

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



**馬鞍山鋼鐵股份有限公司**

**Maanshan Iron & Steel Company Limited**

(在中華人民共和國註冊成立之股份有限公司)

(股票代號：00323)

## 海外監管公告

### 關於公司債券「11馬鋼01」、「11馬鋼02」跟蹤評級結果的公告

本公告乃根據《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》第 13.09 (2) 條而作出。

茲載列馬鞍山鋼鐵股份有限公司(「公司」)在《上海證券報》、上海證券交易所網頁(www.sse.com.cn)刊登的《關於公司債券「11馬鋼01」、「11馬鋼02」跟蹤評級結果的公告》，以供參閱。

承董事會命  
**任天寶**  
公司秘書

2012年5月28日  
中國安徽省馬鞍山市

於本公告日期，本公司董事包括：

執行董事：蘇鑾鋼、錢海帆、任天寶

非執行董事：趙建明

獨立非執行董事：秦同洲、楊亞達、胡達文

股票代码：600808  
债券代码：122089  
债券代码：122090

股票简称：马钢股份  
债券简称：11 马钢 01  
债券简称：11 马钢 02

公告编号：临 2012-013

## 马鞍山钢铁股份有限公司 关于公司债券“11 马钢 01”、“11 马钢 02” 跟踪评级结果的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，对公告的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏负连带责任。

根据中国证券监督管理委员会《公司债券发行试点办法》和上海证券交易所《公司债券上市规则》的有关规定，马鞍山钢铁股份有限公司（“本公司”）委托中诚信证券评估有限公司（“中诚信”）对本公司于 2011 年发行的公司债券“11 马钢 01”、“11 马钢 02”进行跟踪评级。

中诚信在对本公司经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，出具了《马鞍山钢铁股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告》，维持本公司债券“11 马钢 01”、“11 马钢 02”的信用等级为 AAA，维持本公司主体信用级别为 AA<sup>+</sup>，评级展望为“稳定”。

《马鞍山钢铁股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告》详见上海证券交易所网站（<http://www.sse.com.cn>）。

特此公告。

马鞍山钢铁股份有限公司董事会  
二〇一二年五月二十八日



# 信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪044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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年五月二十二日

## 马鞍山钢铁股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告

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	2011/6/7		
上次评级结果	主体级别	AA <sup>+</sup>	
	债项级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AA <sup>+</sup>	
	债项级别	AAA	评级展望 稳定

### 概况数据

马钢股份	2009	2010	2011
所有者权益(亿元)	271.85	279.99	289.33
总资产(亿元)	679.84	701.05	811.13
总债务(亿元)	261.59	264.71	365.77
营业收入(亿元)	518.60	649.81	868.42
营业毛利率(%)	5.31	5.86	4.01
EBITDA(亿元)	64.33	74.82	61.59
所有者权益收益率(%)	1.96	4.26	0.67
资产负债率(%)	60.01	60.06	64.33
总债务/EBITDA(X)	4.07	3.54	5.94
EBITDA 利息倍数(X)	6.41	8.91	4.19
马钢集团	2009	2010	2011
总资产(亿元)	765.03	798.40	921.11
总债务(亿元)	263.58	268.75	376.80
所有者权益(亿元)	329.29	338.01	348.88
营业总收入(亿元)	546.75	680.60	922.98
营业毛利率(%)	7.18	7.18	4.84
EBITDA(亿元)	67.34	76.93	64.79
资产负债率(%)	56.96	57.66	62.12
EBITDA 利息倍数(X)	6.64	8.32	4.27
总债务/EBITDA(X)	3.91	3.49	5.81

注：上述所有者权益包含少数股东权益。

### 基本观点

2011 年,马鞍山钢铁股份有限公司(以下简称“马钢股份”或“公司”)继续保持在生产规模、产品结构、技术实力以及政府支持等方面的优势,在国内经济增长趋缓和主要用钢行业需求增长乏力的背景下,产销规模保持稳定,收入水平持续上升。同时,中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到钢铁行业需求不振、主要原燃料价格波动加剧以及资本支出压力较大等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

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<sup>+</sup>,评级展望稳定,维持“马鞍山钢铁股份有限公司 2011 年公司债券”级别 AAA,该级别同时考虑了马钢(集团)控股有限公司(以下简称“马钢集团”)提供的全额不可撤销连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

### 正 面

- 规模优势。公司是国内大型钢铁企业之一,随着对长江钢铁重组的顺利完成,其产能进一步扩大。截至 2011 年 12 月 31 日,公司及附属公司拥有年产生铁 1,814 万吨、粗钢 2,100 万吨、钢材 1,954 万吨的综合生产能力,具备一定的规模优势。
- 多元化的产品结构。公司“板、型、线、轮”的产品结构覆盖工业用钢和建筑用钢,有助于分散市场风险,保持竞争能力。同时,2012 年公司高速动车组车轮试制技术条件通过铁道部专家组评审,即将进入装车试制阶段,未来若能顺利投产将进一步优化产品结构,带动公司整体盈利水平提升。
- 资源保障有望提升。随着马钢集团矿山新建项目投产,其铁精粉产能有望达到 600 万吨,届时,公司有望实现 20%的铁矿石自给率,资源保障程度将明显提升。

## 分析师

苏尚才 scsu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012年5月22日

## 关注

- 公司盈利能力下滑。目前国内经济增长趋缓，钢铁行业需求增长乏力，加之公司铁矿石对外依存度较高，成本控制压力较大，短期内其盈利能力难以恢复。
- 公司面临一定的资金压力。根据规划，公司未来仍将保持一定规模的资本支出，加之马钢（合肥）钢铁有限责任公司环保搬迁暨马钢股份结构调整规划项目的全面实施，使公司面临一定的资金压力。

## 本次债券募集资金使用情况

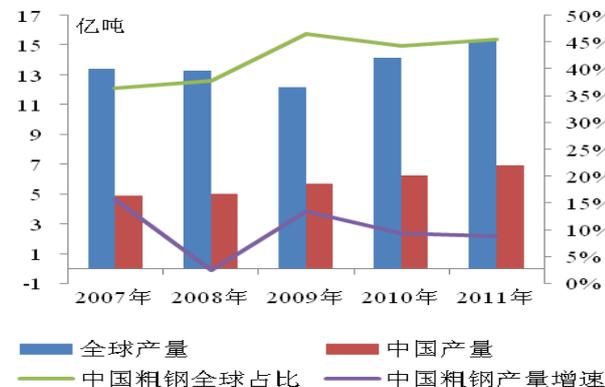
2011年8月25日，公司发行55亿元公司债券用于偿还到期债务、调整债务结构、补充流动资金，截至2011年12月31日，公司按照募集说明书中列明的募集资金使用计划，已将其用于偿付2011年11月13日到期的认股权和债券分离交易的可转换公司债券。

## 行业环境

2011年，中国钢铁行业产销继续增长，但受国内宏观调控等因素影响，增速有所放缓

2011年，中国粗钢产量达到6.83亿吨，同比增长8.9%，增速比上年回落0.36个百分点。从全年走势看，上半年粗钢产量逐月增加，6月份日产量达到全年最高点199.7万吨，相当年产钢7.2亿吨；下半年逐月回落，四季度下降幅度加快，11月份降至全年最低点166.2万吨，折合年产钢6亿吨，比最高点下降16.8%。

图1：2007~2011年全球和中国粗钢产量情况

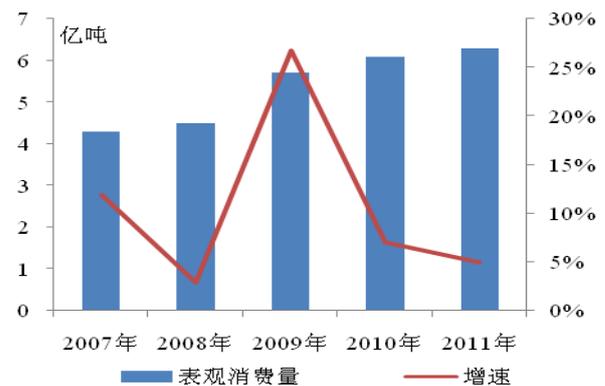


数据来源：IISI，中诚信证评整理

据国家统计局测算，2011年我国国内生产总值（GDP）471564亿元，增速为9.2%，其中四季度GDP同比增幅为8.9%，创下自2009年四季度以来九个季度新低，国内经济增长趋缓。同期，建筑、机械、汽车、家电等主要用钢行业增速亦出现不同程度下滑，其中房地产投资、房屋新开工面积增速分别比上年回落5.3和24.4个百分点；汽车产销量增速则分别比上年下降31.6和29.9个百分点。此外，一致预期较好的保障性住房建设可能给钢铁需求带来的正面刺激亦未能实现。整体来看，受政府

紧缩政策力度加大、宏观经济增速放缓以及相关鼓励政策退出等因素影响，主要用钢行业逐渐由快速增长向平稳增长过渡，钢材需求增速随之放缓。从数据来看，2011年中国粗钢表观消费量为6.49亿吨，同比增速处于近十年的较低水平，仅高于2008年。

图2：2007~2011年中国粗钢表观消费量



资料来源：中钢协，中诚信证评整理

出口方面，受欧美债务危机拖累，全球经济复苏进程缓慢，钢材出口形势较为严峻，2011年我国累计出口钢材4891万吨，同比增加14.9%；累计进口钢材1558万吨，同比下降45.3%。

供给方面，2011年中国生铁、粗钢和钢材产量分别为6.30亿吨、6.83亿吨和8.81亿吨，同比增长8.4%、8.9%和12.3%。尽管粗钢产量高企，但国内钢铁行业仍处于产能扩张之中，2011年全行业固定资产投资5111亿元，同比增长15.5%。固定资产高投资直接导致钢铁产能继续扩张。据中国钢铁工业协会统计，2010年末我国炼钢产能8亿吨，2011年新投产炼钢产能约8000万吨，考虑到淘汰落后产能约3000万吨，实际净增炼钢产能约5000万吨，年末粗钢产能达到8.5亿吨左右，粗钢产能存在一定程度的过剩。

**铁矿石等原材料价格大幅上涨，而钢材价格由于市场需求疲软上涨动力不足，钢铁企业成本压力难以转嫁，盈利水平明显下滑**

中国自有铁矿石供给严重不足，2011年，中国进口铁矿石6.86亿吨，较上年增加11.00%，铁矿石对外依存度，处于很高水平。

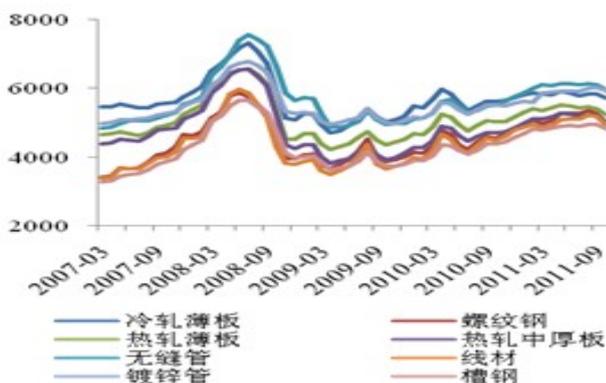
从铁矿石长协价格谈判来看，在2010年季度定价取代年度定价之后，2011年，中国铁矿石谈判

暂停，国内钢铁企业被迫接受铁矿石指数定价模式，铁矿石价格的波动性明显加大，对于钢铁生产企业而言，成本波动风险大幅增加。2011年，进口铁矿石价格延续去年的上涨趋势，进口均价年中最高达到175.9美元/吨，较去年同期上涨19.01%，但受国内钢材需求疲软、粗钢产量下降的影响，进口铁矿石价格自10月份开始迅速回落，年末进口均价降至141.2美元/吨。尽管如此，但铁矿石拐点是否到来尚难定论，一方面三大矿商寡头垄断全球铁矿石资源的格局短期还难以改变，另一方面，中国的钢产量近两年仍将维持较大的惯性增长。随着商品属性的凸显，2012年铁矿石价格走势将更多的取决于基本的供需关系。

国内市场方面，受供需形势的影响，铁矿石及焦煤、焦炭价格经历了2008年下半年以来的深幅调整后，自2009年底也开始上涨。2011年10月和2012年2月，《中华人民共和国资源税暂行条例》、《财政部、国家税务总局关于调整锡矿石等资源税适用税率标准的通知》相继出台，焦煤、铁矿石的资源税率分别从之前的0.3~5元/吨、60%调升为8~20元/吨、80%。尽管影响有限，但资源税率的调升带动焦煤、焦炭以及铁矿石价格的提高，最终将传导至钢铁行业。

面对原材料价格的大幅上涨，钢铁企业通过提价向下游传导成本压力，钢材价格自2010年下半年以来持续上升。但是，随着国内钢材需求增长趋缓，钢材价格上涨动力明显不足，数据显示，主要钢材品种价格自2011年9月开始回落，累计跌幅在6~18%之间。钢材价格的大幅下降导致钢铁企业四季度盈利水平加速下滑。

图3：2007年以来我国部分钢材品种价格走势



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

## 在国家产业政策和市场倒逼机制的推动下，钢铁行业兼并重组方式呈现多元化，兼并重组步伐再加速

中国钢铁产业集中度低，不利于行业未来发展。在国家政策的推动下，近年来行业内企业并购活动明显增加。2011年，民营钢企兼并重组步伐加速成为钢铁行业兼并重组的新特色，一种模式是民营钢企被纳入大型钢企集团内，以河北钢铁集团以渐进式股权融合方式重组了区域内民营钢企为代表；另一种模式是民营钢企自发抱团组建成集团，以河北12家民营钢企组建的新武安钢铁集团为代表。进入2012年，首钢通钢重组、河北唐山民营钢企抱团成立渤海钢铁集团又先后获批，产业整合已经成为中国钢铁行业发展的趋势。

2011年11月，工信部正式印发《钢铁工业“十二五”发展规划》（以下简称《规划》），规划提出将加快钢铁企业兼并重组步伐，鼓励社会资本参与国有钢铁企业兼并重组，并再次强调重点支持优势大型钢铁企业开展跨地区、跨所有制兼并重组，进一步提高我国钢铁产业集中度。同时，《规划》确立了钢铁企业兼并重组的工作目标：形成3~5家具有核心竞争力和较强国际影响、6~7家具有较强市场竞争力的企业集团，力争到“十二五”末国内排名前10位的钢铁企业集团钢产量占全国总量的比例由2010年的48.6%提高到60%左右。

表1：2011年中国钢铁行业重组兼并情况

合并方	重组钢企
湖北丹福钢铁集团	丹福钢铁、福堰钢铁、榕峰钢铁等7家湖北民营钢企
河北宝信钢铁集团	宝信钢铁、合信钢铁、鹏鑫钢铁等7家邯郸民营钢企
安阳钢铁	凤宝特钢、新普钢铁、亚新钢铁3家民营钢企
马钢股份	长江钢铁

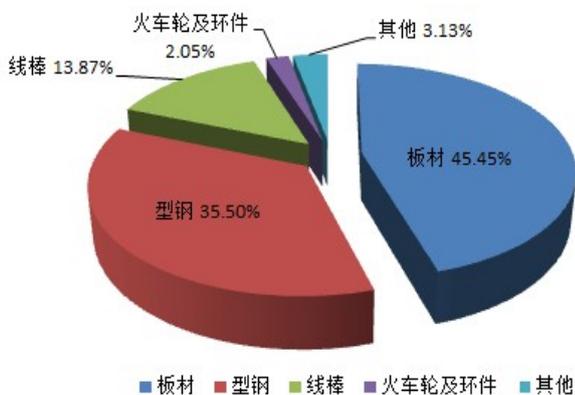
数据来源：公开资料，中诚信证评整理

“十二五”规划的出台表明了政府对行业重组的决心和方向，若能切实执行，会有效推进行业重组，提高产业集中度。值得关注的是，无论是政府推动还是自发抱团，钢铁企业之间的兼并重组是否反映了资源配置更优、管理效率更高的市场原则，能否带来中国钢铁行业的规模经济尚值得进一步探讨。

## 业务运营

截至 2011 年 12 月 31 日，马钢股份下属共有 33 家控股子公司，其中钢铁、炼焦及制氧等钢铁原辅材料生产主要集中在公司本部进行。2011 年公司实现营业收入 868.42 亿元，其中钢铁收入为 728.35 亿元，占营业收入的比例为 83.87%，钢材产品是公司收入和利润的主要来源。分产品来看，板材产品在钢铁收入中占比最高，2011 年为 45.45%；其次为线棒、型钢，占比分别为 35.50% 和 13.87%；火车轮及环件系公司特色产品，2011 年其收入占钢铁收入的 2.05%。

图 4：2011 年公司钢铁收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

**铁矿石对外依存度较高且价格波动频繁，加上焦煤、焦炭价格出现上涨，公司成本压力上升明显。未来随着马钢集团自有矿山新建项目的投产，公司的资源保障有望提升**

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。公司实行集中采购模式，原燃料的国内与国际采购均由全资子公司马钢国际经济贸易总公司负责。

铁矿石采购方面，目前，马钢股份自身没有矿山，铁矿石全部需要外购，由于马钢集团拥有矿山，可以供应部分铁矿石。2011 年公司铁矿石采购量为 2077 万吨，其中，马钢集团供应 289 万吨，占总采购量的 13.91%，与上年基本持平。同时，马钢集团也正在加大国内矿产资源的开采力度，在建罗河等 4 个铁矿并扩建高村采场。上述项目完成后马钢集团铁精粉的年生产能力有望达到 600 万吨，届时，公司有望实现 20% 的铁矿石自给率，资源保障程度

将明显提升。

不过，因现阶段马钢集团矿山产量和矿石品位有限，公司外购铁矿石仍然主要依赖进口。为保证原料供应，公司与巴西、澳大利亚等国家的主要铁矿石生产企业建立了稳定的直供关系，分别签订了 5 年、10 年和 25 年的长期合同，合同主要确保供应量，供应价格按照月度或季度定价。加之此前公司联合国内几家钢铁企业分别持股 10% 与澳大利亚必和必拓成立合营企业（威拉拉合资公司）经营津布巴矿山，进一步确保了公司稳定的进口铁矿石供应。2011 年，公司铁矿石进口量为 1488 万吨，占总采购量的 71.64%。

焦煤和焦炭采购方面，公司与淮北矿业股份有限公司、山西焦煤集团公司、山西晋城无烟煤矿业集团公司、河南煤业化工集团有限责任公司、山东能源集团有限公司等 20 家单位建立了煤炭战略合作伙伴关系，2011 年公司从上述煤炭供应商采购量占其煤炭采购总量的 90% 以上。此外，公司还以参股方式在河南和山东建立两个焦炭生产基地，分别为济源市金马焦化有限公司、滕州盛隆煤焦化有限责任公司。2011 年，公司焦煤和焦炭采购量分别为 656 万吨和 215 万吨。

从采购成本来看，2010 年以来，由于铁矿石、焦煤、焦炭等主要原燃料价格大幅上涨，公司的采购成本呈现逐年上升态势，经营压力明显加大。对此，公司通过实施“低价采购、高价放缓”的采购策略，对成本上升压力予以控制。

表 2：公司 2009-2011 年主要原材料采购量

单位：万吨，元/吨

原燃料	2009		2010		2011		
	采购量	采购价	采购量	采购价	采购量	采购价	
铁矿石	进口	1,412	639	1,695.21	952.89	1,488	1,205
	集团	306	763	286.77	736.72	289	864
	国内其他	241	658	295.90	1,013.16	300	1,162
焦煤	639	1,148	671.76	1,479.52	656	1,625	
焦炭	146	1,634	178.75	1,826.69	215	2,032	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，稳定的原燃料来源为公司钢铁主业的运营提供了良好的资源保障。不过，铁矿石对外依存度价较高且价格波动频繁，加上焦煤、焦炭价格出现上涨，公司成本压力上升明显。

## 公司通过投资、并购、新建等方式继续保持在生产规模和产品结构方面的比较优势，并初步实现钢铁产业链的延伸

作为国内大型钢铁生产企业之一，公司在生产规模方面具有比较优势，截至 2011 年 12 月 31 日，公司已具备年产生铁 1,814 万吨、粗钢 2,100 万吨、钢材 1,954 万吨的综合生产能力；主要生产单位情况包括 5 个炼铁厂、6 个轧钢厂、1 个彩涂板厂、1 个车轮公司和 1 个电炉厂。2011 年，马钢股份生产生铁 1,605 万吨、粗钢 1,668 万吨、钢材 1,591 万吨，同比分别增加 10.23%、8.36%、8.27%。

从产品结构来看，公司拥有处于世界先进水平的冷轧薄板及高速线材生产线、国内领先的热轧 H 型钢生产线和全球最大产能的车轮轮箍专业生产厂，形成了独具特色的“板、型、线、轮”产品结构。按产量划分，2011 年板材、型钢、线棒、火车轮及环件在公司产品结构中的占比分别为 45.05%、17.01%、36.69% 和 1.25%。

表 3：公司 2009~2011 年主要产品产量情况

	单位：万吨		
	2009	2010	2011
板材	654	723	716.8
型钢	262	268	270.7
线棒	480	462	583.7
火车轮及环件	16	17	19.8
合计	1,412	1,470	1,591

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2011 年公司通过控股安徽长江钢铁股份有限公司（以下简称“长江钢铁”）扩大自身建筑钢材产能。在钢铁产业整合的大趋势下，2011 年 4 月公司出资约 12.34 亿元购买长江钢铁非公开发行股份 6.6 亿股，占长江钢铁该次增资扩股后股份总数的 55%，从而占据控股地位。长江钢铁的主要品种为线材和螺纹钢等建筑用材，具备 120 万吨/年的生产规模，并在实施 300 万吨/年产能置换的技改项目。并购长江钢铁一方面有助于公司扩大生产规模，另一方面有助于公司进一步调整产品结构。

同时，公司的动车组车轮项目取得实质性进展，有望实现进口替代。2008 年公司与铁道部及其研究院所合资建立高速车轮、动车组车轮的研发基地，并于 2010 年 5 月投资 21.54 亿元建设动车组车轮用钢生产线项目。项目建设期两年，主要内容为：铁水预处理站，1 x 110tEAF 电弧炉，1 x 120t 钢包精炼炉，1 x 120tRH 真空处理装置，1 x R15m 五机五流全弧形合金钢圆坯连铸机，新增数控立车、精镗-打油眼专用机床、辐板孔加工专用机床、探伤-检测线、尺寸检测线等设备。

2011 年 12 月公司 1 x 110tEAF 电弧炉已经交付使用进入试生产阶段。另据 2012 年 3 月的新闻报道，在铁道部召开的“高速动车组车轮试制技术条件评审会”上，公司高速动车组车轮试制技术条件通过评审，专家组认为，马钢股份的高速车轮关键技术攻关和国产化试制已取得阶段性成果，能满足国内时速 200-250 公里动车组用辗钢整体车轮试制和转车考核前的检验要求，可以开展 CRH1-250、CRH2-250、CRH5 等三种动车组用车轮样品的试制工作。

此外，2011 年 12 月，公司与晋西车轴股份有限公司（以下简称“晋西车轴”）合资设立马鞍山马钢晋西轨道交通设备有限公司（以下简称“马钢晋西轨道公司”），从事国内外铁路需要的各类列车车轮、轮轴等业务的经营。马钢晋西轨道公司系将马钢股份生产的车轮和晋西车轴生产的车轴通过精加工和装配产成火车轮轴，使得马钢股份初步实现钢铁产业链的延伸。马钢晋西轨道公司预计分别将于 2013 年 9 月初和 12 月末建成一期工程项目货车轮对生产线和二期工程项目地铁、客车轮对以及机车、高速动车组轮对生产线。

## 多元化的产品结构有助于公司分散风险，保持竞争能力，但自 2011 年四季度开始，公司销售呈现量价齐跌态势，盈利能力有所弱化

2011 年公司实现钢材产销率 100%，累计销售钢材 1591 万吨，同比增长 10.49%。分产品来看，2011 年，公司板材、型钢、线棒和火车轮及环件的销售量分别为 716.8 万吨、270.7 万吨、583.7 万吨和 19.8 万吨，除线棒销量较上年显著增加外，其他

品种销量与上年基本持平。从销售价格来看，除附加值相对较高的火车轮及环件产品外，公司其他产品销售价格在成本支撑下总体保持上涨趋势，且以线棒涨幅最为明显。

**表 4：公司 2009~2011 年主要产品销售情况**

	2009		2010		2011	
	销量 (万元)	销售价格 (元/吨)	销量 (万元)	销售价格 (元/吨)	销量 (万元)	销售价格 (元/吨)
板材	663	3,549	725	4,353	717	4,618
型钢	249	3,085	240	3,756	271	3,731
线棒	478	3,024	459	3,742	583	4,430
火车轮及环件	15	9,313	16	7,925	20	7,530
合计	1,405	-	1,440	-	1,591	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从销售区域分布来看，由于接近华东市场，华东地区仍是公司最主要的销售区域。2011 年，安徽、江苏、上海和浙江四省的销售收入合计占公司营业收入的 81.31%。

分季度来看，2011 年前三季度，公司钢材销量保持持续增长，但受原燃料价格高企的影响，盈利水平有所下滑。进入四季度以后，由于国内经济增速放缓，钢材需求增长乏力，钢材价格大幅下跌，导致公司销售呈现量价齐跌态势，盈利状况迅速恶化，单季亏损约 2.55 亿元。

总体来看，多元化的产品结构有利于公司分散风险，保持竞争能力，经营状况基本稳定。但受房地产调控、信贷紧缩等政策影响，目前国内主要用钢行业增速下降，导致钢铁行业需求增长乏力，而在铁矿石、焦炭和煤炭等原燃料价格维持高位的情况下，公司仍将承受较高的生产成本，盈利能力在短期内难以获得较大提升。

### 政府支持力度较大，规划项目若能顺利实施则有望进一步改善公司产品结构

根据 2009 年 5 月发布的《安徽省钢铁产业调整和振兴规划》，2009~2011 年，安徽省将重点实施马钢（合肥）钢铁有限责任公司（以下简称“合肥公司”）环保搬迁暨马钢股份结构调整规划项目。按照项目规划，公司将新建 5000 立方米高炉一座，300 吨转炉一座，1580 毫米热连轧机组 1 套，生产高强汽车板、家电板；合肥公司新建冷轧、镀锌等

钢材深加工生产线。目前，该项目已通过国家环保部的批复和中国国际工程咨询公司的规划评估。作为马钢集团钢铁业务的平台，公司在未来的资源供应、产品结构调整等方面将得到政府和股东的有力支持。

从公司投资计划来看，马钢股份目前在建项目主要包括动车组车轮用钢生产线工程、硅钢二期和 1580 热轧系统等，2012 年~2013 年，马钢股份资本支出分别为 31.21 亿元、18.41 亿元。此外，马钢（合肥）钢铁有限责任公司环保搬迁暨马钢股份结构调整规划项目全面实施的建设期尚不确定，公司未来资本支出规模存在一定不确定性。

**表 5：公司主要在建及拟建项目概况**

单位：亿元

项目名称	预计完工时间	总投资 (亿元)	已投入 (亿元)
动车组车轮用钢生产线	2011.10 <sup>1</sup>	29.44	15.57
硅钢二期	2012.12	14.94	0.38
转炉及精炼系统	2013.6	10.19	0.98
连铸系统	2013.6	10.09	0.14
热轧酸洗板	2013.6	3.48	0.57
1580 热轧系统	2013.6	29.50	2.7
渣处理系统	2013.6	1.11	0.2
新区公辅设施配	2013.6	3.80	0.2

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

## 财务分析

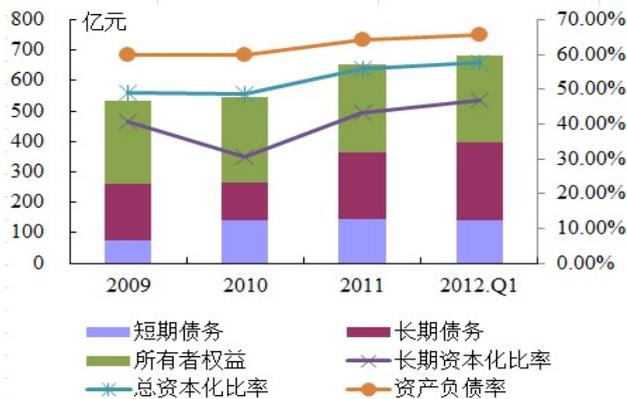
以下分析主要基于公司提供的经安永华明会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009~2011 年度财务报告以及未经审计的 2012 年一季度财务报表。

### 资本结构

随着自身业务的发展和对外投资的增加，公司资产和负债规模呈现加速扩大趋势，截至 2012 年一季度末，公司资产总额 842.19 亿元，负债总额 554.11 亿元，分别较上年末增加 3.83% 和 6.19%；资产负债率达到 65.79%，较上年末略有提高。

<sup>1</sup> 公司动车组车轮用钢生产线已于 2011 年末进入试生产阶段。

图 5: 2009~2012.Q1 年公司资本结构分析



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从同行业上市公司对比来看, 公司资产负债率和总资本化比率在行业内处于适中水平。但是, 公司未来仍有一定规模的资本支出计划, 其杠杆比率面临上行压力。

表 6: 截至 2011 年 12 月 31 日主要钢铁上市公司

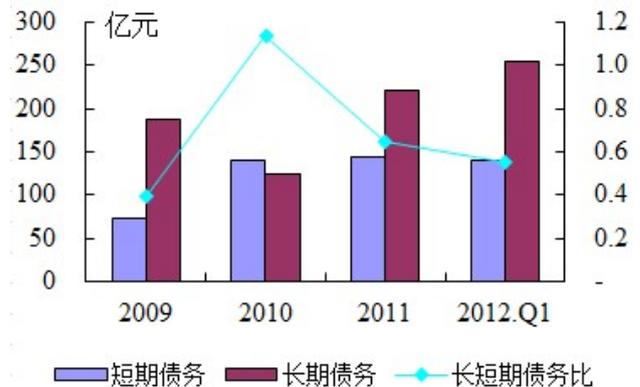
资本结构比较

	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
宝钢股份	2311.00	50.90	39.67
鞍钢股份	1029.88	49.21	39.06
<b>马钢股份</b>	<b>811.13</b>	<b>64.33</b>	<b>55.83</b>
包钢股份	497.33	73.82	60.79
南钢股份	343.41	71.76	63.36
重庆钢铁	270.50	84.32	74.53
八一钢铁	130.17	71.82	62.59
凌钢股份	112.25	65.75	58.86
杭钢股份	90.52	55.75	38.73

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

从债务结构来看, 2011 年公司通过发行公司债券偿还了到期的 55 亿元可转债, 但受四季度采用进口押汇结算的进口业务较上年同期增加以及收购长江钢铁的影响, 公司短期借款有所增加, 使其短期债务与上年基本持平。同年, 公司发行了总额为 28 亿元的第二期中期票据, 公司长期债务占比明显提升, 债务期限结构得到改善。截至 2012 年 3 月末, 公司长短期债务分别为 141.01 亿元和 254.45 亿元, 长短期债务比值为 0.55。

图 6: 2009~2012.Q1 年公司债务结构分析



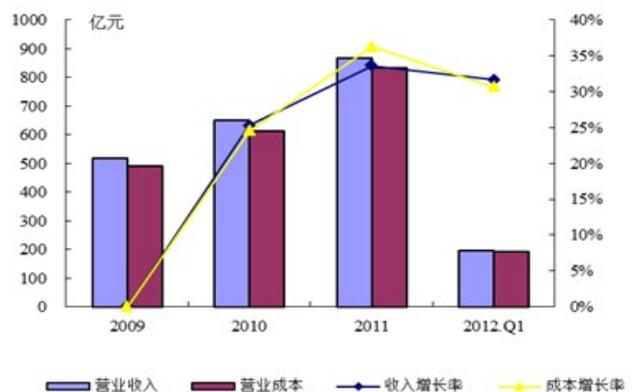
数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司负债水平适中, 债务期限结构基本合理。但随着业务的发展, 近年来公司债务水平上升较快, 并且, 公司未来仍有一定规模的资本支出计划, 其债务水平存在进一步上升的可能性, 中诚信证评将对此持续关注。

盈利能力

2011 年, 马钢股份实现营业收入 868.42 亿元, 同比增长 33.64%, 主要是由于钢材销售价格提高以及收购长江钢铁所致。

图 7: 2009~2012.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从盈利能力来看, 随着铁矿石和钢材价格波动加剧, 近年来公司营业毛利率也出现较大波动, 2009-2011 年分别为 5.31%、5.86% 和 4.01%。分产品来看, 2011 年, 除线材产品毛利率略有提升外, 公司其他品种毛利率较上年同期均有所下降, 主要是公司铁矿石对外依存度高加上原燃料价格上涨所致; 除成本因素外, 汽车、机械行业增速放缓导

致板材价格相对弱势，公司板材业务出现亏损，营业毛利率由 5.98% 降至 -0.21%。

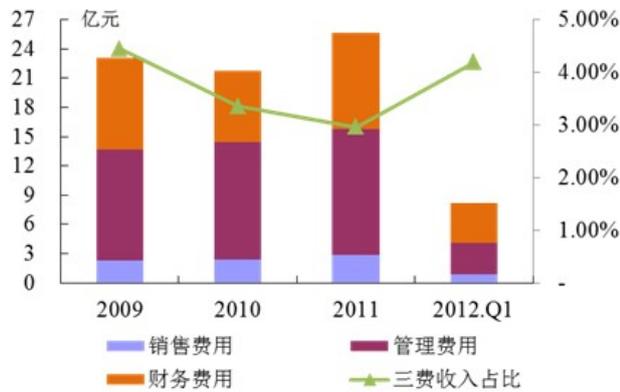
表 7：2009~2011 年公司分品种毛利率情况

	单位：%		
	2009	2010	2011
板材	1.87	5.98	-0.21
型钢	7.93	3.02	1.32
线棒	4.34	6.59	6.95
火车轮及环件	37.51	10.33	8.99

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司的费用控制能力较强，随着业务规模的扩大，公司的期间费用规模从 2009 年的 23.07 亿元增至 2011 年的 25.67 亿元，同期期间费用占营业收入的比例从 4.45% 降至 2.96%。不过，受付息债务水平提高较快的影响，公司的财务费用支出明显增加。2012 年一季度，公司三费合计 8.17 亿元，其中财务费用 4.11 亿元，三费收入占比增至 4.19%。

图 8：2009~2011 年公司期间费用变化



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 8：2011 年国内主要钢铁上市公司盈利比较

	毛利率 (%)	三费收入占比 (%)
宝钢股份	8.75	4.75
鞍钢股份	4.44	7.03
<b>马钢股份</b>	<b>4.01</b>	<b>2.96</b>
包钢股份	6.89	4.76
南钢股份	6.02	5.31
重庆钢铁	4.08	8.27
八一钢铁	8.28	6.07
凌钢股份	6.80	3.98
杭钢股份	5.02	2.73

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

利润方面，公司的利润总额主要来自于经营性业务利润，其盈利水平基本与钢铁行业景气度保持一致。2011 年前三季度，公司累计实现净利润 4.19 亿元，同比下降 62.12%。同时，从四季度开始，受主要用钢行业需求增速放缓的影响，钢材价格持续震荡下挫，公司因计提存货跌价准备而发生 6.77 亿资产减值损失，较上年增加 3760%，直接导致其经营性业务出现亏损。2011 年，公司累计实现净利润 1.89 亿元，同比下降 84.10%。

总体来看，公司钢铁主业突出，规模优势明显，但受目前国内经济增长趋缓和钢铁行业需求增长乏力影响，短期内公司盈利能力难以恢复，且成本压力的加剧将使公司的经营压力有所上升。从长期来看，公司产品品种多样化、火车轮及环件等产品盈利能力有望获得提升，将有利于降低其经营风险。

## 偿债能力

近年来公司债务水平呈现较快上升趋势，截至 2011 年 12 月 31 日，公司总债务 365.77 亿元，较上年末增加 38.18%，其中长期债务 221.50 亿元。

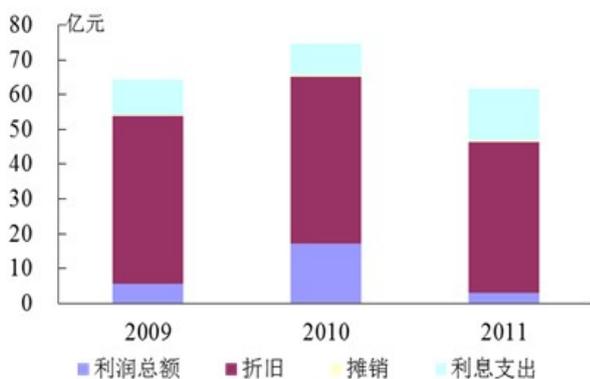
表 9：2009~2011 年公司主要财务能力指标

	2009	2010	2011
短期债务 (亿元)	73.90	141.04	144.27
长期债务 (亿元)	187.69	123.67	221.50
长短期债务比	0.39	1.14	0.65
总债务 (亿元)	261.59	264.71	365.77
经营性净现金流 (亿元)	66.69	4.00	9.83
经营净现金流/短期债务 (X)	0.90	0.03	0.07
经营净现金流/总债务 (X)	0.25	0.02	0.03
EBITDA (亿元)	64.33	74.82	61.59
总债务/EBITDA	4.07	3.54	5.94
EBITDA 利息倍数 (X)	6.41	8.19	4.19

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，从 EBITDA 构成来看，作为重资产型企业，利润总额、折旧和利息支出是公司 EBITDA 的主要组成部分。2011 年，由于盈利水平下滑，公司的 EBITDA 亦有所减少，为 61.59 亿元，同比下降 17.69%。

图 9: 2009~2011 年公司 EBITDA 构成分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

备用流动性方面, 截至 2011 年 12 月 31 日, 公司从工、农、中、建等多家银行获得综合授信额度合计 671.87 亿元, 其中尚未使用的授信余额为 497.75 亿元。同时, 作为香港、上海两地上市公司, 公司直接融资渠道畅通。

或有事项方面, 公司对或有事项控制一直较为严格, 截至 2011 年 12 月 31 日, 公司所有担保均系为全资子公司马钢(香港)有限公司提供的担保, 担保总金额为美元 0.55 亿元, 折合人民币 3.47 亿元, 占公司净资产的比例为 1.27%。目前, 马钢(香港)有限公司运营情况良好, 或有风险可控。

2011 年受市场需求不振以及主要原燃料价格高企的影响, 公司盈利能力有所减弱, 同时, 随着运营规模的扩大, 公司债务水平上升较快。但整体来看, 公司主营业务突出, 并在生产规模和产品结构方面具备明显的比较优势, 经营业绩有望得到提升, 加之融资渠道畅通, 公司偿债能力很强。

## 担保实力

马钢(集团)控股有限公司为本期公司债券提供了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山、钢铁、建筑工程施工等板块, 2011 年马钢集团实现营业收入 922.79 亿元, 其中商品销售收入(主要是钢材销售) 763.96 亿元, 在营业收入中占比为 82.79%, 钢铁是马钢集团的主要收入来源。

钢铁业务方面, 马钢集团的钢铁业务主要由子公司马钢股份来运营, 截至 2011 年 12 月 31 日,

马钢集团生铁、粗钢和钢材的产能为 1814 万吨、2100 万吨和 1954 万吨。除钢铁业务之外, 马钢集团其他业务主要是矿产品采选和建筑工程施工等。

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 15 亿吨, 可开采储量约 7.7 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场原矿年生产能力为 1017 万吨左右, 成品矿年生产能力 300 万吨左右, 2011 年集团成品铁矿产量为 290 万吨。

表 10: 截至 2011 年 12 月 31 日马钢集团

### 投入运营的矿山情况

采场名称	原矿产量(万吨)
凹山铁矿	196.7
东山铁矿	7.8
姑山铁矿	94.1
长龙山铁矿	57.2
和睦山铁矿	70.4
高村铁矿	564
合计	990.2

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

此外, 集团目前还有很多矿山在建项目, 建成后成品矿产能将达到 600 万吨/年左右。马钢股份与马钢集团签署了 2010~2012 年《矿石购销协议》, 马钢集团的铁矿石全部供应给马钢股份。未来随着马钢集团铁矿石产能的不断扩大, 马钢集团铁矿石自给率将不断提高。

表 11: 截至 2011 年 12 月 31 日马钢集团在建矿山情况

矿床名称	保有储量(万吨)	预计建成时间
罗河铁矿	34,158	2012 年 9 月
白象山铁矿	14,565	2012 年底
和尚桥铁矿	16,049	2012 年 11 月
张庄铁矿	19,890	2015 年

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

建筑工程施工方面, 主要由集团控股子公司的马鞍山钢铁建设集团有限公司运营, 目前集团建筑工程施工业务主要是境内外冶炼、房屋建筑、矿山工程等业务。2011 年建筑工程施工业务实现营业收入 17.9 亿元。

从财务表现来看，随着钢铁行业的发展，马钢集团也实现了平稳增长。截至 2011 年底，马钢集团总资产为 921.11 亿元，同比增加 15.37%，所有者权益（含少数股东权益）为 348.88 亿元，同比增加 3.35%。集团一直执行较为稳健的财务政策，债务规模比较稳定，截至 2011 年底，集团总债务规模为 225.30 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 62.12% 和 51.92%。

盈利能力方面，受钢铁行业周期波动以及铁矿石价格高企的影响，近三年马钢集团的盈利水平也表现出一定的波动性。2009~2011 年集团分别实现营业收入 546.75 亿元、680.60 亿元和 922.98 亿元，营业毛利率分别为 7.18%、7.18% 和 5.22%。其他盈利指标看，近三年集团实现净利润分别为 6.02 亿元、11.49 亿元和 2.33 亿元，所有者权益收益率指标分别为 1.83%、3.40% 和 0.65%。

偿债指标方面，近三年，马钢集团现金流波动性较大，导致现金流对债务本息的覆盖能力产生较大波动，2011 年集团经营活动净现金流为 4.32 亿元，现金流状况较上年有所改善，经营净现金流/总债务和经营净现金流利息倍数分别仅为 0.01 和 0.27 倍，现金流对债务的保障能力有待提升。由于盈利水平下滑，集团 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所弱化。2011 年集团总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 5.81 和 4.27 倍。

在或有负债方面，截至 2011 年 12 月 31 日，马钢集团对外担保余额总计 76.4 亿元，占马钢集团合并报表所有者权益（含少数股东权益）的比例为 21.90%，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。

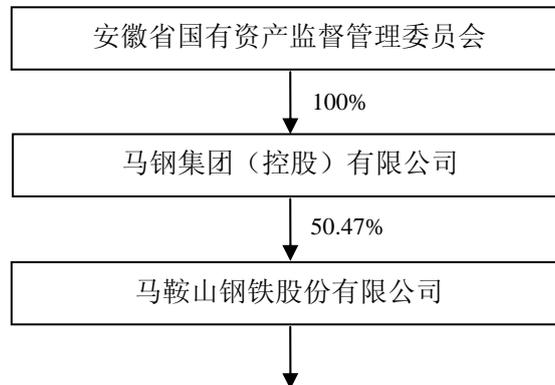
截至 2011 年 12 月 31 日，马钢集团共获得各家银行授信额度合计人民币 678 亿元，已经使用 207 亿元，未使用授信余额 471 亿元。

中诚信证评认为，马钢集团整体经营状况良好，资本结构较为稳健、偿债能力很强。综合来看，中诚信证评认为马钢集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保将对本期公司债券按期偿还提供有力的保障。

## 结 论

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<sup>+</sup>，评级展望稳定。

附一：马鞍山钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 12 月 31 日）



序号	公司名称	表决权比例 (%)	经营范围
1	马钢国际经济贸易总公司	100	进口机器及原材料和出口钢材
2	安徽马钢和菱实业有限公司	100	提供钢材及其他产品的包装材料的生产、销售，提供现场包装服务，汽车零部件、光机电一体化产品、高分子复合材料的研发、生产和销售，金属的加工和销售。
3	马钢（芜湖）加工配售有限公司	100	金属制品加工和销售及汽车零部件加工、建材、化工产品销售（除危险品）。
4	马钢（香港）有限公司	100	经营钢材及铁矿石贸易，代理钢材销售及提供运输服务
5	MG 贸易发展有限公司	100	经营机电设备、钢铁制品及提供技术服务
6	Maanshan Iron and Steel(Australia)Proprietary Limited	100	透过一非企业合营个体生产及销售铁矿石
7	马鞍山市旧机动车交易中心有限公司	100	旧机动车交易服务，汽车配件销售，汽车销售（不含小轿车）；汽车美容，房屋租赁。
8	安徽马钢智能立体停车设备有限公司	100	自动立体停车设备、仓储设备、机械及与其相关的钢结构、装饰材料、电配件、仪器仪表、配件及材料的研制、生产、安装、销售以及相关的配套服务和咨询业务。
9	马钢设计研究院有限责任公司	66.82	冶金、建筑及环境工程的规划及设计，工程监理及工程总承包
10	安徽马钢嘉华新型建材有限公司	70	生产、销售和运输矿渣综合利用产品及提供相关技术咨询和服务
11	马钢（慈湖）钢材加工配售有限公司	92	生产、加工、销售各类钢板材、线材、型材产品及提供产品仓储及售后服务。
12	马钢（广州）钢材加工有限公司	66.67	生产、加工、销售各类钢板材、线材、型材产品及提供产品仓储及售后服务。
13	马钢控制技术有限责任公司	97.93	自动化工程设计；自动化、计算机及通讯工程的采购、安装及维修。
14	马鞍山马钢华阳设备诊断工程有限公司	90	设备诊断技术咨询、设备诊断服务、设备诊断工程
15	马钢（金华）钢材加工有限公司	75	生产、加工、销售各类钢板材、线材、型材产品及提供产品仓储及售后服务。
16	马钢（合肥）钢铁有限责任公司	71	黑色金属冶炼及其压延加工与产品、副产品销售，焦炭及煤炭产品、动力生产及销售；钢铁产品压延加工、金属制品生产及销售；钢铁产品技术服务等等。
17	马钢（合肥）钢材加工有限责任公司	89	用于汽车、家电、工程机械等行业的冷、热轧钢板加工和销售，用于建筑结构件钢材的生产和销售，并提供自产产品仓储运输服务。
18	马钢（扬州）钢材加工有限公司	71	生产、加工各种类型钢板材、线材、型材产品，销售公司自产产品及售后服务；产品的仓储服务。

19	马钢（芜湖）材料技术有限公司	71	与汽车相关的金属制品的仓储物流、购销贸易和钢材的剪切配送、冲压、激光拼焊等深加工以及钢铁材料的技术服务。
20	马钢联合电钢轧辊有限公司	51	开发、加工、生产和销售轧辊；提供售后服务及相关技术咨询服务。
21	安徽江南钢铁材料质量监督检验有限公司	100	钢铁材料与产品、钛合金、耐火材料制品、原燃辅料质量监督检验；理化检验技术与服务；理化检测设备应用、检定和维修。
22	马鞍山马钢电气修造有限公司	100	节能环保技术服务、工程技术咨询与服务；电气、机械设备修理
23	马鞍山马钢钢结构工程有限公司	100	高层钢结构、桥梁钢结构、非标设备制造、起重设备制造、金属材料、建筑材料销售。
24	马鞍山马钢表面工程技术有限公司	100	机械成套设备及备品备件制造、安装、修理；表面工程技术应用、复合耐磨板制作。
25	马鞍山马钢设备安装工程有限公司	100	压力管道、锅炉及压力容器制造、安装、调试及维修
26	马鞍山马钢再生资源有限公司	100	废旧金属回收、加工、销售
27	马钢（上海）工贸有限公司	100	金属材料、建材、五金交电、铁矿石销售；仓储、商务信息咨询服务。
28	马钢（重庆）材料技术有限公司	70	钢材剪切配送、冲压、激光平焊深加工以及相关技术服务；金属制品的仓储服务（不含化学危险品）及销售。
29	马鞍山马钢裕远物流有限公司	100	货运代理、船舶代理、物流仓储；金属加工、物流信息咨询；钢材销售、工程、设备招标代理。
30	马钢（合肥）工业供水有限公司	100	工业水生产、销售
31	上海马钢机电科技有限责任公司	100	机电科技技术领域内的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务；从事货物及技术的进出口业务；机电设备及配件的设计、销售；工业自动化系统集成，项目管理。
32	马钢中联海运有限公司	62	国内沿海、长江中下游及珠江三角洲普通货船运输
33	安徽长江钢铁股份有限公司	55	生产销售螺纹钢、元钢、型钢、角钢、异型钢、线材、棒材、黑色金属冶炼、铁矿石、铁矿粉、废钢销售及进出口经营业务。

**附二：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)	2009	2010	2011
货币资金	870,031.76	638,269.10	1,030,292.59
应收账款净额	82,293.01	109,777.92	188,340.42
存货净额	898,879.41	1,245,179.50	1,413,212.77
流动资产	2,405,052.32	3,051,545.10	3,951,616.63
长期投资	99,940.36	103,449.10	161,079.31
固定资产合计	4,029,881.89	3,619,776.14	3,735,720.54
总资产	6,798,410.65	7,010,492.52	8,111,302.89
短期债务	738,953.34	1,410,404.68	1,442,651.88
长期债务	1,876,936.98	1,236,656.43	2,215,049.41
总债务(短期债务+长期债务)	2,615,890.33	2,647,061.11	3,657,701.28
总负债	4,079,924.39	4,210,616.19	5,218,027.92
所有者权益(含少数股东权益)	2,718,486.26	2,799,876.32	2,893,274.97
营业总收入	5,185,996.95	6,498,111.25	8,684,220.22
三费前利润	253,390.81	354,207.26	325,170.55
投资收益	20,430.03	21,955.08	15,045.17
净利润	53,386.61	119,160.93	18,949.69
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	643,337.84	748,245.44	615,886.95
经营活动产生现金净流量	666,870.05	40,000.74	98,267.96
投资活动产生现金净流量	-400,404.63	33,655.74	-430,999.95
筹资活动产生现金净流量	-261,967.42	-85,623.22	691,409.29
现金及现金等价物净增加额	6,558.06	-11,788.22	360,847.44
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	5.31	5.86	4.01
所有者权益收益率(%)	1.96	4.26	0.65
EBITDA/营业总收入(%)	12.41	11.51	7.09
速动比率(X)	0.70	0.62	0.86
经营活动净现金/总债务(X)	4.36	5.80	5.58
经营活动净现金/短期债务(X)	0.90	0.03	0.07
经营活动净现金/利息支出(X)	6.64	0.44	0.67
EBITDA 利息倍数(X)	6.41	8.19	4.19
总债务/EBITDA(X)	4.07	3.54	5.94
资产负债率(%)	60.01	60.06	64.33
总债务/总资本(%)	49.04	48.60	55.83
长期资本化比率(%)	40.84	30.64	43.36

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

**附三：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）	2009	2010	2011
货币资金	1,019,025.07	720,632.81	1,102,983.72
应收账款	121,174.72	161,758.50	257,494.26
存货	936,844.60	1,341,425.97	1,517,439.75
流动资产	2,722,965.41	3,391,113.71	4,298,632.39
长期投资	131,166.40	157,465.23	148,875.20
固定资产合计	4,427,286.47	4,066,639.79	3,465,957.63
总资产	7,983,963.75	7,983,963.75	9,211,083.15
短期债务	758,906.31	1,437,815.70	1,514,976.15
长期债务	1,876,936.98	1,249,656.43	2,253,049.40
总债务（短期债务+长期债务）	2,635,843.30	2,687,472.13	3,768,025.56
总负债	4,357,415.56	4,603,864.98	5,722,235.94
所有者权益（含少数股东权益）	3,292,873.01	3,380,098.77	3,488,847.21
营业总收入	5,467,525.58	6,805,957.71	9,229,816.87
三费前利润	361,086.80	455,428.12	449,997.16
投资收益	24,405.21	23,889.11	19,202.69
净利润	60,226.32	114,933.79	23,305.86
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	673,369.34	769,304.17	647,850.98
经营活动产生现金净流量	680,498.10	31,540.14	43,272.09
投资活动产生现金净流量	-442,768.05	-42,748.41	-446,727.04
筹资活动产生现金净流量	-214,478.66	-67,087.95	752,546.25
现金及现金等价物净增加额	25,311.45	-78,117.71	351,174.85
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率（%）	7.18	7.18	5.22
所有者权益收益率（%）	1.83	3.40	0.67
EBITDA/营业总收入（%）	12.32	11.30	7.02
速动比率（X）	0.74	0.62	0.82
经营活动净现金/总债务（X）	0.26	0.01	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.90	0.02	0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	6.71	0.34	0.29
EBITDA 利息倍数（X）	6.64	8.32	4.27
总债务/EBITDA（X）	3.91	3.49	5.81
资产负债率（%）	56.96	57.66	62.16
总资本化比率（%）	44.46	44.29	51.92
长期资本化比率（%）	36.31	26.99	39.24

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

**附四：基本财务指标的计算公式**

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

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

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

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

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

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

## 附五：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。