

2015 年江苏联峰实业股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2015年江苏联峰实业股份有限公司¹公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【555】号 01

债券简称：15 联峰债

增信方式：保证担保

担保主体：江苏省张家港经济开发区实业总公司

债券剩余规模：7.5 亿元

债券到期日期：2021 年
4 月 7 日

债券偿还方式：每年付息，到期一次还本，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

分析师

姓名：
肖旅菲 蒋申

电话：
0755-8287 1641

邮箱：
xiaolf@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司钢铁企业主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 28 日	2019 年 06 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江苏联峰实业有限公司（以下简称“公司”）及其 2015 年 4 月 7 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：2019 年公司营业收入显著增长，江苏省张家港经济开发区实业总公司（以下简称“张经开实业”）提供的保证担保仍能提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到原材料价格增长导致公司毛利率下降，COVID-19 疫情加大经营压力，公司经营易受关联方经营状况影响，短期偿债压力较大，资产流动性受限且存在一定资金占用，以及对外担保存在较大或有负债风险等风险因素。

正面：

- 2019 年公司收入显著增长。2019 年下游需求仍有增长，公司钢铁业务收入同比增长 9.13%至 274.18 亿元；同期受益于新增黑色系贸易团队并加大市场拓展力度，贸易、工程施工业务分别实现收入 114.02 亿元、21.32 亿元，分别同比增长 149.66%、50.76%，公司当期实现营业收入 450.04 亿元，同比增长 28.15%。
- 第三方保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。经中证鹏元综合评定，张经开实业主体长期信用等级为 AA，由其提供的不可撤销的连带责任保证担保仍能为本期债券的偿付提供一定保障。

¹ 公司于 2018 年 2 月 6 日完成工商变更，更名为江苏联峰实业有限公司。

关注:

- **原材料价格上涨挤压盈利空间，COVID-19 疫情加大经营压力。**受淡水河谷矿难和极端天气等影响，2019 年公司进口铁矿石、国内铁矿石采购均价分别增长 13.46%、13.49%，拖累当期钢铁业务毛利率及营业利润；近年公司九成以上铁矿石需进口，2020 年 6 月，疫情影响下淡水河部分矿区停产，铁矿石价格或仍将居高，对公司经营及盈利产生一定不利影响。
- **公司关联交易规模大，经营易受关联方影响。**公司业务中钢铁业务（钢坯及金属制品）均销售至母公司江苏永钢集团有限公司（以下简称“永钢集团”，产品主要为建筑及工业用线材和棒材等，永钢集团 2019 年营业总收入 518.23 亿元，利润总额 44.50 亿元，2019 年该业务收入占公司营业收入的 60.92%；此外，公司货运仓储业务等也多为关联业务。
- **有息债务持续增长且仍以短期有息债务为主，短期偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司有息债务为 120.85 亿元，同比增长 20.59%，其中短期有息债务 97.36 亿元，占有息债务的 80.56%，面临较大的短期债务偿还压力。
- **资产流动性受限及存在一定资金占用情况。**截至 2019 年末，公司受限资产合计 97.95 亿元，包含 32.42 亿元货币资金及 65.53 亿元的房屋建筑物资产，合计占当期期末总资产比重达 33.08%；同期公司应收账款及其他应收款合计 46.37 亿元，同比增长 17.69%，占总资产比重达 15.66%，对营运资金形成占用。
- **存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 27.62 亿元，占当期期末净资产的 21.43%，担保规模较大且均未设置反担保措施，其中 25.62 亿元均为对永钢集团担保，存在较大或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,960,850.76	2,588,933.03	2,834,186.93
归属于母公司所有者权益合计	1,002,670.93	806,401.15	737,248.42
有息债务	1,208,526.63	1,002,201.77	1,253,463.50
资产负债率	56.48%	58.90%	66.17%

流动比率	1.20	1.05	1.03
速动比率	0.95	0.81	0.81
营业收入	4,500,396.12	3,511,412.44	3,196,510.05
营业利润	250,000.72	322,548.02	338,186.34
净利润	206,512.85	243,431.11	250,181.53
综合毛利率	8.58%	12.98%	15.21%
总资产回报率	10.43%	12.99%	15.21%
EBITDA	391,095.19	451,162.27	495,939.65
EBITDA 利息保障倍数	10.80	11.09	7.19
经营活动现金流净额	400,516.65	512,167.48	324,159.60

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

张经开实业主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,214,210.20	1,853,066.30	1,687,288.07
所有者权益	1,034,930.67	1,011,754.98	989,597.80
有息债务	754,827.46	704,000.00	459,300.00
资产负债率	53.26%	45.40%	41.35%
营业收入	108,125.55	64,486.78	120,650.37
利润总额	7,205.15	7,243.81	11,944.83
经营活动现金流净额	289,502.76	-18,375.64	191,752.03

资料来源：张经开实业2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

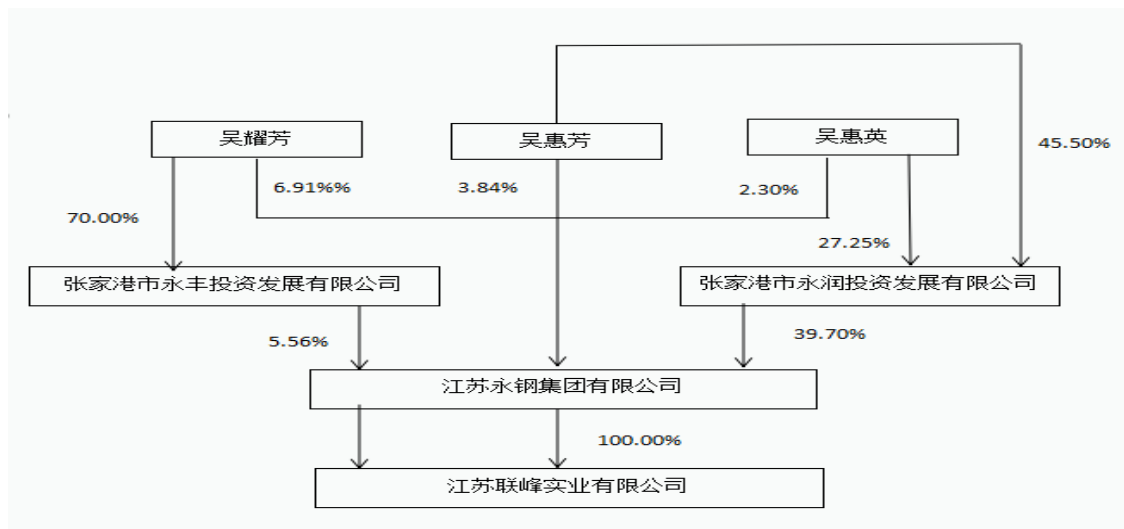
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年4月7日发行的6年期10亿元公司债券，募集资金拟计划用于盛泰通用码头建设项目及南港冶金物流中心项目。截至2020年4月3日，募集资金专项账户余额为79,845.66元。

二、发行主体概况

2019年公司注册资本、实收资本及控股股东均未发生变化。截至2019年末，公司注册资本、实收资本仍为12.00亿元，全部由控股股东永钢集团出资，永钢集团无控股股东，吴耀芳、吴惠芳和吴惠英通过张家港市永丰投资发展有限公司和张家港市永润投资发展有限公司间接持有永钢集团32.77%股份。吴耀芳、吴惠芳和吴惠英为兄弟及兄妹关系，三人已签署一致行动人协议，因此吴耀芳、吴惠芳和吴惠英合计持有永钢集团的股份合计达45.83%，为永钢集团、联峰实业的实际控制人。截至2019年末，公司注册资本及实收资本仍为12.00亿元，控股股东为永钢集团，实际控制人为吴耀芳、吴惠芳和吴惠英三人。

图 1 截至 2019 年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司业务仍涵盖钢铁、贸易、工程施工、货运仓储及房地产等。2019年度，公司合并范围内新增子公司11家，主要系子公司永联精筑建设集团有限公司以0元价格受让中土（苏

州) 工程建设有限公司100.00%股权²、以0.90亿元价格受让股东永钢集团持有的江苏联卓建筑科技有限公司及其全资子公司永舟物流(张家港)有限公司、张家港市永舟劳务服务有限公司100%股权, 以及投资新设张家港市联锦新型墙体材料有限公司等7家子公司。合并范围减少子公司2家, 分别是转让持有开元国创恒誉穿云航空产业1号私募证券投资基金的全部份额、转让子公司上海秋晟资产管理有限公司21%股权, 公司持有其股权降至49%, 丧失控制权(详见附录二)。

三、运营环境

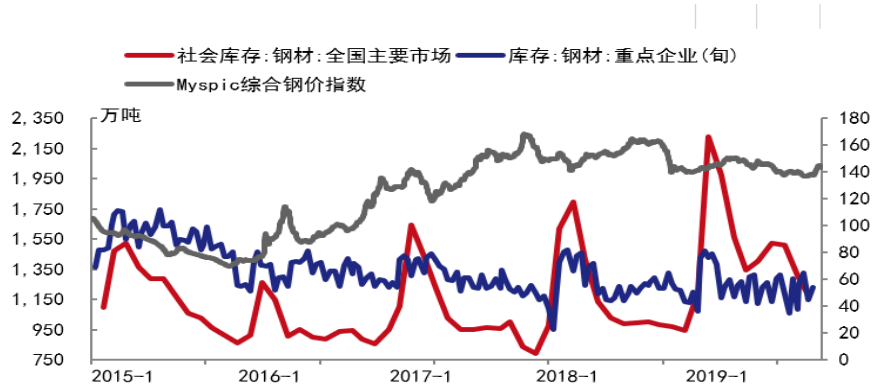
下游需求稳定增长, 预计 2020 年钢材消费量将略增, 疫情影响下, 钢材需求启动推迟, 全年钢价震荡下行

2020 年地产投资增速放缓, 基建投资增速继续缓慢复苏, 机械制造需求保持稳定, 钢材消费量需求将小幅增长。当前施工面积仍维持高位, 建筑工程投资绝对量保持增长, 对房地产开发投资形成支撑, 但土地购置面积 2019 年以来增速持续为负且短期内难以转正, 新开工面积增速回落, 房地产开发投资增速持续攀升的可能性受到较大抑制, 合影响下, 预计 2020 年房地产开发投资规模仍具韧性, 但增速将缓慢回落至 4%-7%。2019 年基建投资有所复苏, 且中央发声更积极的财政政策一定程度上将带动基建项目投资增长。2020 年挖掘机、起重机及泵车仍有更新需求, 叠加工程机械“国四”标准将于 2020 年实施, 机械制造将平稳发展。

2020 年钢材需求启动推迟, 后期钢价存在反弹动力, 全年钢价震荡下行, 库存的“蓄水池”作用可维持供需弱平衡。短期来看, 疫情对钢铁行业的影响主要集中一季度, 对钢铁行业的下游需求端的影响大于钢铁生产端, 建筑业等钢铁下游行业普遍延后复工, 钢铁需求启动推迟, 而行业供给受到的影响相对有限。供需错配下, 导致钢材库存增长较快, 对钢价造成短期冲击。随着下游行业的陆续复工, 部分需求或将阶段性的大幅增长, 行业可能呈阶段性的供需紧平衡, 钢价存在反弹动力。纵观 2020 年全年, 钢材供给量增速将高于需求增速, 供应偏宽松, 未来钢价下行压力较大, 但企业库存仍处于低位, 在社会库存后可充当第二层“蓄水池”吸收过剩供给、打赢蓝天保卫战下继续严格环保限产, 将缓解钢价的下降幅度, 库存的“蓄水池”作用可维持供需弱平衡。

²已完成工商变更, 公司将 2019 年 4 月 30 日确认为购买日, 购买日中土(苏州)工程建设有限公司净资产为 0.00 元。

图 2 2019 年社会库存发挥“蓄水池”作用



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

疫情影响下铁矿石主矿区停产, 供应趋紧, 铁矿石价格或将上涨, 挤压钢企盈利空间

矿难事件导致 2019 年铁矿石价格大幅增加, 挤压钢企盈利空间, 预估 2020 年钢企盈利将继续承压。2019 年上半年受巴西淡水河谷矿难和澳大利亚极端天气等事件影响, 铁矿石供给偏紧, 价格大幅飙升, 铁矿石现货价格指数(CSI):进口粉矿:62%Fe 于 2019 年 7 月 16 日达到近年来的最高值 913 元/湿吨。铁矿价格的大幅走高严重侵蚀了钢厂利润。铁矿石港口库存是铁矿石基本面情况最直观反映, 2019 年受矿难等因素影响, 上半年港口库存持续下降, 7 月份开始回升。随着溃坝事故的影响持续减弱, 自 2019 年 8 月以来铁矿石价格开始回落。2020 年 3 月以来海外疫情持续蔓延, 6 月淡水河谷公司因主矿区矿工感染新冠肺炎病毒疫情而停产, 复产时间亦不确定, 铁矿石供应趋紧, 其价格或将进一步上行。考虑到 2020 年全年钢价面临下行压力, 但有社会库存的“蓄水池”支撑, 全年供过于求的情况不会出现, 钢企利润率难以明显回升, 钢材毛利下降但有保障。

图 3 2019 铁矿石价格指数冲高回落, 疫情影响下矿区停产或将拉高铁矿石价格



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司业务涵盖钢铁、贸易、工程施工及货运仓储等业务。2019年下游需求仍有增长，钢铁业务实现收入274.18亿元，同比增长9.13%；同期公司新增贸易团队并加大市场拓展力度，贸易业务收入大幅提升至114.02亿元；得益于市场拓展带来施工合同规模增加，2019年工程施工收入增长50.76%达21.32亿元，公司当期实现营业收入450.04亿元，同比增长28.15%，其中钢铁、贸易占主营业务收入比重分别为60.92%、25.34%，为公司主要收入构成。

从毛利率来看，受铁矿石价格高位影响，2019年钢铁业务毛利率降至9.77%，但其毛利润占总毛利润比重达69.39%，仍是公司最大利润来源；贸易业务利润率仍居于较低水平，受益于市场拓展带来业务量增加，其毛利润占总毛利润比重提高6.74个百分点至9.78%，是公司利润的有益补充。2019年公司综合毛利率下降至8.58%，主要系钢铁业务利润率下降及利润率较低的贸易业务收入占比提升。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
钢铁业务	2,741,847.34	9.77%	2,512,428.23	15.40%
其中：钢坯销售	2,078,501.58	9.10%	1,858,176.52	10.32%
金属制品	663,345.76	11.88%	654,251.71	29.83%
贸易业务	1,140,209.23	3.31%	456,703.09	3.03%
工程施工	213,157.20	15.64%	141,384.22	14.30%
货运仓储	12,856.08	30.83%	10,263.28	35.17%
房地产	3,783.15	4.22%	28,797.09	-11.13%
其他	388,543.11	11.06%	361,672.04	9.58%
合计	4,500,396.12	8.58%	3,511,911.72	12.99%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍为永钢集团唯一钢坯供应商，2019年钢坯销量及收入规模有所增长，但均为关联交易，毛利率受铁矿石涨价影响有所下滑

钢铁业务主要是粗钢（钢坯）及金属制品的生产和销售。钢坯销售方面，公司生产的钢坯全部销售至母公司永钢集团，由其进行轧钢处理，销售价格以市场价为参考，在永钢集团对外销售的基础上略有降低。生产量根据永钢集团的生产需求进行调整，系永钢集团唯一的钢坯供应商，永钢集团的产品销售情况对公司正常经营及盈利能力产生重大影响。截至2019年12月31日，永钢集团资产总额为455.24亿元，净资产191.69亿元，资产负债率为57.89%；2019年度，永钢集团实现营业收入518.23亿元，同比增长33.68%；利润总额44.50亿元，同比下降28.40%，经营活动现金流净额55.55亿元，同比下降31.45%。

永钢集团产品主要包括螺纹钢和线材两类，主要应用于工业及建筑业领域，是全国较大建筑用钢材生产厂家之一，建筑用钢筋在江苏省市场占有率位居前列。2019年国内钢价波动下降，永钢集团线材、棒材销售均价分别降至3,645.07元/吨、3,376.89元/吨，分别较2018年下降4.63%、5.01%，同时下游需求增加促使永钢集团线材、棒材销量分别同比增长10.61%、9.14%，合计实现销售收入298.65亿元，同比增长4.51%。

表 3 2018-2019 年永钢集团主要钢铁产品结构情况（单位：亿元、万吨、元/吨）

项目	2019 年			2018 年		
	销售收入	销量	平均单价	销售收入	销量	平均单价
线材	138.17	379.06	3,645.07	130.98	342.71	3,821.89
棒材	160.48	475.23	3,376.89	154.79	435.43	3,554.88
合计	298.65	854.29	3,495.89	285.77	778.14	3,672.48

资料来源：公司提供

永钢集团每年依据实际情况适当调整国内外销售比重，目前仍以国内市场为主，2019年国内市场收入占销售总收入比重达84.14%，较上年提升1.42个百分点。由于永钢集团接近华东市场，从节省运输成本角度考虑，永钢集团国内市场集中在江苏、浙江、上海地区，并在合理运输半径内扩大市场份额，2019年来自江苏、浙江、上海地区收入合计占比78.01%，仍是主要收入来源地。

出口方面，永钢集团螺纹钢、线材等产品主要销往日本、韩国和东南亚等地区，贸易摩擦以及频繁反倾销措施非永钢集团钢材出口主要地区，钢材出口仍具备一定的价格优势，同时公司自身拥有码头及运输设备，一定程度上降低了出口成本。2020年3月以来疫情海外蔓延，下终端需求或减弱，海外订单获取难度或有增加；同时疫情影响下境外交通班次减少，实施更加严格的检验措施，一定程度上影响海外订单交付。

表 4 2018-2019 年永钢集团产品销售区域情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	销售收入	占比	销售收入	占比
江苏（钢材）	1,928,706.53	57.81%	1,656,218.58	53.33%
浙江（钢材）	459,454.00	13.77%	442,074.44	14.24%
上海（钢材）	214,513.00	6.43%	248,192.62	7.99%
河南（钢材）	15,213.00	0.46%	21,376.53	0.69%
安徽（钢材）	4,781.00	0.14%	4,605.79	0.15%
国内其他（副产品）	184,308.29	5.52%	196,305.23	6.32%
出口（钢材）	529,263.48	15.86%	536,689.09	17.28%
合计	3,336,239.30	100.00%	3,105,462.28	100.00%

资料来源：公司提供

从公司对永钢集团的钢坯销售情况来看，公司对永钢集团钢坯的销售价格在永钢集团

对外销售的基础上略有降低，降幅空间存在一定波动，2019年钢坯平均售价同比增长0.61%，同期公司销售至永钢集团钢坯合计675.63万吨，同比增长11.18%，全年共实现钢坯销售收入207.85亿元，同比增长11.86%。

金属制品销售方面，公司为延伸钢铁产业链及充分利用钢材生产后“边角料”，投资约2亿元发展拉丝制钉等下游产业，截至2019年末，公司仍拥有拉丝机37组、制钉机377台及洗钉、卷钉、自动包装等配套设施，主要产品为“联峰”牌普通散钉、卷钉、油毡钉、麻花钉、方钉及排钉等系列品种，较上年未有变化。

公司金属制品亦主要销售给永钢集团，由永钢集团进行对外销售。公司对永钢集团金属制品销售价格以市场价为参考，在永钢集团对外销售的基础上降低30-40元/吨。2019年公司金属制品加工量198.54万吨，同比增长15.30%；同时原辅料价格下降影响，销售均价同比下降11.59%，当期实现金属销售收入66.33亿元，同比增长1.39%，毛利率亦大幅下降至11.88%，较上年同期下降17.95个百分点。公司钢铁业务受外部环境影响较大，未来收入及盈利水平仍存在一定波动可能性。

表 5 2018-2019 年公司金属制品业务情况

项目	2019 年	2018 年
金属制品加工量（万吨）	198.54	172.20
金属制品销售均价（元/吨）	3,341.12	3,779.07
金属制品销售收入（亿元）	66.33	65.43

资料来源：公司提供

2019年公司整体产销与产能利用率情况良好，在建项目投资规模较大，面临一定资金支出压力

公司生产环节主要集中在烧结、焦化、炼铁、炼钢阶段，再经过连铸、轧制，最终生产出成品。2019年公司生铁、粗钢产能仍为800万吨，受益于炼铁一厂4#高炉大修改造项等技改项目完工，生铁、粗钢产能利用率分别提升至109.29%、109.29%，仍居于较高水平。轧钢环节方面，公司共有7个压铸车间，棒材压铸能力、线材压铸能力分别为440万吨、360万吨，与上年持平。

表 6 2018-2019 年公司生铁及粗钢产销情况（单位：万吨）

项目	2019 年	2018 年
生铁（全部自用）	年产能	800.00
	产能利用率	109.29%
粗钢（钢坯）	年产能	800.00
	产能利用率	106.46%
	产销率	100.00%

资料来源：公司提供

目前公司尚未有大幅提高产能产量的计划，在建项目主要是改进原有设备以提高生产效率。截至2019年末，公司主要在建项目有棒材四厂、300m²烧结机烟气净化系统升级改造污水处理项目等，预计总投资22.08亿元，已完成投资13.06亿元，尚需投入9.02亿元。考虑到项目投资规模较大，公司面临一定资金支出压力。

表 7 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
棒材四厂	79,370.00	64,674.06	14,695.94
300m ² 烧结机烟气净化系统升级改造污水处理项目	45,320.67	22,760.05	22,560.62
B1732 中温中压煤气发电机组改造项目	41,070.10	11,540.61	29,529.49
C1803 露天堆场封闭项目	34,582.00	18,353.94	16,228.06
原料厂 1-7#高炉焦炭堆场封闭项目	12,981.00	9,397.35	3,583.65
原料场新增除尘器项目 B1854	7,464.02	3,874.17	3,589.85
合计	220,787.79	130,600.18	90,187.61

资料来源：公司提供

2019年铁矿石采购价格有所上升，挤占盈利空间；铁矿石对外依存度高，疫情及汇率波动或加大成本压力

公司生产过程中所用的主要原料为铁矿石和焦炭，主要燃料为煤炭。铁矿石采购由关联公司宁波保税区永谐国际贸易有限公司（以下简称“永谐国贸”）和香港永联国际集团有限公司（以下简称“永联国际”）以及子公司江苏比优特国际贸易有限公司（以下简称“比优特”）负责。采购结算方面，公司铁矿石进口协议定价周期仍在 30 天左右；关联定价方面，仍以市场价为准，以信用证结算。同时，公司也运用期货来控制进口成本。

公司自身未拥有矿山，铁矿石全部外购。随着业务规模扩大，2019 年公司铁矿石采购量 1,354 万吨，同比增长 11.94%，其中进口铁矿石 1,260.15 万吨，占总采购量的 93.07%，较上年基本持平，铁矿石对外依存度仍较高。进口铁矿石主要从澳大利亚、巴西采购，来自于必和必拓等垄断性大企业的比例约占 60%。国内采购供应商主要为彭泽县协峰贸易有限公司等，规模较小。2019 年受巴西淡水河谷矿难和澳大利亚极端天气等事件影响，铁矿石供给偏紧，进口铁矿石价格和国内铁矿石采购价格均有所上涨。

表 8 2018-2019 年公司主要原材料采购情况（单位：亿元、万吨、元/吨）

项目	2019 年			2018 年		
	采购额	采购量	采购均价	采购额	采购量	采购均价
进口铁矿石	83.40	1,260.15	661.83	65.67	1,125.81	583.31
国内铁矿石	6.29	93.85	670.21	4.95	83.79	590.57
焦炭	77.25	388.00	1,991.00	74.42	335.33	2,219.44
煤炭	11.57	117.25	986.83	9.98	99.98	998.24

资料来源：公司提供

焦炭与煤炭方面，公司与主要供应商签订长期合作协议，按市场价格或协商价格采购所需原料，2019年焦炭、煤炭采购均价有不同程度下降，采购量则随着业务规模扩大分别增长15.71%、17.27%。

整体来看，2019年主要原材料价格明显上涨，侵蚀公司利润，疫情影响淡水河谷部分矿区停产，供需趋紧，或将拉高铁矿石价格；同时公司采购铁矿石以进口为主，汇率波动或进一步增加生产成本，对公司短期盈利水平和成本控制带来不利影响。

贸易、工程施工及货运仓储业务是公司收入的有益补充，地产业务持续性较弱

除了钢坯及金属制品销售外，公司还涉足贸易、工程施工及房地产等业务。公司依托钢铁业务进行上下游产品贸易业务，主要由子公司 LIANFENG INTERNATIONAL PTE LTD、永谐国贸、永联国际及比优特等负责，贸易产品包含铁矿石、钢材及钢坯等，采用现货与期货相结合的模式，主要系进行套期保值。2019年公司新增黑色系贸易团队，并加大市场拓展力度，贸易业务收入达114.02亿元，同比增长149.66%，毛利率3.31%，较上年微增0.28个百分点，但仍居于较低水平。

工程施工业务由子公司江苏永联精筑建设集团有限公司负责，一种模式是以招投标方式承接项目，公司充当承建商，建设完成后交付给委托建设方；另一种模式是与当地政府签署BT协议，承建部分张家港市永联镇的道路桥梁等公共设施工程，前期资金由公司垫资，政府每年按项目进度进行回购，公司获得一定代建管理费收入。2019年工程施工业务收入21.32亿元，同比增长50.76%，该业务毛利率受单个项目影响较大而存在一定波动。截至2019年末，公司在手施工合同规模合计65.80亿元，短期内工程施工收入仍较有保障。

货运仓储业务主要来源于子公司张家港市永丰码头有限公司对自有码头的运营，2019年自有码头年吞吐能力仍为3,500万吨。目前公司码头主要用于永钢集团钢铁产品及原材料、燃料等运输，港口业务收入来源主要为吞吐物资的装卸、仓储和物流等收入。受作业时间限制等影响，永丰码头利用率相对不高；随着公司皮带运输设备建设完成并投入使用，永丰码头至原料场矿粉短驳量比例自2018年的39.86%恢复至2019年的58.25%，实现货运仓储业务收入1.29亿元，同比增长25.27%，但毛利率下降至30.83%。

房地产业务由子公司张家港市联峰房地产开发有限公司负责，通过出让方式拍卖取得土地后，自行开发建设并直接销售。截至2019年末，公司已完成永钢小区、雅园小区、瑞景美墅、风景世家及郦景澜湾等5个商品房项目建设，总可售面积为37万平方米，已签约面积为31.19万平方米，其中2019年未有新增销售面积，当期实现地产收入仅0.38亿元。目前公司未有新增地产项目建设计划，且在售项目剩余可售面积不大，该业务可持续性较弱。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年度公司新增11家子公司，减少子公司2家，详见附录二；截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共有57家，详见附录二，其中永联精筑建设集团有限公司及其子公司系由公司负责实际运营管理，故将其纳入合并范围。

资产结构与质量

公司资产中固定资产、存货及应收款款项占比较高，应收款项存在一定资金占用情况，且受限资产规模较大

截至2019年末，公司资产总额296.09亿元，同比增长14.37%，其中流动资产占比57.60%，仍是公司资产主要构成。

2019年度，公司用作保证金的货币资金大幅增加，货币资金账面价值增加至2019年末的54.63亿元，主要包含22.18亿元银行存款及32.44亿元其他货币资金，其中32.44亿元其他货币资金均用作保证金而使用受限，受限规模较大。预付款项主要为预付材料费、海运费、外港码头费等，2019年末预付账款账面余额为18.30亿元，同比增长11.89%，账龄一年以内占比为99.81%，其中预付江苏永钢集团物资贸易有限公司、永谐国际及永钢集团等关联方款项合计占比71.43%。

应收票据及应收账款主要来自与永钢集团等关联方的交易结算，公司定期清理关联方款项，并依据票据利率及持有票据规模调整票据、现汇比重，2019年末应收票据及应收账款合计26.49亿元，同比下降14.94%，其中应收票据账面价值4.94亿元，主要包含4.91亿元银行承兑汇票，未计提坏账。同期应收账款计提0.44亿元坏账准备后的账面价值21.55亿元，同比增长25.99%；按欠款方归集的期末余额前五大应收款合计14.87亿元，占应收账款账面余额的67.61%，集中度相对较高，账龄集中在1年以内。

受新增与关联方江苏联峰能源装备有限公司（以下简称“能源装备”）等单位往来款项影响，其他应收款账面价值增加至2019年末的24.82亿元，同比增长11.32%，已计提坏账准备0.42亿元，主要是应收能源装备、东海期货有限责任公司、中国二十冶集团有限公司、江西长峰实业有限公司及南丰镇永联村经济合作社等款项，应收前述对象款项合计

15.20亿元，占其他应收款账面余额的60.26%；其中应收能源装备及南丰镇永联村经济合作社款项均按年化5%利率计息。2019年末公司应收账款和其他应收款合计46.37亿元，占总资产的15.66%，占用部分营运资金。

2019年四季度公司加大存货储备规模，计提0.04亿元跌价准备后的存货账面价值36.21亿元，同比增长10.61%，其中原材料、库存商品、工程成本及开发产品分别为10.91亿元、9.26亿元、7.67亿元及2.33亿元。

受待抵扣增值税规模增加影响，2019年末其他流动资产账面价值增加至9.36亿元，主要包含8.08亿元银行短期保本理财产品及0.81亿元待抵扣进项税额。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	546,063.33	18.44%	274,647.07	10.61%
应收票据	49,430.18	1.67%	140,437.57	5.42%
应收账款	215,510.95	7.28%	171,051.71	6.61%
预付款项	182,983.80	6.18%	163,540.75	6.32%
其他应收款	248,229.60	8.38%	222,996.52	8.61%
存货	362,055.51	12.23%	327,316.40	12.64%
其他流动资产	93,566.00	3.16%	88,216.08	3.41%
流动资产合计	1,705,399.18	57.60%	1,452,990.90	56.12%
可供出售金融资产	166,277.29	5.62%	131,066.50	5.06%
固定资产	638,328.60	21.56%	687,324.14	26.55%
在建工程	257,357.61	8.69%	134,736.65	5.20%
非流动资产合计	1,255,451.58	42.40%	1,135,942.13	43.88%
资产总计	2,960,850.76	100.00%	2,588,933.03	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

受净新增2亿元一年期以上理财产品影响，可供出售金融资产增加至2019年末的16.63亿元，主要包含13.92亿元股权投资及2.71亿理财产品；其中股权投资主要是对张家港农村商业银行（账面价值4.07亿元）、江苏昆山农村商业银行股份有限公司（账面价值2.27亿元）、上海并购股权投资基金二期合伙企业(有限合伙)（账面价值1.00亿元）、宁波泮源启程投资合伙企业(有限合伙)（账面价值0.60亿元）、齐鲁银行股份有限公司（账面价值0.51亿元）等公司投资，2019年度公司持有上述资产获得投资收益0.24亿元。

固定资产主要是公司持有房屋建筑物、机器设备等资产，公司焦化项目因无法取得竣工验收需要的环境指标而停工，公司2019年出售相关机器设备减少固定资产2.86亿元，加之计提折旧影响，固定资产账面价值减至2019年末的63.83亿元。

在建工程主要由焦化、棒材四厂等技改项目构成，随着项目进度不断推进，在建工程

账面价值增加至2019年末的25.74亿元，同比增长91.01%，已计提减值4.24亿元，主要是焦化项目计提减值，期末该项目尚有2.74亿元待计提减值。

截至2019年末，公司受限资产合计97.95亿元，包含32.42亿元货币资金及65.53亿元房屋建筑物，占当期期末总资产比重达33.08%，受限资产规模较大。此外公司资产中应收款项规模较大且较为集中，存在一定资金占用。

资产运营效率

2019年公司净营业周期缩短，资产运营效率加快

2019年公司营业收入同比增长28.16%，加之加大关联方款项回收力度带来应收票据及应收账款规模下降，应收账款周转天数较上年缩短17天。

存货方面，公司加大产品备货，存货规模增加，但业务规模的扩大及主要原材料价格的上涨使得营业成本增幅较大，存货周转天数有所减少，营业成本的提升也使得应付账款周转天数缩短。综合影响下，2019年公司净营业周期天数由正转负。

2019年营业收入显著上升且涨幅亦高于流动资产、固定资产及总资产涨幅，流动资产、固定资产及总资产周转天数均有不同程度缩短，整体资产运营效率略有提升。

表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	23	40
存货周转天数	30	42
应付账款周转天数	62	72
净营业周期	-8	9
流动资产周转天数	126	164
固定资产周转天数	53	73
总资产周转天数	222	278

注：应收账款、应付账款周转天数分别考虑了应收票据、应付票据的影响。
 资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入显著增长，期间费用率仍维持在较低水平，但盈利水平持续下滑

2019年外部市场环境的影响，钢铁下游需求增加，加之加大贸易业务、工程施工市场拓展力度，公司营业收入显著增长，其中钢铁、贸易占主营业务收入比重分别为65.96%、27.43%，为公司主要收入构成。2020年下游需求仍将小幅增长，或将进一步带动公司收入增加，但我们也关注到公司业务中关联交易占比较高，经营易受关联方影响。

从毛利率来看，受主要原材料价格高位影响，2019年钢铁业务毛利率降至9.77%，加之利润率相对较低贸易业务收入占比提升，公司综合毛利率降至8.58%，较2018年下降4.40个百分点。2020年6月疫情影响下，铁矿石价格或仍将居高位，对公司短期盈利水平和成本控制带来不利影响。

期间费用方面，公司钢铁业务产品直接销售至母公司，销售费用整体规模不大，2019年公司新增贸易团队并加大市场拓展力度带来销售费用增加，带动期间费用率提升至2.81%，但仍居于较低水平。2019年公司营业利润及净利润规模均有所下降，扣非净利润增长率正转负，总资产回报率、净资产收益率亦有所下滑。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	4,500,396.12	3,511,412.44
营业利润	250,000.72	322,548.02
利润总额	253,225.98	311,660.43
净利润	206,512.85	243,431.11
综合毛利率	8.58%	12.98%
期间费用率	2.81%	2.67%
营业利润率	5.56%	9.19%
总资产回报率	10.43%	12.99%
净资产收益率	17.56%	24.07%
营业收入增长率	28.16%	9.85%
净利润增长率	-15.17%	-2.70%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现仍相对较好，外部融资规模较大，且主要在建项目仍需一定资金投入，存在一定资金支出压力

2019年公司收现比为1.13，收现比指标表现仍较好；同期公司净利润规模有所下降，带动FFO下降至35.50亿元。2019年公司加大票据回收力度，经营性应收项目规模减少；同时随着业务规模扩大及主要原材料价格上涨，存货占用资金及经营性应付规模明显增加。综合影响下，2019年经营活动现金流净流入40.05亿元，同比下降21.80%。

投资活动现金流方面，2019年公司主要在建工程项目新增投资12.21亿元，购置机器设备等固定资产支出6.20亿元，投资规模仍较大，当期投资活动现金流仍呈净流出。

筹资活动方面，2019年公司加大外部融资力度，筹资活动现金流入202.58亿元，同比增长16.89%，扣减当期偿还债务、分配股利等支出后，筹资活动现金流净流出10.76亿元。

截至2019年末，公司主要在建项目尚需投入资金9.02亿元，仍存在一定资金压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.13	1.27
净利润	206,512.85	243,431.11
FFO	355,012.61	409,122.38
营运资本变化	45,504.05	103,045.09
其中：存货减少（减：增加）	-30,512.72	48,287.86
经营性应收项目的减少（减：增加）	10,738.28	53,029.82
经营性应付项目的增加（减：减少）	65,278.49	1,727.41
经营活动产生的现金流量净额	400,516.65	512,167.48
投资活动产生的现金流量净额	-167,798.15	-205,697.64
筹资活动产生的现金流量净额	-107,602.30	-341,441.85
现金及现金等价物净增加额	122,076.34	-30,361.99

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

有息债务规模增长且以短期债务为主，短期债务偿付压力较大

随着经营积累及持有可供出售金融资产公允价值变动带来的其他综合收益增长，2019 年末所有者权益达128.84亿元，同比增长21.08%；同期受经营性负债增加影响，负债总额增加至167.24亿元。2019年产权比率为129.80%，净资产对负债的覆盖程度仍较差。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,672,409.44	1,524,780.54
所有者权益	1,288,441.32	1,064,152.49
产权比率	129.80%	143.29%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款45.64亿元，以保证、抵押借款为主。应付票据及应付账款主要是供应商原材料采购款，业务规模的扩大及主要原材料价格上涨，应付票据及应付账款规模提高至2019年末的76.51亿元，同比增长18.87%，其中应付票据48.01亿元，均为银行承兑汇票；应付账款28.51亿元，账龄集中在一年以内。

截至2019年末，公司其他应付款5.12亿元，主要包含3.13亿元往来款及0.29亿元押金保证金，另有0.72亿元应付利息、股利，其中应付关联方永钢集团款项1.47亿元。

长期借款主要系公司向光大银行、建设银行等金融机构取得的抵押借款及保证借款，截至2019年末，公司待偿还长期借款14.73亿元（一年内到期规模2.16亿元），借款利率主要在3.90%-6.84%之间。

应付债券均为本期债券，将于2021年4月到期偿还。长期应付款主要为应付江苏金茂融资租赁有限公司、江苏永钢集团有限公司融资租赁款，截至2019年末，公司待偿还融资租赁款规模5.00亿元（一年内到期规模为1.55亿元）。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	456,357.79	27.29%	517,372.67	33.93%
应付票据	480,068.93	28.71%	347,658.09	22.80%
应付账款	285,071.84	17.05%	296,046.92	19.42%
其他应付款	51,179.01	3.06%	38,695.47	2.54%
一年内到期的非流动负债	37,125.04	2.22%	12,500.00	0.82%
流动负债合计	1,419,595.76	84.88%	1,388,732.59	91.08%
长期借款	125,700.00	7.52%	39,800.00	2.61%
应付债券	74,749.94	4.47%	74,626.36	4.89%
长期应付款	34,524.93	2.06%	10,244.65	0.67%
非流动负债合计	252,813.68	15.12%	136,047.95	8.92%
负债合计	1,672,409.44	100.00%	1,524,780.54	100.00%
其中：有息债务	1,208,526.63	72.26%	1,002,201.77	65.73%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款构成，截至2019年末，公司有息债务规模120.85亿元，同比增长20.59%，占总负债比重为72.26%，其中短期有息债务97.36亿元，占有息债务比重为80.56%，同期货币资金54.61亿元，短期债务偿还压力较大。

截至2019年末，公司资产负债率微降至56.48%，流动比率、速动比率指标亦提升，但货币资金中受限资金规模较大，一定程度上影响其实际短期偿债能力。2019年利润总额有所下降，EBITDA同比下降13.31%至39.11亿元，外部融资成本下降使得利息支出费用减少，EBITDA利息保障倍数微降至10.80，仍居于较高水平，同期有息债务/EBITDA为3.09。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	56.48%	58.90%
流动比率	1.20	1.05
速动比率	0.95	0.81
EBITDA（万元）	391,095.19	451,162.27
EBITDA 利息保障倍数	10.80	11.09
有息债务/EBITDA	3.09	2.22
债务总额/EBITDA	4.28	3.38
经营性净现金流/流动负债	0.28	0.37

经营性净现金流/负债总额	0.24	0.34
--------------	------	------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

张经开实业提供的连带责任保证担保仍能为本期债券偿还提供一定保障

本期债券由张经开实业提供连带责任保证担保，如公司不能全额兑付债券本息，张经开实业应主动承担担保责任，担保范围包括本期债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，张经开实业免除保证责任。

张经开实业是张家港经济技术开发区（以下简称“经开区”）主要建设主体，仍主要负责经开区区内委托征地拆迁（原土地整理）、安置房建设及基础设施建设等业务。截至 2019 年末，张经开实业注册资本和实收资本仍为 17 亿元，唯一股东和实际控制人仍为经开区管理委员会。

2019 年张经开实业再次调整委托征地拆迁记账模式，新增委托征地拆迁收入 5.52 亿元，带动营业收入增加至 10.81 亿元，同比增长 67.67%，其中委托征地拆迁业务占收入比重达 51.06%，成为张经开实业最大收入来源。受新增盈利水平较低的委托征地拆迁业务及安置房建设业务毛利率下降影响，张经开实业综合毛利率下降 11.63 个百分点至 7.82%。

表 16 张经开实业营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
委托征地拆迁	55,209.71	2.75%	0.00	0.00%
安置房建设	45,767.23	0.45%	52,365.52	1.42%
其他	7,148.61	94.14%	12,121.26	97.35%
合计	108,125.55	7.82%	64,486.78	19.45%

资料来源：张经开实业 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，张经开实业资产总额 221.42 亿元，所有者权益 103.49 亿元，资产负债率 53.26%；2019 年度，张经开实业实现营业收入 10.81 亿元，利润总额 0.72 亿元，经营活动现金流净流入 28.95 亿元。

表 17 张经开实业主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
总资产	2,214,210.20	1,853,066.30
所有者权益	1,034,930.67	1,011,754.98

有息债务	754,827.46	704,000.00
资产负债率	53.26%	45.40%
现金短期债务比	1.69	0.55
营业收入	108,125.55	64,486.78
营业外收入	11,640.12	13,018.69
利润总额	7,205.15	7,243.81
综合毛利率	7.82%	19.45%
EBITDA	23,146.12	22,558.77
EBITDA 利息保障倍数	0.61	0.77
经营活动现金流净额	289,502.76	-18,375.64
收现比	0.32	0.94

资料来源：张经开实业 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，张经开实业主体长期信用等级为AA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券的偿还提供一定保障。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年05月27日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的股东永钢集团信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（即2020年05月27日），永钢集团不存在不良/违约信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）过往债务履约情况

公司尚未设置反担保措施的对外担保规模较大，担保对象主要为母公司永钢集团，存在较大或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额合计27.62亿元，占2019年末总资产、净资产比重分别为9.33%、21.43%，担保规模较大且均未设置反担保，其中25.62亿元担保的被担保对象为永钢集团，对象较为集中，存在较大的或有负债风险。

表 18 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	关系
------	------	-------	----

张家港市南丰城建投资开发有限公司	17,000.00	2023.11.20	非关联方
江苏港通电缆有限公司	3,000.00	2021.08.06	
小计	20,000.00	-	
江苏永钢集团有限公司	10,000.00	2020/12/10	关联方
	34,000.00	2020/1/17	
	5,000.00	2020/1/16	
	5,000.00	2020/1/22	
	5,000.00	2020/1/25	
	10,000.00	2020/1/29	
	5,000.00	2020/1/29	
	2,900.00	2020/1/30	
	10,360.00	2020/2/4	
	11,500.00	2020/2/8	
	30,000.00	2020/2/13	
	9,700.00	2020/2/20	
	14,200.00	2020/2/26	
	7,000.00	2020/3/25	
	11,000.00	2020/4/11	
	15,000.00	2020/4/16	
	20,000.00	2020/5/25	
	28,500.00	2020/6/5	
	2,000.00	2020/6/30	
	8,000.00	2020/7/25	
12,000.00	2020/8/5		
小计	256,160.00	-	
合计	276,160.00	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

下游需求增长，加之新增贸易团队并加大市场拓展力度，2019年公司营业收入显著增长，且张经开实业提供的不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

同时中证鹏元也关注到，原材料价格上涨挤占盈利空间，COVID-19疫情或加大经营压力，公司关联业务规模较大，经营易受关联方影响，短期债务偿还压力较大，受限资产规模较大且应收款项存在一定资金占用，及对外担保存在较大或有负债风险等风险因素。

基于上述因素，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	546,063.33	274,647.07	469,045.47
应收票据	49,430.18	140,437.57	307,364.80
应收账款	215,510.95	171,051.71	157,033.75
其他应收款	248,229.60	222,996.52	322,137.54
存货	362,055.51	327,316.40	379,111.14
固定资产	638,328.60	687,324.14	732,355.57
资产总额	2,960,850.76	2,588,933.03	2,834,186.93
短期借款	456,357.79	517,372.67	809,583.48
应付票据	480,068.93	347,658.09	253,523.30
应付账款	285,071.84	296,046.92	324,348.27
一年内到期的非流动负债	37,125.04	12,500.00	12,200.00
长期借款	125,700.00	39,800.00	58,300.00
应付债券	74,749.94	74,626.36	99,398.72
长期应付款	34,524.93	10,244.65	20,458.00
负债合计	1,672,409.44	1,524,780.54	1,875,247.37
有息债务	1,208,526.63	1,002,201.77	1,253,463.50
所有者权益合计	1,288,441.32	1,064,152.49	958,939.56
营业收入	4,500,396.12	3,511,412.44	3,196,510.05
营业利润	250,000.72	322,548.02	338,186.34
净利润	206,512.85	243,431.11	250,181.53
经营活动产生的现金流量净额	400,516.65	512,167.48	324,159.60
投资活动产生的现金流量净额	-167,798.15	-205,697.64	-28,580.46
筹资活动产生的现金流量净额	-107,602.30	-341,441.85	-283,874.92
财务指标	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	23	40	41
存货周转天数	30	42	49
应付账款周转天数	62	72	66
净营业周期（天）	-8	9	24
流动资产周转天数	126	164	193
固定资产周转天数	53	73	87
总资产周转天数	222	278	319
综合毛利率	8.58%	12.98%	15.21%
期间费用率	2.81%	2.67%	3.22%
营业利润率	5.56%	9.19%	10.58%
总资产回报率	10.43%	12.99%	14.02%
净资产收益率	17.56%	24.07%	30.20%
营业收入增长率	28.16%	9.85%	31.98%
净利润增长率	-15.17%	-2.70%	72.26%

资产负债率	56.48%	58.90%	66.17%
流动比率	13.57	36.51	1.03
速动比率	10.69	28.28	0.81
EBITDA（万元）	391,095.19	451,162.27	495,939.65
EBITDA 利息保障倍数	10.80	11.08	7.19
有息债务/EBITDA	3.09	2.22	2.53
债务总额/EBITDA	4.28	3.38	3.78
经营性净现金流/流动负债	0.28	0.37	0.19
经营性净现金流/负债总额	0.24	0.34	0.17

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2019年度公司合并范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
中土（苏州）工程建设有限公司	100.00%	10,000.00	建筑业	股权收购
江苏联卓建筑科技有限公司	100.00%	10,000.00	科学研究和技术服务业	股权收购
永舟物流(张家港)有限公司	100.00%	2,000.00	物流业	股权收购
张家港市永舟劳务服务有限公司	100.00%	50.00	建筑业	股权收购
盱眙永润农机服务专业合作社	100.00%	500.00	农、林、牧、渔业	新设
张家港市联锦新型墙体材料有限公司	52.00%	1,000.00	制造业	新设
张家港市联峰能源科技有限公司	55.00%	1,000.00	制造业	新设
江苏联峰置业有限公司	100.00%	20,000.00	房地产	新设
苏州工业园区联峰酒店管理有限公司	100.00%	500.00	租赁和商业服务业	新设
张家港市沙洲风情传麒湾餐饮管理服务服务有限公司	100.00%	-	住宿和餐饮业	新设
江苏永畅现代农业发展有限公司	100.00%	1,000.00	批发和零售业	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表原因
上海秋晟资产管理有限公司	70.00%	2,000.00	资本市场服务	转让股权
开元国创恒誉穿云航空产业1号私募证券投资基金	100.00%	-	-	转让股权

资料来源：公司 2019 年年度报告及工商信息网查询，中证鹏元整理

附录三 截至2019年末公司纳入合并范围子公司情况

序号	子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
1	张家港市联峰耐火材料有限公司	67.00%	制造业	非同一控制下企业合并
2	杭州永钢物资有限公司	50.00%	批发和零售	设立
3	扬州联钢物资有限公司	50.00%	批发和零售	设立
4	江苏宏泰物流有限公司	60.00%	物流业	设立
5	南京永钢物资有限公司	60.00%	批发业	设立
6	永舟物流(张家港)有限公司	100.00%	物流业	同一控制下企业合并
7	江苏比优特国际贸易有限公司	100.00%	批发和零售	同一控制下企业合并
8	联峰钢铁(张家港)有限公司	75.00%	制造业	设立
9	张家港联峰金属制品有限公司	51.00%	制造业	设立
10	张家港联峰钢铁研究所有限公司	75.00%	技术服务业	设立
11	江苏联峰工业装备科技有限公司	60.00%	施工业	设立
12	张家港市联泰科技有限公司	100.00%	制造业	购买
13	江苏联峰投资发展有限公司	100.00%	投资业	设立
14	张家港市盛泰港务有限公司	100.00%	仓储业	设立
15	江苏联峰物流有限公司	100.00%	物流业	设立
16	苏州昆仑重型装备制造有限公司	62.50%	制造业	购买
17	苏州昆仑先进制造技术装备有限公司	100.00%	制造业	购买
18	张家港市恒泰港务有限公司	100.00%	仓储业	设立
19	江苏永联小镇度假酒店有限公司	100.00%	住宿和餐饮业	设立
20	江苏永联精筑建设集团有限公司	100.00%	建筑业	购买
21	张家港保税区宏泰建设投资发展有限公司	100.00%	建筑业	设立
22	张家港市慧嘉投资发展有限公司	100.00%	投资业	设立
23	张家港宏泰码头有限公司	51.00%	仓储业	购买
24	张家港市永舟劳务服务有限公司	100.00%	建筑业	同一控制下企业合并
25	张家港市永联建筑安装工程有限公司	100.00%	建筑业	设立
26	张家港市永固水电安装工程有限公司	100.00%	建筑业	设立
27	张家港市永雅装饰工程有限公司	100.00%	建筑业	设立
28	张家港市永记商品混凝土有限公司	100.00%	制造业	设立
29	张家港市联峰房地产开发有限公司	100.00%	房地产业	非同一控制下企业合并
30	张家港市恒信建设工程检测有限公司	72.00%	服务业	非同一控制下企业合并
31	江苏永联园林工程有限公司	100.00%	建筑业	设立
32	张家港市南港冶金物流中心有限公司	100.00%	物流业	设立
33	张家港联亚炉料有限公司	50.00%	制造业	非同一控制下企业合并
34	LIANFENG INTERNATIONAL PTE LTD	100.00%	批发和零售	设立
35	上海永谐投资发展有限公司	100.00%	投资业	设立
36	张家港市永成船务管理有限公司	100.00%	船务运输	非同一控制下企业合并
37	张家港市永丰码头有限公司	100.00%	仓储业	非同一控制下企业合并
38	上海铠钺钢铁技术咨询有限公司	100.00%	商务服务业	设立

39	张家港市永安建筑劳务有限公司	100.00%	建筑装饰和其他建筑业	设立
40	苏州伯仕乐联峰液压技术有限公司	100.00%	通用设备制造业	设立
41	上海永钢实业有限公司	100.00%	批发和零售业	设立
42	张家港市乐欣装备科技有限公司	100.00%	批发和零售业	设立
43	婺源县永谐商贸有限公司	100.00%	批发和零售业	设立
44	苏州毅商股权投资合伙企业（有限合伙）	99.00%	租赁和商务服务	设立
45	江苏联卓建筑科技有限公司	100.00%	科学研究和技术服务业	同一控制下的企业合并
46	永钢资源有限公司	100.00%	批发和零售业	设立
47	盱眙永谐物资贸易有限公司	100.00%	批发和零售业	设立
48	张家港市永庆道路工程有限公司	100.00%	建筑业	设立
49	宁波保税区比优特国际贸易有限公司	100.00%	批发和零售业	设立
50	中土（苏州）工程建设有限公司	100.00%	建筑业	非同一控制下的企业合并
51	盱眙永润农机服务专业合作社	100.00%	农、林、牧、渔业	设立
52	张家港市联锦新型墙体材料有限公司	52.00%	制造业	设立
53	张家港市联峰能源科技有限公司	55.00%	制造业	设立
54	江苏联峰置业有限公司	100.00%	房地产业	设立
55	苏州工业园区联峰酒店管理有限公司	100.00%	租赁和商务服务	设立
56	张家港市沙洲风情传麒湾餐饮管理服务 有限公司	100.00%	住宿和餐饮业	设立
56	江苏永畅现代农业发展有限公司	100.00%	批发和零售业	设立

资料来源：公司 2019 年审计报告

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收账款} + \text{期末应收票据}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付账款} + \text{期末应付票据}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。