

# 信用等级通知书

信评委函字 [2019]2495M 号

## 山东钢铁集团有限公司：

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。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年十一月十九日

# 2019 年度山东钢铁集团有限公司信用评级报告

受评对象	山东钢铁集团有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定

## 概况数据

山钢集团	2016	2017	2018	2019.9
总资产(亿元)	2,652.80	2,986.67	3,164.43	3,436.77
所有者权益合计(亿元)	413.41	459.13	520.24	567.24
总负债(亿元)	2,239.39	2,527.55	2,644.18	2,869.53
总债务(亿元)	1,689.28	1,936.44	1,922.50	2,061.86
营业总收入(亿元)	1,025.37	1,352.33	1,558.57	1,437.70
净利润(亿元)	-27.57	16.22	45.45	21.94
EBIT(亿元)	47.88	105.65	139.48	-
EBITDA(亿元)	93.07	177.98	178.21	-
经营活动净现金流(亿元)	97.38	-31.93	256.50	43.50
营业毛利率(%)	11.86	15.19	17.65	10.75
总资产收益率(%)	1.86	3.75	4.54	-
资产负债率(%)	84.42	84.63	83.56	83.49
总资本化比率(%)	80.34	80.83	78.70	78.42
总债务/EBITDA(X)	18.15	10.88	10.79	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.31	2.47	2.37	-

注：2019 年三季报未经审计；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。

## 分析师

项目负责人：李迪 [dli@ccxi.com.cn](mailto:dli@ccxi.com.cn)

项目组成员：汤梦琳 [mltang@ccxi.com.cn](mailto:mltang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 11 月 19 日

## 基本观点

中诚信国际评定山东钢铁集团有限公司（以下简称“山钢集团”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了公司规模优势突出、重点产品竞争力强、区位优势明显及政府支持力度大、收入利润水平持续提升和财务弹性很强等方面的优势。同时，中诚信国际关注到钢铁行业面临成本上升压力、金融市场波动较大以及自身债务负担较重等因素对其经营及整体信用状况造成的影响。

## 优势

- **规模优势突出。**公司是国内特大型钢铁生产企业之一，随着日照基地建成投产产能不断扩张，截至 2019 年 9 月末生铁、粗钢、钢材的年产能分别达到 2,659 万吨、2,890 万吨和 2,585 万吨，规模优势明显。
- **重点产品竞争力强，产品结构有所优化。**公司下属企业莱芜钢铁集团有限公司是国内产能最大、规格最全的 H 型钢生产基地，主打产品具备很强的市场竞争力。同时，随着日照基地部分工程完工，高端钢材产能增加，产品结构有所优化。
- **区位优势明显，能够得到政府大力支持。**公司所在的山东省是全国经济大省，省内汽车、家电、造船、建筑、机械制造业对钢材需求形成了有力支撑。2018 年，公司钢材产品在山东省内销售占比达到 64.08%，良好的区域经济为其发展提供了较为广阔的空间。此外，公司得到了来自济南市政府及山东省政府充分的支持，截至 2019 年 9 月末，已分别收到济南市政府的 100 亿元和山东省政府的 79.03 亿元的转型升级资金。同时，在山东省政府的协调推动下，公司积极推进债转股，并有序开展混合所有制改革，政府支持力度很大。
- **收入规模和净利润水平持续提升。**近年来受益于钢铁行业下游需求回暖，钢材价格上涨，同时公司严控成本和费用支出，公司营业总收入和净利润均大幅提高，2018 年分别同比增加 15.25% 和 180.10% 至 1,558.57 亿元和 45.45 亿元；2019 年 1~9 月分别为 1,437.70 亿元和 21.94 亿元，分别同比增长 27.90% 和 32.49%。
- **财务弹性很强。**截至 2019 年 9 月末，公司取得银行授信额度 3,440.35 亿元，其中未使用额度为 2,087.73 亿元；同时拥有多家上市公司，直接融资渠道畅通。

## 关注

- **钢铁行业面临成本上升压力，金融市场波动较大。**2019 年以来，受国际矿商供给紧缩影响，铁矿石价格波动升高，给钢铁企业成本控制带来一定压力。此外，受金融市场较为敏感影响，近年来公司金融板块收入水平亦存在较大波动。
- **债务负担较重。**近年来公司债务规模维持较高水平，截至 2019 年 9 月末，总债务为 2,061.86 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 83.49% 和 78.42%，在钢铁行业中处于高位，资本结构有待优化。

### 本次评级适用评级方法和模型：钢铁（031100\_2019\_04）

山东钢铁集团有限公司打分卡结果				
重要因素	序号	指标名称	指标数据	对应分数
规模（25%）	1	营业总收入(亿元)	1,312.09	10
盈利能力（10%）	2	EBITDA利润率(%)	11.41	7
	3	总资产收益率(%)	3.46	7
财务政策与偿债能力（30%）	4	总资本化比率(%)	78.7	5
	5	总债务/EBITDA(X)	12.35	7
	6	EBITDA利息保障倍数(X)	2.06	6
	7	(CFO-股利)/总债务(%)	0.56	6
	8	FCF/总债务(%)	-5.04	6
运营实力（35%）	9	产品综合竞争实力	10	10
	10	原燃料稳定性及成本控制	8	8
	11	装备水平及节能环保	8	8
打分结果				aa
BCA(Baseline Credit Assessment)基础信用评估				aa+
支持评级调整				1
评级模型级别				AAA

#### 打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别（aa+）的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件、非钢产业贡献及行业政策影响等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

## 评级历史关键信息

山东钢铁集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	-	2019/11/07	李迪、汤梦琳	<a href="#">中诚信国际钢铁行业评级方法与模型 031100 2019 04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	-	2010/09/29	吕寒、闫丽琼	<a href="#">中国钢铁制造业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/正面	-	2009/12/08	-	<a href="#">中国钢铁制造业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	-	2009/05/25	吕寒、闫丽琼	<a href="#">中国钢铁制造业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 声明

一、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。

二、中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

三、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。

四、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。

五、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

六、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。

七、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。

八、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。

## 公司概况

山东钢铁集团有限公司是于 2008 年 3 月 17 日经山东省人民政府批准组建的大型钢铁联合企业，由济钢集团有限公司（以下简称“济钢集团”）、莱芜钢铁集团有限公司（以下简称“莱钢集团”）和山东省冶金工业总公司所属单位（不含本部）的国有产权划转形成，是山东省国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）下属的国有独资企业。2015 年山东省国资委将持有的山钢集团 30% 股权无偿转让给山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东社保基金”），2018 年 3 月 16 日，根据山东省人民政府《山东省人民政府关于调整部分省属企业国有股东持股比例的通知》（鲁政字〔2018〕55 号）文件，山东社保基金将持有的公司 20% 国有资本及享有的权益一次性调整至山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）。2018 年 4 月 13 日，公司将资本公积 7.26 亿元转增资本，截至 2019 年 9 月末，实收资本为 111.93 亿元，其中山东省国资委、山东国惠与山东社保基金的持股比例分别为 70%、20% 和 10%，实际控制人为山东省国资委。

截至 2019 年 9 月末，山钢集团拥有济钢集团、莱钢集团、山东钢铁集团淄博张钢有限公司（以下简称“淄博张钢”）、山东钢铁集团矿业有限公司（以下简称“山钢矿业”）等 12 家二级子公司；三、四级子公司中，由济南钢铁股份有限公司（以下简称“济钢股份”）吸收合并莱芜钢铁股份有限公司（以下简称“莱钢股份”）后更名的山东钢铁股份有限公司（以下简称“山东钢铁”）、山东金岭矿业股份有限公司（以下简称“金岭矿业”）以及鲁证期货股份有限公司（H 股上市公司，以下简称“鲁证期货”）均为上市公司。

公司目前的业务以钢铁冶炼、加工为主，重点产品为中厚板、H 型钢、热轧薄板等。2018 年山钢集团粗钢产量达到 2,321 万吨，位居国内钢铁企业前列。

截至 2018 年末，公司总资产为 3,164.43 亿元，所有者权益 520.24 亿元，资产负债率 83.56%；2018

年实现营业总收入 1,558.57 亿元，净利润 45.45 亿元，经营活动净现金流 256.50 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产 3,436.77 亿元，所有者权益 567.24 亿元，资产负债率为 83.49%；2019 年 1~9 月公司实现营业总收入 1,437.70 亿元，净利润 21.94 亿元，经营活动净现金流 43.50 亿元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2019 年前三季度，在内部结构调整与矛盾释放、外部全球经济与贸易下行、中美贸易摩擦等不利因素影响下，GDP 累计同比增长 6.2%，三季度单季同比增长 6.0%，经济增速逐季放缓，但在稳增长政策支撑下仍保持在预期目标之内。

供需两弱格局持续。全球经济走弱、中美贸易冲突压力下，出口步入负增长区间；高债务压力下扩大内需效果有限，受汽车消费回落拖累，消费整体较为低迷；房地产投资平缓回落，稳增长下基建投资底部企稳但大幅上行难度大，制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱。在需求偏弱背景下，工业与制造业生产缓中趋稳。

经济内部结构恶化态势值得关注。投资与最终需求对经济增长贡献率同比回落，经济增长对净出口依赖加剧。从产业内部结构来看，高新技术产业增长放缓，传统行业增速再度加快，工业与服务业走势分化，金融业增速逆势回升。

CPI 与 PPI 走势分化，结构性通胀加剧。三季度虽然鲜果价格涨势消退，但猪肉价格快速上涨继续带动 CPI 当月同比攀升，至季末已达 3%，结构性通胀加剧。三季度 PPI 当月同比已跌入负增长区间，但 PPI 大幅下降可能性仍较小，通缩风险可控。

金融数据继续改善。宽货币、宽信用基调下 M2 与社融增速稳中有升，金融条件有所改善；随着全球货币政策趋于宽松、中美贸易谈判取得阶段性进展，人民币贬值压力缓解。

**宏观政策：**今年以来，为了应对经济下行压力，宏观政策以稳增长为主基调。财政政策进一步加大减税降费力度，同时财政支出前置加大对基建的支持。在地方政府财政平衡压力较大的情况下，专项



债稳基建作用进一步发挥，可用作重大项目资本金并将明年专项债额度提前发行；此外，调整中央与地方税收收入划分，完善增值税留抵退税分担机制，后移消费税征收环节并稳步下划地方。货币政策实施了多次降准，并改革 LPR 报价机制以求降低实体经济融资成本。下半年以来中央多次重要会议均强调把保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置，稳增长依然是未来一段时间内宏观政策重心，预计货币政策仍将保持稳健偏宽松基调，积极财政政策仍有望将减税降费、专项债作为发力重点。

**宏观风险：**当前，国际形势错综复杂，国内经济下行压力与宏观风险并存。从外部环境来看，全球经济走弱，全球贸易萎缩，经济增长的外部带动力弱化；同时，中美贸易摩擦虽然阶段性缓和，但大国博弈下摩擦趋于长期化和复杂化，经济运行的外部复杂性依然存在；此外，仍需警惕国际金融市场的波动性和风险上升给国内金融体系带来的冲击。从国内情况来看，高债务风险、高资产价格对中国经济的约束持续存在，稳增长政策有可能进一步加剧相关风险；地方政府收支压力随着改革的推进或有缓解，但在减税降费及土地出让收入增长放缓背景下仍面临压力；此外，经济下行期出现了诸多结构分化迹象，升级型的结构变化趋缓，衰退型的结构变化增多，经济结构转型升级面临放缓风险。最后，在就业总体稳定状况下，局部地区和局部行业的就业风险加大。

**宏观展望：**虽然前三季度宏观经济数据整体走弱，但 9 月经济数据出现了一些积极变化，稳增长下出现边际修复态势，同时考虑到低基数和企业补库存影响，预计四季度经济或短时弱企稳。但经济下行压力并未消失，全球经济走弱拖累中国经济，基建大幅回升难度较大，房地产严调控下地产投资虽有一定韧性但仍有回落压力，需求偏弱企业补库存力度和可持续性存疑，对 2020 年尤其是 2020 年下半年经济运行仍不宜过分乐观。

中诚信国际认为，短期来看，虽然前三季度经济增速逐季回落，但在稳增长政策效果显现背景

下，四季度经济或边际修复，不过 2020 年尤其是 2020 年下半年或仍有下行压力；从中长期来看，中国目前仍是全球经济增长最快的经济体之一，巨大的市场潜力扩大了中国经济腾挪的空间，改革开放持续推进有望为中国经济增长注入新的活力，中国经济增长中长期韧性犹存。

## 行业及区域经济环境

### 钢铁行业概况

钢铁工业是典型的周期性行业，其发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。2018 年，钢铁行业供给侧改革持续推进，包括去产能和防范“地条钢”死灰复燃、严防已化解的过剩产能复产以及取暖季限产不搞“一刀切”的限产政策等，受益于此，钢材价格高位震荡。2018 年我国生铁、粗钢和钢材产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，同比分别增加 3.0%、6.6% 和 8.5%，在行业高利润的刺激下，企业通过提高废钢添加比例等手段提高钢材产量，导致钢铁行业在生铁产量小幅增加的情况下，粗钢及钢材产量涨幅较大，且达到历史新高。2019 年上半年，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 4.04 亿吨、4.92 亿吨、5.87 亿吨，同比分别增长 7.9%、9.9%、11.4%。

需求端方面，2018 年房地产及基础设施建设仍保持了一定的投资增长速度，全年全社会固定资产投资完成 64.57 万亿元，同比增长 5.90%，增速较上年有所下滑，主要系基础设施建设投资增长仅为 3.8%，增幅同比下降所致；全年房地产开发投资 12.03 万亿元，比上年增长 9.5%，带动钢铁下游需求平稳释放。同时，受益于工程机械设备更新及环保升级的需求及出口需求的增长，2018 年工程机械行业产销量呈增长态势，根据中国工程机械行业协会统计数据，25 家主机制造商共计销售各类挖掘机械 20.34 万台，同比增长 45%；汽车起重机全年累计销售 3.23 万台，同比增加 57%；装载机累计销量 11.41 万台，同比增加 28%。此外，铁路建设亦保持了较为稳定的增长，2018 年全国铁路固定资产投资完成 8,028 亿元，投产新线 4,683 公里。但据中国汽车工

业协会统计，2018年我国汽车销量为2,808万辆，同比下滑接近3%，主要系购置税优惠政策全面退出及下游消费需求下降所致；同时，受船舶行业压减过剩产能影响，当年全国造船完工3,458万载重吨，同比下降14%。2019年上半年，全社会固定资产投资完成29.91万亿元，同比增加0.61%；房地产开发投资6.16万亿元，同比增长10.99%。尽管基建投资回稳，房地产投资有所增长，但汽车、制造业投资疲软，整体需求端保持稳定；出口方面，据海关总署数据，二季度钢材出口大幅下降，上半年我国累计出口钢材3,439.9万吨，同比下降2.6%；出口金额1,902.5亿元，同比下降2.3%。

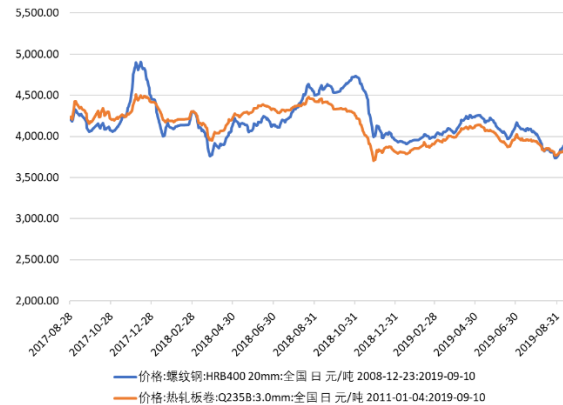
钢材出口方面，由于中美贸易摩擦加剧，2018年钢材出口仍处于较为疲软的态势，全年出口钢材6,934万吨，同比下降8.1%，但受益于钢材价格上涨，钢材出口金额达到3,985亿元，同比增长7.7%；同期我国进口钢材1,317万吨，同比下降1.0%，进口金额1,083亿元，同比增长5.5%；进口平均价格8,225元/吨，同比增长6.5%。2019年我国经济发展面临的挑战仍然较多，且受全球经济复苏缓慢以及贸易保护主义的影响，我国钢材出口压力仍然较大，中诚信国际也将对国际形势变化对钢材需求的影响保持关注。

价格方面，受益于钢铁行业的平稳发展，2018年钢材价格延续了2017年下半年价格走势，持续高位运行，钢材综合价格指数平均为115.8点，同比增长7.6%。具体来看，尽管一季度受冬季北方地区建筑施工暂停周期较长，短期内出现钢材价格回落的情况，但随着二、三季度下游市场的好转，钢材价格波动上涨，螺纹钢(HRB400)价格由3月末的3,807元/吨升至9月末的4,530元/吨，接近年初高点。而四季度以来，各地尚未出台明确的限产政策，加之冬季下游基建需求减弱，短期价格下滑，年末螺纹钢(HRB400)价格降至3,961.00元/吨，但整体仍处于较高水平，保证了钢铁企业良好的利润空间。

受供需端综合影响，2019年上半年钢材价格整体呈下降态势，钢材综合价格指数平均109.5点，同比下降4.5%；其中螺纹钢价格4,002元/吨，同比下

降1.3%，热轧卷板价格3,976元/吨，同比下降9.3%。

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

总的来看，2018年受吨钢毛利较高驱动影响，企业的生产动力较强，国内钢铁市场呈波动走强态势，钢材价格维持在较高水平，但步入冬季后下游需求减弱，钢材价格快速回落，存在较大的季节性波动；2019年以来钢材价格平稳下行。中诚信国际亦将持续关注下游市场需求的变化、环保政策的落实及相关因素对钢铁行业生产经营产生的影响。

## 原材料供应

国内铁矿石品位不高、产量不足，同时随着铁矿石价格的走低，国内矿山开工率持续下降，受此影响，中国铁矿石对外依存度一直维持高位，2018年仍达80%以上，根据海关总署统计，当年我国铁矿砂及精矿进口量达到10.64亿吨。由于国内铁矿石资源相对匮乏，进口矿在价格方面优势较大，预计短期内铁矿石对外依存度较高的情形仍将持续。

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。作为典型的寡头垄断市场，世界铁矿石产能高度集中，全球约75%的高品位铁矿石产量和贸易量都集中在淡水河谷、力拓、必和必拓三大国际矿业巨头手中，随着三大国际矿商逐渐扩产放量，近年来全球铁矿石产出呈不断增长态势。港口库存方面，由于钢厂纷纷采取低库存的采购策略并且国际三大矿山纷纷释放产能，2018年港口铁矿石库存总量持续上升。但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，2018年四季度以来三大国际矿商相继发布下调铁矿石产

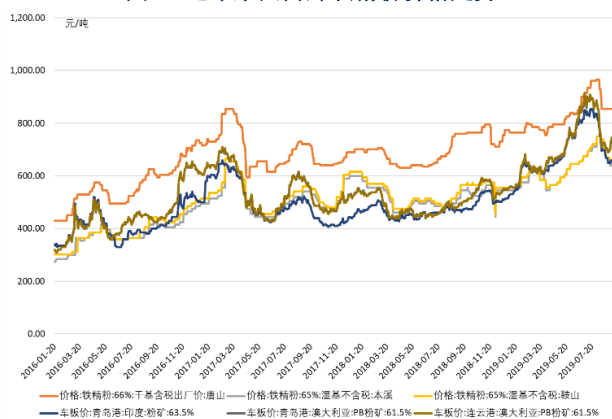


量的决定，根据海关总署数据，2019年上半年，我国累计进口铁矿砂及其精矿49,909.00万吨，同比下降5.9%。

铁矿石价格方面，尽管钢材市场回暖，但受铁矿石供给不断扩大影响，钢材价格上涨的传导作用对铁矿石价格影响有限。2018年前三季度，铁矿石价格增幅较为平稳，9月末国内进口铁矿石（63.5%印度矿粉（日照港））价格为474元/吨，较年初小幅上涨6.52%；四季度受巴西淡水河谷发生溃坝事件影响，铁矿石价格出现大幅上升，2018年12月29日进口铁矿石（63.5%印度矿粉（日照港））价格升至515.00元/吨，对钢铁企业盈利水平带来一定负面影响。

2019年一季度，进口矿供给受天气影响持续紧缩，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%。但中诚信国际也关注到，6月以来，随着海外矿山恢复供应，铁矿石价格出现回落，钢铁企业成本压力有望在三季度缓解。

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

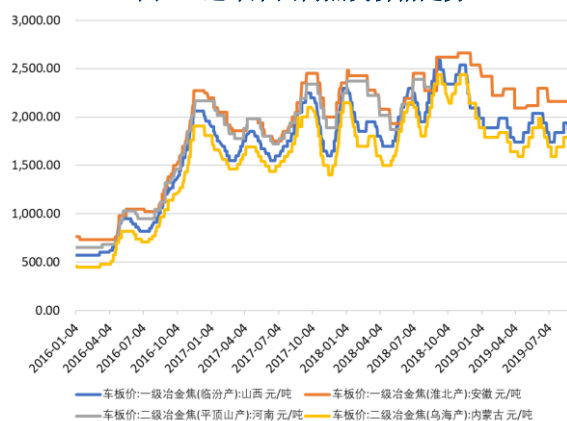
国产铁矿石价格趋势基本与进口矿一致，但受制于国内铁矿石品位偏低、生产成本较高，国内铁矿石价格高于国际铁矿石价格的“倒挂”情况较为普遍。近年来，国内铁矿石市场则呈“两极分化”趋势，其中由于采矿成本日渐攀高，环保及安全设施投入加大，迫使部分中小型矿山关停，另外铁矿石储量逐渐收窄，将使一批矿山退出铁矿石市场；但另一方面，为了满足大型钢铁集团的铁矿石持续

供应，企业积极加强资源勘查力度，增加后备矿山储备，并投资新建矿山。2019年以来，进口矿供给量紧缩，铁矿石价格不断上升，国内铁矿企业盈利能力大幅好转。

除铁矿石外，在钢坯的冶炼过程中可以添加部分废钢作为原料，2018年受益于成本优势，长流程钢厂提高废钢入炉比例以实现增产，废钢需求较大。根据中国废钢协会预测，2018年我国废钢消耗量在1.87亿吨左右，增幅为26.4%。从价格来看，2018年废钢市场呈震荡上行态势，年初全国主要城市废钢均价2,086.67元/吨，年末废钢价格升至2,189.17元/吨，年内上涨102.5元/吨，涨幅4.91%；全年均价2,131.70元/吨，较上年高597.7元/吨，涨幅达到38.96%。2019年以来，废钢延续了年末的上升趋势，截至2019年6月末废钢价格小幅上升至2,510元/吨。

作为钢材生产所需的主要原燃料之一，据有关部门测算，吨钢成本中焦炭所占比重为15~20%，2017~2018年焦炭价格处于高位震荡，价格区间保持在1,500~2,600元/吨，平均价格远高于2016年平均水平。2019年，焦炭价格平稳下滑，但降幅很小，一定程度上缓解了钢铁企业成本控制压力。但随着煤炭行业供给侧改革的稳步推进，焦炭价格或仍将保持较高水平，也将对钢铁企业的生产及盈利能力带来负面影响。

图3：近年来国内焦炭价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

总体来看，2018年以来，铁矿石价格整体保持了平稳增长的态势，焦炭价格延续了2017年的高位震荡趋势，使得钢铁企业面临一定的成本压力，与此同时，钢铁企业开始提高废钢入炉比例以实现

增产，带动了废钢需求的上升。但中诚信国际也关注到，受国际矿工供给减少影响，2019年以来铁矿石价格急剧上升，对钢铁企业成本控制造成了一定的负面影响。

## 近期关注

### 2018年钢铁企业继续保持较高的盈利水平及去杠杆态势，但2019年前三季度受成本上升影响，行业内企业盈利空间有所压缩

截至2018年底，钢铁行业已提前完成“十三五”时期化解过剩产能目标，主要目标由化解过剩产能向防范已化解产能复产、严防“地条钢”死灰复燃、推动高质量发展等方面转化。2018年，受益于钢铁行业持续推进供给侧结构性改革，产业结构不断优化，全行业经济效益创历史最好水平，全年我国钢铁行业主营业务收入7.65万亿元，同比增长13.8%；实现利润4,704亿元，同比增长39.3%。其中，重点大中型钢铁企业主营业务收入4.13万亿元，同比增长13.8%；实现利润2,863亿元，同比增长41.1%，利润率达到了6.93%。同时，钢铁企业降杠杆工作有序推进，根据工信部统计，截至2018年末重点大中型钢铁企业平均资产负债率为65.02%，同比下降2.6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。根据中钢协数据，2019年1~8月，我国钢铁工业盈亏相抵后，实现利润2,259.9亿元，同比下降24.7%，主要受铁矿石价格上升以及钢材价格下降影响，且降幅较上半年有所扩大。中诚信国际认为，营业成本的上升迫使钢铁企业利润空间缩窄，具备良好成本控制能力的企业，其盈利情况有望维持。

### 环保要求逐步提升，钢铁企业面临环保投资及环保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、工信部等五部门联合发布《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；其中，在有组织排放控制指标方面，烧结机机头、球团焙烧烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值分别不高于10、35、50毫克/立方米，其他主要污染源颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值原则上分别不高于10、50、200毫克/立方米。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。

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退市风险。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。

## 竞争及抗风险能力

### 规模优势显著，产品竞争力较强

从我国钢铁产业的产业经验看，钢铁工业生产工艺决定了其大型化和规模化发展方向。公司作为国内特大型钢铁生产企业之一，在钢铁产能产量方面具备较为明显的规模优势，2018年实现生铁、粗钢、钢材的产量分别达2,243万吨、2,321万吨和2,262万吨，粗钢产量位居全国第七。此外，随着

日照精品钢基地逐步投产，产能规模不断扩大，2019年9月末粗钢产能达到2,890万吨/年。

表 1：2018 年国内钢铁企业集团粗钢产量排名表（百万吨）

排名	钢铁企业	粗钢产量
1	中国宝武钢铁集团有限公司	67.43
2	河钢集团有限公司	44.89
3	江苏沙钢集团有限公司	40.66
4	鞍钢集团公司	37.36
5	北京建龙重工集团有限公司	27.88
6	首钢集团有限公司	27.34
7	山东钢铁集团有限公司	23.21
8	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	23.01
9	马钢(集团)控股有限公司	19.64
10	本钢集团有限公司	15.90

注：粗钢产量数据为中钢协口径，与上述企业披露数据或存在差异。  
资料来源：中国钢铁工业协会

在钢材品种方面，公司下属莱钢集团是我国规模最大、品种最全的 H 型钢生产基地，产品已通过欧盟、日本、韩国的认证，远销巴西、沙特、韩国、新加坡等国，2018 年大型 H 型钢国内占有率达到 18%，产品竞争实力较强。同时，近年来公司持续开展产能及产品结构调整，日照精品钢基地项目主要钢材品种为高品质热轧薄板、冷轧薄板、中厚板、宽厚板等，定位于高端汽车、家电、机械制造、海洋工程、石油化工及新能源等领域。随着日照精品钢基地的建成投产，公司钢铁业务的高端产能将得到有效扩充、产品结构将进一步升级。

## 区位优势及政府支持

公司所在的山东省汽车、家电、造船、建筑、机械制造业发展稳健，是全国钢材消费大省之一。公司立足于山东市场、辐射周边区域的销售策略为生产运营提供了保障，2018 年钢材产品在山东省内销售占比达到 64.08%，良好的区域经济为其发展提供了较为广阔的空间。

山东省政府对山钢集团的支持力度始终较强，除积极推动公司钢铁主业整合重组之外，还支持公司对山东省内矿山资源进行整合，并承诺将省内新开发的矿石资源优先配置给公司下属矿业公司，为其钢铁主业的发展提供了资源支持。另外，济南市政府及山东省政府为公司提供了充足的资金支持。根据协议，济南市政府将为济钢集团转型升级支付

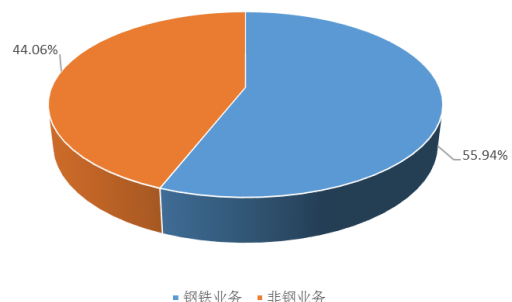
资金 260 亿元，山东省政府将支付 100 亿元，计划在未来 2~3 年全部到位；截至 2019 年 9 月末，公司已分别收到济南市政府的 100 亿元和山东省政府的 79.03 亿元的资金支持。同时，为降低资产负债水平，缓解偿债压力，在省政府的积极协调推进下，2017 年公司与工商银行签署《债转股合作框架协议》，五年内双方将完成总规模为 260 亿元的市场化“债转股”，截至 2019 年 9 月末已办理 20 亿元，并将有序开展山东钢铁集团日照有限公司等子公司的混合所有制改革。

综合来看，公司作为国内特大型钢铁生产企业之一，具有很强的规模优势和产品竞争力，同时得益于山东省良好的区域经济发展以及省政府的支持，具备极强的竞争及抗风险能力。

## 业务运营

公司主要从事钢铁生产制造业务以及金融、机械与建筑施工和矿业等非钢业务，2018 年实现营业总收入 1,558.57 亿元，其中钢铁主业实现收入 871.88 亿元，占营业总收入的比重为 55.94%；非钢业务实现收入 686.69 亿元，在营业总收入中的占比为 44.06%，对营业总收入形成了良好的支撑。2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 1,437.70 亿元，其中钢铁主业收入为 697.35 亿元，占比为 48.50%。

图 4：2018 年公司营业总收入构成情况



资料来源：根据公司年报整理

## 钢铁业务

公司钢铁业务板块主要由山东钢铁（含山东钢铁集团日照有限公司）、莱钢集团下属的莱芜钢铁集团银山型钢有限公司及山东莱钢永锋钢铁有限



公司（以下简称“莱钢永锋”）和山东钢铁集团永锋淄博有限公司（以下简称“永锋淄博”）等公司经营，产品涵盖中厚板、热轧带钢、H型钢、特钢、棒材、钢筋以及线材等。

## 原燃料供应

铁矿石方面，公司已成立山钢矿业，对省内现有矿山资源进行整合。现阶段，公司自供铁矿石主要来自下属企业山东金岭铁矿有限公司（以下简称“金岭铁矿”）、莱芜矿业公司、鲁南矿业公司有限公司等，2018年上述矿业公司铁精矿产量分别为120.20万吨、100.56万吨和48.15万吨，当年铁精矿合计产量为268.91万吨，自给率为10.68%；2019年前三季度，莱芜金牛矿业公司（以下简称“金

牛矿业”）开始生产，当期实现自产铁精矿7.13万吨，公司合计自产铁精矿266.54万吨，自给率升至12.91%。在勘铁矿资源方面，公司积极推进铁矿石资源勘探工作，其中，东平彭集铁矿项目规划停止且短期内无重启计划、济南钢城矿业矿山部分关停，其余各项勘探工作进展顺利，并继续积极赴海外寻找铁矿石资源。不过相对于同期铁精矿需求量而言，公司自供比例较低，但山钢矿业成立后对矿产资源的整合力度不断加强，并且得到地方政府的大力支持，潜在资源储量较大，随着金牛矿业达产以及在勘项目建设的推进，铁矿石自给率有望有所提升。

表 2：公司国内主要矿山资源概况（单位：万吨、万吨/年、%）

名称	资源储量	品位	铁精矿产能	2016年铁精矿产量	2017年铁精矿产量	2018年铁精矿产量	2019年1~9月铁精矿产量	公司持股比例
金岭矿业	5,449.66	45.23	120.00	110.03	118.77	120.20	100.86	58.41
其中：本部	1,115.8	49.98	120.00	110.03	118.77	120.20	100.86	58.41
金鼎矿业公司	4,269.6	51.88	-	-	-	-	-	23.36
莱芜矿业公司	4,476.62	47.48	100.00	100.66	104.63	100.56	80.42	35.00
鲁南矿业公司	4,275.62	36.09	45.00	43.96	39.92	48.15	77.13	34.00
莱芜金牛矿业公司	138.9	40.39	10.00	-	-	-	7.13	17.00
加：彭集铁矿项目	23,473.00	29.84	-	-	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>37,813.80</b>	<b>-</b>	<b>275.00</b>	<b>254.65</b>	<b>263.32</b>	<b>268.91</b>	<b>266.54</b>	<b>-</b>

注：金岭铁矿拟将其持有金岭矿业58.41%股权无偿划转给山钢矿业，截至2019年11月9日，金岭铁矿尚未解除金岭矿业的股票质押，山钢集团解质押担保手续仍在办理中，故上述无偿划转股份尚未完成过户；金牛矿业为公司联营企业，持股比例为50%。

资料来源：公司提供

公司下属山东钢铁集团国际贸易有限公司主要负责铁矿石等大宗原燃料的统一进口。现阶段，公司外购铁矿中进口矿占比超过80%，主要来自澳大利亚、巴西、塞拉利昂、智利、印度等地；国内矿主要采自山东、东北、江苏等地。为保障铁矿石进口采购的稳定性，公司与国外主要供应商签订了长期供应协议或中长期战略合作协议；目前，公司与罗伊山、力拓、必和必拓（BHPB）及淡水河谷（VALE）等大型供应商协议供应量约1,800万吨。

表 3：公司与主要铁矿石供应商的协议签订情况（万吨/年）

供应商	协议供应量	协议生效起止时间
VALE	480	2019/1/1~2019/12/31
罗伊山	294	2016/1/1~2020/12/31
BHPB	420	2019/4/1~2020/3/31

力拓	600	2017/1/1~2019/12/31
----	-----	---------------------

注：长期合作铁矿石供应商中部分合同即将到期，目前正在准备续签手续，不影响公司原燃料供应。

资料来源：公司提供

受国内外矿价变动、运输成本和生产计划影响，公司铁矿石的国内外采购量存在一定波动，2018年因国内铁矿石采购价格上升幅度较大及废钢利用率有所提高影响，公司减少了对其的采购。采购价格方面，2018年以来，受钢材价格上涨的传导以及铁矿石市场回暖影响，公司铁矿石采购价格同比上升，全年国内矿与进口矿均价分别升至781元/吨和491元/吨；2019年1~9月，受海外矿供应量缩紧影响，国内矿和进口矿均价<sup>1</sup>分别大幅升至

<sup>1</sup> 进口矿与国内矿采购均价均含税费及运费。

949 元/吨和 699 元/吨。

煤炭与焦炭方面，公司下属各子公司基本都拥有自备焦化厂，目前约 90% 的焦炭为自产；焦煤约 80% 从国内矿务局采购，剩余部分从国外和地方供应商采购。公司与主要供应商如山西焦煤集团、山东能源集团、潞安环能、潍焦集团、金能科技、山西焦化等均已签订长期合作协议，由其以市场价格或协商价格向公司长期提供生产所需原料。2016 年下半年以来，国家推行煤炭行业限产政策，焦煤、焦炭供应趋紧，公司焦煤的采购价格快速上涨，2018 年焦煤及焦炭采购均价分别增长至 1,298 元/吨和 2,439 元/吨；2019 年 1~9 月，受焦煤及焦炭价格震荡下行影响，采购均价分别降至 1,251 元/吨和 2,154 元/吨。

表 4：近年来公司主要原燃料采购情况（元/吨、万吨）

	2017		2018		2019.1~9	
	价格	数量	价格	数量	价格	数量
国内矿（含自给）	670	421	781	394	949	334
进口矿	477	2,072	491	2,124	699	1,730
焦煤	1,088	761	1,298	733	1,251	563
焦炭	1,171	118	2,439	127	2,154	250

资料来源：公司提供

### 钢材生产

公司作为国内特大型钢铁生产企业之一，在钢铁产能产量方面具备较为明显的规模优势，但由于下属企业多为历史相对较长的国有钢铁企业，部分设备老旧，且下属企业之间存在产品结构重叠的现象。为此，山钢集团在整合重组的同时分批淘汰部分落后产能，2016 年在山东省及济南市政府大力支持下，济钢集团将部分设备淘汰并开始搬迁工作，2017 年 7 月 10 日济钢基地的钢铁产线实现全线安全停产。从产能分布情况来看，济南片区产能退出

表 5：近年来公司生铁、粗钢、钢材产能及产量（万吨/年、万吨）

产品	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~9 月	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
生铁	2,501	2,379	1,811	2,102	2,254	2,243	2,659	1,938
粗钢	2,770	2,302	2,120	2,168	2,465	2,321	2,890	2,026
钢材	3,124	2,235	2,062	2,073	2,455	2,262	2,585	1,957

注：2019 年 1~9 月产能数据经年化。

资料来源：公司提供

2018 年 5 月，生态环境部发布的《钢铁企业超

后，公司钢铁产能主要分布于莱芜市、德州市、日照及淄博市。淄博、德州系京津冀大气污染传输通道城市，莱芜市亦在山东省大气污染防治工作范围内，受 2017 年度采暖季大气污染防治工作的影响，当年莱芜片区、淄博片区及德州片区部分钢铁产线停产，合计影响产能约 110 万吨（上述区域分别为 40 万吨、25 万吨和 45 万吨）；当年济钢基地停产造成生铁、粗钢、钢材年产能分别减少 690 万吨、650 万吨和 1,062 万吨，受上述影响，2017 年公司产能同比减少较多。2018 年，受大气污染防治工作的影响，公司部分钢铁产线停产，合计影响粗钢产能约 120 万吨/年，同时山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司（以下简称“新疆公司”）将 104 万吨生铁和 100 万吨粗钢产能指标以 9.87 亿元转让给福建三钢闽光股份有限公司亦对生铁和粗钢产能有所影响；但随着日照精品钢基地一期一步项目稳步建成投产，生铁、粗钢和钢材产能分别增加 405 万吨、425 万吨和 660 万吨，公司整体产能有所回升，截至 2018 年末生铁、粗钢、钢材年产能分别升至 2,254 万吨/年、2,465 万吨/年和 2,455 万吨/年，当期产量分别为 2,243 万吨、2,321 万吨和 2,262 万吨。2019 年以来日照基地二期工程投产，公司新增 1 座 5100m<sup>3</sup> 高炉、2 座 210 吨转炉和 1 条炉卷轧机生产线，截至 2019 年 9 月末，日照地区生铁、粗钢和钢材产能分别达到 810 万吨、850 万吨和 790 万吨；受益于此，当期末公司生铁、粗钢和钢材产能分别较 2018 年提升至 2,659 万吨/年、2,890 万吨/年和 2,585 万吨/年；当期生铁、粗钢和钢材产量分别为 1,938 万吨、2,026 万吨和 1,957 万吨，同比增幅均在 15% 以上，规模优势进一步凸显。

低排放改造工作方案（征求意见稿）》明确指出，



加大重点区域钢铁产能压减力度，淘汰 130 平方米以下烧结机、1000m<sup>3</sup> 以下高炉和焦化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉。2018 年 6 月 27 日，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》（国发“2018”22 号），将淄博、德州、济南列入京津冀大气污染传输通道重点区域范围（“2+26”城市），并明确指出：“重点区域城市钢铁企业要切实采取彻底关停、转型发展、就地改造、域外搬迁等方式，推动转型升级，重点区域严禁新增钢铁、焦化、电解铝、铸造、水泥和平板玻璃等产能；严格执行钢铁、水泥、平板玻璃等行业产能置换实施办法”。2018 年 11 月 7 日，山东省政府办公厅印发《山东省落实〈京津冀及周边地区 2018~2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案〉实施细则》，将济南、淄博等城市列入重点实施范围，明确指出加大钢铁行业产能淘汰和压减力度，列入去产能的钢铁企业，一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备，2018 年完成全省钢铁产能压减退出 355 万吨。2019 年 9 月，生态环境部发布《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》，针对区域仍为“2+26”城市，其中 2019 年 12 月前，山东省应压减焦化产能 1,031 万吨，同时按照炼焦产能与钢铁产能比不高于 0.4 的目标，加大独立焦化企业淘汰力度。未来随着大气污染防治工作的常态化，公司面临的产能淘汰和环保设备升级压力或将不断增大。

**表 6：截至 2019 年 9 月末公司主要生产设备及生产线**

项目	生产设备及生产线
炼铁系统	2×5100m <sup>3</sup> 高炉、1×3200m <sup>3</sup> 高炉、2×1880m <sup>3</sup> 高炉、9×1080m <sup>3</sup> 高炉、1×1350m <sup>3</sup> 高炉、2×530m <sup>3</sup> 高炉、2×350m <sup>3</sup> 高炉（共 19 座）
炼钢系统	4×210 吨转炉、10×120 吨转炉、3×60 吨转炉、3×50 吨转炉（共 20 座转炉）1×100 吨电炉、1×50 吨电炉（共 2 座电炉）
轧钢系统	13 条型材生产线（含棒材、螺纹）、3 条 H 型钢生产线、2 条 4300mm 宽厚板生产线、3 条热轧钢带生产线、1 条炉卷轧机生产线、3 条冷轧钢带生产线、4 条线材生产线、2 条热轧钢管轧机、1 条镀锌生产线（共 32 条）

资料来源：公司提供

公司产品种类较为齐全，主要产品包括螺纹产品、线材、优钢（齿轮钢、合金钢、轴承钢等）、

型钢、钢带以及板材等，重点优势产品为其中厚板和 H 型钢。公司中厚板产能分布在日照精品钢基地和莱芜，目前拥有 4300mm 宽厚板生产线两条，年产能均为 180 万吨；产线装备达到国内先进水平，能够生产高强度、耐磨、耐腐蚀的高等级钢板，其中造船板、容器板及建筑结构用中厚板等均获“中国名牌”称号；管线钢供货于国家西气东输工程；油罐钢 JGR610E 供货于舟山国家石油储备基地，使公司成为了国内向国家战略石油储备工程整体供货的 4 家企业之一。H 型钢方面，莱钢集团是国内产能最大、规格最全的 H 型钢生产基地，现有年产能分别为 100 万吨、100 万吨、20 万吨的大、中、小型生产线，所产的 H 型钢系列产品已通过欧盟、日本、韩国的认证，远销巴西、沙特、韩国、新加坡等国；2018 年大型 H 型钢国内占有率为 18%，产品竞争实力较强。

生产方面，2017 年济南生产线退出后，当年末公司螺纹产品、钢带产品及板材产品产能阶段性大幅减少，但受钢铁行业延续好转行情，公司当年螺纹、线材、优钢等产品产量同比均大幅提升。受 2018 年去产能工作继续推进、新疆公司产能指标转让、型材生产线关停以及当年末工信部重新核查产能数据影响，公司螺纹和线材产品产能分别进一步压降至 590 万吨/年和 220 万吨/年，同时由于公司日照钢铁精品基地投产及增加宽厚板生产线，钢带产品和板材产品产能随之增至 735 万吨/年和 360 万吨/年。产量方面，受益于钢铁行业景气度持续走强以及部分产品产线投产，公司当年除板材产品因 2017 年下半年济钢集团停产以及日照精品钢基地未完全达产造成产量下滑较多外，各产品产量均较上年有所增加；其中，2018 年螺纹钢利润空间较大，公司加大生产力度，其产量同比大幅增至 823.50 万吨，产能利用率达到 139.58%。2019 年 1~9 月，公司钢带产能进一步增加 130.00 万吨/年至 865.00 万吨/年，其余各产品产能与上年持平；产量方面，除型钢和优钢产量同比小幅下降外，其余品种均呈同比增加态势，其中板材产量同比大幅增加 104.35%，主要系新产线达产所致，螺纹产品需求旺盛，当期亦大幅超产。

**表 7：近年来公司主要钢材产品产量（万吨/年、万吨）**

		2017	2018	2019.1~9
螺纹产品	产能	685.00	590.00	590.00
	产量	761.84	823.50	661.98
线材产品	产能	330.00	220.00	220.00
	产量	219.66	282.17	245.10
优钢产品	产能	230.00	230.00	230.00
	产量	170.43	175.07	125.85
型钢产品	产能	260.00	260.00	260.00
	产量	254.61	254.79	175.83
钢带产品	产能	340.00	735.00	865.00
	产量	357.56	546.20	482.13
板材产品	产能	180.00	360.00	360.00
	产量	285.93	154.73	230.00

资料来源：公司提供

生产能耗方面，近年来公司以循环经济理念为指导，优化工艺技术操作，加强余热、余能综合利用，生产成本得到有效控制。2018 年，公司吨钢综合能耗为 564.06 千克标煤，吨钢耗新水 2.69 立方米，较 2017 年有所下降；2019 年 1~9 月吨钢综合能耗为 577.99 千克标煤、吨钢耗新水 2.82 立方米，主要指标仍符合国标要求。

## 钢材销售

公司下设销售中心，具体负责销售战略的制定、实施与监督，销售计划的编制、产品市场定位及市场开发、产品资源总量控制和区域流向优化配置、销售网络和用户供应链建设及加工配送网络的运营，以及提出新产品开发建议和新产品市场开拓等。销售模式方面，公司以直销为主，从而直接了解终端客户需求，增强了客户粘性及市场需求敏感度。为了最大限度地适应市场需求，公司积极调整产品结构，优化营销策略，先后开发了海洋平台用钢、高强结构用钢、耐磨钢、特殊管线用钢、齿轮用钢等高附加值新产品。

在以销定产的生产模式下，公司钢材产品产销率始终维持在高位。2017 年和 2018 年公司分别销售钢材 2,061.30 万吨和 2,228.85 万吨，其中 2018 年公司主要产品中螺纹、线材、优钢、钢带销量均同比增加。销售价格方面，受益于钢铁行业景气度提升及下游需求整体旺盛，2018 年公司钢材产品销售价格继 2017 年大幅上涨后持续呈上升态势，其中板材产品销售价格涨幅为 26.47%，达到 4,158.12

元/吨。受钢铁行业产能仍相对过剩影响，2019 年以来国内钢材价格承压，公司主要钢材产品销售价格均较上年有所回落。

**表 8：公司主要钢材产品销量及销售价格（万吨、元/吨）**

		2017	2018	2019.1~9
螺纹产品	销售量	765.32	819.95	662.39
	销售价格	3,208.71	3,592.32	3,454.07
线材产品	销售量	222.96	282.30	245.04
	销售价格	3,312.46	3,679.49	3,540.81
优钢产品	销售量	169.46	175.47	126.11
	销售价格	3,647.80	4,142.22	3,839.35
型钢产品	销售量	256.38	255.13	175.29
	销售价格	3,197.24	3,662.26	3,597.45
钢带产品	销售量	360.23	543.42	482.47
	销售价格	3,110.13	3,596.66	3,486.84
板材产品	销售量	286.95	152.58	228.69
	销售价格	3,287.88	4,158.12	3,955.80

资料来源：公司提供

销售区域方面，公司以山东省内销售为主，2018 年内销钢材产品在山东省内销售占比达到 64.08%。销售定价方面，公司 H 型钢、中厚板等产品在国内具有一定的话语权。销售结算方面，公司钢材产品销售大多采用先付款后发货的方式，货款回收率较高。

公司日照精品钢基地项目主要产品为高品质热轧薄板、冷轧薄板、宽厚板和中厚宽钢带，定位于高端的汽车、家电、机械制造、海洋工程、石油化工及新能源等领域，为配合高端产品产能释放，近年来，公司加大对相关领域客户的营销力度，但高端产品下游客户对产品的质量要求以及供应商管理较为严格，且客户资源积累需要较长的时间，中诚信国际将持续关注公司新产品销售渠道的建设及其对产能利用的影响情况。

总体看，作为山东省内最大的钢铁企业，公司规模优势较明显且购销渠道较为稳固，未来随着日照精品钢基地项目的投产，钢铁高端产能将得到有效扩充，产品结构将逐步优化。但中诚信国际仍将持续关注国内环保趋严、原材料价格快速上涨、钢材价格波动以及新投建产能释放情况等对公司生产经营及盈利能力的影响。

## 非钢业务

山钢集团已明确了“坚持钢铁为主，产业多元”的发展理念。目前，公司已形成矿产资源开发、钢材深加工、金融、物流贸易、装备制造、耐火材料、工程技术服务、房地产、综合利用等 9 大重点产业。2018 年公司非钢产业收入为 686.69 亿元，同比上升 11.43%；2019 年 1~9 月非钢产业收入为 740.35 亿元，同比大幅增长 47.87%，占比超过 50%。

金融业务方面，公司通过莱钢集团、济钢集团对中泰证券股份有限公司（以下简称“中泰证券”）合计持股 51.52%，拥有实际控制权，并纳入合并报表范围。中泰证券目前正进行首次公开市场发行股票事宜，2016 年 3 月 25 日和 2019 年 4 月 26 日分别在证监会网站完成预先披露，预计发行不超过 209,058.77 万股，占发行后总股本的比例不超过 25.00%，根据 11 月 6 日证监会发布的公告，因尚有相关事项需要进一步核查，中泰证券被暂缓上会审核。近年来，国内金融市场低迷、监管力度全面加强，中泰证券业务量呈下降态势，2016~2018 年分别实现营业收入 83.47 亿元、81.70 亿元和 70.25 亿元，净利润分别为 25.33 亿元、18.96 亿元和 10.70 亿元。根据证券业协会公布的证券公司会员 2016~2018 年度经营业绩排名，中泰证券均位列 20 名之内，具备较强的竞争优势。2019 年前三季度，受益于金融市场有所回暖，中泰证券营业收入和净利润分别为 86.04 亿元和 19.07 亿元，分别同比增长 24.11% 和 102.31%。

此外，公司金融业务板块运营主体还包括山钢金融控股（深圳）有限公司，下设资管公司、互金公司、济钢租赁公司、小贷公司等，四大主营业务为普惠金融、融资租赁、资产管理和海外业务，2017~2018 年及 2019 年 1~9 月营业总收入分别为 91.52 亿元、71.51 亿元和 165.19 亿元；同期净利润分别为 1.44 亿元、0.11 亿元和 1.88 亿元。

鲁银投资集团股份有限公司（以下简称“鲁银投资”）为公司原下属上市公司，2018 年 4 月 26 日，山东国惠与山钢集团签署《鲁银投资集团股份有限公司股份转让协议》，约定将山钢集团所持鲁银投资 11,521.80 万股股份以 15.00 亿元的价格转让给山东国惠持有，2018 年 9 月 10 日，上述协议转

让股份的过户登记手续已办理完毕。此次协议转让股份过户登记完成后，山东国惠持有鲁银投资股份 11,541.80 万股，占鲁银投资总股本的 20.31%，山钢集团不再持有鲁银投资股份。

山钢国际投资有限公司（以下简称“山钢国际”）为公司原海外投资平台，主要从事矿业投资、进出口贸易、引进技术、新产品开发等业务。2018 年 8 月，公司以 14.63 亿元的价格处置山钢国际 75% 的股权，转让完成后，公司不再持有其股权。

物流贸易业务方面，公司物流板块主要包括济钢鲍德汽运、莱钢汽车运输等公司，运营模式为利用其运输物流资质，提供货物运输、仓储、车辆停放等业务，客户主要为集团内部企业及部分省内外其他企业；贸易板块主要运营主体为山东钢铁集团国际贸易有限公司，负责大宗原燃料统一采购工作，2018 年营业收入和净利润分别为 349.07 亿元和 0.36 亿元，2019 年以来贸易规模扩大，前三季度营业收入和净利润分别为 370.22 亿元和 0.56 亿元。

总体而言，公司积极拓展金融、矿产资源开发、装备制造等非钢业务，并使其成为公司收入的重要补充，为可持续发展提供了有力支撑，但金融市场波动对公司金融板块运营带来的影响仍需关注。

## 战略规划

公司已明确了“以钢铁产业为主导，注重发展钢铁资源产业，适度发展金融等相关产业”的产业定位，全面实施“1+N”的战略结构性调整，将按照价值导向，对多元产业各类业务进行分类调整，集中优势资源重点发展能够持续创造显著收入和利润的业务，重点培育具有战略意义的业务，进一步发展潜力有限且退出战略意义不显著的业务。未来，公司将产业布局聚焦到钢铁、矿业、贸易物流、金融、房地产 5 大产业和若干个培育类产业，一个主业带动四个产业及多个其他产业，实现板块化运营。

截至 2019 年 9 月末，公司主要在建项目计划总投资合计 561.44 亿元，已完成投资 466.51 亿元，2019~2021 年计划总投资额为 32.48 亿元。其中，



日照精品钢基地项目产品将定位于满足海洋装备、高端制造、汽车及石油化工等行业需求，该项目已于 2014 年正式开工建设，一期一步工程已于 2017 年底完工并于 2018 年全面投产，目前 5,100 立方米高炉铁水产量已稳定在日产万吨的水平，炼钢、热轧日产量亦均突破万吨。项目一期二步工程已于 2019 年 4 月试运行，截至 2019 年 9 月末日照项目一期已投资完毕，预计 2020 年全面达产；此外，日照项目二期工程已完成可研工作，目前尚处于初

步规划阶段，预计未来仍需要一定投资。济钢“四新”产业园项目用地面积 491 亩，计划总投入 91.45 亿元，规划在产业园开展“四新”产业研究院、中试基地、产业检验检测项目、双创孵化中心、中科院山东技术转换中心以及电子商务中心、政策咨询中心、综合服务中心等，该项目为公司实施新旧动能转换工程的重要举措，承担着济钢集团转型发展、妥善安置人员的重任，截至 2019 年 9 月末尚处一期项目征地阶段。

表 9：公司目前在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	截至 2019 年 9 月底已投资	2019 年剩余计划投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
日照精品钢基地项目	452.44	452.44	-	-	-
济钢“四新”产业园项目	91.45	0.00	4.00	10.00	15.00
济钢环保新材料科技产业园项目	9.93	6.45	3.48	-	-
山钢股份莱芜分公司特钢事业部中型轧钢生产线异地搬迁改造	7.62	7.62	-	-	-
<b>合计</b>	<b>561.44</b>	<b>466.51</b>	<b>7.48</b>	<b>10.00</b>	<b>15.00</b>

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供

另外，公司下属上市公司山东钢铁原计划向山钢集团、莱钢集团、永锋集团有限公司（以下简称“永锋集团”）、齐河众鑫投资有限公司（以下简称“齐河众鑫”）非公开发行股份，交易标的为莱钢集团、永锋集团、齐河众鑫合计持有的莱钢永锋 100.00% 股权；山钢集团、永锋集团合计持有的永锋淄博 100.00% 股权；山钢集团持有的山东钢铁集团日照有限公司（以下简称“日照公司”）37.99% 股权。2018 年 8 月，山东钢铁发布公告称，得知山东省正在组织制定省内先进钢铁制造产业基地发展规划，涉及到本次重组的标的资产永锋淄博、莱钢永锋。其中，永锋淄博紧邻胶济铁路线，可能需要关停、搬迁；莱钢永锋可能需要实施超低排放改造，其工艺流程可能发生重大变化，并将导致其评估价值发生重大变化，受此影响，上述资产重组方案终止。

## 管理

### 产权结构

截至 2019 年 9 月末公司实收资本为 111.93 亿元，其中 70% 股权为山东省国资委持有，20% 股权为山东国惠持有，10% 股权为山东社保基金持有，

山东省国资委为公司实际控制人。

截至 2019 年 9 月末，公司拥有济钢集团、莱钢集团、山钢矿业等 12 家二级子公司，涉及钢铁、金融服务等领域。

### 法人治理结构

公司不设股东会，由山东省国资委履行出资人职责，下设董事会和监事会。公司董事会由 9 人组成，其中外部董事 4 人、职工董事 1 人，由省国资委委派，负责决策公司的主营业务、经营计划、年度投资计划和投资方案等事项；监事会由 2 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等事宜。公司经营层下设办公室、战略发展部、财务部、资本运营部、审计部、安全环保部、矿业部等职能部门，设总经理 1 名、财务总监 1 名、总法律顾问 1 名、董事会秘书 1 名、副总经理若干名，负责日常经营管理工作。

### 管理水平

安全生产管理方面，公司在生产过程中认真贯彻执行《中华人民共和国安全生产法》、《国务院关于进一步加强企业安全生产工作的通知》（国发

以及山东省安全生产监督管理部门有关安全生产的一系列部署精神，制定了《山东钢铁集团有限公司安全管理制度》，加大冶金企业安全生产标准化工作力度。依据国标《企业安全生产标准化基本规范》和国家安监总局《冶金企业安全生产标准化评定标准（轧钢）》，结合省市政府及主管部门的工作要求，公司安全环保委员会制定了《开展冶金企业轧钢单元安全标准化工作实施方案》。在安全环保委员会的领导下公司各管理部门和相关单位认真做好安全生产达标工作，各级安全管理负责人和管理人员必须持证上岗，必须取得山东省颁发的《安全资格证》并每年参加再培训，以提高安全生产管理水平。

财务管理方面，公司于 2011 年成立了山东钢铁财务公司，具体负责资金管理制度的制定和执行、资金预算和结算管理、资金筹措和调剂及内部风险控制等。此外，下属资金中心负责统一融资和银行授信工作，形成了以统借统还为主的融资模式。

中诚信国际也注意到，公司下属子公司多为发展历史相对较长的老钢铁企业，截至 2019 年 9 月底，公司在岗员工 4.48 万人，存在较大的人员负担。

总体看，公司法人治理结构健全，管理体制框架不断完善，日常管理较为规范，内部运营效率得到了良好的制度保障。

## 财务分析

以下财务分析基于经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度财务报告及公司提供的未经审计的 2019 年三季度财务报表。

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）于 2017 年度审计报告中对包括“孙公司山东钢铁集团济钢板材有限公司、莱芜钢铁集团银山型钢有限公司不应将维修费 6.46 亿元计入在固定资产核算”等在内的重大前期差错做出差错更正并对 2016 年度财务报告进行追溯调整，调整后，2016 年末总资产减少 6.03 亿元至 2,652.80 亿元，所有者权益合计调减

6.37 亿元至 413.41 亿元，当年净利润减少 0.52 亿元至 -27.57 亿元；根据 2018 年度报告披露，因会计准则变更及前期会计差错更正，公司对 2017 年度财务报告进行追溯调整，中诚信国际分析时采用追溯调整后的 2016~2017 年度财务报告。

## 资本结构

公司经营规模逐年扩大，资产总额稳步增加，2016~2018 年末分别为 2,652.80 亿元、2,986.67 亿元和 3,164.43 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司总资产规模继续增至 3,436.77 亿元，维持了稳健增长态势。

随着公司非钢板块大力发展，尤其是金融板块迅速增长，流动资产逐年增加，2016~2018 年末流动资产分别为 1,210.65 亿元、1,416.49 亿元和 1,779.96 亿元，占总资产比例亦呈上升态势，2018 年末已超过非流动资产。从流动资产构成来看，公司流动资产主要以其他流动资产、货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和存货组成，2018 年末上述四项占流动资产的比重分别为 22.02%、16.72%、16.10% 和 16.00%。其中，其他流动资产主要为子公司中泰证券融出资金、存出保证金及理财产品等，近年来呈现逐年增长态势，2018 年末同比大幅增加 52.70% 至 391.88 亿元，主要系其他及待抵扣增值税增加所致。货币资金主要为银行存款，近年来较为稳定，其中 2017 年末同比减少 29.08 亿元主要由于当年公司增加现金结算力度；2018 年末受限部分为 108.79 亿元，占期末货币资金的比例为 36.56%，主要由各类保证金构成，受限比例较高。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为交易性金融资产，其中，2018 年末同比大幅增加 71.87% 至 286.54 亿元，主要因公司加大债务工具投资力度所致。存货方面，2016~2018 年末存货分别为 265.84 亿元、259.20 亿元和 284.77 亿元，其中 2018 年末受原燃料价格上升影响，存货规模有所上升，当年末累计计提跌价准备 14.44 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司流动资产进一步增加至 1,977.87 亿元，占总资产的比重随之小幅上升至 57.55%，其中 2019 年以来金融市



场好转，中泰证券相关业务规模扩张使得其他流动资产、货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产分别增至 457.50 亿元、338.53 亿元和 333.48 亿元；存货规模亦较上年末增加 22.28 亿元至 307.05 亿元，主要系原燃料成本上升加之日照精品钢基地生产规模扩大所致。

非流动资产方面，近年来公司非流动资产规模有所波动，2016~2018 年末分别为 1,442.15 亿元、1,570.19 亿元和 1,384.47 亿元，其中 2018 年末同比减少主要受固定资产、长期股权投资及在建工程下降影响。从构成来看，固定资产、可供出售金融资产、在建工程及无形资产是非流动资产的主要构成。固定资产方面，2017 年末公司固定资产为 795.19 亿元，同比有所增加主要因会计准则调整使得固定资产清理 232.15 亿元计入固定资产所致，当年固定资产清理主要系子公司济钢集团钢铁产能调整生产线停用造成；若剔除此影响，同期末固定资产为 563.03 亿元，同比减少 200.32 亿元。随着日照精品钢基地一期一步项目达产、部分在建工程转固，2018 年末固定资产净值增至 642.52 亿元，同时因济钢集团处置停产资产和土地固定资产清理降至 6.78 亿元，使得期末固定资产规模同比减少 145.89 亿元至 649.30 亿元。可供出售金融资产主要为公司开展金融业务所持有的债券、资产管理计划、股票等金融资产构成，2016~2018 年末分别为 208.72 亿元、211.53 亿元和 250.00 亿元；其中 2018 年末同比增加 38.47 亿元主要系公司可供出售债券增加所致。随着日照精品钢基地以及各设备升级改造项目的继续推进，2017 年末在建工程增长 37.81% 至 209.97 亿元；2018 年，焦化、炼钢、炼铁和热轧等各项技改工程相继转固，当年末在建工程降至 176.28 亿元。公司无形资产主要包括土地使用权、采矿权和专利权，2016~2018 年末分别为 120.25 亿元、145.30 亿元和 140.91 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司非流动资产增至 1,458.90 亿元，其中随着日照精品钢基地二期二步等工程的陆续完工转固，固定资产增至 785.11 亿元，在建工程减少至 95.63 亿元；同期末无形资产为 137.50 亿元，较上年末小

幅下降，主要系济钢集团为保护其法人权益冻结其子公司部分土地使用权所致。

近年来随营业规模的扩张，公司负债总额亦呈扩张态势，2016~2018 年末分别为 2,239.39 亿元、2,527.55 亿元和 2,644.18 亿元。负债构成方面，公司流动负债占负债总额比重较大，2016~2018 年末分别为 1,369.19 亿元、1,541.11 亿元和 1,775.66 亿元，占总负债的比重分别为 61.14%、60.97% 和 67.15%。其中，2017 年公司通过调整负债结构，加大了长期借款及长期应付债券的融资力度，使得当年末流动负债占比略有下降，2018 年末占比回升主要受应付票据及应付账款和卖出回购金融资产款大幅增加影响。截至 2019 年 9 月末，总负债进一步增至 2,869.53 亿元，由于公司持续调整债务结构，流动负债占总负债的比重降至 60.67%。

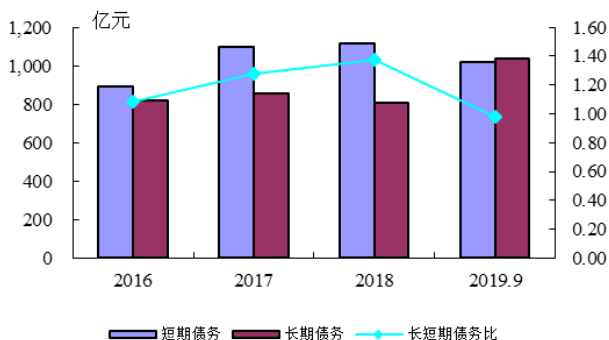
公司流动负债主要以短期借款、应付票据、其他流动负债和一年内到期的非流动负债组成，截至 2018 年末上述四项合计占流动负债的 64.91%。2016~2018 年末公司短期借款分别为 359.20 亿元、326.20 亿元和 325.47 亿元，呈逐年下降趋势，主要系公司调整借款结构，增加长期借款以及发行债券的方式融资所致。应付票据方面，2016~2018 年末分别为 294.23 亿元、238.01 亿元和 306.32 亿元，其中 2017 年末公司增加了现金结算而减少票据结算力度，应付票据较上年末减少 19.11%；随着采购规模的增加，2018 年末应付票据同比增加 28.70%。近年来其他流动负债规模逐年增加，2016~2018 年末分别为 229.73 亿元、265.34 亿元和 299.98 亿元，其中短期应付债券分别为 135.00 亿元、195.00 亿元和 260.00 亿元。同期末一年内到期的非流动负债分别为 75.11 亿元、314.58 亿元和 220.86 亿元，其中 2017 年末随着部分信托、中期票据和长期借款即将到期，一年内到期的非流动负债同比大幅增长 3.19 倍，2018 年末上述款项的集中偿还使得公司一年内到期的非流动负债有所下降。截至 2019 年 9 月末，公司短期借款增至 377.45 亿元，随着一年内到期的长期借款和长期应付款陆续偿还，一年内到期的非流动负债较上年末减少 94.73 亿元至 126.13 亿元，

其余科目较上年末变化较小。

非流动负债主要由应付债券和长期借款组成，2017 年公司进行债务结构调整，长期借款及应付债券规模均有所增加，使得当年末非流动负债快速增长至 986.44 亿元；2018 年公司进一步加大公开债务融资工具使用力度，当年末应付债券较上年末的 548.98 亿元升至 678.60 亿元，但长期借款的大幅缩减带动期末非流动负债降至 868.52 亿元。截至 2019 年 9 月末，受公司增加长期借款、定向债务融资工具及中期票据融资力度影响，非流动负债较年初增加 260.08 亿元至 1,128.60 亿元，其中应付债券增至 862.82 亿元。

有息债务方面，随着经营规模的扩大以及在建项目的持续推进，公司对流动资金的需求较大，近年来总债务维持高位，2016~2018 年末分别为 1,689.28 亿元、1,936.44 亿元和 1,922.50 亿元。从债务结构来看，公司债务以短期债务为主且占比逐年增加，2017 年受发行较大规模短期债券以及长期债券转入一年内到期的非流动负债影响，短期债务占总债务比重升至 55.66%；2018 年末短期债务规模增至 1,113.57 亿元，同时长期借款大幅减少，在上述因素的共同影响下，当期末短期债务占比进一步升至 57.92%。2019 年前三季度，公司增加长期债务融资力度以置换短期债务，期末总债务规模增至 2,061.86 亿元，短期债务较上年末减少 91.39 亿元至 1,022.18 亿元，占比降至 49.58%，债务结构有所改善，但考虑到同期末货币资金仅有 338.53 亿元，短期债务压力依然较重。

图 5：近年来公司债务结构

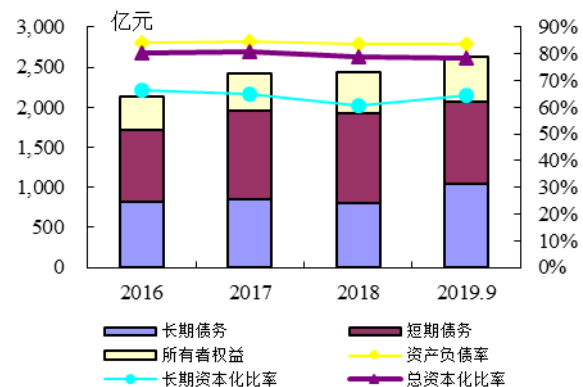


资料来源：根据公司财务报表整理

所有者权益方面，公司所有者权益近年不断增长，2016~2018 年末分别为 413.41 亿元、459.13 亿元和 520.24 亿元。受益于国有土地出资评估增值，资本公积有所增加以及少数股东权益大幅增长，2017 年末所有者权益同比增加 45.72 亿元。2018 年末所有者权益同比增加 13.31%，主要由于公司发行三期永续中期票据，使得年末其他权益工具增加 50.00 亿元至 110 亿元所致。2019 年 9 月末，受益于公司非 100%控股的子公司经营效益较好，少数股东权益进一步增长，永续中期票据、类永续债和可续期公司债的发行亦使得其他权益工具增至 141.00 亿元，带动期末所有者权益增至 567.24 亿元，其中，少数股东权益占比达到 67.22%，对公司权益结构稳定性产生一定影响。

从资本结构来看，受公司债务规模较大影响，2016~2018 年末资产负债率和总资本化比率均处于高位。2018 年末，受益于债务规模的下降及所有者权益的增加，当期末资产负债率和总资本化比率分别下降至 83.56% 和 78.70%。截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 83.49% 和 78.42%，与上年末基本持平。

图 6：近年来公司资本结构



资料来源：根据公司财务报表整理

总体来看，近年来公司总资产与总负债规模均不断增长，日常运营和投资所需资金高度依赖于债务融资，资产负债率及总资本化率始终处于高位运行，债务压力较重；同国内其他大型钢铁企业相比，公司负债水平相对较高，资本结构有待优化。

表 10：2018 年末主要钢铁集团企业资产负债率（%）

公司名称	资产负债率
马钢集团	58.85
鞍钢集团	69.55
河钢集团	72.37
首钢集团	72.69
本钢集团	72.87
<b>山钢集团</b>	<b>83.56</b>

资料来源：中诚信国际计算整理

## 盈利能力

2016~2018 年公司分别实现营业总收入 1,025.37 亿元、1,352.33 亿元和 1,558.57 亿元，钢铁板块收入的大幅提升带动 2017~2018 年营业总收入分别同比增长 31.89% 和 15.25%。2019 年 1~9 月，虽然钢材价格有所下滑，但受益于日照基地一期二期投产以及公司非钢业务发展较好，当期营业总收入同比提升 27.90% 至 1,437.70 亿元。

分板块来看，公司主营业务突出，钢铁板块仍为公司收入的主要来源，其中受益于供给侧改革的成功推进以及下游需求回暖，2017 年钢材价格持续上涨，钢铁板块收入增至 736.06 亿元；2018 年钢铁行业延续较高的市场景气度，钢材价格维持在较高水平，该板块收入进一步上升至 871.88 亿元，占营业总收入的比例为 55.94%。同期，公司金融板块收入有所下降，主要系近年来金融市场低迷所致；此外，公司矿业、机械、建筑和物流等其他板块收入存在一定波动，能为整体收入规模提供较大贡献。2019 年 1~9 月，公司钢材产销量较上年同期增加，钢铁板块收入同比增加 11.86% 至 697.35 亿元；受益于金融市场回暖，公司金融业务收入同比亦有所增加；同期铁矿石价格持续走高，下属金岭矿业等子公司经营效益好转，矿业板块收入同比增至 31.64 亿元；此外，济钢关停后，其下属物流公司、汽运公司等企业物流业务迅速缩减，当期物流板块收入同比大幅降至 3.22 亿元，而其他业务收入同比大幅增至 509.54 亿元主要系上述企业转型贸易使得贸易业务规模增加所致。

表 11：近年来公司主要板块收入结构（亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~9
钢铁	559.84	736.06	871.88	697.35

耐材	8.92	9.36	8.63	7.84
矿业	21.01	27.57	24.27	31.64
金融	124.08	116.05	106.10	94.82
机械、建筑	121.89	165.15	118.00	93.29
物流	32.50	29.56	55.88	3.22
其他业务	157.13	268.58	373.82	509.54
<b>合计</b>	<b>1,025.37</b>	<b>1,352.33</b>	<b>1,558.57</b>	<b>1,437.70</b>

注：其他业务板块主要经营主体包括山东省职业学院、烟台宾馆、济钢商贸、山东新力冶金、山东冶金物资、山东地质水文勘察、济钢铁合金厂等，涉及贸易、教育、住宿、加工、设计、勘察等业务。

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016~2018 年公司营业毛利率分别为 11.86%、15.19% 和 17.65%，呈逐年上升态势。分板块来看，受益于钢铁市场回暖，钢材价格回升，公司钢铁板块毛利率持续上升，2016~2018 年分别为 9.00%、16.79% 和 18.03%。同时，公司积极推动业务整合，促进各业务板块协同发展，其中，受益于铁矿石和钢材价格上升，与之相关的矿业和耐材板块毛利率较高且近两年保持增长态势，但因收入占比较小，对公司整体盈利能力贡献不大；机械、建筑和其他板块受行业波动影响，毛利率 2017 年同比下滑，但 2018 年有所回升；金融板块则因资本市场波动，近两年毛利率水平持续下降。目前公司正在积极推动关键业务整合、掌控上游铁矿石资源、优化产业布局，力图提高整体竞争力，有望对其盈利水平的提升起到积极作用。2019 年 1~9 月，钢材价格整体呈下行态势，加之原燃料价格上涨，公司钢铁板块毛利率大幅下滑至 9.28%；同时受毛利率较低的贸易板块扩大影响，其他业务毛利率亦呈下降态势，共同导致当期整体营业毛利率降至 10.75%。

表 12：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2016	2017	2018	2019.1~9
钢铁	9.00	16.79	18.03	9.28
耐材	21.51	26.07	40.32	43.62
矿业	22.32	32.17	37.99	31.35
金融	38.62	35.79	33.68	22.54
机械、建筑	22.00	18.06	22.14	22.38
物流	6.55	7.68	10.08	18.01
其他业务	23.64	14.28	18.78	6.62
<b>营业毛利率</b>	<b>11.86</b>	<b>15.19</b>	<b>17.65</b>	<b>10.75</b>

资料来源：公司提供

从期间费用来看，2017 年公司三费合计为

197.85 亿元，同比增长主要系管理费用和财务费用大幅增加所致，其中，由于下属济钢集团转型调整停产，支付安置职工补偿大幅增加，导致管理费用同比增长 27.82% 至 70.29 亿元；债务规模大幅增加且融资成本有所提升，使得全年财务费用同比增加 18.36% 至 72.40 亿元。2018 年，受益于公司对管理费用的控制以及利息收入和汇兑收益增加带来的财务费用减少，当年三费合计同比小幅下降至 191.83 亿元。近年来受益于公司营业总收入保持了良好的增长态势，三费收入占比逐年下降，2016~2018 年分别为 16.79%、14.63% 和 12.31%。2019 年 1~9 月，受益于融资成本下降使得财务费用减少，三费合计同比小幅降至 122.42 亿元，三费收入占比进一步降至 8.52%。

表 13: 近年来公司期间费用情况 (亿元、%)

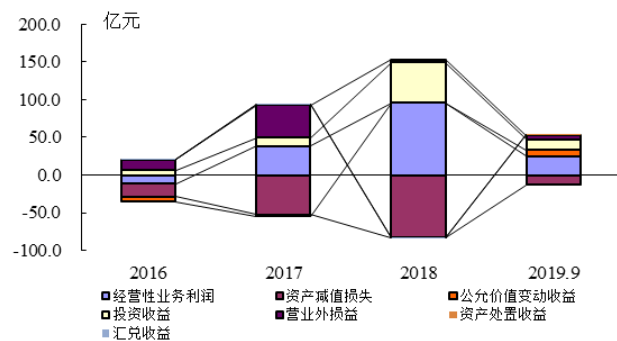
	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用	56.04	55.17	55.68	12.80
管理费用	54.99	70.29	67.85	59.42
财务费用	61.17	72.40	68.30	50.20
三费合计	172.19	197.85	191.83	122.42
营业总收入	1,025.37	1,352.33	1,558.57	1,437.70
三费收入占比	16.79	14.63	12.31	8.52

资料来源：根据公司财务报表计算整理

利润方面，2016~2018 年公司利润总额分别为 -14.37 亿元、37.86 亿元和 70.18 亿元，呈大幅增加态势。其中，2017 年受益于钢铁行业回暖，公司盈利能力有所好转，当期实现经营性业务利润 37.37 亿元，扭亏为盈；此外，当期公司计提资产减值损失 52.58 亿元，主要由于济钢集团钢铁产能关停，计提包括坏账、存货、固定资产与在建工程在内的减值损失约 40 亿元，对利润形成较大侵蚀。同期，由于济钢集团产能关停，政府为公司安置员工、转型发展提供了专项拨款，营业外损益增至 42.83 亿元。2018 年钢材价格维持高位，经营性业务利润同比大幅增加 155.95% 至 95.65 亿元；受济钢集团产能关停、国家和地方政府政策性停产等因素影响，当年计提资产减值损失同比增加 30.11 亿元至 82.69 亿元；同期，公司实现投资收益 53.13 亿元，同比大幅增加 3.92 倍，主要系当年处置鲁银投资 20.31%

股权和山钢国际 75% 股权所致，对利润总额形成有力补充。2019 年 1~9 月，公司实现利润总额 40.60 亿元，同比增长 8.18%，其中由于钢铁市场景气度有所下滑，加之铁矿石价格上涨，公司经营性业务利润同比下降 29.46 亿元至 24.69 亿元；但受益于中泰证券持有的金融资产公允价值增加以及产生持有期收益，公允价值变动收益和投资收益分别为 8.10 亿元和 14.24 亿元，对当期公司利润总额形成一定补充；此外，济钢集团产能清理基本完成，资产减值损失同比大幅下降至 13.36 亿元。

图 7: 近年来公司利润总额构成情况



资料来源：根据公司财务报表计算整理

从盈利指标来看，2016 年受钢铁行业景气度较差影响，全年 EBITDA 利润率和总资产收益率较低，分别为 9.08% 和 1.86%，随着钢铁行业好转而有所改善，2018 年 EBITDA 利润率和总资产收益率分别增至 11.43% 和 4.54%。

总体来看，公司钢铁主业突出，2017~2018 年受钢铁行业需求回暖影响，盈利能力大幅好转，同时非钢业务对其收入规模和盈利水平形成了一定程度的补充，但非经营性损益规模较大，对利润产生较大影响。2019 年前三季度，钢材价格的回落与原燃料价格的上涨对公司盈利能力产生一定影响，但金融市场的景气度回升及计提资产减值损失的减少对此形成一定弥补，中诚信国际将持续关注钢材市场变化对其经营业绩的影响。

## 现金流

经营活动方面，公司经营活动净现金流呈波动态势，2016~2018 年分别为 97.38 亿元、-31.93 亿元



和 256.50 亿元。2017 年，公司经营活动现金流入大幅增长，主要系当年盈利能力大幅提升所致；但受金融板块低迷影响，公司加大自营业务资金投入，经营活动现金流出亦大幅增加，当期经营活动净现金流减少至-31.93 亿元。2018 年受益于销售收入规模的扩大及应付项目的增加，公司实现经营活动净现金流 256.50 亿元，经营获现能力明显改善。2019 年 1~9 月，由于铁矿石等原燃料成本上行，公司购买商品、支付劳务的现金增幅较大，经营活动净现金流为 43.50 亿元，同比大幅减少 144.30 亿元。

从投资活动来看，近年来公司投资活动现金流呈净流出状态且敞口逐渐扩大，2016~2018 年分别为-64.30 亿元、-114.29 亿元和-186.15 亿元。2017 年，公司投资支付和收回投资的现金均大幅减少，但受加大对日照精品钢基地等在建项目的资本投入，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增至 117.27 亿元影响，当期投资活动现金净流出同比增加 49.99 亿元。2018 年，由于中泰证券金融资产投资增加以及公司支付较多日照精品钢基地建设款项，当年投资支付的现金同比增加 102.80 亿元至 178.39 亿元，使得投资活动现金净流出进一步增加。2019 年 1~9 月，投资活动现金流仍维持净流出态势，为-102.69 亿元，与上年同期持平；其中，受日照精品基地资金投入后续结算影响，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增至 87.39 亿元。根据规划，日照精品钢基地建设接近尾声，公司资本支出压力减轻。

筹资活动净现金流方面，2016~2018 年分别为 16.25 亿元、136.50 亿元和-59.30 亿元。2017 年，公司增加债券融资的发行规模加上当期债务偿还力度减少，筹资活动净流入大幅增加；2018 年公司加大债务偿还力度，使得当年筹资活动净现金流转负。2019 年 1~9 月，由于公司投资保持较大支出规模，外部融资需求有所增加，筹资活动净现金流为 98.42 亿元，同比转正。

表 14：近年来公司现金流变化（亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~9
经营活动现金流入	1,199.34	1,479.09	1,545.18	1,425.03
经营活动现金流出	1,101.96	1,511.02	1,288.67	1,381.53
<b>经营活动净现金流</b>	<b>97.38</b>	<b>-31.93</b>	<b>256.50</b>	<b>43.50</b>
投资活动现金流入	468.53	81.02	112.92	50.38
投资活动现金流出	532.83	195.31	299.08	153.07
<b>投资活动净现金流</b>	<b>-64.30</b>	<b>-114.29</b>	<b>-186.15</b>	<b>-102.69</b>
筹资活动现金流入	1,670.31	1,453.05	1,599.83	1,528.37
其中：吸收投资	30.33	19.59	10.54	31.01
借款	1,152.52	1,111.84	1,319.50	1,485.48
筹资活动现金流出	1,654.06	1,316.55	1,659.13	1,429.95
其中：偿还债务	1,158.22	973.47	1,449.37	1,355.53
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>16.25</b>	<b>136.50</b>	<b>-59.30</b>	<b>98.42</b>
现金及现金等价物净增加额	50.39	-10.02	12.99	39.47

资料来源：根据公司财务报表计算整理

总体来看，2018 年公司销售回款情况良好，经营获现情况大幅好转，同时，公司加大了外部融资的还款力度，筹资活动转为负敞口。此外，公司大规模资本支出已基本结算，未来投资压力减轻，但 2019 年以来受采购支出增加影响，经营活动净现金流有所弱化，且仍对外部融资存在一定依赖，中诚信国际将继续对公司资金平衡情况保持关注。

## 偿债能力

从偿债能力指标来看，近三年公司 EBITDA 逐年增加，分别为 93.07 亿元、177.98 亿元和 178.21 亿元，总债务/EBITDA 随之下降，2016~2018 年分别为 18.15 倍、10.88 倍和 10.79 倍；同期，EBITDA 利息倍数为 1.31 倍、2.47 倍和 2.37 倍，其中 2018 年末债务规模虽有所下降，但受融资成本上升影响，EBITDA 对债务利息的覆盖能力小幅下降。2017 年公司经营活动净现金流为负，无法有效覆盖债务本息；2018 年以来经营获现情况大幅好转，当期经营活动净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出分别升至 0.13 倍和 3.41 倍。由于公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金以及固定资产投资始终维持在较大规模，2016~2017 年经调整的经营净现金流/总债务和自由现金流/总债务均处于较低水平，2018 年受益于经营获现能力好转，上述指标分别升至 6.94% 和 0.75%，处于行业良好水平。



整体来看，公司债务规模较大，但 EBITDA 和经营获现对债务本息的覆盖能力有所好转。此外，中诚信国际也关注到目前公司受限货币资金占比较高，加之公司债务规模较大，截至 2019 年 9 月末净债务规模达到 1,723.34 亿元，面临一定的偿债压力。

表 15：近年来公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.9
总债务（亿元）	1,689.28	1,936.44	1,922.50	2,061.86
货币资金（亿元）	319.21	290.13	297.53	338.53
净债务（亿元）	1,370.07	1,646.32	1,624.97	1,723.34
EBITDA(亿元)	93.07	177.98	178.21	--
经营活动净现金流(亿元)	97.38	-31.93	256.50	43.50
总债务/EBITDA(X)	18.15	10.88	10.79	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.31	2.47	2.37	--
经营净现金流/总债务(X)	0.06	-0.02	0.13	0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.37	-0.44	3.41	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.62	-5.81	6.94	--
FCF/总债务(%)	-3.81	-11.87	0.75	--

注：带\*指标已经年化处理。

资料来源：根据公司财务报表计算整理

受限资产方面，截至 2019 年 6 月末，公司所有权或使用权受限的资产合计 553.24 亿元，占期末总资产的 16.73%，净资产的 101.66%，受限比例较高；此外，货币资金中 108.17 亿元为各项保证金。同时，公司子公司济钢集团、莱钢集团将合计持有孙公司山东钢铁 27.50 亿股股票质押为公司融资提供担保，占持股比例的 83.01%，占山东钢铁总股本的 25.12%。此外，截至 2019 年 9 月末，山钢矿业子公司金岭铁矿累计质押 1.74 亿股金岭矿业股份，占其所持有股份数的 50.00%。

表 16：截至 2019 年 6 月末公司所有权或使用权受限资产（亿元）

受限资产	账面金额	受限原因
货币资金	9.27	法院冻结、定期存款等
应收票据	11.94	贷款、开票质押
可供出售金融资产	2.39	借款质押
存货	53.99	贷款抵押
固定资产	24.18	贷款抵押等
无形资产	21.58	法院冻结、贷款抵押等
其他	429.89	抵押借款、质押借款等
合计	553.24	

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，截至 2018 年末，公司因业务规模较大，涉及业务品种较多，存在着较多的未决诉讼，主要包括：中泰证券涉及案件 6 宗，计提预计负债 21.93 万元；济钢集团涉及案件 3 宗；淄博张钢涉及案件 5 宗；山钢金融控股（深圳）有限公司涉及案件 3 宗；山东钢铁涉及案件 3 宗，计提预计负债 2,140.55 万元；山钢矿业、山东省新力冶金实业有限公司各涉及案件 1 宗。中诚信国际将对上述事项对公司带来的或有损失保持关注。

对外担保方面，截至 2019 年 9 月末，公司对外担保为 43.73 亿元，占净资产的比重为 7.71%，其中淄博张钢制铁铸管有限公司（以下简称“张钢铸管”）对外担保 7.19 亿元皆已逾期，当期末张钢铸管已停止经营，处于资不抵债状态，预计无法对上述债务履行担保责任，公司已代偿 1.50 亿元，剩余 5.69 亿元，中诚信国际将对公司后续代偿情况保持关注。

表 17：截至 2019 年 9 月末公司对外担保情况（亿元）

担保人	被担保人	担保额度
山钢集团	山钢香港资源有限公司	28.24
张钢铸管	淄博兰雁集团有限责任公司	3.71
张钢铸管	淄博鹏丰纺织有限公司	0.74
张钢铸管	淄博热电股份有限公司	0.28
张钢铸管	淄博澳宏纺织有限公司	0.96
莱钢永锋	山东诚业发展有限公司	0.70
莱钢永锋	山东石横特钢集团有限公司	3.00
莱钢永锋	永锋集团有限公司	3.00
莱钢永锋	山东永通实业有限公司	0.50
山东钢铁集团房地产有限公司	济南世贸悦盈置业有限公司	1.40
山东钢铁集团房地产有限公司	济南保利文昌置业有限公司	1.20
合计	-	43.73

资料来源：公司提供

财务弹性方面，公司与各大银行建立了良好的融资合作关系，截至 2019 年 9 月末，公司取得银行授信额度 3,440.35 亿元，其中未使用额度为 2,087.73 亿元，备用流动性充足；同时，公司拥有山东钢铁等多家上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

## 过往债务履行情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2016~2019 年 10 月 29 日，公司所有借款均到期还

本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 评级展望

作为山东省最大的钢铁企业，山钢集团规模优势突出、重点产品竞争力强，区位优势明显、发展过程中得到了政府的大力支持，近年来收入和利润水平持续提升，且下属拥有多家上市公司，拥有很强的财务弹性。同时，中诚信国际关注到钢铁行业面临成本上升压力、金融市场波动较大以及公司债务负担较重等因素对其整体生产经营与信用状况造成的影响。

综合考虑，中诚信国际认为山东钢铁集团有限公司未来 12~18 个月的信用水平将保持稳定。

## 结论

综上所述，中诚信国际评定山东钢铁集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

## 中诚信国际关于山东钢铁集团有限公司 的跟踪评级安排

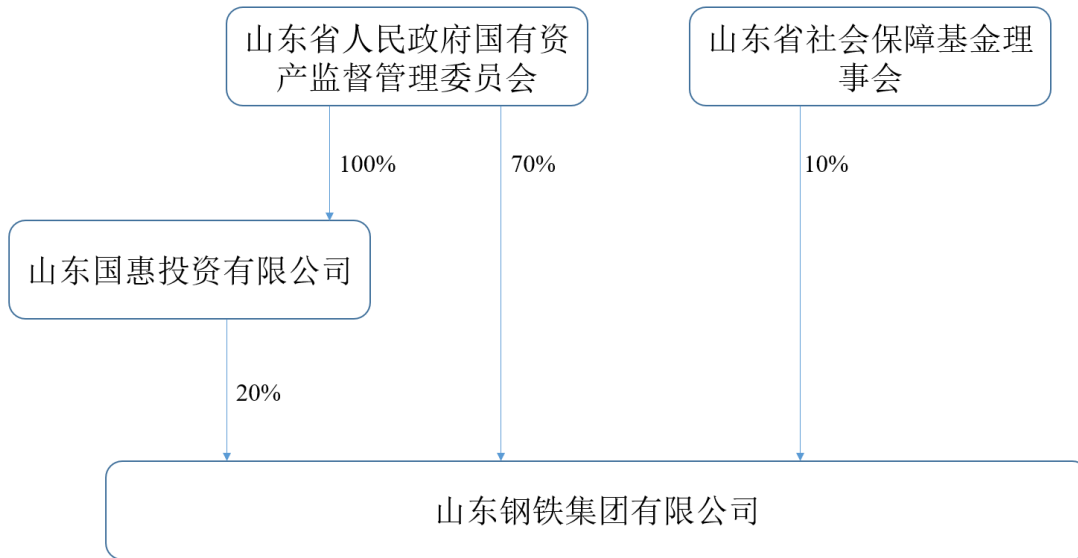
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对山东钢铁集团有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在山东钢铁集团有限公司的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注山东钢铁集团有限公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如山东钢铁集团有限公司发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2019年11月19日

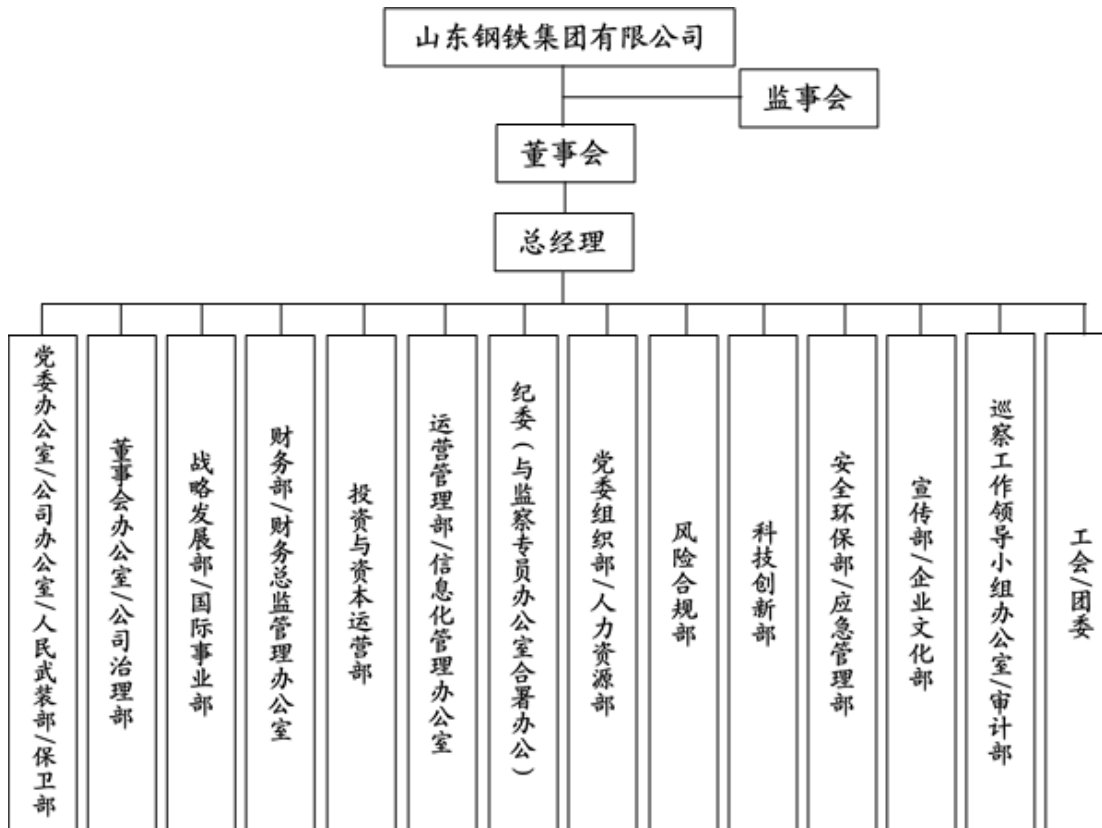
附一：山东钢铁集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供



附二：山东钢铁集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

**附三：山东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)	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	3,192,100.20	2,901,255.31	2,975,268.99	3,385,268.20
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,976,155.01	1,667,215.57	2,865,401.31	3,334,774.11
应收账款净额	764,049.90	767,854.08	698,554.71	821,908.31
其他应收款	313,232.40	625,582.06	770,123.14	663,329.70
存货净额	2,658,401.19	2,592,000.77	2,847,671.69	3,070,480.61
长期投资	3,586,240.48	3,694,579.02	3,563,149.80	3,781,433.37
固定资产	7,633,548.56	7,951,859.78	6,493,000.42	7,851,055.48
在建工程	1,523,630.90	2,099,699.32	1,762,847.36	956,336.88
无形资产	1,202,470.99	1,452,976.25	1,409,070.01	1,374,985.56
总资产	26,527,986.85	29,866,743.71	31,644,271.88	34,367,667.08
其他应付款	311,409.54	493,884.03	1,000,976.57	885,897.96
短期债务	8,672,104.43	10,778,617.77	11,135,718.06	10,221,842.28
长期债务	8,220,723.85	8,585,795.79	8,089,246.11	10,396,791.86
总债务	16,892,828.29	19,364,413.56	19,224,964.16	20,618,634.13
净债务	13,700,728.08	16,463,158.25	16,249,695.17	17,233,365.93
总负债	22,393,869.41	25,275,475.92	26,441,832.11	28,695,252.16
费用化利息支出	622,554.90	677,976.42	692,929.35	-
资本化利息支出	87,180.38	43,761.31	59,989.89	-
所有者权益合计	4,134,117.44	4,591,267.78	5,202,439.77	5,672,414.92
营业总收入	10,253,696.02	13,523,274.51	15,585,685.48	14,377,042.11
三费前利润	1,607,008.54	2,341,326.01	2,860,583.01	1,449,341.73
投资收益	66,779.48	108,036.77	531,348.77	142,426.64
净利润	-275,660.11	162,247.34	454,454.95	219,384.56
EBIT	478,813.42	1,056,545.45	1,394,768.03	-
EBITDA	930,669.22	1,779,811.28	1,782,130.93	-
经营活动产生现金净流量	973,793.10	-319,321.28	2,565,013.39	434,950.61
投资活动产生现金净流量	-642,970.99	-1,142,920.65	-1,861,538.32	-1,026,863.28
筹资活动产生现金净流量	162,529.51	1,365,015.49	-592,996.42	984,247.80
现金及现金等价物净增加额	503,926.84	-100,153.00	129,892.88	394,721.73
资本支出	747,739.32	1,172,730.46	1,188,763.44	873,866.76
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	11.86	15.19	17.65	10.75
三费收入比(%)	16.79	14.63	12.31	8.52
EBITDA/营业总收入(%)	9.08	13.16	11.43	-
总资产收益率(%)	1.86	3.75	4.54	-
流动比率(X)	0.88	0.92	1.00	1.14
速动比率(X)	0.69	0.75	0.84	0.96
存货周转率(X)	3.40	4.21	4.63	5.78*
应收账款周转率(X)	13.64	17.66	21.26	25.22*
资产负债率(%)	84.42	84.63	83.56	83.49
总资本化比率(%)	80.34	80.83	78.70	78.42
短期债务/总债务(%)	51.34	55.66	57.92	49.58
经营活动净现金/总债务(X)	0.06	-0.02	0.13	0.03*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.11	-0.03	0.23	0.06*
经营活动净现金/利息支出(X)	1.37	-0.44	3.41	-
总债务/EBITDA(X)	18.15	10.88	10.79	-
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.17	0.16	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.31	2.47	2.37	-

注：2019年三季度未经审计；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，将研发费用计入管理费用；带\*指标已经年化处理。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

##### 公式说明：

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 + 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

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 - 营业税金及附加 - 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

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

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”。

## 附五：主体信用等级的符号及定义

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。