

鞍山钢铁集团有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券

(第三期) 信用评级报告

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 16 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020] 2014D 号

鞍山钢铁集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“鞍山钢铁集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十六日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	清偿顺序	发行目的
鞍山钢铁集团有限公司	不超过 13 亿元	本期债券以每 3 个计息年度为一个周期, 在每个周期末, 公司有权选择将债券期限延长 1 个周期, 或选择在该周期末到期全额兑付该期债券	在公司不行使递延支付利息的情况下, 本期债券每年付息一次, 最后一期利息随本金的兑付一起支付	等同于公司普通债务	全部用于偿还公司有息债务

评级观点: 中诚信国际评定鞍山钢铁集团有限公司(以下简称“鞍山钢铁”或“公司”)主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定; 评定“鞍山钢铁集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券(第三期)”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了公司在国内钢铁行业中的领先地位以及在产能规模、产品结构和原料供应等方面的优势, 同时其收入规模保持增长、经营获现能力逐年提升, 资本结构较为优秀、财务弹性强对公司整体信用水平起到了良好支撑作用; 但中诚信国际也关注到钢铁行业面临成本上升和需求端压力以及人员负担较重等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

鞍山钢铁(合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	2,275.95	2,193.91	2,201.66	2,214.66
所有者权益合计(亿元)	939.70	961.03	1,133.26	1,134.38
总负债(亿元)	1,336.25	1,232.88	1,068.40	1,080.28
总债务(亿元)	974.50	929.92	805.24	825.86
营业总收入(亿元)	921.10	1,048.65	1,053.28	206.81
净利润(亿元)	42.95	50.74	43.55	8.25
EBIT(亿元)	77.33	125.77	93.05	-
EBITDA(亿元)	137.32	190.73	154.18	-
经营活动净现金流(亿元)	65.35	138.24	145.06	-25.82
营业毛利率(%)	19.74	22.17	16.74	18.59
总资产收益率(%)	3.45	5.63	4.23	-
资产负债率(%)	58.71	56.20	48.53	48.78
总资本化比率(%)	50.91	49.18	41.54	42.13
总债务/EBITDA(X)	7.10	4.88	5.22	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.64	3.83	3.65	-

注: 中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **规模优势明显, 产品结构较优。** 公司是国内领先的特大型钢铁企业之一, 2019 年生产粗钢 2,714 万吨, 规模优势显著。同时, 公司集装箱板、汽车板、管线钢等高附加值产品占比很高, 且已具备无取向硅钢的生产能力, 产品结构较优。

■ **资源储备雄厚, 铁矿石自给率高。** 公司作为我国铁矿石资源最丰富、铁矿产量最大、铁矿石自给率最高的钢铁企业, 2019 年末鞍山地区已探明铁矿储量为 50.77 亿吨。此外, 公司还通过国内外资源扩张, 增加资源储备, 以保证铁矿石的稳定供应。受益于此, 公司营业毛利率较高, 且在 2019 年钢材价格下行及原燃料成本上涨的环境下, 盈利能力仍处于行业前列。

同行业比较

部分钢铁企业主要指标对比表

公司名称	2019 年粗钢产量(万吨)	2020 年 3 月末总资产(亿元)	2020 年 3 月末资产负债率(%)	2019 年营业总收入(亿元)	2019 年净利润(亿元)
首钢集团	2,734	5,150.44	72.07	2,022.35	8.20
山钢集团	2,758	3,635.56	82.51	1,917.42	43.00
河钢集团	4,656	4,666.91	71.86	3,547.15	18.86
鞍山钢铁	2,714	2,214.66	48.78	1,053.28	43.55

注: “首钢集团”为“首钢集团有限公司”简称; “山钢集团”为“山东钢铁集团有限公司”简称; “河钢集团”为“河钢集团有限公司”简称; 首钢集团粗钢产量为 2018 年数据。

资料来源: 中诚信国际整理

■ **收入规模保持增长, 经营获现能力逐年提升。** 随着公司钢材产销量持续攀升, 收入规模保持增长态势, 加之公司加大对上下游收付款的管理力度, 近年来票据结算规模有所压缩, 经营活动获现能力亦逐年提升。

■ **资本结构较优, 财务弹性强。** 受益于利润的积累、改制及其他权益工具的确权, 公司所有者权益有所增加, 截至 2020 年 3 月末资产负债率及总资本化比率分别为 48.78% 和 42.13%, 处于行业较优水平; 同期末公司共获得授信额度 1,107 亿元, 其中未使用额度 477 亿元。此外, 子公司鞍钢股份为 A 股及 H 股上市公司, 直接融资渠道畅通。

关注

■ **钢铁行业面临成本上升和需求端压力。** 2019 年铁矿石价格上涨、2020 年新冠肺炎疫情带来的原燃料供应紧张和基建、汽车等下游行业钢材需求减弱或将对公司收入规模及利润空间造成一定影响。

■ **人员负担较重。** 截至 2019 年末, 公司拥有员工人数 6.39 万人, 其中在岗员工 5.54 万人, 管理费用占期间费用比重超过 40%, 人员负担较重。

评级展望

中诚信国际认为, 鞍山钢铁集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。** 受宏观经济和行业供需等因素影响, 钢材价格超预期下行、原燃料价格超预期上涨, 大幅侵蚀利润水平, 偿债能力显著弱化。

发行主体概况

公司前身为鞍山制铁所，于 1949 年 7 月 9 日成立；2010 年 7 月，鞍山钢铁与攀钢集团有限公司（以下简称“攀钢集团”）联合重组，成立鞍钢集团有限公司（现名鞍钢集团有限公司，以下简称“鞍钢集团”）；2017 年 1 月 25 日，公司更名为鞍山钢铁集团有限公司，注册资金变更为人民币 260 亿元。公司目前的业务以钢铁冶炼、加工为主，重点产品为汽车板、家电板、集装箱板、管线钢、冷轧硅钢等高端板带材。

产权结构：截至 2020 年 3 月末，公司实收资本 260.05 亿元，鞍钢集团持有公司 100% 股权，为控股股东，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”），公司控股 53.33%¹的鞍钢股份为国内 A 股（股票代码：000898）和香港 H 股（股票代码：HK00347）上市公司；此外，公司是攀钢集团钒钛资源股份有限公司（以下简称“攀钢钒钛”，股票代码：000629）第二大股东，同期末持有攀钢钒钛 10.81% 的股权。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
鞍钢股份有限公司	鞍钢股份
鞍钢集团矿业有限公司	鞍钢矿业
鞍钢铸钢有限公司	鞍钢铸钢
鞍钢营口港务有限公司	鞍钢营口港务

本期债券概况

表 2：本期债券基本条款

	基本条款
债券名称	鞍山钢铁集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）
发行规模	不超过 13 亿元
债券期限	本期债券以每 3 个计息年度为一个周期，在每个周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付该期债券。
债券利率确定方式	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿

	<p>记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。</p> <p>初始基准利率的确定方式：初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为与重定价周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为与重定价周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。</p>
续期选择权	<p>本期债券以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权行使续期选择权，将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。</p>
递延支付利息权	<p>本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。</p> <p>强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司（母公司）不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：①向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；②减少注册资本。</p> <p>利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司（母公司）不得有下列行为：①向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；②减少注册资本。</p>
赎回选择权	<p>（1）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而导致公司不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回：根据财政部《企业会计准则第 22</p>

¹ 2017 年 12 月 13 日，为深化国有企业改革，加强央企间战略合作，鞍钢集团将公司持有的 6.5 亿股鞍钢股份 A 股股份无偿划转至中石油集团公司，公司仍为鞍钢股份第一大股东。2018 年 10 月 25 日，为加强鞍钢集团与中国电力建设集团有

限公司（以下简称“电建集团”）的战略合作，优化鞍钢股份股权结构，鞍钢集团将公司持有的 3.6 亿股鞍钢股份 A 股股份无偿划转给电建集团，划转完成后公司对鞍钢股份持股比例降至 53.33%，但作为其第一大股东的地位未发生改变。

号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会[2014]23 号）、《关于印发〈金融债务与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会[2014]13 号），公司将本期债券分类为权益工具。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

偿付顺序	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
偿还方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，本期债券每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，全部用于偿还公司有息债务。

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球

主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

行业及区域经济环境

2019 年以来钢铁行业下游需求较为稳定，但受供给增加以及铁矿石成本上升影响，行业内企业盈利空间有所压缩；2020 年一季度，受新冠疫情影响，钢铁企业利润普遍下行

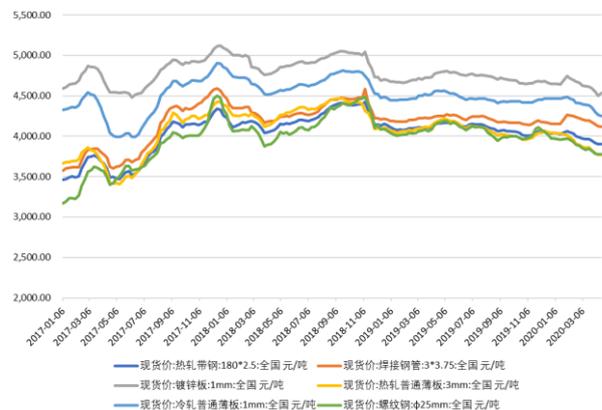
随着钢铁行业景气度的回升，较高的利润驱动下，钢铁企业生产意愿强烈，并通过技术手段提高生产效率，粗钢产量明显上升，2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 5.3%、8.3% 和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。由于钢铁生产属于重资产行业，生产需要较高的资本投入且进入平稳生产需要较长的时间，在存在吨钢毛利润的情况下，钢铁企业就不会减少产量或关停设备，故产量上升的趋势短期内难以改变，或将出现供给过剩的局面。

需求方面，国家出台了一系列政策来保障基建投资领域融资渠道畅通，2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8%。同时，中诚信国际也关注到，汽车行业受前期透支需求影响，2019 年汽车销量下滑 8.2%，预计 2020 年或将保持下行趋势。

钢材出口方面，由于中美贸易摩擦加剧，2019 年钢材出口仍处于较为疲软的态势，2019 年累计出口钢材 6,429.3 万吨，同比下降 7.3%；累计出口金额 537.6 亿美元，同比减少 11.3%，我国钢材出口压力仍然较大，中诚信国际也将对国际形势变化对钢材需求的影响保持关注。

价格方面，由于 2018 年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，2019 年钢材价格总体呈窄幅波动走势，其中中国钢材价格指数 5 月初达到最高 113.1 点，10 月底震荡下降至年内最低 104.3 点。全年中国钢材价格指数均值为 107.98 点，同比下降 6.77 点，降幅为 5.9%。但整体来看，钢材价格仍维持在 3,700 元/吨以上，高于 2017 年水平，行业仍然维持一定利润。2020 年 1~4 月，中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势，4 月底降至 97.0 点，同比降幅为 13.91%，钢铁企业利润空间进一步压缩。

图 1：近年来我国部分钢材品种价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

原燃料供给方面，虽然对外依存度较高，但目前国际铁矿石买方市场特征初显。2019 年以来，受巴西淡水河谷发生溃坝、天气及运输条件变化等突发事件影响，约有 9,280 万吨/年的铁矿石生产因矿难影响而暂停。铁矿石价格方面，受天气影响铁矿石供给持续紧缩，带动上半年铁矿石价格急剧上升，6 月 28 日进口铁矿石 62% 品位干基粉矿到岸价格为 110.79 美元/吨，同比上涨 71.1%，较年初上涨 41.6 美元/吨，涨幅 60.0%。6 月以来，随着海外矿山恢复

生产并加大供应，铁矿石价格出现回落，钢铁企业成本在三季度缓解，铁矿石价格回落至90美元/吨左右。整体来看，2019年全国铁矿石产量为84,435.6万吨，同比增长4.9%，但由于国内铁矿石品位偏低加之产量有限，尚无法完全替代进口铁矿石。同期我国进口铁矿石10.7亿吨，同比增长0.5%，全年进口铁矿石平均价格为94.8美元/吨，同比增加34.3%，进口总量保持稳定的同时，进口价格大幅上涨，对下游钢铁制造业利润影响较大。2020年1~4月，进口铁矿石平均价格于高位小幅震荡，仍对钢铁企业的成本控制造成一定压力。

图 2：近年来国内外铁精粉价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

由于钢铁产量增幅加快，钢材价格呈窄幅波动下行走势，铁矿石等原燃材料价格上涨等因素影响，钢铁企业经济效益大幅回落。2019年中国钢铁工业协会会员钢铁企业实现销售收入4.27万亿元，同比增长10.1%；实现利润1,889.94亿元，同比下降30.9%；累计销售利润率4.43%，同比下降2.63个百分点。随着去产能任务趋近完成，供给端对价格的边际拉动影响将削减，加之钢材价格持续处于较高水平，钢材价格或将面临一定的下行压力。

中诚信国际也注意到，2020年一季度受新冠疫情影响，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，生产成本及下游需求均有一定负面影响，钢铁企业利润进一步下行，中诚信国际将持续关注疫情过后行业的恢复情况以及钢铁企业盈利情况的变化。

环保要求逐步提升，钢铁企业面临环保投资及运营成本增加的压力

环保限产是解决当下大气环境的手段之一，但绿色升级改造才是实现钢铁行业可持续发展的重中之重。“十三五”初期，随着落后产能的不断压缩以及地条钢的取缔，供需失衡的主要矛盾有所缓解，展望“十三五”后期发展，钢铁行业供给侧改革的重点将转为绿色升级改造。

2019年4月29日，生态环境部、国家发改委、工信部等五部委联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》(以下简称“《意见》”)，钢铁企业超低排放是指对所有生产环节(含原料场、烧结、球团、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢、自备电厂等，以及大宗物料产品运输)实施升级改造。同时，《意见》也对大气污染物有组织排放、无组织排放以及运输过程均提出了明确要求，且达到超低排放的钢铁企业每月至少95%以上时段小时均值排放浓度满足上述要求。此外，《意见》安排了具体推进时间，到2020年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造须取得明显进展，力争60%左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到2025年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争80%以上产能完成改造。

中诚信国际认为，环保标准的提升将倒逼企业环保升级或退出，前期环保投资较小，环保设备尚未达标的企业将会面临较大的资本支出压力或关停风险。此外，随着环保排放标准的提升，钢铁企业在运营过程中亦面临更高的运营成本，利润空间或将有所压缩，而装备水平较高、环保技术较强的钢铁企业有望获得更强的信用实力。

业务运营

公司作为国内特大型钢铁生产企业，钢铁主业突出，近年来钢材及钢材制品板块收入占比超过97%，其他收入主要包括钢铁贸易、技术加工和机械加工收入。近年来，随着公司业务规模的扩大，营业总收入持续上升，其中2019年由于钢材市场

价格回落，收入增速有所放缓；2020年一季度，新冠疫情导致短期内市场需求有所减弱，使得公司营业总收入同比下降15.40%。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
钢材及钢材制品	898.58	1,025.11	1,027.43	187.80
其他	19.35	23.54	25.85	19.01
合计	917.93	1,048.65	1,053.28	206.81
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
钢材及钢材制品	97.89	97.76	97.55	90.81
其他	2.11	2.24	2.45	9.19
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：2017年财务数据使用追溯调整后数据，故分板块收入加总与当年营业总收入存在差异。

资料来源：公司提供

资源储备雄厚，铁矿石自给率较高，在资源保障方面具有明显竞争优势，原燃料成本上升对公司带来的影响可控

鞍山钢铁生产原燃料包括铁矿石、煤炭和合金原料等，为有效降低采购成本，主要采取集中采购模式。公司拥有自有矿山供应铁精矿和自备焦化厂，已实现焦炭100%自产，主要对外采购部分铁矿石、煤炭和合金。

在铁矿石资源获取方面，截至2019年末，公司在鞍山地区所属铁矿已探明储量为50.77亿吨，约占全国铁矿石储量的四分之一；铁矿石自产量逐年增加，2019年铁矿石自给率约为60%，仍保持国内钢铁企业领先水平。目前，公司自主研发的高效利用鞍山地区贫赤（磁）铁矿资源选矿新技术已达到国际领先水平。成本方面，公司自采铁精粉完全成本处于行业优秀水平；由于靠近原材料产地，运输费用变化对公司影响较小。此外，公司在挖掘现有矿山潜力的同时，将对后备铁矿山有选择地进行开发，适度增加自产铁精矿产量。

表 4：公司主要铁矿床资源储量（亿吨）

矿床名称	保有储量
辽宁齐大山铁矿	12.03
辽宁东鞍山铁矿	8.95
大孤山铁矿	1.19
眼前山铁矿	3.31

弓长岭矿业公司	10.05
关宝山铁矿	4.63
鞍千矿业	10.60
合计	50.77

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

出于长期发展战略和了解国际铁矿石市场环境考虑，公司还着眼于培育和发展国外供应商，通过建立战略合作伙伴关系、签订中长期合作协议等措施来稳定供应主渠道和规避市场风险。除自有铁矿外，公司采购进口铁矿石作为补充，2018年采购量同比有所下降，主要系采购价格走高及公司加大自产量所致；2019年随着钢铁产量进一步增长，进口铁矿石采购量有所回升；2020年一季度，公司铁矿石采购均价降至699元/吨，但仍处于高位。中诚信国际关注到，受钢材价格大幅上升以及巴西铁矿供应量下降影响，近年来公司进口铁矿石价格涨幅较大，对于公司钢铁生产的成本控制造成一定影响；但受益于自产比例较高，铁矿石价格上升带来的负面影响较为可控。

煤炭对外采购方面，公司主要采购以炼焦煤为主，其中2019年采购量小幅上升。目前公司外购煤炭主要由国内市场提供，已与山西焦煤集团、抚顺矿业集团、阳煤集团、宁煤集团、神华集团、淮北矿业集团等重点煤炭企业分别签署了中长期战略合作协议，原燃料供应稳定。受煤炭供给侧改革影响，近年来煤炭采购价格逐年升高，对公司成本管控形成一定挑战。2020年一季度，煤炭采购均价降至1,241元/吨，公司成本控制压力有所下降。

表 5：近年来公司主要原燃料采购情况（万吨、元/吨）

品种	2017		2018		2019	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价
煤	1,940	1,174	1,359	1,255	1,386	1,363
自产矿	2,041	-	2,170	-	2,184	-
进口矿	1,311	596	1,271	653	1,451	756

资料来源：公司提供

钢铁主业规模优势突出，生产设备水平先进，近年来钢铁产量持续攀升，产品种类齐全且结构持续优

化，能耗指标亦逐年改善

公司是隶属于国资委的两家特大型国有独资钢铁企业之一，是鞍钢集团最主要的钢铁生产经营主体，截至 2019 年末生铁、粗钢和钢材的年产能分别为 2,653 万吨、3,139 万吨和 2,877 万吨，规模优势明显，近年来生铁、粗钢²和钢材产量均逐年提升，在国内钢铁企业中排名前列。

表 6：公司生铁、粗钢、钢材产量（万吨）

产量	2017	2018	2019	2020.1~3
生铁	2,415	2,479	2,586	622
粗钢	2,498	2,623	2,714	617
钢材	2,293	2,413	2,542	574

资料来源：公司提供

通过与攀钢集团资产置换将攀枝花基地的钢铁冶炼业务置出后，目前公司生产基地全部位于辽宁省内，形成了鞍山、鲅鱼圈和朝阳三个基地的布局。2018 年 9 月，公司将朝阳钢铁 100% 股权以 59.04 亿元交易对价纳入其下属子公司鞍钢股份，完成了鞍山地区钢铁主业的整体上市。

鞍山基地包括鞍钢集团东部老区 1,100 万吨和西部新区 500 万吨精品板材基地，经过多年建设，鞍山基地已经建成了具有世界先进水平的焦炉、高炉，形成了从热轧板、冷轧板、冷轧硅钢到镀锌板、彩涂板的完整产品系列，系公司产能最大的精品钢基地。鲅鱼圈基地是公司近年的新建项目，该项目规划总投资 350 亿元，一期项目炼铁、炼钢、热轧线、厚板线工程现已全部实现达产；受供给侧改革影响，新建产能受限，二期项目暂缓。2018 年，为鲅鱼圈新区配套的成品码头项目也进展顺利，公司已与营口港正式签约，合资码头公司已开始运营。朝阳基地是公司另一重大投资项目，目前该基地拥有 1 座高炉、2 座转炉及 1 台轧机，生铁、粗钢和钢材年产能分别为 200 万吨、210 万吨和 200 万吨。

表 7：公司主要钢铁基地生铁、粗钢、钢材产量（万吨）

鞍山基地	2018	2019	2020.1~3
生铁	1,757	1,780	421
粗钢	1,829	1,839	416

² 粗钢产量包括鞍钢股份和鞍钢铸钢产量。

钢材	1,315	1,758	401
鲅鱼圈基地	2018	2019	2020.1~3
生铁	514	590	146
粗钢	546	626	143
钢材	623	647	140
朝阳基地	2018	2019	2020.1~3
生铁	207	216	55
粗钢	239	249	58
钢材	245	249	57

资料来源：公司提供

鞍山钢铁产品生产涉及烧结、焦化、炼铁、炼钢及轧钢等全部工艺流程。经过多年大规模的生产设备更新，目前公司生产设备具有大型化、连续化的特点，形成了以板材为主导，管、棒、型、线适度发展的产品结构，可生产 700 多个品种、60,000 多个规格的钢材产品。

表 8：公司主要设备产能（万吨/年）

设备类别	主要设备	产品种类	产能
炼铁	3200m 高炉 3 座，2580m ³ 高炉 5 座，4038m 高炉 2 座，2600m ³ 高炉 1 座	铁水	2,653
炼钢	转炉 19 座，电炉 2 座	钢坯	3,139
轧钢	长轧机 4 套；板带材轧机 17 套（宽厚板 2 套，中厚板 1 套，热轧宽带 5 套，冷轧宽带 9 套）；线材轧机 2 套；无缝钢管轧机 3 套；涂镀层加工设备 8 套（镀锌板生产线 4 条，彩涂生产线 4 条）	铁道用材	70
		大、中型型钢	200
		盘条	155
		特厚板	106
		厚板	291
		热轧中板	183
		冷轧薄板	100
		中厚宽钢带	659
		热轧薄宽钢带	366
		冷轧薄宽钢带	375
		镀锌板带	190
		涂层板带	30
		电工钢板带	90
		无缝钢管	46
		冷轧中板	10
冷轧中宽带钢	5		
热轧薄板	1		
	合计	2,877	

资料来源：公司提供

作为国内钢铁龙头企业，公司在技术研发、生产工艺和产品结构调整方面一直处于行业领先地位

位，整体装备水平、技术水平和生产工艺已达到国内先进水平，部分已达到国际先进水平。同时，公司立足关键技术开发，4300mm厚板轧机轧后冷却系统是国内在线冷却能力最强的快速冷却装置；具有自主知识产权创新项目60万吨精品线材产线和“鞍凌1700连铸连轧生产线控制系统”已投入生产；无取向硅钢生产线已经建成投产，设计产能80万吨，2019年和2020年一季度分别生产无取向硅钢95万吨和24万吨。新产品开发方面，公司以市场为导向，加强了高端产品开发力度，着重发展汽车用钢、铁路用钢、家电用钢、船板和海洋工程用钢、电工钢、高端制品用钢、能源用钢、工程机械用钢、桥梁用钢、军工用钢等产品的研发。

近年来，公司还积极延伸产业链条，通过与大型车、船生产企业合作的方式为其定制专用车、船板材，先后成立了鞍钢股份-大船重工大连钢材加工配送有限公司、长春一汽鞍钢钢材加工配送有限公司、鞍钢蒂森克虏伯钢材配送（长春）有限公司等合资公司，还在上海、沈阳、长春、天津、潍坊等地建立了钢材加工配送中心，并通过收购意大利维加诺公司60%股权，拥有了首个海外钢材加工基地。截至2020年3月末公司加工配送中心已达9家。

公司不断强化生产组织、技术改造，其资源综合利用、能源消耗、水资源利用水平明显改善，各工序能耗指标值均呈现下降趋势，生产成本得到有效控制。目前，公司主体装备中已没有需淘汰的落后生产设备。

表 9：近年来公司主要能耗指标情况

指标名称	2017	2018	2019
吨钢综合能耗(Kgce)	574	570	568
吨钢新水耗量(t)	2.72	2.33	1.98

资料来源：公司提供

除钢铁主业和矿石资源板块外，公司还有贸易、工程技术服务、金融和生产服务等板块和教育卫生子系统、后勤服务子系统、存续企业子系统等。公司积极开展对内部业务单位的整合，优化产业结构和产品结构，力争实现相关产业与钢铁主业的协同发展。在非钢产业方面，公司主要围绕钢铁主业来

合理布局多角化产业板块，并取得了一定成效，与美国ISSI公司合资运营的铁红项目、与维苏威中国控股有限公司合资运营的耐火材料公司等目前均运营良好。

表 10：公司多角化产业板块建设进展

合作方	合资项目	合作进展
比利时贝卡尔特公司	重庆钢帘线厂	一期达产、二期半成品生产线已建成投产
韩国斯多博格三一公司	保护渣项目	运营良好
美国 ISSI 公司	铁红项目	运营良好
美国 TIMKEN 公司	轴承修复	运营良好

资料来源：公司提供

公司不断开发战略合作客户、拓展直销渠道，销售网络日趋完善，但 2019 年以来受下游需求影响，各类钢材产品价格均有所下滑

销售方面，公司非常重视直销和出口渠道，尤其是战略合作客户的开发和维护，近年来直销量占总销量的比重保持在70%左右。公司销售体系主要按直销用户和贸易用户划分，其中鞍钢股份主要负责公司产品直销，部分外销以及内贸贸易商销售主要由关联方鞍钢集团国际经济贸易有限公司负责。结算模式方面，国内贸易以承兑汇票及现金结算为主；国外贸易95%以信用证方式结算，其余为现金结算，到账情况表现良好。从客户集中度来看，2019年前五大客户销售金额合计316.32亿元，占销售总额的比例为30.03%，相对较为分散，能较好抵抗单一客户集中风险。

从产品结构来看，公司在热轧板、冷轧板和大型材（重轨）领域竞争优势较强，其中重轨产品市场占有率达到18.7%；同时，公司还加大了中厚宽钢带、热轧薄宽钢带、冷轧薄宽钢带、镀层板（带）及电工钢板（带）等高附加值钢材产品的营销力度。公司与中国石油、中国石化、大连船舶、渤海船舶、中集、胜狮货柜、大庆油田、华北油田、一汽、东风、海尔、格力等一大批国内知名企业保持了密切合作关系，并开发了比亚迪汽车、北京现代汽车、

东风悦达起亚汽车、STX（大连）船厂、三一重工、中海油、VOLVO（上海）、中船重工和北车集团等新的直供企业。

从销售市场来看，东北及华东地区一直是公司国内的传统销售区域，2019 年销售占比分别为 35.07% 和 39.50%。出口方面，公司出口产品为具备一定技术含量的热轧卷板、冷轧卷板、中厚板、镀锌、彩涂、线材、无缝管等，外销市场涉及美国、韩国、东南亚、欧洲等几十个国家和地区，并与英国斯坦科集团联合组建了鞍钢西班牙有限公司和鞍钢英国控股公司，完善了在欧洲的布局。2019 年，公司钢材出口结算量为 180 万吨，同比大幅增长 47.54%。

从销售价格来看，近年来公司主要钢材产品售价有所波动。受益于供给侧改革的不断推进及钢材下游需求回暖，2018 年公司各钢材品种价格延续增长态势；但 2019 年以来，由于下游需求有所减弱，国内钢材产品价格冲高回落，公司各类钢材产品售

价均有不同程度下滑。

表 11：近年来公司主要钢材产品售价情况（元/吨）

产品名称	2017	2018	2019
热轧产品	3,357	3,677	3,433
冷轧产品	4,316	4,441	4,135
中厚板	3,473	4,166	3,926
无缝管	4,164	4,953	4,221
其他	4,041	3,903	3,700

资料来源：公司提供

战略规划及管理

公司以产品结构优化及设备环保升级为发展方向，在建和拟建项目未来投资支出可控

公司继续贯彻“高起点，少投入，快产出、高效益”的技改方针，全面实现工艺现代化和设备大型化，将以市场为导向，大力调整产品结构，重点发展高质量、高技术含量、高附加值、市场急需的关键钢材品种，并占领以汽车板为代表的钢铁产品高端市场。未来三年，公司计划资本支出主要是技改及环保相关投入，投资规模不大。

表 12：截至 2020 年 3 月末公司在建及拟建项目情况（亿元）

在建项目名称	总投资	累计完成投资	项目核准时间	工程进度	预计投产时间
眼矿露天转井下	23.14	15.63	2012 年	83%	2020 年
拟建项目名称	总投资	投资计划	资金来源		
第二发电厂 150MW 等级 CCGP 机组	7.00	1~2 年内完成工程施工	自筹、银行贷款		
关键材料技术自主化能力建设项目	5.30	1 年内完成施工	自筹、银行贷款		
三分厂新铸坯表面清理装置工程	1.48	1 年内完成施工	自筹、银行贷款		

注：因前期规划原因，在建项目计划总投资额大于实际总投资额。

资料来源：公司提供

法人治理结构完善，集中管理体系较为健全和严格，但面临一定人员负担

公司设股东会、董事会和监事会，由股东会对公司重大事务进行决策，经营层下设规划发展部、安全环保部、科技质量部、计划财务部等职能部门，法人治理结构较为完善。

公司作为母公司，在内部管理体制上实行集中统一领导前提下的分层、分权管理，按决策中心、利润中心、成本中心三个层次行使权力。公司制定了较健全的财务管理制度，对除上市公司外的下属

子公司及直属单位进行货币资金统收统支，银行贷款统一管理，以实现人民币资金高度集中管理。公司对融、投资亦逐步实行集中管理，统一安排，投融资计划均需经公司党政联席会审议通过后方可实施。

截至 2019 年末，公司职工人数为 6.39 万人，其中在岗员工 5.54 万人，人员负担较重。但目前离退休员工已全部纳入辽宁省社会保障体系，较大程度上减轻了公司人工费用压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2019年审计报告以及未经审计的2020年一季度财务报表。中诚信国际分析时，2017年财务数据为2018年审计报告期初数，2018年财务数据为2019年审计报告期初数，2019年财务数据为审计报告期末数。

根据2018年审计报告披露，因会计政策变更及“鞍钢集团矿业有限公司齐大山矿等6宗采矿权，因计入开发支出科目等原因，未按规定计入无形资产科目，造成少计摊销费用”等重要前期差错更正，公司对2017年财务报表进行追溯调整。调整后，2018年初总资产调增14.78亿元至2,275.95亿元，所有者权益调减22.66亿元至939.70亿元，2017年净利润增加0.46亿元至42.95亿元。

根据2019年审计报告披露，因会计政策变更及“公司决定将以前年度挂账的分流人员费用余额冲减以前年度未分配利润”等调整事项，公司对2018年财务报表进行追溯调整。调整后，2019年初总资产调减1.65亿元至2,193.91亿元，所有者权益调减1.65亿元至961.03亿元，2018年净利润增加1.19亿元至50.74亿元。

盈利能力

近年来，随着钢铁行业景气度以及原燃料价格的变化，公司营业毛利率和各项盈利指标均呈波动态势，2019年投资收益对利润形成一定补充，但盈利能力仍有所弱化

毛利率方面，2018年受益于钢铁市场回暖，钢材价格回升，营业毛利率呈上升态势；2019年受外购铁矿石价格大幅上升及钢材价格震荡回落影响，公司经营效益有所下降，营业毛利率亦大幅下滑；2020年一季度，由于原燃料成本下降，公司营业毛利率回升至18.59%。此外，中诚信国际也注意到2020年以来受新冠疫情影响，短期内市场需求大幅

弱化，钢材社会库存逐步升高，或对公司盈利水平产生一定负面影响，但长期来看，资源供应稳定性及渠道优势有利于公司维持盈利能力的稳定。

表 13：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
钢材及钢材制品	19.60	22.26	16.50
其他业务	27.15	18.35	26.16
营业毛利率	19.74	22.17	16.74

资料来源：公司提供

由于公司人员负担较重，管理费用一直处于较高水平，随着公司资产置换及人员的分流安置等措施的执行，近年来以职工薪酬和无形资产摊销为主的管理费用规模持续下降。财务费用方面，受融资成本上升、汇兑净损失和其他支出增加的共同影响，2018年财务费用同比增长14.32%；随着债务规模的持续压降，公司2019年财务费用大幅减少。销售费用方面，公司拥有稳定的销售渠道，销售费用占期间费用的比重相对较低，2018年钢材市场景气度较好，公司加大销售力度，销售费用有所增加，2019年仍保持一定规模。受益于管理费用管控效果显著以及收入水平的提高，公司期间费用率逐年下降。2020年一季度，财务费用下降带动公司期间费用同比减少，但由于营业总收入下滑较多，期间费用率小幅上升。

近年来，公司利润总额以经营性业务利润为主，2018年受益于钢铁主业业绩的提升，公司经营性业务利润显著提高；2019年随着钢材市场价格回落，经营性业务利润同比大幅下滑52.78%。公司每年可获得一定规模的投资收益，对利润总额形成了一定补充，近年来保持增长主要系对攀钢集团类永续债确认的利息收益持续增加，2019年为7.69亿元。受三供一业移交工作等因素影响，2017~2018年营业外净损失保持较大规模；此外，公司资产减值损失以坏账损失为主，其中2018年对天津鞍钢天铁冷轧薄板有限公司（以下简称“鞍钢天铁”）的股权投资减值造成可供出售金融资产减值损失等增加，当年资产减值损失同比大幅上升。2020年一季度，受益于公司经营性获利情况较好，利润总额同

比增长 19.18%。

盈利指标方面，2018 年公司 EBIT 和 EBITDA 均呈大幅增长趋势，总资产收益率和 EBITDA 利润率亦有所上升，盈利能力显著好转；但 2019 年以来，原燃料价格上涨，加之钢材价格波动下跌，公司盈利能力有所弱化。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用	110.85	119.30	113.66	25.47
期间费用率	12.03	11.38	10.79	12.32
经营性业务利润	52.28	91.54	43.23	7.82
资产减值损失	3.46	11.08	3.85	0.20
投资收益	8.58	11.53	14.28	3.32
营业外损益	-17.41	-17.45	-1.66	-0.28
利润总额	40.38	76.44	51.43	11.03
EBITDA 利润率	14.91	18.19	14.64	-
总资产收益率	3.45	5.63	4.23	-

注：中诚信国际分析时，将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司总资产规模近年来有所波动，随着有息债务下降以及非钢子公司划转，加之永续中票发行规模持续上升，财务杠杆得以逐年压缩，且处于行业较优水平

近年来，公司资产总额有所波动，其中流动资产持续下降，主要系公司加大债务偿付力度以及 2018 年划转多家非钢子公司等所致；随着公司认购攀钢集团类永续债规模上升，可供出售金融资产逐年增加，带动非流动资产不断攀升，2019 年末非流动资产占总资产比重为 76.15%。具体来看，公司流动资产主要由其他应收款、存货、应收票据和货币资金构成，其中公司通过鞍钢集团对攀钢集团的部分其他应收款转为长期投资以及收回鞍钢集团部分借款，使得 2019 年末其他应收款大幅下降。货币资金主要为银行存款，2018 年末有所减少主要系公司加大有息债务偿还力度以及投资活动资金支出增加所致，2019 年子公司鞍钢股份调整票据结算客户名单使得应收票据规模减少，加之回收部分其他

应收款，带动货币资金同比增长 150.93%；同期末，公司受限货币资金为 0.13 亿元，受限比例很小。非流动资产方面，以厂房设备为主的固定资产和以土地使用权为主的无形资产近年来保持在较大规模，以攀钢集团类永续债为主的可供出售金融资产持续增长。2020 年一季度，公司资产结构基本保持稳定，其中货币资金下降主要系用于偿还短期借款；此外，疫情导致销售渠道受阻，使得存货规模有所上升。

随着公司加大短期借款偿还力度以及公司债券的到期偿付，近年来有息债务不断减少，加之应付账款支付比例提升，总负债规模呈逐年下降态势，其中以流动负债为主，2020 年 3 月末流动负债占总负债比重为 66.86%。目前，公司有息债务期限仍以短期为主，但随着调整期限结构以及较大规模一年内到期的非流动负债到期偿还，2019 年以来短期债务大幅下降，2020 年 3 月末占总债务比重降至 60.10%。

随着利润的积累，公司所有者权益不断增长，其中 2018 年由于盈利主要来自鞍钢股份，股份划转事项使得当年末归属母公司所有者权益减少、少数股东权益随之增加，同时亦造成当期末资本公积下降；随着永续中票的发行，2019 年其他权益工具规模大幅增长，但由于前期亏损较多，未分配利润始终为负。

表 15：近年来公司主要资产及负债情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
货币资金	145.63	61.78	155.02	103.09
其他应收款	233.35	231.47	125.31	157.89
存货	131.79	141.34	106.91	130.52
应收票据	111.61	86.76	28.52	32.26
可供出售金融资产	110.27	163.92	246.37	237.60
固定资产	675.11	666.02	665.58	656.49
无形资产	525.45	521.08	534.72	531.28
短期借款	564.92	510.97	439.83	388.92
应付账款	125.71	112.17	76.54	68.14
总债务	974.50	929.92	805.24	825.86
实收资本	260.00	260.05	260.05	260.05
资本公积	470.89	449.83	448.95	449.05
其他权益工具	100.00	100.00	179.77	179.77
少数股东权益	214.47	249.70	333.73	337.12

未分配利润	-111.52	-108.55	-90.74	-88.32
-------	---------	---------	--------	--------

注：中诚信国际分析时，将其他权益投资工具和其他非流动金融资产计入可供出售金融资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受益于所有者权益的增加以及有息债务规模的下降，近年来公司资产负债率和总资本化比率均呈逐年下降态势，且与同行业大型钢铁企业相比，公司财务杠杆比率处于较好水平。截至 2020 年 3 月末，资产负债率及总资本化比率分别为 48.78% 和 42.13%，资本结构继续保持较优水平；但若将永续中票等其他权益工具计入有息债务，当期末资产负债率和总资本化比率将分别为 56.90% 和 51.30%。

现金流及偿债能力

受益于债务规模下降和经营活动获现能力持续增强，2019 年相关偿债指标有所提升；受认购攀钢集团类永续债增加的影响，投资规模进一步扩大

随着公司营业收入逐年上升以及加大对上下游收付款的管理力度，加之近年来票据结算规模压缩而货币资金结算规模的增加，公司经营活动现金净流入规模持续扩大，经营活动获现能力较强；2020 年一季度，经营活动净现金流呈净流出态势，主要系新冠疫情导致营业收入同比下滑较多所致。近年来，公司投资活动现金流维持净流出状态且负敞口持续扩大，主要系认购攀钢集团类永续债使得投资支付的现金同比大幅增加所致；未来公司的固定资产投资主要集中于环保及技改项目，短期内资本支出压力不大。筹资活动方面，2018 年公司加大债务偿还力度，导致当年筹资活动现金流呈大幅净流出，2019 年由于鞍钢集团偿还内部借款，使得吸收投资收到的现金大幅增加，当期筹资活动现金流呈净流入态势。

偿债指标方面，2019 年公司盈利能力有所弱化，受此影响，EBITDA 对债务本息的覆盖程度均有所下降；但随着债务规模持续减少以及经营活动获现能力进一步增强，经营活动净现金流对债务本息的保障程度均有所提升。同时，由于公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金维持在较大规模，近年来经调整后的经营活动净现金流及自由现金流

对总债务的覆盖能力仍偏弱。此外，2019 年末公司货币资金大幅上升，对短期债务的偿还亦提供了一定支持。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	65.35	138.24	145.06	-25.82
投资活动净现金流	-32.22	-96.13	-119.34	-7.05
筹资活动净现金流	24.56	-126.11	67.39	-19.15
经营活动净现金流/总债务	0.07	0.15	0.18	-0.13*
经营活动净现金流/利息支出	1.73	2.78	3.44	-
经调整后的经营活动净现金流/总债务（%）	2.22	7.44	10.39	-
FCF/总债务（%）	-2.45	3.56	4.56	-
总债务/EBITDA	7.10	4.88	5.22	-
EBITDA 利息保障倍数	3.64	3.83	3.65	-
货币资金/短期债务	0.19	0.09	0.31	0.21

注：加“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司层面来看，公司本部收入以矿石及铁精矿销售收入为主，主要销往下属子公司鞍钢股份，2019 年同比增长 12.26% 至 101.99 亿元，但内部销售金额在合并口径予以抵消；近年来本部经营性业务利润呈亏损状态，但受益于以下属子公司分红和处置资产为主的投资收益规模较大，2019 年公司本部净利润增至 19.20 亿元。公司本部资产主要为对鞍钢集团和鞍钢矿业等关联方提供借款形成的其他应收款（其中应收鞍钢集团 84.10 亿元、应收鞍钢矿业 20.77 亿元）、认购攀钢集团类永续债形成的可供出售金融资产以及对子公司的投资构成；受益于资本公积、实收资本和以永续债为主的其他权益工具规模较大，公司本部财务杠杆比率保持在较好水平，2019 年末资产负债率和总资本化比率分别为 38.28% 和 26.14%。截至 2019 年末，公司本部总债务为 474.10 亿元，其中短期债务为 266.49 亿元，占总债务比重为 56.21%；同期末，公司本部货币资金为 21.60 亿元，难以对其形成覆盖，有一定的短期偿债压力。

公司外部授信充足，子公司股权融资渠道畅通，能够对整体偿债能力提供有力支持，受限资产、未决诉讼和对外担保等事项对其影响较小

财务弹性方面，截至 2020 年 3 月末，公司共获得授信额度 1,107 亿元，其中未使用额度 477 亿元，与银行间的良好合作关系有利于保持其较强财务弹性。此外，控股子公司鞍钢股份在深圳和香港两地上市，直接融资渠道畅通，且公司所持股权不存在质押或冻结情况。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产 17.87 亿元，主要为应收票据和固定资产抵押，占同期末净资产的比重很低，对公司经营影响不大。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额为 0.74 亿美元，合计担保金额约占净资产的比重较低。

未决诉讼方面，截至 2020 年 3 月末，公司不存在影响其正常经营的重大未决诉讼、仲裁事项。同期末，公司已确认的预计负债共计 2.54 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的人民银行征信报告和相关资料，2017~2020 年 5 月 29 日公司借款按期还本付息；根据公开资料显示，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为鞍钢集团下属核心子公司之一，能够在资金、研发、生产及资源协调等方面获得有力支持

鞍钢集团是隶属于国务院国资委的两家特大型国有钢铁企业之一，同时是国内钢铁企业龙头，实力雄厚，截至 2019 年末其具备年产粗钢 4,179 万吨的生产能力，产能规模位居全国前列。同时，鞍钢集团拥有国内最大的铁矿石资源储备，并拥有国内最丰富的钒钛资源，钒钛制品属于国内领先地位。

作为鞍钢集团下属最主要的钢铁产品生产基地，公司 2019 年粗钢产量在整个鞍钢集团中占比超过 75%，营业总收入占比接近 50%，对集团的利润贡献亦较大。作为公司的控股股东，鞍钢集团能够在资金、研发、生产及资源协调等方面为公司提供有力支持。此外，作为国务院领导的特大型钢铁

企业，近年来在企业转型、人员分流等方面得到了相关的补贴及政策支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定鞍山钢铁集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“鞍山钢铁集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第三期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于鞍山钢铁集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第三期） 的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人永续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

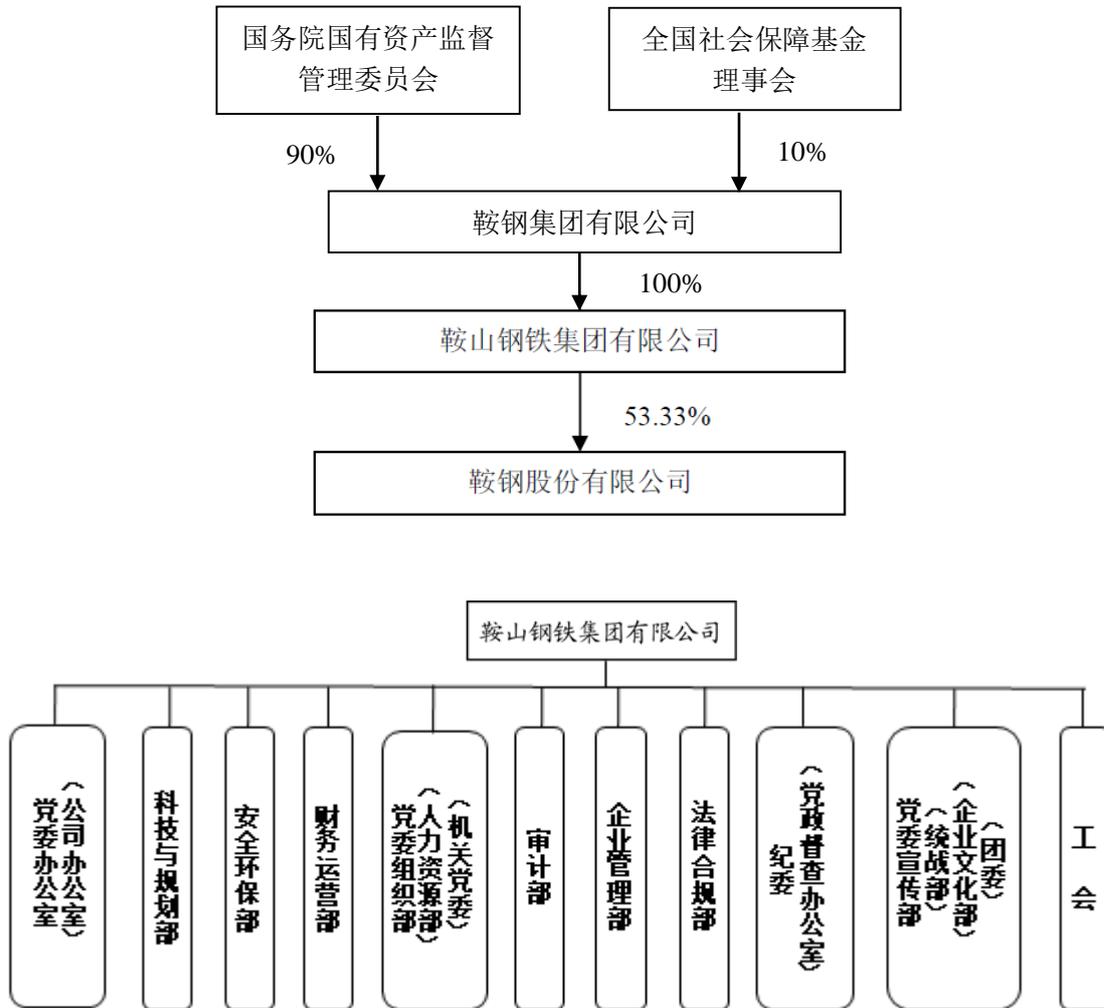
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 6 月 16 日

附一：鞍山钢铁集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：鞍山钢铁集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,456,332.82	617,792.80	1,550,238.73	1,030,926.20
应收账款净额	254,994.23	252,321.13	290,515.95	341,222.74
其他应收款	2,333,489.92	2,314,741.31	1,253,137.61	1,578,867.37
存货净额	1,317,858.18	1,413,431.78	1,069,133.84	1,305,164.86
长期投资	1,620,157.66	2,135,951.81	2,977,030.76	2,891,498.83
固定资产	6,751,067.20	6,660,191.95	6,655,787.04	6,564,870.50
在建工程	489,989.43	478,040.54	369,789.73	379,393.48
无形资产	5,254,451.44	5,210,786.54	5,347,220.02	5,312,778.33
总资产	22,759,528.61	21,939,102.23	22,016,579.36	22,146,642.58
其他应付款	1,224,164.31	985,330.23	1,028,178.81	957,458.24
短期债务	7,694,209.30	7,263,549.53	4,947,191.57	4,963,513.17
长期债务	2,050,797.04	2,035,655.60	3,105,169.79	3,295,040.27
总债务	9,745,006.34	9,299,205.14	8,052,361.36	8,258,553.45
净债务	8,288,673.52	8,681,412.34	6,502,122.63	7,227,627.25
总负债	13,362,503.40	12,328,837.79	10,683,985.48	10,802,832.79
费用化利息支出	369,538.76	493,314.14	416,156.80	-
资本化利息支出	8,154.34	4,856.32	6,041.29	-
所有者权益合计	9,397,025.20	9,610,264.43	11,332,593.88	11,343,809.79
营业总收入	9,210,969.59	10,486,501.02	10,532,804.01	2,068,076.50
经营性业务利润	522,753.16	915,410.21	432,267.92	78,213.30
投资收益	85,817.82	115,299.11	142,765.51	33,197.18
净利润	429,529.22	507,425.37	435,493.18	82,519.18
EBIT	773,292.43	1,257,668.84	930,477.21	-
EBITDA	1,373,236.93	1,907,250.69	1,541,815.31	-
经营活动产生现金净流量	653,469.13	1,382,433.78	1,450,592.33	-258,223.57
投资活动产生现金净流量	-322,177.19	-961,315.27	-1,193,363.82	-70,516.56
筹资活动产生现金净流量	245,610.63	-1,261,124.81	673,891.28	-191,538.56
资本支出	454,695.50	360,298.55	469,420.39	95,716.56
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	19.74	22.17	16.74	18.59
期间费用率(%)	12.03	11.38	10.79	12.32
EBITDA 利润率(%)	14.91	18.19	14.64	-
总资产收益率(%)	3.45	5.63	4.23	-
净资产收益率(%)	4.76	5.34	4.16	2.91*
流动比率(X)	0.65	0.61	0.71	0.76
速动比率(X)	0.53	0.47	0.57	0.58
存货周转率(X)	5.92	5.98	7.06	5.67*
应收账款周转率(X)	38.64	41.56	38.81	26.19*
资产负债率(%)	58.71	56.20	48.53	48.78
总资本化比率(%)	50.91	49.18	41.54	42.13
短期债务/总债务(%)	78.96	78.11	61.44	60.10
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.15	0.18	-0.13*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.08	0.19	0.29	-0.21*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.73	2.78	3.44	-
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.22	7.44	10.39	-
总债务/EBITDA(X)	7.10	4.88	5.22	-
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.26	0.31	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.64	3.83	3.65	-
EBIT 利息保障倍数(X)	2.05	2.52	2.20	-

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时，将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。