



信用等级通知书

信评委函字[2016]G112-2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公开发行2016年公司债券（第一期）”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
信用评级委员会
二零一六年七月二十七日

华新水泥股份有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	华新水泥股份有限公司
发行规模	本期债券基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 9 亿元（含 9 亿元）。
债券期限	本期债券期限为 5 年
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人与主承销商根据簿记建档结果确定，在本期债券存续期内固定不变。
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

华新水泥	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	99.19	110.53	109.78	107.13
总资产（亿元）	258.25	260.57	254.87	252.89
总债务（亿元）	104.95	99.47	99.66	100.72
营业总收入（亿元）	159.84	159.96	132.71	24.05
营业毛利率（%）	27.93	29.49	23.66	17.46
EBITDA（亿元）	37.43	40.09	24.00	3.26
所有者权益收益率（%）	14.06	13.51	2.06	-5.35
资产负债率（%）	61.59	57.58	56.93	57.64
总债务/EBITDA（X）	2.80	2.48	4.15	7.62
EBITDA 利息倍数（X）	5.68	6.36	3.89	2.53

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司 2016 年一季度所有者权益收益率经过年化处理。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

吴承凯 ckwu@ccxr.com.cn

袁龙华 lhuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 7 月 27 日

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公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

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”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定，该级别反映了华新水泥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。中诚信证评肯定了华新水泥区域市场龙头地位稳固，海外发展战略稳步推进、产业链不断完善、环保业务实现突破性发展、公司资本结构较为稳健等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司水泥行业景气度波动风险、海外产业布局加速，管理难度增加、盈利能力及获现能力弱化等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

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，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。
- 产业链不断完善。随着水泥产能布局的初步完成，公司开始逐步拓展产业链。截至 2016 年 3 月末，公司熟料、水泥、混凝土和骨料年产能分别达到 4,615 万吨/年、7,210 万吨/年、2,305 万立方米/年和 950 万吨/年，上下游产业链进一步完善。
- 环保业务实现突破性发展。公司积极推动环保业务发展，2014 年公司第二代环保技术项目成功运行，截至 2014 年末，公司运行和在建的环保工厂共计 20 家，年处置能力达 446 万吨，可为 1,250 万人提供废弃物无害化环保处置服

务。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。

- 公司资本结构较为稳健。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。

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。
- 海外产业布局加速，管理难度增加。2015 年，公司成为柬埔寨卓雷丁水泥有限公司的控股股东。截至 2016 年 3 月末，公司水泥板块在建及拟建项目均为海外项目，未来三年拟投资 17.45 亿元。随着公司海外产业布局加速，受文化、宗教差异以及汇率波动等因素影响，公司管理难度将有所增加。
- 盈利能力及获现能力弱化。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 and 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，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”或“公司”）成立于 1993 年 11 月 30 日，经原湖北省体改委鄂改[1992]60 号文批准，由原华新水泥厂等八家企业为主要发起人，以社会募集方式设立股份有限公司。设立时，各发起人的出资折合总股本数为 9,227.24 万股，合计人民币 9,227.24 万元。1993 年 11 月，经湖北省政府鄂政函[1993]53 号文及中国证监会证监发审字[1993]63 号文批准，公司向社会公开发行人民币普通股 4,472.76 万股，公开募股后华新水泥总股本为 13,700 万股。1994 年 1 月，公司除内部职工股之外的社会个人股 3,600 万股在上海证券交易所（以下简称“上交所”）上市，同年 11 月，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，于当年 12 月在上交所上市。1999 年 3 月，经中国证监会[1999]1 号文批准，公司向 HOLCIM Ltd.（豪瑞集团，以下简称“Holcim”）的全资子公司 HOLCHIN B.V.定向增发 7,700 万股 B 股，HOLCHIN B.V.成为公司第二大股东，双方建立了战略合作伙伴关系。2008 年 1 月，经中国证监会[2008]22 号文批准，公司再次向 HOLCHIN B.V.定向增发 7,520 万股 A 股，募集资金总额约 20.27 亿元，发行完成后 HOLCHIN B.V.成为公司第一大股东，持股比例为 39.88%。2011 年 11 月，公司通过非公开发行，募集资金总额 17.95 亿元。2015 年 7 月 11 日，Holcim 与拉法基集团完成全球合并，HOLCHIN B.V.的实际控制人变更为 LafargeHolcim Ltd.（以下简称“拉法基豪瑞公司”）。截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 14.98 亿元，HOLCHIN B.V.为公司第一大股东，持股比例为 39.85%；华新集团有限公司（以下简称“华新集团”）为公司第二大股东，合计持有公司 16.00% 的股权，其中 14.14% 为华新集团代国家持有的国有股，1.86% 为华新集团自身持有的法人股，公司不存在控股股东，亦不存在实际控制人。

华新水泥主要从事水泥、熟料和混凝土的生产与销售，截至 2016 年 3 月末，公司已形成年产 7,210

万吨水泥、4,615 万吨熟料、2,305 万方混凝土和 950 万吨骨料的产能规模，产业布局横跨国内的湖北、河南、湖南、四川、云南、西藏等省市以及塔吉克斯坦、柬埔寨等周边国家。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 254.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 109.78 亿元，资产负债率为 56.93%；2015 年，公司实现营业收入 132.71 亿元，净利润 2.26 亿元，经营活动净现金流 27.53 亿元。

截至 2016 年 3 月 31 日，公司总资产为 252.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 107.13 亿元，资产负债率为 57.64%；2016 年一季度，公司实现营业收入 24.05 亿元，净利润为亏损 1.43 亿元，经营活动净现金流 3.18 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	华新水泥股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）
发行总额	本期债券基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 9 亿元（含 9 亿元）
债券期限	本期债券期限为 5 年
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人与主承销商根据簿记建档结果确定，在本期债券存续期内固定不变
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
募集资金用途	用于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

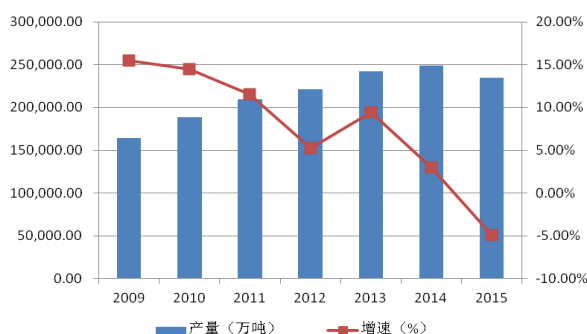
行业概况

水泥生产是以石灰石和粘土为主要原料，经过破碎、配料、磨细制成生料，然后喂入水泥窑煅烧成熟料，再将熟料加适量石膏磨细而成。水泥和水后，经搅拌、成型、养护成为混凝土，广泛应用于建筑、道路、桥梁、水利等工程。

从行业发展阶段来看，水泥作为建材工业的支柱产品，其生产和消费与社会和国民经济息息相关。改革开放以来，随着中国经济蓬勃发展、固定资产投资增加，国内对水泥的需求不断增长，我国水泥产量从 1985 年起位居世界第一。近年来，受

国内投资增速不断下滑，我国水泥需求进入低速增长期。2014年全国规模以上水泥产量为24.76亿吨，同比增长1.8%，较上年同期下降7.8个百分点，需求增速创二十多年来最低水平。进入2015年，全国全年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所下降。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。2016年一季度，全国规模以上水泥产量为4.44亿吨，同比增长3.5%。

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

需求方面，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。2014年全社会固定资产投资512,761亿元，同比增长15.3%，扣除价格因素实际增长率为14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502,005亿元，同比增长15.7%。进入2015年，我国固定资产投资增速进一步放缓，全年全社会固定资产投资562,000亿元，同比增长9.8%，扣除价格因素，实际增长11.8%。其中，固定资产投资（不含农户）551,590亿元，增长10.0%。从投资结构来看，房地产投资下滑程度较大，基础建设投资表现相对稳定。2014年全国房地产开发投资95,036亿元，同比增长为10.5%，增速较上年下降9.3个百分点。2015年我国房地产投资增速继续下滑，全年完成投资95,979亿元，同比增长1.0%。2016年一季度，全国房地产开发投资17,677亿元，同比增长6.2%。随着中国经济进入新常态，固定资产投资增速将进一步放缓，水泥市场需求下行压力加大。

另一方面，保障房和棚户区改造的建设加快，在一定程度上缓解了商品房投资放缓对水泥需求带来的影响。2014年，全国城镇保障性安居工程基

本建成住房511万套，新开工740万套。2015年，全国城镇保障性安居工程基本建成住房772万套，已开工783万套。此外，我国推进新型城镇化建设，铁路、公路、水利等基础设施建设投资在水泥需求中的占比不断加大。相对于华东、华南和华北地区，我国中西部地区在基础建设、城镇化和工业化等方面仍相对落后，未来其发展有望进一步提速，从而拉动对该区域水泥需求的快速增长。未来随着“一带一路”即“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的战略规划逐步落实，海外投资或将成为我国水泥行业的新增长点。

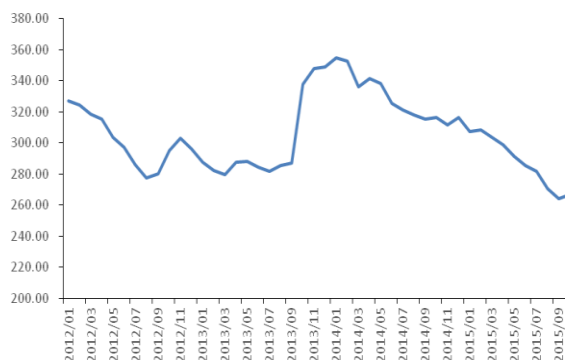
供给方面，过去我国水泥投资一直处于高位，水泥产能已经严重过剩。2009年以来，有关控制水泥产能过快增长的政策密集出台，受国家政策影响，行业投资不断下降。2014年水泥行业完成投资1,080亿元，同比下降19%，已经连续4年下降；建成投产的水泥熟料生产线54条，新增熟料产能7,030万吨，较上年下降25%，新增产能主要集中在贵州、云南等地。同时，我国持续加大对落后产能的淘汰力度，2014年《政府工作报告》指标完成情况方面，计划淘汰水泥产能4,200万吨，实际淘汰8,100万吨。进入2015年，据中国水泥协会统计，2015年全国新增投产水泥熟料生产线共有31条，合计年度新增熟料产能4,712万吨，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。落后产能淘汰方面，工信部预计2015年全年淘汰水泥产能3,800万吨。受限制新增产能、淘汰落后产能等政策影响，水泥行业投资增速将继续下行，产能增长持续回落。

水泥价格方面，近年来由于需求偏弱，国内水泥价格始终处于较低水平。2014年全国水泥平均市场价格与上年基本持平，价格走势呈前高后低的态势。进入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，年末价格为280.67元/吨，较年初下降10.76%。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。2016年一季度，水泥价格整体延续上年的下跌趋势，3月末水泥价格为

275.43 元/吨，较上年末进一步下降。此外，区域龙头企业价格控制能力有所增强，有利于水泥价格保持稳定。

图 2：2012~2015 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

原材料成本方面，由于煤炭价格保持低位运行，行业利润率小幅回升。2014 年国内煤炭价格持续走低，其中年末环渤海动力煤综合平均价格（5,500 大卡）报收 525 元/吨，较年初的 610 元/吨下跌 85 元/吨，跌幅为 13.93%。进入 2015 年，煤炭价格持续下跌，年末环渤海动力煤综合平均价格进一步下降至 372 元/吨。截至 2016 年一季度末，环渤海动力煤综合平均价格为 389 元/吨。煤炭价格回落使得水泥生产成本有所下降。

从行业运行情况来看，根据工信部统计，2014 年水泥制造业完成主营业务收入 9,792 亿元，同比增长 0.9%；受益于煤炭价格持续下降，行业实现利润 780.2 亿元，同比增长 1.4%。总体而言，2014 年水泥行业效益略好于 2013 年。2015 年以来，受下游需求疲软影响水泥价格持续走低，水泥行业盈利同比显著下滑。根据国家统计局数据显示，2015 年，全国水泥行业累计实现利润总额 329.7 亿元，同比下降 58%。从全国六大区域的水泥市场来看，2015 年华北地区是唯一出现亏损的区域，华东和中南地区仍然是对全国水泥利润贡献最大的两个区域，盈利水平好于其他区域；西南、东北和西北三大区域利润总额不及华北地区亏损总额。2016 年一季度，水泥行业需求未有较大改善，价格持续下滑，全行业亏损 20.4 亿元。

整体来看，未来水泥行业整体上仍具有较好的发展前景，整体运营环境将不断改善，但同时我们

关注到，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。

竞争格局

由于销售半径的存在，水泥行业的区域性特征显著，水泥企业分布相对分散。华东和中南地区是水泥消费最大的两个区域，占全国总量的 60%左右；其中华东市场是全国竞争最激烈的地区，安徽海螺水泥股份有限公司、南方水泥有限公司、中国中材股份有限公司等大型集团企业都将江浙沪作为主要市场。近年来，西南地区成为龙头企业跨区域扩张的主要目标市场，市场集中度相对偏低。

近年来国家产业政策大力推动行业兼并重组，形成以区域龙头企业为主、区域龙头企业与目标市场周边的中小企业进行联合，行业集中度逐步提高的格局。根据中国水泥协会发布的行业排名统计，截至 2015 年末，中国（不含港澳台）前 50 家企业集团的水泥熟料设计产能共计 13.5 亿吨，占全国总产能的 75%；其中，前 10 家集团产能占全国总产能的 54%。

表2：截至2015年末全国水泥企业熟料产能前10排名

单位：万吨/年

排名	集团企业名称	产能
1	中国建筑材料集团有限公司	31,453
2	安徽海螺水泥股份有限公司	20,376
3	中国中材集团有限公司	8,784
4	唐山冀东水泥股份有限公司	7,080
5	拉法基豪瑞中国（含华新水泥、华新托管的拉法基资产以及双马水泥）	6,479
6	华润水泥控股有限公司	6,324
7	山东山水水泥集团有限公司	5,460
8	红狮控股集团有限公司	4,241
9	台湾水泥股份有限公司	4,067
10	北京金隅股份有限公司	3,460

资料来源：中国水泥协会，中诚信证评整理

未来中国水泥行业的竞争将围绕主要的水泥龙头企业进行，通过整合提高市场集中度，促进区域内协同竞争、合理定价。

行业政策

2009年以来，国家出台了一系列水泥行业相关的调控政策，并制定了新的行业准入标准，一方面，针对水泥企业，严格控制新增水泥产能，加强淘汰落后产能工作。另一方面，水泥行业作为重点产能过剩行业之一，推动企业兼并重组，有利于提高资源配置效率，调整优化产业结构。相关政策促使缺乏竞争力的小水泥厂退出市场，行业兼并重组步伐将会进一步加快，这都有利于行业集中度的提升和供求关系的改善。

表3：2009年以来水泥行业主要政策

时间	部门	政策名称
2009.9	国务院	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见》
2009.11	发改委办公厅	《关于水泥、平板玻璃建设项目清理工作有关问题的通知》
2009.11	工信部	《关于抑制产能过剩和重复建设引导水泥产业健康发展的意见》
2010.2	国务院办公厅	《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》
2010.8	国务院办公厅	《国务院关于促进企业兼并重组的意见》
2010.11	工信部	《水泥行业准入条件》（2011年1月1日起实施）
2011.11	工信部	《建材工业“十二五”发展规划》
2013.1	工信部	《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》
2013.10	国务院	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》
2013.12	环保部	《水泥工业大气污染物排放标准》
2014.3	国务院	《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》
2015.6	财政部和税务总局	《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

水泥窑协同处置技术日益成熟，在环保领域发挥着关键作用，拥有该技术的企业在其所在区域具备重要的职能地位

环保曾是水泥行业发展的绊脚石，而如今水泥行业在环保领域发挥着必不可少的作用。水泥窑协同处置技术日益成熟，可以处置一般废弃物（污泥、残料、生活垃圾等）和危险废弃物（化工、电镀、印染和医药生产等的废弃物），由于水泥窑的高温特点，处置效果优于传统的垃圾焚烧或填埋，实现

废弃物无害化处置和资源化利用。2013年12月，环保部发布《水泥窑协同处置固体废物环境保护技术规范》；2014年5月，发改委等七部联合发出《关于促进生产过程协同资源化处置城市及产业废弃物工作的意见》，明确推广利用水泥窑协同处置城市及产业废弃物的技术。近年来我国水泥行业蓬勃发展，已具备广泛处置危险废弃物和城市生活垃圾的物质条件。目前我国水泥窑协同处置技术环保标准已经较为齐全完善，相关技术和装备已较为成熟，未来发展空间较大，或将迎来快速发展期。

竞争实力

产业链协同优势

随着水泥产能布局的初步完成，公司开始逐步拓展产业链。目前，公司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，公司积极推动环保事业的发展。2014年，公司第二代环保技术项目成功运行。截至2014年末，公司运行和在建的环保工厂共计20家，年处置能力达446万吨，可为1,250万人提供废弃物无害化环保处置服务。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。通过创新与改良，总结已投产项目的设计经验，公司利用水泥窑协同处置生活垃圾等衍生燃料降低煤炭消耗、降低氮氧化合物排放等的工艺技术得以持续优化和提升。

技术装备优势

华新水泥拥有我国第一个水泥工业博士后产业基地，是国内水泥行业中首家通过GB/T19001—ISO9001质量体系认证的企业，生产的全部水泥品种均为国家首批质量免检产品。在环保业务方面，公司一直致力于水泥窑协同处置环境废弃物的技术的开发研究，目前已形成水泥-混凝土骨料-水泥窑协同处置的产业链。2014年公司第二代环保技术项目成功运行，标志着公司环保技术全面推广的时机已经成熟。经过多年的积累，截至

2016年3月末，公司在废弃物预处理及水泥窑协同处置领域拥有发明专利15项，实用新型专利59项，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、污染土和漂浮物的六大处置平台和装备系统。2015年底，公司子公司华新环境工程有限公司和华新环境工程（株洲）有限公司入选国家工信部、住建部、发改委、科技部、财政部、环保部联合公布的6家水泥窑协同处置生活垃圾试点企业名单。

业务运营

华新水泥主营水泥、熟料和混凝土的生产与销售，2015年公司水泥、熟料和混凝土业务分别实现营业收入108.08亿元、6.05亿元和8.04亿元，占当期公司营业收入的比重分别为81.44%、4.56%和6.06%。

水泥、熟料及混凝土业务

生产

生产方面，公司水泥生产线主要布局在湖北、湖南、四川、云南、重庆、西藏、江苏、河南以及海外等地，其中以湖北和湖南地区为主。近年来公司通过新建和收购等方式快速扩张产能。2013年华新亚湾水泥有限公司3,000吨/天熟料生产线（塔吉克斯坦项目）建成投产。此外2013年1月，公司分别收购湖北华祥水泥有限公司70%的股权和湖北华祥水泥鄂州有限公司70%的股权；2013年7月，公司全资子公司华新（香港）国际控股有限公司收购实德金鹰水泥（香港）有限公司20%的股权，交易完成后公司间接持有实德金鹰水泥（香港）有限公司65%的股权。受益于收购和在建项目的完工，2013年公司水泥、熟料产能实现较快增长。同期，受益于大力拓展水泥渠道建设，通过新建和并购方式公司全年新增混凝土产能510万方，其中新建生产线13条，新增产能370万方，并购生产线6条，新增产能140万方，公司混凝土产能显著增长。2014年以来，由于华新水泥（恩平）有限公司4,000吨/天熟料生产线和华新水泥（桑植）有限公司2,500吨/天熟料水泥生产线的建成投产，公司水泥、熟料产能进一步上升。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，公司水泥、熟料产能小幅增长。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。2016年一季度，公司华新噶优尔（索格特）水泥有限公司3000T/D水泥生产线项目建成投产，其熟料、水泥产能进一步增长，截至2016年3月末，公司熟料、水泥、混凝土和骨料年产能分别达到4,615万吨/年、7,210万吨/年、2,305万立方米/年和950万吨/年。

表4：截至2016年3月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	2	180
柬埔寨	1	90
合计	41	4,615

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，随着产能的不断增长，公司熟料、水泥、混凝土及骨料产品产量整体有所增长。2013年受益于下游需求的回升，当期公司生产熟料和水泥产量分别为3,937万吨和4,953万吨，同比分别增长21.03%和21.43%。2014年以来水泥下游需求走弱，但受益于公司在区域市场龙头地位稳固，公司熟料、水泥产量保持稳定。2014年，公司熟料和水泥产量分别为4,091万吨和4,846万吨，与2013年基本持平。2015年，水泥下游需求持续低迷，公司熟料和水泥产量分别为3,884万吨和4,712万吨，较上年均小幅下降。此外，公司近年来通过横向的战略联合，扩展在混凝土、骨料领域的业务，实现新业务增长的同时促进公司水泥业务的价值增长。公司混凝土产量经过2013年的快速增长后在2014

年受下游需求走弱影响有所回落。2015 年公司混凝土产量进一步下降至 307 万立方米。

表 5：2013~2016 年 3 月公司产能、产量情况

产能	2013	2014	2015	2016.3
熟料（万吨/年）	4,200	4,435	4,525	4,615
水泥（万吨/年）	6,630	6,950	7,090	7,210
混凝土（万立方米/年）	2,205	2,275	2,305	2,305
骨料（万吨/年）	950	950	950	950
产量	2013	2014	2015	2016.3
熟料（万吨）	3,937	4,091	3,884	749
水泥（万吨）	4,953	4,846	4,712	946
混凝土（万立方米）	657	500	307	55
骨料（万吨）	369	511	554	133

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司在各项水泥生产指标以及成本控制方面均具备很强的竞争优势。近年来公司通过实施工厂生产能耗优化改进、粉磨电耗优化、28 减速机优化改进、ID 风机改进、电气故障分析与改进、高中压变频节能、能源管理中心项目建设、MIC 战略规划、并购工厂技改等一系列重点项目，逐步降低能源消耗水平、提高生产运转率。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。截至 2016 年 3 月末，公司余热发电配套装机总容量达到 270MW。

销 售

近年来，公司不断开发新的集团战略客户并发挥公司纵向一体化产品与服务优势，拓展价值客户。同时受益于区域市场良好竞争环境和较强产品竞争力，公司水泥销售一直保持稳定上升趋势。2013 年公司销售水泥 4,605 万吨，同比增长 21.70%。2014 年以来公司水泥、熟料产能继续保持上升趋势。通过深化实施“客户关系管理”、“客户价值管理”、“网上商城”等营销创新项目，公司水泥销量保持稳定并相较上年同期小幅上涨。2015 年以来，宏观经济增速继续放缓，下游需求乏力，公司全年销售水泥 4,649 万吨，与上年基本持平。公司熟料主要用于自身水泥生产的原料，外销比例较小。公司混凝土销量近年来波动较大，2014 年由于公司混凝土业务开始推行现金销售模式导致当期销量下滑，

2015 年主要受下游需求疲软影响销量持续下滑。产销率方面，近年来公司水泥、混凝土及骨料产品产销率均保持在 90%以上。

表 6：2013~2016 年 3 月公司产品销售状况

销量	2013	2014	2015	2016.3
熟料（万吨）	498	453	373	82
水泥（万吨）	4,605	4,681	4,649	935
混凝土（万立方米）	617	500	307	55
骨料（万吨）	355	511	497	104
平均售价	2013	2014	2015	2016.3
熟料（元/吨）	192	201	162	144
水泥（元/吨）	264	265	233	216
混凝土（元/立方米）	282	279	262	254
骨料（元/吨）	27	34	28	28

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，公司主要销售区域为湖北和湖南地区，2013 年两地合计销售收入占公司营业总收入的 62.69%。2013 年公司全面实施“核心市场拓展”策略，加大对核心市场的开发拓展和资源投放力度；搭建 CRM 电商平台，实现客户网上自助购买水泥，改善客户购买体验。当年公司在湖北、湖南、西藏、重庆等区域水泥销量明显提升，市场占有率有所提高。2013 年公司水泥平均售价较上年略有下滑，为 264 元/吨，但由于主导产品的销量大幅提高，当年公司水泥及熟料业务实现营业收入 130.95 亿元，同比增长 17.37%。2014 年以来湖北地区产能增速较缓，此外湖北地区行业集中度较高，华新水泥、中国葛洲坝集团水泥有限公司、亚洲水泥（中国）控股公司等大型水泥企业市场占有率较高，区域控制力较强，因此 2014 年湖北地区水泥价格虽有下跌，但是好于全国平均水平。公司由于区域市场控制力较强，水泥销售价格与上年基本持平。进入 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。2015 年，公司水泥平均销售价格下降明显，为 233 元/吨。2016 年一季度，公司水泥平均销售价格进一步下降至 216 元/吨。

在销售区域方面，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市场。其中湖北和湖南地区为公司国内市场的主要

销售区域。2015 年，公司在湖北省和湖南省分别实现营业收入 58.77 亿元和 18.31 亿元，占当期公司营业总收入的比重分别为 44.28%和 13.80%。在国外市场，公司加快实施水泥业务“走出去”战略，目前海外市场主要在塔吉克斯坦和柬埔寨。2015 年公司境外营业收入占比达 9.57%，较上年提高 3.93 个百分点。

在销售模式上，公司采取直销与分销相结合的方式，2015 年公司直销、分销比例分别约为 73%和 27%。在保持传统销售模式的同时，近年来公司积极发展电商平台。通过将 IT 技术与传统产业的结合，公司在销售方面已逐步形成了面向普通终端客户的华新-终端客户-支点门店-物流商的四维网络体系，实现了渠道成本透明化和民用市场终端价格的透明化。

总体来看，公司目前产品销售的核心市场为湖南和湖北地区，2014 年以来水泥行业受下游需求疲软影响行业景气度下行。进入 2015 年以来，水泥行业下游需求持续低迷，公司产品销量虽与上年基本持平，但平均售价较上年同期有所下滑，公司经营压力有所加大。

原料采购

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 92%，外购所占比例为 8%。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，通过传送带运输，保证了原材料供应的稳定。截至 2016 年 3 月末，公司共拥有 40 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 14.98 亿吨。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。

表 7：2013~2016 年 3 月公司主要原材料采购量、采购价格

单位：吨、元/吨

	2013	2014	2015	2016.3
煤炭	548.91	588.93	528.23	97.26
石膏	233.81	244.58	234.00	40.46
石灰石	494.44	681.63	597.00	124.59
	2013	2014	2015	2016.3
煤炭	602.26	557.07	473.98	435.29
石膏	96.60	92.98	89.86	83.97
石灰石	28.49	32.59	30.29	33.13

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

在继续保持石灰石资源优势的同时，受益于煤炭价格的下跌，公司成本得到进一步控制。从煤炭价格走势来看，2012 年下半年以来，受我国经济增速放缓等因素影响，国内煤炭需求有所回落，煤炭价格呈下降趋势。公司煤炭主要来源于陕西、山西和内蒙古等地区。2013~2015 年，公司煤炭采购价格分别为 602.26 元/吨、557.07 元/吨和 473.98 元/吨。此外，公司不断通过锤炼自有维修团队、开展低品位原材料/混合材、低品位煤炭搭配优化研究、提高替代燃料使用规模等方式提升资源利用效率，降低生产成本。

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 2016 年 3 月末，公司已投运余热发电机组 31 套，余热发电装机容量 270MW，供电自给率超过 30%。

总的来看，公司石灰石资源储备较为丰富，原材料供应稳定。此外，公司所有生产线均配备了余热发电系统，有效降低了生产用电成本，同时受益于近年来煤炭价格的下跌，公司生产成本得到进一步控制。

产能扩建

未来在“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，近年来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 2016 年 3 月末，公司主要水泥在建项目为塔吉克斯坦丹加拉 50 万吨/年水泥粉磨站项目，该项目已于 2015 年 12 月动工，计划总投资金额 1.19 亿元，截至 2016 年 3 月末后续尚需投资金额 1.18 亿元。从拟建项目来

看，公司海外水泥拟建项目主要分布在中亚地区及南亚地区，包括尼泊尔 2,800T/D 水泥熟料生产线项目和哈萨克斯坦 2,500T/D 水泥熟料生产线项目，

预计可分别带来 120 万吨/年的新增产能。截至 2016 年 3 月末，公司水泥板块在建及拟建项目未来三年拟投资 17.45 亿元。

表 8：截至 2016 年 3 月末公司水泥业务主要在建项目情况

项目	用途	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)
塔吉克斯坦丹加拉 50 万吨/年水泥粉磨站项目	水泥粉磨站	1.19	1.18	2015 年 12 月	2017 年 12 月	50.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

环保业务

华新水泥近年来精准抓住城市废弃物安全处置和水泥企业转型的共同突破口，通过技术创新和项目推广，实施环保转型战略。经过近十年的积累，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。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。该技术的优势在于可将废弃物全部处理，实现处置的安全化、彻底化、无害化，且水泥窑气体排放远低于国家和欧盟标准，商品熟料及水泥的重金属含量低于国家标准。

公司环保业务模式主要包括以下两方面：一是与政府/企业签订合作协议，处置城市活动产生的多

种废弃物，包括生活垃圾、市政污泥、一般/危险废弃物、漂浮物、污染土等；二是销售废弃物处置后的产品（垃圾衍生燃料等）给水泥企业（内、外部）或其他需要能源的企业，用以减少原生燃料（如煤）的使用量。公司积极推动环保业务发展，2014 年公司第二代环保技术项目成功运行，截至 2014 年末，公司运行和在建的环保工厂共计 20 家，年处置能力达 446 万吨，可为 1,250 万人提供废弃物无害化环保处置服务。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，2015 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。

目前公司的环保业务主要展业区域集中于湖北省。2015 年度，公司环保业务实现营业收入（不含 RDF 收入）1.2 亿元。2015 年公司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。

表 9：截至 2016 年 3 月末公司环保业务主要在建项目情况

项目	用途	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(昭通)有限公司环保项目	垃圾处理	0.87	0.31	2015 年 7 月	2017 年 1 月	18.25
华新环境工程有限公司长山口垃圾项目	垃圾预处理	1.41	1.11	2014 年 6 月	2017 年 6 月	73.00
华新环境工程(十堰)有限公司垃圾处理项目	垃圾处理	1.60	1.49	2014 年 10 月	2017 年 6 月	36.50

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 10：截至 2016 年 3 月末公司环保业务主要拟建项目情况以及未来投资计划

项目	用途	计划总投资 (亿元)	预计开工时间	预计完工时间	预计带来的新增产能 (万吨/年)
娄底环保项目	垃圾处理	0.90	2016 年	2017 年	36.50

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来公司对环保业务保持较大投资力度，截至 2016 年 3 月末，公司环保业务主要在建及拟建项目计划总投资合计 4.86 亿元，后续投资需求合计 3.80 亿元。受行业限制新增产能等相关政策的影响，公司水泥、熟料项目建设资本支出将逐步减少且主要以海外项目为主。公司未来将以环保业务为国内主要投资方向，形成以水泥窑协同处置生活垃圾为主的循环经济产业链，不断增强公司整体经营实力和抗风险能力。

公司治理

根据《中华人民共和国公司法》和国家其他有关法律、法规，公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会和经营管理层，明确了职责权限及运作程序，建立了较规范的公司治理结构。截至 2016 年 3 月末，公司董事会由股东会选举产生，至少由 9 名董事组成，其中至少包括三分之一独立董事，设董事长一人，副董事长一人。公司监事会由五名监事构成，其中设有监事会主席一名。非职工代表出任的监事，由股东会选举产生；职工代表出任的监事，由公司职工通过职工大会或其他形式民主选举产生。公司经营管理机构设总经理一名，副总经理若干名，由董事会聘任，实施对公司全面治理决策。

经营管理方面，截至 2016 年 3 月末，公司由总部、五大区域事业部、环境工程公司、海外业务等部门构成。其中总部主要由行政事务、法务与合规、战略、运营和成本、增长和创新、财务、组织和人力资源等部门组成，其主要职能及管理、支持、服务、监督。五大区域事业部对下属业务生产经营实行全面管理，根据各区域的不同情况，采取不同的管理模式，实行不同的发展战略。

制度建设方面，公司各职能部门业务操作指引和合规制度均已建立规范。其中，对于财务管理，公司制定了《财务管理制度》、《财务结算制度》及《资金管理办法》等一系列财务管理制度，以资金管理委员会作为决策机构、财务中心资金管理部和事业部管理层为管理机构、总部各职能部门和各事业部下属各分子公司为执行机构实行三级资金管理组织架构，实施资金预算管理和集中统一筹资管

理。对于重大投资决策，公司《财务管理制度》及《章程》规定，公司股东大会、董事会、总裁为公司对外投资的决策机构，分别依据公司章程所确定的权限范围，对公司的对外投资做出决策。公司战略及发展中心发展部是公司水泥主业对外投资并购业务的主管部门。各水泥事业部对本辖区并购整合业务全面负责。对于安全生产，公司制定了《安全管理制度》、《安全风险评估管理规定》等管理制度规定，设置安全经理，鼓励员工举报安全隐患，并对安全检查采取日常检查、突击检查和年度综合检查相结合的方式进行，对安全事故进行详尽调查、问责相关责任人。

人力资源方面，截至 2016 年 3 月末，公司员工总人数 13,827 人。从岗位构成来看，公司生产人员 9,376 人，技术人员 892 人，销售人员 1,040 人，财务人员 420 人，行政人员 2,099 人，整体人员配置向业务部门倾斜；从受教育程度来看，公司硕士研究生及以上学历员工 146 人，占比 1.06%，大专及本科学历员工 4,382 人，占比 31.69%，大部分员工为高中、中专学历，整体人员受教育程度能够满足当前公司的业务运营需要，但仍有待提高。

总的来看，华新水泥已经建立较为完善的经营管理结构与内控制度，未来随着公司业务规模扩大及业务多元化发展，公司经营管理架构还需不断优化调整，相关制度建设需不断完善，以支持业务发展。

发展规划

华新水泥深入开展技术创新和管理变革，全力推进环保转型，以环保技术装备创新和项目拓展为核心驱动力，大幅提升废弃物预处理和水泥窑协同处置业务规模和效益，在此过程中实现水泥、环保、装备及工程业务的快速协同发展；稳步推进海外发展和国内纵向一体化整合，提升海外水泥、混凝土、骨料、装备及工程新兴产业发展质量和速度；深化智能移动信息化和工业化的融合，推进 CRM、SRM、共享中心等关键项目，持续提升公司的经营绩效和市场竞争能力。

水泥方面，公司将加大对我国周边新兴经济体的开拓力度，抓住新兴经济体国家水泥行业发展带

来的机遇，同时把握国内局部市场出现的有助于强化水泥区域控制力、“填空式”的并购项目、优化战略布局的机会，提高公司所在区域的市场占有率、品牌和产品影响力。此外，公司将通过推动业务重组和市场整合，加大节能降耗和环保投入，减少排放，提高替代原燃料使用的比例，实现社会、环境、生态、企业与员工多赢的目标。

环保方面，公司将通过坚持技术创新，全面整合资源，多途径、多方式加大环保项目开发力度，加大在全国特大型城市和公司水泥基地周边一、二、三线城市的环保项目开发力度，在非公司水泥窑覆盖区域，优先考虑环保要求高、经济发达、交通运输发达的长三角、珠三角地区，积极扩大市场布局，逐步形成资源再利用的循环经济产业链。

混凝土、骨料业务方面，公司将继续实施“水泥-混凝土协同”战略，加大水泥核心区域混凝土业务的发展力度，实现对水泥渠道的有效拓展。

装备及工程业务方面，公司将发挥在技术研发、设备制造等方面的技术优势，开展市政垃圾好氧干化系统优化及深度脱水设备研发、RDF 输送及入窑系统装备、球磨机系统节能改造、燃烧器研发制造、低氮分级燃烧等环保及水泥技术装备研发和应用，巩固公司环保技术优势，确保公司能耗及排放水平达标，打造国内领先的 EPC 建设水平，全力支持公司环保转型。同时，公司将深挖内部服务潜力，开发和培养物美价廉的备品备件供应商，增强水泥业务采购议价能力，为水泥业务创造采购增值。

财务分析

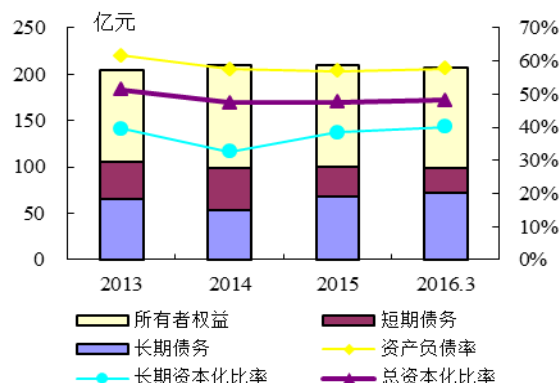
以下财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报告。

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，2013~2014 年其业务和资产规模有所增长，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，2013~2015 年末公司总资产分

别为 258.25 亿元、260.57 亿元和 254.87 亿元。所有者权益方面，公司近年来盈利状况良好，2013~2014 年随着留存收益的逐步积累，公司自有资本实力增强，2015 年公司主业盈利大幅下滑，同期所有者权益小幅下降，2013~2015 年末公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 99.19 亿元、110.53 亿元和 109.78 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司总资产和所有者权益分别为 252.89 亿元和 107.13 亿元。

图 3：2013~2016 年 3 月末公司资本结构



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。

受益于所有者权益较快增长，公司负债比率呈现逐年下降的趋势，2013~2015 年资产负债率分别为 61.59%、57.58%和 56.93%，与同行业上市公司相比处于中等水平；总资本化比率分别为 51.41%、47.37%和 47.59%。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化率分别小幅回升至 57.64%和 48.46%。

表 11：截至 2016 年 3 月末水泥业主要部分公司资本结构

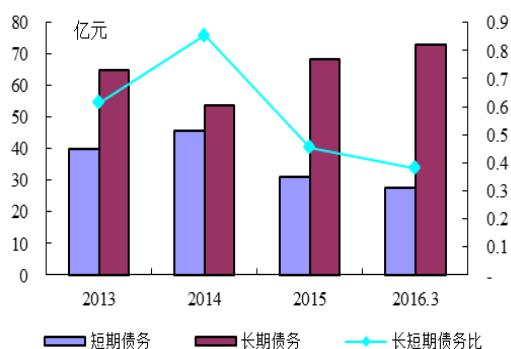
单位：亿元、%

公司简称	资产	负债	资产负债率
金隅股份	1328.72	905.79	68.17
海螺水泥	1077.51	327.66	30.41
华新水泥	252.89	145.76	57.64
天山股份	196.29	124.51	63.43
青松建化	112.55	65.73	58.41

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，2013~2015 年末公司总债务分别为 104.95 亿元 99.47 亿元和 99.66 亿元。2014 年末，由于公司中期票据“10 华新 MTN2”将于 2015 年 10 月 25 日到期以及“12 华新 01”在 2015 年存在回售可能性，公司将其由应付债券划分为一年内到期的非流动负债，从而导致公司的短期债务上升和长期债务下降，2014 年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.85，较 2013 年末的 0.61 有所上升。2015 年以来，公司发行 8.00 亿元 PPN 并将“12 华新 01”扣除 0.61 亿元的回售金额后公司债券余额由一年内到期的非流动负债回调至应付债券，受此影响，公司长期债务上升。同时，由于短期借款的下降，2015 年末公司长短期债务比下降至 0.46。截至 2016 年 3 月末，公司长短期债务比进一步下降至 0.38。总体看公司的债务期限较为合理。

图 4：2013~2016 年 3 月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，公司近年来留存收益积累增强其资本实力，资本结构较为稳健，杠杆比率在行业内处于中等水平，债务期限结构较为合理。

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。2013 年，公司主导区域水泥供求关系好转，水泥产销量增加，公司营业总收入同比增长 27.67%至 159.84 亿元。2014 年，水泥价格整体与上年持平，公司水泥产销量保持平稳，公司营业收入小幅增加 0.07%至 159.96 亿元。2015 年，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 2014 年同期下滑 17.03%至 132.71 亿元。2016 年一季度，公司实现营业收入 24.05 亿元。

分业务板块来看，水泥业务板块为公司主要收入来源，近年来随着公司业务规模的扩大，水泥产、销量稳步增长，但水泥板块营业收入受水泥价格下降影响有所波动。2014 年公司实现水泥销售收入 123.85 亿元，占公司营业总收入比例为 77.43%，其中公司水泥产品以高标号水泥为主，32.5 级水泥和 42.5 级及以上水泥销售收入分别为 51.08 亿元和 72.77 亿元。2015 年，由于水泥销售价格下滑，公司水泥板块全年实现营业收入 108.08 亿元，同比下降 12.74%。2016 年一季度水泥板块实现营业收入 20.23 亿元。混凝土板块方面，由于下游需求疲所致，近年来混凝土板块营业收入逐年下滑，2013~2015 年及 2016 年一季度分别实现营业收入 17.45 亿元、13.95 亿元、8.04 亿元和 1.40 亿元。工程建设板块，受益于海外水泥 EPC 项目等影响，公司工程建设板块 2014 年实现营业收入 5.77 亿元，同比增长 46.08%，2015 年，该板块实现营业收入

3.88 亿元，2016 年一季度未实现业务收入。

表 12：2013~2016 年 3 月公司营业总收入构成

单位：亿元

	2013	2014	2015	2016.1~3
水泥	121.36	123.85	108.08	20.23
混凝土	17.45	13.95	8.04	1.40
熟料	9.58	9.12	6.05	1.18
工程建造	3.95	5.77	3.88	0.00
其他	7.50	7.27	6.66	1.24
合计	159.84	159.96	132.71	24.05

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2013 年全国水泥平均销售价格仍低于上年，但受益于区域市场集中度较高，公司水泥平均销售价格较上年下降幅度小于全国平均水平。同时由于煤炭采购成本的降低，公司 2013 年营业毛利率为 27.93%，同比提高 3.53 个百分点。2014 年，公司水泥销售价格与上年基本持平，同期由于煤炭价格低位徘徊以及电价下调，公司营业成本下滑带动公司毛利率进一步升至 29.49%。2015 年以来，由于公司产品价格下滑明显，公司全年毛利率下滑至 23.66%。2016 年一季度，公司主营产品水泥、混凝土等价格持续下滑，导致其营业毛利率进一步下滑至 17.46%。

表 13：2013~2016 年 3 月末公司综合营业毛利率构成情况

单位：%

	2013	2014	2015	2016.3
水泥	30.21	32.18	25.79	18.52
混凝土	22.56	21.33	23.60	22.82
熟料	12.94	18.29	-0.19	-16.78
工程建造	9.73	5.28	5.63	0.00
其他	32.19	32.64	21.17	26.72
营业毛利率	27.93	29.49	23.66	17.46

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来公司期间费用规模整体较为稳定，2013~2015 年合计分别为 26.43 亿元、27.45 亿元和 26.50 亿元。公司销售费用在 2014 年小幅增长后，2015 年受益于公司成本优化控制有所回落，2013~2015 年分别为 11.07 亿元、11.17 亿元和 10.60 亿元。管理费用方面，2014 年由于人力成本上涨公司管理费用有所增长，2015 年公司严格控制成本支出，人力费用有所下调，同期管理费用有所回落，2013~2015 年分别为 9.33 亿元、9.74 亿元和 9.16 亿元。财务费用方面，主要由于子公司华新亚湾水泥有限公司的美元借款因索莫尼汇率波动

产生的汇兑损失近年来有所上涨，致使当期公司财务费用持续增长。2014 年公司三费收入占比为 17.16%，较上年上升 0.62 个百分点。2015 年，水泥价格大幅下降，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%。2016 年一季度，公司三费收入占比持续上升至 25.45%。

表 14：2013~2016 年 3 月公司期间费用分析

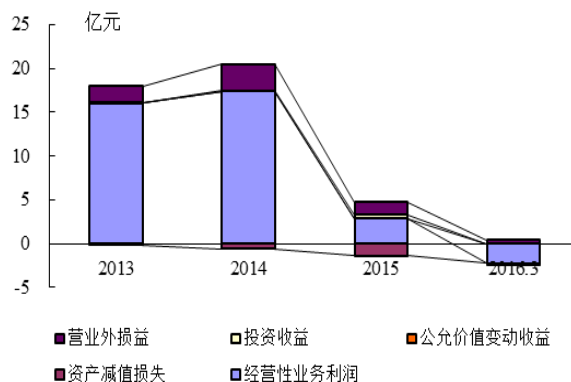
单位：亿元

项目	2013	2014	2015	2016.1~3
销售费用	11.07	11.17	10.60	2.32
管理费用	9.33	9.74	9.16	2.07
财务费用	6.03	6.54	6.74	1.73
三费合计	26.43	27.45	26.50	6.12
营业总收入	159.84	159.96	132.71	24.05
三费收入占比	16.54%	17.16%	19.97%	25.45%

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。2013~2015 年，公司利润总额分别为 17.85 亿元、19.93 亿元和 3.37 亿元。其中，经营性业务利润分别为 16.00 亿元、17.37 亿元和 2.89 亿元，受水泥行业景气度下行影响公司盈利能力弱化。此外，2013~2015 年，公司营业外损益分别为 1.88 亿元、3.04 亿元和 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。其中，2014 年营业外损益大幅增加主要是由于资源综合利用税收返还和政府财政补贴收入明显增加所致。

图 5：2013~2016 年 3 月末公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总的来看，2013~2014 年，公司的收入增速趋缓，三费占比上升，但受益于煤炭价格下降和电价下调，公司的毛利率水平较高。公司盈利能力处于较好水平。2015 年以来，受行业需求疲弱和水泥价

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

格下滑影响，公司营业收入明显下滑，盈利能力出现弱化。

偿债能力

截至 2016 年 3 月 31 日，公司总债务为 100.72 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 27.81 亿元和 72.91 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，2013~2014 年公司水泥及混凝土两大主营业务板块获利能力较为稳定，同期随着公司业务规模的增加，公司获现能力有所增长，2015 年以来受下游需求疲软影响，公司获现能力显著下降，2013~2015 年及 2016 年一季度公司 EBITDA 分别为 37.43 亿元、40.09 亿元、24.00 亿元和 3.26 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2013~2015 年公司总债务/EBITDA 指标分别为 2.80 倍、2.48 倍和 4.15 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 5.68 倍、6.36 倍和 3.89 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，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，且 2014 年公司混凝土业务开始推行现金销售模式，使得当期经营性现金净流入持续提升。2014 年公司经营性现金净流入为 38.40 亿元，同期公司经营活动净现金流/总债务为 0.39 倍，经营活动净现金流/利息支出为 6.09 倍。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，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 15：2013~2016 年 3 月末公司主要偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.3
EBITDA (亿元)	37.43	40.09	24.00	3.26
经营活动净现金流 (亿元)	30.06	38.40	27.53	3.18
资产负债率 (%)	61.59	57.58	56.93	57.64
总资本化比率 (%)	51.41	47.37	47.59	48.46
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.56	6.09	4.46	1.82
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.29	0.39	0.28	0.13
EBITDA 利息倍数 (X)	5.68	6.36	3.89	2.53
总债务/EBITDA (X)	2.80	2.48	4.15	7.62

注：公司 2016 年一季度经营活动净现金流/总债务经过年化处理。

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 3 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 122.84 亿元的授信额度，其中可使用的授信余额为 53.75 亿元，公司具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2016 年 3 月 31 日，公司对子公司担保余额为 30.01 亿元，占净资产的比例为 28.01%；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 1.47%。整体来看，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 4 月末，公司与湖北国新置业有限公司、北方重工集团有限公司、华新混凝土襄阳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，在水泥行业景气度回落的背景下，公司抗风险能力较强，2014 年公司水泥产品销售量呈现微幅增长，且受益于煤炭价格的持续回落，盈利能力有所增强，现金流表现亦良好。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弱化，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相对较好，偿债能力指标亦表现较好，整体抗风险能力和偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评评定华新水泥股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；评定“华新水泥股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

关于华新水泥股份有限公司 公开发行2016年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

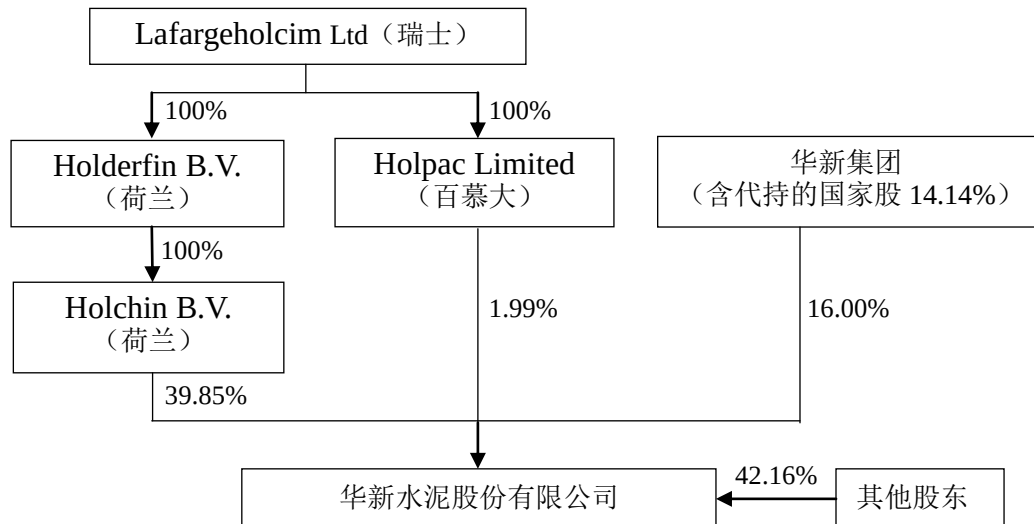
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券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。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

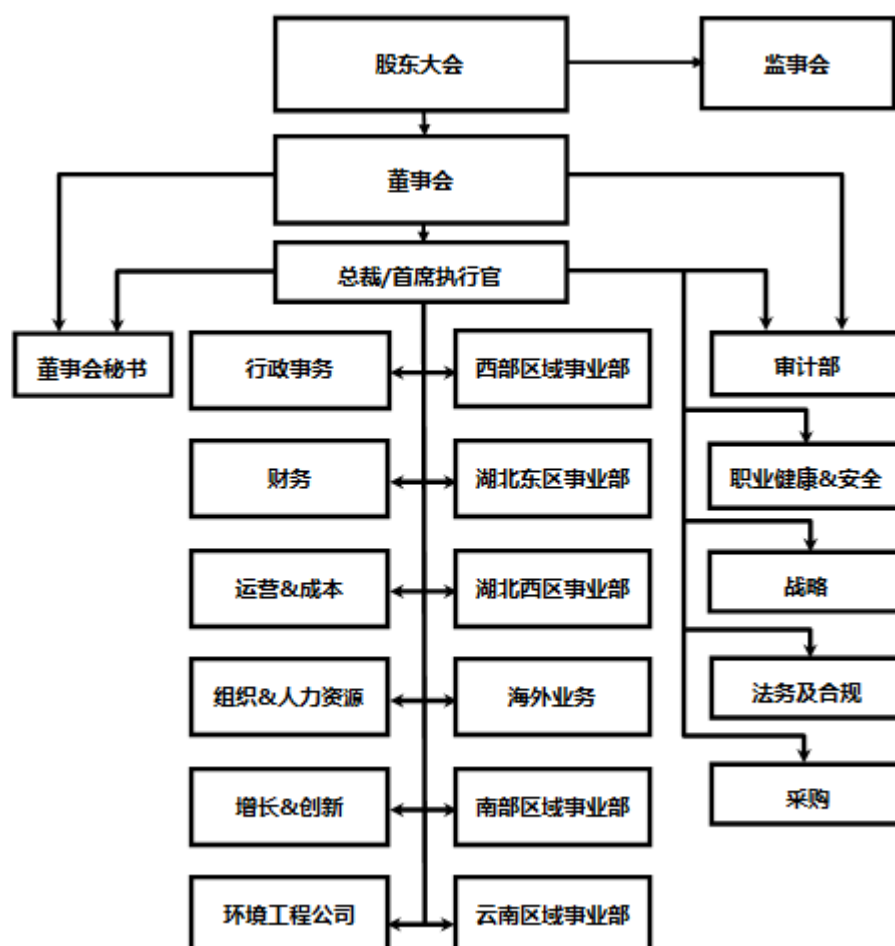
附一：华新水泥股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



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	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	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
61	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 3 月 31 日）



附三：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)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	221,460.77	268,427.80	212,241.03	218,572.05
应收账款净额	90,807.53	80,927.64	68,871.35	74,930.88
存货净额	95,400.44	127,563.64	114,848.05	113,115.89
流动资产	638,448.62	631,750.20	503,445.58	510,886.85
长期投资	36,748.65	56,584.80	39,239.97	38,892.11
固定资产合计	1,614,018.69	1,616,549.73	1,687,446.56	1,539,989.43
总资产	2,582,467.96	2,605,670.64	2,548,667.18	2,528,872.90
短期债务	399,456.68	458,296.76	311,694.31	278,119.68
长期债务	650,042.78	536,375.48	684,939.81	729,123.93
总债务	1,049,499.46	994,672.24	996,634.12	1,007,243.61
总负债	1,590,559.53	1,500,345.53	1,450,911.71	1,457,604.10
所有者权益（含少数股东权益）	991,908.43	1,105,325.11	1,097,755.47	1,071,268.80
营业总收入	1,598,435.53	1,599,614.92	1,327,131.92	240,520.58
三费前利润	424,339.19	448,258.59	293,951.64	38,660.47
投资收益	971.44	956.85	3,756.11	15.00
净利润	139,452.35	149,376.94	22,559.26	-14,329.56
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	374,310.47	400,909.79	239,986.59	32,593.13
经营活动产生现金净流量	300,612.77	383,985.75	275,324.62	31,759.18
投资活动产生现金净流量	-230,033.64	-183,888.29	-171,871.04	-30,014.15
筹资活动产生现金净流量	-133,414.80	-154,192.65	-172,833.11	18,625.65
现金及现金等价物净增加额	-63,356.22	43,508.91	-73,378.39	18,969.26
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率（%）	27.93	29.49	23.66	17.46
所有者权益收益率（%）	14.06	13.51	2.06	-5.35
EBITDA/营业总收入（%）	23.42	25.06	18.08	13.55
速动比率（X）	0.60	0.55	0.54	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	0.29	0.39	0.28	0.13
经营活动净现金/短期债务（X）	0.75	0.84	0.88	0.46
经营活动净现金/利息支出（X）	4.56	6.09	4.46	1.82
EBITDA 利息倍数（X）	5.68	6.36	3.89	2.53
总债务/EBITDA（X）	2.80	2.48	4.15	7.62
资产负债率（%）	61.59	57.58	56.93	57.64
总资本化比率（%）	51.41	47.37	47.59	48.46
长期资本化比率（%）	39.59	32.67	38.42	38.14

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、公司2016年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

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。