



华新水泥股份有限公司2023年主动信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

本次评级为主动评级。本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本报告所引用的基础信息来源于受评对象的公开资料，本评级机构不对相关信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，在有效期内如本报告所依据的基础信息发生重大变化，本评级机构有权依据新的基础信息重新确定评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。

中证鹏元资信评估股份有限公司

华新水泥股份有限公司2023年主动信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA _{pi}
评级展望	稳定
评级日期	2023-12-4

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：华新水泥股份有限公司（股票代码：600801.SH、06655.HK，以下简称“华新水泥”或“公司”）水泥产品在湖北省内拥有较强竞争力，近年水泥上下游全产业链逐步延伸；公司持续推进海外水泥产能布局，海外业务规模居行业领先地位；近年公司获取石灰石资源力度加大，资源储备优势较突出。同时我们也关注到，需求收缩等背景下公司水泥、骨料等主要产品量价齐跌，煤炭价格高位运行推升公司生产成本，大幅压缩利润；公司债务规模快速扩大，债务指标有所下滑。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.9	2022	2021	2020
总资产	664.59	642.42	525.50	439.29
归母所有者权益	282.43	274.46	267.30	235.71
总债务	201.15	183.98	113.38	86.08
营业收入	241.65	304.70	324.64	293.57
净利润	22.24	30.24	58.05	61.74
经营活动现金流净额	35.03	45.68	75.95	84.05
净债务/EBITDA	--	1.58	0.18	-0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	14.97	31.51	40.73
总债务/总资本	38.19%	37.37%	27.85%	25.06%
FFO/净债务	--	31.75%	360.22%	-411.22%
EBITDA 利润率	--	23.40%	29.92%	32.75%
总资产回报率	--	7.53%	15.86%	19.52%
速动比率	0.69	0.66	0.99	1.10
现金短期债务比	1.04	1.33	3.82	3.39
销售毛利率	26.31%	26.22%	34.10%	40.59%
资产负债率	51.01%	52.00%	44.10%	41.40%

注：2020年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，均系净债务为负导致。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-9月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：何贺
 heh@cspengyuan.com

项目组成员：王建飞
 wangjf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司水泥产品在湖北省内拥有较强竞争力，近年水泥上下游全产业链逐步延伸。**公司系湖北省水泥领先企业，水泥产品在湖北省内拥有较强竞争力，2022 年末公司拥有 62 条熟料生产线，水泥和熟料年产能分别为 11,796 万吨和 7,616 万吨。2022 年公司在湖北省的水泥产能占湖北省水泥产能比重约 37%。此外，公司在骨料、商业混凝土等方面积极延伸产业链，2022 年公司骨料和商业混凝土年产能分别达 20,970 万吨和 6,875 万吨，且利润率较高的骨料业务收入占比实现持续增长。
- **公司推进海外水泥产能布局，海外业务规模居行业领先地位。**产能布局方面，公司已在位于中亚、东南亚及非洲等地区的多个国家形成产能投产，2022 年末公司海外熟料产能规模居全国第二位，2023 年 6 月末公司海外水泥粉磨产能达到 1,677 万吨/年。近年公司海外收入稳步增长，2023 年上半年海外水泥业务同比上升 30.57%。
- **近年公司获取石灰石资源力度加大，资源储备优势较突出。**石灰石为水泥产品的主要原材料，公司生产用石灰石主要由自有矿山供应，2022 年末石灰石自供比例达 97%。此外，公司近年在不断加大石灰石资源获取力度，截至 2022 年末已获得采矿许可证的石灰石储量达 68 亿吨，较 2020 年末增长约 1.83 倍。

关注

- **需求收缩下公司水泥、骨料等主要产品价格齐跌，煤炭价格高位运行推升公司生产成本，大幅压缩利润，需关注需求及成本变化对公司业绩的影响。**近年在地产下行、需求快速收缩、行业去产能压力尚存的背景下，公司水泥主业收入不及预期导致公司营业收入波动下降明显；煤炭价格高位运行推升公司生产成本，成本传导不佳，2023 年三季度净利润较 2020 年同期下滑幅度约 50%；需关注地产及基建等需求变化，以及煤炭、电力价格变化和“双碳”、错峰生产等政策推进对生产成本及经营业绩的影响。
- **公司债务规模快速扩大，债务指标有下滑趋势，未来将面临一定资本支出压力。**受公司总债务增加叠加利润总额下滑，近年公司现金流情况表现有所下滑影响，EBITDA 对债务利息、总资本对债务保障能力等指标均有所下滑，叠加公司持续布局非水泥产品和海外市场，公司加大采矿权力度，公司在建项目规模较大，公司未来将面临一定资本支出压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司水泥产品在湖北省内有望保持较好的品牌知名度及较强的区域竞争优势，业务具有持续性，且 2023 年前三季度经营走势有所好转，预计财务风险有望保持稳定。

同业比较（单位：亿元、%）

指标	海螺水泥	华新水泥	万年青	上峰水泥	塔牌集团
总资产	2,470.72	664.59	166.34	192.33	132.11
归属母公司股东的权益	1,841.71	282.43	70.48	88.01	118.22
营业收入	990.43	241.65	59.85	48.77	41.16
销售毛利率	18.33	26.31	19.19	27.79	26.59
净利润	90.74	22.24	4.45	7.05	6.21
总资产净利率	3.70	3.40	2.55	3.98	4.76
资产负债率	20.42	51.01	37.12	49.90	10.22
速动比率	2.90	0.69	1.77	1.25	4.13

注：以上各指标均为 2023 年 1-9 月/9 月末数据。

资料来源：同花顺 iFinD 等，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
水泥制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	6/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	6/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aaapi
外部特殊支持					0
主体信用等级					AAA_{pi}

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aaapi**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

一、主体概况

公司前身是1946年9月28日创建于湖北黄石的华新水泥股份有限公司大冶水泥厂。1993年1月3日公司实行股份制改组，1993年11月实现A股上市，1994年11月公司又发行8,700万股B股股票。于2006年，公司变更为外商投资股份有限公司。1999年3月，公司向Holcim Ltd.的全资子公司Holchin B.V.定向增发7,700万股B股普通股，Holchin B.V.成为公司第二大股东。2008年2月，公司再次向Holcim Ltd.的全资子公司Holchin B.V.定向增发7,520万股A股，募集资金净额约20.06亿元，自此Holchin B.V.成为公司第一大股东，持股比例39.88%。2022年3月28日，公司以73,472万股B股正式转换上市地，以介绍方式在港交所上市及挂牌交易。后经数次变更，截至2023年9月末，公司注册资本为20.97亿元，实收资本20.79亿元，Holchin B.V.为公司控股股东，持股比例21.71%，华新集团有限公司为第二大股东，持股比例16.26%；Holcim Ltd.为公司实际控制人（股权结构图详见附录二）。

公司主要经营范围包括水泥、混凝土、骨料、环保、装备与工程、新型建筑材料等。截至2022年末，公司在全国14个省市和海外9个国家拥有300余家分、子公司，截至2023年6月末合并范围内主要子公司见附录四。

二、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策

利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

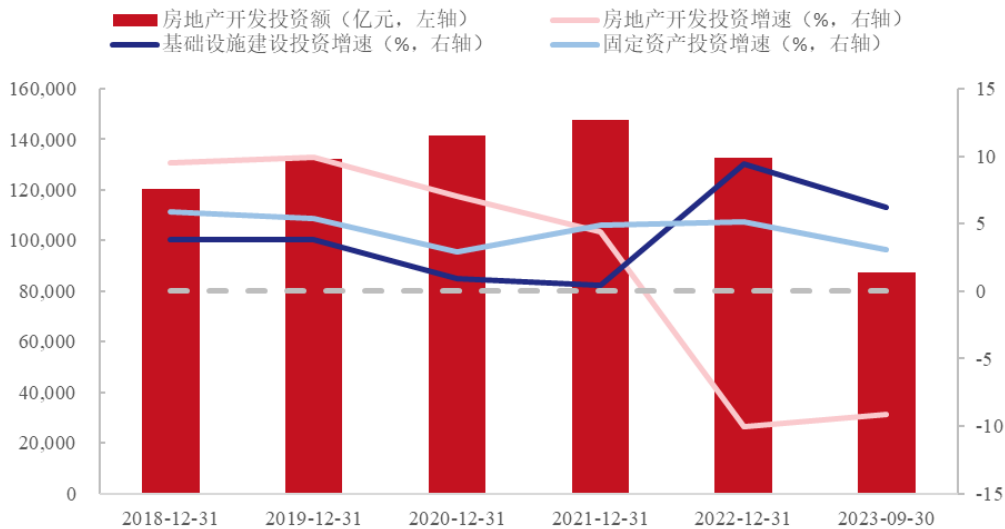
行业环境

近年我国房地产投资下行，基建支撑力度不及预期，导致水泥市场需求快速收缩，产量下降，且行业去产能压力依然严峻，水泥价格下行；叠加煤炭等能源价格维持高位，水泥行业利润大幅下降；2023年第四季度中央预计发行万亿国债以拉动基建投资，但预计短期内水泥供需关系难实质性改善，煤炭等成本仍将高位运行，行业盈利水平面临挑战

水泥是一种重要的基础建筑材料，广泛应用于国家基础设施建设、城市基础设施和住房开发、乡村振兴基础设施和民用建筑建设。同时，由于水泥具有原材料分布广泛、生产成本相对较低、工程使用效能良好等特征，在今后相当长的时间里，水泥仍将是一种不可替代的建筑材料。

水泥需求与固定资产投资呈正相关，其中基建和房地产投资增速是水泥需求的重要影响因素。近年我国固定资产投资保持增长，对水泥需求形成一定支撑。但近年我国房地市场景气度持续下行，在经济面临较大下行压力下，难以提升居民购房预期，房地产销售端继续承压，叠加房企频繁暴雷、行业信用风险提升导致房企融资受限，房企流动性趋紧，受此影响，2022年以来我国房地产开发投资增速已进入负增长区间。此外，基建投资作为经济发展的稳定器，近年我国基建投资增速保持增长态势，但受制于基建投资对水泥的边际需求低于房地产开发投资影响，难以对冲房地产投资下滑对水泥需求的减少。综合来看，2022年以来我国水泥需求持续减弱。

图1 近年我国基建投资托底作用不及预期，房地产投资下滑拖累水泥需求



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

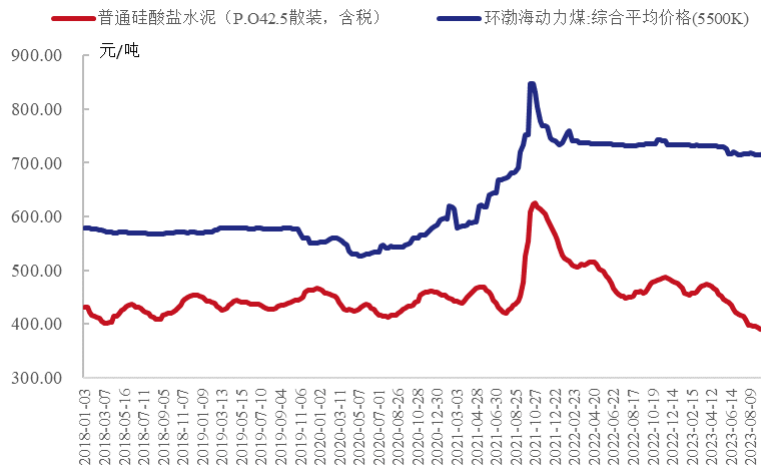
需求方面，受利好地产政策出台、基建继续发力等影响，预计 2024 年水泥需求有望止跌企稳。地产方面，2023 年以来，在维持“房住不炒”主基调的前提下，中央层面肯定房地产的支柱产业地位，防风险、促需求成为行业政策主题，中央和地方房地产政策持续发力，合理购房需求得到释放，信贷、债券、股权融资等方面的支持一定程度缓解房企流动性紧张，“保交楼”相关政策为房地产市场注入信心，保租房金融支持力度进一步增强以促进“租购并举”住房制度建立，预计 2024 年房地产对水泥需求的下拉作用同比减弱。基建方面，政府工作报告中提及“加快实施‘十四五’重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展其长，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设”；中央财政将于 2023 年四季度增发万亿国债并通过转移支付方式全部安排给地方，其中拟 2023 年安排使用 5,000 亿元，结转 2024 年使用 5,000 亿元，资金主要投向灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程等；预计基建仍为水泥需求的主要支撑，同时需关注政府债务化解等因素对基建投资的制约作用。整体来看，2023 年四季度水泥需求有望止跌企稳。

产量供给方面，在需求走弱影响下，水泥产量处于近 10 年低位，2022 年全国水泥产量 21.3 亿吨，同比下降 10.5%，2023 年 1-9 月全国水泥产量 14.95 万吨，同比下降 0.7%，为 2012 年以来同期最低。虽然“双碳”进程持续推进、环保低碳预期“持续加码”、“错峰生产常态化”等供给端政策持续发力，但在水泥需求减弱的背景下，产能过剩问题依旧严峻，低效产能退出缓慢，结构性矛盾仍然存在。

价格方面，受需求下滑、竞争加剧的影响，2022 年以来水泥市场价格高开低走，走势颓势尽显。综合量价来看，2022 年水泥行业营业收入同比降幅超 10%。加之煤炭价格高位运行，企业生产成本大幅上涨，“水泥-煤炭”价差扩大，全年水泥行业利润仅为 680 亿元左右，同比降幅在 60% 左右。2023 年前三季度在全球经济增长放缓、国内经济延续恢复态势、但市场需求不足的宏观环境下，全国水泥市场总体呈现“需求趋弱、库高价低、效益下滑”的运行特征。2023 年前三季度水泥价格走势呈现低位回升乏力，

加速探底，创出新低。截至2023年9月末，全国水泥市场平均价格跌至396.84元/吨，较去年同期降幅约15%。

图2 2022年以来水泥-煤炭价差扩大，削弱水泥行业盈利能力



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

未来错峰限产常态化、双碳等系列政策推行将有助于落后产能出清，进一步优化行业供给格局，2023年四季度中央拟发行万亿国债以拉动基建投资，但预计短期内难以对全年水泥行业供需关系进行实质性改善。此外，水泥企业减碳降耗投资压力有所上升。煤炭方面，在全球煤炭供应紧张、国际煤炭价格高企的背景下，预计2023年保供增产仍将是政策重心，但考虑到产能核增的潜能已大部分释放，新增产能投放短期内无法立竿见影，预计煤炭供给水平难以显著抬升。煤炭需求方面，预计2023年稳增长政策发力，下游需求有望形成支撑，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计短期内煤炭供需格局仍将维持紧平衡，煤炭价格将继续维持高位。故在水泥需求持续大幅萎缩，供给端调控效果减弱，水泥库存居高不下的情况下，价格回升阻力较大，价格大幅上涨的可能性较小，预计2023年全年水泥平均价格将较去年有较大下降，水泥企业盈利水平预计仍将面临挑战。

三、经营与竞争

公司是国内领先的全产业链一体化发展的全球化建材集团，主要服务于华中和西南地区，区域内拥有较高占有率及较强竞争力，近年骨料、商品混凝土等产业链延伸方面积极发力，市场方面海外业务持续扩张，但近年水泥需求低迷叠加成本端的煤炭价格等维持高位明显压缩公司利润

作为国内综合实力排名前五大的水泥生产企业，公司主要从事水泥、混凝土、骨料、环保、装备制造及工程、新型建筑材料的生产与销售业务，是国内领先的全产业链一体化发展的全球化建材集团。其中水泥是公司收入及利润的主要来源。在2022年经济增速放缓、房地产行业下行等多重因素冲击市场需求的背景下，公司水泥收入下降明显；此外，在公司近年集中释放产能叠加大力推进一体化发展的背景

下，骨料和商品混凝土收入增加明显；熟料对公司收入贡献较小。受量价及煤炭成本上涨等影响，水泥、混凝土、熟料板块毛利率持续下降，尽管骨料毛利率波动上升但其收入占比较低，整体来看，公司近年毛利润总额和毛利率均持续走弱。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年1-6月			2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
水泥	91.91	58.06	-	188.30	61.80	25.94	240.68	74.14	33.83	236.32	81.07	40.70
混凝土	31.74	20.05	-	51.33	16.85	15.81	31.75	9.78	18.80	18.80	6.45	28.04
骨料	21.62	13.66	-	30.65	10.06	55.27	20.54	6.33	65.62	13.13	4.50	31.24
熟料	5.73	3.62	-	17.58	5.77	10.30	16.06	4.95	18.19	11.83	4.06	62.59
其他	7.31	4.62	-	16.85	5.53	24.73	15.61	4.81	44.32	11.44	3.92	43.35
合计	158.32	100.00	24.38	304.70	100.00	26.22	324.64	100.00	34.10	291.51	100.00	40.45

注：“-”表示暂未披露。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及2023年半年度报告，中证鹏元整理

近年在需求下降、产能过剩、市场竞争加剧的背景下，公司水泥、骨料、混凝土等主要产品量价下滑趋势明显，水泥销量下降明显，熟料销量有所增加但行情走弱，产业链延伸带动骨料及混凝土销量增长

根据中国水泥协会文件《关于发布2023年中国水泥上市公司综合实力排名的公告》（中水协发（2023）49号），2023年公司在24家中国水泥上市公司中综合实力排名第4，排名较上年上升2位。作为以湖北省市场为主的区域水泥领先企业，公司在湖北省内具有较好的品牌知名度及较强的区域竞争优势。中国水泥网统计数据显示，2022年公司在湖北省的水泥年产能占比约37%¹；公司已在中亚、东南亚及非洲九个国家实现产能扩张，2022年公司国内外水泥产能达1.18亿吨/年（含联营企业产能）。

产能方面，近年来公司不断通过收购、新建的方式扩大产能，公司在国内西南地区、华中、华东和华南地区以及“一带一路”沿线国家及非洲建立了水泥生产网络。其中，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；2021年公司成功完成豪瑞赞比亚和马拉维水泥并购资产的交割，在该两国分别新增水泥产能150万吨/年和25万吨/年，完成坦桑尼亚马文尼工厂磨线改造；2022年，尼泊尔3,000吨/日水泥熟料干法生产线建成投产，坦桑尼亚二期4,000吨/日水泥熟料产线开工建设，建成后将成为该国规模最大的水泥生产企业；此外，公司已在位于中亚、东南亚及非洲等地区的多个国家形成产能投产，海外熟料产能规模居全国第二位，截至2023年6月末公司海外水泥粉磨产能达到1,677

¹根据中国水泥网统计数据显示，中国葛洲坝集团水泥有限公司、亚洲水泥(中国)控股公司、湖北京兰水泥集团有限公司和湖北世纪新峰雷山水泥有限公司分别位列第二到第五，分别占23%、8%、6%和3%。

万吨/年。

公司国内水泥生产基地分布于湖北、湖南、云南、重庆、四川、贵州、西藏、广东及河南等9省市，在国内的工厂大都位于经济发展活跃、市场需求较高的长江经济带及国家西部开发的重点地区，其中在华中、西南等区域产能水平较高。截至2023年6月30日，公司具备水泥产能1.22亿吨/年（粉磨能力，含联营企业产能）、水泥设备制造5万吨/年、商品混凝土8,990万方/年（含租赁）、骨料2.4亿吨/年。根据公司2023年第三季度报告，公司正有序收购南非水泥制造商Natal Portland Cement Company (Pty) Ltd.100%的股权，收购价预计2.316亿美元，该公司同时拥有南非及莫桑比克业务板块，南非板块有南非KwaZulu-Natal省第一大水泥生产商，水泥产能约180万吨/年，莫桑比克板块有5家水泥工厂，水泥产能约330万吨/年。中证鹏元未来将持续关注公司海外业务产能释放情况和消纳情况、经营业绩、海外项目管理难度及面临的地缘政治、汇兑波动等方面风险。

表2 截至 2022 年末公司水泥及熟料产能分布情况（单位：条、万吨/年）

所在区域	水泥产能	熟料生产线	熟料产能
湖北省	4,089	18	2,582
云南省	2,426	14	1,664
湖南省	1,446	5	781
重庆市	809	4	580
西藏自治区	623	5	381
四川省	473	2	279
广东省	294	1	155
河南省	245	1	155
贵州省	154	2	130
塔吉克斯坦	273	2	205
柬埔寨	168	1	124
吉尔吉斯斯坦	105	1	78
乌兹别克斯坦	203	1	155
坦桑尼亚	168	1	124
赞比亚和马拉维	166	3	99
尼泊尔	154	1	124
合计	11,796	62	7,616

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

生产方面，公司采取以销定产的生产组织方式，各分子公司以所在区域需求为导向制定年度生产经营计划并组织生产。近年公司实现水泥和熟料生产量为13,336万吨、13,468万吨、10,979万吨，其中2022年受房地产下行、水泥行业景气度快速下滑等多重因素影响，市场需求明显收缩，产量下滑幅度约20%，产能利用率也持续下滑至一般水平。此外，得益于水泥相关业务产能布局和释放的加快，骨料、商品混凝土产量及产能利用率均增幅明显，其中由于近年新建骨料产能培训期结束，阳新亿吨机制砂项

目（一期）、宜昌、秭归、渠县二期、红河等20余条骨料生产线先后陆续投产，骨料产能利用率提升明显；商品混凝土通过在现有水泥熟料生产线周边布局混凝土搅拌站的方式实现产能增长，公司近年已完成赤壁、水城、郴州、昭通等地的20个混凝土一体化站点建成投产工作并于2022年新投产搅拌站30余家，但目前混凝土业务整体处于较低水平。此外，近年海外工厂运行稳定，截至2023年6月末，公司海外水泥粉磨产能达到1,677万吨/年，并在柬埔寨、坦桑尼亚和塔吉克斯坦也已建成3家混凝土搅拌站，在海外塔吉克斯坦、坦桑尼亚投产了2个骨料项目。

表3 2020-2022年公司主要产品生产情况

产品	项目	2022年	2021年	2020年
水泥（万吨）	年产能	11,796	11,642	11,472
	产量	5,902	7,299	7,229
	产能利用率	50.03%	62.70%	63.01%
熟料（万吨）	年产能	7,616	7,492	7,392
	产量	5,077	6,169	6,107
	产能利用率	66.66%	82.34%	82.62%
骨料（万吨/年）	年产能	20,970	15,430	5,500
	产量	9,980	3,497	2,305
	产能利用率	47.59%	22.66%	41.90%
混凝土（万立方米/年）	年产能	6,875	4,380	2,710
	产量	1,639	905	461
	产能利用率	23.84%	20.66%	17.01%

注：“-”表示数据暂未披露。

资料来源：公司 2020-2022 年年度报告等，中证鹏元整理

公司建立了多渠道、多层次的营销网络，由公司总部垂直管理并直接负责部分核心区域的销售，同时在部分区域由工业园、生产基地自行开展销售工作，采取直销和经销相结合的销售模式，对于重点客户主要采用直销模式。细分市场主要分为民用市场、基建、房地产等。主要客户类型为大型重点工程类、工业类及民用类企业，2022年销量占比分别为20%、29%、51%。近年受房地产市场景气度下行等多重因素影响，导致水泥、骨料、混凝土等主要产品量价下滑趋势明显，其中水泥产品销量下降明显。因公司加速全产业链一体化延伸与发展，近年公司骨料及混凝土销量增加明显，2023年上半年销量分别同比增长103.30%、82.31%。

产销率方面，公司实行以销定产、产销结合的生产模式，近年除熟料因自用比例较高导致产销比较低外，其余主要产品产销率均保持较高水平。

表4 2020-2022年及2023年上半年公司主要产品生产情况

产品	项目	2023年上半年	2022年	2021年	2020年
水泥（万吨）	销售均价（元/吨）	326	344	340	331
	销量（万吨）	2,995.14（含熟料）	5,469	7,299	7,137

	产销率	-	92.66%	100.00%	98.73%
熟料（万吨）	销售均价（元/吨）	-	308	314	283
	销量（万吨）	-	571	512	463
	产销率	-	11.25%	8.30%	7.58%
骨料（万吨/年）	销售均价（元/吨）	42.81	47	46	51
	销量（万吨）	5,051.24	6,579	3,497	2,305
	产销率	-	65.92%	100.00%	100.00%
混凝土（万立方米/年）	销售均价（元/吨）	289.88	313	349	408
	销量（万吨）	1,094.97	1,639	905	461
	产销率	-	100.00%	100.00%	100.00%

注：（1）“-”表示数据暂未披露；（2）2022年公司混凝土产品部分使用了公司自产的水泥及骨料。

资料来源：公司2020-2022年年度报告等，中证鹏元整理

公司业务销售区域较多元，海外市场持续扩张，但近年主要区域销售收入明显下降，客户集中度较低

销售区域方面，公司销售地区以华中、西南地区为主，其中湖北省销售占华中地区收入比70%左右，云南和四川销售占西南地区收入比65%左右，同时辐射安徽、江西、上海等地。近年主要区域收入下降明显，其中湖北主要受停工停产、“经济停滞”等多重影响，西南市场主要因受基建投资放缓、水泥价格大幅下降等因素影响。此外，海外发展作为公司的四大发展战略之一，近年公司出口收入稳步增长。2023年上半年由于海外水泥销量增长，海外水泥业务实现营业收入23.02亿元，同比上升30.57%，反观国内水泥业务营业收入同比下滑12.41%。前五大客户方面，2020-2022年前五大客户销售额76,203万元、90,909万元、123,985万元，分别占年度销售总额2.6%、2.8%、4.1%。整体来看，公司目前主要销售区域较多元，客户集中度较低。

表5 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年		2020	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东地区	543,306	17.83%	336,106	10.35%	163,382	5.57%
华南地区	58,504	1.92%	131,103	4.04%	106,873	3.64%
华中地区	1,153,335	37.85%	1,462,411	45.05%	1,256,342	42.80%
西南地区	869,598	28.54%	1,030,184	31.73%	1,206,241	41.09%
其他	0	0.00%	28,316	0.87%	13,826	0.47%
出口	422,295	13.86%	258,290	7.96%	188,988	6.44%
合计	3,047,038	100.00%	3,246,408	100.00%	2,935,652	100.00%

注：华东地区：上海，江苏，浙江，山东，安徽；华中地区：湖南，湖北，河南，江西；华南地区：广东，广西，海南，福建；西南地区：四川，重庆，贵州，云南，西藏。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

公司通过扩大煤炭采购直供量、余热发电、采用替代燃料等措施控制成本，但近年煤炭价格继续

高位运行，国家开放电价浮动等多重因素推升生产成本，未来需关注煤炭及电力等价格或维持高位对公司成本端的负面影响，以及需求不振背景下价格传导的有效性

原材料方面，石灰石为水泥产品的主要原材料，同时公司对煤炭及电力能耗需求较大，煤炭及电力成本占水泥生产成本约59%。石灰石资源方面，公司生产用石灰石主要由自有矿山供应，近年石灰石自供比例已由95%提升至97%，开采费用相对较低。此外，公司近年在不断加大石灰石资源获取力度，截至2022年末已获得采矿许可证的石灰石储量达68亿吨，同比2020年末增长约1.83倍（2020年末石灰石总储量约24亿吨）。煤炭方面，公司使用的煤炭统一由总部进行采购且以外购为主，近年公司拓展煤炭采购渠道，与国家能源投资集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司等大型煤炭企业签订长期采购协议以保证煤炭资源直供的稳定性。此外，近年受煤价飙升影响，水泥生产成本大幅上涨，全年煤炭采购量从2020年的742万吨下降至2022年的526.93万吨。电力方面，公司同大型电厂签订中长期直供协议以保障电力稳定供应。此外，公司充分利用水泥窑余热资源发电（截止2023年3月末已投运余热发电机组43套，余热发电装机容量384.70MW，可满足公司约30%的用电量需求）。公司还通过加大替代燃料应用持续降低综合能耗和燃料成本，2023年上半年公司累计使用替代燃料221万吨，热替代率达到19.75%。

整体来看，受矿山整治、煤价飙升等因素影响，水泥生产成本大幅上涨，水泥价格呈现出“先扬后抑”的走势，尽管公司采取签订长期采购协议、采用替代燃料等形式控制制造成本，公司水泥、骨料、混凝土均单位毛利下滑。预计短期内煤炭和电力等能源价格将维持高位，公司生产成本仍将承压，由于需求端持续低迷，成本上升或无法有效转嫁至商品售价，或将进一步压缩公司的利润空间。

公司在建项目投资规模较大，主要涉及骨料产能建设及海外业务等，未来仍面临着一定的资本支出压力，且后续产能释放和产销情况有待关注

截至2023年6月末，公司在建工程主要涉及骨料产能建设等，包括华新黄石绿色建材亿吨机制砂项目（计划总投资99.57亿元，建设进度88%）、武穴工业园年产3,000万吨机制砂石项目（计划总投资9.74亿元，建设进度78%）等，整体规模较大。其中水泥方面，Oman Cement Company SAOG59.58%股权的收购、坦桑尼亚Dar市粉磨站经升级改造预计新增水泥粉磨能力440万吨/年；骨料方面，武穴、长阳新建项目投产，赤壁、郴州、信阳等骨料项目进行改造，合计净增约3,150万吨/年的生产能力；混凝土方面，将在江苏、海南、湖北、湖南、云南等地新增28家混凝土项目，新增产能2,115万方/年。整体来看，未来公司将继续扩大骨料、混凝土一体化产能，同时进一步拓展海外水泥、环保及新材料业务等领域，预计投资规模将进一步上升，公司仍将面临一定的资本支出压力。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公开资料中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公司2020-2021年审计报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2022年审计报告及未经审计的公司2023年第三季度报告，报告均采用新会计准则编制。2020-2022年分别新增1家、30家、20家子公司纳入合并范围，分别减少1家、1家、2家合并范围内的子公司。

根据公司2020年发布的《关于变更公司会计政策的公告》，2020年审计中，公司将执行财政部于2017年修订的《企业会计准则第14号—收入》，引入了收入确认计量的5步法，并针对特定交易(或事项)增加了更多的指引，在资产负债表中新增“合同负债”项目。调减2020年年初预收账款616,086,758元至合同负债。

根据公司2021年发布的《关于变更公司会计政策的公告》，2021年审计中，公司将执行财政部于2018年修订的《企业会计准则第21号——租赁》，对取得租赁资产使用权的，在财务报表上全面反映因租赁交易取得的权利和承担的义务（短期租赁和低价值资产租赁除外），在资产负债表中新增“使用权资产”和“租赁负债”。

表6 公司财务报表调整情况（单位：万元）

报表项目	2020年末	2021年初	调整金额
预付账款	37,861.94	37,194.86	-667.07
使用权资产	-	15,863.86	15,863.86
资产合计	4,392,850.92	4,408,047.70	15,196.79
一年内到期的非流动负债	187,448.42	190,481.60	3,033.18
租赁负债	-	12,163.61	12,163.61
负债合计	1,818,857.07	1,834,053.85	15,196.79

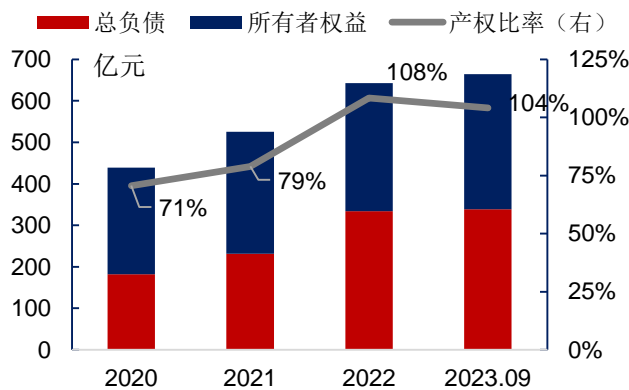
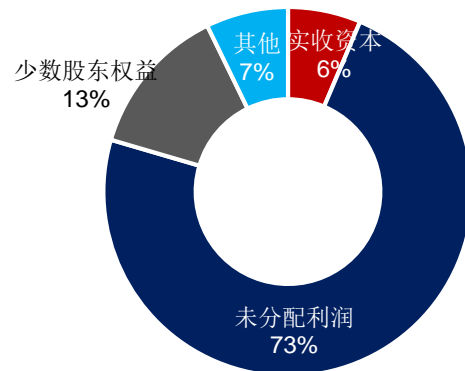
资料来源：2021年公司发布《关于变更公司会计政策的公告》，中证鹏元整理

根据公司2022年发布的《关于变更公司会计政策的公告》，公司对于在商品控制权转移给客户之前、为了履行客户合同而发生不构成单项履约义务的运输服务产生的相关运输成本作为合同履约成本，采用与商品收入确认相同的基础进行摊销计入当期损益，公司调减2021年初销售费用59,502.97万元至营业成本中。

资本实力与资产质量

近年公司负债规模增速较快，财务杠杆水平抬升；资产以生产经营用生产线及矿山资源获取权为主，货币资金相对充裕，受混凝土业务发展影响公司应收账款增长较快

近年受公司利润积累下降影响，公司所有者权益持续增长但增速下降；受应付采矿权出让价款增多、“21华新01”“22华新01”“22华新02”等债券发行以及新增部分银行借款融资影响，近年公司总负债增速较快，有息债务规模增长较快，财务杠杆水平抬升。截至2023年9月末，公司净资产325.59亿元，以未分配利润和少数股东权益为主。

图3 公司资本结构

图4 2023年9月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产总额增长较快，主要包括货币资金、存货（原材料及库存商品）、固定资产（房屋建筑物及机器设备）、在建工程及无形资产（采矿权及土地使用权），2023年9月末上述资产合计占公司资产的83.47%。近年货币资金持续下降主要因公司经营获现能力减弱叠加资本支出保持较大规模所致，近年货币资金占流动资产比约45%-55%。公司存货主要包括原材料及库存商品，各原材料及产品根据经营需要储备，近年库存商品账面价值呈增长趋势。近年，公司在海外水泥、骨料、混凝土一体化业务方面加大投资力度，马文尼熟料二期项目等新项目增加及绿色建材机制砂等在建项目持续投入带动固定资产和在建工程规模持续增长，且随着骨料一体化等在建工程部分竣工转固，近年公司固定资产有所增加。公司无形资产主要为采矿权和土地使用权，近年受公司积极扩张骨料产能的战略影响，取得的采矿权逐年增加。

其他资产方面，公司应收账款近年增长明显，主要因公司混凝土业务规模扩大，混凝土业务采用信用销售方式，平均账期约3个月。

受限资产方面，截至2023年6月末，公司因抵押等受限的资产规模合计为3.28亿元，占总资产的比例很低，主要为票据及信用证保证金、矿山复垦及采矿权竞拍保证金等受限货币资金。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年9月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	66.34	9.98%	70.38	10.96%	88.36	16.82%	86.42	19.67%
应收账款	25.62	3.85%	13.83	2.15%	9.57	1.82%	6.53	1.49%
存货	36.45	5.48%	34.05	5.30%	35.42	6.74%	23.49	5.35%
流动资产合计	152.86	23.00%	144.50	22.49%	161.27	30.69%	151.35	34.45%
固定资产	263.90	39.71%	227.21	35.37%	213.26	40.58%	191.86	43.67%
在建工程	46.05	6.93%	65.75	10.24%	41.99	7.99%	31.04	7.07%

无形资产	142.04	21.37%	151.83	23.63%	73.78	14.04%	42.67	9.71%
非流动资产合计	511.73	77.00%	497.91	77.51%	364.23	69.31%	287.94	65.55%
资产总计	664.59	100.00%	642.42	100.00%	525.50	100.00%	439.29	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

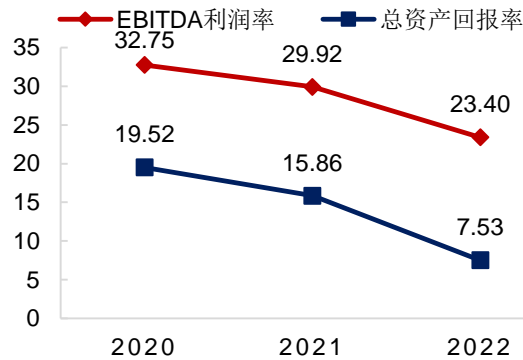
盈利能力

受需求收缩影响，水泥主业不及预期导致公司营业收入波动下降明显，成本维持高位大幅压缩利润空间，短期内公司业绩或继续承压

近年公司营业收入呈现一定波动，主要因在水泥需求下降、成本上涨等背景下，水泥主业表现有所承压，非水泥业务快速成长，一定程度上对冲收入规模下行压力。其中2021年我国宏观形势整体稳中向好，尽管与水泥消费相关的固定资产投资、房地产投资、基建投资等多项指标出现明显减弱，2021年全年水泥需求总体表现为前高后低的特征，2021年公司营业收入仍保持了稳健增长的态势；公司2022年营业收入同比下降6%，因受2022年经济增速放缓、房地产投资深度下行等背景影响，国内水泥需求全年低迷，公司水泥板块收入2022年同比下降21.76%；同时煤炭及电力价格高位运行推升水泥及熟料单位产量产品的生产成本，水泥、熟料、混凝土业务毛利率持续下滑，骨料毛利率波动上升但收入占比较小，整体来看，公司销售毛利率呈现下滑趋势。此外，近年公司期间费用率同比上升，对部分工商经营状况未达预期的工厂计提了资产减值损失也对利润有所侵蚀，2020-2022年公司分别实现净利润61.74亿元、58.05亿元和30.24亿元，近年归属于母公司的净利润也持续下滑，2022年降幅约达50%。2023年前三季度营业收入较上年同期提升10.79%，但仍受煤炭及电力价格等成本难以向下传导影响导致净利润较上年同期下降7.18%。

盈利能力方面，近年公司EBITDA波动下滑叠加利润总额持续下滑导致公司EBITDA利润率、总资产回报率下滑明显。得益于公司较强的水泥市场竞争力、非水泥业务助力一体化发展、海外市场布局开拓战略，公司保持行业中等偏上的盈利能力。水泥下游主要包括基建、地产和新农村建设三部分，预计华中地区及西南地区基建投资仍可为水泥需求提供一定支撑，但短期内地产下行趋势仍将持续，短期内需求整体偏弱；错峰生产常态化及碳达峰等加速淘汰落后产能、严控新增产能，但产能过剩现状尚存；煤炭、电力等成本价格或维持高位，公司业绩或继续承压。未来需持续关注基建及地产等需求变化，以及煤炭、电力价格变化及“双碳”、错峰生产等推进对生产成本及产能利用的影响。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

近年公司经营活动净现金流表现弱化，现金生成能力下降明显，公司资本开支集中于骨料及混凝土产能建设等产业链一体化方向，公司总债务和净债务规模上升明显，EBITDA及总资本对债务保障能力下降明显但仍处较高水平

近年公司总负债及总债务增速较快，总债务占负债合计的比重有所上升，近年公司债务以长期债务为主，截至2023年9月末公司长期债务为131.47亿元，长短期债务比例约为65.4：34.6。公司债务类型以银行借款和债务融资为主，其中银行借款多有抵质押和保证措施，债券融资包括2020年发行海外债券、“21华新01”“22华新01”“22华新02”，发行额度分别为3亿美元、13亿元、5亿元和4亿元，发行期限分别为5年、3年、3年和5年。

此外，公司应付账款主要系应付上游供应商采购成本，近年应付账款管理较弱，2023年6月末一年以内到期的应付账款余额占比81.30%。公司长期应付款系分期缴纳采矿权出让价款和售后租赁融资借款，其中2022年长期应付款增幅较大主要因公司2022年积极扩张骨料产能，获得的采矿许可权增加导致采矿权出让价大幅增长。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年9月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.12	2.10%	5.93	1.78%	6.43	2.77%	6.25	3.44%
应付账款	72.36	21.35%	83.66	25.05%	71.12	30.69%	52.98	29.13%
一年内到期的非流动负债	55.21	16.29%	44.27	13.25%	12.14	5.24%	18.74	10.31%
流动负债合计	168.58	49.73%	166.25	49.77%	127.14	54.87%	116.03	63.79%
长期借款	85.93	25.35%	72.82	21.80%	50.82	21.93%	35.04	19.27%
应付债券	32.12	9.47%	44.26	13.25%	33.28	14.36%	19.44	10.69%
长期应付款	24.28	7.16%	28.37	8.49%	4.63	2.00%	1.91	1.05%
非流动负债合计	170.42	50.27%	167.79	50.23%	104.58	45.13%	65.86	36.21%

负债合计	339.00	100.00%	334.03	100.00%	231.72	100.00%	181.89	100.00%
总债务合计	201.15	59.34%	183.98	55.08%	113.38	48.93%	86.08	47.33%
其中：短期债务	69.67	20.55%	59.29	17.75%	27.05	11.67%	31.60	17.37%
长期债务	131.47	38.78%	124.68	37.33%	86.33	37.26%	54.48	29.95%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年 EBITDA、FFO 均呈现先升后降，现金生成能力下降明显，主要受盈利能力下降因素影响，经营活动现金净流入规模同样呈现收窄趋势，2023 年三季度经营活动现金净流入同比去年同期增长 39.51%。此外，近年公司投资活动现金净流出规模持续扩大，主要因公司在骨料、混凝土一体化业务等领域加大投资力度以及在建项目的持续推进，导致资本支出大幅增长所致；公司筹资活动现金净流量波动较大，其中 2021 年筹资活动现金净流出 6.32 亿元，主要因 2021 年公司偿还“16 华新 01”债务所致，2022 年筹资活动现金净流入达 17.72 亿元，主要因公司通过发行“22 华新 01”“22 华新 02”等加大外部融资力度所致，2023 年三季度筹资活动现金流量净流出主要因公司集中兑付偿还债务。

考虑到近年水泥市场需求低迷，公司持续拓宽骨料及混凝土业务，投建华新黄石绿色建材亿吨机制砂项目等，截至 2023 年 6 月末公司在建项目整体投资规模较大且近年投资活动现金持续呈现净流出，中证鹏元认为自有现金流/净债务能更好地体现杠杆比率波动性。

杠杆方面，近年公司资产负债率持续上升，但整体处于尚可水平；近年净债务/EBITDA 由负转正且持续上升，近年 FFO/净债务由负转正且波动较大，主要因公司总债务增加叠加利润总额下滑所致。近年 EBITDA 对债务利息、总资本对债务总额保障能力虽有下降但仍较好。

表9 公司现金流及杠杆状况指标

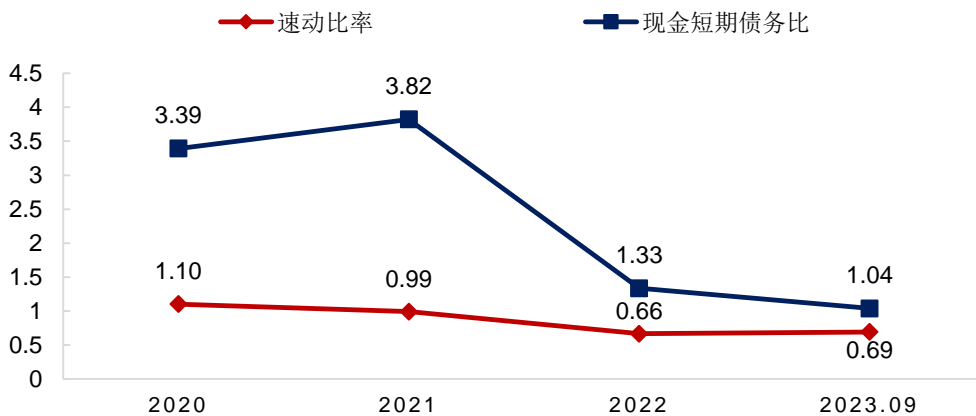
指标名称	2023 年 9 月	2022 年	2021 年	2020 年
经营活动净现金流（亿元）	35.03	45.68	75.95	84.05
FFO(亿元)	--	35.71	62.36	60.71
资产负债率	51.01%	52.00%	44.10%	41.40%
净债务/EBITDA	--	1.58	0.18	-0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	14.97	31.51	40.73
总债务/总资本	38.19%	37.37%	27.85%	25.06%
FFO/净债务	--	31.75%	360.22%	-411.22%
经营活动现金流/净债务	25.95%	40.61%	438.75%	-569.36%
自由现金流/净债务	8.41%	-28.01%	78.88%	-326.20%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，因近年公司主动获取大量采矿权并加速全产业链一体化延伸与发展，公司新增较大规模的长短期借款和长期应付款，速动比率及现金短期债务比整体呈现下降趋势，但整体来看，公司短期偿债压力仍处于较低水平。此外，尽管公司为外资企业且属于地产关联产业，但考虑到公司作为 A 股及 H 股上市公司，融资渠道较多且不存在影响融资的重大负面事件。整体来看，公司获取流动性资源

的能力较强。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

五、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现一般，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

环境方面，公司及子公司是环境保护部门公布的重点排污单位，根据公司 2023 年半年度报告，2023 年 3 月，因窑尾烟气排放口在线监测设备颗粒物比对监测结果超标要求，华新水泥（渠县）有限公司被达州市生态环境局处罚 4.13 万元（达市环罚[2022]174 号），未对公司产生重大影响。

社会因素

社会方面，根据公开核查（查询日：2023 年 11 月 28 日），2023 年 1 月，因违反海关监管规定，公司被中华人民共和国南沙海关处罚 4.7 万元（南关缉违字[2023]0005 号），未对公司产生重大影响。此外，过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

治理方面，公司按照《公司法》、《证券法》、《上海证券交易所股票上市规则》等相关法律法规以及《公司章程》的有关规定，形成以股东大会、董事会、监事会相互制约、运作有效的内部管理和控制制度体系。根据公开核查，近 36 个月公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚

的情形。2022年12月，公司原非执行董事 Geraldine Picaud 因工作变动原因辞职；2023年3月，公司新增非执行董事 Martin Kriegner；截至2023年6月末，徐永模任公司董事长，吴昕任会计机构负责人，陈骞任主管会计工作负责人，叶家兴任公司董事会秘书职责。

（二）过往债务履约情况

根据同花顺iFinD查询及2023年半年报报告，公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年11月28日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2023年6月末，公司不存在对外担保情况。

未决诉讼方面，截至2023年6月末公司涉及3起未决诉讼，具体情况如下：

（1）2020年9月，Moncement Building Materials LLC(以下简称“蒙古水泥”)向国际商会 International Chamber of Commerce 申请仲裁，称公司于2013年至2017年总承包其水泥生产线建设项目，因违反EPC合同关于工厂设计、执行和交付的若干保证和承诺，从而要求公司赔偿因违反质量保证义务和维修义务给其造成的损失和全部仲裁费用，损失金额USD35,724,579并按照10%年利率支付自仲裁申请之日起至实际支付之日止的利息。截至2023年6月末，该仲裁案尚未开庭审理。

（2）2021年7月，华新水泥及其附属公司收到武汉仲裁委员会的仲裁通知书，事由为武汉市青山区国有资本投资运营控股集团有限公司(以下简称“青山国资运营公司”)向武汉仲裁委员会申请仲裁，称其于2007年6月为公司垫付在武汉市青山区投资建设水泥粉墨站及搅拌站项目的居民拆迁费用26,000,000元，并约定于2008年12月31日、2009年12月31日、2010年12月31日由公司分期偿还人民币6,000,000元、10,000,000元、10,000,000元，其要求公司偿还本金人民币26,000,000元并按照基准日利率0.021%支付自逾期还款日至实际支付日止的违约金。截至2023年6月末，武汉仲裁委员会尚未宣布仲裁结果。

（3）2022年10月，奉节县人民政府向重庆市奉节县人民法院提出起诉，称公司未能办理跨境运输手续，无法按照前期双方签订的生活垃圾处置合作协议进行生活垃圾无害化处理，导致奉节县政府其需自行运输和处理自2018年9月至2020年7月经公司预处理后的CMSW(生活垃圾预处理可燃物)，产生损失共计人民币59,455,935元，并要求公司承担该损失费用。截至2023年6月，该诉讼尚未开庭审理。

六、结论

近年我国房地产投资下行、基建支撑力度不及预期，导致水泥市场需求快速收缩、产量下降，且行

业去产能压力依然严峻，水泥价格下行趋势明显；叠加煤炭等能源价格维持高位，水泥行业利润大幅下降；2023年第四季度中央预计发行万亿国债以拉动基建投资，2024年水泥需求或有望触底企稳。公司系国内综合实力排名前五大的水泥生产企业，主要服务华中和西南地区，区域内拥有较高占有率及较强竞争力，2022年公司水泥及熟料年产能分别达11,796万吨和7,616万吨，共有熟料产线62条。中国水泥网统计数据显示，2022年公司在湖北省的水泥年产能占比约37%。此外，公司近年骨料、商品混凝土等产业链延伸方面积极发力，截至2023年6月30日，公司具备商品混凝土产能8,990万方/年（含租赁）、骨料产能2.4亿吨/年，毛利率较高的骨料收入近年稳步增长，公司正积极布局海外业务，已在位于中亚、东南亚及非洲等地区的多个国家形成产能投产，海外熟料产能规模居全国第二位。石灰石为水泥产品的主要原材料，公司生产用石灰石主要由自有矿山供应，2022年末石灰石自供比例达97%，公司近年在不断加大石灰石资源获取力度，截至2022年末已获得采矿许可证的石灰石储量达68亿吨，较2020年末增长约1.83倍。

同时中证鹏元也关注到了，需求收缩下公司水泥、骨料等主要产品量价齐跌，公司水泥主业收入不及预期导致公司营业收入波动下降明显，煤炭价格高位运行推升公司生产成本，成本传导不佳，2023年三季度净利润较2020年同期下滑幅度约50%；近年公司现金生成能力下降明显，受总债务及净债务规模上升明显影响，公司EBITDA及总资本对债务保障能力下降明显，且公司将持续布局非水泥产品和海外市场，预计未来仍有较多资本支出。总体来看，公司抗风险能力极强。

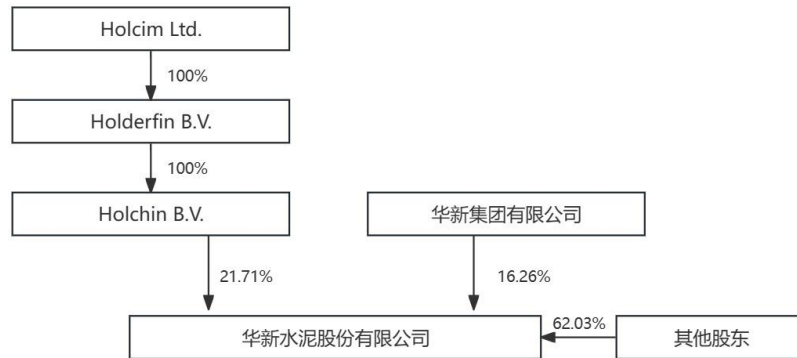
综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AAA_{pi}，评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年9月	2022年	2021年	2020年
流动资产合计	152.86	144.50	161.27	151.35
固定资产	263.90	227.21	213.26	191.86
无形资产	142.04	151.83	73.78	42.67
非流动资产合计	511.73	497.91	364.23	287.94
资产总计	664.59	642.42	525.50	439.29
短期借款	7.12	5.93	6.43	6.25
应付账款	72.36	83.66	71.12	52.98
一年内到期的非流动负债	55.21	44.27	12.14	18.74
流动负债合计	168.58	166.25	127.14	116.03
长期借款	85.93	72.82	50.82	35.04
应付债券	32.12	44.26	33.28	19.44
非流动负债合计	170.42	167.79	104.58	65.86
负债合计	339.00	334.03	231.72	181.89
总债务	201.15	183.98	113.38	86.08
所有者权益	325.59	308.38	293.78	257.40
营业收入	241.65	304.70	324.64	293.57
营业利润	29.10	40.23	74.44	76.99
净利润	22.24	30.24	58.05	61.74
经营活动产生的现金流量净额	35.03	45.68	75.95	84.05
投资活动产生的现金流量净额	-27.67	-83.83	-67.94	-50.08
筹资活动产生的现金流量净额	-18.63	17.72	-6.32	1.88
财务指标	2023年9月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	71.29	97.12	96.15
FFO(亿元)	--	35.71	62.36	60.71
净债务(亿元)	134.99	112.49	17.31	-14.76
销售毛利率	26.31%	26.22%	34.10%	40.59%
EBITDA 利润率	--	23.40%	29.92%	32.75%
总资产回报率	--	7.53%	15.86%	19.52%
资产负债率	51.01%	52.00%	44.10%	41.40%
净债务/EBITDA	--	1.58	0.18	-0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	14.97	31.51	40.73
总债务/总资本	38.19%	37.37%	27.85%	25.06%
FFO/净债务	--	31.75%	360.22%	-411.22%
速动比率	0.69	0.66	0.99	1.10
现金短期债务比	1.04	1.33	3.82	3.39

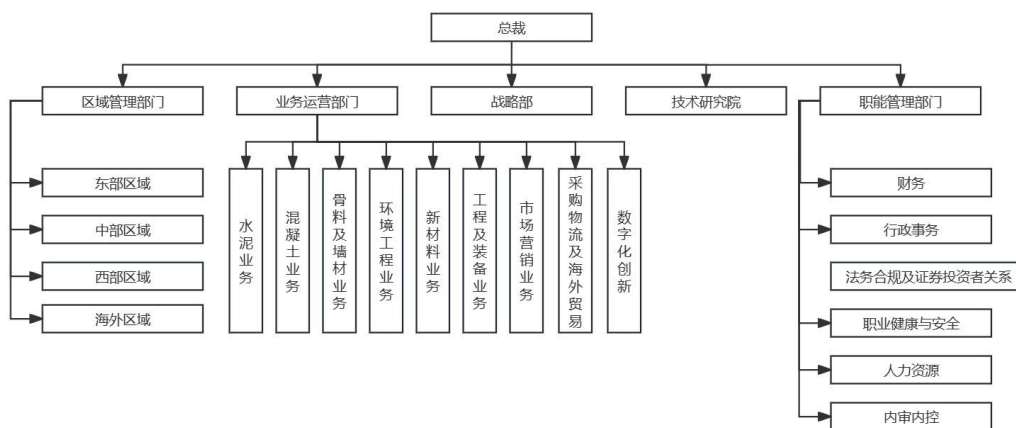
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 9 月末）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公开资料

附录四 2023年6月末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)		业务性质
	直接	间接	
华新水泥黄石有限公司	80.00	20.00	生产及销售建材产品
华新水泥红河有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新水泥阳新有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
重庆华新地维水泥有限公司	97.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥富民有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
昆明崇德水泥有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新水泥临沧有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新水泥株洲有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥大冶有限公司	70.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥云龙有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新水泥武穴有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥恩平有限公司	0.20	99.80	生产及销售建材产品
华新水泥剑川有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
重庆华新参天水泥有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
云南华新东骏水泥有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新水泥长阳有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥秭归有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥渠县有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新贵州顶效特种水泥有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新水泥郴州有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
重庆华新盐井水泥有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
贵州水城瑞安水泥有限公司	-	70.00	生产及销售建材产品
华新水泥冷水江有限公司	90.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥河南信阳有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥万源有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥重庆涪陵有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥道县有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新红塔水泥(景洪)有限公司	51.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥桑植有限公司	80.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥宜昌有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥襄阳有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥赤壁有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥昆明东川有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
云南国资水泥昆明有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新水泥纳拉亚尼有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新水泥昭通有限公司	60.00	40.00	生产及销售建材产品
华新水泥丽江有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新水泥迪庆有限公司	69.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥荆州有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥房县有限公司	70.00	-	生产及销售建材产品
华新金龙水泥(郧县)有限公司	80.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥麻城有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥恩施有限公司	67.00	33.00	生产及销售建材产品

华新水泥武汉有限公司	70.00	30.00	生产及销售建材产品
柬埔寨卓雷丁水泥有限公司	-	68.00	生产及销售建材产品
华新水泥鄂州有限公司	70.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥西藏有限公司	79.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥(鹤峰)民族建材有限公司	51.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥随州有限公司	60.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥襄阳襄城有限公司	100.00	-	生产及销售建材产品
华新水泥楚雄有限公司	-	100.00	生产及销售建材产品
华新混凝土(武汉)有限公司	100.00	-	生产及销售混凝土
华新混凝土襄阳有限公司	84.00	-	生产及销售混凝土
重庆华新凤凰湖混凝土有限公司	100.00	-	生产及销售混凝土
南京市华新混凝土有限公司	-	100.00	生产及销售混凝土
华新混凝土咸宁有限公司	-	100.00	生产及销售混凝土
西藏华新建材有限公司	-	71.43	生产及销售混凝土
岳阳县永固混凝土有限公司	-	100.00	生产及销售混凝土
重庆华新天成混凝土有限公司	100.00	-	生产及销售混凝土
华新绿色建材(武穴)有限公司	-	59.00	生产及销售建筑材料
华新水泥吉扎克有限责任公司	-	100.00	生产及销售建筑产品
华新水泥(嵩明)有限公司	-	100.00	生产及销售建筑产品
云维保山有机化工有限公司	-	80.00	生产及销售建筑骨料
黄石华新绿色建材产业有限公司	58.00	-	生产及销售建筑骨料
华新港城建材(黄石)有限公司	-	51.00	生产及销售建筑骨料
华新骨料(阳新)有限公司	-	100.00	生产及销售建筑骨料
华新骨料(株洲)有限公司	-	70.00	生产及销售建筑骨料
华新交投(赤壁)新型建材有限公司	-	51.00	生产及销售建筑骨料
华新骨料(武穴)有限公司	-	100.00	生产及销售建筑骨料
华新新材(长阳)有限公司	-	100.00	生产及销售新型材料
富民园区新型建材有限公司	-	70.00	生产及销售新型材料
华新新材(秭归)有限公司	-	100.00	生产及销售新型材料
华新(丽江)环保新材有限责任公司	-	70.00	生产及销售新型材料
华新新型建材(黄石)有限公司	100.00	-	生产及销售新型材料
华新春锦建材(武穴)有限公司	-	55.00	生产及销售新型材料
华新新型建筑材料有限公司	100.00	-	生产及销售新型材料
华新新型建材(昆明)有限公司	-	100.00	生产及销售新型材料
华新新型建筑材料(洛南)有限公司	-	55.00	生产及销售新型材料
华新新材料(恩施)有限公司	-	100.00	生产及销售新型材料
华新(株洲)新材料科技有限公司	-	100.00	生产及销售新型材料
华新环境工程有限公司	100.00	-	环保设计施工及垃圾处理等
武汉长山口华新环境工程有限公司	-	100.00	环保设计施工及垃圾处理等
华新环境工程(武穴)有限公司	-	100.00	环保设计施工及垃圾处理等
华新环境工程(珠海)有限公司	-	80.00	环保设计施工及垃圾处理等
华新环境工程(信阳)有限公司	-	100.00	环保设计施工及垃圾处理等
华新环境工程(十堰)有限公司	-	100.00	环保设计施工及垃圾处理等
华新环境工程(重庆)有限公司	-	100.00	环保设计施工及垃圾处理等
华新环境工程(娄底)有限公司	-	100.00	环保设计施工及垃圾处理等
湖北岱领未来环保包装科技有限公司	100.00	-	生产、销售水泥包装袋
华新鄂州包装有限公司	-	100.00	生产、销售水泥包装袋
华新装备工程有限公司	100.00	-	机电设备制造、维修、安装服务

华新水泥(黄石)装备制造有限公司	-	100.00	机电设备制造、维修、安装服务
阳新县富华装卸有限公司	-	100.00	装卸、仓储等服务
宜都市红花鑫通物流有限公司	-	100.00	装卸、仓储等服务
华新(海南)投资有限公司	60.00	40.00	投资
云南华新建材投资有限公司	100.00	-	投资
华新中亚投资(武汉)有限公司	100.00	-	投资
华新混凝土有限公司	100.00	-	投资
华新骨料有限公司	100.00	-	投资

资料来源：华新水泥 2023 年半年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA_{pi}	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_{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A_{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB_{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB_{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{pi} 级，CCC_{pi} 级（含）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。

二、个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa_{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，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_{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a_{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb_{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb_{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b_{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，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_{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，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_{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，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_{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa_{pi} 级，ccc_{pi} 级（含）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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。