

安徽海螺水泥股份有限公司 2012 年公开发行 公司债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：杨 韵 yyang02@ccxi.com.cn

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 4 月 29 日

声 明

- 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。
- 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。
- 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0169 号

安徽海螺水泥股份有限公司：

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及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“12 海螺 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年四月二十九日



评级观点：中诚信国际维持安徽海螺水泥股份有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“12 海螺 02”的债项信用等级为**AAA**，该债项级别考虑了安徽海螺集团有限责任公司（以下简称“海螺集团”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券按期偿付的保障作用。中诚信国际肯定了公司持续突出的行业龙头地位、产能规模优势突出、经营业绩继续大幅提升、持续较低的杠杆率以及充足的银行授信、畅通的融资渠道等因素对公司整体信用实力提供了有力支撑。同时，中诚信国际关注到水泥行业易受宏观经济及政策调控影响而产生波动、错峰限产及环保压力愈加严格等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

海螺水泥	2017	2018	2019
总资产(亿元)	1,221.43	1,495.47	1,787.77
所有者权益合计(亿元)	919.64	1,164.18	1,423.20
总负债(亿元)	301.78	331.29	364.57
总债务(亿元)	139.79	102.34	117.45
营业总收入(亿元)	753.11	1,284.03	1,570.30
净利润(亿元)	164.29	306.36	343.52
EBIT(亿元)	219.13	401.13	450.03
EBITDA(亿元)	267.46	450.66	502.74
经营活动净现金流(亿元)	173.63	360.59	407.38
营业毛利率(%)	35.09	36.74	33.29
总资产收益率(%)	18.92	29.53	27.41
资产负债率(%)	24.71	22.15	20.39
总资本化比率(%)	13.19	8.08	7.62
总债务/EBITDA(X)	0.52	0.23	0.23
EBITDA 利息倍数(X)	37.21	86.23	112.44

海螺集团	2017	2018	2019
总资产(亿元)	1,276.48	1,920.19	2,201.81
所有者权益合计(亿元)	941.27	1,249.13	1,513.96
总负债(亿元)	335.20	671.06	687.85
总债务(亿元)	167.67	286.86	309.50
营业总收入(亿元)	789.06	1,885.12	2,343.10
净利润(亿元)	163.63	306.36	346.89
EBIT(亿元)	228.31	412.87	467.50
EBITDA(亿元)	278.68	466.53	524.00
经营活动净现金流(亿元)	175.55	375.29	423.69
营业毛利率(%)	34.28	26.92	24.13
总资产收益率(%)	18.81	23.38	22.74
资产负债率(%)	26.26	34.95	31.24
总资本化比率(%)	15.12	18.68	16.97
总债务/EBITDA(X)	0.60	0.61	0.59
EBITDA 利息倍数(X)	16.56	30.32	31.92

注：中诚信国际分别根据海螺水泥、海螺集团 2017 年~2019 年审计报告整理。

正面

■ **跟踪期内产能保持增长，行业龙头地位进一步稳固。**公司是水泥行业的龙头企业，2019 年新增熟料年产能 90 万吨、水泥年产能 625 万吨、骨料年产能 1,690 万吨，龙头地位进一步稳固。截至 2019 年末，公司熟料产能 2.53 亿吨、水泥产能 3.59 亿吨，产能规模优势十分突出。

■ **经营业绩继续大幅提升。**2019 年公司实现营业收入 1,570.30 亿元，同比增长 22.30%，实现净利润 343.52 亿元，同比增长 12.13%，经营活动净现金流 407.38 亿元，同比增长 12.98%，持续大幅增长。

■ **资本结构稳健性进一步增强。**近年来公司杠杆率一直保持在较低水平，且持续下降，截至 2019 年末资产负债率为 20.39%，总资本化比率为 7.62%，资本结构稳健性进一步增强。

■ **备用流动性好，融资渠道畅通。**截至 2019 年末，公司共获得各银行提供的授信总额 673.97 亿人民币、7.05 亿美元，剩余未使用的授信额度为 603.04 亿人民币、2.54 亿美元，授信额度充裕。此外，公司作为 A 股+H 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

关注

■ **水泥行业波动风险。**水泥行业景气度易受宏观经济运行的周期性波动及国家政策调控影响，加之目前国内水泥行业去产能成效仍有待巩固，中诚信国际将持续关注未来水泥行业产能化解情况，以及行业景气度波动对公司经营和发展的影响。

■ **错峰限产及环保政策压力。**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及调整情况可能将影响行业供给状况，进而对公司生产经营产生一定的不确定性。

评级展望

中诚信国际认为，安徽海螺水泥股份有限公司信用水平在未来 12-18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**受市场需求减弱影响，公司产销量大幅下滑，产能释放不及预期，杠杆比例明显上升，盈利能力显著弱化。

同行业比较

2019年部分水泥企业主要指标对比表

公司名称	水泥熟料产能 (亿吨/年)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	净资产收益率 (%)
中国建材	3.89	4,465.48	66.13	2,534.03	184.29	30.22	12.83
金隅集团	1.10	2,821.24	70.75	918.29	51.78	26.60	6.04
海螺水泥	2.53	1,787.77	20.39	1,570.30	343.52	33.29	26.55

注：“中国建材”为“中国建材股份有限公司”简称；“金隅集团”为“北京金隅集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

跟踪债券列表

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	存续金额(亿元)	存续期
12海螺02	AAA	AAA	35.00	34.99	2012/11/07-2022/11/07

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“12海螺02”公司债券发行规模为35.00亿元，发行期限为7+3年，附第7年末发行人上调票面利率选择权或投资者回售选择权。2019年11月，部分债券持有人行使回售选择权，回售金额为100万元。截至2019年末，“12海螺02”债券余额为34.99亿元，募集资金已按约定用途使用完毕。

近期关注

2019年全国水泥需求及熟料用量均持续增长，水泥价格全年高位运行；但去产能成效仍有待巩固，错峰生产政策有待细化

根据国家统计局数据显示，2019年全社会完成固定资产投资（不含农户）55.15万亿元，同比增长5.4%，基础设施投资同比增长3.8%。全国房地产开发投资13.22万亿元，同比增长9.9%，房地产开发企业房屋施工面积89.38亿平方米，同比增长8.7%。总体上，2019年基建投资保持低速平稳增长，基础设施补短板项目持续推进，房地产开发韧性依然较强，投资增速继续保持快速增长，支撑全年水泥需求量持续向好。

2019年，全国水泥产量23.3亿吨，比上年增长6.13%，是近五年以来增长最快的一年，同期水泥熟料产量为15.2亿吨，创历史新高。分区域来看，东北地区水泥产量同比增长最快，涨幅为13.12%，主要由于南北价差持续拉大，东北水泥大量南下，带动当地水泥企业产能利用率提升；其次是华东区域增速较快，本地需求强劲是主因。

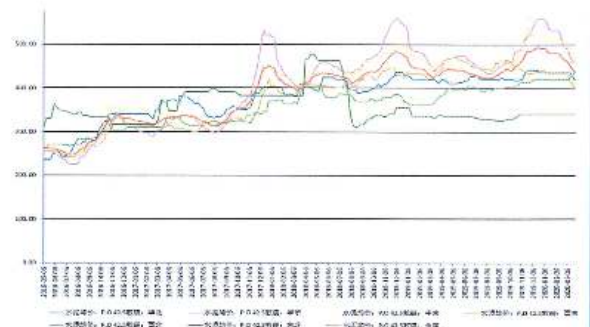
表1：2019年分区域水泥及熟料产量情况（万吨、%）

区域	水泥产量	同比增速	占比	熟料产量	同比增速	占比
华北	19,486	6.32	8.36	14,159	8.95	9.30
东北	8,386	13.12	3.60	6,908	39.54	4.53
华东	77,291	9.42	33.17	45,089	4.79	29.60
中南	63,934	2.69	27.44	39,164	3.46	25.71
西南	45,842	3.98	19.67	33,526	5.02	22.01
西北	18,096	7.44	7.77	13,480	13.17	8.85
全国	233,036	6.13	100.00	152,325	6.77	100.00

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

价格方面，2019年全国PO42.5水泥价格指数439元/吨，比2018年上涨11元/吨，同比增长2.67%，价位创历史新高。分阶段来看，1-3月，价格呈现“同比增长，环比回落”的特点。一季度全国PO42.5散装水泥市场平均价格指数为438元/吨（含税到位价），高于去年同期价格28元/吨，而3月份比1月份价格下降27元/吨，环比下降6%。4-8月，水泥价位在420-440元/吨之间波动运行，整体表现为“高位震荡”，需求同比增长和供给的进一步压缩使得全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，支撑水泥价格处于历史较好水平。9-12月，水泥需求和供给压缩均有超预期表现，水泥价格从9月份的433元/吨上涨到12月份的471元/吨，环比涨幅8.8%，局部区域甚至出现多频次、大幅度的上涨。区域方面，华东和中南地区价格较高，其中华东地区连续保持六大区域中最高价位，2019年均价479元/吨。

图1：近年来分区域PO42.5水泥价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

根据中国水泥协会信息研究中心统计，截至2019年末，全国新型干法水泥生产线累计1,624条，设计熟料产能维持在18.2亿吨，总量与2018年基本相当。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目，导致去产能进度缓慢。2020年1月3日，工信部出台的《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问题》要求已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换，自2021年1月1日起实行。此外，随着水泥错峰生产政策的逐年推进，部分地区错峰方案中差异化政策不合理、过于频繁临时性管控措施带来的安全问题、水泥窑磨“一刀切”停产导致阶段性的局部市场供需矛盾等问题，未来仍需不断完善和细化。

总体上，2019年以来水泥行业产销两旺，价格持续高位运行，特别是进入四季度以来，部分地区水泥供应短缺，价格快速上涨。但中诚信国际同时关注到，进入2020年以来受新冠疫情影响，固定资产投资增速回落，众多项目建设进度放缓，水泥需求量短期内可能出现一定幅度的下降。2020年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收官之年，大气污染和环境治理管控措施依旧严格，加之道路运输超载治理趋严，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望呈现高位波动。

跟踪期内公司产能规模进一步增长，全球化布局

表 2：近年来公司熟料产能区域分布情况（万吨/年、%）

区域	2017		2018		2019	
	熟料产能	占比	熟料产能	占比	熟料产能	占比
东部地区	786	3.20	786	3.10	786	3.10
中部地区	12,818	52.11	12,818	50.80	12,818	50.63
南部地区	3,590	14.60	3,860	15.30	3,860	15.25
西部地区	6,922	28.14	6,922	27.40	6,922	27.34
海外地区	480	1.95	840	3.30	930	3.67
合计	24,596	100.00	25,226	100.00	25,316	100.00

注：东部区域主要包括江苏、浙江、上海、福建及山东等；中部区域主要包括安徽、江西、湖南等；南部区域主要包括广东、广西及海南；西部区域主要包括四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西及新疆等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产量方面，2019年，水泥行业延续高景气

继续完善，行业龙头地位稳固，但产能的持续扩张亦使公司面临一定的资本支出

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32.5级水泥、42.5级水泥及52.5级水泥。

产能方面，跟踪期内公司新增熟料年产能90万吨、水泥年产能625万吨、骨料年产能1,690万吨、商品混凝土年产能240万立方米。截至2019年末，公司熟料产能2.53亿吨、水泥产能3.59亿吨、骨料产能5,530万吨、商品混凝土产能300万立方米，规模优势十分突出，行业龙头地位进一步稳固。

产能区域布局方面，公司熟料生产线主要集中在中部地区，2019年末中部地区熟料产能占总产能的50.63%。此外，公司积极稳妥推进国际化发展战略，老挝琅勃拉邦项目于跟踪期内竣工投产，东南亚、中亚等地区在建项目有序推进，公司还将围绕“一带一路”继续加强海外项目调研论证，储备项目载体，进一步完善全球化产能布局，提升产能规模。

2020年，公司计划资本性支出100亿元，以自有资金为主，将主要用于项目建设、节能环保技改项目以及并购项目支出，预计全年将新增熟料产能450万吨、水泥产能770万吨（不含并购），产能扩张的同时亦使其面临一定的资本支出。

度，但在错峰限产、环保等政策影响下，公司水

泥、熟料产量小幅增长，全年产量分别为2.94亿吨和2.46亿吨，同比分别增长6.37%和4.06%，其中水泥产量增速与上年基本持平，熟料产量增速较上年提升2.10个百分点。2019年，公司水泥和熟料产能利用率分别为82%、97%，均比上年有所提升，产能利用情况进一步增强。

跟踪期内水泥熟料等产品销量继续保持增长，中部和东部仍是公司传统优势区域，此外建材贸易业务发展较快，中诚信国际将对公司未来收入结构及盈利水平的变化保持关注

销售方面，2019年公司水泥、熟料销量均保持增长，其中水泥销量为2.91亿吨，同比增长6.27%，熟料销量为0.32亿吨，水泥、熟料自产产品销量合计为3.23亿吨，同比增长8.6%。

同时，为强化终端销售市场的建设，跟踪期内公司实现水泥熟料贸易业务销量1.09亿吨，同比增长54.64%，实现贸易业务收入383.49亿元，同比增长52.12%。但中诚信国际关注到，贸易业务盈利能力较弱，且其规模不断提升，对公司整体盈利水平造成一定影响，中诚信国际将对该板块未来收入的变化及其对公司的影响保持关注。

表3：近年公司主要产品销售额及毛利率(亿元、%)

42.5级水泥 (自产自销)	2017	2018	2019
销售额	450.23	657.34	791.07
毛利率	35.00	46.48	46.71
32.5级水泥 (自产自销)	2017	2018	2019
销售额	206.01	253.74	204.44
毛利率	37.89	49.86	48.53
熟料(自产自销)	2017	2018	2019
销售额	72.67	66.29	91.22
毛利率	30.03	45.38	45.22
建材行业 (贸易业务)	2017	2018	2019

销售额	--	252.10	383.49
毛利率	--	0.17	0.16

注：42.5级水泥包括42.5级水泥和42.5级以上的水泥。
资料来源：公司年报

根据国务院办公厅印发的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发[2016]34号)，2019年10月1日起PC32.5R级水泥正式取消。受此政策影响，跟踪期内公司32.5级水泥销售额下降幅度较大，且南部和西部区域受产品销售结构变化影响，毛利率小幅下滑。东部和中部区域仍是公司传统优势地区。在相关政策的推动下，未来公司水泥产品销售收入可能面临一定下滑风险，且随着高强度等级的水泥销量占比提升，毛利率水平可能面临小幅下滑风险。

表4：近年公司产品分区域销售收入情况(亿元)

	2017	2018	2019
东部区域	215.94	289.30	308.23
中部区域	235.17	318.35	349.87
南部区域	103.57	139.90	178.36
西部区域	157.65	213.43	229.82
出口		11.83	7.82
海外	23.59	13.50	23.56
建材贸易	--	252.10	383.49
合计	735.92	1,238.41	1,481.15

注：东部、中部、南部、西部具体包括省份同表2注释。
资料来源：公司年报

海外市场方面，受国内市场熟料资源阶段性紧张的影响，2019年公司出口销量同比下降41.63%，销售金额同比下降33.93%。同时，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，2019年公司海外项目销量同比增长52.17%，销售金额同比增长74.55%。

原材料采购方面，2019年公司水泥熟料综合成本为178.47元/吨，同比上涨3.08%，主要是受产品销售结构变化、外购熟料增加以及原材料采购价格上涨影响。

表5：2018年~2019年公司水泥熟料综合成本及同比变动(元/吨、%)

项目	2019年		2018年		单位成本增减	成本比重增减
	单位成本	比重	单位成本	比重		

原材料	44.17	24.75	36.52	21.09	20.95	3.66
燃料及动力	94.47	52.93	98.97	57.16	-4.55	-4.20
折旧费用	12.03	6.74	12.07	6.97	-0.33	-0.23
人工成本及其他	27.80	15.58	25.58	14.78	8.68	0.79
合计	178.47	100.00	173.14	100.00	3.08	--

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：公司年报

财务分析

以下分析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2017年~2019年财务报告。公司财务报告均按照新会计准则编制，各年数据均采用期末数进行分析。

跟踪期内公司营业收入、净利润继续保持增长，整体盈利能力很强

2019年公司综合毛利率与上年相比有所下滑，主要是受建材贸易业务拖累，2019年贸易业务收入同比增长52.12%，在营业总收入中的占比由上年19.63%上升至24.42%，但该板块营业毛利率仅为0.16%。骨料及石子毛利率逐年增长，主要得益于国家和地方加强矿产资源整治和环保治理，骨料市场供求关系持续改善，产品售价稳步提升。

表6：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
42.5级水泥自产品销售	35.00	46.48	46.71
32.5级水泥自产品销售	37.89	49.86	48.53
熟料自产品销售	30.03	45.38	45.22
骨料及石子自产品销售	63.98	69.12	70.60
商品混凝土自产品销售	17.80	21.91	24.94
建材贸易	--	0.17	0.16
营业毛利率	35.59	37.82	34.97

资料来源：公司提供

期间费用方面，2019年公司研发费用同比增长163.78%，主要是子公司用于回转窑工艺研究开发及脱硫技术开发项目费用投入增加；财务费用同比下降182.26%，主要是利息收入增长；销售费用和管理费用同比分别增长18.30%和26.36%，主要是产品销量增加以及薪酬支出增

加。总体上期间费用率与上年相比基本持平。

2019年受益于水泥行业的高景气度，公司产品售价有所上涨，加之贸易收入涨幅较大，公司主营业务收入同比增长19.60%，受此影响，公司营业利润、利润总额以及归属于上市公司股东的净利润分别较去年同期上升10.47%、12.43%、12.67%。2019年公允价值变动收益主要是购买的理财产品收益，投资收益主要来源于长期股权投资等，其中2017年公司因处置部分上市公司股权获得投资收益18.60亿元，导致当期投资收益较高。营业外损益主要是获得的政府补助。

表7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019
营业总收入	753.11	1,284.03	1,570.30
期间费用合计	72.47	70.82	80.07
期间费用率	9.62	5.52	5.10
经营性业务利润	182.29	394.06	437.31
公允价值变动收益	0.02	0.23	2.58
投资收益	20.27	6.58	12.09
营业外损益	4.03	-2.53	5.00
利润总额	212.29	396.29	445.57
净利润	164.29	306.36	343.52
总资产收益率	18.92	29.53	27.41

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体上，2019年公司营业总收入继续保持高基数下的增长，利润总额、净利润亦保持增长，整体盈利能力很强。

2019年公司资产质量持续较好，货币资金充裕，杠杆水平继续下降，资本结构稳健性进一步增强

公司资产规模持续增长，非流动资产在总资产中的占比逐年下降，2019年末为45.68%，主

要由固定资产和无形资产构成。其中固定资产包括永久业权土地、房屋及建筑物、机器设备、运输工具等，2019 年计提固定资产减值准备 11.64 亿元。无形资产主要是土地使用权和矿山开采权。流动资产方面，2019 年末货币资金同比增长 46.14%，以银行存款为主，受限比例较小；交易性金融资产增长、其他应收款减少，主要是公司购买的理财产品增加以及上一年度购买的理财产品到期。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
固定资产	596.68	603.20	588.58
无形资产	79.76	83.72	99.79
非流动资产	761.90	774.94	816.68
货币资金	247.60	376.19	549.77
其他应收款	29.32	114.28	30.44
交易性金融资产	0.02	0.25	167.83
存货	47.05	60.23	55.72
流动资产	459.53	720.53	971.10
总资产	1,221.43	1,495.47	1,787.77

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债以流动负债为主，2019 年末流动负债占总负债比重为 75.22%，主要由应付账款、应交税费、其他应付款、合同负债构成。应付账款系应付货款，应交税费主要为企业所得税和增值税，其他应付款主要是应付工程款及设备款、履约保证金、工程质保金等。合同负债主要是公司从客户销售合同中收取的预收款，根据客户订单及提货量全额收取。长期借款全部为信用借款，应付债券为公司发行的公司债“12 海螺 02”，将于 2022 年 11 月到期。

表 9：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
应付账款	49.86	63.96	73.04
应交税费	35.15	72.48	67.04
其他应付款	34.42	38.21	40.13
合同负债	21.44	33.13	34.94
短期借款	9.35	13.77	29.42
一年内到期的非流动负债	46.85	27.51	14.34
流动负债	211.14	261.52	274.21
长期借款	48.60	26.07	38.71
应付债券	34.98	34.99	34.98
非流动负债	90.64	69.78	90.36

总负债	301.78	331.29	364.57
所有者权益合计	919.64	1,164.18	1,423.20
资产负债率	24.71	22.15	20.39
总资本化比率	13.19	8.08	7.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营业绩优异，未分配利润逐年累积，自有资本实力进一步夯实，同时财务杠杆水平逐年下降，资本结构稳健性进一步增强。此外，公司拟定 2019 年度利润分配方案为现金分红 105.99 亿元，占当期归属于上市公司股东净利润的比例为 31.55%。

2019 年公司获现能力进一步增强，偿债相关指标依然表现优异，备用流动性较好

公司经营获现能力较好，近三年收现比均保持在 1.2 倍以上，2019 年经营活动净现金流为 407.38 亿元，同比增长 12.98%。同期，投资活动现金净流出较上年减少 49.81 亿元，主要是公司 3 个月以上定期存款和理财资金到期收回；筹资活动现金净流出较上年减少 30.68 亿元，主要是公司上一年度偿还到期公司债券 25 亿元，2019 年度无此项支出。

近年来公司债务规模整体呈波动下降趋势，净债务持续为负，2019 年末短期债务占总债务的比重降至 37.25%，债务结构进一步优化。同时，得益于公司较强的盈利能力和获现能力，偿债能力相关指标均表现优异，且逐年增强。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	173.63	360.59	407.38
投资活动净现金流	-52.03	-256.70	-206.89
筹资活动净现金流	-75.00	-109.80	-79.12
总债务	139.79	102.34	117.45
短期债务	56.20	41.28	43.75
净债务	-107.81	-273.86	-432.32
总债务/EBITDA	0.52	0.23	0.23
EBITDA 利息倍数	37.21	86.23	112.44
经营净现金流/总债务	1.24	3.52	3.47
经营活动净现金流/利息支出	24.16	68.99	91.12
(CFO-股利)/总债务	0.99	2.81	2.64
FCF/总债务	0.73	2.35	1.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项方面，截至 2019 年末，公司对外担保为 10.62 亿元，均为对 2 家合营公司的担保，占当期末净资产的比例为 0.75%。

受限资产方面，2019 年末公司受限资产 4.59 亿元，全部为保证金，受限比例很小。

截至 2019 年末，公司共获得各银行提供的授信总额 673.97 亿人民币、7.05 亿美元，已使用授信额度 70.93 亿人民币、4.51 亿美元，尚未使用的授信额度为 603.04 亿人民币、2.54 亿美元，授信额度充裕。此外，公司作为 A 股+H 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

过往债务履约情况：根据公司提供的征信报告及相关资料，截至 2019 年 12 月 31 日，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况，无不良信用记录。债务融资工具方面，公司已发行的债务融资工具均能按期支付本息。

担保实力

“12 海螺 02”由控股股东安徽海螺集团有限责任公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

担保主体概况

海螺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 300 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 2019 年 12 月 31 日，海螺集团总资产为 2,201.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,513.96 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 31.24%和 16.97%。2019 年，海螺集团实

现营业总收入 2,343.10 亿元，净利润 346.89 亿元，经营活动净现金流 423.69 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集团控股有限公司（以下简称“安徽国贸”）。其中海螺水泥负责运营水泥、熟料的生产及销售业务，具体情况如上文所述。

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、木塑复合和覆膜异型材以及系统门窗、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、家居板材等多元化产品发展。截至 2019 年末，型材业务总产能达 72 万吨。产能区域分布方面，海螺型材在国内现拥有安徽芜湖、河北唐山、浙江宁波等十大生产基地；缅甸、泰国等海外项目按计划推进，规模及布局优势明显。2019 年，海螺型材实现营业收入 36.14 亿元，同比增长 16.95%，实现净利润 0.12 亿元，同比增长 19.56%。

安徽国贸主要从事进出口、内贸等业务。进口业务在机电产品、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，以亚洲、欧洲和北美洲为主，遍布多个国家和地区的多元化市场结构。

财务分析

以下财务分析基于海螺集团提供的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 2017~2019 年审计报告，各年数据均采用期末数进行分析。

2019 年海螺集团收入规模进一步增长，但受贸易业务盈利能力较弱影响，营业毛利率继续下滑，期间费用率处于较低水平，整体盈利能力

很强

2019年，海螺集团收入规模继续大幅增长，水泥板块仍是其最主要的收入构成。但受贸易业务盈利能力较弱影响，海螺集团营业毛利率近年来有所下滑。期间费用主要以销售费用和管理费用为主，随业务规模的增长以及合并范围的扩大，期间费用合计逐年增长，但得益于收入规模的快速上升，2019年期间费用率下降至4.98%，处于较低水平。

表 11：近年来海螺集团盈利能力主要指标(亿元、%)

	2017	2018	2019
营业总收入	789.06	1,885.12	2,343.10
营业毛利率	34.28	26.92	24.13
期间费用合计	79.07	102.33	116.71
期间费用率	10.02	5.43	4.98
经营性业务利润	186.35	398.25	442.80
投资收益	21.19	6.93	14.25
利润总额	212.85	398.36	451.48
净利润	163.63	306.36	346.89
总资产收益率	18.81	23.38	22.74

资料来源：海螺集团财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内海螺集团资产总额和净资产均保持增长，负债规模相对稳定，财务杠杆水平有所下降，资本结构稳健性增强

2019年末海螺集团总资产规模继续保持增长，资产结构仍是以流动资产为主，且占比逐年上升。海螺集团流动资产主要包括货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据、存货等。得益于近两年水泥行业持续的高景气度，公司水泥产品量价齐升，货币资金随收入增长逐年增长。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是公司向银行购买的理财产品。非流动资产方面，固定资产主要是房屋及建筑物、机器设备等，受折旧、减值准备等因素影响，2019年末固定资产有所下降。无形资产主要是土地使用权、矿山开采权等，近年来稳定增长。

表 12：近年来海螺集团主要资产情况(亿元)

	2017	2018	2019
货币资金	263.65	466.95	646.17

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.02	3.46	170.74
流动资产	491.74	1,054.17	1,295.57
固定资产	612.95	636.41	616.11
无形资产	83.00	90.49	107.05
非流动资产	784.74	866.02	906.24
总资产	1,276.48	1,920.19	2,201.81

资料来源：海螺集团财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内海螺集团负债总额整体较为平稳，以流动负债为主，占比接近80%，其中短期借款受贸易业务影响近两年增速较快。2019年末，海螺集团应付债券下降是由于下属子公司安徽国贸发行的“15皖国贸MTN001”将于一年内到期，重分类至一年内到期的非流动负债。

表 13：近年来海螺集团主要负债及资本结构情况(亿元、%)

	2017	2018	2019
短期借款	16.35	81.61	100.03
应付账款	51.73	122.66	142.48
其他应付款	35.18	76.45	56.54
流动负债	229.71	528.22	541.59
长期借款	62.53	79.22	82.87
应付债券	34.98	41.25	34.98
非流动负债	105.49	142.84	146.26
总负债	335.20	671.06	687.85
所有者权益合计	941.27	1,249.13	1,513.96
资产负债率	26.26	34.95	31.24
总资本化比率	15.12	18.68	16.97

资料来源：海螺集团财务报表，中诚信国际整理

整体上，受益于水泥主业经营业绩优异，未分配利润逐年累积，海螺集团资本实力进一步夯实，同时带动财务杠杆水平下降，资本结构稳健性增强。

跟踪期内海螺集团经营获现能力进一步增强，偿债指标表现突出，备用流动性充裕

海螺集团经营获现能力较好，旗下水泥板块近年来收现比均在1.2倍以上，经营活动净现金流逐年增长，且足以满足海螺集团日常投资活动的资金需求。

偿债指标方面，EBITDA和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均处于较高水平，海螺集团整体偿债能力极强。

表 14：近年来海螺集团现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	175.55	375.29	-423.69
投资活动净现金流	-42.36	-258.77	-220.03
筹资活动净现金流	-81.07	-102.94	-79.72
总债务	167.67	286.86	309.50
短期债务	70.15	159.17	184.26
总债务/EBITDA	0.60	0.61	0.59
EBITDA 利息倍数	16.56	30.32	31.92
经营净现金流/总债务	1.05	1.31	1.37
经营活动净现金流/利息支出	10.43	24.39	25.81

资料来源：海螺集团财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2019 年末，海螺集团受限资产合计为 22.96 亿元，包括货币资金 17.31 亿元、可供出售金融资产 5.56 亿元和固定资产 0.09 亿元，受限资产占总资产比例很小。

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 2019 年末，海螺集团共取得银行授信总额 1,269.69 亿人民币、7.64 亿美元，剩余未使用额度为 1,067.94 亿人民币、2.54 亿美元，备用流动性充裕。

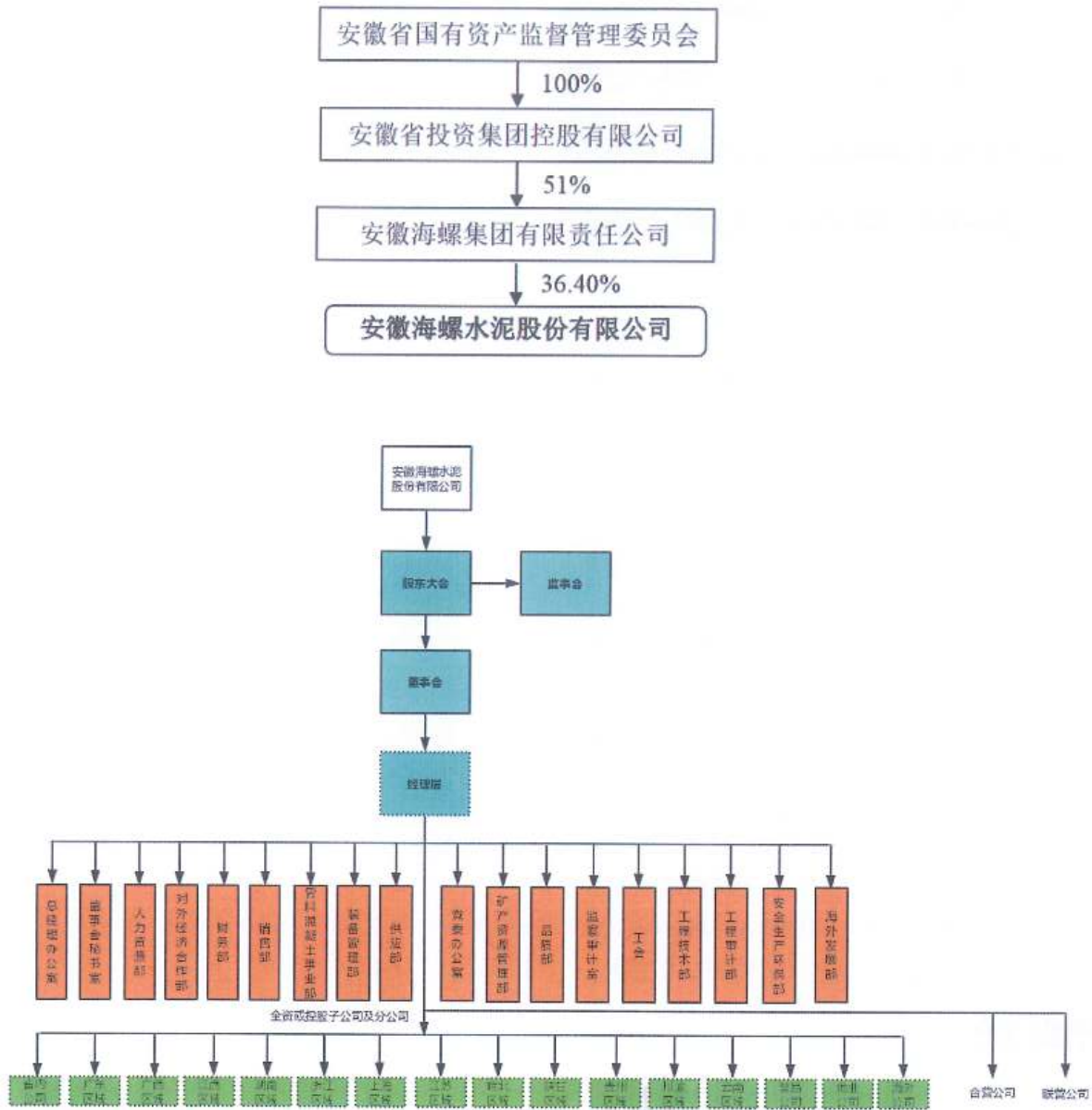
或有负债方面，截至 2019 年末，海螺集团无对外担保。

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。中诚信国际认为海螺集团提供的无条件不可撤销连带责任保证担保对本次公司债券按期偿还能够提供有力保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持安徽海螺水泥股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“12 海螺 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：安徽海螺水泥股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：安徽海螺水泥股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	2,475,977.91	3,761,910.71	5,497,707.76
应收账款净额	105,971.32	123,263.79	127,361.99
其他应收款	293,201.88	1,142,797.59	304,361.84
存货净额	470,520.04	602,271.75	557,152.30
长期投资	325,217.19	318,199.01	414,670.84
固定资产	5,966,763.34	6,032,046.35	5,885,841.61
在建工程	236,421.91	345,840.03	623,784.31
无形资产	797,612.58	837,183.53	997,870.63
总资产	12,214,258.46	14,954,735.20	17,877,718.15
其他应付款	344,193.12	382,120.14	401,333.86
短期债务	562,007.60	412,817.03	437,544.79
长期债务	835,894.22	610,533.25	736,934.57
总债务	1,397,901.83	1,023,350.28	1,174,479.37
净债务	-1,078,076.09	-2,738,560.43	-4,323,228.39
总负债	3,017,847.72	3,312,947.87	3,645,673.26
费用化利息支出	68,398.78	48,338.17	44,600.70
资本化利息支出	3,471.23	3,926.92	109.18
所有者权益合计	9,196,410.74	11,641,787.33	14,232,044.90
营业总收入	7,531,081.98	12,840,262.57	15,703,032.81
经营性业务利润	1,822,886.15	3,940,610.18	4,373,091.54
投资收益	202,668.69	65,848.51	120,908.09
净利润	1,642,873.39	3,063,601.45	3,435,200.67
EBIT	2,191,274.39	4,011,257.76	4,500,285.23
EBITDA	2,674,592.01	4,506,599.04	5,027,381.56
经营活动产生现金净流量	1,736,302.68	3,605,896.69	4,073,820.50
投资活动产生现金净流量	-520,264.77	-2,566,969.70	-2,068,884.75
筹资活动产生现金净流量	-749,960.75	-1,098,000.22	-791,189.52
资本支出	365,613.52	474,852.18	887,411.89
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	35.09	36.74	33.29
期间费用率(%)	9.62	5.52	5.10
EBITDA 利润率(%)	35.51	35.10	32.02
总资产收益率(%)	18.92	29.53	27.41
净资产收益率(%)	19.07	29.40	26.55
流动比率(X)	2.18	2.76	3.54
速动比率(X)	1.95	2.52	3.34
存货周转率(X)	10.57	15.14	18.07
应收账款周转率(X)	87.86	112.03	125.31
资产负债率(%)	24.71	22.15	20.39
总资本化比率(%)	13.19	8.08	7.62
短期债务/总债务(%)	40.20	40.34	37.25
经营活动净现金流/总债务(X)	1.24	3.52	3.47
经营活动净现金流/短期债务(X)	3.09	8.73	9.31
经营活动净现金流/利息支出(X)	24.16	68.99	91.12
经调整的经营净现金流/总债务(X)	0.99	2.81	2.64
总债务/EBITDA(X)	0.52	0.23	0.23
EBITDA/短期债务(X)	4.76	10.92	11.49
EBITDA 利息保障倍数(X)	37.21	86.23	112.44
EBIT 利息保障倍数(X)	30.49	76.75	100.66

注：根据公司 2017 年~2019 年审计报告整理。

附三：安徽海螺集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	2,636,499.41	4,669,532.01	6,461,650.37
应收账款净额	125,666.14	684,898.94	647,073.09
其他应收款	297,703.90	1,324,181.48	502,270.17
存货净额	518,300.11	1,371,853.15	1,188,490.75
长期投资	345,920.79	626,381.21	726,719.89
固定资产	6,129,490.94	6,364,130.03	6,161,113.79
在建工程	213,543.55	346,351.21	633,607.08
无形资产	830,016.37	904,857.35	1,070,494.16
总资产	12,764,766.71	19,201,906.77	22,018,127.25
其他应付款	351,835.77	764,527.72	565,441.11
短期债务	701,507.60	1,591,734.50	1,842,570.20
长期债务	975,144.22	1,276,866.28	1,252,469.84
总债务	1,676,651.83	2,868,600.78	3,095,040.04
净债务	-959,847.59	-1,800,931.23	-3,366,610.32
总负债	3,352,038.66	6,710,568.39	6,878,484.04
费用化利息支出	154,619.46	145,076.55	160,282.60
资本化利息支出	13,615.24	8,808.40	3,856.13
所有者权益合计	9,412,728.05	12,491,338.38	15,139,643.21
营业总收入	7,890,572.47	18,851,187.09	23,430,999.49
经营性业务利润	1,863,484.13	3,982,533.47	4,427,964.29
投资收益	211,852.81	69,305.90	142,506.73
净利润	1,636,349.58	3,063,644.61	3,468,900.61
EBIT	2,283,074.68	4,128,687.09	4,675,047.44
EBITDA	2,786,803.30	4,665,335.49	5,239,966.96
经营活动产生现金净流量	1,755,451.60	3,752,909.50	4,236,896.33
投资活动产生现金净流量	-423,618.02	-2,587,650.40	-2,200,284.85
筹资活动产生现金净流量	-810,704.13	-1,029,448.38	-797,226.94
资本支出	374,899.90	526,281.05	944,498.99

财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	34.28	26.92	24.13
期间费用率(%)	10.02	5.43	4.98
EBITDA 利润率(%)	35.32	24.75	22.36
总资产收益率(%)	18.81	23.38	22.74
净资产收益率(%)	18.59	27.26	25.19
流动比率(X)	2.14	2.00	2.39
速动比率(X)	1.92	1.74	2.17
存货周转率(X)	10.21	9.89	14.17
应收账款周转率(X)	73.15	31.07	35.16
资产负债率(%)	26.26	34.95	31.24
总资本化比率(%)	15.12	18.68	16.97
短期债务/总债务(%)	41.84	55.49	59.53
经营活动净现金流/总债务(X)	1.05	1.31	1.37
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.50	2.36	2.30
经营活动净现金流/利息支出(X)	10.43	24.39	25.81
经调整的经营净现金流/总债务(X)	0.84	1.06	1.05
总债务/EBITDA(X)	0.60	0.61	0.59
EBITDA/短期债务(X)	3.97	2.93	2.84
EBITDA 利息保障倍数(X)	16.56	30.32	31.92
EBIT 利息保障倍数(X)	13.57	26.83	28.48

注：1、中诚信国际根据海螺集团2017年-2019年审计报告整理；2、将“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算；将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-货币资金
	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))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
经营效率	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/采购成本
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	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
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-期间费用+其他收益
	净资产收益率	净利润/净资产平均余额
	EBIT利润率	EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	EBITDA/当年营业总收入	
现金流	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	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
	经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	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

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。