



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪042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（第二期）”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
二零一七年四月十八日

华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	华新水泥股份有限公司		
发行规模	人民币 11 亿元		
存续期限	7 年期，2012/11/09—2019/11/09		
上次评级时间	2016/04/29		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

华新水泥	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	110.53	109.78	113.74
总资产（亿元）	260.57	254.87	274.27
总债务（亿元）	99.47	99.66	110.62
营业总收入（亿元）	159.96	132.71	135.26
营业毛利率（%）	29.49	23.66	26.28
EBITDA（亿元）	40.09	24.00	28.84
所有者权益收益率（%）	13.51	2.06	5.46
资产负债率（%）	57.58	56.93	58.53
总债务/EBITDA（X）	2.48	4.15	3.84
EBITDA 利息倍数（X）	6.36	3.89	4.93

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

2016 年，我国经济总体呈现出稳中向好态势、房地产市场回暖和基建项目加快启动带动水泥市场弱势复苏，水泥产量由萎缩变成增长态势。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、财务结构较为稳健等优势因素。同时，我们也关注到水泥行业产能过剩风险、公司短期债务规模加大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（第二期）”信用等级为 AA⁺。

正 面

- 区域市场龙头地位稳固，西南地区以及海外业务的稳步推进。公司在区域市场内龙头地位稳固，在湖北地区市场占有率连续 6 年超过 20%。此外，随着公司对拉豪集团西南地区共 15 家水泥工厂的并购以及海外水泥项目的陆续投产，公司整体竞争实力进一步增强。
- 环保业务实现较快发展。公司积极推动环保业务发展。截至 2016 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 10 个，实现竣工项目 3 个，在建项目 6 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 150 万吨，年生活垃圾处置量已占全国水泥窑协同处置总量的 70% 以上。
- 公司财务结构较为稳健。2016 年，公司资产负债率处于同行业中等水平，负债水平适中，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

钟晓南 xnzhong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年4月18日

关注

- 水泥行业产能过剩风险。2016年水泥行业景气度缓慢复苏，但新增产能仍未停止，行业发展依然受制于产能严重过剩的现状，仍面临一定的不确定性。
- 短期债务规模或将加大。2017年5月17日公司到期公司债券9.39亿元以及附有回售选择权的2016年预计一年内到期附有回售选择权的公司债券20.98亿元，如公司债券投资人选择债券回售，公司短期债务规模将加大。其中，公司4月11日已公告关于10.00亿元的“12华新02”公司债实现零回售。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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，并按照相关法律、法规对外公布。

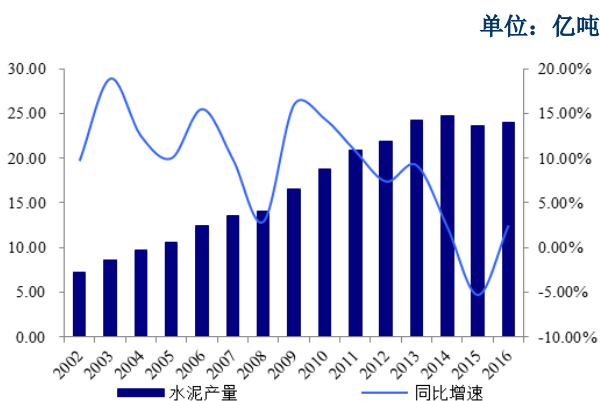
基本情况

2016年,我国经济总体呈现出稳中向好态势、房地产市场回暖和基建项目加快启动带动水泥市场弱势复苏,水泥产量增速由负转正,重回增长轨道。

据国家统计局数据,2016年,中国国内生产总值744,127亿元,同比增长6.7%,同比增速下降0.2个百分点;全年全社会固定资产投资606,466亿元,增速为7.9%,同比增速下降1.9个百分点。2016年,中国经济总体呈现出稳中向好态势,国民经济运行保持在合理区间,固定资产投资增速进一步放缓。2016年,房地产开发投资增速6.9%,同比回升4.3个百分点,基础设施投资增长17.4%,同比增长0.2个百分点,房地产市场回暖和基建项目加快启动带动水泥市场弱势复苏,水泥产量呈现低速增长。2016年,全国共生产水泥24亿吨,同比增长2.5%,同比增速由负转正,重回增长轨道。

从区域来看,2016年全国六大区域市场分化走势明显,在“京津冀一体化”战略和加快西部地区基础设施建设的推动下,华北和西南地区水泥需求仍呈现出较快增长;华东和中南依然是全国需求最大的区域,两大区域水泥需求量占全国比重接近60%;随着经济衰落,西北和东北市场情况未见好转,水泥需求持续下滑。据中国水泥协会初步统计,2016年全国新点火水泥熟料生产线共有19条,合计年度新增熟料产能2,558万吨,较2015年减少2,163万吨,降幅为46%,已连续四年呈递减走势。

图1: 2002~2016年我国水泥产量及增长率情况



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

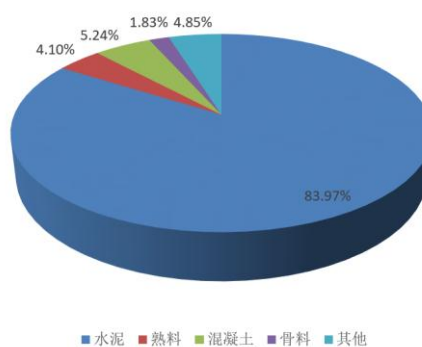
切相关,目前国家经济结构调整将使得宏观经济增速逐步放缓,并将通过影响全社会固定资产投资,进而对水泥行业的经营和发展造成影响,因此短期内水泥行业增速预期难以大幅回升,落后产能淘汰将进一步加速。

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。

2016年,公司水泥实现销售量4,928万吨,同比增加6.00%;公司熟料实现销售量342万吨,同比下降8.31%;公司商品混凝土实现销量287万立方米,同比下降6.51%;公司骨料实现销量750万吨,同比增长50.91%;公司环保业务共处置各类固体废弃物150万吨,同比增长59.57%。

2016年公司实现营业收入135.26亿元,同比增长1.92%。其中,公司水泥销售实现营业收入113.57亿元,同比增长5.09%;熟料销售实现营业收入5.55亿元,同比下降8.29%;混凝土销售实现营业收入7.09亿元,同比下降11.82%。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83.97%、4.10%和5.24%。此外,2016年公司环保业务实现营业收入(不含RDF¹收入)1.52亿元,同比增长26.67%。

图2: 2016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

¹ 可替代衍生燃料

2016年，公司加速对国内西南地区以及海外业务布局，全产业链拓展产能规模，巩固行业领先地位，在水泥市场缓慢复苏的背景下公司全力推进采购变革，持续优化运行成本。

在“一带一路”战略的推动下，我国水泥行业国际化进程加速推进，2016年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，项目已经投产运营，且尼泊尔纳拉亚尼水泥熟料生产线已启动前期工作。此外，公司武穴骨料二期500万吨/年项目投产运营，加之年内公司完成了对LafargeHolcim Ltd.（以下简称“拉豪集团”）位于云南、重庆、贵州三个省市共15家水泥工厂（含4家粉磨站）并购的股东大会审批，公司产能规模迅速扩大，总计可新增熟料产能1,000万吨/水泥产能1,500万吨、混凝土产能90万方、骨料产能700万吨。

截至2016年末，受益于公司在建项目的陆续投产以及对拉豪集团国内资源的整合，公司水泥、熟料产能较上年末增长较为明显，公司熟料、水泥、混凝土和骨料年产能分别达到5,615万吨/年、8,690万吨/年、2,380万立方米/年和1,650万吨/年，较上年分别增长24.09%、22.57%、3.25%和73.68%。

表1：2014-2016年公司主导产品产能、产量情况

产能	2014	2015	2016
熟料（万吨/年）	4,435	4,525	5,615
水泥（万吨/年）	6,950	7,090	8,690
产量	2014	2015	2016
熟料（万吨）	4,091	3,884	3,960
水泥（万吨）	4,846	4,712	4,995

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

产能分布方面，2016年末湖北地区熟料产能占公司熟料产能的比重为42.65%，较去年下降10.72个百分点，公司产能分布区域集中度仍较高。此外，由于2016年公司对西南地区水泥资源的收购整合，年末云南地区的水泥产能占比为18.43%，同比增加11.03个百分点。

表2：截至2016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	2,395
湖南	5	731
广东	1	155
河南	1	155
四川	3	306
西藏	2	93
云南	12	1,035
重庆	3	335
塔吉克斯坦	2	180
柬埔寨	1	90
贵州	2	120
合计	53	5,615

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年，公司通过类别化和专业化的管理体系和采购策略，在提升采购效率的同时进一步大幅降低了采购成本，实施灵活的燃料采购策略，在2016年下半年煤炭价格大幅上涨时期积极推进替代燃料的使用，减少了煤价上涨对燃料成本上升的影响。公司通过严格审核年修计划和技术方案，重点强化年修过程监管，优化维修考核体系、维修和设备管理审计、设备运行状态动态监测，全年停窑次数同比降幅为12%；同时，严格控制各工艺环节的消耗。2016年公司水泥产品的成本同比下降2.5%。

总体来看，2016年以来公司加快西南地区和海外业务布局，迅速增长的产能规模进一步巩固了公司水泥行业的领先地位。在水泥市场缓慢复苏的背景下公司注重成本控制，对公司盈利能力提供了一定的支撑作用。

2016年，在煤炭成本和运输成本大幅上升、大面积错峰生产等因素的影响下，水泥价格触底回升；公司毛利率水平有所提高。

水泥市场价格运行方面，在煤炭成本和运输成本大幅上升、大面积错峰生产等因素的影响下，2016年初水泥价格探底后企稳回升。12月份全国P.O 42.5散装主流出厂均价（311元/吨）较2月份最低均价（237元/吨）超74元/吨。随着2016年水泥价格走势的反转，水泥企业盈利水平显著回升，据国家统计局统计，2016年水泥行业实现利润总额

518 亿元，同比大幅增长 55%。

图 3：近年来我国水泥价格指数走势情况



资料来源：中国水泥网，中诚信证评整理

2016 年，公司以华新电商平台为基础，通过建立“获取-甄别-反馈-决策”的市场信息分析机制，及时掌握市场价格、客户销量库存等动态变化信息，结合国家政策动向，灵活调整工厂生产运行策略和销售策略，并且全面升级现有的电商平台系统，新增 9 大功能和 10 项重要优化，进一步提升了客户购买体验，全年电商平台水泥发货量占总发货量比重达 89%，较上年上升 8 个百分点。同期公司全力开拓和维护核心市场区域，公司水泥销售在湖北地区的市场占有率为 22%，公司在湖北地区市场占有率连续六年超过 20%。2016 年公司水泥平均销售价格为 230 元/吨，较上年小幅下降 1.29%，但受益于成本控制力的增强，公司同期水泥毛利率 26.82%，同比上升 1.03 个百分点。2016 年，公司水泥销量 4,928 万吨，同比增长 6.00%；熟料销量 342 万吨，规模较小，同比略有下降。2016 年，公司实现净利润 6.21 亿元，较上年同期大幅增长 175.20%。

表 3：2014~2016 年公司主导产品销售状况

销量	2014	2015	2016
熟料（万吨）	453	373	342
水泥（万吨）	4,681	4,649	4,928
平均售价	2014	2015	2016
熟料（元/吨）	201	162	162
水泥（元/吨）	265	233	230

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，2016 年公司在核心市场区域保持优势地位，市场的回暖以及公司成本控制力的增强导致公司毛利率水平和盈利规模有所回升。

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 2016 年末，公司在废弃物预处理及水泥窑协同处置领域已拥有 34 项发明专利和 92 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。公司“水泥窑高效生态化协同处置固体废弃物成套技术与应用”项目荣获 2016 年度国家科技进步二等奖。

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 2016 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、四川和上海等八个省市，全年新签约项目 10 个，实现竣工项目 3 个，在建项目 6 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 555 万吨/年）。目前公司的环保业务主要展业区域集中于湖北省。2016 年全年处置各类废弃物 150 万吨，同比增长 59.57%，各类废弃物处置量在行业中遥遥领先，年生活垃圾处置量已占全国水泥窑协同处置总量的 70% 以上。2016 年公司环保业务实现营业收入（不含 RDF 收入）1.52 亿元，同比增长 26.67%，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。

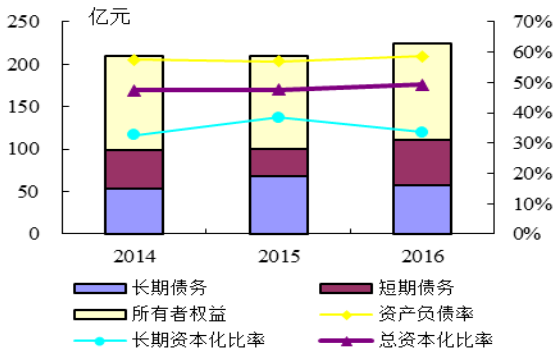
财务分析

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 2014~2016 年审计报告。

资本结构

2016 年公司加大了对外融资力度,业务规模呈现扩张态势,导致年末公司总资产增加至 274.27 亿元,同比增长 7.61%。所有者权益方面,受益于留存收益的积累,截至 2016 年末,公司所有者权益(含少数股东权益)为 113.74 亿元,同比小幅增长 3.61%。

图 4: 2014~2016 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 2016 年末,公司非流动资产合计 200.02 亿元,占公司总资产比重为 72.93%。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 年末三者分别占非流动资产总额的 76.71%、3.85%和 11.48%,其中固定资产 153.44 亿元,主要系房屋建筑、机器设备、运输工具等;在建工程 7.71 亿元,主要系公司环保项目及水泥新增产能项目;无形资产 22.95 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、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据和存货构成,2016 年末四者合计占流动资产总额的 87.87%,其中货币资金 37.19 亿元;以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 8.02 亿元,主要系公司持有的由上投摩根基金管理有限公司发行的货币市场基金,公司计划持有期间不会超过 1 年;应收票据 8.29 亿元及存货 11.74 亿元。

负债结构方面,公司主要通过银行借款及发行中期票据、公司债、私募债等方式融资,2014~2016 年公司总负债分别为 150.03 亿元、145.09 亿元和 160.53 亿元。截至 2016 年末,公司流动负债合计 98.01 亿元,占公司负债总额的比重为 61.05%,主要包括短期借款 9.04 亿元、应付账款 31.32 亿元、

及一年内到期的非流动负债 42.42 亿元。其中应付账款主要系应付材料款、应付工程及设备款;一年内到期的非流动负债同比大幅增长 178.43%,主要系公司 2017 年到期的公司债以及当年存在回售可能性的公司债大幅增长所致。非流动负债方面,截至 2016 年末,公司非流动负债合计 62.52 亿元,主要包括长期借款 36.35 亿元和应付债券 19.93 亿元。

财务杠杆比率方面,截至 2016 年末公司资产负债率为 58.53%,较上年上涨 1.6 个百分点;总资本化比率为 49.30%,较上年末增长 1.71 个百分点,财务杠杆比率与同行业主要部分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

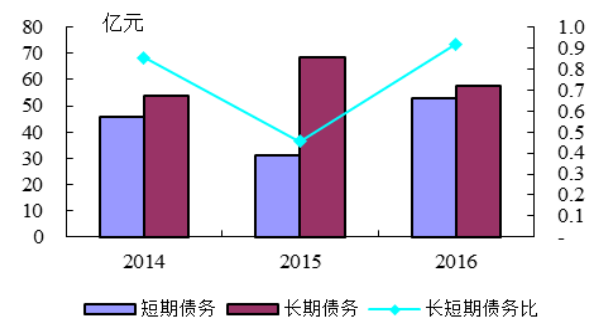
(截至 2016 年 12 月 31 日)

公司简称	资产(亿元)	负债(亿元)	资产负债率(%)
金隅股份	2,083.97	1,454.88	69.81
海螺水泥	1,095.14	292.15	26.68
华新水泥	274.27	160.53	58.53
天山股份	184.72	116.92	63.29
冀东水泥	414.80	303.12	73.08
青松建化	99.99	58.68	58.69

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

债务期限结构方面,2016 年公司扩大了融资规模,年末公司总债务为 110.62 亿元,同比增长 10.99%。由于 2017 年 5 月 17 日公司将到期公司债券 9.39 亿元以及附有回售选择权 2016 年预计一年内到期公司债券 20.98 亿元²,导致公司短期债务规模大幅增长,截至 2016 年末公司长短期债务比(短期债务/长期债务)由上年末的 0.46 上升至 0.92,公司债务期限结构有待改善。

图 5: 2014~2016 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

² 公司 4 月 11 日已公告关于 10.00 亿元的“12 华新 02”公司债实现零回售。

总体来看，公司总资产及自有资本实力保持增长，其杠杆比率在行业内处于中等水平，年末公司短期债务占比大幅提高，债务期限结构有待改善。

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。2016年，由于水泥市场缓慢复苏，公司营业收入较上年同期小幅增长 1.92% 至 135.26 亿元。分业务板块来看，水泥销售为公司主要收入来源，2016 年水泥收入占营业总收入的比重为 83.97%，全年水泥销售实现营业收入 113.57 亿元，同比增长 5.08%。同期，公司混凝土、熟料、工程建设业务分别实现收入 7.09 亿元、5.55 亿元和 0.84 亿元，较去年均有所减少，同比分别减少 11.82%、8.26% 和 78.35%。

表 5：2014~2016 年公司营业总收入构成

单位：亿元			
	2014	2015	2016
水泥	123.85	108.08	113.57
混凝土	13.95	8.04	7.09
熟料	9.12	6.05	5.55
工程建设	5.77	3.88	0.84
其他	7.27	6.66	8.20
合计	159.96	132.71	135.26

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2016 年以来，由于公司成本控制能力的增强，公司全年综合毛利率 26.28%，同比增加 2.62 个百分点。

表 6：2014~2016 年公司综合营业毛利率构成情况

单位：%			
	2014	2015	2016
水泥	32.18	25.79	26.82
混凝土	21.33	23.60	25.34
熟料	18.29	-0.19	4.55
工程建设	5.28	5.63	23.83
其他	32.64	21.17	34.64
合计	29.49	23.66	26.28

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司期间费用规模合计为 26.14 亿元，同比小幅下降 1.36%。其中，受公司业务规模的回暖式增长影响，2016 年公司销售费用及管理费用分别为 11.06 亿元和 9.39 亿元，同比分别增长 4.28% 和 2.58%。财务费用方面，主要由

于 2016 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较去年减少 0.68 亿元，且利息支出亦同比减少 0.55 亿元，公司当期财务费用下降至 5.69 亿元，同比降幅 15.57%。2016 年，公司三费收入占比下降至 19.33%，同比小幅减少 0.64 个百分点。

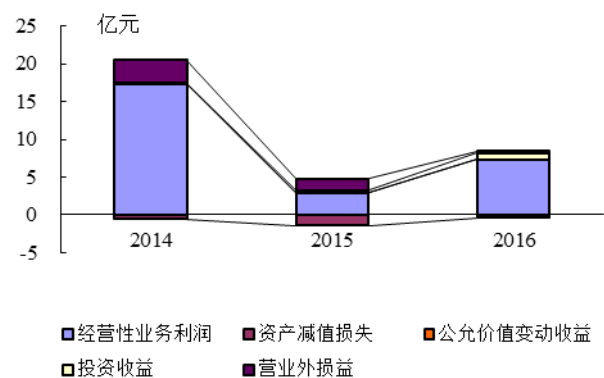
表 7：2014~2016 年公司期间费用分析

单位：亿元			
项目	2014	2015	2016
销售费用	11.17	10.60	11.06
管理费用	9.74	9.16	9.39
财务费用	6.54	6.74	5.69
三费合计	27.45	26.50	26.14
营业总收入	159.96	132.71	135.26
三费收入占比	17.16%	19.97%	19.33%

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³。2016 年，公司利润总额为 8.07 亿元，同比增加 139.45%。其中，经营性业务利润为 7.33 亿元，同比增长 153.34%，受水泥行业景气度回升影响，公司主营业务盈利能力较去年显著增强。此外，2016 年公司投资收益 0.86 亿元，同比增长 127.66%，主要系公司在联营企业西藏高新建材集团有限公司中确认的投资收益增长所致；营业外损益为 0.23 亿元，同比减少 84.22%，公司投资收益及营业外收益规模较小，对公司利润总额贡献较低。

图 6：2014~2016 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，2016 年以来，受益于水泥市场的回

³ 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

暖，公司营业收入规模重回增长态势，且公司逐渐增强的成本控制力使得公司盈利能力进一步提高。

偿债能力

截至 2016 年 12 月 31 日，公司总债务为 110.62 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 52.95 亿元和 57.66 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，2016 年水泥市场回暖促使公司获现能力有所上升，2016 年公司 EBITDA 为 28.84 亿元，同比增长 20.17%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2016 年公司总债务/EBITDA 指标为 3.84 倍，EBITDA 利息保障倍数为 4.93 倍，分别较上年下降 0.31 倍和提升 1.04 倍。公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较去年有所增强，总体保持较好水平。

现金流方面，2016 年公司经营性现金净流入为 30.96 亿元，同比增长 12.45%，同期经营活动净现金流/总债务为 0.28 倍，较去年基本持平，经营活动净现金流/利息支出提升至 5.30 倍。2016 年公司经营性现金流对债务本息的保障能力有所增强，且保持在较好水平。

表 8：2014~2016 年公司主要偿债能力指标

指标	2014	2015	2016
EBITDA (亿元)	40.09	24.00	28.84
经营活动净现金流 (亿元)	38.40	27.53	30.96
资产负债率 (%)	57.58	56.93	58.53
总资本化比率 (%)	47.37	47.59	49.30
经营活动净现金流/利息支出 (X)	6.09	4.46	5.30
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.39	0.28	0.28
EBITDA 利息倍数 (X)	6.36	3.89	4.93
总债务/EBITDA (X)	2.48	4.15	3.84

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 2016 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 140.16 亿元的授信额度，可使用的授信余额为 68.66 亿元，公司具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公

司对外担保(不含对子公司担保)余额为 1.44 亿元，占净资产的比例为 1.26%，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。

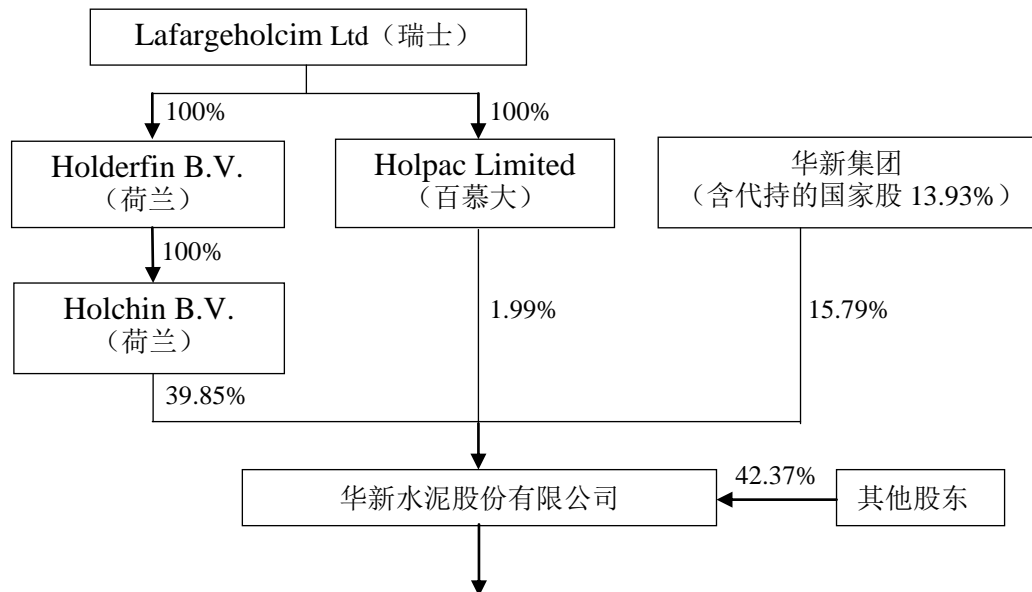
未决诉讼方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司与湖北国新置业有限公司、北方重工集团有限公司、襄阳建山科技有限公司等公司存在未决诉讼事项，未决诉讼形成的预计负债 89.98 万元，规模较小，公司因未决诉讼产生的风险较低。

整体来看，2016 年以来，公司资产规模和自有资本实力保持增长，资产负债率处于较为合理水平，当期公司盈利能力和获现能力较去年有所增强，对债务本息偿还的保障很强，整体抗风险能力和偿债能力依然很强。

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(第二期)”信用等级为 **AA⁺**。

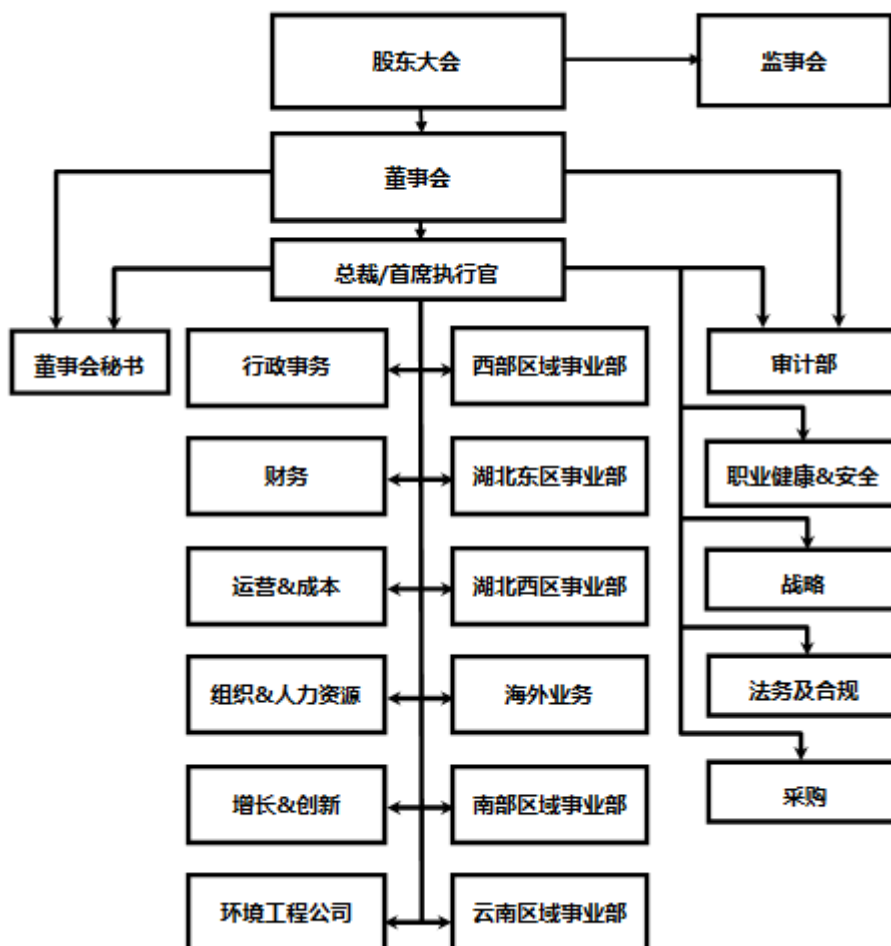
附一：华新水泥股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



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（鹤峰）民族建材有限公司	生产及销售水泥	4,764.00	51.00
50	华新水泥（迪庆）有限公司	生产及销售水泥	9,500.00	69.00
51	华新红塔水泥（景洪）有限公司	生产及销售水泥	17,961.00	51.00
52	华新水泥（房县）有限公司	生产及销售水泥	8,000.00	70.00
53	华新金龙水泥（郟县）有限公司	生产及销售水泥	8,000.00	80.00
54	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
55	华新水泥（大冶）有限公司	生产及销售水泥	32,700.00	70.00
56	华新水泥（鄂州）有限公司	生产及销售水泥	5,000.00	70.00
57	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
58	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
59	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
60	华新纳拉亚尼投资（上海）有限公司	投资管理、咨询	100.00	100.00

附二：华新水泥股份有限公司组织结构图（截至 2016 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）	2014	2015	2016
货币资金	268,427.80	212,241.03	371,937.82
应收账款净额	80,927.64	68,871.35	50,237.17
存货净额	127,563.64	114,848.05	117,426.20
流动资产	631,750.20	503,445.58	742,480.62
长期投资	56,584.80	39,239.97	45,676.11
固定资产合计	1,616,549.73	1,687,446.56	1,615,185.56
总资产	2,605,670.64	2,548,667.18	2,742,674.94
短期债务	458,296.76	311,694.31	529,534.13
长期债务	536,375.48	684,939.81	576,630.54
总债务	994,672.24	996,634.12	1,106,164.68
总负债	1,500,345.53	1,450,911.71	1,605,305.20
所有者权益（含少数股东权益）	1,105,325.11	1,097,755.47	1,137,369.74
营业总收入	1,599,614.92	1,327,131.92	1,352,575.95
三费前利润	448,258.59	293,951.64	334,719.88
投资收益	956.85	3,756.11	8,551.16
净利润	149,376.94	22,559.26	62,083.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	400,909.79	239,986.59	288,403.77
经营活动产生现金净流量	383,985.75	275,324.62	309,615.09
投资活动产生现金净流量	-183,888.29	-171,871.04	-200,453.64
筹资活动产生现金净流量	-154,192.65	-172,833.11	67,995.21
现金及现金等价物净增加额	43,508.91	-73,378.39	177,980.80
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	29.49	23.66	26.28
所有者权益收益率（%）	13.51	2.06	5.46
EBITDA/营业总收入（%）	25.06	18.08	21.32
速动比率（X）	0.55	0.54	0.64
经营活动净现金/总债务（X）	0.39	0.28	0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	0.84	0.88	0.58
经营活动净现金/利息支出（X）	6.09	4.46	5.30
EBITDA 利息倍数（X）	6.36	3.89	4.93
总债务/EBITDA（X）	2.48	4.15	3.84
资产负债率（%）	57.58	56.93	58.53
总资本化比率（%）	47.37	47.59	49.30
长期资本化比率（%）	32.67	38.42	33.64

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。