

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 13.09(2) 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《2012年安徽海螺水泥股份有限公司公司債券跟蹤評級報告（2015）》，僅供參閱。

承董事會命

安徽海螺水泥股份有限公司

公司秘書

楊開發

中國安徽省蕪湖市

二零一五年四月二十四日

截至本公告日，本公司董事會成員包括(i)執行董事郭文叁先生、王建超先生、章明靜女士、周波先生；(ii)非執行董事郭景彬先生；及(iii)獨立非執行董事黃灌球先生、戴國良先生、趙建光先生。



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪032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；维持本期债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年四月二十日

2012 年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2015）

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（附加第 7 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权）		
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	2014/4/24		
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	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	511.76	587.65	696.11
总资产（亿元）	875.24	930.94	1,022.53
总债务（亿元）	238.64	221.93	199.18
营业总收入（亿元）	457.66	552.62	607.59
营业毛利率（%）	27.76	33.01	33.73
EBITDA（亿元）	125.00	173.66	197.50
所有者权益收益率（%）	12.63	16.70	16.65
资产负债率（%）	41.53	36.88	31.92
总债务/EBITDA（X）	1.91	1.28	1.01
EBITDA 利息倍数（X）	10.13	13.94	18.20
海螺集团	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	523.07	601.61	709.64
总资产（亿元）	986.92	1,007.37	1,083.62
总债务（亿元）	329.79	262.74	240.33
营业总收入（亿元）	502.20	595.39	653.02
营业毛利率（%）	26.84	31.88	32.47
EBITDA（亿元）	131.18	179.11	203.16
所有者权益收益率（%）	12.70	16.43	16.41
资产负债率（%）	47.00	40.28	34.51
总债务/EBITDA（X）	2.51	1.47	1.18
EBITDA 利息倍数（X）	9.08	12.16	15.05

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

受全社会固定资产投资以及房地产开发投资增速放缓影响，2014 年水泥行业景气度下滑，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，水泥产品产销量、销售收入增速虽有所放缓，但仍远高于行业平均水平；同时受益于煤炭价格回落，单位生产成本的下降，公司综合毛利率亦有一定幅度的提升。此外，当年公司产能规模持续提升，继续巩固其行业龙头地位，产能布局亦逐步优化完善。公司财务结构保持稳健，获现能力很强，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”）也关注到宏观经济增速以及固定资产投资增速的放缓将对水泥行业产生影响、未来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了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，产能布局亦逐步优化完善。2014 年，公司工程建设及并购项目稳步推进，西部区域水泥产能及占比继续大幅增长；同时公司海外项目进展顺利，印尼南加海螺一期 3200t/d 熟料生产线已顺利建成投产。截至 2014 年末，公司已在国内十五个省份以及印尼拥有共计 123 条熟料生产线，熟料产能达 2.12 亿吨/年。
- 水泥产品产销量及销售收入较快增长。2014 年水泥行业景气度下滑明显，但得益于公司良好的市场网络建设以及南部区域市场需求相对旺盛，量价同比大幅增长、西部区域产能和

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年4月20日

产量的大幅提升，其水泥产品产销量、销售收入增速虽有所下降，但仍取得了远高于行业平均水平的增速。2014 年全年公司实现主营业务收入为 589.65 亿元，同比增长 8.79%。

- 资本结构稳健，财务弹性强。截至 2014 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 31.92%和 22.25%，同比下降了 4.96 和 5.16 个百分点，整体负债水平低，财务结构保持稳健。

关 注

- 宏观经济增速以及固定资产投资增速的放缓。2014 年，房地产开发投资增速大幅降低拖累全社会固定资产投资增速放缓，使得当年水泥需求增速大幅下滑。短期内，受国家经济结构的调整以及宏观经济增速逐步放缓影响，全社会固定资产投资增速以及水泥行业增速仍将处于放缓态势。
- 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，2015 年资本性支出计划约 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。

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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，并及时对外公布。

行业运行概况

2014年，全国水泥平均市场价格与去年基本持平，但房地产开发投资增速大幅降低拖累全社会固定资产投资增速放缓，使得当年水泥需求增速下滑明显。短期内，受国家经济结构的调整以及宏观经济增速逐步放缓影响，水泥行业增速仍将处于放缓态势。

2014年中国宏观经济在新常态下平稳运行，全年国内生产总值646,463亿元，较上年增长7.4%，增速小幅放缓0.3个百分点。其中，第一产业增加值58,332亿元，增长4.1%；第二产业增加值271,392亿元，增长7.3%；第三产业增加值306,739亿元，增长8.1%。

2014年国内固定资产投资增速放缓，当年全社会固定资产投资512,761亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502,005亿元，增长15.7%，农户投资10,756亿元，增长2.0%。2014年全年房地产投资的增速为10.50%，增速较上年下降9.30个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，增长9.2%；办公楼投资5,641亿元，增长21.3%；商业营业用房投资14,346亿元，增长20.1%。全年全国城镇保障性安居工程基本建成住房511万套，新开工740万套。

房地产开发投资增速大幅降低拖累全社会固定资产投资增速放缓，成为2014年水泥需求增速大幅下滑的主要原因。根据数字水泥网统计，2014年全国水泥产量为24.76亿吨，同比增长1.8%，较上年同期下降7.8个百分点，需求增速创二十多年来最低水平；同时，国家继续严控水泥行业新增产能，行业投资不断下降，全年水泥行业投资同比下降19.4%，并持续加大对落后产能的淘汰力度，行业产能增长持续回落。整体来看，在我国经济整体运行存在较大下行压力、与水泥需求密切相关的全社会固定资产投资增速呈现下滑走势的背景下，2014年我国水泥工业呈现增速下降的态势。

水泥市场价格运行方面，2014年全国水泥全年平均市场价格与去年基本持平，月度走势呈现前高后低的特点。2014年，高标号水泥市场价格前三季

度从380元/吨的高位持续下跌至8月末最低位的325元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显偏弱且12月份又呈现向下回调的态势。分区域来看，东北地区是六大区域价格最高地区，华北地区为价格最低地区。水泥加工成本方面，2014年国内煤炭价格持续走低，其中年末环渤海动力煤价格指数5500K价格报收525元/吨，与年初的610元/吨下跌85元/吨，跌幅为13.93%，煤炭价格回落使得水泥生产成本有所下降。

从国内水泥行业的未来发展来看，随着中国经济进入新常态，固定资产投资增速将进一步放缓，水泥市场需求下行压力加大，但同时，中央政府为保持经济稳定增长，将继续加大铁路、公路、水利等基础设施及保障房和棚户区改造的投资，加快“一带一路”和“长江经济带”战略的实施，有利于水泥需求的增长；另外，相对于华东、华南和华北地区，我国中西部地区在基础建设、城镇化和工业化等方面仍相对落后，未来其发展有望进一步提速，从而拉动对该区域水泥需求的快速增长。从供给来看，国家将按照等量或减量置换落后产能的原则，严格控制行业新增产能，并持续推进落后产能淘汰，新增产能将继续减少；随着《水泥工业大气污染物排放标准》的正式实施、复合32.5水泥品种的取消，将加速缺乏竞争力的小水泥企业退出市场，行业兼并重组步伐将会进一步加快，这都有利于行业集中度的提升和供求关系的改善。

另外，值得关注的是，国家环保部于2013年12月颁布的最新的《水泥工业大气污染物排放标准》，对水泥工业的大气污染防治、粉尘排放标准、NO_x排放限值提出了更高要求，新建企业自2014年3月1日执行新的标准，现有企业从2015年7月1日开始执行新标准。随着新标准的执行，水泥企业的运行成本将会有所增加。

总的来看，未来水泥行业整体上仍具有较好的发展前景，整体运营环境将不断改善，但同时我们应关注到，水泥行业与国民经济增长速度密切相关，目前国家经济结构的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较大的影响，因此短期内水泥行业增速仍将处于放缓态势。

业务运营

公司工程建设及并购项目稳步推进，西部区域水泥产能及占比继续大幅增长，产能布局逐步优化完善；同时公司海外项目进展顺利，印尼南加海螺一期 3200t/d 熟料生产线已顺利建成投产

2014 年，公司稳步推进项目建设，文山海螺水泥有限责任公司、巴中海螺水泥有限责任公司等 11 条熟料生产线及其配套的余热发电机组，以及北流海螺水泥有限责任公司、保山海螺水泥有限责任公司等 29 台水泥磨建成投产，同时还建成了英德海螺水泥有限责任公司、扶绥新宁海螺水泥有限责任公司等 10 个骨料项目。在并购方面，公司积极开展项目调研和论证，坚持“资源有保证、工艺装备完整、批文权证齐全、市场有潜力以及有助于提升公司竞争力”的原则，收购了湖南省云峰水泥有限公司、邵阳市云峰新能源科技有限公司、水城海螺盘江水泥有限责任公司、昆明宏熙水泥有限公司、国产实业

(湖南)水泥有限公司等 5 家水泥企业。

同时，公司继续加快推进国际化进程，2014 年印尼南加海螺一期 3200t/d 熟料生产线顺利建成投产，印尼孔雀港粉磨站、马诺斯、西巴布亚等水泥项目有序推进；缅甸皎施水泥项目 BOT 合作协议正式签署，完成老线技改且效果显著，5000t/d 熟料生产线正式开工建设。此外，公司还对老挝、柬埔寨等东南亚国家的多个水泥项目载体进行了实地考察和调研，并开展前期准备工作。未来随着公司在建海外项目的逐步投产，其海外产能、产量将提升，将一定程度上缓解短期内国内水泥市场增速放缓的风险。

2014 年全年公司共计新增熟料产能 2,450 万吨；水泥产能 3,693 万吨。截至 2014 年 12 月 31 日，公司已投产水泥熟料生产线 123 条，熟料产能达 2.12 亿吨；已投运水泥粉磨站 323 台，水泥产能达 2.64 亿吨；配套的余热发电机组 76 套，装机容量 968MW；骨料产能为 1,440 万吨。

表 1：2014 年末公司已投产熟料产能区域分布情况

单位：万吨/年

区域	2012		2013		2014	
	熟料产能	占比	熟料产能	占比	熟料产能	占比
东部区域	966	5.24%	966	4.95%	786	3.70%
中部区域	10,798	58.57%	10,978	56.31%	11,340	53.42%
南部区域	2,980	16.16%	3,160	16.21%	3,160	14.89%
西部区域	3,692	20.03%	4,392	22.53%	5,842	27.52%
海外(印尼)	-	-	-	-	100	0.47%
合计	18,436	100.00%	19,496	100.00%	21,228	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，2013 年和 2014 年，公司在西部地区新增产能分别为 700 万吨和 1450 万吨。截至 2014 年末，公司在西部区域的产能占其总产能比例已达到 27.52%，占比提升明显，较 2013 年末进一步增长 4.99 个百分点。

整体看，近年公司持续扩充西部地区产能以及加快推进国际化进程，其产能布局逐步优化完善。

受全社会固定资产投资以及房地产开发投资增速放缓影响，2014 年水泥行业景气度下滑明显，但得益于公司良好的市场网络建设以及南部区域市场需求相对旺盛，量价同比大幅增长、西部区域产能和产量的大幅提升，其销售增长远高于行业水平。

2014 年，公司共生产熟料 1.97 亿吨，同比增长

11%，增速放缓 5 个百分点；生产水泥 2.19 亿吨，同比增长 18%，增速放缓 7 个百分点；当年公司水泥和熟料合计净销量达 2.49 亿吨，同比增长 9.29%，增速放缓 12.66 个百分点。受全社会固定资产投资以及房地产开发投资增速放缓影响，2014 年水泥行业景气度下滑，当年全国水泥产量为 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，而得益于公司良好的市场网络建设以及南部区域市场需求相对旺盛、西部区域产能和产量的大幅提升，其水泥产品产销量增速远高于行业增长水平，体现了公司很强的抗风险能力。

2014 年全年公司实现主营业务收入为 589.65 亿元，较上年同期增长 8.79%。虽然水泥产品销售价格小幅下降，但受益于煤炭价格回落，单位生产成本的下降，公司主营业务毛利率为 34.50%，同比上升 1.08 个百分点，其中 42.5 级水泥和熟料的毛利率分别同比上升 0.74 和 4.59 个百分点。同时，公司继续加大水泥销售力度，减少外销熟料比例，42.5 级水泥销售金额占比上升至 57.44%，同比上升 0.98 个百分点；32.5 级水泥销售金额占比上升至 31.83%，同比上升 2.69 个百分点；熟料销售金额占比下降至 10.73%，同比下降了 3.67 个百分点。

表 2：2013~2014 年公司主要产品销售额及毛利率情况

42.5 级水泥	2013	2014
销售额（亿元）	305.87	338.08
毛利率（%）	32.74	33.48
产销率（%）	100.51	98.76
32.5 级水泥	2013	2014
销售额（亿元）	157.91	187.31
毛利率（%）	37.43	36.89
产销率（%）	100.74	99.11
熟料	2013	2014
销售额（亿元）	77.99	63.17
毛利率（%）	28.01	32.60
产销率（%）	102.08	98.44

注：1、42.5 级水泥包括 42.5 级和 42.5 级以上的水泥；2、2014 年，骨料及石子销售 448 万吨，销售收入 1.08 亿元，毛利率为 51.16%。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014 年，除东部区域外，公司其他各主要区域的产品销售收入都有不同程度的增长。东部区域无新增产能，供求关系较为稳定，公司通过优化销售结构，减少外销熟料比重，保持水泥价格的相对稳定，销售金额同比下降 1.35%。中部区域基础设施建设需求增长，公司产品销量同比增长 7.47%，销售金额同比增长 2.83%。南部区域市场需求相对旺盛，行业集中度较高，量价齐升，公司产品销量同比增长 16.91%，销售价格同比上升 7.13%，销售金额同比增长 25.11%。西部区域基础设施建设相对落后，市场需求稳步增长，随着公司收购兼并和新建项目投入运营，市场控制力和竞争力进一步增强，公司产品销量同比增长 29.29%，销售金额同比增长 24.65%。出口方面保持相对稳定，公司产品出口销量同比增长 2.55%，销售金额同比增加 5.13%。

表 3：2013~2014 年公司销售收入区域分布

区域	2013 年		2014 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	190.51	35.15	187.95	31.87	-1.35	-3.28
中部区域	156.11	28.80	160.53	27.23	2.83	-1.57
南部区域	86.57	15.97	108.32	18.37	25.11	2.40
西部区域	94.58	17.45	117.90	19.99	24.65	2.54
出口	14.22	2.63	14.95	2.54	5.13	-0.09
合计	542.01	100	589.65	100	8.79	-

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。

根据公司规划，公司将加快国际化发展战略的实施，积极推进印尼孔雀港粉磨站、马诺斯、西巴布亚、缅甸皎施等水泥项目建设，以及老挝、柬埔寨等项目的前期工作。同时，坚持公司既定的原则和标准，实施国内项目并购，进一步完善市场布局；加快骨料产业布局，加大骨料投资，延伸产业链，促进公司可持续发展。

2014年，公司共计资本性支出约92.8亿元，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。2015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，将主要用于铜仁海螺盘江水泥有限责任公司（“铜仁海螺”）4500t/d熟料线+220万t/a水泥粉磨+9MW余热发电、临夏海螺水泥有限责任公司（“临夏海螺”）4500t/d熟料线+220万t/a水泥粉磨+9MW余热发电等国内项目以及印尼、缅甸等海外项目的建设。预计2015年全年公司将新增熟料产能约1,150万吨，水泥产能约2,080万吨，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，公司行业龙头地位稳固，其在2014年水泥行业景气度下滑的市场经营环境下，依托自身极强的综合竞争实力、逐步完善的产能布局以及持续提升的产能，水泥产品产销量、销售收入增速虽有所下降，但仍取得了远高于行业平均水平的增速；同时受益于单位生产成本的下降，公司综合毛利率亦有一定幅度的提升。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2012~2014年财务报告

资本结构

2014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2014年末，公司总资产为1,022.53亿元，同比增加9.84%；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2014年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为696.11亿元，同比增加18.46%。

从负债规模来看，截至2014年末，公司负债总额为326.42亿元，较上年末减少4.92%，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199.18亿元，同比减少10.25%。从财务杠杆比率来看，截至2014年末，公司资产负债率和总资本化率分别为31.92%和22.25%，同比下降4.96和5.16个百分点，财务结构稳健性进一步提升。

图1：2012~2014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2014年末，公司长、短期债务分别为175.87亿元和23.31亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.13，同比略有下降，整体上看，公司债务期限结构依然保持良好，与公司资金需求结构匹配程度好。

图2：2012~2014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

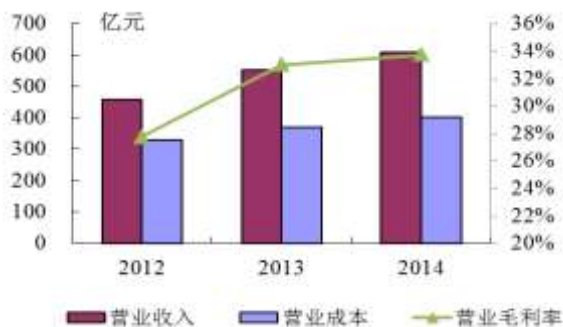
比率进一步下降，债务期限结构合理，财务结构保持稳健。

盈利能力

受全社会固定资产投资以及房地产开发投资增速放缓影响，2014年，公司水泥和熟料合计净销量达2.49亿吨，同比增长9.29%，增速放缓12.66个百分点，但仍远高于行业平均增长水平。在销售量增长的带动下，同期公司实现营业收入607.59亿元，同比增长9.95%。

营业毛利率方面，2014年全年水泥产品平均售价基本与上年持平，但受益于煤炭价格回落，单位生产成本的下降，公司营业毛利率有一定程度的提升，2014年公司营业毛利率为33.73%，较上年增长了0.72个百分点。

图3：2012~2014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，随着业务规模的提升，公司销售费用、管理费用相应有所提升；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，公司归还了部分到期银行借款，利息支出规模相应有所减少所致。2014年，公司期间费用合计为63.31亿元，同比增长4.67%，但受益于收入规模的增长，2014年公司三费合计占营业收入的比率为10.42%，同比下降了0.53个百分点。

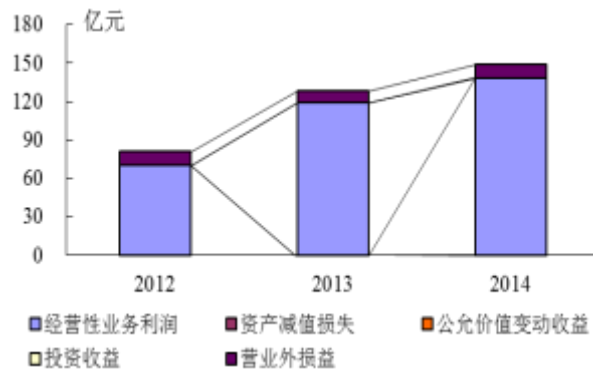
表4：2012~2014年公司期间费用分析

	单位：亿元		
	2012	2013	2014
销售费用	22.80	26.85	29.37
管理费用	21.73	23.96	26.80
财务费用	10.02	9.68	7.14
三费合计	54.55	60.49	63.31
三费收入占比	11.92%	10.95%	10.42%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014年公司利润总额仍主要由经营性业务利润构成，由于公司收入规模增长，营业毛利率亦有所提升，当年公司实现利润总额148.83亿元，同比大幅增加17.83%，公司盈利能力很强。

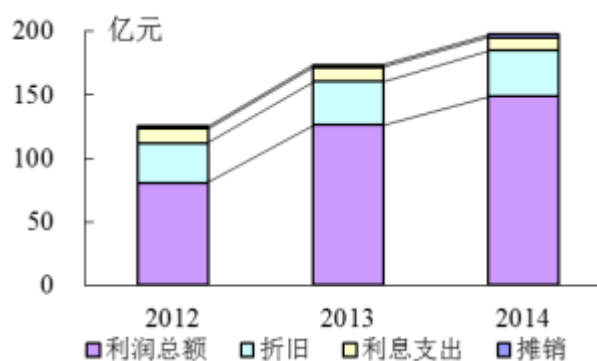
图4：2012~2014年公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获取能力方面，公司EBITDA主要由利润总额及折旧构成，2014年，公司利润总额大幅增长，相应的EBITDA规模从2013年的173.66亿元提升至197.50亿元，处于很好水平。

图5：2012~2014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，在行业景气度下滑的经营环境下，2014年公司水泥产品产销量仍保持较快增长，同时营业毛利率也有一定程度的提升。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，且具有很好的成本控制能力和盈利空间，公司盈利能力很强。

偿债能力

截至2014年末，公司总债务为199.18亿元，其中短期债务规模为23.31亿元，当年末公司货币资金余额为141.52亿元，总资本化比率为22.25%，公司整体债务压力小。

从EBITDA对债务本息的保障程度看，2014

年公司 EBITDA 规模增长，总债务规模下降，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数指标均进一步改善，当年分别为 1.01 和 18.20 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度很强。从现金流情况来看，2014 年公司经营活动净现金同比增长明显，经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.89 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并处于良好水平。

表 5：2012~2014 年公司主要偿债能力指标

	2012	2013	2014
总债务（亿元）	238.64	221.93	199.18
长期债务（亿元）	210.80	192.07	175.87
短期债务（亿元）	27.85	29.86	23.31
EBITDA（亿元）	125.00	173.66	197.50
EBITDA 利息倍数（X）	10.13	13.94	18.20
总债务/EBITDA（X）	1.91	1.28	1.01
经营活动净现金/利息支出（X）	9.32	12.20	16.27
经营活动净现金/总债务（X）	0.48	0.68	0.89
资产负债率（%）	41.53	36.88	31.92
总资本化比率（%）	31.80	27.41	22.25

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 2014 年末，公司拥有拥有中国银行、农业银行、建设银行、工商银行等多家银行授信总额为 760.89 元，其中未使用额度为 715.93 亿元，公司拥有较充足的备用流动性。

或有负债方面，截至 2014 年末，公司对外担保余额为人民币 30.03 亿元、美元 0.45 亿元，合计折合人民币 32.79 亿元（其中美元担保余额按 2014 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 4.71%，全部系对控股子公司提供的担保，公司因对外担保所形成的或有负债风险很小。另截至 2014 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 2014 年 12 月 31 日，海螺集团总资产为 1,083.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 709.64 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 34.51% 和 25.30%。2014 年，海螺集团实现营业收入 653.02 亿元，净利润 116.45 亿元，经营活动净现金流 194.76 亿元。

业务运营

2014 年，海螺集团实现营业收入 653.02 亿元，较上年增长 9.68%。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 2014 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，总产能规模达到 76 万吨，目前总产能规模位居行业首位。同时，海螺型材在全国建立了 200 多个市场部，并推进营销网络向县乡渗透。2014 年，海螺型材生产塑料型材 49.73 万吨，同比下降 1.12%；销售塑料型材 49.12 万吨，同比下降 2.25%，其中彩色型材销售 16.44 万吨，同比增长 17%；产销门窗 27.27 万平方米，同比增长 8.21%；产销精密模具 264 套，同比增长 18.39%；产销生态门 3.12 万樘，同比增长 11.38%；产销稳定剂 1.21 万吨。2014 年全年海螺型材实现营业收入 39.04 亿元，较上年度下降 3.67%，实现利润总额 1.71 亿元，同比下降 14%。

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 2012 年财务报告、经大华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2013 年财务报告以及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 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 2014 年末，海螺集团总资产达到 1,083.62 亿元，较上年末增长 7.57%。2014 年海螺集团盈利能力大幅提升，现金流充裕，偿还较多借款，其债务规模相应下降，截至 2014 年末，公司总债务规模为 240.33 亿元，较上年末下降 8.53%。截至 2014 年末，海螺集团资产负债率为 34.51%，较上年下降 5.77 个百分点，总资本化比率为 25.30%，较上年下降 5.10 个百分点，集团财务杠杆比率继续保持下降趋势，目前已处于很低水平。从债务的期限结构来看，截至 2014 年末，海螺集团长短期债务比为 0.17，债务的期限结构与公司的业务经营状况匹配状况好，短期债务压力小。

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，2014 年占比达到 90.29%，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。2014 年，受全社会固定资产投资以及房地产开发投资增速放缓影响，水泥行业景气度下滑明显，但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，水泥销售量及销售收入仍保持相对较高增速；全年海螺集团实现营业收入 653.02 亿元，同比增长 9.68%。受益于煤炭成本的下降，海螺集团水泥生产销售业务毛利率相应提升，2014 年海螺集团营业毛利率为 32.47%，较上年上升了 0.59 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上升，海螺集团 2014 年实现利润总额 149.98 亿元，较上年大幅上升了 17.64%，处于很高水平。

2014 年，海螺集团债务规模有所下降，盈利水平上升，整体偿债指标处于良好水平。2014 年，海螺集团总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 1.18 和 15.05 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度保持良好并有所增强。从现金流情况来看，2014 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 0.81 和 14.43 倍，仍处

于良好水平。整体看，海螺集团偿债能力极强。

表 6：2012~2014 年海螺集团偿债能力分析

项目	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	249.26	200.74	205.76
总债务（亿元）	329.79	262.74	240.33
资产负债率（%）	47.00	40.28	34.51
总资本化比率（%）	38.67	30.40	25.30
EBITDA（亿元）	131.18	179.11	203.16
EBITDA 利息倍数（X）	9.08	12.16	15.05
总债务/EBITDA（X）	2.51	1.47	1.18
经营活动净现金/利息支出（X）	7.98	13.80	14.43
经营活动净现金/总债务（X）	0.33	0.74	0.81

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 2014 年 12 月 31 日，海螺集团取得银行授信额度合计为 936.09 亿元，其中尚未使用的银行授信额度为 854.70 亿元，海螺集团备用流动性充裕。

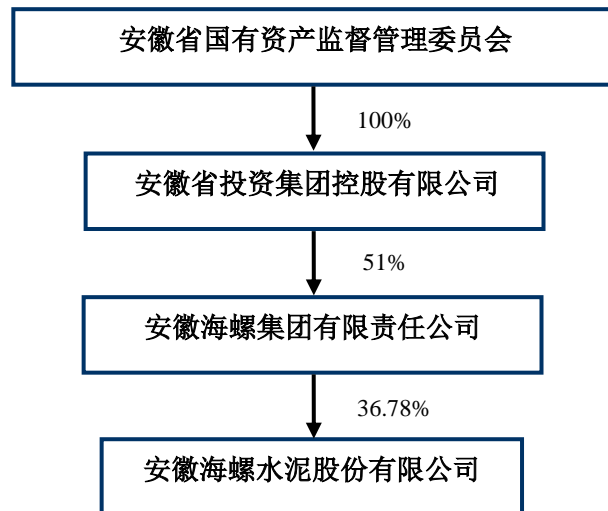
或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，海螺集团对外担保（不含对控股子公司担保）合计 0.31 亿元，占净资产的比例为 0.04%；对控股子公司担保合计 167.31 亿元，占净资产（含少数股东权益）的比例为 23.58%。整体看，海螺集团因对外担保事项产生的或有负债风险很小。

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期公司债券按期偿还可提供有力保障。

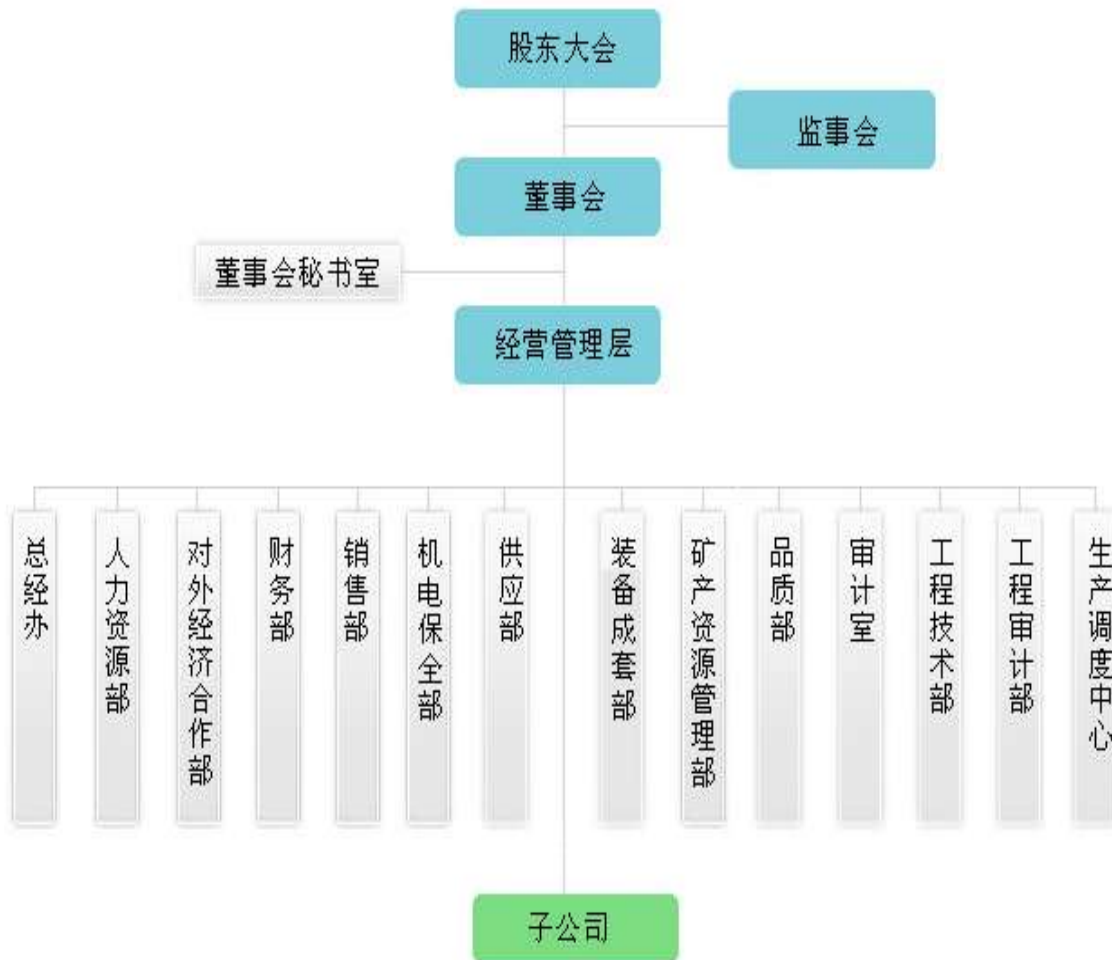
结 论

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 2014 年 12 月 31 日）



附二：安徽海螺水泥股份有限公司股权结构图（截至 2014 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)	2012	2013	2014
货币资金	823,370.53	1,125,593.61	1,415,160.60
应收账款净额	23,037.04	35,886.14	33,324.74
存货净额	403,853.76	369,268.95	437,597.62
流动资产	2,312,905.63	2,462,440.10	2,509,705.63
长期投资	541,459.13	459,423.20	657,953.95
固定资产合计	5,309,984.68	5,666,215.74	6,267,467.62
总资产	8,752,352.29	9,309,447.98	10,225,309.73
短期债务	278,457.46	298,594.63	233,064.05
长期债务	2,107,963.43	1,920,655.68	1,758,707.57
总债务（短期债务+长期债务）	2,386,420.89	2,219,250.31	1,991,771.62
总负债	3,634,743.24	3,432,930.02	3,264,185.64
所有者权益（含少数股东权益）	5,117,609.05	5,876,517.96	6,961,124.09
营业总收入	4,576,620.34	5,526,167.66	6,075,850.09
三费前利润	1,246,377.95	1,794,680.68	2,015,417.62
投资收益	411.24	-264.07	-2,141.31
净利润	646,222.97	981,145.39	1,158,759.58
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,250,034.08	1,736,588.76	1,974,951.39
经营活动产生现金净流量	1,150,863.94	1,519,854.52	1,765,448.86
投资活动产生现金净流量	-846,966.19	-1,247,632.69	-485,111.39
筹资活动产生现金净流量	-267,092.39	-428,936.61	-678,567.57
现金及现金等价物净增加额	36,378.59	-159,204.17	599,318.92
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	27.76	33.01	33.73
所有者权益收益率（%）	12.63	16.70	16.65
EBITDA/营业总收入（%）	27.31	31.42	32.50
速动比率（x）	1.31	1.44	1.44
经营活动净现金/总债务（x）	0.48	0.68	0.89
经营活动净现金/短期债务（x）	4.13	5.09	7.57
经营活动净现金/利息支出（x）	9.32	12.20	16.27
EBITDA 利息倍数（x）	10.13	13.94	18.20
总债务/EBITDA（x）	1.91	1.28	1.01
资产负债率（%）	41.53	36.88	31.92
总资本化比率（%）	31.80	27.41	22.25
长期资本化比率（%）	29.17	24.63	20.17

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)	2012	2013	2014
货币资金	1,010,570.30	1,330,885.31	1,548,136.68
应收账款净额	26,646.34	41,143.73	41,019.51
存货净额	465,518.02	438,451.92	501,718.08
流动资产	3,090,771.69	2,892,083.91	73,329.41
长期投资	576,048.38	495,123.56	694,235.29
固定资产合计	5,526,361.93	5,878,130.15	6,462,491.58
总资产	9,869,189.41	10,073,655.89	10,836,213.23
短期债务	805,270.46	620,006.37	345,659.44
长期债务	2,492,624.06	2,007,404.61	2,057,649.27
总债务（短期债务+长期债务）	3,297,894.52	2,627,410.98	2,403,308.72
总负债	4,638,507.38	4,057,589.07	3,739,845.19
所有者权益（含少数股东权益）	5,230,682.03	6,016,066.82	7,096,368.04
营业总收入	5,022,036.81	5,953,908.72	6,530,188.67
三费前利润	1,348,001.08	1,865,986.16	2,083,930.51
投资收益	6,609.06	4,237.03	2,299.23
净利润	664,387.92	988,505.40	1,164,518.49
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,311,800.58	1,791,062.95	2,031,587.98
经营活动产生现金净流量	1,093,992.99	1,944,884.02	1,947,575.41
投资活动产生现金净流量	-926,505.07	-1,258,552.89	-510,377.68
筹资活动产生现金净流量	-11,477.39	-825,272.81	-907,751.69
现金及现金等价物净增加额	155,579.02	-141,434.79	527,000.83
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	26.84	31.88	32.47
所有者权益收益率（%）	12.70	16.43	16.41
EBITDA/营业总收入（%）	26.12	30.08	31.11
速动比率（X）	1.27	1.23	1.43
经营活动净现金/总债务（X）	0.33	0.74	0.81
经营活动净现金/短期债务（X）	1.36	3.14	5.63
经营活动净现金/利息支出（X）	7.57	13.80	14.43
EBITDA 利息倍数（X）	9.08	12.16	15.05
总债务/EBITDA（X）	2.51	1.47	1.18
资产负债率（%）	47.00	40.28	34.51
总资本化比率（%）	38.67	30.40	25.30
长期资本化比率（%）	32.27	25.02	22.48

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。