

跟踪评级公告

联合[2018]756号

柳州钢铁股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

柳州钢铁股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

柳州钢铁股份有限公司发行的“11 柳钢债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二零一八年六月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

柳州钢铁股份有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
11 柳钢债	4.26 亿元	8 年	AA	AA	2017 年 6 月 26 日

担保方：广西柳州钢铁集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 6 月 7 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	208.12	230.74	225.16
所有者权益 (亿元)	46.35	71.99	82.46
长期债务 (亿元)	15.40	4.24	5.72
全部债务 (亿元)	116.09	106.12	79.45
营业收入 (亿元)	266.50	415.57	113.50
净利润 (亿元)	1.96	26.46	10.46
EBITDA (亿元)	14.53	42.36	--
经营性净现金流 (亿元)	15.88	46.13	12.92
营业利润率 (%)	4.83	8.56	12.02
净资产收益率 (%)	4.33	44.72	13.54
资产负债率 (%)	77.73	68.80	63.38
全部债务资本化比率 (%)	71.47	59.58	49.07
流动比率 (倍)	0.71	0.83	0.91
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.40	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.65	13.39	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	3.41	9.94	--

担保方

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	404.44	433.35
所有者权益 (亿元)	105.56	146.59
营业收入 (亿元)	477.78	683.98
净利润 (亿元)	3.87	41.72
经营性净现金流 (亿元)	33.76	76.82
资产负债率 (%)	73.90	66.18
流动比率 (倍)	0.69	0.84

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。
2、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，柳州钢铁股份有限公司（以下简称“柳钢股份”或“公司”）作为广西壮族自治区国资委间接控股的大型钢铁冶炼企业，仍保持了很强的区域竞争优势。2017 年，国内钢铁行业供给侧改革进一步深化，钢铁行业景气程度显著提升，公司利润大幅增长，公司经营现金流充沛，负债率进一步下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司经营独立性较差、产品结构尚待改善以及短期偿债压力仍然较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2018 年，国家将继续推进供给侧结构性改革，进一步推进钢铁行业化解过剩产能工作，并着力提高行业集中度；作为区域内行业龙头，上述政策将有益于柳钢股份以及柳钢集团的经营和发展。

2017 年，同样受钢铁行业景气程度显著提升影响，“11 柳钢债”担保方广西柳州钢铁集团有限公司（以下简称“柳钢集团”）经营效益大幅增长，资本实力改善显著，柳钢集团所提供的担保对“11 柳钢债”的信用状况仍具一定积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“11 柳钢债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司是广西最大的钢铁企业，其区域内行业龙头地位使其产品在广西及周边地区仍具有很强的区域竞争优势。

2. 随着去产能政策进一步落实，钢铁行业产能过剩的局面得到进一步改善。2017 年，公司加大技术改造力度、强化营销策略，同时着力控制生产成本，公司净利润大幅增长。

3. 公司在经营效益显著回升的支撑下加大

清偿存续债务。跟踪期内，公司债务负担明显减轻，财务杠杆改善显著。

4. 柳钢集团经营效益显著改善，其担保对“11 柳钢债”的信用状况仍具一定积极影响。

关注

1. 2017 年，钢铁行业景气度回升，但钢铁行业产能过剩的基本格局并未得到根本性的转变。

2. 虽然公司负债率水平降低，但债务结构不合理，短期偿付压力较大。

3. 2017 年，公司关联交易规模仍较大，虽然公司关联交易定价公允，但较大规模的关联交易，仍对公司独立经营能力构成影响。

分析师

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

徐益言

电话：010-85172818

邮箱：xuyy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

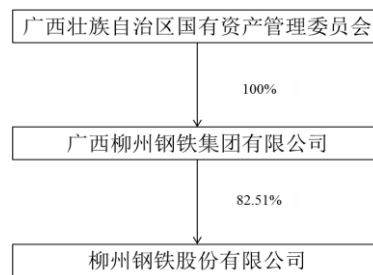
http: //www.unitedratings.com.cn

一、主体概况

柳州钢铁股份有限公司（以下简称“公司”或“柳钢股份”）原名为广西柳州金程股份有限公司，是经广西壮族自治区人民政府“桂政函〔2000〕74号”文批准，由广西柳州钢铁集团公司（以下简称“集团”或“柳钢集团”）为主要发起人，联合柳州有色冶炼股份有限公司、柳州化学工业集团有限公司、广西壮族自治区冶金建设公司和柳州市柳工物资有限公司，于2000年4月14日共同发起设立的股份公司。2001年10月，经广西壮族自治区工商行政管理局“（桂）名称预核内字〔2001〕第418号”文核准，公司名称变更为现名。

2007年2月，经过公司2002年第一次临时股东大会通过的决议及中国证监会2007年1月出具的《关于核准柳州钢铁股份有限公司首次公开发行股票的通知》（证监发行字〔2007〕21号）核准，公司向社会公开发行人民币普通股10,700万股，每股面值1元，每股发行价格10.06元。公司发行普通股在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：柳钢股份，股票代码：601003.SH）；公司股本从60,488.70万股增至71,188.70万股。此后，经多次送股、转增，截至2017年底，公司总股本256,279.32万股，柳钢集团持股82.51%，是公司的控股股东；广西壮族自治区国有资产管理委员会（以下简称“自治区国资委”）系公司实际控制人。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报，联合评级整理。

公司主营业务仍包括：烧结、炼铁、炼钢及其副产品的销售，钢材轧制、加工及其副产品的销售，炼焦及其副产品的销售等。2017年，公司主营业务范围未发生变化。

2017年，公司部门设置及组织机构未发生变动，截至2017年底，拥有在职员工9,742人。

截至2017年底，公司合并资产总额230.74亿元，负债合计158.75亿元，所有者权益合计71.99亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2017年，公司实现营业收入415.57亿元，净利润26.46亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额46.13亿元，现金及现金等价物净增加额17.96亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额225.16亿元，负债合计142.70亿元，所有者权益合计82.46亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2018年1~3月，公司实现营业收入113.50亿元，净利润10.46亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额12.92亿元，现金及现金等价物净增加额-3.21亿元。

公司注册地址：广西柳州市北雀路117号；法定代表人：李永松。

二、债券发行及募集资金使用情况

根据《2011年柳州钢铁股份有限公司公司债券发行公告》，经中国证监会“证监许可〔2011〕

775号文”文件核准批复，本期债券发行总额为人民币20亿元，发行价格为每张100元，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式发行。本期债券发行工作已于2011年6月3日结束，实际发行规模20亿元，最终票面利率为5.70%，债券期限为8年期，在第5年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券已于2011年6月27日于上海证券交易所挂牌上市（证券简称：“11柳钢债”，证券代码“122075.SH”）。

根据《柳州钢铁股份有限公司关于“11柳钢债”公司债券回售实施结果的公告》，截至2016年4月21日，“11柳钢债”回售申报结束；“11柳钢债”的回售数量为1,574.46万张，回售金额为15.74亿元，剩余托管量为4.26亿元。公司选择不调整本期债券票面利率，即本期债券后3年票面利率为5.70%并保持不变。公司于2016年6月1日支付了15.74亿元回售款。

本期公司债券于2011年6月1日正式起息，公司于2018年6月1日支付了自2017年6月1日至2018年5月31日期间利息。截至2017年底，本期公司债募集资金已全部用于偿还银行借款和补充流动资金。

三、行业分析

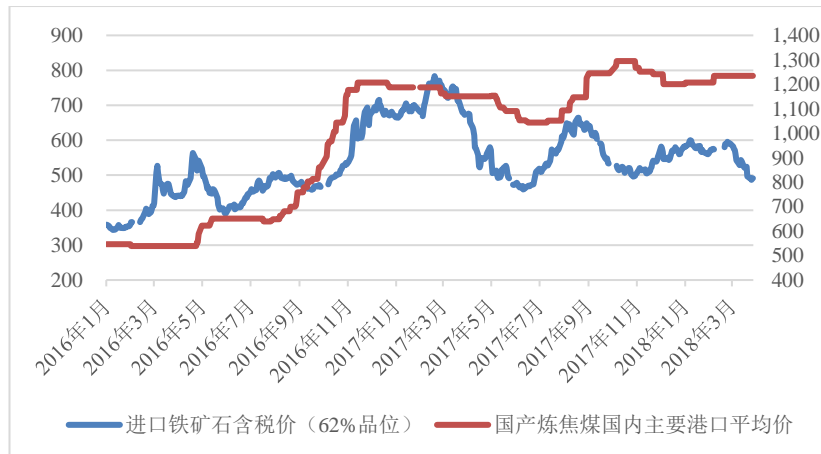
1. 行业概况

伴随着国内经济发展进入“新常态”，供需关系面临着结构性失衡。在此背景下，我国政府提出了以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点任务的供给侧结构性改革。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度持续回升；2017年，我国生铁、粗钢和钢材产量分别为7.11亿吨、8.32亿吨和10.48亿吨，同比分别增长1.8%、5.7%和0.8%；截至2017年底，Myspic综合钢价指数上涨至158.42点，较年初上涨30.68点，涨幅为24.02%。

2. 上游供给

钢铁行业上游原材料主要包括铁矿石和炼焦煤。由于国内钢铁行业景气度回升，铁矿石价格较上年明显回升；以进口62%铁矿石为例，2017年，铁矿石含税均价为590.22元/吨，较2016年上涨21.66%。从2017年全年层面来看，铁矿石价格运行特征为：整体下行，波动剧烈。以进口62%铁矿石为例，截至2017年底，铁矿石含税价为569.23元/吨，较年初下跌约100元/吨，跌幅为14.46%；2017年年内最大价差约为325元/吨，波动幅度达到了50%。

图2 2016~2018年3月铁矿石和炼焦煤价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，联合评级整理。

注：进口铁矿石含税价（左轴），国产炼焦煤国内主要港口均价（右轴）

2017年，国内炼焦煤价格居于高位，整体波动不大。相较于2016年，炼焦煤价格则呈现大幅上涨态势，主要系供给侧结构性改革所致；2017年，主要港口炼焦煤平均价格为1,166.74元/吨，较2016年的均价上涨55.33%。2017年全年，炼焦煤价格变动不大；截至2017年底，主要港口炼焦煤平均价格为1,201元/吨，较年初的1,187元/吨上涨1.18%。

3. 下游需求

2017年，国内固定资产投资完成额为63.17万亿元，同比增长7.2%，增速较上年下降0.9个百分点；固定资产投资增速的放缓是中国经济增速换挡的具体反映，符合宏观调控的预期。尽管投资增速放缓，但国内固定资产投资规模庞大对促进国内经济平稳协调发展发挥着关键作用。从基础设施建设层面看，2017年，国内基建投资完成额为17.31万亿元，同比增长14.93%，增速较上年下降0.78个百分点。全国范围内的去杠杆工作以及金融协调监管政策收紧等因素都会影响投资资金来源；此外，对融资平台公司的管理以及PPP项目的清理均可能影响到地方政府的融资能力进而影响基础建设投资。从房地产开发层面来看，2017年，国内房地产开发投资完成额为10.98万亿元，同比增长7.0%，增速较上年上升0.1个百分点；国内房屋施工面积增长率为3.00%；国内房屋新开工面积增长率为7.00%。国内庞大的基建和地产投资规模对钢材需求构成良好的支撑，2017年，国内重点钢铁企业钢材销售量为5.85亿吨，同比增长3.84%，增速较上年提高4.00个百分点。

4. 行业竞争

国内钢铁行业集中度偏低，且提升速度缓慢；2017年，国内钢铁行业集中度（CR10）为36.9%，较2016年回升1.0个百分点。钢铁行业集中度偏低很大程度上导致行业内恶性竞争频繁、产品档次难以提升以及整体利润率不高等问题。在此背景下，区位优势以及产品结构优势成为决定钢铁企业竞争力的关键因素。位于沿海、华东地区的钢铁企业在铁矿石以及钢材运输成本方面具备一定优势；产品结构有优良的钢铁企业，在下游景气度疲弱的情况下，仍能保持较好的毛利率水平，对企业经营情况有一定的支撑。

5. 行业关注

(1) 2017年，基础设施建设和房地产等行业需求的增长，推动钢铁行业继续回暖；但从长期来看，下游主要行业以及固定资产投资增速持续放缓，钢铁行业结构性产能过剩问题依然突出。

(2) 钢铁企业集中程度直接影响钢铁生产的规模效应，企业较分散不利于行业长期发展，同时还会造成结构性的产能浪费，削弱我国钢铁行业的国际竞争力。

(3) 中国铁矿石进口数量不断增长，铁矿石对外依存度处于较高水平，对外议价能力受严重影响。同时，汇率波动对于铁矿石价格影响较大。

(4) 环保政策日益严苛，对钢铁企业的成本控制以及产能利用率产生一定影响。随着去产能政策以及环保政策的趋严，将对钢铁企业的盈利水平以及产能方面造成一定冲击。

6. 行业政策

2017年，供给侧结构性改革仍是国内钢铁行业政策的核心；改革目标是用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨，行业兼并重组取得实质性进展，产能利用率趋于合理。去产能层面，2016~2017年，国内钢铁行业累计压减产能1.15亿吨，已经初步完成“十三五”去产能目标；如果考虑地条钢产能，钢铁行业去产能整体规模已超过2.2亿吨。去库存层面，2017年，钢材社会库存有所增加，但仍处于历史低位。去杠杆层面，2017年，钢铁行业盈利水平和经营活动现金流的大幅好转，带

动资产负债率和带息债务资本化比率显著下行，去杠杆效果开始显现。兼并重组方面，考虑到中央对钢铁行业“多兼并重组，少破产清算”治理方案不变，行业集中度的提高主要依赖于大型钢铁企业的兼并重组。

7. 未来发展

随着中国供给侧改革以及去产能政策不断深入，中国钢铁行业市场环境有望改善。从短期看，基建投资将对中国钢材市场形成有力支撑，带动钢铁行业阶段性回暖；2017年以来，钢材价格上涨空间不大，但将维持震荡态势。从长期看，钢铁行业景气度的有赖于过剩产能有序退出和置换产能的逐步推进。未来我国经济转型和结构调整、城镇化进程的推进、“一带一路”战略的发展都将促进市场对钢材需求的增长，以上均对钢铁行业景气度回升形成有力支撑。

四、管理分析

目前，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，受钢铁行业景气度回升影响，公司实现营业收入415.57亿元，较上年大幅增长55.93%；同期，各类钢材价格大幅上涨，2017年，公司实现营业利润30.33亿元，较上年大幅增长12.57倍；公司实现净利润26.46亿元，较上年大幅增长12.47倍。

从收入构成看，2017年，公司主要收入来源仍然为钢坯（占35.31%）、小型材（占54.45%）和中板材（占5.36%）产品。其中，钢坯收入137.25亿元，较上年增长23.61%；占比较上年下降10.56个百分点。小型材收入211.66亿元，较上年大幅增长114.39%；占比较上年上升13.67个百分点。中板材收入20.83亿元，较上年增长19.95%；占比较上年下降1.81个百分点。其他类型产品占公司主营业务收入比重较低，且整体变动不大。

从毛利率水平来看，2017年，公司钢坯毛利率较上年下降2.96个百分点至2.87%。受产品销售价格上涨影响，公司小型材毛利率较上年大幅提高11.96个百分点至19.97%；中板材毛利率较上年提高7.13个百分点至6.53%。受上述因素影响，公司综合毛利率水平较上年提高4.34个百分点至8.91%，主营业务盈利能力有所提升。

表1 2016~2017年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2016年			2017年			变动		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比 (百分点)	毛利率 (百分点)
中型材	1.67	0.69	-20.32	2.69	0.69	1.14	61.36	0.00	21.46
中板材	17.36	7.17	-0.60	20.83	5.36	6.53	19.95	-1.81	7.13
小型材	98.73	40.78	8.00	211.66	54.45	19.97	114.39	13.67	11.96
钢坯	111.03	45.86	5.82	137.25	35.31	2.87	23.61	-10.56	-2.96
钢铁板块小计	228.79	94.50	6.09	372.42	95.81	12.78	62.78	1.31	6.69
化产品	3.97	1.64	-31.67	6.34	1.63	-33.13	59.75	-0.01	-1.45
焦炉煤气	9.33	3.86	-17.39	9.93	2.56	-109.38	6.44	-1.30	-91.99
合计	242.09	100.00	4.56	388.70	100.00	8.91	60.56	--	4.34

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，2017年，受钢铁行业回暖影响，公司钢铁板块营业收入大幅增长；同时，钢材价格大涨也带动公司综合毛利率显著提升。

2. 业务运营

(1) 原材料采购

2017年，公司加大进口铁矿石和废钢使用力度，公司国内采购铁矿石141.19万吨，较上年减少36.26%；国外进口铁矿石1,663.33万吨，较上年增长23.71%。受国内钢铁行业景气度提升影响，公司铁矿石采购均价显著上行。

表2 2016~2017年公司铁矿石采购量和采购价格情况

项目		2016年	2017年	变动情况(%)
国内采购	采购量(吨)	221.50	141.19	-36.26
	采购均价(元/吨)	327.90	385.47	17.56
国外进口	采购量(吨)	1,344.51	1,663.33	23.71
	采购均价(元/吨)	483.56	626.15	29.49

资料来源：公司年报，联合评级整理。

其他原材料方面，由于广西地区煤炭资源相对较少，公司所需煤炭均从外地采购。2017年，公司煤炭采购量为833.46万吨，较上年增长4.23%；采购均价为1,512.73元/吨，较上年大幅增长70.47%，主要系煤炭供给侧改革所致。此外，公司加大废钢采购力度，全年采购废钢130.83万吨，较上年增长88.49%，主要系综合冶炼成本提高废钢入炉比例所致；废钢价格亦从1,135.09元/吨，上涨至1,361.09元/吨。

表3 2016~2017年公司其他原材料采购量和采购价格情况

项目		2016年	2017年	变动比率(%)
废钢	采购量(万吨)	69.41	130.83	88.49
	采购均价(元/吨)	1,135.09	1,361.09	19.91
煤	采购量(万吨)	799.61	833.46	4.23
	采购均价(元/吨)	887.41	1,512.73	70.47
电力	采购量(亿千瓦时)	32.09	33.50	4.39
	采购均价(元/千瓦时)	0.585	0.588	0.51

资料来源：公司年报，联合评级整理。

2017年，公司前五名供应商采购额127.79亿元，占年度采购总额37.30%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额109.10亿元，占年度采购总额31.84%。

总体看，2017年，受钢铁行业景气度上行带动，公司所采购铁矿石、废钢均价较上年大幅上升。此外，煤炭价格受政策调控影响亦出现大幅上行，相关原料价格的高企，使得公司成本控制难度增加。

(2) 产品生产

从成本构成来看，公司主要产品均采用热轧工艺，因此公司生产成本主要由原材料成本（占64.93%）和燃料及动力成本（占22.85%）。2017年，公司原材料成本为229.92亿元，较上年增长6.27%；主要系2017年铁矿石以及废钢价格全面上涨所致。燃料及动力成本为80.89亿元，较上年增长40.09%；主要系公司煤炭采购单价上涨所致。2017年，公司折旧成本较2016年下降1.35%，为7.94亿元。

表4 2016~2017年公司生产成本构成情况(单位:亿元,%)

项目	2016年		2017年		变动情况(%)	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	135.55	58.67	229.92	64.93	69.62	上升 6.27 个百分点
辅助材料	9.83	4.25	12.49	3.53	27.05	下降 0.73 个百分点
燃料及动力	57.74	24.99	80.89	22.85	40.09	下降 2.15 个百分点
工资	7.10	3.07	8.82	2.49	24.24	下降 0.58 个百分点
折旧	7.83	3.39	7.94	2.24	1.35	下降 1.15 个百分点
其他	13.00	5.62	14.03	3.96	7.93	下降 1.66 个百分点
合计	231.05	100.00	354.08	100.00	53.25	--

资料来源:公司年报,联合评级整理。

目前,公司实行以销定产和以效定产的生产模式。从产能看,2017年公司主要产品产能未发生变动。2017年,公司整体产能利用率仍不高;从各类产品生产情况来看,2017年,公司生产小型材647.50万吨,较上年增长41.29%;公司小型材的产能利用率117.73%,较上年提高34.40个百分点。2017年,公司中板材和中型材产量分别为64.81万吨和10.09万吨,分别较上年减少18.02%和增长32.94%。

表5 2016~2017年公司产销量及目前产能情况

项目		2016年	2017年	变动情况(%)
中型材	产量(万吨)	7.59	10.09	32.94
	产能(万吨)	50.00	50.00	--
	产能利用率(%)	15.18	20.18	5.00
中板材	产量(万吨)	79.06	64.81	-18.02
	产能(万吨)	150.00	150.00	--
	产能利用率(%)	52.71	43.21	-9.50
小型材	产量(万吨)	458.29	647.50	41.29
	产能(万吨)	550.00	550.00	--
	产能利用率(%)	83.33	117.73	34.40

资料来源:公司年报

总体看,2017年,公司整体生产成本显著上升,主要系钢铁行业景气度上升以及上游煤炭价格上涨所致。公司产能和产品结构较上年变化不大,整体产量有所上升,但中型材和板材的产能利用率仍属较低。

(3) 产品销售

从销量看,2017年,除中板材销量较上年减少17.55%以外,其余产品的销量均出现不同程度的增长。公司中型材销量增长1.20%至8.40万吨;小型材销量增长38.89%至642.12万吨。从产销率看,2017年,公司生产经营基本符合以销定产的生产理念,各类产品产销率均维持在较高水平。其中,中型材产销率为83.25%,较上年下降26.10个百分点;中板材产销率为99.77%;小型材产销率为99.18%,整体变动不大。

表6 2016~2017年公司产销量及目前产能情况

项目		2016年	2017年	变动情况(%)
中型材	销量(万吨)	8.30	8.40	1.20
	产销率(%)	109.35	83.25	-26.10
	平均单价(元/吨)	2,008.21	3,202.38	59.46

中板材	销量(万吨)	78.42	64.66	-17.55
	产销率(%)	99.19	99.77	0.58
	平均单价(元/吨)	2,213.72	3,221.47	45.52
小型材	销量(万吨)	462.34	642.16	38.89
	产销率(%)	100.88	99.18	-1.71
	平均单价(元/吨)	2,135.44	3,296.06	54.35

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从销售价格来看，2017年，受钢铁行业景气度回升影响，公司各类钢材销售均价均呈现增长。由于地处中国西南地区，外地钢铁企业受到运输成本的限制，进入广西市场的难度较大，广西一直是全国钢铁产品的高价区域。

从客户集中度看，前五名客户销售额179.18亿元，占年度销售总额43.12%；其中前五名客户销售额中关联方销售额145.38亿元，占年度销售总额34.98%。

总体看，2017年，受钢铁行业回暖影响，公司钢材产品销售均价较上年均大幅提升。公司执行以销定产的经营思路，除中板材之外其他产品销量有所回升。

3. 关联交易

公司关联交易主要为与柳钢集团之间的钢材贸易往来，以钢坯产品居多；2017年，公司从关联方采购、接受劳务金额为101.54亿元，占营业成本比重为26.84%；向关联方销售、提供劳务金额为197.37亿元，占营业收入比重为47.49%；近两年，公司所发生的关联交易具有具体合同保障交易的执行，交易价格均参考市场价格进行定价。

表7 2016~2017年公司主要产品销售均价情况(单位：亿元，%)

项目	采购商品、接受劳务情况表		出售商品、提供劳务情况表	
	金额	占比	金额	占比
2016年	54.35	21.54	150.01	56.29
2017年	101.54	26.84	197.37	47.49

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，公司关联交易规模较大，虽然公司关联交易定价公允；但较大规模的关联交易，仍对公司独立经营能力构成不利影响。

4. 经营关注

(1) 原材料价格波动风险、汇率风险

公司开展生产经营所需主要原材料为铁矿石、焦煤等，主要依赖于对外采购；如果原材料价格上涨，公司的盈利水平将受到一定影响。公司生产所需铁矿石在原材料成本中占比较高，且多数为进口铁矿石，若人民币汇率水平发生较大波动，会直接影响公司原材料成本，对公司短期盈利水平和成本控制带来不利影响。

(2) 行业集中度过低

公司所处钢铁行业产业集中度过低，钢材价格竞争激烈，钢铁行业集中度低，削弱了公司在原燃料采购以及产品销售时的议价能力，公司是价格接受者。受行业集中度过低影响，公司整体效益改善难度较大。

(3) 产品结构不合理

在国家大力提倡淘汰落后产能，加快结构调整背景下，国内其它钢铁企业正在通过设备更新、

生产工艺改进、新产品开发等手段增加高端钢材产品产量，使得高端钢材产品市场的竞争不断加剧，从而增加了公司的经营风险。同时，进一步技术升级和产品结构调整也将给公司带来较大的资本支出压力。

（4）环保成本上升风险

公司在生产过程中污染物排放量较高，属于新一轮的大气和环保治理集中整治的焦点之一；各级政府正在对钢铁大气污染物排放企业进行全面排查。公司需要进一步提高环保能力，加大对环保新建或技改项目的投入力度，由此增加的费用成本，会对公司经营产生一定影响。

5. 未来发展

2018年，公司将进一步深化改革创新，稳步实施“提质增效、沿海转移、多元并举、绿色发展、资本运作、智能升级”六大举措，全面推进企业转型，力争在未来五至十年打造成为国内行业综合竞争力特强的钢铁企业。2018年，公司计划生产粗钢1,250万吨、钢材750万吨，实现营业收入410亿元、利润18亿元。公司将重点做好以下几方面工作：继续强化系统协同，提升成本控制水平。持续深化品牌建设，增强公司创效能力。推进关键领域改革，增强内生发展动力。继续加大生态环境保护。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰，有利于公司实现稳健发展。

六、财务分析

公司提供的2017年财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2018年1~3月报表未经审计。公司执行财政部最新发布的会计准则，会计政策连续。从合并范围看，公司2017年度合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额230.74亿元，负债合计158.75亿元，所有者权益合计71.99亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2017年，公司实现营业收入415.57亿元，净利润26.46亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额46.13亿元，现金及现金等价物净增加额17.96亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额225.16亿元，负债合计142.70亿元，所有者权益合计82.46亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2018年1~3月，公司实现营业收入113.50亿元，净利润10.46亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额12.92亿元，现金及现金等价物净增加额-3.21亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产合计230.74亿元，较年初增长10.87%；其中，流动资产128.35亿元（占55.63%），非流动资产102.39亿元（占44.37%），资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计128.35亿元，较年初大幅增长24.55%；流动资产主要由货币资金（占24.27%）、应收票据（占30.61%）、预付款项（占5.80%）和存货（占37.16%）构成。

截至2017年底，公司货币资金为31.15亿元，较年初增长140.14%，主要系钢材市场回暖，产品销售收入同比增加所致；货币资金主要由银行存款（占91.09%）构成。公司应收票据为39.29亿元，较年初增长85.18%，主要系钢材市场回暖，产品销售收入同比增加所致；应收票据主要由

银行承兑汇票（占 98.50%）构成。公司预付款项为 7.45 亿元，较年初减少 43.63%，主要系公司合理控制采购付款节奏所致；预付款项账龄以 1 年以内的为主（占 97.78%）。公司存货账面价值为 47.69 亿元，较年初减少 10.15%；存货由原材料（占 85.66%）、在产品（占 5.88%）以及库存商品（占 8.46%）构成；公司仅对原材料计提跌价准备 6.49 万元。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 102.39 亿元，较年初减少 2.55%；非流动资产主要由固定资产（占 95.47%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 97.75 亿元，较年初减少 3.12%，系正常折旧损耗；固定资产主要由房屋及建筑物（占 58.94%）和机器设备（占 41.06%）构成；公司对固定资产累计计提折旧 87.03 亿元（计提比例为 47.18%）；固定资产成新率为 54.50%。

截至 2017 年底，公司使用或所有权受到限制得资产合计 11.73 亿元，占公司资产总额的 5.08%，公司资产受限比例较低。

表8 截至2017年底公司资产受限情况

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	2.78	信用证保证金、银行承兑汇票保证金、 贷款保证金、贷款质押
应收票据	2.05	签发票据质押
固定资产	6.90	借款抵押的固定资产
合计	11.73	--

资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 225.16 亿元，较上年末减少 2.42%，整体变动不大；其中，流动资产 124.17 亿元（占 55.15%），非流动资产 100.99 亿元（占 44.85%），公司资产结构整体变动不大。

总体看，公司资产结构较为平衡，资产使用受到限制的情况较少。公司货币资金较为充裕；但公司存货规模大，对资金形成一定的占用；公司固定资产成新率较低。综合看，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2017 年底，公司负债规模合计 158.75 亿元，较年初减少 1.87%，其中流动负债 153.74 亿元（占 96.85%），非流动负债 5.00 亿元（占 3.15%），负债结构以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 153.74 亿元，较年初增长 5.61%；流动负债主要由短期借款（占 43.72%）、应付票据（占 15.46%）、应付账款（占 21.15%）、预收款项（占 7.27%）以及一年内到期的非流动负债（占 7.10%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 67.21 亿元，较年初减少 23.90%，主要系公司偿还部分银行借款所致；短期借款主要由保证借款（占 78.71%）构成。公司应付票据为 23.76 亿元，较年初增长 102.96%，主要系为降低资金成本，公司加大采购使用承兑汇票力度所致。公司应付账款为 32.52 亿元，较年初减少 9.35%；应付账款主要由原燃料采购款（占 87.11%）构成。公司预收款项为 11.18 亿元，较年初增长 123.82%，主要系公司钢材销售较好，客户预付货款增加所致。公司一年内到期的非流动负债为 10.91 亿元，较年初大幅增长 15.28 倍；截至 2017 年底，公司长期借款全部转

为一年内到期的非流动负债。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 5.00 亿元，较年初大幅减少 69.10%，主要系长期借款全部转为一年内到期借款所致；非流动负债主要由应付债券（占 84.73%）和递延收益（占 15.27%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款全部转为一年内到期的非流动负债，较年初减少 11.17 亿元。公司应付债券余额为 4.24 亿元，系“11 柳钢债”。公司递延收益为 0.76 亿元，较年初减少 4.39%，系与资产相关的政府补助。

截至 2017 年底，公司全部债务为 106.12 亿元，较年初减少 8.59%，主要系公司业绩改善明显，偿还部分债务所致；短期债务为 101.88 亿元（占 96.00%），较年初减少 1.18%；公司长期债务为 4.24 亿元（占 4.00%），较年初减少 72.46%，主要系长期借款减少所致。2016~2017 年，公司资产负债率分别为 77.73% 和 68.80%；全部债务资本化比率分别为 71.47% 和 59.58%；长期债务资本化比率分别为 24.94% 和 5.56%；公司债务负担显著下降，公司债务负担仍属于较重，且债务集中在短期债务中。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 142.70 亿元，较上年末减少 10.11%；其中，流动负债 136.24 亿元（占 95.47%）、非流动负债 6.46 亿元（占 4.53%）；公司负债结构变动不大。债务方面，截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 79.45 亿元，较上年末减少 25.14%，主要系短期债务减少所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 63.38%、49.07% 以及 6.49%，分别较上年末下降 5.42 个百分点、10.51 个百分点以及提高 0.93 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 71.99 亿元，较年初增长 55.33%，全部为归属于母公司得所有者权益；其中，归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 35.60%）、资本公积金（占 2.90%）、盈余公积金（占 17.18%）和未分配利润（占 44.31%）构成；未分配利润占比较高，权益稳定性有待改善。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 82.46 亿元，较上年末增长 14.54%，主要系公司经营业绩同比大幅增长，利润留存导致未分配利润增长所致，全部为归属于母公司所有者权益。截至 2018 年 3 月底，公司未分配利润为 42.36 亿元，占公司所有者权益比重达 51.37%。

总体看，2017 年，公司负债水平较高，债务负担虽显著下降但仍然较重，同时较大规模的短期债务增加了公司资金管理难度；所有者权益稳定性有待改善。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 415.57 亿元，较上年大幅增长 55.93%，主要系钢铁行业景气度回升，主要钢材产品量价齐升所致。2017 年，公司实现营业利润 30.33 亿元，较上年大幅增长 12.57 倍；公司实现净利润 26.46 亿元，较上年大幅增长 12.47 倍。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用总额为 5.68 亿元，较上年减少 45.04%，主要系财务费用减少所致；期间费用由销售费用（占 7.60%）、管理费用（占 71.31%）和财务费用（占 21.09%）构成。2017 年，公司销售费用为 0.43 亿元，较上年增长 5.25%；管理费用为 4.05 亿元，较上年增长 15.60%，主要系职工薪酬大幅增长所致；公司财务费用为 1.20 亿元，较上年大幅减少 81.34%，主要系汇兑损益有所波动所致，其中 2017 年，公司取得汇兑净收益 2.16 亿元；2016 年，公司汇兑净损失 2.04 亿元。2016~2017 年，公司费用收入比分别为 3.88% 和 1.37%，呈逐年下降态势，汇兑损益对公司费用影响较大。

从盈利指标来看, 2017年, 受行业景气度上行, 公司主要盈利指标均较上年改善明显。公司营业利润率为 8.56%, 较上年上升 3.72 个百分点; 公司总资本收益率为 17.36%, 较上年上升 14.12 个百分点; 公司总资产报酬率为 15.25%, 较上年上升 12.45 个百分点; 公司净资产收益率为 44.72%, 较上年上升 40.39 个百分点。

2018年 1~3月, 公司取得营业收入 113.50 亿元, 同比增长 25.49%, 主要系钢材价格大幅增长所致; 公司实现营业利润 12.30 亿元、利润总额 12.31 亿元、净利润 10.46 亿元, 分别同比增长 5.34 倍、5.07 倍和 4.16 倍。

总体看, 2017年, 得益于钢铁行业景气度显著提升, 主要钢材品种价格大幅上涨, 公司经营效益大幅提升, 各项盈利指标也趋于好转。

4. 现金流

从经营活动来看, 2017年, 公司经营活动现金流入为 329.49 亿元, 同比增长 58.08%, 主要系销售收入增加所致; 公司经营活动现金流出为 283.36 亿元, 同比大幅增长 47.16%, 主要系公司采购产品规模增长所致。综上影响, 2017年, 公司经营活动现金净额为 46.13 亿元, 较上年增长 190.84%; 2017年, 由于公司采销过程中涉及关联交易以及较多票据使用, 故公司现金收入比率为 77.93%, 处于较低水平。

从投资活动来看, 2017年, 公司投资活动现金流入为 7.33 亿元, 同比增长 404.03%。公司投资活动现金流出为 9.14 亿元, 同比大幅增长 498.77%, 主要系公司生产设备技术改造投入同比增加所致。综上影响, 2017年, 公司投资活动现金净额为-1.81 亿元。

从筹资活动来看, 2017年, 公司筹资活动现金流入为 104.63 亿元, 同比减少 17.54%, 主要系公司压减融资力度所致; 公司筹资活动现金流出小计为 130.98 亿元, 同比减少 22.84%, 主要系融资需求下降的同时, 公司偿还借款金额下降所致。综上影响, 2017年, 公司筹资活动现金净额为-26.34 亿元, 公司压减债务力度较大。

2018年 1~3月, 公司经营活动现金流净额为 12.92 亿元, 较上年同期的净流出大幅回升; 公司投资活动现金流净额为 0.15 亿元, 较上年同期变动不大; 公司筹资活动现金流净额为-16.28 亿元, 主要系公司在经营业绩回升的背景下大量偿还债务所致。

总体看, 2017年, 受行业景气度回升影响, 公司经营活动现金流充沛, 经营活动净现金流较上年大幅增长; 近年来, 公司无大型在建项目导致公司投资活动所需资金需求较低。公司在行业景气度回升的背景下降低融资规模。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看, 2017年, 公司流动比率同比上涨 0.13 倍至 0.83 倍; 2017年, 公司速动比率较同比上涨 0.18 倍至 0.52 倍; 流动比率和速动比率的提升主要系公司销售收入上升, 同时, 公司偿还部分债务所致。受同样因素影响, 2017年, 公司现金短期债务比为 0.69 倍, 较上年上升 0.35 个百分点。

从长期偿债能力指标来看, 2017年, 公司 EBITDA 为 42.36 亿元, 同比大幅增长 1.92 倍, 主要系利润总额大幅增长所致。EBITDA 构成来看, 2017年, 公司 EBITDA 主要由利润总额(占 71.67%)、计入财务费用的利息支出(占 7.31%)、折旧(占 20.98%) 以及摊销(占 0.03%) 构成。受行业景气度回升、公司利润总额大幅增长, 以及偿债力度加大等因素影响, 2017年, 公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.13 倍提升为 0.40 倍, 较上年提升 0.27 倍; 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.65 倍提升至 13.39 倍。

截至2017年底，公司获得各银行授信合计272.72亿元，未使用90.34亿元，公司间接融资渠道畅通；公司系上市公司，具备畅通的直接融资渠道。

截至2017年底，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（NO.G1045020500002520B），截至2017年5月4日，公司已结清信贷中，存在9笔不良类票据贴现业务，3笔不良类贸易融资业务，3笔贷款类业务，但均已结清；公司未结清贷款中，无不良类或关注类贷款。

总体看，由于公司债务负担集中于短期，公司短期偿债压力仍属较大；2017年，钢铁行业景气度显著回升，带动公司盈利水平大幅提升，偿债能力也将得到相应改善。公司偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产达67.80亿元，约为“11柳钢债”剩余本金（4.26亿元）的15.92倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达82.46亿元，约为本期债券剩余本金（4.26亿元）的19.36倍，公司大规模的现金类资产和净资产能够对“11柳钢债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为42.36亿元，约为本期债券剩余本金（4.26亿元）的9.94倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入329.49亿元，约为本期债券剩余本金（4.26亿元）的77.34倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为大型钢材冶炼企业，在综合实力、品牌知名度、区域竞争力等方面具有优势，公司对“11柳钢债”的偿还能力很强。

八、债权保护分析

根据柳钢集团为本次拟发行的公司债向债券的合法持有人出具的《柳州钢铁股份有限公司公司债券担保函》，柳钢集团为本次公司债的按期还本付息提供不可撤销的连带责任保证担保。

1. 集团概况

广西柳州钢铁集团有限公司（下称“柳钢集团”或“集团”）创建于1958年7月，原名柳州钢铁厂。1992年经广西经贸委（桂经字〔1992〕487号）批准组建为广西柳州钢铁（集团）公司。经广西壮族自治区国有资产监督管理委员会批准，柳钢集团依据《公司法》进行公司制改制，由全民所有制企业改制为有限责任公司（国有独资）。柳钢集团是广西壮族自治区直属的大型国有独资企业，属地方骨干钢铁企业，是大型企业集团，是国家512家重点企业之一。柳钢集团整体资产可分为上市部分和非上市部分。集团炼钢和炼铁主业资产大部分已注入柳钢股份。

柳钢集团是集冶金、科研、工程设计、建筑、商贸、环保于一体的国有大型钢铁联合企业，是广西最大的钢铁生产基地。集团规模较大，产品种类比较齐全，产品竞争能力较强。集团以钢铁冶炼及压延加工为主业，主要产品包括中板材、热轧板卷、中型材、棒材和线材等五大系列上百个规格品种；非钢产业主要包括房地产、化工产品和气体产品的生产和销售。

截至2017年底，柳钢集团合并资产总额433.35亿元，负债合计286.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计146.59亿元，归属于母公司的所有者权益136.36亿元。2017年，柳钢集团实现营业收入683.98亿元，净利润（含少数股东损益）41.72亿元，归属于母公司所有者的净利润40.34亿

元；经营活动产生的现金流量净额76.82亿元，现金及现金等价物净增加额26.00亿元。

2. 经营概况

钢铁板块业务集中在柳钢股份和集团本部，其中钢铁产品的生产销售集中在柳钢股份，集团本部保留冷热轧产品生产及经营。

表9 2016~2017年柳钢集团营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	472.10	98.81	6.53	678.28	99.17	10.37	43.67	0.36	3.85
其他业务	5.68	1.19	35.16	5.70	0.83	13.11	0.36	-0.36	-22.06
合计	477.78	100.00	6.87	683.98	100.00	10.40	43.16	0.00	3.53

资料来源：柳钢集团提供，联合评级整理。

从收入构成看，2017年，柳钢集团主营业务突出，主营业务占营业收入比重为99.17%，较上年变动不大；钢铁类产品在柳钢集团运营中的核心地位非常凸显。2017年，主营业务收入占比较上年提高0.36个百分点；柳钢集团主营业务中除钢铁产销业务，还包含部分非钢铁业务，如化工产品、贸易服务、房地产以及其他依托于柳钢集团生产板块产生的其他经营收入。2017年，柳钢集团其他业务收入占营业收入比重为0.83%，较上年有所下降，柳钢集团其他业务收入主要包括医疗收入、酒店收入、教育收入和劳务收入等。

从毛利率水平来看，2017年，柳钢集团主营业务毛利率为10.37%，较上年提高3.85个百分点，主要系钢铁行业景气度回升所致。柳钢集团其他业务毛利率较上年下降22.06个百分点至13.11%；但其他业务收入占营业收入比重很小，对集团综合毛利水平影响不大。2017年，从综合毛利率来看，由于柳钢集团收入主要来自于对钢铁产品经营，钢铁产品毛利率大幅回升，其综合毛利率为10.40%，较上年提高3.53个百分点。

总体看，2017年，主要受到行业景气程度回升影响，柳钢集团收入和综合毛利水平均较上年出现一定程度提升。

3. 重大事项

2017年12月，经广西壮族自治区人民政府同意，柳钢集团与十一冶建设集团有限公司（以下简称“十一冶”）实施战略重组，自治区国资委将其持有的十一冶97.71%股权无偿划转至柳钢集团，十一冶将成为柳钢集团控股子公司，不再作为自治区国资委直接监管企业，十一冶的债务偿还主体按原渠道不变。

2018年4月，自治区国资委《关于重组广西钢铁集团有限公司的批复》（桂国资复〔2018〕31号）同意公司增资扩股广西钢铁集团有限公司（以下简称“广西钢铁”），并与武汉钢铁集团公司达成的股权转让协议，完成股权接收后，广西钢铁集团有限公司将成为柳钢集团的全资子公司。截至目前，重组事项尚未完成。

总体看，虽然上述重大资产重组事项尚未完成，但很大程度上体现国内供给侧结构性改革对区域内大型钢铁龙头企业的支撑。未来，上述重组事项的推进将进一步提升柳钢集团区域内的行业地位，同时，增进柳钢集团业务多元化发展的能力，提升柳钢集团整体素质。

4. 财务分析

柳钢集团提供的2017年财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了

标准无保留的审计意见。2014年，柳钢集团开始执行财政部2014年新发布的《企业会计准则第2号》等会计准则，会计政策连续。2017年，柳钢集团合并报表范围未发生变动，且无重大会计政策变更，财务数据可比性强。

截至2017年底，柳钢集团合并资产总额433.35亿元，负债合计286.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计146.59亿元，归属于母公司的所有者权益136.36亿元。2017年，柳钢集团实现营业收入683.98亿元，净利润（含少数股东损益）41.72亿元，归属于母公司所有者的净利润40.34亿元；经营活动产生的现金流量净额76.82亿元，现金及现金等价物净增加额26.00亿元。

（1）资产质量

截至2017年底，柳钢集团资产合计433.35亿元，较年初增长7.15%，其中流动资产225.98亿元（占52.15%），非流动资产207.37亿元（占47.85%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至2017年底，柳钢集团流动资产合计225.98亿元，较年初大幅增长19.40%；流动资产主要由货币资金（占25.52%）、应收票据（占26.59%）和存货（占35.04%）构成。截至2017年底，柳钢集团货币资金为57.66亿元，较年初大幅增长97.92%，主要系销售收入大幅增长所致；柳钢集团货币资金主要由银行存款（占92.22%）构成。柳钢集团应收账款账面价值为4.94亿元，较上年大幅减少53.88%，主要系计提大额坏账准备所致。柳钢集团应收票据为60.08亿元，较年初大幅增长90.33%，主要系销售收入大幅增长所致；全部为银行承兑汇票。柳钢集团存货为79.19亿元，较年初减少4.15%；柳钢集团存货主要由原材料（占47.05%）、自制半成品及在产品（占26.46%）和库存商品（占16.30%）构成；柳钢集团基本未对存货计提跌价准备，考虑到柳钢集团产品性质，存货仍面临一定跌价风险。

非流动资产

截至2017年底，柳钢集团非流动资产合计207.37亿元，较年初减少3.63%；非流动资产主要由固定资产（占84.78%）和在建工程（占5.00%）构成。柳钢集团固定资产账面价值为175.81亿元，较年初减少3.49%，主要系计提折旧所致；柳钢集团固定资产主要由土地资产（占6.14%）、房屋及建筑物（占54.68%）和机器设备（占38.85%）构成；柳钢集团对固定资产累计计提折旧138.33亿元，计提比例未44.04%；固定资产成新率为57.04%。柳钢集团在建工程为10.36亿元，较上年减少7.74%；柳钢集团未对在建工程计提减值准备。

总体看，2017年，集团资产构成仍以非流动资产为主；集团货币资金较为充裕，但较大规模的存货仍对集团的资金构成一定占用，且存在一定跌价风险；集团固定资产成新率一般，在建工程以基建工程为主；集团资产质量整体一般。

（2）负债及所有者权益

截至2017年底，柳钢集团负债规模合计286.77亿元，较年初减少4.05%，其中流动负债269.45亿元（占93.96%），非流动负债17.32亿元（占6.04%），负债结构以流动负债为主。

流动负债

截至2017年底，柳钢集团流动负债合计269.45亿元，较年初减少1.57%；流动负债主要由短期借款（占43.75%）、应付票据（占16.71%）、应付账款（占14.78%）和预收款项（占13.92%）构成。截至2017年底，柳钢集团短期借款为117.88亿元，较年初大幅减少25.01%，主要系年内柳钢集团大量偿还银行借款所致。柳钢集团应付票据为45.02亿元，较年初增长44.54%，主要系采购规模上升所致。柳钢集团应付账款为39.83亿元，较年初减少6.78%，整体变动不大。柳钢集团预收款项为37.52亿元，较年初大幅增长35.55%，主要系柳钢集团订单数量大幅增长所致。

非流动负债

截至2017年底，柳钢集团非流动负债合计17.32亿元，较年初大幅减少31.10%，主要系长期借款减少所致；非流动资产主要由应付债券（占24.49%）、长期应付款（占57.85%）和递延所得税负债（占14.53%）构成。截至2017年底，柳钢集团应付债券为4.24亿元，较年初增长0.23%，应付债券系“11柳钢债”。柳钢集团长期应付款为10.02亿元，较年初增长43.11%，主要系新增融资租赁款所致。柳钢集团递延所得税负债账面价值为2.52亿元，较年初增长36.17倍，主要系预缴税金及附加增长所致。

截至2017年底，集团全部债务为188.16亿元，较年初减少12.13%；其中，短期债务为173.82亿元（占92.38%），较年初减少9.30%，主要系短期借款减少所致；长期债务为14.35亿元（占7.62%），较年初减少36.24%。截至2017年底，集团资产负债率为66.17%，较年初减少7.72个百分点；集团全部债务资本化比率为56.21%，较年初减少10.77个百分点；集团长期债务资本化比率为8.91%，较年初减少8.65个百分点。

所有者权益

截至2017年底，柳钢集团所有者权益合计146.59亿元，较年初大幅增长38.86%，其中归属于母公司的所有者权益占93.02%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占16.28%）、资本公积金（占9.89%）、盈余公积金（占9.17%）以及未分配利润（占64.29%）构成；未分配利润占比高，权益稳定性较低。

总体看，2017年，集团负债规模变动有所下降；受行业回暖影响，集团整体经营情况出现改善，集团偿还了前期借款，债务规模有所下降，但柳钢集团短期债务负担仍属较重。受业绩大幅增长带动，柳钢集团所有者权益大幅增长，资本实力明显增强，但权益稳定性尚待改善。

（3）盈利能力

2017年，柳钢集团取得营业收入683.98亿元，较上年增长43.16%，主要系钢铁行业景气度大幅提升，带动销量和销售均价大幅上涨所致。2017年，柳钢集团实现净利润41.72亿元，较上年大幅增长9.78倍；实现归属于母公司所有者的净利润为40.34亿元，较上年大幅增长5.75倍。

从期间费用来看，2017年，柳钢集团期间费用为15.13亿元，较上年减少25.53%，主要系财务费用减少所致。具体看，2017年，柳钢集团销售费用为1.80亿元，较上年增长5.39%；管理费用为10.11亿元，较上年增长6.10%；财务费用为3.22亿元，较上年减少64.53%，主要系柳钢集团债务水平下降，相应的利息支出减少所致。2017年，柳钢集团费用收入比为2.21%，较上年下降2.04个百分点，柳钢集团费用控制能力进一步增强。

从盈利指标来看，2017年，柳钢集团营业利润率为9.88%，较上年增长3.47个百分点，主要系钢材价格回升以及产品销量增长所致；柳钢集团总资产收益率为14.77%，较上年提高11.48个百分点，集团总资产报酬率为12.75%，较上年提高9.93个百分点；柳钢集团净资产收益率为33.09%，较上年上升29.35个百分点。

总体看，2017年，国内高铁行业景气度持续回升，柳钢集团盈利水平大幅提升。

（4）现金流

从经营活动来看，2017年，柳钢集团经营活动现金流入规模为799.36亿元，较上年增长38.70%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。柳钢集团经营活动现金流出规模为722.54亿元，较上年大幅增长32.85%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。综上影响，柳钢集团经营活动现金净额为76.82亿元；柳钢集团现金收入比率为116.57%，收入实现质量高。

从投资活动来看，2017年，柳钢集团投资活动现金流入规模为14.73亿元，较上年增长155.15%，

主要系收回投资收到的现金增长所致。柳钢集团投资活动现金流出规模为20.14亿元，较上年增长21.62%，主要系投资支付的现金增长所致。综上影响，2017年，柳钢集团投资活动现金净额为-5.41亿元，净流出规模较上年大幅减少49.85%。

从筹资活动来看，2017年，柳钢集团筹资活动现金流入规模为220.92亿元，较上年减少3.01%，主要系取得借款收到的现金减少所致。柳钢集团筹资活动现金流出规模为266.45亿元，较上年减少0.44%。综上影响，2017年，柳钢集团筹资活动现金净流出净额为-45.53亿元。

总体看，2017年，受行业景气度持续回升影响，柳钢集团经营活动现金流进一步改善，柳钢集团大幅提升偿债规模。

（5）偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017年，柳钢集团流动比率和速动比率分别为0.84倍和0.54倍，较上年分别提高0.15倍和0.16倍。柳钢集团现金短期债务比为0.68倍，较上年上升0.36倍。整体看，虽然柳钢集团短期偿债能力指标处于一般水平，但其短期偿债能力已得到显著改善。

从长期偿债能力指标来看，2017年，柳钢集团 EBITDA 为68.15亿元，较上年增长1.66倍，主要系利润总额增长所致；EBITDA 主要由利润总额（占68.65%），计入财务费用的利息支出占（9.72%）和折旧（占21.32%）构成。柳钢集团 EBITDA 全部债务比为0.36倍，较上年提升0.24倍。柳钢集团 EBITDA 利息倍数为9.45倍，较上年提升6.00倍；柳钢集团 EBITDA 对其债务和利息的保障倍数大幅提升，长期偿债能力亦得到较大改善。

总体看，2017年，柳钢集团长短期偿债能力明显改善。

（6）担保效果评价

以2017年底财务数据测算，“11柳钢债”剩余本金合计（4.26亿元）占担保方柳钢集团资产总额的0.98%、所有者权益总额的2.91%。2017年，柳钢集团经营活动现金流入量为“11柳钢债”剩余本金合计（4.26亿元）的187.64倍。

综合来看，2017年，虽然柳钢集团整体资产质量一般，负债和债务规模较高，但因行业景气度回升，柳钢集团经营效益明显好转，柳钢集团对公司债券担保能力尚可，该担保对“11柳钢债”的信用状况有一定积极影响。

九、综合评价

跟踪期内，柳州钢铁股份有限公司（以下简称“柳钢股份”或“公司”）作为广西壮族自治区国资委间接控股的大型钢铁冶炼企业，仍保持了很强的区域竞争优势。2017年，国内钢铁行业供给侧改革进一步深化，钢铁行业景气程度显著提升，公司利润大幅增长，公司经营现金流充沛，负债率进一步下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司经营独立性较差、产品结构尚待改善以及短期偿债压力仍然较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2018年，国家将继续推进供给侧结构性改革，进一步推进钢铁行业化解过剩产能工作，并着力提高行业集中度；作为区域内行业龙头，上述政策将有益于柳钢股份以及柳钢集团的经营和发展。

2017年，同样受钢铁行业景气程度显著提升影响，“11柳钢债”担保方广西柳州钢铁集团有限公司（以下简称“柳钢集团”）经营效益大幅增长，资本实力改善显著，柳钢集团所提供的担保对“11柳钢债”的信用状况仍具一定积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“11柳钢债”的债项信用等级为“AA”。

附件1 柳州钢铁股份有限公司 主要财务指标

项目	2016年	2017年	2018年3月
资产总额(亿元)	208.12	230.74	225.16
所有者权益(亿元)	46.35	71.99	82.46
短期债务(亿元)	100.69	101.88	73.72
长期债务(亿元)	15.40	4.24	5.72
全部债务(亿元)	116.09	106.12	79.45
营业收入(亿元)	266.50	415.57	113.50
净利润(亿元)	1.96	26.46	10.46
EBITDA(亿元)	14.53	42.36	--
经营性净现金流(亿元)	15.88	46.13	12.92
应收账款周转次数(次)	119.47	171.47	--
存货周转次数(次)	4.75	7.50	--
总资产周转次数(次)	1.23	1.89	--
现金收入比率(%)	77.64	77.93	0.68
总资本收益率(%)	3.24	17.36	5.87
总资产报酬率(%)	2.80	15.25	5.40
净资产收益率(%)	4.33	44.72	13.54
营业利润率(%)	4.83	8.56	12.02
费用收入比(%)	3.88	1.37	1.26
资产负债率(%)	77.73	68.80	63.38
全部债务资本化比率(%)	71.47	59.58	49.07
长期债务资本化比率(%)	24.94	5.56	6.49
EBITDA利息倍数(倍)	3.65	13.39	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.13	0.40	--
流动比率(倍)	0.71	0.83	0.91
速动比率(倍)	0.34	0.52	0.57
现金短期债务比(倍)	0.34	0.69	0.92
经营现金流动负债比率(%)	10.91	30.00	9.48
EBITDA/待偿本金合计(倍)	3.41	9.94	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件2 广西柳州钢铁集团有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	404.44	433.35
所有者权益（亿元）	105.56	146.59
短期债务（亿元）	191.65	173.82
长期债务（亿元）	22.50	14.35
全部债务（亿元）	214.15	188.16
营业收入（亿元）	477.78	683.98
净利润（亿元）	3.87	41.72
EBITDA（亿元）	25.58	68.15
经营性净现金流（亿元）	33.76	76.82
应收账款周转次数（次）	26.14	42.11
存货周转次数（次）	5.47	7.55
总资产周转次数（次）	1.18	1.63
现金收入比率（%）	120.32	116.57
总资本收益率（%）	3.30	14.77
总资产报酬率（%）	2.82	12.75
净资产收益率（%）	3.74	33.09
营业利润率（%）	6.41	9.88
费用收入比（%）	4.25	2.21
资产负债率（%）	73.90	66.17
全部债务资本化比率（%）	66.98	56.21
长期债务资本化比率（%）	17.57	8.91
EBITDA 利息倍数（倍）	3.45	9.45
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.36
流动比率（倍）	0.69	0.84
速动比率（倍）	0.39	0.54
现金短期债务比（倍）	0.32	0.68
经营现金流动负债比率（%）	12.33	28.51

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。