



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪018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，维持贵公司本期债券信用等级**AAA**，维持本次发债主体信用等级为**AA⁺**，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年四月二十四日

马鞍山钢铁股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2015）

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	2013/6/27		
上次评级结果	债项级别 AAA ⁺ 主体级别 AA ⁺	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA ⁺ 主体级别 AA ⁺	评级展望	稳定

概况数据

马钢股份	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	255.12	256.99	258.89
总资产（亿元）	760.11	713.17	685.11
总债务（亿元）	343.85	304.36	426.22
营业总收入（亿元）	744.04	738.49	598.21
营业毛利率（%）	2.10	4.68	6.65
EBITDA（亿元）	14.08	54.55	50.99
所有者权益收益率（%）	-14.90	0.81	1.02
资产负债率（%）	66.44	63.97	62.21
总债务/EBITDA（X）	24.42	5.58	5.45
EBITDA 利息倍数（X）	0.87	4.12	4.82
马钢集团	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	311.76	310.64	311.67
总资产（亿元）	885.26	898.26	897.16
总债务（亿元）	386.85	377.96	372.27
营业总收入（亿元）	818.47	821.05	691.52
营业毛利率（%）	3.85	6.48	8.28
EBITDA（亿元）	21.04	56.87	65.39
所有者权益收益率（%）	-11.57	-0.04	0.86
资产负债率（%）	64.78	65.42	65.26
总债务/EBITDA（X）	18.38	6.65	5.69
EBITDA 利息倍数（X）	1.39	3.87	3.53

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。

分析师

刘 兰 liul@ccxr.com.cn
 龚天璇 txgong@ccxr.com.cn
 Tel: (021) 51019090
 Fax: (021) 51019030
 www.ccxr.com.cn
 2015 年 4 月 24 日

基本观点

2014 年，马鞍山钢铁股份有限公司（以下简称“马钢股份”或“公司”）钢材产销形势有所好转，营业毛利率回升，主营业务盈利能力有所改善；同时，得益于政府补助的有力补充，公司资产获利能力亦有所增长。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短期内难以大幅回升、公司短期债务规模较大，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⁺，评级展望为稳定，维持“马鞍山钢铁股份有限公司 2011 年公司债券”级别 AAA。

正 面

- 盈利能力有所恢复。2014 年铁矿石等原材料价格大幅下降，公司成本压力得到缓解，同时随着盈利空间较大的出口业务比重上升和降本增效措施的推进，全年综合毛利率提高至 6.65%，同比增长 1.97 个百分点，主营业务实现扭亏。
- 获现能力较好。公司获现能力较好，EBITDA 及经营性净现金流能够对债务本息提供一定保障。

关 注

- 行业周期性影响。钢铁行业周期性较强，景气度受宏观经济的影响较大，行业景气度短期内难以大幅回升。目前钢铁行业下游需求增速缓慢，钢材价格低迷，钢铁企业仍然面临较大的经营压力。
- 短期债务压力较大。公司目前债务仍以短期债务为主，且有 50 亿元的短期融资券将于 2015 年内到期，其短期债务压力较大。

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。

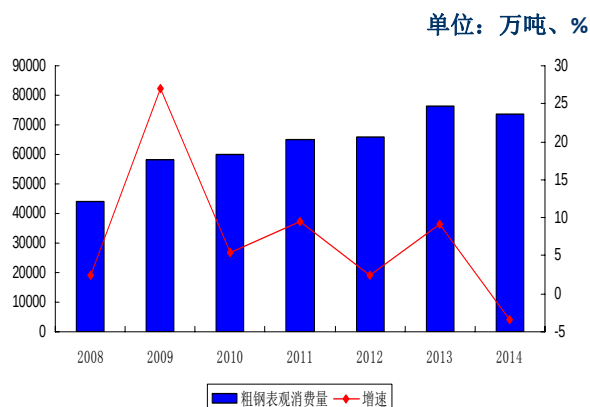
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

行业分析

2014 年国内粗钢产量小幅增长，表观消费量有所回落，受下游需求减弱影响，钢材价格持续下降

2014 年，我国粗钢、生铁和钢材累计产量分别为 8.23 亿吨、7.12 亿吨和 11.26 亿吨，分别较上年增长 0.89%、0.47%和 4.46%，增速分别同比回落 6.65 个百分点、5.77 个百分点和 6.89 个百分点；当年我国粗钢产量占全球粗钢产量的比重约为 50.26%。

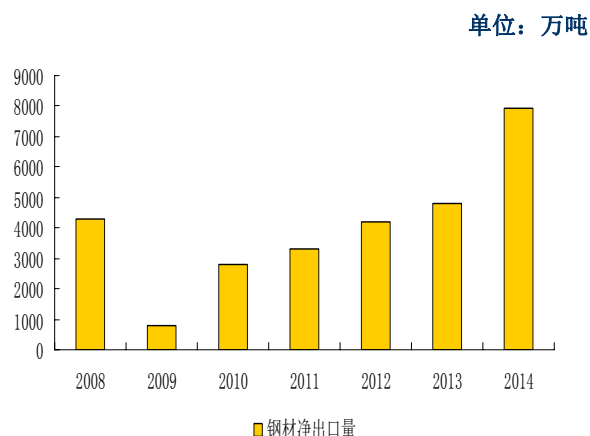
图 1：2008 年以来我国粗钢表观消费量增长情况



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

从下游需求看，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。随着经济结构的调整，钢材需求有所回落，2014 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，2014 年我国粗钢表观消费量为 7.38 亿吨，同比下降 4%。

图 2：2008 年以来中国钢材净出口情况



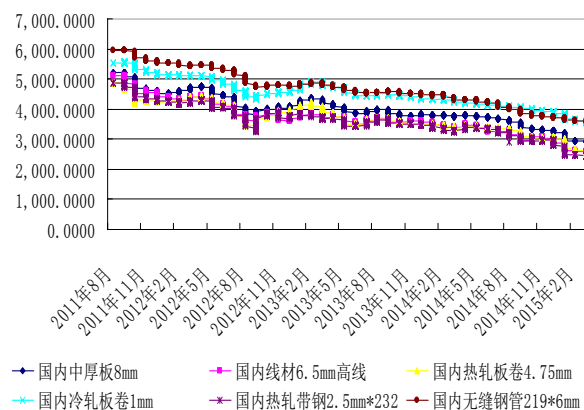
资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

出口方面，2014 年，我国钢材出口 9,378 万吨，进口 1,443 万吨，分别较上年增长 50.5%和 2.5%；全年钢材净出口量 7,935 万吨，较上年增长 64.42%。

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。2014 年末，Myspic 钢材综合价格指数跌至 105.84，同比下降 17.29%。进入 2015 年，钢材价格继续下滑，2015 年 2 月末，Myspic 钢材综合价格指数降至 94.62。

图 3：近年来中国主要钢材品种价格走势情况

单位：元/吨



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

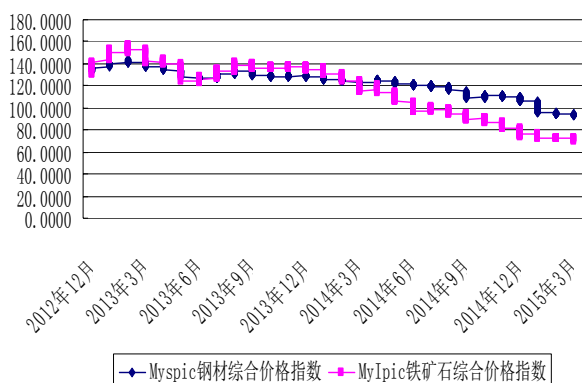
铁矿石对外依存度居高不下，2014 年铁矿石价格有所下跌，且降幅大于钢材价格降幅，钢铁企业成本压力有所降低，但行业销售利润率仍较低

我国长期面临铁矿石对外依存度较高的问题。2014 年，我国进口铁矿石 9.33 亿吨，较上年增长 13.8%，进口量再创新高；当年我国铁矿石对外依存度进一步提高至 78.5%，铁矿石对外依存度居高不下。

2014 年末，Myspic 钢材综合价格指数为 105.84，同比下降 17.29%；同期 Myspic 铁矿石综合价格指数为 75.90，同比下降 43.78%。铁矿石等大宗原材料价格的价格降幅大于钢材价格降幅，使得钢铁企业成本压力得到缓解，钢铁企业的总体经营效益有所起色。据工信部统计，2014 年国有重点大中型钢铁企业实现利税 1,091 亿元，同比增长 12.2%；实现利润 304 亿元，同比增长 40.4%；但

当年行业销售利润率仍处于全部工业行业中的最低水平。

图 4：近年国内钢材、铁矿石价格变动情况



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

中诚信证评认为，铁矿石等原材料价格的下跌，在一定程度上缓解了钢铁企业的成本压力。但钢铁企业铁矿石对外依存度不断提高，同时受行业销售利润率较低影响，钢铁企业盈利压力仍较大。

钢铁工业固定资产投资进一步下降，产能盲目扩张态势得到一定遏制，节能环保取得一定成效，“一带一路”等建设的推进为钢铁行业带来新的市场机会

目前国内钢铁行业产能仍存在一定过剩情况。据工信部原材料司发布《2013 年钢铁工业经济运行情况》显示，截至 2013 年末，国内炼钢产能约为 10 亿吨，产能利用率为 72%。

受此影响，2014 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。根据工信部统计，2014 年我国钢铁行业固定资产投资 6,479 亿元，同比下降 3.8%；其中，黑色金属冶炼及压延业投资 4,789 亿元，较上年降低 5.9%；黑色金属矿采选业投资 1,690 亿元，同比增长 2.6%。从新开工项目情况来看，2014 年钢铁行业新开工项目 2,037 个，同比减少 215 个。

2014 年，钢铁行业全面推广烧结脱硫、能源管控等节能减排技术，节能环保取得成效。根据工信部统计数据，2014 年全国重点大中型钢铁企业吨钢综合能耗同比下降 1.2%，中用水量减少 0.6%，吨钢耗水量同比减少 0.5%，外排废水总量下降 5%，二氧化硫排放量减少 16%，烟粉尘排放减少 9.1%。

目前，国家正在积极推进“一带一路”、中蒙俄经济走廊、京津冀协同发展和城镇化建设，高铁、城际铁路、机场、核电、水利等基础设施建设力度不断加大，为钢铁行业带来新的发展机会。同时，随着新环保法的实施，以环保手段淘汰落后产能、淘汰不达标企业的力度持续加大，品牌好、质量优、规格品种全、环保欠账少的钢铁企业将面临较大的市场机会。

业务运营

2014 年，公司钢材产销量略有增加，同时受益于铁矿石等原材料价格大幅下降，公司成本压力得到缓解，主营业务盈利能力有所改善

公司钢铁主业主要集中于公司本部、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 2014 年 12 月 31 日，公司¹已具备年产生铁 1904 万吨、粗钢 2562 万吨、钢材 2341 万吨的综合生产能力；主要生产单位情况包括 3 个炼铁厂、4 个钢轧厂、1 个冷轧板厂、1 个彩涂板厂、1 个车轮公司和 1 个电炉厂。2014 年，公司生产生铁 1797 万吨，同比减少 0.83%；粗钢 1887 万吨，同比增加 0.43%；钢材 1838 万吨，同比上升 1.38%。

表 1：截至 2014 年 12 月 31 日公司产能情况

单位：万吨			
	生铁	粗钢	钢材
公司本部	1404	2046	1751
长江钢铁	380	380	400
合肥公司	120	136	190
合计	1904	2562	2341

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014 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，并推进特钢、汽车板等盈利能力强的产品开发和改善。2014 年公司产板材 879 万吨（其中汽车板材 130 万吨）、型材 208 万吨、线棒材 725 万吨、车轮 19 万吨、特钢 8 万吨，其中板材产量同比增长 17.67%；型材和线棒材产量分别同比下降 20.61%、7.88%；特钢产品

¹ 含公司本部、长江钢铁和合肥公司

系 2014 年新增。

表 2：公司 2013~2014 年主要产品产量情况

	单位：万吨	
	2013	2014
板材	747	879
型材	262	208
线棒材	787	725
车轮	17	19
特钢	-	8

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。2014 年公司铁矿石采购量为 2742 万吨，同比下降 2.66%，其中集团采购量为 588 万吨，占总采购量的 21.44%，较上年上升 2.84 个百分点。从全年采购均价来看，2014 年公司铁矿石采购均价为 674 元/吨，较上年下降 25.28%。

主要燃料采购方面，2014 年公司焦炭采购量为 269 万吨，同比下降 12.94%，采购均价为 1104 元/吨，同比下降 21.92%；煤炭采购量为 1061 万吨，同比下降 2.75%，采购均价为 802 元/吨，同比下降 19.40%。

2014 年，公司铁矿石及焦炭等原材料采购量下降，同时当年原材料价格降幅亦较大，在一定程度上缓解了公司的成本压力。

表 3：2012~2014 年公司主要原材料采购情况

	单位：万吨，元/吨			
	2013		2014	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
铁矿石	2817	902	2742	674
焦炭	309	1414	269	1104
煤炭	1091	995	1061	802
废钢	119	2371	136	2044

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2014 年公司累计销售钢材 1840 万吨，较上年增长 1.99%。分产品来看，2014 年公司板材、型材、线棒材、车轮和特钢的销售量分别为 880 万吨、209 万吨、725 万吨、19 万吨和 7 万吨，其中板材销量同比增长 17.96%，线棒材和型材销量分别下降 7.05%、19.91%，车轮销量则与上年基本持平。

表 4：2013~2014 年公司主要产品销售情况

	单位：万吨，元/吨			
	2013		2014	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价
板材	746	3686	880	2967
型材	261	3024	209	2677
线棒材	780	3047	725	2700
车轮	18	7383	19	7332
特钢	-	-	7	-
合计	1805	-	1840	-

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，2014 年公司四大产品品种售价均有所下跌，其中板材全年销售均价为 2967 元/吨，较上年下降 19.51%；型材全年销售均价为 2677 元/吨，较上年下降 11.47%；线棒材全年销售均价为 2700 元/吨，较上年下降 11.39%；车轮全年销售均价为 7332 元/吨，较上年下降 0.69%。钢材售价下跌抵消了销量的小幅增长，公司全年实现钢铁业务收入 564.45 亿元，较上年下降 10.47%，实现营业收入 589.21 亿元，同比减少 19.00%。

从销售区域来看，2014 年公司销售区域主要集中在江浙沪皖粤，国内其他地区全年销售收入为 105.05 亿元，较上年下降 65.38%，占营业收入比重为 17.56%。

表 5：2014 年公司营业收入分区域情况

区域	单位：亿元，%	
	营业收入	较上年增减
安徽	254.31	67.55
江苏	90.44	-24.32
上海	74.01	5.47
浙江	39.01	73.22
广东	7.61	-72.79
国内其他地区	105.05	-65.38
海外及香港地区	27.78	-35.52
合计	598.21	-19.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从产品盈利情况来看，2014 年铁矿石价格的大幅下降使得公司成本压力得到缓解。此外，公司还进行了产品结构优化，加大毛利较高的板材业务比重。同时，公司当年通过优化原燃料结构、建立工序/产线长效对标机制等措施提高了生产运行质量和效率，降本增效措施实施效果良好。受益于铁矿石价格的下降、板材业务比重的上升

和降本增效的推进，公司毛利率继续提高，2014 年综合毛利率为 5.46%，同比上升 2.45 个百分点。分产品看，2014 年公司板材、型材、线棒材、车轮等产品毛利率均有所提高。

表 6：2013~2014 年公司主要产品占钢材业务收入比重

	2013 年	2014 年
板材	43.61%	46.25%
型材	12.52%	9.91%
线棒材	37.70%	34.69%
车轮	2.11%	2.47%

数据来源：公司提供、中诚信证评整理

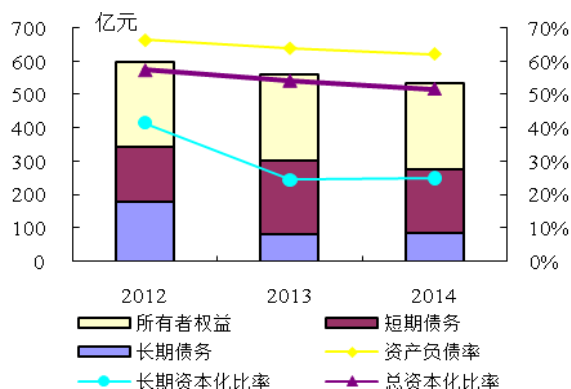
总体而言，公司 2014 年产品销售量同比略有上升，但受钢材价格降低所累，公司营业总收入规模有所减少。而受益于铁矿石价格的下降、营销力度的加大和产品结构的调整，公司主要产品毛利率均有所提升，主营业务盈利能力有所改善。

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 2012~2014 年度审计报告。

资本结构

图 5：公司 2012~2014 年资本结构分析



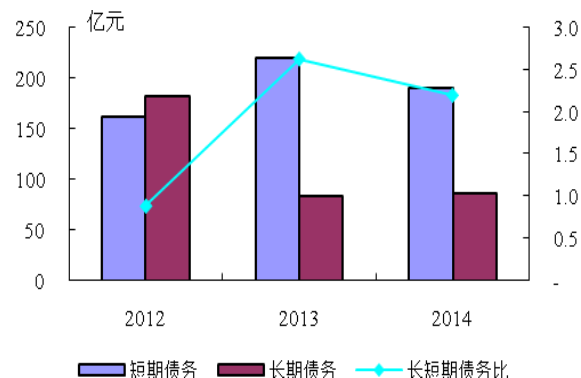
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产规模来看，2014 年公司存货管理力度加大，原材料及产成品规模均有所下降，年末存货余额由 100.50 亿元降至 86.84 亿元，降幅为 13.59%，导致其资产总额有所下降。截至 2014 年 12 月 31 日公司资产总额 685.11 亿元，同比下降 3.93%。

从负债规模来看，2014 年公司债务规模继续缩减，负债水平下降，截至 12 月 31 日末公司负债

426.22 亿元，同比减少 6.57%，资产负债率和总资本化比率分别为 62.21%、51.75%，分别较上年下降 1.76 个百分点和 2.47 个百分点。

图 6：公司 2012~2014 年债务结构分析



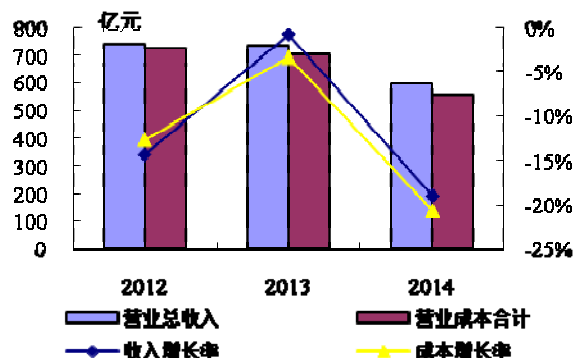
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2014 年公司长期债务 86.72 亿元，同比增加 3.39%，短期债务减少至 190.93 亿元，同比下降 13.40%，受益于此，2014 年公司长短期债务比下降至 2.20，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 50 亿元的短期融资券将于 2015 年年内到期，公司面临一定的短期偿债压力。

总体看，2014 年公司债务规模有所缩减，负债水平下降，但因公司目前债务仍以短期负债为主，且 50 亿元的短期融资券将于 2015 年年内到期，公司仍面临一定的短期偿债压力。

盈利能力

图 7：公司 2012~2014 年收入成本情况

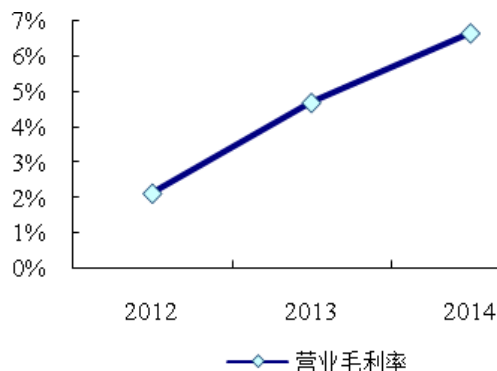


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014 年末，Myspic 钢材综合价格指数为 105.84，同比下降 17.29%；同期 Myspic 铁矿石综合价格指数为 75.90，同比下降 43.78%。铁矿石等大宗原材料价格的价格降幅大于钢材价格降幅，使得钢铁企业成本压力得到缓解，钢铁企业的总体经

营效益有所起色。据工信部统计，2014 年国有重点大中型钢铁企业实现利税 1,091 亿元，同比增长 12.2%；实现利润 304 亿元，同比增长 40.4%；但当年行业销售利润率仍处于全部工业行业中的最低水平。

图 8：公司 2012~2014 年盈利情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从毛利率来看，2014 年公司通过产品结构优化，加大毛利较高的板材业务比重，加之原材料采购价格有所下跌，营业成本较 2013 年减少 20.68%，带动营业毛利率回升 1.97 个百分点至 6.65%。分产品看，板材毛利率 8.84%，较 2013 年上升 3.61 个百分点；型材毛利率 0.05%，较 2013 年回升 0.09 个百分点；线棒材毛利率 1.73%，较 2013 年增加 0.41 个百分点；车轮毛利率 17.16%，较 2013 年上升 1.96 个百分点。

表 7：2012~2014 年公司主要产品毛利率情况

单位：亿元，%

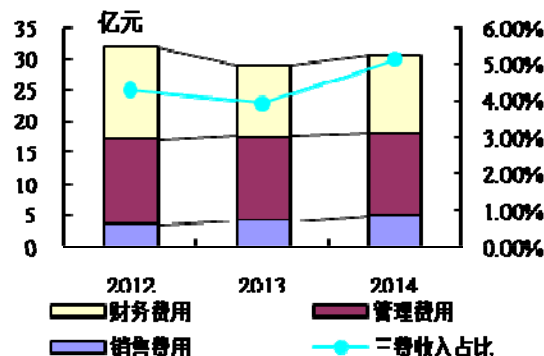
	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
板材	266.76	-0.47	274.95	5.23	261.08	8.84
型钢	90.13	-3.32	78.93	-0.04	55.95	0.05
线棒材	233.40	1.46	237.67	1.32	195.79	1.73
车轮	17.95	19.05	13.29	15.20	13.93	17.16
综合	744.04	2.10	738.49	4.68	564.46	6.65

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从期间费用来看，2014 年公司销售费用合计 5.13 亿元，同比增长 21.14%，主要由于产销量增加导致运输费增加；管理费用合计 13.11 亿元，较上年减少 1.74%；主要由于汇兑损失增加，使得公司全年财务费用合计 12.44 亿元，同比上升 7.75%。公司全年三费合计 30.67 亿元，较上年增加 5.35%，受收入规模下降影响，三费收入占比为 5.13%，较

上年上升 1.18 个百分点。

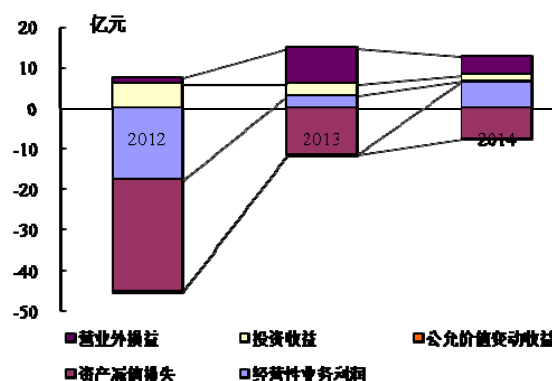
图 9：2012~2014 年公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2014 年公司资产减值损失由 2013 年的 11.64 亿元降至 7.70 亿元，加之营业毛利率的回升、公允价值变动收益的增加，公司营业利润扭亏为盈，全年取得营业利润 0.58 亿元。此外，公司当年还取得政府补贴 5.39 亿元，对其利润总额形成有力补充。2014 年公司实现利润总额 5.12 亿元，同比上升 59%，净利润 2.64 亿元，同比上升 26.92%，同期净资产收益率和总资产报酬率分别为 1.02%、2.87%，均较上年有所增长。

图 10：2012~2014 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

整体来看，2014 年公司钢材产销量持续增长，受主要原材料价格下降的影响，公司营业毛利率回升，主营业务盈利有所改善，同时，得益于政府补助的有力补充，公司资产获利能力亦有所增长。

偿债能力

2014 年公司有息债务规模呈现下降趋势，截至 12 月 31 日末公司总债务 277.65 亿元，同比减少 8.78%，其中长期债务 86.72 亿元，短期债务 190.93 亿元。

受折旧、摊销费用以及钢材价格下降影响，

2014 年公司 EBITDA 和经营性现金流分别为 50.99 亿元、29.13 亿元，分别同比下降 6.53%、42.78%，但仍具有一定规模。从偿债指标来看，公司 2014 年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.45 和 4.82 倍；经营性净现金流/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为 0.10 和 2.75 倍，经营活动净现金和 EBITDA 能对债务本息提供一定保障。

表 8：2012~2014 年公司主要偿债指标

	2012	2013	2014
总债务（亿元）	343.85	304.36	277.65
经营性净现金流（亿元）	55.93	50.91	29.13
经营净现金流/短期债务（X）	0.35	0.23	0.15
经营净现金流/总债务（X）	0.16	0.17	0.10
EBITDA（亿元）	14.08	54.55	50.99
总债务/EBITDA	24.42	5.58	5.45
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.87	4.12	4.82
经营净现金流利息保障倍数（X）	3.45	3.85	2.75

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 2014 年 12 月 31 日，公司尚未使用的银行授信额度合计 311.02 亿元，备用流动性较为充裕。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 1 月末，公司除子公司马钢（上海）工贸有限公司人民币 7830 万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，公司的获现能力和现金流能为其债务本息提供一定保障，同时，较为充足的备用流动性亦能为公司偿债能力提供一定支持。

担保实力

马钢集团（控股）有限公司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。马钢集团的业务主要分为矿产资源开采、国际贸易、技术服务等板块，2014 年马钢集团实现营业收入 691.52 亿元，其中钢铁制品销售收入 582.68 亿元，占营业收入的比重为 84.26%，钢铁制品销售板块为其最主要的收入来源。

钢铁业务方面，马钢集团的钢铁业务主要由马

钢股份来运营。除钢铁业务之外，马钢集团其他业务主要是矿产品采选、国际贸易和技术服务等。

铁矿采选业务方面，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。马钢集团的下属铁矿山拥有铁矿保有储量达 14.23 亿吨，可开采储量约 5.31 亿吨。同时，公司周边地区还拥有较为丰富的煤炭、电力、水、石灰石等资源，为集团的发展提供了资源保障。目前马钢集团的铁矿石采选业务主要由马钢集团矿业有限公司统一运营管理。

目前马钢集团投入运营的采矿场原矿年生产能力为 1720 万吨，2014 年集团成品铁矿产量为 618 万吨。此外，马钢集团目前还有多个矿山在建项目，建成后成品矿产能将达到 3000 万吨/年左右。

国际贸易业务方面，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。2014 年该公司实现营业收入 44.95 亿元，净利润 3687 万元。

技术服务业务方面，马钢集团的技术服务业务主要由马钢工程技术集团运营，其成立于 2014 年 2 月，业务主要包括提供工程及钢铁技术服务。2014 年该公司实现营业收入 31.22 亿元，净利润 -1655 万元。

从财务表现来看，资本结构方面，马钢集团一直执行较为稳健的财务政策，截至 2014 年 12 月 31 日，马钢集团资产总额 897.16 亿元，负债总额 585.49 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 65.26%、54.43%，均较上年有所降低。

盈利能力方面，受钢材价格持续低迷的影响，2014 年马钢集团实现营业收入 691.52 亿元，同比下降 15.78%。毛利率方面，在钢铁业务毛利回升推动下，2014 年马钢集团营业毛利率由上年的 6.48% 增加至 8.28%。受益于此，2014 年马钢集团主营业务亏损面缩减，主营业务亏损额由上年 3.67 亿元下降至 2.52 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 9.47 亿元，对其利润总额形成有力补充。2014 年，马钢集团累计实现利润总额 5.59 亿

元，净利润 2.68 亿元，整体实现扭亏。

偿债指标方面，受付息债务规模增大影响，马钢集团 2014 年利息支出规模有所加大。但由于盈利能力的恢复，马钢集团 EBITDA 由上年的 56.87 亿元增至 65.39 亿元，总债务/EBITDA 降至 5.69 倍，EBITDA 利息保障倍数为 3.53 倍，EBITDA 可对债务本息提供较好保障；经营性现金净流入 65.93 亿元，经营净现金流/总债务为 0.18 倍，与上年基本持平，经营金现金流利息倍数为 3.56 倍，经营性现金流对债务本息偿还亦能提供一定支持。

表 9：2012~2014 年马钢集团部分财务指标

	2012	2013	2014
资产总额（亿元）	885.26	898.26	897.16
短期债务（亿元）	191.29	270.08	255.33
长期债务（亿元）	195.56	107.88	116.95
总债务（亿元）	386.85	377.96	372.27
营业收入（亿元）	818.47	821.05	691.52
营业毛利率（%）	3.85	6.48	8.28
净利润（亿元）	-36.07	-0.12	2.68
资产负债率（%）	64.78	65.42	65.26
总资本化比率（%）	55.37	54.89	54.43
EBITDA（亿元）	21.04	56.88	65.39
总债务/EBITDA（X）	18.38	6.65	5.69
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.39	3.87	3.53

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

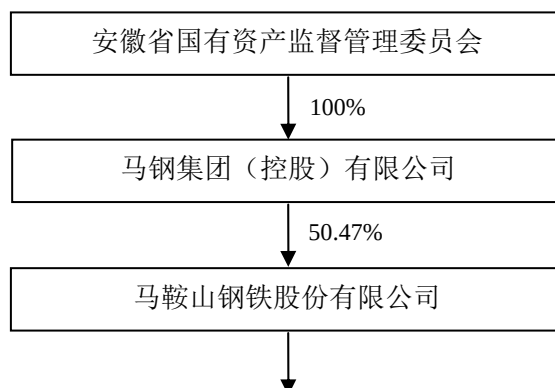
银行授信方面，截至 2014 年 12 月 31 日，马钢集团未使用银行授信额度合计 365 亿元，备用流动性较为充裕。或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，马钢集团对外担保余额总计 61.40 亿元，占期末净资产的比重为 19.70%，由于被担保企业总体经营状况良好，马钢集团未来发生代偿的风险较小。

总体看，2014 年马钢集团主营业务亏损程度较上年有所下降，加之政府补助和非流动资产处置利得的有益补充，马钢集团整体实现扭亏。未来，依托于较强的矿山自给能力以及当地政府的支持，马钢集团的整体业务和财务实力仍将继续稳步增强。综上，中诚信证评认为，马钢集团（控股）有限公司具备一定的综合实力，能够为本次债券本息的偿还提供较为有力的保障。

结 论

综上，中诚信证评维持本次公司债券的信用等级 AAA，维持马钢股份主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定。

附一：马鞍山钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2014 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	91.00%
2	安徽长江钢铁股份有限公司	55.00%
3	马钢（合肥）钢铁有限责任公司	71.00%
4	Maanshan Iron and Steel (Australia) Proprietary Limited	100.00%
5	MG 贸易发展有限公司	100.00%
6	马钢（香港）有限公司	91.00%
7	马鞍山马钢废钢有限公司	100.00%
8	安徽马钢和菱实业有限公司	71.00%
9	安徽马钢嘉华新型建材有限公司	70.00%
10	马钢（芜湖）加工配售有限公司	70.00%
11	马钢（芜湖）材料技术有限公司	71.00%
12	马钢（广州）钢材加工有限公司	66.67%
13	马钢（金华）钢材加工有限公司	75.00%
14	马钢（合肥）钢材加工有限公司	61.00%
15	马钢（扬州）钢材加工有限公司	71.00%
16	马钢（上海）工贸有限公司	100.00%
17	马钢（重庆）材料技术有限公司	70.00%
18	马钢（合肥）材料科技有限公司	70.00%
19	马鞍山马钢华阳设备诊断工程有限公司	90.00%
20	南京马钢钢材销售有限公司	100.00%
21	马钢（武汉）钢材销售有限公司	100.00%
22	马钢（杭州）钢材销售有限公司	100.00%
23	马钢（重庆）钢材销售有限公司	100.00%
24	广州马钢钢材销售有限公司	100.00%
25	马鞍山钢铁无锡销售有限公司	100.00%
26	马钢（上海）钢材销售有限公司	100.00%
27	马钢瓦顿股份有限公司	100.00%

附二：马鞍山钢铁股份有限公司组织结构图（截至 2014 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）	2012	2013	2014
货币资金	978,242.41	510,671.81	465,455.15
应收账款	141,192.71	80,094.65	85,655.99
存货	1,125,093.73	1,004,972.11	868,429.33
流动资产	3,328,057.55	2,809,238.36	2,488,520.30
长期投资	121,031.14	107,683.76	121,635.72
固定资产合计	3,885,460.07	3,949,243.65	3,993,531.13
总资产	7,601,116.40	7,131,721.17	6,851,117.48
短期债务	1,620,929.41	2,204,787.42	1,909,298.40
长期债务	1,817,617.27	838,771.04	867,179.88
总债务（短期债务+长期债务）	3,438,546.68	3,043,558.45	2,776,478.27
总负债	5,049,910.75	4,561,817.63	4,262,177.68
所有者权益（含少数股东权益）	2,551,205.66	2,569,903.54	2,588,939.80
营业总收入	7,440,436.40	7,384,888.34	5,982,093.83
三费前利润	140,395.11	322,848.91	374,541.57
投资收益	61,391.10	28,900.47	14,959.90
净利润	-380,052.34	20,793.51	26,404.75
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	140,833.33	545,526.14	509,885.78
经营活动产生现金净流量	559,258.71	509,135.86	291,285.38
投资活动产生现金净流量	-605,663.54	-454,269.86	132,624.69
筹资活动产生现金净流量	-215,292.58	-530,058.70	-334,429.61
现金及现金等价物净增加额	-256,022.51	-481,527.80	89,531.82
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	2.10	4.68	6.65
所有者权益收益率（%）	-14.90	0.81	1.02
EBITDA/营业总收入（%）	1.89	7.39	8.52
速动比率（X）	0.70	0.49	0.50
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.17	0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	0.35	0.23	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	3.45	3.85	2.75
EBITDA 利息倍数（X）	0.87	4.12	4.82
总债务/EBITDA（X）	24.42	5.58	5.45
资产负债率（%）	66.44	63.97	62.21
总资本化比率（%）	57.41	54.22	51.75
长期资本化比率（%）	41.60	24.61	25.09

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）	2012	2013	2014
货币资金	1,036,341.42	621,926.67	590,062.92
应收账款	211,218.11	265,462.63	246,067.42
存货	1,286,244.67	1,370,321.48	1,301,812.90
流动资产	3,703,722.26	3,494,256.05	3,328,063.33
长期投资	178,837.37	194,619.73	207,565.74
固定资产合计	4,514,998.43	4,790,963.47	4,864,274.36
总资产	8,852,598.10	8,982,649.60	8,971,609.65
短期债务	1,912,893.90	2,700,806.16	2,553,269.22
长期债务	1,955,617.27	1,078,771.04	1,169,479.88
总债务（短期债务+长期债务）	3,868,511.18	3,779,577.20	3,722,749.10
总负债	5,735,001.48	5,876,299.57	5,854,937.82
所有者权益（含少数股东权益）	3,117,596.63	3,106,350.03	3,116,671.82
营业总收入	8,184,660.07	8,210,520.06	6,915,216.49
三费前利润	289,677.96	500,332.63	537,949.01
投资收益	62,948.49	21,782.53	17,830.42
净利润	-360,719.90	-1,218.20	26,785.23
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	210,423.77	568,679.70	653,888.61
经营活动产生现金净流量	605,956.40	707,858.44	659,336.20
投资活动产生现金净流量	-693,233.25	-768,849.92	-226,281.39
筹资活动产生现金净流量	-158,330.46	-384,811.42	-324,712.84
现金及现金等价物净增加额	-239,932.41	-452,288.94	108,393.34
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	3.85	6.48	8.28
所有者权益收益率（%）	-11.57	-0.04	0.86
EBITDA/营业总收入（%）	2.57	6.93	9.46
速动比率（X）	0.66	0.45	0.45
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.19	0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	0.32	0.26	0.26
经营活动净现金/利息支出（X）	4.01	4.81	3.56
EBITDA 利息倍数（X）	1.39	3.87	3.53
总债务/ EBITDA（X）	18.38	6.65	5.69
资产负债率（%）	64.78	65.42	65.26
总资本化比率（%）	55.37	54.89	54.43
长期资本化比率（%）	38.55	25.78	27.29

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

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。