

华新水泥股份有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期) 跟踪评级报告 (2020)

项目负责人：杨 韵 [yyang02@ccxi.com.cn](mailto:y yang02@ccxi.com.cn)

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 18 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0837 号

华新水泥股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 华新 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十八日

评级观点：中诚信国际维持华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 华新 01”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司产能规模继续保持增长、经营业绩继续大幅提升、资本结构稳健性不断增强以及充足的银行授信、畅通的融资渠道等因素对公司整体信用实力提供了有力支撑。同时，中诚信国际关注到水泥行业易受宏观经济及政策调控影响而产生波动、产业布局扩大，管理难度增加并存在一定规模的资本支出等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

华新水泥	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	304.99	331.62	366.45	363.36
所有者权益合计（亿元）	131.56	183.19	233.68	235.85
总负债（亿元）	173.44	148.42	132.78	127.51
总债务（亿元）	102.91	72.08	44.76	44.90
营业总收入（亿元）	208.89	274.66	314.39	38.49
净利润（亿元）	22.12	57.05	70.21	3.80
EBIT（亿元）	33.37	75.82	89.62	--
EBITDA（亿元）	49.50	91.87	107.46	--
经营活动净现金流（亿元）	39.04	79.00	96.79	4.35
营业毛利率(%)	29.55	39.65	40.76	33.55
总资产收益率(%)	11.52	23.82	25.68	--
资产负债率(%)	56.87	44.76	36.23	35.09
总资本化比率(%)	43.89	28.23	16.08	15.99
总债务/EBITDA(X)	2.08	0.78	0.42	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.04	19.95	36.32	--

注：中诚信国际根据公司 2017 年~2019 年审计报告以及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **跟踪期内产能规模继续保持增长。**公司通过收购、新建等方式不断扩大产能规模，截至 2019 年末，公司熟料、水泥产能分别达到 6,330 万吨/年和 9,740 万吨/年，产能规模进一步提升。
- **经营业绩继续大幅提升。**2019 年公司实现营业总收入 314.39 亿元，同比增长 14.47%，实现净利润 70.21 亿元，同比增长 23.07%，经营活动净现金流 96.79 亿元，同比增长 22.53%，盈利和获现能力均稳步提升。

同行业比较

公司名称	水泥熟料产能 (亿吨/年)	资产总额 (亿元/亿港元)	资产负债率 (%)	营业总收入/营业额 (亿元/亿港元)	净利润/年度盈利 (亿元/亿港元)	营业毛利率 (%)	净资产收益率 (%)
海螺水泥	2.53	1,787.77	20.39	1,570.30	343.52	33.29	26.55
金隅集团	1.10	2,821.24	70.75	918.29	51.78	26.60	6.04
华润水泥	0.61	611.71	30.90	389.56	86.94	40.19	21.69
红狮集团	0.55	476.71	43.29	326.63	64.26	28.89	26.89
华新水泥	0.63	366.45	36.23	314.39	70.21	40.76	33.68

注：“海螺水泥”为“安徽海螺水泥股份有限公司”简称；“金隅集团”为“北京金隅集团股份有限公司”简称；“华润水泥”为“华润水泥控股有限公司”简称，华润水泥报表按香港会计准则编制；“红狮集团”为“红狮控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

跟踪债券列表

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续金额（亿元）	存续期
16 华新 01	AAA	AAA	12.00	12.00	2016/08/22~2021/08/22

- **资本结构稳健性进一步增强。**受益于利润累积和债务规模的不断下降，公司资本结构不断优化，截至 2019 年末资产负债率和总资本化比率分别降至 36.23%和 16.08%，处于行业较优水平，资本结构稳健性增强。

- **备用流动性好，融资渠道畅通。**截至 2019 年末，公司共获得各银行提供的授信总额 143.25 亿元，剩余未使用的授信额度为 107.49 亿元，授信额度充裕。此外，公司作为 A 股+B 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

关注

- **水泥行业波动风险。**水泥行业景气度易受宏观经济运行的周期性波动及国家政策调控影响，加之目前国内水泥行业去产能成效仍有待巩固，中诚信国际将持续关注未来水泥行业产能化解情况，以及行业景气度波动对公司经营和发展的影响。

- **产业布局扩大，管理难度增加并存在一定规模的资本支出。**公司未来将加大环保协同处置业务和海外生产基地的投资，资本支出增加或将使得企业面临一定投资压力，同时东南亚、非洲等生产基地的布局将为公司管理增加难度，且海外项目亦将面临政治、经济、汇兑波动等风险。

评级展望

中诚信国际认为，华新水泥股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。**受市场需求减弱影响，公司产销量大幅下滑，产能释放远不及预期，杠杆比例明显上升，盈利能力显著弱化。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16华新01”公司债券发行规模为12.00亿元，发行期限为5年。截至2019年末，“16华新01”募集资金已按约定用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位运行，猪价上涨带动CPI上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观政策：2019年12月召开的中央政治局

会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为2020年中国经济面临的最大的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织

织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时期回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存

近期关注

2019 年全国水泥需求及熟料用量均持续增长，水泥价格全年高位运行；但去产能成效仍有待巩固，错峰生产政策有待细化

根据国家统计局数据显示，2019 年全社会完成固定资产投资（不含农户）55.15 万亿元，同比增长 5.4%，基础设施投资同比增长 3.8%。全国房地产开发投资 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，房地产开发企业房屋施工面积 89.38 亿平方米，同比增长 8.7%。总体上，2019 年基建投资保持低速平稳增长，基础设施补短板项目持续推进，房地产开发韧性依然较强，投资增速继续保持快速增长，支撑全年水泥需求量持续向好。

2019 年，全国水泥产量 23.3 亿吨，比上年增长 6.13%，是近五年以来增长最快的一年，同期水泥熟料产量为 15.2 亿吨，创历史新高。分区域来看，东北地区水泥产量同比增长最快，涨幅为 13.12%，主要由于南北价差持续拉大，东北水泥大量南下，带动当地水泥企业产能利用率提升；其次是华东区域增速较快，本地需求强劲是主因。

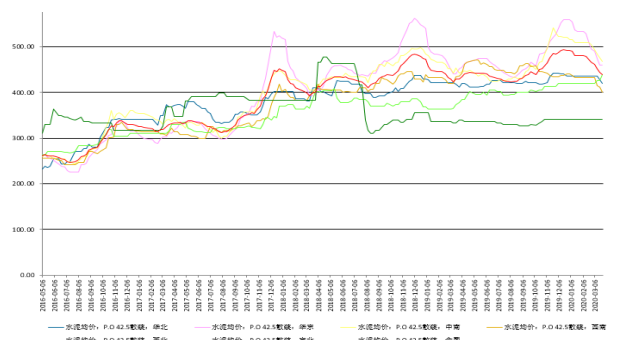
表 1: 2019 年分区域水泥及熟料产量情况（万吨、%）

区域	水泥产量	同比增速	占比	熟料产量	同比增速	占比
华北	19,486	6.32	8.36	14,159	8.95	9.30
东北	8,386	13.12	3.60	6,908	39.54	4.53
华东	77,291	9.42	33.17	45,089	4.79	29.60
中南	63,934	2.69	27.44	39,164	3.46	25.71
西南	45,842	3.98	19.67	33,526	5.02	22.01
西北	18,096	7.44	7.77	13,480	13.17	8.85
全国	233,036	6.13	100.00	152,325	6.77	100.00

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

价格方面，2019 年全国 PO42.5 水泥价格指数 439 元/吨，比 2018 年上涨 11 元/吨，同比增长 2.67%，价位创历史新高。分阶段来看，1~3 月，价格呈现“同比增长，环比回落”的特点。一季度全国 PO42.5 散装水泥市场平均价格指数为 438 元/吨（含税到位价），高于去年同期价格 28 元/吨，而 3 月份比 1 月份价格下降 27 元/吨，环比下降 6%。4~8 月，水泥价位在 420~440 元/吨之间波动运行，整体表现为“高位震荡”，需求同比增长和供给的进一步压缩使得全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，支撑水泥价格处于历史较好水平。9~12 月，水泥需求和供给压缩均有超预期表现，水泥价格从 9 月份的 433 元/吨上涨到 12 月份的 471 元/吨，环比涨幅 8.8%，局部区域甚至出现多频次、大幅度的上涨。区域方面，华东和中南地区价格较高，其中华东地区连续保持六大区域中最高价位，2019 年均价 479 元/吨。

图 1: 近年来分区域 PO42.5 水泥价格走势（元/吨）



资料来源：choice，中诚信国际整理

根据中国水泥协会信息研究中心统计，截至 2019 年末，全国新型干法水泥生产线累计 1,624 条，设计熟料产能维持在 18.2 亿吨，总量与

2018 年基本相当。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目，导致去产能进度缓慢。2020 年 1 月 3 日，工信部出台的《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问题》要求已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换，自 2021 年 1 月 1 日起实行。此外，随着水泥错峰生产政策的逐年推进，部分地区错峰方案中差异化政策不合理、过于频繁临时性管控措施带来的安全问题、水泥窑磨“一刀切”停产导致阶段性的局部市场供需矛盾等问题，未来仍需不断完善和细化。

总体上，2019 年以来水泥行业产销两旺，价格持续高位运行，特别是进入四季度以来，部分地区水泥供应短缺，价格快速上涨。但中诚信国际同时关注到，进入 2020 年以来受新冠疫情影响，固定资产投资增速回落，众多项目建设进度放缓，水泥需求量短期内可能出现一定幅度的下降。2020 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收官之年，大气污染和环境治理管控措施依旧严格，加之道路运输超载治理趋严，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望呈现高位波动。

跟踪期内公司水泥和熟料的产能、产量均继续保持增长，规模优势明显，但骨料和混凝土的产能利用率仍处于较低水平，产能释放情况有待关注

公司主要从事水泥产品的生产、销售，目前已形成以水泥为主业，以骨料、商品混凝土为延伸的纵向一体化发展模式。

产能方面，2019 年公司完成了对云维保山水泥有限公司 4,000 吨/日水泥熟料生产线 85% 股权、吉尔吉斯南方水泥有限公司 100% 股权的收购，云南禄劝 4,000 吨/日水泥熟料生产线项目建成投产。截至 2019 年末，公司熟料、水泥产能分别达到 6,330 万吨/年和 9,740 万吨/年，产能规模进一步提升。

混凝土方面，公司在湖北、湖南、江西、四川、河南、重庆和西藏等地建立了 58 家搅拌站，共拥有混凝土生产线 89 条，2019 年末混凝土产能小幅下降，主要由于公司淘汰落后产能，处置部分资产设备导致。骨料业务方面，跟踪期内公司把握住骨料行业结构调整和升级发展的窗口期，全年投产富民、禄劝、景洪等 8 条骨料生产线，新增骨料产能 1,450 万吨/年。截至 2019 年末，公司骨料产能增长至 3,950 万吨/年。

表 2：近年来公司产能情况

产能	2017	2018	2019
熟料（万吨/年）	5,732	6,005	6,330
水泥（万吨/年）	9,010	9,370	9,740
混凝土（万立方米/年）	2,380	2,330	2,235
骨料（万吨/年）	2,100	2,500	3,950

数据来源：公司提供

产能布局方面，公司国内水泥熟料生产线布局在湖北、云南、湖南、重庆、四川、西藏等地，主要以华中和西南地区为主。截至 2019 年末，传统核心区域湖北和湖南的水泥产能占公司总产能比重分别为 38.19% 和 14.37%；公司在西南地区的竞争实力近年来有所增强，其中云南省 2019 年末水泥产能占总产能的比重增至 19.40%。

表 3：截至 2019 年末公司产能布局情况

所在区域	熟料生产线数量（条）	熟料产能（万吨/年）	水泥产能（万吨/年）
湖北省	21	2,403	3,720
湖南省	5	744	1,400
云南省	14	1,349	1,890
四川省	2	249	420
西藏自治区	5	340	480
重庆市	4	495	720
广东省	1	124	200
河南省	1	155	250
贵州省	2	99	170
塔吉克斯坦	2	185	240
柬埔寨	1	109	150
吉尔吉斯斯坦	1	78	100
合计	59	6,330	9,740

数据来源：公司提供

产量方面，2019 年公司水泥、熟料产量在产能扩张以及需求增加的带动下继续保持增长，产能利用率进一步提高至 76.99% 和 93.03%，分别较上年提升 3.62 个百分点和 1.79 个百分点。骨料产量同样保持快速增长，但由于 2019 年新增产能尚未完全释放，故当年产能利用率为 44.53%，未来仍有上升空间。混凝土方面，跟踪期内产量虽有所增长但仍处于较低水平，产能利用率不足 20%，产能释放情况有待关注。

表 4：近年来公司产品产量情况

产量	2017	2018	2019
熟料（万吨）	5,230	5,444	5,889
水泥（万吨）	6,611	6,876	7,499
混凝土（万立方米）	319	356	423
骨料（万吨）	1,152	1,451	1,759

数据来源：公司提供

跟踪期内公司水泥等产品销量继续保持稳步增长，产销率始终保持在较高水平，受水泥行业景气度上升影响，水泥等相关产品价格均进一步提升

销售模式方面，公司采取直销与分销相结合的方式，2019 年占比分别为 35% 和 65%，主要客户包括大型重点工程类、工业类和民用类，占比分别为 14%、35% 和 51%。结算方面，公司采取现款和信用销售结合的模式，占比分别为 80% 和 20%，建立了较为严格的客户信用管理制度，销售账期在 90 天以内。

由于公司实行以销定产、产销结合的模式，近年来除熟料外的其余产品产销率均保持在 100% 左右。熟料方面，除内部使用外，剩余量均对外销售；由于提高熟料自用比率，熟料销量有所下降。

表 5：近年来公司产品销售情况

销量	2017	2018	2019
熟料（万吨）	341	275	274
水泥（万吨）	6,531	6,797	7,420
混凝土（万立方米）	319	356	423
骨料（万吨）	1,152	1,451	1,759

平均售价	2017	2018	2019
熟料（元/吨）	217	283	287
水泥（元/吨）	272	340	357
混凝土（元/立方米）	295	381	428
骨料（元/吨）	45	57	59

数据来源：公司提供

销售价格方面，公司主要销售产品为水泥相关产品，价格走势保持了较高的一致性。2019 年受环保督查、运输成本提高等因素影响，水泥平均售价进一步提升，熟料、混凝土、骨料平均售价亦有不同程度的增长。

分区域来看，公司充分发挥区域市场的品牌优势、规模优势与产业协同效应，在华中、西南市场的竞争优势不断显现。2019 年在湖北省、湖南省和云南省的销售收入分别为 107.80 亿元、31.55 亿元和 55.10 亿元，同比均有所增长，合计收入占总销售收入的 60% 以上。此外，重庆市、四川省及西藏地区的销售收入分别为 28.99 亿元、21.21 亿元和 15.76 亿元，分别同比增长 24.63%、15.46% 和 52.86%，区域优势日益突显。中诚信国际注意到，西藏等区域受水泥供应缺口较大、外部水泥运输成本高等因素影响，水泥价格持续高于全国平均价格，公司在此区域保持了较高的产能规模和市场占有率，有助于提升整体盈利水平。海外方面，公司分别在柬埔寨和塔吉克斯坦拥有 150 万吨/年和 240 万吨/年的水泥产能，产能利用率均在 95% 以上，2019 年海外收入为 15.53 亿元。此外，公司尼泊尔、乌兹别克斯坦和坦桑尼亚项目的建设也在有序推进之中，未来海外销售规模有望进一步扩大。中诚信国际将对各区域市场竞争格局、水泥价格变动趋势对公司盈利情况的影响保持关注。

公司石灰石储量丰富，原料供应稳定，余热发电系统装机容量较大，成本控制能力很强

截至 2019 年末，公司已获得采矿许可证的石灰石总储量约 21.40 亿吨，目前石灰石自供比例约为 93%，其中公司骨料全部通过矿山自产。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，目前石灰石综合利用率达到 95% 以上。针对少量外购石灰石，公司大部分采用现金及银行承兑汇票结算。

公司煤炭主要来自陕西、山西和内蒙古等地区，通过总部层面与神华集团、中国中煤能源集团等大型煤炭企业签订长期协议，有助于煤炭供给的稳定性和提升整体议价能力。煤炭采购主要采用现款方式进行支付结算。2019 年公司煤炭采购均价有所下降。

表 6：近年来公司原料采购情况（万吨，元/吨）

产品	2017		2018		2019	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
石灰石	966.38	30.71	1,125.68	33.88	1,005.39	54.30
石膏	343.57	88.19	374.95	94.95	405.68	98.27
煤炭	727.56	726.00	756.02	732.12	747.87	673.99

数据来源：公司提供

公司电力采购主要采用当月电费当月支付的结算方式。此外，公司大部分生产线均配备余热发电系统，利用新型干法生产线窑头、窑尾产生的废气进行发电。截至 2019 年末，公司已投运余热发电机组 38 套，余热发电总装机容量达到 347.1MW，2019 年全年发电量为 16 亿度，可满足公司总用电量的约 30%，节约电费 5.68 亿元，有效降低了电力成本。

跟踪期内公司环保业务继续保持较快发展，废弃物预处理及水泥窑协同处置技术领先，但目前该

板块对收入贡献仍有限，随着在建项目的持续推进，环保业务处置能力和处置量未来有望得到提升，从而提高对公司整体营收的贡献水平

公司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。经过多年积累，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 67 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。

公司环保业务的经营模式主要分为：一是与政府和企业签订合作协议，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。

截至 2019 年末，公司已投入运行的环保项目共计 32 个，在建项目 10 个，废弃物处置能力达 570 万吨/年。2019 年，公司处置各类固体废弃物 302.94 万吨，实现环保业务收入（不含可替代衍生燃料收入）3.87 亿元，年生活垃圾处置量已占全国水泥窑协同处置量的 52%，具有领先的行业地位。

项目建设方面，截至 2019 年末，公司主要在建项目包括水泥熟料生产线建设、环保板块再生资源利用项目等，计划总投资 47.46 亿元，已完成投资 30.69 亿元，未来尚需投入 16.77 亿元，整体投资压力可控。

表 7：截至 2019 年末公司主要在建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	2020 年计划投资	自有资金
黄石年产 285 万吨水泥熟料生产线建设项目	18.48	10.89	7.59	5.00
昆明崇德 4000T/D 禄劝二线生产线项目	7.50	6.81	0.69	3.00
尼泊尔纳拉亚尼水泥有限公司熟料生产线	6.45	4.00	2.46	1.94
华新水泥吉扎克有限责任公司熟料生产线	6.88	4.96	1.92	2.06
新材料与智能装备产业园	2.20	1.95	0.25	1.95
装备公司工业园项目	1.95	0.72	1.23	0.72

华新环境工程云阳县有限公司	0.84	0.83	0.01	0.83
华新（南漳）再生资源利用有限公司	0.56	0.52	0.04	0.52
华新环境（阳新）再生资源利用有限公司	2.60	0.01	1.82	0.06
合计	47.46	30.69	16.01	16.08

资料来源：公司年报

财务分析

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告、经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年~2019年审计报告及未经审计的2020年一季度报；公司各期财务报表均依据新会计准则编制；以下财务分析均采用各期财务报表期末数；公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目，中诚信国际分析时将其调整至长期债务。

2019 年公司收入规模和利润水平进一步提升，整体盈利能力很强，2020 年一季度受疫情影响，收入及盈利有所下降

2019年，受益于水泥行业的高景气度，公司水泥、骨料及混凝土销售均量价齐升，营业总收入快速增长，营业毛利率亦有所提高。2020年一季度受疫情影响，公司产品销量下滑，营业总收入同比下降36.00%。

表 8：近年来公司收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.3
水泥	185.29	238.84	272.59	34.02
骨料	5.13	8.27	10.33	1.13
商品混凝土	9.42	13.55	18.11	1.57
其他	9.05	14.00	13.36	1.77
营业总收入	208.89	274.66	314.39	38.49
毛利率	2017	2018	2019	2020.3
水泥	29.25	40.46	41.27	32.57
骨料	52.73	63.84	64.76	53.99
商品混凝土	21.50	23.54	23.32	20.33
其他	30.96	27.13	35.44	50.99
营业毛利率	29.55	39.65	40.76	33.55

注：其他业务主要为环保、包装及装备工程等。

资料来源：公司提供

跟踪期内公司期间费用仍是以销售费用和管

理费用为主，其中销售费用同比增长20.37%至20.48亿元，主要是由于交通运输费、劳务费等增加；管理费用同比增长16.58%至15.58亿元，主要是由于员工成本上涨。受益于收入增长较快，2019年公司期间费用率较上年有小幅下降。

公司利润基本全部来自于经营性业务利润，受行业整体较高的景气度影响，2019年公司经营性业务利润和利润总额均大幅增长。2020年一季度受疫情影响，公司盈利下滑，利润总额和净利润分别同比下降63.59%和65.39%。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	32.67	35.15	38.52	7.17
期间费用率	15.64	12.80	12.25	18.62
经营性业务利润	27.39	71.34	86.73	5.21
资产减值损失	-2.69	-0.67	-2.10	-0.005
投资收益	1.08	0.84	1.09	-0.04
营业外损益	2.33	-0.39	-0.28	-0.17
利润总额	28.12	71.31	87.16	4.93
净利润	22.12	57.05	70.21	3.80
总资产收益率	11.52	23.82	25.68	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体上，2019年公司水泥等产品产销规模扩大，销售价格增长，公司收入规模和利润水平进一步提升，整体盈利能力很强。但2020年一季度受疫情影响，公司盈利有所下滑。

2019 年公司资产规模和权益规模继续保持增长，债务水平和财务杠杆率进一步下降，资本结构稳健性增强

公司资产规模持续增长，结构仍是以非流动资产为主，2019年末非流动资产在总资产中的占比为72.31%，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。2019年末在建工程增幅较大，主要是由于水泥及骨料项目投资增加。固定资产主要是房屋和机器设备。无形资产主要是土地使用权

和矿山使用权。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	36.06	53.27	51.08	44.79
存货	16.21	20.79	19.97	25.41
流动资产	87.67	105.50	101.48	99.68
固定资产	157.57	161.19	167.18	162.87
在建工程	12.48	13.23	41.13	44.31
无形资产	30.27	34.04	38.70	38.34
非流动资产	217.32	226.11	264.97	263.68
资产总计	304.99	331.62	366.45	363.36

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债以流动负债为主，2019 年末流动负债占总负债比重为 67.97%，主要由应付账款、一年内到期的非流动负债、短期借款等构成。公司近年来不断压缩债务规模，短期借款逐年下降，2019 年末降至 1.97 亿元。应付账款主要是应付材料款及工程设备款，近年来有所波动。2019 年 5 月，公司偿付 10 亿元公司债“12 华新 02”，同年 11 月偿付 11 亿元公司债“12 华新 03”，因此 2019 年末一年内到期的非流动负债下降较多。

表 11：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	11.42	6.21	1.97	2.04
应付账款	41.40	37.89	51.21	45.59
一年内到期的非流动负债	16.83	28.77	7.70	8.64
流动负债	92.40	101.52	90.25	84.61
长期借款	40.59	24.44	20.40	20.35
应付债券	32.96	11.97	11.98	11.98
非流动负债	81.03	46.90	42.53	42.89
负债合计	173.44	148.42	132.78	127.51
所有者权益合计	131.56	183.19	233.68	235.85
资产负债率	56.87	44.76	36.23	35.09
总资本化比率	43.89	28.23	16.08	15.99

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营业绩优异，未分配利润逐年累积，跟踪期内自有资本实力进一步夯实，同时财务杠杆水平继续下降，资本结构稳健性增强。此外，公司拟定 2019 年度利润分配方案为现金分红 25.37 亿元，占当期归属于上市公司股东净利润的 40.00%。

2019 年公司经营获现能力进一步增强，偿债相关指标表现较好，受限资产规模很小，备用流动性充裕，股权融资渠道畅通

公司经营获现能力较好，近三年收现比均保持在 1.1 倍以上，2019 年经营活动净现金流为 96.79 亿元，同比增长 22.53%。2019 年公司投资活动现金净流出规模同比增加，主要是受项目投资及企业并购投入增加影响。2019 年公司继续积极偿还债务，筹资活动净现金流持续为负。

偿债指标方面，随着债务规模的不断下降以及很强的获现能力，经营活动净现金流对总债务的覆盖能力明显增强。利息支出方面，经营活动净现金流和 EBITDA 均能够对利息支出形成很强的覆盖。整体上，公司偿债指标表现较好。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	39.04	79.00	96.79	4.35
投资活动净现金流	-16.34	-18.29	-44.87	-9.56
筹资活动净现金流	-23.59	-43.84	-55.07	-0.52
总债务	102.91	72.08	44.76	44.90
短期债务	28.39	34.98	11.58	11.76
总债务/EBITDA	2.08	0.78	0.42	--
EBITDA 利息倍数	9.04	19.95	36.32	--
经营净现金流/总债务	0.38	1.10	2.16	0.39
经营活动净现金流/利息支出	7.13	17.15	32.72	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2019 年末公司受限资产账面价值 2.25 亿元，为房屋、建筑物等，受限比例很小。

截至 2019 年末，公司共获得各银行提供的授信总额 143.25 亿元，剩余未使用的授信额度为 107.49 亿元，授信额度充裕。此外，公司作为 A 股+B 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

过往债务履约情况：根据公司提供的征信报告及相关资料，截至 2020 年 6 月 15 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。公司及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

外部支持

公司实际控制人拉豪集团是全球最大的水泥生产企业之一，自身经营实力雄厚，能够在技术、管理、资源整合等方面对公司提供一定的支持

截至 2019 年末，公司总股本为 20.97 亿元，第一大股东为 Holchin B.V.，持股比例 39.85%，实际控制人为 LafargeHolcim Ltd.（以下简称“拉豪集团”）。拉豪集团是由世界领先的水泥、混凝土生产商拉法基和豪瑞集团合并而来，业务遍布全球 80 多个国家，在水泥、石膏板、骨料与混凝土等业务方面均居世界领先地位。公司自 1999 年便开始与豪瑞集团合作，在生产技术、装备工艺、经营管理等方面获得了较大的支持。拉法基与豪瑞集团合并完成后，拉豪集团继续在技术和经营管理等方面给予公司支持。

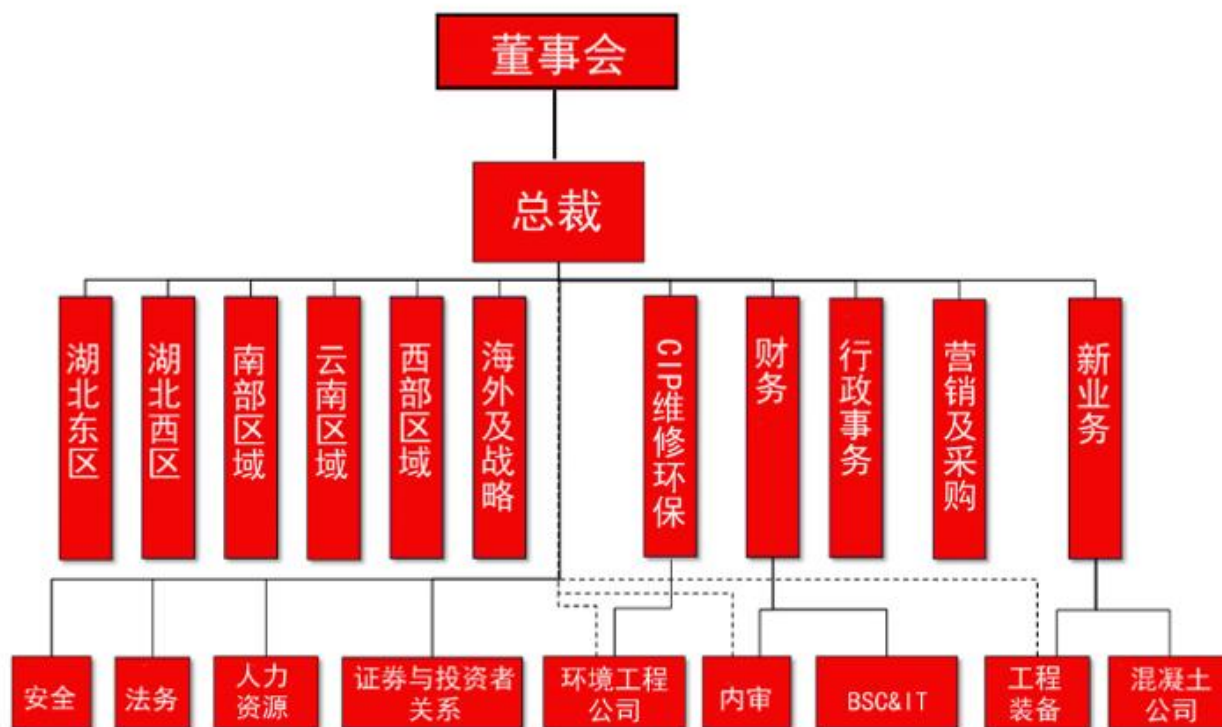
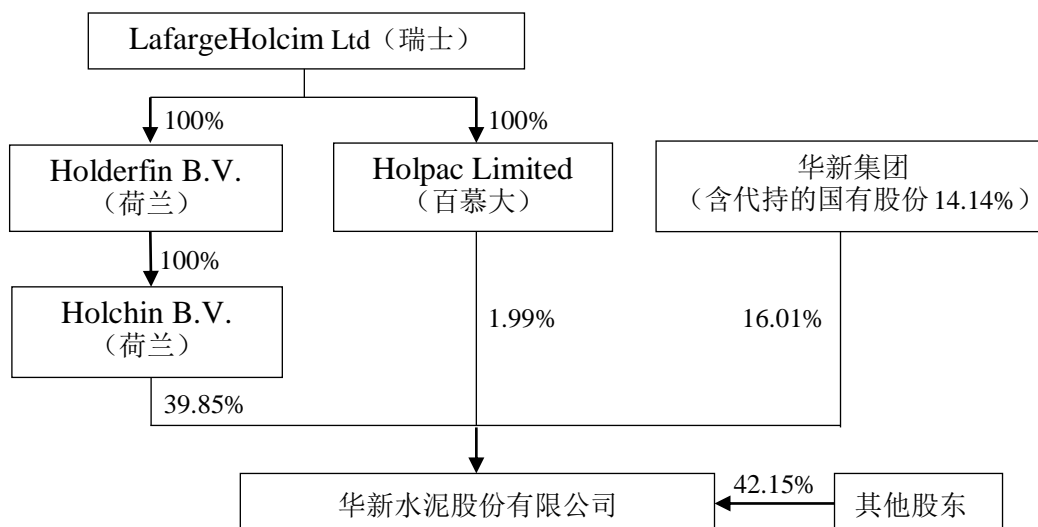
此外，2017 年以来，公司陆续完成了对拉法基中国水泥有限公司（实际控制人为拉豪集团）旗下云南拉法基建材投资有限公司等 6 家公司的股权、重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司 100% 股权的收购，一方面消除了公司与拉豪集团在云南、重庆、贵州等地非上市水泥资产之间的同业竞争问题，另一方面也增强了公司在西南地区的市场竞争力。

融资渠道方面，公司与各大金融机构均保持良好的合作关系，备用流动性充裕。截至 2019 年末，公司共获得各银行提供的授信总额 143.25 亿元，剩余未使用的授信额度为 107.49 亿元，授信额度充裕。此外，公司作为 A 股+B 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持华新水泥股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 华新 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：华新水泥股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：华新水泥股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	360,624.63	532,676.19	510,751.44	447,919.06
应收账款净额	64,221.09	52,453.64	187,068.31	152,366.22
其他应收款	37,978.67	37,542.96	48,467.58	56,696.63
存货净额	162,148.27	207,856.69	199,699.58	254,133.09
长期投资	50,620.23	57,295.68	49,482.45	48,405.88
固定资产	1,575,694.16	1,611,885.61	1,671,811.36	1,628,703.69
在建工程	124,808.48	132,297.61	411,316.27	443,139.75
无形资产	302,675.35	340,361.36	386,962.24	383,388.78
总资产	3,049,932.32	3,316,150.56	3,664,538.67	3,633,566.57
其他应付款	62,291.92	66,655.51	62,340.91	62,734.37
短期债务	283,868.36	349,821.72	115,819.14	117,581.05
长期债务	745,244.88	370,930.66	331,788.07	331,459.10
总债务	1,029,113.24	720,752.38	447,607.21	449,040.14
净债务	668,488.61	188,076.19	-63,144.24	1,121.08
总负债	1,734,375.21	1,484,211.65	1,327,770.40	1,275,062.82
费用化利息支出	52,519.53	45,122.24	24,611.70	--
资本化利息支出	2,229.35	936.66	4,973.85	--
所有者权益合计	1,315,557.11	1,831,938.91	2,336,768.27	2,358,503.75
营业总收入	2,088,929.20	2,746,604.45	3,143,921.46	384,920.11
经营性业务利润	273,943.85	713,257.95	867,297.05	52,147.37
投资收益	10,840.96	8,351.23	10,852.78	-367.34
净利润	221,175.82	570,549.48	702,079.34	38,007.41
EBIT	333,722.98	758,229.33	896,223.92	--
EBITDA	494,951.38	918,740.32	1,074,570.37	--
经营活动产生现金净流量	390,407.60	789,960.61	967,918.59	43,496.08
投资活动产生现金净流量	-163,430.72	-182,888.33	-448,670.45	-95,615.28
筹资活动产生现金净流量	-235,948.58	-438,390.08	-550,692.11	-5,247.71
资本支出	112,196.81	221,593.73	412,214.99	81,032.02
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	29.55	39.65	40.76	33.55
期间费用率(%)	15.64	12.80	12.25	18.62
EBITDA 利润率(%)	23.69	33.45	34.18	--
总资产收益率(%)	11.52	23.82	25.68	--
净资产收益率(%)	18.03	36.25	33.68	6.48
流动比率(X)	0.95	1.04	1.12	1.18
速动比率(X)	0.77	0.83	0.90	0.88
存货周转率(X)	10.53	8.96	9.14	4.51*
应收账款周转率(X)	36.50	47.08	26.25	9.07*
资产负债率(%)	56.87	44.76	36.23	35.09
总资本化比率(%)	43.89	28.23	16.08	15.99
短期债务/总债务(%)	27.58	48.54	25.88	26.18
经营活动净现金流/总债务(X)	0.38	1.10	2.16	0.39*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.38	2.26	8.36	1.48*
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.13	17.15	32.72	--
经调整的经营净现金流/总债务(X)	29.84	94.55	160.83	--
总债务/EBITDA(X)	2.08	0.78	0.42	--
EBITDA/短期债务(X)	1.74	2.63	9.28	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.04	19.95	36.32	--
EBIT 利息保障倍数(X)	6.10	16.46	30.29	--

注：1、根据公司 2017 年~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季度整理；2、将长期应付款中的带息部分纳入长期债务核算；3、应收账款净额包括应收账款和应收款项融资；4、长期投资包括可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资；5、季报中标“*”数据为年化数据。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-货币资金
	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))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+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
	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
经营效率	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/年采购成本
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	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
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-期间费用+其他收益
	净资产收益率	净利润/净资产平均余额
	EBIT利润率	EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	EBITDA/当年营业总收入	
现金流	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	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
	经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	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

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。