

信用评级公告

联合〔2023〕6894号

联合资信评估股份有限公司通过对中国海螺创业控股有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国海螺创业控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“23 海螺创业 GN001BC”和“23 海螺创业 GN002BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月二十四日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

中国海螺创业控股有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
中国海螺创业控股有限 公司	AAA	稳定	AAA	稳定
23 海螺创业 GN001BC	AAA	稳定	AAA	稳定
23 海螺创业 GN002BC	AAA	稳定	AAA	稳定

债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日
23 海螺创业 GN001BC	12.00	12.00	2026/03/20
23 海螺创业 GN002BC	15.00	15.00	2026/06/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023年7月24日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V4.0.202208
电力企业信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	6
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国海螺创业控股有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了公司以垃圾处置及配套节能设备和成套服务为主营业务，在环保业务布局、机组运营效率等方面仍具备较强优势。跟踪期内，公司剥离固废处置业务；随着垃圾处置业务已投运项目数量增加，该业务规模不断扩大，盈利能力有所提升。股东注入的安徽海螺集团有限责任公司（以下简称“海螺集团”）49%股权可为公司提供大规模投资收益。2022 年，受水泥行业下行影响，公司投资收益同比缩减。此外，公司开始布局锂电池正负极材料和锂电池回收业务，以进一步优化公司产业布局，其中年产 5 万吨磷酸铁锂电池正极材料一期项目已投入运营。长期看，新能源材料项目全部投产或将带动公司收入和利润的增长。公司当前债务负担轻，融资渠道通畅。同时，联合资信也关注到公司单体项目规模不大、未来资本支出较大以及介入新能源材料领域存在一定跨行业经营风险及产品价格波动风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司现金及现金等价物和 EBITDA 对存续债券到期偿付峰值保障能力强。公司所处环保行业，国家政策支持力度大。未来，随着在建项目逐步投运，公司业务规模和收益水平有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“23 海螺创业 GN001BC”和“23 海螺创业 GN002BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司主营业务规模持续扩大，垃圾发电项目运营效率高。截至 2022 年底，公司已投运垃圾处置项目 72 个，公司垃圾处理能力为 3.78 万吨/日，较上年底增长 60.17%。2022 年，公司实际垃圾处理量 1078 万吨，同比增长 110.55%。2022 年，公司垃圾发电设备平均运转率 89%，吨发电量 336 千瓦时/吨，处于行业较高水平。
2. 公司盈利能力很强，所获海螺集团投资收益对利润贡献高。2022 年，公司主营业务毛利率维持 30% 水平，持有的海螺集团 49% 股权获得投资收益 29.29 亿元；同期，

分析师：黄露 王皓

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层（100022）

网址：<https://www.lhratings.com>

公司所获联营公司分配股息 15.75 亿元。

3. **公司债务负担轻。**截至 2022 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 37.42%和 32.11%。
4. **公司开始布局新能源材料业务，产业布局有所优化，未来项目投产或将带动公司收入和利润的增长。**公司年产 5 万吨的磷酸铁锂正极材料一期项目已建成投产，年产 4 万吨的磷酸铁锂负极材料一期项目计划于 2023 年内建成投产，锂电池回收项目已处于生产实验阶段，将带动公司未来收入和利润的增长。

关注

1. **垃圾发电单体项目规模不大。**公司大部分自建垃圾发电项目日处理能力低于 750 吨，无法形成规模优势。
2. **公司在建和拟建项目投资规模较大，未来资本支出较大。**截至 2022 年底，公司在建及拟建垃圾发电项目剩余投资 72.43 亿元，在建磷酸铁锂电池负极材料一期项目剩余投资 14.00 亿元，整体投资规模较大。
3. **跨行业经营风险。**公司开始布局锂电池回收及锂电池正负极材料生产业务，考虑到与现有业务在产品和服务内容以及业务模式等方面均有不同，对公司经营和管理能力提出较高要求。此外，新能源材料行业产品价格波动大，或将对公司盈利水平造成不利影响。
4. **业务调整。**2022 年，中国海螺环保股份有限公司分拆上市，公司不再开展固废处置业务。

主要财务数据：

项目	合并口径		
	2020 年	2021 年 (调整后)	2022 年
现金类资产 (亿元)	42.72	48.30	56.40
资产总额 (亿元)	543.28	689.19	753.80
总权益 (亿元)	399.77	466.57	471.72
短期债务 (亿元)	20.81	21.74	47.94
长期债务 (亿元)	85.95	155.57	175.16
全部债务 (亿元)	106.76	177.31	223.10
收入 (亿元)	66.05	83.50	82.24
税前利润 (亿元)	80.53	79.33	44.39
EBITDA (亿元)	85.41	87.46	57.91
经营活动所得现金净额 (亿元)	7.15	13.08	18.10
毛利率 (%)	33.17	31.67	29.10
净资产收益率 (%)	19.39	16.24	34.32
资产负债率 (%)	26.41	32.30	37.42
全部债务资本化比率 (%)	21.08	27.54	32.11
流动比率 (%)	112.63	116.09	90.44

经营现金流动负债比(%)	12.57	19.84	17.49
现金短期债务比(倍)	2.05	2.22	1.18
EBITDA 利息倍数(倍)	29.43	18.09	8.02
全部债务/EBITDA(倍)	1.25	2.03	3.85

注：1. 公司合并财务报表按照《国际财务报告准则》编制；除特别说明外，均指人民币；2. “2021 年（调整后）”情况说明：由于公司 2021 年筹划对中国海螺环保股份有限公司（以下简称“海螺环保”）进行分拆上市，资产负债表中海螺环保相关资产和负债分别划分为持有待售资产和持有待分配负债，与以前年度数据口径存在较大差异，为便于比较，将 2021 年底划分为持有待售的资产进行拆分并调整至流动资产及非流动资产相关科目，将 2021 年底划分为持有待分配负债进行拆分并调整至流动负债及非流动负债相关科目；3. 2021-2022 年，公司收入、税前利润和 EBITDA 包含持续经营业务和终止经营业务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债券级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 海螺创业 GN001BC	AAA	AAA	稳定	2023/02/28	黄露 王爽	电力企业信用评级方法（V4.0.202208）/电力企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
23 海螺创业 GN002BC	AAA	AAA	稳定	2023/05/23	黄露 王爽	电力企业信用评级方法（V4.0.202208）/电力企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国海螺创业控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

中国海螺创业控股有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国海螺创业控股有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司成立于2013年6月，初始股本15.00亿股。2013年7月，股东安徽海创集团股份有限公司（原安徽海螺创业投资有限责任公司，以下简称“海创投资”）将所持安徽海螺川崎工程有限公司（以下简称“海川工程”）、安徽海螺川崎节能设备制造有限公司（以下简称“海川节能”）、扬州海昌港务实业有限责任公司（以下简称“海昌港务”）以及安徽海螺集团有限责任公司（以下简称“海螺集团”）股权注入公司全资子公司芜湖海创实业有限责任公司，公司初期主营业务包括立磨、余热发电等设备成套服务和港口物流等业务。2013年下半年，公司先后设立安徽海创新型节能建筑材料有限责任公司和亳州海创新型节能建筑材料有限责任公司，新增新型建材业务。

公司于2013年12月19日在香港联合交易所（以下简称“联交所”）主板上市（证券代码：00586.HK），首次公开发行2.65亿股，并于12月27日行使超额配股权，新增发行0.40亿股。截至报告出具日，公司曾入选恒生综合中型股指数成分股，恒生可持续发展企业指数系列成分股，恒生中国企业指数系列成分股等8只指数成分股，被纳入MSCI中国指数。

2014年公司新增拓展垃圾发电业务。2015年，公司增资控股西安尧柏环保科技工程有限公司，新增拓展固废处置业务。2021年，公司

逐步拓展新能源正负极材料项目。近年来，历经多次股权变化，截至2022年底，公司股本合计约18.13亿股，其中海螺系员工持股42.04%。公司无实际控制人（股权结构图详见附件1-1）。

跟踪期内，公司剥离固废处置业务，主营垃圾发电及协同处理、节能装备制造及成套服务等。

截至2022年底，公司资产总额753.80亿元，总权益471.72亿元（含非控股权益23.10亿元）；2022年，公司实现收入82.24亿元（含终止经营业务收入3.28亿元），税前利润44.39亿元（含终止经营业务税前利润6.75亿元）。

公司注册办事处：Cricket Square, Hutchins Drive P.O.Box 2681, Grand Cayman KY1-1111 Cayman Islands；董事会主席：郭景彬。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2023年6月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金尚未使用，且未到首个付息日。

表1 截至2023年6月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限(年)
23 海螺创业 GN001BC	12.00	12.00	2023/03/20	3 年
23 海螺创业 GN002BC	15.00	15.00	2023/06/06	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

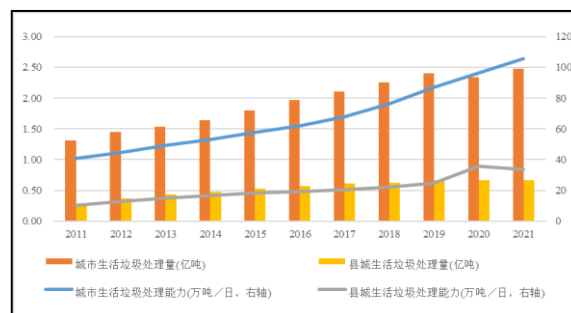
五、行业分析

近年来，中国垃圾焚烧处理能力持续增长，在垃圾无害化处理总量中，垃圾焚烧处理量占比快速提升。随着中国城乡生活垃圾焚烧处理进程的加快，尤其是在国家倡导改善城乡人居环境的大背景下，县级地区（含县级市）处理设施短板的补缺显得更为突出和迫切，垃圾焚烧发电未来新增产能或将趋向三线以下城市。

垃圾焚烧发电是通过将燃烧热值较高的

垃圾进行高温焚烧，将高温焚烧中产生的热能转化为高温蒸汽，推动汽轮机并带动发电机发电。垃圾焚烧处理相较于卫生填埋、堆肥等无害化处理方式具有处理效率高、减容效果好、资源可回收利用、对环境的影响相对较小等优势。从产业链来看，垃圾焚烧发电行业的上游行业主要包括垃圾清运、垃圾发电项目设计建造、垃圾焚烧设备制造等；下游行业主要包括电网公司。

图1 中国城乡生活垃圾处理情况



资料来源：联合资信根据国家住房和城乡建设部数据整理

从市场规模看，根据国家住房和城乡建设部发布的统计数据，中国城乡生活垃圾无害化处理能力近年来保持了较快增长，截至2021年底，中国城市生活垃圾无害化处理能力为105.71万吨/日，县城生活垃圾无害化处理能力为33.80万吨/日，生活垃圾无害化处理率接近100%。同时，中国积极挖掘生活垃圾“资源”属性，大力提升焚烧处理能力。截至2021年底，中国城市生活垃圾焚烧处理能力为71.95万吨/日，县城生活垃圾焚烧处理能力为17.17万吨/日，处理率超过50%，已成为生活垃圾处理的最主要方式。从区域结构看，垃圾焚烧发电项目主要集中在华东、华南地区。经济相对发达的华东地区发展规模较大，占中国垃圾发电总装机容量的50%以上。

垃圾焚烧发电项目收入来源包括垃圾处理补贴、发电收入、供热收入、退税等，其中以垃圾处理补贴收入和发电收入为核心收入来源，垃圾发电厂电费收入占70%~85%左右，垃圾处理补贴收入占15%~30%左右。上网电价方面，2012年3月，国家发展和改革委员会（以

下简称“国家发改委”)下发《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》规定,自4月1日起,以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目,均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算,每吨生活垃圾折算上网电量暂定为280千瓦时,并执行中国统一的垃圾发电标杆电价,即每千瓦时0.65元(含税),其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中,当地省级电网负担每千瓦时0.1元,电网企业由此增加的购电成本通过销售电价予以疏导;其余部分纳入中国征收的可再生能源电价附加解决。2020年9月29日,财政部等部委发布《关于<关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见>有关事项的补充通知》(财建〔2020〕426号),对于已纳入可再生能源发电补贴清单范围的项目,生物质发电项目自并网之日起满15年后,无论项目是否达到全生命周期补贴电量,不再享受中央财政补贴资金,核发绿证准许参与绿证交易。其中生物质发电项目(含农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目)的全生命周期合理利用小时数为82500小时。

2021年5月,国家发改委发布《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》,要求各地加大财政资金投入力度,到2025年底,全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨/日左右,城市生活垃圾焚烧处理能力占比65%左右。在政策目标的引导下,各地有望增加生活垃圾焚烧发电项目以满足不断增加的垃圾焚烧处理需求。

2022年11月14日,国家发改委等部门发布《关于加强县级地区生活垃圾焚烧处理设施建设的指导意见》(发改环资〔2022〕1746号),明确提出推进城镇生活垃圾焚烧处理设施建设是强化环境基础设施建设的重要环节和基础性工作,要坚持“因地制宜、分类施策,系统谋划、聚焦短板,技术引领、建管并重和城乡统筹、共建共用”原则,争取到2025年,全国县级地区基本形成与经济社会发展相适应

的生活垃圾分类和处理体系,如京津冀及周边、长三角、粤港澳大湾区、国家生态文明试验区具备条件的县级地区基本实现生活垃圾焚烧处理能力全覆盖;长江经济带、黄河流域、生活垃圾分类重点城市、“无废城市”建设地区以及其他地区具备条件的县级地区,应建尽建生活垃圾焚烧处理设施;不具备建设焚烧处理设施条件的县级地区,通过填埋等手段实现生活垃圾无害化处理。到2030年,全国县级地区生活垃圾分类和处理设施供给能力和水平应进一步提高,小型生活垃圾焚烧处理设施技术、商业模式进一步成熟,除少数不具备条件的特殊区域外,全国县级地区生活垃圾焚烧处理能力基本满足处理需求。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年底,公司已发行股本约18.13亿股,其中海螺系员工持股42.04%。公司无实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司主营垃圾处置业务布局范围广,业务扩张快。此外,公司已开始布局新能源材料业务,长期看,正负极材料项目投产将带动公司收入和利润的增长。

公司主营垃圾处置、节能设备制造及成套服务等业务。截至2022年底,公司已在全国25个省、市、自治区共签约推广环保项目118个。其中,炉排炉垃圾发电项目101个,厨余垃圾处置项目2个,水泥窑处置垃圾项目10个,新能源项目2个,锂电池回收综合利用项目3个,可处置生活垃圾约2032.40万吨/年(5.67万吨/日)。

公司成立初期利用水泥窑熟料产线协同开展固废处置业务和炉排炉垃圾发电业务,依赖海螺集团水泥建材业务协同效应,业务发展快。跟踪期内,公司以生活垃圾处置业务为核心,不断提升和开发先进的垃圾处理技术,丰

富和优化业务结构，目前业务已覆盖生活垃圾焚烧处理产业的各个环节，包括核心技术和工艺路线的研发、设备及配件的生产和制造、项目的投资、建设和运营管理等全产业链。2022年，公司处置生活垃圾 1078 万吨，同比增长 110.55%。

2021 年，公司开始布局新能源材料业务，计划建设年产 50 万吨/年磷酸铁锂电池正极材料、年产 20 万吨/年磷酸铁锂电池负极材料以及锂电池回收综合利用项目。公司联合日本川崎重工共同研发，开创了世界首台套焙烧工艺处置废旧锂电池的先河，公司锂电池回收项目处于生产实验阶段，子公司海川节能已纳入工信部《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业白名单；2022 年 9 月，年产 5 万吨的磷酸铁锂正极材料一期项目建成投产，负极材料项目和电池回收项目持续推进。未来，新能源材料业务或将成为公司收入和利润的重要组成。

3. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据公司反馈，公司无未结清或已结清不良信贷信息，过往履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分非执行董事发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

2023 年 6 月，于凯军先生由于工作调整已辞任公司非执行董事兼董事委员会成员；刘志华先生由于工作调整已辞任公司独立非执行董事兼董事委员会成员。同时，公司股东大会审议通过确认刘燕先生为公司非执行董事兼薪酬及提名委员会和战略、可持续发展及风险

管理委员会成员；确认彭苏萍博士为公司独立非执行董事兼薪酬及提名委员会及审核委员会成员。

2023 年 6 月，公司公告了《中国海螺创业控股有限公司之组织章程大纲》《中国海螺创业控股有限公司之经修订及重列组织章程细则》，对公司治理、日常管理和生产经营等无重大影响。

跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，受固废处置业务剥离影响，公司收入有所下降，但受主业规模扩大以及运营收入占比提高影响，公司垃圾处置和节能装备业务收入和盈利能力均同比提升。

因中国海螺环保股份有限公司（以下简称“海螺环保”）于 2022 年一季度完成分拆上市，公司固废处置业务已于 2022 年一季度剥离。目前，公司主营垃圾处置和节能装备业务。其中，垃圾处置主要分为炉排炉垃圾焚烧发电业务和水泥窑处置垃圾业务；节能装备业务主要为余热发电系统装备制造及成套业务。

2022 年，受益于公司已投运垃圾处置项目增加以及余热发电、立磨等订单增加，公司垃圾处置和节能装备业务收入分别同比增长 14.22%和 69.85%。同期，公司正极材料一期项目投产，新增新能源材料收入 0.06 亿元；公司新型建材和港口物流业务经营较为稳定；但由于固废处置业务剥离，公司收入总额同比下降 1.51%。

盈利方面，2022 年，公司综合毛利率同比下降 2.57 个百分点。其中，受垃圾处置运营收入占比提升影响，公司垃圾处置业务毛利率同比提高 3.69 个百分点；同时，公司加强成本管控，带动节能装备业务毛利率同比提高 6.40 个百分点；受产品价格大幅波动影响，公司新能源材料业务盈利能力一般，但收入占比很

低，该业务目前对公司收入和利润贡献小。

表 2 2020 - 2022 年公司收入构成

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
垃圾处置	47.99	72.66	24.60	57.44	68.78	23.80	65.61	79.78	27.49
节能装备	3.16	4.79	24.60	5.70	6.82	20.76	9.68	11.77	27.16
新型建材	1.23	1.87	23.67	1.43	1.71	16.98	1.27	1.55	14.12
港口物流	2.16	3.27	62.41	2.24	2.69	61.48	2.34	2.85	61.49
固废处置	11.50	17.41	66.80	16.70	20.00	59.70	3.28	3.99	50.27
新能源材料	--	--	--	--	--	--	0.06	0.07	8.51
总计	66.05	100.00	33.17	83.50	100.00	31.67	82.24	100.00	29.10

注：1. 固废处置业务已于 2022 年一季度正式剥离出公司合并范围；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2. 垃圾处置

2022 年，公司垃圾处置业务规模扩大，且由于运营收入占比提升，整体盈利能力有所提升。

垃圾处置为公司最重要的业务，主要由子公司安徽海创绿能环保集团股份有限公司（以下简称“海创绿能”）负责经营，业务涵盖垃圾焚烧发电、水泥窑协同处置生活垃圾和餐厨及厨余垃圾处置。跟踪期内，公司垃圾处置业务经营模式无重大变化。

跟踪期内，公司垃圾处置业务仍主要以 BOT 模式进行投资建设，经营模式及收入确认准则无重大变化。

2022 年，公司在建垃圾处置项目数量小幅下降，导致该业务建设收入同比下降 13.46%；同期，已投运项目增加带动该业务运营收入同比增长 113.30%。运营收入占比提升，带动公司垃圾处置业务盈利能力提升。

表 3 公司垃圾处置收益构成（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
建设收入	40.90	44.89	38.85
炉排炉垃圾发电	40.71	44.42	38.34
水泥窑处置垃圾	0.19	0.47	0.51
运营收入	7.21	12.55	26.76
炉排炉垃圾发电	6.24	12.02	26.12
水泥窑处置垃圾	0.98	0.53	0.64
总计	48.11	57.44	65.61

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 利息收入合并入运营收入中统计
资料来源：公司提供

（1）原材料采购

跟踪期内，公司生产、建设所需主要物资设备、原料耗材种类及采购模式无重大变化。跟随业务规模扩大，公司主要原材料采购金额快速增长。

表 4 运营阶段主要原材料采购金额（单位：万元）

名称	2020 年	2021 年	2022 年
燃油	1690	3536	5939
电力	470	778	2549
氨水	443	1015	1717
氢氧化钙	1909	3458	5891
活性炭	529	889	1586
螯合剂	328	947	1988
合计	5369	10623	19670

资料来源：公司提供

（2）电力生产及销售

公司炉排炉垃圾焚烧项目布局于全国 25 个省，其中安徽、湖南、云南、贵州垃圾处理能力较为集中。截至 2022 年底，公司已投运垃圾处理项目 72 个。其中，炉排炉垃圾发电项目 62 个，水泥窑处置垃圾项目 10 个。因水泥窑处置垃圾项目对水泥产线依赖性很强且综合效益较炉排炉垃圾发电项目偏弱，公司垃圾处置业务拓展将依赖于炉排炉垃圾发电。受益于项目数量的增加，公司炉排炉垃圾发电项目垃圾处理能力和发电能力均大幅提升，截至 2022 年底分别为 3.56 万吨/日和 63.00 亿千瓦时/年，但大部分单体项目处理能力不超过 750

吨/日。

表 5 公司垃圾处置项目经营能力情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
运营中项目数量（个）	38	52	72
其中：炉排炉垃圾发电	22	42	62
水泥窑处置垃圾	16	10	10
运营中项目设计产能	/	/	/
其中：炉排炉垃圾发电设计垃圾处理能力（吨/日）	11300	21400	35600
炉排炉垃圾发电设计发电能力（亿千瓦时/年）	12.00	24.00	63.00
水泥窑处置垃圾（吨/日）	3700	2200	2200
在建炉排炉垃圾发电项目数量（个）	24	26	24
在建炉排炉垃圾发电设计垃圾处理能力（吨/日）	10600	15600	10400

资料来源：公司提供

公司垃圾处置业务主要分为垃圾处理业务和垃圾发电业务。跟踪期内，公司垃圾处置业务签约及运营模式无重大变化。

垃圾处理业务方面，2022 年，公司垃圾处理均价同比变化不大。受益于投运项目增加，公司垃圾处理量同比增长 110.55%，但水泥窑处置垃圾量因水泥限产影响而同比下降。

垃圾发电业务方面，截至 2022 年底，公

司装机容量较上年底增长 68.06%，机组运营效率高，带动 2022 年上网电量同比提高 108.65%。公司所发电量实行全额上网，上网电价依据国家相关电价标准制定。2022 年，受新收购项目吨发电效益不及公司自建项目影响，公司入炉吨发电量（336 千瓦时/吨）同比下降 29 千瓦时/吨，但仍保持行业高水平。

表 6 公司垃圾处置项目经营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
垃圾发电装机容量（兆瓦）	235.00	468.00	786.50
垃圾发电设备平均运转率（%）	89.00	91.00	89.00
垃圾发电综合厂用电率（%）	16.20	15.60	16.30
入炉吨发电量（千瓦时/吨）	346.00	365.00	336.00
发电量（亿千瓦时）	9.54	19.72	41.49
上网电量（亿千瓦时）	7.99	16.65	34.74
上网电价（元/千瓦时）	0.65	0.65	0.65
垃圾处理量（万吨）	231.00	456.00	1039.00
垃圾处理均价（元/吨）	63.00	62.00	64.00
水泥窑处置垃圾			
垃圾处理量（万吨）	75.00	56.00	39.00
垃圾处理均价（元/吨）	139.00	128.00	125.00

资料来源：公司提供

3. 其他业务

节能装备业务为公司垃圾处置的配套业务，2022 年，伴随垃圾处置业务规模的扩大，该业务收入和利润同比增长。同期，港口物流和新型建材业务整体经营稳定，但业务规模较小，对公司收入和利润贡献有限；新能源材料业务仍处于起步期，当前收入规模很小。

节能装备业务

公司节能装备业务主要由海创绿能子公司海川工程、海川节能和上海海螺川崎节能环保工程有限公司（以下简称“上海川崎”）负责经营，业务涵盖定制化垃圾发电设备和节能环保核心设备制造及成套服务。

海川节能主要负责设备生产制造，产品多

为定制化生产，核心设备包括垃圾发电所用多种类型的炉排炉、烟气处理设备、水泥窑处置垃圾项目所用气化炉、余热发电项目所用锅炉、水泥工业节能所用立磨等产品。采购方面，生产所需钢材、备件或部分成品设备均由海川节能通过招投标方式自行负责，以现金和承兑汇票方式结算，结算周期根据单笔协议确定。海川工程和上海川崎主要负责设备成套服务，根据总包方项目建设方案及运营工艺采购相关设备并提供成套服务。

销售方面，公司节能装备业务主要为水泥窑配套余热发电项目及后续服务。2022年，公司余热发电、立磨等订单量增加带动该业务收入快速增长，且由于成本控制能力提升，该业务毛利率同比增长。

港口物流业务

公司港口物流业务主要由扬州海昌港务实业有限责任公司负责运营。公司物流及仓储能力无变化。目前，公司拥有3个7万吨级深水泊位，码头前沿水深常年-17米以上，能够满足进入长江的各种大型海轮的靠泊需求，并为其提供货物装卸中转服务。此外，公司拥有4个5000吨级内河驳运港池和34万平方米堆场，为长江干线最大的专业煤炭中转港之一，具有较强的散货储存能力。2022年，公司港口吞吐量3405万吨，同比小幅增长0.80%。

新型建材业务

公司新型建材业务主要由安徽海创新型节能建筑材料有限责任公司负责经营，主要产品为具有防火阻燃、防腐防蛀、轻质高强、耐候性好、易于加工及隔音等特性的无石棉纤维水泥板。公司从长期合作的贸易公司和纸业集团采购进口纸浆、水泥、石英砂等原材料，生产加工成品销售给建材公司。截至2022年底，公司新型材料产品产能为3200万平方米/年。2022年，公司新型材料产品销量772万平方米，同比下降14.41%，主要系市场竞争加剧所致。

新能源材料业务

公司新能源材料业务由安徽海创新新能源材料有限公司和四川海创尚纬新能源科技有限公司负责经营，主要产品为正负极材料。公司规划在安徽建设年产50万吨磷酸铁锂电池正极材料项目，该项目引进了国际先进的磷酸铁锂智能化成套设备，采用纳米化固相合成法工艺技术，通过高精度配料，精细研磨，制成磷酸铁锂正极材料。其中，年产5万吨的磷酸铁锂电池正极材料一期项目已于2022年9月建成投产。公司目前正极材料产量很低，且产品价格受市场波动大。公司规划在四川建设年产20万吨磷酸铁锂电池负极材料项目，该项目由公司与主营特种电缆业务的尚纬股份有限公司合作开发（公司持有项目公司51%股权）。其中，年产4万吨的磷酸铁锂电池负极材料一期项目已开工建设并预计于2023年内建成投产。

此外，公司积极布局废旧锂电池回收业务，主要由安徽海创循环科技有限公司负责经营，开展CKB锂电池回收项目建设。2023年上半年，公司锂电池中试线前端连续运营2个月，处理废旧电池728吨；中试线后端处于持续技改及碳酸锂溶出试验阶段。随着我国锂电池市场发展迅猛，未来5~10年将会产生大量退役电池。

4. 经营效率

公司整体经营效率一般。

2022年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为4.76次、14.04次和0.11次，同比均有所下降。与同行业公司相比，公司整体经营效率一般。

表7 同行业公司2022年经营效率指标（单位：次）

企业全称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
粤丰环保电力有限公司	0.33	6.93	216.21
绿色动力环保集团股份有限公司	0.21	2.99	63.8
中国光大绿色环保有限公司	0.20	1.37	18.04
重庆三峰环境集	0.27	3.61	3.72

团股份有限公司			
上海环境集团股份 有限公司	0.22	2.59	5.37
公司	0.11	5.81	13.78

注：为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据，与本报告计算数据存在差异；本报告计算数据使用的是将划分为持有待售资产拆分调整后的数据，收入及销售成本均含有持续经营业务和终止经营业务
资料来源：Wind

5. 在建工程

公司发展战略较为清晰，跟踪期内无重大变化。在建和储备项目投资规模较大，投资压力较大。此外，公司开始布局新能源材料业务，长期来看，项目投产或将推动公司收入和利润的增长。考虑到与现有业务在产品和服务内容以及业务模式等方面均有不同，该业务对公司经营和管理能力提出较高要求。

公司将继续推行双轮驱动的发展战略，聚焦垃圾处置的基础上，全面布局新能源产业，着力发展锂电池材料生产于废旧锂电池回收相结合的循环产业链，优化产业格局，做大做强各业务板块。

垃圾处置方面，截至2022年底，公司在建垃圾发电项目24个，预计总投资64.29亿元，已完成投资35.50亿元；拟建及储备垃圾发电项目15个，预计总投资43.64亿元。公司将持续扩张垃圾发电业务规模，未来将有较大持续性资本支出。

新能源材料方面，截至2022年底，公司在建项目主要为负极材料一期项目，预计总投资16.00亿元，已完成投资2.00亿元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2022 年财务报表，毕马威会

计师事务所对上述财务报表进行了审计，审计意见为：该等合并财务报表已根据国际会计准则委员会颁布的《国际财务报告准则》真实而中肯地反映公司于 2022 年 12 月 31 日的合并财务状况及其截至该日止年度的合并财务报表及合并现金流量，并已遵照香港《公司条例》的披露要求妥善编制。

从合并范围看，2022 年 3 月，公司分拆海螺环保，剥离固废处置业务；此外，伴随公司业务扩张，2022 年，公司新增子公司 28 家，减少子公司 2 家。整体看，公司合并范围变化对数据可比性有一定影响。为便于比较，根据财务报告附注信息，将 2021 年底划分为持有待售的资产和负债进行拆分并调整至资产和负债的相关科目。

截至 2022 年底，公司资产总额 753.80 亿元，总权益 471.72 亿元（含非控股权益 23.10 亿元）；2022 年，公司实现收入 82.24 亿元（含终止经营业务收入 3.28 亿元），税前利润 44.39 亿元（含终止经营业务税前利润 6.75 亿元）。

2. 资产质量

跟踪期内，受益于业务规模扩大，公司现金及现金等价物和无形资产快速增长带动公司资产总额增长，资产结构变化不大。公司持有的海螺集团 49% 股权为优质的投资资产，为公司提供了可观的投资收益及现金分红。公司资产受限比例低，但由于流动资产占比很低，资产整体流动性弱。

截至 2022 年底，公司资产总额较上年底增长 9.37%，资产构成仍以非流动资产为主。

表 8 公司资产主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	64.06	11.79	76.54	11.11	93.64	12.42
现金及现金等价物	33.51	52.30	31.56	41.24	43.62	46.58
贸易及其他应收款项	19.09	29.80	24.09	31.48	28.46	30.39
三个月后到期的银行存款	6.82	10.64	11.52	15.05	7.10	7.58

非流动资产	479.22	88.21	612.66	88.89	660.16	87.58
于联营公司权益	310.85	64.87	358.37	58.50	368.96	55.89
物业、厂房及设备	37.15	7.75	61.60	10.06	40.78	6.18
服务特许经营权资产的非即期部分/合约资产	49.46	10.32	52.80	8.62	48.06	7.28
无形资产	63.66	13.28	100.70	16.44	166.89	25.28
资产总额	543.28	100.00	689.19	100.00	753.80	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

截至 2022 年底，公司流动资产较上年底增长 22.35%，主要系现金及现金等价物较上年底增长 38.19%所致。截至 2022 年底，公司用于开具银行承兑汇票而受限的银行存款为 1.11 亿元，公司货币资金（含现金及现金等价物、受限制银行存款及三个月后到期的银行存款）受限比例为 2.14%。受已投运项目增加以及设备订单增加影响，公司电力业务收入和设备收入增加，截至 2022 年底，公司贸易及其他应收款项较上年底增长 18.11%。从账龄构成看，即期部分（预计不会逾期）占 76.08%，逾期部分占 23.92%（合计计提亏损拨备 1.01 亿元）。

截至 2022 年底，公司非流动资产较上年底增长 7.75%，主要系垃圾发电业务规模扩张带动公司无形资产较上年底快速增长 65.73%所致。公司联营企业主要为海螺集团（持股 49%），为公司提供了可观的投资收益及现金分红，对公司业绩实现提供有力支撑，截至 2022 年底，公司于联营公司权益较上年底增长 2.96%。受海螺环保拆分影响，截至 2022 年底，公司物业、厂房及设备较上年底下降 33.81%。

受限资产方面，截至 2022 年底，公司受限资产为 1.11 亿元现金及现金等价物，资产受限占比 0.24%，受限比例低。

3. 资本结构

跟踪期内，公司总权益规模较为稳定，但

构成中储备占比较高，权益结构稳定性弱。公司债务结构与资产结构匹配性高，债务负担轻，集中偿付压力较小。

（1）权益

截至 2022 年底，公司总权益 471.72 亿元，较上年底增长 1.10%。从构成来看，公司非控股权益 23.10 亿元，占总权益的 4.90%；本公司权益股东应占总权益 448.62 亿元，占总权益的 95.10%。其中，股本占 0.03%，储备（主要为保留盈利）占 99.97%。储备占比很高，公司权益结构稳定性弱。

此外，2022 年，公司因海螺环保分拆上市确认大额投资收益以及当期实现利润导致保留盈利增加 151.49 亿元。同时，公司向股东进行实物分派以及海螺环保出表导致保留盈利减少 144.95 亿元。总体看，海螺环保分拆上市对公司权益变动影响较小。

（2）负债

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 26.71%，主要系公司业务扩张、项目投资规模扩大带动借款增加所致。截至 2022 年底，公司银行贷款合计 181.86 亿元，较上年底增长 36.72%，主要为信用贷款。其中，2~5 年内到期的贷款占 35.60%，5 年以后到期的贷款占 55.43%。受可换股债券即将到期调整至流动负债影响，公司流动负债占比较上年底提高 7.10 个百分点。

表 9 公司负债主要构成

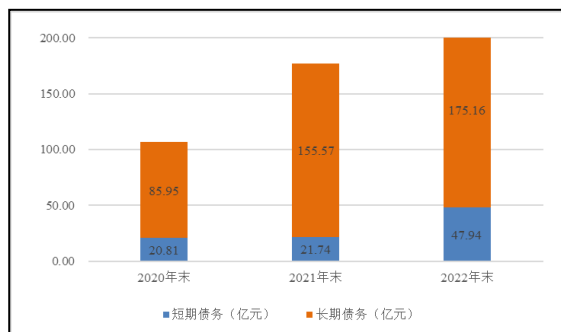
科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	56.88	39.63	65.93	29.61	103.54	36.71
银行贷款（即期）	12.82	22.54	12.37	18.76	6.91	6.67

贸易及其他应付款项	42.02	73.87	50.88	77.18	55.30	53.41
可换股债券	0.00	0.00	0.00	0.00	38.80	37.48
非流动负债	86.63	60.37	156.69	70.39	178.54	63.29
银行贷款（非即期）	51.24	59.16	120.65	77.00	174.96	98.00
负债总额	143.50	100.00	222.62	100.00	282.07	100.00

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

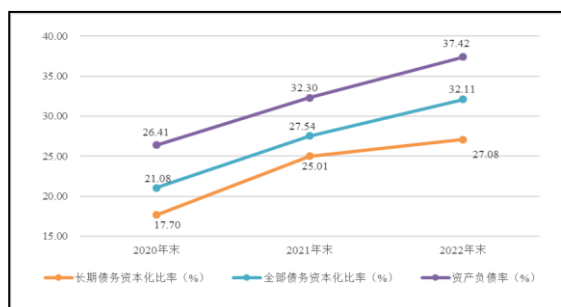
有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务较上年底增长 25.82%，受可换股债券即将到期影响，短期债务占比较上年底增长 9.23 个百分点，但债务结构合理且与资产相匹配。截至 2022 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底增长 5.12 个百分点、4.57 个百分点和 2.07 个百分点，但整体债务负担仍轻。

图2 公司债务规模情况



资料来源：联合资信根据公司年报整理

图3 公司债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司年报整理

从全部债务期限结构看，公司债务到期日较为分散，集中偿付压力尚可。

表 10 截至 2022 年底公司全部债务期限结构
(单位：亿元)

类型	1 年以内	1~2 年	2~5 年	5 年以上	总计
可换股债券	38.80	0.00	0.00	0.00	38.80
银行贷款	6.91	9.41	64.75	100.80	181.86

租赁负债	0.08	0.08	0.09	0.02	0.28
应付票据	2.15	--	--	--	2.15
合计	47.94	9.49	64.84	100.83	223.10
占比 (%)	21.49	4.25	29.06	45.19	100.00

资料来源：联合资信根据公司年报整理

4. 盈利能力

2022 年，受固废处置业务剥离以及垃圾处置业务扩大共同影响，公司业务收入规模和毛利率有所下降。公司投资收益为利润的主要来源，2022 年，受水泥行业下行影响，投资收益同比缩减。

2022 年，受固废处置业务剥离以及垃圾处置业务扩大共同影响，公司收入同比小幅下降，销售成本同比有所提高，导致毛利率同比有所下降。同期，公司期间费用控制能力有所提升；应占联营公司利润占公司税前利润比重仍很高，但由于水泥行业下行，该部分投资收益规模同比下降。

此外，公司拆分海螺环保，并以 2022 年 3 月 30 日收盘价及发行股数对海螺环保的公允价值进行确认，扣减海螺环保净分派资产和集团内部交易未实现溢利后，确认拆分海螺环保新增公司净收益 120.49 亿元。受此影响，2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比大幅提高。

表 11 公司盈利情况 (单位：亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
收入	66.05	83.50	82.24
销售成本	44.14	57.06	58.31
费用总额	5.32	7.81	6.39
应占联营公司利润	63.87	61.68	29.39
税前利润	80.53	79.33	44.39
实物分派净收益	--	--	120.49
毛利率 (%)	33.17	31.67	29.10

总资本收益率(%)	15.75	12.32	24.19
净资产收益率(%)	19.39	16.24	34.32

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

5. 现金流分析

公司经营活动所得现金主要来源于垃圾处置业务运营收入，2022 年，经营活动所得现金净额同比大幅增长，同时联营公司分配的股息现金流规模较大，但仍无法覆盖投资支出，投资仍主要依赖于融资所得现金。

经营活动方面，公司垃圾处置项目建造服务收入为非现金收益，不能在当期形成现金流，项目运营期间可获得现金流。2022 年，受益于运营项目增加，公司经营活动所得现金净额同比大幅增长。

投资活动方面，受公司垃圾处置项目增速放缓以及银行存款所得款项增长影响，2022 年，公司投资活动所用现金净额净流出规模同比下降。2022 年，公司已收联营公司股息 15.83 亿元，同比有所提高，为公司提供了较为稳定的现金流。

公司垃圾处置项目和新能源材料项目资本支出规模较大，且公司经营获现不能满足投资需求，存在较大的对外融资需求。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

现金流	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动所得现金净额	7.15	13.08	18.10
投资活动所用现金净额	-31.24	-70.08	-48.48
融资活动前所得现金净额	-24.09	-57.00	-30.38
融资活动所得现金净额	28.50	55.18	47.80

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

6. 偿债能力指标

2022 年，由于短期债务增幅明显，公司短期偿债能力指标有所减弱；同期，由于投资收益缩减以及全部债务增加，公司长期偿债能力指标有所减弱。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力指标	流动比率(%)	112.63	116.09	90.44
	速动比率(%)	107.88	110.23	86.15
	经营现金流动负债比(%)	12.57	19.84	17.49
	现金短期债务比(倍)	2.05	2.22	1.18

长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	85.41	87.46	57.91
	全部债务/EBITDA(倍)	1.25	2.03	3.85
	EBITDA 利息倍数(倍)	29.43	18.09	8.02

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2022 年底，受可换股债券即将到期转入流动负债影响，公司流动比率和速动比率分别较上年底下降 25.65 个百分点和 24.08 个百分点，流动资产对流动负债的保障能力有所下降。2022 年，公司现金流表现较好，但短期债务增长快，现金对短期债务保障能力有所减弱。

从长期偿债能力指标看，2022 年，受投资收益下降影响，公司 EBITDA 同比下降 33.79%，对债务本息的保障能力有所弱化。

截至 2022 年底，公司共获得银行授信总额 524 亿元，其中已使用授信额度 185 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。同时，公司作为联交所主板上市公司，拥有直接融资条件。

截至 2022 年底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

十、外部支持

1. 股东支持

海创投资将其持有的海螺集团 49% 股权注入公司，海螺集团规模优势显著，盈利能力很强，为公司提供了稳定的投资收益和股息分配现金流，对公司发展提供有力支撑。

2013 年 7 月，股东海创投资将海螺集团 49% 股权注入公司。海螺集团是以水泥制造为主导，集绿色建材、智能制造、节能环保、新能源新材料、国际贸易等业务为一体的安徽省属大型集团企业。海螺集团旗下控股海螺水泥（证券代码“600585.SH”）和海螺新材（证券代码“000619.SZ”）两家上市公司，在水泥和型材业务方面均具有显著的规模优势，产销规模处于行业领先水平。同时，海螺集团技术及管理优势明显，依托良好的资源禀赋及合理的产能布局，海螺集团市场控制力不断加强，盈利能力和综合竞争力均居于行业领先地位。

位。

海螺集团和海螺水泥品牌效明显，融资及项目获取能力强，受益于产业协同，公司水泥窑处置垃圾和固废处置业务发展快。同时，公司持有的49%海螺集团股权为公司提供了稳定的投资收益和股息分配现金流，对公司发展提供有力支撑。2021—2022年，公司应占联营公司（海螺集团）利润分别为61.36亿元和29.29亿元，所获联营公司（海螺集团）分配股息分别为14.05亿元和15.75亿元。

2. 政府补贴及税收优惠

公司属于环保行业，环保项目可享受政府补贴及税收优惠政策。

公司主营业务为国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019年本）》规定的鼓励发展的行业，可享受一定的政府补贴及税收优惠政策。其中，根据《财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》（财税〔2008〕156号）和《环境保护、节能节水项目企业所得税优惠目录（试行）》（财税〔2009〕166号）规定，公司垃圾发电项目享有企业所得税“三免三减半”及上网部分实行增值税即征即退等税收优惠政策；根据《财政部 税务总局 国家发展改革委关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》（财政部 税务总局 国家发展改革委公告 2020年第23号）规定，公司在内蒙古、广西、贵州、云南、陕西等西部地区符合政策规定的鼓励类产业企业享受15%企业所得税优惠；部分高新技术企业子公司享受15%企业所得税优惠。

十一、 债券偿还能力分析

公司现金及现金等价物和 EBITDA 对存续债券到期偿付峰值的保障能力强。

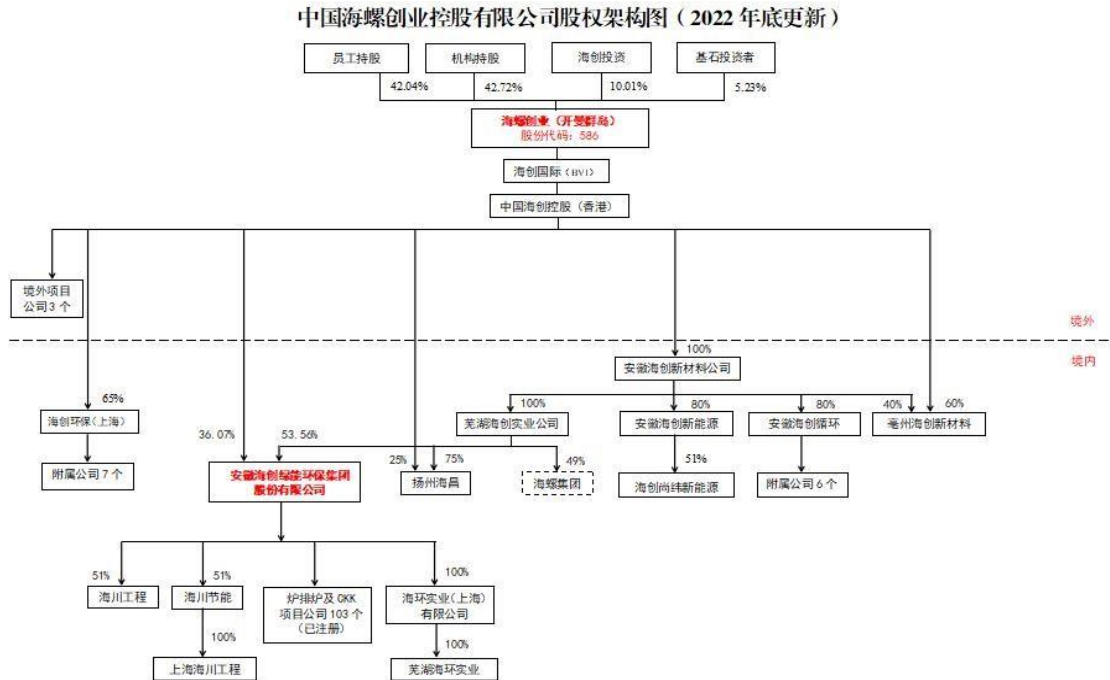
截至2023年6月底，公司存续期内的债券合计65.80亿元。其中，中期票据合计27.00亿元，募集资金将全部用于偿还可换股债券（38.80亿元）。以2023年到期偿付峰值38.80

亿元测算，公司2022年底现金及现金等价物为到期偿付峰值的1.12倍；2022年经营活动所得现金净额和EBITDA分别为到期偿付峰值的0.47倍和1.49倍。

十二、 结论

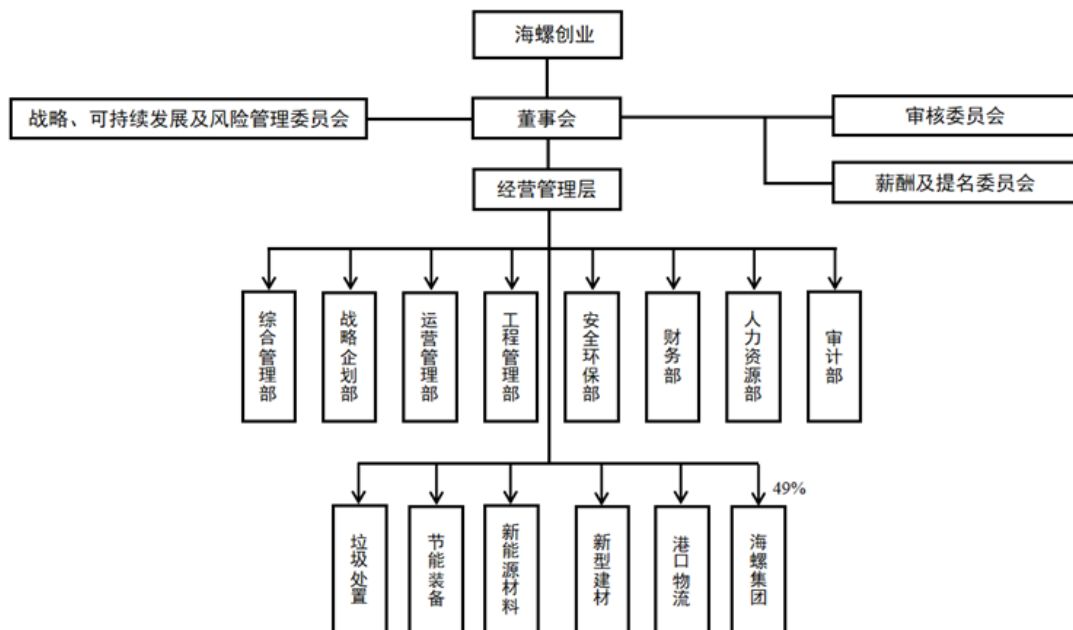
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“23 海螺创业 GN001BC”和“23 海螺创业 GN002BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构图



注：基石投资者主要为中国建材控股有限公司（CHINA BUILDING MATERIAL HOLDINGS CO., LIMITED），亚洲水泥股份有限公司（Asia Cement Corporation），台湾水泥（TCC INVESTMENT CORPORATION）
资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底公司主要控股子公司情况

主要控股子公司名称	注册地点	法定股本/注册资本 (万元)	应占权益百分比 (%)	主营业务
中国海创控股 (香港) 有限公司	香港	25000 港元	100	控股公司
中国海创控股国际有限公司	英属维尔京群岛	1 万美元	100	控股公司
安徽海创绿能环保集团股份有限公司	安徽省	166360	89.62	控股公司
安徽海创新能源材料有限公司	安徽省	100000	80	新能源材料
四川海创尚纬新能源科技有限公司	四川省	50000	51	新能源材料
咸阳海创环境能源有限责任公司	陕西省	27000	100	垃圾处置
扬州海昌港务实业有限责任公司	江苏省	26050	100	港口物流
海环实业 (上海) 有限公司	上海市	20000	100	建设工程设计及施工
安徽海创新型节能建筑材料有限责任公司	安徽省	20000	100	新型建材
安徽海创循环科技有限公司	安徽省	20000	80	锂电池回收
呼和浩特嘉盛新能源有限公司	内蒙古	18089	70	垃圾处置
贵阳海创环境能源有限责任公司	贵州省	16700	100	垃圾处置
内蒙古普拉特交通能源有限公司	内蒙古	16000	100	垃圾处置
上海创玥置业有限公司	上海市	15000	65	物业
上海创玗置业有限公司	上海市	15000	65	物业
上海创旭实业有限公司	上海市	15000	65	物业
上海创衡实业有限公司	上海市	15000	65	物业
烟台海创丛林环保能源有限责任公司	山东省	15000	60	垃圾处置
吉林市双嘉环保能源利用有限公司	吉林省	15000	99.67	垃圾处置
杭州盛勋投资合伙企业	浙江省	14944	100	垃圾处置
冠县国环垃圾处理有限公司	山东省	13980	90	垃圾处置
亳州海创新型节能建筑材料有限责任公司	安徽省	12500	100	新型建材
沙河海创环保科技有限公司	河北省	12000	66	垃圾处置
建水海创环境能源科技有限责任公司	云南省	11340	100	垃圾处置
馆陶县正好环保科技有限公司	河北省	11000	100	垃圾处置
马鞍山海创环境科技有限责任公司	安徽省	10770	100	垃圾处置
江西景圣环保有限公司	江西省	10125	70	垃圾处置
芜湖海创实业有限责任公司	安徽省	10000	100	节能环保设备的设计与建造
芜湖海环实业有限公司	安徽省	10000	100	建设工程设计及施工
海螺创业环保科技 (上海) 有限公司	上海市	10000	65	控股公司
金寨海创环境工程有限责任公司	安徽省	10000	100	垃圾处置
莎车海创环境工程有限责任公司	新疆	10000	100	垃圾处置
海东海创环境科技有限责任公司	青海省	10000	100	垃圾处置
茌平县国环再生能源有限公司	山东省	10000	95	垃圾处置
安徽海螺川崎工程有限公司	安徽省	10000	51	节能装备
安徽海螺川崎节能设备制造有限公司	安徽省	10000	51	节能装备
上海海螺川崎节能环保工程有限公司	上海市	10000	51	节能装备

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	42.72	48.30	56.40
资产总额（亿元）	543.28	689.19	753.80
总权益（亿元）	399.77	466.57	471.72
短期债务（亿元）	20.81	21.74	47.94
长期债务（亿元）	85.95	155.57	175.16
全部债务（亿元）	106.76	177.31	223.10
收入（亿元）	66.05	83.50	82.24
税前利润（亿元）	80.53	79.33	44.39
EBITDA（亿元）	85.41	87.46	57.91
经营活动所得现金净额（亿元）	7.15	13.08	18.10
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.56	5.83	4.76
存货周转次数（次）	17.52	17.39	14.04
总资产周转次数（次）	0.14	0.14	0.11
毛利率（%）	33.17	31.67	29.10
总资本收益率（%）	15.75	12.32	24.19
净资产收益率（%）	19.39	16.24	34.32
长期债务资本化比率（%）	17.70	25.01	27.08
全部债务资本化比率（%）	21.08	27.54	32.11
资产负债率（%）	26.41	32.30	37.42
流动比率（%）	112.63	116.09	90.44
速动比率（%）	107.88	110.23	86.15
经营现金流动负债比（%）	12.57	19.84	17.49
现金短期债务比（倍）	2.05	2.22	1.18
EBITDA 利息倍数（倍）	29.43	18.09	8.02
全部债务/EBITDA（倍）	1.25	2.03	3.85

注：1. 公司合并财务报表按照《国际财务报告准则》编制；除特别说明外，均指人民币；2. “2021 年（调整后）”情况说明：由于公司 2021 年筹划对中国海螺环保股份有限公司（以下简称“海螺环保”）进行分拆上市，资产负债表中海螺环保相关资产和负债分别划分为持有待售资产和持有待分配负债，与以前年度数据口径存在较大差异，为便于比较，将 2021 年底划分为持有待售的资产进行拆分并调整至流动资产及非流动资产相关科目，将 2021 年底划分为持有待分配负债进行拆分并调整至流动负债及非流动负债相关科目；3. 2021 - 2022 年收入、税前利润和 EBITDA 包含持续经营业务和终止经营业务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
总权益年复合增长率	
收入年复合增长率	
税前利润年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	收入/平均贸易应收款项及应收票据 (即期)
存货周转次数	销售成本/平均存货净额
总资产周转次数	收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(年内利润+费用化利息支出) / (总权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	年内利润/总权益×100%
毛利率	(收入-销售成本) / 收益×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+总权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+总权益) ×100%
担保比率	担保余额/总权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动所得现金净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=现金及现金等价物+受限制银行存款+三个月后到期的银行存款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产

短期债务=流动负债中的银行贷款+可换股债券+租赁负债+应付票据

长期债务=非流动负债中的银行贷款+可换股债券+租赁负债

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=税前利润+费用化利息支出 (财务费用) +折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出 (财务费用)

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持