



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪049号

安徽海螺水泥股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“2012年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年四月二十一日

2012 年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	安徽海螺水泥股份有限公司		
担保主体	安徽海螺集团有限责任公司		
担保方式	无条件不可撤销的连带责任保证担保		
发行规模	人民币 60 亿元，其中 5 年期 25 亿元，10 年期 35 亿元		
存续期限	5 年期：2012/11/07—2017/11/07 10 年期：2012/11/07—2022/11/07		
上次评级时间	2016/4/15		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

海螺水泥	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	696.11	739.12	802.99
总资产（亿元）	1,022.53	1,057.81	1,095.14
总债务（亿元）	199.18	191.91	159.81
营业总收入（亿元）	607.59	509.76	559.32
营业毛利率（%）	33.73	27.64	32.47
EBITDA（亿元）	197.50	154.62	171.98
所有者权益收益率（%）	16.65	10.32	11.15
资产负债率（%）	31.92	30.13	26.68
总债务/EBITDA（X）	1.01	1.24	0.93
EBITDA 利息倍数（X）	18.20	15.97	21.20
海螺集团	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	709.64	755.87	819.27
总资产（亿元）	1,083.62	1,117.09	1,151.19
总债务（亿元）	240.33	227.18	193.56
营业总收入（亿元）	653.02	548.60	598.55
营业毛利率（%）	32.47	26.97	31.52
EBITDA（亿元）	203.16	163.05	175.93
所有者权益收益率（%）	16.41	10.55	10.90
资产负债率（%）	34.51	32.34	28.83
总债务/EBITDA（X）	1.18	1.39	1.10
EBITDA 利息倍数（X）	15.05	13.80	17.89

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2016 年，我国经济总体呈现出稳中向好态势、房地产市场回暖和基建项目加快启动带动水泥市场弱势复苏，水泥产量增速由负转正。公司依托自身极强的综合竞争实力、逐步优化完善的产能布局以及持续提升的产能，水泥产品出现量价齐升的良好态势；同时受益于煤耗等指标的进一步优化，单位生产成本亦呈下降趋势，公司的营业毛利率出现一定程度的上升。公司财务结构保持稳健，盈利能力及获现能力强并保持极强的偿债能力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到行业去产能政策落实情况欠佳，行业发展依然受制于产能过剩的现状、公司未来资本支出规模较大，或将面临一定的资金压力等因素对公司整体经营及信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持海螺水泥主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“2012 年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券”信用等级为 AAA。该债项级别同时考虑安徽海螺集团有限责任公司提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 公司产能持续增长，产能布局继续逐步优化完善。2016 年，公司国内工程建设及并购项目稳步推进，水泥产能继续保持增长态势；此外，公司海外项目进展顺利，南加海螺二期和西巴布亚公司等项目建设全面建成投产。截至 2016 年末，公司已在国内十五个省份以及印尼拥有熟料产能达 2.44 亿吨/年。
- 水泥产品量价齐升，盈利水平得以加强。2016 年水泥行业景气度有所回暖，加之公司良好的市场网络建设，其水泥产品销量与售价均有所提升，营业毛利率水平有所增长。
- 资本结构保持稳健，财务弹性强。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 26.68% 和 16.60%，同比下降 3.45 和 4.01 个

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

袁俊杰 jjqiu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 4 月 21 日

百分点，整体负债水平低，财务结构保持稳健。

关注

- 水泥行业产能过剩风险。2016 年水泥行业景气度缓慢复苏，新增产能仍未停止，去产能政策落实情况欠佳，行业发展依然受制于产能严重过剩的现状，仍面临一定的不确定性。
- 未来公司可能面临一定资金压力。公司未来新建项目及并购项目较多，并将加大力度进行海外项目建设，资金需求量较大，2017 年预计资本性支出计划约 90 亿元，公司可能面临一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

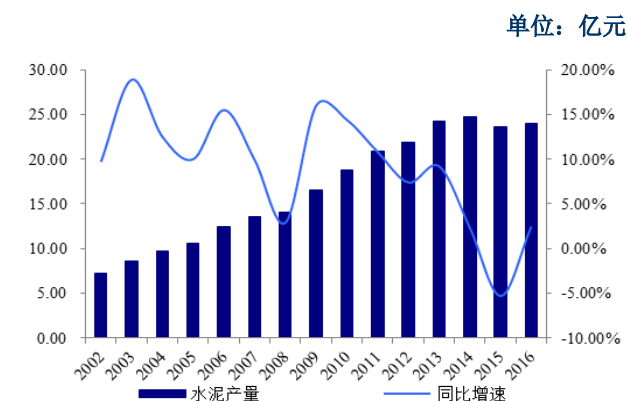
行业运行概况

2016年，我国经济总体呈现出稳中向好态势、房地产市场回暖和基建项目加快启动带动水泥市场弱势复苏，水泥产量增速由负转正，重回增长轨道

据国家统计局数据，2016年，中国国内生产总值744,127亿元，同比增长6.7%，同比增速下降0.2个百分点；全年全社会固定资产投资606,466亿元，增速为7.9%，同比增速下降1.9个百分点。2016年，中国经济总体呈现出稳中向好态势，国民经济运行保持在合理区间，固定资产投资增速进一步放缓。2016年，房地产开发投资增速6.9%，同比回升4.3个百分点，基础设施投资增长17.4%，同比增长0.2个百分点，房地产市场回暖和基建项目加快启动带动水泥市场弱势复苏，水泥产量呈现低速增长。2016年，全国共生产水泥24亿吨，同比增长2.5%，同比增速由负转正，重回增长轨道。

从区域来看，2016年全国六大区域市场分化走势明显，在“京津冀一体化”战略和加快西部地区基础设施建设的推动下，华北和西南地区水泥需求仍呈现出较快增长；华东和中南依然是全国需求最大的区域，两大区域水泥需求量占全国比重接近60%；随着经济衰落，西北和东北市场情况未见好转，水泥需求持续下滑。据中国水泥协会初步统计，2016年全国新点火水泥熟料生产线共有19条，合计年度新增熟料产能2,558万吨，较2015年减少2,163万吨，降幅为46%，已连续四年呈递减走势。

图1：2002~2016年我国水泥产量及增长率情况



总的来看，水泥行业与国民经济的增长速度密

切相关，目前国家经济结构调整将使得宏观经济增速逐步放缓，并将通过影响全社会固定资产投资，进而对水泥行业的经营和发展造成影响，因此短期内水泥行业增速预期难以大幅回升，落后产能淘汰将进一步加速。

业务运营

公司工程项目建设稳步推进，盈江允罕、弋阳海螺等6条熟料生产线，以及文山海螺、赣州海螺等18台水泥磨相继建成投产；同时公司海外项目进展顺利，南加海螺二期和西巴布亚公司的水泥熟料生产线、孔雀港粉磨站以及缅甸海螺水泥熟料生产线等项目顺利建成投产

2016年，公司稳步推进工程项目建设，盈江允罕、弋阳海螺等6条熟料生产线、以及文山海螺、赣州海螺等18台水泥磨相继建成投产，全年新增熟料产能920万吨、水泥产能2,086万吨；完成原巢东股份的水泥资产交割，增加熟料产能540万吨、水泥产能350万吨。

截至2016年底，公司熟料产能达2.44亿吨，水泥产能达3.13亿吨，骨料产能2,490万吨，余热发电总装机容量达1,184兆瓦。2016年，公司共生产熟料2.18亿吨，同比增长5.20%，产能利用率为89.34%，较上年下降1.05个百分点；生产水泥2.33亿吨，同比增长4%，产能利用率为74.44%，较上年下降2.80个百分点。

同时，公司积极推进海外项目建设和发展，南加海螺二期和西巴布亚公司的水泥熟料生产线、孔雀港粉磨站以及缅甸海螺水泥熟料生产线等项目顺利建成投产，北苏海螺、柬埔寨马德望、老挝琅勃拉邦等水泥项目相继开工，伏尔加海螺、缅甸曼德勒等项目前期工作正在有序推进。

同时，公司持续推进节能和环保技改，加强对子公司环保监督管理，坚持走可持续发展道路。除继续在熟料生产线配套建设余热发电机组外，还积极推广应用水泥窑协同处理生活垃圾技术，截至2016年末已建成15个垃圾处理项目；实施熟料线分解炉扩容改造、三风机改造以及水泥磨辊压机技改，节能减排效果明显；完成所有生产线电收尘器

升级改造，收尘效果优于国家排放标准。

表 1：2016 年末公司已投产熟料产能区域分布情况（单位：万吨/年）

区域	2014		2015		2016	
	熟料产能	占比	熟料产能	占比	熟料产能	占比
东部区域	786	3.70%	966	4.11%	966	3.96%
中部区域	11,340	53.42%	12,448	53.00%	12,638	51.76%
南部区域	3,160	14.89%	3,590	15.29%	3,590	14.70%
西部区域	5,842	27.52%	6,382	27.17%	6,742	27.61%
海外（印尼）	100	0.47%	100	0.43%	480	1.97%
合计	21,228	100.00%	23,486	100.00%	24,416	100.00%

注：1、东部区域包括江苏、浙江、上海、福建及山东；2、中部区域包括安徽、江西、湖南及湖北；3、南部区域包括广东及广西；4、西部区域包括四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西及新疆。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从公司产能区域分布来看，其传统市场区域为中部和南部区域。为开展全国产能布局以及把握西部地区城镇化建设及基础设施开发的机会，近年来公司通过新建以及并购扩张方式快速切入西南和西北市场，2015 年和 2016 年，公司在西部地区新增产能分别为 540 万吨和 360 万吨。截至 2016 年末，公司在西部区域的产能占其总产能比例达到 27.61%，较 2015 年末增加 0.44 个百分点。

整体看，公司产能持续扩充且产能利用率高于全国 70% 不到的平均水平，在加快推进国际化进程的背景下，其产能布局亦正逐步优化完善。

2016 年我国水泥产量增速由负转正，重回增长轨道，随着公司收购兼并和新建项目产能的投放，以及产品价格的上涨，公司在国内各区域的销售金额均有不同程度的提升，国际水泥市场的开拓也初见成效

2016 年，公司共生产熟料 2.18 亿吨，同比增长 5.20%，增速加快 0.20 个百分点；生产水泥 2.33 亿吨，同比增长 4%，增速加快 2 个百分点；当年公司水泥和熟料合计净销量达 2.77 亿吨，同比增长 8%，增速加快 5 个百分点。当年公司水泥和熟料综合产品价格为 196.72 元/吨，同比上升 1.98%。2016 年我国水泥产量增速由负转正，重回增长轨道，并且得益于公司良好的市场网络建设以及公司收购兼并和新建项目产能投放，公司水泥、熟料销量同比分别增长 4.70% 和 31.10%。

受水泥产销量和价格提升的影响，2016 年全年公司实现主营业务收入为 548.31 亿元，较上年增加 10.26%。单位生产成本方面，受益于原材料成本降

低，以及煤炭、电力等消耗指标下降，公司综合成本为 132.28 元/吨，同比下降 6.62 元/吨，降幅为 4.77%。从毛利率来看，受益于产品价格上升及成本下降，2016 年公司产品综合毛利率为 32.85%，较上年同期上升 4.76 个百分点；其中 42.5 级水泥、32.5 级水泥及熟料毛利率分别同比上升 4.97 个百分点、6.13 个百分点及 1.66 个百分点。同时，公司增加外销熟料比例，熟料销售占比上升至 12.36%，同比上升 1.92 个百分点；42.5 级水泥销售金额占比小幅下降至 55.48%，同比下降 0.36 个百分点；32.5 级水泥销售金额占比下降至 31.50%，同比下降 1.70 个百分点；骨料销售金额占比小幅上升至 0.66%，同比上升 0.14 个百分点。

表 2：2015~2016 年公司主要产品销售额及毛利率情况

42.5 级水泥		
	2015	2016
销售额（亿元）	227.72	304.2
毛利率（%）	27.14	32.11
产销率（%）	99.27	99.43
32.5 级水泥		
	2015	2016
销售额（亿元）	165.08	172.71
毛利率（%）	31.24	37.37
产销率（%）	118.4	100.58
熟料		
	2015	2016
销售额（亿元）	51.9	67.76
毛利率（%）	22.24	23.90
产销率（%）	96.47	101.27

注：42.5 级水泥包括 42.5 级和 42.5 级以上的水泥。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年，因产品销量和价格提升，公司各主要区域的产品销售收入都有不同程度的上升。其中海外区域增幅最大，销售金额同比上升 16.52%。其次

为中部区域，相比于东部和南部区域市场需求相对旺盛，行业集中度相对较高，销售金额增幅也更大，

2016 年同比上升 13.01%。东部和南部两个区域销售金额同比增幅分别为 7.75%和 6.67%。

表 3：2015~2016 年公司销售收入区域分布

区域	2015 年		2016 年		销售金额增减（%）	销售比重增减（%）
	销售金额(亿元)	比重（%）	销售金额(亿元)	比重（%）		
东部区域	141.01	28.36	151.93	27.71	7.75	-0.65
中部区域	142.82	28.72	161.40	29.43	13.01	0.71
南部区域	89.16	17.93	95.11	17.35	6.67	-0.58
西部区域	105.34	21.18	117.77	21.48	11.80	0.30
海外及出口	18.96	3.81	22.10	4.03	16.52	0.22
合计	497.29	100.00	548.31	100.00	10.26	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司未来仍将采取建设与并购并举的方式增加产能，同时加大海外项目的建设力度，产能仍将继续提升。受此影响，公司未来资本支出规模较大，其面临一定的资本支出压力

根据公司规模，公司将把握国内水泥行业结构调整的有利时机，坚持公司的既定原则和标准，实施项目并购，进一步完善国内市场网络建设；加快骨料产业布局，延伸产业链，促进公司可持续发展。同时，将继续积极推进国际化发展战略的实施，做好印尼北苏、柬埔寨马德望及老挝琅勃拉邦等水泥项目建设，超前做好市场拓展准备，为产品投放市场创造有利条件；加快推进缅甸曼德勒、伏尔加海螺等项目前期相关工作，力争早日开工。

2016 年，公司共计资本性支出约 71.11 亿元，主要用于水泥、熟料生产线、余热发电、骨料项目建设投资，以及并购项目支出。2017 年，公司资本性支出计划约 90 亿元，以自有资金为主、银行贷款为辅，将主要用于国内项目和海外项目的建设以及已签约并购项目的资金支付。预计 2017 年全年公司将新增熟料产能约 360 万吨，水泥产能约 2,360 万吨，公司产能规模将继续较快提升，仍将在行业中保持极强的竞争实力，但同时由于项目投入规模较大，其可能面临一定的资本支出压力。

总体看，公司产能规模稳步增长，行业龙头地位稳固。未来公司将继续通过新建和并购的方式扩大产能规模，同时加大海外投资力度，其资本性支出规模较大，或将面临一定的资金压力。

财务分析

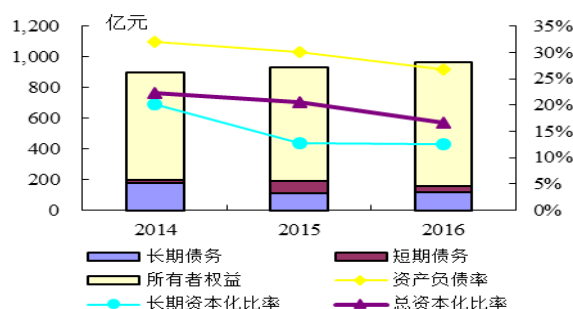
以下分析主要基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年财务报告

资本结构

2016 年，随着公司业务规模的提升，海外项目建设力度的加大以及新建项目和并购项目的持续推进，公司资产规模持续增长，截至 2016 年末，公司总资产为 1,095.14 亿元，同比增加 3.53%；同时，由于公司留存收益规模较大，其自有资本实力进一步增强，截至 2016 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 802.99 亿元，同比增加 8.64%。

从负债规模来看，截至 2016 年末，公司负债总额为 292.15 亿元，较上年末减少 8.33%，主要系当年公司利用闲置资金偿付到期银行借款，总债务规模减少所致，当年末公司总债务为 159.81 亿元，同比减少 16.73%。从财务杠杆比率来看，截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 26.68 %和 16.60 %，同比下降 3.45 和 4.01 个百分点，财务结构稳健性进一步提升。

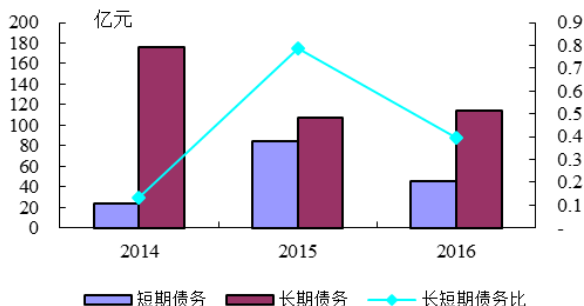
图 2：2014~2016 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，截至 2016 年末，公司长、短期债务分别为 114.43 亿元和 45.38 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.40，同比下降幅度较大，主要系长期债务增长 6.55%，而短期债务减少 46.31%，其中短期债务的减少主要系公司“一年内到期的应付债券”余额由 2015 年末的 75.85 亿元大幅减少至 2016 年末的 32.62 亿元。整体上看，公司债务期限结构相较于上年得到较大程度的优化。

图 3：2014~2016 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

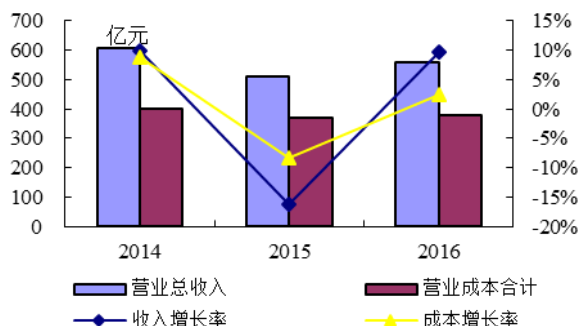
总体来看，公司资产规模稳步提升，财务杠杆比率进一步下降，债务期限结构得到优化，财务结构保持稳健。

盈利能力

2016 年水泥行业整体产量增速由负转正，行业景气度提升，公司水泥产品量价齐升，公司实现营业收入 559.32 亿元，同比上升 9.72%。

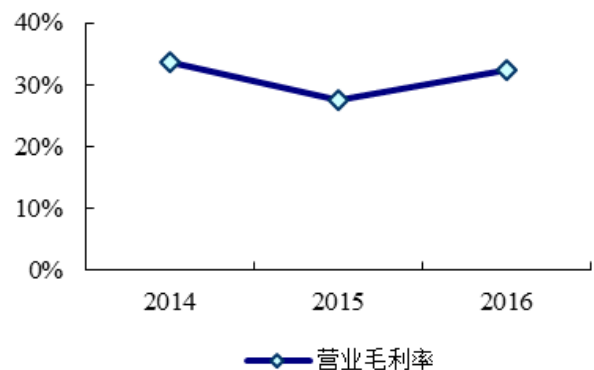
营业毛利率方面，2016 年受益于煤炭和电力消耗等主要指标的进一步优化，公司综合成本同比下降 6.62 元/吨，达到 132.28 元/吨，降幅为 4.77%。得益于成本的下降以及产品平均售价提升所带来的积极影响，公司营业毛利率有所上升，2016 年营业毛利率为 32.85%，较上年增长 4.76 个百分点。

图 4：2014~2016 年公司营业收入与成本



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 5：2014~2016 年公司营业毛利率



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司管理费用较去年略有下降；随着业务规模的提升，公司销售费用相应有所提升；同期公司财务费用有所下降，主要系当年经营活动产生的净现金流规模较大，归还部分到期银行借款，利息支出规模相应有所减少所致。2016 年，公司期间费用合计为 67.57 亿元，同比减少 1.39%，同时由于收入规模的增加，2016 年公司三费合计占营业收入的比率为 12.08%，同比下降 1.36 个百分点。

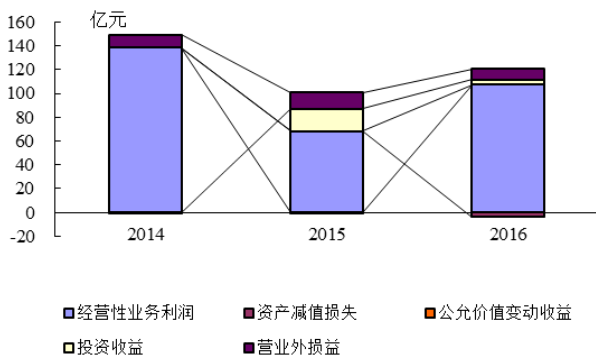
表 4：2014~2016 年公司期间费用分析（单位：亿元）

	2014	2015	2016
销售费用	29.37	31.05	32.76
管理费用	26.80	31.78	31.44
财务费用	7.14	5.70	3.37
三费合计	63.31	68.52	67.57
三费收入占比	10.42%	13.44%	12.08%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年公司利润总额主要由经营性业务利润构成，由于公司收入规模增加，营业毛利率亦有所上升，当年公司实现利润总额 116.53 亿元，同比大幅增加 16.07%，其中经营性业务利润为 107.33 亿元，资产减值损失-3.78 亿元，主要系固定资产计提的减值损失；投资收益 3.99 亿元，主要通过处置可供出售金融资产取得；营业外损益 8.93 亿元，主要为税收返还以及财政补助。2016 年公司整体盈利能力有所增强。

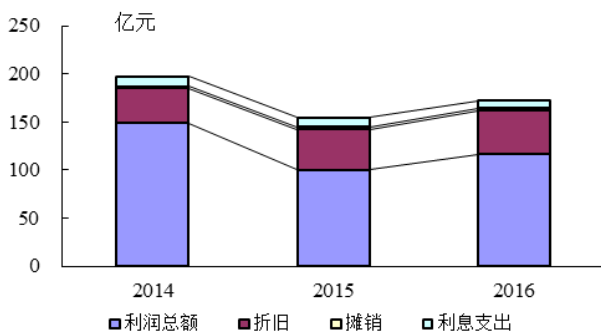
图 6：2014~2016 年公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额及折旧构成，2016 年，公司利润总额大幅增加，相应的 EBITDA 规模从 2015 年的 154.62 亿元增加至 171.98 亿元，获现能力有所提高。

图 7：2014~2016 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，在行业景气度有所回暖的经营环境下，2016 年公司水泥与熟料产品出现量价齐升的良好势头，公司营业毛利率则有一定程度的上升。作为水泥行业龙头企业，公司产品生产销售具有很强的市场竞争力，且具有较好的成本控制能力和盈利空间，公司盈利能力极强。

偿债能力

截至 2016 年末，公司总债务为 159.81 亿元，其中短期债务规模为 45.38 亿元，当年末公司货币资金余额为 155.86 亿元，总资本化比率为 16.60%，公司整体债务压力较小。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数指标相比去年同期均有所改善，其中总债务/EBITDA 由 2015 年的 1.24 倍下降为 0.93 倍，EBITDA 利息保障倍数则由 2015 年的 15.97 倍上升为 21.20 倍。从现金流情况来看，2016 年公司经营活动净现金同比增加较明

显，经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别由 2015 年的 0.52 倍和 10.23 倍上升为 0.83 倍和 16.27 倍，经营活动净现金对债务本息的保障程度有所增强。

表 5：2014~2016 年公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016
总债务（亿元）	199.18	191.91	159.81
长期债务（亿元）	175.87	107.40	114.43
短期债务（亿元）	23.31	84.52	45.38
EBITDA（亿元）	197.50	154.61	171.98
EBITDA 利息倍数（X）	18.20	15.97	21.20
总债务/EBITDA（X）	1.01	1.24	0.93
经营活动净现金/利息支出（X）	16.27	10.23	16.27
经营活动净现金/总债务（X）	0.89	0.52	0.83
资产负债率（%）	31.92	30.13	26.68
总资本化比率（%）	22.25	20.61	16.60

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在财务弹性方面，截至 2016 年末，公司拥有中国银行、农业银行、建设银行、工商银行等多家银行授信总额为 591.32 亿人民币、54.58 亿美元，其中未使用额度为 526.26 亿人民币、53.20 亿美元，公司拥有较充足的备用流动性。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额为人民币 52.97 亿元、美元 4.35 亿元，合计折合人民币 83.16 亿元（其中美元担保余额按 2016 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率进行折算），占净资产（含少数股东权益）的比例为 10.36%，其中对控股子公司提供的担保为 71.39 亿人民币。公司因对外担保所形成的或有负债风险较小。另截至 2016 年末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

担保实力

安徽海螺集团有限责任公司（以下简称“海螺集团”或“集团”）为“2012 年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

海螺集团是以水泥生产为主导，集新型建材、余热发电、新型节能装备、国际贸易、物流、塑料纺织和酒店服务等为一体的大型企业集团，是中国最大的水泥集团，其主营业务收入、利润等主要经

济指标连续多年保持建材行业领先水平。海螺集团旗下控股海螺水泥、海螺型材两家上市公司，间接参股多家水泥公司，拥有100多家全资、控股子公司及参股子公司，主要分布在华东、华南及中西部的二十余个省、市、自治区。

截至2016年12月31日，海螺集团总资产为1,151.19亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为819.27亿元，资产负债率及总资本化比率分别为28.83%和19.11%。2016年，海螺集团实现营业收入598.55亿元，净利润89.28亿元，经营活动净现金流136.14亿元。

业务运营

2016年，海螺集团实现营业收入598.55亿元，较上年增加9.11%。海螺集团水泥、熟料生产销售业务主要由海螺水泥负责运营，具体情况如上文所述，运营情况良好。海螺集团塑料型材生产销售业务主要由海螺型材负责运营。海螺型材为国内塑料型材行业的龙头企业，塑料型材产销量连续多年居行业第一，市场占有率超过30%。截至2016年末，海螺型材拥有以安徽芜湖、河北唐山、浙江宁波、广东英德、新疆乌鲁木齐、四川成都、山东东营、陕西宝鸡为主的八大生产基地。同时，海螺型材在全国建立200多个市场部，并推进营销网络向县乡渗透。受房地产投资下滑、需求不足以及市场竞争的影响，2016年全年海螺型材实现营业收入31.85亿元，较上年度下降7.13%，实现净利润0.87亿元，同比下降26.27%。

财务分析

以下分析主要基于海螺集团提供的经安徽新中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2014、2015和2016年财务报告。

资本结构方面，随着水泥及塑料型材业务产能的扩充，海螺集团资产规模有所增长，截至2016年末，海螺集团总资产达到1,151.19亿元，较上年末增长3.05%。2016年海螺集团偿还较多借款，使其债务规模相应下降，截至2016年末，海螺集团总债务规模为193.56亿元，较上年末下降14.80%。截至2016年末，海螺集团资产负债率为28.83%，较上年下降3.50个百分点，总资本化比率为

19.11%，较上年下降4.00个百分点，集团财务杠杆比率继续保持下降趋势。从债务的期限结构来看，截至2016年末，海螺集团长短期债务比为0.59，相比2015年下降0.07，短期债务压力略有减轻。盈利能力方面，海螺集团的水泥生产销售业务收入占比较大，因此其营业收入及盈利水平很大程度上受水泥生产销售业务的影响。2016年水泥行业整体产量增速由负转正，重回增长轨道，加之集团依托自身极强的综合竞争实力、逐步优化完善的产能布局以及持续提升的产能，水泥产品呈现量价齐升的良好局面。2016年全年海螺集团实现营业收入598.55亿元，同比增加9.11%，营业毛利率为31.52%，较上年上升4.55个百分点。从利润总额来看，随着收入规模以及营业毛利率的提升，海螺集团2016年实现利润总额116.89亿元，较上年上升11.55%。从偿债指标来看，2016年，海螺集团总债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数分别为1.10倍和17.89倍，EBITDA对债务本息的保障能力有所增强。从现金流情况来看，2016年，海螺集团经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为0.70倍和13.85倍，亦出现一定程度的增强。

表6：2014~2016年海螺集团偿债能力分析

项目	2014	2015	2016
长期债务（亿元）	205.76	137.24	121.37
总债务（亿元）	240.33	227.18	193.56
资产负债率（%）	34.51	32.34	28.83
总资本化比率（%）	25.30	23.11	19.11
EBITDA（亿元）	203.16	163.05	175.93
EBITDA利息倍数（X）	15.05	13.80	17.89
总债务/EBITDA（X）	1.18	1.39	1.10
经营活动净现金/利息支出（X）	14.43	8.73	13.85
经营活动净现金/总债务（X）	0.81	0.45	0.70

资料来源：海螺集团提供，中诚信证评整理

银行授信方面，海螺集团与众多商业银行保持着长期良好的合作关系，截至2016年12月31日，海螺集团取得银行授信额度合计为699.31亿元，其中尚未使用的银行授信额度为607.97亿元，集团备用流动性充裕。或有负债方面，截至2016年12月31日，海螺集团对外担保全部为对控股子公司的担保，合计93.5亿元，占净资产（含少数股东权益）

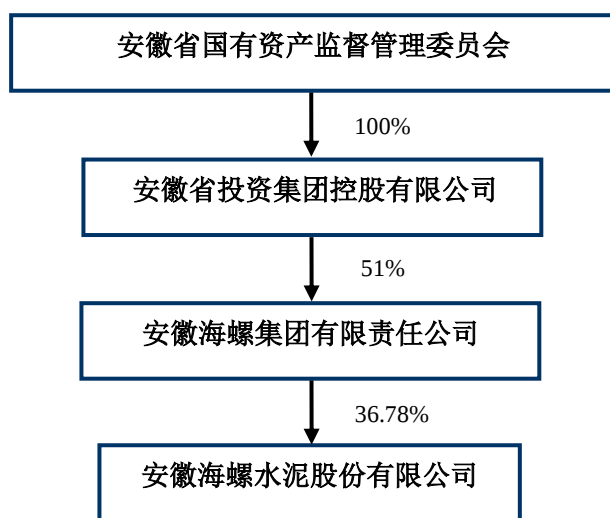
的比例为 11.41%。整体看，海螺集团因对外担保事项产生的或有负债风险较小。

综合来看，海螺集团规模优势明显，行业地位突出，业务运营良好，偿债能力极强。中诚信证评认为海螺集团提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次公司债券按期偿还可提供有力保障。

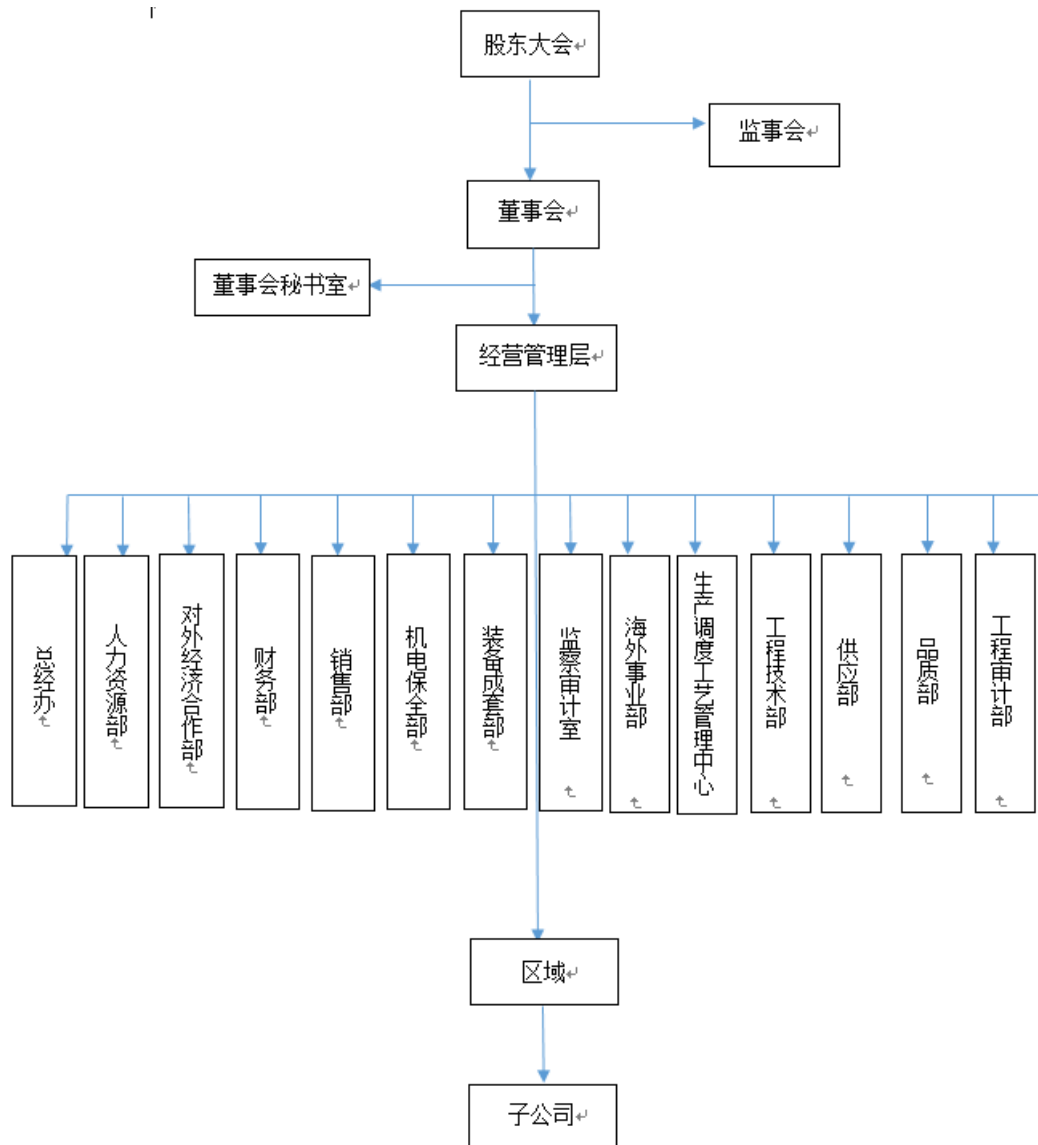
结 论

综上，中诚信证评维持海螺水泥主体信用级别 **AAA**，评级展望稳定；维持“2012 年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券”信用级别 **AAA**。

附一：安徽海螺水泥股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：安徽海螺水泥股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：安徽海螺水泥股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	1,415,160.60	1,447,144.62	1,558,598.35
应收账款净额	33,324.74	42,205.24	65,467.90
存货净额	437,597.62	423,803.94	454,853.38
流动资产	2,509,705.63	2,620,638.50	2,939,433.15
长期投资	657,953.95	622,503.73	625,060.54
固定资产合计	6,267,467.62	6,436,754.80	6,227,802.22
总资产	10,225,309.73	10,578,139.16	10,951,412.10
短期债务	233,064.05	845,164.10	453,763.18
长期债务	1,758,707.57	1,073,968.16	1,144,310.86
总债务（短期债务+长期债务）	1,991,771.62	1,919,132.26	1,598,074.04
总负债	3,264,185.64	3,186,982.09	2,921,534.95
所有者权益（含少数股东权益）	6,961,124.09	7,391,157.07	8,029,877.15
营业总收入	6,075,850.09	5,097,603.60	5,593,190.10
三费前利润	2,015,417.62	1,366,291.96	1,748,949.20
投资收益	-2,141.31	188,090.21	39,908.85
净利润	1,158,759.58	762,795.17	895,064.26
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,974,951.39	1,546,153.84	1,719,795.91
经营活动产生现金净流量	1,765,448.86	990,817.41	1,319,675.22
投资活动产生现金净流量	-485,111.39	-1,271,926.67	-455,224.72
筹资活动产生现金净流量	-678,567.57	-539,532.45	-715,095.02
现金及现金等价物净增加额	599,318.92	-822,708.71	151,453.23
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	33.73	27.64	32.47
所有者权益收益率（%）	16.65	10.32	11.15
EBITDA/营业总收入（%）	32.5	30.33	30.75
速动比率（x）	1.44	1.08	1.46
经营活动净现金/总债务（x）	0.89	0.52	0.83
经营活动净现金/短期债务（x）	7.57	1.17	2.91
经营活动净现金/利息支出（x）	16.27	10.23	16.27
EBITDA 利息倍数（x）	18.2	15.97	21.20
总债务/EBITDA（x）	1.01	1.24	0.93
资产负债率（%）	31.92	30.13	26.68
总资本化比率（%）	22.25	20.61	16.60
长期资本化比率（%）	20.17	12.69	12.47

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：安徽海螺集团有限责任公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	1,548,136.68	1,566,875.90	1,664,127.09
应收账款净额	41,019.51	61,561.39	90,070.40
存货净额	501,718.08	468,516.89	497,355.64
流动资产	2,812,083.57	2,901,790.92	3,241,253.57
长期投资	694,235.29	687,412.83	657,780.01
固定资产合计	6,462,491.58	6,607,889.46	6,401,342.29
总资产	10,836,213.23	11,170,878.44	11,511,927.83
短期债务	345,659.44	899,379.00	721,900.52
长期债务	2,057,649.27	1,372,403.82	1,213,650.86
总债务（短期债务+长期债务）	2,403,308.72	2,271,782.82	1,935,551.38
总负债	3,739,845.19	3,612,219.95	3,319,245.64
所有者权益（含少数股东权益）	7,096,368.04	7,558,658.48	8,192,682.18
营业总收入	6,530,188.67	5,485,966.03	5,985,545.76
三费前利润	2,083,930.51	1,434,195.04	1,813,676.25
投资收益	2,299.23	224,865.57	39,699.69
净利润	1,164,518.49	797,718.78	892,832.77
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,031,587.98	1,630,472.62	1,759,320.26
经营活动产生现金净流量	1,947,575.41	1,031,591.46	1,361,429.61
投资活动产生现金净流量	-510,377.68	-1,252,452.17	-478,527.18
筹资活动产生现金净流量	-907,751.69	-612,965.47	-747,599.14
现金及现金等价物净增加额	527,000.83	-835,805.61	137,422.54
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	32.47	26.97	31.52
所有者权益收益率（%）	16.41	10.55	10.90
EBITDA/营业总收入（%）	31.11	29.72	29.39
速动比率（X）	1.43	1.13	1.36
经营活动净现金/总债务（X）	0.81	0.45	0.70
经营活动净现金/短期债务（X）	5.63	1.15	1.89
经营活动净现金/利息支出（X）	14.43	8.73	13.85
EBITDA 利息倍数（X）	15.05	13.80	17.89
总债务/EBITDA（X）	1.18	1.39	1.10
资产负债率（%）	34.51	32.34	28.83
总资本化比率（%）	25.3	23.11	19.11
长期资本化比率（%）	22.48	15.37	12.90

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

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¹-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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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）

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。