信用等级公告

联合[2018] 3348 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，“18 马鞍钢铁 CP001”信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年十二月二十五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

马鞍山钢铁股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

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：AAA		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
18 马鞍钢铁 CP001	10 亿元	2019/6/28	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 12 月 25 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产（亿元）	108.37	94.76	149.00	160.33
资产总额(亿元)	624.54	662.46	721.92	741.60
所有者权益(亿元)	207.42	220.81	272.37	318.73
短期债务（亿元）	172.20	157.85	174.50	158.32
长期债务（亿元）	106.35	91.51	69.76	36.67
全部债务(亿元)	278.55	249.36	244.26	194.99
营业收入 (亿元)	451.09	482.75	732.28	631.17
利润总额 (亿元)	-47.27	13.69	58.09	70.34
EBITDA(亿元)	-2.04	56.99	103.39	--
经营性净现金流（亿元）	58.65	46.20	44.90	80.08
营业利润率(%)	-1.29	10.95	12.20	14.30
净资产收益率(%)	-24.61	5.69	18.62	--
资产负债率(%)	66.79	66.67	62.27	57.02
全部债务资本化比率(%)	57.32	53.04	47.28	37.96
流动比率(%)	67.81	72.78	88.87	97.11
经营现金流动负债比(%)	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 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

李博文　郭 昊

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。

钢铁行业景气度持续提升，公司营业收入和利润总额大幅增长，资产负债率不断降低，2018 年前三季度，公司盈利规模继续大幅提升，经营状况持续向好。

马钢（集团）控股有限公司（以下简称“马钢集团”）为“18 马鞍钢铁 CP001”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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA；并维持“18 马鞍钢铁 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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“18 马鞍钢铁 CP001”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。
4. 公司在建项目未来投入规模有所增大，将带来一定资金支出压力。

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短期融资券跟踪评级报告

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2018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）控股有限公司持有马钢股份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。

公司主营钢材生产，产品包括板材、型材、线棒材、车轮及环件。

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9月底，公司（合并）资产总额741.60亿元，所有者权益318.73亿元（含少数股东权益36.62亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入631.17亿元，利润总额70.34亿元。

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2018年6月28日发行“马鞍山钢铁股份有限公司2018年度第一期短期融资券”（以下简称“18马鞍钢铁CP001”），发行额度为10亿元，将于2019年6月28日到期。

“18马鞍钢铁CP001”所募集资金的用途为偿还马鞍山钢铁股份有限公司2015年度第一期中期票据。截至2018年9月底，“18马鞍钢铁CP001”所募集的资金全部按照募集计划进行使用。

“18马鞍钢铁CP001”票面利率为5.05%，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，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，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（PPIRM）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）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1-6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1~6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1~6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对中国未来经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供

给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

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．行业现状

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。

2017 年《政府工作报告》中提出在去年已经压缩 6500 万吨钢铁产能的基础上要再压减钢铁产能 5000 万吨左右，目前已超额完成目标。在不到两年时间内，中国已累计压减钢铁产能超过 1.15 亿吨，李克强总理署名文章《开放经济造福世界》明确了，计划在 3 至 5 年内，钢铁产能压减 1.4 亿吨的目标，以 1.4 亿吨测算，至少已经完成了去产能目标任务的 82.14%。此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能，这带来了钢铁行业经营情况的全面好转。

整体来看，2018 年及后期的去产能空间已经不大，主要集中于河北（河北省 2018 年将压减钢铁产能 600 万吨）、江苏和山东等产钢大省，且未来去产能更多的涉及在产产能，去产能压力较大。此外，防止“地条钢”死灰复燃也对钢铁行业后期的健康发展具有重要意义。

2018 年 1 月 8 日，工信部印发了《钢铁行业产能置换实施办法》。置换比例方面，对京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例要执行不低于 1.25:1 的要求，其他地区由“等量置换”调整为“减量置换”。置换范围方面，只要建设内容涉及建设炼铁、炼钢冶炼设备，就须实施产能置换，简言之，即“建设炉子、就须置换”。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。

钢铁行业集中度方面，《钢铁工业“十二五”发展规划》曾提出，到“十二五”末，前10家钢铁企业产业集中度要提高到60%的目标。但“十二五”期间中国前10家钢铁企业产业集中度不升反降，由2010年的49%下降至2015年的34%。因此，《钢铁工业调整升级规划（2016－2020年）》再次明确了“十三五”期间，前10家钢铁企业产业集中度提高到60%的目标。截至2016年底，CR10为35.9%，同比增加1.7%，CR4上升为21.7%，同比增加3.1%，主要受2016年宝武合并所致。中国钢铁企业的重组有利于钢铁行业集中度的提高，有望在提升企业整体竞争水平、降低生产成本等方面起到一定积极作用。

从规模上看，钢铁行业具有典型的规模经济特征，规模较大的企业在现有市场的竞争中

往往占据一定的优势。从所有制形式来看，国有企业规模大、产品结构丰富，技术水平高，市场占有率高，在市场竞争中处于有利地位；民营企业不但面临行业节能减排、淘汰落后产能的压力，还要在激烈的市场环境中求生存，整体面临的竞争更为激烈。从经营效益来看，民营企业因机制灵活、成本控制能力强、企业负担小，整体上效益比国有企业好。从产品来看，大型企业追求规模化，主要生产需求大、技术难度高、利润高的产品，中小型企业更多瞄准需求不大的细分市场。

表 1　2017 年中国钢铁企业粗钢产量排名

（万吨、%）

序号	单位名称	粗钢产量	增幅
1	中国宝武钢铁集团	6539.27	11.81
2	河钢集团有限公司	4406.29	-1.91
3	江苏沙钢集团	3834.73	15.32
4	鞍钢集团公司	3421.98	3.09
5	首钢集团	2762.90	3.11
6	山东钢铁集团有限公司	2167.88	-5.82
7	北京建龙重工集团有限公司	2026.13	23.14
8	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	2014.64	11.41
9	马钢（集团）控股有限公司	1971.40	5.82
10	本钢集团有限公司	1576.94	9.50
11	方大钢铁集团有限公司	1511.10	10.49
12	日照钢铁控股集团有限公司	1498.23	8.13
13	包头钢铁(集团)有限责任公司	1420.01	15.42
14	河北新武安钢铁集团	1382.45	1.14
15	广西柳州钢铁集团有限公司	1229.90	11.29
16	河北津西钢铁集团	1171.93	6.05
17	福建省三钢(集团)有限责任公司	1119.41	7.75
18	太原钢铁(集团)有限公司	1050.26	2.15
19	河北敬业集团有限责任公司	1040.61	-5.51
20	中天钢铁集团有限公司	1035.95	12.16
21	陕西钢铁集团有限公司	1023.80	40.19
22	安阳钢铁集团公司	1005.74	-4.06

资料来源：联合资信根据公开数据整理

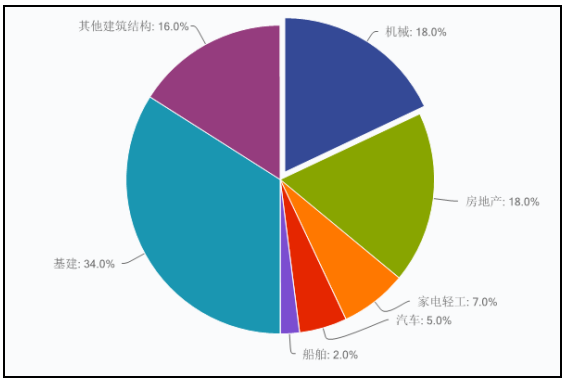
注：1、表中仅列示粗钢产量大于 1000 万吨的企业

2、统计数据可能与企业公布数据有出入。

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。

图 1　钢材主要消费行业

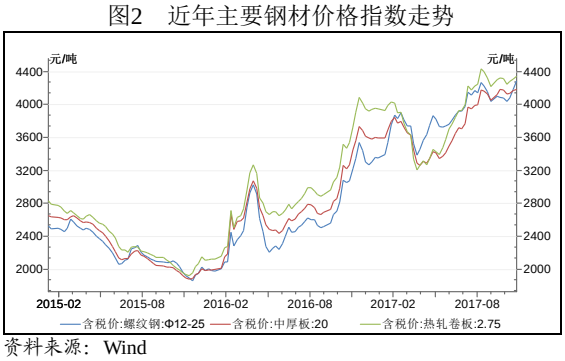


资料来源：Wind

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。

图2　近年主要钢材价格指数走势



资料来源：Wind

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%。

3．原材料供给

从原材料情况看，钢铁生产主要原燃料包括铁矿石、焦炭等。

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。

在中国铁矿石的主要来源构成中，国内矿和进口矿占比大致各占一半左右，其中澳洲、印度和巴西是中国铁矿石进口的主要地区。

国内铁矿石

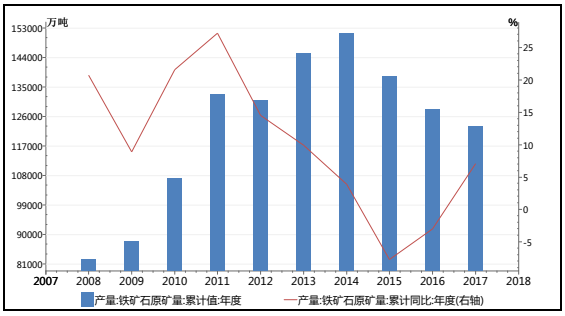
中国铁矿主要分布在东北（主要分布在鞍山矿区）、华北（主要分布在河北宣化、迁安和邯郸、邢台地区）、中南（主要分布在湖北大冶矿区）、华东（主要分布在安徽省芜湖至南京一带）以及西南、西北地区各省。中国铁矿资源有两个特点，一是贫矿多，贫矿初储量约占总储量的 80.00%；二是多元素共生的复合矿石较多，矿体复杂。

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 3　2008~2017 年中国铁矿石产量及增长率

（单位：万吨、%）

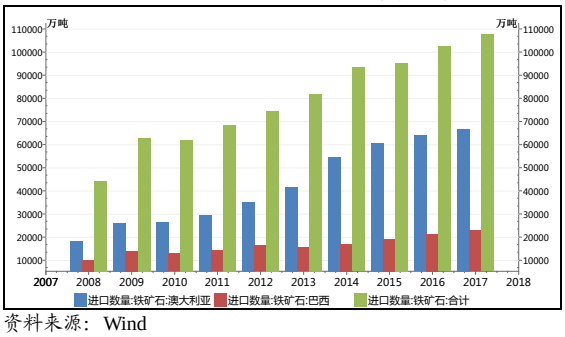


资料来源：Wind

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 4　2008~2017 年中国铁矿石进口量
（单位：万吨、%）

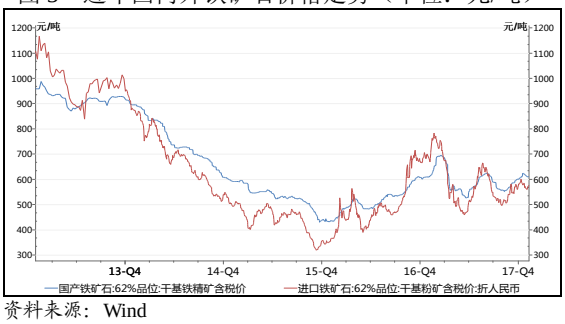


资料来源：Wind

铁矿石价格

受下游传统工业制造业景气度低迷，2012~2013 年，国内外铁矿石价格整体呈现波动下滑趋势；而进入 2014 年之后，受淡水河谷、力拓和必和必拓国际三大矿山铁矿石供应量不断提升以及国内钢铁行业景气度持续低迷的影响，国内外铁矿石价格走势呈现滑梯式下跌形态，直到 2015 年 12 月进口铁矿石价格下跌出现阶段性极值并随后开始缓慢回升。随后在 2016 年第四季度出现一波快速反弹，但随着价格快速反弹，厂商生产热情开始回升，增加了市场供给，进口铁矿石价格自 2017 年第一季度末期出现快速下跌，已接近国产铁矿石价格水平；随后中国环保制约因素加强，带动加快去产能的红利，铁矿石在下游钢材的价格上涨以及利润颇丰的刺激下，价格不断走高。

图 5　近年国内外铁矿石价格走势（单位：元/吨）



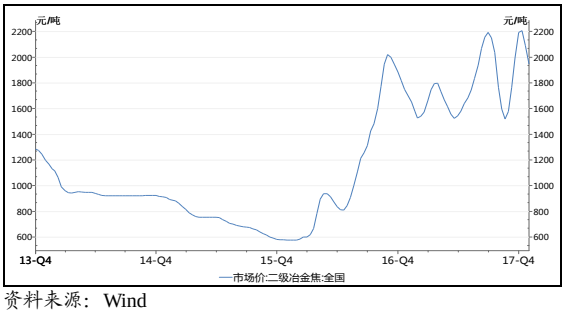
资料来源：Wind

以 62%品位的干基铁精粉矿含税价为例，2014 年 1 月，国产铁矿石价格为 904.76 元/吨，进口铁矿石价格为 914.07 元/吨，同比分别下降 3.01%和 7.91%。从国内外铁矿石价格表现上看，2014 年以前国产铁矿石价格长期低于进口铁矿石价格，但随着进口铁矿石供大于求的市场环境逐步显现，加之国内矿山普遍开采难度较大，矿石品位有限导致开采成本较高，2014 年初至 2015 年末国内外铁矿石价格出现倒挂且两者价差不断扩大，自 2016 年初至今两者价格差额逐渐缩小。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。

图6　全国二级冶金焦日市场价
（单位：元/吨）



资料来源：Wind

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。

4. 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 2 “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。

5. 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。

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 9 月底，公司累计发行股本 770068.12 万股，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 1~9 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	302.55	47.94	13.44
型材	40.65	9.01	0.15	44.94	9.31	6.38	62.99	8.60	5.87	50.35	7.98	10.66
线棒	46.58	10.33	-8.84	122.57	25.39	8.26	236.02	32.23	19.65	196.81	31.18	19.46
车轮及环件	11.70	2.59	22.05	11.03	2.29	22.72	13.56	1.85	17.62	11.87	1.88	1.04
其他	115.04	25.50	7.96	51.10	10.58	25.13	28.54	3.90	12.40	69.59	11.02	17.42
合计	**451.09**	**100.00**	**-0.84**	**482.75**	**100.00**	**11.84**	**732.28**	**100.00**	**13.21**	**631.17**	**100**	**15.30**

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 1~9 月，公司整体营业收入 631.17 亿元，为 2017 年全年水平的 86.19%。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 47.94%和 31.18%。毛利率方面，板材和型材毛利率分别小幅上升至 13.44%和 10.66%；线棒材毛利率较去年全年水平相比基本稳定；车轮及环件毛利率则大幅下降至 1.04%，主要系公司原材料价格上涨，但车轮钢价格采用招标定价变化较小；公司整体毛利率水平较 2017 年全年水平增长 2.09 个百分点至 15.30。

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 1~9 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
铁矿石	马钢集团供应	516	583	548	253	395	475	608	588
	海外进口	1545	1945	1574	1214	430	436	563	631
	周边地区购买	605	198	57	162	480	584	684	693
焦煤		1086	1101	912	596	595.79	836	1304	1097
焦炭		187	333	149	108	108.08	1233	2014	1952

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，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9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1833万吨、粗钢2298万吨、钢材2017万吨的综合生产能力，在

中国钢铁企业中位居前列。2018年3月，公司一钢轧总厂板坯铸机和中板生产线永久性停产，公司去掉板材产能100万吨/年。

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 1~9 月
生铁	1801	1764	1817	1387
粗钢	1882	1863	1971	1512
钢材	1824	1767	1858	1441

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 1~9 月，公司生铁、粗钢及钢材的产量分别为 1387 万吨、1512 万吨和 1441 万吨，分别占 2017 年全年产量的 76.33%、76.71%和 77.56%。

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、万吨/年）

类别		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
板材	产能	1031	991	991	881
	产量	913	917	947	731
型材	产能	294	294	294	294
	产量	183	185	186	139
线棒材	产能	984	810	810	810
	产量	714	653	707	556
火车轮及环件	产能	32	32	32	32
	产量	14	12	17	15

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重型系列、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 公里以下客运火车车轮，马钢公司产品市场占用率在 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 1~9 月
板材	销量	907	920	947	732
	销售均价	2483	2646	3750	4011
型材	销量	182	185	186	140
	销售均价	2345	2271	3271	3628
线棒材	销量	713	643	714	552
	销售均价	1942	1984	3273	3695
火车轮及环件	销量	14	13	16	15
	销售均价	8848	8875	8429	8000

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，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 1~9 月，上述产品销售均价进一步上涨至 4011 元/吨、3628 元/吨和 3695 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 9 底，公司主要在建项目包括重型 H 型钢轧钢生产线项目、原料场环保升级及智能化改造项目等，公司主要在建项目计划总投资为 63.99 亿元，截至 2018 年 9 月底公司主要在建项目累计已投入 9.64 亿元，公司计划于 2018 年继续投资 8.14 元，2019 年全年计划投资 23.12 亿元。

总体看，公司在建项目未来投资规模整体可控，投资压力尚可。

表 8　截至 2018 年 9 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 9 月底已投入	2018 年剩余投资	2019 年预计投资
重型 H 型钢轧钢生产线项目	119648	8813	17187	80000
重型 H 型钢异形坯连铸机工程	33000	8813	11479	20000
长材事业部型材升级改造	45000	30844	0	9800
马钢长材系列升级改造工程公辅配套项目	36000	12051	12000	7700
马钢高端汽车零部件用特殊钢棒线材深加工项目—优棒生产线工程	59000	22102	10000	2300
煤焦化公司（南区）净化系统合并项目	38000	9730	1600	7600

新料场功能置换固废处理系统工程	6000	2428	700	3000
马钢原料场环保升级及智能化改造工程	150000	0	5000	20000
二铁总厂 1#高炉大修工程	52000	0	10000	25000
一钢轧总厂新建六机六流方坯连铸机	10000	1622	3400	6800
特钢公司新建大方坯连铸机及配套改造工程	42000	0	10000	23000
炼焦总厂南区筒仓项目	42000	0	0	20000
能控中心北区 2#3#鼓风脱湿项目	3660	0	0	3000
能控中心 1#制氢站改造	3600	0	0	3000
合　计	**639908**	**96403**	**81366**	**231200**

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 1~9 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。

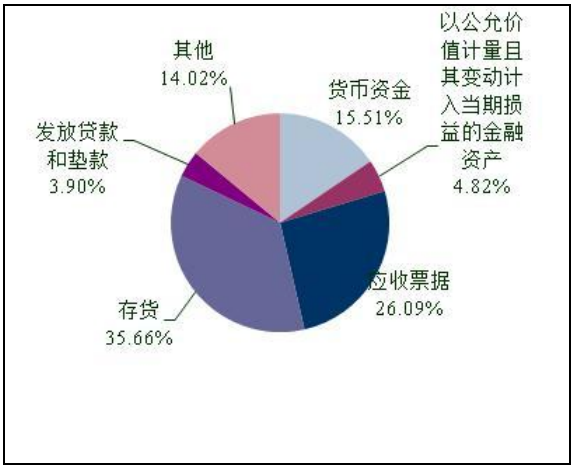
截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 741.60 亿元，所有者权益 318.73 亿元（含少数股东权益 36.62 亿元）；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 631.17 亿元，利润总额 70.34 亿元。

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 9 月底，公司资产总额 741.60 亿元，其中流动资产占 48.45%，构成方面，流动资产主要包括货币资金（占 19.99%）、应收票据（占 19.07%）和存货（占 32.91%）。非流动资产主要包括固定资产（占 79.52%）和在建工程（占 8.50%）。

总体看，跟踪期内公司资产结构中流动资产占比不断上升，构成上非流动资产占比稍高于流动资产，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 9 月底，公司所有者权益合计 318.73 亿元（其中少数股东权益 36.62 亿元），较 2017 年底增长 17.02%，主要来自盈利带来的未分配利润的增长。

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。

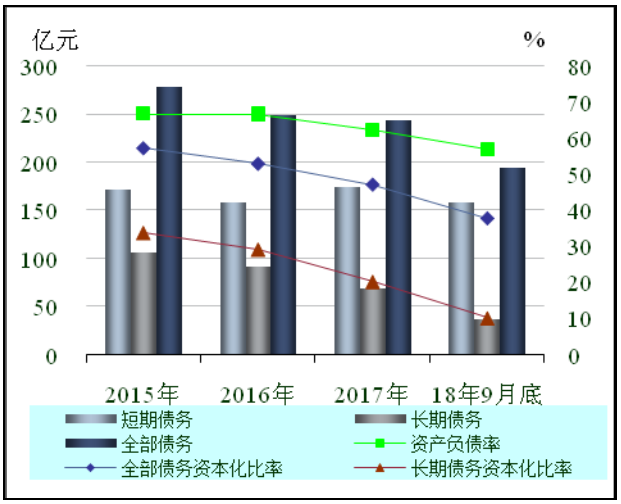
2015~2017 年，公司长期借款波动幅度较大，年均复合增长 2.38%。截至 2017 年底，公司长期借款 69.76 亿元，同比增长 35.11%，主要为信用借款（占 77.22%）和保证借款（占 16.90%）。

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 9 月底，公司负债总额 422.86 亿元，较上年底下降 5.93%。公司全部债务 194.99 亿元，较 2017 年底下降 20.17%，主要系长期借款、应付票据及一年内到期的非流动负债规模下降所致，其中短期债务占 81.19%，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 57.02%、37.96%和 10.32%。

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。

2017 年，公司实现资产处置收益-1.77 亿元，主要为固定资产处置损失；公司实现其他收益 2.39 亿元，主要为公司收到的政府补助。

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，2015~2017 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 1~9 月，公司实现营业收入 631.17 亿元，同比增长 19.39%，利润总额 70.34 亿元，同比增长 80.82%，当期营业利润率为 14.30%，较 2017 年全年水平提升 2.10 个百分点；公司期间费用合计 29.83 亿元，占营业收入的比重为 4.73%；公司实现投资收益 8.20 亿元、其他收益 1.15 亿元。

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 1~9 月，公司经营活动现金流入量为 672.45 亿元，以销售商品、提供劳务收到的现金为主，公司经营活动现金流出量为 592.37 亿元，已购买商品接受劳务收到的现金为主；公司投资活动现金流入量为 395.68 亿元，以收回投资收到的现金为主，公司投资活动现金流出量为 419.03 亿元，以投资支付的现金为主；公司筹资活动现金流入量为 126.58 亿元，以取得借款收到的现金为主，公司筹资活动现金流

出量为180.20亿元，已偿还债务支付的现金为主；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80.08亿元、-23.35亿元和-53.62亿元，其中公司投资活动中投资支付的现金和收回投资的现金规模较大，主要是下属财务公司滚动方式投资理财产品所致，公司经营活动现金净流入可以覆盖投资活动和筹资活动产生的现金净流出。

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，目前公司短期债务规模较大，未来仍有一定筹资现金流出压力。

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9月底，上述指标分别为97.11%和54.42%。另外，2015~2017年公司经营现金流动负债比持续下降，三年经营现金流动负债比分别为19.73%、13.77%和12.43%。此外，2018年9月底，公司现金类资产为160.33亿元，对短期债务的保障倍数为1.01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2018年9月底，公司共获得银行授信492.72亿元，尚余278.46亿元未使用，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，“18马鞍钢铁CP001”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“18马鞍钢铁CP001”本金的14.90倍、80.24倍和4.49倍。截至2018年9月底，公司现金类资产为160.33亿元，为“18马鞍钢铁CP001”本金的16.03倍。

总体看，公司现金类资产及经营性现金流对“18马鞍钢铁CP001”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11月22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。

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、债券保护条款

“18马鞍钢铁CP001”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 AAA，评级展望为稳定。

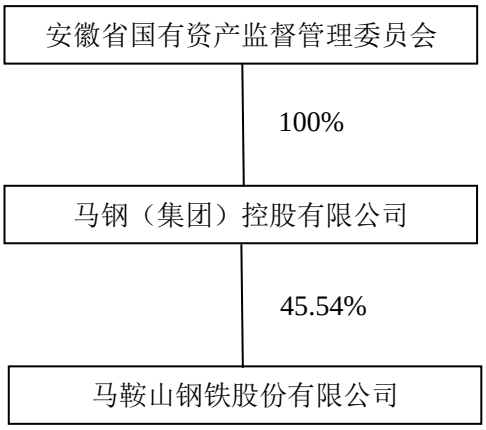
2017 年马钢集团现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 178.17 亿元、864.04 亿元和 52.36 亿元，分别为“18 马鞍钢铁 CP001”本金的 17.82 倍、86.40 倍和 5.24 倍。

整体看，马钢集团经营实力强，对“18 马鞍钢铁 CP001”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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA；维持“18 马鞍钢铁 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	108.37	94.76	149.00	160.33
资产总额(亿元)	624.54	662.46	721.92	741.60
所有者权益(亿元)	207.42	220.81	272.37	318.73
短期债务(亿元)	172.20	157.85	174.50	158.32
长期债务(亿元)	106.35	91.51	69.76	36.67
全部债务(亿元)	278.55	249.36	244.26	194.99
营业收入(亿元)	451.09	482.75	732.28	631.17
利润总额(亿元)	-47.27	13.69	58.09	70.34
EBITDA(亿元)	-2.04	56.99	103.39	--
经营性净现金流(亿元)	58.65	46.20	44.90	80.08
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	105.51
营业利润率(%)	-1.29	10.95	12.20	14.30
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	10.32
全部债务资本化比率(%)	57.32	53.04	47.28	37.96
资产负债率(%)	66.79	66.67	62.27	57.02
流动比率(%)	67.81	72.78	88.87	97.11
速动比率(%)	47.57	41.34	57.18	65.16
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 1~9 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	（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)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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