

信用等级公告

联合[2007] 205 号

联合资信评估有限公司通过对华新水泥股份有限公司 2007 年度信用状况进行综合分析和评估, 确定

华新水泥股份有限公司
2007 年度企业主体长期信用等级为
A⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年四月十八日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

华新水泥股份有限公司 2007 年度企业主体长期信用评级分析报告

评级结果: A⁻

评级时间:

2007 年 4 月 18 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	495580.00	610829.22	713027.93
股东权益(万元)	116671.30	121361.75	132076.11
主营业务收入(万元)	218810.13	263938.02	351287.40
利润总额(万元)	25516.01	8137.78	21161.81
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
资产负债率(%)	64.24	68.42	70.71
全部债务资本化比率(%)	58.06	62.78	64.17
净资产收益率(%)	12.73	5.11	9.60
流动比率(%)	62.32	50.66	45.88
债务保护倍数	0.15	0.11	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	6.80	3.99	4.48
筹资活动前现金流量净额			
债务保护倍数(倍)	-0.17	-0.17	-0.03

分析员

沈 磊 胡文玮

电话

8610-85679696-8803

传真

8610-85679228

地址

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

我国是世界最大的水泥生产和消费国,水泥工业在我国国民经济中居于重要地位。华新水泥股份有限公司(以下简称“公司”或“华新水泥”)是国内主要的水泥生产企业之一,经营历史悠久,产品质量优良,产销规模持续扩大。公司经营管理规范,营销体系较为完备,技术装备水平处于国内同行业领先地位。公司目前资产质量较好,债务负担重,负债结构不合理,盈利能力正常,经营活动获现能力较强,公司整体偿债能力一般。

优势

1. 公司是我国最大的水泥生产企业之一,近年来生产经营规模不断扩大,产品拥有较高的品牌知名度,市场影响力较强。

2. 公司生产销售布局较为合理,市场区域呈现分散化,在行业调整周期内表现出较强的抗风险能力。

3. 公司有望成为 HOLCIM 的控股子公司,直接获得较大规模的资金注入以及先进的生产技术和营销理念。

关注

1. 公司属水泥行业,与宏观经济整体发展的相关性较高,经营业绩易受宏观经济影响。

2. 公司近年来投资规模较大,产能的高速扩张给经营带来一定的不确定因素。

3. 公司负债水平较高,债务负担重,负债结构不合理,短期偿债压力大。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项使得联合资信评估有限公司（联合资信）与华新水泥股份有限公司构成委托关系外，联合资信及参与本次评级的人员与华新水泥股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因华新水泥股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华新水泥股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 华新水泥股份有限公司 2007 年企业主体长期信用等级自 2007 年 4 月 18 日至 2008 年 4 月 17 日有效，期内根据跟踪评级的结论，评级结果可能产生变化。

一、主体概况

华新水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“华新水泥”）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，于1993年11月公开发行4472.76万股A股股票。1994年11月，公司又发行8700万股B股股票。1999年3月，公司向HOLCIM Ltd.（瑞士豪西盟集团，以下简称“HOLCIM”）的全资子公司HOLCHIN B.V.定向增发7700万股B股，HOLCHIN B.V.成为公司第二大股东，双方建立了战略伙伴关系。公司已于2005年12月29日实施股权分置改革。截至2006年底，公司实收资本为32840.00万元，控股股东为华新集团有限公司（以下简称“华新集团”），合计持有公司27.1%的股权，其中24.1%为华新集团代国家持有的国有股，3%为华新集团自身持有的法人股；公司第二大股东为外资股东HOLCHIN B.V.，持有公司26.1%的股权。

公司属水泥行业，主要从事水泥的生产与销售，是国内最大的水泥生产企业之一，目前已形成年产1550万吨熟料、2850万吨水泥的生产能力。公司下设23余家分子公司以及12个管理和辅助部门（公司办公室、企业管理部、战略发展部、审计部、法律事务部、生产管理部、工程部、技术中心、设计院、财务中心、人力资源部和采购部），拥有员工6946人。

截至2006年底，公司合并资产总额713027.93万元，股东权益132076.11万元；2006年公司实现主营业务收入351287.40万元，利润总额21161.81万元，经营活动产生的现金流量净额93461.51万元。

公司注册地址：湖北省黄石市黄石大道897号；法人代表：陈木森。

二、行业分析

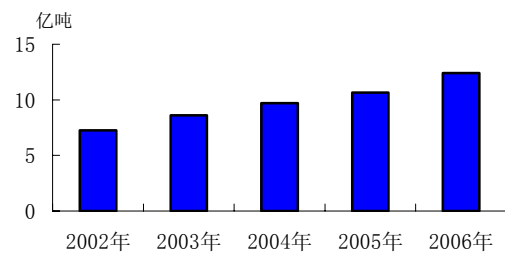
1. 行业概况

公司所属行业为水泥生产行业，水泥为硅

酸盐类无机材料，其主要原料来源为石灰石矿产，水泥被广泛用于道路、桥梁、铁路、水利等基础设施及房屋建设，是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品。水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响比较显著。

改革开放以来，随着经济建设规模扩大，我国水泥工业发展很快。1978年全国水泥产量6524万吨，2006年水泥产量12.4亿吨，水泥年产量净增11.7亿吨；自1985年起，我国水泥产量已连续21年居世界第一位，目前我国水泥产量占世界总产量的48%左右。2006年全国水泥行业实现总销售收入为3217亿元，实现利润总额为150亿元。近年来我国水泥产量增长情况见图1。

图1 近年来我国水泥产量情况



数据来源：国家统计局

行业结构方面，我国水泥行业尚处于分散经营阶段，市场集中度较低，但随着我国水泥行业的不断发展，行业集中度近年来正在不断提高，各运输半径之内的区域龙头形成速度加快。目前，我国水泥企业总数为5149家，其中在局部区域占有20%以上的市场份额的龙头企业详见表1。

宏观环境方面，国家出台了一系列针对水泥行业发展的政策措施，其中包括《水泥工业发展专项规划》（发改工业[2006]2222号）、《水泥工业产业发展政策》（发改工业[2006]2222号）和《关于公布国家重点支持水泥工业结构调整大型企业(集团)名单的通知》（发改运行[2006]3001号）等，旨在对水泥行业进行优化调整，各地淘汰落后水泥的行政力度也在逐步

加大。

表 1 全国区域龙头企业分布简表

地区	企业名称
华东地区、华南地区	海螺水泥
中部地区	华新水泥
西部地区	四川双马、天山股份
东北地区	亚泰集团
华北地区	冀东水泥

2. 行业特点

2005 年，水泥行业受固定资产和房地产投资增速放缓的影响，需求增长下降，价格连续下滑，其销量增速亦呈回落态势，盈利水平快速下滑，我国水泥行业经历了周期性的低谷。2006 年，水泥行业在需求拉动和产能减少的双重作用下，利润空间不断扩大，整个行业正逐步走出低谷，其发展特点表现在以下几方面：

(1) 固定资产投资增长带动水泥行业的发展

“十一五”期间国家加大投入力度支持新农村及城镇化和基础设施领域方面的建设。在新农村建设中，全国农村住房投资每年新增 6000 亿元，年增加水泥用量约 2.4 亿吨；在农村道路、沼气、用电、通讯、安全饮水、广播电视等基础设施建设方面，每年投资概算约为 4 万亿元，水泥需求量约为 3.6 亿吨；在城镇化建设方面，“十一五”规划要求，到 2010 年城镇化水平由 2005 年的 43% 提高到 50%，按城镇化率以每年平均增加 1% 计算，城镇每年新增住房面积 4.6 亿平方米，则每年新增水泥用量约 1.4 亿吨；在铁路、公路和机场的建设方面，水泥需求也在快速增长。固定资产投资增长促进了水泥行业的发展，与之相比，针对工业投资领域中存在产能过剩的行业的宏观调控给水泥行业带来的负面影响较小。

另外，从地区角度而言，目前东部地区固定资产投资从 2003 年开始增长率逐年下降，而中、西部地区固定资产投资增速明显高于全国水平，对水泥的需求亦将保持高速增长，整体上固定资产投资带动了水泥全行业的发展。

(2) 国家加大对水泥行业结构的调整力度

政府部门已开始从外部施加各种压力，强制性要求关闭落后水泥生产线。《水泥工业发展专项规划》中要求，2006 年至 2010 年要淘汰产能 2.5 亿吨，落后水泥比重将从 2005 年的 55% 降到 2010 年的 30%，其中，目前新型干法水泥产能比重较低的河北、山东和广东三省，2007—2008 年将分别淘汰落后产能 1500 万吨、2000 万吨和 1500 万吨，湖北省 2007-2008 年将淘汰落后产能 600 万吨，2009-2010 年将淘汰落后产能 800 万吨，部分地方政府也已制定了详细的落后产能淘汰计划。《关于公布国家重点支持水泥工业结构调整大型企业(集团)名单的通知》明确了今后将大力支持海螺水泥、华新水泥等 12 家全国重点水泥企业以及 48 家区域性重点企业，鼓励这些大型水泥企业兼并、重组、联合，迅速提高生产集中度，优化资源配置，带动水泥行业结构调整。

(3) 全球并购中心向中国转移

由于我国水泥市场发展不平衡，许多地区还存在广阔的发展空间。目前我国水泥行业有 50% 以上的落后产能需要被淘汰，同时市场需求正迅速增加。中国经济的快速发展给水泥行业带来难得的发展机遇。但水泥行业是一个规模效应明显的行业，受资本金的制约，国内众多中小水泥企业无法采用新型干法水泥的制造工艺，更无法迅速扩大规模。外资敏锐抓住这一有利时机，有选择地对区域龙头或有望成为区域龙头的水泥企业进行投资。法国拉法基集团 (Lafarge) 收购四川双马，德国海德堡入股冀东水泥的子公司，爱尔兰 CRH 公司拟购买亚泰集团所属全部水泥企业 26% 的股权，海螺水泥引入 MS Asia Investment Limited (摩根士丹利公司之附属公司) 和国际金融公司 (世界银行集团成员之一) 两家战略投资者，此外 HOLCHIN B.V.[HOLCIM (瑞士豪西盟) 下属子公司] 增持华新水泥已获商务部批准，中材国际合并天津水泥设计院等。

(4)水泥行业产业集中度不断提高

经过 20 多年发展，水泥生产规模不断扩大，一批大企业集团发展壮大，产业集中度大幅度提高，这对提高我国水泥工业的竞争力，加快结构调整和产业升级，起到了重要促进作用。2005 年，我国十大水泥企业集团的生产集中度为 13.3%，相比 2000 年的不到 4.4%，上升了 8.9 个百分点。

3. 行业存在的问题

我国水泥行业结构性矛盾突出，主要表现为企业规模小、产品档次偏低、落后生产能力仍占相当比重、能耗大、资源消耗高、环境污染严重等。这些问题的产生，既有长期低水平发展积累的原因，也有近两年在市场需求拉动下，一些企业不顾产业政策，低水平盲目扩张所带来的后果。

(1)企业规模小，产品质量低

目前，全国共有规模以上（年销售收入 500 万元以上）水泥企业 5000 多家，但平均规模仅为 22 万吨，远低于世界平均水平。水泥生产能力中 55% 左右仍为落后的立窑和小型干法中空窑，32.5 级水泥等低端产品约占总产量的 85%，42.5 级及以上的约占 12%，产品的标号标准低，质量不稳定。

(2)能耗较高，污染严重

目前，我国水泥行业中，采用立窑等落后生产工艺的企业占整个行业企业的比例较高，与新型干法水泥相比，小立窑、湿法窑等落后工艺能耗高。水泥工业对环境的影响主要是粉尘污染，其粉尘排放量占全国工业行业粉尘排放总量的 40% 左右。虽然国家对水泥行业的环保问题日益重视，水泥生产中的粉尘排放总量逐年降低，但污染问题仍很严重。

(3)盲目扩张，浪费资源

在市场需求快速增长的拉动下，当前落后生产能力的重复建设仍未得到完全有效的遏制。主要原因：一是闲置立窑生产能力在市场的刺激下恢复了产能；二是相当一部分已淘汰

关闭的小水泥企业又投入生产；三是在水泥市场形势较好的西部地区，不但没有关闭立窑，而且还有新建立窑的现象，东部地区一些水泥企业将拆除的立窑转移到西部地区恢复生产。盲目扩张进一步加大了结构调整的难度，严重影响了水泥工业的可持续发展。特别是一些水泥企业不建矿山，采用民采民运方式，不重视环境保护和资源的合理开采利用，资源和生态环境的破坏较严重。

4. 行业前景

(1)水泥行业将进一步优化结构

《水泥工业产业发展政策》明确提出到 2020 年，企业数量由目前的 5000 家减少到 2000 家，生产规模 3000 万吨以上的企业达到 10 家，500 万吨以上的企业达到 40 家。预计 2010 年将累计淘汰落后产能 2.5 亿吨，企业平均生产规模将由 2005 年的 20 万吨左右提高到 40 万吨，企业户数将由 5000 家减少到 3500 家左右。综合而言，未来水泥行业洗牌将加速，区域性龙头企业的行业地位将进一步加强。

(2)水泥行业将迎来高速发展

随着我国工业化、城镇化进程的加快以及城乡和谐社会的建设，未来 20 年我国经济仍将保持较快发展，而为经济建设提供基础性原材料的水泥企业也将迎来战略发展机遇期。我国水泥市场目前平均价格远低于欧美等发达国家的平均价格，但随着行业整合完毕，产能逐渐释放，国内水泥价格将有望提升。

总体看，经历了调整期后，水泥行业将迎来高速发展期。

三、基础素质

1. 生产规模

公司是一家专门从事水泥生产和销售、水泥技术服务、水泥设备的研究制造及安装修理、水泥进出口贸易的专业化公司，属建材行业，是国内最大的水泥生产企业之一。目前公司拥

有分子公司 23 家，员工 6946 人。截至 2006 年底，公司已具备年产 1550 万吨熟料、2850 万吨水泥的生产能力，2006 年公司水泥和熟料销售总量 1587.96 万吨，产销量名列全国前茅。

目前，公司已形成了生产基地以长江黄金水道为轴线，东起上海、江苏，西至云南、西藏，销售市场以华中、华东为主市场，西部为延伸市场的整体布局。

2. 技术装备

公司重视技术水平的提高，积极进行技术开发和技术引进，1995 年以来，公司积极引进具有国际先进水平的干法生产线和技术装备，使能耗降低 50%，粉尘可比排放浓度削减 80%。

公司目前有各类工程技术人员 300 余人，技术力量雄厚，开发能力较强。同时，公司还与武汉工业大学等联合研发，拥有了以全套水泥新型干法技术和高效粉磨技术为核心的专有技术系列。公司 2004 年建成投产的阳新 6000t/d 项目，达到了世界先进技术水平。公司研发的 HXL 筒式辊碾磨节电 35% 以上，降低金属消耗 90%，被评为国家“九五”攻关优秀科技成果奖。

公司在消化吸收世界最先进干法水泥生产技术的基础上，重视提高企业自主创新能力。公司下属机械工程分公司依靠自身力量，设计制造出目前世界上最大的一台风扫原料磨，2005 年 2 月 25 日在水泥熟料生产线落位安装。这台直径 6 米、长 12 米、重达 487 吨的原料磨运用于日产 6000 吨水泥熟料生产线，设计产量为每小时 420 吨，具有运转率高、成本低、故障少等特点。近年来公司自主或合作研制成功的主要新产品、新材料还包括缓凝微膨胀水泥、超细粉、干粉砂浆、喷彩色水泥等。

2006 年，公司进一步加大科技研发工作力度，全年申报科技成果及科技项目 10 余项，其中和武汉理工大学共同研究开发的“低环境负荷水泥生产技术高效燃烧系统研究开发”项目获湖北省科学进步一等奖，其成果已用于公司

多个工程项目，效果良好。公司“铜尾渣配料制备低环境负荷型水泥熟料关键技术”项目获黄石市科学技术进步二等奖。公司荣获 2005-2006 年度黄石市科技进步先进企业的称号。

生产装备开发方面，2006 年，公司为湘钢 200 万吨/年水泥粉磨站项目配套开发的 90 吨/年矿渣立磨已投入制造；“滑履磨”专利项目荣获“十五”期间黄石市十佳专利奖。

公司重视环境保护工作，公司的粉尘及大气污染物排放达到欧洲 2 号环保标准，宜都、阳新、武穴等新生产线的生产或设计均达到或超过国家环保标准。

总体看，公司的技术水平比较先进，生产工艺能耗低，符合国家环保标准，在国内同行业中居领先地位。

3. 人力资源

截至 2006 年底，公司职工总数 6946 人，其中生产人员 5297 人，占 76.26%，管理人员、工程技术人员、销售人员和财务人员占 23.74%；按学历划分，大专及以上学历 1722 人（占 24.79%），高中、中专 676 人（占 9.73%），初中及以下 4548 人（占 65.48%）。公司的员工以生产人员为主，符合公司生产型企业的特点。

公司董事长陈木森先生，1949 年出生，大学学历，曾任黄石市第二钢铁厂矽铁车间副工段长，轧钢车间党支部书记，黄石市冶金局局办主任、经理办主任，黄石市企业局局长，黄石市政府副秘书长，黄石市经贸委主任，1999 年 11 月起，任公司董事长。公司总裁李叶青先生，博士学历，1987 年进入华新水泥厂工作，先后任中心化验室质量控制工程师、石灰石矿副矿长、扩改办副主任、生产技术处长、副厂长，1994 年 6 月起，先后任公司副总经理、总经理、总裁。

总体上看，公司管理层具有丰富的管理经验，并具有良好的行业背景，员工素质及结构基本适应公司生产经营的需要。

4. 外部支持

国家政策方面,2007年1月,国家发改委、国土资源部、中国人民银行等三大部委联合发布了《关于公布国家重点支持水泥产业结构调整大型企业(集团)名单的通知》,明确了今后将大力支持包括华新水泥、海螺水泥等12家全国重点水泥企业以及48家区域性重点企业,在土地、信贷、项目核准方面给予优惠政策。

2007年2月,国家发改委办公厅再次发布《关于做好淘汰落后水泥生产能力有关工作的通知》,发改委2007年将择时在北京与各省签订“十一五”期间淘汰落后水泥生产能力责任书,明确各省淘汰的量化指标。落后产能的淘汰以及集中度的提高,都将进一步提高公司在湖北省的竞争能力。

截至2006年度,公司控股股东为华新集团,合计持有公司27.1%的股权,其中24.1%为华新集团代国家持有的国有股,3%为华新集团自身持有的法人股;公司第二大股东为外资股东HOLCHIN B.V.,持有公司26.1%的股权。

我们注意到,公司控股股东华新集团与第二大股东HOLCHIN B.V.之间持股比例十分接近,如将华新集团代持国有股和自身持有法人股分开计算,则HOLCHIN B.V.已经成为公司最大的股份持有人。

HOLCHIN B.V.是HOLCIM的全资子公司。HOLCIM是世界上最大的水泥制造商之一,具有年产1.60亿吨水泥的产能,2006年,HOLCIM实现净销售额239.69亿瑞士法郎,营业利润43.85亿瑞士法郎,综合实力很强。

HOLCIM是公司早在1999年引入的战略合作伙伴,其对中国水泥生产制造市场以及公司的生产能力和在国内市场中所处地位十分看好,并陆续向公司增资,增持公司股权。1999年3月,公司向HOLCIM定向增发7700万股B股,发行价每股0.2609美元,共筹资约合人民币16632万元;2005年4月,HOLCIM通过大宗交易购买公司B股876.13万股,当日公司B股收盘价为每股0.388美元,共出资约合人民币2433万

元。

2006年4月7日,公司通过股东大会批准,拟向HOLCHIN B.V.定向增发1.6亿股A股,发行价格暂以公告日前20个交易日公司A股股票均价的120%为基准。本次定向增发HOLCHIN B.V.将出资约人民币11亿元,目前有关审批程序仍在进行当中。如果定向增发成功,HOLCHIN B.V.将成为公司控股股东,而HOLCIM将通过HOLCHIN B.V.间接持有公司股份而成为公司实际控制人。定向增发募集资金将用于投资4条具有国际先进水平的新型干法水泥熟料生产线项目以及1个水泥粉磨站项目。项目建成后,将给公司新增约每年530万吨熟料产能,950万吨水泥产能,年新增利润3.86亿元。

考虑到公司自身发展需求以及与HOLCIM之间的长期战略合作基础,我们认为此次定向增发成功可能性较大,这将直接为公司筹集近11亿元的权益资金。此外,作为世界上最大的水泥制造商之一,HOLCIM拥有的先进生产技术、成熟庞大的国际营销网络以及可能给予的后续资金支持将对公司生产经营的发展十分有利。我们将持续关注定向增发事项对公司可能产生的后续影响。

四、经营管理

1. 管理质量

(1) 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》、《证券法》和《上海证券交易所上市规则》等法律法规的要求规范运作,同时对照《上市公司治理准则》,严格执行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等规章制度,不断完善公司法人治理结构。公司建立了股东大会、董事会和监事会分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。根据公司章程,股东大会是公司最高权力机构,董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由9名成员组成,

其中包括3名独立董事。公司监事会由5名监事组成。

公司内设公司办公室、企业管理部、战略发展部、审计部、法律事务部、生产管理部、工程部、技术中心、设计院、财务中心、人力资源部和采购部等12个管理和辅助部门。各部门职能明确，设置较为合理。

作为上市公司，公司在资产、财务、业务等方面与控股股东华新集团做到了独立分开。

(2) 管理制度

为保障公司的正常运转，公司制定了一系列的管理制度，并在实施过程中根据实际情况进行修改、补充、完善。目前，公司已建立了集中化的精细管理体系，形成了“八统一”的管理模式，即：企业文化、管理模式、财务控制体系、物资采购体系、营销体系、生产技术调配体系、人力资源体系、项目管理模式和标准等八个方面集中统一管理，提高了公司决策和管理的效率，增强了市场的应变能力，使公司资源综合运用效率最大化。

财务管理方面，公司成立财务中心，在集中化管理的前提下实行片区管理，统一规范财务预算分析方法和财务报表体系，实行月度成本分析例会制度，提高管理人员成本意识，带动子公司财务管理走向统一化、规范化、法制化和程序化。按照新会计准则的要求，公司重新修订了公司资金管理办法和预算管理办法，实施股份公司范围内资金统一调控管理体系，并重点强化预算控制，使得资金利用效率大大提高。

生产管理方面，公司加强生产经营的计划性，强化生产预算审核机制，硬化内控生产目标，结合市场和设备情况，编制年度、月度生产经营计划；同时，加强生产现状分析，编制生产运行报告模板，审核各生产基地上报的数据，形成公司月度汇总报告，从产量、设备运转、消耗等方面分析各基地的月度、季度生产情况，形成月度工厂经理例会制度。公司逐步完善安全生产体系，签订各级安全生产责任承

包书。

物资采购管理方面，公司加强对采购、结算、招标、资源开发等各项工作的监督审核，建立物资采购信息管理系统；提高大宗原、燃料采购性价比，降低采购成本，同时积极开展资源调查，逐步扩大战略合作关系，增强对资源的控制力。

人力资源管理方面，公司积极引进各类专业技术人才，合理有效的配置人力资源。公司已完成已投产运行的分子公司员工基本信息录入工作，完成了e-HR系统中总部职能部门2005年度员工绩效评价方案制作和员工绩效评价各项指标、员工个人工作总结、绩效评价结果的录入；制订员工职位薪资考核晋升办法，加强薪酬管理；借鉴HOLCIM经验，加强员工培训，采用多种培训方式，为员工的知识更新和能力提升提供了平台。

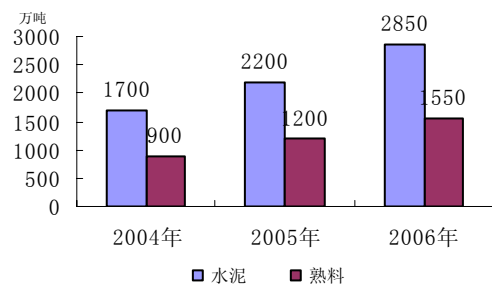
综合分析，公司法人治理结构较为完善，管理制度较为健全，管理水平较高。

2. 经营分析

(1) 业务与产品

目前，公司主要从事水泥和熟料等产品的生产与销售。自上市以来，公司先后实施了1至3号窑的技术改造，新建4号、5号窑、南通粉磨站、武钢粉磨站、宜都水泥厂、仙桃粉磨站、阳新水泥厂和恩施水泥厂，并于2003年收购苏州金猫水泥有限公司，生产规模不断扩大。截至2006年底，公司已具备年产1550万吨熟料、2850万吨水泥的生产能力（见图2）。公司产品全部为水泥及相关产品，主营业务十分突出。

图2 公司产能增长情况



公司产品以P.O.42.5以上等级和P.O.32.5硅酸盐水泥为主，主要应用于以三峡工程为代表的水利、电力、桥梁、机场、港口、高等级公路等国家重点工程建设。目前，公司P.O.42.5以上等级水泥在产品结构中所占比重较大，近年其占水泥总量的比重在40%左右，公司产品整体等级较高。近三年，随着公司多条新建生产线的陆续投产以及老生产线技改完成，公司产品产量保持了持续稳定的增长（见表2）。

表2 公司产品产量增长情况

产品(万吨)	2004年	2005年	2006年
水泥	975.80	1334.80	1665.44
熟料	703.60	855.30	1144.64

公司在水泥行业率先通过了ISO9001和ISO14000体系认证，又首批通过了质量管理体系2000版认证，多年以来所有水泥产品质量保持全优。公司自有品牌“华新”和“堡垒”是国家及湖北省著名商标，“金猫”和“胜马”是国家建材行业及江苏省著名商标，所有产品均为国家免检产品，产品整体质量高。

（2）市场营销

公司建立了“以市场为中心”的营销理念，全面实施“打造金牌营销团队”活动。目前，公司所有分子公司的销售业务均纳入公司的销售分公司统一管理，并推行销售动态监控系统，对基地、市场、竞争对手集中控制；公司实行销售预算控制与管理，市场开发的计划性、系统性明显提高；各生产基地的营销资源实现了共享并且对重点项目的销售业务开发取得较好效果，2006年完成签约量任务的118%，公司区域领导者的地位已逐步得到了体现。

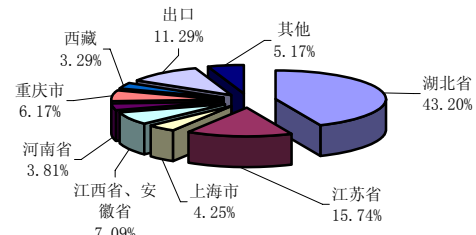
表3列示了公司近三年产品销量情况，可见，在明确的市场导向和有效的销售政策的有力支持下，公司产品销量保持了稳定增长。

表3 公司主要产品销售情况

产品(万吨)	2004年	2005年	2006年
水泥	929.74	1273.23	1570.86
熟料	20.59	41.66	17.101

现阶段，公司的市场战略是以湖北为中心，辐射长江沿线，上游向西藏、青海、四川、重庆等西部地区发展，下游继续维护并开拓华东市场。图3是2006年公司销售收入的地区分布情况。

图3 2006年公司销售收入地区分布情况



可以看出，湖北省当年占比43.20%，是公司最为主要的销售市场；江苏省位居第二，当年占比为15.74%；其余各市场区域占比分布较为平均。

湖北省是公司的核心市场销售区域，公司产品在当地拥有以三峡工程为代表的长期稳定客户群体，品牌认知程度较高，市场基础坚实。2006年，公司在湖北省销售水泥812.7万吨，在湖北省内的市场占有率为22.4%（数据来源于公司年报），竞争优势地位较为明显。

自从公司2004年完成对苏州金猫水泥有限公司的收购后，华东地区在公司销售市场网络中所占比重有所提升（如图3所示，江苏省和上海市分别占比15.74%和4.25%），成为继湖北省之后公司第二大销售市场。但该地区是我国最大的水泥生产企业海螺水泥股份有限公司的核心市场区域，海螺水泥在华东地区销售网络完善，品牌知名度高，因此公司在华东地区面临的市场竞争较为激烈。2006年，公司产品在江苏省和上海市市场占有率分别为3%和2.5%，竞争优势并不明显。

除上述两个主要市场区域外，公司近年来将湖南、西藏、青海、四川、重庆等西部内陆省份作为新近重点市场区域开发。目前国家政策鼓励西部内陆省份开发建设，水泥产品需求

量持续上升。而当地水泥生产仍以小企业为主，生产技术落后，规模小，属于国家行业政策限制范畴，产能与市场需求间存在一定差额。这为公司在西部兴建水泥生产线，占领当地水泥产品市场提供了良好机遇。预计公司在西部地区的市场份额和利润将逐步提升，对整体盈利贡献逐步增强。

我们注意到，海外市场在公司销售中占比大幅增加，2006年占11.29%。借助HOLCIM在国际水泥市场中庞大和成熟的营销网络，公司产品出口销售规模还有可能出现大幅度的增长。2006年，公司与HOLCIM全资子公司Holcim Trading S.A.签订了200万吨的水泥采购合同，履约期限为2006年1月至2007年12月，HOLCIM计划对公司实施的资产和业务整合已经开始对公司的经营产生有益的影响。

(3) 投资发展

公司近年来进行了较为快速的战略扩张，投资建设了一系列生产线及粉磨站。2005年，公司建成投产水泥熟料生产项目5个，混凝土搅拌站项目1个，在建水泥熟料生产线项目4个。2006年，公司投资总额为113905.95万元，比2005年增长1.42%，投资项目情况见表4。

表4 公司2006年投资项目情况

项目名称	进展情况
华新(昭通)有限公司4000T/D熟料水泥生产线	已投产
华新(襄樊)有限公司4000T/D熟料水泥生产线	已投产
华新(武汉)有限公司200万吨水泥粉磨站	基本完工
华新(阳新)有限公司4800T/D熟料水泥生产线	熟料系统投产
华新水泥咸宁4000T/D熟料水泥生产线	2007年3季度投产
华新湘钢水泥有限公司200万吨水泥粉磨站	2007年2季度投产
华新(黄石)有限公司250万吨水泥粉磨迁建	2007年2季度投产
武汉汉阳30万方/年商品混凝土搅拌站	已投产
黄石30万方/年混凝土搅拌站	已投产
华新(武穴)有限公司4800T/D熟料水泥生产线	2007年3季度投产

公司自2004年以来新建的项目均为新型干法生产线，技术工艺先进，经济效益好，且能耗低，环保指标好。从公司新建项目地域分布

看，主要集中在湖北省和西部省份，与公司市场发展策略完全吻合。同时，随着国家淘汰落后水泥产能的政策生效，公司新建项目的竞争实力将更加突出。总体看，公司投资项目长期市场前景较好，为公司扩大经营规模和市场占有率奠定了基础。但我们也注意到，连续大幅度的投资建设给公司带来较大的资金需求压力和流动性问题。

(4) 经营效率

近三年，公司资产总额增长较快，年均增长19.95%；股东权益稳定增长，年均增长6.40%。从表5提供的数据来看，公司近三年管理费用率逐年下降，2006年为5.54%，公司成本费用控制较好；公司与分销代理商之间坚持货、款同步交收的销售原则，现金回收质量较好，近三年公司销售债权周转次数波动中呈上升趋势，平均值为15.86次，2006年为17.87次，高于同行业上市公司平均水平；受2005年水泥行业调整的影响，公司存货周转次数和总资产周转次数均有所波动，2006年分别为7.02次和0.53次。总体看，公司整体经营效率正常。

表5 近年公司经营效率指标

项目(万元)	2004年	2005年	2006年	变动率(%)
资产总额	495580.00	610829.22	713027.93	19.95
股东权益合计	116671.30	121361.75	132076.11	6.40
主营业务收入	218810.13	263938.02	351287.40	26.71
主营业务成本	160455.98	211775.73	270998.31	29.96
利润总额	25516.01	8137.78	21161.81	-8.93
指标	2004年	2005年	2006年	平均值
管理费用率(%)	8.24	6.21	5.54	6.28
销售债权周转次数(次)	14.63	13.31	17.87	15.86
存货周转次数(次)	7.90	6.89	7.02	7.16
总资产周转次数(次)	0.55	0.48	0.53	0.52

(5) 未来发展

根据《华新水泥股份有限公司“十一五”发展规划纲要》，公司在“十一五”期间，将继续保持高速发展的态势，通过新建、扩建、并购等多种模式，在公司目标市场上形成新的竞

争能力。根据发展规划，到“十一五”期末，公司将在华中区域形成熟料产能 2615 万吨/年、水泥产能 4590 万吨/年；在华东区域形成熟料产能 220 万吨/年、水泥产能 510 万吨/年；在西部区域形成熟料产能 282 万吨/年、水泥产能 400 万吨/年。从而实现 2010 年熟料产能达到 3100 万吨/年，水泥产能达到 5000 万吨/年以上，销售收入过 100 亿元的总体目标。

表 6 列示了公司预测的 2007 年~2009 年的主要财务数据。考虑到公司未来 3 年多条新建生产线将投产达产，经营规模将进一步扩大，公司预测的未来 3 年经营业绩大幅提高。出于对水泥行业未来发展的预期，如果公司未来扩建、新建和并购计划能够顺利实施，公司上述预测是有可能实现的。

表6 经营预测

项 目(万元)	2007年	2008年	2009年
计划投资	146231	212373	36175
预计营业收入	502385	739683	833861
预计利润总额	47693	94450	127407
预计净利润	33343	55933	77349
预计折旧	41843	49953	54018
预计摊销	2254	2127	2107
预计利息支出	22840	23161	23886
预计短期债务余额	151419	141775	106865
预计长期债务余额	253665	308170	276985
预计少数股东权益	82868	88906	96377
预计所有者权益	273449	324497	396963
预计资产总额	881081	910484	959264

五、财务分析

1. 财务概况

公司 2004 年、2005 年合并及母公司财务报表由信永中和会计师事务所、普华永道中国有限公司审计，2006 年合并及母公司财务报表由普华永道中天会计师事务所有限公司进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。近三年公司会计政策没有发生变化，会计报表合并范围变化不大，财务报表的连续可比性较强。公司于 2007 年 1 月 1 日起开始执行财政部于 2006 年颁布的《企业会计准则》。

截至 2006 年底，公司合并资产总额

713027.93 万元，股东权益 132076.11 万元，少数股东权益 76797.77 万元；2006 年公司实现主营业务收入 351287.40 万元，利润总额 21161.81 万元，经营活动产生的现金流量净额 93461.51 万元。

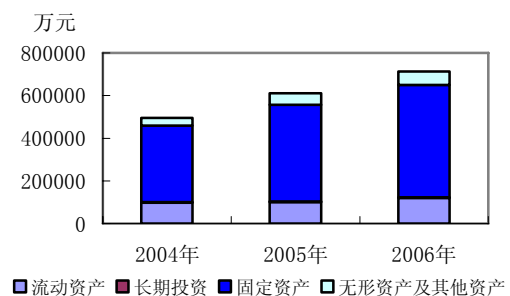
截至 2006 年底，公司母公司资产总额 439398.78 万元，股东权益 132560.21 万元；2006 年母公司实现主营业务收入 171695.11 万元，利润总额 13139.51 万元，经营活动产生的现金流量净额为 72599.85 万元。

截至 2006 年底，公司母公司资产占到公司资产总额的 61.62%；2006 年母公司实现的主营业务收入占到公司合并后主营业务收入的 48.88%。以下分析所用数据分别来自公司合并报表与母公司报表。

2. 资产质量

近三年，公司资产总额年均增长 19.95%，公司资产规模整体扩张主要源于近年来项目建设投入。与之相对应，公司流动资产和固定资产均保持逐年增长，固定资产在公司资产总额中始终保持很高比重，公司近三年资产构成变化不大。截至 2006 年底，公司资产总额 713027.93 万元，其中，固定资产占 74.02%，流动资产占 16.87%，公司资产以固定资产为主，符合所处行业特点。

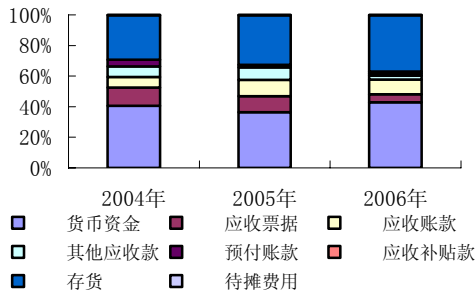
图 4 公司资产构成情况



公司流动资产主要为存货、货币资金、应收款项（含应收帐款和其他应收款）和应收票据(图 5)。截至 2006 年底，公司流动资产 120271.9 万元，其中，货币资金占 42.89%，存

货占 36.88%，， 应收款项占 12.17%， 应收票据占 5.21%。

图 5 近年公司流动资产构成变化



随着公司生产规模的不断扩大，近三年公司存货年均增长 24.62%。截至 2006 年底，公司存货余额 47087.18 万元，其中，原材料、在产品、产成品、备品备件和低值易耗品及包装物分别占 33.24%、12.69%、27.05%、25.21%和 1.82%。公司按照销售订单制订生产计划，原材料和在产品规模符合正常生产过程需要，跌价风险较小，公司对原材料、备件备品和低值易耗品及包装物分别计提 1.34%、21.00%和 3.60%的跌价准备。

在销售政策上，公司与分销代理商之间坚持货、款同步交收的销售原则，其应收帐款主要是面向大型施工单位或专项工程的直销货款。公司已针对应收帐款问题建立了信用销售管理方法，对直销客户建立信用档案，根据其不同信用记录授予相应的信用额度，以控制可能发生的还款信用风险。截至 2006 年底，公司应收账款余额 12831.25 万元，其中，帐龄 1 年以内的占 88.00%，1-2 年的占 1.90%，2-3 年的占 0.80%，3 年以上的占 9.30%。欠款金额前五名合计为 2527.87 万元，占总额的 20%，集中度较高。公司对帐龄 2-3 年和 3 年以上的应收账款分别计提 40.75%和 94.78%的坏帐准备，计提较为充分。

截至 2006 年底，公司其他应收款余额 3274.02 万元，其中，帐龄 1 年以内的占 54.90%，1-2 年的占 23.50%，2-3 年的占 4.3%，3 年以上

的占 17.3%。欠款金额前五名合计 978.05 万元，占总额的 30%，集中度较高。公司对帐龄 3 年以上的其他应收款计提 50.70%的坏帐准备，计提较为充分。

截至 2006 年底，公司应收票据 6266.60 万元，主要为银行承兑汇票和少量商业承兑汇票。

截至 2006 年底，公司长期投资 2153.14 万元，占资产总额的 0.30%，主要是长期股权投资 2147.23 万元。

公司固定资产主要是房屋建筑物和专用生产设备。公司现有水泥生产设备均为新型干法水泥生产线，符合国家制定的行业发展方向，且新建生产线占有一定比重，设备成新率较高。截至 2006 年底，公司固定资产帐面价值 667923.94 万元，其中，房屋建筑物、机器设备、办公设备及固定装置和汽车及运输设备分别为 256558.24 万元 (38.41%)、375027.97 万元 (56.15%)、7145.09 万元(1.07%)和 29192.64 万元(4.37%)，其折旧计提比例分别为 18.75%、33.80%、26.67%和 36.11%。总体看，公司固定资产质量较好。

近年来，公司投资新建项目较多，在建工程一直保持一定规模。截至 2006 年底，公司在建工程 49785.54 万元，占固定资产合计的 9.43%，绝大多数为水泥生产线项目，均处于正常建设周期内。

截至 2006 年底，公司无形资产及其他资产 62787.52 万元，占资产总额的 8.81%，主要是土地使用权、商标权和矿山开采权。

总体看，公司资产以固定资产为主，整体质量较好，资产结构符合生产型企业特点。

截至2006年底，母公司资产总额439398.78 万元，其中流动资产占26.64%、长期投资占 45.53%、固定资产占 26.27%、无形资产占 1.56%，母公司资产以长期投资、固定资产和流动资产为主。

3. 负债及股东权益

近三年，公司负债总额增长较快，年均增

长了 25.84%。截至 2006 年底，公司负债总额 504154.05 万元，其中流动负债占 51.99%，长期负债占 48.01%，负债额度较大，负债结构不合理。

近三年，公司流动负债年均增长 29.23%。截至 2006 年底，公司流动负债 262121.85 万元，其中短期借款占 32.90%，应付帐款占 26.21%，应付票据占 7.15%，其他应付款占 3.20%，预收帐款占 9.11%，一年内到期的长期负债占 15.80%。

近三年，公司长期负债年均增长 22.46%，主要是长期借款和长期应付款增加较多所致。截至 2006 年底，公司长期负债 242032.20 万元，其中，长期借款占 94.10%，长期应付款占 5.37%，专项应付款占 0.53%。公司长期负债主要为长期借款，截至 2006 年底，公司长期借款 227753.82 万元，其中保证借款 24200.58 万元，分别由华新集团、湖北省建设银行及湖北省计划委员会和武汉钢铁(集团)公司提供保证；抵押借款 118039.24 万元，分别以公司净值约 179081.72 万元的房屋建筑物及机器设备、帐面价值 10334.28 万元的在建工程和净值 10852.29 万元的土地使用权作抵押；信用借款 85514.00 万元，包括公司之子公司提供保证的银行借款 47764.00 万元。公司近年来项目投资建设较多，长期借款是满足资金需求的主要途径。

近三年，公司股东权益年均增长 6.40%，其增长主要来源于未分配利润的增长。截至 2006 年底，公司股东权益为 132076.11 万元。其中，实收资本占 24.86%，资本公积占 41.57%，盈余公积占 12.57%，未分配利润占 21.00%，公司股东权益以实收资本和资本公积为主。

截至 2006 年底，公司对外无担保。从母公司情况看，截至 2006 年底，母公司对下属子公司担保余额 61364.00 万元，担保比例 46.29%。

近三年，公司负债增长速度要高于资产的增长，因此资产负债率逐年上升，2006 年为 70.71%，公司负债水平较高。

近三年，公司长期债务年均增长 21.36%，

主要是由于长期借款增加较多所致，短期债务年均增长 27.03%，而同时股东权益年均增长仅为 6.40%，受此影响，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年上升，截至 2006 年底，两项指标分别为 64.17%和 52.16%，公司债务负担重（见表 7）。

表 7 近年公司债务情况

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
股东权益	116671.30	121361.75	132076.11
少数股东权益	60545.29	71543.62	76797.77
短期债务	90714.95	120385.16	146389.83
长期债务	154646.45	205048.41	227753.82
负债总额	318363.41	417923.85	504154.05
资产总额	495580.00	610829.22	713027.93
指 标	2004 年	2005 年	2006 年
长期债务资本化比率 (%)	46.60	51.53	52.16
全部债务资本化比率 (%)	58.06	62.78	64.17
资产负债率 (%)	64.24	68.42	70.71

未来几年，公司仍将继续投资建设新的水泥生产线及技改项目，资本性支出仍将保持较大规模，预计公司负债水平仍保持较高水平。但如果公司定向增发获得成功，公司将筹集 11 亿元权益资金，以 2006 年底财务数据预测，届时公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.26%和 53.99%，公司负债水平将会有所下降。

截至 2006 年底，母公司股东权益 132560.21 万元，负债总额 306838.57 万元。母公司负债构成中，流动负债占 50.00%，长期负债占 50.00%，母公司负债结构基本合理。截至 2006 年底，母公司资产负债率 69.83%，全部债务资本化比率 63.82%，长期债务资本化比率 53.10%。总体看，母公司债务负担也重。

4. 盈利能力

近三年，随着新建项目陆续投产，公司产销规模不断扩大，主营业务收入年均增长 26.71%，主营业务利润率波动中有所下降，近三年加权平均值为 22.01%，2006 年为 22.16%，公司主营业务盈利能力尚可。

近三年，公司利润总额和净利润均出现波动，2005年较2004年均有所减少，但2006年又有所回升。利润总额三年分别为25516.01万元、8137.78万元和21161.81万元，净利润三年分别为14855.06万元、6207.32万元和12672.70万元。

表8 近年公司盈利能力情况

项目(万元)	2004年	2005年	2006年
主营业务收入	218810.13	263938.02	351287.40
主营业务成本	160455.98	211775.73	270998.31
主营业务利润	57030.81	50336.08	77851.03
利润总额	25516.01	8137.78	21161.81
净利润	14855.06	6207.32	12672.70
少数股东权益	60545.29	71543.62	76797.77
股东权益	116671.30	121361.75	132076.11
指标(%)	2004年	2005年	2006年
主营业务利润率	26.06	19.07	22.16
总资本收益率	6.57	3.79	5.46
净资产收益率	12.73	5.11	9.60

近三年，公司净资产收益率与总资本收益率均波动较大，2005年两项指标降至最低点，2006年有所上升，但仍未达到2004年的水平，近三年两项指标加权平均值分别为8.88%和5.18%，2006年分别为9.60%和5.46%。总体看，公司盈利能力2005年大幅下滑，但2006年又有所上升。近三年，公司现金收入比率逐年上升，2006年为126.89%，三年平均值为122.83%，公司收入实现质量较好。

我们注意到，2005年公司盈利下降并不是个体现象，而是由于当年的宏观政策调控导致水泥行业整体盈利情况出现较大转折所致。表9列示了我国水泥行业主要上市公司2005年盈利情况。可以看出，2005年水泥行业上市公司普遍出现不同幅度的盈利下滑或亏损。

表9 2005年水泥行业主要上市公司盈利情况

地区	公司名称	主营业务收入(万元)	增长率(%)	净利润(万元)	增长率(%)	主营业务利润率(%)	净资产收益率(%)
华北	冀东水泥	230894.35	25.91	12772	-10	23.17	5.87
	G太行	93276.61	16.56	516	-79	18.51	0.74
华东	海螺水泥	1082621.4	29.11	38583	-59	22.59	7.12
	冀东股份	54953.74	-28.79	-19088	-1221	19.37	-45.38
华中	G华新	263928.02	20.63	6207	-58	21.81	6.88

数据来源：各公司2005年年报

从公司情况看，2005年公司在华东市场销售情况受到影响较大，但湖北主市场所受影响相对较小。同时，公司近年在西部省份的新建项目投产经营，有效缓解了其他地区对盈利产生的负面压力。可以看出，2005年公司整体盈利情况在行业处于较高的水平。我们认为，公司的生产规模以及广泛的市场布局使其具备了较强的抗风险能力。

2006年以来，公司根据国家宏观调控政策方向以及水泥需求地域性不平衡的情况，将投资建设重点向西藏和云南等西部省市转移。此外，随着水泥产品价格逐步回升，2006年公司盈利能力比2005年大幅提高。我们注意到，公司2006年盈利水平仍与2004年有所差距，主要原因是2006年华东地区由于水泥产能过剩，加之固定资产投资增速持续回落，导致水泥价格仍较低，公司在华东地区的生产基地仍处于亏损状态。

目前，公司已经在湖北和华东等地区确立了一定的品牌知名度，并在国家重点工程的招投标中拥有一定优势，拥有固定大客户。未来几年，公司仍将陆续投资建设水泥和熟料生产线及相关技改工程，生产规模将不断扩大，市场结构不断调整，整体销售规模还将进一步提升；并且随着《关于公布国家重点支持水泥工业结构调整大型企业(集团)名单的通知》以及《关于做好淘汰落后水泥生产能力有关工作的通知》的出台，公司得到国家政策支持力度进一步加大，区域竞争力将会进一步提高，盈利能力将进一步增强。

2006年，母公司实现主营业务收入171695.11万元，利润总额13139.51万元，净利润12843.83万元。

5. 现金流量

经营活动方面，近三年，随着公司销售规模的扩张，公司经营活动产生的现金流入量年均增长31.10%，三年分别为266108.06万元、321814.79万元和457340.90万元；近三年，公

司经营活动产生的现金流净额大幅增长，年均增长 38.04%，三年分别为 49051.04 万元、50313.41 万元和 93461.51 万元，公司经营活动获取现金能力较强。总体看，近三年公司经营活动的现金流情况较好。

表 10 近年公司现金流量变化

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年
销售商品、提供劳务收到的现金	259172.07	314068.57	445759.91
购买商品、接受劳务支付的现金	162938.23	217086.32	293307.66
经营活动产生的现金流量净额	49051.04	50313.41	93461.51
投资活动产生的现金流量净额	-90173.37	-105373.83	-105271.03
筹资活动前产生的现金流量净额	-41122.33	-55060.42	-11809.52
筹资活动产生的现金流量净额	39762.65	52213.77	27701.39

从投资活动来看，公司近三年进行了大规模扩张，投资活动较为频繁，投资活动产生的现金流净额均为负值，2006 年公司投资活动产生的现金流净额为-105271.03 万元，涉及投资项目绝大多数为水泥和熟料生产线建设及相关技改工程。

近三年，经营活动产生的现金流量净额均不能覆盖投资支出，筹资活动前现金流量净额分别为 -41122.33 万元、-55060.42 万元和 -11809.52 万元，但 2006 年筹资活动前现金流净额绝对值比前两年大幅下降。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流入年均增长 27.37%，2006 年为 183920.00 万元，主要是借款所收到的现金。近三年，公司筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付银行利息，近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为 39762.65 万元、52213.77 万元和 27701.39 万元。

总体上看，公司前三年经营活动的现金流情况较好，投资活动较为频繁，外部融资是公司调节资金余缺的主要途径。

表 11 未来现金流量预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年
经营活动产生的现金流入	529144.00	602041.00	737754.00
经营活动产生的现金流量净额	108135.00	123117.00	150870.00
投资活动产生的现金流量净额	-128231.00	-212373.00	-36175.00
筹资活动产生的现金流量净额	119753.60	16816.37	-94864.50
现金及现金等价物净增加	99657.60	-72439.63	19830.50

表 11 是公司 2007-2009 年各项活动产生的现金流情况预计。可以看出，未来三年公司经营活动产生的现金流入和经营活动的现金流量净额均稳步增长，分别年均增长 18.08% 和 18.12%，公司未来三年经营活动的现金流情况较好，这与公司的经营预测基本一致。

从投资活动来看，2007 年、2008 年公司新建水泥、熟料生产线仍较多，投资支出仍将保持较高的规模，公司投资活动产生的现金流净额均为负值，且绝对值大幅增加，其中 2008 年投资活动现金净流出预计将达到 20 亿元以上；2009 年公司投资规模将大幅减少。

筹资活动方面，2007 年公司筹资活动产生的现金流入比 2006 年增加较多，主要考虑到定向增发成功能够筹集 11 亿元资金以及本期拟发行短期融资券能够筹集 5 亿元。

总体看，未来三年公司经营活动获现能力稳步上升，但由于前期投资规模较大，公司融资压力仍然较大，公司将采取多种形式筹措资金。

2006 年，母公司经营活动现金流入 266746.60 万元，经营活动产生的现金流净额 72599.85 万元；投资活动产生的现金流净额 -50995.53 万元；筹资活动前产生的现金流净额为 21604.32 万元，经营活动产生的现金流净额能够覆盖投资支出；筹资活动产生的现金流净额 -12988.14 万元。

六、偿债能力

近三年，公司流动资产年均增长 10.89%，而流动负债年均增长 29.23%，因此，公司流动比率大幅下降，近三年加权平均值为 50.60%，2006 年仅为 45.88%（见表 12）。近三年公司流动负债中应付账款与预收账款增加较快，对流动比率的下降产生较大影响。公司速动比率近三年也连续下降，由于存货在流动资产中所占比重较大，速动比率较低，近三年加权平均值为 33.56%，2006 年为 28.96%。公司短期支付

压力大。近三年，筹资活动前现金流净额均为负值。总体看，公司目前短期偿债能力弱。

表 12 近年公司偿债能力情况

项目(万元)	2004年	2005年	2006年
流动资产	97812.17	101128.85	120271.94
流动负债	156960.11	199612.74	262121.85
折旧	20648.27	26996.22	33223.29
摊销	1829.81	2453.01	2406.86
利息支出	8281.50	12567.80	16305.12
利润总额	25516.01	8137.78	21161.81
EBITDA	56275.60	50154.80	73097.09
筹资活动前现金流量净额	-41122.33	-55060.42	-11809.52
总债务	245361.41	325433.57	374143.66
指标	2004年	2005年	2006年
流动比率(%)	62.32	50.66	45.88
速动比率(%)	44.12	34.19	28.96
EBITDA 利息倍数(倍)	6.80	3.99	4.48
债务保护倍数(倍)	0.15	0.11	0.13
筹资活动前现金流量净额 利息偿还能力(倍)	-4.97	-4.38	-0.72
筹资活动前现金流量净额 债务保护倍数(倍)	-0.17	-0.17	-0.03

近三年，公司 EBITDA 波动中呈上升趋势，年均增长 13.97%，而由于公司债务的逐年增长导致公司利息支出年均增长 40.32%，因此，公司 EBITDA 利息倍数波动中总体呈下降趋势，近三年加权平均为 4.80 倍，2006 年为 4.48 倍，利息支付能力一般。近三年，公司债务保护倍数波动中有所下降，三年加权平均为 0.13 倍，2006 年为 0.13 倍。总体看，公司对利息支出保护能力以及对债务整体保护能力均一般。

2007年-2009年，公司预测 EBITDA 利息倍数分别为 5.02 倍、7.33 倍和 8.68 倍，预计公司对利息支出的保障能力逐年增强；预测债务保护倍数分别为 0.19 倍、0.24 倍和 0.35 倍，预计公司未来三年对全部债务的保护能力逐步增强。

七、综合评价

我国是世界最大的水泥生产和消费国，水泥工业在我国国民经济中居于重要地位，水泥行业在经历了 2005 年调整期后，已迎来了高速

发展期。公司作为国内主要的水泥生产企业之一，经营历史悠久，产品质量优良，近年来产销规模持续扩大，主营业务收入稳步增长，发展速度较快，目前已具备年产 1550 万吨熟料、2850 万吨水泥的生产能力。公司治理结构较为完善，整体管理水平较高，营销体系较为完备，技术装备水平处于国内同行业领先地位。目前，公司资产结构比较合理，资产质量较好，盈利能力正常，但债务负担重，负债结构不合理，公司整体偿债能力一般。

附表 1-1 资产负债表（资产）
 （单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	39733.98	36831.69	51583.08	13.94
短期投资				
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额				
应收票据	11704.56	10457.44	6266.60	-26.83
应收股利				
应收利息	30.46			-100.00
应收账款	6558.17	10938.85	11644.19	33.25
其他应收款	6752.19	8293.71	2987.56	-33.48
减：坏款准备				
应收账款净额	13310.36	19232.56	14631.74	4.85
预付账款	4344.88	1611.21	1812.15	-35.42
应收补贴款			1481.07	
存货	28561.31	32883.65	44352.76	24.62
减：存货跌价准备				
存货净额	28561.31	32883.65	44352.76	24.62
待摊费用	126.62	112.30	144.54	6.84
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	97812.17	101128.85	120271.94	10.89
长期投资				
长期股权投资	2395.09	2271.18	2147.23	-5.32
长期债权投资	5.91	5.91	5.91	
长期投资合计	2401.00	2277.09	2153.14	
减：长期投资减值准备				
长期投资净额	2401.00	2277.09	2153.14	
其中：合并价差	925.11	800.38	675.65	
固定资产				
固定资产原值	455043.08	563594.94	667923.94	21.15
减：累计折旧	137807.34	159668.26	187313.01	16.59
固定资产净值	317235.74	403926.68	480610.93	23.09
固定资产净值减值准备	10287.92	6545.61	6124.73	-22.84
固定资产净额	306947.82	397381.06	474486.20	24.33
工程物资	7319.05	11609.06	3543.59	-30.42
在建工程	44811.13	44034.71	49785.54	5.40
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	359078.00	453024.83	527815.33	21.24
无形资产及其他资产				
无形资产	32969.54	51281.97	55377.58	19.95
长期待摊费用	3319.30	3116.48	2985.94	-5.15
其他长期资产			4424.00	
无形资产及其他资产合计	36288.83	54398.45	62787.52	31.54
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	495580.00	610829.22	713027.93	

附表 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	44538.00	58130.00	86230.00	39.14
应付票据	7743.06	19539.62	18750.90	55.62
应付帐款	38404.04	48152.68	68689.61	33.74
预收帐款	4968.84	8579.94	23876.39	119.21
应付工资	2243.63	861.75	1958.45	-6.57
应付福利费	663.98	734.19	1182.11	33.43
应付股利	70.21	39.30	57.70	-9.34
应交税金	5771.65	6040.61	9607.85	29.02
其他应交款	888.98	1203.88	1298.56	20.86
其他应付款	10834.73	12960.75	8383.28	-12.04
预提费用	2399.10	654.48	678.05	-46.84
一年内到期的长期负债	38433.89	42715.54	41408.93	3.80
其他流动负债				
流动负债合计	156960.11	199612.74	262121.85	29.23
长期负债				
长期借款	154646.45	205048.41	227753.82	21.36
应付债券				
长期应付款	6156.85	12883.13	12999.22	45.30
专项应付款	600.00	379.57	1279.15	46.01
其他长期负债				
长期负债合计	161403.30	218311.11	242032.20	22.46
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	318363.41	417923.85	504154.05	25.84
少数股东权益	60545.29	71543.62	76797.77	12.62
所有者权益				
实收资本	32840.00	32840.00	32840.00	0.00
资本公积	54439.15	54892.68	54904.74	0.43
盈余公积	14062.06	15313.80	16598.18	8.64
其中：公益金	3690.68	4316.55		-100.00
未分配利润	15330.09	18315.27	27733.19	34.50
外币报表折算差额				
所有者权益合计	116671.30	121361.75	132076.11	6.40
负债及所有者权益合计	495580.00	610829.22	713027.93	19.95

附表 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	218810.13	263938.02	351287.40	26.71
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	218810.13	263938.02	351287.40	26.71
减: 主营业务成本	160455.98	211775.73	270998.31	29.96
主营业务税金及附加	1323.33	1826.21	2438.05	35.73
二、主营业务利润	57030.81	50336.08	77851.03	16.84
加: 其他业务利润	452.28	282.95	983.96	47.50
减: 存货跌价损失				
营业费用	14100.53	18735.30	27695.33	40.15
管理费用	16514.83	16110.25	18506.83	5.86
财务费用	8586.39	11111.22	15296.61	33.47
三、营业利润	18281.35	4662.25	17336.22	-2.62
加: 投资收益	-82.50	-123.91	-110.13	15.54
补贴收入	3847.75	3088.28	5369.73	18.13
营业外收入	3951.47	1080.81	967.80	-50.51
减: 营业外支出	482.06	569.65	2401.81	123.21
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	25516.01	8137.78	21161.81	-8.93
减: 所得税	6029.56	1070.78	5621.35	-3.44
减: 少数股东损益	4631.40	859.67	2867.76	-21.31
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	14855.06	6207.32	12672.70	-7.64
加: 年初未分配利润	5452.44	15330.09	18315.27	83.28
盈余公积转入数				
六、可供分配的利润	20307.50	21537.41	30987.97	23.53
减: 提取法定盈余公积	1503.50	625.87	1284.38	-7.57
提取法定公益金	1503.50	625.87		-100.00
七、可供股东分配的利润	17300.49	20285.67	29703.59	31.03
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	1970.40	1970.40	1970.40	
转作股本的普通股股				
其他				
八、未分配利润	15330.09	18315.27	27733.19	34.50

附表 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	259172.07	314068.57	445759.91	31.15
收到的税费返还	4086.92	4117.59	7290.59	33.56
收到的其他与经营活动有关的现金	2849.07	3628.64	4290.40	22.71
现金流入小计	266108.06	321814.79	457340.90	31.10
购买商品、接受劳务支付的现金	162938.23	217086.32	293307.66	34.17
支付给职工以及为职工支付的现金	15545.83	18178.27	20714.64	15.43
支付的各项税费	28515.34	24293.15	35029.31	10.83
支付的其他与经营活动有关的现金	10057.62	11943.65	14827.78	21.42
现金流出小计	217057.01	271501.38	363879.39	29.48
经营活动产生的现金流量净额	49051.04	50313.41	93461.51	38.04
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金	43.72		13.82	-43.79
处置固定资产、无形资产和其他长	5403.70	1497.53	2347.29	-34.09
收到的其他与投资活动有关的现金	58.86	200.00	2445.91	544.64
现金流入小计	5506.28	1697.53	4807.01	-6.57
购建固定资产、无形资产和其他长	82698.22	107071.36	110078.04	15.37
投资所支付的现金	12981.43			
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	95679.65	107071.36	110078.04	7.26
投资活动产生的现金流量净额	-90173.37	-105373.83	-105271.03	8.05
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	600.00		720.00	9.54
借款所收到的现金	112237.00	168060.00	183200.00	27.76
收到的其他与筹资活动有关的现金	530.71	192.28		-100.00
现金流入小计	113367.71	168252.28	183920.00	27.37
偿还债务所支付的现金	57142.54	98892.10	134453.26	53.39
分配股利或利润所支付的现金	12189.97	17008.55	20670.95	30.22
支付的其他与筹资活动有关的现金	4272.55	137.85	1094.40	-49.39
现金流出小计	73605.05	116038.51	156218.61	45.68
筹资活动产生的现金流量净额	39762.65	52213.77	27701.39	-16.53
四、汇率变动对现金的影响	16.75	-55.64	-120.12	
五、现金及现金等价物净增加额	-1342.93	-2902.29	15771.75	

附表 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
二、将净利润调节为经营活动的现				
净利润	14855.06	6207.32	12672.70	-7.64
加: 少数股东损益	4631.40	859.67	2867.76	-21.31
计提的坏帐准备或转销的坏	792.23	-544.71	2023.88	59.83
固定资产折旧	20648.27	26996.22	33223.29	26.85
无形资产摊销	1077.38	1330.01	1462.07	16.49
长期待摊费用摊销	752.43	1123.00	944.79	12.06
处置固定资产、无形资产和其	-3760.05	-370.74	-267.89	-73.31
待摊费用减少(减:增加)	24.94	14.32	-32.23	
预提费用增加(减:减少)	140.80	-1793.49	0.23	-95.98
固定资产报废损失	60.63			-100.00
财务费用	8586.39	11489.67	15979.58	36.42
投资损失(减:收益)	82.50	123.91	110.13	15.54
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-6975.77	-2945.03	-12404.81	33.35
经营性应收项目的减少(减:	-254.44	-1800.83	3472.60	
经营性应付项目的增加(减:	8389.25	9624.07	33409.41	99.56
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	49051.04	50313.41	93461.51	38.04
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	39733.98	36831.69	45330.64	6.81
减: 货币资金的期初余额	41076.91	39733.98	29558.89	-15.17
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-1342.93	-2902.29	15771.75	

附表 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=【(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1】×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/(平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出)/(股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+股东权益+少数股东权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+股东权益+少数股东权益)×100%
担保比率	担保余额/(股东权益+少数股东权益)×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销)/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内(净利润+固定资产折旧+摊销)/期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附表 5 企业主体信用等级设置及其含义

企业主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 华新水泥股份有限公司 2007 年企业主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在正式出具评级报告后第 6 个月进行定期跟踪，并在企业主体长期信用等级有效期内进行不定期级。

华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要跟踪评求，提供有关财务报告以及其他相关资料。华新水泥如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华新水泥的经营管理状况及相关信息，如发现华新水泥出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

如华新水泥不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至华新水泥提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如华新水泥主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送华新水泥、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零七年四月十八日

