

信用等级公告

联合[2018] 904 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月四日



马鞍山钢铁股份有限公司 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA 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	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 马鞍钢铁 CP002	10 亿元	2018/9/20	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 6 月 4 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	108.37	94.76	149.00	142.20
资产总额(亿元)	624.54	662.46	721.92	708.89
所有者权益(亿元)	207.42	220.81	272.37	288.61
短期债务(亿元)	172.20	157.85	174.50	168.28
长期债务(亿元)	106.35	91.51	69.76	56.17
全部债务(亿元)	278.55	249.36	244.26	224.45
营业收入(亿元)	451.09	482.75	732.28	183.08
利润总额(亿元)	-47.27	13.69	58.09	17.80
EBITDA(亿元)	-2.04	56.99	103.39	--
经营性净现金流(亿元)	58.65	46.20	44.90	6.33
营业利润率(%)	-1.29	10.95	12.20	12.38
净资产收益率(%)	-24.61	5.69	18.62	--
资产负债率(%)	66.79	66.67	62.27	59.29
全部债务资本化比率(%)	57.32	53.04	47.28	43.75
流动比率(%)	67.81	72.78	88.87	90.90
经营现金流流动负债比(%)	19.73	13.77	12.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	-136.86	4.38	2.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.19	6.36	11.21	--

注：其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务；2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

郭 昊 李博文

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，公司短期债务占比较高、原材料采购成本上涨等因素给其信用基本面带来的不利影响。

钢铁行业景气度提升，公司营业收入和利润总额大幅增长，资产负债率维持在较优水平，公司经营及财务状况持续向好。

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

综合以上，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA⁺调整为 AAA，评级展望为稳定；并维持“17 马鞍钢铁 CP002”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司是国内大型钢铁生产企业，产能规模大，综合竞争实力强。
2. 公司产品门类涉及板材、型材、线材、火车轮等，部分产品在国内外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. 钢铁市场景气度提升，跟踪期内，公司盈利水平大幅提高，资产负债率不断优化。
6. 马钢集团为“17 马鞍钢铁 CP002”提供担保，有助于保障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极强。

关注

1. 钢铁行业处于产能过剩状态，行业仍将面临去产能任务。
2. 公司铁矿石等原材料价格上涨将加重公司的采购成本。
3. 公司短期债务占比较高，债务结构有待改善。

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 2018 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法律要求，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 2017 年底，公司（合并）资产总额 721.92 亿元，所有者权益 272.37 亿元（含少数股东权益 33.42 亿元）；2017 年公司实现营业收入 732.28 亿元，利润总额 58.09 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 708.89 亿元，所有者权益 288.61 亿元（含少数股东权益 35.54 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 183.08 亿元，利润总额 17.81 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

公司于 2017 年 9 月发行“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”），发行额度为 10 亿元，将于 2018 年 9 月到期。

“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 2018 年 3 月底，“17 马鞍钢铁 CP002”所募集的资金全部按照募集计划进行使用。

“17 马鞍钢铁 CP002”票面利率为 4.94%，到期一次性还本付息，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

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放

缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿

元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强了对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的

比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

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

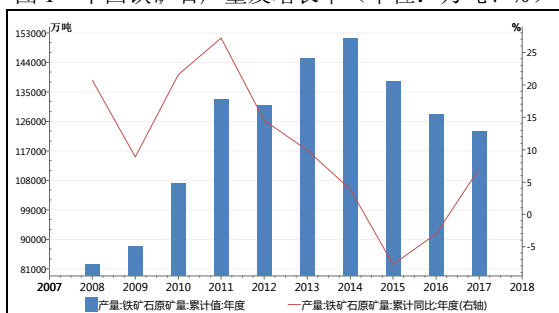
中国铁矿主要分布在东北（主要分布在鞍山矿区）、华北（主要分布在河北宣化、迁安和邯郸、邢台地区）、中南（主要分布在湖北大冶矿区）、华东（主要分布在安徽省芜湖至南京一带）以及西南、西北地区各省。中国铁矿资源有两个特点，一是贫矿多，贫矿初储量约占总储量的80.00%；二是多元素共生的复合矿石较多，矿体复杂。

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、%）

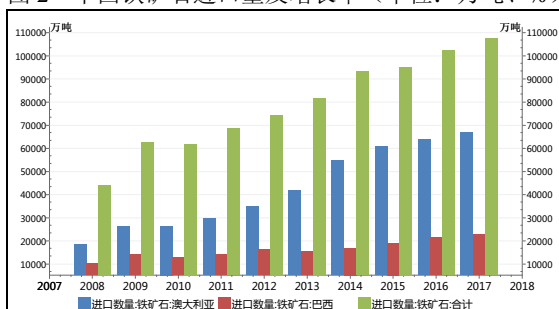


资料来源：Wind 资讯

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。

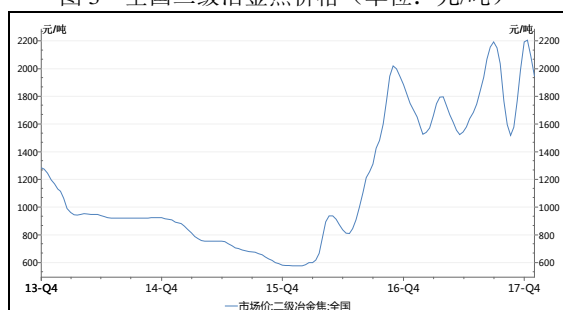
②焦炭

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。

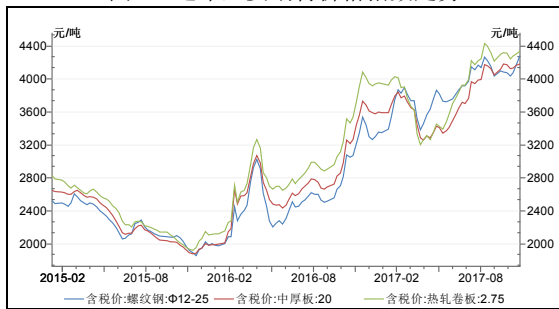
多年以来，中国粗钢表观消费量持续呈上升趋势，但 2015 年中国粗钢表观消费量出现下降，2016 年为 7.09 亿吨，同比增长 2.0%。2016 年粗钢表观消费量得以增长主要由于基础设施、房地产和汽车行业的超预期增长，但

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（ ϕ 12-25）、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,而并非市场化的重组,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(%)	79	90以上	11个百分点以上
13	研发投入占主营业务	1	≥1.5	0.5个百分

	务收入比重(%)			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年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 2018 年 3 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 1958 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，近三年板材一直是公司收入的主要来源，线棒材收入占比呈现出逐年上升的趋势。2017 年，公司板材收入占比达 53.42%，线棒材收入占比达到 32.23%。从收入规模上看，受钢铁价格走高影响，近三年公司营业收入逐年增长，分别为 451.09 亿元、482.75 亿元和 732.28 亿元。公司其他板块收入构成主要为电力和焦副产品，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较高，而线棒材收入则较低。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，2017 年该板块毛利率 17.62%，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，2015 年，钢铁市场较为低迷，公司整体毛利率为-0.84%，2017 年，市场建材产品需求增长较快，线棒材价格增长幅度高于板材和型材，毛利率大幅增长至 19.65%，而板材及型材产品因原燃料成本上涨幅度较高而毛利率有所下降，公司整体毛利率上升至 13.21%。

表 2 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	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	391.16	53.42	10.40	92.31	50.42	11.85
型材	40.65	9.01	0.15	44.94	9.31	6.38	62.99	8.60	5.87	16.81	9.18	7.91
线棒	46.58	10.33	-8.84	122.57	25.39	8.26	236.02	32.23	19.65	63.03	34.43	14.02
车轮及环件	11.70	2.59	22.05	11.03	2.29	22.72	13.56	1.85	17.62	3.90	2.13	13.08
其他	115.04	25.50	7.96	51.10	10.58	25.13	28.54	3.90	12.40	7.02	3.84	40.46
合计	451.09	100.00	-0.84	482.75	100.00	11.84	732.28	100.00	13.21	183.08	100.00	13.37

资料来源：公司提供

注：1. 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；

2. 部分数据因四舍五入导致分项数与合计数有差异。。

2018年1~3月,公司整体营业收入183.08亿元,为2017年全年水平的25.00%。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50.42%和34.43%。毛利率方面,板材和型材毛利率分别小幅上升至11.85%和7.91%,线棒材、车轮及环件毛利率则分别下降至14.02%和13.08%,公司整体毛利率水平较2017年全年水平相比基本保持稳定,为13.37%。

总体来看,跟踪期内,受益于钢铁市场回暖,公司收入规模大幅上升,盈利能力有所提升。

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、焦炭及煤炭约占公司全部原材料采购成本的70%。

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,2017年公司铁矿石采购量为2179万吨。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。2015~2017年,马钢集团向公司铁矿石供应量分别为516万吨、583万吨和548万吨,分别占公司当年铁矿石总采购量的19.35%、

21.39%和25.15%。

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,从2012年开始,公司与巴西淡水河谷的长协合同按年签订,2015~2017年采购量分别为303万吨、387万吨和341万吨。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,2015~2017年,公司进口铁矿石量分别达1545万吨、1945万吨和1574万吨,分别为当年公司铁矿石总采购量的57.95%、71.35%和72.23%,公司海外进口铁矿石占总采购比例呈逐年上涨趋势。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	2017年	2018年1-3月	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月	
铁矿石	马钢集团供应	516	583	548	141	395	475	608	657
	海外进口	1545	1945	1574	404	430	436	563	564
	周边地区购买	605	198	57	20	480	584	684	716
焦煤	1086	1101	912	248	730	836	1304	1353	
焦炭	187	333	149	46	863	1233	2014	2309	

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 2017 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	33.42	5.26
必和必拓国际贸易(上海)有限公司	32.93	5.18
马鞍山马钢废钢有限责任公司	32.82	5.16
淮北矿业股份有限公司煤炭运销分公司	23.96	3.77
COMPANHIA VALE DO RIO COCE DIRETORIERCIAL DLCO	20.39	3.21
合计	143.52	22.58

资料来源：公司提供

2017 年，公司向前 5 名原材料供应商采购金额合计为 143.52 亿元，占营业成本比重为 22.58%，采购集中度较为适宜。

总体来看，跟踪期内，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上升较快，一定程度上加重了公司原材料采购成本。

3. 生产经营

截至2018年3月底，公司共有两个炼铁总厂、两个钢轧总厂、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	2017 年	2018 年 1-3 月
生铁	1801	1764	1817	468
粗钢	1882	1863	1971	506
钢材	1824	1767	1858	477

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司生铁、粗钢及钢材均保持着较高产量，2017 年，公司生铁、粗钢及

钢材的产量分别达 1817 万吨、1971 万吨和 1858 万吨。2018 年 1~3 月，公司生铁、粗钢及钢材的产量分别为 468 万吨、506 万吨和 477 万吨，分别占 2017 年全年产量的 25.76%、25.67% 和 25.67%。

从细分产品来看，公司产品种类涵盖板材、型材、线棒材和车轮钢，截至 2017 年底，公司板材、型材、线棒材和车轮钢产能分别为 991 万吨/年、294 万吨/年、810 万吨/年和 32 万吨/年。2015~2017 年，公司钢材产品产量均呈增长趋势，2017 年公司板材、型材、线棒材和火车轮及环件产量分别为 947 万吨、186 万吨、707 万吨和 17 万吨，从产量占比来看，公司产品以板材和线棒材为主。

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。目前，钢铁市场景气度回暖，公司各钢材产品均保持着较高的产能利用率。

表 6 近年公司细分产品生产情况 (单位: 万吨)

类别		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
板材	产能	1031	991	991	991
	产量	913	917	947	236
型材	产能	294	294	294	294
	产量	183	185	186	47
线棒材	产能	984	810	810	810
	产量	714	653	707	190
火车轮及环件	产能	32	32	32	32
	产量	14	12	17	4

资料来源：公司提供

目前公司正在研发建设宽翼缘 H 型钢生产线，其产品主要定位于目前国内不能生产的大型系列、厚壁系列、宽翼缘系列等高附加值 H 型钢产品及钢板桩系列产品，具备开发目前国标上限大规格角钢，乙字钢等产品的能力；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 公里以下客运火车轮，马钢公司产品市场占有率在 50% 以上，250 公

里/时动车组车轮完成装车试运行，350 公里/时动车组车轮试制达到技术标准，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。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，公司钢铁主业盈利水平有望得到进一步提升。

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。

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	2017 年	2018 年 1~3 月	
板材	销量	907	920	947	235
	销售均价	2483	2646	3750	4044
型材	销量	182	185	186	47
	销售均价	2345	2271	3271	3575
线棒材	销量	713	643	714	181
	销售均价	1942	1984	3273	3729
火车轮及环件	销量	14	13	16	5
	销售均价	8848	8875	8429	8056

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，火车轮及环件公司在行业内技术水平处于领先地位，近年来均保持着较高的销售价格，主要供给中国中车集团，产品售价一定程度上取决于公司与中国中车之间的谈判及议价，近年来公司车轮及环件产品销售均价有所下降，但仍然保持在较高水平，2017 年，公司火车轮及环件的销售均价为 8429 元/吨。公司其他钢材产品受益于钢铁市场回暖，价格上涨幅度较大，公司板材、型材、线棒材销售均价分别由 2015 年的 2483 元/吨、2345 元/吨、1942 元/吨上升至 2017 年的 3750 元/吨、3271 元/吨和 3273 元/吨，2018 年 1~3 月，上述产品销售均价进一步上涨至 4044 元/吨、3575 元/吨和 3729 元/吨。

总体来看，公司所处区位优势明显，并通过长期经营已形成稳定的销售渠道，跟踪期内，公司主要钢材产品销售均价继续回升，支撑公司盈利水平大幅提高。

5. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数持续上升，三年分别为 6.08 次、9.70 次和 10.61 次；公司存货周转效率波动中有所下降，由 2015 年的 6.19 次下降至 2017 年的 5.78 次；公司总资产周转次数三年分别为 0.69 次、0.75 次和 1.06 次。

总体来看，公司经营效率有所改善。

6. 在建项目

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目包括优棒生产线工程、中型材改造项目、宽翼缘 H 型钢项目和煤焦化公司净化系统项目，公司主要在建项目计划总投资为 30.20 亿元，截至

2018 年 3 月底公司主要在建项目累计已投入 4.60 亿元，公司计划于 2018 年投资 7.80 元，2019 年投资 11.00 亿元。

总体看，公司在建项目未来投资规模可控，资本支出压力不大。

表 8 截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	计划总投资	截至 18 年 3 月底已投入	2018 年 预计投资	2019 年 预计投资
优棒生产线工程	5.90	2.00	1.00	3.00
中型材改造	4.50	1.50	2.10	1.00
宽翼缘 H 型钢项目	16.00	0.70	3.70	5.00
煤焦化公司净化系统	3.80	0.40	1.00	2.00
合计	30.20	4.60	7.80	11.00

资料来源: 公司提供

九、财务分析

公司提供了 2015~2017 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；2017 年公司将埃斯科特钢和安徽马钢防锈材料科技有限公司纳入合并范围，公司处置一家子公司马鞍山马钢华阳设备诊断工程有限公司而不再将其纳入合并范围。

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 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 721.92 亿元，所有者权益 272.37 亿元（含少数股东权益 33.42 亿元）；2017 年公司实现营业收入 732.28 亿元，利润总额 58.09 亿元。

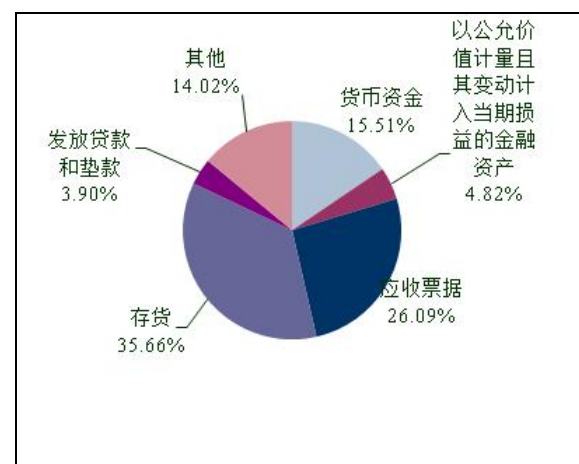
截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 708.89 亿元，所有者权益 288.61 亿元（含少数股东权益 35.55 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 183.08 亿元，利润总额 17.80 亿元。

1. 资本及债务结构

2015~2017 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 7.51%。截至 2017 年底，公司资产总额为 721.92 亿元，较 2016 年底增长 8.98%；其中流动资产占 44.46%，非流动资产占 55.54%。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。

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 26.18%。截至 2017 年底，公司流动资产 320.99 亿元，同比上升 31.45%，主要由货币资金（占 15.51%）、应收票据（占 26.09%）、存货（占 35.66%）构成。流动资产上升主要来自于应收票据。

图 5 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司财务报告

2015~2017年，公司货币资金有所波动，年均复合下降1.61%。截至2017年底，公司货币资金为49.78亿元，同比下降6.28%，公司货币资金包括银行存款33.17亿元、财务公司存放中国人民银行法定准备金额7.11亿元、其他货币资金9.50亿元和少量库存现金，其中其他货币资金主要由银行承兑汇票、国内信用证和履约保函担保保证金构成。公司货币资金中受限部分16.61亿元，扣除受限部分后公司货币资金33.17亿元。

2015~2017年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动增长，年均复合增长24.02%，主要系公司下属财务公司持有的理财产品波动增长所致。截至2017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15.46亿元，同比增长178.42%。

2015~2017年，公司应收票据波动增长，年均复合增长33.64%。截至2017年底，公司应收票据83.75亿元，同比增长132.10%，主要系钢材价格上涨导致销售产品收到的票据增加以及票据背书转让减少所致。公司应收票据以银行承兑票据为主。

2015~2017年，公司应收账款不断增长，年均复合增长10.12%。截至2017年底，公司应收账款9.66亿元，同比增长12.39%，共计提坏账准备0.48亿元，计提比率为4.70%，公司按账龄计提坏账准备的应收账款以一年以内为主（占期末余额的90.32%）。公司期末单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款0.34亿元，公司已确认无法收回，已全额计提坏账准备。

2015~2017年，公司预付款项波动增长，年均复合增长8.79%。截至2017年底，公司预付款项7.51亿元，同比下降18.83%。公司预付款项期末余额中账龄为一年以内的金额为7.30亿元，占总金额的比例为97.00%，公司账龄超过1年以上的预付款项主要是预付供应商的材料及备品备件采购款，由于材料尚未交付以致款项尚未结清。

2015~2017年，公司存货快速增长，年均复合增长37.90%，主要系原燃料价格和产成品成本上涨所致。截至2017年底，公司存货114.46亿元，同比增长8.51%，公司存货以原材料和产成品为主，公司累计计提存货跌价准备1.99亿元，计提比例为1.71%。

截至2017年底，公司买入返售金融资产12.05亿元，同比大幅增长423.63%，主要系公司财务公司逆回购业务增加所致，公司买入返售金融资产款为财务公司按照返售协议约定先买入再按固定价格返售的债券融出的资金，当年年末余额均为质押式回购债券。

2015~2017年，公司发放贷款和垫款波动增长，年均复合增长30.66%，主要系票据贴现业务增长所致。截至2017年底，公司发放贷款和垫款12.51亿元，同比下降19.54%，主要系票据贴现业务下降所致。

2015~2017年，公司其他流动资产波动幅度较大，年均复合下降1.73%。截至2017年底，公司其他流动资产9.16亿元，同比增长32.29%，主要系公司待抵扣的增值税进项税额同比增加所致，公司其他流动资产包括预缴企业所得税2.96亿元、待抵扣增值税进项税6.20亿元及少量其他资产。

2015~2017年，公司非流动资产保持相对稳定，年均复合下降2.64%。截至2017年底，公司非流动资产总额400.93亿元，主要由固定资产（占82.63%）、在建工程（占4.50%）和无形资产（占4.70%）构成。

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长193.57%，主要系近年来财务公司购买的债券投资和同业存单增长所致。截至2017年底，公司可供出售金融资产11.11亿元，同比增长92.26%，其中可供出售债务工具9.84亿元，可供出售权益工具1.27亿元。

2015~2017年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长21.70%，主要系公司投资的合营企业及联营企业权益法下确认投资收益

所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资 15.25 亿元，同比增长 23.02%，其中合营企业长期股权投资 3.35 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 11.90 亿元，主要为河南金马能源股份有限公司和盛隆化工有限公司等。

2015~2017 年，公司固定资产保持相对稳定，年均复合下降 2.15%。截至 2017 年底，公司固定资产为 331.30 亿元，同比下降 6.73%，以机器设备及房屋建筑物为主。公司固定资产累计计提折旧 498.42 亿元，公司固定资产成新率 40.36%，累计计提减值准备 5.93 亿元。

2015~2017 年，公司在建工程快速下降，年均复合下降 34.78%。截至 2017 年底，公司在建工程 18.06 亿元，同比下降 20.03%，主要系工程完工后转入固定资产所致。

2015~2017 年，公司无形资产有所波动，年均复合下降 0.21%。截至 2017 年底，公司无形资产为 18.84 亿元，同比增长 3.39%，公司无形资产主要包括土地使用权 16.25 亿元、特许经营权 1.07 亿元和采矿权 0.90 亿元等。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 708.89 亿元，其中流动资产占 44.33%，构成方面，流动资产主要包括货币资金（占 14.80%）、应收票据（占 24.83%）和存货（占 40.14%）。非流动资产主要包括固定资产（占 81.54%）和在建工程（占 5.69%）。

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，主要为原材料和产成品，目前行业景气度较好，跌价风险较小，公司应收款项账龄较短，公司整体资产质量良好。

2015~2017 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 14.59%，主要系公司盈利较好，未分配利润增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 272.37 亿元（其中少数股东权

益 33.42 亿元），同比增长 23.35%。其中，归属母公司权益主要由实收资本（占 32.28%）、资本公积（占 35.01%）、盈余公积（占 17.19%）和未分配利润（占 15.27%）构成。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 288.61 亿元（其中少数股东权益 35.54 亿元），除未分配利润进一步增长外，其他构成部分变化不大。

整体上看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

2015~2017 年，公司负债总额有所增长，年均复合增长 3.81%。截至 2017 年底，公司负债合计 449.54 亿元，同比增长 1.79%，其中流动负债占比 80.34%，非流动负债占比 19.66%。

2015~2017 年，公司流动负债不断增长，年均复合增长 10.22%。截至 2017 年底，公司流动负债 361.18 亿元，同比增长 7.65%，主要由短期借款（占 12.82%）、吸收存款及同业存放（占 8.16%）、应付票据（13.32%）、应付账款（占 19.29%）、预收款项（占 10.64%）、一年内到期的非流动负债（占 13.65%）和其他流动负债（占 8.53%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 17.43%。截至 2017 年底，公司短期借款为 46.30 亿元，同比下降 33.31%，以信用借款（占 87.74%）为主。

2015~2017 年，吸收存款及同业存放波动增长，年均复合增长 24.51%。截至 2017 年底公司吸收存款及同业存放 29.48 亿元，同比下降 20.51%，主要包括活期存款（占 80.27%）、通知存款（占 6.32%）和定期存款（13.41%）。

2015~2017 年，公司应付票据波动中有所下降，年均复合下降 5.13%。截至 2017 年底，公司应付票据 48.10 亿元，同比增长 34.19%，主要系原材料价格上涨，公司及部分子公司增加了对授信额度的使用，所开具银行承兑汇票增加，公司应付票据以银行承兑汇票为主。

2015~2017 年，公司应付账款有所增长，年均复合增长 6.49%。截至 2017 年底，公司应付账款 69.69 亿元，同比增长 4.49%。公司应

付账款中账龄在 1 年以内的比例为 95.88%，公司账龄超过 1 年的重要应付账款合计 1.58 亿元，主要为结算中的工程款。

2015~2017 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 21.51%。截至 2017 年底，公司预收款项 38.43 亿元，同比增长 4.36%，公司账龄超过 1 年的重要预收账款合计 0.44 亿元，主要为尚未结算完毕的合同结算尾款。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动幅度较大，年均复合下降 1.55%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 49.29 亿元，同比增长 53.49%，主要系公司 2015 年 7 月和 8 月发行的三年期中期票据将于一年内到期重分类到此科目以及偿还一年内到期的长期借款所致。当期期末公司 1 年内到期的长期借款 9.33 亿元，1 年内到期的公司债券 39.96 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 30.81 亿元，同比增长 35.55%。公司其他流动负债全部为短期应付债券，属于短期有息债务。

2015~2017 年，公司非流动负债不断下降，年均复合下降 14.12%。截至 2017 年底，公司非流动负债 88.36 亿元，同比下降 16.75%，主要由长期借款（占 78.95%）和递延收益（占 16.55%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动幅度较大，年均复合增长 2.38%。截至 2017 年底，公司长期借款 69.76 亿元，同比增长 35.11%，主要为信用借款（占 77.22%）和保证借款（占 16.90%）。

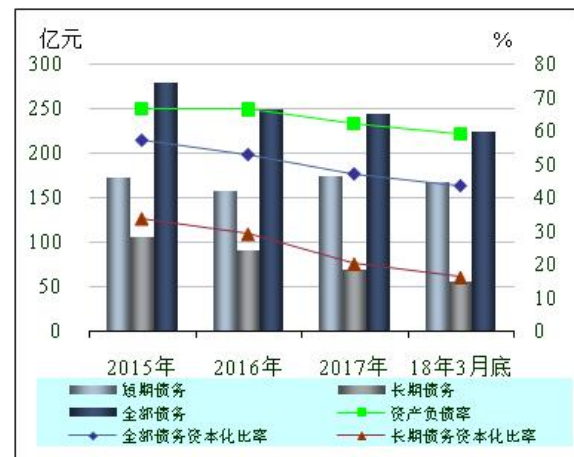
2015~2017 年，公司递延收益波动中有所增长，年均复合增长 6.68%。截至 2017 年底，公司递延收益为 14.62 亿元，同比增长 15.20%，全部为政府补助，其中包括子公司合肥钢铁自合肥市土地储备中心收到的土地收储补偿款 6.52 亿元。

2015~2017 年，公司全部债务分别为 278.55 亿元、249.36 亿元和 244.26 亿元，总体呈下降态势。债务构成方面，公司短期债务占

比持续上升，从 2015 年底的 61.82% 上升至 2017 年底的 71.44%。近三年公司资产负债率分别是 66.79%、66.67% 和 62.27%；2015~2017 年全部债务资本化比率分别为 57.32%、53.04% 和 47.28%；同期长期债务资本化比率分别为 33.89%、29.30% 和 20.39%，受益于债务规模下降和所有者权益增长，公司债务指标有所改善。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 420.29 亿元，较上年底下降 6.51%。公司全部债务 224.45 亿元，较 2017 年底下降 8.11%，其中短期债务占 74.97%，占比进一步上升。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 59.29%、43.75% 和 16.29%。

图 6 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

总体上，公司流动负债占比偏高，有息债务以短期为主，且短期债务占比逐年增长，公司债务结构有待改善，但公司整体债务规模逐年下降，公司债务指标较为适宜。

2. 盈利能力

2015~2017 年，钢铁市场回暖，公司营业收入快速增长，年均复合增长 27.41%。2017 年公司实现营业收入 732.28 亿元，同比增长 51.69%。近三年公司营业利润率逐年增长，2015~2017 年公司营业利润率分别为 -1.29%、10.95% 和 12.20%，公司能够保持较好的利润

空间。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用有所增长，年均复合增长4.83%，其中管理费用占比较高。2017年，公司期间费用32.83亿元，公司期间费用占营业收入比重为4.48%，同比下降2.29个百分点。公司期间费用控制能力有所改善。

资产减值方面，2015~2017年公司资产减值损失金额较大，对公司利润有较大影响。近三年资产减值损失分别为16.19亿元、10.64亿元和7.46亿元，主要为存货跌价损失及固定资产减值损失，总体上公司减值准备计提较为充分。

2015~2017年，公司营业外收入快速下降，年均复合下降32.28%。2017年公司实现营业外收入1.76亿元，同比下降14.17%，公司营业外收入主要为获得的政府补助。

受上述因素共同影响，2015~2017年，公司利润总额持续增长，近三年公司利润总额分别为-47.27亿元、13.69亿元和58.09亿元。

从盈利指标看，2014~2016年公司总资本收益率分别为-8.33%、4.56%和11.60%；同期公司净资产收益率分别为-24.61%、5.69%和18.62%，公司盈利能力近年来明显提升。

2018年1~3月，公司实现营业收入183.08亿元，利润总额17.80亿元，当期营业利润率为12.38%，较2017年全年水平提升0.18个百分点。

总体来看，受益于钢铁市场回暖，公司近年来利润水平大幅提高，公司期间费用控制能力有所改善，盈利能力有所增强。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，近三年公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长17.19%。2017年公司经营活动现金流入量为802.36亿元，同比增长40.22%，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为795.04亿元，同比增长48.50%；近三年，公司经营活动现金流出量快

速增长，年均复合增长20.05%。2017年公司经营活动现金流出量为757.46亿元，同比增长43.99%，其中购买商品、接受劳务支付的现金660.36亿元，同比增长46.12%；近三年公司经营活动现金流量净额不断下降，年均复合下降12.51%，三年来均表现为净流入，2017年公司经营活动产生的现金流量净额为44.90亿元，同比下降2.81%。2015~2017年，公司现金收入比分别为127.24%、110.90%和108.57%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，近三年公司投资活动现金流入量波动下降，年均复合下降54.89%，2017年公司投资活动现金流入9.67亿元；近三年公司投资活动现金流出量波动下降，年均复合下降27.67%，2017年公司投资活动现金流出43.82亿元，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，同比增长64.56%；同期投资活动产生现金流量净额为-34.14亿元。

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流入量分别为177.03亿元、174.27亿元和159.52亿元，公司筹资活动现金流入量主要为公司取得借款收到的现金；近三年公司筹资活动现金流出量保持相对稳定，年均复合下降2.44%，2017年公司筹资活动现金流出量为183.28亿元，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23.77亿元。

2018年1~3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6.33亿元、5.54亿元和-11.39亿元。当期公司经营活动现金流量净额同比大幅减少；公司投资支付的现金大幅增长，公司投资活动现金流同比由大幅净流出转为净流入；公司筹资活动现金流规模同比有所提升，净流出量有所扩大。

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，目前公司短期债务规模较大，未来仍有

一定筹资现金流压力。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年公司流动比率和速动比率加权均值分别为79.83%和50.51%。截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为88.87%和57.18%，同比分别增长16.09个百分点和15.84个百分点。截至2018年3月底，上述指标分别为90.90%和54.42%。另外，2015~2017年公司经营现金流流动负债比持续下降，三年经营现金流流动负债比分别为19.73%、13.77%和12.43%。此外，2018年3月底，公司现金类资产为142.20亿元，对短期债务的保障倍数为0.85倍。总体看，公司短期偿债指标一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年公司EBITDA分别为-2.04亿元、56.99亿元和103.39亿元；近三年EBITDA利息倍数分别-0.19倍、6.36倍和11.21倍；2015~2017年全部债务/EBITDA分别为-136.86倍、4.38倍和2.36倍，公司近年来长期偿债能力指标有所好转，2017年处于较好水平。

截至2018年3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2018年3月底，公司本部共获得银行授信426.52亿元，尚余235.41亿元未使用，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（HK00323）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CP002”存续余额为10亿元，2017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149.00亿元、802.36亿元和44.90亿元，分别为“17马鞍山钢铁CP002”本金的14.90倍、80.24倍和4.49倍。截至2018年3月底，公司现金类资产为142.20亿元，为“17马鞍山钢铁CP002”本金的14.22倍。

总体看，公司现金类资产及经营性现金流对“17马鞍山钢铁CP002”本金的保护能力极强。

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4月16日，公司无未结清不良信贷记录；公司已结清信贷信息概要中，存在7笔欠息、93笔垫款及224笔关注类票据贴现记录。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3000万元，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强。

十、债权保护条款

“17马鞍山钢铁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。

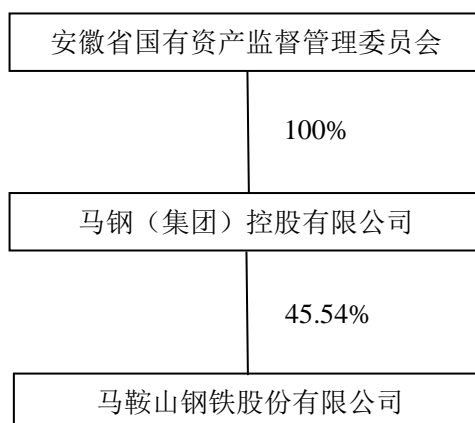
截至 2017 年底，担保方马钢集团资产总额为 917.56 亿元，所有者权益合计为 342.52 亿元(含少数股东权益 183.04 亿元)；2017 年，担保方实现营业收入 795.87 亿元，利润总额 56.08 亿元。经联合资信评定，马钢集团主体长期信用等级为 AAApi，评级展望为稳定。

整体看，马钢集团经营实力强，对“17 马鞍钢铁 CP002”的担保有助于保障其本息偿付的安全性。

十一、 结论

综合考虑，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA⁺调整为 AAA，评级展望为稳定；维持“17 马鞍钢铁 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	108.37	94.76	149.00	142.20
资产总额(亿元)	624.54	662.46	721.92	708.89
所有者权益(亿元)	207.42	220.81	272.37	288.61
短期债务(亿元)	172.20	157.85	174.50	168.28
长期债务(亿元)	106.35	91.51	69.76	56.17
全部债务(亿元)	278.55	249.36	244.26	224.45
营业收入(亿元)	451.09	482.75	732.28	183.08
利润总额(亿元)	-47.27	13.69	58.09	17.80
EBITDA(亿元)	-2.04	56.99	103.39	--
经营性净现金流(亿元)	58.65	46.20	44.90	6.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.08	9.70	10.61	--
存货周转次数(次)	6.19	5.14	5.78	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.75	1.06	--
现金收入比(%)	127.24	110.90	108.57	97.03
营业利润率(%)	-1.29	10.95	12.20	12.38
总资本收益率(%)	-8.33	4.77	11.60	--
净资产收益率(%)	-24.61	5.69	18.62	--
长期债务资本化比率(%)	33.89	29.30	20.39	16.29
全部债务资本化比率(%)	57.32	53.04	47.28	43.75
资产负债率(%)	66.79	66.67	62.27	59.29
流动比率(%)	67.81	72.78	88.87	90.90
速动比率(%)	47.57	41.34	57.18	54.42
经营现金流动负债比(%)	19.73	13.77	12.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.19	6.36	11.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	-136.86	4.38	2.36	--

注：其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务；公司 2018 年 1-3 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