



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪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已发行的“华新水泥股份有限公司2012年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AA⁺，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年四月二十九日

华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	华新水泥股份有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	5 年期, 10 亿元, 2012/05/17—2017/05/17 7 年期, 10 亿元, 2012/05/17—2019/05/17		
上次评级时间	2015/04/22		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

华新水泥	2013	2014	2015
所有者权益 (亿元)	99.19	110.53	109.78
总资产 (亿元)	258.25	260.57	254.87
总债务 (亿元)	104.95	99.47	99.66
营业总收入 (亿元)	159.84	159.96	132.71
营业毛利率 (%)	27.93	29.49	23.66
EBITDA (亿元)	37.43	40.09	24.00
所有者权益收益率 (%)	14.06	13.51	2.06
资产负债率 (%)	61.59	57.58	56.93
总债务/EBITDA (X)	2.80	2.48	4.15
EBITDA 利息倍数 (X)	5.68	6.36	3.89

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

2015 年, 我国经济整体运行持续下行, 与水泥需求密切相关的全社会固定资产投资增速进一步放缓, 我国水泥工业呈现增速下降的趋势, 水泥产量近年来首度出现年度负增长。中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 肯定了华新水泥股份有限公司 (以下简称“华新水泥”或“公司”) 区域市场龙头地位稳固, 海外发展战略稳步推进、环保业务实现较快发展、公司财务结构较为稳健。同时, 我们也关注到水泥行业景气度波动风险、公司盈利能力及获现能力下降等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上, 中诚信证评维持华新水泥主体信用等级 AA⁺, 评级展望稳定, 维持“华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券 (第一期)”信用等级为 AA⁺。

正面

- 区域市场龙头地位稳固, 海外发展战略稳步推进。公司在区域市场龙头地位稳固, 在湖北地区市场占有率连续五年超过 20%。此外, 2015 年随着塔吉克斯坦生产线的顺利运行, 公司海外布局稳步推进。未来随着“一带一路”国家战略的推进, 区域经济增速的提升, 公司整体竞争实力有望进一步增强。
- 环保业务实现较快发展。公司积极推动环保业务发展。截至 2015 年末, 公司水泥窑协同处置业务已覆盖湖北、湖南、重庆等八个省市, 全年新签约项目 7 个, 实现竣工项目 6 个, 在建项目 9 个, 运行和在建的环保工厂共计 25 家。公司全年共处置各类固体废弃物 94 万吨, 同比增长 32%。
- 公司财务结构较为稳健。公司资产负债率处于同行业中等水平, 负债水平尚可, 且现金流表现良好、融资渠道通畅, 偿债能力得到很好的支撑。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

吴承凯 ckwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 4 月 29 日

关 注

- 水泥行业景气度波动风险。水泥行业与国民经济的增长速度密切相关，因此宏观经济运行的周期性波动以及国家经济政策调整，将通过影响全社会固定资产投资，进而对水泥行业的经营和发展造成较大的影响，行业未来发展仍面临一定的不确定性。
- 盈利能力及获现能力下降。2015年，受水泥行业下游需求乏力和企业竞争激烈影响，公司营业收入同比下滑 17.03%至 132.71 亿元，净利润同比下滑 84.90%至 2.26 亿元，经营活动净现金流同比下滑 28.30%至 27.53 亿元。

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

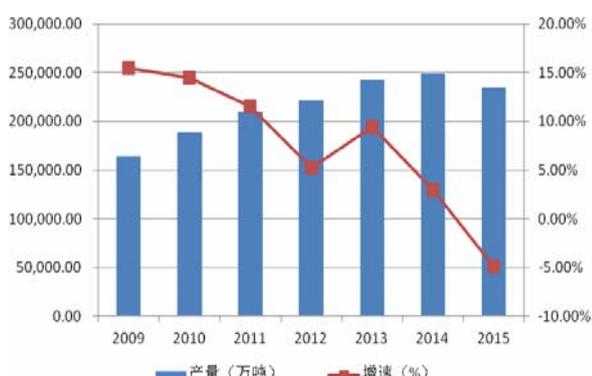
基本情况

2015年，受宏观经济增速放缓、房地产调控趋严等因素影响，固定资产投资增速放缓，房地产开发投资增速大幅下降，我国水泥产量近年来首次出现负增长，水泥行业景气度持续下行。

据国家统计局数据，2015年，中国国内生产总值同比增长6.9%，同比增速下降0.5个百分点；全年全社会固定资产投资增速为9.8%，自2000年以来增速首次跌入“10%区间”，同比增速下降5.5个百分点。房地产开发投资增速下滑拖累全社会固定资产投资增速放缓，成为近年水泥需求增速大幅下滑的主要原因。2015年我国房地产开发投资增速延续上年的下滑态势，完成投资95,979亿元，同比增长1.0%，增速较上年大幅下降9.5个百分点。同期全国规模以上水泥产量为23.48亿吨，同比下降4.9%，近年来首度出现年度负增长。

从区域来看，全国除西南地区基本持平外，其他地区水泥产量均有下降。其中东北、华北地区降幅较大，西北、华东和中南地区降幅相对较小。新增产能方面，2015年国家继续严控水泥行业新增产能，行业投资不断下降。据中国水泥协会统计，2015年全国新增投产水泥熟料生产线共有31条，合计年度新增熟料产能4,712万吨，较2014年减少2,319万吨，降幅为32%。我国新增熟料产能已连续三年呈递减走势。

图1：2009~2015年我国水泥产量及增长率



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

总的来看，水泥行业与国民经济的增长速度密切相关，目前国家经济结构调整将使得宏观经济增速逐步放缓，并将通过影响全社会固定资产投资，

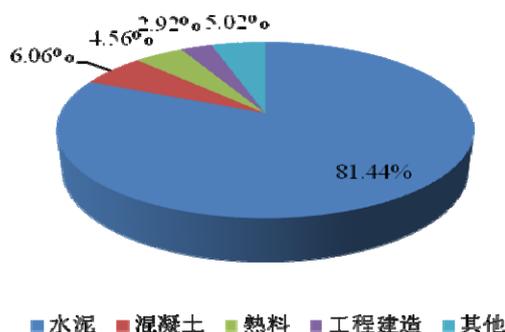
进而对水泥行业的经营和发展造成影响，因此短期内水泥行业增速仍将处于放缓态势，落后产能淘汰将进一步加速。

公司主营水泥、熟料和混凝土的生产与销售，已逐步形成以水泥为主业，以骨料和混凝土为延伸的纵向一体化发展模式。在推动上下游产业链延伸的同时，公司积极推动废弃物预处理及水泥窑协同处置的发展。

2015年，公司水泥实现销量4,649万吨，同比小幅下降0.68%；公司熟料主要用于自身水泥生产的原料，外销比例较小，全年实现销量373万吨，同比下降17.66%；公司混凝土实现销量307万立方米，同比下降38.60%；公司骨料实现销量497万吨，同比小幅下降2.74%；公司环保业务共处置各类固体废弃物94万吨，同比增长32%。

2015年公司实现营业收入132.71亿元，较上年同期下滑17.03%。其中，公司水泥销售实现营业收入108.08亿元，同比下降12.74%；熟料销售实现营业收入6.05亿元，同比下降33.64%；混凝土销售实现营业收入8.04亿元，同比下降42.34%。全年水泥销售、熟料销售及混凝土销售收入占公司营业收入的比重分别为81.44%、4.56%和6.06%。此外，2015年公司环保业务实现营业收入（不含RDF收入）1.2亿元。

图2：2015年公司收入分布情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年，公司海外产业布局加速，水泥产能小幅增长，在行业景气度持续下行的背景下公司持续优化运行成本，提升生产运转率。

在“一带一路”即“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”战略的推动下，我国水泥行业国际化进程将进一步提升。公司海外布局较早，2015年水泥业务海外战略布局有所提速。目前公司在建及拟建水泥项目均为海外项目。截至2015年末，公司主要水泥在建项目为塔吉克斯坦索格特3,000吨/日水泥熟料生产线项目，已于2016年2月7日点火进入调试试生产阶段。此外，塔吉克斯坦丹加拉50万吨/年的水泥粉磨站项目已于2015年末开工建设，预计2016年四季度实现投产运营。项目储备方面，公司哈萨克斯坦阿克托别2,500吨/日水泥熟料生产线已同哈萨克斯坦政府签署了项目投资协议；尼泊尔政府也批准了公司在纳拉亚尼投资建设2,800吨/日水泥熟料生产线的项目，为公司后续的海外发展奠定了基础。

截至2015年末，公司水泥、熟料产能较上年末小幅增长，主要系2015年3月，公司全资附属公司华新香港（柬埔寨）投资有限公司购买了柬埔寨卓雷丁水泥有限公司28%股权，交易完成后公司持有柬埔寨卓雷丁水泥有限公司68%的股权，成为其控股股东并将其纳入合并报表范围。截至2015年末，公司熟料、水泥、混凝土和骨料年产能分别达到4,525万吨/年、7,090万吨/年、2,305万立方米/年和950万吨/年，较上年分别增长2.03%、2.01%、1.32%和0.00%。产能分布方面，公司产能分布区域集中度仍较高，2015年末湖北地区熟料产能分布占公司熟料产能的比重为53.37%。

表1：2013~2015年公司主导产品产能、产量情况

产能	2013	2014	2015
熟料（万吨/年）	4,200	4,435	4,525
水泥（万吨/年）	6,630	6,950	7,090
产量	2013	2014	2015
熟料（万吨）	3,937	4,091	3,884
水泥（万吨）	4,953	4,846	4,712

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表2：截至2015年末公司熟料生产线情况

单位：条、万吨/年		
所在区域	熟料生产线	熟料产能
湖北	21	2,415
湖南	5	731
广东	1	155
河南	1	155
四川	3	306
西藏	2	93
云南	4	335
重庆	1	155
塔吉克斯坦	1	90
柬埔寨	1	90
合计	40	4,525

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年，公司完成13家水泥工厂分级燃烧项目改造，全年共减少氨水使用量1.4万吨。公司熟料生产线全部采用新型干法生产工艺，并配备余热发电系统，年末公司已投运余热发电机组30套，余热发电装机容量24.5万千瓦，较上年末增长2.68%，供电自给率超过30%。2015年公司通过持续探索和挖掘生产运行各个环节的成本优化空间，同期受益于煤炭价格持续下行，公司实现了水泥生产成本下降8元/吨，同比下降4.4%。

总体来看，2015年以来公司水泥新增产能均布局海外，主要产品产量较上年小幅下滑，公司在行业景气度持续下行的背景下注重成本控制，对减缓公司盈利能力下降程度起到一定支撑作用。

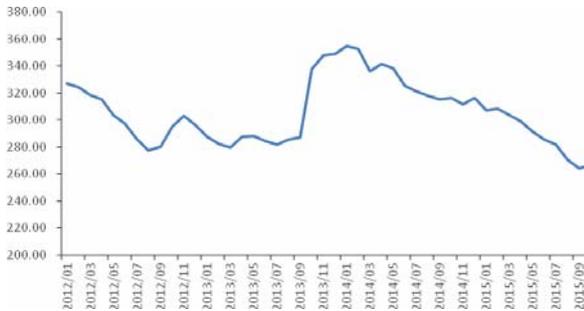
2015年，在下游需求持续疲软的背景下，水泥价格持续走低；公司毛利率水平较上年有所下滑，盈利水平显著下降。

水泥市场价格运行方面，2015年水泥价格继续延续上年底的下行态势。截至2015年末，在下游需求持续疲软的背景下，水泥价格已跌至2008年金融危机以后最低水平。从区域来看，2015年水泥价格跌幅最大的是华北地区，其次为华东、中南地区，东北、西南以及西北地区跌幅相对较小。水泥加工成本方面，2015年煤炭价格保持低位运行，截至2015年末，环渤海动力煤综合平均价格进一步下降至372元/吨，较年初下跌29.14%，煤炭价格回落使得水泥生产成本有所下降。受行业景气度下

行影响，水泥企业盈利水平显著下滑，据国家统计局统计，2015年水泥行业实现利润总额329.7亿元，同比下降58%。

图3：2012~2015年全国水泥平均价格（月度）

单位：元/吨



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

2015年，公司以华新电商平台为基础，构建以“一机（定制化智能手机+华新APP）、一卡（订单支付系统）、一车（物流配送信息平台）”为核心的三位一体创新营销体系，电商平台线上订单业务发展较快，网上水泥销量已占公司总销量的81%。同期公司全力开拓和维护核心市场区域，在湖北地区市场占有率连续五年超过20%，2015年公司湖北地区收入占比为44.28%，较上年下降1.30个百分点。2015年，受不利气候条件以及经济下滑背景下低迷市场需求的影响，湖北地区水泥价格下滑幅度较大。公司全年水泥平均销售价格为233元/吨，较上年下降12.08%，同期产品毛利率水平下滑幅度较大。2015年，公司实现净利润2.26亿元，较上年同期下降84.90%。

表3：2013~2015年公司主导产品销售状况

销量	2013	2014	2015
熟料（万吨）	498	453	373
水泥（万吨）	4,605	4,681	4,649
平均售价	2013	2014	2015
熟料（元/吨）	192	201	162
水泥（元/吨）	264	265	233

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，2015年公司在核心市场区域仍保持优势地位。但水泥价格大幅下滑导致公司毛利率水平出现较大幅度回落，同期公司盈利水平显著下滑。

公司环保转型保持较快发展，水泥窑协同处置业务增长较快，位居行业前列。

公司的水泥窑协同处置技术是在引进和吸收豪瑞集团在全球废物处理技术基础上，结合中国城市生活垃圾、市政污泥和工业危废等特点，自行研发出的适合中国国情的涵盖废弃物预处理及水泥窑协同处置一体化技术。经过近十年的积累，截止2015年末，公司在废弃物预处理及水泥窑协同处置领域已拥有15项发明专利和59项实用新型专利，形成了具有自主知识产权，涵盖市政生活垃圾、市政污泥、工业危废、医疗危废、污染土、漂浮物的六大处置平台和装备系统。

2015年5月，国家六部委联合发布了《关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》，公司为全国首批五家试点企业之一。截至2015年末，公司水泥窑协同处置业务已覆盖湖北、湖南、重庆、广东、河南、云南、四川、上海等八个省市，全年新签约项目7个，实现竣工项目6个，在建项目9个，运行和在建的环保工厂共计25家（全部项目投产后，环保业务总处置能力将达到550万吨/年）。目前公司的环保业务主要展业区域集中于湖北省。公司旗下武穴、阳新、恩平、信阳、株洲、赤壁、秭归、黄石、宜昌等9家工厂已先后开展了水泥窑协同处置业务，运行良好。公司全年共处置各类固体废弃物94万吨，同比增长32%，其中阳新、武穴、赤壁、秭归、信阳、恩平、株洲工厂已经实现RDF日处置量500吨以上的稳定运行。2015年公司环保业务实现营业收入（不含RDF收入）1.2亿元，占整体业务收入的比重仍较小。

总的来看，公司在废弃物预处理及水泥窑协同处置领域保持行业领先，环保业务保持稳定发展，但业务收入水平增长缓慢，对公司收入贡献率仍较低，未来政府为创造环保社会必会加大对环保业务的投入，中长期看将为公司带来一定的经济效益。

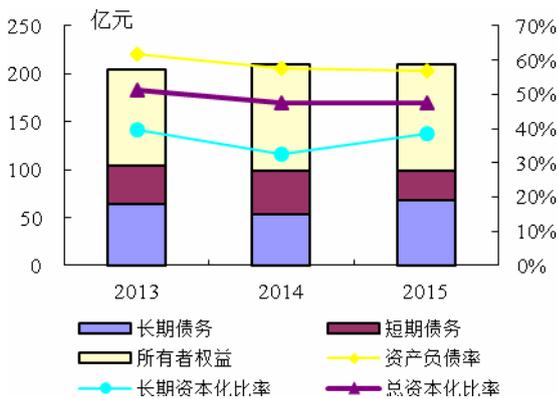
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013~2015年审计报告。

资本结构

公司近年来通过新设和并购等方式不断扩大其生产规模,2015年受水泥行业景气度下滑影响公司主业扩展速度有所放缓,年末公司总资产为254.87亿元,同比小幅下降2.19%。所有者权益方面,2015年公司主业盈利大幅下滑,同期所有者权益小幅下降,年末公司所有者权益(含少数股东权益)为109.78亿元,同比小幅下降0.68%。

图4: 2013~2015年末公司资本结构



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

资产结构方面,公司资产主要由非流动资产构成,截至2015年末,公司非流动资产合计204.52亿元,占公司总资产比重为80.25%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成,2015年末三者合计占非流动资产总额的92.23%,其中固定资产148.61亿元,主要系房屋建筑、机器设备、运输工具等;在建工程18.88亿元,主要系公司环保项目及水泥新增产能项目;无形资产21.14亿元,主要系土地使用权及矿山采矿权。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成,2015年末四者合计占流动资产总额的90.19%,其中货币资金21.22亿元,应收票据5.81亿元,应收账款6.89亿元及存货11.48亿元。

负债结构方面,公司主要通过银行借款、中期票据、公司债、私募债等方式融资,2013~2015年公司总负债分别为159.06亿元、150.03亿元和145.09亿元。截至2015年末,公司流动负债合计72.20亿元,占公司负债总额的比重为49.76%,主要包括短期借款11.62亿元、应付账款28.36亿元、及一年内到期的非流动负债15.24亿元。其中应付账款主要系应付材料款、应付工程及设备款。非流

动负债方面,截至2015年末,公司非流动负债合计72.89亿元,主要包括长期借款28.79亿元和应付债券38.32亿元。

财务杠杆比率方面,截至2015年末公司资产负债率为56.93%,较上年下降0.65个百分点;总资本化比率为47.59%,较上年末增长0.22个百分点,财务杠杆比率与同行业上市公司相比处于中等水平,资本结构相对稳健。

表4: 水泥业主要部分公司资本结构比较

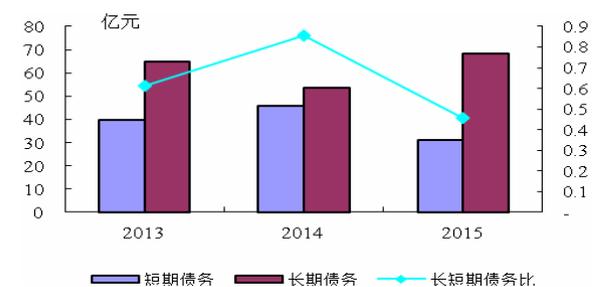
(截至2015年12月31日)

公司简称	资产 (亿元)	负债 (亿元)	资产负债率 (%)
金隅股份	1,307.47	885.65	67.74
海螺水泥	1,057.81	318.70	30.13
华新水泥	254.87	145.09	56.93
天山股份	205.30	130.96	63.79
青松建化	111.98	63.21	56.45

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

债务期限结构方面,近年来公司债务规模较为稳定,2015年末公司总债务为99.66亿元,同比小幅增长0.20%。由于短期借款的下降,截至2015年末公司长短期债务的比(短期债务/长期债务)由上年末的0.85下降至0.46,公司债务期限结构有所优化,目前公司的债务期限相对合理。

图5: 2013~2015年末公司长短期债务情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看,2015年公司总资产及自有资本实力增长显著放缓,其杠杆比率在行业内处于中等水平,债务期限结构较为合理,整体财务结构较为稳健。

盈利能力

公司营业收入主要来自于水泥及水泥制品的销售收入。截至2015年末,由于下游需求不足,水泥和熟料价格下滑明显,公司营业收入较上年同

期下滑 17.03%至 132.71 亿元。分业务板块来看，水泥销售为公司主要收入来源，2015 年以来，随着公司水泥销售价格的下滑，公司水泥及熟料销售全年实现营业收入 114.13 亿元，同比下降 14.17%。

表 5：2013~2015 年公司营业总收入构成

单位：亿元			
	2013	2014	2015
水泥	121.36	123.85	108.08
混凝土	17.45	13.95	8.04
熟料	9.58	9.12	6.05
工程建设	3.95	5.77	3.88
其他	7.50	7.27	6.66
合计	159.84	159.96	132.71

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2015 年以来，由于公司产品价格下滑明显，公司全年综合毛利率下滑至 23.66%，同比降低 5.83 个百分点。

表 6：2013~2015 年公司综合营业毛利率构成情况

单位：%			
	2013	2014	2015
水泥	30.21	32.18	25.79
混凝土	22.56	21.33	23.60
熟料	12.94	18.29	-0.19
工程建设	9.73	5.28	5.63
其他	32.19	32.64	21.17
合计	27.93	29.49	23.66

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年公司期间费用规模合计为 26.50 亿元，同比小幅下降 3.46%。其中，受益于公司积极开展成本优化，2015 年公司销售费用及管理费用分别为 10.60 亿元和 9.16 亿元，同比分别下降 5.13%和 5.97%。财务费用方面，主要由于 2015 年华新亚湾水泥有限公司的美元借款因素莫尼汇率波动产生汇兑损失约 1.43 亿元，公司当期财务费用小幅上升 3.12%。2015 年，由于收入规模下降，同期公司三费虽小幅下降，公司三费收入占比仍进一步上升至 19.97%。

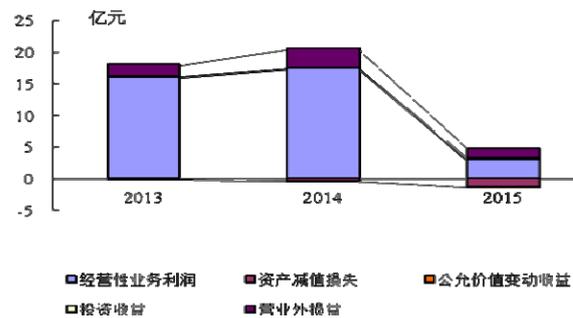
表 7：2013~2015 年公司期间费用分析

单位：亿元			
项目	2013	2014	2015
销售费用	11.07	11.17	10.60
管理费用	9.33	9.74	9.16
财务费用	6.03	6.54	6.74
三费合计	26.43	27.45	26.50
营业总收入	159.84	159.96	132.71
三费收入占比	16.54%	17.16%	19.97%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润总额的构成来看，公司利润主要来自经营性业务利润¹。2015 年，公司利润总额为 3.37 亿元，同比大幅下降 83.09%。其中，经营性业务利润为 2.89 亿元，同比下降 83.35%，受水泥行业景气度下行影响，公司盈利能力显著弱化。此外，2015 年，公司营业外损益为 1.47 亿元，主要由政府补助构成，对公司利润总额形成一定支撑。

图 6：2013~2015 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，2015 年以来，受行业需求疲弱和水泥价格下滑影响，公司营业收入明显下滑，盈利能力减弱。

偿债能力

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总债务为 99.66 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 31.17 亿元和 68.49 亿元。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2015 年受下游需求疲软影响，公司获现能力显著下降，2015 年公司 EBITDA 为 24.00 亿元，同比下降 40.14%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2015 年公司总

¹ 经营性业务利润=营业总收入—营业成本—营业税金及附加—三费合计

债务/EBITDA 指标为 4.15 倍, EBITDA 利息保障倍数为 3.89 倍, 分别较上年提高 1.67 倍和下降 2.47 倍。公司 EBITDA 对债务本息的保障程度在 2015 年有所下滑, 总体仍保持较强水平。

现金流方面, 2015 年公司经营性现金净流入为 27.53 亿元, 同期经营活动净现金流/总债务下降至 0.28 倍, 经营活动净现金流/利息支出下降至 4.46 倍。总的来看, 虽然 2015 年以来公司获现能力及经营性现金流对债务本息的保障能力有所弱化, 但仍保持在较好水平。

表 8: 2013~2015 年公司主要偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
EBITDA (亿元)	37.43	40.09	24.00
经营活动净现金流 (亿元)	30.06	38.40	27.53
资产负债率 (%)	61.59	57.58	56.93
总资本化比率 (%)	51.41	47.37	47.59
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.56	6.09	4.46
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.29	0.39	0.28
EBITDA 利息倍数 (X)	5.68	6.36	3.89
总债务/EBITDA (X)	2.80	2.48	4.15

资料来源: 公司财务报告, 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 2015 年 12 月 31 日, 公司已获得中国银行、建设银行和农业银行等多家银行共计 126.64 亿元的授信额度, 可使用的授信余额为 50.25 亿元, 公司具备较强的财务弹性。

或有负债方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司对外担保(不含对子公司担保)余额为 1.58 亿元, 占净资产的比例为 1.44%, 对外担保金额较小, 公司因对外担保事项产生的或有负债风险较小。

未决诉讼方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司与湖北国新置业有限公司、北方重工集团有限公司、襄阳建山科技有限公司等公司存在未决诉讼事项, 涉案金额占公司净资产的比例较小, 公司因未决诉讼产生的风险较小。

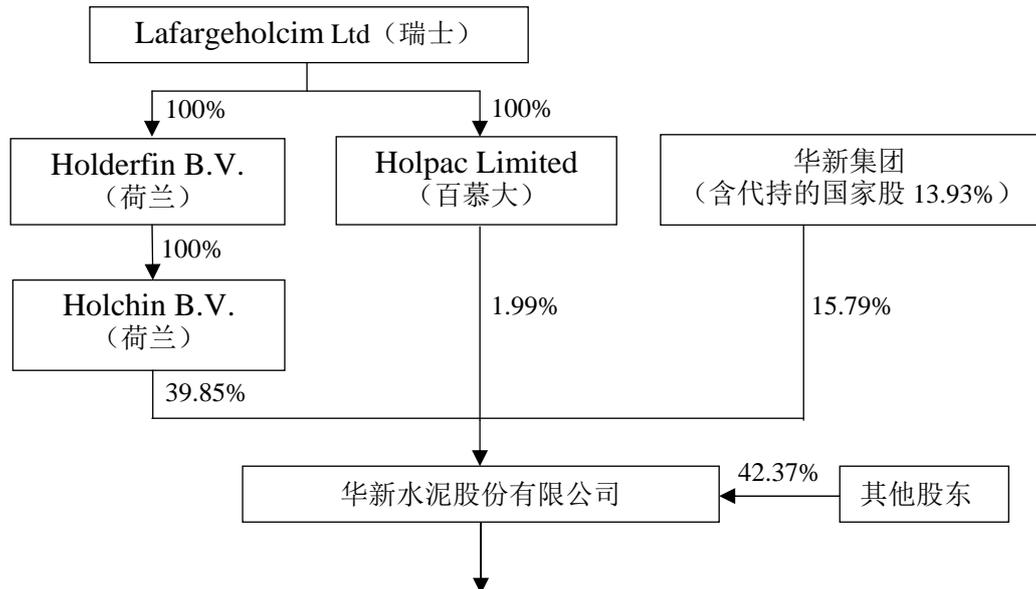
整体来看, 2015 年以来, 受下游需求持续疲软影响, 公司经营压力有所增加, 其盈利及获现能力有所下降, 但公司目前资产负债率处于合理范围,

盈利能力和获现能力仍相对较好, 对债务本息偿还的保障很强, 整体抗风险能力和偿债能力很强。

结 论

综上, 中诚信证评维持华新水泥主体信用等级为 **AA⁺**, 评级展望稳定, 维持华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券(第一期)信用等级为 **AA⁺**。

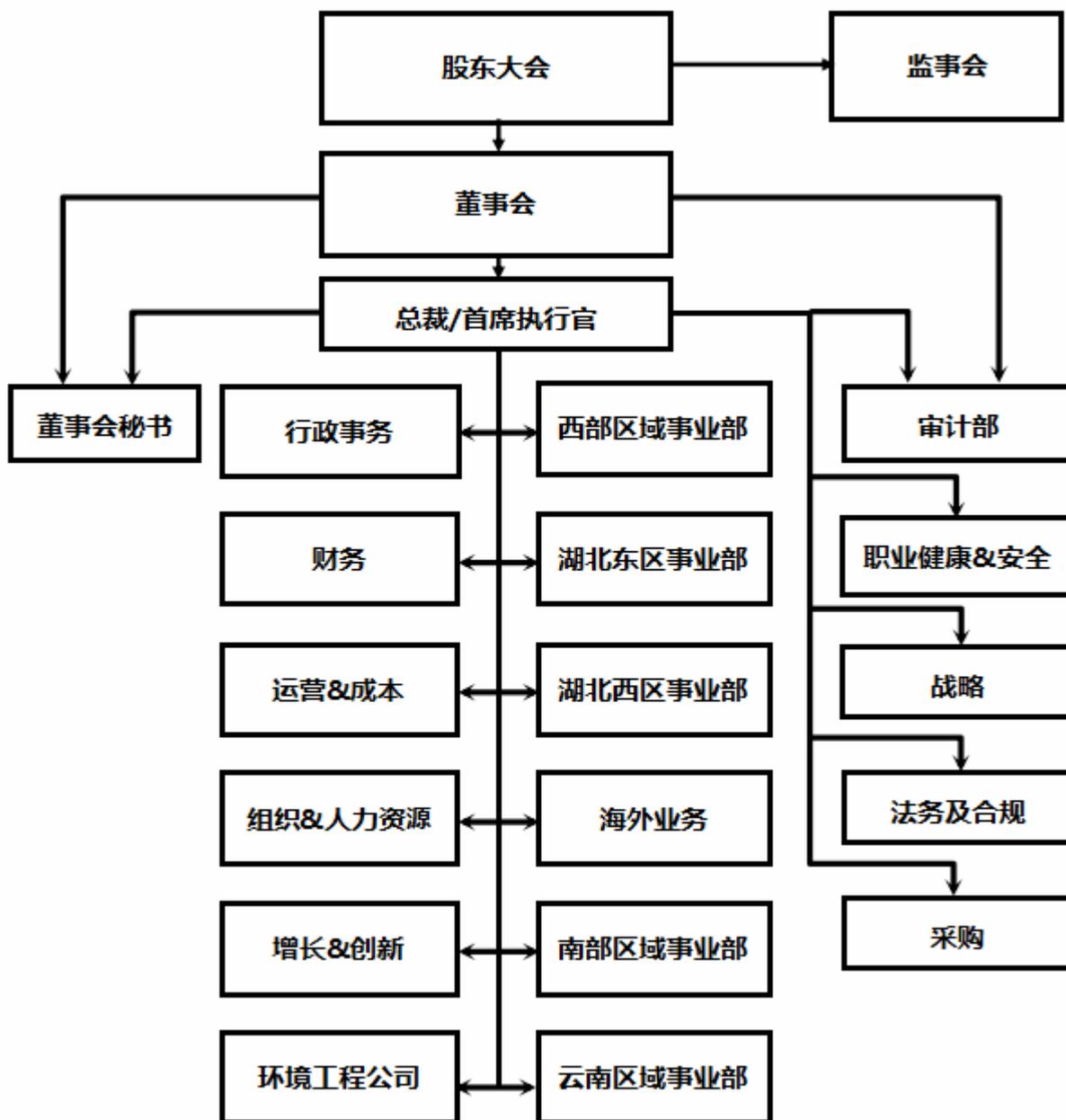
附一：华新水泥股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



序号	子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	华新水泥 (阳新) 有限公司	生产及销售水泥	50,000.00	100.00
2	华新水泥 (武穴) 有限公司	生产及销售水泥	30,000.00	100.00
3	华新水泥 (赤壁) 有限公司	生产及销售水泥	14,000.00	100.00
4	华新水泥 (南通) 有限公司	生产及销售水泥	10,800.00	85.00
5	华新水泥 (麻城) 有限公司	生产及销售水泥	6,500.00	100.00
6	武汉武钢华新水泥有限责任公司	生产及销售矿渣水泥	4,000.00	50.00
7	华新水泥 (武汉) 有限公司	生产及销售水泥	6,000.00	100.00
8	华新水泥 (襄阳) 有限公司	生产及销售水泥	14,000.00	100.00
9	华新水泥襄阳襄城有限公司	生产及销售水泥	4,000.00	100.00
10	华新水泥 (河南信阳) 有限公司	生产及销售水泥	20,000.00	100.00
11	华新水泥 (宜昌) 有限公司	生产及销售水泥	15,000.00	100.00
12	华新水泥 (恩施) 有限公司	生产及销售水泥	6,000.00	100.00
13	华新水泥 (秭归) 有限公司	生产及销售水泥	24,000.00	100.00
14	华新水泥 (桑植) 有限公司	生产及销售水泥	15,000.00	80.00
15	华新水泥 (株洲) 有限公司	生产及销售水泥	28,000.00	100.00
16	华新水泥 (郴州) 有限公司	生产及销售水泥	22,000.00	100.00
17	华新水泥 (道县) 有限公司	生产及销售水泥	18,000.00	100.00
18	湖南华新湘钢水泥有限公司	生产及销售水泥	14,250.00	60.00
19	华新水泥 (冷水江) 有限公司	生产及销售水泥	20,000.00	90.00
20	华新水泥 (岳阳) 有限公司	生产及销售水泥	2,500.00	100.00
21	华新水泥 (渠县) 有限公司	生产及销售水泥	20,000.00	100.00
22	华新水泥 (万源) 有限公司	生产及销售水泥	12,700.00	100.00
23	华新水泥重庆涪陵有限公司	生产及销售水泥	20,000.00	100.00
24	华新水泥 (昭通) 有限公司	生产及销售水泥	7,500.00	100.00
25	华新水泥 (昆明东川) 有限公司	生产及销售水泥	12,000.00	100.00
26	华新水泥 (西藏) 有限公司	生产及销售水泥	5,000.00	79.00
27	华新混凝土 (武汉) 有限公司	生产及销售混凝土	8,000.00	100.00
28	华新混凝土有限公司	生产及销售混凝土	5,000.00	100.00

29	华新骨料（阳新）有限公司	建筑骨料生产及销售	14,000.00	100.00
30	华新水泥（黄石）装备制造有限公司	机电设备制造、维修、安装服务	13,000.00	100.00
31	黄石华新包装有限公司	生产销售水泥包装袋及其他包装制品	6,000.00	100.00
32	华新水泥（黄石）散装储运有限公司	散装、袋装水泥散状物料的装、卸、储存及货物运输	2,000.00	100.00
33	华新水泥技术管理（武汉）有限公司	技术研发及咨询服务	2,000.00	100.00
34	华新骨料有限公司	建筑骨料生产及销售	5,000.00	100.00
35	华新新型建筑材料有限公司	建筑材料生产及销售	5,000.00	100.00
36	华新（香港）国际控股有限公司	投资、工程服务及销售	19,642.60 万港元	100.00
37	华新水泥（仙桃）有限公司	生产及销售水泥	2,390.00	80.00
38	黄石华新水泥科研设计有限公司	建材工程设计、建筑工程设计、水泥生产技术服务	100.00	99.00
39	华新环境工程有限公司	生产及销售水泥添加剂和调凝剂	15,000.00	100.00
40	华新装备工程有限公司	机电设备制造、维修、安装服务	6,000.00	100.00
41	华新中亚投资（武汉）有限公司	建材工程投资、建筑工程设计、水泥技术服务	10,000.00	51.00
42	华新亚湾水泥有限公司	生产及销售水泥	9,820.00 万索莫尼	38.25
43	华新噶优尔（索格特）水泥有限公司	生产及销售水泥	-	36.34
44	华新香港（柬埔寨）投资有限公司	投资、工程服务及销售	-	100.00
45	华新香港（中亚）投资有限公司	投资、工程服务及销售	-	51.00
46	华新水泥随州有限公司	生产及销售水泥	4,100.00	60.00
47	华新水泥（长阳）有限公司	生产及销售水泥	17,000.00	100.00
48	华新水泥（荆州）有限公司	生产及销售水泥	7,080.00	100.00
49	华新水泥（石首）有限公司	生产及销售水泥	1,980.00	55.00
50	华新水泥（鹤峰）民族建材有限公司	生产及销售水泥	4,764.00	51.00
51	华新水泥（迪庆）有限公司	生产及销售水泥	9,500.00	69.00
52	华新红塔水泥（景洪）有限公司	生产及销售水泥	17,961.00	51.00
53	华新水泥（房县）有限公司	生产及销售水泥	8,000.00	70.00
54	华新金龙水泥（郧县）有限公司	生产及销售水泥	8,000.00	80.00
55	华新水泥（恩平）有限公司	生产及销售水泥	28,000.00 万港元	65.07
56	华新水泥（大冶）有限公司	生产及销售水泥	32,700.00	70.00
57	华新水泥（鄂州）有限公司	生产及销售水泥	5,000.00	70.00
58	柬埔寨卓雷丁水泥有限公司	生产及销售水泥	6,000.00 万美元	68.00
59	华新环境工程（昭通）有限公司	城市生活垃圾处置	2,000.00	100.00
60	华新环境工程（十堰）有限公司	城市生活垃圾处置	5,000.00	100.00

附二：华新水泥股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：华新水泥股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	221,460.77	268,427.80	212,241.03
应收账款净额	90,807.53	80,927.64	68,871.35
存货净额	95,400.44	127,563.64	114,848.05
流动资产	638,448.62	631,750.20	503,445.58
长期投资	36,748.65	56,584.80	39,239.97
固定资产合计	1,614,018.69	1,616,549.73	1,687,446.56
总资产	2,582,467.96	2,605,670.64	2,548,667.18
短期债务	399,456.68	458,296.76	311,694.31
长期债务	650,042.78	536,375.48	684,939.81
总债务	1,049,499.46	994,672.24	996,634.12
总负债	1,590,559.53	1,500,345.53	1,450,911.71
所有者权益（含少数股东权益）	991,908.43	1,105,325.11	1,097,755.47
营业总收入	1,598,435.53	1,599,614.92	1,327,131.92
三费前利润	424,339.19	448,258.59	293,951.64
投资收益	971.44	956.85	3,756.11
净利润	139,452.35	149,376.94	22,559.26
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	374,310.47	400,909.79	239,986.59
经营活动产生现金净流量	300,612.77	383,985.75	275,324.62
投资活动产生现金净流量	-230,033.64	-183,888.29	-171,871.04
筹资活动产生现金净流量	-133,414.80	-154,192.65	-172,833.11
现金及现金等价物净增加额	-63,356.22	43,508.91	-73,378.39
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	27.93	29.49	23.66
所有者权益收益率（%）	14.06	13.51	2.06
EBITDA/营业总收入（%）	23.42	25.06	18.08
速动比率（X）	0.60	0.55	0.54
经营活动净现金/总债务（X）	0.29	0.39	0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	0.75	0.84	0.88
经营活动净现金/利息支出（X）	4.56	6.09	4.46
EBITDA 利息倍数（X）	5.68	6.36	3.89
总债务/EBITDA（X）	2.80	2.48	4.15
资产负债率（%）	61.59	57.58	56.93
总资本化比率（%）	51.41	47.37	47.59
长期资本化比率（%）	39.59	32.67	38.42

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。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

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

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

附五：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。