

版本号：V3.0.201907

# 钢铁企业信用评级方法



2019年7月

# 钢铁企业信用评级方法

## 一、修订说明

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应钢铁行业的发展变化，完善对钢铁企业的评级体系，联合资信对钢铁企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次《钢铁企业信用评级方法（版本号：V3.0.201907）》（以下简称“本方法”）以2018年版本为基础，已经联合资信评级技术委员会审议通过，2019年8月1日起施行。

本次修订主要内容包括，增加适用业务类别、评级方法局限性、关键性假设等内容，并进一步细化对钢铁企业分析要素及相关评价标准，以便更为充分地揭示企业风险。联合资信关于钢铁企业的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，故本次修订不会对联合资信现有钢铁企业级别产生重大影响。

## 二、适用业务类别和行业

本方法适用于中国大陆地区钢铁企业及其发行的相关普通无担保优先债券（包括中期票据、普通企业债、普通公司债等）。有关钢铁企业发行的短期融资券、永续债、次级债券、担保债券、优先股等债项评级的方法，参见相关评级方法。

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者说是对其违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资产支持证券等（信贷资产

支持证券、企业资产支持票据、资产支持计划等）、其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度的评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合资信一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

一般来说，企业主体发行的普通优先债券的信用等级等同于主体评级（如发行债券对主体信用等级影响不大）；次级债券等二级资本工具（偿还顺序劣后于普通优先债券）要低于主体信用等级一个子级；优先股等混合资本工具信用等级要根据有关条款进一步降低。具体方法参见联合资信有关评级方法。

### 三、行业定义

根据国家统计局公布的国民经济行业分类（GB/T4754-2017），黑色金属冶炼和压延加工业具体可分为四类：（1）炼铁；（2）炼钢；（3）钢压延加工；（4）铁合金冶炼。联合资信钢铁企业信用评级方法适用于上述各种形式的钢铁企业，界定标准为营业收入或利润总额 50%以上来自于钢铁主业。

### 四、钢铁企业信用评级的关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，企业的违约风险主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以考量。

企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

债券偿还优先权会影响不同类型债券的信用风险。

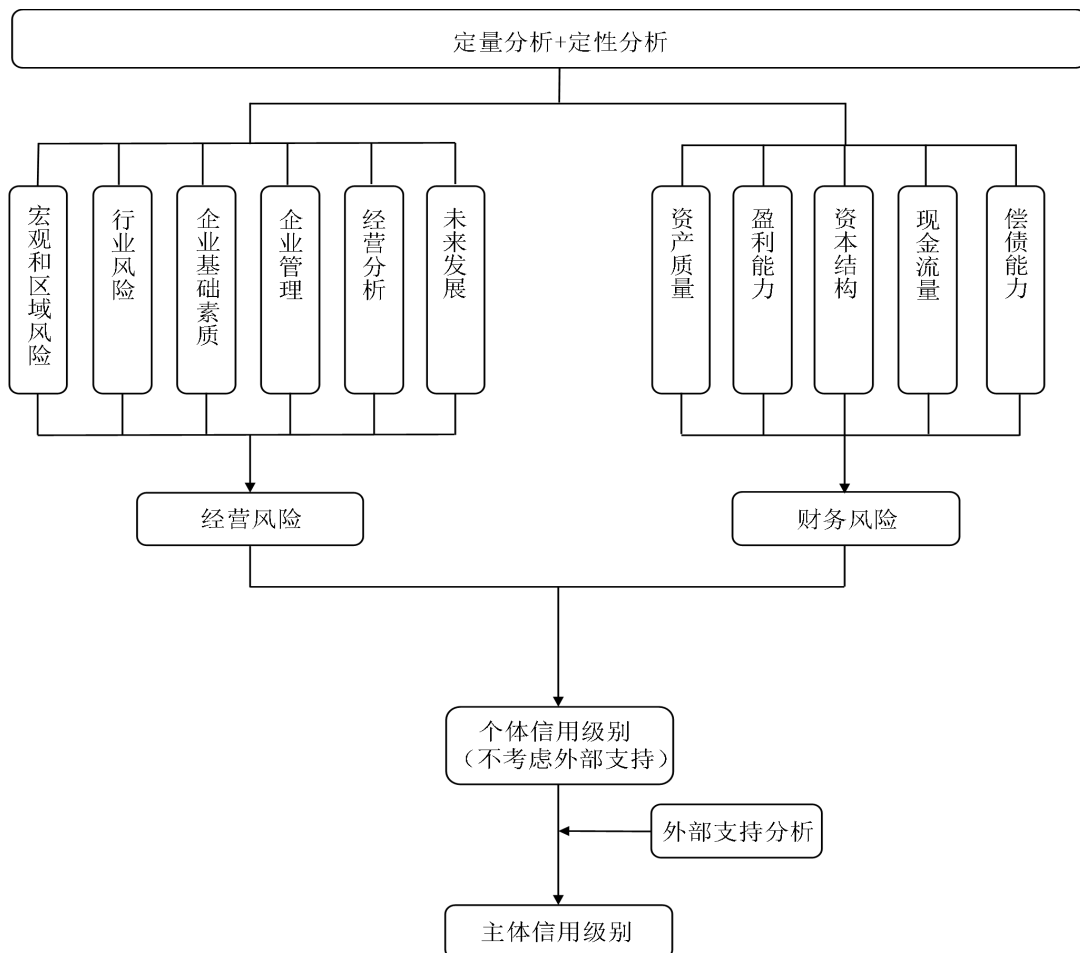
经营风险方面，企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业基础素质越好、企业管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险；通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低。

定性调整方面，通常情况下，不良信用记录、表外重要风险和未来重大不利事项等因素也将影响企业面临的风险。

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将降低企业面临的风险。

图 1 钢铁企业评级框架



## 五、评级方法局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以其历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有重要考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

打分表所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，打分表并未考虑可能损失的程度。

打分表所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响打分表结果。

打分表所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况。打分表中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与打分表中所列示的权重存在显著差异。

## 六、钢铁企业信用评级的主要要素（定性和定量指标）

### （一）宏观和区域风险

宏观环境的分析主要包括对特定时期的宏观经济形势的分析以及对宏观调

控政策，包括货币政策、税收政策和政府投资政策等的分析。钢铁行业是国民经济的基础材料工业，其发展与国民经济的运行周期高度相关，是典型的周期性行业，因而宏观经济形势以及宏观调控政策对钢铁需求趋势的判断较为重要。下游行业尤其是基建、房地产等投资对行业内企业影响显著。

区域经济环境主要包括钢铁企业所处的销售半径区域内经济发达程度以及钢铁需求行业的发展情况。

联合资信对宏观和区域风险的分析将重点关注：

- 1) 国家宏观经济发展状况，如 GDP 增长率及变动趋势。宏观经济的波动会显著影响到钢铁行业的景气度，对企业产销量、经营业绩及现金流量产生直接影响；
- 2) 钢铁产品主要消费行业的未来发展趋势和投资情况，如建筑业、机械制造业、汽车业等主要用钢行业的规模、区域单位 GDP 耗钢量等指标；
- 3) 宏观经济调控政策变化方向、可能性以及对钢铁企业的市场需求、固定资产投资、税负与资金成本的影响；
- 4) 公司所在地区经济发展情况及固定资产投资情况；
- 5) 公司所在地区主要下游用钢行业的发展情况；
- 6) 公司所在地区距离主要原材料采购地的距离。

## （二）行业风险

### 1、行业供需

#### （1）上游原材料供应及价格

钢铁生产主要原材料包括铁矿石和焦炭等，两者在钢铁生产成本中占比超过 70%，对钢铁企业生产成本影响较为显著。铁矿石和焦煤（焦炭）资源供应的稳定性和价格波动对行业的生产成本和经营稳定性影响较大。

#### 铁矿石

中国铁矿石自给能力不足，对外依赖程度高，近几年铁矿石对外依存度高达 80%以上，对资源的高依赖性使得矿石供应商在产业链中处于强势地位，国内钢铁企业议价能力弱，处于被动接受价格状况。

联合资信对铁矿石供给和价格的分析将重点关注：

- 1) 国内矿山复产情况，国内/进口铁矿石供应情况，尤其是国外四大矿山企业新建产能投产、主流矿山产量计划等情况；
- 2) 铁矿石定价机制、当前的价格和未来价格走势，铁矿石价格变动对钢铁生产成本的影响；
- 3) 国际海运价格变动趋势，进口铁矿石海运价格受世界经济变化影响较大，海运价格直接影响了进口铁矿石的运输成本；
- 4) 人民币对主要货币汇率变动趋势；
- 5) 上游行业的政策变动对钢铁行业成本和下游需求的影响。

### 焦炭（煤炭）

焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料，中国钢铁企业主要依赖国内采购，所以国内焦炭产量的变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。

联合资信对焦炭供给和价格的分析将重点关注：

- 1) 国内焦炭行业整体供求以及焦炭价格波动对钢铁行业成本的影响。2016年随着煤炭行业去产能政策的执行，煤炭供求关系得到显著改善，导致焦炭价格大幅增长；
- 2) 焦炭供应量的稳定性；
- 3) 上游行业的政策变动对钢铁行业成本的影响。

#### （2）下游需求

从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢，主要用钢行业包括基建、房地产、机械、汽车和家电轻工等行业，其他重要的行业包括造船、石油石化、集装箱和铁道等。

联合资信对钢铁行业下游需求的分析将重点关注：

- 1) 钢铁产品主要消费行业目前/未来的发展趋势和投资情况，并重点从建筑、汽车、机械制造、造船等下游行业的变化情况整体判断行业的需求量；
- 2) 现有总体供需结构及结构性供需对钢铁产品价格变动的的影响及变化趋势；
- 3) 下游行业的政策变动对钢铁行业成本和下游需求的影响。

## 2、行业竞争格局

中国钢铁产业市场集中度低，行业内企业竞争激烈。随着中国钢铁行业兼



并重组趋势明显，行业内的重组、兼并会改变现有竞争格局，进而影响产品的定价权及价格走势，并对行业内企业产生较为深远的影响。

联合资信对钢铁行业下游需求的分析将重点关注：

- 1) 中国钢铁行业企业数量、集中度变动情况、行业内并购重组情况及对行业整体竞争程度的影响；
- 2) 区域内钢铁企业的竞争程度。

### 3、钢材进出口

进口方面，近年来，中国钢材进口量相对较小而且较为稳定，中国对高端特种钢材的进口依赖度很高。出口方面，随着中国钢材出口量的快速增加，国际贸易环境变化对钢铁行业的影响也是至关重要的。当贸易保护主义抬头时，会加大产品出口难度，进而使国内市场竞争更加激烈。

联合资信对钢材进出口的分析将重点关注：

- 1) 钢材出口量和价格变化；
- 2) 贸易环境的变化，贸易摩擦/反倾销加剧；
- 3) 对钢材进口的依赖程度。

### 4、行业政策

近年来国家针对钢铁行业产能严重过剩情况，密集出台相关产业政策，特别是 2013 年以来随着环境治理等任务的并轨执行，过剩产能的治理和政府的执行力度得到强化，有助于行业整体产能的控制和落后、过剩产能的逐步退出，缓解行业产能过剩压力。

联合资信对行业政策的分析将重点关注：

- 1) 去产能政策和供给侧改革对钢铁行业结构、产业布局、产品结构调整、市场准入等方面的影响；
- 2) 上下游行业的政策变动以及对钢铁行业的影响；
- 3) 节能与环保政策对钢铁行业布局、环保设备、产品升级改造方向和产品成本的影响。



## 5、行业景气度

全国高炉开工率以及钢铁行业采购经理人指数（PMI）是钢铁行业景气度最直观的指标，一般而言，开工率以及 PMI 较高时，行业景气度通常也较高。因此，当宏观经济处于较好状态，且开工率、PMI 等指标处于较高水平时，说明行业景气度较高，行业内企业的信用风险相对较小。

### （三）企业基础素质

钢铁企业的基础素质分析内容主要包括：公司性质、股东状况、外部支持，规模及地位，产品结构，区位情况，安全及环保状况，生产技术和研发水平等。

#### 1、企业性质、股东背景及外部支持

钢铁企业的所有制形式多种多样（包括：国有独资公司、国有控股公司、股份有限公司、有限责任公司、国有企业、集体企业、民营企业等）。综合看，具备国有背景的钢铁企业相较社会资本背景企业在获取优质矿产资源、资本金投入、政策支持等方面具备优势，因而后续经营稳定性更强，风险相对较低。同时，清晰的股权结构则有利于公司经营治理。

联合资信对企业性质和股东背景的分析将重点关注：

- 1) 分析企业是国有企业、民营企业还是中外合资企业，以及不同所有制性质对企业治理结构及偿债意愿的影响；重点关注部分民营企业存在股权结构复杂、内部治理不完善的问题；
- 2) 公司实际控制人情况，股东实力，公司对股东的重要性，股东对公司的支持力度及支持意愿如何；
- 3) 政府支持程度，包括政府与企业的利益关联度和政府的综合实力，前者可用政府持股比例或企业在所在区域的地位度量，后者可用区域政府财政实力度量；
- 4) 所得税负担率；
- 5) 企业的社会负担及其可剥离性。

#### 2、企业规模及行业地位

企业规模并不等同于企业的信用质量，但企业规模大小在一定程度上反映

其期行业地位和企业抵御风险能力的强弱。企业规模和市场地位对其在资源获取、产品定价和获得外部支持方面有重要影响，是决定企业抗风险能力的重要因素之一。

联合资信对企业基础素质的分析将重点关注：

1) 企业的资产总额、固定资产、厂区规模、职工人数（人均吨钢）、下属机构完备程度；

2) 钢铁企业主要产品近三年的销售收入总额、利润总额等；

3) 公司主要盈利产品在行业内排名、市场地位及市场占有率情况；

4) 主要客户稳定性；

5) 企业产能/产量的国际、国内排名。

### 3、产品结构

企业产品结构也是决定企业抗风险能力的重要因素之一，产品多元化、生产高端产品的企业获利能力和抗风险能力一般比较强。

联合资信对企业产品结构的分析将重点关注：

1) 企业主要产品种类、产品线是否丰富、产品多元化能力；

2) 企业高附加值产品所占比例。

### 4、区位情况

区位情况主要包括钢铁企业所处的销售半径区域内经济发达程度以及钢铁需求行业的发展情况。

联合资信对区位情况的分析将重点关注：

1) 该地区经济发展情况及固定资产投资情况；

2) 该地区主要下游用钢行业的发展情况；

3) 该地区距离主要原材料采购地的距离、运输条件，公司是否拥有专用码头等情况。

### 5、安全环保

联合资信认为，应重点关注钢铁企业对国家有关安全生产和环保的法律、法规、标准等的贯彻落实情况；在安全和环保方面的制度建设及其落实情况；

近3年是否发生过安全或环保责任事故，是否因此受到过主管部门处罚；在安全、环保方面的投入情况及未来投资计划。此外，由于钢铁行业属于高耗能、易产生污染的行业，在向节能、环保、循环经济的方向发展上，采取余热利用、自备电厂、冶炼废渣的循环利用等节能环保措施的钢铁企业往往更具有成本优势。因此，钢铁企业的废弃物排放情况也是考察其是否能够完成国家安全环保标准的重要依据之一。

联合资信对企业安全环保的分析将重点关注：

- 1) 企业的安全生产和环保情况（烧结工序能耗、焦化工序能耗、炼铁/钢工序能耗、高炉、转炉煤气回收利用水等）；
- 2) 是否曾受过有关部门的处罚；
- 3) 是否发生过安全生产及环保方面的事故；循环经济利用情况等；
- 4) 公司产线所在区域是否有环保限产政策。

## 6、生产技术和研发水平

钢铁企业的生产线规格和生产技术水平决定了其生产效率、产品质量稳定性和成本高低，工艺先进的生产线可以达到降低能耗的目的，工艺落后的生产线不仅会增加能耗成本，还可能因为钢铁行业限定标准或环保标准的改变而面临被淘汰的风险。一般来说，在其他条件相同的情况下，设备越先进，工艺水平越高，则产品质量越可靠，单位成本越低，资源利用率和回收率越高，且对环境的影响越小。

联合资信对企业技术水平的分析将重点关注：

- 1) 公司产业链完善度，生产各工序的工艺匹配程度，总图布局的合理性；
- 2) 技术先进程度、生产设备的成新水平、生产技术水平、更新维修情况，以及生产线是否符合环保标准；
- 3) 成本下降空间及新产品投产情况对公司盈利水平的影响；
- 4) 主要能耗指标在行业内的水平，如铸铁/铸坯合格率，吨钢综合能耗煤/耗气/耗电/耗水、吨钢综合成本等要素与区域内/同规模企业相比所处的水平；
- 5) 公司研发机构设置、研发人员素质、研发经费投入、研发成果水平等方面的情况。

## 7、人员素质

企业员工素质，尤其是决策管理层的素质对一个企业的信用状况往往有决定性作用。联合资信对高级管理人员素质的考察内容一般包括高管的学历、技术职称、年龄等基本素质，以及工作经历与管理经验、决策力、高层管理团队的稳定性。员工素质主要考察年龄分布、学历分布、职称结构等。对于企业决策管理层在执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般情况外，还应对企业决策管理层应付突发事件和处理危机的能力、财务会计政策的态度、对未来可能发生的影响的预见、对日常经营活动的风险控制，以及实现经营目标的能力等予以特别关注。

## 8、企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合资信主要通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由，查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，还要关注负面事件对公司整体信用水平造成的影响，例如：公司被立案调查、被列为失信被执行人、受到监管处罚、被监管问询；公司的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人；公司的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

### （四）企业管理

企业经营管理分析主要是对企业管理风险、市场风险的分析。经营管理决定了企业的财务成果、企业的现金流及企业未来的发展方向，是企业信用质量的内在决定因素。一般说来，企业的管理水平越高，其经营管理的效率就高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。企业管理主要关注企业的法人治理结构、内部管理机制、管理制度等。

#### 1、法人治理结构

企业法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排企业的中长期发展具有特别重要的意义。企业的短期表现可能受各种偶然因素影响，但中长期表现却取决于这些制度性安排的效率。企业法人治

理结构对于企业实现长期稳定增长、降低风险方面有特别积极的作用。良好的企业法人治理结构并不能保证企业一定会取得成功，但能制造有助于成功的环境。良好的企业法人治理结构也能在阻止企业出现玩忽职守和腐败方面发挥巨大作用。一个企业可能会由于受到外部因素影响陷入困境，只有治理机制良好的企业才更容易走出困境。

对企业法人治理结构的考察主要体现在以下几方面，一是企业股权分散程度与企业独立性，治理结构的完善性。二是企业股东会与董事会的运作机制实际运行情况，独立董事制度情况。三是公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况，对股东权利的保障程度。四是高层管理人员的激励机制，是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况。五是信息披露情况。

## 2、管理水平

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业管理及营运。管理制度是企业组织制度和企业管理制度的总称，指组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构，组织功能，组织目的的明确和界定，现代企业管理制度的主要管理对象：人、财、物。规范的管理制度搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。评级时，在对企业制度完善性的考察后需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的执行情况。

### (1) 管理架构

管理架构主要体现在组织结构的搭建，是组织在职、责、权方面的动态结构体系，完整的组织结构需要做到不重不漏、有效沟通，对企业组织结构的考察主要集中于两个方面，一是纵向由上至下层级是否清晰，信息传递是否通畅，管理幅度与管理层次是否配比等；二是横向部门设置是否完全涵盖公司业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。国内大型钢铁企业主要以国有控股企业居多，高级管理人员主要由国资委任免，相应的管理体制健全，管理架构设置合理，监督制度完善，管理水平相对较高。对于非国有钢铁企业，管理架构和监督机制将是关注的重点。

### (2) 财务和资金管理

主要考察企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金预算计划和运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

### （3）资产管理

钢铁行业属于重资产行业，资产管理的有效性是企业高效运营的保障。主要关注企业资产管理内容是否全面且有效，是否覆盖本部及子公司资产采购、更新改造、核销、运营等内容。

### （4）安全环保管理

钢铁行业的能源耗费较大，生产过程中会产生废水、废气、噪音及固体废弃物等工业污染，对环境产生一定影响，且具有一定安全生产风险。国家环保政策逐步强化节能环保标准约束，严格行业规范、准入管理和节能审查，钢铁行业中环保、能耗、安全等不达标或生产、使用淘汰类产品的企业和产能，要依法依规有序退出。因此，安全环保管理能力对钢铁企业的正常运行影响重大，需重点关注是否建立较为完善的环保监测、安全管理等制度及相关应急方案。

### （5）工程项目管理

主要考察企业投资项目规划实施、项目招标管理、项目进度控制，以及在工程安全、工程成本、工程质量等工程管理方面的制度是否健全，并分析企业相关项目管理制度的执行能力与执行效果，可以用工程合格率、工程优良率等指标为核心，考察企业在这方面的综合表现。

### （6）对子公司管理

主要考察公司对下属子公司的管理制度，从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司委派并接受公司的管理、子公司日常运营重大决策的流程审批模式、子公司资金管理等多方面从而来判断母公司对子公司的管控能力。

### （7）关联交易管理

需要关注企业关联制度的制定和执行方面对公司整体信用水平造成的不良影响，如企业未制定明确的关联交易制度，存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比高，或企业对关联方提供担保规模大等。



联合资信通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理效率如何，企业的经济效益与其经营活动的规模是否相当等。对这些因素的考察，需要评级人员充分了解企业的管理架构和 workflows，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，实地观察和与企业管理人员的交流等方式感知与判别。

## （五）经营分析

钢铁企业的经营分析以评估其核心竞争力、经营状况为主要目的，可以通过对其发展速度、增长质量、主营业务经营状况、多元化经营情况、生产成本与各项费用如何控制、生产能力利用状况、销售方式及货款回收，以及对主要供应方和需求方的依赖程度等方面的情况的分析来把握。对这些因素的了解与分析，是评级工作的重点，可以通过钢铁企业提供的相关材料、公开渠道掌握的各种信息进行，也可以借助一些计算指标为分析提供必要的帮助。

### 1、收入结构与业务构成

收入结构方面，对钢铁企业主营业务经营状况的分析，一般可以从其主营业务收入、成本和主营业务利润的变动情况、毛利率的变动情况、主营业务收入占全行业（或所处地区同行业）的比重来分析，对其稳定性与变化趋势进行考察。

业务结构方面，对钢铁企业多元化经营情况的分析，需重点关注钢铁企业的主业是否突出，业务是“相关多元化”还是“非相关多元化”。同时，联合资信也注意到多元化经营在钢铁企业经营过程中既有有利的一面，也有不利的一面，这需从企业自身的发展状况和经营业绩加以综合评判。一般来说，产品结构多元化有助于企业分散经营风险，钢材产品涉及品种较多，不同钢材下游应用领域均有所区别，受经济周期波动影响也不尽相同，因此企业涉及钢铁产品结构越丰富，越有利于企业分散经营风险。钢铁产业链条较长，控制上游资源使得企业拥有更强的议价能力，下游产业链延伸则有助于提升产品附加值，因此产业链完整有利于提升钢铁企业整体抗风险能力。同时，钢铁企业较容易因为



安全环保问题导致停工、停产情况，如果企业生产经营较为集中，一旦停工停产将给企业带来较大损失，因此产业链分散有利于企业经营的稳定和连续。

联合资信对企业收入和业务结构的分析将重点关注：

- 1) 产品种类、收入结构；
- 2) 各产品或板块的重要性、盈利性；
- 3) 产业链长度；
- 4) 企业多元化或单一经营的风险。

## 2、原材料采购

此部分主要考察钢铁企业的铁矿石资源储量及品位、产量及自给情况，外购铁矿石采购渠道、焦煤（焦炭）采购渠道情况，主要供应商的集中度、稳定性等。

联合资信认为，钢铁企业的资源禀赋对其经营活动有着多方面的影响。钢铁企业的上游主要是铁矿石、焦煤（焦炭）和电力等，在钢铁的全部成本中，三者占比约九成左右，因此原材料和能源供应成本的高低对钢铁企业的盈利水平影响较大。

铁矿石方面，由于国内铁矿石资源以贫矿为主，因此应考察企业自有铁矿石资源的品位和自给率对钢铁企业生产成本的影响，若企业自有铁矿石资源不能有效降低企业生产成本，铁矿石资源不应作为优势纳入考量。由于国内多数钢铁企业铁矿石采用外购外矿方式获取，铁矿石议价能力很弱，因此需重点考察钢铁企业采购渠道的稳定性，以及企业所处地理位置是否便于铁矿石运输，以综合判断是否拥有铁矿石资源竞争优势。

焦煤（焦炭）方面，由于钢铁企业通常自备焦化设备，焦炭自给率较高，而对焦煤存在一定的刚性需求，因此需要重点考察焦煤的采购模式、结算方式，焦煤供应商的集中度及稳定性等。同时，若企业所处地理位置运输条件便利，或区域内焦煤（焦炭）资源丰富，将有利于钢铁企业控制生产成本。

联合资信对企业原材料采购的分析将重点关注：

- 1) 公司原材料（铁矿石、焦炭/煤炭、电力、水、废钢等）自给率的情况；
- 2) 拥有或参股矿山的钢铁企业，也需要关注铁矿石储量、平均品位、杂质

含量、开采成本、运输成本等因素对其信用能力的影响；

3) 公司供应商的客户关系的稳定性、采购供应商的集中度、采购数量的变化情况、采购价格的变化情况及议价能力、采购的付款方式等，判断企业原材料供应的稳定性对公司经营稳定性影响，原材料价格变化趋势对公司盈利能力的影响、上游供应商是否对公司资金形成占用等。

### 3、生产经营

目前中国钢铁行业存在产能过剩、产品同质化程度高、产品技术含量普遍不高等问题，联合资信认为，成本控制能力是钢铁企业竞争力的重要表现之一。因此，钢铁生产成本与费用的控制，是钢铁企业经营活动的关键，钢铁企业的成本控制能力对企业盈利能力的影响十分明显，因而也是判断企业信用风险水平的重要因素之一。

具体来说，钢铁产品同质化程度较高，企业的产能、产量、产能利用率以及在细分行业内市场占有率均会对企业抗风险能力产生影响。企业的产能规模越大、开工率越高、市场占有率越高，则企业规模效应越强、单位成本越低，从而抗风险能力越强。产品结构约多元化，高附加值产品占比越高，企业受行业周期性影响越小，抗风险能力越强。一般来说，单位成本控制能力强、生产效率高、费用率低、产品多元化的钢铁企业具有相对较好的盈利前景和较好的现金流，偿债能力也较强。

在具体评级实践中，对钢铁企业在竞争中的优势和劣势的分析，可重点从产品结构、产品的市场竞争力进行具体考查；例如部分钢铁企业为特钢、铸造类企业，其产能产量规模一般明显低于普钢企业，但其产品附加值高，产品主要用于国防军工、高新技术产业或机械、汽车等方向，企业的实际产品竞争力更强。此外，对钢铁企业主要产品的市场竞争力分析，还可以参考一些技术经济指标，如吨钢综合能耗煤/耗气/耗电/耗、产能利用率、人均吨钢等。

联合资信对企业生产经营的分析将重点关注：

- 1) 主体装备的生产能力，即高炉、转炉、电炉、轧机及辅助设备的规模和数量等；
- 2) 工艺流程合理性，即生产各工序的工艺匹配性、总图布局的合理性等；
- 3) 焦炉干熄焦率、入炉焦比、综合焦比、吨钢综合能耗水平、吨钢耗用新

水量、吨钢烟粉尘排放量、吨钢二氧化碳排放量、二次能源回收利用率、固体废弃物综合利用率、人均吨钢等；

4) 近三年公司生铁、粗钢、钢材的产能产量、主要产品产能产量；

5) 公司产品多元化情况，产品种类、产品线丰富程度，高附加值产品所占比例。

#### 4、产品营销

此部分主要考察钢铁企业的销售渠道，客户稳定性及集中度，销售网络的拓展和开发，销售区域远近等。

联合资信认为，钢材销售一般包括直供和分销两种方式。其中，分销通过培养经销商，可以比较容易地控制应收账款，便于管理，有助于开拓市场；直供的对象多是重点工程或大型用钢企业，其中间环节少，有助于提高企业的获利能力。

销售区域远近主要关系到企业运输费等销售费用的高低，特别是国内钢铁企业整体毛利率普遍较低，区域远近对企业盈利的影响尤为显著。同时，由于钢铁产品同质化严重，目前市场占有率、销售网络的拓展和完善程度对钢铁企业销售情况也有重要影响。此外，销售结算方式、客户集中度及稳定性、产销率情况也需要重点考察。

联合资信对企业产品营销的分析将重点关注：

1) 公司的销售渠道和组织形式、定价策略与原则、主要产品销售毛利情况、主要产品销售价格趋势、产品出口情况、主要盈利产品市场占有率、下游客户集中度（客户粘性）、结算方式、客户关系的稳定性及其议价能力；

2) 直销比例；是否与下游用户建立战略联盟、技术合作等；是否建立钢材剪切中心；能否为用户提供全方位的钢铁材料解决方案；

3) 判断公司产品是否存在销售方面的潜在风险、产品价格变化趋势对企业未来盈利能力的影响、产销率情况、市场占有率情况、下游客户是否对公司资金形成占用等。

#### 5、环境保护/安全生产

钢铁生产过程中会排放部分有害物质，从而对环境造成污染。近年来，国

家环保政策趋严，对企业环保生产提出了较高要求。

联合资信对企业环境保护的分析将重点关注：

1) 钢铁企业在环保方面投入情况、环保达标情况、主要进行的环保措施有哪些、是否通过相关认证、是否受到环保部分的处罚；

2) 判断企业在环保方面是否存在潜在的风险及其对企业未来经营与盈利的影响及其程度；

3) 公司对环保设备的投入及技改对产能产量的影响；

4) 安全生产制度完善情况及发生过重大事故后的影响及处理方案。

## 6、关联交易

此部分主要考察钢铁企业所有经营业务之间的关联性、与集团内外其他钢铁业务经营单位的同业竞争或相互支持，以考察关联交易是否影响公司独立性。联合资信认为，通过分析关联企业及钢铁企业的业务往来、资金往来以及主要往来关联企业近3年的经营状况及其对集团整体经营状况的影响可以作为集团整体经营业务关联程度的判断依据。同时，钢铁企业集团下属子公司的同业竞争或相互支持等情况也可一并加以分析。

联合资信对企业关联交易的分析将重点关注：

1) 企业关联交易的占比、关联交易的性质、关联交易的背景及是否存在实质的交易目的、关联交易余额的规模等。

### (六) 未来发展

联合资信认为，考虑到产能过剩是目前钢铁行业面临主要问题，国家严格限制钢铁行业新增产能。钢铁企业重大资本支出集中于技术改造、落后产能置换以及安全/环保设施构建，因此在分析钢铁企业重大经营项目或在建项目时，需重点结合区域内产能和需求情况，分析判断新产品的消化前景，包括产品技术水平以及下游需求情况。对于技术改造潜在方向的需求增长空间不大的钢铁企业，需要提示未来经营情况恶化的风险。此外，还需要考虑重大资本支出投资额对钢铁企业带来的支出压力和筹资压力。

联合资信对企业投资项目的分析将重点关注：

1) 企业未来投资项目的性质、建设投产周期、目前建设进度情况、资金投入量、资金来源安排，判断其对企业未来债务负担及盈利的影响，投资项目未

来前景，公司未来筹融资压力；

- 2) 经营性项目的投产时间以及未来收益情况的预测；
- 3) 项目投产后对公司生产经营的影响程度，新产品投产情况对公司盈利水平的影响；
- 4) 公司五年发展规划；
- 5) 股进展情况；
- 6) 重组或者并购行为，收购资金及筹措资金手段；
- 7) 是否投资激进、过度投资。

## (七) 财务分析

财务实力是衡量钢铁企业自身偿债能力的重要因素，主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

### 1、财务信息质量

#### (1) 财务资料来源

此部分主要通过考察钢铁企业财务信息的来源、来源机构的资质实力、财务数据合并范围、审计结论等要素，判断财务信息的质量。

联合资信认为，评级机构判断财务信息质量的基础是审计机构对财务报表的审计意见，审计机构的资质实力是企业财务信息质量的重要保障；对钢铁企业的财务分析以合并报表为主，并根据募集资金的用途、母子公司的资金往来关系等，对集团本部及主要子公司报表进行辅助分析；对合并报表范围及其可比性进行分析。评级机构需要依据审计报告意见、会计数据的变动或异动情况，对钢铁企业的财务信息质量和稳定性进行评价；对于非标准的审计意见、会计数据的变动或异动对钢铁企业财务信息质量产生负面影响的，应给予合理的财务信息质量负面评价并形成相应的减分。

#### (2) 会计政策

此部分主要通过考察合并报表、收入确认、折旧、库存估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面，判断钢铁企业的会计政策对财务信息质量的影响。

联合资信认为，财务数据的可比性与会计政策的一致性在进行钢铁企业财务信息质量和稳定性分析的基础。不同钢铁企业甚至同一钢铁企业不同期间执行的会计政策差异往往会对其财务数据产生显著影响。钢铁企业会计政策是否符合相关规定及近三年会计政策变化趋势，以及对“新会计准则”前后的财务数据，应分析由于核算基础发生的变化，而导致经营成果、合并报表的变化以及对财务指标比率的影响。在分析钢铁企业的会计政策时，应重点关注对钢铁企业盈利指标影响较大的折旧政策，如果折旧政策发生变化，则公司成本、利润有可能发生较大变化。

联合资信对企业财务信息质量的分析将重点关注：

1) 审计机构的从业资质、近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论、报表是否拥有可比性、公司所采用会计政策是否与企业的客观实际情况相符合，判断企业有关财务数据的真实性和有效性；企业变更审计机构的频率；

2) 企业的折旧政策、生产成本中原材料价格确认方式。重大会计制度变更及会计政策调整情况。由于钢铁企业的固定资产占比较大，不同的折旧政策对公司的主营业务利润影响较大。

## 2、资产质量

此部分主要考察钢铁企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，近3年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并判断资产的真实价值。

资产质量分析要抓住重点，按照重要性、审慎性原则开展调查，对主要或关键资产进行必要的核查验证。

### (1) 应收类款项

应收类款项包含应收账款、其他应收款和长期应收款。应收帐款是企业偿还债务的重要资金来源，其他应收款、长期应收款主要为往来款等。对其分析主要体现为：一是帐龄结构，帐龄越长，风险也就越大。二是应收方分布，如果应收类款项集中于少数几个客户，一旦发生坏帐损失，企业就可能面临较大的风险。对于账款余额大或经营有风险的重点客户，必要时应具体分析其经营



状况以确定其风险。如应收类款项中关联方占款规模较大，需要分析是否存在关联方资金占用情况。三是应收类款项的变化及在资产中的占比。四是调查应收类款项质押情况。五是其坏帐准备提取政策、依据和金额。

## （2）存货

钢铁行业为过剩产能行业，存货周转及积压情况对钢铁企业的收入水平、资金占用情况影响较大。此外，钢铁企业存货多以铁矿石、煤炭等原材料及钢材等产成品为主，价格波动较大，可能存在跌价风险。对其分析主要包括存货的规模及变动情况、存货的构成、存货周转情况以及存货市场价格变动情况。

## （3）固定资产及在建工程

钢铁企业的固定资产一般为房屋及建筑物、生产设备等，这类资产变现能力较弱，应关注固定资产折旧方式和资产的成新率。应与现金流量表中的折旧进行对比核对。

对在建工程的分析，应当关注在建工程的规模，建设进度，与企业在建项目是否一致，建设资金到位情况，以及今后的发展趋势等。

## （4）受限资产

此部分需要关注资产抵质押对资产流动性的影响，计算受限的资产占净资产比例，包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产的抵质押规模及比例。

母公司持有的优质子公司（上市公司）股权被质押、冻结的情况也要特别关注。如果出现前述情况，一般代表企业融资弹性严重降低，融资能力将接近极限，需要特别关注。

此外，如钢铁企业以公允价值计量的资产占比高，会导致公司资产规模波动较大，影响资产稳定性。如无效或公益性资产占比高，会导致资产实际可变现能力及收益能力下降，实际资产质量不高。

联合资信对企业资产质量的分析将重点关注：

- 1) 公司资产构成及稳定性，非经营资产与不良资产状况；
- 2) 流动资产中货币资金的充足性；应收票据的种类及规模；应收账款的比重及回收风险；存货的类别、变现能力及跌价风险；
- 3) 非流动资产中固定资产资产成新度与帐面价值是否相符，折旧是否合



理；在建工程完工转固情况，与经营结合考虑；无形资产的类别、来源、受限及资产评估情况；

4) 资产中以公允价值计量的资产占比情况，无效或公益性资产占比情况；

5) 资产抵质押情况；现金类资产受限情况；

6) 资产运行效率，包括总资产周转效率、流动资产周转效率、存货周转效率、应收帐款周转效率等。

### 3、资本结构

资本结构对企业财务风险影响重大，同等条件下，债务负担重的企业偿债压力大，相应的信用风险也高。此部分主要考察钢铁企业资本结构，即钢铁企业的资金来源结构，包括资本实力、债务结构与负债水平，以及理财观念和对财务杠杆的运用策略。

#### (1) 所有者权益

所有者权益是企业资本结构的最重要的组成部分，是企业债务的重要保护基础。所有者权益的调查和分析重点是对各年的变化情况进行核实，对于新增的权益要有切实的来源。如果权益存在虚假的情况，则可能很多指标的计算就会失真。如有些企业的权益增加主要是评估增值，就要对评估的资产进行必要的调查和评价。

此外，还要关注一些事项对权益稳定性及公司信用水平产生重大或者不利影响，例如：通过财政拨款（股东增资）、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式使所有者权益增长；通过资产剥离、股东减资等方式，使所有者权益减少等。

#### (2) 负债与债务

负债作为企业资金来源的重要方面，在评级过程中，评级人员对企业的短期借款、应付票据、应付帐款、其他应付款、长期借款、长期债券等科目应着重考察。对企业短期借款的考察，应关注其资金成本的高低、与主要借款人的关系等，这在很大程度上关系到企业短期支付能力的强弱，如企业不能如期偿还借款本息，则可能致使企业支付更多的财务费用，甚至使企业破产。

对企业应付帐款应关注其付款期限、金额、付款方式、是否有宽限期等，因为一个企业在一个特定时期，其运营资金是有限的，如在资金较为紧张或偿还银行借款较多的情况下，如能得到供应商的宽限，则对企业的短期支付能力会有所帮助。

对企业长期借款应关注借款性质、偿还期限的集中度、高峰时的偿还金额等。另外，企业债务期限结构与业务的匹配程度也是决定企业财务风险的因素之一，短债长用往往更易带来兑付压力。

债务通常指的是企业的有息债务，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、长期借款和应付债券，同时应该考虑长期应付款、其他应付款中的有息债务。对钢铁企业债务的分析要考虑其全部债务的结构，即长、短期债务占比，全部债务余额变化等。对于发行永续期公司债券的钢铁企业，还需要考虑将永续期公司债券调整至长期债务进行测算，才可以更为全面地考察公司实际债务规模和债务负担。

此外，还要考虑如公司存在较大规模的民间借贷或表外融资（实际债务负担比表内看起来严重的情况）；公司债务结构不合理，债务集中在短期；公司债务在某一时间段内面临较大规模的集中到期；公司融资渠道单一或受到限制，银行融资规模下降而债券市场融资及非标融资规模上升等因素对公司整理的信用水平造成的影响。

### （3）相关指标

在考察企业资本结构时，联合资信主要关注以下指标：

全部资本化比率（全部资本化比率=（长期债务+短期债务）/（长期债务+短期债务+所有者权益+少数股东权益）\*100%），该指标反映的是企业全部资本中，通过借贷形式筹措的资本所占比例。一般说来，该指标过高，企业的债务负担过重，当企业收益下降时，很有可能发生利息支付、债务偿还等困难。该指标低，则企业面临的债务偿还压力较小，债务偿还风险较小。而从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好，一般情况下该指标不应超过 50%，30%以下较为理想。

长期资本化比率（长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益+少数股东权益）\*100%），反映企业的长期资本中，通过借贷等方式筹措的资本

所占的比例。该指标过高，表明企业长期债务负担过重，当企业收益下降时，有可能发生利息支付、债务偿还等困难。从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好，一般情况下该指标不应超过 40%，20%以下较为理想。

资产负债比率（资产负债比率=负债总额/资产总额\*100%），该指标反映的是企业全部资产中，多大比例是由负债而来的，多大比例是属于股东的，是评价企业财务状况、偿债能力，以及衡量企业在清算时债权人利益受保护程度的重要指标。对于这个指标的判断标准，各个行业差异会比较大，一般依据行业平均的数据作为判断其负债程度高低的依据。

联合资信对企业资本结构的分析将重点关注：

- 1) 重点关注企业负债程度的高低；
- 2) 有息债务规模大小及占比、债务负担的程度、债务期限结构及其与资产结构的匹配程度、融资成本及影响、债务偿还时间的集中程度等。关注长短期债务结构、资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等指标；
- 3) 企业所有者权益中，注资的形式（货币资金、实物、土地使用权等无形资产）、性质（经营性资产、非经营性资产）及稳定性，股东增资及分红情况；
- 4) 杠杆水平，包括资产负债率等；
- 5) 利息支出与股利支付；
- 6) 资本结构与资产结构的匹配程度；
- 7) 关注企业永续债及明股实债的情况。

#### 4、盈利能力

此部分主要分析钢铁企业的主营业务收入、利润的来源和构成及盈利能力，并对影响其未来营业收入、利润的主要因素及其变化趋势做出判断。

##### （1）营业收入的变动和构成

营业收入和利润的构成需要结合企业经营业务类型和模式进行分析，企业的营业收入一般由主营业务收入和其他业务收入构成。分析主营业务收入的水平、构成及变动情况，主营业务板块构成具有协同效应，相对更有利于成本控制；主营业务收入的稳定增长，可以反映出企业经营的主业有稳定的市场基础和较好的发展趋势；而一个企业的其他收入（如毛利率极低的贸易收入等）占

比过高，则显示出企业主业不突出，市场竞争力可能不强，收入的稳定性需给予高度重视。主要分析指标为近3年营业收入增长率以及波动性。要与企业的经营情况适当结合分析，例如企业贸易收入规模较大，可以通过考察剔除贸易后的营业收入进行判断。

如果有其他业务，还应分析其他业务收入增长率和稳定性。

### （2）成本管理

成本方面，应对各项业务的成本、费用支出情况加以细致的考察和分析，其重点是考察收入与成本、费用是否匹配，成本、费用变动趋势及支出的原则，并由此分析和判断企业的盈利水平的可靠性和盈利结构的合理性。

营业利润率（ $\text{营业利润率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{销售收入} * 100\%$ ），该指标是衡量企业经营效率的指标，反映了在考虑营业成本和税金的情况下，企业管理者通过经营获取利润的能力。一般来说，该指标越高越好，由于这项指标与行业关系紧密，因此应在同行业内进行比较。钢铁企业一般营业利润率在10%以上的企业较良好。

期间费用率（ $\text{期间费用率} = (\text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{管理费用}) / \text{营业收入}$ ）；该指标体现费用控制能力。一般钢铁企业由于采购和销售运输量较大，销售费用较高，内陆地区的钢铁企业由于运输方式以陆运为主，销售费用对利润的侵蚀程度可能较高。钢铁企业需要关注人员负担较重的企业其期间费用对营业利润的侵蚀。钢铁企业处于重资产周期性行业，资产负债率普遍较高，借款规模较大，财务费用在费用占比中较高。稳定运营情况下，期间费用率在10%及以下，表明企业费用控制能力较强。

### （3）盈利水平

钢铁企业盈利水平主要通过以下指标衡量：总资本收益率（ $\text{总资本收益率} = (\text{净利润} + \text{费用化利息支出}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) * 100\%$ ），这一指标可反映出企业以其拥有的全部资本获取利润的能力或水平，如该指标高于社会平均的投资收益率，则企业会因此获得良好收益。通常而言，该指标应当高于社会平均的投资收益率，否则表明企业融资经营是不划算的，资本存在着某种程度的贬值。社会平均的投资收益率一般可选择银行同期贷款利率作为参考。

净资产收益率（ $\text{净资产收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益} * 100\%$ ），该指标要说

明的是企业股东权益的收益水平。这一指标是考察企业盈利能力的核心指标，因为投资利润及股东财富最大化是股东投资的根本目的，指标数值越高，表明股东投资与该企业所能获得的收益越高，指标数值越低，则反映出股东投资在某种意义上的减值。通常情况下，该指标应高于社会平均投资收益率，可将该指标与银行一年期贷款利率相比较。

此外，需要关注公司利润总额对投资收益、政府补贴等非经常性损益的依赖程度，并通过分析投资收益、政府补贴等的稳定性，判断钢铁企业能力的水平和稳定性。

联合资信对企业盈利状况及盈利能力的分析将重点关注：

- 1) 主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有-致性，应与经营部分相吻合，考查收入和利润的形成来源；
- 2) 分析近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重，可以判断生产企业对费用的控制力度，财务费用与债务规模匹配程度；
- 3) 非经常性损益的影响；
- 4) 盈利结构，包括营业收入和毛利润的分业务、分产品比例等；
- 5) 盈利的持续性与稳定性，包括利润总额的增长率与波动率等；
- 6) 盈利水平，包括净利润/营业收入、EBITDA/营业收入等；
- 7) 成本控制水平，包括销售毛利/营业收入、营业利润/成本费用等；
- 8) 对净资产收益率、总资产报酬率、总资本收益率、营业利润率、主营业务利润率等指标进行分析，做出判断；
- 9) 根据公司预测判断未来几年盈利趋势。

## 5、现金流

现金流分析是评级分析的重点，是企业自身偿还债务的真正来源，因此考察企业现金流状况，并分析企业偿债资金来源对需要偿还债务的保障程度是企业财务风险分析的重点。

### （1）经营活动产生的现金

经营活动现金流入是钢铁企业的重要偿债来源，相对于其他行业企业来讲，钢铁行业经营活动现金流入普遍规模较大，相应的现金流状况处于较好水



平，且钢铁企业对下游企业的资金占用力度较大，整体经营活动现金流获取现金能力相对较强。

公司经营活动现金流情况可以通过现金收入比衡量，现金收入比（现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入\*100%）代表当年公司收入回笼程度，为当年销售商品提供劳务收到的现金除以当年营业收入，当该比率超过100%时，公司收入实现质量较好，反之则较差。需要说明一点，目前由于大量钢铁企业采用票据结算，致使经营活动现金流与主营业务收入不相匹配，现金收入比可能低于行业平均水平，需进行具体分析。

## （2）投资、筹资活动产生的现金流

当企业发生扩产能、业务扩张等对外投资活动时，往往会产生较大的资金需求，需要分析公司筹资活动现金流量净额是否能满足企业资金需求。从筹资活动现金流量情况以及其变动情况，可以看出企业在此期间的资金压力、融资成本等情况。

联合资信对企业现金流的分析将重点关注：

1) 经营活动产生的现金流量净额、自由现金流、经营流动负债比率，现金流量及稳定性，包括经营活动现金流量、留存现金流、自由现金流及上述现金流的增长率或波动率；

2) 投资支出与资产负债表匹配程度；

3) 筹资活动现金流与债务规模变化匹配程度；

4) 现金存量规模、现金/到期负债。

## 6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。在对钢铁企业自身偿债能力的分析，应依据对企业运营效益分析的结论，结合企业债务的期限结构安排，衡量企业未来盈利及经营性现金流对利息支出和债务的保障程度。主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等，结合偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

### （1）短期偿债能力

短期偿债能力反映企业偿付日常到期债务的能力，如果短期偿债能力不

佳，会影响债权人本息获得的安全性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本。

首先要分析企业资金头寸管理的基本做法，了解是否有控制指标何标准。银行的授信，流动性的一般来源等。

分析时主要考察的指标包括现金类资产/短期债务、流动比率、速动比率、经营现金流动负债比。

现金类资产/短期债务衡量的是企业某个时点上账上现金对短期债务的保护程度。保守的头寸管理，可能会要求随时可以偿付到期的债务。对于现金类资产，要考虑将受限的现金类资产扣除，应该是随时可以变现而不受限制的。

流动比率（流动比率=流动资产/流动负债\*100%）和速动比率（速动比率=（流动资产-存货）/流动负债\*100%）都是映企业以其流动资产支付流动负债的能力。速动比率较流动比率而言剔除了存货，其资产流动性更强。流动比率和速动比率一般应达到 100%和 150%以上，短期偿债能力才处于良好状态。

经营现金流动负债比率（经营现金流动负债比率=经营活动现金流量净额/流动负债合计\*100%），是企业一定时期的经营现金净流量同流动负债的比率，它可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。

## （2）长期偿债能力

长期偿债能力的分析是企业偿还长期债务本息的能力，或者说企业未来长期的偿债能力。分析时主要考察的指标有 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA、全部债务/经营性活动现金净流量、现金流对债务的覆盖倍数等。

EBITDA 利息倍数（EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息支出）和全部债务/EBITDA，均反映企业以税息、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力。利息倍数越高，全部债务/EBITDA 越低，企业融资的空间越大，财务弹性就越高，也就意味着企业偿债能力越强。

全部债务/经营性活动现金净流量反映企业经营活动产生的现金流量净额对债务的保障倍数（或者其倒数），也是衡量企业偿债能力的重要指标。这是从企业产生现金流的角度衡量企业的偿债能力的指标。为了更好分析现金流对债务的保障，还可以分析筹资前净现金流与债务的关系。

企业偿债能力还考虑企业可能获得的其他信用支持，主要包括银行授信、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信等。在分析其他信用支持时，需



要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

### （3）或有负债与其它风险

其他重大事项包括企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。提供担保可能会给企业带来潜在义务，在分析企业对外担保情况时，主要考察的指标包括对外担保规模、担保比率、被担保主体经营情况等。对于对外担保规模较大，对外担保比率高；担保对象以民企为主，且行业及区域集中度较高；因部分被担保企业出现贷款逾期而发生重要代偿事件；诉讼涉及金额占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失等重大事项，需根据实际情况分析其对企业信用水平的影响。

联合资信对企业偿债能力的分析将重点关注：

1) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；

2) 高流动性资产对流动负债的覆盖，包括流动比率、速动比率、非现金速动资产/到期债务；

3) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断；

4) 考虑未来到期债务的期限及其保障情况；

5) 公司对外担保情况，被担保企业经营及财务情况，是否存在重大诉讼情况，或有负债情况。

6) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

## 7、母公司财务分析

对于集团钢铁企业，母公司对子公司的管控能力和自身信用品质往往对债务的偿还产生一定影响。从集团的经营管理模式（集权式管理还是分权式管理）、母公司控股比例及少数股东权益占比、母子公司的财务控制关系等方面判断评估母公司对核心子公司的管控能力、资金调度使用能力。重点分析母公

司的业务经营情况、资产规模、资本结构和债务负担变化、偿债能力等。当公司优质资产集中在子公司时，重点关注母公司长期股权投资等主要资产变现能力和投资收益质量以及母公司持有的股权价值及质押情况。

## 附件 1 信用等级设置及其含义

### 1、主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

### 2、评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 2 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年均复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年均复合增长率	
营业收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件3 主要财务指标的计算公式（旧准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年均复合增长率	
净资产年均复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
主营业务收入年均复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年均复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加)/主营业务收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益