



# 信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪041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，维持贵公司本期债券信用等级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  
信用评级委员会  
二零一五年四月二十四日

## 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(2015 年)

<b>发行主体</b>	芜湖海螺型材科技股份有限公司		
<b>担保主体</b>	安徽海螺集团有限责任公司		
<b>担保方式</b>	无条件不可撤销的连带责任保证担保		
<b>发行规模</b>	人民币 8.50 亿元		
<b>存续期限</b>	2012/09/21~2017/09/20		
<b>上次评级时间</b>	2014/04/25		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 <b>AAA</b> 主体级别 <b>AA</b>	评级展望： <b>稳定</b>	
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 <b>AAA</b> 主体级别 <b>AA</b>	评级展望： <b>稳定</b>	

### 概况数据

海螺型材	2012	2013	2014
所有者权益 (亿元)	24.35	25.47	26.23
总资产 (亿元)	44.88	43.46	40.60
总债务 (亿元)	16.87	14.61	11.39
营业总收入 (亿元)	41.96	40.53	39.04
营业毛利率 (%)	14.03	13.97	14.19
EBITDA (亿元)	4.88	4.17	3.83
所有者权益收益率 (%)	9.49	6.31	4.65
资产负债率 (%)	45.74	41.40	35.38
总债务/EBITDA (X)	3.46	3.50	2.97
EBITDA 利息倍数 (X)	7.00	5.46	5.89
海螺集团	2012	2013	2014
所有者权益 (亿元)	523.07	601.61	709.64
总资产 (亿元)	986.92	1,007.37	1,083.62
总债务 (亿元)	329.79	262.74	240.33
营业总收入 (亿元)	502.20	595.39	653.02
营业毛利率 (%)	26.84	31.88	32.47
EBITDA (亿元)	131.18	179.11	203.16
所有者权益收益率 (%)	12.70	16.43	16.41
资产负债率 (%)	47.00	40.28	34.51
总债务/EBITDA (X)	2.51	1.47	1.18
EBITDA 利息倍数 (X)	9.08	12.16	15.05

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 基本观点

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，其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%。2014 年，面对行业产能过剩、房地产市场景气度下行及铝合金等非同质型材的冲击导致的竞争加剧，公司通过加快市场布局与产业链整合，提升市场控制力，并积极优化产品结构，加大对高端产品的研发创新，进一步增强了市场竞争力，公司业务规模得以基本维持；同时公司成本控制力增强，产能布局持续完善，资金需求压力相对减小。目前，公司资本结构较为稳健，债务规模适中，备用流动性充足，经营性现金流充足，整体偿债能力强。同时，中诚信证券评估公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到行业产能过剩、市场竞争激烈、替代品威胁及 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。

### 正 面

- 行业环境有望改善。随着落后产能的淘汰，行业集中度有所提升，市场龙头企业经营环境有所改善，同时我国对建筑节能环保要求的提高将有望刺激对塑料型材的市场需求。
- 市场控制力及竞争力均有所增强。公司先后与 70 多家大型房地产企业签订战略合作协议，与 2800 多个门窗厂建立直供合作，建立了 1700 多个县乡网点，县乡市场覆盖率达到 80%；同时还成立了 11 家员工参股的销售公司和门窗公司，其全年销量占比达到 36.30%。

## 分析师

高玉薇 [wyang@ccxr.com.cn](mailto:wyang@ccxr.com.cn)

张章 [zhzhang@ccxr.com.cn](mailto:zhzhang@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2015年4月24日



- 产能布局进一步优化。截至 2014 年末，公司已逐步形成了以安徽芜湖、河北唐山、浙江宁波、广东英德、新疆乌鲁木齐、四川成都、山东东营、陕西宝鸡为主的八大生产基地，总产能规模达到 76 万吨，目前位居行业首位。
- 公司资本结构保持稳健。截至 2014 年末，公司总负债为 14.37 亿元，同比减少 20.15%；资产负债率和总资本化率分别为 35.38% 和 30.28%，同比下降 5.77 和 5.10 个百分点，整体处于合理水平。

## 关注

- 市场竞争激烈。因国内各地方政府对建筑节能标准执行力度不一，非标准塑料型材和普通铝合金型材的替代对塑料型材市场产生了一定程度的冲击，加之行业产能过剩，房地产市场景气度下行，行业竞争加剧，公司经营业绩或将受到影响。
- 原材料 PVC 价格波动对成本的影响。公司主要原材料 PVC 价格的波动性受原油、煤、电等能源价格变动的较大影响，存在一定的不确定性。

## 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对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

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

## 基本分析

塑料型材行业产能过剩问题仍未有较大改观，加之全国房地产市场下行压力增大，市场竞争加剧，且铝合金型材依然占据门窗市场的主导地位，需求结构短期内难有较大改变。

公司主要从事建筑用塑料型材的生产与销售，相关产品多用于建筑用塑钢门窗的加工生产，其业务发展与房地产行业的市场状况高度相关。具体来看，目前国内塑钢门窗市场需求主要来自包括当年竣工面积创造的新需求、年限超过 15 年的改造需求以及二手房装修需求三方面。目前塑料型材的市场需求约在 150~170 万吨左右，而当前行业整体产能约在 300~400 万吨左右，产能过剩问题仍较严重。

同时，2014 年全国房地产市场整体上出现了较为明显的调整和回落态势，部分指标出现负增长。其中，房地产开发投资、房屋施工面积、房屋竣工面积增速明显回落，房屋新开工面积、土地购置面积增速为负；同时，全国平均房价逐月回落，商品房销售面积与销售额均出现不同程度的下滑，且房地产市场区域分化趋势明显加剧。统计数据显示，2014 年全国房地产开发投资 95036 亿元，同比增长 10.5%，增速降低 9.3 个百分点；房地产开发企业房屋施工面积 726482 万平方米，同比 9.2%，增速降低 6.9 个百分点；房屋新开工面积 179592 万平方米，同比下降 10.7%；房屋竣工面积 107459 万平方米，同比增长 5.9%；商品房销售面积 120649 万平方米，同比下降 7.6%；商品房销售额 76292 亿元，同比下降 6.3%；商品房待售面积 62169 万平方米，同比增长 26.1%。在行业产能过剩未有实质性改观的背景下，房地产业景气度下行使得市场竞争压力增大。

此外，国内门窗行业已经历了木门窗、钢门窗、铝合金门窗、塑钢门窗四个阶段，发展至今基本形成了铝合金、塑钢门窗两分天下的局面，北方天气寒冷对导热系数要求高因此塑钢门窗占比高，南方天气多雨且有台风对抗风压、防水性能要求高因此铝合金门窗占比高。总体而言铝合金、塑钢门窗市场占有率在 6:4 左右，铝合金门窗依然占据市场主

导地位，短期内需求结构难有较大改变。

随着落后产能的淘汰，行业集中度有所提升，市场龙头企业经营环境有所改善，同时我国对建筑节能环保要求的提高将有望刺激对塑料型材的市场需求。

目前，我国塑料制品企业已经超过 13000 家，市场参与者众多，加之非标准型材的低价销售导致市场无序竞争加剧，压低了市场整体利润。另外，近年来铝合金门窗行业企业加大了科技投入，提高了铝合金门窗的保温性和节能型；同时原材料金属铝价格低位运行，使得铝合金门窗竞争力提升，产销量增长较快，对塑料门窗行业形成了一定冲击。但塑料型材市场竞争格局正在逐步趋于稳定，其中包括芜湖海螺、大连实德、浙江中财、天津金鹏、西安高科等在内的龙头企业，其设计产能（设计产能分别为 76、70、60、40、20 万吨）合计占比已超过 60%。目前行业内竞争激烈，部分竞争力弱的小厂商逐步退出，市场集中度有所提升，同时当前行业利润水平处于低位，价格战空间已难以维持，且芜湖海螺、浙江中财大连实德等大型企业基本实现了全国化布局，大大挤压了地方品牌的生存空间，行业龙头的经营环境有所改善。塑料型材为多腔式结构，具有良好的隔热性能，在同等条件下塑料型材的导热系数是铝合金的 1/1250，由塑料型材制作的塑料门窗在生产和使用过程中以及回收再利用方面具有明显的节能环保优势。长期来看，随着国家对建筑节能标准的逐步提高和执行力度的加大，大型品牌生产企业的市场竞争优势将会进一步显现，部分中小型企业及达不到节能标准的低质产品将会逐步被淘汰，且新型城镇化建设对建筑节能提出新的要求，也有望在今后一段时间内刺激塑料门窗的需求增长。

2014 年公司应对现有的市场发展状况，一方面坚持以市场建设为主，加快市场布局与产业链整合，提升市场控制力；另一方面，积极优化产品结构，加大对高端产品的研发创新，进一步增强市场竞争力；在此基础上，公司业务发展未受到较大影响。

2014 年，为应对更加激烈的市场竞争，公司一

方面继续强化以直销为主、代理为辅，辐射中心城市和县乡市场的营销体系；另一方面，公司按照“让利不让市场、现金流最大化”的思路，及时调整营销政策，进一步加强与大型房地产开发商、大型门窗组装企业等终端企业的战略合作，并加快了县乡网点建设与区域销售公司化的尝试，在完善市场布局的同时，以更灵活的销售策略参与市场竞争。公司先后与 70 多家大型房地产企业签订战略合作协议，与 2800 多个门窗厂建立直供合作，建立了 1700 多个县乡网点，县乡市场覆盖率达到 80%；同时还成立了 11 家员工参股的销售公司和门窗公司，其全年销量占比达到 36.3%，公司市场控制力有所提升。

同时，公司继续加大技术创新和产品研发，优化产品结构，不但开发了高抗冲 ACR 配方体系，而且集成设计了伊尔斯高档门窗系统、多色彩和高耐候合金型材等高新产品，提升了产品档次，并完善了产品加工工艺、安装技术、旧窗改造等操作规范。公司先后在合肥、西安、重庆、青岛、南京等 15 家中心城市建立了高档门窗展厅，并开设了公司微信公共平台，筹划设立天猫网店等，进一步强化了产品展示和客户体验，为家装市场拓展创造有利条件。公司还加大了彩色型材的开发推广力度，纹彩、炫彩、高耐候合金型材等高新产品较好地满足了市场的个性化需求，其销量持续上升，占比首次超过了三分之一。此外，公司全年共获得了 1 项发明专利、9 项实用新型专利。得益于公司研发投入的持续增长，其市场竞争力有所增强。

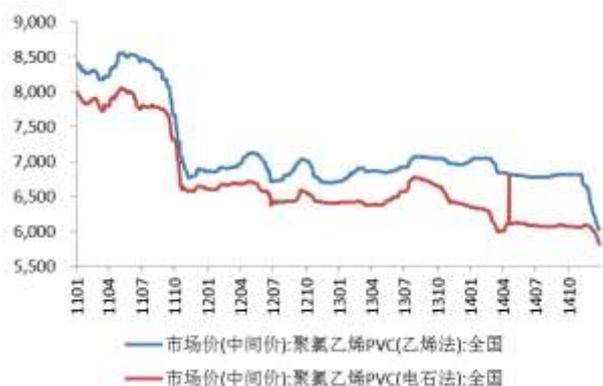
2014 年，公司生产塑料型材 49.73 万吨，同比下降 1.12%；销售塑料型材 49.12 万吨，同比下降 2.25%，其中彩色型材销售 16.44 万吨，同比增长 17%。公司全年实现营业收入 39.04 亿元，较上年度下降 3.67%，实现利润总额 1.71 亿元，同比下降 14%。尽管受市场竞争的影响，产品销售均价较上年度有所下降，但公司采取的各项积极策略有效缓解了其面临的竞争压力，业务发展整体上未受到较大的影响。

公司进一步加强了内部管理，促进降本增效策略的实施，其生产运营成本有所降低。同时，公司有望间接受益于石油价格的下跌，其原材料采购价格仍存在一定的下行空间，成本控制压力可能将得到进一步缓解。

从成本控制来看，2014 年公司进一步加强内部管理，积极尝试各类技改措施，优化各项指标的管理与考核，降低生产运营成本，并加大原材料本地化采购，降低采购成本；此外，原料市场阶段性低点也在一定程度上降低了其采购平均成本。

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。目前，PVC 的生产方法分为乙烯法和电石法，国内存在富煤、贫油、少气的资源状况，使得电石法 PVC 价格较乙烯法低，占据着市场主导地位，而海外则以乙烯法为主流生产方法。全球 PVC 总产能为 5400 万吨，主要分布于中国、美国、日本、德国、法国；国内 PVC 产能约 2500 万吨，前五大产能省份分别为内蒙、新疆、山东、河南、天津，约 80% 为电石法 PVC。

图 1：电石法 PVC 与乙烯法 PVC 价格对比



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从近年 PVC 价格走势来看，自 2011 年四季度以来，受 PVC 产能过剩及下游需求有限的影响，市场价格大幅回落，目前行业表现仍旧低迷，市场均价在 6000 元/吨左右。由于 PVC 价格维持在相对低位，公司原材料采购成本有所下降；同时，因从 2014 年 7 月开始国际原油价格大幅下跌，乙烯价格也随之下降，乙烯法 PVC 生产成本几乎接近于电石法，若原油价格持续低迷，或将降低塑料型材行业的整体生产成本。由此，公司有望间接受益于石油价格的下跌，其原材料采购价格仍存在一定的

下行空间，成本控制压力可能将得到进一步缓解。

表 1: 2013~2014 年公司塑料型材产品成本构成

单位: 亿元

项目	2013 年		2014 年		同比增减
	金额	占比	金额	占比	
原材料成本	30.22	85.31	28.42	87.00	-5.95
折旧成本	1.31	4.00	1.33	3.76	1.87
其他成本	3.21	10.69	3.56	9.24	11.03

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司项目建设加快, 其宝鸡及新疆新建项目已顺利完成, 产能布局进一步优化。短期内公司暂无在建项目及重大投资计划, 资金需求压力相对减小, 且宁波公司老厂区资产处置也给企业增加了现金流。

公司按照 2014 年年初确定的投资计划, 加快推进项目建设, 完成新疆海螺二期 2 万吨混料扩产项目, 宝鸡海螺 4 万吨塑料型材项目亦按期投入试生产, 进一步优化了公司产能布局。截至 2014 年, 公司已逐步形成了以安徽芜湖、河北唐山、浙江宁波、广东英德、新疆乌鲁木齐、四川成都、山东东营、陕西宝鸡为主的八大生产基地, 总产能规模达到 76 万吨, 目前位居行业首位。

根据公司提出的发展战略, 公司未来将围绕化学建材产业进一步做大做强, 通过新建或并购重组等方式, 加强型材、管材、板材等相关行业投资, 并逐步提高高附加值产品的比重; 同时, 积极探索上下游关联产业, 提高原料供应和技术保障能力, 增强终端控制力; 谨慎投资其他关联领域, 推进公司多元化经营。目前, 公司暂无重大在建项目或重大投资计划, 其日常经营所需资金主要来源于企业经营自有资金和银行贷款, 资金需求压力相对减小。2015 年 4 月 24 日, 公司下属子公司宁波公司与宁波国家高新技术产业开发区土地储备中心签订了《国有建设用地使用权收购协议》, 取得土地、房屋等回购及补偿总价款 9313.5526 万元, 进一步增加了企业现金流。

表 2: 截至 2014 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	8	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	4	建成投产	塑料型材
陕西宝鸡	4	建成投入试生产	塑料型材
合计	76	-	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

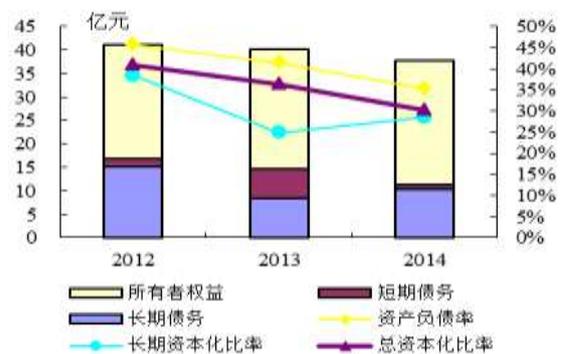
## 财务分析

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 2012 年度至 2014 年度的审计报告。

### 公司杠杆比率持续回落, 资产负债水平适中, 债务期限结构合理。

受行业周期性波动的影响, 公司资产规模略有下降, 但杠杆比率也有所降低。截至 2014 年 12 月 31 日, 公司总资产为 40.60 亿元, 较上年减少 6.57%; 所有者权益为 26.23 亿元, 同比增长 3.02%; 公司总负债为 14.37 亿元, 同比减少 20.15%。截至 2014 年末, 公司资产负债率和总资本化率分别为 35.38% 和 30.28%, 均较上年有所降低, 其负债规模处于适中水平。

图 2: 2012~2014 年公司资本结构分析

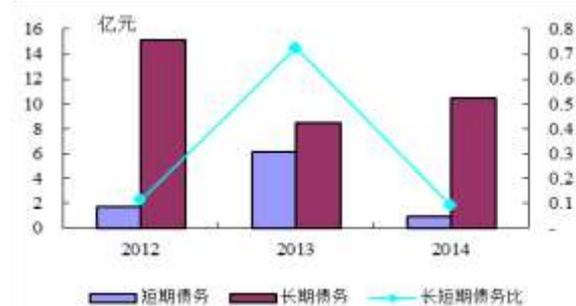


资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

债务结构方面, 2014 年公司偿还 5.70 亿元的一年内到期的长期借款, 使得公司总债务规模较上年末有所减少。截至 2014 年 12 月 31 日, 公司总债务为 11.39 亿元, 较上年下降 21.99%; 其中短期

债务 0.96 亿元，长期债务 10.43 亿元，长短期债务比由上年的 0.73 大幅下降至为 0.09。公司短期偿债压力减小，债务期限结构合理。

图 3：2012~2014 年公司债务结构分析



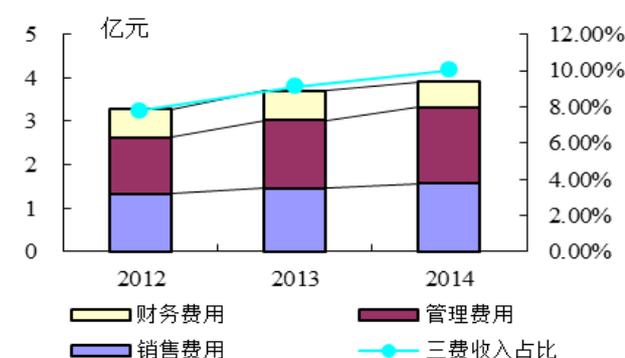
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2014 年公司杠杆比率持续回落，资产负债水平适中，短期偿债压力减小，债务期限结构合理。

2014 年公司销售收入与营业毛利率基本稳定，但受期间费用持续增长的影响，公司整体盈利水平有所下滑。

2014 年，在塑料型材行业产能过剩，市场竞争激烈的环境影响下，公司实际经营境况仍较艰难。为应对发展现状，公司一方面坚持以市场建设为主，加快市场布局与产业链整合，提升市场控制力；另一方面，积极优化产品结构，加大对高端产品的研发创新，进一步增强市场竞争力；最终使得公司当年的收入规模及毛利率基本维持稳定。2014 年末公司营业毛利率为 14.19%，与上年基本持平。

图 4：2012~2014 年公司三费构成情况



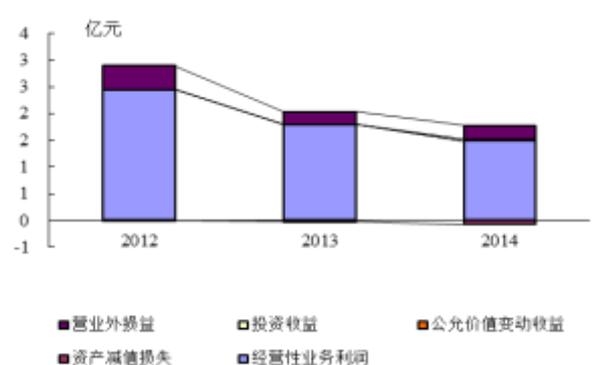
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014 年公司销售费用、管理费用均有所上升，分别较上年增长了 7.90%、12.44%。其中，公司销售费用增长主要系公司加强市场网络建设增加人员投入，营销人员工资和营销费用增加

所致；管理费用上升主要系员工工资、保险费用增加及新建公司增加房产税与土地使用税所致；财务费用有所下降主要系公司长期借款规模下降带来的利息支出的减少。

公司利润总额主要由经营性业务利润及营业外收益构成，其中营业外收益主要为政府补助。2014 年，公司实现经营性业务利润和营业外收益分别为 1.49 亿元和 0.26 亿元。因公司 2014 年期间费用持续增长，导致其经营性业务利润有所下滑，全年公司实现利润总额 1.71 亿元，较上年减少了 14.92%。

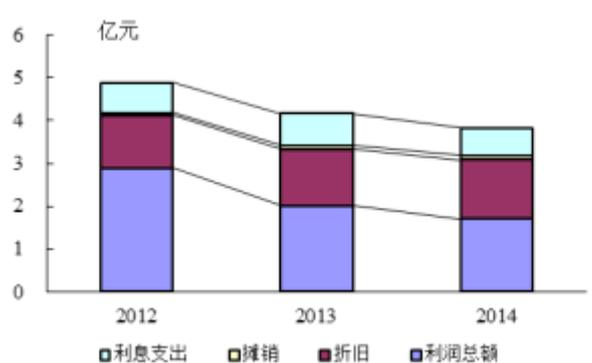
图 5：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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，受利润总额下滑的影响，公司 EBITDA 规模有所降低。截至 2014 年末，公司 EBITDA 为 3.83 亿元，同比减少 8.08%。

图 6：2012~2014 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司业务运营稳定，经营性现金流表现良好，整体偿债能力强。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务为 11.39 亿元，其中短期债务 0.96 亿元，长期债务 10.43 亿元，资产负债率和总资本化率分别为 35.38% 和

30.28%。得益于短期债务规模大幅减少，公司总债务规模有所下降，目前公司债务以长期债务为主，短期偿债压力不大。

从偿债能力指标来看，尽管公司 EBITDA 规模仍在下降，但其总债务规模下降更多，使得公司整体偿债能力有所改善。2014 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数两项指标分别为 2.97 倍、5.89 倍。从经营活动现金流来看，2014 年公司收现情况仍较理想，经营性净现金流为 6.14 亿元，较上年大幅增长 77.63%，其经营活动净现金/利息支出、经营活动净现金/总债务两项指标分别为 9.44 倍、0.54 倍，公司经营性现金流对当期债务本息支出的保障程度提高。整体来看，公司整体偿债能力仍处于较好的水平。

**表 3：2012~2014 年公司偿债能力指标**

项目	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	15.16	8.46	10.43
总债务（亿元）	16.87	14.61	11.39
资产负债率（%）	45.74	41.40	35.38
总资本化比率（%）	40.92	36.45	30.28
EBITDA（亿元）	4.88	4.17	3.83
EBITDA 利息倍数（X）	7.00	5.46	5.89
总债务/EBITDA（X）	3.46	3.50	2.97
经营活动净现金/利息支出（X）	4.96	4.47	9.44
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.24	0.54

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与众多商业银行保持着长期良好的合作关系。截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有各商业银行综合授信额度 20.34 亿元，已用授信额度 3.58 亿元，未使用授信额度 16.76 亿元。公司备用流动性充裕，财务弹性较高。

**表 4：截至 2014 年末公司银行授信及额度使用情况**

银行	单位：万元		
	授信额度	使用额度	剩余额度
农业银行	27,000	19,600	74,000
中国银行	57,400	13,739.09	43660.91
交通银行	36,000	0	36,000
工商银行	20,000	0	20,000
中信银行	30,000	0	30,000
徽商银行	10,000	0	10,000
兴业银行	15,000	0	15,000
招商银行	8,000	2,412.20	5,587.80
<b>合计</b>	<b>203,400</b>	<b>35,751.29</b>	<b>167,648.71</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2014 年 12 月 31 日，公司对其子公司上海海螺型材有限责任公司提供担保，担保余额合计 0.96 亿元，或有负债风险不大。另截至 2014 年 12 月 31 日，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

## 担保实力

安徽海螺集团有限责任公司（以下简称“海螺集团”或“集团”）为“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，其主营业务收入、利润等主要经济指标连续多年保持建材行业领先水平。海螺集团旗下控股海螺水泥、海螺型材两家上市公司，间接参股多家水泥公司，拥有 100 多家全资、控股子公司及参股子公司，主要分布在华东、华南及中西部的二十余个省、市、自治区。

截至 2014 年 12 月 31 日，海螺集团总资产为 1,083.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 709.64 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 34.51% 和 25.30%。2014 年，海螺集团实现营业收入 653.02 亿元，净利润 116.45 亿元，经营活动净现金流 194.76 亿元。

## 业务运营

2014 年，海螺集团实现营业收入 653.02 亿元，较上年增长 9.68%。海螺集团水泥、熟料生产销售业务主要由海螺水泥负责运营，具体情况如上文所述，运营情况良好。海螺集团塑料型材生产销售业务主要由海螺型材负责运营。海螺型材为国内塑料型材行业的龙头企业，塑料型材产销量连续多年居行业第一，市场占有率超过 30%。截至 2014 年末，海螺型材拥有以安徽芜湖、河北唐山、浙江宁波、广东英德、新疆乌鲁木齐、四川成都、山东东营、陕西宝鸡为主的八大生产基地，总产能规模达到 76 万吨，目前总产能规模位居行业首位。同时，海螺型材在全国建立了 200 多个市场部，并推进营销网络

向县乡渗透。2014年，海螺型材生产塑料型材49.73万吨，同比下降1.12%；销售塑料型材49.12万吨，同比下降2.25%，其中彩色型材销售16.44万吨，同比增长17%。2014年全年海螺型材实现营业收入39.04亿元，较上年度下降3.67%，实现利润总额1.71亿元，同比下降14%。

目前，集团熟料总产能已达2.2亿吨，水泥总产能2.7亿吨，发电能力999兆瓦，型材产能76万吨，已连续10年跻身中国企业500强，2014年位列第147位，列中国制造业企业500强第60位。

## 财务分析

以下分析主要基于海螺集团提供的经安徽新中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2012年财务报告、经大华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2013年财务报告以及经安徽新中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2014年财务报告。

资本结构方面，随着水泥及塑料型材业务产能的扩充，海螺集团资产规模有所增长，截至2014年末，海螺集团总资产达到1,083.62亿元，较上年末增长7.57%。2014年海螺集团盈利能力大幅提升，现金流充裕，偿还较多借款，其债务规模相应下降，截至2014年末，公司总债务规模为240.33亿元，较上年末下降8.53%。截至2014年末，海螺集团资产负债率为34.51%，较上年下降5.77个百分点，总资本化比率为25.30%，较上年下降5.10个百分点，集团财务杠杆比率继续保持下降趋势，目前已处于很低水平。从债务的期限结构来看，截至2014年末，海螺集团长短期债务比为0.17，债务的期限结构与公司的业务经营状况匹配状况好，短期债务压力小。

盈利能力方面，海螺集团的水泥生产销售业务收入占比较大，2014年占比达到90.29%，因此其营业收入及盈利水平很大程度上受水泥生产销售业务的影响。2014年，受全社会固定资产投资以及房地产开发投资增速放缓影响，水泥行业景气度下滑明显，但公司依托自身极强的综合竞争实力、逐步优化完善的产能布局以及持续提升的产能，水泥销售量及销售收入仍保持相对较高增速；全年海螺集

团实现营业收入653.02亿元，同比增长9.68%。受益于煤炭成本的下降，海螺集团水泥生产销售业务毛利率相应提升，2014年海螺集团营业毛利率为32.47%，较上年上升了0.59个百分点。从利润总额来看，随着收入规模以及营业毛利率的上升，海螺集团2014年实现利润总额149.98亿元，较上年大幅上升了17.64%，处于很高水平。

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

表 5：2012~2014 年海螺集团偿债能力分析

项目	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	249.26	200.74	205.76
总债务（亿元）	329.79	262.74	240.33
资产负债率（%）	47.00	40.28	34.51
总资本化比率（%）	38.67	30.40	25.30
EBITDA（亿元）	131.18	179.11	203.16
EBITDA 利息倍数（X）	9.08	12.16	15.05
总债务/EBITDA（X）	2.51	1.47	1.18
经营活动净现金/利息支出（X）	7.57	13.21	14.43
经营活动净现金/总债务（X）	0.33	0.74	0.81

资料来源：海螺集团提供，中诚信证评整理

银行授信方面，海螺集团与众多商业银行保持着长期良好的合作关系，截至2014年12月31日，海螺集团取得银行授信额度合计为936.09亿元，其中尚未使用的银行授信额度为854.70亿元，海螺集团备用流动性充裕，具有较强的财务弹性。

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

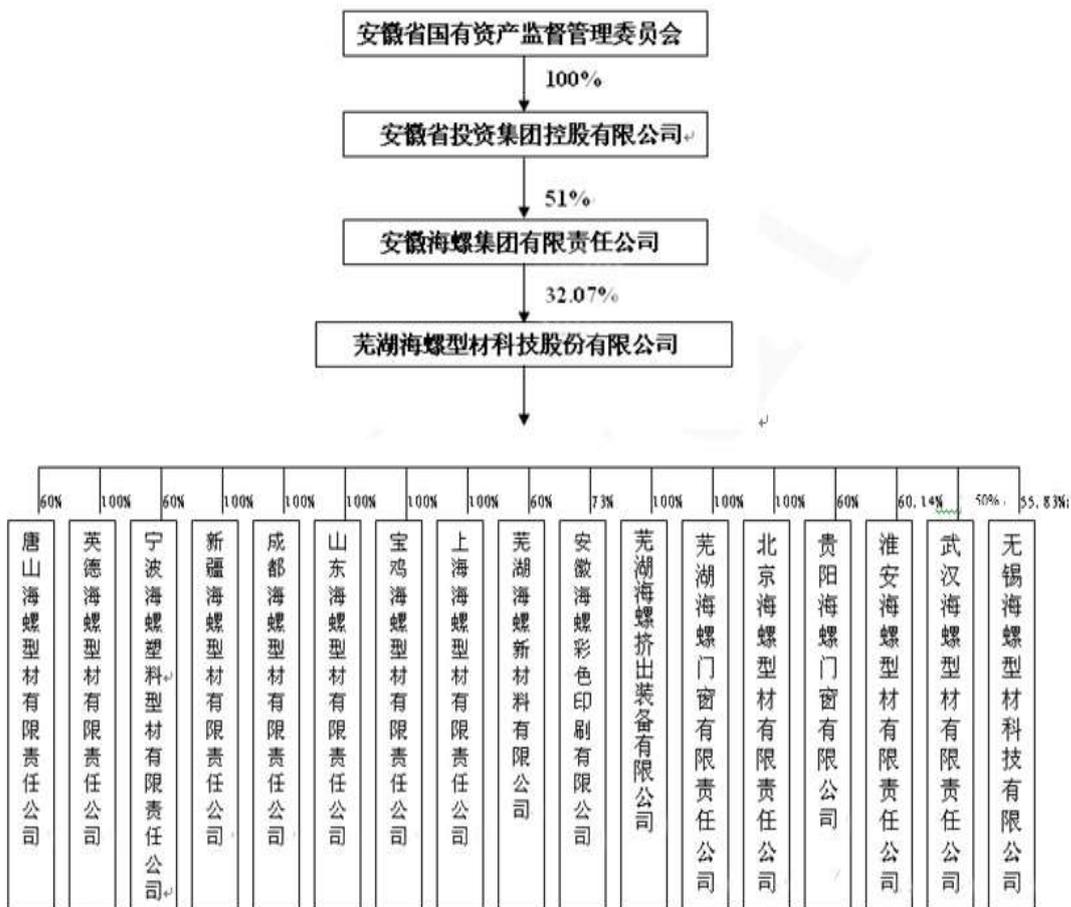
综合来看，海螺集团规模优势明显，行业龙头地位稳固，目前业务运营良好，盈利水平较高，偿债能力极强。中诚信证评认为海螺集团提供的无条

件不可撤销的连带责任保证担保对本期公司债券按期偿还可提供有力保障。

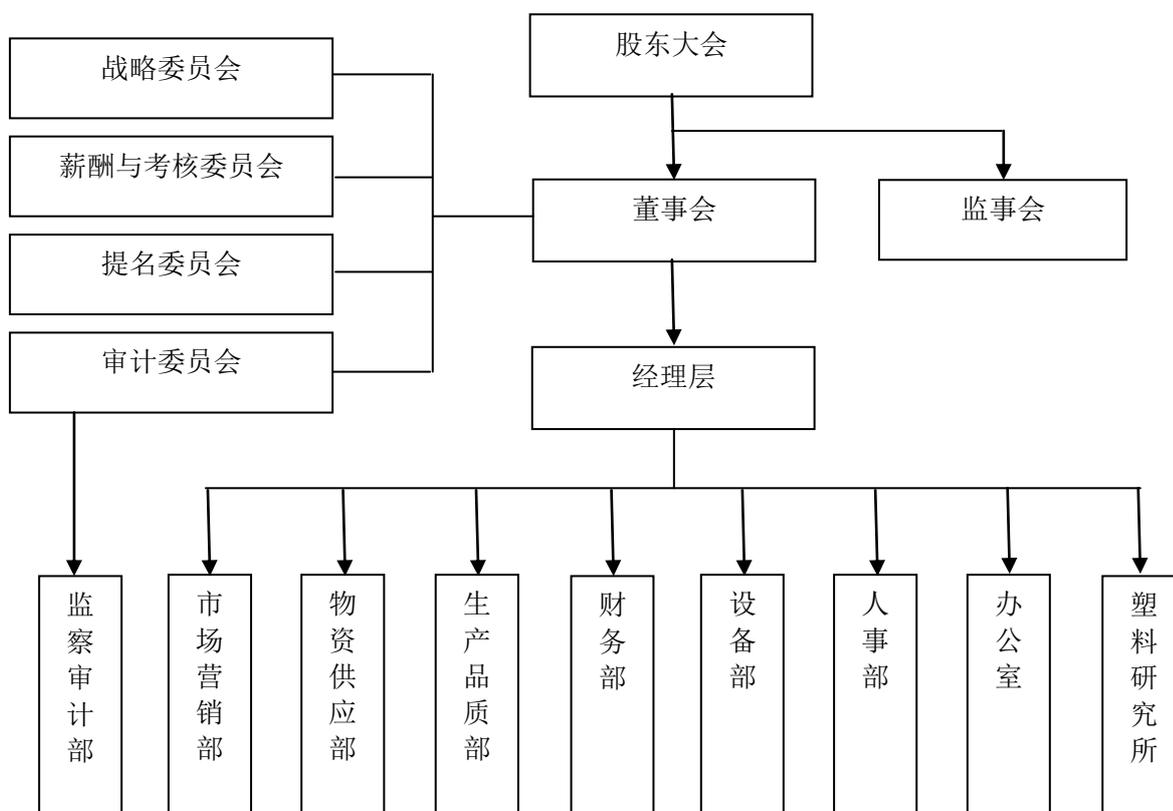
## 结 论

综上，中诚信证评维持海螺型材主体信用等级为AA，评级展望为稳定；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 2014 年 12 月 31 日）



附二：芜湖海螺型材科技股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



**附三：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)	2012	2013	2014
货币资金	77,620.01	70,488.96	67,815.43
应收账款净额	2,074.07	3,740.10	7,225.24
存货净额	60,900.34	68,464.62	62,602.65
流动资产	250,934.50	234,911.88	208,588.91
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	174,335.18	176,677.47	172,131.38
总资产	448,768.68	434,575.26	406,006.72
短期债务	17,113.00	61,411.74	9,595.39
长期债务	151,550.63	84,638.92	104,331.70
总债务（短期债务+长期债务）	168,663.63	146,050.67	113,927.09
总负债	205,247.38	179,909.73	143,660.79
所有者权益（含少数股东权益）	243,521.30	254,665.53	262,345.93
营业总收入	419,643.91	405,265.47	390,396.51
三费前利润	57,226.34	54,968.47	53,971.00
投资收益	0.00	0.00	259.57
净利润	23,117.71	16,081.56	12,205.31
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	48,781.48	41,712.16	31,833.33
经营活动产生现金净流量	35,224.84	34,581.81	61,429.39
投资活动产生现金净流量	-23,956.84	-14,764.55	-15,722.31
筹资活动产生现金净流量	24,516.93	-27,067.14	-48,388.86
现金及现金等价物净增加额	35,780.18	-7,253.60	-2,675.99
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	14.03	13.97	14.19
所有者权益收益率（%）	9.49	6.31	4.65
EBITDA/营业总收入（%）	11.62	10.29	9.82
速动比率（X）	3.54	1.75	3.79
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.24	0.54
经营活动净现金/短期债务（X）	2.06	0.56	6.40
经营活动净现金/利息支出（X）	5.06	4.52	9.44
EBITDA 利息倍数（X）	7.00	5.46	5.89
总债务/EBITDA（X）	3.46	3.50	2.97
资产负债率（%）	45.74	41.40	35.38
总资本化比率（%）	40.92	36.45	30.28
长期资本化比率（%）	38.36	24.94	28.45

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：安徽海螺集团有限责任公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	1,010,570.30	1,330,885.31	1,548,136.68
应收账款净额	26,646.34	41,143.73	41,019.51
存货净额	465,518.02	438,451.92	501,718.08
流动资产	3,090,771.69	2,892,083.91	73,329.41
长期投资	576,048.38	495,123.56	694,235.29
固定资产合计	5,526,361.93	5,878,130.15	6,462,491.58
总资产	9,869,189.41	10,073,655.89	10,836,213.23
短期债务	805,270.46	620,006.37	345,659.44
长期债务	2,492,624.06	2,007,404.61	2,057,649.27
总债务（短期债务+长期债务）	3,297,894.52	2,627,410.98	2,403,308.72
总负债	4,638,507.38	4,057,589.07	3,739,845.19
所有者权益（含少数股东权益）	5,230,682.03	6,016,066.82	7,096,368.04
营业总收入	5,022,036.81	5,953,908.72	6,530,188.67
三费前利润	1,348,001.08	1,865,986.16	2,083,930.51
投资收益	6,609.06	4,237.03	2,299.23
净利润	664,387.92	988,505.40	1,164,518.49
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,311,800.58	1,791,062.95	2,031,587.98
经营活动产生现金净流量	1,093,992.99	1,944,884.02	1,947,575.41
投资活动产生现金净流量	-926,505.07	-1,258,552.89	-510,377.68
筹资活动产生现金净流量	-11,477.39	-825,272.81	-907,751.69
现金及现金等价物净增加额	155,579.02	-141,434.79	527,000.83
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	26.84	31.88	32.47
所有者权益收益率（%）	12.70	16.43	16.41
EBITDA/营业总收入（%）	26.12	30.08	31.11
速动比率（X）	1.27	1.23	1.43
经营活动净现金/总债务（X）	0.33	0.74	0.81
经营活动净现金/短期债务（X）	1.36	3.14	5.63
经营活动净现金/利息支出（X）	7.57	13.21	14.43
EBITDA 利息倍数（X）	9.08	12.16	15.05
总债务/EBITDA（X）	2.51	1.47	1.18
资产负债率（%）	47.00	40.28	34.51
总资本化比率（%）	38.67	30.40	25.30
长期资本化比率（%）	32.27	25.02	22.48

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

**附五：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-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。