



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪042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“2011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“2011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

二零一八年四月二十日

2011年安徽海螺水泥股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2018）

债券名称	2011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“11海螺01”(代码:122068) 品种2简称“11海螺02”(代码:122069)		
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95亿元,其中5年期70亿元, 7年期25亿元		
存续期限	品种1:5年期,2011/05/23—2016/05/23 (已到期兑付) 品种2:7年期,2011/05/23—2018/05/23		
上次评级时间	2017/04/21		
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	2015	2016	2017
所有者权益(亿元)	739.12	802.99	919.64
总资产(亿元)	1,057.81	1,095.14	1,221.43
总债务(亿元)	191.91	159.81	139.79
营业总收入(亿元)	509.76	559.32	753.11
营业毛利率(%)	27.64	32.47	35.09
EBITDA(亿元)	154.62	171.98	267.46
所有者权益收益率(%)	10.32	11.15	17.86
资产负债率(%)	30.13	26.68	24.71
总债务/EBITDA(X)	1.24	0.93	0.52
EBITDA利息倍数(X)	15.97	21.20	37.21
海螺集团	2015	2016	2017
所有者权益(亿元)	755.87	819.27	941.27
总资产(亿元)	1,117.09	1,151.19	1,276.48
总债务(亿元)	227.18	193.56	167.67
营业总收入(亿元)	548.60	598.55	789.06
营业毛利率(%)	26.97	31.52	34.28
EBITDA(亿元)	163.05	175.93	271.12
所有者权益收益率(%)	10.55	10.90	17.38
资产负债率(%)	32.34	28.83	26.26
总债务/EBITDA(X)	1.39	1.10	0.62
EBITDA利息倍数(X)	13.80	17.89	32.87

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

2017年,在国家加强环保执法力度、深化供给侧结构性改革等政策推广背景下,水泥市场景气度回升明显,带动安徽海螺水泥股份有限公司(以下简称“海螺水泥”)水泥产品呈现量价齐升的良好局面。同时,公司逐步优化完善产能布局,产能规模持续提升,并依托显著的成本控制优势和产品销售价格较大的上涨幅度,整体盈利能力进一步增强。公司财务结构保持稳健,获现能力和经营活动净现金对债务本息的保障程度高。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“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“2011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

- 公司产能布局逐步优化完善,产能规模优势显著。2017年公司继续做好国内项目建设和并购,并积极推进印尼北苏海螺、柬埔寨马德望海螺主体工程等海外项目建设,产能布局不断优化完善。截至当年末,公司熟料年产能总计约2.46亿吨,拥有突出的产能规模优势。
- 水泥产品量价齐升,业绩大幅提升。在国家加强环保执法力度、深化供给侧结构性改革等政策驱动下,2017年公司水泥产品量价齐升,带动收入及经营效益大幅增长,当年实现营业收入753.11亿元,同比增长34.65%,取得净利润164.29亿元,同比增长83.55%。
- 财务结构保持稳健。2017年末公司资产负债率和总资本化比率分别为24.71%和13.19%,分别较上年下降1.97和3.40个百分点,财务杠

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcabo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年4月20日



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提升。

- 获现能力和经营活动净现金对债务本息保障程度高。2017 年公司 EBITDA 和经营性活动净现金规模分别为 267.46 亿元和 173.63 亿元，当年末总债务 139.79 亿元，获现能力和经营性净现金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。在限制新增产能和逐步去产能的共同作用下，水泥产能释放率逐步提升，但目前行业产能过剩形势依然严峻，加之宏观经济运行的周期性波动以及国家经济政策调整等因素均对水泥行业的经营和发展造成较大的影响。
- 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可能影响行业供给状况，进而影响水泥产品价格，业内企业未来生产经营仍面临不确定性。

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。

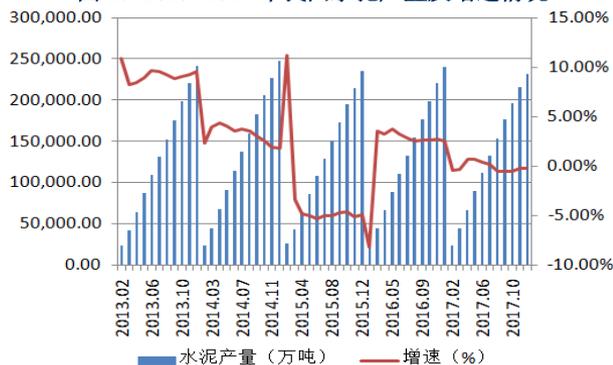
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

目前我国水泥行业产能过剩形势仍显严峻，但随着供给侧改革及环保监管等政策的积极推进，供给端控制成效显著，水泥产量小幅减少，未来行业产能结构有望得到优化。

2017年以来，国家主管机构及水泥行业协会出台一系列遏制产能扩张、化解过剩产能的政策，提出在限制新增产能、淘汰落后产能的基础上，将错峰生产列入水泥行业压减过剩产能的政策。据中国水泥协会初步统计，2017年全国新点火水泥熟料生产线共有13条，合计年度新点火熟料设计产能2,046万吨，较2016年减少512万吨，降幅为20%，已连续五年呈递减走势。2017年末，水泥行业新型干法熟料设计年产能18.21亿吨，增速为-0.51%，较上年下降1.60个百分点，产能扩张得到有效遏制。截至2017年6月底，全国实际熟料产能20.20亿吨，水泥产能38.30亿吨。2017年我国水泥产量为23.16亿吨，同比减少3.62%，错峰生产的扩大执行有效缓解了过剩产能的释放，供给端控制成效显著。分区域看，华东和中南地区经济总量高、水泥行业基础稳固，西南地区经济增长较快且较依赖房地产及基建等投资，上述三区域水泥产量较高。

图 1：2013~2017 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

从水泥行业去产能政策来看，2017年12月，中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，提出三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%；前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%等目标。

2017年我国水泥熟料产能利用率在75%左右，同比有所上升，但与80%的合理值尚存在一定距离，产能过剩情况依然严重，水泥行业整体去产能压力仍较大。从错峰生产执行力度来看，各地方政府、行业协会和大型企业加大水泥错峰生产的力度，内蒙古、山西、重庆、山东及浙江等省份均已下发水泥夏季错峰生产计划相关文件，水泥错峰生产由北方地区延伸至南方各省，错峰生产的覆盖面趋广。从环保政策来看，目前国内仅在京津冀地区强制施行煤改气和最高标准的排污许可标准，但随着环保监管趋严，各地区环保整治力度也将加大。2017年1月5日，国务院发布《“十三五”节能减排综合工作方案》，未来将积极推进京津冀及周边地区、长三角、珠三角和东北等重点地区水泥行业升级改造，全面达标排放治理工程。2017年3月，中央层面出台“2+26”城市限产政策总纲后，环保督查逐渐在全国范围铺开，力度空前。

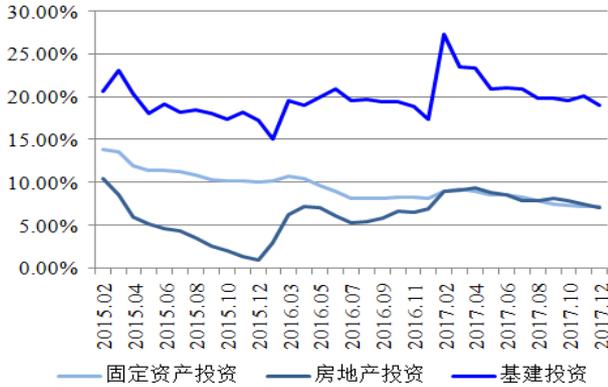
总体看，在限制新增产能和逐步去产能的共同作用下，水泥产能释放率逐步提升，随着供给侧改革的稳步推进，未来行业产能结构有望进一步优化。

2017年我国基建和房地产投资增速相对稳定，对水泥市场需求形成一定支撑，但未来以基础设施建设和房地产开发投资为主的下游带动效应或趋弱，进而抑制水泥市场需求。

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。2017年全国固定资产投资631,684亿元，同比增长7.2%，增速较上年小幅回落0.9个百分点。2017年，全国完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.0%，增速较上年微增0.1个百分点。同时基础设施投资持续稳定在较高水平，当年全国基础设施投资（不含电力）140,005亿元，同比增长19.0%，增速较上年回升1.6个百分点。

当前我国经济进入新常态，宏观经济增速将稳中趋缓，未来基建投资增速或将有所回落，加之 2016 年 9 月以来房地产政策持续收紧，房地产投资增速或将下滑，水泥市场需求下行压力仍存。

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

总体看，2017 年我国基础设施建设和房地产开发投资增速相对稳定，对水泥市场需求形成一定支撑。未来，随着我国经济步入新常态，以基础设施建设和房地产开发投资为主的下游需求带动效应或趋减弱，水泥需求难以得到显著提升。

2017年水泥价格涨势明显，带动行业经营效益大幅好转，但仍需关注煤炭价格变化等对水泥企业生产成本控制的影响。

价格方面，2017 年 9 月以来，受错峰生产加强、供应紧张短期难解除影响，供给紧缩预期及上游煤炭价格高位震荡引致全国水泥价格持续大涨，截至 2017 年末全国 P.O42.5 水泥均价为 440.58 元/吨，同比上涨 29.88%。受春节淡季及需求走弱影响，全国水泥价格自 2018 年 1 月起持续回调，但进入 3 月以来，全国水泥价格仍呈上涨趋势，截至 2018 年 3 月末，P.O42.5 水泥销售均价为 425.00 元/吨。分区域看，华东区域自 2017 年 7 月开始安排错峰生产后，水泥行情出现大面积上涨，整体涨势领跑全国市场，截至 2017 年末，华东地区的 P.O42.5 水泥价格为 524.29 元/吨，涨幅达 66.44%。中南地区为我国水泥的主产区之一，2017 年区域水泥市场整体呈现震荡上行的态势，当年末，中南地区的 P.O42.5 水泥价格为 447.00 元/吨，同比上涨 25.56%，位居全国第二位。

图 3：近年来全国 P.O42.5 水泥价格趋势图



资料来源：百年建筑网，中诚信证评整理

行业盈利状况方面，2017 年以来，水泥需求相对稳定，但环保政策趋严，行业错峰生产时限延长，供给端产量受到严格控制，水泥价格大幅上涨，行业效益明显提升。根据国家统计局数据显示，2017 年，水泥行业实现收入 9,149 亿元，同比增长 17.89%，利润总额 877 亿元，同比增长 94.41%，利润总额已经位居历史利润第二位，仅次于 2011 年历史最高点。

成本方面，水泥成本对煤炭价格波动的敏感性相对较高。2017 年以来煤炭价格维持高位震荡态势。其中，秦皇岛港 5,500 大卡动力煤市场价整体上涨，2017 年 5 月以后延续消费淡季行情，价格小幅回落，至 6 月中旬又开始回升，9 月中旬后出现小幅回落，截至 2018 年 3 月末为 609 元/吨。2017 年煤炭市场供需实现基本平衡，煤炭价格走势进入震荡调整阶段。长期来看，煤炭供需基本面长期难有大程度改观，煤价上涨幅度有限，动力煤价格将处于低位。

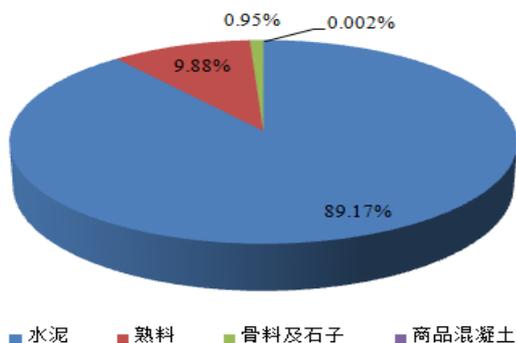
2017 年，受环保治理、错峰生产和节能减排等限产调控政策及煤炭价格高位运行等因素影响，水泥市场价格呈持续上升态势，为行业盈利状况的改善起到支撑作用，但煤炭价格震荡对水泥企业生产成本的影响需予以持续关注。

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、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。在水泥市场行情大幅回暖背景下，2017 年公司水泥

产品量价齐升，全年实现主营业务收入 735.92 亿元，同比增加 34.22%，占营业总收入的比重为 97.72%，主营业务突出。从收入构成来看，当年公司水泥销售收入合计 656.25 亿元，同比增加 37.60%，占主营业务收入的比重为 89.17%，系核心的收入和利润来源；熟料销售收入 72.67 亿元，同比增加 7.25%，占主营业务收入的比重为 9.88%。此外，公司当年实现骨料及石子销售收入 6.99 亿元、商品混凝土销售收入 0.01 亿元。

图 4：2017 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年，公司积极推进产能扩建和并购项目，产能布局逐步完善，整体产能规模优势显著，且水泥、熟料产量及产能利用率均增幅明显，行业龙头地位进一步巩固。

产能扩建方面，2017 年公司继续做好国内项目建设和并购，全椒海螺水泥有限责任公司、安徽宣城海螺水泥有限公司、南通海螺水泥有限责任公司等 8 台水泥磨顺利建成投产；平凉海螺水泥有限责任公司、济宁海螺水泥有限责任公司骨料项目以及遵义海汇新材料商混项目建成投产。另外，公司当年完成对陕西铜川凤凰建材有限公司的收购，增加

熟料产能 180 万吨，水泥产能 220 万吨，骨料产能 200 万吨。海外项目方面，2017 年公司积极推进海外项目建设，印尼孔雀港粉磨站二期工程顺利建成投产，印尼北苏海螺、柬埔寨马德望海螺主体工程已完工，预计于 2018 年投产，老挝琅勃拉邦海螺等项目工程建设进入施工高峰期，伏尔加海螺、老挝万象、缅甸曼德勒等项目前期工作正在有序推进。

随着在建项目的稳步推进及完工项目的陆续投产、达产，公司整体产能规模逐步扩大。截至 2017 年末，公司熟料年产能总计约 2.46 亿吨，同比增长 0.82%，拥有显著的规模优势；另配备配套装机容量 1,193.36 兆瓦，同比增加 0.79%；水泥能力 3.35 亿吨，同比增长 7.03%；骨料产能 2,890 万吨，同比增长 16.06%。

产能区域分布方面，公司传统市场区域为中部和南部区域，2017 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 52.11% 和 14.60%，基本较上年持平。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。2017 年，公司在西部地区新增产能为 180 万吨，当年末，西部区域的熟料产能占熟料总产能比例达 28.14%，较 2016 年末提高 0.53 个百分点。公司海外产能布局在印尼，熟料年产能规模为 480 万吨，当前海外产能规模小，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增。总体看，公司近年整体产能布局逐步优化完善，进一步巩固其行业龙头地位。

表 1：2015-2017 年末公司已投产熟料产能区域分布情况

单位：万吨/年、%

区域	2015 年		2016 年		2017 年	
	熟料产能	占比	熟料产能	占比	熟料产能	占比
东部地区	966	4.11	966	3.96	786	3.20
中部地区	12,448	53.00	12,638	51.76	12,818	52.11
南部地区	3,590	15.29	3,590	14.70	3,590	14.60
西部西区	6,382	27.17	6,742	27.61	6,922	28.14
海外（印尼）	100	0.43	480	1.97	480	1.95
合计	23,486	100.00	24,416	100.00	24,596	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、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。此外，2017年公司持续加强环保管理，推进节能和环保技改，通过实施 SNCR 脱硝技术的升级改造和探索研发有效的脱硫技术，确保氮氧化物、二氧化硫等污染物达标排放；继续实施水泥磨辊压机、熟料生产线分解炉及原料磨循环风机技改，节能减排效果明显；为践行国家低碳发展战略，公司下属的白马山水泥厂试点建设“水泥窑烟气二氧化碳捕集纯化示范项目”，预计将于 2018 年上半年投运，以有效降低碳排放量。为顺应国家环境保护政策日益趋严的态势，公司积极落实一系列节能减排措施，奠定良好的业务可持续发展基础。

产量方面，2017 年，在国家加强环境保护和环保执法力度、深化供给侧结构性改革等政策的引导下，水泥价格恢复性上涨，行业景气度回升，带动公司水泥和熟料产量大幅增加，全年产量分别为 2.59 亿吨和 2.32 亿吨，同比分别增加 11.16% 和 6.42%，增速分别加快 7.16 个百分点和 1.22 个百分点。当年公司水泥和熟料产能利用率分别为 77.28% 和 94.43%，分别较上年提高 2.84 个百分点和 5.09 个百分点，在行业景气度回暖的带动下，公司水泥、熟料产能利用率有所提升，且高于行业平均水平。

总体看，2017 年公司积极推进产能扩建及并购项目，产能布局趋于优化完善，且整体产能规模稳步增长，规模优势显著。受益于水泥市场行情的明显回暖，全年公司水泥和熟料产量大幅增加，产能利用率有效提升，行业龙头地位得以进一步巩固。

2017 年，受原煤采购价格大幅上涨影响，公司综合成本涨幅明显，但受益于水泥市场行情的好转，公司水泥及熟料产品量价齐升，带动整体业绩大幅提升。

销售方面，在水泥市场行情大幅回暖背景下，2017 年公司水泥和熟料合计净销量为 2.95 亿吨，同比增加 6.6%，加之产品价格大幅上涨，带动整体收入大幅上升。当年公司实现 42.5 级水泥、32.5 级水

泥和熟料销售收入分别为 450.23 亿元、206.02 亿元和 72.67 亿元，同比分别增长 48.00%、19.28% 和 7.25%。当年公司 42.5 级水泥销售收入占主营业务收入的比例为 61.18%，较上年提高 5.68 个百分点；32.5 级水泥销售收入占主营业务收入的比例为 28.00%，较上年降低 3.50 个百分点；熟料销售收入占主营业务收入的比例为 9.88%，较上年降低 2.48 个百分点。从产品毛利率来看，2017 年公司原煤采购价格大幅上涨，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，产品综合毛利率为 35.59%，较上年上升 2.74 个百分点，其中 42.5 级水泥和熟料产品毛利率分别为 35% 和 30.03%，较上年分别提高 2.89 个百分点和 6.14 个百分点，32.5 级水泥产品毛利率为 37.89%，较上年提高 0.52 个百分点，盈利能力向好。

表 2：2016~2017 年公司主要产品销售额及毛利率

42.5 级水泥	2016	2017
销售额（亿元）	304.2	450.23
毛利率（%）	32.11	35
32.5 级水泥	2016	2017
销售额（亿元）	172.71	206.02
毛利率（%）	37.37	37.89
熟料	2016	2017
销售额（亿元）	67.76	72.67
毛利率（%）	23.90	30.03

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

分区域来看，2017 年，因产品销量增加及销售价格的上涨，公司各主要区域的产品销售收入均有不同程度上升。其中，公司通过对东部、中部区域市场统筹运作，实现两大区域同步快速增长，当年东部和中部区域销售金额分别为 215.94 亿元和 235.17 亿元，同比分别增长 42.13% 和 45.71%。南部区域，公司积极应对南部区域其他企业新增产能的投放对市场的影响，当年该区域产品销量小幅减少，但销售价格在市场驱动下有较大提升，销售金额仍实现 8.90% 的增长。西部区域，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，区域产品销量和价格稳步提升，销售金额同比增长 33.86%。海外市场方面，受国内市场需求回暖、熟料资源阶段性紧张的影响，公司产品出口销量同

比减少 27.56%，销售金额同比减少 9.11%；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 82.76%，销售金额

同比增长 81.90%，受益于此，整体海外及出口销售金额仍实现同比增长 6.78%。

表 3：2016~2017 年公司销售收入区域分布

区域	2016 年		2017 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	151.93	27.71	215.94	29.34	42.13	1.63
中部区域	161.40	29.43	235.17	31.96	45.71	2.53
南部区域	95.11	17.35	103.57	14.07	8.90	-3.28
西部区域	117.77	21.48	157.64	21.42	33.86	-0.06
海外及出口	22.10	4.03	23.59	3.21	6.78	-0.82
合计	548.31	100.00	735.92	100.00	34.22	-

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

采购方面，水泥行业的高能耗特性决定了原燃材料采购对公司稳定运营的重要性。2017 年，受原煤采购价格大幅上涨影响，公司综合成本为 159.76 元/吨，同比上升 27.48 元/吨，增幅为 20.77%，生产成本上升明显。具体来看，公司主要原材料包括粉煤灰、石膏和外购熟料等，2017 年原材料单位成本为 27.83 元/吨，较上年增长 21.63%，占水泥熟料综合成本的比重为 17.42%。公司燃料及动力系原煤

和电力，2017 年单位成本为 98.71 元/吨，同比增长 26.07%，占综合成本的比重为 61.78%。近年煤炭和电力成本占水泥总生产成本的 60% 左右，若煤炭价格由于政策变动或市场供求关系等因素影响出现较大幅度上涨，公司生产成本将面临上行压力，并可能无法使成本上涨完全传导至产品价格，影响公司盈利状况。

表 4：2016~2017 年公司水泥熟料综合成本及同比变动

项目	2016 年		2017 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	22.88	17.30	27.83	17.42	21.63	0.12
燃料及动力	78.30	59.19	98.71	61.78	26.07	2.59
折旧费用	12.55	9.49	12.52	7.84	-0.24	-1.65
人工成本及其他	18.55	14.02	20.70	12.96	11.59	-1.06
合计	132.28	100.00	159.76	100.00	20.77	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年，由于原煤采购价格大幅上涨，公司综合成本涨幅较大，但在水泥行业景气度大幅回升的背景下，水泥及熟料产品量价齐升的带动效应更为明显，整体销售收入及盈利水平有效提升。

公司未来仍将采取建设与并购并举的方式扩大产能布局，同时加大海外项目的建设力度，产能规模仍将继续提升，因此亦面临一定的资本支出需求。

根据公司战略规划，公司将积极响应国家“一带一路”倡议，积极推进国际化发展战略，进一步提升南加海螺、印尼海螺及缅甸海螺等已投产项目

运营质量；完成印尼北苏海螺、柬埔寨马德望海螺及老挝琅勃拉邦海螺等水泥项目建设，确保北苏海螺、马德望海螺项目按期投产，并为产品投放市场创造有利条件；公司将加快推进老挝万象、缅甸曼德勒及俄罗斯伏尔加海螺等项目前期工作。同时，公司将把握行业供给侧结构性改革的有利时机，不断完善国内市场布局，寻找合适的并购标的，探索股权合作新模式，并积极延伸产业链，加快发展骨料及混凝土产业。

2018 年，公司资本性支出计划约 68 亿元，以自有资金为主、银行贷款为辅，将主要用于项目建设、生产线技改及并购项目支出；预计全年将新增

熟料产能约 360 万吨、水泥产能约 1,480 万吨（不含并购）、骨料产能 1,450 万吨和商品混凝土产能 120 万立方米。未来，公司整体产能规模将继续保持提升，仍将在行业中保持极强的竞争实力，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。

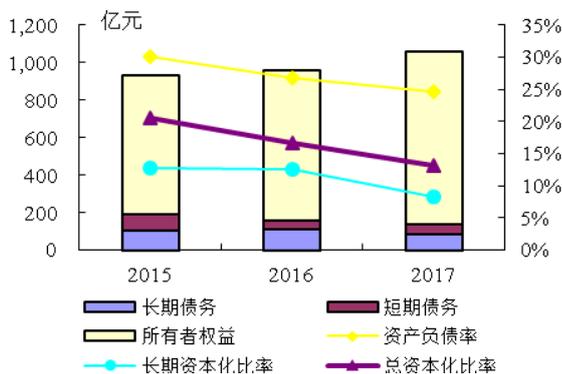
总体看，公司产能规模稳步增长，行业龙头地位稳固。未来公司将继续通过新建和并购的方式扩大产能规模，同时加大海外投资力度，其资本性支出规模较大，面临一定的资本支出需求。

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 2015~2017 年财务报告。

资本结构

图 5：2015~2017 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2017 年，随着新建和并购项目的持续推进以及业务规模的大幅提升，公司资产规模持续增长。截至 2017 年末，公司资产总额为 1,221.43 亿元，同比增长 11.53%；同期末，负债总额为 301.78 亿元，同比增长 3.30%。所有者权益方面，由于公司留存收益规模较大，自有资本实力进一步增强，截至 2017 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 919.64 亿元，同比增加 14.53%。受益于此，公司 2017 年末资产负债率和总资本化比率分别为 24.71% 和 13.19%，分别较上年下降 1.97 和 3.40 个百分点，财务结构稳健性进一步提升，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。

表 5：公司与我国主要水泥企业资本结构比较表

（截至 2017 年 12 月 31 日）

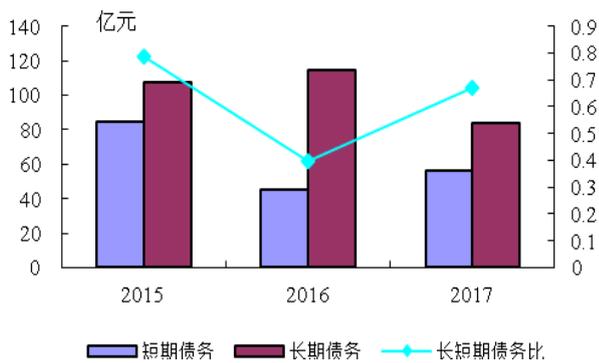
公司简称	资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
海螺水泥	1,221.43	24.71	13.19
冀东水泥	410.34	72.53	63.68
华新水泥	304.99	56.87	43.89
天山股份	184.66	55.23	46.68
万年青	83.74	44.67	31.17

数据来源：公开资料，中诚信证评整理

从资产构成来看，2017 年末公司资产以非流动资产为主，占资产总额的比重为 62.38%，主要包括固定资产（596.68 亿元）和无形资产（79.76 亿元），占非流动资产的比重分别为 78.31% 和 10.47%。其中，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（247.60 亿元）、应收票据（111.27 亿元）、其他应收款（29.32 亿元）和存货（47.05 亿元）构成，占当年末流动资产的比重分别为 53.88%、24.21%、6.38% 和 10.24%。其中，货币资金基本为银行存款和现金，其中保函保证金和专项保证金合计 3.31 亿元，该部分资产使用受限；当年末应收票据同比增加 70.90%，基本为银行承兑汇票；当年末其他应收款同比增加 296.84%，主要系新增委托理财 20.24 亿元；存货主要为原材料和库存商品。

从债务期限结构来看，2017 年公司偿还部分到期的银行借款及兑付到期的 25 亿元公司债券，总债务规模同比下降 12.53% 至 139.79 亿元，其中长期债务为 83.59 亿元，同比减少 26.95%；短期债务为 56.20 亿元，同比增加 23.85%，主要由于新增一年内到期的长期借款 14.23 亿元。当年末公司长短期债务比为 0.67 倍，同比增长 69.55%。总体而言，公司以长期债务为主的债务期限结构与其较大规模资本支出需求相匹配，债务期限结构较为合理。

图 6: 2015~2017 年公司债务结构分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体看, 2017 年以来新建和并购项目的持续推进以及经营规模的不断扩大, 使得公司资产规模保持增长, 且自有资本实力进一步增强, 财务杠杆比率处于行业较低水平, 债务期限结构较合理, 财务结构保持稳健。

盈利能力

2017 年, 受益于国家加强环保执法力度、深化供给侧结构性改革等政策的驱动, 水泥行业景气度明显回升, 使得公司水泥产品量价齐升, 当年实现营业总收入 753.11 亿元, 同比增长 34.65%。具体来看, 当年公司水泥销售收入合计 656.25 亿元, 同比增加 37.60%; 熟料销售收入 72.67 亿元, 同比增加 7.25%; 骨料及石子销售收入 6.99 亿元, 同比增加 92.78%。营业毛利率方面, 2017 年受原煤采购价格大幅上涨影响, 公司综合成本同比上涨 20.77%, 但在产品平均售价较高的涨幅作用下, 仍实现初始获利水平的提升, 当年营业毛利率为 35.09%, 较上年提高 2.61 个百分点。同时, 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位居前列。但中诚信证评仍将持续关注水泥产品及煤炭价格波动对公司盈利能力的影响。

表 6: 2017 年公司与我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	753.11	35.09
华新水泥	208.89	29.55
冀东水泥	152.90	29.83
万年青	70.94	26.36
天山股份	70.80	29.00

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

期间费用方面, 随着业务规模的提升, 2017 年公司管理费用及销售费用相应增加, 同比分别增长 10.06% 和 9.02%; 同期, 公司偿还已到期 70 亿元公司债券, 使得当年利息支出同比减少, 财务费用规模同比下降 35.99%。2017 年公司期间费用合计 72.47 亿元, 同比增长 7.26%, 三费收入占比为 9.62%, 较上年下降 2.46 个百分点。整体看, 公司近年三费收入占比呈逐年下降趋势, 期间费用控制能力有所增强。

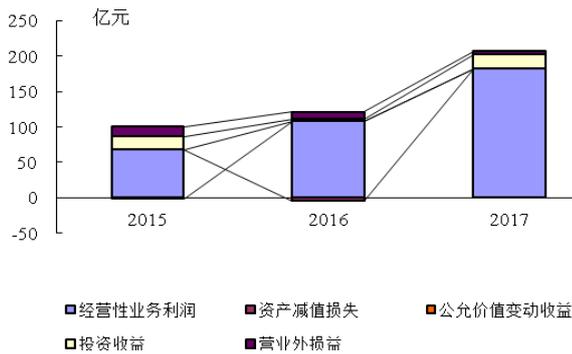
表 7: 2015~2017 年公司期间费用分析

单位: 亿元			
项目	2015	2016	2017
销售费用	31.05	32.76	35.72
管理费用	31.78	31.44	34.60
财务费用	5.70	3.37	2.16
三费合计	68.52	67.57	72.47
营业总收入	509.76	559.32	753.11
三费收入占比	13.44%	12.08%	9.62%

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2017 年公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。由于业务规模的扩大及营业毛利率的上升, 当年公司经营性业务利润大幅增长 69.85% 至 182.29 亿元; 同期, 公司投资收益为 20.27 亿元, 同比增长 407.83%, 主要由于 2017 年公司通过减持安徽新力金融股份有限公司 (以下简称“新力金融”)、唐山冀东水泥股份有限公司 (以下简称“冀东水泥”) 和新疆青松建材化工 (集团) 股份有限公司 (以下简称“青松建化”) 三家上市公司 (期初持股比例分别为 9.00%、13.93% 和 10.59%, 减持后公司不再持有冀东水泥和青松建化股份, 还持有新力金融 7.51% 的股份) 股份实现投资收益 18.60 亿元。受益于此, 2017 年公司利润总额 212.29 亿元, 同比增长 82.17%, 全年实现净利润 164.29 亿元, 同比增长 83.55%, 整体盈利能力大幅增强。

图 7：2015~2017 年公司利润总额构成



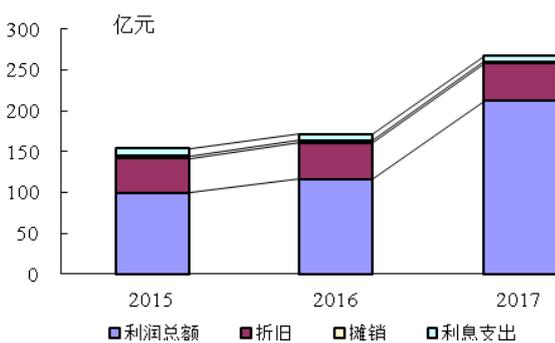
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，在水泥市场行情明显回暖的经营环境下，2017 年公司营收规模及盈利水平均呈现较好的增长势头，且其具备突出的规模优势和很强的成本控制能力，整体盈利能力极强。

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。2017 年，收入规模的显著增长促使公司利润总额大幅增加，相应的 EBITDA 规模同比增长 55.52% 至 267.46 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，当年公司总债务/EBITDA 为 0.52 倍，同比降低 43.75%，EBITDA 利息倍数为 37.21 倍，同比增长 75.54%，EBITDA 对债务本息形成有效覆盖。

图 8：2015~2017 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，2017 年公司经营活动现金流量净额为 173.63 亿元，同比增加 31.57%。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 1.24 倍和 24.16 倍，同比分别增长 50.41% 和 48.51%，经营性现金流对债务本息的保障能力强。

表 8：2015~2017 年公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017
长期债务 (亿元)	107.40	114.43	83.59
总债务 (亿元)	191.91	159.81	139.79
资产负债率 (%)	30.13	26.68	24.71
总资本化比率 (%)	20.61	16.60	13.19
EBITDA (亿元)	154.62	171.98	267.46
EBITDA 利息倍数 (X)	15.97	21.20	37.21
总债务/EBITDA (X)	1.24	0.93	0.52
经营活动净现金流 (亿元)	99.08	131.97	173.63
经营活动净现金流/利息支出 (X)	10.23	16.27	24.16
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.52	0.83	1.24

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 2017 年末，公司获得各家银行提供的授信总金额为 858.88 亿人民币、57.18 亿美元，已使用授信额度 62.58 亿人民币、3.01 亿美元，尚未使用银行授信额度为 796.30 亿人民币、54.17 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，整体备用流动性较充足。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保(包括对子公司的担保)的余额为人民币 557,162 万元、美元 67,615 万元，合计折合人民币 998,972 万元(其中公司为美元贷款提供担保的人民币金额均系按照中国人民银行 2017 年末最后一个交易日公布的美元兑人民币汇率中间价折算)，占公司当年末净资产的比例为 12.26%，其中对子公司提供担保余额合计为 895,131 万元，对外担保(对合营公司担保)的余额为 103,841 万元。公司因对外担保所形成的或有负债风险较小。另截至 2017 年末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

总体看，公司水泥产能规模优势显著，行业龙头地位稳固，在行业景气度明显回升的背景下，营业收入及盈利规模均大幅提升。同时，公司资产规模及自有资本实力进一步提升，财务结构保持稳健，获现能力及经营性现金流对债务本息的保障程度高，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“2011 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、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。

截至 2017 年 12 月 31 日，海螺集团总资产为 1,276.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 941.27 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 26.26% 和 15.12%。2017 年，海螺集团实现营业收入 789.06 亿元，净利润 163.63 亿元，经营活动净现金流 175.55 亿元。

经营状况

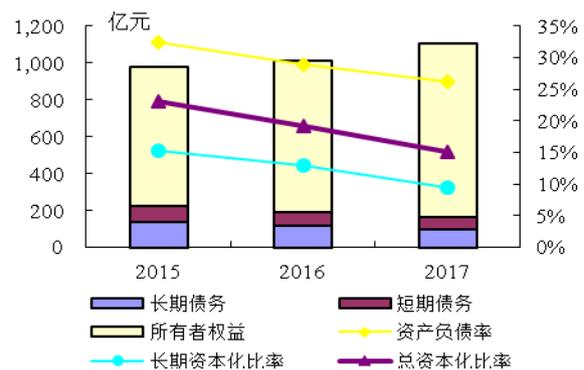
海螺集团营业收入主要来源于海螺水泥和海螺型材。水泥、熟料生产销售业务主要由海螺水泥负责运营，具体情况如上文所述。在水泥行业景气度回升、水泥产品价格恢复性大幅上涨背景下，2017 年海螺水泥实现营业总收入 753.11 亿元，同比增长 34.65%。海螺集团塑料型材生产销售业务主要由海螺型材负责运营。海螺型材主要从事中高档塑料型材、板材、门窗、模具、塑料改性剂的生产、销售以及科研开发，产品包括白色、彩色、木纹共挤、木塑复合和覆膜异型材以及塑料栅栏、卷帘窗、百叶窗等装饰异型材，主要用于门窗加工制作及房屋装饰装修。海螺型材作为最早进入该行业的主要企业之一，不断完善直销和经销相结合的营销模式，健全营销网络，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 2017 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，海外首个基地缅甸海螺（曼德勒）项目正在筹建中，规模及布局优势明显；同时，海螺型材在全国设立 200 多个市场部，营销网络健全。2017 年海螺型材 PVC 等原材料价格出现上涨，但受市场竞争影响，产品销售价格未能实现同步涨幅，销量亦有所下滑，当年实现营业收入 30.88 亿元，同比减少 3.04%，实现净利润 0.15 亿元，同比减少 83.03%。

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 2015 和 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 年审计报告。

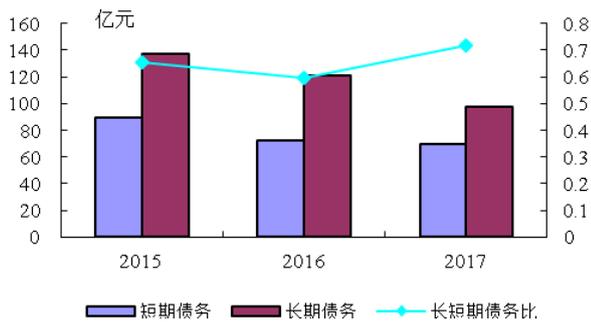
图 9：2015~2017 年公司资本结构分析



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 2017 年末，总资产达到 1,276.48 亿元，同比增长 10.88%；同期，负债总额为 335.20 亿元，同比增长 0.99%；受益于留存收益的积累，当年末海螺集团所有者权益为 941.27 亿元，同比增长 14.89%；同期末资产负债率和总资本化比率分别为 26.26% 和 15.12%，较上年分别下降 2.57 和 3.99 个百分点，集团财务杠杆比率继续保持下降趋势。

图 10：2015~2017 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 2017 年末，海螺集团总债务较上年减少 13.38% 至 167.67 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 70.15 亿元和 97.51 亿元，分别较上年末减少 2.82% 和 19.65%，长短期债务比为 0.72 倍，同比增长 20.94%，短期债务占比加大。但总体而言，海螺集团债务以长期债务为主，短期债务压力相对较小，债务期限结构较合理。

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。2017 年水泥市场行情有效回暖，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规模，水泥产品呈现量价齐升的良好局面，2017 年海螺集团实现营业总收入 789.06 亿元，较上年增加 31.83%，营业毛利率为 34.28%，较上年上升 2.75 个百分点。期间费用方面，当年海螺集团三费收入占比为 10.02%，较上年下降 2.33 个百分点，期间费用控制能力进一步增强。2017 年海螺集团实现利润总额 212.85 亿元，同比增长 82.10%；净利润 163.63 亿元，同比增长 83.28%。

从偿债指标来看，2017 年，海螺集团总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 0.62 倍和 32.87 倍，同比分别下降 43.79% 和增长 83.72%，EBITDA 对债务本息的保障能力有所增强。从现金流情况来看，2017 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 1.05 倍和 21.29 倍，同比分别增长 48.85% 和 53.72%，亦出现较大程度的增强。

表 9：2015~2017 年海螺集团主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017
长期债务 (亿元)	137.24	121.37	97.51
总债务 (亿元)	227.18	193.56	167.67
资产负债率 (%)	32.34	28.83	26.26
总资本化比率 (%)	23.11	19.11	15.12
EBITDA (亿元)	163.05	175.93	271.12
EBITDA 利息倍数 (X)	13.80	17.89	32.87
总债务/EBITDA (X)	1.39	1.10	0.62
经营活动净现金流 (亿元)	103.16	136.14	175.55
经营活动净现金流/利息支出 (X)	8.73	13.85	21.29
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.45	0.70	1.05

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 2017 年末，海螺集团取得银行授信额度合计为人民币 952.06 亿元，美元 57.18 亿元，尚未使用的银行授信额度有人民币 858.67 亿元，美元 54.41 亿元，集团备用流动性充裕。

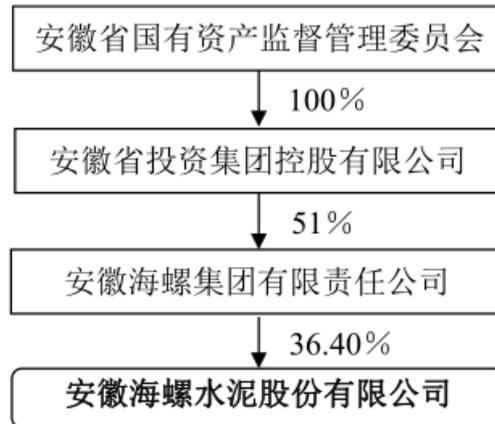
或有负债方面，截至 2017 年末，海螺集团本部无对外担保，对控股子公司担保合计 60 亿元，占净资产（含少数股东权益）的比例为 6.37%。整体看，海螺集团因对外担保事项产生的或有负债风险较小。

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。

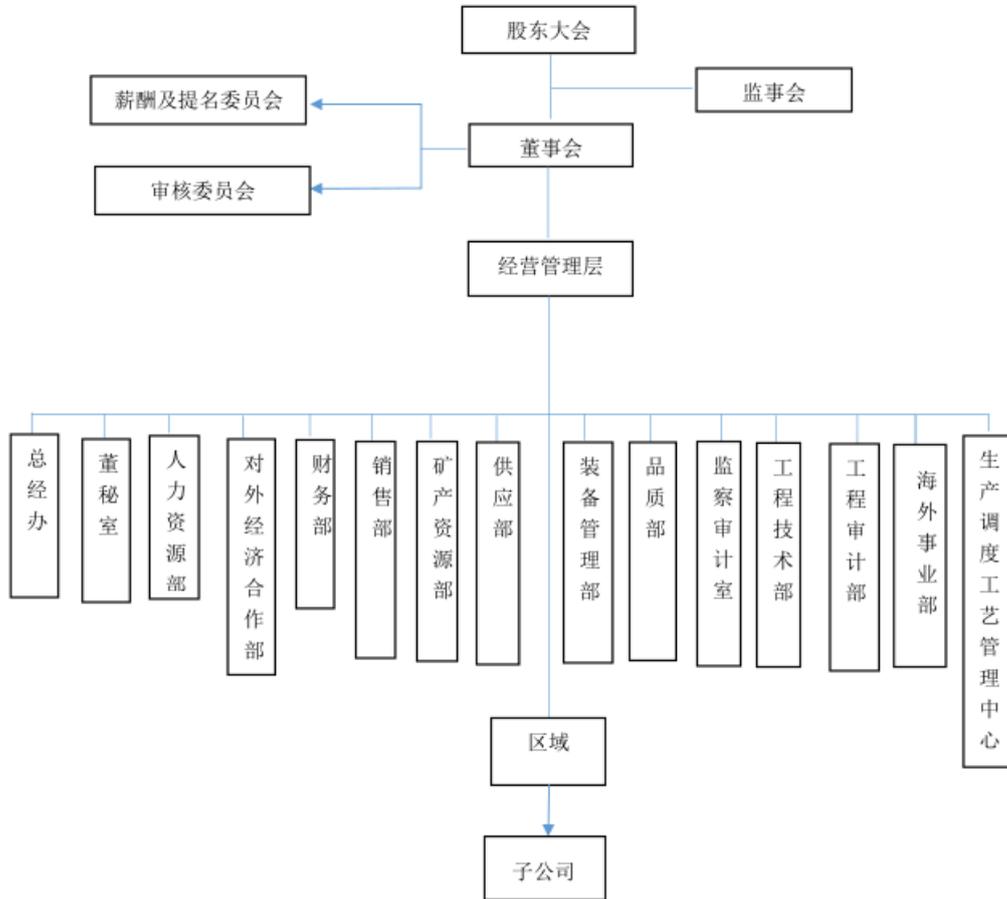
结 论

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“2011 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 2017 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 2017 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指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	1,447,144.62	1,558,598.35	2,475,977.91
应收账款净额	42,205.24	65,467.90	105,971.32
存货净额	423,803.94	454,853.38	470,520.04
流动资产	2,620,638.50	2,939,433.15	4,595,285.53
长期投资	622,503.73	625,060.54	325,217.19
固定资产合计	6,436,754.80	6,487,794.24	6,339,781.75
总资产	10,578,139.16	10,951,412.10	12,214,258.46
短期债务	845,164.10	453,763.18	562,007.60
长期债务	1,073,968.16	1,144,310.86	835,894.22
总债务	1,919,132.26	1,598,074.04	1,397,901.83
总负债	3,186,982.09	2,921,534.95	3,017,847.72
所有者权益（含少数股东权益）	7,391,157.07	8,029,877.15	9,196,410.74
营业总收入	5,097,603.60	5,593,190.10	7,531,081.98
三费前利润	1,366,291.96	1,748,949.20	2,547,610.17
投资收益	188,090.21	39,908.85	202,668.69
净利润	762,795.17	895,064.26	1,642,873.39
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,546,153.84	1,719,795.91	2,674,592.01
经营活动产生现金净流量	990,817.41	1,319,675.22	1,736,302.68
投资活动产生现金净流量	-1,271,926.67	-455,224.72	-520,264.77
筹资活动产生现金净流量	-539,532.45	-715,095.02	-749,960.75
现金及现金等价物净增加额	-822,708.71	151,453.23	462,936.52
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	27.64	32.47	35.09
所有者权益收益率（%）	10.32	11.15	17.86
EBITDA/营业总收入（%）	30.33	30.75	35.51
速动比率（X）	1.08	1.46	1.95
经营活动净现金/总债务（X）	0.52	0.83	1.24
经营活动净现金/短期债务（X）	1.17	2.91	3.09
经营活动净现金/利息支出（X）	10.23	16.27	24.16
EBITDA 利息倍数（X）	15.97	21.20	37.21
总债务/EBITDA（X）	1.24	0.93	0.52
资产负债率（%）	30.13	26.68	24.71
总资本化比率（%）	20.61	16.60	13.19
长期资本化比率（%）	12.69	12.47	8.33

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）	2015	2016	2017
货币资金	1,566,875.90	1,664,127.09	2,636,499.41
应收账款净额	61,561.39	90,070.40	125,666.14
存货净额	468,516.89	497,355.64	518,300.11
流动资产	2,901,790.92	3,241,253.57	4,917,368.98
长期投资	687,412.83	657,780.01	345,920.79
固定资产合计	6,607,889.46	6,636,882.46	6,481,714.23
总资产	11,170,878.44	11,511,927.83	12,764,766.71
短期债务	899,379.00	721,900.52	701,507.60
长期债务	1,372,403.82	1,213,650.86	975,144.22
总债务（短期债务+长期债务）	2,271,782.82	1,935,551.38	1,676,651.83
总负债	3,612,219.95	3,319,245.64	3,352,038.66
所有者权益（含少数股东权益）	7,558,658.48	8,192,682.18	9,412,728.05
营业总收入	5,485,966.03	5,985,545.76	7,890,572.47
三费前利润	1,434,195.04	1,813,676.25	2,604,155.21
投资收益	224,865.57	39,699.69	211,852.81
净利润	797,718.78	892,832.77	1,636,349.58
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,630,472.62	1,759,320.26	2,711,183.83
经营活动产生现金净流量	1,031,591.46	1,361,429.61	1,755,451.60
投资活动产生现金净流量	-1,252,452.17	-478,527.18	-423,618.02
筹资活动产生现金净流量	-612,965.47	-747,599.14	-810,704.13
现金及现金等价物净增加额	-835,805.61	137,422.54	517,934.85
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	26.97	31.52	34.28
所有者权益收益率（%）	10.55	10.90	17.38
EBITDA/营业总收入（%）	29.72	29.39	34.36
速动比率（X）	1.13	1.36	1.92
经营活动净现金/总债务（X）	0.45	0.70	1.05
经营活动净现金/短期债务（X）	1.15	1.89	2.50
经营活动净现金/利息支出（X）	8.73	13.85	21.29
EBITDA 利息倍数（X）	13.80	17.89	32.87
总债务/EBITDA（X）	1.39	1.10	0.62
资产负债率（%）	32.34	28.83	26.26
总资本化比率（%）	23.11	19.11	15.12
长期资本化比率（%）	15.37	12.90	9.39

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

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。