调及计划统计管理办法》、《关于实行生产计划统一调度的通知》、《区域生产管理办法》、《关于统一各分、子公司生产能力、消耗等指标核算口径的规定》等生产管理方面的制度和规定，确保了公司集团化统一生产管理的正常进行。同时，为确保安全生产，各分子公司也相应设置了安全生产岗位，并建立了所有岗位安全责任制度和安全操作规程。

总体看，公司的治理结构健全，符合现代企业制度和《上市公司治理准则》的要求，内控制度基本控制了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

## 战略规划

“十二五”时期，公司将“清洁我们的生活环境，提供值得信赖的建筑材料”作为经营宗旨，大力发展环保产业，将废弃物安全地变成有用的建材，通过环保产业带动水泥行业及与水泥行业相关联的电力、钢铁、化工等企业，形成资源再利用的循环经济产业链，成为我国建设“两型”社会的排头兵。公司将坚持走“低能耗、低排放、高技术、高效益”的可持续发展之路，抓住国内水泥产业结构调整带来的发展机遇，继续做大水泥业务，并快速实施纵向一体化发展。

“十二五”期间，公司计划新增混凝土生产线 95 条，总产能达 2,400 万方/年，混凝土经营规模和资产规模都将有较大幅度提高。混凝土方面，在行业较成熟、企业数量较多城市，新建的同时积极寻找并购机会，尤其是对民营搅拌站的并购整合，在保证市场供给稳定的情况下努力引导行业的规范发展。在行业发展相对落后的县市，则以新建为主，重点进入尚无商品混凝土企业的县市，率先建立良好的市场秩序。骨料方面，公司将积极配合政府整治矿山无序开采的需要，借助公司丰富的水泥矿山管理经验，建设大规模的现代化骨料生产线。

总体上看，“十二五”期间，公司将坚持走循环经济道路，做大水泥、环保业务，并快速实施纵向一体化发展，逐步发展为中国水泥工业领导者。

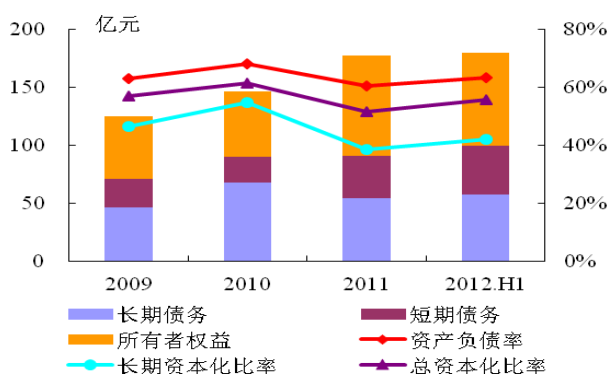
## 财务分析

下列分析主要基于华新水泥提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009~2011 年合并财务报告以及 2012 年未经审计的 2012 年 6 月份报表。其中 2009 年、2010 年财务数据分别为 2010 年、2011 年审计报告的期初数。

## 资本结构

为进一步完善产业布局,近几年,公司在水泥产能扩张及并购、余热发电改造等方面投资规模较大,同时公司在商品混凝土、骨料、环保等相关产业也进行了大量投资,公司业务规模持续扩大,资产、负债规模快速增长。截至 2012 年 6 月末,公司资产总额 217.65 亿元,较 2009 年末增长 49.24%;负债总额 138.25 亿元,较 2009 年末增长 50.33%。值得关注的是,2011 年 11 月公司通过非公开发行股票募集资金净额达 17.43 亿元,自有资本实力得到充实,财务杠杆水平也有所降低。截至 2012 年 6 月末,公司资产负债率和总资本化率分别为 63.52% 和 55.77%,与同行业上市公司相比处于中等水平。不过,考虑到公司混凝土、环保业务仍处于快速扩张期,未来负债规模仍有进一步上升的可能。

图 4: 2009~2012.H1 公司资本结构分析



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

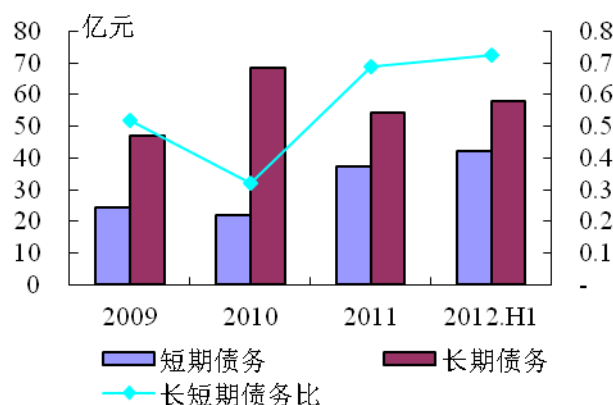
表 10: 水泥业主要部分公司资本结构比较  
(截至 2012 年 3 月 31 日)

公司简称	资产 (亿元)	负债 (亿元)	资产负债率
华新水泥	213.38	127.79	59.89%
海螺水泥	818.42	336.94	41.17%
金隅股份	783.30	563.23	71.90%
冀东水泥	394.46	265.58	67.33%
亚泰集团	336.75	225.43	66.94%
天山股份	172.89	103.92	60.11%
西水股份	145.22	113.81	78.37%
行业平均	172.28	103.14	59.86%

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

从债务的期限结构来看,截至 2012 年 6 月末,公司短期债务/长期债务的比值为 0.73,债务的期限结构与公司的业务经营状况较为匹配。但考虑到公司未来几年将有高额的资本性支出计划,应适当增加长期借款的比重,保证资金来源的稳定。若本次债券成功发行,可进一步改善公司长短期债务结构,并增强较长建设周期中公司资金的稳定性。

图 5: 2009~2012.H1 公司债务结构分析



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

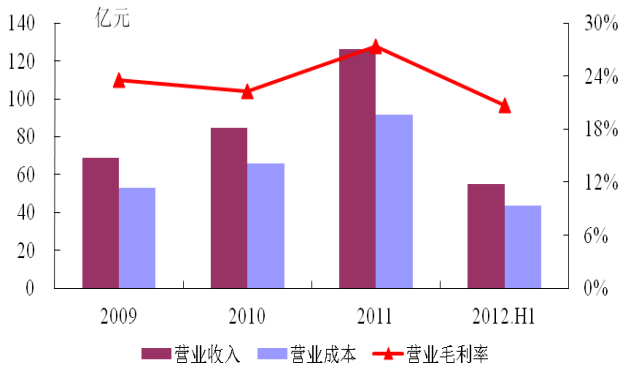
总体来看,公司非公开发行股票使得公司自有资本实力进一步增强,负债水平有所降低,债务期限结构也相对合理。但考虑到公司未来在产业并购、产业链延伸及环保产业方面仍有大规模的资本性支出计划,预计其举债规模将进一步增加。届时,公司负债水平将面临上行压力,中诚信证评将对公司财务风险的上升保持关注。

## 盈利能力

公司营业收入主要来源于水泥和熟料的销售收入。近三年,公司分别实现营业总收入 69.06 亿元、84.69 亿元和 126.38 亿元,随着产品销量的提

升以及产品价格的上涨，公司收入规模持续增长。尤其在 2011 年，在市场需求提升及公司自身产能扩张迅速的共同带动下，公司营业收入同比增长率达到 49.22%，增幅显著。2012 年，受国内水泥行业景气度下滑，水泥产品价格下降影响，公司收入增幅有所回落，1-6 月实现营业收入 54.86 亿元，同比下降 1.53%。

图 6：2009~2012.H1 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利水平看，近三年，公司主营业务毛利率分别为 23.54%、22.27%和 27.41%。其中，2011 年受益于产品价格的上涨及产能利用率的提升，公司毛利水平显著提高。不过，与同行业上市标杆企业相比，因在单线规模、产能利用等方面存有一定距离，公司优势并不十分突出。2012 年，受水泥价格下降影响，公司产品的毛利空间有所减小，1-6 月公司毛利率为 20.68%。

表 11：水泥行业部分上市公司毛利水平比较

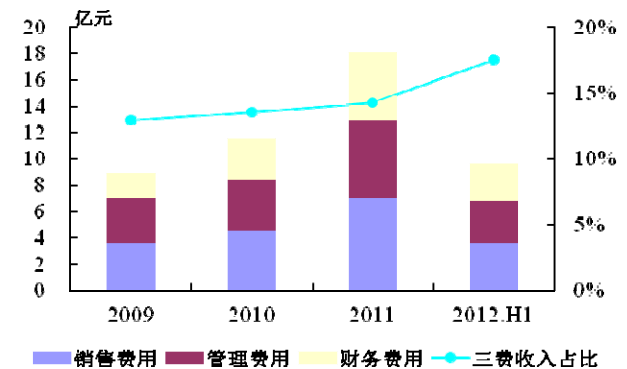
公司简称	2010 年毛利率	2011 年毛利率
华新水泥	22.27%	27.41%
海螺水泥	32.08%	39.89%
金隅股份	26.10%	27.67%
冀东水泥	31.69%	30.71%
亚泰集团	26.25%	32.17%
天山股份	28.90%	32.84%
西水股份	24.45%	13.32%
行业平均	28.39%	32.21%

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来公司期间费用随业务规模的扩张有所增加，2011 年合计 18.03 亿元，同比增长 57.11%。近三年一期，公司期间费用占营业收入的比率分别为 12.90%、13.55%、14.27%和 17.53%，费用占比逐年提高。其中，销售费用和管

理费用占比相对稳定，但受债务规模扩大影响，公司财务费用占比明显上升。

图 7：2009~2012.H1 公司期间费用情况

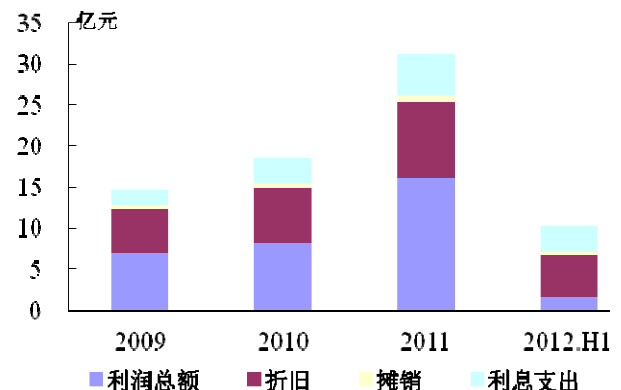


数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的利润总额主要由经营性业务利润构成，2011 年公司实现经营性业务利润为 15.06 亿元，较上年增长 135.16%。当年，公司资产减值损失 0.73 亿元，主要为固定资产减值准备，较上年的 0.03 亿元大幅增加；但公司实现营业外收益 1.79 亿元，主要为资源综合利用税收返还和地方政府税费返还。2011 年，公司实现净利润 12.20 亿元，同比增长 84.88%。2012 年 1-6 月，公司实现净利润 1.35 亿元，同比下降 78.26%。

在现金获取方面，公司收现比指标一直处于较高水平，2009~2012.H1，分别为 1.20、1.19、1.10 和 1.20 倍。2011 年公司取得经营性现金净流入 18.86 亿元，同期，在良好盈利的支撑下，公司实现 EBITDA 31.27 亿元，公司整体现金获取能力较强。2012 年 1-6 月，公司实现经营性现金净流入 7.64 亿元，EBITDA 10.13 亿元。

图 8：2009~2012.H1 公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

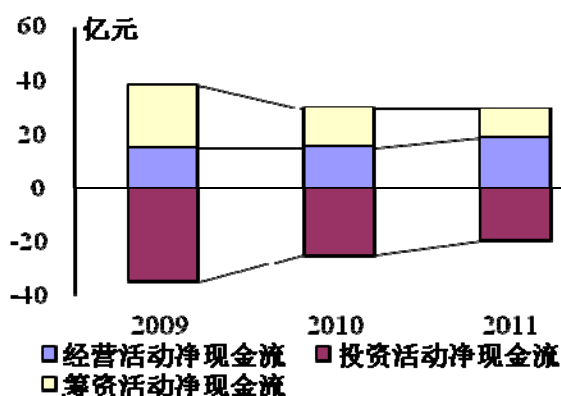
总体来看，公司收入规模增幅显著，盈利能力有所提升，整体经营效益较好。短期内，受水泥价格下降、煤电等能源价格波动等因素影响，我们预计公司成本压力将会增加。但是考虑到国家控制产能的相关产业政策、水泥行业区域集中度的提升及中西部市场需求增长等因素的共同作用，公司经营环境有望进一步趋好，加之其规模效应的扩大，公司仍将保持较高的盈利水平。

### 偿债能力

公司近年采取相对积极的财务政策，随着业务规模的不断扩大，公司资本性支出及营运资金需求均大幅增长，债务规模亦逐年增加。截至 2012 年 6 月末，公司总债务 100.13 亿元，较 2009 年末增长 40.50%，其中短期债务和长期债务分别为 42.10 亿元和 58.03 亿元。公司短期债务占比相对较小，且若公司本期债券成功发行，公司短期偿债压力将进一步缓解。

现金流方面，随着市场竞争秩序的改善，水泥行业应收账款的回收情况已大幅好转。2009~2012 上半年，公司经营性现金净流入分别为 14.94 亿元、15.40 亿元、18.86 亿元和 7.64 亿元，总体表现良好。但近三年一期公司投资性现金净流出分别 34.86 亿元、25.11 亿元、19.72 亿元和 10.35 亿元，且未来几年资本性支出还将维持在较大规模，公司资金压力有所增大。此外，考虑公司未来大力发展的商品混凝土和骨料业务的应收账款回收期较长，可能对公司整体的现金流状况产生一定影响。

图 9：2009~2011 年公司现金流结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

偿债能力方面，随着债务规模的增长，公司部分偿债能力指标有所弱化。但整体看，公司营业收

入持续快速增长，目前仍处于良性发展轨道，且未来发展前景良好，偿债能力将得到保障。截至 2012 年 6 月末，公司总债务/EBITDA 值为 4.94，EBITDA 利息保障倍数为 3.38，总体处于良好水平。

表 12：公司 2009~2012.H1 偿债能力指标

指标	2009	2010	2011	2012.H1
总债务/EBITDA (X)	4.84	4.86	2.92	4.94
经营净现金流/总债务 (X)	0.21	0.17	0.21	0.15
EBITDA 利息保障倍数 (X)	4.88	4.61	5.68	3.38
经营净现金流利息倍数 (X)	4.96	3.82	3.42	2.55
资产负债率 (%)	63.06	68.29	60.50	63.52
总资本化比率 (%)	56.93	61.49	51.58	55.77

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

作为上市企业，公司在资本市场融资渠道较为通畅。同时，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程度。截至 2012 年 6 月末，公司已获得中国银行、建设银行、农业银行等多家银行共计 161.98 亿元的授信额度，可使用的授信余额为 73.19 亿元。公司具备较强的财务弹性。

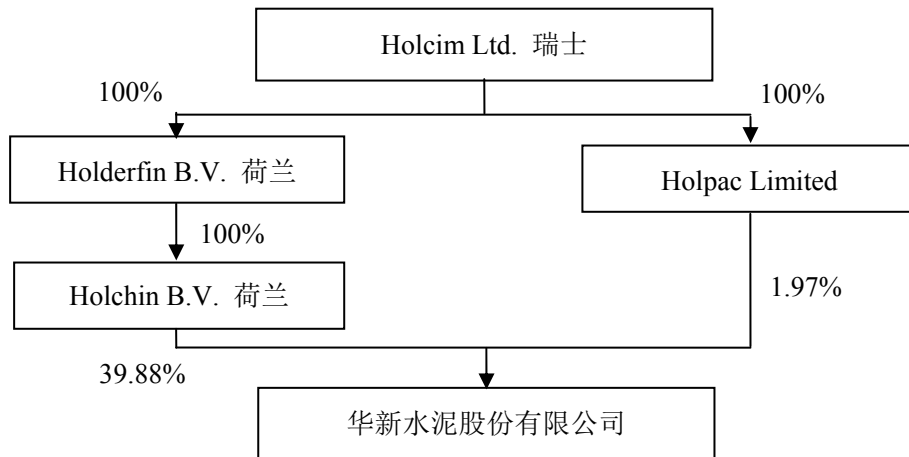
或有负债方面，截至 2012 年 6 月末，公司担保余额合计 22.91 亿元，均为对下属子公司担保。未决诉讼方面，截至 2012 年 6 月末，公司分别与广汉三星堆水泥有限公司股东和四川武通路桥工程局之间存在总金额约为 0.3 亿元和 0.12 亿元的债务纠纷，该未决诉讼涉及金额较小，或有风险可控。

综合而言，随着业务的扩展，公司负债规模不断增加，财务杠杆水平明显提高。但整体看，公司负债水平尚处于可控范围，且营业收入快速增长，主营业务持续盈利，加之现金流表现良好、融资渠道通畅，偿债能力将得到支撑。长期看，若公司能顺利实施各规划项目，实现规模有效扩张和盈利持续增长，其后续资本实力将进一步得到增强。但同时我们也将谨慎关注未来几年较大的资本支出压力对公司运营产生的影响。

### 结论

综上，中诚信证评认为本次公司债券信用质量很高，信用风险很低；中诚信证评认为华新水泥在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：华新水泥股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 6 月 30 日）



持股比例	子公司名称	持股比例	子公司名称
100%	华新水泥(阳新)有限公司	100%	华新水泥(昭通)有限公司
100%	华新水泥(武穴)有限公司	100%	华新水泥(昆明东川)有限公司
100%	华新水泥(赤壁)有限公司	79%	华新水泥(西藏)有限公司
85%	华新水泥(南通)有限公司	100%	华新混凝土(武汉)有限公司
100%	华新水泥(麻城)有限公司	100%	华新骨料(阳新)有限公司
50%	武汉武钢华新水泥有限责任公司	100%	华新水泥(黄石)装备制造有限公司
80%	华新水泥(仙桃)有限公司	100%	黄石华新包装有限公司
100%	华新水泥(武汉)有限公司	100%	华新水泥(黄石)散装储运有限公司
100%	华新水泥(襄阳)有限公司	100%	华新水泥技术管理(武汉)有限公司
100%	华新水泥襄阳襄城有限公司	99%	黄石华新水泥科研设计有限公司
100%	华新水泥(河南信阳)有限公司	100%	华新环境工程有限公司
100%	华新水泥(宜昌)有限公司	51%	华新中亚投资(武汉)有限公司
100%	华新水泥(恩施)有限公司	60%	华新水泥随州有限公司
100%	华新水泥(秭归)有限公司	100%	华新水泥(长阳)有限公司
100%	华新水泥(株洲)有限公司	100%	华新水泥(荆州)有限公司
100%	华新水泥(郴州)有限公司	55%	华新水泥(石首)有限公司
100%	华新水泥(道县)有限公司	51%	华新水泥(鹤峰)民族建材有限公司
60%	湖南华新湘钢水泥有限公司	69%	华新水泥(迪庆)有限公司
90%	华新水泥(冷水江)有限公司	51%	华新红塔水泥(景洪)有限公司
100%	华新水泥(岳阳)有限公司	80%	华新金龙水泥(郧县)有限公司
100%	华新水泥(渠县)有限公司	70%	华新水泥(房县)有限公司
100%	华新水泥(万源)有限公司	100%	华新水泥重庆涪陵有限公司
80%	华新水泥(桑植)有限公司	100%	华新混凝土有限公司



**附二：华新水泥股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011	2012.H1
货币资金	133,829.71	180,348.34	282,543.72	258,409.89
应收账款净额	29,776.03	36,951.80	61,116.02	71,003.95
存货净额	62,885.98	86,389.01	108,098.14	109,100.75
流动资产	254,434.73	395,378.11	605,409.57	575,138.64
长期投资	6,044.73	5,355.14	4,790.02	7,204.00
固定资产合计	1,073,247.93	1,209,803.86	1,357,247.21	1,385,345.80
总资产	1,458,416.27	1,781,222.21	2,172,967.81	2,176,499.64
短期债务	242,356.84	218,913.70	372,380.27	421,009.53
长期债务	469,815.37	683,062.94	542,025.34	580,261.38
总债务(短期债务+长期债务)	712,172.21	901,976.64	914,405.62	1,001,270.91
总负债	919,615.76	1,216,407.39	1,314,626.56	1,382,461.21
所有者权益(含少数股东权益)	538,800.51	564,814.81	858,341.25	794,038.43
营业总收入	690,632.94	846,942.61	1,263,803.92	548,644.43
三费前利润	153,144.63	178,805.82	330,901.12	106,695.53
投资收益	76.62	5,429.63	-209.12	-13.46
净利润	56,580.50	65,990.31	122,005.50	13,453.37
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	147,175.85	185,519.43	312,738.22	101,328.49
经营活动产生现金净流量	149,440.05	153,999.72	188,633.10	76,379.66
投资活动产生现金净流量	-348,571.05	-251,120.72	-197,153.95	-103,470.59
筹资活动产生现金净流量	231,119.56	148,218.60	109,826.93	-5,858.46
现金及现金等价物净增加额	31,962.38	51,121.76	101,303.48	-32,948.46
财务指标	2009	2010	2011	2012.H1
营业毛利率(%)	23.54	22.27	27.41	20.68
所有者权益收益率(%)	10.50	11.68	14.21	3.39
EBITDA/营业总收入(%)	21.31	21.90	24.75	18.47
速动比率(x)	0.45	0.60	0.68	0.61
经营活动净现金/总债务(x)	0.21	0.17	0.21	0.15
经营活动净现金/短期债务(x)	0.62	0.70	0.51	0.36
经营活动净现金/利息支出(x)	4.96	3.82	3.42	2.55
EBITDA 利息倍数(x)	4.88	4.61	5.68	3.38
总债务/EBITDA(x)	4.84	4.86	2.92	4.94
资产负债率(%)	63.06	68.29	60.50	63.52
总资本化比率(%)	56.93	61.49	51.58	55.77
长期资本化比率(%)	46.58	54.74	38.71	42.22

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

**附三：基本财务指标的计算公式**

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 (扣除非付息部分)

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 (付息部分)

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

## 附四：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体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	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

## 关于华新水泥股份有限公司 2012年公司债券（第二期）跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

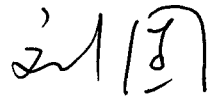
在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

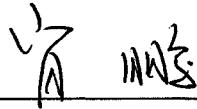
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）予以公告。

(本页无正文，为《华新水泥股份有限公司2012年公司债券（第二期）信用评级报告》之签署页)

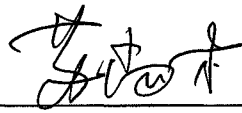
分析师：



刘固



肖鹏



苏尚才

