

跟踪评级公告

联合[2018] 472 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持马鞍山钢铁股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“17马鞍山钢铁CP001”和“17马鞍山钢铁CP002” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年三月十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

马鞍山钢铁股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 马鞍山钢铁 CP001	20 亿元	2017/4/20 2018/4/20	A-1	A-1
17 马鞍山钢铁 CP002	10 亿元	2017/9/20 2018/9/20	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2018 年 3 月 19 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	131.39	108.37	94.76	120.43
资产总额(亿元)	685.11	624.54	662.46	676.98
所有者权益(亿元)	258.89	207.42	220.81	255.50
短期债务(亿元)	190.93	172.2	137.38	127.41
长期债务(亿元)	86.72	106.35	91.51	78.49
全部债务(亿元)	277.65	278.55	228.89	205.90
营业收入(亿元)	598.21	451.09	482.75	528.65
利润总额(亿元)	5.12	-47.27	13.69	38.90
EBITDA(亿元)	54.84	-2.04	56.99	--
经营性净现金流(亿元)	29.13	58.65	46.20	26.82
营业利润率(%)	6.26	-1.29	10.95	10.89
净资产收益率(%)	1.02	-24.61	5.69	--
资产负债率(%)	62.21	66.79	66.67	62.26
全部债务资本化比率(%)	51.75	57.32	50.90	44.63
流动比率(%)	76.09	67.81	72.78	84.42
经营现金流流动负债比(%)	8.91	19.73	13.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.06	-136.86	4.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.03	-0.19	6.36	--

注: 公司 2017 年 1-9 月财务数据未经审计。

分析师

李博文 王 爽

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对马鞍山钢铁股份有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司作为国内大型综合钢铁生产企业,在产能规模、区域竞争力、技术水平与研发实力以及产品结构等方面具备的综合优势。联合资信同时也关注到,公司盈利水平受钢铁市场波动影响大、短期债务占比较高和存续债券集中偿付等因素给其信用基本面带来的不利影响。

跟踪期内,钢材价格持续处于高位,公司 2017 年前三季度营业收入和利润总额大幅增长。公司债务规模有所下降,债务负担有所减轻。

马钢(集团)控股有限公司(以下简称“马钢集团”)为“17 马鞍山钢铁 CP001”和“17 马鞍山钢铁 CP002”提供了不可撤销连带责任保证担保,有助于提升其本息偿付的安全性。

综合以上,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定;并维持“17 马鞍山钢铁 CP001”和“17 马鞍山钢铁 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司是国内大型钢铁生产企业之一,产能规模大,综合竞争实力强。
2. 公司钢材产品种类多元化,部分产品在国内国际市场具备较强的技术优势和竞争力。
3. 公司地处长三角腹地,临近主要钢材产品消费市场,物流成本低。
4. 公司在内地、香港上市,具备良好的直接融资渠道。
5. 2017 年前三季度,受益于钢价走强,公司营业收入及利润水平均大幅增长。
6. 马钢集团为“17 马鞍山钢铁 CP001”和“17 马鞍山钢铁 CP002”提供担保,有助于提升其本息偿付的安全性。

7. 公司现金类资产及经营性现金流对存续短期融资券的保护能力很强。

关注

1. 钢铁行业仍处于产能过剩状态，钢铁价格长期走势有待观察。
2. 公司主营钢材产品，盈利水平受钢铁及原料市场行情影响较大。
3. 公司短期债务占比较高，债务结构仍有待调整。
4. 2018 年，公司集中到期的公募债规模较大，存在一定集中偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由马鞍山钢铁股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

马鞍山钢铁股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于马鞍山钢铁股份有限公司主体长期信用及“17 马鞍钢铁 CP001”和“17 马鞍钢铁 CP002”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

马鞍山钢铁股份有限公司（以下简称“公司”或“马钢股份”）前身系 1958 年成立的国有大型钢铁生产企业马鞍山铁厂。1993 年 8 月 27 日经国家体改委下发《关于同意马鞍山钢铁公司实行重组的复函》（体改函生[1993]98 号）和 1993 年 8 月 31 日下发《关于设立马鞍山钢铁股份有限公司的批复》（体改生[1993]138 号）批准，由原马鞍山钢铁公司作为独家发起人，以发起方式设立股份有限公司。公司分别于 1993 年、1994 年在香港（HK00323）和上海（SH.600808）上市。截至 2017 年 9 月底，公司累计发行股本 770068.12 万股，其中无限售条件的人民币普通股 A 股 596775.12 万股，境外上市外资股 H 股 173293.00 万股，每股面值人民币 1 元马钢集团持有马钢股份 45.54% 的股权，是公司第一大股东，安徽省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

公司经营范围主要包括：黑色金属冶炼及其压延加工、焦炭及煤焦化产品、耐火材料、动力、气体生产及销售；码头、仓储、运输、贸易等钢铁相关的业务；钢铁产品的延伸加工、金属制品生产及销售；钢结构、设备制造及安装，汽车修理及废气回收拆解（仅限于本公司废汽车回收）；房屋和土木工程建筑，建筑安装，建筑装饰（凭资质证书开展经营活动）；技术、咨询及劳务服务。

公司是中国十大钢铁联合企业之一，拥有矿山采掘、炼焦、烧结、冶炼、轧钢等整套工

艺设备，同时也是安徽省最大的工业企业。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 662.46 亿元，所有者权益 220.81 亿元（含少数股东权益 23.16 亿元）；2016 年公司实现营业收入 482.75 亿元，利润总额 13.69 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 676.98 亿元，所有者权益 255.50 亿元（含少数股东权益 30.27 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 528.65 亿元，利润总额 38.90 亿元。

公司注册地址：安徽省马鞍山市九华西路 8 号；法定代表人：丁毅。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司分别于 2017 年 4 月和 9 月发行了“马鞍山钢铁股份有限公司 2017 年度第一期短期融资券”（以下简称“17 马鞍钢铁 CP001”）和“马鞍山钢铁股份有限公司 2017 年度第二期短期融资券”（以下简称“17 马鞍钢铁 CP002”），发行额度分别为 20 亿元和 10 亿元，两期短期融资券将分别于 2018 年 4 月和 9 月到期。

“17 马鞍钢铁 CP001”和“17 马鞍钢铁 CP002”所募集资金的用途为补充营运资金和偿还银行借款。截至 2017 年 9 月底，两期短期融资券所募集的资金全部按照募集计划进行使用。

“17 马鞍钢铁 CP001”和“17 马鞍钢铁 CP002”票面利率分别为 4.97% 和 4.94%，均到期一次性还本付息，均由马钢（集团）控股有限公司提供不可撤销连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施

积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，我国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年1~9月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI稳中有升，PPI和PPIRM保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017年1~9月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月，我国固定资产投资（不含农户）45.8万亿元，同比增长7.5%（实际增速2.2%），增速较1~6月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较1~6月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较1~6月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月，我国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，我国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的

重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业分析

公司主营收入来自钢铁业务板块，钢铁行业的整体运行环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

1. 行业概况

2017年，中国钢铁行业延续了2016年以来持续回暖的趋势，在“去产能持续推进”、“清理地条钢”和“环保督查”等因素的综合影响下，钢铁行业供给侧结构性改革成效显

著，钢铁行业景气度进一步回升。

产量方面，根据国家统计局数据，2017年，中国粗钢累计产量为8.32亿吨，同比增长5.70%；钢材累计产量为10.48亿吨，同比增长0.8%，增速同比回落1.5个百分点。

(1) 上游原材料

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。

① 铁矿石

铁矿石费用占炼铁成本的比重较高，铁矿石价格的波动，将直接影响钢材的生产成本。

由于优质铁矿资源稀缺，矿山开采难度大，国内铁矿石开采企业生产成本较高，与海外矿企相比不具备竞争力。中国钢铁企业生产所需铁矿石主要依赖于进口，中国铁矿石对外依存度超过80%。

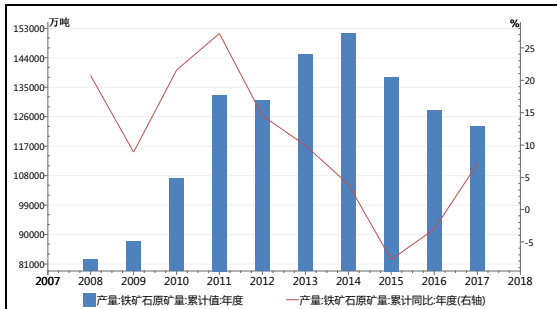
国内铁矿石

中国铁矿主要分布在东北（主要分布在鞍山矿区）、华北（主要分布在河北宣化、迁安和邯郸、邢台地区）、中南（主要分布在湖北大冶矿区）、华东（主要分布在安徽省芜湖至南京一带）以及西南、西北地区各省。中国铁矿资源有两个特点，一是贫矿多，贫矿初储量约占总储量的80.00%；二是多元素共生的复合矿石较多，矿体复杂。

据中国国土资源部出版的《中国矿产资源报告2017》，截至2017年中国已探明铁矿石储量约为841亿吨，同比下降1.2%。

据冶金工业信息中心公布，2015年，中国铁矿石原矿产量为13.8亿吨，延续了前一年增速放缓的趋势，累计同比减少7.70%。2016年受去产能、国内外铁矿石价格倒挂等因素综合影响，全年产量为12.8亿吨，累计同比减少3.00%。2017年受国内铁矿石市场价格回暖，同时下游钢铁价格持续攀升，铁矿石需求量增加，全年产量为12.3亿吨，累计同比增长7.10%。

图1 中国铁矿石产量及增长率
(单位: 万吨、%)

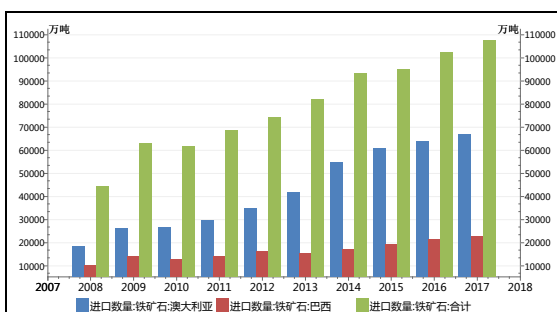


资料来源: Wind 资讯

进口铁矿石

中国钢铁产能巨大,受制于国内铁矿资源品质、开采难度及产能供应,中国对铁矿石资源的外需程度高。2015年,全年进口量为9.53亿吨,比去年同期增长2.17%;2016年,全年进口量为10.24亿吨,比去年同期增长7.49%;2017年,全年进口量为10.75亿吨,比去年同期增长4.98%。考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变,预计未来,中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

图2 中国铁矿石进口量及增长率
(单位: 万吨、%)



资料来源: Wind 资讯

铁矿石价格

从国内外铁矿石价格表现上看,2015年,国内铁矿石矿山企业受进口铁矿石价格低廉的影响,多数企业经营亏损甚至停产。加之国内钢铁行业景气度持续低迷,国内外铁矿石价格持续下跌,至2015年底跌至低点,截至2015年底,国产铁矿石(62%品位,干基铁精矿)含税价为438.14元/吨,进口铁矿石(62%品

位,干基粉矿)含税价为355.18元/吨。对于下游钢铁企业,近年来国内外铁矿石市场低迷在一定程度上减轻了企业生产成本,但对于在国内拥有铁矿石资源、铁矿石自给率高的钢铁企业,已经不能再将其当作经营优势来看待。

2016年以来随着国内钢铁需求回暖,铁矿石价格大幅反弹,截至2016年底,国产铁矿石(62%品位,干基铁精矿)含税价为606.30元/吨,进口铁矿石(62%品位,干基粉矿)含税价为675.76元/吨,分别较年初增长38.38%和90.26%。2017年年初,铁矿石价格稳步增长,但2月下旬开始急速下跌,跌幅超过40%,之后价格再次回升,并于8月下旬上涨至79美元/吨,随后又跌至58美元/吨,10月开始,铁矿石价格一路上行,目前维持在75美元/吨。钢强矿弱的局面导致钢矿价差扩大,钢铁企业承压有所减轻,利润水平有望持续增加。

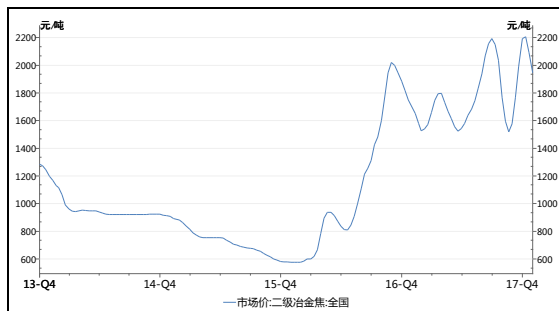
② 焦炭

焦炭行业作为煤炭加工转化的重要环节,其中约80%左右的焦炭用于炼铁,20%用于有色金属冶炼、化工等行业。焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料,其产量的增幅变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。

近年来,国内煤炭行业持续产能过剩导致焦炭价格持续走低。2016年随着发改委去产能和限产(276天限产)政策的执行,煤炭供求关系得到显著改善。焦煤价格从5月开始反弹,特别进入供暖季后价格大幅上涨,煤炭成本占比已经从年初的20%提升至40%。为了应对煤价上涨过快,国家发改委开始调整限产政策,允许低成本产能释放产量,短期价格过高有回调空间。价格方面,焦炭价格波动较大,自2016年开始总体呈上升趋势,全国二级冶金焦市场价从2016年初的580元/吨的水平大幅回升,2016年11月底已达到2020元/吨。随后的冬季限产使得钢厂的库存较为充足,焦煤价格随之承压下跌;2017年,焦炭市场价格呈“V”走势,1~6月中旬,焦炭市场承压。钢厂开工

率维持低位，又因之前采购力度较大，钢厂现库存已至饱和状态，采购积极性较弱，焦炭市场整体呈弱势运行；6月中旬至9月中旬，焦炭价格呈上涨趋势；9~11月，受钢铁行业进入需求淡季，钢企库存压力增大，开工率降低，后期有减产迹象，钢厂焦炭库存居高不下，使得焦炭价格逐渐回落；11~12月，随着环保限产的持续推进，焦化企业开工率下降，焦炭大幅走高。进入2018年，下游钢厂补库基本阶段性完成，对焦炭采购需求回落。焦炭市场价格已经达到一个高度，继续上行空间十分有限，预计后期焦炭价格或将稳中下调。

图3 全国二级冶金焦价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

（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。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业，其他重要的行业包括造船、石油石化、集装箱和铁道等。

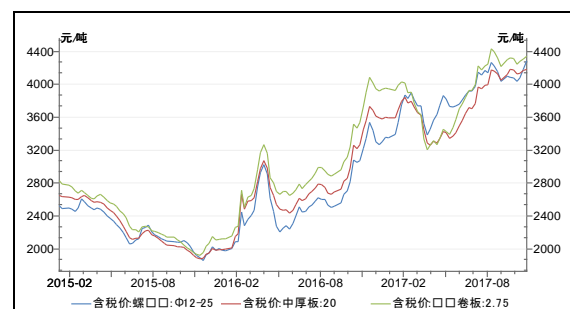
多年以来，中国粗钢表观消费量持续呈上升趋势，但2015年中国粗钢表观消费量出现下降，2016年为7.09亿吨，同比增长2.0%。2016年粗钢表观消费量得以增长主要由于基础设施、房地产和汽车行业的超预期增长，但需要注意造船、大型机械等制造业以及家电、能源等行业用钢需求有所减少。2017年1~11月，全国粗钢表观消费量7.65亿吨，同比增长5.7%。

建筑行业与固定资产投资密切相关，2011年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，2012年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及

政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2015年全年全社会固定资产投资562000亿元，比上年增长9.8%，扣除价格因素，实际增长11.8%。2016年全年全社会固定资产投资606466亿元，比上年增长7.9%，扣除价格因素，实际增长8.6%。2017年，全国固定资产投资（不含农户）631684亿元，比上年增长7.2%。相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2017年上半年建筑业实现增加值22326亿元，比上年同期增长5.30%，增速低于国内生产总值增速1.60个百分点。

钢材价格方面，2015年，受中国经济增速进一步减缓、下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降等因素影响，国内主流钢材价格均呈快速下滑态势，全年价格平均下跌30%左右的幅度。2016年，中国经济下滑趋缓，固定资产投资、基础设施建设投资、房地产投资增速均保持在较高的水平，钢材需求有所回升，带动钢材价格出现较大力度的反弹。2017年，受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响，中国主要钢材品种价格延续了2016年以来的上升趋势，在3月价格受短期供需矛盾影响由升转降后，从4月下旬开始稳步上涨。根据中钢协数据，截至2017年12月31日，螺纹钢（Φ12-25）、中厚板（20）和热轧卷板（2.75）含税价分别为4447.00元/吨、4294.00元/吨和4460元/吨，分别较年初上涨36.08%、19.61%和13.78%。

图4 近年主要钢材价格指数走势



资料来源：Wind资讯

2. 行业关注

钢铁行业兼并重组

针对中国钢铁行业产能过剩的局面，以往也有兼并重组的案例，但多是由政府主导和推动，而非市场化的重组，且地方政府意愿、财税体制、债权债务关系以及人员安置等种种问题增加了兼并重组的困难，重组后的企业多出现整而不合的局面，未能有效发挥优势互补，达到兼并重组的目的。与以往不同的是，2016年以来的兼并重组，市场化特色明显。本轮兼并重组主要依托于行业内资金实力雄厚，竞争优势明显的龙头企业，有助于提升钢铁产业集中度，促进行业资源优化配置，最终引导行业转型升级、健康发展。

钢铁行业去杠杆

根据公布数据，2016年全国共化解粗钢产能超过6500万吨，2017年再压减钢铁产能5000万吨的目标也已经基本完成，并且目前部分省份也表示“十三五”钢铁去产能任务已经完成，可以说钢铁行业“十三五”规划设定的“用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨”的目标基本实现，去杠杆或将成为下一步供给侧改革的重点。

目前钢铁企业负债主要为短期债务，期间费用（主要是财务费用和管理费用）对利润侵蚀十分严重，钢铁企业降杠杆的需求十分迫切。目前钢铁行业已签订债转股框架协议共涉及十家钢铁企业，整体规模较小，而真正实施债转股的仅有中钢集团等个别企业，仍属个例，大部分企业依旧停留在框架协议阶段。此轮债转股多为“明股实债”，虽然在一定程度上可以缓解企业短期流动性压力、降低企业的资金成本，但长期来看，“明股实债”的形式实际上是增加了企业的杠杆水平。债转股作为去杠杆的重要手段，在操作方式上仍有待完善，市场化去杠杆的途径有待进一步拓展。

联合资信认为，目前钢铁企业的盈利改善有助于企业自身进行资产负债表修复，达到去杠杆的目的。中钢协提出了通过3~5年努力，

钢铁行业平均负债率要降到60%以下的目标，要达到这一目标，对钢铁企业自我造血、持续盈利是有一定要求的。中国大型钢铁企业主要为国有企业，自身往往存在人员负担重，财务费用高等问题，这些因素对于钢铁企业的利润侵蚀严重。只有钢材价格保持在一定的水平，进而保证钢铁企业的盈利空间，才能从根本上解决钢铁企业债务负担重的局面，同时也有助于提升金融机构参与债转股的积极性。

钢铁企业的转型升级

目前中国钢铁产能过剩主要体现为结构性产能过剩，低端产品竞争激烈，高端产品仍需进口。同时考虑到环保及安全政策趋严，对钢铁企业生产工艺提升提出一定要求。在国家大力推进供给侧结构性改革、坚定不移化解钢铁过剩产能、三令五申严禁新增产能的背景下，产能置换是实现严禁新增产能和结构调整有机结合的重要手段。

联合资信认为未来钢铁企业转型升级主要体现为以下三方面，产品结构调整：推进钢铁产品向中高端发展，改善中国长期存在的钢铁产品结构性产能过剩问题。制造工艺提升：发展智能制造，逐步探索和形成全行业可推广、可复制的智能制造新模式。加快普及先进适用的节能环保工艺技术装备，提升钢铁行业绿色发展水平，实现可持续发展。产业布局调整：抓好产能置换审核关，严禁以任何理由新增钢铁产能。同时调整中国钢铁“北重南轻”的布局。

经过2016年以来的去产能政策影响，中国已经累计压减钢铁产能超过1.15亿吨，同时还清除了1.4亿吨“地条钢”产能，未来去产能空间有限。后期钢铁行业工作重心或将转向行业兼并重组、去杠杆、产品转型升级等。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态。

3. 行业政策

2016年2月4日，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发【2016】6号），明确从2016年开始，

用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨的工作目标。

2016年11月14日，工业和信息化部印发了《钢铁工业调整升级规划（2016~2020年）》（工信部规【2016】358号），从化解产能、创新驱动、绿色发展、智能制造、品种质量等5方面提出了引导性的调整升级目标。

表1 “十三五”时期钢铁工业调整升级主要指标

序号	指标	2015年	2020年	“十三五”累计增加
1	工业增加值增速(%)	5.4	6.0左右 (年均增速)	/
2	粗钢产能(亿吨)	11.3	10以下	净减少 1-1.5
3	产能利用率(%)	70	80	10个百分点
4	产业集中度(前10家)(%)	34.2	60	25个百分点以上
5	钢铁智能制造示范试点(家)	2	10	8
6	主业劳动生产率(吨钢/人·年)	514	1000以上	486以上
7	能源消耗总量	/	/	下降10%以上
8	吨钢综合能耗(千克标煤)	572	≤560	降低12%以上
9	吨钢耗新水量(立方米)	3.25	≤3.2	降低0.05以上
10	污染物排放总量	/	/	下降15%以上
11	吨钢二氧化硫排放量(千克)	0.85	≤0.68	降低0.17以上
12	钢铁冶炼渣综合利用率(%)	79	90以上	11个百分点以上
13	研发投入占主营业务收入比重(%)	1	≥1.5	0.5个百分点以上
14	钢结构用钢占建筑用钢比例(%)	10	≥25	15个百分点以上

资料来源：根据《钢铁工业调整升级规划（2016~2020年）》整理

环保政策方面，环保政策持续收紧，且执行力度往往是从严执行。2017年3月23日，环保部等部委联合印发了《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，2017年8月21日，再次印发了《京津冀及周边地区

2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求“2+26”城市各地实施钢铁企业分类管理，按照污染排放绩效水平，制定错峰限停产方案，石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产50%。2018年钢铁行业将面临更加严峻的环保趋势，《环境保护税法》和《水污染防治法》均已于2018年1月1日起开始实行，钢铁企业的环保成本将进一步上升，钢铁行业所面临的环保形势更加严峻。

4. 区域经济概况

公司地处安徽省马鞍山市，位于长三角腹地，安徽省地方经济的发展对公司经营有直接影响。

根据《2017年安徽省国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2017全年安徽省实现地区生产总值（GDP）27518.7亿元，按可比价格计算，比上年增长8.5%。分产业看，第一产业增加值2611.7亿元，增长4%；第二产业增加值13486.6亿元，增长8.6%；第三产业增加值11420.4亿元，增长9.7%。三次产业结构由上年的10.5：48.4：41.1调整为9.5：49：41.5，其中工业增加值占GDP比重为41.8%。

社会固定资产投资方面，2017年固定资产投资29186亿元，比上年增长11%。其中，工业技术改造投资7352.9亿元，增长18%；基础设施投资6534.9亿元，增长24.2%；民间投资19233.4亿元，增长7.1%。分区域看，皖江示范区投资19689.4亿元，增长9.5%；皖北六市投资8092.9亿元，增长15.4%。分产业看，第一产业投资下降4.6%，第二产业增长12%，第三产业增长11%。分行业看，工业投资增长12.7%，其中制造业增长11.5%，制造业中装备制造业增长13.8%。六大高耗能行业投资增长14.4%。

总体看，2017年安徽省经济继续保持平稳快速增长，为公司经营发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司产权状况无重大变化，截至 2017 年 9 月底，公司累计发行股本 770068.12 万股，马钢（集团）控股有限公司（以下简称“马钢集团”）持有马钢股份 45.54% 的股权，是公司第一大股东，安徽省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制及高管人员方面均无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是中国大型钢铁生产基地之一，前身是成立于 1953 年的马鞍山铁厂。历经半个世纪的发展，公司目前已形成独具特色的“板、

型、线、轮”产品结构，产品涵盖冷热薄板、镀锌板、彩涂板、硅钢、H 型钢、高速线材、高速棒材和车轮轮箍等。

从收入构成上看，板材一直是公司收入的主要来源。2016 年，公司板材收入占比达 52.43%，而线棒材收入占比由 2015 的 10.33% 上升至 25.39%。从收入规模上看，受益于 2016 年钢铁市场回暖钢价回升，公司营业总收入由 2015 年的 451.09 亿元上升至 482.75 亿元。2015 年公司将部分子公司的线棒材收入纳入其他产品中核算，导致 2015 年其他业务板块收入大幅升高，而线棒材收入则相应下降。公司车轮及环件产品生产技术水平高，主要生产大功率机车车轮，产品售价较高，2016 年该板块毛利率达 22.72%，但该板块收入规模较小，对公司利润水平贡献有限。从毛利率水平上看，2016 年，受益于钢铁行业去产能政策的显效，钢铁产品价格回升，公司整体毛利率大幅回升至 11.84%。

表 1 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
板材	237.12	52.57	-4.84	253.12	52.43	11.39	259.72	49.13	11.01
型材	40.65	9.01	0.15	44.94	9.31	6.38	45.68	8.64	4.78
线棒	46.58	10.33	-8.84	122.57	25.39	8.26	153.98	29.13	17.48
车轮及环件	11.70	2.59	22.05	11.03	2.29	22.72	9.7	1.83	17.80
其他	115.04	25.50	7.96	51.1	10.58	25.13	59.58	11.27	6.19
合计	451.09	100.00	-0.84	482.75	100.00	11.84	528.65	100.00	11.94

资料来源：公司提供

注：2015 年公司将部分子公司的线棒材收入纳入其他产品中统计。

2017 年 1~9 月，钢材市场价格处于高位，公司整体营业收入 528.65 亿元，为 2016 年全年水平的 1.10 倍。收入构成方面，公司收入来源仍以板材及线棒材为主，两类产品收入占比分别达 49.13% 和 29.13%。2017 年以来，公司各钢材产品（除车轮及环件）销售均价和原材料采购均价均有不同程度上涨，其中线棒材销售均价上涨幅度最大，其余产品售价涨幅不及

原料价格涨幅，毛利率方面，与 2016 年全年水平相比，线棒毛利率增长了 9.22 个百分点，其余产品毛利率则有不同程度下降，公司整体毛利率较 2016 年全年水平相比基本保持稳定，为 11.94%。

总体来看，跟踪期内，钢铁行业有所回暖，2017 年以来，公司营业收入规模大幅增长，但钢铁行业仍处于产能过剩的状态，公司长期盈

利较依赖于未来钢价走势。

2. 原材料采购

公司本部设有原材料采购中心，负责对生产过程中所用的原材料按计划集中采购；公司主要原料为铁矿石和焦炭，主要燃料为煤炭，主要辅料为合金。其中，铁矿石、焦炭及煤炭占公司全部原材料采购成本的 75%。

目前，公司旗下未持有矿山资产，铁矿石

采购以马钢集团内部供应、海外进口以及周边地区购买三种方式来完成，2016 年公司铁矿石采购量为 2726 万吨。为了确保有足够矿石以满足生产需要，2012 年马钢集团与公司签订了《矿石购销协议》，优先向公司提供铁矿石。2014~2016 年，马钢集团向公司铁矿石供应量分别为 588 万吨、516 万吨和 583 万吨，分别占公司当年铁矿石总采购量的 21.44%、19.35% 和 21.39%。

表 2 马钢集团下属矿山明细

矿山名称	保有储量 (万吨)	产能 (万吨/年)	采矿权证到期时间	开采方式
凹山铁矿	1993.08	600	2023.12	露天开采
东山铁矿	539.87	50	2017.02	露天开采
姑山铁矿	2428.19	150	2016.06	露天开采
长龙山铁矿	385.75	50	2020.04	地下开采
和睦山铁矿	2756.65	70	2022.11	地下开采
高村铁矿	32459.02	700	2033.06	地下开采
罗河	34158.47	300	2035.09	地下开采
白象山铁矿床	14565.00	200	2034.03	地下开采
和尚桥铁矿床	26519.96	500	2034.03	露天开采
张庄铁矿	19889.60	试生产	2035.09	地下开采

资料来源：公司提供

2014 年，罗河铁矿、白象山铁矿和尚桥铁矿三座铁矿已基本建成并试生产，马钢集团投入运营的采矿场原矿年生产能力提高至 2620 万吨左右，成品矿年生产能力提高至 600 万吨左右。此外，张庄铁矿于 2015 年进入试生产阶段，上述项目完全投产后，马钢集团成品矿的年生产能力有望达到 1000 万吨左右，铁矿石产能规模得以大幅提高，公司铁矿石供应的保障能力有望得到增强。

由于马钢集团矿山产量和矿石品位有限，公司外购铁矿石主要依赖海外进口。为保证原料供应，公司于 2006 年 9 月与巴西淡水河谷签署了长期铁矿石供应合同。根据合同，淡水河谷 2009 年向公司供应铁矿石 705 万吨，从 2010 年开始每年至少供应 640 万吨。另外，此前公司联合国内若干钢铁企业与澳大利亚必和必拓成立了合营企业（分别持股 10%），经

营吉姆布莱巴体矿山，确保了公司稳定的进口铁矿石供应。公司进口铁矿石结算全部采用信用证支付，通常为一年期，2016 年公司进口铁矿石 1945 万吨。此外，由于对不同矿种所含元素的需求，公司一部分矿石原料会在周边地区现货市场购买。

公司在高炉炼铁环节配套有焦化装置，因此公司可同时采购焦煤和焦炭作为原料。多年来，公司在煤焦采购方面坚持与国内大型煤炭企业建立战略采购，稳定煤焦的供应渠道。目前公司与淮北矿业股份有限公司、山西焦煤集团公司、山西晋城无烟煤矿业集团公司、焦作煤业集团公司、枣庄矿业集团公司、新汶矿业集团公司等多家单位建立了煤炭战略合作伙伴关系。此外，公司还以参股方式在河南和山东建立两个焦炭生产基地，分别为济源市金马焦化有限公司、滕州盛隆煤焦化有限责任公司。

表3 公司主要原材料采购情况

原材料名称	采购量(万吨)			采购平均价格(元/吨)			
	2015年	2016年	17年1-9月	2015年	2016年	17年1-9月	
铁矿石	马钢集团供应	516	583	415	395	475	629
	海外进口	1545	1945	1153	430	436	579
	周边地区购买	605	198	36	480	584	703
焦煤	1086	1101	361	730	836	1282	
焦炭	187	333	110	863	1233	1942	

资料来源: 公司提供

从采购价格上看, 受钢铁市场传导及煤炭去产能政策影响, 近年来公司铁矿石和焦炭年采购均价波动较大, 在一定程度上影响了公司采购成本的稳定。公司从周边贸易商采购精矿, 按照周边市场同期价格为定价依据的, 集团采购是按照进口矿定价基础-普氏指数定价。

表4 公司2016年前5名原料供应商情况

供应商名称	采购金额(亿元)	占营业成本比重(%)
马钢(集团)控股有限公司	24.25	5.70
马鞍山马钢废钢有限责任公司	19.92	4.68
马钢(香港)有限公司	19.04	4.47
必和必拓国际贸易(上海)有限公司	17.96	4.22
淮北矿业股份有限公司煤炭运销分公司	14.71	3.46
合计	95.88	22.53

资料来源: 公司提供

2016年, 公司向前5名原材料供应商采购金额合计为95.88亿元, 占营业成本比重为22.53%, 采购集中度较为适宜。

总体来看, 公司主要原材料供应渠道稳定, 且马钢集团拥有丰富的铁矿石资源储备, 公司主要原材料供应量有保障。近年来, 受市场影响, 公司主要原材料采购价格波动较大, 一定程度上影响到公司盈利水平的稳定性。

3. 生产经营

截至2017年9月底, 公司共有二个炼铁总厂、二个钢轧总厂、一个长材事业部、一个冷轧总厂、一个特钢公司和一个车轮公司, 生产涉及烧结、焦化、炼铁、炼钢及轧钢等全部工艺流程, 同时具备年产生铁1734万吨、粗钢

2362万吨、钢材2127万吨的综合生产能力, 在中国钢铁企业中位居前列。

表5 近年公司钢铁产量情况(单位: 万吨)

类别	2015年	2016年	17年1-9月
生铁	1801	1764	1360
粗钢	1882	1863	1469
钢材	1824	1767	1380

资料来源: 公司提供

公司目前已形成独具特色的“板、型、线、轮”产品结构, 产品涵盖冷热薄板、镀锌板、彩涂板、硅钢、H型钢、高速线材、高速棒材和车轮轮箍等。受国内主要下游用钢行业景气度走弱的因素影响, 公司近年主要钢材产品产能利用率偏低。

表6 近年公司细分产品生产情况(单位: 万吨)

类别	2015年	2016年	17年1-9月	
板材	产能	1031	991	991
	产量	913	917	697
型材	产能	294	294	294
	产量	183	185	137
线棒材	产能	984	810	810
	产量	714	653	537
火车轮及环件	产能	32	32	32
	产量	14	12	12

资料来源: 公司提供

板材方面, 公司产品定位在高质量的汽车用板、家电用板、管线钢、造船板等高档板材。公司薄板产品先后向奇瑞汽车、江淮汽车等国内重点汽车生产企业、美的、科龙、格力空调等家电生产企业以及华为通讯、富士康等IT

企业供货。

型材方面，公司 H 型钢配套产品应用范围广泛，曾被用于中华世纪坛、厦门会议中心、杭州湾大桥、南京至西安的高速铁路线、中央电视台、国家大剧院、浦东机场二期、上海赛车场、国家游泳馆、北京五棵松体育馆等多个大型项目。

线棒材方面，公司是世界上能够批量生产在线软化的冷镦钢盘条的企业之一，目前拥有两条热轧带肋钢筋生产线，年产量 200 万吨，品种涉及 HRB335、HRB400 及英标 BSG460、B500B 钢筋等；两条高速线材生产线，年产量 135 万吨，品种涉及冷镦钢、优硬线、低碳深加工线材、钢筋焊网用材、建材等。

火车轮及环件方面，公司拥有世界上最大的火车车轮轮箍生产线，可以制造世界上直径最大和载重量最大的车轮，公司目前已成为中国动车组车轮研发生产基地，国内 120 公里/时以上客运火车轮全部采用公司产品，国内 200 公里以下客运火车车轮，马钢公司产品市场占有率在 50% 以上，动车组 250 公里/时和 350 公里/时均在装车运营考核实验阶段，其中 250 公里/时客运车轮已实验约 25 万公里，另外马钢是国内大功率机车车轮市场的唯一供应商。

总体来看，公司钢材产品结构多元化，工艺技术及设备较为先进，但目前主要产品产能利用率偏低。未来，公司将继续加大对火车轮产品的研发力度，随着相关在建项目逐步落地，火车轮板块有望改善公司钢铁主业盈利水平。

4. 产品销售

公司位于安徽省东部，长江下游南岸，马鞍山港是长江十大港口之一。由于接近华东市场，而华东地区的钢材销量占全国总销量的约 45%，巨大的市场空间和优越的地理条件使公司具备较好的区位优势。公司钢材产品主要销往安徽、江苏、上海、浙江及广东等地，产品

出口比例很小。2016 年马钢股份在安徽、江苏、上海和浙江四省的销售收入占其营业总收入的比例约 75%。

目前公司已建立了较为完善的销售体系和遍布全国的销售网络，重点覆盖中国华东、华南及沿海区域。公司的销售全部面向稳定的经销商和固定的直供用户群体，并通过在江苏、浙江、安徽、广东、重庆等市场区域建立的加工配售中心进行延伸服务。直供方面，公司销售对象以直接供应终端用户或通过三方协议直供客户为主，并与国内著名汽车、家电生产企业建立了战略联盟，较好的解决了多方利益协调的问题。为进一步加强直供销售，公司自 2014 年以来成立了现货中心和七家区域销售公司，主要负责直供重大客户的钢材销售。分销方面，公司制定的维持经销商数量、价格贴近市场等销售政策使公司的经销商队伍多年来保持稳定，并全部采用款到发货的政策。此外，公司通过强化管理信息化建设，全面实行规范化、信息化管理，形成运行高效、操作规范的市场快速反应机制，建立起客户关系管理系统、远程异地销售系统、网上信息实时查询和电话语音查询系统，以及具有特色的 GPS 运输管理系统。

表 7 公司细分产品销售情况（单位：元/吨、万吨）

类别		2015 年	2016 年	17 年 1-9 月
板材	销量	907	920	696
	销售均价	2483	2646	3657
型材	销量	182	185	137
	销售均价	2345	2271	3190
线棒材	销量	713	643	539
	销售均价	1942	1984	3153
火车轮及环件	销量	14	13	12
	销售均价	8848	8875	8402

资料来源：公司提供

销售方面，由于公司始终坚持以销定产的经营模式，因此公司各类产品产销率均保持很高的水平。产品销售价格方面，公司火车轮及环件公司在行业内具有绝对话语权，销售价格

一直保持在较高水平，其他主要产品均易受到市场行情变化的影响，2015年，公司钢材产品售价处于低谷，随后受益于钢铁市场回暖，公司钢铁产品售价也随之上涨。

通过长期合作，公司与多家客户签订了长年框架性协议，每年双方会约定一定的钢材销售量，达到一定规模还可获得返点，定价则按销售当月的市场价执行，这样既保证了公司钢材产品销量的稳定性，又避免了在钢材价格市场下行环境中带来的跌价风险。除少量重大客户可获得1~3个月的付款账期外，公司其余客户全部采用“先款后货”的销售模式，客户支付方式为银行承兑汇票和现汇支付。

跟踪期内，钢铁市场回暖，钢材价格处于回升通道中，2016年及2017年1~9月，公司主要钢材产品销售均价持续上升，支撑公司盈利能力实现快速好转。

5. 经营效率

2016年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为9.70次、5.14次和0.75次，同比分别增长3.62次、下降1.05次和增长0.06次。

总体来看，公司经营效率偏低。

6. 在建项目

截至2017年9月底，公司主要在建项目包括二铁总厂2#高炉技术改造工程、优棒生产线工程、重型H型钢生产线和型材升级改造工程，公司主要在建项目计划总投资为25.60亿元，截至2017年9月底公司主要在建项目累计已投入1.33亿元，公司计划于2017年10~12月投资3.00亿元，2018年投资8.00亿元。

总体看，公司在建项目未来具有一定的投资需求，项目的持续投入或增加公司的对外融资需求。

表8 截至2017年9月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至17年9月底已投入	17年10~12月计划投资	2018年预计投资
二铁总厂2#高炉技术改造工程	32000.00	6733.00	12000.00	10000.00
优棒生产线工程	59000.00	4200.00	10000.00	20000.00
重型H型钢生产线	120000.00	--	5000.00	30000.00
型材升级改造工程	45000.00	2400.00	3000.00	20000.00
合计	256000.00	13333.00	30000.00	80000.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了2015~2016年合并财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。从合并范围看，2015年公司将马钢轨道交通装备有限公司和马鞍山马钢欧邦彩板科技有限公司纳入合并报表范围；2016年公司将新设的马钢美洲有限公司纳入合并报表范围，公司合并范围内子公司共36家，总体上公司合并范围变化对财务数据影响较小，公司财务数据可比性强。公司2017年1~9月财务报表未经审计。

截至2016年底，公司（合并）资产总额662.46亿元，所有者权益220.81亿元（含少数股东权益23.16亿元）；2016年公司实现营业收入482.75亿元，利润总额13.69亿元。

截至2017年9月底，公司（合并）资产总额676.98亿元，所有者权益255.50亿元（含少数股东权益30.27亿元）；2017年1~9月公司实现营业收入528.65亿元，利润总额38.90亿元。

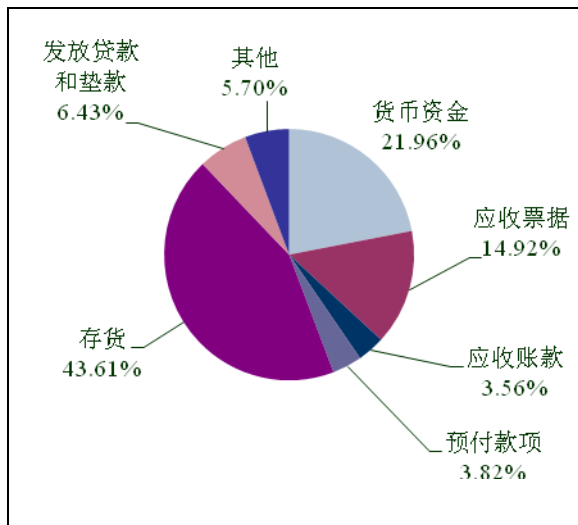
1. 资本及债务结构

截至2016年底，公司资产总额为662.46亿元，较2015年底增长6.07%；其中流动资产

占 36.86%，非流动资产占 63.14%，公司资产构成上以非流动资产为主，资产构成符合行业特点。

截至 2016 年底，公司流动资产 244.18 亿元，同比上升 21.12%，主要由货币资金（占 21.96%）、存货（占 43.61%）、应收票据（占 14.92%）构成。流动资产上升主要是由于存货大幅上升所致。

图 6 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金为 53.12 亿元，同比增长 3.29%，公司货币资金主要是银行存款和其他货币资金，其中其他货币资金主要由银行承兑汇票和履约保函担保保证金构成。公司货币资金中受限部分 9.88 亿元，扣除受限部分后公司货币资金 43.24 亿元。

截至 2016 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 5.55 亿元，主要为公司下属财务公司持有的理财产品。

截至 2016 年底，公司应收票据 36.08 亿元，同比下降 23.05%，公司应收票据由银行承兑票据构成，2016 年底公司已用于质押的银行承兑票据 7.38 亿元。

截至 2016 年底，公司应收账款 8.60 亿元，同比增长 7.90%，计提坏账准备 0.21 亿元，计提比率为 2.35%，公司按账龄计提坏账准备的应收账款以一年以内为主（占 85.87%）。

截至 2016 年底，公司预付款项 9.25 亿元，同比增长 45.81%。公司预付款项中账龄为一年以内的金额为 8.96 亿元，占总金额的比例为 96.91%。

截至 2016 年底，公司存货 105.48 亿元，同比增长 75.26%，主要系原材料及产成品大幅增长所致。公司 2016 年共计提存货跌价准备 9.90 亿元，同比下降 37.52%，主要是由于在生产销售周期中铁矿石和钢铁价格有所上升而对原材料和产成品计提的跌价准备较上年减少所致。

截至 2016 年，公司发放贷款和垫款 15.55 亿元，同比增长 112.20%。公司所有贷款及垫款的客户均为集团公司及其成员单位，2016 年对全部贷款及垫款按期末余额的 3% 计提了组合评估减值准备。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 6.92 亿元，同比下降 26.99%，公司其他流动资产由预缴企业所得税（占 43.51%）和待抵扣增值税进项税（占 55.83%）构成。

截至 2016 年底，公司非流动资产总额 418.27 亿元，主要由固定资产（占 84.93%）、在建工程（占 5.40%）和无形资产（占 4.36%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 5.78 亿元，同比增长 348.25%，其中可供出售债务工具 4.51 亿元，可供出售权益工具 1.27 亿元。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 12.40 亿元，同比增长 20.38%，其中合营企业长期股权投资 3.73 亿元，主要为持有的马鞍山马钢比欧气体有限责任公司、马鞍山马钢考克利尔国际培训中心有限公司和埃斯科特钢股权投资，其余为联营企业长期股权投资 8.67 亿元。

截至 2016 年底，公司固定资产为 355.23 亿元，同比增长 2.65%，主要系公司在建工程转入固定资产所致。

截至 2016 年底，公司在建工程 22.58 亿元，同比下降 46.81%，主要系工程完工后转入固定

资产所致。

截至 2016 年底，公司无形资产为 18.22 亿元，同比下降 3.68%，公司无形资产主要为土地使用权（占 89.17%）、特许经营权（占 5.86%）和采矿权（占 4.94%）。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 676.98 亿元，其中流动资产占 40.64%，构成方面，流动资产主要包括货币资金（占 14.63%）、应收票据（占 24.02%）和存货（占 38.07%）。非流动资产主要包括固定资产（占 83.08%）、在建工程（占 5.90%）和无形资产（占 4.69%）。

总体看，跟踪期内，公司资产结构变化不大，构成仍以非流动资产为主，公司流动资产中货币资金有部分使用权受限，公司存货规模较大，其中铁矿石原材料及钢材产成品近年来价格波动较大，有一定跌价风险，公司整体资产质量一般。

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 220.81 亿元（其中少数股东权益 23.16 亿元），同比增长 6.46%。其中，归属母公司权益主要由实收资本（占 38.96%）、资本公积（占 42.24%）和盈余公积（占 19.45%）构成。截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 255.50 亿元（其中少数股东权益 30.27 亿元），构成方面，受益于公司盈利大幅好转，公司未分配利润规模大幅增加，公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 34.19%）、资本公积（占 37.07%）、盈余公积（占 17.06%）和未分配利润（占 11.32%）构成。

截至 2016 年底，公司负债合计 441.65 亿元，同比增长 5.88%，其中流动负债占比 75.97%，非流动负债占比 24.03%。

截至 2016 年底，公司流动负债 335.50 亿元，同比增长 12.85%，主要由短期借款（占 20.69%）、吸收存款及同业存放（占 11.05%）、应付票据（占 10.68%）、应付账款（占 19.88%）、预收款项（占 10.98%）和一年内到期的非流动负债（占 9.57%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款为 69.43

亿元，同比增长 2.23%，其中以信用借款（占 86.46%）和进口押汇远期信用证（占 13.54%）为主。

截至 2016 年底，公司应付账款 66.69 亿元，同比增长 8.53%。公司应付账款中账龄在 1 年以内的比例为 97.34%。

截至 2016 年底，公司应付票据 358.42 亿元，同比下降 32.93%。公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2016 年底，公司预收款项 36.82 亿元，同比下降 41.49%，公司预收款项全部为预收货款。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 32.11 亿元，同比下降 36.85%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2016 年底，公司非流动负债 106.15 亿元，同比下降 11.41%，主要由长期借款（占 48.64%）、应付债券（占 37.57%）和递延收益（占 11.96%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 51.63 亿元，同比下降 22.42%，主要为信用借款（占 77.22%）和保证借款（占 22.78%）。

截至 2016 年底，公司应付债券 39.88 亿元，主要系公司于 2015 年发行的两期中期票据，额度均为 20 亿元，期限 3 年，将分别于 2018 年 7 月 9 日和 2018 年 8 月 6 日到期。

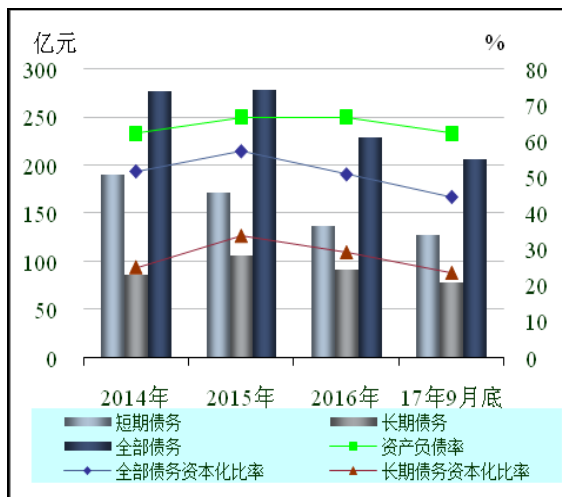
截至 2016 年底，公司递延收益为 12.69 亿元，同比下降 1.22%，其中子公司合肥钢铁自合肥市土地储备中心收到的土地收储补偿款为 6.52 亿元，计入递延收益。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务为 228.89 亿元，同比下降 17.83%。债务构成方面，截至 2016 年底，公司短期债务占比为 60.02%，同比下降 1.80 个百分点，债务结构上仍以短期债务为主。截至 2017 年 9 月底，公司负债总额 421.49 亿元，其中流动负债占比 77.31%，较 2016 年底增长了 1.34 个百分点。构成上，公司短期借款规模有所下降，占流动负债比重下降至 12.67%，公司长期借款

规模增长，占非流动负债的比重上升至 82.09%。公司全部债务 205.90 亿元，较 2016 年底有所下降，其中短期债务占 61.88%，公司新增借款以长期为主，随着短期债务逐步到期，公司债务结构有望得到改善，但目前短期债务占比仍较高。

从债务指标来看，公司各项债务指标均有不同程度下降，2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 66.67%、50.90% 和 29.30%，同比分别下降 0.12 个、6.42 个和 4.59 个百分点，受益于所有者权益增长，公司债务指标有所改善。截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.26%、44.63% 和 23.50%。

图 7 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

总体看，公司负债以流动负债为主，跟踪期内，公司短期债务占比有所下降，受益于所有者权益的增长，公司债务指标有所改善，但公司整体债务规模仍较高。

2. 盈利能力

2016 年，受钢铁市场回暖，钢铁产品销售价格逐步回升，公司实现营业收入 482.75 亿元，同比增长 7.02%。2016 年，公司营业利润率为 10.95%，同比增长了 12.24 个百分点，公司盈利水平同比大幅改善，公司盈利水平对钢铁市

场景气度较为依赖。

2016 年，公司期间费用 32.69 亿元，公司期间费用占营业收入比重为 6.77%，同比上升 0.15 个百分点。公司期间费用控制能力仍有待提升。

资产减值方面，2016 年，公司计提资产减值损失 10.64 亿元，主要系计提存货跌价准备所致，总体上公司减值准备计提较为充分。

2015 年公司实现营业外收入 3.84 亿元，同比下降 29.02%，主要为政府补助（占 90.10%），其中主要为税收返还。

2016 年公司实现营业外收入 2.05 亿元，同比下降 46.57%，主要为政府补助下降所致。

受上述因素共同影响，2016 年，公司实现利润总额 13.69 亿元，同比扭亏为盈，公司盈利水平较依赖于钢铁市场价格走势，受益于跟踪期内钢铁市场行情回暖，公司整体盈利水平明显好转。

从盈利指标看，2016 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 4.77% 和 5.69%，分别较去年同期上升 13.10 和 30.30 个百分点，公司盈利能力相比 2015 年大幅提升。

2017 年 1~9 月，受益于钢价持续处于高位，公司营业收入和利润水平均大幅增长，公司实现营业收入 528.65 亿元，利润总额 38.90 亿元，为 2016 年全年水平的 1.10 倍和 2.84 倍，当期营业利润率为 10.89%，与 2016 年全年水平持平。

总体来看，公司整体盈利水平对钢铁市场行情较为依赖，近年来利润水平波动较大，公司期间费用对营业收入侵蚀较大，近年来公司计提了较为充分的减值准备，2017 年钢价回升带来的盈利水平的好转较为明显，公司前三季度实现了可观的营业收入和利润水平。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，2016 年公司经营活动现金流入量为 572.23 亿元，同比下降 2.05%，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为

535.37 亿元，同比下降 6.37%；近三年，公司经营活动现金流出量波动中有所下降，年均复合下降 13.16%。2016 年公司经营活动现金流出量为 526.04 亿元，同比增长 0.10%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 451.93 亿元，同比下降 1.94%；2016 年公司经营活动产生的现金流量净额为 46.20 亿元，同比下降 21.23%。2016 年，公司现金收入比为 110.90%，同比下降 16.34 个百分点，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2016 年公司投资活动现金流入 7.25 亿元，主要为收回投资收到的现金；2016 年公司投资活动现金流出为 26.63 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，同比下降 67.44%；同期投资活动产生现金流量净额为-19.38 亿元。目前，公司主要在建项目计划投资总额规模较大，具有一定资金需求，预计公司在建项目的持续建设会加大公司的对外融资需求。

从筹资活动来看，2016 年公司筹资活动现金流入量为 174.27 亿元，同比小幅下降 1.56%，公司筹资活动现金流入量主要为公司取得借款收到现金；2016 年公司筹资活动现金流出量为 195.18 亿元，主要是偿还债务支付的现金；同期公司筹资产生的现金流为净流出 20.91 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生现金流量净额分别为 26.82 亿元、-18.12 亿元和-21.76 亿元，公司投资支出以购建固定资产、无形资产等及投资支付的现金为主，公司融资活动仍保持着较大规模的现金流，随着公司债务逐步到期偿付，公司筹资活动现金流表现为净流出。

总体看，公司经营活动获取现金的能力较强，可以覆盖投资活动现金支出需求（净额），随着债务逐步到期，公司筹资活动保持大额净流出，未来公司在建项目建设需要一定资金投入，或加大公司的资金压力。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为72.78%和41.34%，同比分别增长4.14个百分点和下降2.72个百分点。截至2017年9月底，上述指标分别为84.42%和52.28%，均处于较低水平。另外，2016年，公司经营现金流动负债比为13.77%，同比下降了5.96个百分点。此外，2017年9月底，公司现金类资产为120.43亿元，对短期债务的保障倍数为0.95倍。总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016年，受钢铁市场回暖影响，公司实现EBITDA56.99亿元，同比大幅增长。同期，公司EBITDA利息倍数为6.36倍，全部债务/EBITDA为4.02倍，上述指标同比均明显好转，跟踪期内，公司长期偿债能力处于较好水平。

截至2017年9月底，公司无对外担保。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至2017年9月底，公司共获得银行授信416.63亿元，尚余215.83亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。公司分别在上海证券交易所（SH.600808）和香港联合交易所有限公司（HK.00323）上市，具有直接融资渠道。

5. 存续债券偿还能力

目前，“17马鞍山钢铁CP001”和“17马鞍山钢铁CP002”存续余额分别为20亿元和10亿元，2016年公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为94.76亿元、572.23亿元和46.20亿元，分别为“17马鞍山钢铁CP001”本金的4.74倍、28.61倍和2.31倍，分别为“17马鞍山钢铁CP002”本金的9.48倍、57.22倍和4.62倍。截至2017年9月底，公司现金类资产为120.43亿元，为“17马鞍山钢铁CP001”本金的6.02倍，为“17马鞍山钢铁CP002”本金的12.04倍。

另外，公司于2015年7月和8月分别发行了“马鞍山钢铁股份有限公司2015年度第一期中期票据”（以下简称“15马鞍山钢铁MTN001”）

和“马鞍山钢铁股份有限公司2015年度第二期中期票据”(以下简称“15马鞍钢铁MTN002”),目前存续余额均为20亿元,将分别于2018年7月和8月到期偿付。考虑“15马鞍钢铁MTN001”和“15马鞍钢铁MTN002”,公司于2018年到期偿付的存续债券余额合计70亿元。2016年公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为公司2018年到期存续债券余额的1.35倍、8.17倍和0.66倍。截至2017年9月底,公司现金类资产为公司2018年到期存续债券余额的1.72倍。

总体看,公司现金类资产及经营性现金流对“17马鞍钢铁CP001”和“17马鞍钢铁CP002”各自本金的保护能力很强,但2018年公司集中到期的公募债规模较大,具有一定集中偿付压力。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码:G10340504000018504),截至2018年2月6日,公司无未结清不良信贷记录;公司已结清信贷信息中有224笔关注类票据贴现、7笔欠息汇总、93笔垫款记录。另外,根据公司提供资料及公开资料,其下属子公司有如下延期支付情况:子公司马钢(上海)工贸有限公司(以下简称“马钢(上海)工贸”)于2013年逾期偿还短期借款人民币3千万元,该借款目前已归还;马钢(上海)工贸2笔短期信用借款合计7830.05万元还款逾期,目前处于协商展期状态。除此之外,公司及其子公司其余借款和债券均能够到期还本、按期付息,未出现延迟支付本金和利息的情况。

7. 抗风险能力

作为安徽省大型工业企业之一,马钢股份地处宁(南京)芜(湖)铁矿区,可以获得稳定的资源供应,马钢集团下属矿山可保障公司铁矿石供应,公司钢铁产能规模大,钢材产品

种类丰富,随着公司进一步优化产品结构,公司盈利能力有望获得提升。综合分析,公司整体抗风险能力较强。

十、债权保护条款

“17 马鞍钢铁 CP001”和“17 马鞍钢铁 CP002”由马钢(集团)控股有限公司提供不可撤销连带责任保证担保。

马钢(集团)控股有限公司为安徽省人民政府国有资产监督管理委员会管理的国有独资企业,是中国特大型钢铁联合企业和重要的钢材生产基地。马钢集团钢铁主业集中于旗下A+H股上市公司马鞍山钢铁股份有限公司,矿产资源业以铁矿石为主,业务集中于矿业公司,下辖南山矿、姑山矿、桃冲矿、罗河矿、张庄矿,现具备1000万吨铁矿石年生产能力,工程技术与装备制造业务主要集中于子公司安徽马钢工程技术集团有限公司。

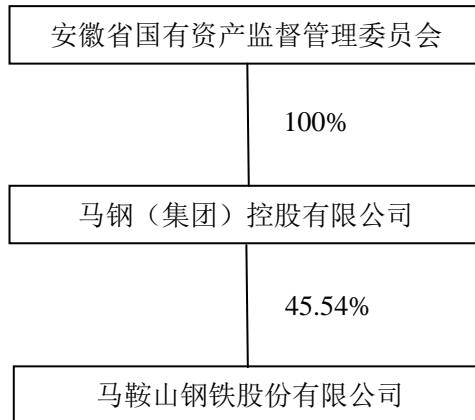
截至2016年底,担保方马钢集团资产总额为859.43亿元,所有者权益合计为281.63亿元(含少数股东权益135.48亿元);2016年,担保方实现营业收入544.12亿元,利润总额10.70亿元。2014~2016年,担保方经营活动现金流入量分别为“17 马鞍钢铁 CP001”本金的40.87倍、33.59倍和32.27倍,分别为“17 马鞍钢铁 CP002”本金的81.74倍、67.18倍和64.53倍。担保方经营活动现金净流量对“17 马鞍钢铁 CP001”本金的保障倍数分别为3.30倍、3.19倍和2.47倍,对“17 马鞍钢铁 CP002”本金的保障倍数分别为6.59倍、6.38倍和4.95倍。担保方经营活动现金流对“17 马鞍钢铁 CP001”和“17 马鞍钢铁 CP002”各自本金的保障能力强。经联合资信评定,马钢集团主体长期信用等级为AA⁺pi,评级展望为稳定。

整体看,马钢集团对“17 马鞍钢铁 CP001”和“17 马鞍钢铁 CP002”的担保有助于提升其本息偿付的安全性。

十一、 结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“17 马鞍山钢铁 CP001”和“17 马鞍山钢铁 CP002”的信用等级为 A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	131.39	108.37	94.76	120.43
资产总额(亿元)	685.11	624.54	662.46	676.98
所有者权益(亿元)	258.89	207.42	220.81	255.50
短期债务(亿元)	190.93	172.2	137.38	127.41
长期债务(亿元)	86.72	106.35	91.51	78.49
全部债务(亿元)	277.65	278.55	228.89	205.90
营业收入(亿元)	598.21	451.09	482.75	528.65
利润总额(亿元)	5.12	-47.27	13.69	38.90
EBITDA(亿元)	54.84	-2.04	56.99	--
经营性净现金流(亿元)	29.13	58.65	46.20	26.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.37	6.08	9.70	--
存货周转次数(次)	5.96	6.19	5.14	--
总资产周转次数(次)	0.86	0.69	0.75	--
现金收入比(%)	120.34	127.24	110.90	105.12
营业利润率(%)	6.26	-1.29	10.95	10.89
总资本收益率(%)	2.94	-8.33	4.77	--
净资产收益率(%)	1.02	-24.61	5.69	--
长期债务资本化比率(%)	25.09	33.89	29.30	23.50
全部债务资本化比率(%)	51.75	57.32	50.90	44.63
资产负债率(%)	62.21	66.79	66.67	62.26
流动比率(%)	76.09	67.81	72.78	84.42
速动比率(%)	49.54	47.57	41.34	52.28
经营现金流动负债比(%)	8.91	19.73	13.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.03	-0.19	6.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.06	-136.86	4.02	--

注：公司 2017 年 1-9 月财务数据未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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+一年内到期的长期(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

附件 4-1 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

附件 4-2 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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息