



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪092号

芜湖海螺型材科技股份有限公司：

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“芜湖海螺型材科技股份有限公司2012年公司债券”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，维持贵公司本次债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年五月十五日

芜湖海螺型材科技股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	芜湖海螺型材科技股份有限公司		
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 8.50 亿元		
存续期限	2012/09/21~2017/09/20		
上次评级时间	2016/04/22		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

基本观点

芜湖海螺型材科技股份有限公司（以下简称“海螺型材”或“公司”）作为塑料型材行业的龙头企业，塑料型材产销量连续多年位居行业第一，市场占有率超过 30%。2016 年，面对激烈的市场竞争和铝合金的市场冲击，公司积极调整产品结构及产能布局，完善营销网络，创新营销模式，进一步加强与大型房企的合作关系，稳固其市场份额，持续保持其适中的财务杠杆比率和较为稳健的资本结构。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到型材市场竞争激烈及 PVC 价格波动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型材主体信用等级 **AA**，评级展望稳定，维持“芜湖海螺型材科技股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级 **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。

概况数据

海螺型材	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	26.23	26.53	26.66	26.58
总资产（亿元）	40.60	39.09	38.75	39.00
总债务（亿元）	11.39	8.52	8.49	9.30
营业总收入（亿元）	39.04	34.29	31.85	5.63
营业毛利率（%）	14.19	15.72	14.60	7.56
EBITDA（亿元）	3.96	3.64	3.13	-
所有者权益收益率（%）	4.72	4.47	3.27	-
资产负债率（%）	35.38	32.13	31.21	31.86
总债务/EBITDA（X）	2.88	2.34	2.72	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.09	7.45	7.19	-

海螺集团	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	709.64	755.87	819.27
总资产（亿元）	1,083.62	1,117.09	1151.19
总债务（亿元）	240.33	227.18	193.56
营业总收入（亿元）	653.02	548.60	598.55
营业毛利率（%）	32.47	26.97	31.52
EBITDA（亿元）	203.16	163.05	175.93
所有者权益收益率（%）	16.41	21.11	10.90
资产负债率（%）	34.51	32.34	28.83
总债务/EBITDA（X）	1.18	1.39	1.10
EBITDA 利息倍数（X）	15.06	13.80	17.89

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。

正 面

- 产能布局进一步优化。2016 年公司山东型材扩能项目顺利投产，生产能力得到进一步扩展。同时，唐山、乌鲁木齐等地的产能逐步向长春及和田项迁移，有助于更好地服务核心客户以及降低运输成本。
- 加强房企合作，巩固市场份额。公司积极优化营销网络和营销模式，增强与国内大型房企的合作，2016 年新增万科、碧桂园、远洋地产等数十家知名房企作为战略合作客户。截至 2016 年底，公司合作房企客户达 180 家，房企战略合作销量同比增长近 30%。
- 资本结构保持稳健。截至 2016 年末，公司总负债和总债务分别降至 12.43 亿元和 9.30 亿元，资产负债率和总资本化率分别降至 31.21%和 24.16%，负债率维持在适中水平，

财务杠杆控制情况良好。

分析师

吴振华 zhhwu@ccxr.com.cn

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月15日

关注

- 经营性业务利润持续下滑。公司 2014~2016 年及 2017 年一季度营业收入萎缩趋势明显，同期经营性业务利润分别为 1.49 亿元、1.28 亿元、0.77 亿元和-0.38 亿元，在产品售价提振不力及原材料成本同比上升背景下，公司经营性业务利润持续下滑并于近期阶段性亏损经营，业务运营压力上升。

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。

基本面分析

公司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。

2016年，公司销量企稳，但产品售价同比降低，当年实现营业收入31.85元，同比减少7.13%，取得净利润0.76亿元，同比减少19.65%。

2016年塑料型材行业产能过剩仍未较大改观，市场竞争激烈，且面临着铝合金型材的持续冲击，行业产品需求下降。但公司根据行业发展趋势和市场形势变化，积极调整产品结构、完善营销网络、创新营销模式，当年产品销量企稳

公司主要从事建筑用塑料型材产销业务，经营发展与房地产行业的发展关联度较高。2016年，受益于宽松的货币政策和行业政策，全国房地产开发投资增速转跌为涨，根据国家统计局数据显示，2016年房地产企业累计完成房地产开发投资102,581亿元，比上年名义增长6.9%（扣除价格因素实际增长7.5%），增速较上年上涨5.9个百分点；房屋新开工面积154,454万平方米，同比增长1.3%。尽管房地产开发投资、房屋新开工面积均有所增长，但塑料型材行业面临的产能过剩、铝合金型材替代等问题仍未明显改观，行业景气度仍低位运行。

目前，我国塑料型材行业产能整体供过于求，同时非标型材通过低价销售加剧了行业市场竞争程度，压低了整体市场利润。另外，近年来，铝合金门窗行业企业加大了投入，对塑料门窗行业形成一定冲击。据公开资料显示，目前铝合金门窗在建筑门窗市场上的占比最大，为55%，而塑料门窗占比为35%。未来塑料型材仍面临来自于非标型材和低质铝合金等非同质化产品的冲击。

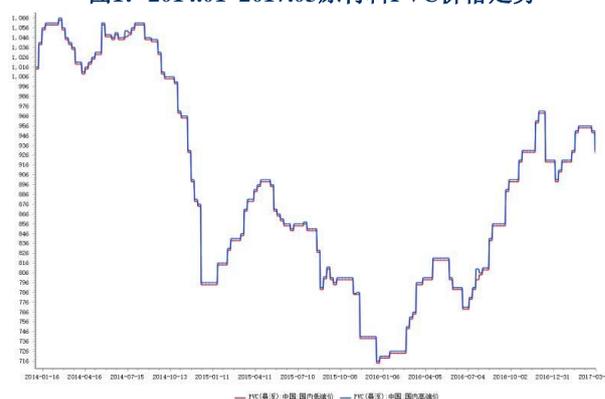
2016年根据行业发展趋势和市场形势变化，公司积极完善营销网络和调整营销模式：第一，积极推进客户分类分级管理，拓展房产客户直接合作，成功与万科、碧桂园、远洋地产等数十家知名房企

签订了战略合作协议，截至2016年底，公司在合作房产客户达180家，房企战略合作销量同比增幅近30%；第二，公司灵活运用房产抵押等销售政策与3,158家门窗厂达成合作，保证了公司的基本销量；第三，公司建立起边贸外贸专题会议机制，加大投入，全年边贸外贸同比增长32%；第四，公司进一步扩大家装市场投入，完善天猫网站建设及运营，当年芜湖海螺绿色建材体验馆顺利开业，近年来累计在19个中心城市设立体验店，探索推进线上线下相结合的家装门窗营销模式。此外，公司还推进CRM客户管理系统上线应用，探索建立了大区销售专管员模式，优化销售开票结算流程，提高了市场对接效率和客户服务效率。

除上述举措外，公司积极调整优化产品结构：2016年公司进一步加大附加值较高的彩色型材推广力度，当年销售彩色型材同比增长6%。当年公司各类型材总销量45.24万吨，同比基本持平，销量企稳。

主要原材料 PVC 价格自 2016 年下半年以来大幅上涨，公司加大内部降本增效力度，但营业毛利率仍有所下降

图1：2014.01~2017.03原材料PVC价格走势



资料来源：公开市场，中诚信证评整理

PVC是塑料型材最主要原材料构成部分，其价格波动对塑料型材生产企业的经营业绩影响较大。2016年下半年以来，上游PVC价格大幅上涨，同时下游需求下降、竞争加剧及铝合金型材替代冲击等因素均制约塑料型材产品价格上行，当年公司毛利率为14.60%，同比下降1.12个百分点。尽管2017年一季度PVC价格小幅回落，但仍高于上年同期水平，给公司造成较大的成本控制压力。

在售价提振不力情况下，公司加大内部降本增效力度，通过加强指标管控、推进技改技措等措施，实现2016年型材单位加工成本同比下降，并取得各类财政补贴和理财收益5,647万元；推进内部减员增效，公司用工人数同比减少，型材劳动生产率同比增长6.3%。

表 1：2015~2016 年公司塑料型材产品成本构成

单位：亿元、%

项目	2015 年		2016 年		同比增减
	金额	占比	金额	占比	
原材料成本	23.86	83.03	22.09	82.16	-7.40
折旧成本	1.45	5.05	1.44	5.36	0.65
其他成本	3.43	11.92	3.36	12.48	2.02

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年公司山东1万吨扩能项目顺利投产，长春、和田项目相继签约和开工建设，2017年将陆续投产，产能布局进一步优化

为了应对国内市场的变化，更好的服务核心客户以及降低运营成本，公司积极推动优化产能分布。2016年公司山东投资建设了1万吨塑料型材扩能项目，该项目于2016年5月建成投产；同时，公司计划从芜湖和唐山基地搬迁4万吨产能至吉林长春，从乌鲁木齐基地搬迁2万吨产能至新疆和田，均于2016年下半年开工建设，预计2017年将陆续投入运营。截至2016年末，公司共拥有安徽芜湖、河北唐山、浙江宁波、广东英德、新疆乌鲁木齐、四川成都、山东东营和陕西宝鸡八大生产基地，另有吉林长春和新疆和田两个在建基地，产业布局更趋合理，总产能达到76万吨，位居行业首位，具备较突出的规模优势。

表 2：截至 2016 年末公司产能布局情况

单位：万吨

生产基地	设计产能	建设进度	生产品种
安徽芜湖	28	建成投产	塑料型材
河北唐山	12	建成投产	塑料型材
浙江宁波	4	建成投产	塑料型材
广东英德	7	建成投产	塑料型材
新疆乌鲁木齐	8	建成投产	塑料型材
四川成都	8	建成投产	塑料型材
山东东营	5	建成投产	塑料型材
陕西宝鸡	4	建成投产	塑料型材
吉林长春	计划从芜湖和唐山基地搬迁4万吨	建设中	塑料型材
新疆和田	计划从乌鲁木齐基地搬迁2万吨	建设中	塑料型材
合计	76	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

投资方面，公司长春项目建设计划投资额1.37亿元（含设备投资），截至2016年末累计投入资金221万元；和田项目计划总投资约6,000万元，作为安徽省援疆项目，得到当地政府的有力支持，给予了一定的优惠政策，减少了公司投资成本。整体来看，公司保有少量在建项目，后续存在一定资本支出需求。

公司坚持做大做强节能门窗材料产业，加强产品和技术创新，同时促进产业结构调整升级，积极探寻新的业务领域，推进主业向多元化方向发展

2016年公司坚持做大做强门窗节能材料产业，促进产业结构调整升级。公司对管材行业进行了调研，利用芜湖海螺新材料有限公司现有厂房投资建设了1,500万米PPR、PERT家装管材技改项目；同时积极探索家装业务，当年8月在芜湖开立绿色建材生活体验馆，将依托型材产品优势，以门、窗为品类切入点打造现代“生态家居”消费新理念。技术创新方面，2016年公司在行业内率先完成系统门窗的开发，欧尚65、德标70系列节能窗顺利通过新标准耐火性能检测，并推出了欧尚70及75系列、建筑模板等新产品，丰富了产品种类，高端产品销售比例进一步提升。公司塑料与门窗研究所获得“中国轻工业重点实验室”首批授牌，塑料异型材工程技术研究中心顺利通过安徽省科技厅验收，公司整体研发实力不断增强。2016年间，公司共获得3项发明

专利、6项实用新型专利和2项外观设计专利。产品和技术方面的创新，有助于公司核心竞争力的进一步提升。

面对非标型材和低质铝合金等非同质化产品的冲击，公司加强对新产业、新产品、新技术领域的调研，积极探寻新的业务领域，推进主业向多元化方向发展。

总体来看，公司稳步推进产品和技术创新，研发实力不断增强，核心竞争力得到进一步提升。同时，对新的业务领域的探寻有助于公司主业多元化步调的推进。

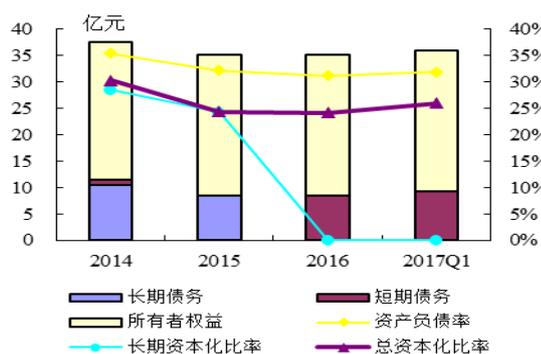
财务分析

以下财务分析基于公司提供的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2014年度、2015年度及2016年度审计报告，以及未经审计的2017年一季度财务报表。

资本结构

2016年公司运营情况有所下行，截至2016年末，公司总资产为38.75亿元，所有者权益为26.66亿元，基本与上年持平；2017年一季度末公司总资产和所有者权益分别为39.00亿元和26.58亿元，分别较期初增加0.64%和减少0.30%。2016年末公司总负债为12.09亿元，同比减少3.71%；2017年一季度末总负债为12.43亿元，较期初增长2.74%。截至2016年末，公司资产负债率和总资本化率分别为31.21%和24.16%，分别较上年末下降0.92个百分点和0.15个百分点；截至2017年一季度末，公司资产负债率和总资本化率分别为31.86%和25.91%，维持在较低水平。

图2：2014~2017.Q1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2016年末，公司总债务为8.49亿元，规模与上年基本持平，但“12海型债”一年内将到期，使得债务期限结构调整以为以短期债务为主的债务结构，短期内偿债压力增加。截至2017年3月31日，公司债务均为短期债务9.30亿元。总体来看，公司债务均为短期债务，短期偿债压力有所增加，但公司整体财务杠杠比率较低，财务结构仍较稳健。

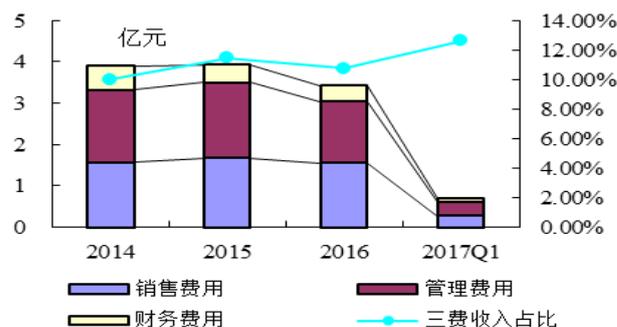
盈利能力

公司营业收入主要来自于塑料型材销售，2016年塑料型材销量企稳，但售价下降，使得最终营业收入为31.85亿元，同比减少7.13%；2017年一季度公司产品销量略有下滑，期间实现营业收入5.63亿元，同比减少1.01%。

毛利率方面，2016年下半年以来PVC价格大幅上行，较大程度加大了公司的成本控制压力。同时，塑料型材行业产能过剩并面临铝合金型材的市场竞争，产品提价动力不足。2016年公司营业毛利率为14.60%，较上年下降1.12个百分点；2017年1-3月，公司营业毛利率为7.56%，跌幅进一步扩大。

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，随着业务规模的下滑，公司通过劳动用工优化、技改技措、压缩非生产性支出等措施，大力实施降本增效，销售费用和管理费用均有所减少。2016年公司三费合计3.43亿元，较上年减少12.58%；2016年公司三费收入比为10.78%，较上年下降0.67个百分点，公司期间费用控制力较上年有所提升。2017年一季度公司三费合计0.71亿元，占营业收入比重为12.64%。

图3：2014~2017.Q1公司三费构成情况

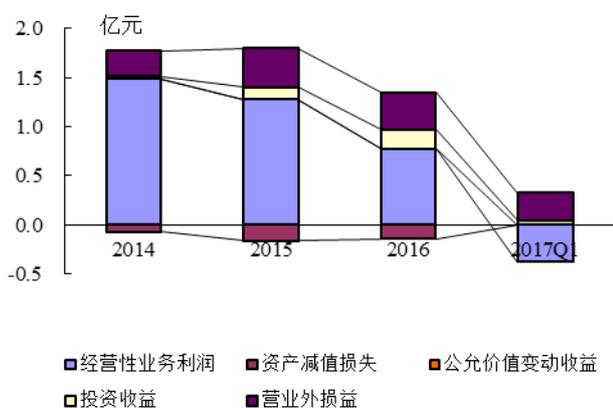


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润及营业

外收益构成，其中营业外收入主要为政府补助。2016年，公司经营性业务利润和营业外收入分别为0.83亿元和0.39亿元，其中经营性业务利润较上年减少39.25%，主要由于营业收入及毛利水平下降所致。2016年公司实现利润总额1.20亿元，较上年减少26.43%。2017年1-3月公司产品主要原材料PVC价格较去年同期大幅上涨，但产品销售价格未能同步上涨，加之销量亦有所下滑，导致公司亏损经营。2017年1~3月公司经营性业务利润为-0.38亿元。

图4：2014~2017.Q1公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司业务受到竞争形势及成本端冲击较大，盈利能力持续下滑。

表3：2014~2017.Q1公司经营性业务利润列示

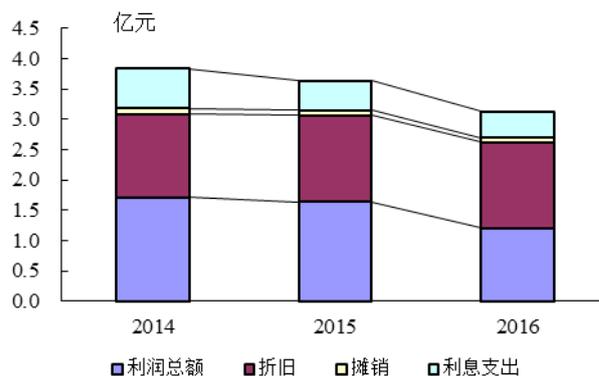
项目	2014	2015	2016	2017.Q1
经营性业务利润 (亿元)	1.49	1.28	0.77	-0.38

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

偿债能力

获现能力方面，公司EBITDA主要由折旧、利息支出和利润总额构成，受利润总额和利息支出减少影响，2016年，公司EBITDA为3.13亿元，同比减少14.10%，同期总债务/EBITDA为2.72倍，EBITDA利息倍数为7.19倍，EBITDA对债务本息能够形成一定保障。

图5：2014~2016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

表4：2014~2017.Q1公司偿债能力指标

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	0.96	0.04	8.49	9.30
总债务 (亿元)	11.39	8.52	8.49	9.30
资产负债率 (%)	35.38	32.13	31.21	31.86
总资本化比率 (%)	30.28	24.31	24.16	25.91
EBITDA (亿元)	3.96	3.64	3.13	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.09	7.45	7.19	-
总债务/EBITDA (X)	2.88	2.34	2.72	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	7.89	8.55	7.69	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.54	0.49	0.39	-0.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持着长期良好的合作关系。截至2016年12月31日，公司拥有各商业银行综合授信额度19.7亿元，未使用授信额度19.7亿元，备用流动性充裕。

截至2017年3月31日，公司无对外担保、重大未决诉讼及仲裁事项。

整体来看，受产品价格下滑影响，公司业务规模有所下降，同时盈利水平下滑幅度较大。但公司杠杆比率维持在较低水平，加之融资渠道畅通，具备较强的财务弹性，其后期发展仍具备良好支撑。

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“芜湖海螺型材科技股份有限公司2012年公司债券”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，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。海螺集团旗下控股安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“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、自治区以及部分东南亚国家。

截至2016年12月31日，海螺集团总资产为1,151.19亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为819.27亿元，资产负债率及总资本化比率分别为28.83%和19.11%。2016年，海螺集团实现营业收入598.55亿元，净利润89.28亿元，经营活动净现金流136.14亿元。

业务运营

2016年，海螺集团实现营业收入598.55亿元，较上年增长9.11%。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。海螺集团水泥和熟料生产销售业务主要由海螺水泥负责运营。海螺水泥为国内水泥行业的龙头企业，截至2016年末，海螺水泥熟料产能达2.44亿吨，水泥产能达3.13亿吨，骨料产能2,490万吨（其中海外熟料产能480万吨、水泥产能935万吨），余热发电总装机容量达1,184兆瓦。2016年，海螺水泥共生产熟料2.18亿吨，同比增长5.20%；生产水泥2.33亿吨，同比增长4%。2016年房地产市场回暖和基建项目加快启动带动水泥市场弱势复苏，水泥产量低速增长。同时得益于海螺水泥良好的市场网络建设以及其收购兼并和新建项目产能投放，当年水泥、熟料销量同比分别增长4.70%和31.10%。在水泥产销量和价格提升推动下，2016年海螺水泥实现主营业务收入548.31亿元，较上年增加10.26%，业务规模有所回升。

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2016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。同时，海螺型材在全国建立200多个市场

部，并推进营销网络向县乡渗透。受房地产投资下滑、需求不足以及市场竞争的影响，2016年全年海螺型材实现营业收入31.85亿元，较上年度下降7.13%，实现净利润0.87亿元，同比下降26.27%。

财务分析

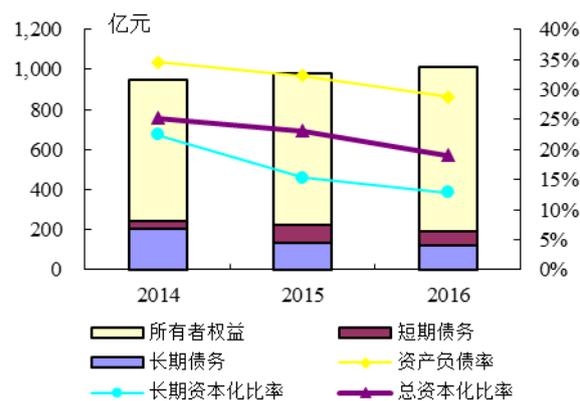
以下分析主要基于海螺集团提供的经安徽新中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2014年度、2015年度和2016年度审计报告。

资本结构方面，随着水泥及熟料业务产能的扩充，海螺集团资产规模有所增长，截至2016年末，海螺集团总资产达到1,151.19亿元，较上年末增长3.05%。2016年海螺集团部分债券到期兑付，债务规模相应减少。截至2016年末，海螺集团总债务规模为193.56亿元，较上年末下降14.80%。

财务杠杆比率方面，截至2016年末，海螺集团资产负债率为28.83%，较上年下降3.50个百分点，总资本化比率为19.11%，较上年下降4.00个百分点，集团财务杠杆比率继续保持下降趋势。

从债务的期限结构来看，截至2016年末，海螺集团长短期债务比为0.59，相比2015年下降0.07，短期债务压力略有减轻。

图 6：2014-2016 年末海螺集团资本结构分析



资料来源：海螺集团提供，中诚信证评整理

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。2016年水泥行业整体产量增速由负转正，重回增长轨道，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，水泥产品呈现量价齐升的良好局面。2016年全年海螺集团实现营业收入

598.55亿元，同比增加9.11%，营业毛利率为31.52%，较上年上升4.55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提升，海螺集团2016年实现利润总额116.89亿元，同比增长11.55%。

从主要偿债能力指标来看，2016年海螺集团总债务/EBITDA较上年减少0.29倍至1.10倍，EBITDA利息保障倍数较上年增大4.09倍至17.89倍，EBITDA对债务本息的保障能力有所增强。从现金流情况来看，2016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0.70倍和13.85倍，亦有所增强。

表 5：2014~2016 年海螺集团偿债能力分析

项目	2014	2015	2016
短期债务（亿元）	34.57	89.94	72.19
总债务（亿元）	240.33	227.18	193.56
资产负债率（%）	34.51	32.34	28.83
总资本化比率（%）	25.30	23.11	19.11
EBITDA（亿元）	203.16	163.05	175.93
EBITDA 利息倍数（X）	15.06	13.80	17.89
总债务/EBITDA（X）	1.18	1.39	1.10
经营活动净现金/利息支出（X）	14.43	8.73	13.85
经营活动净现金/总债务（X）	0.81	0.45	0.70

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2016年12月31日，海螺集团取得银行授信额度合计为699.31亿元，其中尚未使用的银行授信额度为607.97亿元，集团备用流动性充裕。

或有负债方面，截至2016年12月31日，海螺集团担保余额为93.5亿元，全部为对控股子公司的担保，或有负债风险较小。

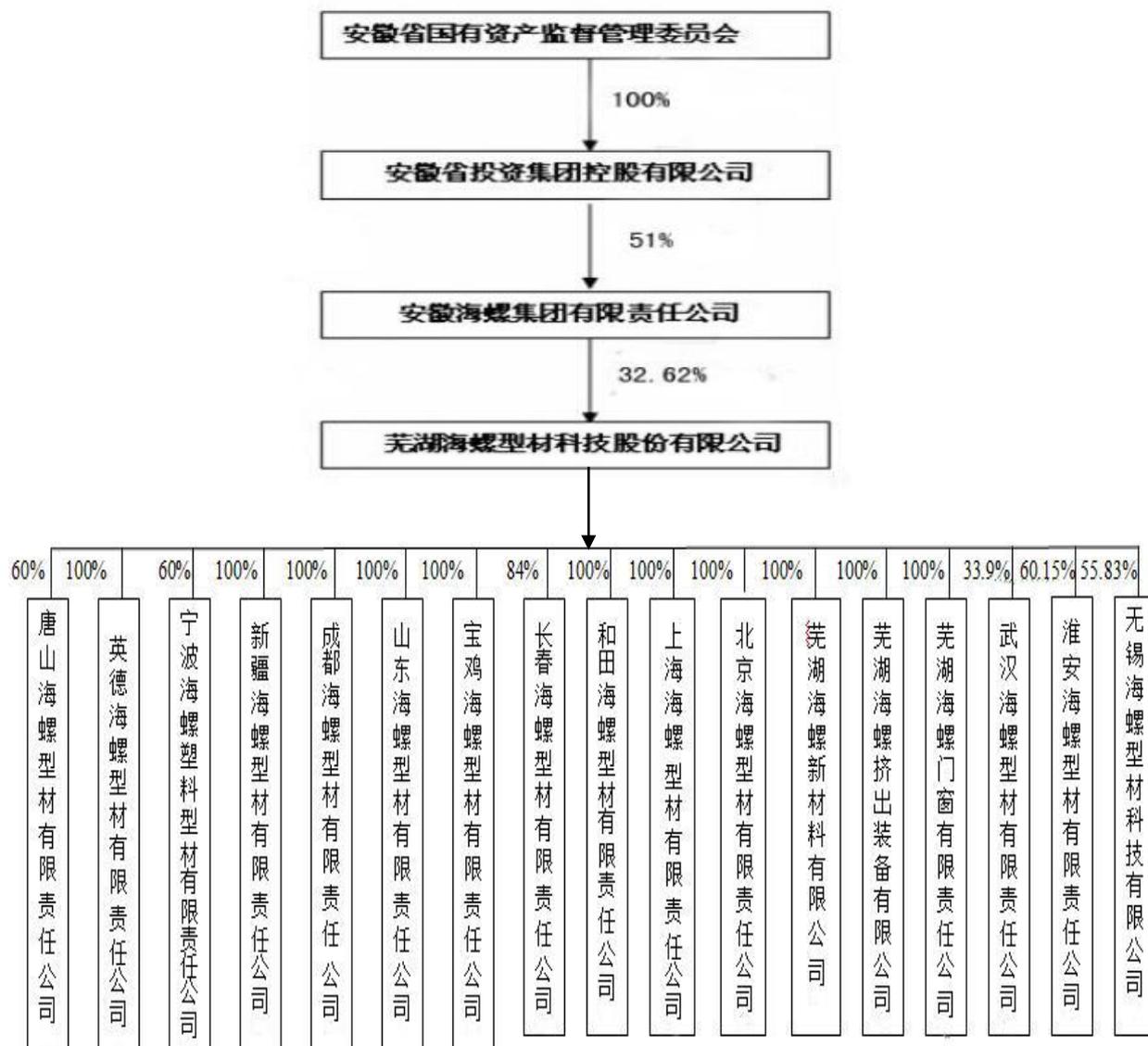
综合来看，海螺集团规模优势明显，行业地位突出，业务运营良好，偿债能力极强。中诚信证评认为海螺集团提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次公司债券按期偿还可提供有力保障。

结 论

综上，中诚信证评维持海螺型材主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；维持“芜湖海螺型材科技股份有限公司2012年公司债券”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。

附一：芜湖海螺型材科技股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：芜湖海螺型材科技股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	67,815.43	64,838.31	32,202.59	30,198.80
应收账款净额	7,225.24	10,925.42	15,213.39	18,739.01
存货净额	62,602.65	42,859.43	40,897.62	50,995.88
流动资产	208,588.91	205,577.73	213,940.03	219,919.10
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	172,131.38	159,041.98	146,059.49	142,752.82
总资产	406,006.72	390,929.72	387,538.09	390,035.47
短期债务	9,595.39	380.00	84,927.34	92,953.84
长期债务	104,331.70	84,825.65	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	113,927.09	85,205.65	84,927.34	92,953.84
总负债	143,660.79	125,613.32	120,949.44	124,258.86
所有者权益（含少数股东权益）	262,345.93	265,316.39	266,588.65	265,776.61
营业总收入	390,396.51	342,909.64	318,451.47	56,296.79
三费前利润	53,971.00	52,008.72	42,064.53	3,317.02
投资收益	259.57	1,285.50	1,980.46	432.20
净利润	12,205.31	11,780.78	8,712.98	-812.04
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	39,621.44	36,397.72	31,264.30	-
经营活动产生现金净流量	61,429.39	41,836.23	33,476.08	-12,245.43
投资活动产生现金净流量	-15,722.31	-11,713.00	-54,270.92	10,241.63
筹资活动产生现金净流量	-48,388.86	-33,240.03	-11,690.52	0.00
现金及现金等价物净增加额	-2,675.99	-3,029.23	-32,463.86	-2,003.80
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	14.19	15.72	14.60	7.56
所有者权益收益率（%）	4.71	4.47	3.27	-
EBITDA/营业总收入（%）	10.15	10.61	9.82	-
速动比率（X）	3.79	4.88	1.53	1.44
经营活动净现金/总债务（X）	0.54	0.49	0.39	-0.53
经营活动净现金/短期债务（X）	6.40	110.10	0.39	-0.53
经营活动净现金/利息支出（X）	10.58	9.74	7.69	-14.35
EBITDA 利息倍数（X）	5.09	7.45	7.19	-
总债务/EBITDA（X）	2.88	2.34	2.72	-
资产负债率（%）	35.38	32.13	31.21	31.86
总资本化比率（%）	30.28	24.31	24.16	25.91
长期资本化比率（%）	28.45	24.23	0.00	0.00

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。

附三：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）	2014	2015	2016
货币资金	1,548,136.68	1,566,875.90	1,664,127.09
应收账款净额	41,019.51	61,561.39	90,070.40
存货净额	501,718.08	468,516.89	497,355.64
流动资产	281,2083.57	2,901,790.92	3,241,253.57
长期投资	694,235.29	687,412.83	657,780.01
固定资产合计	6,462,491.58	6,607,889.46	6,636,882.26
总资产	10,836,213.23	11,170,878.46	11,511,927.83
短期债务	345,659.44	899,379.00	721,900.52
长期债务	2,057,649.27	1,372,403.82	1,213,650.86
总债务（短期债务+长期债务）	2,403,308.72	2,271,782.82	1,935,551.38
总负债	3,739,845.19	2,612,219.95	3,319,245.64
所有者权益（含少数股东权益）	7,096,368.04	7,558,658.48	8,192,682.18
营业总收入	6,530,188.67	5,485,966.03	5,985,545.76
三费前利润	2,083,930.51	1,434,195.04	1,813,676.25
投资收益	2,299.23	224,865.57	39,699.69
净利润	1,164,518.49	797,718.78	892,832.77
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,031,587.98	1,630,472.62	1,759,320.26
经营活动产生现金净流量	1,947,575.41	1,031,591.46	1,361,429.61
投资活动产生现金净流量	-510,377.68	-1,252,452.17	-478,527.18
筹资活动产生现金净流量	-907,751.69	-612,965.47	-747,599.14
现金及现金等价物净增加额	527,000.83	-835,805.61	137,422.54
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	32.47	26.97	31.52
所有者权益收益率（%）	16.41	21.11	10.90
EBITDA/营业总收入（%）	31.11	29.72	29.39
速动比率（X）	1.43	1.13	1.36
经营活动净现金/总债务（X）	0.81	0.45	0.70
经营活动净现金/短期债务（X）	5.63	1.15	1.89
经营活动净现金/利息支出（X）	14.43	8.73	13.85
EBITDA 利息倍数（X）	15.06	13.80	17.89
总债务/EBITDA（X）	1.18	1.39	1.10
资产负债率（%）	34.51	32.34	28.83
总资本化比率（%）	25.30	23.11	19.11
长期资本化比率（%）	22.48	15.37	12.90

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。

附四：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-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）

附五：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。