



# 信用等级通知书

信评委函字[2016] G337-1号

## 万达集团股份有限公司：

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拟发行的“万达集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一六年六月八日

## 万达集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA <sup>+</sup>
<b>主体级别</b>	AA <sup>+</sup>
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	万达集团股份有限公司
<b>发行规模</b>	本期发行基础规模为 10 亿元，超额配售不超过 20 亿元。
<b>债券期限</b>	本期债券发行期限为 5 年，附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
<b>债券利率</b>	本期债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。债券利率不超过国务院限定的利率水平
<b>偿还方式</b>	本期债券本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单。采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。

### 概况数据

万达集团	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	90.27	109.40	133.98	140.12
总资产（亿元）	270.06	289.67	338.51	347.00
总债务（亿元）	134.71	168.90	195.97	198.79
营业总收入（亿元）	190.43	326.52	325.36	70.68
营业毛利率（%）	15.36	11.38	12.04	17.42
EBITDA（亿元）	29.11	39.17	42.89	12.05
所有者权益收益率（%）	20.12	17.60	13.91	17.52*
资产负债率（%）	66.57	62.23	60.42	59.62
总债务/EBITDA（X）	4.63	4.31	4.57	4.13*
EBITDA 利息倍数（X）	5.90	5.25	4.10	6.06

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2.2016 年一季度财务指标中带“\*”的为年化指标。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“万达集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA<sup>+</sup>，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定万达集团股份有限公司（以下简称“万达集团”或“公司”）主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望稳定。该级别反映了发行主体万达集团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。中诚信证评肯定了公司产业链整合优势、石化项目具有较强竞争力、研发实力较强、获现能力逐年增强，偿债能力保持稳定等有利因素对其未来业务发展和信用水平提供的支撑。同时，中诚信证评也关注到流动资金需求压力较大、大股东借款金额较大、存在一定的或有偿债风险等因素对公司信用水平的影响。

### 正面

- 产业链整合优势。近年来，公司通过实施化工橡胶一体化发展战略，打造了上下游循环经济产业链条，石化项目副产品可作为下游高附加值的丁二烯、顺丁橡胶、乙丙橡胶等多种化工产品以及轮胎板块产品的原材料，综合效益和抗风险能力较强。
- 石化项目具有较强竞争力。公司 2013 年 10 月投产的 9 万吨/年乙丙橡胶及 500 万吨/年原料配套工程项目地处东营港，运输优势突出。该项目单体一次加工能力为 500 万吨/年，为国内民营企业中单套最大的常减压装置，具备较强的成本优势；此外 2015 年 12 月，公司获得 440 万吨/年进口原油使用指标，同时 2016 年取得国家商务部原油进口资质及成品油出口配额。
- 研发实力较强。公司目前拥有国家级企业技术中心、国家级实验室和国家级博士后科研工作

## 分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn



李怀朋 hpli@ccxr.com.cn



田 聪 ctian@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月8日

站,并拥有化工、机电、微电子、橡胶研究所,形成研制、生产、储备的良性循环。多个项目分别被列入国家星火计划、国家火炬计划和国家高技术产业化示范工程,公司先后获得国家各类专利 200 余项。

- 获现能力逐年增强,偿债能力保持稳定。公司各业务板块保持较高的获现能力,2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 29.11 亿元、39.17 亿元、42.89 亿元,总债务/EBITDA 分别为 4.63 倍、4.31 倍、4.57 倍,EBITDA 对债务本息的保障程度保持稳定。

## 关 注

- 流动资金需求压力较大。公司丁二烯、乙丙橡胶等项目投产需要较多流动资金,截至 2015 年底,公司总债务和短期债务分别为 195.97 亿元和 126.13 亿元,同期短期债务/长期债务指标为 1.81 倍,公司债务以短期债务为主,面临一定短期偿债压力。
- 大股东借款金额较大。2015 年末公司其他应收款 20.61 亿元,主要为公司对股东万达控股集团有限公司的借款,用于宝港国际液体化工码头及库区的流动资金周转及项目建设,公司采用基准利率向母公司收取利息;同期长期应收款为 30.78 亿元,主要系与股东万达控股集团有限公司签订长期借款协议产生的关联方借款。中诚信证评将对公司对股东借款的偿还情况保持关注。
- 存在一定的或有偿债风险。截至 2016 年 3 月末,公司对外担保余额为 27.11 亿元,占公司净资产的 19.35%,规模偏大,存在一定的代偿风险。

## 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://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，并按照相关法律、法规对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

万达集团股份有限公司是经原山东省东营市经济体制改革委员会东体改发【1994】28号文批准，由东营市万达实业公司独家发起，以定向募集方式设立。公司注册于1994年6月25日，注册资本为7,754万元人民币，1994年6月17日，东营市万达实业公司整体改制设立为万达集团股份有限公司。公司的控股股东是成立于2000年的万达控股集团有限公司（以下简称“万达控股”）。截至2015年12月底，公司增资至10,468.44万元，万达控股持有公司47.14%股权，其他股东持有公司52.86%股权。公司实际控制人是尚吉永先生，其持有万达控股51.76%股权。

万达集团主要从事全钢载重子午线轮胎、全钢工程子午线轮胎、特种电缆、电磁线、MBS 塑料抗冲剂、聚丙烯酰胺、二胺等产品的生产和销售，2013年公司开始从事乙丙橡胶及配套工程业务。目前已形成轮胎、机电、化工、电子、石化五大业务板块。公司拥有全资及控股公司——山东万达化工有限公司（以下简称“万达化工”）、山东万达微电子有限公司（以下简称“微电子公司”）、山东耐斯特炭黑有限公司（以下简称“炭黑公司”）、山东万达进出口有限公司、山东万达电缆有限公司（以下简称“万达电缆”）、山东万达热电有限公司、山东天弘化学有限公司（以下简称“天弘公司”）、山东万达宝通轮胎有限公司（以下简称“宝通轮胎”）。

截至2015年末，万达集团资产总额为338.51亿元，所有者权益为133.98亿元，资产负债率为60.42%；2015年公司实现营业收入325.36亿元，净利润18.63亿元，经营活动净现金流为25.63亿元。

截至2016年3月末，万达集团资产总额为347.00亿元，所有者权益为140.12亿元，资产负债率为59.62%；2016年一季度公司实现营业收入70.68亿元，净利润6.14亿元，经营活动净现金流为0.57亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	万达集团股份有限公司
债券名称	万达集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
申请规模	本期发行基础规模为 10 亿元，超额配售不超过 20 亿元。
债券期限	本期债券发行期限为 5 年，附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。债券利率不超过国务院限定的利率水平
偿还方式	本期债券本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单。采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息负债，补充营运资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 轮胎行业

近几年，得益于我国经济刺激政策、工程机械行业的发展、汽车工业和高速公路的迅猛增长，我国轮胎工业发展较快。据中国橡胶工业协会资料显示，目前中国的轮胎市场增速位列全球前列，2012年，我国累计生产轮胎外胎 8,9937.65 万条，同比增长 8.09%，增幅较上年同期下降 0.46 个百分点；2013 年全国橡胶轮胎外胎产量达到 96,841.44 万条，同比增长 7.68%，增幅较上年同期下降了 0.41 个百分点；2014 年全国橡胶轮胎外胎产量达到 11.14 亿条，同比增长 15.08%，其中子午线轮胎总产量达 6.3 亿条，与 2013 年同期相比增长了 8.0%。2015 年，中国橡胶轮胎外胎产量 9.25 亿条，同比下降 16.97%。

汽车是轮胎消费的主要载体，汽车行业的发展直接影响到轮胎行业。近年来，中国汽车工业呈现出快速发展势头，2006 年至 2011 年我国汽车整车产量从 700 万辆增长至 1,841.89 万辆。2012 年全年，汽车产销双双超过 1,900 万辆，同比增幅略高于上年，1~12 月，汽车产销量分别为 1,927.18 万辆和

1,930.64 万辆，同比分别增长 4.63% 和 4.33%，增速分别较上年提升 3.79 个和 1.88 个百分点。2013 年，汽车产销双双超过 2,000 万辆，再创全球产销最高记录。2014 年，我国汽车行业产销量分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比分别增长 7.30% 和 6.90%，增速有所下滑。2015 年全国汽车产销分别完成 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，较上年分别增长 3.3% 和 4.7%，总体呈现平稳增长态势，而产销增速比上年分别下降 4 个百分点和 2.2 个百分点。

我国轮胎出口的主要市场是美国、欧盟及中东，受美国“双反”影响升级以及欧盟从 2015 年将我国从享受普惠制待遇的国家名单中剔除等因素影响，我国轮胎对国外传统市场的出口前景不容乐观。据海关总署数据显示，2015 年我国出口新的充气橡胶轮胎 44,451.39 万条，同比下降 6.58%；平均出口价格为 31.15 美元/条，下跌 9.88%。

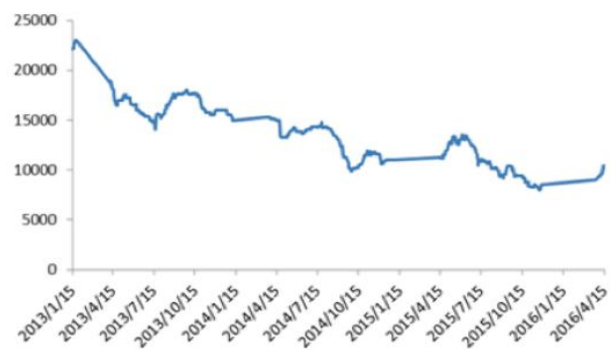
根据中国橡胶工业协会轮胎分会对 42 家会员单位统计，2015 年 42 家会员单位轮胎产量 3.35 亿条，同比下降 5.6%；实现销售收入 1,376.3 亿元，同比下降 13.35%。中国轮胎行业产量与销售额呈现下降趋势，主要原因在于 2015 年国内汽车行业增速放缓影响了国内轮胎的需求，同时部分国家的贸易保护政策进一步对我国轮胎出口产生不利影响。

轮胎主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑、帘布等，原材料成本约占产品总成本的 80%，而原材料成本中天然橡胶与合成橡胶分别占比约 40% 和 20%，因此天然橡胶与合成橡胶价格的波动对轮胎行业的生产经营会产生重大影响。

天然橡胶方面，近年来我国轮胎行业产能的急速扩张导致原材料需求大幅增长，而国内天然橡胶资源严重不足，对外依存度较高。2013 年我国天然橡胶产量为 86 万吨，消费量达 421 万吨，自给率仅为 20% 左右。2014 年我国天然橡胶产量为 87.7 万吨，消费量达 451 万吨。2015 年我国天然橡胶产量为 82.9 万吨，较上年度下滑 5.5%。全球天然橡胶主要产区集中在东南亚地区，其产量占世界的 93%，其中泰国、印尼、马来西亚、越南为天然橡胶的主要生产国，且 80% 以上用于出口。2012~2014 年底，我国天然橡胶（标准胶 1#）价格分别为 2.45

万元/吨、1.76 万元/吨和 1.24 万元/吨。2015 年，天然橡胶市场价格震荡较为剧烈。受国内宏观经济影响、天然胶进口量同比持续上涨、青岛保税库和上海期货交易所库存持续增加等因素影响，2015 年 11 月天然橡胶价格下跌至 9,643.33 元/吨，创 7 年新低；从 2015 年 1 月初至 12 月末天然橡胶价格跌幅约 20.57%。2016 年 3 月 2 日，泰国、马来西亚、印度尼西亚三大天然橡胶主产国宣布 2016 年 3 月—2016 年 9 月将减少 61.5 万吨出口，约占上述三国 2015 年总出口量 8%，受此影响，预计 2016 年天然橡胶价格或将小幅上涨。

图 1：2013~2016.4 我国天然橡胶价格情况



资料来源：化工在线，中诚信证评整理

合成橡胶方面，轮胎生产用的合成橡胶主要包括顺丁橡胶和丁苯橡胶等，其原材料是石化产品，成本受原油价格的影响较大；同时，作为天然橡胶同类产品，其价格走势基本和天然橡胶价格一致。我国合成橡胶自给率相对较高，主要由中石油和中石化的下属子公司供应。受天然橡胶价格持续下跌、国内合成橡胶产能供应相对过剩影响，我国合成橡胶价格呈下降趋势。2014 年底，我国顺丁橡胶和丁苯橡胶的市场价分别为 0.99 万元/吨和 1.02 万元/吨。2015 年上半年，合成橡胶价格先跌后涨，价格震荡变动，下半年则呈现单边下行态势。其中，2015 年国内顺丁胶橡胶市场行情有所波动，呈现先跌后涨再跌的变化趋势，年初丁苯橡胶经销均价在 10,200.00 元/吨，年末下跌至 8,905.00 元/吨，整体跌幅达 15.12%；而其年初生产均价在 9,786.00 元/吨，年末则下跌至 7,966.00 元/吨，整体跌幅达 18.60%，全年呈现下跌趋势。2015 年合成橡胶价格震荡下行主要原因系原油价格下跌带动原材料的价格连连下跌，此外下游需求量的减少和 2015 年

天然橡胶价格震荡下跌对其也产生了重要影响。

图 2：2010~2015.12 我国合成胶价格情况



资料来源：化工在线，中诚信证评整理

政策方面，随着经济刺激政策的逐步深入，国家出台了免征子午胎 10% 消费税、取消轮胎项目行政审批等优惠政策，对我国轮胎行业在国际金融危机后的复苏和发展起到重要的促进作用。

表 2：近年来我国轮胎产业相关政策

时间	政策	主要内容
2009.05	《石化产业调整和振兴规划》	要求加快淘汰落后产能，支持合并重组
2010.10	《轮胎产业政策》	新建全钢胎、半钢胎项目产能应分别达到120万、600万条以上，2009~2011年不再新建、扩建轮胎项目
2011.07	《橡胶行业“十二五”发展规划指导纲要》	建议制定落后产能的退出政策。在“十二五”末形成一两家进入世界前十的企业，国内前十的份额超过50%
2014.02	《绿色轮胎技术规范》	为实施绿色轮胎标签化提供技术标准，对原材料、生产过程、产品性能进行明确规定
2014.09	《轮胎行业准入条件》	该准入条件涉及汽车轮胎（不含斜交胎）和工程机械轮胎，对企业布局，工艺、质量和装备，能源和资源消耗，环境保护，安全生产和职业卫生等方面提出了具体要求
2015.01	《轮胎生产企业公告管理暂行办法》	加强轮胎行业管理，规范行业准入，办法规定，申请公告的轮胎生产企业应当具备独立法人资格、符合轮胎行业准入条件要求、无重大违法行为。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

针对轮胎产业落后产能较多，低水平重复建设现象严重等问题，国家出台了一系列政策，促进落后产能淘汰和产业结构升级。上述政策一方面提高了轮胎行业的准入门槛，对新建项目的规模提出明确要求；另一方面鼓励发展安全、节能、环保的高性能子午线轮胎，对轮胎子午化率提出了目标要求，并提倡发展绿色轮胎。

总体看，近年来我国轮胎行业结构性产能过剩、产品同质化竞争等问题较为突出，市场处于供大于求的局面。产能的快速扩张使得我国轮胎行业结构性产能过剩问题更为突出，市场竞争更趋激烈，而贸易摩擦不断亦向国内轮胎企业提出更大的挑战。虽然天然橡胶和合成橡胶价格震荡下行，但随着橡胶价格与轮胎价格“剪刀差”的缩小，预计轮胎企业盈利情况难以得到有效改善，需持续关注橡胶价格变动对轮胎企业成本控制、产品定价和盈利的影响。

## 石化化工行业

2012 年宏观经济企稳回升，部分下游行业逐步回暖，出口形势出现好转，支撑化工行业产值增速持续反弹。2012 年全年，化工行业累计实现工业销售产值 70,351.5 亿元，同比增长 13.4%；实现工业总产值 72,035.7 亿元，同比增长 14.2%；实现进出口贸易总额 3,206.6 亿美元，同比下降 1%。受益于市场需求形势的好转，化工产品价格水平呈现走暖迹象。2013 年化工行业增加值同比增长 12.2%，增速同比加快 0.1 个百分点，全年实现利润 4,340 亿元，同比增长 12.2%。2014 年化工行业增加值累计同比增长 10.4%，占全国工业的 6.8%。大部分行业生产实现了不同程度的增长。全年，化工行业主营业务收入 8.8 万亿元，同比增长 8.2%，利润 4,312.6 亿元，增长 0.33%。2015 年化工行业增加值较上年同比增长 9.3%，增速回落 1.1 个百分点。

2015 年末，国内炼油总能力为 7.1 亿吨/年，其

中新增炼油能力 3,020 万吨/年,淘汰落后产能 4,057 万吨/年,净减少 1,037 万吨/年,全年原油加工量 5.22 亿吨,炼化产能相对过剩。石油炼化企业垄断特征明显,行业集中度高,盈利空间较稳定;但行业内部分化明显,其中地方性炼化企业原料保障程度很低,行业竞争较为激烈。2015 年下半年,商务部批准部分资质高的地方炼化企业获得原油进口权,截至 2016 年 3 月末,山东民营地炼企业已有 10 家正式获批原油进口资质,8 家在等待落实,进口原油使用配额共计将达 8,950.4 万吨。此举将提升大型地炼企业原料油的保障程度,但小型地炼企业的开工及盈利情况短期内仍将受制于原料供应情况。

中国石油和化学工业联合会发布的 2015 年行业经济运行情况显示,2015 年,石油和化工行业规模以上企业 29,765 家,全行业增加值同比增长 8.5%;主营业务收入 13.14 万亿元,下降 6.1%;利润总额 6,484.9 亿元,下降 18.2%,分别占全国规模以上工业主营业务收入和利润总额的 11.9%和 10.2%;上缴税金 1.03 万亿元,增长 5.0%,占全国规模以上工业税金总额的 20.7%;完成固定资产投资 2.23 万亿元,下降 4.1%,占全国工业投资总额的 10.2%;资产总计 12.07 万亿元,增长 3.6%,占全国规模以上工业总资产的 12.1%;进出口贸易总额 5,262.8 亿美元,下降 22.1%,占全国进出口贸易总额的 13.3%,其中出口 1,820.5 亿美元,下降 7.5%,占全国出口贸易总额的 8.0%。

总体来看,2015 年是我国“十二五”收官之年,面对复杂多变的国内外经济形势,石化化工行业克服重重困难,基本实现了行业经济的平稳运行,产品生产稳步增长,整体效益回升企稳,转型升级持续推进,结构调整逐步加快,能源效率继续提高,同时,中央一系列全面深化改革的政策将进一步激发市场的活力,工业化、信息化、城镇化和农业现代化深入推进,“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等战略的全面实施,也将给行业发展带来新的机遇。但是受国内经济增长放缓、国际油价断崖式下跌等因素影响,固定资产投资持续低迷,行业下行压力仍然较大,同时国际贸易摩擦、知识产权纠纷等问题也将影响我国化工产业“走出去”。

## 电线电缆行业

电线电缆行业是我国基础产业,是国民经济中重要的配套产业之一,广泛应用于能源、交通、通信、汽车以及石油化工等产业,占据着国内电工行业四分之一的产值,是机械工业中仅次于汽车行业的第二大产业。目前,全球电线电缆市场规模已超过 1,000 亿欧元,而在全球电线电缆行业范围内,亚洲市场规模约占 37%,欧洲市场接近 30%,美洲市场约占 24%,其他市场约占 9%。其中,中国的电线电缆行业在全球电线电缆行业中扮演着不可替代的角色,2011 年中国电线电缆企业的产值已超过美国,跃居全球第一。

从行业供给来看,我国电线电缆企业数量多、规模小,行业集中度较低,国有及规模以上企业约 5,000 家,行业年产值已超 9,000 亿元。其中规模最大的 19 家企业总产值仅占整个市场份额的约 11%。高度分散化的格局不仅很难取得规模经济效益,而且也加剧了生产能力过剩和市场的过度竞争状况,尤其是中低压产品供过于求,各企业进行激烈的价格战。体现在产品价格上,2015 年,中国电线电缆产品平均出口单价在 9,000 美元/吨左右,平均进口单价则接近 20,000 美元/吨。国内电线电缆生产企业众多,产品层次相近,产品价格基本随铜、铝、橡胶、PVC 等主要原材料价格的波动而波动,毛利率稳定在 9%~13%之间。

从竞争格局上看,电线电缆行业可以分为三个阵营:第一阵营是以耐克森、比瑞利、古河、日本住友电工等为代表的国际知名企业,规模较大,技术先进,在高端市场上竞争优势明显;第二阵营是在国内电缆行业中处于领先地位的龙头公司、以及在某些产品领域内占有一定垄断优势的企业,如万达集团、青岛汉缆、浙江万马等;第三阵营是为数众多的其他规模较小的区域性中小企业。总体来看,快速发展的中国市场、较低的制造成本吸引了中外线缆制造商,现已形成共同竞争的局面。

电线电缆行业是料重工轻的行业,原材料占总成本的 80%左右,铜、铝材是电线电缆行业最主要的原材料,一般要占成本的 70%左右,电线电缆业务的利润对铜、铝的价格波动比较敏感。以铜为例,



铜属于典型的周期性行业，价格存在周期性波动，作为大宗商品，同时具备较强的金融属性。近年来受全球经济不景气影响，铜价长期在低位徘徊。2015年，铜价全年呈先下跌后上涨再持续下跌，最后小幅反弹的走势。1月份，进口铜逐步到港，而下游企业大多还未复工，令现货供应充裕，使铜价承压。2月初至5月，由于宏观面和基本面的改善，且为了应对铜价下跌，国内铜冶炼厂商讨减产，铜价震荡上扬，于5月6日达到全年次高价46,128元/吨。随后鉴于铜市供应过剩预期及经济前景的悲观预期，国内经济下行风险加大，加深了铜市供需矛盾，同时国内需求疲弱，导致价格下跌。进入2015年9、10月，铜价分别有两波的短暂拉高，9月下旬，由于公布的中国PMI数据再创新低，中国8月PMI初值47.0，不及预期，9月制造业产出指数初值45.7，均为2009年3月以来新低，中国需求忧虑加剧，使铜价承压下跌至11月24日的全年最低价33,512元/吨，震幅达37%，创六年新低。

总体来看，随着我国城市化进程的推进，国内电网及相关基建投资将进一步加大，国内电线电缆需求有望保持稳步增长趋势。行业龙头企业业绩将受益于行业需求的增加，获得较大的增长空间。

### 行业关注

轮胎出口方面，我国轮胎行业对出口依赖度较大，但近年来面临的贸易摩擦不断，给国内轮胎企业出口带来一定负面影响。我国轮胎出口的主要市场是美国和欧盟，受美国“双反”影响升级以及欧盟从2015年将我国从享受普惠制待遇的国家名单中剔除等因素影响，我国轮胎对传统市场出口前景不容乐观，新兴市场的开发显得尤为必要和紧迫。

2014年6月，美国钢铁工业联合会对中国出口的乘用车及轻卡轮胎启动“双反”调查。2014年9月，欧亚经济委员会发布立案公告，对原产于中国的货车、公共汽车、无轨电车和拖车的轮胎展开反倾销调查。2015年1月，美国商务部公布反倾销初裁结果，公布的裁定显示近70家中国乘用车和轻型卡车轮胎制造商及其子公司需向美国商务部支付反倾销税。2015年7月，美国国际贸易委员会公布对原产于中国的乘用车和轻型卡车轮胎反倾销反补

贴调查损害终裁结果，裁定中国输美产品对美国国内产业造成实质性损害，中国轮胎厂商将被征收14.35%至87.99%的反倾销税和20.73%至100.77%的反补贴税，将对我国多数轮胎企业提出较大挑战。

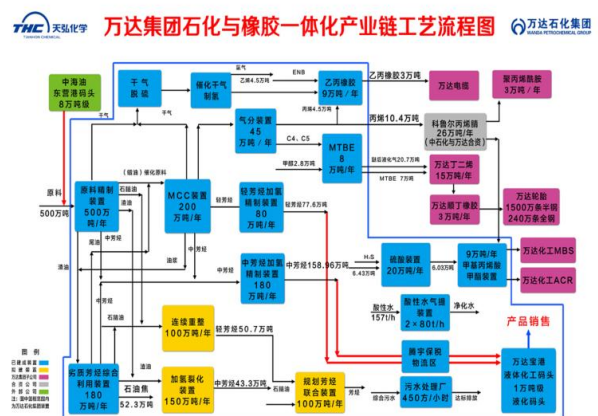
此外，绿色轮胎行业标准相继发布，产品质量要求提高。国家工业和信息化部发布并于2014年10月1日起实施的《轮胎行业准入条件》，中国橡胶工业协会于2014年3月1日试行的《绿色轮胎技术规范》，以及将于2015年6月1日起实施的协会自律标准《E系轮胎再生橡胶》均鼓励发展节能、环保、安全的绿色轮胎，其各项具体规定与欧盟绿色轮胎标签法的标准相接轨，对我国轮胎产品质量提出了更高的要求。

### 竞争优势

#### 产业链优势

近年来，公司通过实施化工橡胶一体化发展战略，逐步打造了上下游循环经济产业链条，石化项目副产品可作为下游高附加值的丁二烯、顺丁橡胶、乙丙橡胶等多种化工产品 & 轮胎板块产品的原材料，综合效益和抗风险能力逐步增强。其中，最长的万达石化与橡胶一体化产业链条达到6个层级20多个项目，近年来公司已逐步打造了产业化、集聚化和链条式的发展格局，竞争力较强。

图3：公司石化与橡胶一体化产业链工艺流程图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司具有循环经济的产业链特点。公司生产的炭黑可以供应下游轮胎生产所需，炭黑产生的尾气可提供热车间锅炉生产蒸汽，供应化工产

品丁二烯及顺丁胶生产，多余的蒸汽可供应热电及轮胎厂区使用，公司实现了产业循环经济及能源的合理回收利用，提升了边际利润。

## 乙丙橡胶及原材料配套工程项目竞争力较强

公司全资子公司天弘公司 9 万吨/年乙丙橡胶及 500 万吨/年原料配套工程项目中的 500 万吨/年原材料配套工程于 2013 年 10 月建成投产，该项目采用国际先进技术设备，具备直接生产国五标准成品油的能力，为国内民营企业单套最大常减压装置，具备较强成本及技术优势。

天弘项目总投资 41.87 亿元，具备 154 万吨/年轻芳烃和 202 万吨/年重芳烃的生产能力，9 万吨/年乙丙橡胶项目于 2014 年 10 月建成投产。同时项目下游产品为公司 15 万吨/年丁二烯项目提供醚后液化气原料，解决公司顺丁橡胶生产所需丁二烯原料问题，可为轮胎和电缆产品提供乙丙橡胶原料。2014 年以来随着天弘公司项目产能的逐步释放，公司收入规模大幅增长。2015 年，该项目共实现收入 150.08 亿元、净利润 3.07 亿元，经营活动净现金流为 2.81 亿元，项目运营良好。

区域优势方面，天弘公司地处东营港，港口的配套及辅助设施完善，物料输送全部实现管线联接，通过中海油东营港码头管道输进，同时大部分产品通过公司控股公司下属宝港国际液体码头管道输出。全厂物料和产品均通过管道输送，直到装船前无任何转运或过驳过程，节省运输成本。

总体来看，与山东省其他地方炼厂相比，公司具有工艺装置一次配套完善、一次性建成投产，物流成本低廉，下游配套化工产业全面、循环经济生态化等优势。2015 年 12 月，作为东营市第四家获批企业，公司获得 440 万吨/年原油使用指标，同时非国营贸易原油进口资质也于 2016 年 1 月 5 日取得，此举有望使公司的成本控制能力增强，盈利水平提升。

表 3：截至 2015 年末山东获得原油使用指标

### 主要炼化企业比较

单位：万吨/年

企业名称	地区	加工能力	原油指标
天弘公司	东营	500	440
京博石油化工有限公司	滨州	350	331
寿光鲁清石化有限公司	寿光	300	258
汇丰石化集团有限公司	淄博	580	416
利华益集团	东营	350	350
山东垦利石化集团	东营	300	252
东营市亚通石化有限公司	东营	350	276
山东东明石化集团	菏泽	1,150	750

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 研发实力较强

公司具有较强的研发实力，目前拥有国家级企业技术中心、国家级实验室和国家级博士后科研工作站；2011 年在东营市建立“万达技术研究院”，并拥有化工、机电、微电子、橡胶研究所，形成研制、生产、储备的良性循环。公司研制开发的潜油泵引接电缆、防盗电缆、自粘性玻璃丝包线等多项产品填补国内空白。同时公司也是国内参与起草和制定探测电缆、电磁线以及 MBS 等六种产品工艺技术标准 and 检测标准的企业之一；MBS 塑料抗冲剂、双向拉伸聚酰亚胺薄膜等十余个项目分别被列入国家星火计划、国家火炬计划和国家高技术产业化示范工程；公司特种电缆、潜油泵引接电缆、多功能高压电力计量箱、户外高压开关和计量遥控装置、全钢工程机械子午胎等产品获得国家多项专利，先后取得国家各类专利 200 余项。

目前，公司拥有高级专家人才 5 人，博士 4 人，高级职称百余人。近年来公司研发费用收入占比均保持在 4% 之上，符合国家级企业技术中心的支出标准，同时也为公司新产品的研发和创新提供了有力的支持。近三年，公司实施科技项目 210 项，其中省级以上 57 项，2014 年公司分别完成新产品、新技术、新工艺开发项目 58 项、36 项和 47 项。2015 年公司分别完成新产品、新技术、新工艺开发项目 56 项、37 项和 49 项。

表 4：近年公司研发费用及收入占比

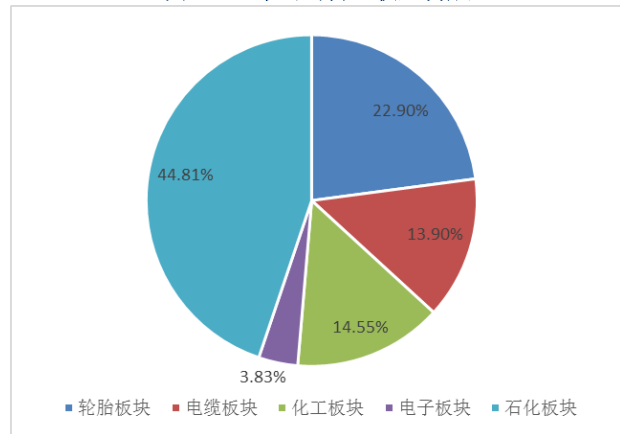
	2013	2014	2015
研发费用（亿元）	9.65	13.09	13.11
占营业收入比重（%）	5.07	4.01	4.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 业务运营

公司原主营业务为轮胎、电缆、化工及电子四大板块，2013 年 10 月随着天弘公司项目的投产，公司新增石化业务板块。2014 年以来，随着天弘公司产能的逐步释放，公司石化板块业务收入大幅增长，成为公司最主要收入来源。2015 年公司实现营业收入总收入 325.36 亿元，同比下降 0.36%。其中，轮胎、电缆、化工、电子及石化五大业务板块收入占比分别为 22.90%、13.90%、14.55%、3.84% 和 44.81%，石化板块收入占比进一步增加。

图 4：近年公司营业收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 轮胎业务

公司轮胎业务由其控股子公司宝通轮胎经营，宝通轮胎成立于 2003 年，主要生产全钢子午胎、半钢子午胎、工程机械子午胎和轻卡胎。由于轮胎生产起步较晚，公司直接引入了先进的生产技术，子午化率为 100%，节约了升级改造的支出，为后续发展奠定了良好的基础。近年公司轮胎产能保持稳定，截至 2015 年底，公司全钢载重子午胎 240 万套/年、全钢工程子午胎 10 万套/年、半钢胎 1,500 万套/年。近三年产能利用率均接近 100%。

表 5：公司轮胎产品产销情况

轮胎类别	年份	产能 (万套/年)	实际产量 (万套)	销量 (万套)	产能利用率	产销率
全钢载重子午胎	2013	240	239.80	239.71	99.92%	99.96%
	2014	240	239.98	239.89	99.99%	99.96%
	2015	240	237.22	238.58	98.84%	100.57%
	2016.Q1	240	59.89	59.01	-	98.53%
全钢工程子午胎	2013	10	10.08	10.08	100.80%	100%
	2014	10	10	10	100%	100%
	2015	10	9.97	9.85	99.70%	98.80%
	2016.Q1	10	2.49	2.48	-	99.60%
半钢胎	2013	1,500	1,479.14	1,478.94	98.61%	99.99%
	2014	1,500	1,500	1,500	100%	100%
	2015	1,500	1,490.44	1,478.23	99.36%	99.18%
	2016.Q1	1,500	375.00	374.22	-	99.79%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料采购方面，公司轮胎产品的主要原材料包括天然橡胶、炭黑、钢帘线三种。天然橡胶作为国际大宗农产品，受生长期、自然环境和国际金融危机资本炒作的影 响，价格波动较大。公司天然橡胶采

购方式灵活，近年通过低价时增加库存锁定成本，价格高位时随买随用，有效降低了采购成本，提升了盈利能力。同时，为更好地把握和预判天然橡胶走势，2010 年公司成立了物资公司专门负责天然橡

胶采购。公司目前并没有对天然橡胶进行套期保值，计划在经验和技术成熟后考虑进入期货市场。此外，2011年11月，公司投资1.46亿元的3万吨/年顺丁胶项目投产，总产值约5亿元/年。随着公司1,500万套/年半钢胎项目投产，顺丁胶作为轮胎行业用量占比较大的合成橡胶，能够为公司半钢胎的生产提供原料保障。2014年10月9万吨/年乙丙橡胶项目建成投产，2015年顺丁胶自给率达到100%。

近年随着原料价格的下降，主要原料成本在整个产品成本中的占比有所下降。2014年占比为50.18%，2015年占比为47.04%，其中天然橡胶成本占比29.61%、炭黑7.42%、钢帘线10.01%。2016年一季度主要原材料成本占比进一步下降至45.20%。

**表 6：轮胎主要原料采购价格及采购量**

单位：吨、万元/吨

原料	项目	2013	2014	2015	2016.Q1
天然橡胶	采购量	122,058	126,015	131,030	32,312
	采购均价	1.72	1.20	0.96	0.75
炭黑	采购量	91,163	91,986	96,603	22,800
	采购均价	0.57	0.56	0.53	0.39
钢帘线	采购量	63,015	63,112	62,173	15,639
	采购均价	1.31	1.11	0.76	0.59

注：炭黑采购90%以上来自公司下属子公司。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司采用订单式生产模式，近年来轮胎产销率均接近100%，生产产能得到充分发挥。2015年公司生产全钢载重子午胎237.22万套、全钢工程子午胎9.97万套、半钢胎1,490.44万套。

轮胎质量方面，近年来公司载重胎和工程胎的综合合格率均约为99.70%，公司轮胎的退赔率保持在5%左右，而国内同业厂商的退赔率在10%左右。公司处于行业较好水平。

销售市场方面，受国内进口天然橡胶备案核销制度和国外市场竞争环境的影响，整个轮胎行业出口轮胎价格略低于内销价格，但由于2013年以来天然橡胶价格走低，公司轮胎出口业务维持了较好的利润率。公司全钢胎产品以内销为主，主要销往华北、东北、西北、华东等地区。公司在各销售区域的布局日趋均衡，有利于规避区域性风险。公司半钢胎产品国内外均有销售，2013年出口额占半钢

胎销售收入的40%左右；自2014年受双反影响以来，出口量有所降低，2015年出口收入占比约为20%。出口市场方面，公司轮胎主要出口至阿富汗、俄罗斯、马来西亚、阿尔及利亚、澳大利亚等国家，公司出口采用现汇和信用证的方式结算，避免了回款风险。但同时，公司也面临部分国家的政治风险。

**表 7：公司轮胎产品销售区域划分**

单位：万元

区域	2013	2014	2015
国内	675,123	692,216	599,170.69
国外	175,516	181,774	146,038.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，国内货运汽车市场受宏观经济影响较大，特别是2015年，受汽车市场不景气及美国双反政策影响，轮胎行业产能过剩持续存在，当年公司各种轮胎产品销售价格均有不同程度的下滑，但主要原材料价格的降低及炭黑、合成胶自给率的上升有效缓解了毛利率的下滑，2013~2015年公司轮胎业务毛利率分别为15.20%、15.12%和15.10%。2016年一季度轮胎行业市场行情依旧严峻，公司轮胎价格持续下滑。

**表 8：2013~2016.Q1 公司轮胎产品价格趋势**

单位：元/套

	2013	2014	2015	2016.Q1
全钢载重子午轮胎	1,697	1,771	1,200	912.05
全钢工程子午轮胎	11,918	11,913	10,250	5,174.28
半钢胎	219	219	190	157.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

配套市场方面，公司全钢胎配套市场销售收入占比约为40%，替换市场约占60%；半钢胎配套市场和替换市场各占约50%。公司主要为一汽解放汽车有限公司、陕西重型汽车有限公司等进行配套，也是公司最大的两名客户。但与双钱股份、风神股份等国内载重胎龙头企业相比，公司面向整车生产厂商的配套能力略显薄弱，给自身品牌推广和替换市场的开拓带来一定影响；另一方面，由于汽车生产商的强势地位，使得配套市场轮胎的毛利率较替换市场低。

表 9：2015 年国内主要轮胎上市公司收入及毛利率比较

单位：亿元、%

公司简称	业务收入	营业毛利率
赛轮金宇	97.70	19.02
<b>宝通轮胎</b>	<b>74.52</b>	<b>15.10</b>
风神股份	63.60	19.47
黔轮胎	47.30	11.83
青岛双星	29.90	19.49

资料来源：上市公司公告，中诚信证评整理

公司轮胎产品拥有一定的市场地位。2013~2015 年，公司下属子公司宝通轮胎分别居世界轮胎企业 75 强中的第 39 位、40 位和 38 位，市场地位较为稳固。

总体看，近年公司轮胎业务保持了较强的盈利能力，随着炭黑、合成胶等原料自给率的上升，成本控制能力得到增强。但对后续激烈的行业竞争环境下公司轮胎市场的开拓情况应予以关注。

#### 电缆及电子业务

公司电缆及电子业务的经营主体是下属子公司万达电缆、微电子公司等。产品以特种电缆、电磁线、双向拉伸聚酰亚胺薄膜、电泵配件、变压器等为主，拥有 130 多个系列，千余种规格。

公司的电缆产品包括油矿专用电缆和电力电缆两大类。前者主导产品包括潜油泵电缆、探测电缆、海底电缆等品种，后者包括防盗电缆、（超）高压电缆。近年公司电缆产品一直保持满负荷生产状态，产销率也基本保持在 100%。同时，通过研发和对市场的预判，公司不断有新产品投产，包括 2012 年投产的 400 千米/年超高压电缆以及 2013 年投产的 220kv 海底电缆。随着产能规模的扩大，公司 2014 年电缆业务收入同比增长 27.38% 至 46.24 亿元，2015 年该板块实现收入 45.21 亿元。

油矿电缆方面，依托于大庆油田、胜利油田，短期内公司的油矿电缆产品收益稳定。同时，随着渤海湾油气资源开发，海底电缆将成为公司电缆业务重要盈利增长点。2011 年 8 月公司在东营港经济开发区开工建设总投资 5.2 亿元的 2,000 千米/年 220kv 海底电缆项目已于 2013 年 10 月建成投产，公司海底电缆的市场占有率提升至 20%。2015 年，该项目实现收入 18.52 亿元，同比增加 1.15%，实现净利润 1.75 亿元，项目运营良好。作为国内五家

海底电缆生产企业之一，公司拥有临海生产和运输优势以及处于渤海湾销售市场的优势，新增产能拓宽了公司的收入和利润来源。

电力电缆方面，“十二五”期间国家加快城乡电网升级改造，公司的防盗电缆销售稳步提升。公司目前拥有 110kv、220kv、330kv、500kv 高压电缆生产资质。

公司的特种电缆产品拥有很强的盈利能力，其中潜油泵电缆、探测电缆、铝合金电缆的毛利率均超过 20%。2013 年 10 月 220KV 海底电缆项目投产，经过一年多的运营，海底电缆项目产能得到完全释放，使得 2015 年海底电缆毛利率上升至 15.17%，同比提高 0.43 个百分点。近年受下游石油行业景气度下滑影响，公司多数电缆产品价格有所下降，导致电缆板块毛利率有所下滑，2013~2015 年公司电缆板块的毛利率分别为 17.08%、16.75% 和 16.55%，2016 年一季度为 16.58%。

表 10: 近年公司主要电缆品种产销情况

电缆类别	年份	产能 (千米/年)	实际产量 (千米)	产能利用率	销量 (千米)	产销率	平均售价 (元/千米)	毛利率
潜油泵电缆	2013	5,500	5,487	99.76%	5,440	99.14%	88,997	27.35%
	2014	5,500	5,487	99.76%	5,426	98.89%	89,751	27.41%
	2015	5,500	5,302	96.40%	5,091	96.02%	88,500	25.28%
	2016.Q1	5,500	1,347	-	1,336	99.18%	88,500	26.28%
探测电缆	2013	8,000	7,983	99.79%	7,952	99.61%	21,360	24.18%
	2014	8,000	7,993	99.91%	7,955	99.52%	21,355	24.16%
	2015	8,000	7,719	96.49%	7,521	97.43%	21,100	22.98%
	2016.Q1	8,000	1,996	-	1,996	100%	19,600	22.48%
防盗电缆	2013	26,000	21,384	82.25%	21,295	99.58%	34,300	10.82%
	2014	26,000	22,631	87.04%	22,289	98.49%	34,297	10.83%
	2015	26,000	23,965	92.17%	23,746	99.09%	34,200	10.79%
	2016.Q1	26,000	6,135	-	5,976	97.41%	33,200	11.29%
海底电缆	2013	3,000	1,237	41.23%	1,204	97.33%	525,901	12.30%
	2014	3,000	2,530	84.33%	2,530	100.00%	723,544	14.74%
	2015	3,000	2,499	83.30%	2,499	100.00%	740,900	15.17%
	2016.Q1	3,000	415	-	415	100%	726,900	15.19%
铝合金电缆	2013	2,500	2,291	91.64%	2,262	98.73%	208,920	29.06%
	2014	2,500	2,441	97.64%	2,435	99.75%	196,534	29.07%
	2015	2,500	2,397	95.88%	2,301	95.99%	192,100	23.62%
	2016.Q1	2,500	621	-	613	98.71%	137,600	22.62%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除电缆产品外，公司承担的国家高新技术产业示范工程——产能为 600 吨/年的双向拉伸聚酰亚胺薄膜产品项目，销量稳定，在国内拥有主导地位，是公司稳定的收入来源。但 2014 年以来由于市场供应增加，行业竞争加剧，公司该产品收入和毛利规模小幅下滑。

公司所生产的机电和电子产品在电力、石油、化工、建筑、冶金、船舶、铁路、航空等领域得到了广泛的应用。多项产品不仅在国内拥有广阔的市场，并且少量出口，销往印度尼西亚、新加坡、日本等国家和地区。公司电缆产品的主要客户是大庆油田、胜利油田、国家电网公司等大型客户，2015 年前五大客户销售收入在电缆业务收入的占比为 18.94%，客户较为分散。

表 11: 电缆及电子业务前 5 大客户情况

客户名称	销售金额	占比
大庆油田物资供应公司	22,271.00	4.90
中国石油天然气股份有限公司塔里木油田分公司	20,891.00	4.59
国网电力公司	19,213.00	4.22
山东齐成石油化工有限公司	16,672.00	3.67
中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司物资供应处	7,112.00	1.56
<b>合计</b>	<b>86,159.00</b>	<b>18.94</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原料采购方面，特种电缆产品主要原材料包括铜材、氟塑料、特缆钢丝、镀锌钢带等，但由于电缆品种不同，所需的原料种类和数量存在较大差异，如潜油泵、加热电缆以铜材为主，成本占比超过 50%；而探测电缆铜材成本占比仅为 15% 左右，氟塑料是其主要原料，占比超 50%。由于特种电缆较普通电缆耗费的铜材少，因此近年来铜价的大幅波动对公司成本影响相对较小。总体来看，公司电缆生产所需原料多为大宗商品，原料供应能够得到

保障，同时公司成立专门的采购部门负责电缆和化工业务的原料采购，有效节约采购费用。

此外，公司于 2007 年和 2010 年在印度尼西亚分别投产了万达珍宝电缆和年产 100 万米抽油杆项目，2014 年及 2015 年，公司印尼项目分部实现收入 0.29 亿元和 0.08 亿元。但同时，中诚信证评也注意到，公司在海外投资建厂也面临一定政治风险。

总体看，公司电缆及电子板块的产品拥有较高的技术水平和较好的市场地位，盈利能力较强，收入贡献相对稳定。

### 化工业务

公司化工业务板块的经营主体是万达化工和炭黑公司。主要产品有 MBS 塑料抗冲剂、二胺、聚丙烯酰胺系列产品、顺丁胶、丁二烯、液化气、破乳剂、ACR 塑料加工助剂、炭黑等几十种系列产品。

公司目前拥有 MBS 产能 10 万吨/年，系世界第三的 MBS 生产企业，在国内市场处于主导地位。MBS 是 PVC 抗冲改良剂，公司研制的 MBS 高性能塑料抗冲剂被列入“国家重点火炬计划”，原有产能 6 万吨/年，2011 年 MBS 二期扩产项目投产，使产能提升至 10 万吨/年，进一步巩固了国内市场龙头地位，2013~2015 年公司 MBS 分别实现销售收入 18.27 亿元、16.50 亿元和 13.59 亿元。从销售区域来看，公司 MBS 塑料抗冲剂在华东区的市场占有率约为 45%；在华南地区市场中处于领先地位，拥有 MBS 高中端市场的较大份额，占比接近 40%；华中区域市场主要划分为浙江市场和外围市场，其中公司在浙江市场份额占比约 55%，外围市场公司占有率在 70% 左右。

公司目前拥有二胺产能 5,000 吨/年，是国内销量最大的二胺生产企业之一。二胺主要用于 LED 绝缘薄膜，2013~2015 年分别实现收入 3.14 亿元、3.03 亿元和 2.89 亿元。公司的二胺生产线工艺先进，下游客户主要为日本等海外厂商，2015 年公司二胺产品 4.43% 用于出口。由于处于优势的市场地位，公司二胺产品毛利率近年较为稳定，2013~2015 年分别为 23.85%、20.96% 和 21.88%，是公司化工板

块中盈利能力最强的品种之一。

聚丙烯酰胺主要用于三次采油，由于中国石油储量少，且部分早期开发的油田目前进入三次采油阶段，由此 PAM 在缺油的中国拥有很好的市场前景。公司的 PAM 项目被列入“省级科技攻关项目”、“山东省火炬计划”，产品经胜利油田、中原油田、大港油田和有关地质院所使用及检测证明，在抗高温、抗老化、抗剪切、抗盐度等方面均优于进口产品。目前公司拥有 PAM 产能 3 万吨/年，近年一直处于满负荷生产状态，但销售价格逐年下滑。公司 PAM 产品的下游客户主要为油田，目前公司每年约销往大庆油田 2 万吨、胜利油田 1 万吨。此外，公司与中石油合资成立了山东华油万达化学公司，年产 PAM5 万吨，其中公司参股 49%，主要是为了借助与中石油的合资开拓新的油品市场，与公司全资控制的 PAM 生产线不存在竞争关系。

2015 年，各油田进行了新一轮的招标，公司连续中标中石油、中石化等多个项目的破乳剂及聚丙烯酰胺产品，为化工产品的销量及利润打下基础。

炭黑方面，公司 2009 年成立了全资子公司山东耐斯特炭黑有限公司，其中一期 10 万吨/年于 2010 年 11 月投产；二期 7 万吨/年于 2011 年 9 月投产，目前合计炭黑产能 17 万吨/年，成为单厂产能最大的炭黑企业之一。炭黑公司的成立是公司向轮胎上游产业链延伸的尝试，目前炭黑产能能够满足公司半钢轮胎生产的全部所需，提升了轮胎原料自给率，增强了成本控制能力；同时，剩余的炭黑进行外销能够获取额外盈利。2014 年公司炭黑产品实现收入 10.09 亿元，其中销售给宝通轮胎实现收入 4.86 亿元，对外销售实现收入 5.23 亿元，板块毛利率为 18.66%；2015 年，公司炭黑销售实现收入 7.74 亿元，其中对外销售收入 3.53 亿元，板块毛利率为 18.87%。

表 12: 公司主要化工产品产销情况

化工产品	产能 (吨/年)	产量 (吨)	产能利用率	销量 (吨)	产销率	毛利率	平均售价 (元/吨)	
MBS	2013	100,000	98,864	98.86%	98,796	99.93%	15.72%	18,492
	2014	100,000	99,110	99.11%	98,385	99.27%	16.33%	16,766
	2015	100,000	99,464	99.46%	94,571	95.08%	17.52%	14,400
	2016.Q1	100,000	24,901	-	24,799	99.59%	17.58%	12,300
二胺	2013	5,000	4,986	99.72%	4,959	99.46%	23.85%	63,230
	2014	5,000	4,992	99.84%	4,930	98.76%	20.96%	61,550
	2015	5,000	4,362	87.24%	4,376	100.32%	21.88%	65,900
	2016.Q1	5,000	1,247	-	1,238	99.28%	21.89%	64,800
聚丙烯酰胺	2013	30,000	29,790	99.30%	29,735	99.82%	18.33%	17,360
	2014	30,000	29,980	99.93%	29,620	98.80%	17.86%	16,021
	2015	30,000	28,371	94.57%	28,297	99.74%	18.33%	14,100
	2016.Q1	30,000	7,498	-	7,491	99.91%	18.34%	9,700
炭黑	2013	170,000	176,351	103.74%	176,285	99.96%	18.79%	5,725
	2014	170,000	170,981	100.58%	170,183	99.53%	18.66%	5,931
	2015	170,000	166,924	98.19%	166,284	99.62%	18.87%	4,700
	2016.Q1	170,000	41,162	-	42,938	104.31%	17.27%	3,800
顺丁胶	2013	30,000	29,716	99.05%	29,684	99.89%	11.99%	18,340
	2014	30,000	29,996	99.99%	29,923	99.76%	12.91%	14,034
	2015	30,000	25,491	84.97%	25,964	101.86%	15.78%	9,600
	2016.Q1	30,000	7,416	-	7,211	97.24%	15.83%	7,400
丁二烯	2013	150,000	17,521	11.68%	2,981	17.01%	9.04%	12,038
	2014	150,000	82,611	55.07%	5,512	6.67%	14.52%	10,237
	2015	150,000	10,7031	71.35%	35,028	32.73%	14.73%	8,500
	2016.Q1	150,000	23,018	-	2,321	10.08%	14.79%	5,900

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司化工产品以内销为主, 仅有极少量出口, 内销区域分布于华中、华东、华南等区域, 较为分散。公司主要客户包括宝通轮胎、中石化胜利油田分公司等, 前五大销售客户占比约为化工板块的 23.35%, 主要消费 PAM、破乳剂等产品。同时, MBS 下游塑料生产企业也是公司化工板块的主要客户。

表 13: 化工业务前 5 大客户情况

单位: 万元、%

客户名称	销售金额	占比
宝通轮胎	68,304.20	12.76
中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司物资供应处	28,353.02	5.30
大庆油田物资供应公司	12,110.00	2.26
无锡迪奥绝缘材料有限公司	9,959.53	1.86
深圳天众塑胶有限公司	6,277.09	1.17
<b>合计</b>	<b>125,003.84</b>	<b>23.35</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

原料采购方面, 公司化工板块的主要原料为丁二烯、丙烯腈和苯乙烯, 合计占化工业务的主营业务成本 60% 以上, 中国石油化工股份有限公司是公司的主要原料供应商。2013 年 10 月, 公司 15 万吨/年丁二烯项目建成投产, 投资总额 9 亿元, 不仅可用于满足公司内部 MBS、顺丁胶等产品原料需求, 同时未来随着产能的逐步释放, 部分外销可提升公司市场竞争力。2014 年公司生产丁二烯 82,611 吨, 其中项目运营前期有少部分外销。2014 年公司内部产品 MBS 及顺丁胶共耗用丁二烯约 7.71 万吨, 截至 2014 年底, 公司丁二烯已实现 100% 自给。2015 年, 公司共生产丁二烯 107,031 吨, 其中 67.49% 用于自给、32.51% 为外销。丙烯腈方面, 公司和中石化合资成立科鲁尔公司生产丙烯腈, 目前丙烯腈产能达 13 万吨/年。

化工原料价格具有周期波动性, 影响产品成



本。但是由于公司产品在市场中具有优势地位，因此盈利能力并未受到明显影响。

表 14: 化工业务主要原材料采购情况 (吨、元/吨)

原料	项目	2013	2014	2015	2016.Q1
丁二烯	采购量	75,112	11,926	-	-
	采购均价	12,039	9,326	-	-
丙烯腈	采购量	21,993	21,597	21,339	5,556
	采购均价	13,992	15,239	10,800	8,200
苯乙烯	采购量	23,310	25,278	27,465	6,757
	采购均价	11,519	11,043	8,800	7,800

注: 2013 年 10 月公司 15 万吨/年丁二烯项目建成投产, 2014 年底已实现 100% 自给。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

## 石化业务板块

公司石化业务由下属全资子公司天弘公司运营, 主要产品有汽油、柴油、乙丙橡胶、芳烃等产品。

表 15: 公司石化板块主要产品产销情况

轮胎类别		产能 (万吨/年)	实际产量 (万吨)	销量 (万吨)	产能利用率	产销率
汽油	2013	154.17	9.03	8.90	5.86%	98.56%
	2014	154.17	69.23	69.11	44.91%	99.83%
	2015	154.17	123.37	123.18	80.02%	99.85%
	2016.Q1	154.17	38.53	38.51	-	99.95%
柴油	2013	202.22	12.92	12.85	6.40%	99.46%
	2014	202.22	99.35	99.25	49.13%	99.90%
	2015	202.22	154.66	154.11	76.48%	99.64%
	2016.Q1	202.22	50.60	50.57	-	99.94%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

天弘公司生产的汽柴油均能达到国 V 标准, 符合国家环保产业政策。原材料主要为燃料油、甲醇及助剂, 近几年燃料油价格浮动较大, 对石化板块产生一定的成本压力。

2015 年, 公司分别生产汽油和柴油 123.37 万吨和 154.66 万吨。由于 2014 年下半年国际油价连续出现多次下跌, 公司买入的原油加工后卖出约需 20 天时间, 在生产周期内油价下跌使得连续开工的损失有时大于停工造成的损失, 公司因此停产, 进行员工培训及设备检修, 全年产能利用率约为 50% 左右。2015 年至 2016 年一季度公司产能逐步释放。

天弘公司 9 万吨/年乙丙橡胶及 500 万吨/年原料配套工程项目中的 500 万吨/年原料配套工程于 2013 年 10 月建成投产。公司新增 154 万吨/年轻芳烃和 202 万吨/年重芳烃产能, 同时 9 万吨/年乙丙橡胶已于 2014 年 10 月建成投产。

公司引进意大利埃尼集团的悬浮法聚合技术, 整体能耗较低。该工程采用先进配套技术, 工艺流

程以 500 万吨常减压为龙头一次性配套完善, 装置配套一步到位, 同时 500 万吨常减压装置采用国际先进的深拔技术, 提高了产品收率并能适应密度、含硫范围广的不同原料要求。由于乙丙橡胶国内缺口较大, 对外依存度高达 92%, 预计未来十年内公司乙丙橡胶市场前景良好。

天弘公司项目有助于改善公司化工原料短缺情况, 该项目为公司 15 万吨/年丁二烯项目提供醚后液化气原料, 解决公司 MBS、顺丁橡胶生产所需丁二烯原料问题, 为轮胎和电缆提供乙丙橡胶原料, 形成了完整的产业链。上游的原料工程为下游高附加值的丙烯腈、丁二烯、顺丁橡胶、MMA、炭黑、轮胎、电缆等提供充足的原料保障, 公司抵御市场风险的能力显著增强。该项目下游可以继续向我国市场长期短缺高附加值的芳烃产业链延伸, 可持续发展前景很好。

原材料供应方面, 公司已与中石化销售天津分公司签订合同, 由其供给公司燃料油 230 万吨/年;

与中石油西北销售公司签订合同，由其供给公司燃料油 150 万吨/年，配套原油 80 万吨/年；与中海油签订合同，由其供给公司 180 万吨/年燃料油，配套部分原油。公司 9 万吨/年乙丙橡胶及 500 万吨/年原料配套工程项目生产所需原材料可得到有效保障。

随着国家的进口原油使用权正式向民营炼油企业开放，长期制约地炼企业发展的油源垄断正在打破。公司是山东省重点扶持骨干地炼企业之一，公司已于 2015 年 12 月获得 440 万吨进口原油使用指标，成为获得原油进口使用权的试点单位，2016 年 1 月 5 日取得国家商务部原油进口资质，2016 年又取得成品油出口配额。未来天弘公司炼油项目成本或将逐步降低，盈利水平也有望进一步提升。

运输方面，天弘公司地处东营港，港口的配套及辅助设施完善，物料输送全部实现管线联接，通过中海油东营港码头管道输进，同时大部分产品通过公司控股公司下属宝港国际液体码头管道输出。全厂物料和产品均通过管道输送，直到装船前无任何转运或过驳过程，节省一定运输成本。目前公司母公司万达控股集团的码头一期项目已建设完成。码头二期项目主要建设东营港东营港区四突堤沿线 17 个泊位工程及配套建设总库容近 1,000 万立方米的油品化工罐区。项目前期计划投资 14.89 亿元，项目建成后，可充分发挥 6×3 万吨油品化工泊位的潜力，码头年吞吐能力将达到 720 万吨，罐区进出总量将达到 960 万吨/年，年可实现销售收入 6.8 亿元。目前，码头的安全预评价、通航安全影响、海域使用论证、海洋环评等均已通过评审。

总体来看，公司主要化工产品拥有良好的市场地位，盈利能力较强，未来，随着乙丙橡胶等精细化产能的逐步释放，公司原料自给率有望提高，同时可增大化工板块盈利，但项目运营资金需求较大，将给公司带来一定资金压力。

## 发展规划

在黄河三角洲高效生态经济区上升为国家战略以及《山东半岛蓝色经济区发展规划》获得国务院批准的历史机遇下，东营成为山东省唯一一个全部纳入两大战略的城市，面临着“黄、蓝”两大国家

战略双重叠加的发展契机。在此背景下，公司提出以化工产业为龙头，以轮胎、电缆产业为支撑，以资本运营为轴心，形成龙头产业突出、多元化发展的国际化现代化企业集团的战略目标。为实现上述目标，公司拟从强化项目建设力度、提升管理水平、提高技术创新能力和加强品牌建设等方面落实发展战略，全面提升公司综合发展实力，切实推动企业在发展质量、发展水平和发展速度上的提升。

近年来公司轮胎、电缆和化工等主要业务板块其他在建项目也均已陆续投产，未来无大规模投资项目，资本支出压力较小。

总体看，公司主要在建项目已于 2013 年陆续投产，未来几年公司整体在建项目较少，固定资产投资规模将有所下降。但中诚信证评关注到，由于公司 9 万吨/年乙丙橡胶及 500 万吨/年原料配套工程、海底电缆等主要项目运营面临较大营运资金需求，对公司流动资金使用效率提出一定挑战。

## 公司管治

### 治理结构

截至 2016 年 3 月底，万达控股持有公司 47.14% 股权，公司职工和外部自然人持有公司 52.86% 股权。公司实际控制人是尚吉永先生，其持有万达控股 51.76% 的股权。

公司 2009 年 9 月 6 日完成公司制改革之后，根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法令和条例规定，修订了公司章程，规范了公司运作。公司设股东大会，作为公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等重大事宜；设董事会，对股东大会负责，实行董事会领导下的经理负责制；设监事会，对董事会和总经理行政管理系统行使监督。

### 管理水平

2010 年，公司与北大纵横管理咨询公司进行合作，着力建立更加规范、合理、科学、有效的管控模式，实行生产、供应、销售、研发“四分开”的战略改革，进一步整合人力、财物、市场、管理等资源，每个经营板块按“横向纵向市场化”的原则进行管理，引入内部市场化竞争机制。目前，公司已经

基本完成生产、供应、销售等业务板块架构调整及人事变革。同时，根据管理提升要求，公司在各专业化公司及后勤本部深入开展了减员缩编、编制整合工作，通过末位淘汰、竞争上岗，精简后勤人员，为打造精简、高效的后勤管理团队打下了坚实的基础。

质量管理方面，公司重新修订了《整合型管理体系运行绩效考核办法》，采用国际标准，并对在用企业标准进行及时的备案和复审，为产、供、销提供了生产和检验的标准依据。

安全管理方面，公司通过组织各专业化公司和后勤部室全体安全员和内审员参加培训，提高了员工的安全理论水平和操作技能。同时多次组织安全检查，查出各类隐患并及时整改，有效地消除了不安全因素及事故隐患，杜绝了重大安全事故的发生。

财务管理方面，公司推进财务信息系统建设，建立起一套相对完善的计划执行反馈体系；推进ERP系统的深入实施，做到了财务信息的实时反馈；对订单和计划执行的实施动态跟踪，保证了物料供应，减少了库存资金占用，提高资金回笼的时效性；初步实现了“以数据说话”、“以销定产”的市场主导模式。此外，公司加强对应收、应付和存货管理，加强财务风险控制，为公司平稳发展提供稳健的财务基础。

2015年12月，公司和甲骨文合作的ERP系统正式上线，现代化的操作和管理模式将大大提高公司的管理效率。

总体来看，公司建立了较为全面的管理体系，基本契合了公司的生产运营和管理的现状，能够保障公司的业务运营效率、管理的合法合规以及资产的安全；但因公司产业布局较广、业务板块关联度较低，对管理效率提出了更高的要求。

## 财务分析

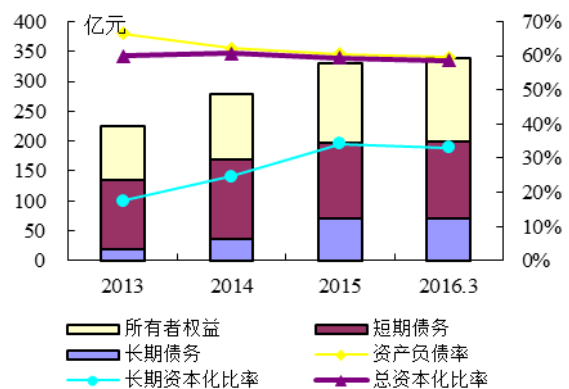
以下分析基于经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013~2015年财务报告以及未经审计的2016年一季度财务报表。在2015年以及2016年一季度财务报告中，万达集团将“短期融资券”记入“其他流动负债”，中诚

信证评在相关财务指标计算时将其计入短期债务。

## 资本结构

近年来，随着投资新建项目的推进以及经营积累的增加，公司的资产规模不断增加。2013~2015年公司总资产分别为270.06亿元、289.67亿元和338.51亿元，三年年均复合增长率为11.96%。同期，公司负债总额为179.79亿元、180.27亿元和204.53亿元，三年年均复合增长率为6.66%。与此同时，公司收益情况良好加之股东增资，带动自有资本实力稳步提升，2013~2015年所有者权益分别为90.27亿元、109.40亿元和133.98亿元，年均复合增长率为21.83%。公司所有者权益中未分配利润占比很高，2013~2015年分别为78.44亿元、90.32亿元和107.03亿元，占比均超过75%。公司高额的未分配利润未转增股本，一方面由于转增股份需要政府各部门逐级审批，手续繁琐，不易操作；另一方面公司近年新上项目较多，为保障项目快速达产，从公司长远发展的角度考虑保留了较多的未分配利润。2014年分配3,100万元，2015年未进行分红，未来若分红政策有所改变，整体净资产规模存在一定缩水风险。

图5：2013~2015年及2016年一季度公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

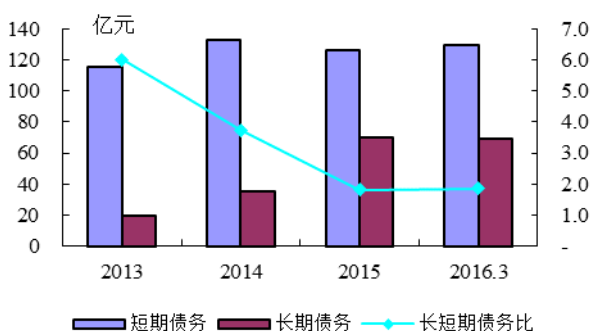
受益于自有资本实力的增强，近年来公司财务杠杆比率总体稳中有降，2013~2015年公司资产负债率分别为66.57%、62.23%和60.42%，同期总资本化比率分别为59.88%、60.69%和59.39%。

资产构成方面，2015年流动资产占总资产的比重为58.66%，主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成，分别占流动资产的比重为19.17%、19.03%、22.06%和10.38%。2015年末公

司货币资金为 38.07 亿元，较 2014 年末增加 19.26%，主要由于新增多期中票、短融等债券，银行存款增加所致。应收账款方面，截至 2015 年底公司应收账款为 37.79 亿元，同比减少 1.03%，主要由于公司当年加强应收账款调度，清理收回一部分应收账款，同时严格控制销售赊销及回款时间；公司应收账款主要为销售商品应收款，账龄在一年以内的应收账款占比为 95.72%，2015 年前五大客户为中海油湖南销售有限公司、青岛盛泰丰国际贸易有限公司、大庆油田力神泵业有限公司、ITG VOMA CORP 和东营红双商贸有限公司，占比 9.10%，客户集中度较低。2015 年末公司存货同比增长 21.21%，主要由于公司扩大产能，增加了相关半成品及产成品的库存。其他应收款方面，2015 年公司其他应收款为 20.61 亿元，主要为公司对股东万达控股集团有限公司的借款，用于宝港国际液体化工码头及库区的流动资金周转及项目建设，借款账龄为 1 年以内，公司采用基准利率向母公司收取利息。公司承诺，随着码头及库区项目贷款的逐步到位，公司对万达控股的资金拆借将逐步减少。

非流动资产方面，主要由长期应收款和固定资产构成，分别占非流动资产的比重为 22.00% 和 74.03%。2013~2014 年公司无长期应收款，2015 年长期应收款为 30.78 亿元，主要系与股东万达控股集团有限公司签订长期借款协议，增加对其的借款。公司固定资产主要由房屋及建筑物、专用设备、通用设备、运输设备及其他设备构成，2015 年末固定资产同比减少 4.74%，主要由于计提固定资产折旧所致。

图 6：2013~2015 年及 2016 年一季度公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

负债方面，公司负债主要由有息债务构成，

2013~2015 年公司总债务分别为 134.71 亿元、168.90 亿元和 195.97 亿元。2013 年公司共发行 4 期短期融资券，共计 18.50 亿元；2014 年公司新增 14 亿元一年内到期的非公开定向债务融资工具以及 5 期短期融资券 22 亿元；2015 年公司新发行 4 期中期票据 36 亿元、一年内到期的非公开定向债务融资工具 8 亿元以及 3 期短期融资券 17 亿元，随着公司积极扩大产能，外部融资逐年增加，债务规模持续攀升。

债务期限结构方面，近年来公司对于资金需求基本依赖短期融资方式解决，短期债务占比较大，2013~2015 年公司长短期债务比分别 6.02 倍、3.74 倍和 1.81 倍，受益于 2015 年中期票据的成功发行，公司债务结构有所优化。但中诚信证评关注到，目前公司债务仍以短期债务为主，使公司面临一定的流动性压力。

截至 2016 年 3 月末，公司总资产和所有者权益规模分别进一步上升至 347.00 亿元和 140.12 亿元，2016 年公司新发行短期融资券 12.5 亿元和超短期融资券 3 亿元，总债务规模持续攀升至 198.79 亿元，长短期债务比为 1.87 倍，资产负债率和总资本化比率分别为 59.62% 和 58.66%，与上年基本持平。

总体来看，近年来受益于业务规模扩张和自身盈利积累，公司资产规模和所有者权益持续增长。公司债务结构得到一定程度改善，但短期债务压力仍旧较大，公司石化等业务板块需要较大流动资金支持，对公司融资及资金调配能力提出一定考验。同时，中诚信证评将持续关注公司大股东借款的资金成本、偿还进展等方面情况以及分红政策的变化对公司经营及信用状况的影响。

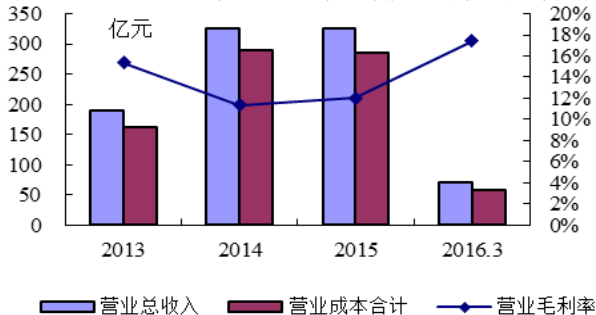
## 盈利能力

近年来公司收入规模略有波动，2013~2015 年以及 2016 年一季度公司分别实现营业总收入 190.43 亿元、326.52 亿元、325.36 亿元和 70.68 亿元，2014 年，公司二级子公司天弘公司汽油和柴油产能逐步释放，带动公司当年收入规模迅速扩大，营业总收入同比增长 71.47%。2015 年受轮胎价格以及化工产品价格持续下跌影响，公司收入规模略

有所下降。

从收入构成来看，公司主要收入来自于石化、轮胎、化工、电缆和电子五大业务板块。2014年以来，随着天弘公司石化产能的逐步释放，公司收入结构有所调整，2015年石化板块实现收入145.81亿元，占营业总收入比重继续增加至44.81%，成为公司最主要的收入来源；轮胎、化工、电缆和电子板块分别实现收入74.52亿元、47.36亿元、45.21亿元和12.46亿元。2016年以来，公司收入结构中石化业务占比持续增加，2016年一季度，石化业务实现销售收入38.93亿元，占营业总收入为55.08%，轮胎、化工、电缆和电子板块收入分别占到营业收入的17.78%、11.35%、12.75%和3.04%。

图 7：2013~2015 年及 2016 年一季度公司收入成本变化



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

毛利率方面，随着电缆、轮胎、化工产能的逐渐释放，规模经济效益逐渐显现，近年来公司主要业务板块均保持了较强的盈利能力。2014年以来，石化板块收入规模迅速扩大，盈利能力逐步显现，2014~2015年毛利率分别为2.89%和6.28%，但相对其他板块来说盈利能力较低，拉低了公司整体毛利率水平。2016年受益于发改委对成品油设置天花板价与地板价，再加上公司取得440万吨原油进口资质及自身具有的技术及区位优势，公司成本进一步降低，石化板块毛利率大幅上升。轮胎业务方面，受轮胎价格持续下跌影响，该业务板块毛利率小幅下滑。总体来看，公司轮胎、电缆、化工和石化板块协同发展，整体盈利能力较强，石化板块业务具有较好规模效益，未来随着其产能的逐步释放，公司仍将保持较好的盈利能力。

表 16：2013~2015 年及 2016 年一季度公司毛利率情况

板块	单位：%			
	2013 毛利率	2014 毛利率	2015 毛利率	2016.1~3 毛利率
轮胎	15.20	15.12	15.10	15.08
电缆	17.03	16.75	16.55	16.58
化工	18.84	18.65	18.13	18.32
电子	19.41	22.88	21.61	24.48
石化	2.11	2.89	6.28	17.79
<b>合计</b>	<b>15.36</b>	<b>11.38</b>	<b>12.04</b>	<b>17.42</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2013~2015年以及2016年一季度，公司期间费用分别为6.79亿元、11.50亿元、13.30亿元和3.58亿元，近年来，随着债务规模的扩大，公司利息支出和财务费用也随之增加；管理费用则主要随着人工成本及折旧费而增长。2013~2015年以及2016年一季度公司三费占营业收入的比重分别为3.56%、3.52%、4.09%和5.07%，公司费用控制能力较强，三费收入占比一直维持在较低水平，对公司盈利能力提供一定支持。

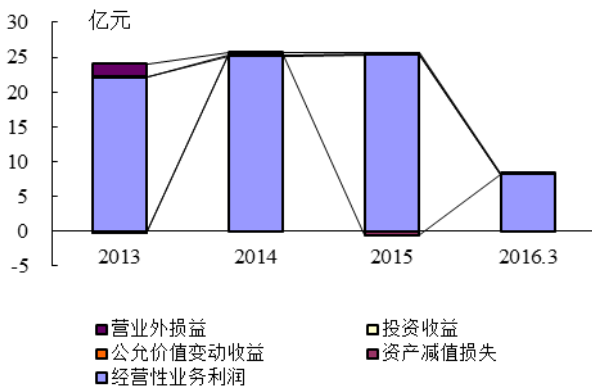
表 17：2013~2015 年及 2016 年一季度公司期间费用情况

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用 (亿元)	3.13	2.72	3.48	1.35
管理费用 (亿元)	2.27	3.14	3.58	0.86
财务费用 (亿元)	1.39	5.65	6.24	1.37
三费合计 (亿元)	6.79	11.50	13.30	3.58
营业总收入 (亿元)	190.43	326.52	325.36	70.68
三费收入占比 (%)	3.56	3.52	4.09	5.07

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，由于公司专注于主业的发展，近年公司利润总额主要来自于经营性业务利润，2013~2015年以及2016年一季度，公司利润总额分别为23.98亿元、25.69亿元、24.99亿元和8.24亿元，同期经营性业务利润分别为22.07亿元、25.18亿元、25.38亿元和8.22亿元，经营性业务利润逐年增长且保持较高水平。2015年受公司计提应收款项坏账准备0.61亿元影响，当年利润总额小幅下滑。

图 8: 2013~2015 年及 2016 年一季度公司利润总额构成



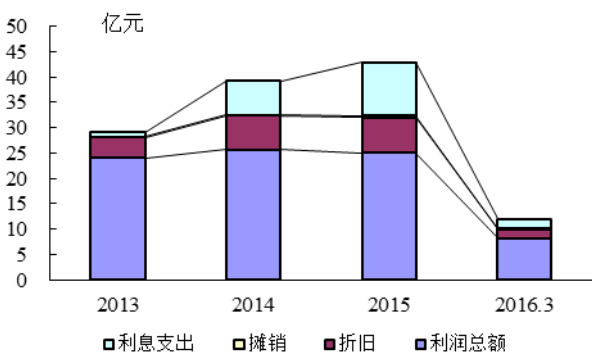
资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 近年随着各板块产能扩张和技术含量较高的新产品的投产, 公司各项业务稳步发展, 营收规模受各业务板块发展有所波动, 但仍保持较高水平, 整体毛利空间呈现稳中趋升的态势, 公司盈利能力保持良好。

### 偿债能力

从 EBITDA 构成来看, 公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2013~2015 年及 2016 年一季度, 公司 EBITDA 分别为 29.11 亿元、39.17 亿元、42.89 亿元和 12.05 亿元, 公司固定资产规模较大, 加之近年来融资规模的不断增加, 导致折旧费用和利息支出在 EBITDA 中的比重有所增加。

图 9: 2013~2015 年及 2016 年一季度公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从现金流来看, 近年来公司业务规模扩大, 各业务板块产能释放, 保持了较强的获现能力, 2013~2015 年以及 2016 年一季度公司经营活动净现金流分别为 40.97 亿元、24.71 亿元、25.63 亿元和 0.57 亿元。2014 年, 随着产能的释放, 公司为扩大销售, 对信誉度高的老客户加大赊销力度, 适当延长回款期限, 截至 2014 年底应收账款和应收

票据较 2013 年底共计增加 22.08 亿元; 同时, 为获得低成本的原材料, 公司与上游客户协商主要采取预付款或现款方式支付原材料价款, 截至 2014 年底应付账款较 2013 年底减少 24.62 亿元, 使得公司经营活动现金流出现较大幅度波动, 获现能力有所弱化, 2014 年经营活动净现金流较上年下降 39.69%; 2015 年公司经营正常, 经营性现金流与上年度基本持平。

从偿债指标来看, 公司近几年 EBITDA 表现良好, 虽然债务规模持续扩大, 但 EBITDA 对债务本息的覆盖能力仍较好, 2013~2015 年以及 2016 年一季度公司总债务/EBITDA 分别为 4.63 倍、4.31 倍、4.57 倍和 4.13 倍; 同期 EBITDA 利息保障系数分别为 5.90 倍、5.25 倍、4.10 倍和 6.06 倍, 公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力处于较高水平。公司经营性现金流有所弱化, 经营性现金流对债务本息的保障能力有所下降, 2013~2015 年公司经营活动净现金/总债务分别为 0.30 倍、0.15 倍和 0.13 倍; 经营活动净现金/利息支出分别为 8.31 倍、3.31 倍和 2.45 倍。

表 18: 2013~2015 年及 2016 年一季度公司偿债能力指标

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务 (亿元)	115.53	133.30	126.13	129.43
长期债务 (亿元)	19.18	35.60	69.84	69.36
总债务 (亿元)	134.71	168.90	195.97	198.79
经营活动净现金流 (亿元)	40.97	24.71	25.63	0.57
EBITDA (亿元)	29.11	39.17	42.89	12.05
总债务/EBITDA (X)	4.63	4.31	4.57	4.13*
经营净现金流/总债务 (X)	0.30	0.15	0.13	0.01*
EBITDA 利息倍数 (X)	5.90	5.25	4.10	6.06
经营净现金流/利息支出 (X)	1.96	0.63	0.52	0.29

注: 2016 年一季度财务指标中带“\*”的为年化指标

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 2016 年 3 月末, 公司在工商银行、中国银行和建设银行等多家银行共取得授信额度 235.40 亿元, 尚未使用的额度为 53.69 亿元。较为充足的银行授信可以在一定程度上满足公司资本支出的需求, 为公司偿付债务提供较好的流动性支持。

受限资产方面，截至 2016 年 3 月底，公司受限资产金额共计 16.71 亿元，占总资产的比例为 4.82%，其中货币资金 4.09 亿元，全部为贸易融资保证金；机器设备 9.37 亿元、房屋土地 3.25 亿元，给公司再融资带来一定负面影响。

或有负债方面，截至 2016 年 3 月末，公司对外担保余额为 27.11 亿元，主要为对山东胜通钢帘线有限公司、山东胜通化工有限公司、富海集团有限公司和东营华联石油化工有限公司等企业的担保，占公司净资产的 19.35%，规模偏大，存在一定代偿风险。另截至 2016 年 3 月末，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼事项。

总体来看，公司近年来资产规模逐年增长，各业务板块保持了较为稳定的盈利能力，加之公司较强的经营获现能力以及目前较为充裕的资金情况和备用流动性，公司具备很强的偿债能力。但中诚信证评也关注到公司大股东借款规模较大、未分配利润余额较高以及受限资产和对外担保规模较大等因素对公司经营及信用状况的影响。

## 结 论

综上，中诚信证评评定万达集团股份有限公司的主体信用级别为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望稳定；评定“万达集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA<sup>+</sup>**。

## 关于万达集团股份有限公司2016年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

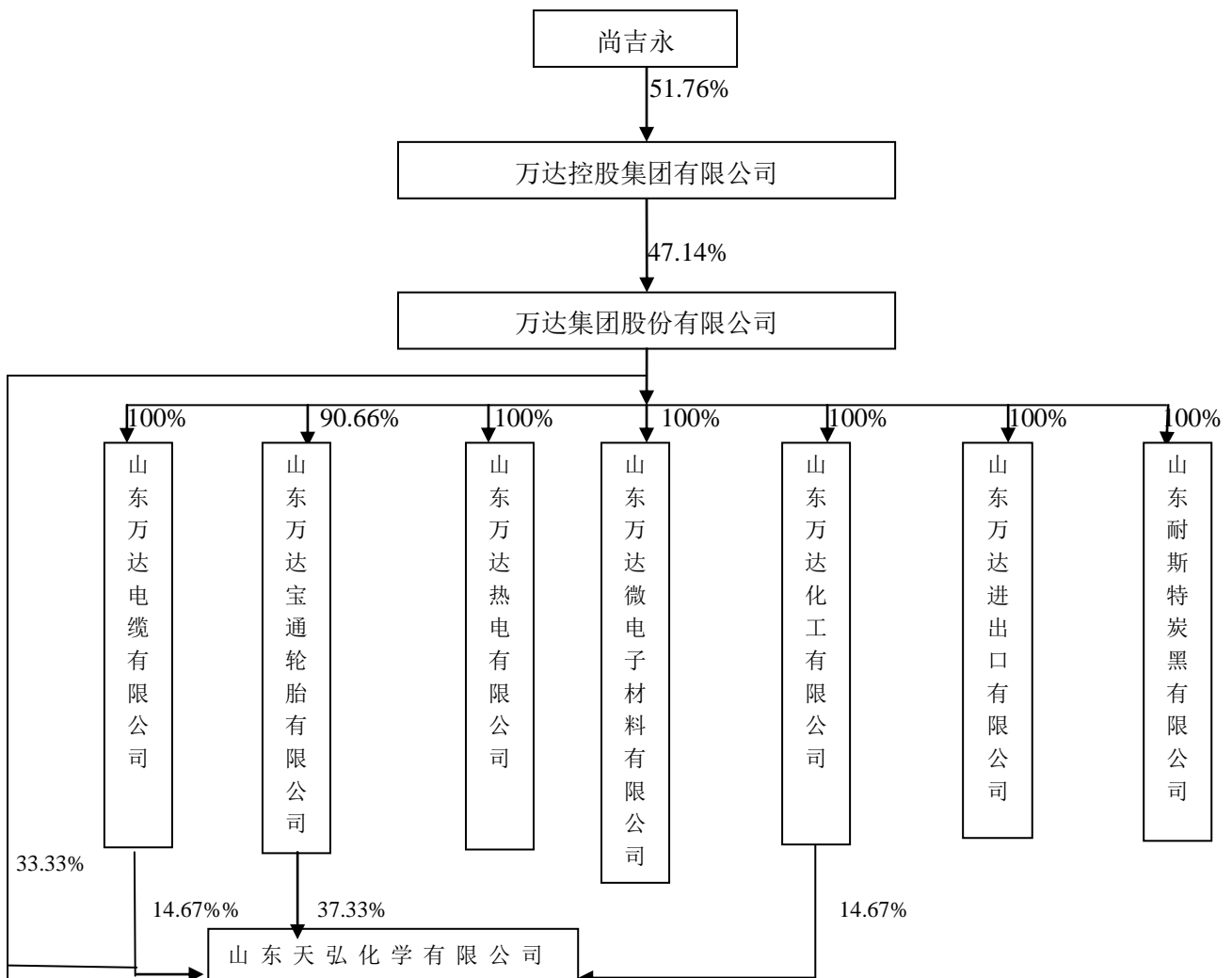
在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

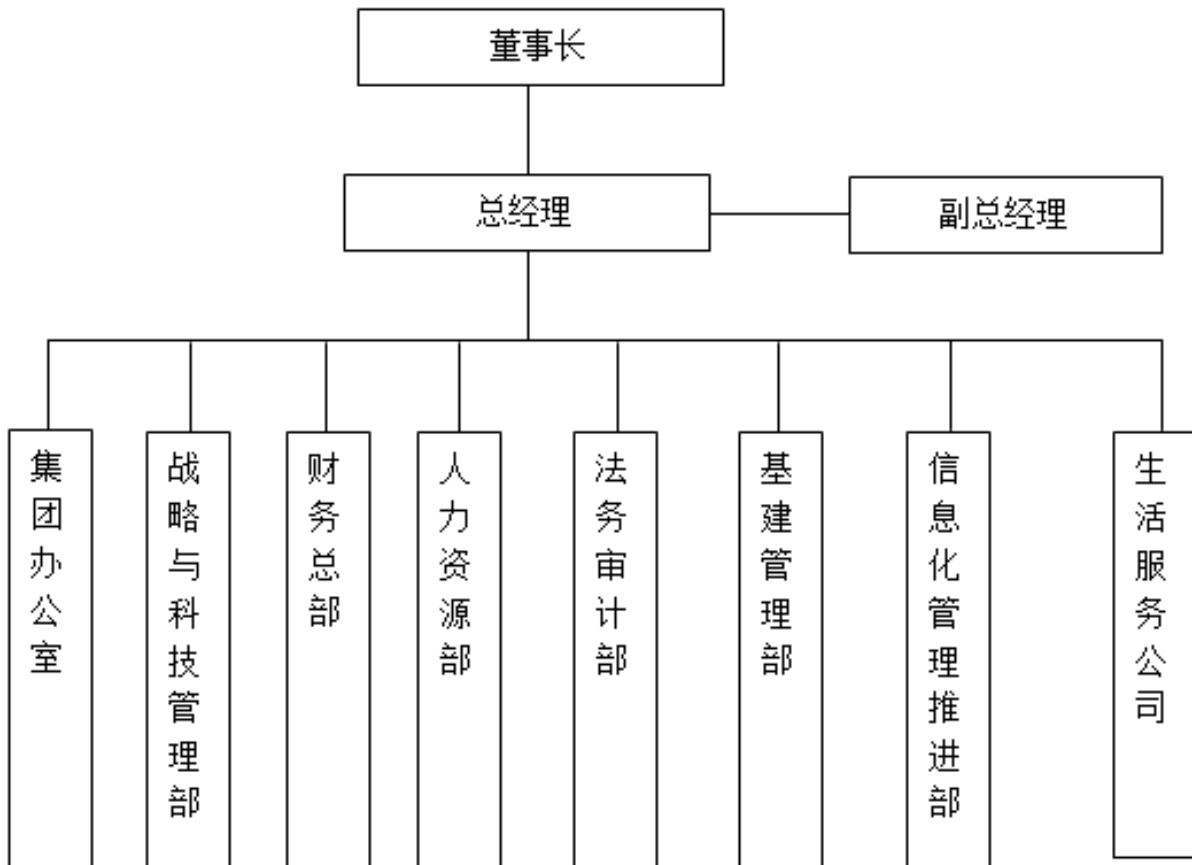
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。



附一：万达集团股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：万达集团股份有限公司组织结构图（截至2016年3月31日）



资料来源：公司提供

**附三：万达集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	175,272.49	319,233.35	380,723.57	407,602.51
应收账款净额	207,937.05	381,883.22	377,949.48	366,200.96
存货净额	402,149.14	361,390.01	438,047.43	471,059.23
流动资产	1,581,964.95	1,760,619.59	1,985,789.76	2,058,840.61
长期投资	15,882.41	16,032.41	16,032.41	16,032.41
固定资产合计	1,072,066.75	1,089,894.02	1,035,922.44	1,039,137.12
总资产	2,700,573.46	2,896,699.37	3,385,075.73	3,470,019.81
短期债务	1,155,285.58	1,332,994.86	1,261,313.00	1,294,329.50
长期债务	191,788.86	355,956.39	698,362.28	693,587.28
总债务（短期债务+长期债务）	1,347,074.44	1,688,951.25	1,959,675.28	1,987,916.78
总负债	1,797,904.96	1,802,687.95	2,045,257.81	2,068,834.03
所有者权益（含少数股东权益）	902,668.50	1,094,011.42	1,339,817.92	1,401,185.78
营业总收入	1,904,301.25	3,265,225.79	3,253,572.70	706,785.90
三费前利润	288,558.08	366,851.00	386,802.69	118,061.43
投资收益	971.56	971.56	539.08	0.00
净利润	181,654.69	192,597.89	186,312.85	61,367.85
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	291,111.38	391,712.00	428,928.83	120,455.02
经营活动产生现金净流量	409,685.32	247,065.01	256,260.96	5,693.28
投资活动产生现金净流量	-647,862.80	-204,264.57	-362,189.60	-30,122.33
筹资活动产生现金净流量	218,778.85	101,160.42	167,418.86	51,307.99
现金及现金等价物净增加额	-19,398.63	143,960.86	61,490.22	26,878.94
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	15.36	11.38	12.04	17.42
所有者权益收益率（%）	20.12	17.60	13.91	17.52*
EBITDA/营业总收入（%）	15.29	12.00	13.18	17.04
速动比率（X）	0.73	0.97	1.15	1.15
经营活动净现金/总债务（X）	0.30	0.15	0.13	0.01*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.35	0.19	0.20	0.02*
经营活动净现金/利息支出（X）	8.31	3.31	2.45	0.29
EBITDA 利息倍数（X）	5.90	5.25	4.10	6.06
总债务/EBITDA（X）	4.63	4.31	4.57	4.13*
资产负债率	66.57	62.23	60.42	59.62
总资本化比率（%）	59.88	60.69	59.39	58.66
长期资本化比率（%）	17.52	24.55	34.26	33.11

注：1.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；

2.2016年一季度财务指标中带“\*”的为年化指标。

**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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。