



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪039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）”和“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，上调贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；上调“华新水泥股份有限公司2012年公司债券（第一期）”债项信用等级为AAA，上调“华新水泥股份有限公司2012年公司债券（第二期）”债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年四月二十日

华新水泥股份有限公司 2012年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2018）

债券名称	华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）		
债券简称	品种 1 简称“12 华新 01”（代码：122146）； 品种 2 简称“12 华新 02”（代码：122147）		
发行主体	华新水泥股份有限公司		
发行规模	品种 1 发行规模 10 亿元； 品种 2 发行规模 10 亿元		
存续期限	品种 1：5 年期，2012/05/17—2017/05/17（已兑付）； 品种 2：7 年期，2012/05/17—2019/05/17		
上次评级时间	2017/04/18		
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	AAA AAA	评级展望 稳定

债券名称	华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）		
债券简称	12 华新 03（代码：122188）		
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	2017/04/18		
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	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

华新水泥	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	109.78	113.74	131.56
总资产（亿元）	254.87	274.27	304.99
总债务（亿元）	99.66	110.62	102.91
营业总收入（亿元）	132.71	135.26	208.89
营业毛利率（%）	23.66	26.28	29.55
EBITDA（亿元）	24.00	28.84	49.50
所有者权益收益率（%）	2.06	5.46	16.81
资产负债率（%）	56.93	58.53	56.87
总债务/EBITDA（X）	4.15	3.84	2.08
EBITDA 利息倍数（X）	3.89	4.93	9.04

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

2017 年，在国家加强环保执法力度、深化供给侧结构性改革等政策推广背景下，水泥市场景气度回升明显，带动华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”或“公司”）收入规模及经营效益大幅提升。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了华新水泥区域市场龙头地位稳固、整体竞争实力增强、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，中诚信证评也关注到公司面临一定的资本支出压力、水泥行业产能过剩和行业景气度波动风险、错峰限产及环保监管等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评上调华新水泥主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，上调“华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”和“华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

正面

- 区域市场龙头地位稳固，资产整合助推竞争实力增强。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 7 年超过 20%。此外，随着公司对拉豪集团西南地区水泥工厂的并购整合以及水泥产能置换项目稳步推进，公司整体竞争实力进一步增强。
- 收入规模大幅增长，经营效益显著提升。2017 年，在国家加强环保执法力度、深化供给侧结构性改革等政策的引导下，水泥行业景气度回升明显，带动公司全年实现营业收入 208.89 亿元，同比增长 54.44%，取得净利润 22.12 亿元，同比增长 256.26%，整体经营情况向好。
- 环保业务实现较快发展。截至 2017 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，全年共处置各类固体废弃物 181.6 万吨，年生活垃圾处置量已占全国水泥

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcabo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年4月20日

窑协同处置总量的 70%以上。2017 年公司新签约环保项目 5 个，实现竣工项目 5 个，在建项目 9 个，运行和在建的环保工厂共计 31 家，为公司奠定领先的行业地位及发展基础。

- 公司财务结构较为稳健。2017 年末公司资产负债率为 56.87%，较上年末下降 1.66 个百分点；总资本化比率为 43.89%，较上年末下降 5.41 个百分点，财务杠杆比率回落，且处于行业合理水平，财务结构较为稳健。

关注

- 资本支出压力。公司西藏山南三期 3,000 吨/日、云南禄劝 4,000 吨/日和黄石 285 万吨/年等水泥熟料生产线产能置换项目计划总投资 30.57 亿元，加之环保业务在建项目有序推进，公司后续面临一定的资本支出压力，债务压力亦或将升高。
- 水泥行业产能过剩及行业景气度波动风险。在限制新增产能和逐步去产能的共同作用下，水泥产能释放率逐步提升，但目前行业产能过剩形势依然严峻，加之宏观经济运行的周期性波动以及国家经济政策调整等因素均对水泥行业的经营和发展造成较大的影响。
- 错峰限产及环保监管政策的影响。近年来国家对水泥等产能过剩行业的环保排放控制要求愈加严格，水泥行业错峰生产覆盖面趋广，相关政策的后续落实情况可能影响行业供给状况，进而影响水泥产品价格，业内企业未来生产经营仍面临不确定性。

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。

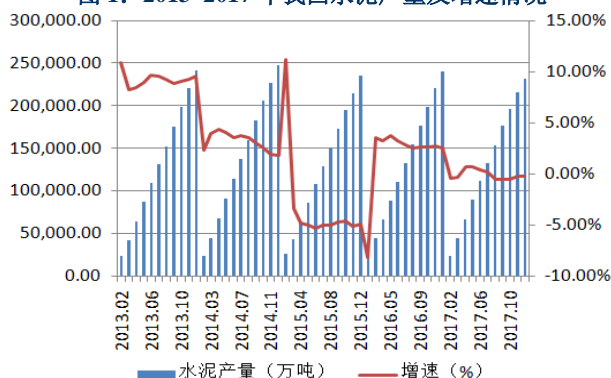
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

目前我国水泥行业产能过剩形势仍显严峻，但随着供给侧改革及环保监管等政策的积极推进，供给端控制成效显著，水泥产量小幅减少，未来行业产能结构有望得到优化。

2017年以来，国家主管机构及水泥行业协会出台一系列遏制产能扩张、化解过剩产能的政策，提出在限制新增产能、淘汰落后产能的基础上，将错峰生产列入水泥行业压减过剩产能的政策。据中国水泥协会初步统计，2017年全国新点火水泥熟料生产线共有13条，合计年度新点火熟料设计产能2,046万吨，较2016年减少512万吨，降幅为20%，已连续五年呈递减走势。2017年末，水泥行业新型干法熟料设计年产能18.21亿吨，增速为-0.51%，较上年下降1.60个百分点，产能扩张得到有效遏制。截至2017年6月底，全国实际熟料产能20.20亿吨，水泥产能38.30亿吨。2017年我国水泥产量为23.16亿吨，同比减少3.62%，错峰生产的扩大执行有效缓解了过剩产能的释放，供给端控制成效显著。

图1：2013~2017年我国水泥产量及增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从水泥行业去产能政策来看，2017年12月，中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，提出三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%；前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%等目标。2017年我国水泥熟料产能利用率在75%左右，同比有所

上升，但与80%的合理值尚存在一定距离，产能过剩情况依然严重，水泥行业整体去产能压力仍较大。从错峰生产执行力度来看，各地方政府、行业协会和大型企业加大水泥错峰生产的力度，内蒙古、山西、重庆、山东及浙江等省份均已下发水泥夏季错峰生产计划相关文件，水泥错峰生产由北方地区延伸至南方各省，错峰生产的覆盖面趋广。从环保政策来看，目前国内仅在京津冀地区强制施行煤改气和最高标准的排污许可标准，但随着环保监管趋严，各地区环保整治力度也将加大。2017年1月5日，国务院发布《“十三五”节能减排综合工作方案》，未来将积极推进京津冀及周边地区、长三角、珠三角和东北等重点地区水泥行业升级改造，全面达标排放治理工程。2017年3月，中央层面出台“2+26”城市限产政策总纲后，环保督查逐渐在全国范围铺开，力度空前。

根据湖北省经信委、环保厅联合下发的“关于在全省水泥行业推行错峰生产的通知”，从2017年至2020年期间，全省水泥行业推行“错峰生产”，每个企业全年停窑错峰生产的时间不少于90天，以缓解区域水泥行业产能严重过剩矛盾、减少季节性重污染天气的发生频次。2017年湖北省53条窑线累计停窑3,500天，减少熟料产量1,221万吨，累计减少燃煤消耗167万吨。截至2017年末，中南地区熟料产能合计44,688.05万吨，前五大水泥企业熟料产能集中度占比为48.24%（其中华新水泥产能规模排名第四），市场集中度相对较高。

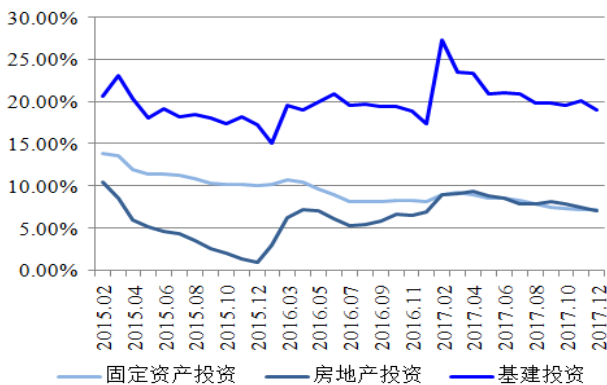
总体看，在限制新增产能和逐步去产能的共同作用下，水泥产能释放率逐步提升，同时随着供给侧改革的稳步推进，未来行业供给结构有望进一步优化。

2017年我国基建和房地产投资增速相对稳定，对水泥市场需求形成一定支撑，但未来以基础设施建设和房地产开发投资为主的下游带动效应或趋弱，进而抑制水泥市场需求。

从水泥行业的下游消费需求结构来看，基础设施建设投资和房地产开发投资在总的水泥消费中占比分别约为40%和30%，近三年水泥行业需求总量均保持在20亿吨以上。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。2017年全国固定资产投资631,684亿元，同比增长7.2%，增速较上年小幅回落0.9个百分点。2017年，全国完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.0%，增速较上年微增0.1个百分点。同时基础设施建设投资持续稳定在较高水平，当年全国基础设施建设投资（不含电力）140,005亿元，同比增长19.0%，增速较上年回升1.6个百分点。当前我国经济进入新常态，宏观经济增速将稳中趋缓，未来基建投资增速或将有所回落，加之2016年9月以来房地产政策持续收紧，房地产投资增速或将下滑，水泥市场需求下行压力仍存。

图2：我国月度累计固定资产投资、房地产投资和基建投资增速对比



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

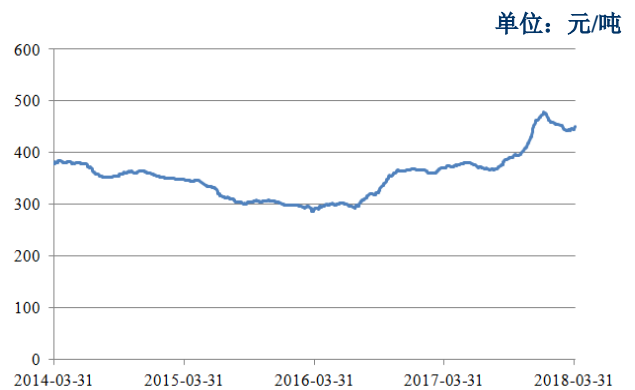
总体看，2017年我国基础设施建设和房地产开发投资增速相对稳定，对水泥市场需求形成一定支撑。未来，随着我国经济步入新常态，以基础设施建设和房地产开发投资为主的下游需求带动效应或趋减弱，水泥需求难以得到显著提升。

2017年水泥价格涨势明显，带动行业经营效益大幅好转，但仍需关注煤炭价格变化等对水泥企业生产成本控制的影响。

价格方面，2017年9月以来，受错峰生产加强、供应紧张短期难解除影响，供给紧缩预期及上游煤炭价格高位震荡引致全国水泥价格持续大涨，截至2017年末全国P.O42.5水泥均价为440.58元/吨，同比上涨29.88%。受春节淡季及需求走弱影响，全国水泥价格自2018年1月起持续回调，但进入3

月以来，全国水泥价格仍呈上涨趋势，截至2018年3月末，P.O42.5水泥销售均价为425.00元/吨。分区域来看，中南地区为我国水泥的主产区之一，2017年区域水泥市场整体呈现震荡上行的态势，当年末，中南地区的P.O42.5水泥价格为447.00元/吨，同比上涨25.56%，位居全国第二位。

图3：近年来全国P.O42.5水泥价格趋势图



资料来源：百年建筑网，中诚信证评整理

行业盈利状况方面，2017年以来，水泥需求相对稳定，但环保政策趋严，行业错峰生产时限延长，供给端产量受到严格控制，水泥价格大幅上涨，行业效益明显提升。根据国家统计局数据显示，2017年，水泥行业实现收入9,149亿元，同比增长17.89%，利润总额877亿元，同比增长94.41%，利润总额已经位居历史利润第二位，仅次于2011年历史最高点。

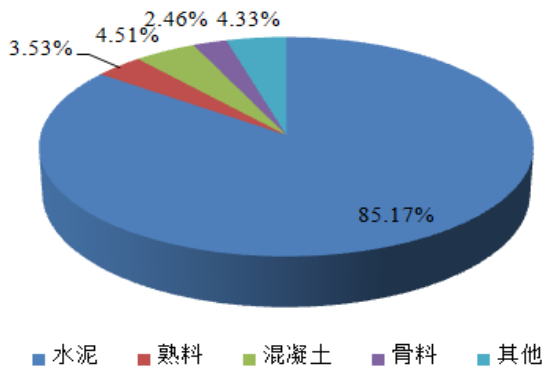
成本方面，水泥成本对煤炭价格波动的敏感性相对较高。2017年以来煤炭价格维持高位震荡态势。其中，秦皇岛港5,500大卡动力煤市场价整体上涨，2017年5月以后延续消费淡季行情，价格小幅回落，至6月中旬又开始回升，9月中旬后出现小幅回落，截至2018年3月末为609元/吨。2017年煤炭市场供需实现基本平衡，煤炭价格走势进入震荡调整阶段。长期来看，煤炭供需基本面长期难有大程度改观，煤价上涨幅度有限，动力煤价格将处于低位。

2017年，受环保治理、错峰生产和节能减排等限产调控政策及煤炭价格高位运行等因素影响，水泥市场价格呈持续上升态势，为行业盈利状况的改善起到支撑作用，但煤炭价格震荡对水泥企业生产成本的影响需予以持续关注。

业务运营

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，以熟料和混凝土为延伸的纵向一体化发展模式。在向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等环保综合利用项目，形成循环经济产业链，增强自身经营实力和抗风险能力。受益于水泥价格的大幅上涨及水泥销量的增加，2017年公司实现营业收入208.89亿元，同比增加54.44%。其中，公司水泥销售实现营业收入177.91亿元，同比增加56.65%；熟料销售实现营业收入7.38亿元，同比增加32.90%；混凝土销售实现营业收入9.42亿元，同比增加32.80%。全年水泥、熟料及混凝土销售收入占公司营业收入的比重分别为85.17%、3.53%和4.51%。此外，2017年公司环保业务实现营业收入（不含RDF¹收入）2.13亿元，同比增长40.13%。

图4：2017年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017年，公司整体产能规模小幅增长，并购整合资源的稳步推进，有利于产能布局的扩大和综合竞争力的提升，同时受益于水泥市场的回暖，水泥和熟料产量大幅提升，整体经营情况向好。

在国家加大“去产能”力度的背景下，2017年公司新建水泥生产项目均为产能置换项目，当年获得西藏山南三期3,000吨/日、云南禄劝4,000吨/日和黄石285万吨/年等水泥熟料生产线产能置换项目的建设许可。其中西藏山南三期项目已于2017年开工建设，云南禄劝和黄石产能置换项目将于2018年开工

建设，上述项目计划总投资30.57亿元，随着在建及拟建水泥产能置换项目的稳步推进，公司面临一定的资本支出压力。此外，公司根据国家“高质量发展”的政策导向，与LafargeHolcimLtd.（以下简称“拉豪集团”）开展技术合作，开始布局拓展保温防渗环保类墙材、砂浆及特殊功能性混凝土等水泥基新材料业务，为其业务可持续发展夯实基础。2016年以来，公司对拉豪集团国内资源的并购整合较为活跃，完成以人民币13.75亿元的价格收购拉法基中国水泥有限公司（以下简称“拉法基中国”）直接或间接持有的云南拉法基建材投资有限公司等6家公司的股权；2018年3月22日，公司与拉法基中国签订《关于重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司100%的股权之股权转让协议》，公司拟以人民币25,330万元的价格，收购拉法基中国持有的重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司100%股权。并购整合资源的陆续完成，将有利于公司产能布局的扩大，并增强公司在水泥市场的竞争力和综合实力。

2016年以来，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，公司水泥和熟料产能持续增长。截至2017年末，公司水泥和熟料年产能规模分别为9,010万吨和5,732万吨，同比分别增长3.68%和2.08%；混凝土年产能2,380万方/年，较上年保持稳定；骨料年产能为2,100万吨，同比增长27.27%。同时，在国家加强环境保护和环保执法力度、深化供给侧结构性改革等政策的引导下，行业景气度回升，水泥价格恢复性上涨，带动当年熟料和水泥产量的大幅增加，分别为5,230万吨（含自用）和6,611万吨，同比分别增加32.06%和32.25%；熟料和水泥产能利用率分别为73.37%和91.24%，较上年分别提高15.89个百分点和20.71个百分点，产能利用情况有效改善。

表1：2015~2017年公司主导产品产能、产量情况

产能	2015	2016	2017
熟料（万吨/年）	4,525	5,615	5,732
水泥（万吨/年）	7,090	8,690	9,010
产量	2015	2016	2017
熟料（万吨）	3,884	3,960	5,230
水泥（万吨）	4,712	4,995	6,611

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

¹ 可替代衍生燃料

产能分布方面,2017年末湖北地区熟料产能占公司熟料产能的比重为41.96%,较上年小幅下降0.69个百分点,产能分布区域集中度仍较高。从水泥产能布局来看,公司水泥产能主要分布在湖北、湖南和云南地区,占到水泥产能的比重分别为40.18%、14.98%和16.59%,其余地区水泥产能分布相对分散,与公司主要展业区域基本匹配,有利于减少运输半径对销售业务开展形成的制约影响。

表 2: 截至 2017 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	水泥产能
湖北	21	2,405	3,620
湖南	5	726	1,350
广东	1	155	200
河南	1	155	250
四川	2	261	450
西藏	2	155	280
云南	12	1,000	1,495
重庆	4	488	655
塔吉克斯坦	2	186	240
柬埔寨	1	99	170
贵州	2	102	150
江苏省	1	-	150
合计	54	5,732	9,010

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2017年,公司通过进一步强化内部成本对标管理,为各工厂设定水泥、熟料变动成本最优值并作为其管理和考核的目标,促进工厂成本进一步下降。当年公司先锋工厂率先实现窑头+窑尾100%的煤替代燃料的使用,为在公司其它工厂推广、大幅度节约燃料成本积累经验。同时,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,利用新型干法生产线窑头、窑尾产生的废气进行发电,发电技术达到国内先进水平,形成很强的成本控制方面的竞争优势。

总体看,2017年公司整体产能规模小幅增长,随着对拉豪集团旗下资源的并购整合,公司整体竞争力和综合实力稳步提升,同时受益于水泥市场的回暖,水泥和熟料产量大幅提升,整体产能释放情况得以改善,且很强的成本控制优势为公司盈利能力提供有力支撑。

2017年公司在核心市场区域保持优势地位,行业景气度的回升带动公司水泥产品销量及销售价格上升,为公司整体经营效益的大幅提升奠定基础。

2017年,公司灵活运用直、分销并举的营销模式,当年直销和分销比例分别为59%和41%,并提升渠道活力和终端客户的粘性,全年核心客户销量增长12%。此外,公司积极推进以客户和价值创造为导向的营销创新模式,精品家装水泥销售已拓展至武汉、重庆、昆明等直辖市、省会城市以及部分中等城市的市场,全年精品家装水泥销量同比增长36%。公司全力开拓和维护核心市场区域,2017年公司水泥销售在湖北地区的市场占有率为24%,公司在湖北地区市场占有率连续七年超过20%。同时,在国家加大大气污染防治、环保督查及扩大错峰生产区域等政策措施的影响下,全国水泥价格涨势明显,2017年公司水泥平均销售价格为272.40元/吨,较上年上涨18.43%。2017年,在水泥市场行情大幅回暖的背景下,公司水泥销量6,531万吨,同比增加32.53%;熟料除自用外销量341万吨,同比减少0.29%;商品混凝土实现销量319.3万方,同比增长11.4%;销售骨料1,152.6万吨,同比增长53.8%。

表 3: 2015~2017 年公司主导产品销售状况

销量	2015	2016	2017
熟料(万吨)	373	342	341
水泥(万吨)	4,649	4,928	6,531
平均售价	2015	2016	2017
熟料(元/吨)	162	162	216.60
水泥(元/吨)	233	230	272.40

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售区域方面,公司在市场区域划分国内和国外两个部分。目前公司在国内基本形成了湖北、湖南、川渝、云南和西藏五大生产基地和区域销售布局。2017年,公司在湖北省、湖南省、云南省和重庆分别实现营业收入71.63亿元、19.90亿元、39.34亿元和15.20亿元,分别同比增加26.38%、4.88%、271.69%和154.06%,占当期营业总收入的比重分别为34.29%、9.52%、18.83%和7.28%。在国外市场,目前海外市场主要在塔吉克斯坦和柬埔寨,

2017年公司境外营业收入占比达5.68%，较上年下降3.30个百分点。

采购方面，石灰石是水泥企业的主要原料，公司生产所需石灰石自产自供所占比例为94%，外购所占比例为6%。公司掌握储量丰富的石灰石矿产资源，大部分生产基地均依矿石资源而建，绝大部分石灰石运距在3公里以内，直接通过传送带运输，有效地降低运输成本，并保证原材料供应的稳定。截至2017年末，公司共拥有42处石灰石和砂页岩矿山，已获得采矿许可证的石灰石总储量约18.69亿吨，开采能力为7.9亿吨/年，能够为公司原材料石灰石的供应提供充足保障。为减少资源的消耗量，公司大力改进矿山开采技术和装备，对剥离物、矿石夹层、低品位石灰石实施全面搭配使用，提高了石灰石矿产资源利用率。目前，公司石灰石综合利用率达到95%以上。此外，公司水泥产品中煤炭、电力等能源消耗的购置成本占产品综合成本的比例平均为60%左右。公司煤炭主要来源于陕西、山西和内蒙古等地区，2017年公司采购量为727.56万吨，同比增加41.11%，采购价格为726.00元/吨，同比上涨46.67%。2017年以来煤炭价格高位震荡，一定程度加大公司煤炭采购成本控制压力。电力方面，为降低用电成本，公司现有生产线全部配备了余热发电系统，截至2017年末，公司已投运余热发电机组36套，余热发电装机容量292.5MW，供电自给率达30%。

表4：2015~2017年公司主要原材料采购量、采购价格

单位：万吨、元/吨			
采购量	2015	2016	2017
煤炭	528.23	515.61	727.56
石膏	234.00	238.93	343.57
石灰石	597.00	535.14	966.38
采购价格	2015	2016	2017
煤炭	473.98	495.00	726.00
石膏	89.86	83.55	88.19
石灰石	30.29	38.32	30.71

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司石灰石资源储备较为丰富，原材料供应稳定，但煤炭价格的高位震荡走势一定程度加大成本控制压力。此外，2017年公司在核心市场区域市场份额占优，行业景气度的回升带动公司水

泥产品销量及销售价格上升，为其盈利能力的大幅提升奠定坚实基础。

公司环保业务发展较快，且得益于废弃物预处理及水泥窑协同处置领域的领先优势及国家对环保投入的日益重视，该板块业务发展面临较好机遇。

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，截至2017年末，公司在废弃物预处理及水泥窑协同处置领域已拥有29项发明专利和48项实用新型专利，形成具有自主知识产权，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2017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5个，实现竣工项目5个，在建项目9个，运行和在建的环保工厂共计31家（全部项目投产后，环保业务处置能力能达到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。2017年全年处置各类废弃物181.6万吨，同比增长21%，各类废弃物处置量在行业中处于领先地位，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。2017年公司环保业务实现营业收入（不含RDF收入）2.13亿元，同比增长40.13%，占整体业务收入的比重仍较小。

表 5: 截至 2017 年末公司环保业务主要在建项目情况

项目	计划总投资 (亿元)	后续投资需求 (亿元)	开工 时间	预计完 工时间	预计带来的 新增产能 (万吨/年)
华新环境工程有限公司长山口垃圾处理项目	2.60	1.00	2014/3	2018/10	12.60
华新环境工程(昭通)有限公司垃圾处理项目	0.87	0.00	2015/10	2018/6	26.00
华新环境工程(十堰)有限公司垃圾处理项目	1.60	0.40	2016/2/25	2018/6/30	36.00
华新环境工程云阳县有限公司环保项目	0.73	0.11	2015/10	2018/10	12.60

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总的来看, 公司在废弃物预处理及水泥窑协同处置领域位居行业前列, 环保业务发展态势较快, 但业务收入有限, 对公司收入贡献率仍较低, 随着国家对环保重视程度的日益提高及环保投入的增加, 公司环保业务发展面临较好契机。

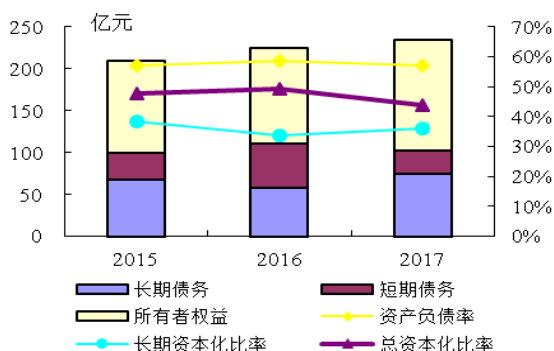
财务分析

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 2015~2017 年审计报告。

资本结构

2016 年以来, 公司对拉豪集团国内资源逐步并购整合, 经营规模不断扩大, 整体资产规模逐步上升, 2017 年末资产总额为 304.99 亿元, 同比增长 11.20%; 同期末, 负债总额为 173.44 亿元, 同比增长 8.04%。所有者权益方面, 受益于留存收益的积累, 截至 2017 年末, 公司所有者权益合计 131.56 亿元, 同比增长 15.67%。

图 5: 2015~2017 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 2017 年末, 非流动资产合计 217.32 亿元, 占公司总资产比重为 71.25%。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, 2017 年末上述三项资产规模分别为 157.57 亿元、12.48 亿元

和 30.27 亿元, 分别占非流动资产总额的 72.50%、5.74% 和 13.93%, 其中固定资产主要系房屋建筑、机器设备、运输工具等; 在建工程主要为华新环境工程有限公司长山口垃圾处理和华新环境工程(十堰)有限公司垃圾处理等环保项目、水泥产能置换项目及原料磨技改项目等; 无形资产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、应收账款和存货构成, 2017 年末五项合计占流动资产总额的 91.66%, 其中货币资金 36.06 亿元, 基本为银行存款和现金, 流动性好; 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 4.54 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; 主要由于经营规模的扩大, 应收票据同比增加 106.46% 至 17.11 亿元, 均为银行承兑汇票, 其中已质押金额 1.66 亿元; 2017 年末应收账款规模为 6.42 亿元, 同比增长 27.84%, 其中一年以内账龄的应收账款余额占比为 70.42%, 当年末已累计计提坏账准备 1.25 亿元, 坏账计提较充分; 受业务规模扩大及原燃料价格上涨的影响, 2017 年末存货同比增长 38.09% 至 16.21 亿元, 主要为原材料、在产品和库存商品, 合计占当年末存货余额的比重为 74.52%, 2017 年计提存货跌价准备 0.12 亿元。

负债结构方面, 公司主要通过银行借款、商业信用及发行中期票据、公司债、私募债等方式融资。截至 2017 年末, 公司流动负债合计 92.40 亿元, 占公司负债总额的比重为 53.28%, 主要包括短期借款 11.42 亿元、应付账款 41.40 亿元以及一年内到期的非流动负债 16.83 亿元。受外部融资需求增加的影响, 2017 年末短期借款同比增加 26.27%, 主要为信用借款和保证借款; 应付账款主要系应付材料

款、应付工程及设备款，主要受经营规模扩大的影响，2017年末同比大幅增长32.15%；公司2012年发行的第一期公司债券9.39亿元于2017年5月17日到期偿付，另外，2012年发行的第二期公司债券在2017年5月17日无投资者实施回售债券的选择权，公司将10.00亿元从一年内到期的非流动负债调回至应付债券，使得一年内到期的非流动负债同比大幅减少60.34%。非流动负债方面，截至2017年末，公司非流动负债合计81.03亿元，主要包括长期借款40.59亿元和应付债券32.96亿元。

财务杠杆比率方面，截至2017年末公司资产负债率为56.87%，较上年末下降1.66个百分点；总资本化比率为43.89%，较上年末下降5.41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合理水平，资本结构较为稳健。

表6：公司与我国主要水泥企业资本结构比较表

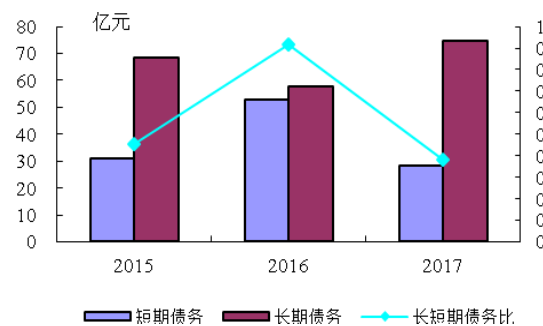
(截至2017年12月31日)

公司简称	资产(亿元)	资产负债率(%)	总资本化比率(%)
海螺水泥	1,221.43	24.71	13.23
冀东水泥	410.34	72.53	63.68
华新水泥	304.99	56.87	43.89
天山股份	184.66	55.23	46.68
万年青	83.74	44.67	31.17

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2017年公司一笔金额为9.39亿元的公司债券到期偿付，使得总债务规模有所下降，当年末总债务为102.91亿元，同比减少6.97%，但考虑到公司在建、拟建水泥产能置换项目和环保业务在建工程的持续推进，公司后续仍面临一定的资本支出压力，债务压力或有所增大；由于部分公司债券的到期以及2016年预计附有回售选择权且一年内到期的公司债券调回至应付债券，短期债务规模同比下降46.39%，为28.39亿元；长期债务为74.52亿元，同比增加29.24%。2017年末公司长短期债务比由上年末的0.92倍下降至0.38倍。整体看，公司以长期债务为主的债务期限结构较合理。

图6：2015~2017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

总体看，2017年以来公司并购整合活动的持续开展及经营规模的不断扩大，推升公司资产和负债规模，但自有资本实力的稳步提升，使其财务杠杆比率处于合理范围，且债务期限结构较为合理，财务结构较稳健。

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。2017年，由于水泥市场行情回暖，公司水泥销售价格及销售量均显著提升，当年公司营业收入较上年大幅增长54.44%至208.89亿元。分业务板块来看，水泥销售为公司主要收入来源，2017年水泥销售收入为177.91亿元，同比增长56.65%，占营业总收入的比重为85.17%。同期，公司熟料、混凝土、骨料和其他业务收入分别为7.38亿元、9.42亿元、5.13亿元和9.05亿元，均较上年有不同程度增长，同比分别增加32.90%、32.80%、107.04%和38.01%。

表7：公司2016~2017年营业收入结构与毛利率情况

单位：亿元、%

业务板块	2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	113.57	26.82	177.91	29.76
熟料	5.55	4.55	7.38	16.80
混凝土	7.09	25.34	9.42	21.50
骨料	2.45	37.47	5.13	52.73
其他	6.56	32.19	9.05	30.96
合计	135.26	26.28	208.89	29.55

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2017年，公司原燃料成本涨幅较大，但受益于水泥产品价格较高的提涨幅度，全年综合毛利率29.55%，较上年增加3.27个百分点。

点，业务获利能力提升明显，但仍处于行业中等水平。同时，中诚信证评将持续关注水泥产品及煤炭价格波动对公司盈利能力的影响。

表 8：2017 年公司与我国主要水泥企业盈利能力指标

单位：亿元、%

企业简称	营业总收入	毛利率
海螺水泥	753.11	35.09
华新水泥	208.89	29.55
冀东水泥	152.90	29.83
万年青	70.94	26.36
天山股份	70.80	29.00

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司期间费用规模合计为 32.67 亿元，同比增长 24.96%。其中，受公司业务规模的大幅增长影响，2017 年公司销售费用及管理费用分别为 14.02 亿元和 12.04 亿元，同比分别增加 26.83% 和 28.19%。财务费用方面，主要由于 2017 年华新亚湾水泥有限公司的美国借款因素莫尼汇率波动产生汇兑损失较上年增加 90.33%，且利息支出亦同比增加 6.33%，公司当年财务费用同比增加 16.02% 至 6.61 亿元。2017 年，公司三费收入占比为 15.64%，较上年下降 3.69 个百分点。整体看，2017 年公司三费收入占比下降，期间费用控制能力有所提升。

表 9：2015~2017 年公司期间费用分析

单位：亿元

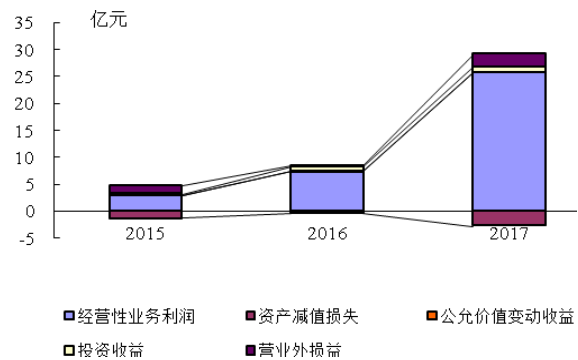
项目	2015	2016	2017
销售费用	10.60	11.06	14.02
管理费用	9.16	9.39	12.04
财务费用	6.74	5.69	6.61
三费合计	26.50	26.14	32.67
营业总收入	132.71	135.26	208.89
三费收入占比	19.97%	19.33%	15.64%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和营业外损益构成。受益于水泥行业景气度的回升，公司主营业务盈利能力较上年显著增强，2017 年经营性业务利润为 25.74 亿元，同比增加 251.19%。2017 年公司资产减值损失 2.69 亿元，较上年增加 656.40%，主要由坏账损失 0.61 亿元、存货跌价损失 0.12 亿元和固定资产减值

损失 1.94 亿元（2017 年公司因个别子公司经营情况不佳、业绩发生亏损并无显著迹象好转，对相关固定资产进行减值测试并确认固定资产减值损失）构成。此外，2017 年公司营业外损益 2.33 亿元，同比增加 900.15%，系由负商誉（2017 年公司以人民币 1,375,000,000 元收购拉法基中国位于西南地区的部分子公司，形成归属于华新水泥之标的公司之可辨认净资产公允价值为人民币 1,632,243,520 元，形成 2.57 亿元的负商誉）等营业外收入合计 2.72 亿元和固定资产报废损失、对外捐赠等营业外支出合计 0.40 亿元构成。2017 年，公司利润总额为 28.12 亿元，同比增加 248.46%，全年实现净利润 22.12 亿元，同比增加 256.26%，整体盈利水平大幅提升。

图 7：2015~2017 年公司利润总额构成



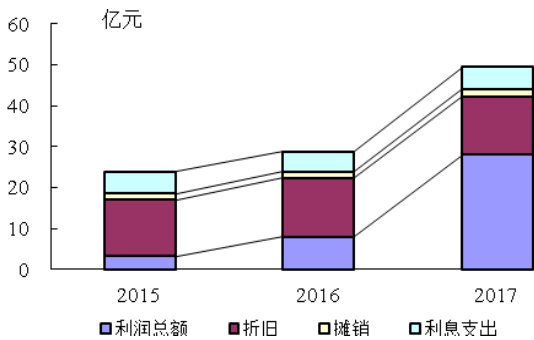
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体看，主要依托于公司水泥价格及销量的上升，2017 年公司营收规模增幅明显，整体盈利能力显著增强。

偿债能力

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，2017 年水泥市场持续回暖促使公司获现能力大幅上升，当年公司 EBITDA 为 49.50 亿元，同比增长 71.62%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2017 年公司总债务/EBITDA 指标为 2.08 倍，EBITDA 利息保障倍数为 9.04 倍，分别较上年下降 45.79% 和增长 83.25%。整体看，公司 EBITDA 对债务利息的保障程度较上年有所增强，总体保持较好水平。

图 8：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年公司经营性现金净流入为 39.04 亿元，同比增加 26.09%，同期经营活动净现金流/总债务为 0.38 倍，同比增长 35.54%，经营活动净现金流/利息支出提高至 7.13 倍，同比增长 34.64%。2017 年公司经营性现金流对债务利息的保障能力有所提升，且保持在较好水平。

表 10：2015~2017 年公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017
EBITDA (亿元)	24.00	28.84	49.50
经营活动净现金流 (亿元)	27.53	30.96	39.04
资产负债率 (%)	56.93	58.53	56.87
总资本化比率 (%)	47.59	49.30	43.89
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.46	5.30	7.13
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.28	0.28	0.38
EBITDA 利息倍数 (X)	3.89	4.93	9.04
总债务/EBITDA (X)	4.15	3.84	2.08

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良好的合作关系，截至 2017 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 148.85 亿元的授信额度，可使用的授信余额为 46.34 亿元。整体看，公司融资渠道较为顺畅，备用流动性较充足，具备较强的财务弹性。

受限资产方面，公司账面价值 0.74 亿元的货币资金作为保函、票据等保证金；账面价值 1.66 亿元的应收票据为融资租赁款提供担保；账面价值 4.51 亿元的房屋及建筑物和机器设备，以及价值 0.16 亿元的土地使用权作为银行借款抵押物，2017 年末受限资产账面价值合计 7.07 亿元，占净资产的比重为 5.37%。

或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司担保总额 24.68 亿元，其中对外担保（不含对子公司担保）余额为 1.03 亿元，占净资产的比例为 0.78%，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可控。

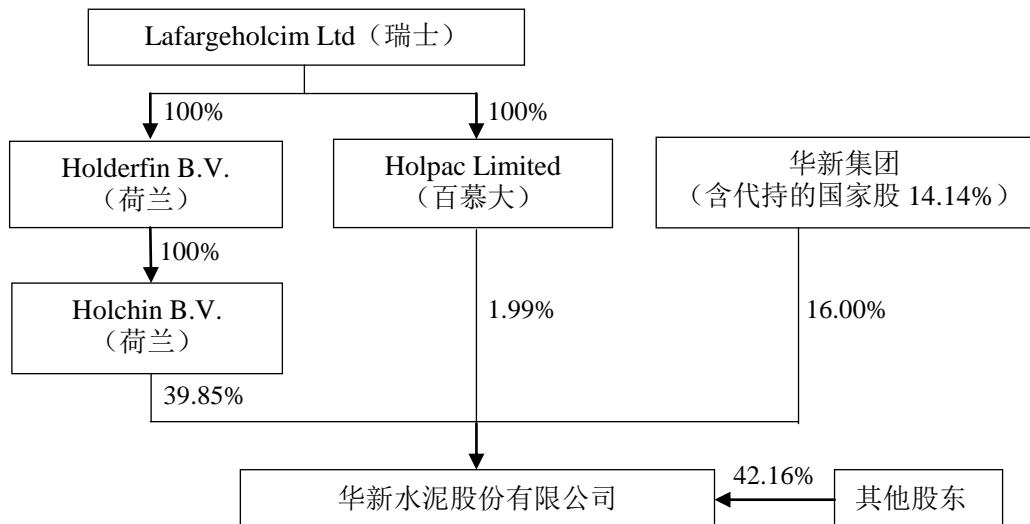
未决诉讼方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司与湖北国新置业有限公司、北方重工集团有限公司、襄阳建山科技有限公司等公司存在未决诉讼事项，未决诉讼形成的预计负债 52.18 万元，规模较小，公司因未决诉讼产生的风险较低。

整体看，2017 年，在水泥市场回暖及水泥制品价格涨势明显的背景下，公司营业收入规模及盈利水平均大幅提升，整体经营情况向好。同时，2017 年公司资产规模和自有资本实力保持增长，财务杠杆比率有所回落，较好的获现能力和经营性现金流水平对债务利息偿还的保障程度增强，整体偿债能力极强。

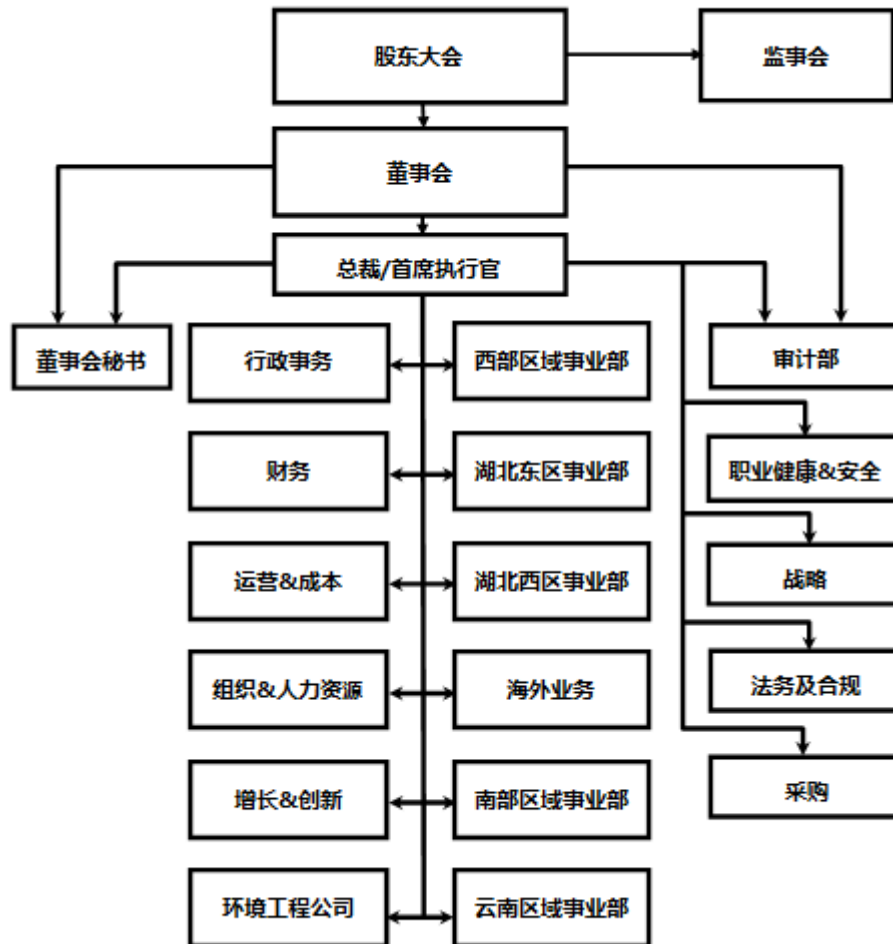
结 论

综上，中诚信证评上调华新水泥主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，上调“华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”和“华新水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

附一：华新水泥股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：华新水泥股份有限公司组织结构图（截至 2017 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）	2015	2016	2017
货币资金	212,241.03	371,937.82	360,624.63
应收账款净额	68,871.35	50,237.17	64,221.09
存货净额	114,848.05	117,426.20	162,148.27
流动资产	503,445.58	742,480.62	876,704.15
长期投资	39,239.97	45,676.11	50,620.23
固定资产合计	1,687,446.56	1,615,185.56	1,706,162.55
总资产	2,548,667.18	2,742,674.94	3,049,932.32
短期债务	311,694.31	529,534.13	283,868.36
长期债务	684,939.81	576,630.54	745,244.88
总债务	996,634.12	1,106,164.68	1,029,113.24
总负债	1,450,911.71	1,605,305.20	1,734,375.21
所有者权益（含少数股东权益）	1,097,755.47	1,137,369.74	1,315,557.11
营业总收入	1,327,131.92	1,352,575.95	2,088,929.20
三费前利润	293,951.64	334,719.88	584,098.81
投资收益	3,756.11	8,551.16	10,840.96
净利润	22,559.26	62,083.27	221,175.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	239,986.59	288,403.77	494,951.38
经营活动产生现金净流量	275,324.62	309,615.09	390,407.60
投资活动产生现金净流量	-171,871.04	-200,453.64	-163,430.72
筹资活动产生现金净流量	-172,833.11	67,995.21	-235,948.58
现金及现金等价物净增加额	-73,378.39	177,980.80	-10,997.72
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	23.66	26.28	29.55
所有者权益收益率（%）	2.06	5.46	16.81
EBITDA/营业总收入（%）	18.08	21.32	23.69
速动比率（X）	0.54	0.64	0.77
经营活动净现金/总债务（X）	0.28	0.28	0.38
经营活动净现金/短期债务（X）	0.88	0.58	1.38
经营活动净现金/利息支出（X）	4.46	5.30	7.13
EBITDA 利息倍数（X）	3.89	4.93	9.04
总债务/EBITDA（X）	4.15	3.84	2.08
资产负债率（%）	56.93	58.53	56.87
总资本化比率（%）	47.59	49.30	43.89
长期资本化比率（%）	38.42	33.64	36.16

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。