



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪038号

马鞍山钢铁股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“马鞍山钢铁股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；下调本次债券信用等级至AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年四月二十六日

马鞍山钢铁股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告 (2016)

发行主体	马鞍山钢铁股份有限公司		
担保主体	马钢（集团）控股有限公司		
发行规模	人民币 55 亿元（其中 3 年期 31.6 亿元；5 年期 23.4 亿元）		
存续期限	3 年期品种：2011/8/25~2014/8/25 5 年期品种：2011/8/25~2016/8/25		
上次评级时间	2015/4/24		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

马钢股份	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	256.99	258.89	207.42
总资产（亿元）	713.17	685.11	624.54
总债务（亿元）	304.36	277.65	278.55
营业总收入（亿元）	738.49	598.21	451.09
营业毛利率（%）	4.68	6.65	-0.84
EBITDA（亿元）	54.55	50.99	-1.90
所有者权益收益率（%）	0.81	1.02	-24.61
资产负债率（%）	63.97	62.21	66.79
总债务/EBITDA（X）	5.58	5.45	-146.32
EBITDA 利息倍数（X）	4.12	4.82	-0.18
马钢集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	310.64	311.67	267.89
总资产（亿元）	898.26	897.16	822.76
总债务（亿元）	377.96	372.27	377.83
营业总收入（亿元）	821.05	691.52	503.71
营业毛利率（%）	6.48	8.28	1.29
EBITDA（亿元）	56.87	65.39	-1.23
所有者权益收益率（%）	-0.04	0.86	-22.05
资产负债率（%）	65.42	65.26	67.44
总债务/EBITDA（X）	6.65	5.69	-306.44
EBITDA 利息倍数（X）	3.87	3.53	-0.08

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2015 年，马鞍山钢铁股份有限公司（以下简称“马钢股份”或“公司”）规模优势明显，且注重技术创新，技术研发实力不断提升。但另一方面，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到，国内钢铁行业景气度持续低迷、公司钢铁主业盈利能力受到较大负面影响以及公司面临较大的短期偿债压力，这些因素都将对公司未来的业绩表现和偿债能力带来一定影响。

综合以上分析，中诚信证评维持马鞍山钢铁股份有限公司主体信用级别 AA⁺，评级展望稳定，下调“马鞍山钢铁股份有限公司 2011 年公司债券”级别至 AA⁺。该级别主要考虑了马钢（集团）控股有限公司（以下简称“马钢集团”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 规模优势明显。马钢股份是国内大型钢铁生产企业，2015 年，公司共生产生铁 1,904 万吨、粗钢 2,563 万吨、钢材 2,317 万吨。与同行业企业相比，公司具备一定的规模优势。
- 注重技术创新，技术研发实力不断提升。公司在高速动车组车轮和大功率机车轮、高效节约型建筑用钢、车轴钢等关键产品方面形成自己的核心技术，处于市场龙头地位，市场竞争优势突出。

分析师

胡辉丽 hulu@ccxr.com.cn

余岑 cyyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年4月26日

关注

- 受行业周期性影响，公司钢铁主业盈利能力受到较大负面影响。钢铁行业产能过剩突出，下游需求乏力，钢材价格持续下跌，行业景气度持续低迷，受此影响，公司盈利能力大幅下滑，预计短期内主业盈利能力难有实质性改善。
- 短期债务压力较大。公司目前债务仍以短期债务为主，短期债务规模为 172.20 亿元，且有 23.40 亿元的公司债券将于 2016 年年内到期，公司面临较大的短期偿债压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

行业分析

2015 年国内粗钢产量小幅下降，表观消费量有所回落，受下游需求乏力影响，钢材价格下跌明显，行业景气度持续低迷

钢铁工业是典型的周期性行业，其发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。中国宏观经济增速已连续三年放缓，带来终端需求增速较低，步入 2015 年以来，在外需不振、产能过剩和房地产市场调整等因素的作用下，国内经济增长步伐较去年同期进一步放缓。在宏观经济增速趋缓的态势下，中央管理层加大力度进行经济结构调整和转型升级，钢铁行业面临的政策压力和资金压力逐步加大。据中钢协统计，2015 年全国粗钢产量 8.04 亿吨，同比下降 2.3%，自 1981 年来首次出现下降；生铁产量 6.9 亿吨，同比下降 3.5%。

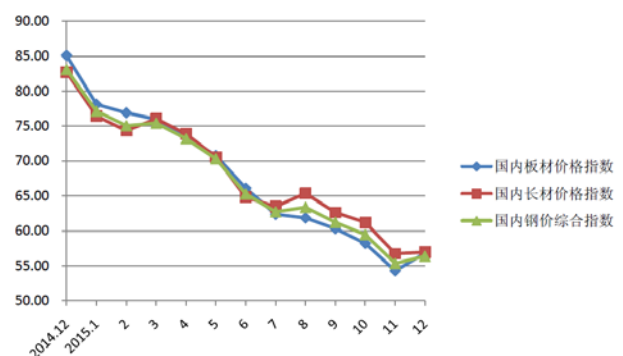
目前国内钢铁行业产能过剩严重，2015 年 3 月 20 日，工信部就《钢铁产业调整政策》向社会公开征求意见，提出到 2017 年钢铁产能规模基本合理，产能利用率达到 80% 以上。受此影响，2015 年我国钢铁工业固定资产投资有所下降，钢铁行业产能盲目扩张的态势得到一定程度遏制。据工信部统计，2015 年钢铁工业完成固定资产投资 4,523.89 亿元，同比下降 13.83%。

从下游需求看，2015 年，我国经济增速继续放缓，GDP 同比增长 6.9%，增速同比回落 0.4 个百分点，为 1992 年来新低；经济增长对于钢材消费的带动作用逐步减弱，钢材消费强度下降明显。国内钢铁需求主要来自于建筑行业，其次是机械、汽车、造船等。2015 年受钢材消耗量大的固定资产投资、房地产开发投资增速持续回落，以及汽车等行业产销增速放缓，钢铁需求减弱，2015 年我国粗钢表观消费量为 7 亿吨，同比下降 5.44%，连续两年出现下降，降幅扩大 1.4 个百分点。整体看，受限于下游建筑、机械、汽车、造船等行业乏力、需求不足、产能结构性过剩的影响，钢铁行业景气度持续低迷。

钢材价格方面，2011 年下半年开始，受下游市场需求减弱等因素影响，国内钢材市场供过于求，钢材价格呈现持续下行态势。近年来钢铁行业

产能过剩、供大于求的基本格局并无改观，钢材价格已连续 4 年下降，2015 年跌幅加大，国内市场钢材价格大幅下跌。从全年看，各月国内钢价综合指数均低于上年同期，2015 年各月 CSPI 平均值为 66.43 点，同比下降 24.89 点，降幅为 27.26%，2015 年末，CSPI 中国钢材价格指数为 56.37 点，同比下降 32.16%；Myspic 钢材综合价格指数由年初的 81.91 点下跌到 56.37 点，下降 25.54 点，降幅 31.1%。预计未来在产能利用率低下和需求增速提升有限的情况下，钢材产品价格将维持低位震荡的态势。

图 1：2015 年国内钢材价格指数走势



资料来源：中国钢铁工业协会，中诚信证评整理

由于国内市场竞争日益激烈，钢铁企业都力图拓展海外市场。2015 年，我国钢材净出口量继续增加。据海关统计，全年累计出口钢材 11,240 万吨，同比增加 19.9%；累计进口钢材 1,278 万吨，同比下降 11.4%；折合粗钢净出口约 10,338 万吨，同比增加约 1,897 万吨，同比增加 22.5%。同时随着国际贸易保护主义抬头，针对我国钢铁产品的反倾销、反补贴案件日趋增多，2015 年发生 37 起，是前两年案件数量的总和，出口国际环境日趋严峻，出口难度不断增大。

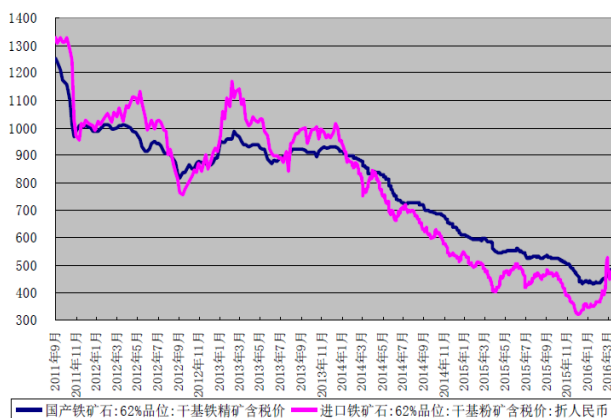
铁矿石对外依存度居高不下，2015 年国际矿价持续震荡下跌，买方市场特征明显，原料成本下降难以带动钢企盈利好转

受国内铁矿石品位不高、产量不足影响，中国铁矿石对外依存度一直维持高位，2014 年我国铁矿石对外依存度达 78.5%，2015 年我国铁矿石对外依存度已超 80%，铁矿石对外依存度居高不下。根据海关总署统计，2015 年我国铁矿砂及其精矿进口量为 9.53 亿吨，较上年增长 2.2%，进口量再创新高，铁矿石对外依存度较高的情形短期内不会发

生太大变化。

虽然对外依存度较高，但是自 2014 年以来，国际铁矿石买方市场特征初显。作为典型的寡头垄断市场，世界铁矿石产能高度集中，全球约 75% 的高品位铁矿石产量和贸易量都集中在淡水河谷、力拓、必和必拓三大国际矿业巨头手中。港口库存方面，在 2014 年 6 月创出库存高位之后，受铁矿石价格持续快速下跌影响，国内钢厂加大了进口矿的采购比例，国际铁矿石港口库存持续下探；但随着国内钢铁企业纷纷减产，铁矿石需求有所下降，2015 年 7 月以来，港口铁矿石库存又呈持续增长态势。在钢铁行业铁矿石需求低迷而国际铁矿石供给量持续增加的情况下，进口矿价持续震荡下跌，2015 年全年，进口矿均价较上年全年平均已下跌约 40 美元/吨。中诚信证评认为，受外部供需矛盾影响，当前国际铁矿石显现供大于求的买方市场特征，短期内进口矿价仍将保持低位震荡态势。

图 2：近年来国内和进口铁矿石到岸价走势



资料来源：中国钢铁工业协会，中诚信证评整理

随着进口矿价格走低，国产铁矿石也基本呈现下降趋势，但受制于国内铁矿石品位偏低、生产成本较高，部分国内矿山企业已接近停产或半停产状态。随着铁矿石价格进一步下探，国内高成本矿山停产限产现象将会增多。中诚信证评认为，虽然国际矿价震荡下跌有利于钢铁企业缓解成本压力，但考虑到当前钢材价格跌幅大于原燃料下降幅度，铁矿石价格下行难以从根本上改善钢铁企业利润水平，同时铁矿石价格的下跌还对国内矿石生产商造成一定经营压力。

行业整体陷入亏损，钢铁行业经营压力加大，部分钢企停减产现象较为突出，产业升级转型仍是脱困的必经之路

根据中钢协数据显示，2015 年前三季度，大中型钢铁企业实现销售收入 2.24 万亿元，同比下降两成；亏损总额 281.22 亿元，钢铁主业亏损 552.71 亿元，行业陷入整体亏损的局面。行业的大幅亏损，倒逼钢铁行业不得不采取停减产等措施自救，攀成钢、八一钢铁南疆基地、福建三钢、首钢长治、成渝钒钛、包钢、涟钢、新抚钢、宣钢、杭钢半山基地等钢厂已相继宣布将对生产线进行检修或永久关停，唐山地区如松汀钢铁等不少钢铁企业高炉停产。

中诚信证评认为在当下钢企普遍严重亏损的阶段，市场供大于求的矛盾仍然突出，钢材价格仍然面临下跌压力，减产并不能使得钢价止跌回升，而在减产的同时重新调整产业结构才是行业复苏的真正手段。未来如何在深层次上加快调整产业结构、尽快实施产业转型升级以解决我国钢铁行业发展方式上存在的问题将是各大钢铁企业谋求发展的重中之重。

业务运营

2015 年受行业产能过剩影响，公司全年钢产量略有减少，高附加值产品比重扩大；原材料供应渠道较为稳定，铁矿石等原材料价格降幅较大，一定程度上缓解了企业成本压力

公司钢铁主业集中于公司本部、安徽长江钢铁股份有限公司（以下简称“长江钢铁”）及马钢（合肥）有限责任公司（以下简称“合肥公司”）。截至 2015 年 12 月 31 日，公司¹已具备年产生铁 1,904 万吨、粗钢 2,563 万吨（其中转炉钢 2453 万吨，电炉钢 110 万吨）、钢材 2,317 万吨的综合生产能力；其中，公司本部具备年产生铁 1,404 万吨、粗钢 2,046.5 万吨、钢材 1,595 万吨的综合生产能力。根据工业和信息化部关于工业行业淘汰落后和过剩产能要求、合肥公司转型发展需要，公司同意合肥公司于 2015 年 12 月下旬启动实施对该公司钢

¹ 含公司本部、长江钢铁和合肥公司

铁冶炼及长材生产线停产，涉及炼铁产能 120 万吨、炼钢产能 136 万吨、轧钢产能 150 万吨。

公司主要生产单位情况包括 3 个炼铁厂、4 个钢轧厂、1 个彩涂板厂、1 个车轮公司和 1 个特钢公司。2015 年，钢铁行业下游需求乏力，钢材价格持续走低，国内钢铁企业的产销量呈现不同程度的下降。受行业环境影响，公司 2015 年生产生铁 1,801 万吨，同比增加 0.22%，生产粗钢 1,882 万吨（其中转炉钢 1841 万吨，电炉钢 41 万吨），钢材 1,827 万吨，同比分别减少 0.30%、0.16%。

公司主要产品是钢材，大致可分为板材、长材和轮轴三大类。2015 年公司产板材 912.6 万吨、长材 896.9 万吨、轮轴 17.4 万吨。2015 年，公司大力推进产品结构调整，优化资源配置，加快释放板带产能，扩大高附加值产品比重，汽车板产销量突破 150 万吨，同比增加 16.8%；W470 以上高牌号硅钢同比增加 200%，YAMAL 项目高寒极地用型钢创效 8,000 万元。

表 1：2014~2015 年公司主要产品产量情况

产品	单位：万吨	
	2014	2015
板材	878.6	912.6
长材	940.1	896.9
轮轴	18.8	17.4

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

铁矿石采购方面，目前公司尚无自有矿山，铁矿石采购主要依赖进口，同时，马钢集团拥有矿山，亦能供应部分铁矿石。2015 年公司铁矿石采购量为 2,722 万吨，其中国外采购量为 1,980 万吨，占总采购量的 72.74%，国内采购量为 742 万吨。从全年采购均价来看，2015 年公司铁矿石采购均价为 423 元/吨，较上年下降 37.24%。

主要燃料采购方面，2015 年公司焦炭采购量为 346 万吨，同比上升 28.62%，采购均价为 813 元/吨，同比下降 26.36%；煤炭采购量为 965 万吨，同比下降 9.95%，采购均价为 717 元/吨，同比下降 10.60%；废钢采购量为 127 万吨，同比下降 6.62%，采购均价为 1,298 元/吨，同比下降 36.50%。总体来看，2015 年，公司铁矿石及焦炭等原材料价格降幅较大，在一定程度上缓解了公司的成本压力。

表 2：2014~2015 年公司主要原材料采购情况

单位：万吨，元/吨

产品	2014		2015	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
铁矿石	2,708	674	2,722	423
焦炭	269	1,104	346	813
煤炭	1,061	802	965	717
废钢	136	2,044	127	1,298

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年受行业不利环境及钢材价格震荡下行的影响，公司当年营业收入下滑，出现收入成本倒挂，经营压力加大

销售方面，面对行业不利环境，公司调整定价策略，抢抓市场订单，全年新开发直供用户 321 家，钢材直供比达到 50%，其中板带直供比达到 55%；拓展海外市场和现货电商销售渠道，全年出口钢材 120 万吨、电商平台销售钢材 40 万吨。2015 年公司累计销售钢材 1,819 万吨，较上年减少 1.14%。分产品来看，2015 年公司板材、长材、轮轴的销售量分别为 907.4 万吨、894.5 万吨、17.4 万吨，其中板材销量同比增长 3.07%，长材和轮轴销量分别下降 4.98%、7.45%。

表 3：2014~2015 年公司主要产品销售情况

单位：万吨，元/吨

产品	2014		2015	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价
板材	880.4	3,128	907.4	2,516
长材	941.1	2,807	894.5	1,954
轮轴	18.8	8,668	17.4	9,260
合计	1840.6	-	1,819.3	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售价格来看，受国内钢材价格持续低迷的影响，2015 年公司三大产品品种售价均有所下跌，其中板材全年销售均价为 2,516 元/吨，较上年下降 19.56%；长材全年销售均价为 1,954 元/吨，较上年下降 30.39%；轮轴全年销售均价为 9,260 元/吨，较上年增长 6.83%。受钢材价格持续下跌影响，公司全年实现钢铁业务收入 428.53 亿元，较上年下降 24.08%，实现营业总收入 451.09 亿元，同比减少 24.59%。

从销售区域来看，2015 年公司销售区域主要集中在江浙沪皖粤，其中安徽地区占比约为 41%，

国内其他地区以及海外香港等地全年销售收入占比分别约为 12% 和 8%。

表 4：2015 年公司营业收入分区域情况

单位：亿元，%		
区域	营业收入	较上年增减
安徽	186.86	-26.52
江苏	65.47	-27.61
上海	63.14	-14.69
浙江	27.93	-28.40
广东	13.12	72.40
国内其他地区	56.24	-46.46
海外及香港地区	38.33	37.98
合计	451.09	-24.59

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从产品盈利情况来看，2015 年铁矿石价格的下降使得公司成本压力得到缓解，但钢材价格持续下跌的影响远大于原材料价格下跌的影响，导致钢铁行业企业生产经营困难，经济效益持续下滑。2015 年公司综合毛利率为-0.84%，同比下降 7.49 个百分点。分产品看，2015 年公司板材、长材、轮轴等产品毛利率均有所回落。

表 5：2014~2015 年公司主要产品毛利情况

产品	2014 年	2015 年
板材	8.77%	-0.81%
长材	1.54%	-2.73%
轮轴	16.69%	15.70%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司注重技术创新，持续推进新产品研发，技术研发实力不断提升；严格落实环保刚性要求，加大环境治理力度

公司强化知识产权管理和品牌建设，注重新技术、新产品、新工艺和新装备的研究开发，每年投入大量经费用于技术开发。2015 年，公司取得了较多的技术成果，公司拥有有效专利 799 件，技术秘密（非专利技术）1,245 项，3 个产品获冶金产品实物质量“金杯奖”，冷轧钢板及钢带被评为“冶金行业品质卓越产品”，1 项成果获冶金行业科技进步一等奖。公司在火车轮（特别是高速动车组车轮和大功率机车轮）、高强汽车板、高效节约型建筑用钢、海洋工程用 H 型钢、热轧高等级管线钢、高牌号电工钢等关键产品方面形成自己的核心技术，与同类企业相比，具有竞争优势。其中，高效

节约型建筑用钢、火车轮、高速动车组车轮、大功率机车轮、车轴钢等产品在国内处于技术龙头地位。

环保方面，公司坚持走“低碳经济、绿色生产”的发展道路。2015 年，公司投入近 3 亿元用于烧结球团脱硫及热电脱硫脱硝项目建设，多措并举，确保了年底所有脱硫脱硝工程建成投运。二氧化硫排放总量同比减少 3,510 吨，完成 2015 年污染物总量减排任务。

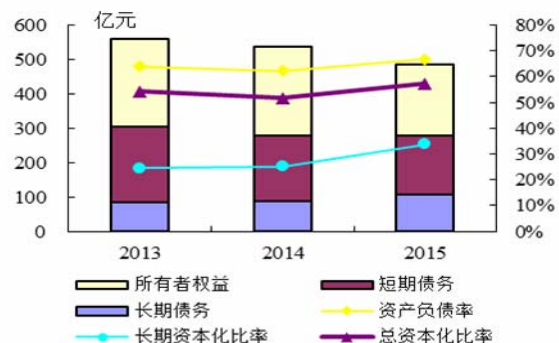
总体而言，受行业环境影响，公司 2015 年产品产销量同比有所回落，加之受钢材价格震荡下跌影响，公司收入规模下滑较大，经营压力加大。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度审计报告。

资本结构

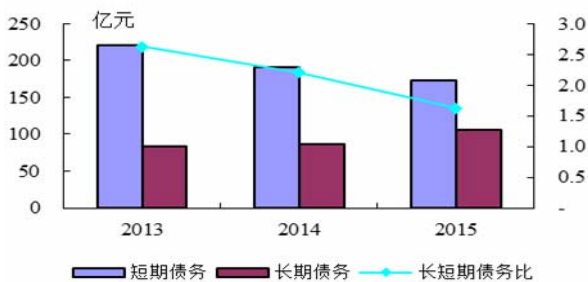
图 3：2013~2015 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年，公司资产规模有所下降，截至当年末公司的资产规模为 624.54 亿元，较上年同比下降 8.84%。主要由于公司为加快资金周转与控制成本减少了存货库存数量，年末存货余额较上年下降 30.70%，以及公司当年收入减少导致应收票据相应减少 44.73% 所致。就负债规模而言，由于 2015 年公司成功发行 40 亿中期票据，使得公司长期债务规模同比扩大，2015 年末公司总债务规模上涨至 278.55 亿元。截至 2015 年 12 月 31 日，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 66.79% 和 57.32%，分别较上年提高 4.58 个百分点和 5.57 个百分点。

图 4：2013~2015 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

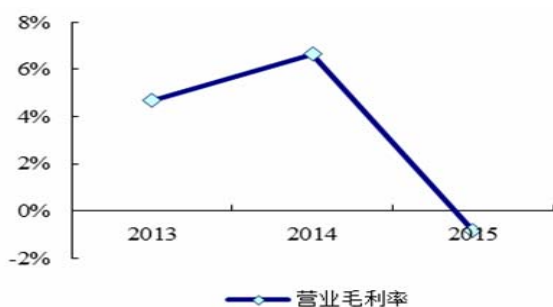
从债务期限构成看，2015 年受应付债券增加、50 亿短期融资券已到期偿还等因素影响，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）进一步下降至 1.62，债务结构有所改善。但考虑到公司目前债务仍以短期债务为主，规模为 23.40 亿元的公司债券将于 2016 年年内到期，公司面临较大的短期偿债压力。

总体看，2015 年公司债务规模小幅上涨，负债水平上升，加之公司目前债务仍以短期负债为主，23.40 亿元公司债券将于 2016 年年内到期，公司仍面临较大的短期偿债压力。

盈利能力

受钢铁产品价格持续下跌所致，2015 年公司销售收入下滑明显，累计实现营业总收入 451.09 亿元，较上年减少 24.59%，其中钢铁板块收入 428.53 亿元，占营业总收入比重为 95%。分产品来看，2015 年公司长材销售收入 174.74 亿元、板材销售收入 228.26 亿元、轮轴销售收入 16.11 亿元，占营业收入的比重分别为 38.74%、50.60% 和 2.98%。

图 5：2013~2015 年公司营业毛利率情况

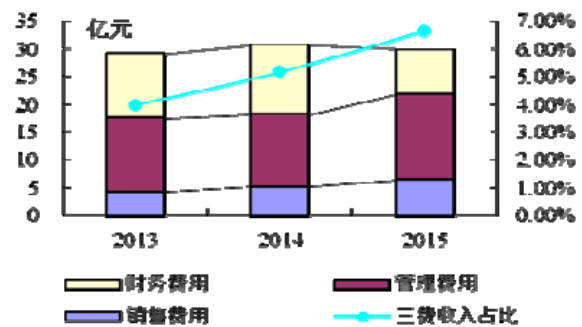


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从毛利率来看，尽管同期原材料价格呈现下降趋势，但成本降幅小于营业收入的减少幅度，使得

营业毛利率出现下滑，2015 年公司营业毛利率为 -0.84%，较上年降低 7.49 个百分点，出现收入成本倒挂现象。分产品看，长材毛利率 -2.73%，较上年度下降 4.27 个百分点；板材毛利率 -0.81%，较上年度下降 9.58 个百分点；轮轴毛利率 15.70%，较上年度下降 0.99 个百分点。

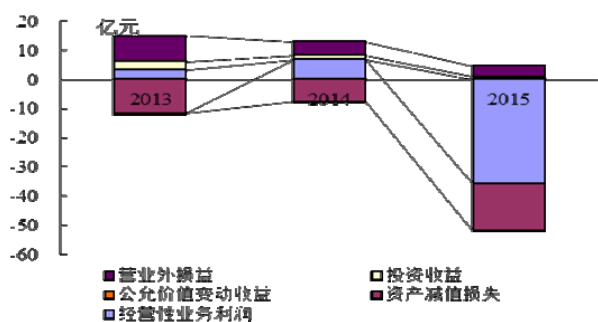
图 6：2013~2015 年公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年受运杂费上升的影响，公司全年销售费用增至 6.36 亿元，同比增加 24.07%；当年管理费用合计 15.37 亿元，较上年增加 17.38%，主要受土地使用税税率上升所致。当年央行降低利率水平，公司利息支出相应下降，加之公司汇兑收益增加，使得公司全年财务费用下降至 8.13 亿元，同比减少 34.63%。2015 年，公司期间费用总额为 29.88 亿元，较上年小幅下降 2.58%；但受营业收入下降影响，三费收入比为 6.62%，同比上升 1.49 个百分点。

图 7：2013~2015 年公司利润总额构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从利润总额来看，2015 年公司收入总额同比大幅减少，收入成本出现倒挂，而期间费用的支出具有一定刚性，使得公司当年经营性业务出现大幅亏损；此外，公司 2015 年对存货计提的减值增加至 15.82 亿元，投资收益、政府补助均有一定程度下降，使得全年出现较大亏损，利润总额为 -47.27

亿元，净亏损额为 51.04 亿元。

整体来看，受钢铁行业产能过剩，整体钢铁行业下游需求乏力，钢材价格震荡下跌影响，2015 年公司收入规模同比大幅缩减，毛利率亦下降，加之资产减值损失的大幅增加侵蚀其利润，公司当年出现大额亏损。

偿债能力

2015 年公司经营处于亏损状态，而业务发展的资金需求使得公司债务总额有所扩张；就债务期限结构而言，公司债务仍以短期债务为主，其中短期债务为 172.20 亿元，长期债务为 106.35 亿元，公司面临较大的短期偿债压力。

公司 2015 年经营活动净现金流为 58.65 亿元，较上年同比增加 101%，主要是由于本年经营性应收项目减少的同时经营性应付项目大幅增加，以及存货下降所致，经营活动净现金流对公司的债务及利息偿付的覆盖能力增强。2015 年受经营大幅亏损影响，公司 EBITDA 为-1.90 亿元，对同期债务及利息偿还的保障能力弱化。

表 6：2013~2015 年公司主要偿债指标

	2013	2014	2015
总债务（亿元）	304.36	277.65	278.55
经营性净现金流（亿元）	50.91	29.13	58.65
经营净现金流/总债务（X）	0.17	0.10	0.21
EBITDA（亿元）	54.55	50.99	-1.90
总债务/EBITDA	5.58	5.45	-146.32
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.12	4.82	-0.18
经营活动净现金/利息支出（X）	3.85	2.75	5.48

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司拥有银行授信额度 435.90 亿元，其中已使用授信额度 202.36 亿元，尚未使用额度为 233.54 亿元，较为充足的银行授信可以在一定程度上满足公司资本支出的需求，为公司偿付债务提供较好的流动性支持。

或有负债方面，公司对或有负债控制较为严格，目前无对外担保等重大或有事项。

另截至 2015 年 12 月末，公司除子公司马钢（上海）工贸有限公司人民币 1.00 亿元短期借款还款逾期外，公司及其子公司其余借款和债券均能到期还本、按时付息。

总体来看，2015 年受经营大幅亏损影响，公司整体偿债能力下降，EBITDA 对同期债务及利息偿还的保障能力弱化。但较为充足的备用流动性可为公司偿债能力提供一定支持。

担保实力

马钢集团为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

马钢集团是安徽省属国有独资企业，成立于 1998 年，现为中国特大型钢铁联合企业和重要的钢材生产基地。马钢集团拥有钢铁主业、矿产资源业、工程技术与装备制造及其他非钢产业板块。其中钢铁主业集中于旗下上市公司马钢股份；矿产资源以铁矿石为主，业务集中于马钢集团矿业有限公司（简称“马钢矿业”），下辖南山矿区、姑山矿区、桃冲矿区、罗河矿区、张庄矿区；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（以下简称“马钢工程”）。

2015 年马钢集团实现营业收入 503.71 亿元，其中钢铁制品销售收入 440.09 亿元，占营业收入的比重为 87.37%，钢铁制品销售板块为其最主要的收入来源。

铁矿资源业务方面，马钢集团所在的安徽省马鞍山铁矿区属中国五大铁矿区之一的宁（南京）芜（湖）铁矿区，铁矿资源相对丰富。截止 2015 年末，马钢集团拥有 10 个铁矿的采矿权，铁矿资源储量 121,671 万吨，拥有 5 个铁矿的探矿权，铁矿资源储量 20,645 万吨。马钢集团正常生产的采场有 9 座，2015 年铁矿石产量 1,956 万吨，成品矿 681 万吨。在“十三”规划，马钢集团矿山将形成铁矿石 2,000 万吨的规模，进一步提高对马钢股份矿石的供应比例。2015 年马钢矿业实现营业收入 28.16 亿元，净亏损 3.27 亿元。

工程技术装备制造业务方面，马钢工程成立于 2014 年 2 月，业务主要包括提供工程及钢铁技术服务。2015 年该公司实现营业收入 26.48 亿元，净亏损 0.89 亿元。

贸易物流业务方面，马钢集团的国际贸易业务主要由马钢国际经济贸易有限公司运营，主要包括冶金原燃料、设备、备品备件采购、国际国内物流、

钢材贸易等业务。2015 年该公司实现营业收入 45.81 亿元，净利润 425 万元。

从财务表现来看，财务结构方面，受钢铁行业景气度下滑影响，马钢集团应收账款、应收票据、原材料等相应减少，2015 年资产规模为 822.76 亿元，较年初下降 8.29%。截至 2015 年末，马钢集团总债务 377.83 亿元，其中短期债务 237.29 亿元，长期债务 140.54 亿元。截至 2015 年末，资产负债率为 67.44%，总资本化比率为 58.51%，与上年基本持平。

盈利能力方面，受行业景气度持续低迷、钢材价格大幅下跌影响，2015 年马钢集团实现营业收入 503.71 亿元，同比下滑 27.16%。毛利率方面，尽管同期原材料价格呈现下降趋势，但成本降幅小于营业收入的减少幅度，使得营业毛利率由上年的 8.28% 下滑至 1.29%。受此影响，2015 年马钢集团主营业务亏损面大幅扩张，主营业务亏损额由上年 2.52 亿元上升至 60.01 亿元。同期，马钢集团获得政府补助、土地使用权处置利得、房屋拆迁利得等营业外收入共计 5.46 亿元，对其利润总额形成一定补充。2015 年，马钢集团净亏损 59.08 亿元，整体盈利能力大幅下滑。

从偿债指标看，受盈利状况大幅弱化的影响，马钢集团主要偿债指标波动较大。2015 年马钢集团 EBITDA 利息保障倍数以及总债务/EBITDA 指标分别为 -0.08 和 -306.44 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力大幅下降；同期经营净现金流/利息支出和经营活动净现金流/总债务分别为 4.10 和 0.17 倍，受益于现金流状况持续良好，经营活动现金流能够对债务本息偿还提供一定支持。

表 7：2013~2015 年马钢集团部分财务指标

	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	270.08	255.33	237.29
长期债务（亿元）	107.88	116.95	140.54
总债务（亿元）	377.96	372.27	377.83
EBITDA（亿元）	56.88	65.39	-1.23
总债务/EBITDA（X）	6.65	5.69	-306.44
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.87	3.53	-0.08
经营性净现金流（亿元）	70.79	65.93	63.77
经营净现金流/总债务（X）	0.19	0.18	0.17
经营净现金流/利息支出（X）	4.81	3.56	4.10

数据来源：马钢集团定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2015 年 12 月 31 日，马钢集团拥有银行授信额度 712 亿元，其中已使用授信额度 283 亿元，尚未使用额度为 429 亿元，备用流动性充裕。

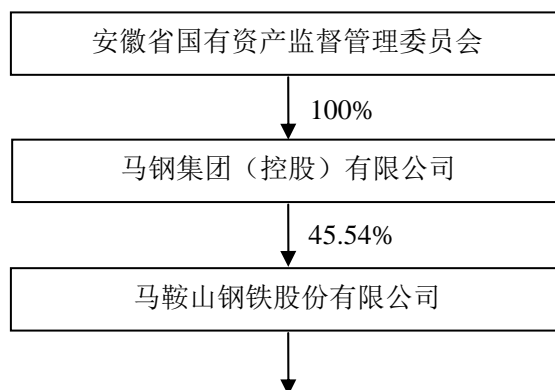
或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，马钢集团对外担保余额总计 57.40 亿元，占期末净资产的比重为 21.43%；此外，马钢集团对子公司担保余额为 44.23 亿元，被担保企业总体经营状况正常，整体看马钢集团因对外担保引致的或有负债风险可控。

整体而言，2015 年受行业景气度持续低迷、钢材价格大幅下降影响，马钢集团主营业务盈利能力大幅下滑。但马钢集团经营较稳定，依托于较强的矿山自给能力以及当地政府的支持，整体实力仍较强，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供保障。

结 论

综上，中诚信证评维持马钢股份主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定；下调本次公司债券的信用等级至 **AA⁺**。

附一：马鞍山钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



序号	公司名称	表决权比例
1	马钢集团财务有限公司	91%
2	安徽长江钢铁股份有限公司	55%
3	马钢（合肥）钢铁有限责任公司	71%
4	Maanshan Iron and Steel (Australia) Proprietary Limited	100%
5	MG 贸易发展有限公司	100%
6	马钢（香港）有限公司	91%
7	马鞍山马钢废钢有限公司	100%
8	安徽马钢和菱实业有限公司	71%
9	安徽马钢嘉华新型建材有限公司	70%
10	马钢（芜湖）加工配售有限公司	70%
11	马钢（芜湖）材料技术有限公司	71%
12	马钢（广州）钢材加工有限公司	67%
13	马钢（金华）钢材加工有限公司	75%
14	马钢（合肥）钢材加工有限公司	61%
15	马钢（扬州）钢材加工有限公司	71%
16	马钢（上海）工贸有限公司	100%
17	马钢（重庆）材料技术有限公司	70%
18	马钢（合肥）材料科技有限公司	70%
19	马鞍山马钢华阳设备诊断工程有限公司	90%
20	南京马钢钢材销售有限公司	100%
21	马钢（武汉）钢材销售有限公司	100%
22	马钢（杭州）钢材销售有限公司	100%
23	马钢（重庆）钢材销售有限公司	100%
24	广州马钢钢材销售有限公司	100%
25	马鞍山钢铁无锡销售有限公司	100%
26	马钢（上海）钢材销售有限公司	100%
27	马钢瓦顿股份有限公司	100%
28	马鞍山马钢晋西轨道交通装备有限公司	100%
29	马鞍山马钢欧邦彩板科技有限公司	67%

附二：马鞍山钢铁股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：马鞍山钢铁股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	510,671.81	465,455.15	514,271.15
应收账款	80,094.65	85,655.99	79,698.67
存货	1,004,972.11	868,429.33	601,849.55
流动资产	2,809,238.36	2,488,520.30	2,016,038.18
长期投资	107,683.76	121,635.72	115,878.79
固定资产合计	3,949,243.65	3,993,531.13	3,891,353.05
总资产	7,131,721.17	6,851,117.48	6,245,446.60
短期债务	2,204,787.42	1,909,298.40	1,722,012.53
长期债务	838,771.04	867,179.88	1,063,483.83
总债务（短期债务+长期债务）	3,043,558.45	2,776,478.27	2,785,496.35
总负债	4,561,817.63	4,262,177.68	4,171,286.31
所有者权益（含少数股东权益）	2,569,903.54	2,588,939.80	2,074,160.29
营业总收入	7,384,888.34	5,982,093.83	4,510,892.67
三费前利润	322,848.91	374,541.57	-58,074.19
投资收益	28,900.47	14,959.90	9,372.52
净利润	20,793.51	26,404.75	-510,448.44
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	545,526.14	509,885.78	-19,036.39
经营活动产生现金净流量	509,135.86	291,285.38	586,533.21
投资活动产生现金净流量	-454,269.86	132,624.69	-362,107.30
筹资活动产生现金净流量	-530,058.70	-334,429.61	-155,487.23
现金及现金等价物净增加额	-481,527.80	89,531.82	83,657.41
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	4.68	6.65	-0.84
所有者权益收益率（%）	0.81	1.02	-24.61
EBITDA/营业总收入（%）	7.39	8.52	-0.42
速动比率（X）	0.49	0.50	0.48
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.10	0.21
经营活动净现金/短期债务（X）	0.23	0.15	0.34
经营活动净现金/利息支出（X）	3.85	2.75	5.48
EBITDA 利息倍数（X）	4.12	4.82	-0.18
总债务/EBITDA（X）	5.58	5.45	-146.32
资产负债率（%）	63.97	62.21	66.79
总资本化比率（%）	54.22	51.75	57.32
长期资本化比率（%）	24.61	25.09	33.89

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：马钢（集团）控股有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	621,926.67	590,062.92	633,414.65
应收账款	265,462.63	246,067.42	172,969.99
存货	1,370,321.48	1,301,812.90	947,587.02
流动资产	3,494,256.05	3,328,063.33	2,702,806.03
长期投资	194,619.73	207,565.74	192,099.34
固定资产合计	4,790,963.47	4,864,274.36	4,795,842.03
总资产	8,982,649.60	8,971,609.65	8,227,636.33
短期债务	2,700,806.16	2,553,269.22	2,372,903.74
长期债务	1,078,771.04	1,169,479.88	1,405,433.83
总债务（短期债务+长期债务）	3,779,577.20	3,722,749.10	3,778,337.56
总负债	5,876,299.57	5,854,937.82	5,548,697.20
所有者权益（含少数股东权益）	3,106,350.03	3,116,671.82	2,678,939.13
营业总收入	8,210,520.06	6,915,216.49	5,037,062.86
三费前利润	500,332.63	537,949.01	35,930.35
投资收益	21,782.53	17,830.42	14,345.05
净利润	-1,218.20	26,785.23	-590,832.66
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	568,679.70	653,888.61	-12,329.81
经营活动产生现金净流量	707,858.44	659,336.20	637,701.25
投资活动产生现金净流量	-768,849.92	-226,281.39	-365,230.24
筹资活动产生现金净流量	-384,811.42	-324,712.84	-201,514.00
现金及现金等价物净增加额	-452,288.94	108,393.34	85,675.57
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	6.48	8.28	1.29
所有者权益收益率（%）	-0.04	0.86	-22.05
EBITDA/营业总收入（%）	6.93	9.46	-0.24
速动比率（X）	0.45	0.45	0.44
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.18	0.17
经营活动净现金/短期债务（X）	0.26	0.26	0.27
经营活动净现金/利息支出（X）	4.81	3.56	4.10
EBITDA 利息倍数（X）	3.87	3.53	-0.08
总债务/EBITDA（X）	6.65	5.69	-306.44
资产负债率（%）	65.42	65.26	67.44
总资本化比率（%）	54.89	54.43	58.51
长期资本化比率（%）	25.78	27.29	34.41

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。