

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 (2021)

项目负责人：张馨予 xyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 5 月 24 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 [2021]跟踪 0379 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

二零二一年五月二十四日

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、多重不利影响下熟料等产品的产销量仍保持增长、废弃物预处理及水泥窑协同处置技术行业领先、备用流动性较好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（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	331.62	366.45	439.29
所有者权益合计（亿元）	183.19	233.68	257.40
总负债（亿元）	148.42	132.78	181.89
总债务（亿元）	72.08	44.76	84.41
营业总收入（亿元）	274.66	314.39	293.57
净利润（亿元）	57.05	70.21	61.74
EBIT（亿元）	75.82	89.62	78.64
EBITDA（亿元）	91.87	107.46	96.89
经营活动净现金流（亿元）	79.00	96.79	84.05
营业毛利率(%)	39.65	40.76	40.59
总资产收益率(%)	23.82	25.68	19.52
资产负债率(%)	44.76	36.23	41.40
总资本化比率(%)	28.23	16.08	24.69
总债务/EBITDA(X)	0.78	0.42	0.87
EBITDA 利息倍数(X)	19.95	36.32	41.04

注：中诚信国际根据公司 2018 年~2020 年审计报告整理。

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 2020 年末，公司熟料、水泥产能分别达到 7,392 万吨/年和 11,476 万吨/年，产能规模进一步提升。

■ **熟料等主要产品产销量仍保持增长。**2020 年受疫情、长江流域洪涝灾害等多重不利因素影响下，公司熟料、混凝土、骨料的产销量仍实现增长，公司经营实力依然很强。

■ **废弃物预处理及水泥窑协同处置技术行业领先。**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。截至 2020 年末，公司已投入运行和在建的环保项目共计 48 个，废弃物处置能力达 616 万吨/年，年生活垃圾处置量已占全国水泥窑协同处置量的 50% 以上，具有领先的行业地位。

■ **备用流动性较好。**截至 2020 年末，公司共获得各银行提供的授信总额 160.90 亿元，剩余未使用的授信额度为 104.57 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，盈利能力显著弱化等。

同行业比较

公司名称	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	2.62	2,009.73	16.30	1,762.43	363.70	29.16	23.42
金隅集团	1.11	2,913.52	67.58	1,080.05	51.56	19.90	5.83
华新水泥	0.74	439.29	41.40	293.57	61.74	40.59	25.14
华润水泥	0.63	685.33	27.00	400.87	90.30	39.00	19.56
红狮集团	0.62	607.23	42.97	332.62	65.36	29.03	21.20

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

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 华新 01	AAA	AAA	2020/06/18	12.00	12.00	2016/08/22~2021/08/22	--

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 2020 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：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下

信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策

边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年全国水泥市场需求总体平稳，全年产量实现正增长，水泥价格高位震荡；但去产能成效仍有待巩固

根据国家统计局数据显示，2020 年全社会完成固定资产投资（不含农户）52.73 万亿元，同比增长 2.7%，其中基础设施投资同比增长 0.9%。全国房地产开发投资 14.14 万亿元，同比增长 7.0%，房地产开发企业房屋施工面积 92.68 亿平方米，同比增长 3.7%。总体上，2020 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。

2020 年，水泥行业继续保持稳健发展态势，全国水泥产量 23.77 亿吨，同比增长 1.63%，同期熟料产量为 15.79 亿吨，同比增长 3.07%，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 11.22%，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；其次是华北区域增速较快。

表 1：2020 年分区域水泥产量情况（万吨、%）

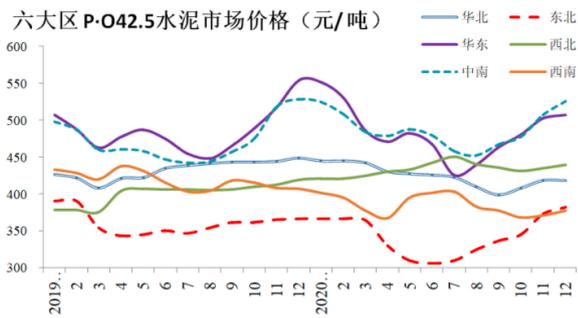
区域	水泥产量	同比增速	占比
华北	21,475	8.66	9.04
东北	9,461	11.22	3.98
华东	78,356	1.05	32.97
中南	63,917	0.04	26.89
西南	45,868	-0.18	19.30
西北	18,613	2.10	7.83

全国	237,691	1.63	100.00
----	---------	------	--------

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

价格方面，2020 年全国 PO42.5 水泥价格指数为 439 元/吨，与 2019 年基本持平，价位保持合理运行水平。从全年走势来看，呈“V”字型特征。分阶段来看，第一阶段为 1~8 月，价格呈现“高开低走，但总体价格处于高位，局部出现深度下调”的特点。在疫情和超长梅雨天气的双重影响下，国内水泥市场需求阶段性下滑严重，企业库存持续高位运行，但多数地区水泥价格仍保持在相对合理水平。根据公开数据，1 月份全国水泥市场均价为 468 元/吨（PO42.5 散落地价，下同），到 8 月份下滑至 418 元/吨，降幅为 50 元/吨，以华东为代表的部分区域，降幅则高达 120 元/吨。第二阶段为 9~12 月，整体表现为“环比上涨、同比下降”的特点。根据公开数据，全国水泥市场价格从 8 月份的 418 元/吨，上涨至 12 月份的 455 元/吨，主要原因系四季度水泥需求总体保持快速增长，支撑水泥价格环比持续回升。同比来看，四季度水泥均价为 444 元/吨，较去年同期下降 13 元/吨，主要是由于 2020 年四季度未出现上年同期因为环保或节能减排等因素大面积停产致使水泥价格局部暴涨，同时，东北、贵州等地区及进口低价水泥大范围流动填补了旺季局部缺口，平抑了部分阶段高价，实现了保供稳价。

分区域来看，中南和华东地区表现依旧较强，中南地区水泥价格和增长幅度均位居六大区域首位，2020 年均价 488 元/吨，同比增长 14.7%。其次是华东地区，2020 年均价 484 元/吨，略低于中南地区，同比下降 0.3%。西北地区 2020 年水泥均价 434 元/吨，同比上涨 8.3%。西南地区和东北地区则分别同比下降 8% 和 5%，其中东北地区也是六大区域中价格最低的区域。

图 1：近年来分区域水泥价格走势


资料来源：公开资料，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 2020 年末，全国新型干法水泥生产线累计 1,609 条，设计熟料年产能 18.3 亿吨，实际熟料年产能超过 20 亿吨。产能置换政策执行中，依旧存在大量“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，甚至局部区域供给出现快速增长。

总体上，2020 年水泥行业表现为“急下滑、快恢复、趋稳定”的特征，水泥产量全年实现正增长，价格处于高位震荡，呈现出先跌后扬的走势，价位与上年相当，行业全年实现利润 1,833 亿元，与上年基本持平，行业整体依旧保持了稳健发展的态势。

跟踪期内公司水泥、熟料的产能继续保持增长，规模优势明显，但受多重不利因素影响，水泥产销量有所下降；混凝土和骨料产销量增长，但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，跟踪期内加速布局非水泥业务，实现以水泥业务为依托，骨料、混凝土、环保墙材、新型建材、环保协同处置、包装等业务产业链一体化的转型发展。

产能方面，2020 年公司新建的乌兹别克斯坦吉扎克 4,000 吨/日水泥熟料生产线项目、并购的坦桑尼亚马文尼 4,000 吨/日水泥熟料生产线项目、产能置换的黄石年产 285 万吨/年熟料项目建成投产。同时，尼泊尔纳拉亚尼 2,800 吨/日水泥熟料生产线项目和坦桑尼亚 150 万吨/年水泥粉磨站项目正在加

紧建设。截至 2020 年末，公司熟料、水泥产能分别达到 7,392 万吨/年和 11,476 万吨/年，产能规模进一步提升。

骨料业务方面，2020 年长阳、渠县等 7 家骨料生产线建成投产，新增骨料产能 1,550 万吨，在建骨料项目 11 个，建成后公司骨料年产能将达到 2 亿吨。此外，公司于 2020 年 12 月底开工建设的阳新亿吨机制砂石项目投产后，将会显著提高公司的竞争实力。混凝土业务方面，公司在郴州、南漳完成了一体化模式的摸索，恩施、武穴、赤壁等地开始一体化项目建设，完成了岳阳、荆州粉磨站+混凝土的一体化整合及常州沿江一体化项目的并购，合计新增混凝土产能 1,000 万立方米/年。

表 2：近年来公司产能情况

产能	2018	2019	2020
熟料（万吨/年）	6,005	6,330	7,392
水泥（万吨/年）	9,370	9,740	11,476
混凝土（万立方米/年）	2,330	2,235	2,710
骨料（万吨/年）	2,500	3,950	5,500

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 2020 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 35.63% 和 12.60%，较上年有所下降；公司在西南地区的竞争实力近年来逐渐增强，其中云南省 2020 年末水泥产能占总产能的比重增至 21.13%。公司在西藏地区亦保持较高的产能规模和市场占有率。海外方面，公司已在柬埔寨、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦等国拥有合计 917 万吨/年的水泥产能。

表 3：截至 2020 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	18	2,582	4,089
湖南省	5	781	1,446
云南省	14	1,663	2,426
四川省	2	279	473

西藏自治区	5	381	623
重庆市	4	580	809
广东省	1	155	294
河南省	1	155	245
贵州省	2	130	154
塔吉克斯坦	2	205	273
柬埔寨	1	124	168
吉尔吉斯斯	1	78	105
乌兹别克斯	1	155	203
坦桑尼亚	1	124	168
合计	58	7,392	11,476

数据来源：公司提供

2020 年受疫情影响，上半年湖北省基本处于“经济停滞”状态，复工复产需求短暂集中恢复后，又因洪涝灾害等因素影响，供需两端均受较大影响，省内水泥企业产销齐降、量价齐跌。而受益于新建项目投产，公司熟料、混凝土及骨料产量均有所增长。

表 4：近年来公司产品产量及产能利用率情况

产量	2018	2019	2020
熟料（万吨）	5,444	5,889	6,107
水泥（万吨）	6,876	7,499	7,229
混凝土（万立方米）	356	423	461
骨料（万吨）	1,451	1,759	2,305
产能利用率	2018	2019	2020
熟料（%）	90.65	93.03	82.61
水泥（%）	73.38	76.99	62.99
混凝土（%）	15.27	18.92	17.01
骨料（%）	58.04	44.53	41.90

数据来源：公司提供

跟踪期内公司水泥销量和销售价格均下降，熟料、骨料及混凝土销量则保持增长

销售模式方面，公司采取直销与分销相结合的方式，2020 年占比分别为 28% 和 72%，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%、34% 和 52%。结算方面，公司采取现款和信用销售结合的模式，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。2020 年，受疫情及长江流域洪涝灾害等因素影响，水泥销量及销售价格下滑。公司实施一体化战略打通上下游产业链，熟料、混凝土、骨料销量均有所增长。

表 5：近年来公司产品销售情况

销量	2018	2019	2020
熟料（万吨）	275	274	464
水泥（万吨）	6,797	7,420	7,137
混凝土（万立方米）	356	423	461
骨料（万吨）	1,451	1,759	2,305
平均售价	2018	2019	2020
熟料（元/吨）	283	287	283
水泥（元/吨）	340	357	331
混凝土（元/立方米）	381	428	408
骨料（元/吨）	57	59	51

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及相关产品，价格走势保持了较高的一致性。2020 年受疫情、外部需求等因素影响，水泥平均售价下降，熟料、混凝土、骨料平均售价亦有不同程度的下滑。

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，在华中地区竞争优势显著，但受疫情影响，2020 年在湖北省、湖南省实现销售收入分别为 88.62 亿元、28.13 亿元，同比均有所下降。此外，西藏地区实现销售收入 15.45 亿元，西藏等区域由于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，有助于提升整体盈利水平。海外方面，产能利用率均在 95% 以上，2020 年海外收入为 18.00 亿元，同比增长 17.11%。此外，公司尼泊尔、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 2020 年末，公司已获得采矿许可证的石灰石总储量约 24 亿吨，目前石灰石自供比例约为 95.4%，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 99% 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。跟踪期内，公司煤炭采购均价同比上涨 7.61%。

表 6：近年来公司原料采购情况（万吨，元/吨）

产品	2018		2019		2020	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
石灰石	1,125.68	33.88	1,005.39	54.30	892.03	61.29
石膏	374.95	94.95	405.68	98.27	394.80	100.94
煤炭	756.02	732.12	747.87	673.99	742.00	725.33

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 2020 年末，公司已投运余热发电机组 40 套，余热发电总装机容量达到 337.6MW，2020 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 5.02 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 2020 年末，公司已投入运行和在建的环保项目共计 48 个，废弃物处置能力达 616 万吨/年。2020 年，公司处置各类固体废弃物 294.15 万吨，实现环保业务收入（不含可替代衍生燃料收入）6.22 亿元，其中处置收入 4.85 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 2020 年末，公司主要在建项目包括机制砂项目、水泥熟料生产线建设、环保板块再生资源危废处置项目等，其中亿吨机制砂项目获得国家工信部批复支持，被列入湖北省 2020 年省级重点项目，公司在建项目计划总投资 126.92 亿元，已完成投资 24.58 亿元，未来尚需投入 102.34 亿元，存在一定的资本支出压力。

表 7：截至 2020 年末公司主要在建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	2021 年计划投资	自有资金
黄石华新绿色建材产业有限公司亿吨机制砂项目	99.57	0.32	27.23	43.00
黄石年产 285 万吨水泥熟料生产线建设项目	18.48	16.79	1.69	8.50

尼泊尔纳拉亚尼 2,800 吨/日水泥熟料生产线项目	6.45	5.62	0.83	3.00
华新富民一体化商混项目	0.93	0.73	0.20	0.30
华新（丽江）1,000 吨/日石灰生产线	1.49	1.12	0.37	0.50
合计	126.92	24.58	30.32	55.30

注：此外，部分业务板块相同性质的在建项目较多，将之合并为系列项目披露，具体请参考年报相应披露。

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于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~2020 年审计报告；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。

受多重不利因素影响，2020 年公司收入规模和利润水平有所下降，但整体盈利能力依然很强

2020 年，公司积极应对疫情以及超长梅雨季节等不利因素影响，全年实现营业收入 293.57 亿元，同比下降 6.6%，除水泥外，骨料和商品混凝土收入均实现正增长。毛利率方面，水泥毛利率与上年基本持平，且仍处于行业较好水平，骨料毛利率受销售价格下降影响小幅下降。受益于生产成本压降，商品混凝土毛利率有所提高。由于骨料和商品混凝土收入规模占公司营业总收入的比重不大，其毛利波动对整体影响有限，公司综合毛利率与上年基本持平。

表 8：近年来公司收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
水泥	238.84	272.59	249.45
骨料	8.27	10.33	11.83
商品混凝土	13.55	18.11	18.80
其他	14.00	13.36	13.49
营业总收入	274.66	314.39	293.57
毛利率	2018	2019	2020
水泥	40.46	41.27	40.21
骨料	63.84	64.76	62.59
商品混凝土	23.54	23.32	28.04
其他	27.13	35.44	45.90
营业毛利率	39.65	40.76	40.59

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 20.23 亿元，与上年基本持平，管理费用（含研发费用）16.61 亿元，同比增长 4.07%，主要系员工成本上涨、研发项目及研发投入增加。财务费用 3.06 亿元，同比增长 46.86%，主要系汇兑损失增加。以上因素叠加营收下降影响，跟踪期内公司期间费用率小幅增长 1.34 个百分点。公司利润基本全部来自于经营性业务利润，受疫情影响，2020 年公司经营性业务利润和利润总额均有所下滑。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020
期间费用合计	35.15	38.52	39.89
期间费用率	12.80	12.25	13.59
经营性业务利润	71.34	86.73	76.56
资产减值损失	-0.67	-2.10	-0.78
投资收益	0.84	1.09	1.19
营业外损益	-0.39	-0.28	-0.35
利润总额	71.31	87.16	76.64
净利润	57.05	70.21	61.74
净资产收益率	36.25	33.68	25.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体看，2020 年受疫情以及超长梅雨季节影响，公司水泥产销规模减少，销售价格有所下滑，影响了当年收入规模和利润水平，但其整体盈利能力依然很强。

2020 年公司资产规模和权益规模继续保持增长，受疫情等不利因素影响，公司资金需求上升，债务规模增加，但整体财务杠杆水平仍处于合理区间，资本结构稳健性较强

公司资产规模持续增长，结构仍是以非流动资产为主，2020 年末非流动资产在总资产中的占比为 65.55%，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。2020 年末，黄石水泥生产线、吉扎克水泥生产线等在建工程转入固定资产，固定资产期末增

幅较大。在建工程主要包括机制砂项目、水泥熟料生产线建设、环保板块再生资源危废处置项目等。无形资产主要是土地使用权和矿山使用权。流动资产方面，2020年，公司贷款增加并新发行债券，年末账面货币资金增长明显。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020
货币资金	53.27	51.08	86.42
存货	20.79	19.97	23.49
流动资产	105.50	101.48	151.35
固定资产	161.19	167.18	191.86
在建工程	13.23	41.13	31.04
无形资产	34.04	38.70	42.67
非流动资产	226.11	264.97	287.94
资产总计	331.62	366.45	439.29

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，2020年末流动负债占总负债比重为63.79%，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。应付账款主要是应付材料款及工程设备款，跟踪期内与上年末变动不大。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”，当期末一年内到期的非流动负债下降明显。公司发行的12亿元公司债“16华新01”将于2021年8月到期，跟踪期内转入一年内到期的非流动负债。公司短期借款规模较小，2020年末新增为优惠利率贷款。非流动负债方面，长期借款增加主要是并购及新建项目的贷款增加。2020年11月，公司发行了总额3亿美元的公司债，票面利率2.25%，期限5年，年末应付债券增长。

表 11：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
短期借款	6.21	1.97	6.25
应付账款	37.89	51.21	52.98
一年内到期的非流动负债	28.77	7.70	18.74
流动负债	101.52	90.25	116.03
长期借款	24.44	20.40	35.04
应付债券	11.97	11.98	19.44
非流动负债	46.90	42.53	65.86
负债合计	148.42	132.78	181.89
所有者权益合计	183.19	233.68	257.40
资产负债率	44.76	36.23	41.40

总资本化比率	28.23	16.08	24.69
--------	-------	-------	-------

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。2020年，并购及新建项目导致资金需求增加，财务杠杆水平有所上升。此外，公司拟定2020年度利润分配方案为现金分红22.61亿元，占当期归属于上市公司股东净利润的40.16%。

2020年公司经营获现能力依然较强，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

2020年，受疫情以及洪涝灾害等诸多不利因素的影响，公司经营活动净现金流同比下降13.16%，但依然保持较好的经营获现能力，收现比仍在1.0倍以上。投资活动方面，受项目投资及企业并购投入增加影响，2020年公司投资活动现金净流出规模同比增加。同时，筹资活动现金流转为净流入。

偿债指标方面，随着债务规模的增长，经营活动净现金流对总债务的覆盖能力有所下降。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）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	79.00	96.79	84.05
投资活动净现金流	-18.29	-44.87	-50.08
筹资活动净现金流	-43.84	-55.07	1.88
总债务	72.08	44.76	84.41
短期债务	34.98	11.58	29.72
总债务/EBITDA	0.78	0.42	0.87
EBITDA利息倍数	19.95	36.32	41.04
经营净现金流/总债务	1.10	2.16	1.00
经营活动净现金流/利息支出	17.15	32.72	35.61

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至2020年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至2020年末公司受限资产账面价值3.35亿元，为房屋、建筑物等，受限比例很小。

截至2020年末，公司共获得各银行提供的授

信总额 160.90 亿元，剩余未使用的授信额度为 104.57 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 2021 年 1 月 7 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

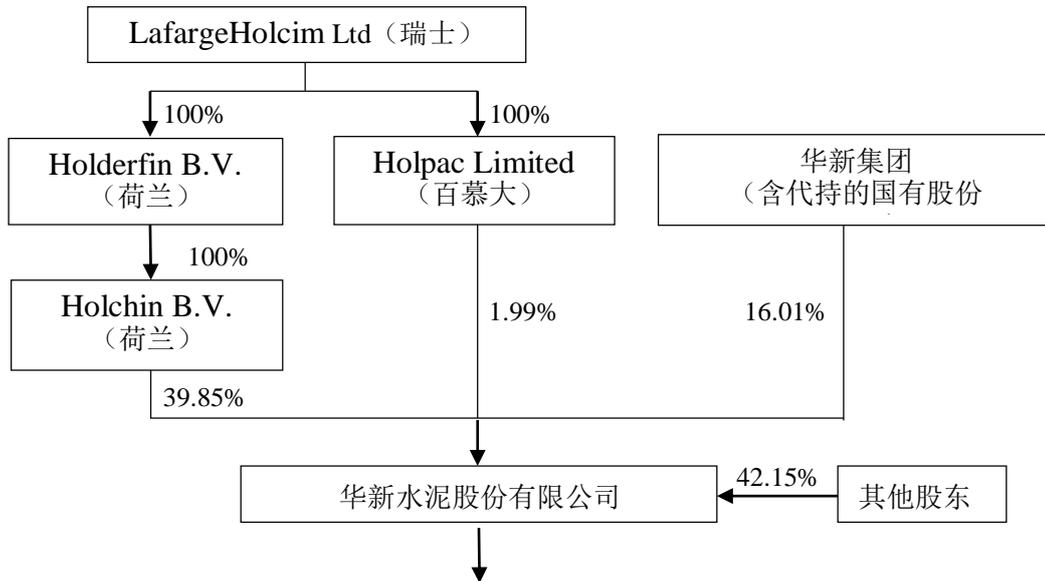
截至 2020 年末，公司总股本为 20.97 亿元，第一大股东为 Holchin B.V.，持股比例 39.85%，Holchin B.V.的实际控制人为 LafargeHolcim Ltd.（以下简称“拉豪集团”）。拉豪集团是由世界领先的水泥、混凝土生产商拉法基和豪瑞集团合并而来，业务遍布全球 80 多个国家，在水泥、石膏板、骨料与混凝土等业务方面均居世界领先地位。公司自 1999 年便开始与豪瑞集团合作，在生产技术、装备工艺、经营管理等方面获得了较大的支持。拉法基与豪瑞集团合并完成后，拉豪集团继续在技术和经营管理等方面给予公司支持。

此外，近年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。

评级结论

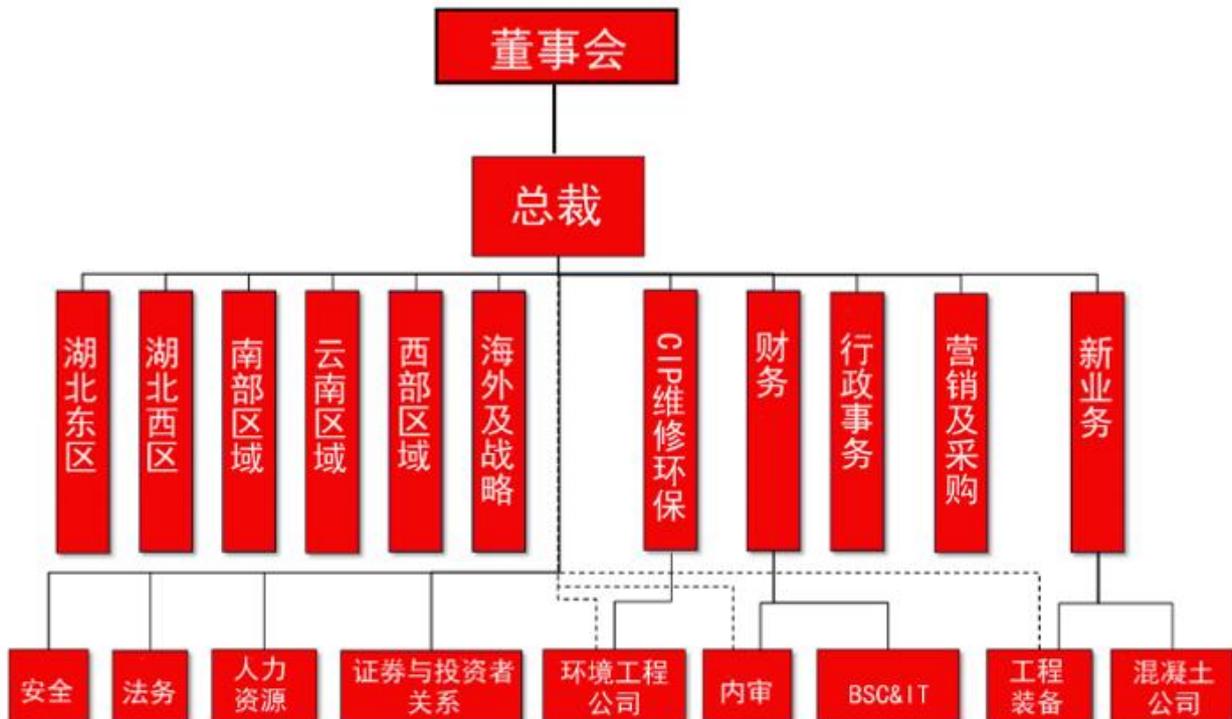
综上所述，中诚信国际维持华新水泥股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 华新 01”的信用等级为 **AAA**。

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 2020 年末）



序号	企业名称	直接持股比例
1	华新水泥（武穴）有限公司	100%
2	华新水泥（阳新）有限公司	100%
3	华新水泥（西藏）有限公司	79%
4	华新水泥（襄阳）有限公司	100%

注：表中仅列式主要控股子公司。



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）	2018	2019	2020
货币资金	532,676.19	510,751.44	864,161.28
应收账款净额	52,453.64	187,068.31	167,352.62
其他应收款	37,542.96	48,467.58	37,461.20
存货净额	207,856.69	199,699.58	234,915.62
长期投资	57,295.68	49,482.45	58,638.35
固定资产	1,611,885.61	1,671,811.36	1,918,563.03
在建工程	132,297.61	411,316.27	310,442.93
无形资产	340,361.36	386,962.24	426,700.82
总资产	3,316,150.56	3,664,538.67	4,392,850.92
其他应付款	66,655.51	62,340.91	69,237.74
短期债务	349,821.72	115,819.14	297,218.07
长期债务	370,930.66	331,788.07	546,864.85
总债务	720,752.38	447,607.21	844,082.92
净债务	188,076.19	-63,144.24	-20,078.37
总负债	1,484,211.65	1,327,770.40	1,818,857.07
费用化利息支出	45,122.24	24,611.70	20,057.82
资本化利息支出	936.66	4,973.85	3,549.69
所有者权益合计	1,831,938.91	2,336,768.27	2,573,993.85
营业总收入	2,746,604.45	3,143,921.46	2,935,651.57
经营性业务利润	713,257.95	867,297.05	765,614.43
投资收益	8,351.23	10,852.78	11,857.22
净利润	570,549.48	702,079.34	617,359.32
EBIT	758,229.33	896,223.92	786,422.35
EBITDA	918,740.32	1,074,570.37	968,867.84
经营活动产生现金净流量	789,960.61	967,918.59	840,547.28
投资活动产生现金净流量	-182,888.33	-448,670.45	-500,804.19
筹资活动产生现金净流量	-438,390.08	-550,692.11	18,768.54
资本支出	221,593.73	412,214.99	358,969.67
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	39.65	40.76	40.59
期间费用率(%)	12.80	12.25	13.59
EBITDA 利润率(%)	33.45	34.18	33.00
总资产收益率(%)	23.82	25.68	19.52
净资产收益率(%)	36.25	33.68	25.14
流动比率(X)	1.04	1.12	1.30
速动比率(X)	0.83	0.90	1.10
存货周转率(X)	8.96	9.14	8.03
应收账款周转率(X)	47.08	26.25	16.57
资产负债率(%)	44.76	36.23	41.40
总资本化比率(%)	28.23	16.08	24.69
短期债务/总债务(%)	48.54	25.88	35.21
经营活动净现金流/总债务(X)	1.10	2.16	1.00
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.26	8.36	2.83
经营活动净现金流/利息支出(X)	17.15	32.72	35.61
经调整的经营净现金流/总债务(X)	94.55	160.83	64.33
总债务/EBITDA(X)	0.78	0.42	0.87
EBITDA/短期债务(X)	2.63	9.28	3.26
EBITDA 利息保障倍数(X)	19.95	36.32	41.04
EBIT 利息保障倍数(X)	16.46	30.29	33.31

注：1、根据公司 2018 年~2020 年审计报告整理；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。

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。