中诚信国际
穆迪投资者服务公司成员

信用等级通知书

信评委函字[2016]0997M号

红狮控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AA$^+$**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一六年十二月九日

地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号银河SOHO6号楼 邮编：100010
Building 6, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing, 100010
电话/Tel:010-66428877 传真/Fax:010-66426100
http://www.ccxi.com.cn

2017 年度红狮控股集团有限公司信用评级报告

受评对象 红狮控股集团有限公司

主体信用等级 AA^+

评级展望 稳定

概况数据

红狮集团	2013	2014	2015	2016.9
总资产（亿元）	195.76	228.68	259.57	282.82
所有者权益合计（亿元）	70.04	88.41	106.30	113.21
总负债（亿元）	125.72	140.26	153.27	169.61
总债务（亿元）	102.04	116.64	125.74	144.71
营业总收入（亿元）	126.66	135.98	121.93	88.05
净利润（亿元）	16.27	16.47	15.99	8.09
EBIT（亿元）	26.13	28.04	24.96	--
EBITDA（亿元）	33.46	35.97	34.71	--
经营活动净现金流（亿元）	50.54	49.28	28.06	19.26
营业毛利率(%)	19.17	21.10	18.00	17.30
总资产收益率(%)	14.34	13.21	10.23	--
资产负债率(%)	64.22	61.34	59.05	59.97
总资本化比率(%)	59.30	56.88	54.19	56.11
总债务/EBITDA(X)	3.05	3.24	3.62	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.24	4.81	3.98	--

注：公司各期财务报表均依据新会计准则编制；2016 年三季度财务报表未经审计；所有者权益含少数股东权益；公司将短期融资券放入“应付债券”科目，将融资租赁款放入“长期应付款”科目，中诚信国际分析时分别将其调整至“短期借款”和“长期借款”科目。

分析师

项目负责人：李 迪 dli@ccxi.com.cn

项目组成员：余 曾 qyu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 12 月 9 日

基本观点

中诚信国际评定红狮控股集团有限公司（以下简称“红狮集团”或“公司”）的主体信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了公司具有较强的区域竞争优势以及成本控制能力，通过金融及类金融投资，公司抗风险能力进一步增强。但同时中诚信国际也关注到公司盈利及获现能力略有下降、短期债务占比较高以及海外项目投资面临一定不确定性等因素对其整体经营及信用状况的影响。

优 势

- **区域竞争实力较强。**近年来，公司产能规模稳步增长，截至 2016 年 9 月末，已建成熟料产能 4,154 万吨/年，水泥产能 6,010 万吨/年，在浙江、福建和江西地区保持了较高的市场占有率。此外，公司大力发展水泥窑协同处置项目，目前可处置危险废弃物和一般工业废物（城市污泥等）35 万吨/年，进一步增强了整体竞争实力。
- **成本控制能力较强。**公司致力于从技术和原料上控制成本，全部生产线的平均规模在 4,000t/d 左右，具有较强的规模效应；同时公司注重加强资源节约与综合利用，生产工艺全部采用目前国际上最先进的新型干法窑外预分解技术，并全部配套纯低温余热发电项目，成本控制能力较强。
- **通过金融、类金融投资，抗风险能力增强。**受益于入股中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”）及杭州银行股份有限公司（以下简称“杭州银行”）等金融机构，2015 年公司合计获得 3.69 亿元的投资收益，抗风险能力得到有效增强。

关 注

- **2015 年以来公司盈利及获现能力略有下降。**2015 年以来水泥行业景气度下行，公司水泥、熟料的平均销售价格同比大幅下滑。受此影响，公司盈利及获现能力略有下降，中诚信国际将对未来水泥价格及公司盈利水平的变化保持关注。
- **债务规模持续增长，短期债务占比较高。**近年来由于项目投资支出增长，公司债务规模持续上升，截至 2016 年 9 月末，总债务达 144.71 亿元，其中短期债务占比较高，带来一定的偿债压力。
- **海外项目投资面临一定不确定性。**公司拟在尼泊尔和老挝地区投资建设水泥生产线，面临一定的海外政治、经济及汇率波动风险。

声明

一、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。

二、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。

三、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。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

公司概况

红狮控股集团有限公司成立于 2004 年 3 月，是国家发改委、国土资源部和中国人民银行联合发文重点支持的 12 家全国性大型水泥企业之一。截至 2016 年 9 月末，公司注册资本 4.46 亿元，其中章小华持股比例为 16.03%，为公司实际控制人；章旭喜、章广勤等 44 人合计持有公司 83.97%的股份；公司下属二级子公司 13 家，其中浙江红狮水泥股份有限公司（以下简称“红狮股份”）是公司水泥业务的核心企业，注册资本 10.88 亿元，公司对其直接持股比例为 66.02%。

截至 2016 年 9 月末，公司拥有熟料产能 4,154 万吨/年，水泥产能 6,010 万吨/年，旗下水泥企业遍布浙江、江西、福建、四川、云南、贵州、广西、湖南、甘肃以及新疆地区，产能布局较为完善。2015 年，公司的水泥销量达 5,436.28 万吨，位居全国水泥企业第八位，生产的“红狮”牌水泥在浙江、福建和江西三省均拥有较高的市场占有率。

截至 2015 年末，公司总资产为 259.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益，下同）为 106.30 亿元，资产负债率为 59.05%；2015 年，公司实现营业总收入 121.93 亿元，净利润 15.99 亿元，经营活动净现金流 28.06 亿元。

截至 2016 年 9 月末，公司总资产为 282.82 亿元，所有者权益为 113.21 亿元，资产负债率为 59.97%；2016 年 1~9 月，公司实现营业总收入 88.05 亿元，净利润 8.09 亿元，经营活动净现金流 19.26 亿元。

宏观经济和政策环境

受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重、金融市场波动加剧等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，但在积极的财政政策等作用下，经济总体呈现短期底部企稳迹象；前三季度实现国内生产总值 53 万亿元，同比增长 6.7%，与上半年持平。未来，虽然经济下行压力依然较大，但随着“十三五”规划逐步落实、供给侧结构性改革实质性推动等，一系列稳增长、促改革措施持续发力，中国经济或将持续筑底，预计 2016 年全年经济增长 6.7%左右。

图 1：中国 GDP 及其增长



资料来源：国家统计局

从需求来看，需求结构呈现投资增长有所放缓、消费相对稳定、外贸持续低迷的特点，基建投资依然是稳定增长的关键力量。2016 年 1~9 月份全国固定资产投资增长 8.2%；其中，基础设施投资增速略有回落，但仍保持 19.4%的高位增长；而在销售增长趋缓的带动下，房地产开发投资增长略有趋缓；制造业投资增长有所改善，增速比上月略有回升；与此同时，受投资回报率低、投资门槛相对较高等多种因素影响，民间投资增长比上半年虽有改善，但依旧处于低迷态势。消费增长相对平稳，季度内呈现稳中趋升态势，总体上与消费结构升级相关的消费持续保持较快增长。随着美国等主要贸易伙伴经济复苏有所改善、大宗商品价格低位反弹以及基数效应等，对外贸易下滑幅度持续收窄；前三季度，我国货物贸易进出口总值 17.53 万亿元人民币，比去年同期下降 1.9%；贸易顺差 2.59 万亿元。从产业发展来看，工业生产呈现缓中趋稳迹象，企业利润增长虽有所放缓，但营业收入持续改善；从先行指标来看，5 月以来 PMI 指数呈现连续下滑态势，8 月重回景气线之上，9 月回升至 51.2%。产业内部加速调整，传统行业与新兴行业分化态势延续，服务业持续保持快于工业的增速发展，新兴业态发展势头良好，产业结构持续优化。CPI 重回“1”时代，与 PPI 剪刀差缩小。随着鲜菜等食品价格涨幅高位回落，消费者价格指数呈现温和上涨态势；受大宗商品价格短期反弹、去产能有所进展等影响，工业领域产品价格下降幅度持续收窄；考虑到房地产行

业和一些上游行业的产能过剩情况依旧比较严重，未来 PPI 价格改善的空间有限。

货币政策方面，央行继续通过公开市场操作，搭配 SLF、MLF 等工具来维持资金面稳定，为经济结构调整与转型升级营造中性适度宽松的货币金融环境。8 月以来，央行相继重启了 14 天、28 天期逆回购，通过增加相对更长期的资金投放拉高资金的平均成本；与此同时，加强对表外业务风险管理，旨在引导金融机构逐步去杠杆，促使资金更好的服务于实体经济。从社会融资规模来看，前三季度社会融资规模增量为 13.47 万亿元，比去年同期多 1.46 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款、委托贷款、信托贷款、企业债券、非金融企业股票境内融资均有所增加；而外币贷款折合人民币以及未贴现的银行承兑汇票延续减少趋势。随着企业存款活期化，M1 与 M2 增速的剪刀差进一步扩大。今年以来，人民币短期波动有所加剧。年初，由于美元加息、年底购汇需求变化、监管政策等因素影响，人民币汇率走势跌宕起伏，外汇占款流出加剧；随着监管层的有所作为以及美元阶段性见顶，人民币汇率走势逐步企稳，二、三季度，受美联储加息预期变化、英国“脱欧”事件等因素影响，人民币贬值压力加大，双向波动有所增强。综合考虑汇率波动、资本外流压力、通胀水平、经济增长以及近期中央政治局经济工作会议精神，四季度将延续稳健的货币政策，央行将持续通过公开市场操作、中期借贷便利和新型再融资工具等多种手段合理调节银行体系流动性。此外，随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

积极的财政政策持续，财政收入和支出增长均有所放缓，收支压力持续凸显。前三季度，全国一般公共预算财政收入增长 5.9%，全国一般预算财政支出增长 12.5%，较去年全年和去年同期均有所下降；财政支出增长持续高于财政收入增长，收支压力进一步凸显。随着宏观经济下行压力持续存在以及财政赤字目标提升，预计财政政策将更加积极。首先，财政支出结构进一步优化，实现兼顾短期需求托底与长期供给改善的目标。一方面，要加快过剩产能的出清；另一方面，要增加供给相对不足领域的支持力度。其次，加大结构性减税力度，降低税费。最后，发挥财政资金效应，引导社会资金更多投向实体经济和基础设施建设薄弱领域。

未来，财政金融风险、资产泡沫以及产能过剩等问题仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。中诚信国际认为：中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，将更注重风险的防控。10 月 28 日，中共中央政治局会议指出，要坚持稳健的货币政策，在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。

中诚信国际认为：围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，国有企业改革、土地制度改革、财税金融体制改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动；阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。围绕全面深化改革、促进创新发展将释放新的动力和活力，一方面，通过有效的市场竞争，提高资源配置效率，实现优胜劣汰和产业重组，提升产能过剩行业集中度；另一方面，积极推进科技创新，增强核心竞争力，从而加快推进新旧动能转换。与此同时，通过有效措施，增加劳动力市场灵活性、抑制资产泡沫和降低宏观税负。此外，用重大改革举措落地增强发展信心，特别要坚持基本经济制度，鼓励民间投资，改善企业微观环境，创造各类企业平等竞争、健康发展的市场环境。中诚信国际认为，改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长、防风险与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

行业及区域经济环境

水泥行业概况

水泥是主要的建材产品之一，广泛应用于土木建筑、水利及国防等工程。由于目前尚无有效替代品，其需求具有一定“刚性”，是大规模经济建设需要的支柱产品之一。在其生产成本中，燃料和电力成本占比通常在 60%以上，由于水泥企业对能源电力行业的议价能力较弱，因而上游能源和基础工业的波动对水泥行业盈利产生一定影响；同样，水

泥被广泛应用于道路、桥梁、水利等基础设施建设及房屋建设，建筑和房地产等下游产业的变化也将直接影响水泥产品的市场需求和产品售价，下游行业的周期性影响也使水泥行业呈现出较大波动。总体来看，固定资产投资增速和房地产开发投资增速的变化与水泥需求呈正相关性。

图 2：固定资产投资、房地产投资和水泥产量增长情况



资料来源：工信部原材料工业司，中诚信国际整理

另一方面，水泥行业具有较强的区域性。水泥产品具有单位重量价格低、利润薄的特点，这就决定了水泥产品的生产和消费具有较强的区域性，较为经济的水泥生产与市场的陆地距离通常在200~300 公里以内。由于这一特点，目前主要的水泥生产厂商都是通过提高区域市场的占有率，获得区域内产品的定价权，从而获得较高的利润水平。在获取了对某个地区的较强控制权后，水泥企业通常还会选择跨地区的兼并收购以实现更大利益，并且由于经济的周期性变化通常具有地域性，多地域经营的公司在面临一个地区的经济衰退时，可以通过其他地区的良好表现来弥补其受到的损失，确保整体经营状况的稳定。

我国是水泥生产大国，2014 年我国基础设施投资增速保持高位，但由于固定资产、房地产投资增速的明显下行，水泥市场需求增速减缓，全国水泥产量为 24.76 亿吨，增速同比大幅下降，为 1.8%。目前我国经济正处于震荡调整阶段，水泥需求长期低速增长已成为新常态。2015 年，在国内宏观经济增长持续放缓的背景下，国内水泥下游需求疲弱，全年水泥产量为 23.48 亿吨，较 2014 年减少 1.3 亿吨水泥，同比下降 4.95%。分区域来看，华北和东北同比增速下滑最为严重，西南及中南地区相比较为稳定。2016 年前三季度，国内经济增长企稳，其中基建投资与房地产投资有明显回升和改善，水泥下游需求有所增加，当期水泥产量同比增长 2.55%至 17.65 亿吨，呈低速增长态势。分区域来看，华北以及西南地区水泥产量分别实现 8.99%和 8.07%的高速增长，中南及华东地区同比分别增长 2.20%和 0.37%，东北和西北地区则呈负增长态势，各区域分化较为明显。2016 年 10 月，工业和信息化部联合环境保护部发布《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，对 2016~2020 年水泥错峰生产范围及时间做出了部署，错峰生产范围扩大到全国 15 个省、自治区及直辖市，其中辽宁、吉林、黑龙江、新疆自 11 月 1 日至次年 3 月底；北京、天津、河北、山西、内蒙古、山东、河南自 11 月 15 日至次年 3 月 15 日；陕西、甘肃、青海、宁夏自 12 月 1 日至次年 3 月 10 日，其他地区也应结合当地实际情况，在春节期间、酷暑伏天和雨季开展错峰生产；预计未来随着错峰生产的进一步推行，国内水泥行业的协同效应将进一步显现。

图 3：近年来国内水泥产量及增速情况



资料来源：工信部原材料工业司，中诚信国际整理

2014 年，全国水泥平均价格基本与上年持平，但总体呈下行趋势。其中一季度由于生产线维护检修，供给量下滑，水泥价格继续维持高位运行。但二季度下游需求未能如期启动，同时受天气因素影响，全国平均价格呈下行趋势。三季度固定资产投资增速进一步下滑，下游需求不振，价格维持低位。2015 年上半年，水泥价格延续了 2014 年末的低迷态势，但由于企业对上半年需求下降早有预期，行业自律仍能执行，价格也保持在 285 元/吨的水平。但进入下半年，由于市场需求不及预期，未出现明显好转迹象，为争抢市场份额，行业竞争激烈程度

加剧，全国各地水泥价格均出现持续大幅下跌态势。据统计，2015 年 12 月末，全国 P.O42.5 水泥市场平均成交价降至 249 元/吨左右。2016 年 1~2 月，全国水泥价格仍然低迷并呈下行趋势，3 月份以来，受下游基建及房地产项目开工回升拉动，水泥市场需求增长，同时受益于错峰停产以及区域价格协同的开展，各主要区域水泥价格呈回升态势，2016 年 10 月末，全国 P.O42.5 水泥销售均价回升至 344 元/吨左右。

图 4：近年来全国 P.O42.5 水泥价格趋势图（元/吨）



资料来源：数字水泥网

从行业盈利状况来看，2014 年，受益于煤炭价格的持续走低，水泥行业利润总额稳步提升，全行业实现利润总额 695.78 亿元，同比增长 5.49%。2015 年，水泥价格持续下滑，行业盈利能力大幅下降，全行业利润总额同比下降 57.94%至 329.70 亿元。分区域来看，华北地区出现全行业亏损，亏损额达 42.1 亿元，东北、西北和西南地区的利润额下滑均超过 80%，华东和中南地区也分别下滑超过 40%。2016 年二季度以来，水泥价格续上涨，但由于煤炭价格上涨和公路治理超限导致原材料运费提高，加之行业自律限产，水泥企业生产成本有所上升，因此行业整体盈利水平回升幅度较小。2016 年 1~9 月，水泥行业利润总额为 248.7 亿元，同比增长 34%，但仍显著低于 2014 年同期水平；预计在需求回暖和各地区在供给侧改革逐步深化的背景下，全年行业利润水平将较上年同期略有好转。

由于近年来我国水泥投资一直处于高位，水泥产能已呈现严重过剩的趋势。自 2009 年 9 月以来，有关控制水泥产能过快增长的政策密集出台。2013 年 2 月 6 日国家工信部印发《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》。意见中针对水泥行业进一步明确了提高行业集中度的目标，并提出重点支持优势骨干水泥企业开展跨地区、跨所有制兼并重组，坚持集约化发展的原则，鼓励企业通过合并、股权收购、资产收购、资产置换、债务重组等多种方式，实施强强联合、兼并改造困难企业和中小企业，实现产能合理布局。2013 年 5 月，工信部进一步出台了《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》（以下简称“892 号文”），明确指出“党中央、国务院高度重视产能过剩问题，中央经济工作会议把化解钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能过剩矛盾作为今年的工作重点”、“不得以任何名义核准、备案产能严重过剩行业新增产能项目，国土、环保等部门不得办理土地供应、环评审批等相关业务，金融机构不得提供任何形式的新增授信支持”，并要求“地方各级人民政府要立即组织对产能严重过剩行业违规在建项目进行认真清理，对未批先建、边批边建、越权核准的违规项目，尚未开工建设的，不准开工，正在建设的项目，要停止建设”。892 号文的出台抑制了水泥企业通过新建方式扩大产能，有助于未来水泥行业化解供需矛盾，调整产能结构。2016 年 5 月，国务院发布《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（以下简称“34 号文”），提出在 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换。“34 号文”的出台，有利于在供给侧截长补短，压减过剩产能，有序推进联合重组，改善企业发展环境，增强企业创新能力，扩大新型、绿色建材生产和应用，优化产业布局和组织结构，推动我国建材业进入新的发展阶段。近年来，受国家政策影响，水泥行业固定资产投资增速逐步下滑，2015 年，我国水泥行业固定资产投资完成额为 990.14 亿元，同比下降 11.02%。总体而言，受政策和下游需求不振以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱，水泥行业固定资产投资增速呈下降趋势。

表 1：水泥行业控制产能相关政策一览

时间	文件/会议	控制产能相关的规定
2013.2	工信部《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》	进一步明确了提高行业集中度的目标，提出重点支持优势骨干水泥企业开展跨地区、跨所有制兼并重组，坚持集约化发展的原则，鼓励企业通过合并、股权收购、资产收购、资产置换、债务重组等多种方式，实施强强联合、兼并改造困难企业和中小企业，实现产能合理布局。
2013.5	工信部《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》	明确提出“不得以任何名义核准、备案产能严重过剩行业新增产能项目，国土、环保等部门不得办理土地供应、环评审批等相关业务，金融机构不得提供任何形式的新增授信支持”。
2013.6	环保部发布《水泥工业污染防治技术政策》	提出了水泥工业污染防治可采取的技术路线、原则和方法，包括源头控制、大气污染物排放控制、利用水泥生产设施协同处置固体废物、其他污染物排放控制、研发新技术和新材料等内容。
2013.10	国务院发布《化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	指出将着力发挥市场机制作用，完善配套政策，“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”过剩产能；着力创新体制机制，加快政府职能转变，建立化解产能严重过剩矛盾长效机制，推进产业转型升级。
2013.12	环保部发布《水泥工业大气污染物排放标准》	指出“水泥行业现有与新建生产线氮氧化物排放标准为 400 毫克/立方米。现有企业 2015 年 6 月 30 日前仍执行《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915-2004）中的标准，自 2015 年 7 月 1 日起执行新标准，新建企业自 2014 年 3 月 1 日起执行新标准。重点地区企业执行生产线排放标准为 320 毫克/立方米。
2014.5	工信部《工业和信息化部关于下达 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》	工业和信息化部向各地下达 2014 年淘汰落后和过剩产能任务。其中淘汰水泥（熟料及磨机）5,050 万吨
2014.5	国务院办公厅关于印发《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》	加大淘汰落后产能力度，在提前完成钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃等行业“十二五”淘汰产能任务的基础上，2015 年末前再淘汰落后炼铁产能 1,500 万吨、炼钢 1,500 万吨、水泥(熟料及粉磨能力)1 亿吨、平板玻璃 2,000 万重量箱”。
2014.6	财政部、国家税务总局《财政部国家税务总局关于部分货物适用增值税低税率和简易办法征收增值税政策的通知》	商品混凝土企业增值税征收率统一调整为 3%。
2015.2	工信部原材料工业司《关于印发 2015 年原材料工业转型发展工作要点的通知》	逐步推广并建立北方采暖区水泥错峰生产长效机制。鼓励钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、化肥和轮胎等优强企业开展兼并重组。加强“走出去”工作的协调服务，支持有条件的钢铁、有色、建材等企业在海外建立资源开采、冶炼和精深加工基地，带动工程技术、设备制造和咨询服务企业开拓海外项目市场。
2015.3	国务院办公厅关于印发贯彻实施质量发展纲要 2015 年行动计划的通知	严格钢铁、水泥、玻璃、陶瓷等行业准入和强制退出机制。实施燃煤锅炉节能环保综合提升工程。实施百项能效标准推进工程。推动实施重点区域、重点行业清洁生产水平提升计划。
2015.8	工业和信息化部及住房城乡建设部《促进绿色建材生产和应用行动方案》	鼓励发展高皮质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、喝点、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用 C35 及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。
2015.11	工业和信息化部和环境保护部《关于在北方取暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	决定北方地区在 2015~2016 年采暖期全面试行水泥错峰生产，且对试行错峰生产的范围、错峰生产的时间安排、严格执行污染物排放新标准提出具体要求。
2016.1	《国家发展改革委工业和信息化部质检总局关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》	对《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》明确淘汰的利用水泥立窑、干法中空窑、立波尔窑、湿法窑生产熟料的企业以外的通用硅酸盐水泥生产企业生产用电实行基于可比熟料（水泥）综合电耗水平标准的阶梯电价政策。
2016.4	国务院《关于贯彻实施质量发展纲要 2016 年行动计划的通知》	在煤炭、钢铁、电解铝、石油化工等高能耗、高污染行业严格执行生产许可及其他行业准入制度，按标准淘汰落后产能和化解过剩产能。
2016.5	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	明确指出停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥，重点生产 42.5 及以上等级产品；提出 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换。
2016.9	工信部《绿色制造工程实施指南（2016~2020 年）》	指南明确了水泥等行业主要目标，其中，到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤。
2016.10	工业和信息化部和环境保护部《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	对 2016~2020 年期间的水泥错峰生产范围和时间进行了安排部署。

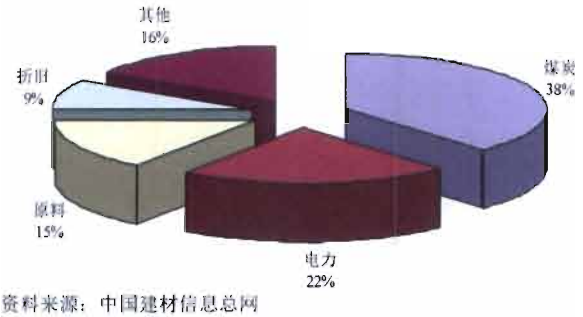
资料来源：中诚信国际

行业关注

水泥企业受原燃料价格波动影响较大

煤炭和电力价格是影响水泥企业利润的重要因素。即使采用新型干法生产工艺，煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比仍在 60%以上。近年来，大型水泥生产企业均逐步配备了余热配套发电系统，有效降低了水泥生产的电力能耗，电力成本占比有所降低。目前煤炭成本在水泥熟料生产总成本中占比接近 40%。

图 5：水泥行业平均成本构成情况



资料来源：中国建材信息总网

近年来受宏观经济增速放缓影响，制造业用电量增速下滑，煤炭价格开始进入震荡下降通道。2014 年以来，由于下游需求疲弱程度不断加剧，煤炭价格整体呈大幅下滑态势。2015 年末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 360 元/吨，较 2015 年初下降 30.10%。2016 年二季度以来，受到煤炭供给量缩减的影响，港口动力煤价格回升，截至 2016 年 10 月 24 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 642 元/吨，较年初大幅上升 78.33%。

图 6：近年来煤炭价格走势



资料来源：中国煤炭市场网

整体来看，虽然近期的严格限产使得煤价小幅回调，但行业产能出清是一个中长期的过程，短期内煤炭产能过剩的局面难以改变，预计煤炭价格在未来一定时间内将维持低位震荡。煤炭价格的低迷在一定程度上有利于水泥企业生产成本的控制。另外，水泥企业通过回收熟料烧成系统的部分废气余热，有效降低煤炭消耗量，实现了资源的再利用。电力方面，目前各大型水泥企业均逐步配备了余热发电系统，一般余热发电量约占总用电量的 30%，低温余热发电技术的应用有效降低了水泥生产企业的电力能耗，电力成本占比有所降低。外购电方面，近年来国内电力价格的提升更具针对性，有利于水泥行业淘汰落后产能、优化资源配置，实现产业结构升级。2014 年 5 月国家发展改革委、工业和信息化部、质检总局联合出台了《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》，决定自 2014 年 7 月 1 日起，对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策。对于明确淘汰的利用水泥立窑、干法中空窑（生产高铝水泥、硫铝酸盐水泥等特种水泥除外）、立波尔窑、湿法窑生产熟料的企业，其用电价格在现行目录销售电价基础上每千瓦时加价 0.4 元。此外，各地可进一步扩大实施范围，提高加价标准。生产 1 吨熟料，电耗一般在 90 千瓦时~110 千瓦时左右，实施差别电价之后，对于淘汰类熟料生产线每吨熟料的成本将上涨 36 元~44 元左右。2015 年，在推动实施阶梯电价的同时，国家出台了《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格【2015】748 号）。根据规定，自 2015 年 4 月 20 日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱，全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分钱。阶梯电价的实施和用电成本的降低将有助于从成本端有效推动落后产能的淘汰工作，实现行业的转型升级。2015 年 12 月，国家出台《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格通知》（发改价格【2015】3105 号），规定从 2016 年 1 月 1 日起，全国一般工商业销售电价平均每千瓦时下调约 3 分钱，大工业用电价格不作调整，减轻中小微企业负担。未来，技术转型升级，节能降耗将成为大型水泥企业降低生产成本的重要手段。

总体来看，目前在水泥企业竞争日益精细化的态势下，成本控制成为企业的核心竞争力。而煤、电等能源成本在水泥生产中占比较高，同时由于水泥产能过剩问题突出，水泥企业很难将成本波动向下游传递，因此煤、电价格的波动将在一定程度上影响水泥企业的盈利能力。

水泥行业兼并重组进程加快，行业集中度不断提高

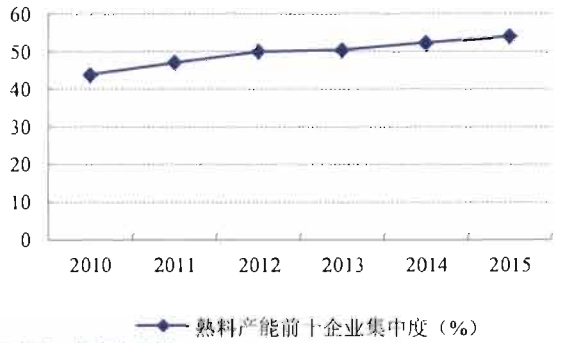
为抑制水泥产能过快增长、解决产能过剩等问题，国家工信部一方面严格限制新增产能建设，另一方面加大力度淘汰落后产能，鼓励企业通过合并、

股权收购、资产收购、资产置换、债务重组等多种方式，实施强强联合、兼并改造困难企业和中小型企业，实现产能合理布局，做大做强区域水泥集团。在国家一系列政策支持下，我国水泥行业整合工作顺利推进，大型水泥企业扩张方式转变为以并购整合为主。2015 年 7 月，拉法基集团与豪瑞公司全球对等合并宣告完成。2016 年 8 月，四川双马水泥股份有限公司发布公告，其实际控制人或将发生变更。未来拉法基集团与豪瑞公司合并事项对中国市场的影响仍具有一定不确定性，区域竞争格局的变化仍有待观察。2016 年 4 月，唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”）控股股东冀东发展集团有限责任公司宣布与北京金隅股份有限公司（以下简称“金隅股份”）进行战略重组。重组完成后，冀东水泥实际控制人将由唐山市国资委变更为北京市国资委，冀东水泥将成为金隅股份下属唯一的水泥、混凝土业务平台，成为集水泥、混凝土、耐火材料、环保、砂石骨料等为一体的全国最大的综合型建材企业之一，熟料产能将达到 1.1 亿吨，水泥产能将达到 1.7 亿吨。2016 年 8 月，中国中材集团有限公司（以下简称“中材集团”）发布公告，称收到国务院国有资产监督管理委员会《关于中国建筑材料集团有限公司与中国中材集团有限公司重组的通知》，同意中国建筑材料集团有限公司（以下简称“中建材集团”）与中材集团实施重组，中建材集团将更名为“中国建材集团有限公司”，中材集团将无偿划转进入更名后的中国建材集团有限公司；预计“两材”合并后，水泥熟料设计年产能将超过 4 亿吨，占全国熟料设计总产能达 22%，水泥业务覆盖全国 24 个省级地区，将改变国内水泥市场的竞争格局；上述兼并重组的推进将有利于改变我国水泥行业的竞争局面，提升市场集中度，有利于行业整体效益的增强。

根据中国数字水泥网调查数据显示，2015 年我国水泥行业并购较为活跃，并购重组模式以大型企业为主，但民营企业开始发力进行大规模市场并购整合，其整合力度大于国企。2015 年全年水泥行业发生的并购共 19 起，总交易额超过 100 亿元；其中，并购重组对市场竞争格局影响较大的区域主要有：辽宁、云南、陕西和江西等省份。从并购的区域分布来看，华东地区并购数量最多，占比为 26%，被收购的水泥企业为 2 家。西北地区的并购案例有 4 个，约占 21%，涉及并购的水泥企业最多，包括并购 4 家熟料生产企业；中南地区的并购主要是以天瑞集团水泥有限公司整合河南市场为主，并购案例有 4 个，收购熟料企业案例 2 个；华北地区并购案例有 3 个，被收购的水泥熟料企业有 4 个；西南地区并购案例有两个，约占 11%；另有海外并购项目一个。

中国数字水泥网统计数据显示，2015 年末，全国水泥熟料设计产能约 18 亿吨，前十大水泥企业合计水泥熟料产能占全国总产能的 54%。当年由于大企业集团间的并购整合力度加大，整合的熟料产能超过 1 亿吨，并购案例数量虽少，但整合的熟料产能最大，产业集中度明显提升，显示出行业并购开始更加注重熟料产能的规模和质量，但目前水泥行业处于下行走势，需求增长乏力，盈利状况明显下滑，行业内企业债务规模上升，自有资金趋紧，因此预计企业对于实施并购整合将更加谨慎，发生大规模并购潮的可能性较小。

图 7：近年来国内水泥产业集中度情况（前十企业）



资料来源：数字水泥网

总体来看，2015 年以来通过行业内兼并重组以及淘汰落后产能，我国水泥市场集中度明显提升，市场经营环境有所好转，产能盲目扩张以及价格恶性竞争得到一定抑制，市场竞争更为有序。随着水泥行业进入需求增长放缓的新常态阶段，在产能严重过剩的情况下，兼并重组成为行业化解产能过剩、实现行业转型升级的重要手段，也是水泥企业扩大规模、整合市场布局和提升企业效益的重要途径，但受自身经营状况以及外部融资渠道等因素影响，

大企业在兼并重组中将越发谨慎。

竞争及抗风险能力

竞争格局

由于运输费用在水泥成本中所占比例较大且水泥保存期限较短，所以水泥的销售半径较短（一般在 200~300 公里以内），水泥企业的竞争主要表现为区域内竞争。近年来在政策引导下行业整合加剧，国内各区域水泥龙头企业逐步形成并且地位不断巩固。由于目前国家对新建产能限制较为严格，同时鼓励优质企业进行行业整合，行业内大型企业纷纷选择并购以迅速扩大产能规模，在全国范围内水泥行业市场集中度明显提升。

从规模上看，中国建材陆续成立南方水泥、中国联合水泥集团有限责任公司、北方水泥和西南水泥后，这四家子公司规模在 2014 年均进入全国熟料产能 20 强，熟料产能合计超过海螺水泥达到全国第一。熟料产能规模三、四、五位分别为中材集团、冀东水泥和华润水泥。2016 年 8 月，国务院国资委同意中建材集团与中材集团实施重组，中建材集团将更名为“中国建材集团有限公司”，中材集团将无偿划转进入更名后的中国建材集团有限公司；预计“两材”合并后，合计水泥熟料设计年产能将超过 4 亿吨，占全国熟料设计总产能达 22%，水泥业务覆盖全国 24 个省级地区，将改变国内水泥市场的竞争格局。

表 2：全国主要水泥生产企业区域分布

企业集团	分布区域
中国建材	山东、江苏、河南、安徽、河北、浙江、江西、湖南、上海、福建
海螺集团	安徽、江苏、浙江、江西、福建、上海、湖南、广东、广西
华新水泥	湖北、江苏、湖南、河南、云南、西藏、四川、重庆
冀东水泥	河北、吉林、辽宁、陕西、内蒙古
山水水泥	山东、辽宁、山西
吉林亚泰	吉林、黑龙江
拉法基瑞安	四川、重庆、北京、贵州、云南
中材集团	新疆、甘肃、宁夏、广东、江苏、湖南、河北、内蒙、安徽
金隅集团	河北、北京、天津
红狮集团	浙江、福建、江西、湖南、四川、云南、广西、贵州、新疆、甘肃

资料来源：中诚信国际整理

区域竞争

近年来，公司通过新建、收购等方式实现了产能的快速扩张，截至 2016 年 9 月末，熟料和水泥产能分别达到 4,154 万吨/年和 6,010 万吨/年；从布局来看，旗下水泥企业遍布浙江、江西、福建、四川、云南、贵州、广西、湖南、甘肃和新疆地区，公司未来还准备在尼泊尔及老挝建立生产线。2015 年，公司在浙江省、福建省和江西省的市场占有率分别约为 13.04%、13.53%和 10.80%，市场份额较高；在四川、云南、贵州、广西、湖南、甘肃和新疆等区域，公司亦具有一定的竞争实力。整体而言，近年来，公司通过布局重点战略区域，并加强重点区域的市场控制力，逐步拓展市场范围。

成本优势

成本控制是水泥生产企业的核心竞争力。公司致力于从技术上和原材料价格上控制成本。生产技术方面，公司新建生产线均为大规模生产线，全部生产线平均规模在 4,000T/D 左右，在大型水泥企业中属较高水平，具有一定的规模效应。另外，公司注重加强资源节约与综合利用，生产工艺全部采用目前国际上最先进的新型干法窑外预分解技术，自动化和清洁化程度较高，并全部配套纯低温余热发电项目，使电耗大幅降低；同时公司大部分子公司基本掌握了使用无烟煤煅烧技术，漳平红狮二条生产线、高安红狮二线实现 100%使用无烟煤，煤耗、电耗等各种消耗有明显下降。原材料方面，公司的生产线主要分布在矿山集中、石灰石储量丰富的地区，主要生产线拥有自备矿山，石灰石储量丰富。以浙江省为例，矿石资源主要集中在浙北的长兴、浙中的建德、浙西的常山等地，且基本沿铁路浙赣线分布，运输较为便利。公司的水泥企业距以上地区很近，在矿石的供给和运输成本上有明显的优势。

政策扶持优势

公司是国家发改委、国土资源部和中国人民银

行联合发文重点支持的十二家全国性大型水泥企业之一。2009 年 6 月公司被浙江省人民政府列为浙江省工业行业龙头骨干企业，是浙江省唯一入选的水泥企业。同时公司也是中国水泥 10 强企业中唯一一家浙江水泥企业。兰溪市政府给予公司“一厂一策”的优惠政策，在总部经济、水运码头等方面予以大力支持。此外，公司还获得了一定政府补贴支持，2013~2015 年实际到位各类补贴分别为 1.00 亿元、2.50 亿元和 2.2 亿元。

业务运营

近年来，公司产能规模稳步增长，截至 2016 年 9 月末，熟料和水泥产能分别达到 4,154 万吨/年和 6,010 万吨/年，位居全国水泥企业第八位，旗下水泥企业遍布浙江、江西、福建、四川、云南、贵州、广西、湖南、甘肃以及新疆地区。

原料采购

石灰石是水泥企业的主要原料。红狮集团掌握了储量丰富的石灰石矿产资源，大部分生产基地均依矿石资源而建，绝大部分基地石灰石运距在 5 公里以内，保证了原材料供应的稳定。截至 2016 年 9 月末，已获得政府批准的石灰石储量约 16.16 亿吨，已获得采矿许可证的石灰石总储量约 5.61 亿吨，为未来生产运营提供了有力保证。2015 年以来，受益于外购石灰石运距缩短以及自给率提高，公司石灰石采购价格呈下降趋势。

煤炭及电力成本占水泥生产成本的 60%左右，是影响水泥利润的重要因素。公司利用集中采购优势，与上海中煤华东有限公司、大同煤业股份有限公司等大型煤炭公司建立了长期合作关系。近年来，受宏观经济增速放缓，国内制造业用电量增速下滑，下游需求低迷影响，煤炭价格大幅下滑。受益于此，2013~2015 年，公司煤炭采购均价分别为 694.13 元/吨、603.12 元/吨和 477.00 元/吨，呈大幅下降趋势，有利于公司生产成本的控制。2016 年二季度以来，国内煤炭价格呈上涨趋势，带动三季度煤炭采购均价上涨，但由于年初煤炭价格大幅低于上年，前三季度煤炭采购均价仍呈下降趋势，为 443.32 元/吨。

表 3：近年来公司主要原材料年均采购价格情况

	2013	2014	2015	2016.1~9
烟煤（元/吨）	694.13	603.12	477.00	443.32
电（元/度）	0.54	0.46	0.52	0.49
石灰石（元/吨）	19.57	27.48	16.72	15.21
石膏（元/吨）	130.00	112.45	102.00	83.78

资料来源：公司提供

电力方面，为了降低成本，公司生产线全部配备余热发电系统。截至 2016 年 9 月末，公司已投运余热发电机组 25 套，余热发电装机容量 209.5MW，利用余热发电可满足公司总用电量需求的 35%左右。2015 年，公司余热发电量为 12.55 亿千瓦时，节约电费约 7.53 亿元，电力成本得到有效控制。

生产

近年来公司通过新建、收购等方式实现了产能的快速扩张。截至 2016 年 9 月末，公司拥有熟料生产线 29 条，其中单线产能在 4,000t/d 及以上的有 25 条，熟料和水泥产能分别达到 4,154 万吨/年和 6,010 万吨/年。公司熟料生产线全部采用新型干法生产工艺，并全部配备余热发电系统。此外，公司大力实施水泥窑协同处置固废项目，目前可处置危险废弃物和一般工业废物（城市污泥等）35 万吨/年，无二次污染，有望成为公司未来新的竞争优势之一。

产能布局方面，目前公司旗下水泥企业分布在浙江、江西、福建、四川、云南、贵州、广西、湖南、甘肃以及新疆地区，未来拟在尼泊尔及老挝新建生产线，届时产能布局将进一步完善。具体分区域来看，截至 2016 年 9 月末，公司在浙江的杭州、金华、衢州三地共拥有熟料生产线 8 条，熟料总产能 899 万吨/年，水泥粉磨能力 1,325 万吨/年；同时，公司在福建、江西和四川的水泥产能分别达到了 1,150 万吨/年、900 万吨/年和 800 万吨/年，并在广西、云南等地建有工厂。

表 4：截至 2016 年 9 月末公司熟料生产线情况（万吨/年）

所在区域	所属子/分公司	生产线规模	熟料产能
浙江	建德红狮水泥有限公司	2×4,000t/d	310
	桐庐红狮水泥有限公司	1×4,000t/d	155
	浙江红狮水泥股份有限公司	2×2,000t/d 1×4,000t/d	310
	浙江青龙山建材有限公司	1×2,000t/d 1×1,000t/d	124
江西	高安红狮水泥有限公司	2×4,000t/d	310
	会昌红狮水泥有限公司	1×4,500t/d	155
湖南	衡阳红狮水泥有限公司	1×4,000t/d	155
福建	漳平红狮水泥有限公司	1×5,000t/d 2×4,500t/d	465
	大田红狮水泥有限公司	1×4,500t/d	155
贵州	龙里红狮水泥有限公司	2×4,000t/d	310
	贵州茂鑫水泥有限责任公司	1×4,500t/d	155
云南	宜良红狮水泥有限公司	2×4,000t/d	310
四川	邻水红狮水泥有限公司	2×4,000t/d	310
	江油红狮水泥有限公司	1×4,000t/d	155
	长宁红狮水泥有限公司	1×4,000t/d	155
广西	武鸣锦龙建材有限公司	1×4,500t/d	155
	崇左红狮水泥有限公司	1×4,500t/d	155
新疆	库车红狮水泥有限公司	1×4,500t/d	155
甘肃	兰州红狮水泥有限公司	1×4,600t/d	155
合计			4,154

数据来源：公司提供

整体来看，公司水泥产能分布较为分散，有利于分散经营风险，当某一地区水泥价格出现波动时，公司可通过其他地区的盈利来降低整体经营状况受到的影响。但较为分散的产能布局也导致公司在单一地区的市场占有率较小、区域控制力不强，并增加管理成本及难度。

公司目前在建项目主要分布在湖南和福建地区，建成后有利于增强在上述地区的产能规模和区域竞争实力。国际市场拓展方面，公司原计划在缅甸新建 2 条 6,000t/d 的熟料生产线，但由于区域自然条件不佳，公司变更建设计划，拟在尼泊尔新建一条 6,000t/d 熟料生产线，在老挝新建一条 5,000t/d 熟料生产线，计划投资总额约为 42.3 亿元，届时熟料产能将进一步提升。由于尼泊尔及老挝地区水泥价格较高，市场集中度较低，公司凭借自身成本以及技术优势将在当地拥有一定的竞争实力，具有一定发展前景。但同时，海外生产线布局也使公司面临一定的国际政治、经济及汇率波动风险。中诚信国际将对公司海外生产线的投资进度保持关注。

表 5：截至 2016 年 9 月末公司在建及拟建熟料生产线情况

状态	区域	生产线规模（t/d）	熟料产能（万吨/年）
在建	湖南	1×4,000t/d	155
	福建	1×4,500t/d	155
拟建	尼泊尔	1×6,000t/d	198
	老挝	1×5,000t/d	155
合计			663

数据来源：公司提供

近年来，随着产能的不断增长，公司水泥及熟料产量呈稳定增长态势。2013 年，新疆生产线建成投产、公司水泥粉磨能力增强，同时受益于下游需求的回升，当年公司生产水泥 4,861.28 万吨，同比增长 33.73%，熟料 990.64 万吨，同比减少 14.63 万吨。2014 年，受益于产能规模的扩大，公司水泥及熟料产量分别达到 5,280.06 万吨和 1,006.47 万吨，同比均小幅增长。2015 年，公司水泥及熟料产量分别为 5,453.51 万吨和 1,105.14 万吨，同比分别增长 3.29%和 9.80%。2016 年 1~9 月，公司生产水泥 4,102.94 万吨，熟料 756.58 万吨。

表 6：近年来公司主要产品生产情况（万吨）

	2013	2014	2015	2016.1~9
水泥产量	4,861.28	5,280.06	5,453.51	4,102.94
熟料产量	990.64	1,006.47	1,105.14	756.58

注：熟料产量不含配套水泥生产线用量。
数据来源：公司提供

生产技术方面，公司熟料生产线全部采用新型干法生产工艺，并全部配备余热发电系统，利用新型干法生产线窑头、窑尾产生的废气进行发电，发电技术达到国内先进水平。在生产能耗方面，公司通过加强成本管理、节能减排，加强生产组织和管理，近年来煤、电等消耗指标均处于行业内较低水平，成本控制能力较强。2015 年以来，受取消 32.5 复合硅酸盐水泥产品影响，公司吨熟料综合能耗指标同比略有增长。

表 7：近年来公司生产能耗情况

	2013	2014	2015	2016.1~9
平均吨水泥综合能耗（千克标煤/吨）	72.24	72.12	73.20	73.30
平均吨熟料综合能耗（千克标煤/吨）	103.20	103.10	103.90	104.17
吨水泥综合电耗（度/吨）	75.24	75.14	76.08	76.25

吨熟料综合电耗(度/吨)	57.34	57.24	57.80	58.00
废气粉尘排放浓度(毫克/标准立方米)	21.32	20.89	20.83	20.25

数据来源：公司提供

表 8：2015 年红狮股份经济技术指标与浙江先进标准对比

	吨熟料标煤耗（kg/t）	吨水泥综合电耗（KWh/t）	劳动生产（吨/人年）
先进标准	小于 105	小于 90	--
红狮股份本部	102.85	74.68	4,745

注：浙江省先进标准取自《浙江省新型干法水泥企业管理规范》。
资料来源：公司提供

整体来看，公司水泥产能布局较为完善，大多数水泥生产线工艺先进、单线产能较大，能耗指标达到国内先进水平。同时公司石灰石等原材料资源丰富，为生产运营提供了有力保证。

销售

近年来，公司在销售方面以“红狮”品牌为主，其他品牌为辅，构建统一的营销策略，且均由集团公司负责。同时，公司提出了区域总经销概念，与经销商结成战略同盟，协助经销商建立、健全销售网络，提高“红狮”水泥的市场占有率。在货款结算上，通过坚持款到发货、严格控制应收款，最大程度减少应收账款的发生。

近年来随着公司产能的扩张以及区域竞争力的提升，水泥销售量呈稳步增长态势。2013 年，公司水泥销量为 4,846.72 万吨，同比增长 34.59%。2014 年，在全行业景气度持续下行的背景下，依托于自身较强的市场控制能力和灵活的销售策略，且受益于基建投资的稳步增长以及落后产能的逐步淘汰，公司实现水泥销量 5,272.46 万吨，同比增长 8.78%。2015 年，公司逐步完善乡镇销售网络，实施“传统产业+互联网化项目”策略，着力打造水泥电商线上销售平台，当期实现水泥销售 5,436.28 万吨，同比增长 3.11%。2016 年 1~9 月，公司销售水泥 4,116.96 万吨，同比增加约 222 万吨。

表 9：近年来公司产品销售状况（万吨）

	2013	2014	2015	2016.1~9
水泥销量	4,846.72	5,272.46	5,436.28	4,116.96
熟料对外销量	431.31	402.36	397.51	312.65

数据来源：公司提供

销售价格方面，受宏观经济增速进一步放缓以及房地产投资增速下降影响，水泥下游需求减弱，市场竞争加剧，全国水泥价格整体呈下降趋势。为拓展市场、提升区域市场竞争力，在市场集中度较低的区域，公司采取“让价不让市场”的竞争策略，在全国水泥平均售价下行的背景下，近年来公司水泥平均销售价格处于相对较低水平。2013~2015 年，公司水泥销售平均价格分别为 230 元/吨、227 元/吨和 186 元/吨。2016 年二季度以来，全国水泥价格整体呈回升态势，但受部分区域市场竞争激烈影响，公司前三季度水泥销售均价仍较为低迷，为 169 元/吨。中诚信国际将对各区域市场竞争格局、水泥价格变动趋势及公司盈利情况保持关注。

表 10：近年来公司产品销售均价（元/吨）

	2013	2014	2015	2016.1~9
水泥平均售价	230	227	186	169
熟料对外平均售价	224	223	161	161

注：售价为不含税价格。
资料来源：公司提供

总体来看，近年来受下游需求放缓以及竞争加剧影响，公司水泥销售价格不断下降，但受益于水泥销售量稳步增长、产品销售区域分散以及煤炭价格下跌，公司仍具备很强的抗风险能力。

业务多元化

为实现资金的有效利用，降低经营风险，近年来公司除立足水泥主业以外，逐步向外延伸，实现多元化发展。公司已成功入股兰溪市信用联社、浙江兰溪越商村镇银行股份有限公司、龙游县农村信用合作联社营业部。2014 年 8 月公司成功投资 10 亿元入股中民投，持股比例为 2%。中民投于 2014 年 4 月获得国务院批复，注册资本 500 亿元，经营范围主要为股权投资、股权投资管理、商务咨询、财务咨询、实业投资、资产管理、投资咨询等。2015 年 1 月中国银监会浙江监管局下发批复，同意公司出资 16.3 亿认购杭州银行 1.5 亿股，占杭州银行总股本的 6.37%。2016 年 10 月，杭州银行于上海证券交易所上市，股票代码“600926”。整体而言，公司入股中民投和杭州银行等金融机构有利于整体抗风险能力和竞争实力的提高。

战略规划

根据战略发展规划，未来 3~5 年公司发展的总体目标为：在合理布局、成本控制、优化结构的基础上，实现跨越式发展；同时进一步节能减排，与环境、社会和谐相处，达到比国家标准更严的指标要求，着力打造更具竞争力的建材企业。

在主业结构调整方面，公司将突出发展主业，通过资产重组等方式整合现有目标市场，增强对市场控制能力；在中部地区抓住机会，以整合方式为主，适度并购水泥生产线，提升生产技术，使红狮集团在中部建立新的经济增长点，力争成为当地主导品牌之一；在水泥产业结构调整较大及尚有余地的地区，加快在矿山资源地建设新型干法熟料生产线，在消费城市建设粉磨站。同时公司在坚持立足主业的前提下，适当向上、下游延伸产业链，如矿山开采、混凝土、骨料等，以增强企业竞争力。此外，公司将积极开拓国际市场，逐步建设海外生产线，以实现产能和盈利的有序稳步提升。

在产品结构方面，公司将实施品质差异化战略，逐步提升高标号水泥、特种水泥（低碱、低磁、52.5、缓凝、抗侵蚀等）等高附加值产品的比例，将高标号水泥作为公司的主导产品，满足水利工程、交通工程等基础设施和国家、省市重点工程的要求，争取占领和控制高端市场；同时要适应建设社会主义新农村的需要，生产农村市场所需产品。

项目建设方面，公司在建项目主要为永州及漳平的水泥生产线建设以及水泥窑协同处理固废项目，计划总投资 15.8 亿元，截至 2016 年 9 月末已投资 7.4 亿元；拟建项目主要为位于尼泊尔及老挝的水泥生产线项目，计划总投资 42.3 亿元。2016 年 10~12 月及 2017~2019 年，公司计划资本支出总额分别为 7.9 亿元、22.4 亿元、14.6 亿元和 5.8 亿元。公司未来投资规模较大，面临一定资金压力。

表 11：截至 2016 年 9 月末公司在建项目情况以及未来投资计划（亿元）

	建设规模	计划总投资	已投金额	最新进展	投资安排		
					2016.10~12	2017	2018
永州红狮水泥有限公司	200 万吨/年水泥	7.3	2.0	在建	2.2	2.0	1.1
漳平红狮水泥有限公司三期	155 万吨/年熟料	5.5	4.1	在建	0.7	0.7	--
红狮环保水泥窑协同处置固废项目	--	3.0	1.3	在建	0.0	1.7	--
合计	--	**15.8**	**7.4**	--	**2.9**	**4.4**	**1.1**

资料来源：公司提供

表 12：截至 2016 年 9 月末公司拟建项目情况以及未来投资计划（亿元）

项目	建设规模	计划总投资	项目进展情况	投资安排				政府批文
				2016.10~12	2017	2018	2019	
红狮希望水泥私人有限公司	230 万吨/年水泥	22.8	--	2.0	8.0	8.5	4.3	办理中
万象红狮萨迪他水泥有限公司	200 万吨/年水泥	19.5	--	3.0	10.0	5.0	1.5	办理中
合计		**42.3**	--	**5.0**	**18.0**	**13.5**	**5.8**	--

资料来源：公司提供

总体而言，公司未来投资主要围绕国内水泥产业布局的优化及海外布局的完善，未来竞争实力有望进一步增强；但受在建及拟建项目资本支出较多影响，债务规模或将扩大。

公司管理

产权结构

红狮集团是浙江省民营水泥生产企业，截至 2016 年 9 月末，公司股东由 45 名自然人组成，其中章小华持有公司 16.03%的股权，为公司实际控制人；章旭喜、章广勤等 44 人合计持有公司 83.97%的股权。

截至 2016 年 9 月末，公司下属直接控股子公司 13 家，三级子公司 26 家，参股公司 16 家。

公司治理

红狮集团按照《中华人民共和国公司法》等法律法规的要求规范运作，建立了完善的法人治理结构。股东会是公司最高权力机构；董事会是公司的决策机构，由7人组成，对股东会负责；监事会主要负有监督职责，由3人组成；公司设总经理1名，副总经理3名，实行董事会授权委托下的总经理负责制，负责公司日常经营管理工作。

管理水平

公司管理队伍稳定，建立了成熟的管理理念和企业文化，在战略上保证了主业发展的专注性和连续性。公司通过下属子公司红狮股份管理旗下的多家水泥生产分厂。

公司根据《企业会计制度》制定了《会计核算业务流程》、《成本核算管理办法》等工作流程，全面指导和规范全集团的会计核算、财务资金运营等工作，公司采用统一的会计电算化软件进行会计管理。并制定了《预算管理规定》、《资金调拨管理规定》规范公司的财务资金运营，对资金进行集中管理和监控，提高资金使用效率，降低资金风险。

投融资制度方面，公司制订了《关于加强集团投融资管理规定》，明确对外投资、债券发行、长期贷款、短期贷款等外投融资程序和权限。对外投融资必须由公司统一批准，子公司负责业务洽谈及执行。为针对子公司的投资、融资所需签署的文件均由公司统一办理，由财务部门相关人员审核并进行登记，编制审批会签单，交分管财务领导审批，最后由公司总经理签字，办公室盖章，由财务人员办理后寄回所需办理的相关子公司。子公司未经批准，不得擅自对外担保和借款。

环保治理方面，公司专门成立环境保护管理领导小组，全面负责环境保护管理工作，及时宣传贯彻上级环保部门下达的各种文件精神，按要求编制环保工作文件，制定了《环保管理网络图》、《环境保护管理考核办法》、《环境保护各部门职责》、《环境卫生管理制度》、《污染源管理办法》、《绿化美化管理规定》等有关制度，监督检查公司各部门对环境保护各项规章制度执行情况，每年定期进行环境因素调查分析等工作，及时纠正失职和违章行为；宣传环境保护的法律法规，提高全体员工的环境保护防护意识；建立健全环保组织和机构，根据实际情况配备、充实环境保护专业队伍，提高专业人员的素质，按主管部门要求努力达到“清洁文明生产”的标准。

总体来看，公司治理结构较为规范，总部对下属子公司在资金、财务和投资方面的管理严格规范，并实现了对运营各个环节的实时监控和有效管理，使其对下属各个生产实体的管控和统一调度能力很强。

财务分析

以下分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2013~2015年审计报告以及未经审计的2016年三季度财务报表；各期财务报表均依据新会计准则编制；公司将短期融资券放入“应付债券”科目，将融资租赁放入“长期应付款”科目，中诚信国际分析时分别将其调整至“短期借款”和“长期借款”科目。

资本结构

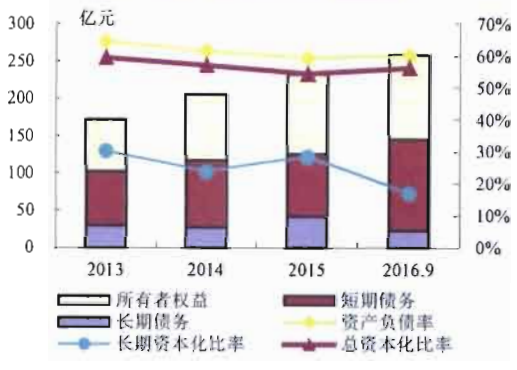
近年来，公司通过新建和并购方式使资产和业务规模不断扩大，2013~2015年末，公司资产总额分别为195.76亿元、228.68亿元和259.57亿元，年均复合增长率达到15.15%。2014年，由于在建项目的推进，以及入股中民投导致可供出售金融资产增加，资产总额同比增长16.81%至228.68亿元。2015年，公司生产线建设持续推进，同时由于出资16.30亿认购杭州银行6.37%的股份导致长期股权投资增加，资产总额同比增长13.51%。2016年9月末，公司资产总额为282.82亿元，较上年末增长8.96%，主要受项目建设推进，在建工程以及固定资产规模增长影响。

所有者权益方面，2013~2015年末，公司所有者权益分别为70.04亿元、88.41亿元和106.30亿元。2014年，得益于经营积累，公司所有者权益增至88.41亿元，其间通过下属子公司兰溪市汇鑫贸易有限公司（以下简称“汇鑫贸易”）收购核心子

公司红狮股份 15.81%的少数股东股权，期末公司资本公积和归属于母公司的净利润均明显增加。2015 年公司发行 4 亿元永续中期票据，其他权益工具余额增至 4 亿元；同期，受子公司宜良红狮水泥有限公司发行优先股影响，资本公积同比增长 25.59%至 16.20 亿元；同期受益于经营积累，未分配利润大幅增长。在上述因素的共同作用下，2015 年末所有者权益同比增长 20.23%。截至 2016 年 9 月末，公司所有者权益增至 113.21 亿元，主要受益于未分配利润的增长。分红方面，2013~2015 年公司现金分红金额分别为 1.25 亿元、0.96 亿元和 1.34 亿元。

资产构成方面，由于公司属资本密集型企业，总资产中非流动资产占比较高。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程以及无形资产构成。2013~2016 年 9 月末，固定资产分别为 76.86 亿元、77.53 亿元、90.08 亿元和 94.37 亿元，占总资产的比例分别为 39.26%、33.90%、34.70%和 33.37%，主要为房屋和机器设备。2015 年，由于在建项目的转入，固定资产增幅较大。在建工程方面，公司在建项目主要为水泥及熟料生产线，近年来随着产能的扩张以及产业布局的拓展，在建工程快速上涨，2013~2016 年 9 月末分别为 20.33 亿元、29.95 亿元、35.43 亿元和 43.06 亿元。未来随着在建、拟建项目的逐步推进和完工，公司在建工程及固定资产规模将继续保持上升趋势。此外，为有效保证原材料来源的稳定性，公司拥有较为充足的石灰石矿产资源，截至 2016 年 9 月末，无形资产为 24.25 亿元，主要为采矿权和土地使用权。同时由于股权投资的增长，公司可供出售金融资产保持较大规模，截至 2016 年 9 月末为 12.58 亿元，主要为持有中民投等机构的股权。

图 8：近年来公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表

负债方面，近年来由于业务规模扩大导致资金需求较大，公司负债规模有所增长，2013~2016 年 9 月末分别为 125.72 亿元、140.26 亿元、153.27 亿元和 169.61 亿元；但受资本实力增强影响，近年来公司资产负债水平整体呈下降趋势，2013~2015 年末资产负债率分别为 64.22%、61.34%和 59.05%。2016 年前三季度，由于短期借款的增加以及超短期融资券的发行，公司资产负债率小幅升至 59.97%。

债务规模方面，近年来，公司资金需求增加，发行多期债务融资工具，总债务规模呈增长态势，2013~2015 年末分别为 102.04 亿元、116.64 亿元和 125.74 亿元；其中，2014 年，公司发行短期融资券募集资金 10 亿元，带动总债务同比增长 14.31%；2015 年末，受融资租赁款增加以及发行 10 亿元中期票据等因素影响，总债务同比增长 7.80%。2016 年 9 月末，受新发行三期合计 15 亿元的超短期融资券影响，公司总债务增至 144.71 亿元。2013~2016 年 9 月末，公司总资本化比率分别为 59.30%、56.88%、54.19%和 56.11%。

债务结构方面，近年来公司短期债务保持较大规模，2013~2015 年末，短期债务/长期债务指标分别为 2.38 倍、3.22 倍和 1.98 倍。2016 年 9 月末，由于部分长期债务临近到期转入一年内到期的非流动负债以及发行多期超短期融资券，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长 166.35%至 54.95 亿元，进而带动短期债务/长期债务指标大幅升至 5.21 倍。总体看，以短期债务为主的债务结构使公司面临一定的短期偿债压力。

图 9：近年来公司债务结构分析



资料来源：公司财务报表

总体来看，近年来随着业务的快速扩张，公司

资产规模不断增长，且资本实力不断增强；但同时公司债务规模不断扩大，且以短期债务为主的债务结构在一定程度上增加了其短期偿债压力。

盈利能力

2013~2015 年，公司营业总收入分别为 126.66 亿元、135.98 亿元和 121.93 亿元。近年来，随着产能的扩张，公司水泥产销规模不断扩大，但 2015 年由于宏观经济增速放缓，固定资产、房地产投资增速回落，水泥下游需求不振，销售价格大幅下滑，公司营业总收入有所下降。2016 年 1~9 月，公司水泥销售均价仍处于较低水平，但受销售规模增长影响，营业总收入同比增长 2.00%至 88.05 亿元。

盈利能力方面，2013~2015 年及 2016 年 1~9 月，公司营业毛利率分别为 19.17%、21.10%、18.00%和 17.30%。2014 年，公司主要生产基地华东地区由于下游需求较好，较同行业其他企业水泥价格降幅较小。同时由于煤炭价格的不断下滑，生产成本明显下降，营业毛利率增至 21.10%。2015 年，公司水泥销售均价同比大幅下降，同期生产成本虽有下降，但降幅低于水泥价格降幅，营业毛利率同比下降 3.10 个百分点至 18.00%。2016 年 1~9 月，公司水泥销售均价持续低迷，但受益于良好的成本管控能力，营业毛利率同比基本稳定，为 17.30%。

表 13：近年来公司收入及毛利率（亿元，%）

	2013	2014	2015	2016.1~9
营业总收入	126.66	135.98	121.93	88.05
三费前利润	23.35	27.49	21.01	14.72
营业毛利率	19.17	21.10	18.00	17.30

资料来源：公司财务报表

期间费用方面，2013~2015 年公司期间费用合计分别为 7.36 亿元、9.68 亿元和 9.42 亿元，三费收入占比分别为 5.81%、7.12%和 7.73%，呈小幅增长态势。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，销售费用数额相对较小。管理费用方面，2013~2015 年，公司管理费用分别为 2.99 亿元、4.80 亿元和 5.56 亿元。其中，2014 年由于会计科目调整，人工成本大幅上涨，管理费用同比大幅增长 60.40%。2015 年受摊销费用增加等因素影响，管理费用同比增长 15.69%。财务费用方面，2013~2015 年，公司财务费用分别为 3.74 亿元、3.91 亿元和 2.93 亿元。2014 年，受债务规模上升影响，财务费用支出小幅增长。2015 年，财务性利息支出为 6.76 亿元，同比下降 9.71%，主要受银行借款基准利率下调以及当期发行债务融资工具的利率较低影响；同期受利息收入增加等因素影响，财务费用同比下降 24.92%。销售费用方面，由于公司采取重点工程、搅拌站和乡镇总代理的销售模式，相比行业内其他企业的销售中间环节较少；同时由于销售渠道下沉，人工成本相对较低，受此影响，公司销售费用控制能力较强，销售费用支出规模较小。2016 年 1~9 月，公司期间费用合计 6.63 亿元，三费收入占比为 7.53%。整体而言，公司三费收入占比处于行业较低水平，费用控制能力较强。

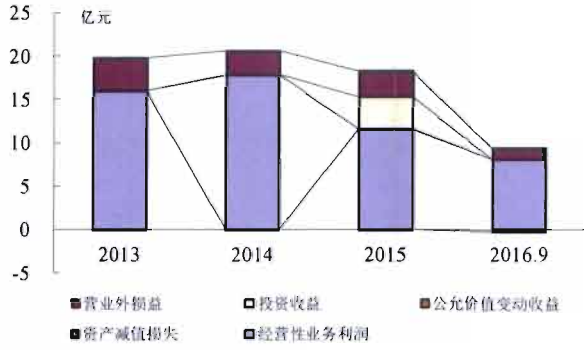
表 14：近年来公司期间费用情况（亿元，%）

	2013	2014	2015	2016.1~9
销售费用	0.63	0.97	0.93	0.74
管理费用	2.99	4.80	5.56	3.67
财务费用	3.74	3.91	2.93	2.21
三费合计	7.36	9.68	9.42	6.63
营业总收入	126.66	135.98	121.93	88.05
三费收入占比	**5.81**	**7.12**	**7.73**	**7.53**

资料来源：公司财务报表

公司利润总额主要由经营性业务利润、营业外损益和投资收益构成。2013~2015 年，公司利润总额分别为 19.75 亿元、20.56 亿元和 18.21 亿元，经营性业务利润分别为 15.99 亿元、17.81 亿元和 11.58 亿元，是利润总额的主要构成部分。公司营业外收入主要来自政府补助，2013~2015 年所获政府补助金额分别为 2.17 亿元、2.45 亿元和 2.23 亿元；同期投资收益分别为 0.02 亿元、0.006 亿元和 3.69 亿元，其中 2015 年所获投资收益中的 2.66 亿元为按权益法核算的来自杭州银行等机构的长期股权投资收益，1.04 亿元为可供出售金融资产所取得的投资收益，来源主要为中民投等机构。2016 年 1~9 月，公司实现利润总额 9.08 亿元，同比略有增长。

图 10：近年来公司利润总额情况



资料来源：公司财务报表

整体来看，受行业波动影响，公司收入规模及盈利水平近年来有所下降，但三费控制能力较强，且投资收益和营业外收入对利润总额形成有力补充，公司盈利能力保持在相对较好水平。中诚信国际将对未来各区域水泥价格走势及公司盈利水平的变动保持关注。

现金流

经营活动现金流方面，2013~2015 年公司经营活动净现金流分别为 50.54 亿元、49.28 亿元和 28.06 亿元。2014 年公司水泥产品价格略有下降，同期收现比降低，经营活动现金流入同比大幅下降；但受生产成本下降影响，经营活动现金流出规模同比下降，受此影响，经营活动净现金流同比基本稳定。2015 年，受收入规模下降以及存货规模增长等因素影响，公司经营活动净现金流同比下降 43.07%至 28.06 亿元。近年来，公司其他应收款和其他应付款均较大，其他应收款主要为与贸易公司往来款，其他应付款主要为水泥销售保证金以及与兰溪市汇源能源贸易有限公司和汇鑫贸易的往来款，受此影响公司收到与支付其他与经营活动有关的现金均保持较大规模，2013~2015 年收到其他与经营活动有关的现金分别为 62.48 亿元、67.79 亿元和 24.10 亿元，支付其他与经营活动有关的现金分别为 56.30 亿元、46.68 亿元和 22.82 亿元。其中 2015 年，公司将设备及配件产品、混凝土产品、委托贷款利息及手续费收入等其他业务发生的现金流由“收到其他与经营活动有关的现金”科目转入“销售商品、提供劳务收到的现金”科目，导致当期收到其他与经营活动有关现金流金额大幅下降；受此影响，支付其他与经营活动有关现金流金额亦下降。中诚信国际将对公司经营活动净现金流量的变化情况保持关注。2016 年 1~9 月，公司实现经营活动净现金流 19.26 亿元，同比增长 64.54%。

投资活动现金流方面，2013~2015 年及 2016 年 1~9 月，公司投资活动净现金流呈净流出状态，分别为-22.65 亿元、-28.77 亿元、-34.40 亿元和-12.87 亿元，主要为水泥生产线建设项目和金融类资产的投资支出。

筹资活动方面，近年来受益于良好的经营获现能力，公司自有资金较为充裕，基本可满足投资需要，筹资活动现金流处于净流出状态。2013~2015 年筹资活动净现金流分别为-18.40 亿元、-16.79 亿元和-7.15 亿元。其中，2015 年公司筹资规模缩减，但受支付其他与筹资活动有关的现金流出减少影响，当期筹资活动现金流为-7.15 亿元。2016 年 1~9 月，筹资活动净现金流为 4.52 亿元。

表 15：近年来公司现金流量变化（亿元）

	2013	2014	2015	2016.1~9
经营活动现金流入	232.69	185.07	150.81	120.78
经营活动现金流出	182.15	135.79	122.75	101.52
经营活动净现金流	**50.54**	**49.28**	**28.06**	**19.26**
投资活动现金流入	4.80	0.01	1.58	0.19
投资活动现金流出	27.44	28.79	35.98	13.06
投资活动净现金流	**-22.65**	**-28.77**	**-34.40**	**-12.87**
筹资活动现金流入	242.99	197.15	156.22	156.20
其中：吸收投资	4.27	8.43	4.00	--
借款	124.93	133.76	86.57	91.84
筹资活动现金流出	261.39	213.93	163.38	151.68
其中：偿还债务	130.30	135.42	102.03	70.65
筹资活动净现金流	**-18.40**	**-16.79**	**-7.15**	**4.52**
现金及等价物净增加额	**9.49**	**3.72**	**-13.50**	**10.91**

资料来源：公司财务报表

整体来看，近年来，受行业景气度下行影响，公司获现能力呈弱化趋势。目前公司在建及拟建项目较多，未来存在一定规模的资本支出，筹资需求或将增加。

偿债能力

债务规模方面，随着产能规模的扩张，公司资

金需求加大，总债务规模持续增长，2013~2015 年及 2016 年 9 月末，总债务分别为 102.04 亿元、116.64 亿元、125.74 亿元和 144.71 亿元。

偿债能力指标方面，2013 年受益于盈利、获现能力的提升，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务和利息支出的保障能力明显增强。2014 年，公司债务规模扩大且增速快于 EBITDA，因此同期长期偿债指标均有所下降，当期总债务/EBITDA、经营活动净现金流/总债务、EBITDA 利息倍数和经营活动净现金流/利息支出分别为 3.24 倍、0.42 倍、4.81 倍和 6.59 倍。2015 年公司利润总额有所下降，受当期折旧增加影响，EBITDA 基本与上年持平，为 34.71 亿元。由于总债务规模同比增长 7.80%，EBITDA 对债务的保障能力略有降低，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.62 倍和 3.98 倍；同期，经营活动净现金流下降，经营活动净现金流/总债务及经营活动净现金流/利息支出指标分别弱化至 0.22 倍和 3.22 倍。整体来看，2015 年以来，公司偿债能力指标有所弱化。

表 16：近年来公司偿债能力指标情况

	2013	2014	2015	2016.9
短期债务(亿元)	71.83	89.00	83.49	121.39
总债务(亿元)	102.04	116.64	125.74	144.71
经营活动净现金流(亿元)	50.54	49.28	28.06	19.26
EBITDA(亿元)	33.46	35.97	34.71	--
资产负债率(%)	64.22	61.34	59.05	59.97
总资本化比率(%)	59.30	56.88	54.19	56.11
总债务/EBITDA(X)	3.05	3.24	3.62	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.50	0.42	0.22	0.18*
EBITDA 利息倍数(X)	5.24	4.81	3.98	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.92	6.59	3.22	--

注：加“*”数据已经过年化处理。
资料来源：公司财务报表

或有负债方面，截至 2016 年 9 月末，公司对外担保余额为 2.63 亿元，占期末净资产的比例较小。被担保单位为浙江鑫浪纺织有限公司、浙江金圆水泥有限公司、浙江双狮建材有限公司和陕西声威建材集团有限公司 4 家公司，存在一定代偿风险。

抵押、质押方面，截至 2016 年 9 月末，公司为取得银行借款，共有账面净值为 47.62 亿元的房屋、机器设备和土地用于抵、质押，占期末净资产比重约为 42.06%，一定程度上降低了这部分资产对其他债务的保障能力；中诚信国际将对公司资产抵质押情况保持持续关注。

银行授信方面，公司已与多家银行形成稳定的银企关系，截至 2016 年 9 月末，公司共获得 142.93 亿元的综合授信额度，其中尚未使用额度为 53.99 亿元，具备一定的财务弹性。

过往债务履约情况

根据公司提供的征信报告及其他相关资料显示，截至 2016 年 11 月 18 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。

表 17：截至 2016 年 12 月 9 日公开市场存续期债务情况

	发行时间	发行金额（亿元）	期限
16 红狮 SCP005	2016-11-28	5.00	270 天
16 红狮 SCP004	2016-09-22	5.00	270 天
16 红狮 SCP003	2016-08-29	5.00	270 天
16 红狮 SCP002	2016-06-22	5.00	270 天
16 红狮 CP001	2016-03-07	10.00	1 年
15 红狮 MTN002	2015-11-05	4.00	3+N 年
15 红狮 MTN001	2015-09-16	10.00	3 年
14 红狮 MTN002	2014-08-25	5.00	3 年
14 红狮 MTN001	2014-05-20	5.00	3 年
合计		54.00	--

资料来源：中诚信国际整理

评级展望

近年来，在水泥行业整合加速、行业集中度趋于提高的背景下，红狮集团产能规模不断扩大。作为国家重点支持的 12 家全国性水泥生产企业之一，公司具有较强的区域竞争优势以及成本控制能力。此外，通过金融及类金融投资，抗风险能力进一步增强。但同时，中诚信国际也关注到公司盈利及获现能力略有弱化、短期债务占比较高以及海外项目投资存在一定不确定性等因素对其整体经营及信用水平的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月的

评级展望为稳定。

结论

综上所述，中诚信国际评定红狮控股集团有限公司的主体信用等级 AA^+，评级展望为稳定。

中诚信国际关于红狮控股集团有限公司的跟踪评级安排

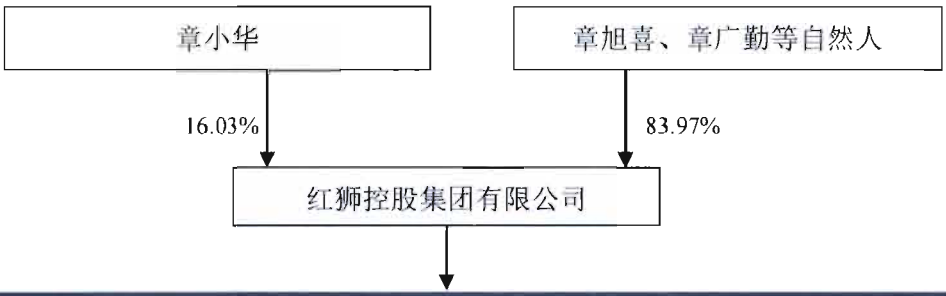
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对红狮控股集团有限公司每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在评级主体的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2016 年 12 月 9 日

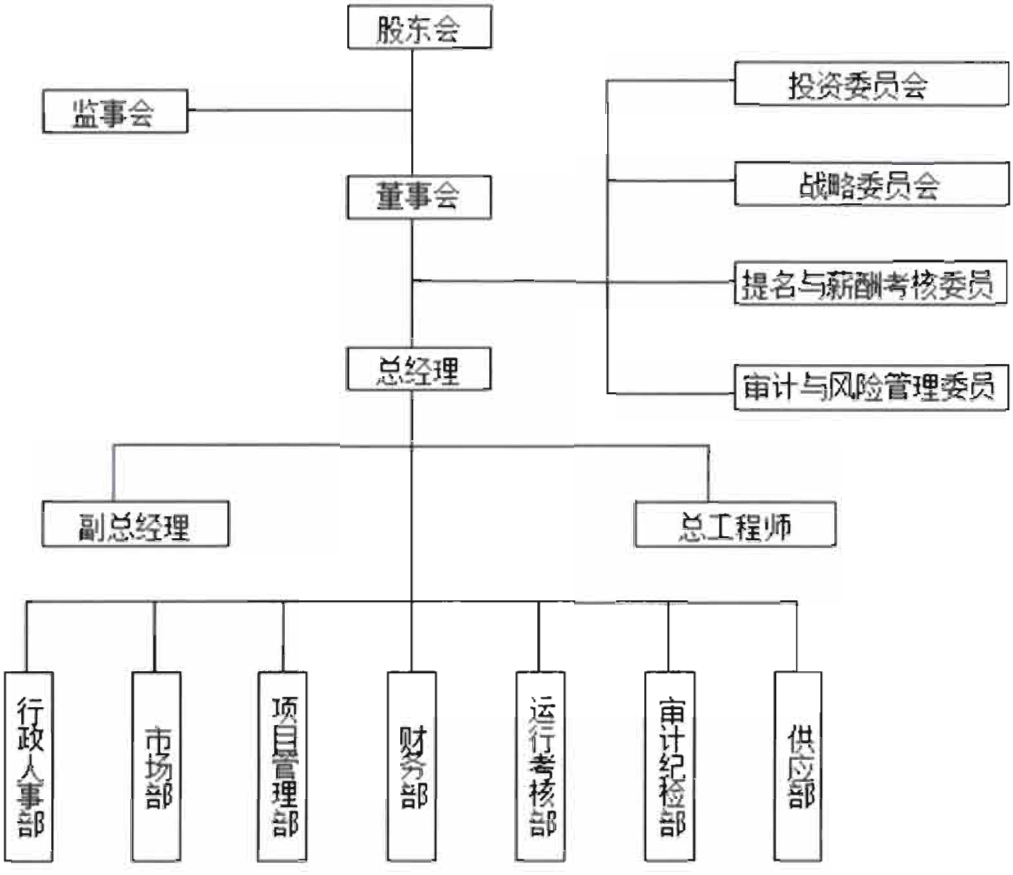
附一：红狮控股集团有限公司股权结构图（截至 2016 年 9 月末）



序号	企业名称	直接持股比例（%）	注册资本（万元）	与本公司的关系
1	浙江红狮水泥股份有限公司	66.02	108,800.00	二级子公司
2	建德汇鑫建材有限公司	80.00	200.00	二级子公司
3	兰溪市汇鑫建材有限公司	60.00	100.00	二级子公司
4	缙云汇鑫建材有限公司	60.00	100.00	二级子公司
5	兰溪市汇鑫贸易有限公司	90.00	5,000.00	二级子公司
6	浙江红狮鑫统领建材科技有限公司	55.00	1,500.00	二级子公司
7	兰溪汇鑫小额贷款股份有限公司	36.05	26,367.38	二级子公司
8	浙江红狮环保科技有限公司	100.00	5,000.00	二级子公司
9	杭州狮瑞股份投资合伙企业（有限合伙）	58.33	120,000.00	二级子公司
10	杭州兰亮网络科技有限公司	100.00	200.00	二级子公司
11	拉萨汇鑫贸易有限公司	100.00	1,000.00	二级子公司
12	香港红狮水泥控股有限公司	100.00	11,539.94	二级子公司
13	义乌红狮物流有限公司	100.00	4,000.00	二级子公司

资料来源：公司提供

附二：红狮控股集团有限公司组织结构图（截至 2016 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附三：红狮控股集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015	2016.9
货币资金	296,380.84	356,004.20	216,232.95	312,214.72
交易性金融资产	193.95	156.96	187.30	187.30
应收账款净额	44,983.36	70,579.18	86,191.34	74,142.31
其他应收款	105,152.44	90,113.12	98,378.32	96,942.63
存货净额	140,268.20	147,888.38	183,166.05	190,014.63
长期投资	11,573.75	113,186.68	302,319.15	312,186.53
固定资产	768,593.59	775,261.44	900,756.53	943,666.85
在建工程	203,325.06	299,475.56	354,304.03	430,550.98
无形资产	218,742.89	230,482.20	228,922.41	242,537.62
总资产	1,957,600.25	2,286,761.86	2,595,676.67	2,828,157.71
其他应付款	94,348.57	97,768.55	132,325.06	131,661.00
短期债务	718,340.20	889,997.25	834,897.46	1,213,884.78
长期债务	302,035.45	276,428.03	422,467.87	233,198.72
总债务	1,020,375.65	1,166,425.29	1,257,365.33	1,447,083.51
净债务	723,994.81	810,421.08	1,041,132.37	1,135,168.79
总负债	1,257,232.18	1,402,613.87	1,532,702.38	1,696,054.98
财务性利息支出	63,834.90	74,829.54	67,560.48	--
资本化利息支出	0.00	0.00	19,654.96	--
所有者权益合计	700,368.08	884,147.99	1,062,974.29	1,132,102.73
营业总收入	1,266,583.52	1,359,760.74	1,219,334.43	880,498.49
三费前利润	233,486.83	274,852.24	210,050.12	147,234.59
投资收益	228.56	57.55	36,873.25	57.49
净利润	162,747.39	164,668.71	159,923.04	80,919.44
EBIT	261,317.40	280,440.82	249,620.25	--
EBITDA	334,627.57	359,737.04	347,085.29	--
经营活动产生现金净流量	505,430.25	492,828.02	280,587.94	192,619.27
投资活动产生现金净流量	-226,478.22	-287,737.74	-344,020.83	-128,688.44
筹资活动产生现金净流量	-184,009.08	-167,854.22	-71,536.24	45,214.89
现金及现金等价物净增加额	94,942.95	37,236.06	-134,969.13	109,145.71
资本支出	255,921.50	170,529.95	130,890.82	116,766.79
财务指标	**2013**	**2014**	**2015**	**2016.9**
营业毛利率(%)	19.17	21.10	18.00	17.30
三费收入比(%)	5.81	7.12	7.73	7.53
EBITDA/营业总收入(%)	26.42	26.46	28.47	--
总资产收益率(%)	14.34	13.21	10.23	--
流动比率(X)	0.75	0.76	0.71	0.60
速动比率(X)	0.61	0.62	0.54	0.47
存货周转率(X)	7.89	7.45	6.04	5.20*
应收账款周转率(X)	38.10	23.53	15.56	14.64*
资产负债率(%)	64.22	61.34	59.05	59.97
总资本化比率(%)	59.30	56.88	54.19	56.11
短期债务/总债务(%)	70.40	76.30	66.40	83.88
经营活动净现金流/总债务(X)	0.50	0.42	0.22	0.18*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.70	0.55	0.34	0.21*
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.92	6.59	3.22	--
总债务/EBITDA(X)	3.05	3.24	3.62	--
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.40	0.42	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.24	4.81	3.98	--

注：公司各期财务报告均依据新会计准则编制；2016 年三季度财务报表未经审计；所有者权益含少数股东权益；加“*”数据已经过年化处理；公司将短期融资券放入“应付债券”科目，将融资租赁款放入“长期应付款”科目，中诚信国际分析时分别将其调整至“短期借款”和“长期借款”科目。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：
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
短期债务＝短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
长期债务＝长期借款＋应付债券
总债务＝长期债务＋短期债务
净债务=总债务-货币资金
三费前利润＝营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加
EBIT（息税前盈余）＝利润总额＋计入财务费用的利息支出
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）＝EBIT＋折旧＋无形资产摊销＋长期待摊费用摊销
资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
营业毛利率＝（营业收入-营业成本)/营业收入
三费收入比＝（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入
总资产收益率＝ EBIT / 总资产平均余额
流动比率＝流动资产 / 流动负债
速动比率＝（流动资产－存货） / 流动负债
存货周转率＝主营业务成本（营业成本合计） / 存货平均净额
应收账款周转率＝主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额
资产负债率＝负债总额 / 资产总额
总资本化比率＝总债务 /（总债务＋所有者权益（含少数股东权益））
EBITDA 利息倍数＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：三费前利润中“利息支出、手续费及佣金收入、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出和分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附五：主体信用等级的符号及定义

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。