

山东钢铁股份有限公司

08 莱钢债跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

08 莱钢债信用等级： AAA 级

评级时间： 2017 年 6 月 19 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

山东钢铁股份有限公司 08 莱钢债跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100225】

存续期间 10 年期公司债券 20 亿元人民币, 2008 年 3 月 - 2018 年 3 月

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA 级	稳定	AAA 级(山钢集团担保)	2017 年 6 月
前次跟踪:	AA 级	稳定	AAA 级(山钢集团担保)	2016 年 6 月
首次评级:	AA 级	稳定	AA 级(无增级安排)	2007 年 11 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	21.51	33.76	21.92	41.35
刚性债务	192.54	166.56	166.46	119.65
所有者权益	115.02	164.99	158.71	162.93
经营性现金净流入量	-12.99	-6.55	33.60	-10.76
发行人合并数据及指标:				
总资产	469.63	532.76	544.15	470.11
总负债	352.98	301.63	317.86	238.89
刚性债务	200.51	194.93	202.34	148.16
所有者权益	116.65	231.13	226.30	231.22
营业收入	518.65	389.72	501.43	164.88
净利润	-13.94	0.89	-5.38	4.63
经营性现金净流入量	-12.55	40.24	38.52	-11.94
EBITDA	13.14	27.59	14.47	—
资产负债率[%]	75.16	56.62	58.41	50.82
权益资本与刚性债务的比率[%]	58.18	118.57	111.84	156.07
流动比率[%]	27.59	82.18	64.14	99.25
现金比率[%]	9.64	48.00	38.30	48.05
利息保障倍数[倍]	-0.50	1.00	0.07	—
净资产收益率[%]	-11.27	0.51	-2.35	—
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-3.40	12.29	12.44	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-4.96	11.49	-4.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.30	2.74	2.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.14	0.07	—
担保人数据及指标:				
总资产	2000.85	2396.16	2658.83	2602.76
货币资金	191.88	236.13	319.21	280.25
经营性现金净流入量	22.30	53.61	97.38	1.62
资产负债率[%]	79.91	82.69	84.21	83.76

注: 根据山东钢铁经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算; 担保人数据根据山钢集团经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽 周文哲

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsi.com

<http://www.shxsi.com>

跟踪评级观点

2016 年, 钢铁行业下游需求增加, 钢材价格回升, 山东钢铁主业经营压力减轻, 但由于计提大额资产减值损失, 当年出现净亏损。公司继续推进资产重组, 目前济南分公司已全部转出并已基本停产, 日照生产基地还在建设中, 后续资金投入仍较大。2016 年, 公司刚性债务规模仍较大, 且债务结构短期化, 面临一定即期债务偿付压力。山钢集团作为担保方, 现金类资产相对充裕, 融资渠道相对畅通, 所提供的保证担保可为本期债券本息的到期偿付提供较好保障。

- 2016 年国内钢铁行业景气度回升, 供给侧改革取得一定成效, 钢材价格反弹, 钢铁企业的经营和盈利压力减轻。
- 2016 年山东钢铁部分主导产品价格回升, 销量增加, 收入大幅增长, 综合毛利率有所提升, 经营状况转好。2017 年济南分公司全部转让, 公司业务将集中于莱芜分公司以及未来投产的日照基地, 日照基地将替代济南分公司减少的产能, 产品结构将实现升级, 盈利水平有望提升。
- 日照钢铁精品基地计划总投资达 343.26 亿元, 而山东钢铁自有资金积累有限, 后续项目投融资压力很大, 且随着项目陆续投产, 存在一定的产能释放压力。
- 目前山东钢铁刚性债务规模已较大, 且债务结构短期化, 未来随着项目持续投资, 债务偿付压力将持续加大。公司债务集中于母公司, 母公司偿债压力较大。
- 山东钢铁关联交易规模较大, 且关联交易对公司财务状况影响较大。但随着济南分公司的转出, 未来关联交易规模将有所下降。
- 山钢集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 增强了本期债券的本息偿付能力。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照山东钢铁股份有限公司 08 莱钢债（简称“08 莱钢债”，“本期债券”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据山东钢铁股份有限公司（简称“山东钢铁”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2016 年和未经审计的 2017 年第一季度财务报表及相关经营数据，对山东钢铁的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

2008 年 1 月 22 日，中国证券监督管理委员会公布了《关于核准莱芜钢铁股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2008]116 号文），核准莱芜钢铁股份有限公司（简称“原莱钢股份”）向社会公开发行面值不超过 20 亿元（含 20 亿元）的公司债券。

原莱钢股份于 2008 年 3 月 27 日发行了待偿还余额为 20 亿元人民币的 10 年期公司债券，并于 2008 年 4 月 18 日在上海证券交易所挂牌交易（证券代码“122007”），发行利率为固定利率 6.55%。本期债券所募集资金中 17 亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充原莱钢股份的流动资金。

2011 年，济南钢铁股份有限公司（简称“济南钢铁”）以换股方式完成吸收合并莱芜钢铁股份有限公司后，“08 莱钢债”的权利和义务由济南钢铁（后更名为山东钢铁股份有限公司，简称“山东钢铁”）承继。同时，本期债券的担保方变更为山东钢铁集团有限公司（简称“山钢集团”）。

截至 2017 年 3 月末，本期债券付息正常。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

截至 2017 年 3 月末，该公司第一大股东济钢集团有限公司（简称“济钢集团”）持股比例 30.26%，第二大股东莱芜钢铁集团有限

公司（简称“莱钢集团”）持股比例 27.97%，均未达到控股地位，持股比例同上年末相比没有变化。公司实际控制人仍为山东省国有资产监督管理委员会（简称“山东省国资委”）。

该公司于 2016 年 12 月召开的第五届董事会第十五次会议和于 2017 年 1 月召开的 2017 年第一次临时股东大会审议通过了《关于出售山东钢铁股份有限公司部分资产的议案》，公司将济南分公司部分资产（包括部分流动资产、长期应收款、固定资产和在建工程）和长期股权投资-济南鲍德气体有限公司 100%股权转让给山钢集团子公司山东钢铁集团济钢板材有限公司（以下简称“济钢板材”）。此次转让以中联评报字（2016）第 2211 号资产评估报告为依据，账面净值为 164.32 亿元，评估价值为 160.63 亿元，出售资产剥离负债后交易额度为 76.93 亿元，以现金方式支付。截至 2017 年 5 月末，公司已收到济钢板材 67 亿元，占现金支付总额的 87.09%，剩余部分济钢板材采取分期付款方式，自交割日（2017 年 1 月 31 日）起 6 个月内支付完毕。

2015 年该公司已将济南分公司首批资产以评估价值 128.20 亿元的价格转让予山钢集团（账面净值 108.77 亿元），山钢集团支付现金 34.58 亿元，其余以承接负债的方式支付；加之此次转让后，济南分公司全部资产及负债均已转让至山钢集团，公司合计将收到 111.51 亿元的现金，资金来源主要为山钢集团通过借款等方式筹措的资金。目前山钢集团已对济南分公司关停，后续将进行资产处置、员工安置等工作，山东省政府将通过土地补偿金的形式对此次转型给予资金支持，山东省政府的资金支持基本可覆盖山钢集团此次转型的成本。

该公司股东莱钢集团于 2016 年 11 月 17 日发行了所持公司部分股票为标的非公开发行可交换公司债券，规模为 22.78 亿元，期限为 3 年。此次可交换债券换股期为 2017 年 5 月 17 日起至 2019 年 11 月 16 日止。换股期间，莱钢集团所持公司股份可能会因投资者选择换股而减少。按此次可交换债券当期换股价测算的用于换股股票数的上限为 117,750 万股，若此次可交换债券全部完成换股，则莱钢集团持股比例将变更为 13.99%。

2016 年，该公司有三名董事辞职，原董事蔡漳平先生因涉嫌严重违纪而辞职，其他两位辞职原因分别是达到退休年龄和个人原因；

2017 年公司董事及总经理因达到退休年龄而辞职，另两名董事分别因达到退休年龄和个人原因而辞职；此外监事会成员亦有所变动。公司近年来管理层、董事会和监事会成员变动比较频繁。公司修订完善了《公司章程》，持续推进内控方案的实施，完善公司治理关键环节。

在关联购销方面，该公司 2016 年关联采购额为 338.71 亿元，较上年增长 75.24%，主要系济南分公司虽已转让不进行生产，但仍需对济钢板材的产品进行包销，导致关联采购增加 156.08 亿元；关联销售额为 225.98 亿元，较上年增长 30.96%，主要系济钢板材为满足生产需要从济南分公司采购铁水钢坯等原料导致关联销售增加 37.81 亿元；与往年相比，继续保持了较大规模的关联交易。关联采购方面，公司生产所需的铁矿石、铁精粉、铁水等原料部分由山钢集团及其下属公司提供；关联销售方面，山钢集团及其下属公司的日常生产经营、基建技改所需钢材基本由公司供给。随着济南分公司的转出，未来关联交易规模将会下降。在资金方面，公司可获得股东的大力支持。截至 2016 年末，公司获得山钢集团担保 56.41 亿元、济钢集团担保 10.11 亿元和上述两大股东共同担保 1.89 亿元；公司为关联方济钢集团国际贸易有限责任公司提供担保 1.61 亿元。在关联方资金拆借方面，公司期末尚未到期的拆入资金共计 6.94 亿元，本年度支付关联方拆借利息共 0.03 亿元，年化利率 4.76%。2016 年末，公司存放山钢集团财务公司资金余额为 32.60 亿元，财务公司按照同期银行金融机构存款利率上浮 40% 支付利息，在保障资金安全和风险可控的前提下，最大限度盘活存量资金，降低融资成本和提高资金收益。同期末，公司应收关联方各类款项合计 36.15 亿元；应付关联方各类款项合计 90.53 亿元，其中公司与济钢国际租赁公司开展融资租赁业务，截至 2016 年末涉及的长期应付款为 2.47 亿元，一年内到期的长期应付款为 5.19 亿元。

图表 1. 2016 年末公司因关联往来形成的大额应收应付情况（单位：亿元）

关联方名称	往来项目	金额
山东钢铁集团济钢板材有限公司	应收账款	4.07
山东钢铁集团济钢板材有限公司	应收票据	6.01
莱芜钢铁集团银山型钢有限公司	应收票据	7.50
莱芜钢铁集团银山型钢有限公司	预付款项	3.00
山东钢铁集团济钢板材有限公司	预付款项	11.03

关联方名称	往来项目	金额
山东莱钢国际贸易有限公司	应付账款	7.52
山东钢铁集团济钢板材有限公司	应付账款	40.33
莱芜钢铁集团银山型钢有限公司	应付账款	15.87
济钢国际融资租赁有限公司	一年内到期的长期应付款	5.19
济钢国际融资租赁有限公司	长期应付款	2.47

注：根据山东钢铁提供的 2016 年审计报告绘制

(二) 经营环境

跟踪期内，随着提振经济政策的实施，下游需求有所回暖，且钢铁行业去产能措施取得一定成效，短期内钢铁行业经营状况有所好转。2016 年，我国粗钢产量为 8.08 亿吨，自去年减少以来重新转变为微增，同比增长 1.20%。2017 年 1-3 月，我国粗钢产量为 2.01 亿吨，同比增长 4.60%。虽随着“行政去产能”和“市场化去产能”措施的推进，粗钢产能有所下降，产能过剩矛盾暂时有所缓减，但全行业产能过剩问题仍突出。为应对产能过剩问题，2016 年 11 月 14 日，工信部发布《钢铁工业调整升级规划（2016 年~2020 年）》。规划提出到 2020 年，粗钢产能净减少 1 亿-1.5 亿吨。在供给侧改革推动下，随着退出方式、专项配套资金、债务处理、人员处置相关配套政策逐步落地，钢铁行业过剩产能问题有望略有缓解。

图表 2. 2001 年以来我国粗钢、钢材产量及增速情况（单位：万吨、%）



数据来源：Wind 资讯

从下游细分行业情况来看，钢材下游行业集中于房地产行业、汽车行业、造船行业等，其中房地产需求占建筑钢材需求的 50% 以上，对钢材需求影响大。2016 年，得益于多项信贷宽松政策出台等，

房地产市场开始回暖，房屋新开工面积 166,928 万平方米，同比增长 8.10%，其中住宅新开工面积 115,911 万平方米，同比增长 8.70%。2017 年 1-3 月，房屋新开面积为 31,560 万平方米，同比增长 11.60%，其中住宅新开工面积 22,751 万平方米，同比增长 18.10%。2016 年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，增速回升至 6.90%。2017 年 1-3 月，全国房地产开发投资 1.93 万亿元，同比增长 9.10%。房地产市场景气度上行，建筑用钢需求增加，对钢铁行业产生有利影响。从汽车行业来看，2016 年，汽车产量和销量分别为 2,811.88 万辆和 2,802.82 万辆，同比增长 14.46%和 13.65%，增速比上年分别显著上升 11.21 和 8.79 个百分点。2017 年 1-3 月，汽车产量和销量分别为 713.31 万辆和 700.20 万辆，同比增长 7.99%和 7.02%。从造船行业来看，2016 年，全国新承接船舶订单量 0.21 亿载重吨，同比继续大幅减少 32.60%；年末手持船舶订单量 1.00 亿载重吨，同比减少 19.04%。总体来看，2016 年以来，钢铁下游主要行业景气度均有回升，带动钢铁需求上涨，加之去产能政策的实施，钢铁价格随之上扬，钢铁行业经营状况有所改善。但目前钢铁行业面临的发展环境仍较为复杂，钢铁销量和售价的上涨主要来自于需求拉动，整体供需结构性失衡的局面并未有明显改善。

据中钢协统计数据显示，2016 年重点钢铁企业实现销售收入 28,022 亿元，同比下降 1.81%；利润总额为 303.78 亿元，同比实现扭亏为盈；会员钢铁企业的亏损面和亏损额均大幅减少。2016 年，会员钢铁企业销售成本同比下降 6.25%，期间费用同比下降 1.67%。2016 年，会员钢铁企业销售利润率只有 1.08%，虽然比 2015 年明显改善，但仍处于工业行业较低水平。

（三）业务运营

2016 年，该公司实现营业收入 501.43 亿元，得益于各产品销量的增加及棒材和钢筋价格的大幅增长，收入同比增长 28.66%；毛利率为 4.52%，同比上升 2.25 个百分点。2017 年第一季度，在钢材价格上涨的拉动下，公司收入同比大幅增长 58.91%至 164.88 亿元；综合毛利率同比提升 2.34 个百分点至 5.03%。

图表 3. 2014 年以来公司收入构成和毛利率情况 (单位: 亿元, %)

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
型材	63.39	0.14	42.57	7.89	49.01	4.42	17.83	1.59
板材	126.22	7.13	84.88	2.51	94.61	1.39	44.4	0.71
棒材	41.09	-1.08	27.73	-8.57	43.99	-1.81	21.99	13.24
卷材	60.58	4.20	42.66	3.43	69.41	0.86	5.60	2.47
钢筋	85.90	-0.44	51.64	-4.13	55.57	4.26	17.67	9.04
钢坯、生铁	32.60	-0.74	32.38	0.65	52.52	10.19	6.20	5.11
焦化、动力	57.33	12.81	53.01	7.38	49.01	9.69	24.39	7.23
其他收入	51.54	6.50	54.85	4.16	87.37	7.94	26.81	3.62
合计	518.65	4.10	389.72	2.27	501.43	4.52	164.88	5.03

资料来源: 山东钢铁

该公司钢材主要品种有大型 H 型钢、中厚板、棒材、钢筋等, 其中大型 H 型钢和中厚板在国内市场具有较大竞争优势。全年钢材直销率达到 62.79%, 省内销售比例达到 77.57%。公司产品主要销往华东和华北地区, 其中华东地区销售收入 404.71 亿元, 同比增长 32.83%; 华北地区销售收入 16.47 亿元, 同比增长 15.02%。公司全年出口钢材同比减少 59.02%, 为 7.87 亿元。2016 年, 公司继续加强新产品的研发, 先后开发了 LNG 罐体 9Ni 板、高级别管线、海洋工程、磁悬浮轨排、桥梁等系列新产品。公司成为继宝武集团之后国内第二家具备 20 万立方米大型储罐用钢生产资质的企业。同时, 公司以重点工程和终端客户为重点, 加大市场开拓力度, 先后与壳牌石油、中石化、中建钢构等知名企业建立终端直供关系; 中标中石化碳素容器钢板项目、实现第一单桥梁耐候钢销售; H 型钢产品夺得壳牌荷兰项目的供货。

为实现产品结构升级, 该公司提高高端高档钢材比例和沿海钢铁产能占比。2015 年开始, 公司一方面将济南分公司产能逐步转让予山钢集团, 另一方面以自有资金和募集资金合计 66.91 亿元对山东钢铁集团日照有限公司 (以下简称“日照公司”) 进行投资, 加快日照钢铁精品基地建设。2016 年因济南分公司部分产能转让, 公司钢材产能显著减少 (如图表 2 所示), 公司型材和棒材产能维持不变, 分别为 220 万吨和 210 万吨; 板材产能较上年减少 300 万吨至 180 万吨; 卷材产能较上年减少 350 万吨, 不再生产; 钢筋产能较上年减少 120 万吨至 262 万吨。2016 年, 公司共生产铁 787 万吨、粗钢 903 万吨、钢材 780 万吨 (同比分别减少 165 万吨、197 万吨和 275

万吨)。因行业景气度回升,公司各钢材品种的产能利用率均有一定提升,总体产能利用率为 89.14%。为配合济南市政府的转型升级要求,截至 2017 年 5 月末济南分公司已全面关停生产。

图表 4. 公司主导产品的产能、产量之比较 (单位:万吨)

产品名称	2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
型材	220	203	220	217	220	60
板材	480	336	180	132	-	8.2
棒材	210	119	210	148	210	41
卷材	350	135	-	-	-	-
钢筋	385	262	265	283	265	72
合计	1645	1055	875	780	695	181.2

资料来源: 山东钢铁

该公司日照钢铁精品建设基地预算总投资 343.26 亿元,截至 2017 年 3 月末已投资 113.50 亿元,后续融资压力较大。日照公司计划通过银团贷款融资 100 亿元,已于 2017 年 5 月 27 号向各大银行发出正式邀请函。目前该项目正处于建设阶段,一期一步预计于 2017 年 8 月建成投产,预计新增生铁产能 405 万吨,粗钢产能 425 万吨,钢材产能 460 万吨;一期二步预计于 2018 年 10 月建成投产,预计新增生铁产能 405 万吨、粗钢产能 425 万吨和钢材产能 330 万吨。该项目一期全部建成后将增加热轧钢带产能 160 万吨,冷轧钢带产能 300 万吨和板材产能 330 万吨,产能较目前大幅提升,同时产品结构将进一步升级。该项目主要是配合济南分公司搬迁重组,自 2015 年至今,公司已经减少了 950 万吨的产能,该项目全部达产后的 790 万吨产能可补充济南分公司减少部分,同时可承继济南分公司部分客户,但当前钢铁行业产能过剩仍较严重,公司未来预计会面临一定的产能释放压力。

2016 年,该公司全年实现钢材销量 1266 万吨,同比增长 16.47%,各产品销售量均较上年有所增加,其中棒材和卷材的销售量分别同比大幅增长 37.84%和 44.51%。公司钢材产销率为 162.31%,同比上升 60.76 个百分点。

(四) 财务质量

2016 年,由于钢材价格的回升和销售量的增加,该公司全年营业收入同比增长 28.66%至 501.43 亿元;毛利率同比上升 2.25 个百

分点至 4.52%；营业毛利同比增加 13.84 亿元至 22.69 亿元。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，其中公司加强成本管控、缩减开支，管理费用同比减少 21.44%至 11.27 亿元；因公司调整融资结构，利息支出减少，财务费用同比减少 43.78%至 6.57 亿元。当年期间费用同比减少 26.85%至 21.15 亿元，且因收入增长，期间费用率下降 3.20 个百分点至 4.22%。2016 年，公司资产减值损失 5.87 亿元，较上年增加 5.31 亿元，主要系济南分公司部分固定资产评估价值低于账面价值所确认的固定资产减值损失（2017 年第一季度以营业外收入确认评估增值 2.04 亿元），致使公司全年营业利润亏损 5.32 亿元；公司收到营业外净收入 0.46 亿元（政府补助 0.82 亿元），较上年减少 21.72 亿元，主要系上年公司因转让济南分公司部分资产获得固定资产处理利得 21.19 亿元。

2017 年第一季度，该公司营业收入同比增长 58.91%至 164.88 亿元，因产品价格回升，毛利率略回升至 5.03%；营业利润为 2.65 亿元，净利润为 4.63 亿元。

整体看，该公司 2016 年利润主要来自于毛利，尽管 2016 年钢铁行业景气度回升，公司收入大幅增长，但毛利率水平相对较低，盈利能力较弱。由于计提大额资产减值损失和非经营性收益的减少，公司出现亏损。

该公司历年经营出现连续较大亏损，2016 年末未分配利润为 -37.44 亿元，致使年末所有者权益减少 2.09%至 226.30 亿元。公司 2016 年末负债总额较上年末增长 5.38%至 317.86 亿元，年末资产负债率上升 1.79 个百分点至 58.41%。

该公司债务结构以流动负债为主，由于一年内到期的长期借款增多，2016 年末长短期债务比下降 6.90 个百分点至 16.27%，负债结构欠合理。同期末，公司刚性债务余额为 202.34 亿元，较上年末小幅增长，其中短期刚性债务 163.70 亿元，占比为 80.90%，较上年末上升 7.20 个百分点。公司的短期刚性债务主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。公司融资结构调整，继续扩大票据融资规模，减少短期借款，短期借款较上年末减少 5.97 亿元至 69.84 亿元，应付票据较上年末增加 16.46 亿元至 71.69 亿元。同期末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增加 9.50 亿元至 21.14 亿元，主要系即将到期的长期借款和长期应付款增加。相应，公司

长期借款较上年末减少 5.79 亿元至 5.02 亿元，长期应付款（融资租赁款）较上年末减少 6.49 亿元至 13.62 亿元。公司应付债券仍为 20.00 亿元。从承债主体看，公司银行借款全部由母公司所筹借，而母公司货币资金规模较小，母公司偿债压力较大。

2017 年 3 月末，由于该公司将转让济南分公司时转移相关负债 78.81 亿元，公司负债总额大幅减少 24.84% 至 238.89 亿元，其中刚性负债减少 54.19 亿元至 148.16 亿元，短期刚性债务降至 122.66 亿元。同期末，公司资产规模较上年末减少 13.61% 至 470.11 亿元，资产负债率较上年末下降 7.59 个百分点至 50.82%。

因票据结算规模较大，2016 年该公司营业收入现金率仍低于 60%，为 54.23%。2016 年，公司经营环节现金净流入 38.52 亿元，主要系营业收入大幅增长，维持在较好水平；因对日照项目及技改项目投入资金，以及较大规模的投资理财，公司投资环节支出规模达 94.53 亿元，同时取得理财投资收益现金流入 43.00 亿元，投资环节现金净流出 51.03 亿元；公司融资规模大幅缩减，当期筹资活动产生的现金流量净流出 23.47 亿元。2017 年第一季度，主要系公司采购支出大幅增加，经营环节现金流呈现净流出 11.94 亿元；因转让济南分公司部分资产取得 40.00 亿元现金净流入，投资环节现金流净额为 26.70 亿元；筹资性现金流净额为 -4.31 亿元。

2016 年末，该公司资产总额较上年末增长 2.14% 至 544.15 亿元，年末流动资产较上年末减少 12.87% 至 175.36 亿元，占总资产的 32.23%。其中，公司货币资金余额为 93.16 亿元（包括不可动用资金 32.81 亿元），较上年末减少 16.07 亿元；应收票据较上年末减少 38.48% 至 22.97 亿元，主要是公司增加票据支付所致；同时公司加大清欠力度，应收账款规模同比减少 39.91% 至 7.53 亿元（已计提坏账准备 1.25 亿元）；公司存货余额较上年末增长 33.39% 至 31.49 亿元（计提跌价准备 56.58 万元），主要系当年公司原材料储备增加，原材料账面价值由上年末 8.28 亿元增至 13.31 亿元，库存商品由上年的 8.27 亿元增至 11.43 亿元；公司预付账款较上年末增加 9.44 亿元至 17.84 亿元，主要系当年预付材料款项增加。

2016 年末，该公司非流动资产为 368.79 亿元，较上年末增长 11.25%，主要源于在建工程和无形资产的增加。其中，固定资产为 253.54 亿元，较上年末基本不变；在建工程较上年末增加 23.07 亿

元，为 76.19 亿元，主要因对日照项目的投资增加；无形资产较上年末增加 25.08 亿元至 26.61 亿元，主要系日照公司新增土地使用权；长期股权投资为 9.56 亿元，较上年末增加 9.39 亿元，主要系公司对山东钢铁集团财务有限公司进行追加投资所致。2017 年 3 月末，公司资产规模较上年末减少 13.61% 至 470.11 亿元，其中因转让济南分公司使固定资产减少 121.60 亿元，因日照项目持续投资使在建工程增加 18.44 亿元，尚未收到的资产转让款计入其他应收款致其他应收款增加 37.36 亿元。

该公司系上市公司，且实际控制人为山东省国资委，较好的股东背景是公司拥有畅通的融资渠道的基础条件，一定程度也能缓解公司的资金压力。截至 2017 年 3 月末，公司获得各银行授信总额为 260.16 亿元，其中已使用金额 162.98 亿元，未使用金额 97.18 亿元。

(五) 增级因素

本期债券由山钢集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至 2016 年末，山钢集团经审计的合并会计报表口径资产总额为 2658.83 亿元，所有者权益为 419.78 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 137.80 亿元）；2016 年实现营业收入 1025.37 亿元，发生净亏损 27.04 亿元（其中归属于母公司所有者的净亏损为 44.73 亿元）。

2016 年，山钢集团营业总收入较上年基本保持稳定，为 1025.37 亿元，其中营业收入为 929.34 亿元，同比增长 8.41%；利息收入为 96.03 亿元，同比减少 41.39%，手续费及佣金收入 63.59 亿元，同比减少 44.02%。从营业收入构成来看，钢材及副产品业务收入占比最大，2016 年收入同比减少 4.44% 至 217.75 亿元，毛利率提升 10.28 个百分点至 16.13%，毛利同比增加 20.10 亿元至 35.12 亿元；精矿粉、矿渣及铁矿石收入同比增长 36.67% 至 200.39 亿元，毛利率下降 0.27 个百分点至 3.41%；融资租赁及贸易代理业务收入同比减少 6.66% 至 75.03 亿元，毛利率提升 1.94 个百分点至 6.36%；焦化、动力收入同比增长 38.82% 至 73.60 亿元，毛利率提升 2.31 个百分点至 73.60 亿元；房地产收入同比增长 28.30% 至 45.90 亿元，毛利率下降 5.84 个百分点至 10.26%；建筑业收入较上年基本不变，为 70.17 亿

元，毛利率大幅下降 17.01 个百分点至 1.13%。公司其他业务收入包括物资材料及废品销售，生铁、铸管，金属复合板的生产销售等，较上年保持稳定。整体来看，山钢集团营业总收入虽保持稳定，但增长部分主要来自于毛利率水平较低的矿产业务，而贡献高毛利的金融业务收入规模大幅下降，致使毛利水平由上年的 203.95 亿元降至 170.98 亿元。

图表 5. 2015 年和 2016 年公司收入构成和毛利率情况 (单位: 亿元, %)

项目	2015 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
钢材及副产品	227.85	5.85	217.75	16.13
精矿粉、矿渣及铁矿石	146.63	3.68	200.39	3.41
融资租赁及贸易代理	80.39	4.42	75.03	6.36
焦化, 动力	53.02	7.38	73.60	9.69
房地产	35.78	16.10	45.90	10.26
建筑业	69.38	18.14	70.17	1.13
其他收入	244.20	18.61	246.50	20.61
合计	857.24	10.50	929.34	11.85

资料来源: 山钢集团

2016 年, 山钢集团销售费用较上年下降 20.08%, 但管理费用和财务费用增加, 期间费用同比减少 3.06% 至 172.19 亿元, 期间费用率下降 0.61 个百分点至 16.79%, 仍处于较高水平。2016 年, 山钢集团计提资产减值损失 16.95 亿元, 较上年增加 10.46 亿元, 主要为固定资产减值损失 6.86 亿元和坏账损失 4.88 亿元; 公允价值变动损失 6.68 亿元, 投资实现投资收益 6.68 亿元。2016 年, 山钢集团营业利润为 -27.80 亿元。同期, 山钢集团获得营业外净收入 13.95 亿元, 净亏损 27.04 亿元, 较上年亏损增加 21.20 亿元。

山钢集团资本实力较强, 截至 2016 年末, 资产总额较上年增长 6.52% 至 2658.83 亿元。其中, 货币资金增加 83.08 亿元至 319.21 亿元, 其中受限金额为 108.07 亿元; 存货较上年末增加 28.24 亿元至 265.61 亿元; 应收账款较上年末减少 27.26 亿元; 在建工程较上年末增加 33.07 亿元至 152.36 亿元, 新增主要为日照项目的投入。

山钢集团近年来经营业绩下滑并出现连续亏损, 权益资本较上年末下降 2.85% 至 319.78 亿元; 资产负债率较上年末上升 1.52 个百分点至 84.21%, 整体负债经营程度较高。2016 年末, 山钢集团负债总额较上年末增长 8.48% 至 2239.05 亿元, 其中刚性负债为 1834.30

亿元，占负债总额的 81.92%；短期刚性债务为 979.96 亿元，占负债总额的 43.77%，债务负担较重。

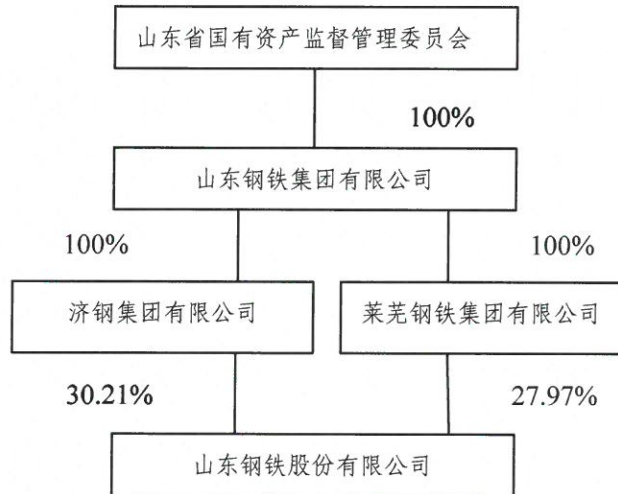
2016 年，山钢集团经营性现金流净额为 97.38 亿元，较上年增加 43.77 亿元；山钢集团除进行日照项目投资外，还进行大规模的金融资产投资，致投资性现金流入流出规模较大，当年投资活动现金流为净流出 64.30 亿元；筹资活动现金流为净流入 16.25 亿元。

综上所述，跟踪期内钢铁行业景气度有所回升，该公司钢铁主业的经营压力有所减轻，但盈利能力仍较弱，短期内难有实质性改善。公司已积累较大的债务偿付压力，且日照基地项目未来仍面临很大的资本支出压力。本期债券担保人山钢集团现金类资产相对充裕，融资渠道相对畅通，所提供的保证担保可为本期债券本息的到期偿付提供较好保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）钢铁工业经营环境及下游需求的变化；（2）日照基地投资进度以及资金筹措情况；（3）流动性压力的缓解措施；（4）关联方交易等重大事项；（5）担保方山钢集团信用质量变化。

附录一：

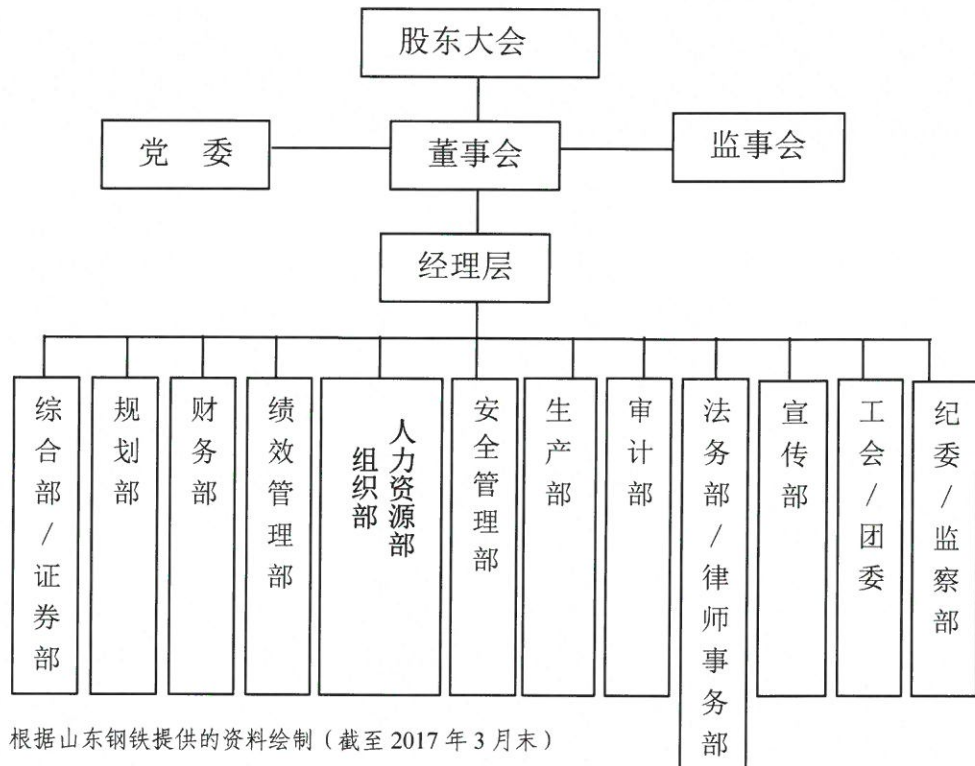
公司与实际控制人关系图



注：根据山东钢铁提供的资料绘制（截至2017年3月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据山东钢铁提供的资料绘制（截至2017年3月末）

附录三:

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	469.63	532.76	544.15	470.11
货币资金 [亿元]	22.17	109.24	93.16	99.92
刚性债务[亿元]	200.51	194.93	202.34	148.16
所有者权益 [亿元]	116.65	231.13	226.30	231.22
营业收入[亿元]	518.65	389.72	501.43	164.88
净利润 [亿元]	-13.94	0.89	-5.38	4.63
EBITDA[亿元]	13.14	27.59	14.47	—
经营性现金净流量[亿元]	-12.55	40.24	38.52	-11.94
投资性现金净流量[亿元]	-5.74	-2.64	-51.03	26.70
资产负债率[%]	75.16	56.62	58.41	50.82
长期资本固定化比率[%]	254.57	115.16	136.20	100.60
权益资本与刚性债务比率[%]	58.18	118.57	111.84	156.07
流动比率[%]	27.59	82.18	64.14	99.25
速动比率 [%]	12.28	69.11	46.10	82.56
现金比率[%]	9.64	48.00	38.30	48.05
利息保障倍数[倍]	-0.50	1.00	0.07	—
有形净值债务率[%]	306.69	131.37	159.18	116.67
营运资金与非流动负债比率[%]	-698.20	-76.90	-220.42	-5.07
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	122.86	47.63	49.97	—
存货周转速度[次]	9.46	11.81	17.38	—
固定资产周转速度[次]	1.49	1.27	1.98	—
总资产周转速度[次]	1.05	0.78	0.93	—
毛利率[%]	4.10	2.27	4.52	5.03
营业利润率[%]	-2.62	-5.43	-1.06	1.61
总资产报酬率[%]	-1.03	2.01	0.07	—
净资产收益率[%]	-11.27	0.51	-2.35	—
净资产收益率*[%]	-11.36	0.54	-3.68	—
营业收入现金率[%]	54.86	59.02	54.23	44.50
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-3.81	14.25	14.87	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-3.40	12.29	12.44	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-5.55	13.31	-4.83	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-4.96	11.49	-4.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.30	2.74	2.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.14	0.07	—

注:表中数据依据山东钢铁经审计的2014-2016年度及未经审计的2017年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

担保人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	2,000.85	2,496.16	2,658.83	2,602.76
货币资金 [亿元]	191.88	236.13	319.21	280.25
刚性债务[亿元]	1,288.13	1,689.65	1,834.30	1,583.29
所有者权益 [亿元]	361.26	432.09	419.78	422.61
营业收入[亿元]	1,094.24	857.24	929.34	302.40
净利润 [亿元]	-10.41	-5.85	-27.04	2.55
EBITDA[亿元]	104.28	132.66	102.31	—
经营性现金净流入量[亿元]	22.30	53.61	97.38	1.62
投资性现金净流入量[亿元]	-50.26	-209.55	-64.30	-22.31
资产负债率[%]	81.94	82.69	84.21	83.76
长期资本固定化比率[%]	158.84	127.23	112.33	107.15
权益资本与刚性债务比率[%]	28.05	25.57	22.89	26.69
流动比率[%]	65.03	79.79	88.39	92.23
速动比率 [%]	39.88	58.38	64.61	65.42
现金比率[%]	20.90	28.55	37.74	35.15
利息保障倍数[倍]	0.92	1.16	0.72	—
有形净值债务率[%]	647.47	638.13	761.12	731.87
营运资金与非流动负债比率[%]	-114.10	-45.86	-18.28	-10.39
担保比率[%]	13.60	12.02	13.86	—
应收账款周转速度[次]	20.03	13.34	12.37	—
存货周转速度[次]	4.02	3.16	3.26	—
固定资产周转速度[次]	1.42	1.11	1.21	—
总资产周转速度[次]	0.55	0.38	0.36	—
毛利率[%]	8.73	10.62	11.85	13.11
营业利润率[%]	-1.08	1.20	-2.99	1.24
总资产报酬率[%]	3.15	4.01	2.22	—
净资产收益率[%]	-2.88	-1.47	-6.35	—
净资产收益率*[%]	-16.68	-25.23	-29.91	—
营业收入现金率[%]	80.50	77.58	73.78	59.24
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.78	3.99	6.95	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.36	2.89	4.53	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.23	-11.60	2.36	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.71	-8.42	1.54	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.52	1.71	1.28	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.09	0.06	—

注：表中数据依据山钢集团经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率	(期末资产总计 - 期末流动资产合计)/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率[%]	期末所有者权益合计/期末刚性负债合计×100%
流动比率	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)×100%
有形净值债务率	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)×100%
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	= EBITDA/((期初刚性债务 + 期末刚性债务)/2)

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性负债=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。