大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2016】047 号

大公国际资信评估有限公司通过对杭萧钢构股份有限公司及“15 杭萧钢构 CP001”的信用状况进行跟踪评级，确定杭萧钢构股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定，“15 杭萧钢构 CP001”的信用等级维持 A-1。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年三月四日

杭萧钢构股份有限公司主体与相关债项 2016 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2016】047 号

主体信用

跟踪评级结果：AA-　评级展望：稳定

上次评级结果：AA-　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	额度（亿元）	年限（天）	跟踪评级结果	上次评级结果
15 杭萧钢构 CP001	2	365	A-1	A-1

主要财务数据和指标(人民币亿元)

项 目	2015.9	2014	2013	2012
总资产	62.10	65.35	62.01	57.17
所有者权益	16.66	15.85	11.95	11.45
营业收入	26.34	39.33	39.74	30.43
利润总额	1.50	0.93	0.84	-1.41
经营性净现金流	0.01	-2.30	0.89	-0.93
资产负债率（%）	73.17	75.75	80.73	79.96
债务资本比率（%）	60.85	62.71	69.26	66.42
毛利率（%）	24.26	16.67	14.05	12.43
总资产报酬率（%）	3.94	3.27	3.23	2.89
净资产收益率（%）	7.40	4.65	5.52	7.40
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.01	-1.23	0.47	-0.65
经营性净现金流/总负债（%）	0.02	-4.62	1.86	-2.12

注：2015 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：张淑英
评级小组成员：张海荣　杜艺萌
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传真：010-84583355
Email：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

杭萧钢构股份有限公司（以下简称“杭萧钢构”或“公司”）主要从事钢结构设计、制造和安装承包业务。评级结果反映了钢结构行业发展前景较好、公司在行业内仍具有较强的竞争优势、在手合同额较为充裕、资源使用费的收取成为公司新的利润增长点等有利因素；同时也反映了钢结构施工行业盈利水平较低、公司资产流动性一般、短期面临一定偿债压力经营性现金流对债务保障力仍较弱等不利因素。

综合分析，大公对公司“15 杭萧钢构 CP001”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定。

有利因素

- 国家出台绿色建筑发展规划，钢结构行业未来发展前景仍较好；
- 公司钢结构和房地产开发资质较完备，施工经验丰富，代表性工程多次获得国家级奖项，仍具有较强的技术实力和竞争优势；
- 公司在手合同金额仍较为充裕，为未来业务发展提供良好的支撑；
- 2015 年以来，随着以技术实施许可为核心的新商业模式的推广和落地，资源使用费的收取成为公司新的利润增长点。

不利因素

- 钢结构行业竞争较为激烈，施工企业议价能力较弱，垫资施工、回款周期长使行业盈利水平较低；
- 公司存货占总资产比重仍较大，且受限资产总额超过净资产总额，资产流动性一般；
- 公司资产负债率水平较高，且有息债务仍以短期有息债务为主，短期面临一定偿债压力；
- 公司经营性现金流对债务保障力仍较弱。

大公保留对企业及相关债项信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的杭萧钢构股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

杭萧钢构前身为萧山市杭萧轻型钢房制造有限公司，成立于 1994 年 12 月，初始注册资本 200.00 万元，其中萧山市金属构件厂（后更名为杭州杭萧机械结构发展有限公司，以下简称“机械结构公司”[1]）以设备出资人民币 160.00 万元，占注册资本的 80%；萧山市新街镇盛东村村民委员会（以下简称“盛东村委会”）以设备出资 40.00 万元，占注册资本的 20%。1997 年，经公司股东会决议，将盛东村委会所持 20%的股权资格转让给自然人单银木。单银木在 1997 年 2 月 25 日前出资 40 万元作为股本金，同时再以货币资金增加出资 880 万元，公司注册资本增加至 1,080 万元，股权结构为单银木出资 920 万元，持股比例为 85.19%；机械结构公司出资 160 万元，持股比例 14.81%。同时，公司更名为杭州杭萧钢结构有限公司。2000 年 12 月，经相关部门批复，公司整体变更为“浙江杭萧钢构股份有限公司”，注册资本变更为 5,236.68 万元。2003 年 11 月，杭萧钢构在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600477）。2014 年 3 月，公司向单银木、单际华等境内特定投资者非公开发行股份 9,000 万股，注册资本变更为 55,345.82 万元，同年，公司更名为“杭萧钢构股份有限公司”。后经多次增资及股权变更，截至 2015 年 9 月末，公司注册资本为 7.24 亿元，其中单银木持股比例为 43.15%，为公司第一大股东及实际控制人。

2015 年 12 月，杭萧钢构向 9 名特定投资者非公开发行股票，非公开发行股票价格为 4.52 元/股，数量为 6,741.80 万股，募集资金净额为 3.01 亿元，将全部用于偿还银行贷款。截至 2015 年 12 月 29 日，公司注册资本 8.09 亿元，其中单银木持股比例为 43.87%，仍为公司控股股东及实际控制人。

公司是一家从事钢结构设计、制造和安装于一体的建筑公司，具有钢结构制造特级资质、钢结构工程设计甲级资质、钢结构工程专项壹级资质，并于 2011 年取得房屋建筑工程施工总承包壹级资质，公司被列入建设部首批建筑钢结构定点企业，是国家火炬计划重点高新技术企业。截至 2015 年 9 月末，公司拥有 19 家全资及控股子公司。公司建造的新疆广汇建材物流园钢结构工程、拉萨圣地天堂洲际大饭店工程以及昆明世纪广场主体钢结构工程等多项工程荣获建筑行业最高

[1] 机械结构公司的股权结构为自然人单银木持有 63.13%股权，萧山市新街镇盛东村村民委员会持有 27.42%股权，许荣银等 6 位自然人股东共持有 9.27%股权。

奖—中国钢结构金奖、鲁班奖和詹天佑奖。

表 1　本次跟踪的杭萧钢构存续期债券及募集资金概况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 杭萧钢构 CP001	2 亿元	2015.09.16～2016.09.15	偿还银行借款	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2015 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间；短期内，我国经济下行压力仍较大，经济回稳基础还需进一步巩固；长期来看，我国经济仍然具有保持中高速增长的动力和潜力

根据国家统计局初步核算数据，2015 年，我国实现国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.9%，增速同比下降 0.4 个百分点。其中，2015 年四季度国内生产总值同比增长 6.8%，为 2009 年一季度以来最低水平。分产业看，第一产业增加值 60,863 亿元，比上年增长 3.9%；第二产业增加值 274,278 亿元，增长 6.0%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 6.1%，增速同比回落 2.2 个百分点，工业生产仍然运行在合理区间；第三产业增加值 341,567 亿元，增长 8.3%，占国内生产总值的比重为 50.5%，比上年提高 2.4 个百分点，高于第二产业 9.9 个百分点，产业结构更趋优化。总的来看，2015 年，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，在一系列政策措施作用下，产业结构更趋优化。

经济景气度方面，2015 年 12 月，中国制造业 PMI 终值为 49.7%，比上月回升 0.1 个百分点，继续处于临界点下，制造业增长动力不足。分企业规模方面，大型企业 PMI 为 50.9%，比上月回落 0.3 个百分点，继续位于临界点以上；中型企业 PMI 为 49.6%，比上月回升 1.3 个百分点，仍然低于临界点；小型企业 PMI 为 44.9%，比上月回升 0.1 个百分点，继续位于收缩区间，收缩幅度略有减小。PMI 小幅回升的同时一些积极因素继续显现，高技术制造业 PMI 为 53.0%，消费品制造业 PMI 为 54.4%，均高于制造业总体水平，保持扩张态势。国内外市场需求有所增长，新订单指数为 50.2%，比上月回升 0.4 个百分点，重回临界点以上；新出口订单指数为 47.5%，比上月回升 1.1 个百分点。非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 0.8 个百分点，非制造业继续保持景气扩张态势，对稳定经济增长的作用不断增强。

从国际形势来看，2015 年，世界经济复苏总体不及预期，世界银行、国际货币基金组织等国际机构纷纷下调了世界经济增长的预期，普遍下调了 0.2 到 0.3 个百分点，世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，而且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体处于温和

复苏进程，美国制造业有向下调整趋势。新兴市场经济面临更加严峻的经济增长困境，巴西和俄罗斯经济负增长加剧，全球贸易增长延续今年以来的低迷走势；在金融市场方面，2015 年 12 月 17 日，美联储宣布加息 25 个基点到 0.25%～0.50%的水平，此次加息之后美元汇率将会继续走强，以原油为首的大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加剧了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性和不确定性。

2015 年以来，央行延续上年的货币政策基调，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调。年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格，对降低社会融资成本也起到了一定的作用。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构；银监会积极推动民营银行试点工作，鼓励和引导民间资本进入银行业，为实体经济特别是中小微企业、“三农”和社区，以及大众创业、万众创新提供更有针对性、更加便利的金融服务。同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。2015 年 11 月 3 日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，结构调整的阵痛在继续释放，增速换挡的压力有所加大，新旧动力的转换也在进行之中，新动力还难以对冲传统动力下降的影响，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五规划”建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力；我国正处在消费结构升级的关键阶段，解决了深层问题以后，发展型和享受型消费仍将会有长足发展；中西部地区差距比较大，后发优势比较明显。所以我国正处在战略机遇期，从长期来看，仍然具有保持中高速增长的潜力。

行业及区域经济环境

钢结构行业属于建筑行业一个分支，与传统混凝土建筑相比，钢结构建筑在节能、环保和抗震方面性能较突出；钢结构业务量有所提升，但与发达国家相比仍存在一定差距

钢结构建筑属于建筑的一个分支，是指用钢板和热轧、冷弯或焊接型材（工字钢、H 型钢、圆管、压型钢板等）通过连接件连接而成的能承受各种静动力荷载的建筑结构形式。建筑钢结构行业的业务经营主体包括设计院所、钢结构制造企业、钢结构施工企业以及集设计、

制造、施工于一体的一体化企业，细分行业属于建筑钢结构行业。我国钢结构建筑起步于 20 世纪 50 年代的，建筑形式主要是工业厂房，自 90 年代开始快速发展，目前广泛应用于工业厂房、多高层建筑、大跨度文体场馆、会展中心、机场车站、桥梁、塔桅等领域。钢结构建筑与传统混凝土建筑相比具有可回收利用的特点，用水量小、混凝土使用量小有利于减少建筑垃圾、粉尘，是环保型建筑；同时钢结构建筑延展性好，抗拉、抗震能力要强于其他建筑，此外，钢结构与同样强度的钢筋混凝土结构相比要轻 30%～50%。在着力于推行绿色建筑，构建绿色、低碳、环保发展的经济趋势下，钢结构行业迎来了空前的发展机遇。

在国家产业政策的指导和支持下，我国建筑钢结构行业呈现持续和快速的增长势头。但与美国、日本等主要发达国家相比，我国建筑钢结构行业还存在较大的发展空间。2014 年，我国钢结构行业完成建筑钢结构用钢量为 4,600 万吨，同比增长 12%，而 2014 年全国建筑业总产值 17.67 万亿元，同比增长 10.2%。尽管钢结构产值、产量每年都有所提升，但是钢结构在建筑业中的比例并没有显著提高。根据《中国建设报》的资料，美国、日本等西方发达国家建筑钢结构占建筑用钢总量的比例通常超过 50%；在美国工程建设中，钢结构占 51%，大约 70%的非民居和 2 层以下的建筑采用轻钢结构，日本新建的 1～4 层建筑大多采用轻钢结构。我国的房屋建筑结构中，钢结构房屋仅占全国房屋建筑的 6%左右，应用于桥梁的钢结构仅 1%。我国现在建筑钢结构的发展水平尚处于由初创期向规模化过渡的阶段，未来随着国内建筑钢结构技术的日益发展，建筑钢结构市场仍有较大的发展空间。

我国钢结构行业市场竞争较为激烈，易受上下游行业影响，仍面临钢材原材料价格波动、劳动力成本上升和垫资施工等建筑行业普遍问题；资质水平较高、技术实力较强的大型企业在高端产品领域具有明显的竞争优势

在我国，钢结构行业的市场化程度较高，市场竞争较为激烈。目前我国钢结构企业有 3,000 多家。大部分企业生产规模较小，行业集中度不高。在规模以上的企业中，按市场化程度可以分为两类：一类是以精工钢构、杭萧钢构、东南网架、鸿路钢构等上市为代表完全面向市场独立经营的民营企业；一类是以中建钢构、上海宝冶为代表并未完全市场化的国有大中型钢构企业。

钢结构的上游行业为钢铁等原料供应行业，而下游行业则涉猎广泛，包括工厂厂房、高层建筑、公共建筑、电力、桥梁、航站楼等。钢结构行业受上下游行业影响较多。在建筑业中，原材料成本在建筑施工项目成本中所占比重较高，再加上大型建筑工程项目一般施工周期较长，因此，原材料价格波动对成本控制影响较大。2015 年以来，钢铁价格有所回落，使得钢结构行业在原材料购进中的成本大幅下降。同时，国家对钢铁行业产能过剩进行严格管理，促使钢结构进一步发

展，钢结构建筑逐步取代以钢铁为主的建筑。然而，建筑行业具有劳动力密集的特性，近年来全国劳动力的地域性和产业性转移、社会进入老年化、出生率下降、生活成本提高、劳动力社会保障提高等因素，增加了建筑业的劳动力成本。此外，垫资施工是目前众多施工企业承揽项目的重要手段之一，使得钢结构企业应收账款回笼速度放缓、债务规模扩大和财务成本上升。受下游房地产产业影响，钢铁行业增速放缓，下游市场需求疲软。随着 2015 年以来房地产限购政策放宽，钢铁行业销量有所回升。

从行业细分产品竞争角度看，在轻型钢结构领域，由于进入壁垒相对较低，参与竞争的中小型企业众多，呈现较强的区域化竞争格局，市场竞争较为激烈，产品毛利率相对较低，竞争的重点体现为工厂化制造的规模优势。在大跨度空间钢结构、高层重型钢结构、海洋平台钢结构等高端应用领域，产品毛利率较高，但由于钢结构工程技术含量高，制作安装难度大、资金和资质要求较高，因而进入门槛较高，在这一领域竞争主体主要为拥有钢结构制造企业特级资质的行业领先者。据中国钢结构协会统计，具有钢结构制造企业特级资质的企业有 13 家，竞争环境相对缓和，市场发展前景广阔，预计未来这些企业将成为钢结构工程中的主要竞争者。

从行业区域竞争角度看，规模较大的钢结构企业大多集中在上海、浙江、安徽、山东、广东、北京等地，沿海及中部城市钢结构制造业发展走在全国前列。随着国家中部崛起、西部大开发战略的实施，中西部地区投入逐步加大，为钢结构企业提供了广阔的市场空间。同时，中南、西南、西北正逐步成为钢结构行业发展的新兴区域。随着中西部地区的后发优势逐渐凸显，一些在东部沿海区域具备竞争优势，同时在中西部地区提前布局的企业将在区域市场竞争中取得领先优势。

综上所述，行业内具有技术优势、规模优势、自主创新优势，且能够进行设计、制作、安装的一体化企业在未来的国内外市场竞争中将占据主导地位。

国家出台绿色建筑发展规划，对绿色建筑加大财政、信贷和审核支持，钢结构行业未来发展前景较好

随着我国城镇人口的逐渐增多，城镇化率的逐步提高，将带动未来一线城市以及包括天津、重庆、成都等二线城市高层/超高层建筑的不断新建，多高层重钢结构需求将稳步增长。据国家统计局数据显示，我国 2015 年城镇化率达到 56.1%。在一些特殊的领域，如工业厂房、大型公共建筑、超高层建筑等，钢结构已经成为建筑的主流。随着钢结构建筑性能方面的诸多优越性不断被业主认识，以及施工阶段人工成本的不断上涨，钢结构建筑与混凝土结构之间的成本差异逐渐缩小，钢结构建筑占比有望进一步提高。

国家产业政策及相关规定积极支持钢结构行业的发展。目前，钢结构建筑作为绿色建筑及未来建筑的重要发展方向之一，已得到了政

府相关产业政策的支持。2015 年 8 月 31 日，住房和城乡建设部、工业和信息化部联合印发的《促进绿色建材生产和应用行动方案》要求，到 2018 年，新建建筑中绿色建材应用比例达到 30%，绿色建筑应用比例达到 50%，试点示范工程应用比例达到 70%，既有建筑改造应用比例提高到 80%；同时，发展钢结构建筑和金属建材，在文化体育、教育医疗、交通枢纽、商业仓储等公共建筑中积极采用钢结构，发展钢结构住宅；工业建筑和基础设施大量采用钢结构，在大跨度工业厂房中全面采用钢结构，推进轻钢结构农房建设等。2015 年，国家积极推进“十三五”计划，大力推行绿色建筑，国务院在《关于加快推进生态文明建设的意见》中明确指出，坚持绿色发展、循环发展、低碳发展将作为未来经济发展的基本途径；结合棚改和抗震安居工程等，开展钢结构建筑试点；扩大绿色建材等使用，推广应用重大应急装备和产品，支持农机、船舶等更新，加大铁路、通信等高端装备走出去步伐。这一系列政策的出台和行业技术规范的完善，都印证和预示着钢结构行业广阔的未来发展前景。

经营与竞争

公司主要从事钢结构建筑施工业务，兼营钢结构住宅开发及建材生产业务；2015 年 1～9 月，公司营业收入略有下降，但由于以技术实施许可为核心的新商业模式的推广使公司其他业务收入和占营业收入的比重大幅提升，导致公司毛利润大幅提升

为实现“绿色建筑集成服务商”的战略转变，公司作为首家钢结构企业获得了房屋建筑工程施工总承包壹级资质，初步建立了“集建筑研发与设计、绿色建材生产与建筑部品集成、工程项目管理以及钢结构住宅开发于一体”的工业化建筑企业。2015 年以来，公司仍以钢结构建筑施工为主营业务，同时兼营钢结构住宅开发和建材业务，其他业务主要是技术加盟、技术咨询及代理等业务，其中钢结构技术加盟业务是其他业务营业收入的主要来源，由杭萧钢构自主研发的新型钢管混凝土束组合剪力墙结构住宅体系（以下简称“钢管束组合结构住宅体系”）处于国际领先水平，公司以该项技术大力推行招商加盟业务。

2015 年 1～9 月，公司营业收入为 26.34 亿元，同比下降 1.65%；毛利润为 6.39 亿元，同比增长 35.50%。分板块来看，由于受下游地产业增速放缓影响，公司严格把控订单质量，订单额的下滑影响到当期收入，公司建筑施工业务收入同比下降 20.02%，毛利润同比下降 31.52%；房地产开发及物业管理业务收入同比增长 102.90%，主要由于万俊二期项目确认收入以及物业管理费缴收所致，毛利润同比增长 146.89%；由于主要建材产品价格和销量同比下降，建材业务收入同比下降 35.64%，毛利润转亏；随着 2015 年以来公司积极推动以技术实施许可为核心的新商业模式的推广，公司其他业务收入同比增加 2.38 亿元，毛利润同

比增加 2.44 亿元。同期，公司综合毛利率同比增加 6.65 个百分点，主要是由于公司结构调整，技术加盟费大幅增加使其他业务收入和占比提高所致。

表 2　2012～2014 年及 2015 年 1～9 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1～9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**26.34**	**100.00**	**39.33**	**100.00**	**39.74**	**100.00**	**30.43**	**100.00**
建筑施工	18.31	69.51	33.62	85.48	32.20	81.03	28.92	95.05
房地产开发及物业管理	4.20	15.95	3.83	9.73	5.31	13.35	-	-
建材	0.65	2.47	1.06	2.69	1.56	3.94	1.03	3.38
其他	3.18	12.07	0.82	2.10	0.67	1.68	0.47	1.57
其中：技术加盟	2.81	10.67	0.30	0.76	-	-	-	-
其他	0.37	1.40	0.52	1.32	-	-	-	-
毛利润	**6.39**	**100.00**	**6.56**	**100.00**	**5.58**	**100.00**	**3.78**	**100.00**
建筑施工	2.62	41.00	5.36	81.70	4.17	74.63	3.58	94.64
房地产开发及物业管理	0.89	13.97	0.81	12.35	0.99	17.79	-	-
建材	-0.10	-	-0.00[2]	-	0.20	3.55	0.17	4.47
其他	2.88	45.03	0.39	5.95	0.23	4.03	0.03	0.90
其中：技术加盟	2.73	42.72	0.28	4.27	-	-	-	-
其他	0.15	2.35	0.11	1.68	-	-	-	-
综合毛利率	**24.26**		**16.67**		**14.05**		**12.43**	
建筑施工	14.33		15.95		12.94		12.37	
房地产开发及物业管理	21.27		21.07		18.71		-	
建材	-1.25		-0.04		12.65		16.39	
其他	90.68		47.04		33.78		7.16	
其中：技术加盟	97.15		93.33		-		-	
其他	40.54		21.15		-		-	

数据来源：根据公司提供的资料整理

综合来看，虽然公司建筑施工业务由于国家房地产调控政策短期内受到一定影响，但是公司在保证主营业务稳健经营的基础上，充分利用技术优势、品牌优势等进一步开拓钢结构住宅市场，积极推动以技术实施许可为核心的新商业模式的推广和落地。预计未来 1～2 年，公司将继续稳步推进“绿色建筑集成服务商”战略，向钢结构建筑设计方案、技术咨询、代理加盟、新型材料和项目管理等全产业链服务转变，在国家推动住宅产业化和钢结构住宅的利好政策下，公司业务将持续发展。

[2] 2014 年，公司建材业务毛利润为-0.000419 亿元，四舍五入后为-0.00 亿元。

● 建筑施工

公司建筑施工业务主要包括钢结构构件的生产和安装，除了公司本部所在地杭州，公司在安徽、山东、河北等省市共设有 11 家子公司，其中主要经营主体是浙江杭萧钢构有限公司、河北杭萧钢构有限公司和山东杭萧钢构有限公司。

表 3　2015 年 1～9 月公司建筑施工业务主要经营主体的财务情况（单位：亿元、%）

名称	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润
浙江杭萧钢构有限公司	36.66	66.99	11.41	29.51	1.00
河北杭萧钢构有限公司	3.42	53.03	2.53	26.26	0.17
山东杭萧钢构有限公司	3.59	71.06	2.10	20.51	0.00[3]

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年以来，公司钢结构项目主要包括多高层钢结构、轻钢结构及以轻钢结构为主的住宅。受宏观经济增速放缓、国家政策调控等诸多因素的影响，国内房地产市场下行压力增加。公司根据外部经济环境的变化，改变以轻钢结构为主的业务结构，主动向公建项目、高层和重钢结构等技术门槛较高、盈利水平较好的业务倾斜。

表 4　2012～2014 年及 2015 年 1～9 月公司建筑施工业务收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1～9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**18.31**	**100.00**	**33.62**	**100.00**	**32.20**	**100.00**	**28.92**	**100.00**
多高层钢结构	13.38	73.07	25.08	74.59	19.35	60.08	10.10	34.91
轻钢结构	4.86	26.54	8.51	25.33	12.38	38.46	16.46	56.89
空间结构	-	-	-	-	0.30	0.93	2.18	7.55
其他	0.07	0.39	0.03	0.08	0.17	0.53	0.19	0.65
毛利润	**2.62**	**100.00**	**5.36**	**100.00**	**4.17**	**100.00**	**3.58**	**100.00**
多高层钢结构	2.32	88.55	4.16	77.37	2.99	71.19	1.23	33.98
轻钢结构	0.30	11.45	1.24	22.63	1.15	27.38	1.90	52.49
空间结构	-	-	-	-	0.06	1.43	0.49	13.53
其他	0.00[4]	0. 00	-0.04	-	-0.03	-	-0.05	-
毛利率		**14.33**		**15.95**		**12.94**		**12.37**
多高层钢结构		17.37		16.58		15.45		12.20
轻钢结构		6.17		14.53		9.26		11.56
空间结构		-		-		20.25		22.45
其他		-0.84		-108.75		-17.38		-24.75

数据来源：根据公司提供的资料整理

[3]2015 年 1～9 月，山东杭萧钢构有限公司净利润为 0.0024 亿元，四舍五入后为 0.00 亿元。
[4]2015 年 1～9 月，公司其他业务毛利润为-0.00059729.25 亿元，四舍五入后为-0.00 亿元。

2015 年 1～9 月，公司建筑施工业务实现收入 18.31 亿元，其中多高层钢结构业务收入占营业收入比重为 73.07%，仍然为建筑施工业务收入的第一大来源。由于公司加大对新签合同的评审力度，导致 2015 年 1～9 月建筑施工业务收入同比下降 20.02%，其中多高层钢结构收入同比下降 19.59%，对营业收入的贡献度基本保持稳定。在盈利水平方面，由于轻钢结构毛利率大幅下降，拉低了 2015 年 1～9 月建筑施工业务板块毛利率水平。

公司的国内外施工资质较完备，拥有丰富的钢结构建造经验，承接项目类型多样，代表性工程多次获得国家级奖项，在行业内仍保持了较强的技术实力和竞争优势

公司具有钢结构制造特级、钢结构工程设计甲级、钢结构工程专项壹级等多项资质，已获得数控 H 型钢火焰/机械联合锁口加工设备国家级工法以及加液式梁柱节点和整体式外墙板等涵盖钢结构加工设备和构件领域的 241 项专利成果。

公司建有院士工作站和博士后科研工作站，拥有四个技术研究所。在保持国内行业优势地位的同时，公司积极与海外标准接轨，已取得国家认可实验室（CNAS 认证），美国钢结构协会 AISC 认证、新加坡 4S 认证等。

公司在钢结构行业积累了丰富的建造经验，承接的项目类型多样，并在细分领域形成了一些代表性建筑项目。在钢结构工业建筑方面，公司在汽车类、造船类、机械类、电气类、纺织类、冶炼类、烟草类和化工类等多个制造业领域的厂房项目具有较强竞争优势。在多高层钢结构建筑方面，公司凭借较强的设计和施工能力，先后承接了公司本部大楼——杭州瑞丰国际商务大厦、武汉民生银行大厦、南京金鹰国际项目、天津津门五星酒店、北京 SOHO 大厦、拉萨圣地天堂洲际大饭店等多个造型独特、施工难度较大的标志性项目。在大型场馆等空间结构方面，主要包括广深港客运专线——深圳火车北站、杭州东站、广州亚运会综合体育馆、重庆大剧院、上海国家会展中心等代表性项目。

公司在深入挖掘传统钢结构建筑技术基础上，以钢结构住宅作为切入点，开发了钢结构住宅成套体系，并在施工业务中不断检验与改进，为公司钢结构住宅的开发积累了大量的实验数据，形成了有力的论据支撑。公司建设的武汉世纪家园项目，是我国第一个钢结构康居示范小区，此后，公司在钱江世纪城人才专项用房的保障房项目以及汶川地震后的四川广元中小学和云南杭萧勐海田希望小学捐建项目等社会民生项目中推广自有的住宅成套体系。

公司在深耕国内市场的同时，积极提升海外施工资质，有效地消除海外承接项目的技术壁垒，先后承接了新加坡 OUBC 办公楼、法兰克福空铁中心、卡塔尔多哈机场、印度爱莎公司电厂、安哥拉罗安达桑谷安居家园项目等。新加坡 OUBC 办公楼项目按照美国标准执行，获得

“新加坡工程设计金奖”。

综上所述，公司已取得钢结构领域多项重要资质，自主研发能力很强，承接项目类型多样，国内外施工经验丰富，代表性工程多次获得国家级奖项，在钢结构建筑细分领域形成了较强的竞争优势和品牌影响力。

2015 年以来，公司为提升营运资金周转效率，加大投标项目审核力度，一定程度上导致新签合同额有所下降，但在手合同金额仍较为充足，业务持续性较好

施工企业相对于业主方议价能力较低，工程款回款周期较长，在偿债环境处于宏观经济走势趋缓、上游行业政策调整的情况下，公司为加强营运资金周转效率，对投标项目的审核较为严格。

公司投标内部审核通过信息化系统进行，首先通过设置重大风险点进行初步筛选，而后组织区域营销总监、法务、审计、制造、施工、采购和投标部门共同评审，按照招标条件的优劣和风险程度将合同分为 ABCD 四级，若其中有少数付款条件未到达公司预先设定的标准，例如，没有预付款或预付款金额占总合同金额比重低于 20%，需要呈报公司董事长审批。公司通过研究招标条款会制作投标偏离文件，在投标答疑环节与业主进行沟通，以期最大限度地争取施工方的合法、合理权益。除了事前投标评审，公司事后也要对中失标进行分析，对于中标金额和中标率有明确的绩效考核，保证了公司承接项目规模。

由于宏观经济增速放缓，为防范合同履约风险，公司加大了新承揽合同的审核和筛选力度，主动放弃了部分付款条件较为苛刻的项目。为加强合同履行风险控制，加大了对新签合同的评审力度，对相关合同条款进行严格控制，2015 年 1～9 月新签合同额为 24.50 亿元；2015 年 9 月末在手合同额较 2014 年末下降 1.62%，但整体仍较为充裕，对未来业务发展形成良好支撑。

表 5　2012～2014 年及 2015 年 1～9 月公司新签和在建未完工合同额构成情况（单位：亿元）

项目类别	2015 年 1～9 月	2014 年	2013 年	2012 年
新签合同额	**24.50**	**39.57**	**41.89**	**47.44**
其中：房屋类（含住宅和商用）	12.80	23.43	31.48	36.83
厂房类	9.09	11.99	7.87	9.21
其他业务	2.61	4.15	2.54	1.40
期末在建未完工合同额	**42.61**	**37.92**	**43.60**	**35.90**
其中：房屋类（含住宅和商用）	30.78	27.85	34.41	28.48
厂房类	11.83	9.95	8.60	7.12
其他业务	0.00	0.12	0.59	0.30

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年 1～9 月，公司重大工程个数同比持平，但由于单个重大项目金额较小，导致重大工程金额同比下降 18.42%。

表 6　2012～2014 年及 2015 年 1～9 月公司承接 5,000 万元以上重大项目情况

项目	2015 年 1～9 月	2014 年	2013 年	2012 年
重大工程数量（个）	16	17	11	21
重大工程金额（亿元）	13.82	19.02	11.59	20.89
新承接工程总金额（亿元）	24.50	39.57	41.89	47.44
重大工程金额占总金额比（%）	56.41	48.07	27.67	44.03

数据来源：根据公司提供资料整理

总体上看，公司在手合同额较为充裕，虽然由于外部环境和业务调整，重大工程中标项目金额和个数有所波动，但是整体上业务持续性较好。

2015 年以来钢材价下降有利于公司成本控制；公司项目获取仍采用直销和代理商销售模式，最大限度地调动社会资源开拓市场

公司主要原材料为不同厚度的钢板、特钢等板材，钢材在生产成本中占比在 62%以上，依据不同的钢结构建筑类型，有所不同。公司建立了较为完善的供应商采购招标体系和合格供应商筛选制度。公司原材料采购仍通过邀请招标方式，采购部门依据需求并结合市场价格进行询价比价，一般情况采用最低价中标原则，特殊情况（如业主指定品牌的）需要需求部门出具书面说明。对于大宗材料（钢材类等）逐步归并到公司本部集中采购，钢材类主材要参考市场最新价格。2015 年以来，钢材价格持续下跌，有利于公司成本控制。公司与杭州中钢钢铁物资有限公司、杭州东昌物资有限公司等供应商保持了长期合作关系。2015 年 1～9 月，前五大供应商采购额占采购总额的 33.19%，单个供应商占比未超过 10%。

表 7　2015 年 1～9 月前五大供应商采购金额（单位：万元、%）

序号	供应商	年采购金额	占总采购金额比重
1	杭州通特钢铁有限公司	10,405.61	9.87
2	杭州热联集团股份有限公司	9,840.42	9.33
3	杭州中钢钢铁物资有限公司	5,953.85	5.65
4	五矿集团有限公司	5,323.76	5.05
5	杭州热联汉佳商贸股份有限公司	3,473.78	3.29
合计	-	34,997.42	33.19

数据来源：根据公司提供资料整理

公司业务营销仍主要分为直销和代理商营销两个部分，直销主要负责传统钢结构业务，例如工业建筑、高层建筑、空间结构建筑等，而代理商营销属于业务中介，是雇佣公司以外具有项目资源的人员/机构，截至 2015 年 9 月末已引入 160 位代理商。公司与代理商签订代理协议，代理商需要预交门槛和培训费，代理商收取项目提成费，提成率约为销售收入的 1%。公司对代理商设置考核指标和同业禁止要求，

优胜劣汰。直销业务指标按照公司内部产值指标依次下达到区域公司、子公司和项目公司。公司的营销模式有利于调动当地资源，避免区域进入壁垒，减少了雇佣专职营销人员的固定费用支出。从业务区域分布来看，2015 年 1～9 月，华东区域、中南区域和西北区域占比显著提高，华北区域占比大幅下降，总体看来，公司业务分部较为分散，区域集中风险一般。

表 8　2012～2014 年及 2015 年 1～9 月公司工程施工区域统计（单位：亿元、%）

区域	2015 年 1～9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东区域	6.73	36.76	10.51	28.95	14.82	46.02	13.33	46.07
中南区域	3.36	18.35	4.69	12.92	4.63	14.38	5.71	19.74
西北区域	2.25	12.29	3.56	9.80	1.07	3.32	1.43	4.95
西南区域	0.99	5.41	1.77	4.87	2.54	7.88	2.28	7.87
华北区域	1.18	6.44	8.72	24.02	2.58	8.02	1.62	5.61
东北区域	0.41	2.24	1.71	4.71	1.85	5.73	3.05	10.53
海外区域	3.39	18.51	5.35	14.73	4.72	14.64	1.51	5.23
合计	18.31	100.00	36.31	100.00	32.20	100.00	28.92	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

综上所述，钢材价格下行有利于公司成本控制，在市场开拓方面，直销和代理商营销结合方式，有利于减少固定人员投入的同时有效调动社会资源。

● 房地产开发及物业管理

公司房地产开发及物业管理业务的主要运营主体是万郡房地产有限公司。2015 年 1～9 月，由于万俊二期房屋交付以及一期房屋物业费缴收，公司房地产开发及物业管理业务实现收入 4.20 亿元，毛利润为 0.89 亿元，毛利率为 21.27%。由于只是进行示范性的开发，项目仍处于推广期，公司房地产业务规模仍然较小，盈利水平相比其他房地产开发企业较低。

表 9　2015 年 1～9 月公司房地产开发及物业管理业务主要经营主体的财务情况（单位：亿元、%）

名称	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润
万郡房地产有限公司	17.51	64.13	4.20	12.54	0.04

数据来源：根据公司提供资料整理

公司是钢结构住宅成套体系的倡导者和推动者，2015 年以来，公司钢结构住宅房地产业务的示范效果逐步显现，已基于技术优势，成功开启了技术实施许可的新商业合作模式

公司秉承成为“绿色建筑集成服务商”的发展战略，以开发和推广钢结构住宅体系为切入点，逐步形成差异化优势。基于上述发展思路以及公司在钢结构住宅领域的项目积累，公司目前在内蒙古包头市

开发万郡大都城示范性项目，分为四期进行建设，总规划面积 98.01 万平方米，业态全部为商住两用，以 26～33 层高层住宅为主，外墙采用公司自主研发和生产的 CCA 板灌浆墙板，隔音、保温、防火和防水性能均超过国家规范限定的严寒地区标准。

表 10　截至 2015 年 9 月末公司房地产项目开发情况

项目名称	类型	建筑面积（万平方米）	计划总投资（亿元）	应占权益（%）	已投资额（亿元）	项目进程
万郡大都城一期	商住	27.51	12.60	100%	12.06	已完工
万郡大都城二期	商住	29.74	14.00	100%	11.17	部分交房
万郡大都城三期	商住	18.53	9.00	100%	-	未开工
万郡大都城四期	商住	21.76	-	-	-	未开工
合计	-	97.54	35.60	-	23.23	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2015 年 9 月末，万郡大都城一期项目开发已完工，二期项目尚在建设中，建筑面积为 29.74 万平方米，已投入金额 11.17 亿元，公司尚未开工的建筑面积为 40.29 万平方米。

表 11　2012～2014 年及 2015 年 1～9 月公司房地产项目销售情况

项目		2015 年 1～9 月	2014 年	2013 年	2012 年
平均销售价格（元/平方米）	住宅	5,462	5,452	5,339	-
	商铺	10,776	10,519	11,133	-
平均成本（元/平方米）		5,041	5,152	5,183	-
商品房销售面积（万平方米）		6.80	17.65	9.13	-
施工面积（万平方米）		40.14	29.74	24.05	15.35

数据来源：根据公司提供资料整理

公司继续深化钢结构住宅成套技术研发，正在研发设计的第三代钢结构住宅体系，在结构体系、楼屋面板体系和内、外墙体组成上较以往均有所改进，具有设计标准化、生产自动化、施工装配化、装修一体化、综合成本更低等优势。公司已经向国家知识产权局申报相关研发成果。公司钢结构住宅房地产业务的示范效果逐步显现，已基于技术优势，成功开启了技术实施许可的新商业合作模式。

● 建材

建材业务的经营主体是浙江汉德邦建材有限公司。

表 12　2015 年 1～9 月公司建材业务主要经营主体的财务情况（单位：亿元、%）

名称	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润
浙江汉德邦建材有限公司	1.60	72.55	0.82	3.00	-0.14

数据来源：根据公司提供资料整理

公司建材业务以新型建材为主，受需求疲软影响，2015 年以来建材业务收入有所下降，净利润出现亏损

公司建材业务以新型建材为主，主要目的是配合公司的建筑施工主营业务，产品直接应用于公司承揽项目之中，但剩余产能部分进行对外销售。截至 2015 年 9 月末，钢筋桁架楼承板（TD 板）年产能 200 万平方米，压蒸无石棉纤维素纤维水泥平板（CCA 板）年产能为 800 万平方米。

表 13　2012～2014 年及 2015 年 1～9 月公司建材产品销售情况（单位：万元、%）

项目	2015 年 1～9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
纤维板	3,883.02	47.56	7,980.03	49.00	5,985.00	38.25	5,173.00	50.23
楼承板	3,284.94	40.23	7,870.18	48.33	8,915.00	56.98	4,252.00	41.28
其他	997.13	12.21	434.60	2.67	745.69	4.77	874.54	8.49
合计	**8,165.10**	**100.00**	**16,284.81**	**100.00**	**15,645.69**	**100.00**	**10,299.54**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年 1～9 月，由于下游房地产需求疲软，公司建材产品销量减少，导致收入同比有所下降，毛利率为-1.25%，同比减少 8.80 个百分点；利润总额和净利润分别为-0.17 亿元和-0.14 亿元，出现亏损。

综上所述，公司建材业务主要用于建筑主营业务的配套，受下游需求疲软影响，营业收入出现下滑，净利润出现亏损，未来 1～2 年，将维持现有生产规模和发展方式。

● 其他业务

2015 年以来，公司积极推动以技术实施许可为核心的新商业模式的推广和落地，取得一定成果，资源使用费的收取成为公司新的利润增长点

公司其他业务主要包含钢结构技术加盟、设计咨询及代理等业务，其中钢结构技术加盟为该板块主要的收入和利润来源。公司充分利用技术优势、品牌优势等积极开拓钢结构住宅市场，推动以技术实施许可为核心的新商业模式的推广和落地，努力实现公司技术市场化的战略目标，推进从传统钢结构制造企业向绿色建筑集成服务型企业转型升级。公司成功研发的钢管束组合结构住宅体系申报了多项国家专利，并进行专利池保护，其中已有 42 项获得国家知识产权局授权专利号，提升了公司的技术优势和核心竞争力。目前钢管束组合结构住宅体系已在公司研发大楼和钱江世纪城人才专项房 11 号楼上应用。基于钢管束组合结构住宅体系的技术专利优势，公司也成功开启了技术实施许可的新商业合作模式。公司采取招商代理模式与项目股份制模式相结合，代理商加盟之后，公司可以直接与当地的潜在客户进行沟通， 同时将原本所需的营销费用“变为”利润分享给代理商，代理商省下了

专利费、前期研发费等巨额投入，专注于营销业务的开展。目前公司已与多家开发商或建筑工程公司签订代理协议，2015 年公司共与 9 家房产公司就钢管束住宅组合结构体系签署了战略合作协议，向合作方收取的资源使用费分为两部分，一部分是固定费用，收取 3,000 万至 4,000 万，另一部分是按照开发或承接的钢结构住宅项目的建筑面积向合作方收取人民币 5 元/㎡至 8 元/㎡的费用。2015 年 1～9 月公司共签订资源使用合同金额为 3.11 亿元，收取金额 2.81 亿，资源使用费的收取成为公司新的利润增长点。公司为避免开发商因业务辐射引起的同业竞争，公司严格筛选开发商的资质并控制签订数量，公司在同一地市签署合作协议的开发商不超过 3 家。

总体来看，2015 年以来，公司积极推动以技术实施许可为核心的新商业模式的推广和落地，取得一定成果，资源使用费的收取成为公司新的利润增长点。

公司治理与管理

截至 2015 年 12 月 29 日，公司注册资本为 8.09 亿元，其中单银木持股比例为 43.87%，为公司第一大股东及实际控制人。

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所上市规则》等法律法规的要求规范运做，建立了较为完善的公司治理结构和公司内部控制制度。公司设立股东大会、董事会和监事会及其他高级管理人员，形成决策、执行和监督相分离的管理体系。

公司以“成为一流的绿色建筑集成服务商”为愿景，业务发展包括钢结构施工、绿色建材、房地产开发与物业管理、设计与服务等业务种类，有效发挥业务板块之间的协同效应，经营规模稳步扩大。公司战略明确了未来三阶段发展路径：第一阶段为稳增长阶段，经过 2～3 年的时间，其主要任务是保持钢结构主业增长态势，盘活产能，加快房产开发进度；第二阶段为突破阶段，大概需要 3 年时间，其战略任务是产品体系突破、商业模式突破、生产配套能力突破和集团运作能力的突破；第三阶段为创未来阶段，要实现公司组合式发展。公司战略明确了市场营销、质量、采购、财务和人力资源等核心职能战略，并提出了明确的举措。

公司是我国领先的钢结构工程承包商之一，技术水平和施工能力在行业内处于领先地位。公司自主研发能力较强，主编和参编多项国内行业规范，在多高层建筑和钢结构住宅领域技术优势较为明显。经过多年的发展，公司不断提升自身资质认证水平，国内外工程和高难度施工项目积累较为深厚。公司技术优势明显，以技术实施许可为核心的新商业模式成为公司新的利润增长点。同时，公司作为上市公司，各方面管理制度和内控制机制日趋完善。综合分析，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2015 年 1～9 月未经审计的财务报表。

资产质量

2015 年 9 月末，公司资产结构仍以流动资产为主，但由于存货占比较大、受限资产总额超过净资产总额，资产流动性一般；存货周转率和应收账款周转率继续下滑

2015 年 9 月末，公司总资产规模较 2014 年末有所下降，资产结构仍以流动资产为主，流动资产占比为 84.29%。

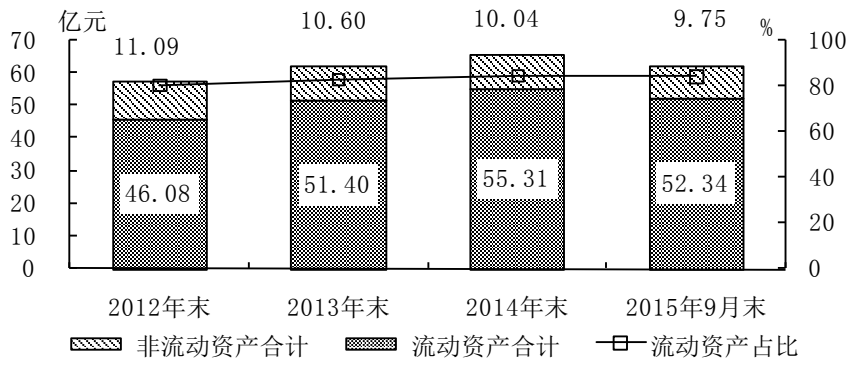


图 1　2012～2014 年末及 2015 年 9 月末公司资产构成

公司流动资产主要由存货、应收账款和货币资金等构成。2015 年 9 月末，公司流动资产为 52.34 亿元，较 2014 年末下降 5.00%，其中存货为 35.73 亿元，较 2014 年末下降 8.87%，公司存货主要由建造合同形成的已完工未结算工程款、开发成本和开发产品等构成，存货大幅下降主要是由于万郡一期竣工结算以及二期部分交付所致；应收账款为 8.41 亿元，较 2014 年末增加 0.40 亿元，主要是由于万郡二期部分竣工未结算所致；货币资金为 5.56 亿元，较 2014 年末减少 0.27 亿元；其他主要流动资产科目较 2014 年末变动不大。

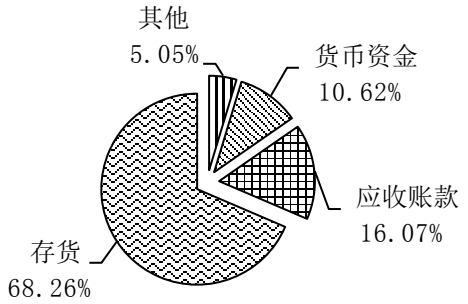


图 2　2015 年 9 月末公司流动资产构成

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和递延所得税等构成。2015 年 9 月末，公司非流动资产为 9.75 亿元，较 2014 年末下降 2.85%，其中固定资产为 6.69 亿元，较 2014 年末下降 7.68%，主要是由于计提折旧所致；无形资产为 1.26 亿元，较 2014 年末变化不大；递延所得税为 0.88 亿元，较 2014 年末下降 16.98%；其他主要非流动资产科目较 2014 年末变动不大。

2014 年及 2015 年 1～9 月，公司存货周转天数分别为 424.50 天和 507.10 天，存货周转效率进一步下降；应收账款周转天数为 63.43 天和 84.17 天，由于工程款结算增加导致应收票据增加，使得公司应收账款周转效率有所下降。

在所有权受限资产方面，截至 2015 年 9 月末，公司受限资产合计为 20.30 亿元，占总资产的比重为 32.70%，占净资产的比重为 121.85%，受限资产总额超过公司净资产总额，资产流动性一般，其中用于借款的固定资产抵押及质押金额合计 15.97 亿元；受限货币资金 4.33 亿元。

综合来看，公司资产仍以流动资产为主，但由于存货占比较大、受限资产总额超过净资产总额，公司资产流动性一般。

资本结构

2015 年 9 月末，公司负债规模有所下降，非流动负债占比极小；资产负债率有所降低，但仍处于较高水平；有息债务仍以短期有息债务为主，面临一定短期偿债压力

2015 年 9 月末，公司负债总额有所下降，负债结构仍以流动负债为主，流动负债占比达 97.54%，非流动负债占比极小。

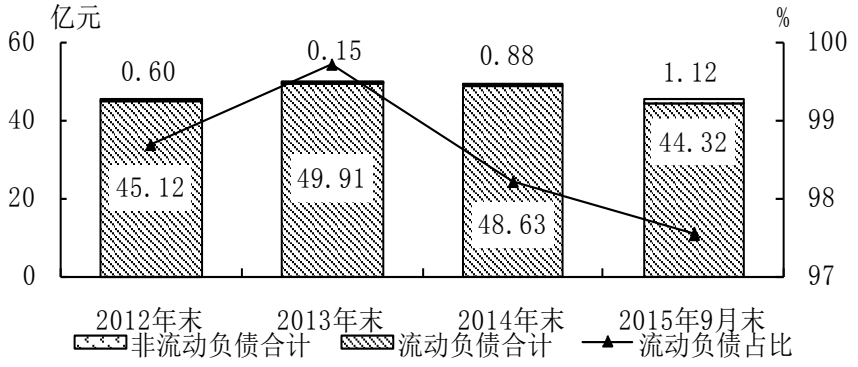


图 3　2012～2014 年末及 2015 年 9 月末公司负债结构

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和应付票据等构成。2015 年 9 月末，公司流动负债为 44.32 亿元，较 2014 年末下降 8.86%，其中短期借款为 16.37 亿元，较 2014 年末减少 8.99%，主要是由于公司调整负债结构，长期借款增加所致；应付账款为 10.01 亿元，较 2014 年末下降 16.47%，一方面是由于公司集中支付上 2014 年供应商原料款，使得对应应付账款减少所致，另一方面由于公司取消与印

度电厂合作的钢结构材料供应项目，未支付相应预付款项所致；预收款项为 7.04 亿元，较 2014 年末下降 12.33%，主要是由于公司招商加盟业务落实且未使用预收结算方式所致；应付票据为6.39亿元，较2014年末下降 19.38%，主要是由于公司采用票据方式支付相应款项减少所致；由于公司于 2015 年 9 月 16 日成功发行短期融资券，其他流动负债新增 2.00 亿元；其他主要流动负债科目较 2014 年末变动不大。

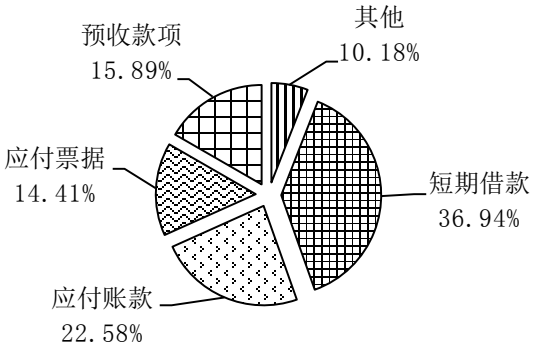


图 4　2015 年 9 月末公司流动负债构成

公司非流动负债主要为长期借款，在总负债中占比较小。2015 年 9 月末，长期借款增加至 1.12 亿元，主要是由于公司抵押贷款增加。

2015 年 9 月末，公司总有息债务规模有所下降，但占总负债的比重有所上升。公司的有息债务结构仍以短期有息债务为主，结合资产流动性情况，短期内面临一定偿债压力。2015 年 9 月末，公司总有息债务为 25.90 亿元，占总负债 57.05%，其中短期有息债务 24.78 亿元。

表 14　2012～2014 年末及 2015 年 9 月末公司有息债务及其构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 9 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	24.78	25.91	26.92	22.66
长期有息债务	1.12	0.74	0.00	0.00
总有息债务	25.90	26.65	26.92	22.66
总有息债务占总负债比重	57.05	53.82	53.78	49.56

从债务期限结构来看，截至 2015 年 9 月末，公司有息债务集中在一年之内，债务期限结构有待调整，面临一定短期偿债压力。

表 15　截至 2015 年 9 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年	(1,2]年	合计
金额	24.78	1.12	**25.90**
占比	95.67	4.33	**100.00**

分季度来看，公司未来一年内有息债务在 2016 年一季度到期金额较大，存在一定集中偿债压力。

表 16　截至 2015 年 9 月末公司一年内到期有息债务期限结构（单位：亿元、%）

到期期限	短期借款	应付票据	其他流动负债（应付短期债券）	一年内到期的非流动负债	合计	占比
2015 年四季度	4.66	3.18	-	-	7.84	31.64
2016 年一季度	6.31	3.21	-	-	9.52	38.43
2016 年二季度	2.28	-	-	0.02	2.28	9.26
2016 年三季度	3.12	-	2.00	-	5.12	20.67
合计	16.37	6.39	2.00	0.02	24.78	100.00

2015 年 9 月末，公司所有者权益为 16.66 亿元，较 2014 年末增加 0.81 亿元，主要是公司未分配利润增加所致；未分配利润为 3.49 亿元，较 2014 年末增长 31.67%；由于公司 2015 年进行资本公积转增股本，导致股本较 2014 年末增长 34.04%，资本公积较 2014 年末降低 34.42%。

2015 年 9 月末，公司资产负债率下降至 73.17%，主要是由于公司调整财务结构，计划 2015 年增发非公开股票减少借款所致。2014 年末及 2015 年 9 月末，公司长期资产适合率分别为 166.60%和 182.28%，长期资本对长期资产的覆盖程度较好；流动比率分为 1.14 倍和 1.18 倍；速动比率分别为 0.33 倍和 0.37 倍，速动比率维持较低水平，对流动负债的覆盖程度较差。

截至 2015 年 9 月末，公司无对外担保事项。

总的来看，2015 年 9 月末，公司资产负债率有所降低，但仍处于较高水平，有息债务仍以短期有息债务为主，短期内存在一定偿债压力。

盈利能力

2015 年前三季度，受外部经济环境和公司调整业务结构影响，公司营业收入出现小幅下滑，但得益于公司以技术实施许可为核心的新商业模式的推广，净利润大幅提升

2015 年 1～9 月，受宏观经济增速放缓以及公司业务结构调整影响，公司营业收入为 26.34 亿元，同比下降 1.65%；毛利率为 24.26%，同比增加 6.65 个百分点，主要是由于公司推广的以技术实施许可为核心的商业模式毛利率较高，带动综合毛利率的提升。

2015 年 1～9 月，公司期间费用为 4.33 亿元，占营业收入的比重为 16.71%，同比上升 2.78 个百分点，其中管理费用的金额较大，主要为研发费用、职工薪酬和招商代理管理费用；利润总额为 1.50 亿元，同比增长 88.02%；净利润为 1.23 亿元，同比增长 92.63%。从盈利指标方面看，2015 年 1～9 月公司总资产报酬率为 3.94%，净资产收益率为 7.40%。2015 年前三季度，公司利润水平上升较快，一方面是由于房地产销售确认收入增加，另一方面是受益于公司以技术实施许可为核心的钢管束结构新商业合作模式，收取资源管理费大幅增加所致。

表 17　2012～2014 年及 2015 年 1～9 月公司期间费用情况（单位：万元、%）

项目	2015 年 1～9 月	2014 年	2013 年	2012 年
销售费用	5,517	8,123	6,943	6,798
管理费用	28,257	29,132	20,512	16,910
财务费用	9,480	12,556	11,611	10,770
期间费用/营业收入	**17**	**13**	**10**	**11**

总的来看，2015 年前三季度，公司营业收入有所下降，毛利率大幅提高。未来随着公司以技术实施许可为核心的新商业模式的推广，公司利润存在新增长点。

现金流

2015 年 1～9 月，公司经营性现金流转为净流入，但整体上对债务保障力仍较弱

2015 年 1～9 月，公司经营性净现金流为 0.01 亿元，转为净流入，主要是净利润增加所致；投资性净现金流为-1.66 亿元，同比净流出增加 1.45 亿元，主要是由于 2015 年公司以现金结算方式支付少数股东股权款所致；筹资性净现金流为 2.59 亿元，同比减少 0.47 亿元。公司经营性现金流转为净流入，但经营性净现金流整体上对债务保障力较弱；EBIT 利息保障倍数较 2014 年大幅提升。

表 18　2012～2014 年及 2015 年 1～9 月公司部分偿债指标（单位：%、倍）

项目	2015 年 1～9 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债	0.02	-4.67	1.87	-2.14
经营性净现金流/总负债	0.02	-4.62	1.86	-2.12
经营性净现金流利息保障倍数	0.01	-1.23	0.47	-0.65
EBIT 利息保障倍数	2.36	1.14	1.06	-0.15
EBITDA 利息保障倍数	-	1.76	1.69	0.71

偿债能力

2015 年 9 月末，公司资产规模和负债规模较 2014 年末均下降；由于公司资产负债率一直处于较高水平，公司筹划非公开发行股票，债务融资有所减少，公司资产负债率下降至 73.17%，有息债务规模也有所下降，但有息债务结构仍以短期有息债务为主，存在一定短期偿债压力。从偿债来源角度看，流动比率和速动比率均维持较低水平，但受限资产规模较大，整体资产流动性一般；经营性净现金流转为净流入，债务保障能力有所提升，但整体上对债务保障力仍较弱。随着公司业务转型逐步完成以及新商业模式的推广，收入和盈利水平的稳定性增强，将逐步缓解公司的偿债压力。综合来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

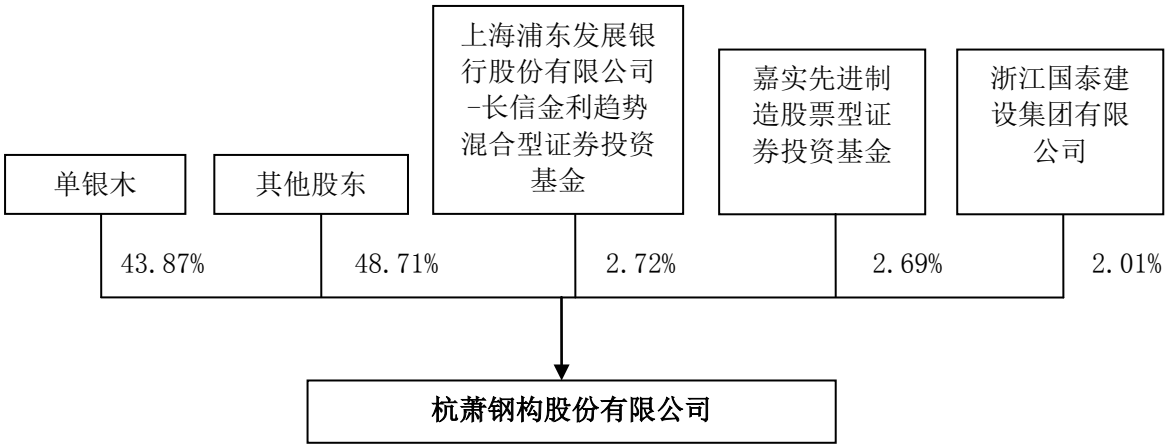
根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的公司本部《企业信用报告》，截至 2015 年 12 月 2 日，公司本部无违约情况发生；截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的债务融资工具尚未到期。

结论

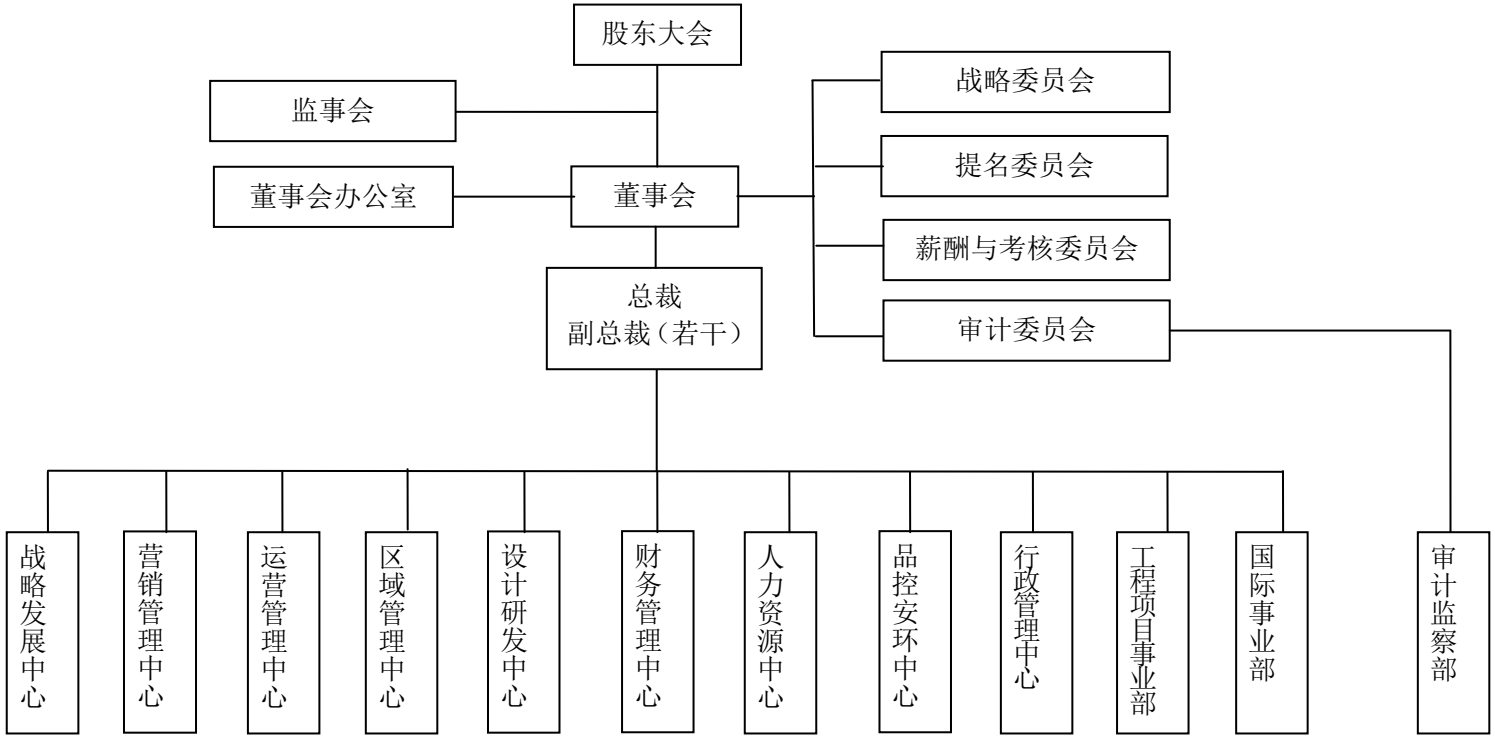
公司主要从事钢结构设计、制造、安装、施工及总承包工程业务，是国内主要的钢结构承包商之一，技术和施工水平在行业内处于领先地位。公司自主研发能力仍然较强，在多高层建筑和钢结构住宅领域技术优势较为明显，同时不断提升自身资质认证水平，国内外工程和高难度施工项目积累较为深厚。然而受到外部环境和业务调整影响，公司收入水平出现小幅下滑，同时由于公司资产流动性较弱，存量债务集中在一年以内，使得公司面临一定的偿付压力。但是随着公司向高技术门槛、高毛利的项目转型，同时随着新商业模式的推广，收入规模基本保持稳定，盈利水平有所增长。预计未来 1～2 年，公司的经营状况将保持稳定。

综合分析，大公对公司“15 杭萧钢构 CP001”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定。

附件 1　截至 2015 年 12 月 29 日杭萧钢构股份有限公司股权结构图



附件 2　截至 2015 年 9 月末杭萧钢构股份有限公司组织结构图



附件 3　　杭萧钢构股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2015 年 9 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	55,607	58,260	51,671	44,996
应收账款	84,099	80,118	58,484	43,043
预付款项	79,732	6,135	7,830	9,473
存货	357,314	392,081	380,767	348,977
流动资产合计	523,443	553,130	514,037	460,802
固定资产	66,861	72,423	80,539	88,652
无形资产	12,645	12,925	13,295	10,483
递延所得税资产	8,822	10,628	10,819	10,764
非流动资产合计	97,544	100,401	106,049	110,889
总资产	620,987	653,531	620,086	571,691
占资产总额比（%）				
货币资金	8.95	8.91	8.33	7.87
应收账款	13.54	12.26	9.43	7.53
预付款项	1.28	0.94	1.26	1.66
存货	57.54	59.99	61.41	61.04
流动资产合计	84.29	84.64	82.90	80.60
固定资产	10.77	11.08	12.99	15.51
无形资产	2.04	1.98	2.14	1.83
非流动资产合计	15.71	15.36	17.10	19.40
负债类				
短期借款	163,712	179,879	185,152	158,364
应付票据	63,850	79,203	84,076	68,214
应付账款	100,082	119,821	117,844	102,990
预收款项	70,417	80,322	88,117	106,155
流动负债合计	443,181	486,267	499,127	451,172
非流动负债合计	11,200	8,807	1,457	5,973
负债合计	454,381	495,074	500,584	457,145
占负债总额比（%）				
短期借款	36.03	36.33	36.99	34.64
应付票据	14.05	16.00	16.80	14.92
应付账款	22.03	24.20	23.54	22.53
预收款项	15.50	16.22	17.60	23.22
流动负债合计	97.54	98.22	99.71	98.69
非流动负债合计	2.46	1.78	0.29	1.31

附件 3　　杭萧钢构股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2015 年 9 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
权益类				
实收资本（股本）	74,184	55,346	46,346	46,346
资本公积	18,227	27,792	2,857	2,857
盈余公积	7,370	7,370	7,088	6,502
未分配利润	34,942	26,537	22,553	18,682
归属于母公司所有者权益	134,766	117,326	78,865	74,411
少数股东权益	31,840	41,131	40,637	40,135
所有者权益合计	166,606	158,457	119,502	114,546
损益类				
营业收入	263,396	393,291	397,377	304,284
营业成本	199,502	327,711	341,557	266,470
销售费用	5,517	8,123	6,943	6,798
管理费用	28,257	29,132	20,512	16,910
财务费用	9,480	12,556	11,611	10,770
营业利润	15,355	6,977	7,009	-15,682
利润总额	14,992	9,333	8,352	-14,066
所得税	2,671	1,971	1,750	-3,636
净利润	12,321	7,362	6,602	-10,430
归属于母公司所有者的净利润	11,725	5,926	4,457	-11,548
占营业收入比（%）				
营业成本	75.74	83.33	85.95	87.57
销售费用	2.09	2.07	1.75	2.23
管理费用	10.73	7.41	5.16	5.56
财务费用	3.60	3.19	2.92	3.54
营业利润	5.83	1.77	1.76	-5.15
利润总额	5.69	2.37	2.10	-4.62
净利润	4.68	1.87	1.66	-3.43
归属于母公司所有者的净利润	4.45	1.51	1.12	-3.80
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	103	-23,005	8,906	-9,349
投资活动产生的现金流量净额	-16,572	-3,432	-4,710	-2,818
筹资活动产生的现金流量净额	25,897	30,028	-9,304	8,771

附件 3　　杭萧钢构股份有限公司主要财务指标（续表 2）

年　份	2015 年 9 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
财务指标				
EBIT(万元)	17,939	21,383	20,038	-2,099
EBITDA(万元)	-	32,840	31,866	10,136
总有息债务(万元)	238,912	266,432	269,228	226,578
毛利率（%）	24.26	16.67	14.05	12.43
营业利润率（%）	5.83	1.77	1.76	-5.15
总资产报酬率（%）	2.89	3.27	3.23	-0.37
净资产收益率（%）	7.40	4.65	5.52	-9.11
资产负债率（%）	73.17	75.75	80.73	79.96
债务资本比率（%）	60.85	62.71	69.26	66.42
长期资产适合率（%）	182.28	166.60	114.06	108.68
流动比率（倍）	1.18	1.14	1.03	1.02
速动比率（倍）	0.37	0.33	0.27	0.25
保守速动比率（倍）	0.13	0.12	0.11	0.10
存货周转天数（天）	507.10	424.50	384.57	421.24
应收账款周转天数（天）	84.17	63.43	45.99	58.93
经营性净现金流/流动负债（%）	0.02	-4.67	1.87	-2.14
经营性净现金流/总负债（%）	0.02	-4.62	1.86	-2.12
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.03	-1.23	0.47	-0.65
EBIT 利息保障倍数（倍）	5.58	1.14	1.06	-0.15
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.76	1.69	0.71
现金比率（%）	12.55	11.98	10.35	9.97
现金回笼率（%）	98.85	92.65	83.03	103.02
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额＝总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率＝流动资产/流动负债
15. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[5]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[6]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出＝ EBIT/（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[5] 前三季度取 270 天。
[6] 前三季度取 270 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
24. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）＝经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 5　　中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 6　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。