

信用等级公告

联合[2018] 911 号

联合资信评估有限公司通过对江苏沙钢集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年度第二期中期票据进行综合分析和评估，确定江苏沙钢集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，江苏沙钢集团有限公司 2018 年度第二期中期票据债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月四日



江苏沙钢集团有限公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息、到期一次还本

发行目的: 补充营运资金和偿还银行借款

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)	98.49	120.38	144.97	111.53
资产总额(亿元)	1088.71	1214.93	1368.99	1343.34
所有者权益(亿元)	437.21	458.47	587.08	605.06
短期债务(亿元)	463.05	387.65	305.41	305.80
长期债务(亿元)	57.32	146.98	166.71	153.35
全部债务(亿元)	520.37	534.63	472.13	459.15
营业总收入(亿元)	1205.19	1116.15	1238.56	376.95
利润总额(亿元)	13.90	39.29	174.54	39.18
EBITDA(亿元)	81.54	104.52	241.10	--
经营性净现金流(亿元)	60.58	78.70	214.81	17.88
营业利润率(%)	4.00	7.96	15.75	14.15
净资产收益率(%)	2.30	7.06	22.88	--
资产负债率(%)	59.84	62.26	57.12	54.96
全部债务资本化比率(%)	54.34	53.83	44.57	43.14
流动比率(%)	87.83	91.34	123.17	123.81
经营现金流动负债比(%)	10.33	13.25	37.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.38	5.12	1.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.00	5.75	13.75	--

注: 公司现金类资产中已剔除受限的货币资金和应收票据; 公司提供的 2018 年第一季度财务数据未经审计。

分析师

唐 岩 孙 鑫

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”)对江苏沙钢集团有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司作为中国特大型钢铁生产企业,在产能规模、区域优势、技术水平、研发实力以及产品结构等方面具备的综合优势及 2017 年以来,公司营业收入和利润总额快速增长,盈利能力大幅提升。联合资信同时关注到,钢铁行业原材料价格持续上涨、公司铁矿石对外依存度高、债务结构不尽合理等因素对其信用基本面带来的不利影响。

未来,公司仍将围绕钢铁主业,通过对现有生产线进行技术改造,调整产品结构,提高高附加值产品比例,公司综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据的发行对公司现有债务水平有影响较小,公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿付的风险极低,安全性极高。

优势

1. 公司是中国最大的民营钢铁企业,本部是世界单体产能最大的钢铁生产企业,规模优势显著。受益于钢铁价格的持续上涨,2017 年,公司营业收入和利润水平大幅提升。
2. 公司位于长三角地区,经济发达,为公司发展提供了良好的外部环境;公司拥有港口,物流运输具备成本优势。
3. 公司研发实力强,产品种类丰富,综合竞争力强。
4. 公司人员负担轻,期间费用率低,运营效率高。

5. 公司经营活动现金流和 EBITDA 规模较大，对本期中期票据保障能力很强。

关注

1. 原材料价格持续上升，行业内企业竞争激烈，公司经营压力加大。
2. 公司铁矿石主要依赖进口，对外依存度高。
3. 公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善；其他应收款金额较大，存在一定回收风险；所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由江苏沙钢集团有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江苏沙钢集团有限公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

江苏沙钢集团有限公司（以下简称“公司”或“沙钢集团”）前身为成立于 1975 年 6 月的沙洲县轧钢厂，1992 年 9 月，以张家港市钢铁厂为主体，组建江苏沙钢集团公司，1996 年 5 月，江苏沙钢集团公司改组为江苏沙钢集团有限公司，公司新增注册资金 3.71 亿元，增资后注册资金变更为 10.19 亿元，各股东出资比例为：张家港钢铁厂占 81%，张家港市氧气厂占 19%；2001 年 1 月，公司将 3.02 亿元资本公积转增注册资本，转增后公司注册资本为 13.21 亿元，各股东出资比例不变，公司整体改制工作顺利完成。

后经多次股权变更，截至 2018 年 3 月底，公司股东包括：张家港保税区兴恒得贸易有限公司（持股比例 29.10%）、张家港保税区润源不锈钢贸易有限公司（持股比例 17.67%）、自然人沈文荣（持股比例 29.32%）、龚盛、刘俭等 37 位自然人股东持有公司剩余股份。沈文荣持有张家港保税区润源不锈钢贸易有限公司 50.01% 的股份，为公司实际控制人，且沈文荣与张家港保税区兴恒得贸易有限公司的股东不存在关联关系。公司子公司江苏沙钢股份有限公司为深圳证券交易所上市公司，股票代码 002075.SZ。

公司主要经营业务包括：钢铁冶炼、钢材轧制、钢铁和铁矿石贸易等。

截至 2018 年 3 月底，公司共设有公司办、组织劳资处、纪检审计处、财务处、总工办、生产安全处和钢铁研究院等 20 余个职能部门。

截至 2018 年 3 月底，公司全资和控股子公司共 71 家，其中沙钢股份为深圳证券交易所上市公司。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 1368.99 亿元，所有者权益合计 587.08 亿元（含

少数股东权益 171.76 亿元）；2017 年公司实现营业总收入 1238.56 亿元，利润总额 174.54 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1343.34 亿元，所有者权益 605.06 亿元（含少数股东权益 176.88 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 376.95 亿元，利润总额 39.18 亿元。

公司注册地址：江苏省张家港市锦丰镇；法定代表人：沈彬。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年 3 月取得 DFI（自动储架发行债务融资工具）发行资质（中市协注【2018】DFI【3】号）。本次计划在 DFI 项下发行 2018 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度为 10 亿元，期限为 3 年。本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。本次募集资金中 5 亿元用于补充营运资金，主要用于公司本部及子公司支付货款、电费及其他运营资金需求；5 亿元用于归还公司本部及子公司银行借款。

本期中期票据无担保。

三、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（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。

四、行业及区域经济环境

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

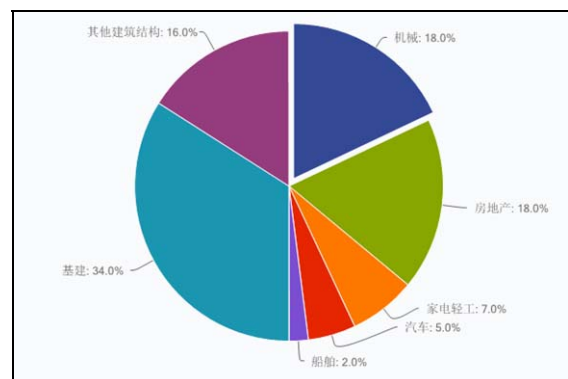
注:1、表中仅列示粗钢产量大于1000万吨的企业

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（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%。

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。

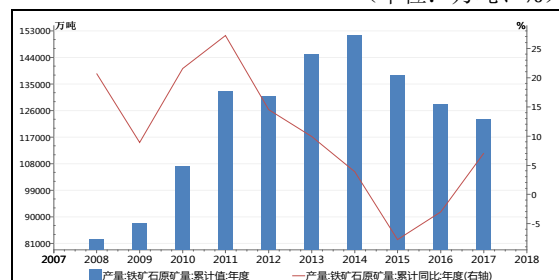
国内铁矿石

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、%)

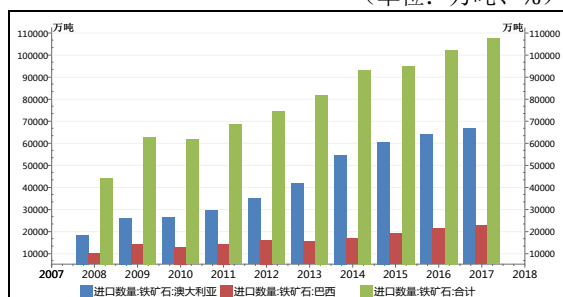


资料来源：Wind 资讯

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 4 2008~2017 年中国铁矿石进口量
(单位: 万吨、%)

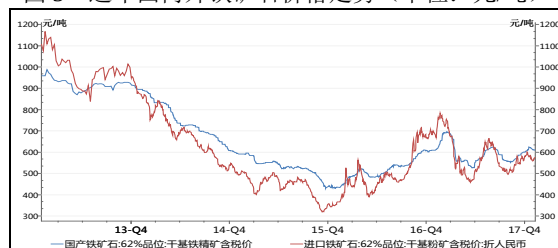


资料来源: Wind 资讯

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)



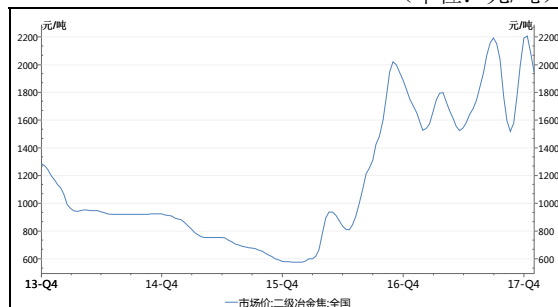
资料来源: Wind

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本13.21亿元，张家港保税区兴恒得贸易有限公司持股比例29.10%，张家港保税区润源不锈钢贸易有限公司持股比例17.67%，自然人沈文荣（持股比例29.32%）、龚盛、刘俭等37位自然人股东

持有公司剩余股份，此外，沈文荣持有张家港保税区润源不锈钢贸易有限公司 50.01% 的股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是中国最大的民营钢铁企业，主要业务涉及钢铁冶炼、钢材轧制、金属结构及其构件制造、加工与销售，产品主要包括钢坯、“沙钢”牌高速线材、热轧带肋钢筋、热轧圆钢、热轧卷板及宽厚板等，主导产品宽厚板、热轧卷板、不锈钢热轧和冷轧板、高速线材、大盘卷线材、带肋钢筋、特钢大棒材等已形成 60 多个系列、700 多个品种、近 2000 个规格。公司产品结构丰富，五大类产品中，建筑用材占 15%~20%，线材占 20%~25%，热卷板占 30%~35%，宽厚板占 10%~15%，特钢占 10%~15%，产品品种齐全。公司目前已具备年产生铁 2176 万吨、粗钢 2763 万吨、钢材 2760 万吨的生产能力。截至 2018 年 3 月底，公司全资和控股子公司共 71 家，其中沙钢股份为深圳证券交易所上市公司。

2017 年，公司在中国企业 500 强中名列第 84 位，中国制造业 500 强中名列第 31 位，中国民营企业 500 强名列第 14 位，且连续 9 年跻身世界企业 500 强，2017 年位列第 365 位。

3. 人员素质

截至 2018 年 3 月底，公司董事会成员 8 人，监事会成员 4 人，包括职工监事 1 人；高级管理人员 3 人，包括总经理 1 人，副总经理 2 人。

公司实际控制人沈文荣先生，1946 年出生，中专学历，高级经济师。1968 年参加工作，1983 年以来，历任沙洲钢铁厂党委副书记兼副厂长、厂长、厂党委书记兼厂长，江苏沙钢集团有限公司董事长等职务，现任沙钢集团董事局主席。

公司董事长沈彬先生，1979 年出生，硕士学历，中共党员。2001 年参加工作，历任新华

证券上海分公司交易员、江苏沙钢集团有限公司财务处会计、江苏国泰集团国贸股份公司会计、东方海外货柜航运有限公司（香港）高级会计、沙钢国际贸易有限公司总经理助理、沙钢南亚贸易公司副经理、沙钢国际贸易有限公司副董事长、第一副总经理、财务处处长、沙钢南亚贸易公司经理等职务，2016 年 3 月起任公司董事长、党委书记。沈文荣先生与沈彬先生为父子关系。

公司总经理龚盛先生，1958 年出生，大专学历，高级经济师。1983 年参加工作，历任公司团委副书记、档案室主任、公司办副主任、保卫处长、党委办主任、副总经理兼公司办主任、副董事长、常务副总裁、党委副书记，1996 年 9 月起任公司总经理、党委第一副书记等职务。

截至 2018 年 3 月底，公司共有职工 21347 人，按学历划分，初中及以下占 34.45%，高中中专占 37.12%，大专及以上占 28.43%；按岗位分，管理人员占 9.53%，研发人员占 0.93%，生产人员占 87.77%，销售人员占 1.77%；按年龄分，30 岁以下占 23.53%，30~50 岁占 64.95%，50 岁以上占 11.52%。

总体看，公司高管人员素质较高，管理经验丰富，员工结构合理，且较同规模企业人员负担轻，生产效率高。

4. 技术水平

公司建立了企业技术中心、博士后流动工作站，首期投入 4 亿元建立了江苏省（沙钢）钢铁研究院，成立了由 3 名院士、6 名教授组成的技术委员会。目前在沙钢钢铁研究院，有 20 多个新品项目和新技术的研发在同时展开。公司还聘请德国、法国、日本等国家著名冶金专家为客座教授定期来公司讲学，与奥钢联、浦项、蒂森克虏伯等国际大公司开展长期技术联系合作，并与国内外高等院校、科研院所加强合作。

公司装备先进，具有 5800 立方米高炉、5

米宽厚板轧机、180 吨转炉等世界一流冶金装备，其中宽厚板生产线是国内继宝钢后第二条 5 米宽生产线，技术先进，该生产线可生产船用钢板、管线用钢板、锅炉容器板等高附加值产品，船板钢通过了八国船级社认证，管线用钢板已应用于多个国家大型项目，如：西气东输二线、中俄石油管线、陕京三线输气工程等。

工艺方面，公司生产过程全部实施“全精炼、全连铸、全热送、全一火成材、全连轧”的工艺路线，创造高炉与转炉的铁水“一包到底”的“界面技术”等多项世界级创新技术，公司优钢比达 68%，板材比达 50%。

5. 环境保护

公司严格执行项目建设“三同时”制度，使环保设备与主体设备同时设计、同时施工、同时投入运行；环保设施投资额均占项目总投资的 12%以上。目前公司共有各类布袋除尘器 71 套，过滤面积达 14.34 万 m²，处理能力达 1048×108m³/年；有各类电除尘器 30 套，处理面积达 0.568 万 m²，处理能力达 1056×108m³/年。公司先后投资 2 亿多元，利用意大利 TECOAER 公司的除尘技术和德国 ABB 公司的变频调速装置进行技术改造，取得了较好的除尘效果。

在注重环境保护的同时，公司还积极推行清洁生产，坚持“资源—产品—再生资源”的循环经济理念，搞好资源综合利用。通过延长和拓宽生产技术链，减少生产过程的污染物排放，提高资源的利用率，形成了煤气回收利用、蒸汽回收利用、炉渣回收利用、污水回收利用和焦化副产品回收等五大循环经济圈。

公司目前实施了以 15 万吨中水回用、1#2#料场除尘网为代表的 9 个环保深度治理项目，项目投运后，可实现年减排粉尘 1500 吨，年回用中水 4000 万吨，公司环保指标绩效水平处于国内领先水平。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《企业国有资产法》等法律法规规定，设立了董事会、监事会、经理层和相关职能部门。公司制定了相关配套办法规范股东会、董事会、监事会的议事方法和程序，明确股东大会、董事会及董事长、总裁各级决策权力，依法行使股东大会、董事会及董事长、总裁的各级职权。股东会是公司的权力机构；董事会为日常经营机构和公司代表机构，对股东会负责。

公司实行董事会领导下的经理负责制，设总经理一名。总经理负责主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作；组织拟订公司年度经营计划、中长期发展规划草案，报请董事会批准；组织实施董事会各项决议，包括执行预决算方案，公司年度经营计划、投资方案以及其他决定事项等。

2. 管理水平

公司制定了财务管理、生产经营管理、环保制度等管理办法。

财务管理方面，为加强公司资金管理，有效筹集和安排资金，保证资金安全，公司执行国家财经政策及相关法规制度，按照《会计法》、《企业会计制度》以及企业会计准则的规定处理会计事项，制定了《财务管理制度》，对资金管理、资产管理、财务管理体制、财务核算、对外投资管理、成本费用管理、收入和利润分配的管理、财务报告进行了明确规定。

生产经营方面，公司制定了包括《安全生产管理制度》、《生产管理制度》和《工程项目财务管理办法》等。公司坚持“安全第一、预防为主”的安全生产管理方针，加强安全生产管理体系建设，通过了 ISO14001 环境体系和 OHSAS18000 职业健康体系认证；确保各类安全防范措施、安全警示装置，能够与主体工程同时设计、同时施工、同时投用。

环保方面，公司坚持经济建设与环境保护齐头并进、协调发展，新建项目必须严格执行环保“三同时”原则，即主体工程必须同污染治理设施同时设计、同时施工、同时投产使用。公司还制定了一系列的环境监测制度、环保基础管理制度、环保设备管理制度和考核制度等以确保环境保护的落实。

总体看，公司法人治理结构完善，管理制度健全，能够在制度上保证公司高效的运营。

七、经营分析

1. 经营现状

公司拥有炼焦、烧结、冶炼、轧钢等一系列完整生产工艺流程，主要钢铁产品按应用领域可分为线棒材、板带材和特殊钢材，其中线

棒材主要包括优质线材和螺纹钢，板带材主要包括宽厚板和热轧卷板，其他钢材占公司营业收入比重较小，主要包括圆钢、镀锌板、带钢等。公司钢铁主业（包括贸易）突出，收入占比高，2017 年为 98.91%。

受钢铁市场回暖的影响，2015~2017 年，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长 1.00%，2017 年为 1204.53 亿元，较上年增长 9.91%，主要系钢铁业务收入增长所致。2015~2017 年，钢铁业务收入波动增长，年复合增长 21.31%。2017 年实现钢铁业务收入 878.99 亿元。

从毛利率看，2015~2017 年，公司综合毛利率持续增长，三年分别为 3.63%、8.64%和 15.98%，主要系 2017 年钢铁价格上涨带动公司毛利率提升所致。

表 3 2015~2018 年 3 月公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	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
钢铁业务	597.30	50.58	5.82	581.65	53.08	14.01	878.99	72.98	20.45	235.70	63.25	22.34
贸易	571.50	48.40	0.82	498.03	45.45	2.16	312.49	25.94	2.88	133.96	35.95	0.61
其他	12.10	1.02	27.80	16.21	1.48	14.95	13.05	1.08	28.97	3.01	0.81	28.24
合计	1180.90	100.00	3.63	1095.89	100	8.64	1204.53	100.00	15.98	372.67	100.00	14.58

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 372.67 亿元，钢铁业务（包括贸易）占 99.20%，其中贸易收入占 35.95%。受钢铁价格持续回升影响，公司钢铁业务毛利率较 2017 年进一步提升，为 22.34%。

总体看，2017 年，随着钢铁价格的提升，公司钢铁业务收入和毛利率水平大幅提升，公司盈利能力增强。

2. 原材料采购

公司主要原材料包括铁矿石、煤炭、焦炭等。铁矿石在钢铁生产成本中占比约为 60%，焦炭占 25%。

铁矿石方面，铁矿石采购方面主要依靠进口，公司与世界主要的矿山公司形成了良好的长期合作关系。2015~2017 年，公司铁矿石采

购量持续上升，2017 年采购铁矿石 6104.23 万吨，较上年增长 4.54%，其中进口量为 4474.72 亿元，平均采购价格为 493 元/吨；内贸量为 1629.51 万吨，平均价格 580 元/吨。

表 4 公司铁矿石采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
铁矿石采购量	5693	5839	6104	1854
其中：进口量	4026	3976	4475	1402
进口价格	434	489	493	492
内贸量	1667	1863	1630	452
内贸价格	460	489	580	603

资料来源：公司提供

其中排名前五的采购商分别为 BHP、VALE、力拓、ANGLO 和 ROYHILL，采购量占比分别为 26.96%、9.51%、9.05%、3.07%和

1.59%，铁矿石采购集中度高。

表 5 公司 2017 年前五大铁矿石采购商情况

采购商	采购量（万吨）	采购金额（亿元）
BHP	1645.83	75.50
VALE	580.55	39.95
力拓	552.50	31.00
ANGLO	187.34	9.15
ROYHILL	96.87	4.46
合计	3063.09	160.06

由于钢铁生产对上游铁矿石依赖度较高，因此矿山企业相较钢铁生产企业具有较强的议价能力和获利能力。公司通过积极投资海外矿山，一方面获得一部分自给矿石，另一方面可延伸公司的获利空间。2004 年，公司与国内钢企联合 BHP、日本三井铁矿公司在澳洲设立威拉拉合营企业，投资西澳洲皮尔巴拉地区津布巴铁矿，合营年限 25 年，公司持有威拉拉合营企业 10% 的股权，每年可获得 250 万吨优质铁矿石资源；2008 年，公司并购澳大利亚格兰奇资源有限公司（Grange Resource Limited，以下简称“格兰奇”）。格兰奇为澳大利亚上市公司，目前拥有萨维奇河球团厂和处于待开发阶段的南坡项目，南坡项目资源储量约 8 亿吨，该项目建成后预计将年产 660 万吨铁精粉和 680 万吨球团，目前萨维奇河球团厂项目生产运营正常，每年直供公司球团约 120 万吨。

铁矿石定价方面，公司与主要矿山企业签订长期协议，保障原料供应，并按照普氏指数确定价格，主要由矿山企业负责运输。

表 6 公司参股铁矿矿山情况

资源矿名称	资源储量（亿吨）	年产量（万吨）	持股比例	矿产自给情况
萨维奇河球团矿	3.23	250~300	47%	120 万吨/年
格兰奇南坡铁矿	8	1340	47%	尚未开产
威拉拉合营矿	3.75	700	10%	250 万吨/年

资料来源：公司提供

钢铁板块业务需要的原料还有煤、焦炭和废钢等，在煤炭和焦炭的采购上，公司主要以国内采购来保证生产所需，并采取集中采购的模式，有效地降低了公司的采购成本。公司积极锁定上游资源，与山西焦煤集团、中国中煤能源集团、江苏大屯煤矿、神华集团建立战略合作伙伴关系。2008 年，与阳泉煤业（集团）有限责任公司合资成立阳泉煤业集团沙钢能源投资有限责任公司，主要从事对炼焦煤、无烟煤及其它自然资源开采企业的投资，以及收购整合地方煤矿及其煤炭资源。与山东枣矿、兖矿等煤资源基地合资兴建焦化生产线，确保了焦炭的稳定供应。2017 年，公司国内采购煤炭 900 万吨，国外采购煤炭 222 万吨，焦炭采购量 315 万吨。2017 年全年采购煤炭采购金额为 132.89 亿元，焦炭采购金额为 61.43 亿元。

表 7 公司煤炭和焦炭采购情况（单位：万吨、元/吨）

品种	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	自产	国内采购	国外采购	自产	国内采购	国外采购	自产	国内采购	国外采购	自产	国内采购	国外采购
煤炭采购量	-	1208	226	-	980	146	--	900	222	--	234	17
煤炭采购价格	-	636	712	-	730	799	--	1180	1203	--	1236	1624
焦炭采购量	629	407	-	489	315	-	520	315	--	121	88	--
焦炭采购价格	910	880	-	1007	1190	-	1976	1950	--	1885	2151	--

资料来源：公司提供

公司目前具备焦炭 650 万吨/年的产能，为 5800m³ 高炉配套建设，外购部分供给其余高炉使用。2015~2017 年焦炭自给率均超过 50%，2017 年达到 62.28%。煤和焦炭的定价方式为每月进行招标。

价格方面，2017 年，公司原材料采购价格

呈上升趋势，2017 年公司内贸、进口铁矿石价格分别为 580 元/吨和 493 元/吨，同比分别增长 18.61% 和 0.82%；煤炭国内采购价格为 1180 元/吨，同比增长 61.64%；煤炭国外采购价格为 1203 元/吨，同比增长 50.53%；焦炭采购价格 1950 元/吨，同比增长 63.87%。2018 年 1~3

月，公司内贸铁矿石价格进一步上涨，较 2017 年均价增长 3.90%，进口铁矿石价格有所下降，较 2017 年均价下降 0.12%；同期，国内采购煤炭、国外采购煤炭和焦炭采购价格均较上年有所上涨，增幅分别为 4.75%、35.06%和 10.31%。

运输方面，公司拥有 8 公里长的长江深水岸线，建有 5~20 万吨级码头 12 座，23 个泊位，其中对外开放码头 9 个，年吞吐能力达 8000 万吨。公司的原辅料和产成品 90%以上都依靠水路运输，降低了物流成本。

总体看，公司原料供应稳定，拥有港口，节约了运输成本，进口铁矿石含硫量低，有助于产品质量的提升和环境保护；2017 年，铁矿石和煤炭价格有所上涨，公司的成本控制压力有所增加。

3. 生产经营

公司主要业务涉及钢铁冶炼、钢材轧制、金属结构及其构件制造、加工与销售，产品主要包括钢坯、“沙钢”牌高速线材、热轧带肋钢筋、热轧圆钢、热轧卷板及宽厚板等。

公司生产设备、工艺、产品先进，形成了装备大型化、生产专业化、控制自动化的三大优势，公司产业链完整，拥有烧结、焦化、炼钢、热轧、冷轧等完整的生产流程，主要设备有：具有 2680 立方米大高炉 3 座、5800 立方米高炉 1 座、480~2000 立方米高炉 20 座、180 吨转炉 6 座、120 吨转炉 1 座、50~80 吨转炉 8 座、50~110 吨电炉 10 座、5 米宽厚板生产线 2 条、热卷板生产线 3 条、棒材生产线 12 条、高速线材及大盘卷生产线 7 条、镀锌板生产线 1 条、无缝钢管生产线 1 条，其中 5800 立方米高炉为中国最大、世界第二大高炉，5 米宽厚板生产线目前国内仅有 3 条。在产能上，公司目前已具备年产生铁 2176 万吨、粗钢 2763 万吨、钢材 2760 万吨的生产能力。

表 8 2015~2018 年 3 月公司钢铁产能、产量情况
(单位：万吨/年、万吨)

项目	产能	产量			
		2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
生铁	2176	2368	2289	2206	530
粗钢	2763	2558	2497	2765	685
钢材	2760	2542	2423	2597	665

资料来源：公司提供

2017 年，公司生铁、粗钢、钢材产量分别为 2206 万吨、2765 万吨和 2597 万吨，整体产能利用率达到 90%以上。从区域分布看，公司炼钢产能 88%位于公司本部，江苏沙钢集团淮钢特钢股份有限公司（以下简称“淮钢特钢”）占比 12%。

循环经济方面，公司目前利用高炉、焦炉煤气发电，建有 82 万千瓦装机容量发电机组，2017 年发电量达到 57.48 亿千瓦时，总耗电量为 114.18 亿千瓦时，自发电占公司总用电量的 52.51%，全年节约用电成本 1.16 亿元。

表 9 公司主要技术经济指标

指标	项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
吨钢综合能耗 (kg 标煤/t)	公司	578	578	566	553
	重点钢企平均	580	581	571	557
吨钢耗新水 (m ³ /t)	公司	3.14	3.10	3.11	2.97
	重点钢企平均	3.16	3.12	2.93	2.70
吨钢污水排放量 (m ³ /t)	公司	0.53	0.50	0.58	0.53
	重点钢企平均	0.72	0.7	0.84	0.67
吨钢烟尘排放 (kg/t)	公司	0.41	0.41	0.39	0.38
	重点钢企平均	0.81	0.78	0.66	0.60
吨钢 SO ₂ 排放 (kg/t)	公司	0.69	0.53	0.46	0.45
	重点钢企平均	0.90	0.87	0.61	0.54

资料来源：公司提供

能耗方面，公司主要能耗指标居于国内领先地位，2017 年公司吨钢综合能耗 566 千克标准煤/吨，吨钢耗电 480.81 千瓦时/吨，2015~2017 年，公司能耗指标和污染物排放量均呈下降趋势，且指标优于行业平均水平。

产品方面,公司普钢产品主要包括5大类,优质线材、螺纹钢、热卷板、宽厚板和冷轧板,特钢主要由公司子公司淮钢特钢生产。

2015~2017年,公司钢材产品产量主要呈波动上升态势,产品结构有所变化,冷轧、优质线材和特钢产品产量较为稳定,螺纹钢产量有所下降,热卷和宽厚板产量波动上升;2017年主要钢材产量合计2597万吨,较2016年增长8.43%。公司的线棒材产品主要应用于工业和建筑业领域,宽厚板和热轧卷板是公司主要板带材产品。公司注重新产品的研发,新品范围覆盖了公司的所有生产线,包括板、卷、棒、线、冷轧五大类多个系列。板卷类开发包括高强度结构钢 S890/960QL,耐候结构钢 Q355NHB、Q355NHD、A588GrA,高耐蚀型耐候钢 S450EW,建筑结构钢厚规格 Q390GJDZ35、Q460GJCZ15,低屈强比 Q420C,冷成型用高屈服强度钢 S355MC、S420MC等;棒线类包括高强度螺纹钢 T6、T63,抗震螺纹钢 T6E、T63E,耐蚀钢筋 HRB400M等;冷轧产品包括无取向硅钢:SG50W1300、SG50W800、SG50W600、SG50W600DZ等。

公司的宽厚板产品产量波动上升,2017年为298万吨,是公司的优势产品。公司的船板通过八国船级社认证,管线钢应用于包括西气东输二线、中俄石油管线、陕京三线输气工程等国家大型项目,锅炉容器钢、容器用高强度调质钢已通过权威机构生产许可认证。公司热轧卷板已经通过欧盟 CE 认证。

公司2014年新投产的冷轧生产线,公司冷轧产品产量近年来保持相对稳定,2017年产量为218万吨。公司冷轧产品包含无取向硅钢、酸洗板系列、镀锌板系列、普冷板和镀锡线,主要应用于建筑、家电、高端饮料罐和汽车大梁等领域。

公司率先在国内采用了“超高功率电炉-精炼炉-连铸-热送/热装-连轧”的短流程节能工艺,轧钢采用一火成材、蓄热式加热炉等先进技术装备。公司转炉长流程生产线采用无渣出钢工艺,为转炉冶炼特钢排除了障碍。与国内特钢厂比较,公司钢水纯净度高,有利于冶炼高品质特钢。特钢产品进一步完善了公司的产品结构,公司特钢产品主要包括弹簧钢、管坯钢、耐磨钢、汽车及工程机械用钢、优质钢和钢坯(大圆坯)等,2017年公司特钢产量274万吨。

产品售价方面,2017年公司主要产品售价均呈上升趋势,增幅均在40%以上,其中螺纹钢销售均价为3226.02元/吨,同比增长59.70%。总体看,2017年,公司利润水平大幅提升。2018年1~3月,公司所有产品价格均持续上涨,增幅在12%~30%。

总体看,公司产能、产量规模大,具备规模优势;公司技术水平高,生产能耗低,产品结构丰富、竞争力强。2017年以来,公司各主要产品价格大幅上涨,公司盈利能力进一步提升。

表 10 公司主要钢材产品产销情况

指标名称		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
优质线材	产量(万吨)	581	579	597.00	151.00
	销量(万吨)	388	579	612.73	128.61
	销售均价(元/吨)	2241	2372	3420.30	3998.95
螺纹钢	产量(万吨)	609	558	494.00	126.00
	销量(万吨)	634	573	509.86	118.85
	销售均价(元/吨)	1913	2020	3226.02	3636.71
热卷	产量(万吨)	604	581	716.00	172.00
	销量(万吨)	578	614	690.81	170.27
	销售均价(元/吨)	2020	2304	3281.96	3717.16
宽厚板	产量(万吨)	264	213	298.00	95.00

	销量(万吨)	262	216	268.55	72.17
	销售均价(元/吨)	2574	2310	3282.88	3696.15
	产量(万吨)	218	213	218.00	52.00
冷轧	销量(万吨)	200	213	222.52	47.66
	销售均价(元/吨)	2425	2807	3967.79	4249.96
	产量(万吨)	241	251	274.00	69.00
特钢	销量(万吨)	287	245	276.80	78.13
	销售均价(元/吨)	2237	2358	3385.85	3805.43

资料来源：公司提供

4. 产品销售

产品销售主要集中于国内市场，以江苏、浙江、上海等华东市场为主，辐射到福建、广东及中西部等外围地区。

公司产品定价坚持以市场为中心，以年度保证金制度为基础，采取量价结合的周期定价模式，主要依据不同产品种类的不同市场特点，采取不同的定价策略。

公司线棒材主要销往华东地区，具有一定的区位优势，优质线材以直供为主（比例超过70%），螺纹钢以经销为主。公司线材形成帘线钢等10多个系列、100多个产品规格。公司优质线材产品的国内市场份额达10%，螺纹钢市场份额达5%。

宽厚板方面，公司围绕“沿河、沿江、沿海”的市场战略来建立营销渠道，产品销售以华东地区为主，其中，依托江苏和浙江当地造船企业集中的优势，公司宽厚板销售地区江苏和浙江两地占比较大。公司宽厚板采取直销的销售模式，热轧卷板则采取直销与经销相结合的销售模式。

公司特钢产品主要销往江苏、浙江、上海以及北方地区，受运输方式制约，公司产品销售区域主要集中于周边地区。目前，淮安地区正在建设直通淮钢特钢厂区的铁路线，未来销售区域有望得到拓展。公司产品采用直销和经销两种销售方式。从市场占有率来看，锚链钢、大圆坯和碳结钢的市场占有率较高，基本在10%左右，个别品种如耐磨球等市场占有率国内领先。

2017年公司产品的国外销售量约为500万吨，主要集中在美国、韩国、欧洲及东南亚

的一些国家和地区，并与20多家国际经销商和跨国公司建立了战略合作伙伴关系。长期以来，依托较好的品牌效应，公司产品销售一直采取全额预收款的方式进行，这种销售政策在较大程度上保证了公司资金安全性，控制了承受的信用风险。国内销售结算方式主要为现汇及承兑汇票两种方式。国外销售主要采用信用证的结算方式。

5. 贸易

公司贸易板块主要运营主体为江苏沙钢国际贸易有限公司、沙钢南亚（香港）贸易有限公司和上海沙钢物资贸易有限公司等6家子公司，各子公司均采用自营模式，并不存在代理销售情况。公司贸易板块的标的产品主要为钢铁产品，依托有利的区位条件，通过钢铁产品的上下游买卖，获得利润，主要是满足当地小型钢铁企业的原材料需求，公司采购结算方式主要为现汇及承兑汇票，采取先款后货；销售结算方式主要为先款后货的预收款结算。2017年，公司钢铁贸易前五大上游客户采购金额为232.32亿元，五大下游客户销售金额为255.66亿元，对公司钢铁贸易供销两方面都形成较好保障。

2017年，公司贸易收入中，钢材贸易销售收入136.78亿元，铁矿石贸易销售收入171.35亿元，其他销售收4.36亿元；2018年1~3月，公司贸易收入中，钢材贸易销售收入70.07亿元，铁矿石贸易销售收入62.18亿元，其他销售收1.71亿元。

6. 经营效率

2015~2017 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平均值分别为 14.99 次、9.19 次和 0.98 次，2017 年分别为 12.15 次、7.45 次和 0.96 次，较上年均有所下降，主要系 2017 年公司存货、应收票据和资产总额上升所致。总体看，公司运营效率处于行业较好水平。

7. 在建项目和未来发展

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目主要为技改项目，账面余额为 30.27 亿元，后续每年投入规模不大。

总体看，公司未来建设项目集中于技改项目，每年投资额不大，资本支出压力小。随着在建项目的推进，公司产品类型将进一步升级，抗风险能力有望增强。

表 11 公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目内容	截至 2018 年 3 月底 在建工程账面余额	未来投资计划		
			2018 年剩余投资额	2019 年	2020 年
张家港沙钢钢铁有限公司项目技改	技改	9360.63	5000.00	10000.00	10000.00
张家港宏昌钢板有限公司项目技改	技改	136032.22	70000.00	60000.00	60000.00
张家港荣盛炼钢有限公司项目技改	技改	3279.42	20000.00	20000.00	20000.00
张家港宏昌高线有限公司项目技改	技改	3406.64	10000.00	15000.00	15000.00
张家港扬子江冷轧板有限公司项目技改	技改	26430.36	50000.00	15000.00	15000.00
张家港海力码头有限公司项目技改	技改	3543.74	15000.00	10000.00	10000.00
张家港中美超薄带科技有限公司超薄带项目	--	47959.53	30000.00	20000.00	20000.00
湖北沙钢民本钙业有限公司项目技改	技改	6909.61	3000.00	2000.00	2000.00
江苏沙钢集团淮钢特钢股份有限公司项目技改	技改	17385.95	15000.00	20000.00	20000.00
其他项目（主要技改项目）	--	55337.54	--	--	--
合计	--	302736.03	--	--	--

资料来源：公司提供

根据公司于 2017 年 7 月 10 日发布公告，公司实际控制人沈文荣先生控制的宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司（以下简称“锦程沙洲”）拟作为主要投资人参与东北特钢集团有限责任公司（以下简称“东北特钢集团”）及其子公司东北特钢集团大连特殊钢有限责任公司、东北特钢集团大连高合金棒线材有限责任公司的破产重整，预计在破产重整完成后将成为东北特钢集团第一大股东。抚顺特钢股份有限公司（以下简称“抚顺特钢”）2017 年 9 月 13 日发布公告称：2017 年 8 月 11 日，大连市中级人民法院裁定锦程沙洲、本钢板材股份有限公司（以下简称“本钢板材”）将作为东北特钢集团重整的投资人。根据东北特钢集团重整计划，重整完成后锦程沙洲将持有东北特钢集团 43% 股权从而间接控制东北特钢集团，公司实际控制人沈文荣先生

成为东北特钢集团的实际控制人。上述事项目前对沙钢集团经营及业务不构成影响。联合资信将持续关注上述事项进展。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，江苏公证天业会计师事务所（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。公司提供的 2018 年第一季度财务报告未经审计。

2015 年，公司合并范围新增子公司 2 家，沙钢国际欧洲有限公司和沙钢（连云港）国际贸易有限公司，Grange Resource Limited 不再纳入合并范围；2016 年，公司合并范围新增子公司 4 家，为江苏中科沙钢创业投资有限公司

(收购)、张家港保税区彬鹏贸易有限公司(收购)、上海沙钢企业管理有限公司(设立)和沙钢(上海)商贸有限公司(设立),转让子公司1家上海沙钢物资贸易有限公司,不再纳入合并范围。2017年,公司合并范围新增子公司5家,分别为江苏沙钢荣盛工程技术有限公司、江苏沙钢高科信息技术有限公司、张家港中美超博带科技有限公司、江苏沙钢物流运输管理有限公司和江苏沙钢集团投资控股有限公司。合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2017年底,公司(合并)资产总额1368.99亿元,所有者权益合计587.08亿元(含少数股东权益171.76亿元);2017年公司实现营业总收入1238.56亿元,利润总额174.54亿元。

截至2018年3月底,公司(合并)资产总额1343.34亿元,所有者权益605.06亿元(含少数股东权益176.88亿元);2018年1~3月,公司实现营业总收入376.95亿元,利润总额39.18亿元。

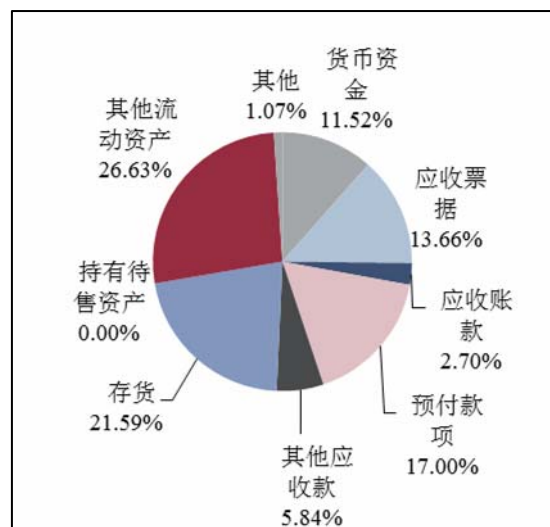
2. 资产质量

2015~2017年,公司资产总额不断增长,年均复合增长率为12.14%。截至2017年底,公司资产总额1368.99亿元,同比增长12.68%,资产中流动资产占51.36%,非流动资产占48.64%。

流动资产

2015~2017年,公司流动资产快速增长,年均复合增长率为16.84%。截至2017年底,公司流动资产为703.06亿元,同比增长29.63%,主要系货币资金、应收票据、存货和其他流动资产的增长所致。流动资产中货币资金占11.52%、应收票据占13.66%、预付款项占17.00%、存货占21.59%、其他流动资产占26.63%。

图7 公司流动资产构成



资料来源:公司审计报告

2015~2017年,公司货币资金波动幅度较大,年均复合变动率为-1.17%。截至2017年底,公司货币资金为80.99亿元,同比增长23.86%,主要为银行存款55.31亿元。货币资金中除银行承兑汇票、借款、信用证及保函保证金等20.64亿元、存放中央银行款项3.43亿元外,无其他抵押、冻结等对变现有限制或有潜在回收风险的款项。

2015~2017年,公司应收票据快速增长,年均复合增长率为61.37%。截至2017年底,公司应收票据为96.02亿元,同比增长41.69%,主要系货款结算以银承结算增加所致,其中银行承兑汇票83.97亿元,商业承兑汇票12.05亿元。期末应收票据中已质押票据总额为14.71亿元。

2015~2017年,公司应收账款波动增长,年均复合变动率为93.90%。截至2017年底,公司应收账款账面余额19.75亿元,计提坏账准备0.78亿元(计提比例3.95%),账面价值为18.97亿元,同比减少8.55%。期末应收账款前五名余额为4.61亿元,占比23.34%。

公司预付款项主要为预付原料款。2015~2017年,公司预付款项不断下降,年均复合变动率为-11.46%。截至2017年底,公司预付款项为119.51亿元,同比下降15.06%,

其中账龄 1 年以内的占 83.58%，1 至 2 年的占 11.60%，2 至 3 年的占 3.53%，3 年以上的占 1.39%。预付账款前五名账款占比 48.94%。

2015~2017 年，公司其他应收款波动下降，年均复合变动率为-14.32%。截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额为 45.14 亿元，计提坏账准备 4.07 亿元（计提比例 9.02%），账面价值为 41.07 亿元，增长 80.00%，主要系公司子公司安阳永兴钢铁有限公司借款科目调整所致。期末其他应收款前五名总额占比 31.18%。

表 12 其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

名称	金额	年限	占比	性质
李非文	5.00	2~3 年	11.08	股权转让款
李强	3.29	2~3 年	7.20	股权转让款
南方资本管理有限公司	2.35	1 年以内	5.21	股权收购款
沙钢集团安阳永兴钢铁有限公司	2.00	1 年以内、1~2 年	4.43	往来款
燕卫明	1.43	2~3 年	3.17	往来款
合计	14.08	--	31.18	--

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长率为 45.08%。截至 2017 年底，公司存货账面余额为 159.20 亿元，计提跌价准备 7.41 亿元，账面价值为 151.79 亿元，同比增长 20.64%，增长主要来自原材料和库存商品。存货余额中原材料为占 44.41%，自制半成品及在产品占 7.43%，库存商品（产成品）占 45.35%。

2015~2017 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长率为 35.39%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 187.19 亿元，同比增长 96.80%，主要系理财产品大幅增长所致。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动中有所增长，年均复合增长率为 7.74%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 665.93 亿元，同比下降 0.99%。非流动资产中可供出售金融资产占 24.86%，长期股权投资占 12.73%，固定资产占 44.43%。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长率为 68.13%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 165.57 亿元，同比增长 14.17%，其中按公允价值计量的可供出售权益工具为 58.54 亿元，按成本计量的可供出售权益工具为 107.02 亿元。

2015~2017 年，公司固定资产有所下降，年均复合变动率为-5.47%。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值为 807.50 亿元，计提累计折旧 511.26 亿元，计提减值准备 0.36 亿元，账面价值为 295.88 亿元，同比下降 6.67%。其中房屋及建筑物 102.37 元，机器设备 25.32 元、通用设备 63.59 亿元，专用设备 100.69 亿元。

2015~2017 年，公司在建工程波动中有所下降，年均复合变动率为-9.73%。截至 2017 年底，公司在建工程账面余额 30.57 亿元，减值准备 0.30 亿元，净值为 30.27 亿元，同比增长 4.31%，主要为技改项目。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1343.34 亿元，较上年底下降 1.87%，下降主要来自货币资金和可供出售金融资产。其中流动资产占 52.56%，非流动资产占 47.44%，资产结构较上年底变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金受限金额为 18.13 亿元，质押票据为 29.15 亿元。

总体看，近年来，公司资产规模不断增长，其中预付款项、存货和固定资产占比较大；公司受限资产规模小，资产流动性良好；公司其他流动资产和可供出售金融资产增长较快，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为 15.88%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 587.08 亿元，同比增长 28.05%，增长主要来自未分配利润。所有者权益中，归属于母公司权益合计 415.32 亿元，少数股东权益 171.76 亿元。归属于母公司权益

中，实收资本占 3.18%，资本公积占 10.71%，未分配利润占 79.97%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 605.06 亿元，较上年底增长 3.06%，增长主要来自资本公积和少数股东权益。权益结构较上年底整体变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益快速增长，未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性弱。

负债

2015~2017 年，公司负债总额有所增长，年均复合增长率为 9.67%。截至 2017 年底，公司负债总额为 781.91 亿元，同比增长 3.36%，其中流动负债占 73.00%，非流动负债占 27.00%。

2015~2017 年，公司流动负债保持相对稳定，年均复合变动率为-1.22%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 570.81 亿元，同比下降 3.87%，主要系短期借款下降所致。流动负债中短期借款占 27.73%，应付票据占 17.91%，应付账款占 17.38%。

2015~2017 年，公司短期借款快速下降，年均复合变动率为-16.96%。截至 2017 年底，公司短期借款为 158.29 亿元，同比下降 14.75%，其中保证借款占 80.24 亿元，信用借款 65.54 亿元，质押借款 10.27 亿元。

2015~2017 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长率为 3.30%。截至 2017 年底，公司应付票据为 102.22 亿元，同比下降 2.42%，其中银行承兑汇票 85.17 亿元，商业承兑汇票占 17.05 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长率为 32.39%。截至 2017 年底，公司应付账款为 99.23 亿元，同比下降 12.94%，主要系货款下降所致，其中 1 年以内的占 63.35%，1 年以上的应付账款主要系尚未与工程建设方及供应商进行结算的款项。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长率为 21.12%。截至 2017 年底，

公司其他应付款为 27.79 亿元，同比增长 24.46%，其中 1 年以内的占 47.97%，1 年以上的大额其他应付款主要为有偿使用以前年度应付职工的安置费，应付工会借款，以前年度收取的保证金及一般往来款项等。

表 13 截至 2017 年底金额较大的其他应付款

(单位: 亿元、%)

名称	金额	占比	性质
苏州金融租赁股份有限公司	8.73	31.42	借款
江苏永钢集团有限公司	6.00	21.59	往来款
无锡锡丰钢铁有限公司	1.22	4.40	往来款
张家港市润沙钢铁贸易有限公司	0.18	0.64	排污费
华盛控股(香港)有限公司	0.13	0.46	往来款
合计	16.26	58.51	--

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为 80.08%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 211.10 亿元，同比增长 29.76%，主要系应付债券和专项应付款规模大幅增长。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合变动率为 32.42%。截至 2017 年底，公司长期借款为 19.18 亿元，同比下降 36.39%，主要为保证借款。

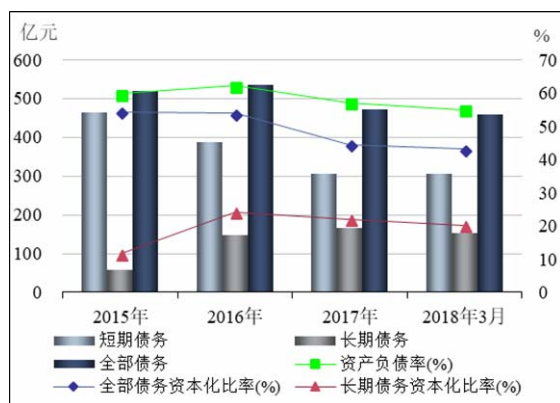
2015~2017 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长率为 78.35%。截至 2017 年底，公司应付债券为 147.53 亿元，同比大幅增长。

2015~2017 年，公司专项应付款快速增长，年均复合增长 414.25%，截至 2017 年底，公司专项应付款为 30.77 亿元，同比大幅增长，主要系公司下属子公司在化解过剩产能中所获得的拆迁补偿款 28.40 亿元。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务波动下降，截至 2017 年底为 472.13 亿元，其中短期债务占 64.69%，长期债务占 35.31%，短期债务规模及占比均较上年底有所下降。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近三年平均值分别为 59.18%、49.31%和 20.66%，截至 2017 年底分别为 57.12%、44.57%和 22.12%，同比分别下降 5.15、

9.26 和 2.16 个百分点。公司整体债务负担较轻。

图 8 2015~2018 年 3 月底公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 738.28 亿元，同比下降 5.58%，主要系公司长期借款和专项应付款下降所致，其中流动负债占 77.24%，非流动负债占 22.76%，流动负债占比有所提升。同期，公司全部债务为 459.15 亿元，较上年底下降 2.75%，其中短期债务占 66.60%，长期债务占 33.40%。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均进一步下降，分别为 54.96%、43.14%和 20.22%。

总体看，近年来，公司负债总额有所增长，截至 2018 年 3 月底，公司负债总额有所下降；流动负债占比较高；有息债务规模大，主要为短期债务，债务结构有待改善。公司整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入有所波动，年均复合增长率为 1.37%。2017 年，公司实现营业总收入 1238.56 亿元，同比增长 10.97%，其中，实现营业收入 1236.47 亿元，同比增长 10.96%。同期，公司营业成本波动下降，年均复合变动率为-5.27%，2017 年发生营业成本 1034.46 亿元，同比增长 1.33%。公司营业成本增幅低于营业收入，营业利润率有所提升，近三年平均值为 11.07%，2017 年为 15.75%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用不断下降，年均复合变动率为-13.73%。2017 年，公司发生期间费用 41.41 亿元，同比下降 15.91%。受收入规模增长影响，公司期间费用率有所下降，近三年平均值为 3.92%，2017 年为 3.34%。

2015~2017 年，公司资产减值损失波动增长，年均复合增长率为 17.00%。2017 年，公司发生资产减值损失 7.62 亿元，主要为存货跌价损失 6.09 亿元。

2015~2017 年，公司公允价值变动收益波动增长。2017 年，公司发生公允价值变动收益 3.95 亿元，全部为交易性金融资产发生的公允价值变动收益。

2015~2017 年，公司投资收益波动下降。2017 年，公司实现投资收益 19.63 亿元，其中按权益法核算的长期股权投资收益 14.80 亿元，交易性金融资产转让收益 1.14 亿元，可供出售金融资产收益为 1.78 亿元，理财产品收益为 1.48 元。

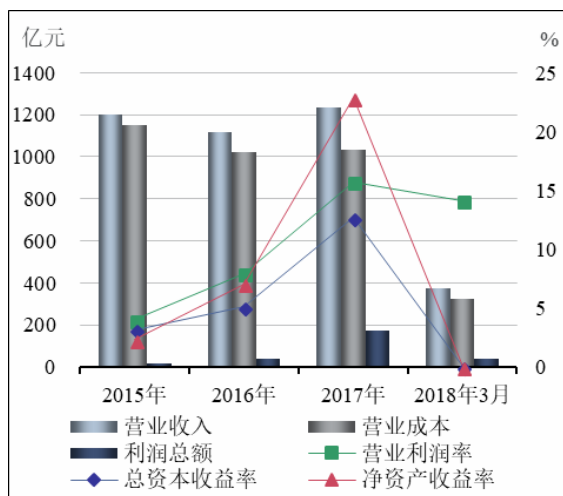
2015~2017 年，公司营业外收入波动下降，年均复合变动率为-31.30%。2017 年，公司实现营业外收入 1.65 亿元，同比大幅下降，主要系会计准则变更导致 1.83 亿元政府补助重分类至“其他收益”。

2015~2017 年，受营业收入增长的影响，公司利润总额快速增长，2017 年，公司实现利润总额 174.54 亿元，同比大幅增长。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司总资产收益率和净资产收益率有所增长，近三年平均值分别为 9.31%和 14.02%，2017 年分别为 14.31%和 22.88%，分别较上年提升 9.23 个百分点和 15.82 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 376.95 亿元，营业收入 376.45 亿元，发生营业成本 321.31 亿元。公司营业利润率为 14.15%，较 2017 年下降 1.60 个百分点。公司营业利润为 37.78 亿元，利润总额为 39.18 亿元。

图9 2015~2018年1~3月公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，2017年以来，随着钢铁价格持续回升，公司营业收入和利润水平大幅提高；公司期间费用控制能力较强，整体盈利能力处于行业较好水平。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量有所波动，年均复合增长率为1.02%。2017年，公司经营活动现金流入量为1445.47亿元，同比增长5.30%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为1305.39亿元。同期，公司现金收入比平均值为107.05%，2017年为105.57%，处于良好水平。2015~2017年，公司经营活动现金流出量有所下降，年均复合变动率为-4.73%。2017年，公司经营活动现金流出量为1230.66亿元，同比下降4.89%。2015~2017年，公司经营活动现金流量净额快速增长，年均复合增长率为88.31%，分别为60.58亿元、78.70亿元和214.81亿元。

投资活动现金流方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入量快速增长，年均复合增长率为56.06%。2017年，公司投资活动现金流入量为979.81亿元，同比增长63.45%，主要为收回投资收到的现金875.51亿元。同期，公司投资活动现金流出量快速增长，年均复合增长率为61.38%，2017年为1114.90亿元，同

比增长71.08%，主要为投资支付的现金。

2015~2017年，公司投资活动现金流量净额三年分别为-25.75亿元、-52.22亿元和-135.09亿元。公司经营活动现金流量净额能够满足投资活动现金需要。

2015~2017年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长率为5.73%。2017年，公司筹资活动现金流入量为376.01亿元，同比下降21.17%，主要系发行债券收到的现金大幅下降所致。同期，公司筹资活动现金流出波动中有所增长，年均复合增长率为10.05%。2017年，公司筹资活动现金流出量为458.06亿元，同比下降9.41%，主要为偿还债务支付的现金。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净三年分别为-41.84亿元、-28.66亿元和-82.05亿元，公司筹资压力较小。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额为17.88亿元，现金收入比为114.28%；投资活动现金流量净额为-14.52亿元，其中处置交易性金融资产收到的现金155.92亿元，购买交易性金融资产支付的现金170.61亿元，主要是由于理财产品交易所致，筹资活动现金流量净额为-13.25亿元。

总体看，公司经营获现能力强，收入实现质量良好；近年来，公司经营活动产生的现金流量净额规模较大，可以满足公司的资金需求；公司筹资压力较小。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2015~2017年，公司流动比率持续上升，近三年平均值为106.59%，截至2017年底为123.17%，截至2018年3月底为123.81%；同期，公司速动比率波动上升，截至2017年底为96.58%，同比增长26.43个百分点，截至2018年3月底为97.06%；公司经营现金流动负债比率近三年分别为10.36%、13.25%和37.63%，波动较大。总体看，近年来，公司短期偿债能力有所提升，短期支付压力小。

长期偿债能力方面，2015~2017 年，公司 EBITDA 快速增长，分别为 81.54 亿元、104.52 亿元和 241.10 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.00 倍和 5.75 倍和 13.75 倍，全部债务/EBITDA 分别为 6.38 倍、5.12 倍和 1.96 倍，公司长期偿债能力较好。考虑到公司良好的经营获现能力，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司共取得各家银

行授信额度 2190 亿元，未使用额度 1726 亿元，间接融资渠道畅通；公司子公司江苏沙钢股份有限公司（证券代码：002075.SZ）为深圳证券交易所上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至 2017 年底，公司对外担保金额为 92.66 亿元，担保比率 15.78%，对外担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

表 14 截止 2017 年底，公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	是否反担保	担保金额	实际贷款对应的担保额	担保方式
沙钢集团安阳永兴钢铁有限公司	否	214000.00	192017.08	全额担保
恒德（天津）船舶租赁有限公司	否	39061.20	39061.20	全额担保
恒智（天津）船舶租赁有限公司	否	39061.20	39061.20	全额担保
张家港市直属公有资产经营有限公司	否	200000.00	200000.00	全额担保
山东荣信集团有限公司	否	42443.50	21373.30	股权比例保证
临沂恒昌焦化股份有限公司	否	4000.00	2340.00	股权比例保证
玖隆钢铁物流有限公司	否	81095.00	74235.00	股权比例保证
张家港新华预应力钢绞线有限公司	否	6500.00	4935.82	股权比例保证
宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资 有限公司	否	267000.00	267000.00	全额担保
苏州中锐尚城置业有限公司	否	13200.00	11544.00	股权比例保证
沙桐（泰兴）化学有限公司	否	20250.00	1100.00	全额担保
合计		926610.90	852667.60	--

资料来源：公司财务报告

其中张家港市直属公有资产经营有限公司为张家港市国有企业，从事资产经营、基础设施建设、国有资产经营管理等业务，经营风险较低。

沙钢集团安阳永兴钢铁有限公司与宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司均为公司同一控制人下的关联企业。

2017 年 8 月，根据东北特钢集团重整计划，重整完成后锦程沙洲将持有东北特钢集团 43% 股权，为东北特钢第一大股东。2018 年 4 月 14 日，抚顺特钢发布公告称：抚顺特钢因自查发现存在存货等实物资产不实问题，目前已经开展相关事项的核查并申请股票自 2018 年 1 月 31 日开市起停牌。如果抚顺特钢 2017

年度经审计的归属于上市公司股东的净利润为负值，并且因实物资产不实问题追溯调整后抚顺特钢出现连续亏损，或 2017 年度及以前年度净资产为负值的情况（最终以披露的年度报告为准），根据《上海证券交易所股票上市规则》的有关规定，抚顺特钢 2017 年年度报告披露后抚顺特钢股票可能存在被实施退市风险警示、暂停上市或终止上市的风险。同时，抚顺特钢收到法院送达的债权人上海东震冶金工程技术有限公司（以下简称“上海东震”）针对抚顺特钢的《破产重整申请书》。上海东震以抚顺特钢不能清偿到期债务并且明显缺乏清偿能力为由，向法院申请对公司进行重整。目前抚顺特钢相关核查工作仍在推进中。

上述事项目前对沙钢集团经营及业务不构成影响。联合资信将持续关注上述事项进展。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版）（机构信用代码 G1032058200000840R），截至 2018 年 4 月 18 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息记录中，有 31 笔不良和关注类票据贴现，1 笔不良和关注类信用证，根据平安银行、中国建设银行和中国进出口银行等出具的说明文件，公司未出现逾期。

公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为中国大型钢铁企业，规模优势显著，产品质量好、竞争力强。公司产品结构丰富，有助于抵御单一产品带来的价格波动风险。得益于钢铁市场回暖，公司营业收入和利润水平大幅提升。同时，公司人员负担轻，期间费用控制能力强。总体看，公司抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度10亿元，分别占2018年3月底公司长期债务和全部债务的6.52%和2.18%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响较小。

截至2018年3月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为54.96%、20.22%和43.14%。以此财务数据为基础，同时考虑公司于2018年4月发行“18 苏沙钢MTN001”（发行额度10亿元），预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升至55.62%、22.27%和44.19%。考虑到本期中期票据部分募集资金将用于归还银行借款，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据141.64倍、137.27倍和144.55倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的6.06倍、7.87倍和21.48倍；公司EBITDA分别为本期中期票据的8.15倍、10.45倍和24.11倍。

考虑公司于2018年4月发行“18 苏沙钢MTN001”（发行额度10亿元），2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为两期中期票据的70.82倍、68.63倍和72.27倍；经营活动现金流量净额分别为两期中期票据的3.03倍、3.93倍和10.74倍；公司EBITDA分别为两期中期票据的4.08倍、5.23倍和12.06倍。

总体看，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

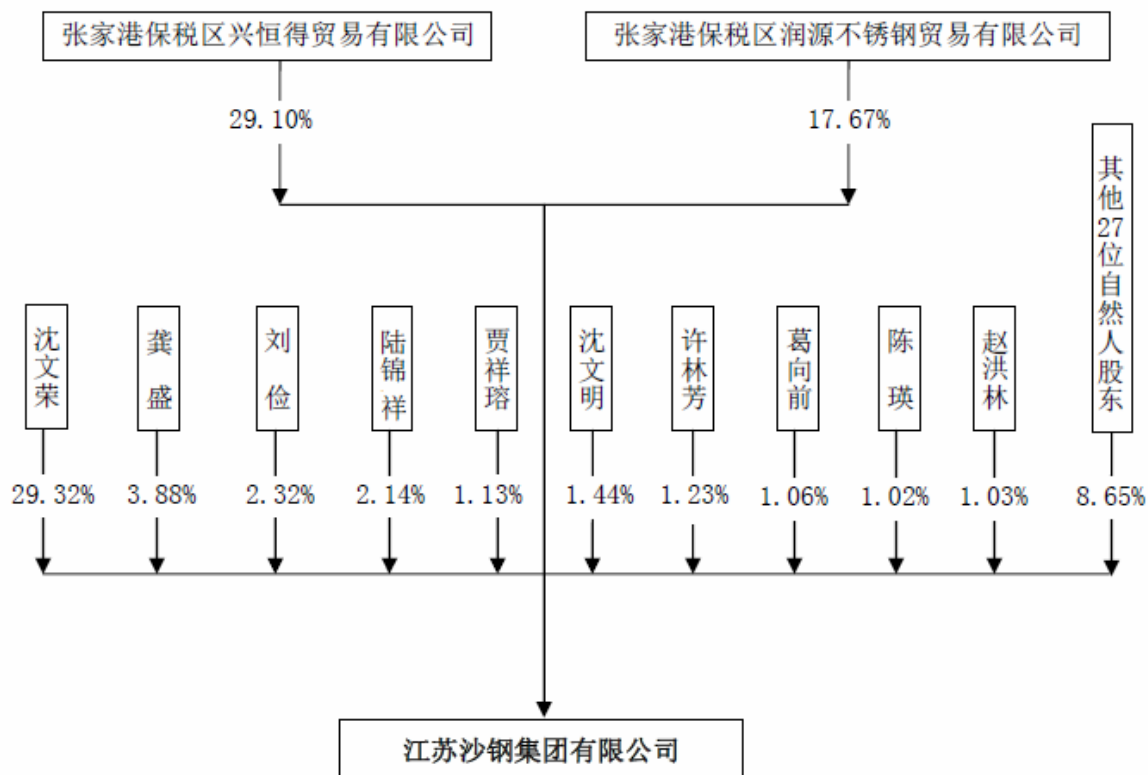
十、结论

公司作为中国最大的民营钢铁企业，产量规模大，产品质量好，综合竞争力强；公司技术水平高，能耗低于行业平均水平；公司区位优势明显，厂区设有码头，节约了原辅料采购和产成品销售的运输成本。公司资产整体质量较好，债务负担较轻，债务结构有待改善；公司人员负担轻，期间费用控制能力强。公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性弱。2017 年，随着钢铁价格持续回升，公司盈利能力大幅提升。

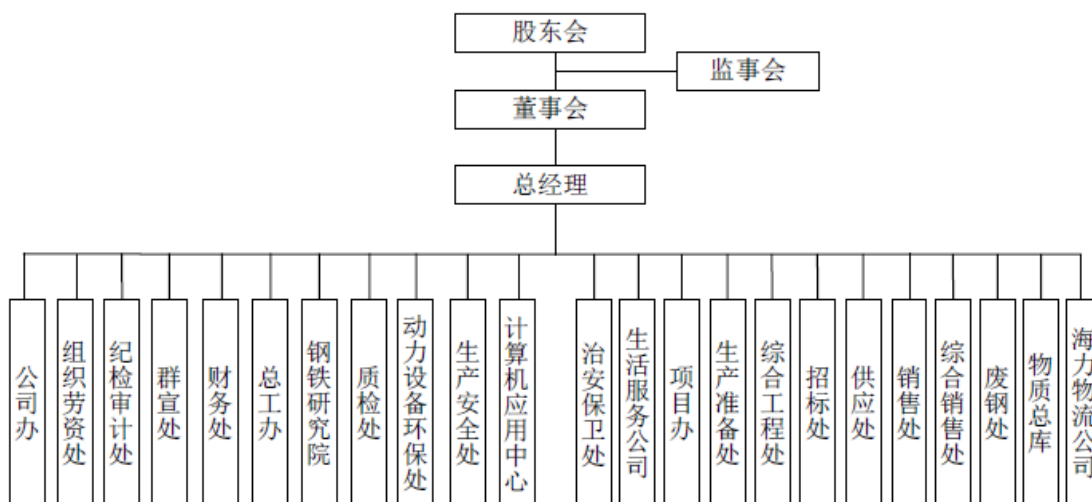
本期中期票据的发行对公司现有债务水平有影响较小，公司经营活动现金流和EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

总体看，公司对本期中期票据的偿还能力极强，本期中期票据到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



注：沈文荣持有张家港保税区润源不锈钢贸易有限公司 50.01%的股份。



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)	98.49	120.38	144.97	111.53
资产总额(亿元)	1088.71	1214.93	1368.99	1343.34
所有者权益(亿元)	437.21	458.47	587.08	605.06
短期债务(亿元)	463.05	387.65	305.41	305.80
长期债务(亿元)	57.32	146.98	166.71	153.35
全部债务(亿元)	520.37	534.63	472.13	459.15
营业总收入(亿元)	1205.19	1116.15	1238.56	376.95
利润总额(亿元)	13.90	39.29	174.54	39.18
EBITDA(亿元)	81.54	104.52	241.10	--
经营性净现金流(亿元)	60.58	78.70	214.81	17.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.93	17.09	12.15	--
存货周转次数(次)	11.84	10.32	7.45	--
总资产周转次数(次)	1.08	0.97	0.96	--
现金收入比(%)	108.94	108.26	105.57	114.28
营业利润率(%)	4.00	7.96	15.75	14.15
总资本收益率(%)	3.16	5.09	14.31	--
净资产收益率(%)	2.30	7.06	22.88	--
长期债务资本化比率(%)	11.59	24.28	22.12	20.22
全部债务资本化比率(%)	54.34	53.83	44.57	43.14
资产负债率(%)	59.84	62.26	57.12	54.96
流动比率(%)	87.83	91.34	123.17	123.81
速动比率(%)	75.53	70.15	96.58	97.06
经营现金流动负债比(%)	10.33	13.25	37.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.00	5.75	13.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.38	5.12	1.96	--

注：公司现金类资产中已剔除受限的货币资金和应收票据；公司提供的 2018 年第一季度财务数据未经审计。

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	(营业总收入-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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 江苏沙钢集团有限公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江苏沙钢集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在公司年报披露后 3 个月内发布跟踪评级结果和报告。同时，每季度出具一次跟踪评级信息公告。

江苏沙钢集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江苏沙钢集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江苏沙钢集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江苏沙钢集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江苏沙钢集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江苏沙钢集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江苏沙钢集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江苏沙钢集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江苏沙钢集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。