

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



安徽海螺水泥股份有限公司

ANHUI CONCH CEMENT COMPANY LIMITED

(在中華人民共和國註冊成立之股份有限公司)

(股份代號：00914)

於其他市場發佈的公告

本公告乃根據《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》第 13.10B 條而作出。

茲載列安徽海螺水泥股份有限公司在上海證券交易所網站刊登的《安徽海螺水泥股份有限公司2012年公司債券跟蹤評級報告（2019）》，僅供參閱。

承董事會命

安徽海螺水泥股份有限公司

聯席公司秘書

虞水

中國安徽省蕪湖市

二零一九年五月二十日

截至此公告日，本公司董事會成員包括 (i) 執行董事高登榜先生、王建超先生、吳斌先生及丁鋒先生，及 (ii) 獨立非執行董事楊棉之先生、戴國良先生及梁達光先生。



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪188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”债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月十七日

2012年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2019）

债券名称	2012年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券		
债券简称	品种1简称“12海螺01”（代码：122202） 品种2简称“12海螺02”（代码：122203）		
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	品种1：5年期，2012/11/07—2017/11/07 （已到期兑付） 品种2：10年期，2012/11/07—2022/11/07		
上次评级时间	2018/04/20		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

海螺水泥	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	802.99	919.64	1,164.18	1,226.52
总资产（亿元）	1,095.14	1,221.43	1,495.47	1,523.29
总债务（亿元）	159.81	139.79	102.34	109.57
营业总收入（亿元）	559.32	753.11	1,284.03	305.01
营业毛利率（%）	32.47	35.09	36.74	30.83
EBITDA（亿元）	171.98	267.46	450.66	-
所有者权益收益率（%）	11.15	17.86	26.32	20.23
资产负债率（%）	26.68	24.71	22.15	19.48
总债务/EBITDA（X）	0.93	0.52	0.23	-
EBITDA利息倍数（X）	21.20	37.21	86.23	-

海螺集团	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	819.27	998.36	1,249.13
总资产（亿元）	1,151.19	1,612.22	1,920.19
总债务（亿元）	193.56	277.82	271.64
营业总收入（亿元）	598.55	1,164.45	1,885.12
营业毛利率（%）	31.52	25.40	26.92
EBITDA（亿元）	175.93	284.38	467.87
所有者权益收益率（%）	10.90	16.69	24.53
资产负债率（%）	28.83	38.08	34.95
总债务/EBITDA（X）	1.10	0.98	0.58
EBITDA利息倍数（X）	17.89	16.90	27.96

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、海螺水泥2019年一季度所有者权益收益率指标已经过年化处理。

基本观点

2018年，在供给侧结构性改革等政策的深度贯彻落实下，全国水泥行业延续高景气行情，水泥价格继续保持显著涨势，加之建材贸易收入的有效补充，安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺水泥”或“公司”）营收及盈利规模实现双升。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了公司产能布局趋于完善、产能规模优势增强、财务结构保持稳健以及良好的获现能力对债务本息保障程度高等优势因素。同时，中诚信证评也关注到水泥行业产能过剩及行业景气度波动风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持海螺水泥主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“2012年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券”的信用等级为AAA，该债项级别同时考虑了安徽海螺集团有限责任公司（以下简称“海螺集团”）提供的全额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

- 产能布局趋于完善，产能规模优势增强。2018年公司积极推进产能扩建和项目并购，国内乐清海螺、建德海螺等4台水泥磨相继建成投产，海外柬埔寨马德望海螺、印尼北苏海螺等2条熟料生产线及4台水泥磨相继建成投产，产能布局趋于优化。当年末，公司熟料产能总计已达2.52亿吨/年，规模优势突出。
- 经营业绩继续大幅提升。在水泥行业高景气度背景下，公司水泥产品价格继续走高，加之贸易平台的创建贡献较大规模贸易收入，推动2018年收入大幅扩张，全年营业总收入为1,284.03亿元，同比增长70.50%，净利润为306.36亿元，同比增长86.48%，经营业绩实现大幅提升。
- 财务结构保持稳健。2018年末公司资产负债率和总资本化比率分别为22.15%和8.08%，分别

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月17日

较上年下降 2.56 和 5.11 个百分点，财务杠杆比率继续下降，且处于行业较低水平，财务结构稳健性进一步增强。

- 良好的获现能力对债务本息保障程度高。2018 年公司 EBITDA 和经营性活动净现金规模分别为 450.66 亿元和 360.59 亿元，当年末总债务 102.34 亿元，获现能力和经营性净现金能对债务本息形成有效覆盖。

关注

- 水泥行业产能过剩及行业景气度波动风险。水泥行业景气度易受宏观经济运行的周期性波动及国家经济政策调整影响，加之目前水泥行业产能过剩形势依然严峻，中诚信证评将持续关注未来水泥行业过剩产能化解情况，以及行业景气度波动对业内企业经营和发展的影响。
- 错峰限产及环保监管政策的影响。近年来国家对水泥等产能过剩行业的环保排放控制要求愈加严格，水泥行业错峰生产覆盖面趋广，相关政策的后续落实情况及调整可能将影响行业供给状况，进而对公司经营造成一定的不确定性。

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委托方构成委托关系外，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了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了客观、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和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、及时性进行了必要的核查和验证，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。

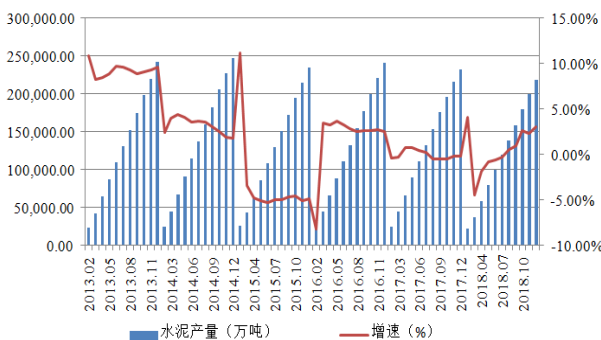
6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

2018年，在行业去产能及环保限产等政策趋严执行下，水泥新增产能维持低位，产量延续下滑态势，但当前产能过剩状态未得到根本性扭转，未来错峰生产等相关政策的变动及执行效果对水泥供应的影响需予以关注。

2018年水泥行业在环保整治、错峰限产、集中停产、优化产能结构和加强产能置换等政策推动下，整体产能规模保持相对稳定。据中国水泥协会统计，2018年全国新点火水泥熟料生产线合计14条，全部为产能置换项目，年度新点火熟料设计产能为2,043万吨，与2017年基本持平。截至2018年末，全国新型干法水泥生产线累计1,681条，新型干法熟料设计年产能为18.20亿吨，增速为-0.05%，全国新增生产线数和新增设计产能均在相对低位。2018年实际熟料年产能依旧超过20亿吨，产能总量与2017年相当，水泥熟料生产线平均规模继续提升，从2017年的3,424吨/天提升至3,491吨/天。2018年我国水泥产量分别为21.77亿吨，同比下降6.03%，水泥产量延续下滑态势，供给端控制成效显著。

图1：2013~2018年我国水泥产量及增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从环保限产来看，2018年全国范围内大多省份继续执行错峰生产或环保限产的政策，并强调环保要禁止一刀切，需因地制宜地推进错峰生产。当年环保限产的频繁程度和力度均有所增强，其中东北、京津冀和长三角部分地区采暖季限产时长均较上年延长。2018年我国水泥熟料产能利用率在70%左右，产能过剩情况依然严重，水泥行业整体去产能压力仍较大。差别化错峰生产的推行，有助于鼓励企业提高环保标准，并减轻停产带来的不利影

响，但同时亦增加了市场的不公平竞争和行业自律的难度，未来需关注差别化错峰生产政策的执行效果以及相关政策的变动对水泥供应产生的影响。

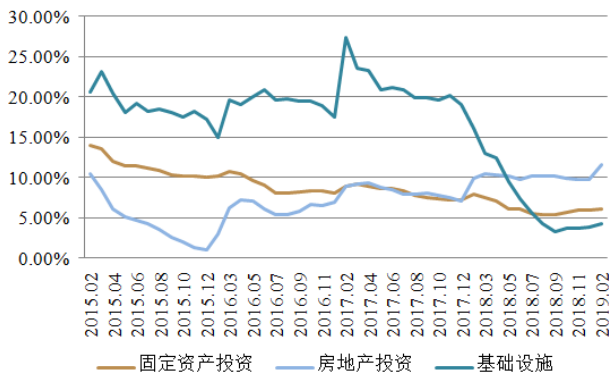
总体看，在水泥行业去产能和产能置换等政策趋严执行下，短期内水泥行业总产能规模或有望小幅下降，但同时需关注短期内仍难以化解的产能过剩矛盾以及行业政策变动对水泥供应的影响。

2018年我国基建投资增速显著下降，但得益于房地产市场增长的需求平滑效应，整体水泥需求未有明显下滑，短期内依托于政策导向对基础设施建设的拉动以及以稳为主的房地产政策调控，水泥需求仍有支撑。

从水泥行业的下游消费需求结构来看，基础设施建设和房地产开发投资在总的水泥消费中占比分别约为40%和30%，近三年水泥行业需求总量均保持在20亿吨以上。水泥行业与国民经济的增长速度密切相关，因此宏观经济运行的周期性波动以及国家经济政策调整，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较大的影响。2018年，全国房地产开发投资120,264亿元，同比增长9.5%，增速较上年提高2.5个百分点。随着2019年中央经济工作会议“房住不炒”基调的确立以及住房和城乡建设工作会议提出“稳地价、稳房价、稳预期为目标”，短期内房地产价格大幅上涨的可能性较小，价格方面对房地产需求和供给的刺激或均较为有限。受益于当前仍较为丰富的土地储备，2019年上半年乃至前三季度房地产投资或仍将保持较高增速。后期待开发土地面积存量的消耗、销售端持续低迷影响房地产企业新开工的积极性，或将加大下半年尤其是四季度的房地产投资压力。但综合来看，受益于上半年房地产投资预期高速增长拉动，全年房地产投资或仍有望保持增长。基建投资受宏观降杠杆、PPP清库以及地方政府债务约束等影响，增速大幅回落，2018年全国基础设施投资145,325亿元，同比增长3.8%，增速同比下降15.2个百分点。自2018年下半年开始央行释放定向MLF鼓励银行投放信贷、投资中低等级产业债、资管新规细则落地对过渡期内的存量产品以及非标融资边际放松，另外国务院会议及政

政治局会议提出系列经济政策，确立了“保基建促投资”的发展基调；2018年8月，财政部要求加快专项债发行的速度；12月，政治局会议要求积极的财政政策要加力提效，较大幅度扩大地方政府专项债券规模。在政策大力推进基建稳增长之下，未来基建投资增速有望逐步企稳回升，但涨幅尚待观察。

图 2：我国月度累计固定资产投资、房地产投资和基建投资增速对比



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

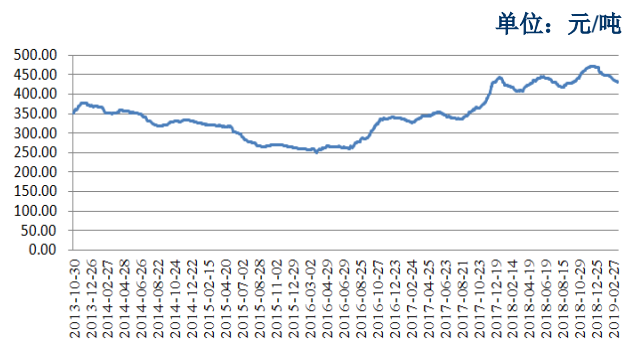
2018年基础设施建设投资增速虽大幅下滑，但在较强的房地产市场需求平滑下，水泥需求依然得以支撑。地方专项债发行资金到位以及政策导向等对2019年的基础设施建设投资起到良好的促进作用。同时，在以稳为主的房地产政策调控下，房地产开发投资或仍将保有一定增速，短期内对水泥需求提供支撑作用。但我国房地产和基建投资受政策调控影响较大，其投资波动及政策变化对水泥需求的影响将持续存在。

2018年水泥行业整体延续高景气度，水泥价格涨势明显，推动行业效益水平上升，同时在国家供给侧改革、市场阶段性供需错配以及煤炭供需转向宽松等因素带动下，行业效益仍可期。

价格方面，截至2018年末全国P.O42.5水泥价格为469.00元/吨，较年初仍上涨4.65%，全年全国P.O42.5水泥均价为434.76元/吨，同比大幅上涨22.74%。春节期间，各地工人返乡、工程停工，各地水泥市场进入休市状态，同时南方各地企业开启错峰生产或自律停窑检修，价格持续回调，截至2019年3月末，全国P.O42.5水泥均价为429.95元/吨，较年初下降9.22%。在国家供给侧结构改革的引导和行业自律水平不断提高的背景下，市场阶

段性供需错配仍将持续，短期内我国水泥市场价格仍能得到一定支撑。

图 3：全国水泥均价（散装 P.O42.5）趋势图



资料来源：百年建筑网，中诚信证评整理

行业盈利状况方面，2018年，政策段的持续发力及下游需求端的有效支撑，助推水泥价格继续攀升，行业效益创下新高，2018年水泥行业实现利润总额1,546亿元，同比增长76.28%。

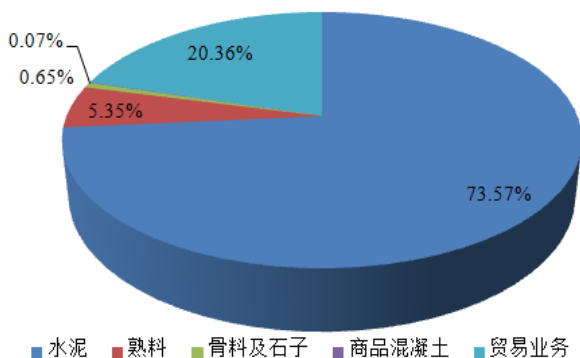
成本方面，水泥成本对煤炭价格波动的敏感性相对较高。2018年国内煤炭供给仍呈现紧平衡状态，全国煤炭价格指数高位震荡，使得水泥企业生产成本维持在相对较高的位置。其中，秦皇岛动力煤5500K价格整体仍处于高位，由年初的580元/吨降至2018年6月末的570元/吨，随后降至2018年8月末的565元/吨，2018年末已回升至570元/吨，截至2019年3月29日为580元/吨。2018年，煤炭行业供给侧改革深入推进，行业由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能，煤炭供应能力增加，煤炭消费小幅增长，行业效益持续转好，但随着国家治理大气环境节能减排，非化石能源对煤炭的替代作用不断增强，煤炭消费增速将有所下降。从供给来看，当前煤炭产能仍然较大，但结构性问题依然突出，随着煤矿安全生产设施不断完善、环保措施逐步到位，煤炭行业产能利用率提高，煤炭有效供给质量提升，全国煤炭市场供需将逐步向宽松方向转变，有利于稳定煤炭价格的市场预期，降低水泥企业生产成本的控制压力。

2018年，水泥行业整体维持高景气度，全年水泥价格涨幅明显，业内企业经营效益大幅提升，同时在行业供给侧改革和市场阶段性供给错配的持续执行下，短期内水泥价格仍有支撑，加之生产成本或因煤炭市场供需转向宽松化而得到控制，行业效益仍可期。

业务运营

公司主营业务为水泥、商品熟料及骨料的生产、销售，其中水泥品种主要包括 42.5 级水泥、32.5 级水泥及 52.5 级水泥，产品广泛应用于国家基础设施建设（包括铁路、公路、机场和水利工程等大型工程项目），以及房地产、水泥制品和农村市场等。在水泥行业延续高景气度背景下，2018 年主要受益于产品综合销价上涨和建材贸易收入的新增，公司实现主营业务收入 1,238.41 亿元，同比增长 68.28%，占营业总收入的 96.45%。从收入构成来看，当年公司自产品水泥销售收入合计 911.08 亿元，同比增长 40.86%，占主营业务收入的比例为 73.57%，系公司核心的收入和利润来源；受熟料自用比例增加的影响，自产品熟料销售收入同比下降 2.70% 至 66.29 亿元，占主营业务收入的比例为 5.35%；当年实现骨料及石子销售收入 8.11 亿元、商品混凝土销售收入 0.83 亿元。此外，2018 年公司为推进中心城市区域销售市场一体化建设，创建较多贸易平台，当年新增水泥熟料贸易业务，实现贸易收入 252.10 亿元，占主营业务收入的比例为 20.36%。

图 4：2018 年公司主营业务收入构成情况



注：上述水泥、熟料收入为自产品销售收入。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，公司积极推进产能扩建和项目并购，产能布局趋于优化，尽管在供给侧结构性改革控制成效显著背景下，公司水泥和熟料产量增幅有限，但整体产能利用情况维持稳定，且持续加大的技改和环保投入，将进一步巩固其行业龙头地位。

产能扩建方面，2018 年公司继续做好国内项目建设和并购，乐清海螺水泥有限责任公司、建德海

螺水泥有限责任公司等 4 台水泥磨相继建成投产；建德海螺水泥有限责任公司、江华海螺水泥有限责任公司、阳春海螺水泥有限责任公司、分宜海螺水泥有限责任公司和兴业葵阳海螺水泥有限责任公司等公司骨料项目建成投产；另外，公司完成对广东清远广英水泥有限公司的收购，新增熟料产能 270 万吨，水泥产能 400 万吨，骨料产能 130 吨。同时，公司积极推进海外项目建设，马德望海螺水泥有限公司和北苏拉威西海螺水泥有限公司等 2 条熟料生产线及 4 台水泥磨相继建成投产，老挝琅勃拉邦海螺项目建设进入设备安装阶段，缅甸曼德勒海螺项目已开工建设，老挝万象海螺、乌兹别克斯坦卡尔希海螺等项目前期工作有序推进。

随着在建项目的稳步推进及完工项目的陆续投产，公司整体产能规模逐步扩大。截至 2018 年末，公司熟料产能总计约 2.52 亿吨/年，同比增长 2.44%；另配备配套余热发电装机容量 1,224.86 兆瓦，同比增长 2.64%；水泥产能 3.53 亿吨，同比增长 5.37%；骨料产能 3,870 万吨，同比增长 33.91%，整体拥有显著的规模优势。

产能区域分布方面，公司传统市场区域为中部和南部区域，2018 年末中部和南部地区熟料产能占公司熟料总产能的比例分别为 50.80% 和 15.30%，同比分别下降 1.31 个百分点和增长 0.70 个百分点。此外，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进入西南和西北市场。2018 年末，公司西部地区的熟料产能为 6,922 万吨，占熟料总产能比例为 27.40%，基本较上年持平。此外，公司积极布局海外市场，当年在缅甸和柬埔寨各新增 180 万吨/年的产能，当前海外产能规模仍较小，但随着海外在建、拟建项目的逐步推进，未来海外产能布局将进一步扩大，为公司国际化业务发展奠定基础。总体看，2018 年公司整体产能规模小幅增长，产能布局进一步优化，有利于巩固其行业龙头地位。

表 1: 2016-2018 年末公司已投产熟料产能区域分布情况

单位: 万吨/年、%

区域	2016 年		2017 年		2018 年	
	熟料产能	占比	熟料产能	占比	熟料产能	占比
东部地区	966	3.96	786	3.20	786	3.10
中部地区	12,638	51.76	12,818	52.11	12,818	50.80
南部地区	3,590	14.70	3,590	14.60	3,860	15.30
西部地区	6,742	27.61	6,922	28.14	6,922	27.40
海外地区	480	1.97	480	1.95	840	3.30
合计	24,416	100.00	24,596	100.00	25,226	100.00

注: 1、东部区域主要包括江苏、浙江、上海、福建及山东等; 2、中部区域主要包括安徽、江西、湖南等; 3、南部区域主要包括广东及广西; 4、西部区域包括主要四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西及新疆等。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

技术改造及环保方面, 近年公司不断加大节能降耗技术改造的投入, 积极利用新型干法旋窑与分解技术、变频技术和工业废渣利用等循环节能技术, 对生产工艺和生产线进行改造, 煤和电的单位能耗明显低于行业标准水平, 成本控制优势显著。2018 年, 公司贯彻落实国家生态文明建设决策部署, 持续加大环保改造和技术升级, 加强环保前沿技术的研究和应用; 并坚持创新驱动, 综合运用智能化、信息化手段提升管理效率, 加快推进智能化工厂建设, 以增强自身核心竞争力。未来公司将继续加大环保技改投入, 实施湿法脱硫技改和 SCR 脱硝技改, 推进熟料生产线电收尘改造, 降低污染物排放, 加快推进隔声降噪及堆场廊道封闭等技改, 并积极研发环保前沿技术, 全方位提升公司环保管理水平。上述环保措施的推进, 虽然一定程度上会增加公司生产运营成本, 但对于行业转型升级和推动淘汰落后产能形成积极的影响, 同时也有利于进一步巩固公司的环保领先优势。

产量方面, 2018 年, 水泥行业延续高景气度, 但在错峰生产政策的严格执行下, 公司水泥和熟料产量增幅较小, 全年水泥和熟料产量分别为 2.76 亿吨和 2.37 亿吨, 同比分别增长 6.48% 和 1.96%, 增速分别较上年回落 4.68 个百分点和 4.46 个百分点。当年公司水泥和熟料产能利用率分别为 78.23% 和 93.88%, 基本与上年持平, 产能利用情况维持稳定。

总体看, 2018 年公司继续推进项目建设和并购, 产能规模保持小幅增长, 规模优势显著, 且产能布局更趋优化。在供给侧结构性改革深化推进下, 全年公司水泥和熟料产量增速回落, 但产能利用情

况维持稳定, 加之技术改造和环保投入的加大, 为其行业龙头地位的进一步巩固夯实基础。

2018 年, 得益于产品价格的继续走高及贸易业务的新增, 公司营收规模扩张明显, 但贸易业务占比的提高使得近期综合毛利率有所下降, 同时需关注贸易产品市场行情变动及煤价波动对公司业务规模及盈利状况的影响。

销售方面, 在水泥市场行情延续高景气度的背景下, 2018 年公司水泥和熟料合计净销量为 3.68 亿吨, 同比增长 24.77%, 其中水泥熟料自产品销量为 2.98 亿吨, 同比增长 2.69%。当年公司 42.5 级水泥、32.5 级水泥和熟料销售收入分别为 657.34 亿元、253.74 亿元和 66.29 亿元, 同比分别增长 49.14%、23.16% 和下降 2.70%, 主要得益于产品价格的大幅上涨, 自产的水泥收入规模显著提升, 熟料业务收入因自用比例的提高而有所减少。此外, 随着公司贸易平台的创建, 当年新增水泥熟料贸易销量 0.70 亿吨, 实现贸易业务收入 252.10 亿元, 占主营业务收入的比例为 20.36%, 对收入规模形成一定补充, 同时使得其他产品收入占比出现不同程度地下降。当年公司自产品 42.5 级水泥销售收入占主营业务收入的比例为 53.08%, 同比下降 6.81 个百分点; 自产品 32.5 级水泥销售收入占主营业务收入的比例为 20.49%, 同比下降 7.51 个百分点; 熟料销售收入占主营业务收入的比例为 5.35%, 较上年降低 3.90 个百分点。从产品毛利率来看, 2018 年公司原煤采购价格保持高位震荡, 但得益于产品销售价格的较大

涨幅及很强的成本控制能力，自产品综合毛利率为 47.44%，同比提高 11.17 个百分点，其中 42.5 级水泥产品毛利率为 46.48%、32.5 级水泥产品毛利率为 49.86%、熟料产品毛利率为 45.38%，较上年分别提高 10.76 个百分点、11.97 个百分点和 13.26 个百分点，初始获利能力向好。但公司建材贸易业务毛利率仅为 0.17%，且获利能力易受市场价格波动影响。总体看，公司水泥熟料获利能力向好，但新增贸易业务获利微薄，对综合毛利率水平的提升造成一定影响，当年营业毛利率为 36.74%，同比提高 1.65 个百分点。2019 年一季度受贸易收入及原料成本同比增加的影响，当期营业毛利率为 30.83%，同比下降 10.42 个百分点。

表 2：2017~2018 年公司主要产品销售额及毛利率

42.5 级水泥（自产自销）	2017	2018
销售额（亿元）	440.76	657.34
毛利率（%）	35.72	46.48
32.5 级水泥（自产自销）	2017	2018
销售额（亿元）	206.02	253.74
毛利率（%）	37.89	49.86
熟料（自产自销）	2017	2018
销售额（亿元）	68.12	66.29
毛利率（%）	32.12	45.38
建材行业（贸易业务）	2017	2018
销售额（亿元）	14.01	252.10
毛利率（%）	0.57	0.17

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

表 3：2017~2018 年公司自产品销售收入区域分布

区域	2017 年		2018 年		销售金额增减（%）	销售比重增减（百分点）
	销售金额（亿元）	比重（%）	销售金额（亿元）	比重（%）		
东部区域	201.93	27.96	289.30	29.33	43.27	1.37
中部区域	235.17	32.58	318.35	32.28	35.37	-0.30
南部区域	103.57	14.35	139.90	14.18	35.08	-0.17
西部区域	157.65	21.84	213.43	21.64	35.39	-0.20
海外及出口	23.59	3.27	25.33	2.57	7.35	-0.70
合计	721.91	100.00	986.31	100.00	36.62	-

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

采购方面，水泥行业的高耗能特性决定了原燃料采购价格对公司稳定运营的重要性。2018 年，受原燃料价格上涨的影响，公司综合成本为 173.14 元/吨，同比上升 15.25 元/吨，增幅为 9.66%，生产成本进一步上升。具体来看，公司主要原材料包括

分区域来看，2018 年，公司主要因自产品销售价格的上涨，各区域的产品销售收入规模均有不同程度上升。其中，东部和中部区域市场需求稳定，供求关系进一步改善，销售金额同比分别增长 43.27% 和 35.37%，毛利率同比分别上升 11.08 个百分点和 12.97 个百分点。南部区域市场需求增长，销量增加，价格提升，销售金额同比增长 35.08%，毛利率同比上升 6.72 个百分点。公司抓住西部区域市场需求回暖和行业季节性错峰生产的有利时机，销量和价格稳步提升，销售金额同比增长 35.39%，毛利率同比上升 12.1 个百分点。海外市场方面，受国内市场熟料资源阶段性紧张的影响，公司自产品出口销量同比下降 33.53%，销售金额同比下降 23.63%；而随着海外项目相继建成投产，以及销售市场网络的不断完善，海外项目公司销量同比增长 57.66%，销售金额同比增长 66.58%，受益于此，整体海外及出口销售金额同比增长 7.35%。

粉煤灰、石膏和外购熟料等，2018 年原材料单位成本为 36.52 元/吨，同比增长 34.17%，占水泥熟料综合成本的 17.24%。公司燃料及动力系原煤和电力，2018 年单位成本为 98.97 元/吨，同比增长 1.23%，占综合成本的比重为 57.16%。近年煤炭和电力成本

占水泥总生产成本的 60%左右，其中煤炭成本约占 40%，2018 年全国煤炭价格的高位震荡，使得公司水泥熟料单位成本处于高位，未来全国煤炭市场供

需宽松化转变的预期或有利于公司降低生产成本的控制压力，但仍需长期关注煤价波动对公司生产成本及盈利状况的影响。

表 4：2017~2018 年公司水泥熟料综合成本及同比变动

项目	2017 年		2018 年		单位成本增减 (%)	成本比重增减 (百分点)
	单位成本 (元/吨)	比重 (%)	单位成本 (元/吨)	比重 (%)		
原材料	27.22	17.24	36.52	21.09	34.17	3.85
燃料及动力	97.77	61.92	98.97	57.16	1.23	-4.76
折旧费用	12.39	7.85	12.07	6.97	-2.58	-0.88
人工成本及其他	20.51	12.99	25.58	14.78	24.72	1.79
合计	157.89	100.00	173.14	100.00	9.66	-

注：上述各项成本项目为公司水泥熟料自产品综合成本，不含贸易业务成本。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，公司自产品价格的大幅上涨有力地支撑了相关板块获利水平的提升，加之当年创建较多贸易平台，为整体营收规模的扩大起到明显的带动效应，但同时需关注贸易产品市场价格波动以及煤炭价格波动对整体盈利的影响。

公司未来将通过并购等合作模式继续推进国内外的产能布局，在增强自身竞争实力的同时，亦面临一定的资本支出需求。

根据公司战略规划，公司将紧抓“一带一路”发展机遇，有序推进国际化发展战略，着力提升海外已投产项目运营质量；做好缅甸曼德勒海螺、老挝琅勃拉邦海螺等项目工程建设；加快推进老挝万象海螺、乌兹别克斯坦卡尔希海螺等项目前期工作，并加强对海外潜在项目的调研和论证，储备项目载体。在国内发展方面，公司将把握行业供给侧结构性改革和国家加大环保治理的有利时机，按照有利于完善国内市场布局、增强竞争实力的原则，积极寻找合适的并购标的，探索合作新模式；加快培育发展新动能，大力发展骨料产业，稳步拓展混凝土产业，探索装配式建筑。

2019 年，公司资本性支出计划约 100 亿元，以自有资金为主、银行贷款为辅，将主要用于项目建设、节能环保技改项目及并购项目支出；预计全年新增水泥产能约 400 万吨（不含并购），新增骨料（含机制砂）产能 1,700 万吨。产能规模的继续提升，将进一步增强公司的行业竞争实力，同时由于

项目投入规模较大，公司面临一定的资本支出需求。

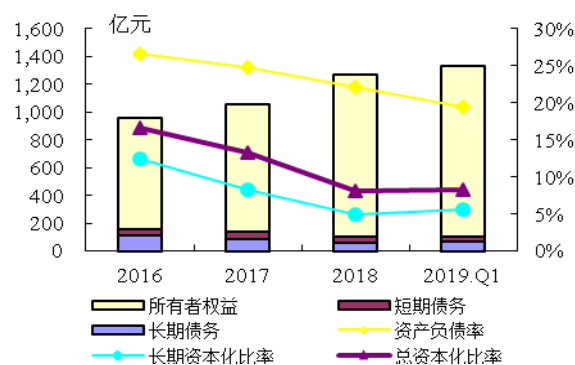
未来，公司将积极通过并购等合作模式完善市场布局，同时加大对海外项目的储备，有序推进国际化发展战略，有利于增强综合竞争实力，并将伴随一定的资本支出需求。

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 2016~2018 年财务报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

图 5：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2018 年，主要受益于业务规模的扩大，公司资产规模保持增长。截至 2018 年末，公司资产总额为 1,495.47 亿元，同比增长 22.44%；同期末，负债总额为 331.29 亿元，同比增长 9.78%。所有者权益方面，随着留存收益的充盈，公司自有资本实力

进一步夯实，当年末所有者权益（含少数股东权益）为 1,164.18 亿元，同比增长 26.59%。受益于此，当年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 22.15% 和 8.08%，同比分别下降 2.55 和 5.11 个百分点，财务结构稳健性进一步增强，且财务杠杆比率与同行业部分上市公司相比处于较低水平。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额、负债总额和所有者权益分别为 1,523.29 亿元、296.77 亿元和 1,226.52 亿元，当期末资产负债率和总资本化比率分别为 19.48% 和 8.20%。

表 5：公司与我国主要水泥企业资本结构比较表

（截至 2018 年 12 月 31 日）

公司简称	资产（亿元）	资产负债率（%）	总资本化比率（%）
海螺水泥	1,495.47	22.15	8.08
冀东水泥	619.93	61.56	45.48
华新水泥	331.62	44.76	28.23
天山股份	170.34	46.11	34.21
万年青	100.54	39.38	23.25

数据来源：公开资料，中诚信证评整理

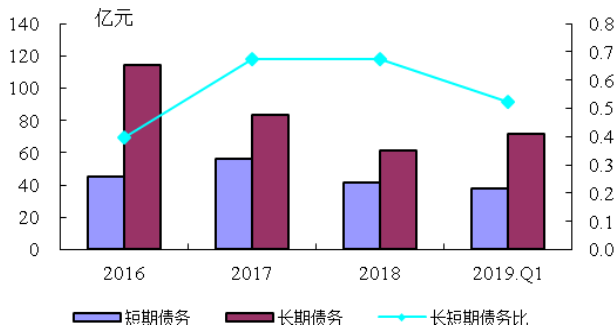
从资产构成来看，2018 年末公司非流动资产和流动资产规模趋于相当，当年末非流动资产占资产总额的比重为 51.82%。非流动资产主要包括固定资产（603.20 亿元）和无形资产（83.72 亿元），占非流动资产的比重分别为 77.84% 和 10.80%，固定资产主要为永久业权土地、房屋及建筑物和机器设备；无形资产主要为土地使用权和矿山开采权。公司流动资产主要由货币资金（376.19 亿元）、应收票据（131.34 亿元）、其他应收款（114.28 亿元）和存货（60.23 亿元）构成，占当年末流动资产的比重分别为 52.21%、18.23%、15.86% 和 8.36%。具体看，当年末货币资金同比增长 51.94%，基本为银行存款和现金，其中 2.58 亿元为保函保证金和专项保证金；随着业务规模的扩大，当年末应收票据同比增长 18.04%，基本为银行承兑汇票；其他应收款同比增长 269.73%，主要系当年新增委托理财 81.00 亿元；业务规模的增长带动年末存货同比增长 28.00%，主要系原材料（33.90 亿元）和库存商品（23.56 亿元）。另截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产中固定资产和无形资产分别为 596.71 亿元和 86.09 亿元，流动资产中货币资金、应收票

据、其他应收款和存货分别为 410.05 亿元、117.79 亿元、119.90 亿元和 64.97 亿元，资产结构未发生重大变化。

负债结构方面，截至 2018 年末，公司流动负债合计 261.52 亿元，占负债总额的比重为 78.94%，主要包括短期借款 13.77 亿元、应付账款 63.96 亿元、合同负债 33.13 亿元、应交税费 72.48 亿元和其他应付款 38.21 亿元。短期借款均为信用借款，同比增长 47.30%；应付账款系应付货款，业务规模扩张下相应增加，同比增长 28.27%；根据新会计准则要求，将原预收款项作为合同负债列报，当年末合同负债系预收货款，随着业务规模的扩大同比增长 54.54%；应交税费主要为企业所得税和增值税，盈利规模的扩大致使相关税负增加，当年末应交税费同比增长 106.19%；其他应付款主要为应付工程及设备款、应付股权转让款及收购价款和履约保证金等。非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动负债合计 69.78 亿元，主要包括长期借款 26.07 亿元和应付债券 34.99 亿元，其中长期借款均为信用借款，同比下降 46.37%；应付债券系 2012 发行的一期公司债券即“12 海螺 02”。另截至 2019 年 3 月末，公司流动负债中短期借款、应付账款、应交税费和其他应付款分别为 17.16 亿元、62.35 亿元、48.12 亿元和 33.80 亿元，非流动负债中长期借款和应付债券分别为 36.98 亿元和 34.99 亿元，负债结构亦未发生变化。

从债务期限结构来看，2018 年公司偿还部分长期短期借款，总债务规模同比下降 26.79% 至 102.34 亿元，其中短期债务为 41.28 亿元，同比下降 26.55%；长期债务为 61.05 亿元，同比下降 26.96%。当年末长短期债务比（短期债务/长期债务，下同）为 0.68 倍，基本与上年末持平，债务期限结构维持稳定，且以长期债务为主的债务期限结构较为合理。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 109.57 亿元，长短期债务比为 0.52 倍。

图 6：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体看，随着经营规模的不断扩大，2018 年末公司资产规模保持增长，且自有资本实力得到夯实，财务杠杆水平处于低位，债务期限结构较合理，财务结构稳健性增强。

盈利能力

2018 年，在水泥行业错峰生产延续常态化的背景下，水泥行业供需关系持续改善，使得公司水泥产品价格维持较好涨势。同时，受益于建材贸易业务的新增，公司全年营业总收入 1,284.03 亿元，同比增长 70.50%。具体来看，当年公司自产品水泥销售收入合计 911.08 亿元，同比增长 40.86%；自产品熟料销售收入 66.29 亿元，同比下降 2.70%，主要系因自用比例的增加；骨料及石子销售收入 8.11 亿元；商品混凝土销售收入 0.83 亿元。此外，公司为加大终端销售市场建设力度，当年创建较多贸易平台，形成了较大规模的水泥、熟料贸易收入，合计金额为 252.10 亿元。2019 年 1~3 月，主要得益于产品销量及贸易销售收入的增长，公司实现营业总收入 305.01 亿元，同比增长 62.53%。

营业毛利率方面，在自产品平均售价涨幅较高及新增贸易业务毛利率低的综合影响下，全年初始获利水平提升有限，2018 年公司营业毛利率为 36.74%，同比提高 1.65 个百分点。而随着贸易业务占比的提高及原料成本同比上涨的影响，2019 年 1~3 月公司营业毛利率下降至 30.83%，同比下降 10.42 个百分点。依托于显著的规模及成本控制优势，公司营业毛利率在同行业中仍位居前列。但中诚信证评将持续关注水泥行业景气度及煤炭价格波动对公司盈利表现的影响。

表 6：2018 年公司与中国主要水泥企业盈利能力指标

单位：亿元、%

企业简称	营业总收入	毛利率
海螺水泥	1,284.03	36.74
冀东水泥	308.49	30.64
华新水泥	274.66	39.65
万年青	102.08	32.55
天山股份	79.32	36.18

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，随着经营规模的扩大，2018 年公司管理费用及销售费用相应增加，同比分别增长 4.52% 和 9.80%；研发费用主要系对智能化工厂、耐火砖材料和回转窑工艺等研究开发，当年同比增长 67.43%；同期，得益于贷款及应付款项利息支出的减少、存款及应收款项利息收入的增加，当年财务费用呈净收益状态，收益规模为 4.74 亿元。2018 年公司期间费用合计 70.82 亿元，同比下降 2.28%，期间费用收入占比为 5.52%，同比下降 4.11 个百分点。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 16.36 亿元，期间费用收入占比为 5.36%。整体看，公司近年期间费用收入占比逐年下降，期间费用控制能力逐步增强。

表 7：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	32.76	35.72	37.33	8.93
管理费用	31.44	34.17	37.52	9.94
研发费用	-	0.42	0.71	0.16
财务费用	3.37	2.16	-4.74	-2.67
期间费用合计	67.57	72.47	70.82	16.36
营业总收入	559.32	753.11	1,284.03	305.01
期间费用收入占比	12.08%	9.62%	5.52%	5.36%

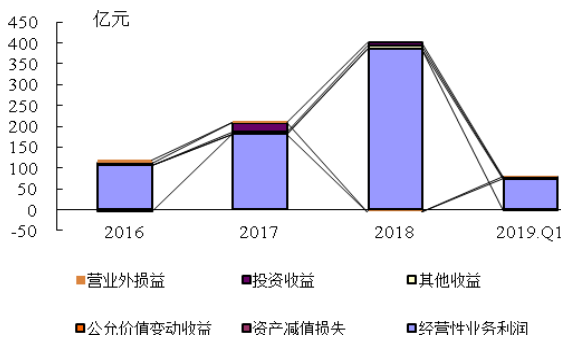
注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，2017 年度进行重述，2016 年度未重述。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年公司利润总额主要由经营性业务利润、其他收益和投资收益构成。由于收入规模大幅增长，加之营业毛利率的小幅上升，当年公司经营性业务利润同比增长 111.93% 至 386.33 亿元；公司当年获得与收益相关的政府补助 7.74 亿元，同比增长 54.76%；投资收益主要为权益法

核算的长期股权投资收益（4.60 亿元）和委托理财投资收益（1.98 亿元），同比下降 67.51%，系由于上年减持部分参股公司的股权实现大额的投资收益。2018 年，公司利润总额 396.29 亿元，同比增长 86.68%，全年实现净利润 306.36 亿元，同比增长 86.48%，所有者权益收益率为 26.32%，同比提高 8.46 个百分点，整体盈利能力显著增强。2019 年 1~3 月公司利润总额为 80.27 亿元，实现净利润 62.04 亿元，年化所有者权益收益率为 20.23%。

图 7：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



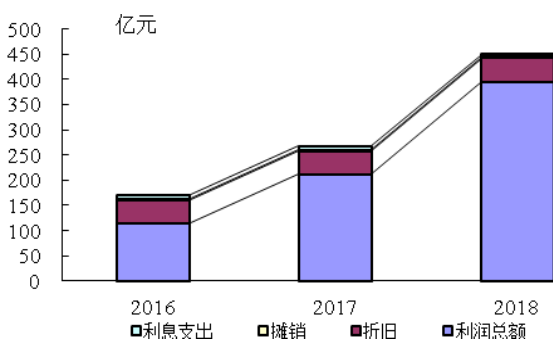
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体看，得益于水泥产品显著的价格涨幅以及新增业务对收入的补充，2018 年公司营收规模继续扩大，整体盈利能力进一步增强，业务运营稳健。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，折旧和利润总额系公司 EBITDA 的主要来源。2018 年，收入规模及盈利能力的进一步增强促使公司利润总额大幅增加，相应的 EBITDA 规模同比增长 68.50% 至 450.66 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，当年公司总债务/EBITDA 为 0.23 倍，同比下降 0.29 倍，EBITDA 利息倍数为 86.23 倍，同比提高 49.02 倍，EBITDA 对债务本息能形成有效覆盖。

图 8：2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

现金流方面，得益于业务收入的增加及盈利水平的提升，2018 年公司经营活动现金流量净额为 360.59 亿元，同比增长 107.68%。当年末公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 3.52 倍和 68.99 倍，同比分别提高 2.28 倍和 44.83 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力强。2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 50.12 亿元，同比增长 64.12%。

表 8：2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
长期债务（亿元）	114.43	83.59	61.05	71.96
总债务（亿元）	159.81	139.79	102.34	109.57
资产负债率（%）	26.68	24.71	22.15	19.48
总资本化比率（%）	16.60	13.19	8.08	8.20
EBITDA（亿元）	171.98	267.46	450.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	21.20	37.21	86.23	-
总债务/EBITDA（X）	0.93	0.52	0.23	-
经营活动净现金流（亿元）	131.97	173.63	360.59	50.12
经营活动净现金流/利息支出（X）	16.27	24.16	68.99	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.83	1.24	3.52	1.83

注：公司 2019 年一季度经营活动净现金/总债务指标已经过年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司获得各家银行提供的授信总金额为 960.64 亿人民币、57.30 亿美元，已使用授信额度 55.30 亿人民币、5.10 亿美元，尚未使用银行授信额度为 905.34 亿人民币、52.20 亿美元。同时，公司作为上海、香港两地上市公司，直接融资渠道畅通，整体备用流动性充足。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保（包括对子公司的担保）的余额为人民币 373,548 万元、美元 70,429 万元，折合人民币合计为 856,917 万元，占公司年末净资产的比例为 7.60%；其中对子公司提供担保余额合计为 757,318 万元，对外担保（对合营公司担保）的余额为 99,599 万元。公司因对外担保所形成的或有负债风险较小。另截至 2018 年末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

总体看，2018 年公司继续优化产能布局，巩固行业龙头地位，受益于水泥行业高景气度的延续及建材贸易业务的新增，全年营收及盈利规模均实现大幅增长。同时，公司资产规模保持增长，自有资

本实力不断夯实，财务结构稳健性进一步提升，且良好的获现能力能对债务本息的偿付提供有效保障，整体偿债能力极强。

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和芜湖海螺型材科技股份有限公司（以下简称“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。

此外，为深化国资国企改革为方向，促进资源优化配置，根据《省国资委关于转发〈安徽省人民政府关于安徽海螺集团有限责任公司与安徽国贸集团控股有限公司重组方案的批复〉的通知》（皖国资改革【2018】130号）文件决定，安徽国贸股权结构由安徽省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”）持股100%变更为海螺集团持股55%、安徽省国资委持股45%。本次重组通过协议方式，安徽省国资委向海螺集团转让安徽国贸15%的股权，再由海螺集团以货币方式向安徽国贸增资扩股23.31亿元，已于2018年12月7日完成工商变更登记，并纳入海螺集团当年并表范围（安徽国贸2018年末资产总额339.67亿元，所有者权益合计81.63亿元，资产负债率为75.97%，当年营业总收入427.33亿元，净利润0.84亿元）。自此，海螺集团新增进出口、内贸和建筑工程等板块业务收入。

截至2018年12月31日，海螺集团总资产为1,920.19亿元，所有者权益（含少数股东权益）合

计1,249.13亿元，资产负债率及总资本化比率分别为34.95%和17.86%。2018年，海螺集团实现营业收入1,885.12亿元，净利润306.36亿元，经营活动净现金流375.29亿元。

经营状况

海螺集团营业收入主要来源于海螺水泥、海螺型材和安徽国贸。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。受益于水泥产品价格保持大幅上涨及建材贸易平台的创建，2018年海螺水泥实现营业总收入1,284.03亿元，同比增长70.50%。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。海螺型材主要从事中高档塑料型材、门窗等的生产、销售以及科研开发，产品包括白色、彩色、木纹共挤、木塑复合和覆膜异型材以及系统门窗、被动窗、卷帘窗和百叶窗等，主要用于门窗加工制作及房屋装饰装修。同时，海螺型材还积极拓展铝材、家居板材、管材、建筑模板和生态地板等多元化产品发展。海螺型材作为最早进入塑料型材行业的主要企业之一，不断完善直销和经销相结合的营销模式，健全营销网络，提升市场份额，并利用规模优势对大宗原材料实行集中采购，降低成本，在供销两个市场上持续积累优势，不断巩固和提升行业龙头地位。截至2018年末，海螺型材在国内现拥有安徽芜湖、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、吉林长春、新疆和田十大生产基地；缅甸、泰国等海外项目按计划推进，规模及布局优势明显；在全国设立了200余个市场部，营销网络健全，产品认可度较高。2018年，为应对房地产市场宏观调控、PVC等化工原材料价格大幅波动及行业内市场竞争加剧等多种因素风险，海螺型材在巩固塑料型材主业的同时，加快产品多元化经营，全年实现营业收入30.90亿元，同比增长0.09%，但经营效益仍大幅下滑，当年净利润为0.03亿元，同比下降78.81%。

安徽国贸主要从事进出口、内贸和建筑工程等业务，2018年取得营业总收入427.33亿元，同比增长13.83%，净利润为0.84亿元，同比下降70.80%。进口业务方面，安徽国贸在机电产品、农

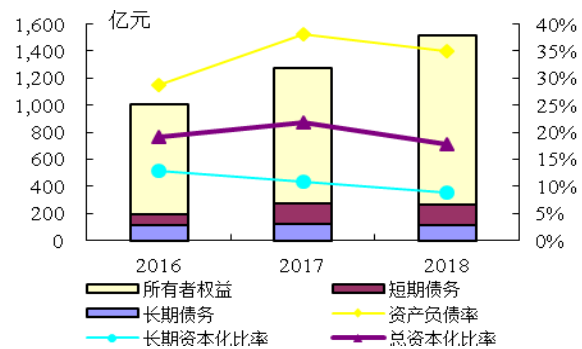
产品、电解铜和铁矿石等大宗商品方面有着丰富的客户资源和市场优势；出口业务方面，安徽国贸初步形成了以机电产品、纺织服装、农产品和轻工日用品等为核心商品，以美国、欧洲为主，遍布多个国家和地区的多元化市场结构。安徽国贸出口业务主要为自营出口，进口业务分为自营进口和代理进口，其中自营进口业务占比约为 60%。2018 年 1~9 月，安徽国贸完成进出口业务收入 170.40 亿元，同比增长 10.35%，占主营业务收入的比例为 57.50%；毛利率为 4.47%，同比下降 0.87 个百分点；进出口结构较上年变化不大。内贸业务方面，安徽国贸内贸业务结构以油脂、钢材、汽车、为主，铜矿砂、铁矿和煤炭等大宗商品为辅，2018 年 1~9 月实现内贸收入 29.00 亿元，同比增长 29.58%，占主营业务收入的比例为 9.79%，主要受益于当期煤炭业务规模扩大；毛利率为 4.07%，同比提高 0.87 个百分点。建筑工程方面，安徽国贸工程项目订单以房地产住宅以及部分商业综合体施工为主，2018 年 1~9 月新签约合同金额为 105.74 亿元，同比下降 8.70%，截至 2018 年 9 月末，安徽国贸工程施工未完工项目合同金额合计 159.89 亿元，包括铜陵万象购物公园项目 7.50 亿元、乌鲁木齐恒大果岭假日首期主体及配套建设工程 6.96 亿元及四川省成都市恒大天府半岛四期项目 6.00 亿元等。得益于施工项目的顺利推进，2018 年 1~9 月，安徽国贸实现建筑工程收入 82.97 亿元，同比增长 27.59%，占主营业务收入的比例为 28.00%，毛利率 7.08%，同比提高 0.93 个百分点。此外，安徽国贸亦开展房地产开发及金融等业务，以推动自身多元化发展，2018 年 1~9 月实现房地产开发收入 9.89 亿元，占主营业务收入的比例为 3.34%；截至 2018 年 9 月末，安徽国贸在建房地产项目共 13 个，包括安粮蓝海城市广场、安粮临沂五金城和安粮城市广场等，上述项目计划总投资 171.18 亿元，截至 2018 年 9 月底，上述项目已完成投资约 151.66 亿元，未来尚需投入约 19.52 亿元，存在一定资本支出压力；2015~2017 年及 2018 年 1~9 月累计确认销售收入 67.10 亿元，期末未结转预售房款金额 42.71 亿元。当期金融投资等其他收入 4.05 亿元，占主营业务收入的比例为 1.37%。

2018 年，海螺集团在实现原有业务稳健发展的基础上，新增较大规模建材贸易、进出口贸易、内贸和建筑工程等板块业务收入，推动业务多元化发展，稳固行业领先地位。

财务分析

以下财务分析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 2016 年审计报告以及经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）安徽分所审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告。海螺集团于 2018 年完成对安徽国贸 55% 股权的收购，为同一控制下企业合并。北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）安徽分所出具的 2018 年审计报告对海螺集团 2017 年度财务报表进行了追溯调整。以下分析基于上述调整后的财务数据。

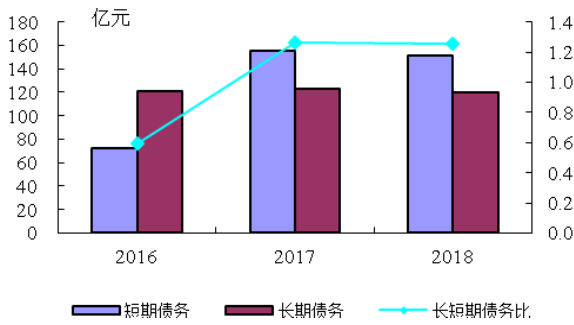
图 9：2016~2018 年公司资本结构分析



资料来源：海螺集团审计报告，中诚信证评整理

资本结构方面，随着水泥业务规模的增长及整体产能的扩充，海螺集团资产规模有所增长，截至 2018 年末，总资产达到 1,920.19 亿元，同比增长 19.10%；同期，负债总额为 671.06 亿元，同比增长 9.32%；受益于留存收益的积累，当年末海螺集团所有者权益为 1,249.13 亿元，同比增长 25.12%；同期末资产负债率和总资本化比率分别为 34.95% 和 17.86%，较上年分别下降 3.13 和 3.91 个百分点，集团财务杠杆比率下降。

图 10: 2016~2018 年公司债务结构分析



资料来源：海螺集团审计报告，中诚信证评整理

债务结构方面，截至 2018 年末，海螺集团总债务 271.64 亿元，同比下降 2.22%，其中短期债务和长期债务分别为 151.17 亿元和 120.47 亿元，分别较上年末下降 2.63% 和 1.70%，长短期债务比为 1.25 倍，较上年下降 0.02 倍，随着安徽国贸的并表，海螺集团短期债务压力上升，债务期限结构有待优化。

盈利能力方面，一方面，2018 年海螺集团完成了对安徽国贸的收购，追溯调整后使得 2017~2018 年营业总收入规模较 2016 年呈现大幅增长；另一方面，海螺集团的水泥生产销售仍为主导业务，因此其营业收入及盈利水平很大程度上受海螺水泥的影响。在 2018 年水泥市场行情延续高景气度背景下，水泥产品实现较高的价格涨幅，加之贸易收入的补充，2018 年海螺集团实现营业总收入 1,885.12 亿元，同比增长 61.89%；当年营业毛利率为 26.92%，同比上升 1.52 个百分点。期间费用方面，当年海螺集团三费收入占比为 5.43%，较上年下降 3.14 个百分点，期间费用控制能力进一步增强。2018 年海螺集团实现利润总额 398.36 亿元，同比增长 83.44%；净利润 306.36 亿元，同比增长 83.89%。

从偿债指标来看，2018 年，海螺集团总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 0.58 倍和 27.96 倍，同比分别下降 0.40 倍和增长 11.06 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力有所增强。从现金流情况来看，2018 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 1.38 倍和 22.43 倍，同比分别增长 0.71 倍和 11.38 倍，亦出现较大程度的增强。

表 9: 2016~2018 年海螺集团主要偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
长期债务 (亿元)	121.37	122.55	120.47
总债务 (亿元)	193.56	277.82	271.64
资产负债率 (%)	28.83	38.08	34.95
总资本化比率 (%)	19.11	21.77	17.86
EBITDA (亿元)	175.93	284.38	467.87
EBITDA 利息倍数 (X)	17.89	16.90	27.96
总债务/EBITDA (X)	1.10	0.98	0.58
经营活动净现金流 (亿元)	136.14	185.89	375.29
经营活动净现金流/利息支出 (X)	13.85	11.05	22.43
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.70	0.67	1.38

资料来源：海螺集团审计报告，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长期良好的合作关系，截至 2018 年末，海螺集团取得银行授信额度合计为人民币 1,524.13 亿元，尚未使用的银行授信额度有人民币 1,388.12 亿元，集团备用流动性充裕。

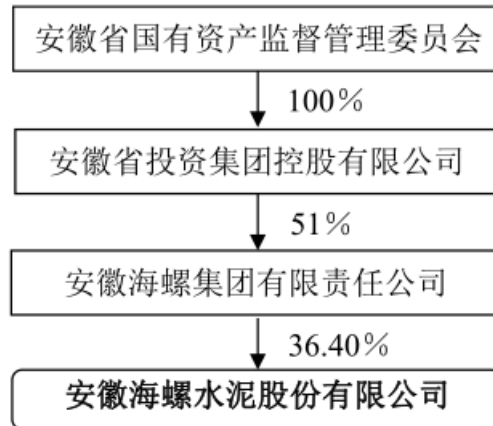
或有负债方面，截至 2018 年末，海螺集团本部无对外担保，对控股子公司担保合计 71.00 亿元，占净资产（含少数股东权益）的比例为 5.68%。整体看，海螺集团因对外担保事项产生的或有负债风险较小。

综合来看，海螺集团规模优势明显，行业地位突出，整体抗风险能力极强。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

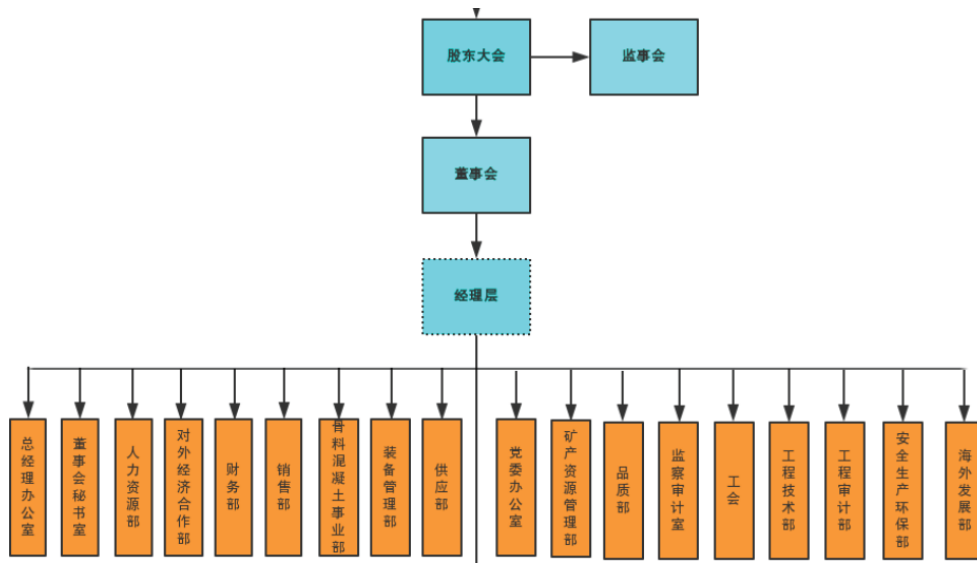
综上，中诚信证评维持发行主体海螺水泥信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“2012 年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：安徽海螺水泥股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：安徽海螺水泥股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：安徽海螺水泥股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,558,598.35	2,475,977.91	3,761,910.71	4,100,500.59
应收账款净额	65,467.90	105,971.32	123,263.79	117,101.07
存货净额	454,853.38	470,520.04	602,271.75	649,692.76
流动资产	2,939,433.15	4,595,285.53	7,205,295.98	7,464,226.51
长期投资	625,060.54	325,217.19	318,199.01	328,562.75
固定资产合计	6,487,794.24	6,339,781.75	6,384,381.37	6,352,632.08
总资产	10,951,412.10	12,214,258.46	14,954,735.20	15,232,904.09
短期债务	453,763.18	562,007.60	412,817.03	376,062.52
长期债务	1,144,310.86	835,894.22	610,533.25	719,633.52
总债务	1,598,074.04	1,397,901.83	1,023,350.28	1,095,696.04
总负债	2,921,534.95	3,017,847.72	3,312,947.87	2,967,699.98
所有者权益（含少数股东权益）	8,029,877.15	9,196,410.74	11,641,787.33	12,265,204.11
营业总收入	5,593,190.10	7,531,081.98	12,840,262.57	3,050,053.25
三费前利润	1,748,949.20	2,547,610.17	4,571,492.65	908,922.09
投资收益	39,908.85	202,668.69	65,848.51	27,028.04
净利润	895,064.26	1,642,873.39	3,063,601.45	620,387.34
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,719,795.91	2,674,592.01	4,506,599.04	-
经营活动产生现金净流量	1,319,675.22	1,736,302.68	3,605,896.69	501,239.28
投资活动产生现金净流量	-455,224.72	-520,264.77	-2,566,969.70	517,463.32
筹资活动产生现金净流量	-715,095.02	-749,960.75	-1,098,000.22	72,165.40
现金及现金等价物净增加额	151,453.23	462,936.52	-57,126.01	1,090,453.87
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	32.47	35.09	36.74	30.83
所有者权益收益率（%）	11.15	17.86	26.32	20.23
EBITDA/营业总收入（%）	30.75	35.51	35.10	-
速动比率（X）	1.46	1.95	2.52	3.16
经营活动净现金/总债务（X）	0.83	1.24	3.52	1.83
经营活动净现金/短期债务（X）	2.91	3.09	8.73	5.33
经营活动净现金/利息支出（X）	16.27	24.16	68.99	-
EBITDA 利息倍数（X）	21.20	37.21	86.23	-
总债务/EBITDA（X）	0.93	0.52	0.23	-
资产负债率（%）	26.68	24.71	22.15	19.48
总资本化比率（%）	16.60	13.19	8.08	8.20
长期资本化比率（%）	12.47	8.33	4.98	5.54

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）	2016	2017	2018
货币资金	1,664,127.09	3,147,438.91	4,669,532.01
应收账款净额	90,070.40	527,379.65	684,898.94
存货净额	497,355.64	1,411,396.90	1,371,853.15
流动资产	3,241,253.57	7,607,948.49	10,541,719.80
长期投资	657,780.01	715,224.09	626,381.21
固定资产合计	6,636,882.46	6,693,257.59	6,850,335.69
总资产	11,511,927.83	16,122,224.70	19,201,906.77
短期债务	721,900.52	1,552,638.66	1,511,734.50
长期债务	1,213,650.86	1,225,528.36	1,204,702.52
总债务（短期债务+长期债务）	1,935,551.38	2,778,167.02	2,716,437.02
总负债	3,319,245.64	6,138,643.95	6,710,568.39
所有者权益（含少数股东权益）	8,192,682.18	9,983,580.76	12,491,338.38
营业总收入	5,985,545.76	11,644,524.30	18,851,187.09
三费前利润	1,813,676.25	2,850,047.75	4,917,037.07
投资收益	39,699.69	223,343.96	69,305.90
净利润	892,832.77	1,666,031.23	3,063,644.61
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,759,320.26	2,843,838.14	4,678,686.08
经营活动产生现金净流量	1,361,429.61	1,858,921.28	3,752,909.50
投资活动产生现金净流量	-478,527.18	-360,411.99	-2,587,650.40
筹资活动产生现金净流量	-747,599.14	-970,175.24	-1,029,448.38
现金及现金等价物净增加额	137,422.54	527,587.88	144,910.28
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	31.52	25.40	26.92
所有者权益收益率（%）	10.90	16.69	24.53
EBITDA/营业总收入（%）	29.39	24.42	24.82
速动比率（X）	1.36	1.30	1.74
经营活动净现金/总债务（X）	0.70	0.67	1.38
经营活动净现金/短期债务（X）	1.89	1.20	2.48
经营活动净现金/利息支出（X）	13.85	11.05	22.43
EBITDA 利息倍数（X）	17.89	16.90	27.96
总债务/EBITDA（X）	1.10	0.98	0.58
资产负债率（%）	28.83	38.08	34.95
总资本化比率（%）	19.11	21.77	17.86
长期资本化比率（%）	12.90	10.93	8.80

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 + 应付融资租赁款

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 + 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)

附六：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。