

南京钢铁股份有限公司

2019 年度第一期中期票据

# 跟踪评级报告



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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100303】

**评级对象:** 南京钢铁股份有限公司 2019 年度第一期中期票据

19 南京钢铁 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA+/稳定/AA+/2019 年 06 月 21 日

**首次评级:** AA+/稳定/AA+/2018 年 12 月 19 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	19.94	15.99	13.58	43.68
刚性债务	113.58	102.59	85.56	107.95
所有者权益	44.09	88.83	120.16	127.73
经营性现金净流入量	51.12	18.39	34.59	3.06
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	343.02	377.35	411.95	437.88
总负债	275.06	221.78	213.85	228.56
刚性债务	193.04	131.66	119.87	135.54
所有者权益	67.96	155.58	198.10	209.32
营业收入	241.74	376.01	436.47	118.16
净利润	3.55	34.01	47.41	9.75
经营性现金净流入量	32.44	23.61	49.38	16.24
EBITDA	28.12	58.62	80.48	-
资产负债率[%]	80.19	58.77	51.91	52.20
权益资本与刚性债务 比率[%]	35.21	118.17	165.26	153.31
流动比率[%]	38.65	66.10	77.36	85.29
现金比率[%]	18.01	35.52	40.54	25.11
利息保障倍数[倍]	1.59	6.90	15.03	-
净资产收益率[%]	5.41	30.43	26.81	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	13.08	10.36	23.41	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	9.37	6.49	10.67	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.75	9.58	19.10	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.39	0.64	-

注:根据南钢股份经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com  
杨亿 yangyi@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对南京钢铁股份有限公司(以下简称“南钢股份”、“该公司”或“公司”)及其发行的 19 南京钢铁 MTN001 的跟踪评级反映了 2018 年以来南钢股份在产品结构、研发能力等方面继续保持优势,并在经营业绩和财务质量方面取得积极变化,同时也反映了南钢股份在原燃料价格波动和环保投资支出等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **产品结构优势较强,继续保持较强市场风险抵抗力。**南钢股份钢材产品以优特钢为主,近年来公司部分产品保持相对较高的市场份额,产品结构优势较强,具备较强的市场风险抵抗能力。
- **研发能力强。**南钢股份注重生产工艺优化以及新产品的研发,近年来持续加大研发投入,且通过人才引进及多年培育,积累了一批特钢专业研发人员。公司研发能力较强,有利于保持及增强产品竞争力。
- **经营业绩持续提升。**跟踪期内,受益于钢价的大幅上涨和产品销量的增长,南钢股份经营状况良好,收入规模持续增长,盈利水平持续提升。
- **资本实力进一步提升,财务质量继续改善。**2018 年末,得益于利润积累,南钢股份权益规模继续扩大,而刚性债务减少,资产负债率显著下降,财务质量继续改善。

#### 主要风险:

- **公司盈利易受钢铁行业周期性波动影响。**钢铁行业的顺周期特性使得南钢股份未来仍将承受较大的盈利波动风险。
- **原燃料价格波动风险。**南钢股份所需铁矿石基本外购且主要来自进口,易受国际铁矿石价格

波动影响；同时近年来煤炭价格高位震荡，亦对公司成本控制形成一定压力。

- 环保投入压力加大。近年来，国家对钢铁企业环保要求趋严，南钢股份环保投入压力加大，2016-2018 年公司环保总计投入 10.58 亿元，未来还有较大规模环保项目建设，有一定的资金投入压力。
- 受限资产占比较高。2018 年末，南钢股份受限资产占总资产比重为 22.29%，主要用于借款抵质押，对公司资产流动性影响较大。

### 评级关注

- 拟发行股份购买控股子公司股权。南钢股份拟向控股股东南京钢联发行股份购买南钢发展 38.72%股权、金江炉料 38.72%股权。交易完成后，上述标的公司将由控股子公司变更为公司全资子公司。新世纪评级将关注交易事项进展。

### 未来展望

通过对南钢股份及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望维持稳定，认为本期中票还本付息安全性很强，并维持其 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

# 南京钢铁股份有限公司

## 2019 年度第一期中期票据

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照南京钢铁股份有限公司 2019 年度第一期中期票据（简称“19 南京钢铁 MTN001”、本期中票）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据南钢股份提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对南钢股份的财务状况、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，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2018 年 8 月获得银行间交易商协会出具的《接受注册通知书》（中市协注〔2018〕MTN440 号），同意注册 20.00 亿元中期票据发行额度，本期中票于 2019 年 1 月成功发行，发行金额 5.00 亿元，期限 3 年（如图表 1 所示）。本期中票代码“101900053.IB”，发行利率 5.50%。本期中票募集资金用于归还银行借款及补充流动资金。

2019 年 1 月，该公司还发行了应收账款资产支持专项计划级资产支持证券（分为优先级、次优级和次级），发行金额合计 1.80 亿元，发行期限为 2 年。

此外，2019 年 2 月，该公司收到上海证券交易所出具的《关于对南京钢铁股份有限公司非公开发行公司债券挂牌转让无异议的函》（上证函〔2019〕164 号），对公司面向合格投资者非公开发行总额不超过 20 亿元的公司债券在上交所的挂牌转让无异议。2019 年 5 月，公司收到银行间交易商协会出具的《接受注册通知书》（中市协注〔2019〕SCP154 号），同意注册 20.00 亿元的超短期融资券发行额度。

截至 2019 年 5 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 6.80 亿元。

**图表 1. 公司截至 2019 年 5 月末存续期内债务融资工具概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日期	注册额度/注册时间	本息兑付情况
南钢优先	1.044	2 年	5.90	2019-01-08	-	-
南钢次优	0.666	2 年	6.10	2019-01-08	-	-
南钢次级	0.09	2 年	0.00	2019-01-08	-	-
19 南京钢铁 MTN001	5.00	3 年	5.50	2019-01-18	20 亿元/2018 年 8 月	未到付息日

资料来源：南钢股份

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工

业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

钢铁行业是典型的顺周期行业，与宏观经济景气度紧密相关，2018年钢铁行业供给侧改革取得良好成效，同时宏观经济稳步增长，带动钢材需求量增长，钢价震荡上行，目前钢铁产能利用率基本进入合理区间，钢价上涨至较高水平，钢企盈利水平持续改善。展望2019年，受需求和产能所限，预计钢材产量不

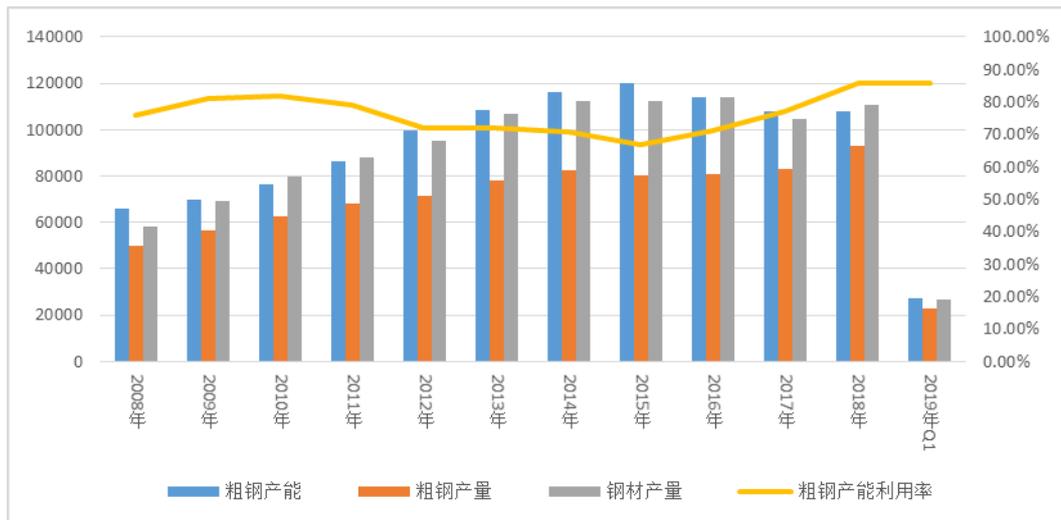
会大幅增长，钢材价格呈波动态势；钢铁行业仍面临结构性产能过剩问题，转型升级压力较大；同时钢铁行业成本端压力将会加大，包括原燃料、人工等成本上升，严格的环保政策亦会加大环保支出压力，预计 2019 年钢铁企业盈利空间将收窄。

### A. 行业概况

钢铁行业是国民经济的基础性产业，为建筑、机械、汽车、家电、造船等行业提供了重要的原材料保障，其发展与宏观经济发展及全国固定资产投资密切相关，是典型的顺周期行业。随着我国宏观经济增长，我国粗钢产量不断增长，于 2014 年达到峰值 8.23 亿吨；2015 年以来，在外需不振、房地产市场调整等因素作用下，钢铁行业面临的政策压力和资金压力加大，当年粗钢产量有所下滑，为 8.04 亿吨，同比减少 1,887 万吨，降幅 2.29%，为 34 年以来首次负增长，而粗钢产能在 2015 年末约为 12 亿吨，产能过剩严重；2016 年开始，在钢铁行业供给侧改革的有力推进下，钢铁行业供给端明显收缩，产能利用率明显提升，加之下游需求回暖，粗钢产量进一步增长，而钢价也有大幅上涨，带动钢铁行业盈利明显改善。2016-2018 年，粗钢产量分别为 8.08 亿吨、8.32 亿吨和 9.28 亿吨，同比分别增长 0.56%、2.89% 和 11.61%，产能利用率分别为 71.00%、77.00% 和 85.94%，产能利用率逐步回升至较合理区间。但钢铁工业转型升级压力仍较大，兼并重组进展缓慢，产品结构不尽合理，行业发展仍将持续面临诸多挑战，仍需政策支持。

2016-2018 年，钢材产量分别为 11.38 亿吨、10.48 亿吨和 11.06 亿吨，同比分别增长 1.29%、-7.89% 和 5.47%。2017 年钢材产量出现下降，2018 年增量亦不及粗钢，主要由于取缔“地条钢”政策的严格实施，使得统计口径外的粗钢产能大幅减少，需求转至正规钢企，从而粗钢产量有明显增长；而终端的钢材产量在 2016 年已经完成增长，目前去产能进入收尾，下游需求趋于稳定并有所分化，钢材产量趋于平稳。2019 年一季度，粗钢和钢材产量分别为 2.31 亿吨和 2.69 亿吨，同比分别增长 8.92% 和 8.96%，预计全年粗钢和钢材产量增幅将保持稳定。

图表 2. 2008-2018 年及 2019 年第一季度粗钢产能、产量及产能利用率（万吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理，2016 年以来粗钢产能为推测

盈利方面，2015 年钢铁行业景气度下滑至最低，钢企盈利明显恶化，出现大范围亏损。根据中钢协数据，当年会员企业实现销售收入 2.89 万亿元，同比减少 19.05%；利润总额为亏损 645.34 亿元，亏损面为 50.5%，亏损产量占会员企业钢产量的 46.91%。2016 年钢铁行业逐渐复苏并进入稳定增长阶段，据中钢协统计数据显示，当年重点钢铁企业实现销售收入 2.80 万亿元，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下降。2017 年以来宏观经济恢复及供给侧改革措施推进促使钢铁行业供需趋于平衡，钢价大幅上涨，加上降本增效措施效果的显现，整体盈利状况进一步好转，2017-2018 年，会员钢铁企业销售收入分别为 3.69 万亿元和 4.13 万亿元，利润总额分别为 1,773 亿元和 2,863 亿元，多数钢企均实现了良好盈利，同时财务质量持续改善，杠杆水平持续下降。

从下游细分行业情况来看，房地产需求占建筑钢材需求的 50% 以上，对钢材需求影响大。为抑制楼市过热，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度，从 2017 年以来数据来看，政策调控效果已开始显现。2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增长影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由 -27.37% 收窄至 -6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百

分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00%升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增长，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

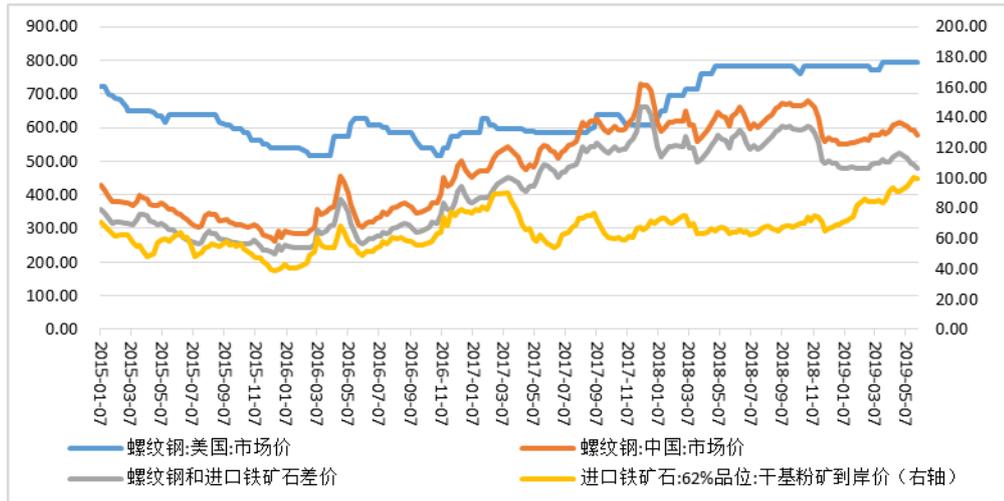
铁路投资和汽车行业也是重要的用钢领域。2018 年，受宏观经济增速放缓、消费者信心下降及限超治载政策消化等影响，我国汽车产销量分别为 2,780.92 万辆和 2,808.06 万辆，同比分别下降 4.16% 和 2.76%，产销增速多年来首次为负。铁路投资方面，铁道统计公报显示 2016-2018 年全国铁路完成固定资产投资分别为 8,015 亿元、8,010 亿元和 8,028 亿元，新线投产分别为 3,281 公里、3,038 公里和 4,683 公里；根据国家铁路局发布的《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，此期间铁路固定资产投资规模将达到 3.5-3.8 万亿元，其中基本建设投资约 3 万亿元、建设新线 3 万公里，对钢铁需求亦起到一定稳定作用。整体来看，随着我国经济进入中高速增长阶段，钢铁行业下游有所分化，但尚保持稳定，有助于钢铁行业稳定发展。

铁矿石为钢材生产所需的最主要的原燃料之一，我国铁矿石资源相对较为贫乏且品位较低，铁矿石对外依存度处于高位，目前我国是世界上最大的铁矿石进口国，进口铁矿石占全部铁矿石需求的比例超过 60%，2016-2018 年及 2019 年一季度，铁矿石进口量分别为 10.24 亿吨、10.75 亿吨、10.64 亿吨和 2.61 亿吨。全球优质铁矿石集中在澳大利亚和巴西等国，主要由必和必拓、淡水河谷、力拓和 FMG 四大矿业巨头垄断。2016-2018 年，四大矿业巨头铁矿石合计产量分别为 10.47 亿吨、10.71 亿吨和 11.08 亿吨，供给端持续增长。而需求方面，我国是全球铁矿石的最主要消费国，过去几年，我国粗钢产量持续增长，带来了对原材料铁矿石需求的增长，但随着 2014 年钢铁产量走过高峰期，供给侧改革持续深入的推进，粗钢产量难以大幅增长，另一方面，随着 2017 年“地条钢”彻底退出历史舞台，大量的废钢流入市场，造成铁矿石需求面临长期的替代性下滑。国际方面，全球粗钢产量增长乏力，2015 年全球粗钢产量 15.96 亿吨，同比下降 1.93%，为近五年来首次下降，2016 及 2017 年仅微增至 16.05 亿吨和 16.90 亿吨，对铁矿石需求支撑乏力，铁矿石供需失衡矛盾加大。

我国铁矿石价格易受进口铁矿石价格影响，同时国内钢材需求量也易对国际铁矿石价格产生影响。前期我国经济下行，钢铁行业景气度下降，对铁矿石需求不旺，受供需双重影响，铁矿石价格持续下跌，2015 年底跌至低点。2016 年，随着全球经济有所复苏，国内房地产行业回暖明显，钢材价格大幅回升，国内铁矿石价格亦波动上浮，但随着宏观经济进入中高速增长阶段、钢铁去产能、重组整合等政策的继续实施，国内钢铁产量预计将不会出现大幅增长，铁矿石需求短期内不会明显增长。自 2016 年以来，铁矿石港口库存量持续上升，2018 年 6 月处于阶段性历史高位，达 1.60 亿吨，显示铁矿石供给充分，且取缔“地条钢”将使得废钢流向正规钢企，从而一定程度减少铁矿石需求，铁矿石需求量趋于稳定，价格仍呈震荡态势，2017-2018 年进口铁矿石全年均价分别为 69.93 美元/吨和 67.94 美元/吨（62%品位:干基粉矿到岸价）。不过自 2019

年 1 月 25 日淡水河谷发生严重矿难事故及相关矿区生产暂时性关停以来，铁矿石供应出现阶段性紧张，并在短期内推高铁矿石价格，2019 年 5 月底，铁矿石港口库存量已经降至 1.24 亿吨，处于 2017 年以来阶段性低位，而铁矿石价格也自年初的 69.23 美元/吨升至 5 月末的 99.17 美元/吨，2019 年前五个月平均价格已升至 86.25 美元/吨。短期内钢铁生产企业面临的成本压力大幅上升，企业盈利水平将受到压缩。

**图表 3. 2015 年以来铁矿石价格、国际和国内钢材价格比较（以螺纹钢为例，美元/吨）**



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

焦炭也是钢材生产所必须原燃料之一，由煤高温干馏而成，钢铁企业一般外购煤炭后自行炼焦，煤炭采购价格对焦炭成本构成直接影响。煤炭产量方面，2018 年以来先进产能释放有序推进，国内煤炭供应增长。2018 年，全国原煤产量 35.46 亿吨，同比增长 5.2%，增速较上年上升 2 个百分点，增量主要来自陕西、内蒙古地区。随着煤炭去产能步伐加快，南方不符合安全生产条件的小煤矿退出较多，原煤生产逐步向资源条件好、竞争能力强的晋陕蒙地区集中。同时，安全和环保政策趋严给煤炭生产带来的不确定性加大，由此导致的停产、限产短期内仍将抑制煤炭产量释放，但长期来安全和环保力度加大有利于落后产能退出，提高先进产能的释放活力。因新增产能释放具有渐进性加上安全、环保监管力度加大等因素影响，国内产量无法满足消费量，呈现阶段性供给偏紧的局面，不足部分通过进口煤予以补充。从煤炭价格走势来看，2018 年以来，在煤炭先进产能释放以及“保供稳价”政策加码等多重因素影响下，煤炭价格略有回落，但仍呈现高位震荡态势。炼焦煤方面，年初至 5 月，国内炼焦煤价格总体呈稳中上涨态势；5 月以后炼焦煤价格有所回落，但整体仍处于高位，截至 2018 年 12 月 28 日炼焦煤价格为 1,305 元/吨；2019 年以来炼焦煤价格略有回落，截至 2019 年 4 月 12 日主要港口炼焦煤为 1,295 元/吨。随着供给侧改革的推进及“稳煤价”措施的出台，后续煤价的弹性将减弱，短期由于季节性因素和周期性传导机制的影响会超越区间，但波动幅度会通过调控手段趋于稳定，预计未来煤炭价格将维持在合理区间范围内。

## B. 政策环境

在经历了前期的高速增长阶段之后，产能迅速扩充使得国内钢铁行业逐步出现产能过剩，控产能成为近年来钢铁行业需解决的重要目标。2005-2015 年期间，我国钢铁产能从 4.24 亿吨增长至 12.00 亿吨，而产能利用率则由 84% 下降至 70% 左右的水平，钢铁产能过剩严重。

2016 年 2 月初，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发【2016】6 号）（简称《意见》），指出从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨（目前修正为 1.4 亿吨），行业兼并重组取得实质性进展，产业结构得到优化，资源利用效率明显提高，产能利用率趋于合理。去产能方面，严禁新增产能，严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策，达不到标准要求的钢铁产能要依法依规退出，鼓励企业通过主动压减、兼并重组、转型转产、搬迁改造、国际产能合作等途径，退出部分钢铁产能。2016 年全国去产能超过 6,500 万吨，超额完成当年 4,500 万吨的目标。

2017 年国家继续深化执行去产能政策，且采用更加强化市场化、法治化方式，突出严格执行环保、能耗、安全标准，将“地条钢”作为产能退出重中之重，并在 6 月 30 日前全面取缔“地条钢”产能。到 10 月份已经全面取缔超过 600 家“地条钢”生产企业，涉及产能 1.4 亿吨，而 5,000 万吨的去产能目标也于 7 月份提前完成。2017 年粗钢产能利用率提升至 76% 以上。随着无效产能的逐渐退出，需淘汰的有效产能占比上升，同时钢材价格上涨给钢企带来增产动力，未来去产能难度将加大。

**图表 4. 近年来行业主要政策**

发布时间	文件名称	发布部门	主要内容
2016 年 2 月	关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	国务院	用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨，行业兼并重组取得实质性进展，产业结构得到优化，资源利用效率明显提高，产能利用率趋于合理。
2016 年 2 月	关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见	央行等八部委	区别对待、有扶有控原则，积极做好“去产能”信贷服务；加强直接融资市场建设，支持钢铁、煤炭企业去杠杆、降成本；支持企业债务重组和兼并重组，推动钢铁、煤炭行业结构调整优化。
2016 年 11 月	钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）	工业和信息化部	以全面提高钢铁工业综合竞争力为目标，以化解过剩产能为主攻方向，促进创新发展，坚持绿色发展，推动智能制造，提高我国钢铁工业的发展质量和效益。
2017 年 3 月	京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案	环保部等	重点城市采暖季钢铁产能限产 50%。
2017 年 8 月	京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案	环保部等	钢铁企业分类管理，重点城市采暖季钢铁产能限产 50%。

数据来源：公开信息

### C. 竞争格局/态势

影响钢铁行业内企业竞争地位的信用要素包括规模、市场地位、装备技术水平及研发能力、产能布局与产品多样性、原材料保障程度等。

规模化经营是钢铁企业信用质量强弱的核心驱动因素，尤其是普钢企业获得成本优势的先决条件，但目前钢铁行业集中度仍不足，近年来除宝武合并影响外，未有其他实质性变化，加大资产重组力度将是未来发展重点。2019年中国宝武重组马钢集团事项正在进展中，重组完成后，钢铁行业集中度将进一步提升。钢企市场地位与其规模具有很高的关联度，一般具千万吨以上产量/产能的钢企在市场中具较高地位，产品种类亦更为丰富，部分产品具较强竞争力，而不具规模优势的钢企要想获得市场优势地位，则需在细分产品（或主要盈利产品）行业内的排名、主要产品市场竞争态势及占有率方面取得优势。

产能布局来看，对大型钢铁联合企业而言，产能地理空间布局合理性至关重要；而对独立钢铁企业来讲，产能设置或配备的经济性以及周边市场覆盖区域的产业经济基础之间的协调性更为关键。华东和中南地区是钢材需求量较大地区，而钢材产量则集中于华东和华北地区，华东区域钢企具有一定区域优势，而非华东生产基地的全国性钢企则因运输问题具有一定劣势；另外，部分钢企主要面向省内市场，在当地具有较强的区域竞争力；但亦有部分区域钢企，因区域内需求严重不足而经营持续恶化。由于我国铁矿石主要依赖进口，沿江沿海钢企更具运输成本优势，而从产能置换和基地搬迁来看，产能搬迁也基本遵循着从内陆到沿海的原则。

从资源储备来看，我国铁矿石资源整体不足且品质相对不佳，对进口铁矿石依赖大，但拥有铁矿石资源的钢企可选择自行供给铁矿石或择低价从外部采购铁矿石，因此具有更强的成本控制优势。

从信用品质来看，在2015年行业巨亏的不利情况下，企业信用风险出现较明显分化，其中西北钢铁市场供需状况恶化最明显，区域内钢铁企业盈利及现金流恶化明显，债务负担重；成本控制成为行业低谷期最主要的分化因素，生产成本低、人员负担重、融资成本高的企业信用风险明显加大甚至违约，而成本控制良好的企业则脱颖而出。2016年钢铁行业开始改善，2017-2018年盈利大幅增长，财务杠杆水平下降，钢铁行业信用质量整体上移。

**图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018年/末，亿元，万吨）**

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	钢材产量*	铁矿石自给率*	总资产	资产负债率	归母权益/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
河钢集团有限公司	3,341.02	10.88%	4,409.00	16.34%	4,375.18	72.37%	0.3	27.29	229.38
宝山钢铁股份有限公司	3,047.79	14.99%	4,538.00	-	3,351.41	43.53%	2.9	232.78	456.06
鞍钢集团有限公司	2,155.23	20.06%	3,126.35	63.38%	3,396.44	69.55%	0.41	1.53	161.45
首钢集团有限公司	2,055.13	10.94%	2,615.00	48.43%	5,016.57	72.69%	0.55	15.32	117.05
山东钢铁集团有限公司	1,479.39	17.65%	2,073.00	9.55%	3,164.43	83.56%	0.11	45.45	256.5
湖南华菱钢铁集团有限	1,207.47	16.52%	2,164.00	0.00%	1,100.09	59.73%	0.93	69.65	180.5

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	钢材产量*	铁矿石自给率*	总资产	资产负债率	归母权益/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
责任公司									
马钢(集团)控股有限公司	917.84	16.76%	1,860.00	25.15%	970.04	58.85%	0.72	75.85	139.62
包头钢铁(集团)有限责任公司	870.12	14.96%	1,304.00	-	1,802.87	78.99%	0.12	8.93	80.26
太原钢铁(集团)有限公司	783.07	20.30%	969.82	96.21%	1,281.06	59.75%	0.66	46.34	103.85
本钢集团有限公司	633.66	15.20%	2,130.45	33.52%	1,555.68	72.87%	0.43	3.73	25.25
<b>南京钢铁股份有限公司</b>	<b>436.47</b>	<b>20.11%</b>	<b>917.15</b>	<b>-</b>	<b>411.95</b>	<b>51.91%</b>	<b>1.28</b>	<b>47.41</b>	<b>49.38</b>

资料来源：Wind，新世纪评级整理。

注：钢材产量和铁矿石自给率为2017年数据

#### D. 风险关注

##### ➤ 宏观经济周期性波动风险

经过多年高速增长之后，我国宏观经济一方面逐步进入中高速增长时代，另一方面结构转型压力巨大，投资导向型经济增长模式的不可持续性与结构转型，决定了钢铁行业未来将面临着较高的国内宏观经济环境风险。钢铁行业的下游行业如房地产、汽车、机械、铁路、造船等均是用钢重要领域，且易受宏观经济影响。

##### ➤ 转型升级压力仍较大

我国钢铁业在市场化过程中产能持续扩张，产能逐步严重过剩，近两年在严格的去产能政策调控下，产能过剩状况已有改观，但行业内部结构性过剩矛盾或将日趋突出，包括产品结构和区域产能布局等，控制甚至压缩产能并不断提升技术水平，将成为钢铁行业的主流趋势。目前钢铁工业转型升级压力仍较大，兼并重组进展缓慢，产品结构不尽合理，行业发展仍将持续面临诸多挑战。

##### ➤ 对进口铁矿石依赖大

我国铁矿石资源较为贫乏且品位较低，钢铁行业对进口铁矿石的依赖度较高。目前我国是世界上最大的铁矿石进口国，议价能力弱，处于被动接受价格状态，国际铁矿石价格波动极易对钢铁行业盈利水平产生较大影响。

##### ➤ 钢铁行业杠杆水平偏高，短期内仍持续面临流动性压力

钢铁行业资本密集程度高，普遍具有较大的债务融资需求，易受信贷政策和企业融资渠道影响。当钢材价格发生剧烈波动或者信贷政策有所变动时，整个行业的融资环境将受到直接冲击。随着良好的利润积累，主要钢铁企业杠杆水平下降，财务质量改善，但钢企之间分化较大，部分钢企负债率高，刚性债务负担重。

##### ➤ 未来几年政策性压力仍将持续

钢铁行业在产能建设与淘汰、环境保护、企业兼并重组等方面面临的政策

管控压力仍很大，近两年的去产能即主要来自于政策推动，短期内去产能政策不会放松，而在环境保护、能耗指标、搬迁改造等方面将进一步趋严，预计后续严格的环保管控将常态化，钢铁企业面临的环保压力不断加大，环保投入不足、资本实力较弱的小型钢企将被淘汰出局，市场份额将向大型钢企集中。

## 2. 业务运营

该公司目前拥有板、线、棒、带、型材五大类产品，其钢材产品以特钢为主，且部分产品市场占有率较高，在行业内具有一定的竞争优势。2018年，公司钢材产量继续增长，各主要产品种类销量各有涨跌，但产品总销量继续保持增加，同时得益于产品价格上涨，公司营业收入继续扩大，盈利水平继续提升。不过下游铁矿石和煤炭价格亦保持上涨，公司持续面临原燃料价格上涨带来的成本压力。

该公司建立了以事业部为主体，以研究院、科技质量部两个技术研发平台为支撑的“产、销、研”服务一体化研发创新体系，新产品研发和推广速度较快。目前公司钢材产品以优特钢为主，优特钢产品主要包括船体用结构钢、低合金高强结构钢、锅炉及压力容器用钢、管线钢、弹簧钢以及轴承钢等，部分产品在行业内市场具有一定竞争优势。

**图表 6. 公司主业基本情况**

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
板、棒、线、带、型材的生产和销售	主要集中在华东地区	资源/资本/规模/技术

资料来源：南钢股份

### (1) 主业运营状况/竞争地位

该公司主业突出，钢铁业务是公司收入和利润的主要来源。2016-2018年公司营业收入分别为241.74亿元、376.01亿元和436.47亿元。2016年以来受益于钢材价格上涨和产销量增加，收入规模逐年增长，2018年营业收入较去年增长16.08%。

从收入构成来看，2018年该公司板、线、棒、带、型五大类产品销售收入合计为375.49亿元，同比增长20.25%，占公司营业收入的86.03%。其中，板材收入同比增长22.04%至194.66亿元，棒材收入同比增长12.73%至126.80亿元，线材收入同比增长46.07%至22.13亿元，带钢收入同比增长21.77%至19.24亿元，型材收入同比增长35.98%至12.66亿元。

**图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）**

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
营业收入合计	241.74	376.01	436.47	118.16
其中：核心业务营业收入	204.94	312.25	375.49	99.81
在营业收入中所占比重	84.78	83.04	86.03	84.47

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
(1) 板材	103.54	159.51	194.66	51.24
在核心收入中所占比重	50.52	51.08	51.84	51.34
(2) 棒材	68.47	112.48	126.80	34.16
在核心收入中所占比重	33.41	36.02	33.77	34.23
(3) 线材	13.30	15.15	22.13	5.58
在核心收入中所占比重	6.49	4.85	5.89	5.59
(4) 带钢	12.20	15.80	19.24	5.18
在核心收入中所占比重	5.95	5.06	5.12	5.19
(5) 型材	7.43	9.31	12.66	3.65
在核心收入中所占比重	3.63	2.98	3.37	3.66
营业毛利率	10.18	16.34	20.11	14.32
其中：(1) 板材	10.75	17.33	25.41	17.42
(2) 棒材	10.13	20.06	18.49	15.02
(3) 线材	12.74	13.60	17.22	12.45
(4) 带钢	18.68	15.87	18.87	12.87
(5) 型材	8.64	14.22	16.11	19.21

资料来源：南钢股份

除上述五大类产品销售收入外，该公司还有钢坯、次品钢材、边角料等副产品的销售，2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司副产品收入分别为 3.29 亿元、19.48 亿元、17.79 亿元和 8.39 亿元，占营业收入比例分别为 1.37%、5.19%、4.08% 和 7.10%，副产品的销售波动基本与钢材产品的销售波动一致。公司还有一定贸易收入，同期分别为 20.85 亿元、28.02 亿元、25.21 亿元和 9.20 亿元。

### 产品生产

截至 2018 年末，该公司具备年产 900 万吨生铁、1,000 万吨粗钢、940 万吨钢材的综合生产能力，近三年来没有变化。2017 年，公司生铁、粗钢和钢材产量分别为 919.90 万吨、984.88 万吨和 878.22 万吨，同比分别增长 4.57%、9.33% 和 5.46%，产能利用率分别为 102.21%、98.49% 和 93.43%。2018 年，公司生铁、粗钢和钢材产量分别为 908.81 万吨、1,005.01 万吨和 917.15 万吨，同比分别下降 1.21%、增长 2.04% 和增长 4.43%。

2018 年度，该公司五大产品产量较上年均有所增长。分品种看，板材和棒材产量占比最大，近三年保持增长趋势，2018 年分别达 463.86 万吨和 324.96 万吨，较上年分别增长 3.39% 和 0.57%。随着降本增效等技改项目逐步完成，产量占比较小的线材、带钢和型钢 2018 年产量较上年大幅增长，同期增幅分别为 29.77%、8.86% 和 27.94%。

**图表 8. 2016-2018 年公司主要产品产量情况（单位：万吨）**

产品	2016 年	2017 年	2018 年
生铁	879.67	919.90	908.81
粗钢	900.86	984.88	1,005.01
<b>钢材</b>	<b>832.78</b>	<b>878.22</b>	<b>917.15</b>
其中：板材	418.47	448.64	463.86
棒材	296.21	323.13	324.96
线材	46.73	39.57	51.35
带钢	47.23	45.05	49.04
型钢	24.14	21.83	27.93

资料来源：南钢股份

该公司近年来不断调整、优化产品结构，开发高附加值产品。公司钢材产品以优特钢为主，近年来产量占比达 85% 以上。公司中厚板产量位居全国前列，优特钢长材在以长三角为主的目标市场中具备竞争力。公司钢材品种主要包括结构钢（用于高层建筑，机械制造等）、建筑钢筋、合金结构钢（用于机械零件和各种工程构件）、能源用钢（用于石油、天然气运输管道等）、船舶及海工钢、机车机械用钢等。2018 年，公司部分钢材品种销量较上年有所提高，其中船舶及海工钢、工程机械钢和汽车机械用钢销量较上年同期有较大增幅，主要因下游造船行业景气度有所恢复，以及公司努力拓展汽车行业市场。

**图表 9. 2017-2018 年公司主要产品销量（单位：万吨，%）**

品种	用途	2017 年销量	占总量比重	2018 年销量	占总量比重
结构钢	高层建筑、机械制造	135.68	15.53	126.02	13.71
建筑钢筋	建筑	160.30	18.35	180.06	19.60
合金结构钢	机械零件和各种工程构建	153.72	17.60	160.96	17.52
能源用钢	石油、天然气输送管道、水电站、核电站	111.55	12.77	108.30	11.79
船舶及海工钢	船舶、海洋及近海设施	63.57	7.28	92.45	10.06
普板	工程结构	61.13	7.00	31.21	3.40
工程机械钢	工程、矿山、电力、农业机械	49.55	5.67	51.94	5.65
容器钢	石油、化工压力容器	45.87	5.25	38.65	4.21
汽车机械用钢	齿轮、杆类、轴类杆	28.61	3.28	34.50	3.75
<b>合计</b>	-	<b>809.98</b>	<b>92.73</b>	<b>824.09</b>	<b>89.69</b>

资料来源：南钢股份

### 产品销售

该公司销售模式以直销为主，近年来产品直销比例一直维持在 80% 左右的较高水平。公司在板材和特钢事业部分别设立销售处，再按品种细分销售部门负责国内钢材销售，钢材出口则由国贸公司负责。销售定价方面，定制产品主要以旬或月定价为主，锁定订单价格的同时在期货市场锁定原燃料价格，保证利润空间；普品则按日定价，对市场价格波动反应快速。对一般客户公司以现

销方式为主，对战略客户（大型央企、大型市政工程）给予一定账期，对出口钢材采用收到外商开具的即期信用证后组织生产交货的方式。2016-2018年，公司前五大客户销售额集中度分别为 10.64%、8.46%和 14.59%，呈波动上升趋势。

**图表 10. 2018 年公司前五大客户销售情况（单位：亿元，%）**

单位	销售额	占主营业务收入比例
盐城市物资集团有限公司	21.03	4.82
中国石化国际事业有限公司	11.89	2.73
三一集团有限公司	11.09	2.54
中储南京物流有限公司经销分公司	10.11	2.32
杭州金马特殊钢有限公司	9.53	2.18
<b>合计</b>	<b>63.66</b>	<b>14.59</b>

资料来源：南钢股份

从销售情况看，近年来该公司各产品的产销率近 100%，其中近三年板材和棒材销量保持增长；线材、带钢和型钢 2017 年产量下降，销量相应下降，2018 年产销量恢复并有所增长。销售价格方面，2016 年钢铁行业景气度低迷，价格处于低位；2017 年钢材市场价格大幅上扬，公司板材、棒材、线材、带钢和型钢的销售均价分别同比上涨 45.86%、52.60%、34.79%、36.03%和 43.91%。2018 年，公司各钢材产品价格继续保持涨势，板材、棒材、线材、带钢和型钢的销售均价分别同比上涨 18.58%、10.26%、12.86%、11.43%和 9.84%。

从产品销售的区域分布看，该公司产品主要销往华东地区，少量销往华北、西南和华南等。2018 年公司华东地区销售收入合计达 319.86 亿元，同比增长 15.21%，占当年钢材销售收入的 81.33%。此外，公司还将部分产品出口至东南亚、欧盟和韩国等多个国家和地区，2018 年公司扩大出口量，实现出口收入 15.18 亿元，同比增长 73.33%。

**图表 11. 2016-2018 年公司主要产品销售情况（单位：万吨，元/吨）**

产品	销量			销售均价		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
板材	424.70	448.54	461.63	2,438.01	3,556.19	4,216.84
棒材	295.25	317.85	328.99	2,319.13	3,538.89	3,901.87
线材	46.95	39.68	51.30	2,833.57	3,819.24	4,310.46
带钢	47.12	44.87	49.30	2,588.73	3,521.53	3,924.11
型钢	25.91	22.55	27.64	2,868.13	4,127.47	4,533.42

资料来源：南钢股份

### 原燃料采购

2016-2018 年，该公司铁矿石采购量分别为 1,426.34 万吨、1,501.20 万吨和 1,376.53 万吨，主要以进口铁矿石为主，占比分别为 88.33%、84.54%和 84.67%。2017 年公司进口铁矿石 1,269.09 万吨，同比增长 5.23%；采购均价为 564.18 元/吨，同比上涨 20.86%。2018 年，公司采购进口铁矿石 1,165.52 万吨，

采购均价为 576.98 元/吨，较上年上升 2.27%。为保证进口铁矿石的货源稳定，控制采购成本，公司与力拓、必和必拓等大型铁矿石供应商签订了长期供货协议，协议价采取与现货市场挂钩的月度定价。目前长期协议矿采购量约占公司铁矿石年进口总量的 50% 左右，公司铁矿石国外采购款主要以信用证结算，码头现货矿基本为银行承兑汇票结算。

国内铁矿石供应方面，2016-2018 年该公司国内铁矿石采购量(包括自产)分别为 186.80 万吨、232.11 万吨和 211.01 万吨。2017 年国内铁矿石采购均价为 547.60 元/吨，同比上涨 31.31%。2018 年采购均价进一步上涨至 585.91 元/吨，反超进口铁矿石价格。公司部分铁矿石由子公司安徽金安矿业有限公司(以下简称“金安矿业”)供应。截至 2018 年末，金安矿业拥有铁矿石保有资源储量 5,359.21 万吨。2018 年，金安矿业生产铁精粉 92.93 万吨，公司铁矿石自给率较低。公司还与关联方海南矿业股份有限公司(简称“海南矿业”)及国内其他矿场建立长期合作关系，供应较为稳定，2016-2018 年，公司从海南矿业采购铁矿石金额分别为 0.45 亿元、0.92 亿元和 0.34 亿元。其他供应商还包括南京梅山冶金发展有限公司矿业分公司、北京市锦兴源经贸有限公司等。公司与供应方签订长期供货合同，合同价格每月调整 1-2 次，采购价款主要以现款和 6 个月银行承兑汇票结算。

该公司煤炭采购采用定点定矿、招标和评审采购的模式，公司自产焦炭占比约 50%，其余采用定点定矿模式对外采购。煤炭和焦炭近三年采购量及采购均价持续上涨，2018 年价格较上年分别上涨 44.75% 和 18.07% 至 1,669.44 元/吨和 2,275.40 元/吨。总体来看，铁矿石和煤炭价格均大幅上涨，公司面临一定成本压力。

**图表 12. 2016-2018 年公司主要原材料采购情况**

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
进口铁矿石	采购量(万吨)	1,239.54	1,269.09	1,165.52
	采购均价(元/吨)	466.81	564.18	576.98
国内铁矿石	采购量(万吨)	186.80	232.11	211.01
	采购均价(元/吨)	417.02	547.60	585.91
煤炭	采购量(万吨)	375.43	384.58	347.06
	采购均价(元/吨)	690.53	1,153.36	1,214.72
焦炭	采购量(万吨)	217.22	223.34	260.44
	采购均价(元/吨)	1,179.40	1,927.20	2,275.40

资料来源：南钢股份

### 节能与安环

在节能环保方面，该公司通过了 ISO14001 环境管理体系认证，是国内钢铁行业中首个实施清洁发展机制项目的企业。同时，为了满足不断提高的环保要求，降低能耗，控制成本，公司不断加强节能环保工作，以超低排放为目标，滚动实施环保提升计划，目前已完成焦炉脱硫脱硝、烧结球团脱硫、除尘灰处理、原料大棚等安环升级改造项目。公司污染物排放优于国家清洁生产一级标

准，达到国家特别排放标准。2016-2018 年公司在环保方面的投入分别为 0.79 亿元、1.93 亿元和 7.86 亿元，2018 年投入规模较大，主要是较多技改项目集中于 2018 年实施建设。未来两年，公司计划对烧结脱硝、除尘超低排放、料场密封等环保提升改造，进一步削减污染物排放量。

2016-2018 年，该公司分别实现吨钢综合能耗 590 千克标煤、572 千克标煤和 555 千克标准煤；吨钢耗新水 3.10 立方米、2.60 立方米和 1.95 立方米。同时公司自建发电厂，通过回收焦炉、高炉和转炉煤气发电，2016-2018 年自发电分别为 23.22 亿千瓦时、24.69 亿千瓦时和 24.70 亿千瓦时，约占全年总耗电量的 53.8%、53.5% 和 52.80%。从各项指标来看，公司近年来节能和环保水平取得进一步提升。

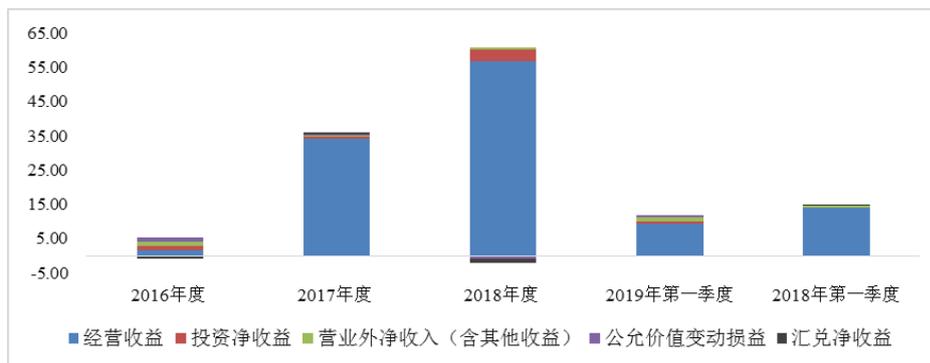
在安全生产方面，钢铁企业安全生产风险包括钢铁生产过程中的操作失误、煤气泄漏、钢包破裂以及矿区坍塌、渗漏及人员安全等，对安全生产要求较高。近年来国家不断加强对安全生产监管力度，相关安全生产法规日趋严格。该公司安全管理实行总经理负责制，各级主管是安全生产第一责任人，目前已形成安全环保总监主管，党工团组织监督保障，安全部门专业管理，生产厂分区域负责，全体职工在各自工作范围内，对安全生产负责的工作机制。

### 技术研发

技术研发方面，该公司拥有研究院、科技质量部两个技术平台，可在品种开发和产品提档升级方面协同分工协作；拥有国家级检测中心、省级企业技术中心、江苏省企业院士工作站、江苏省船舶用钢工程技术研究中心、江苏省高端钢铁材料重点实验室等技术中心。近年来，为提升产品竞争优势，公司加大了新产品研发投入力度，2016-2018 年投入研发资金分别达 8.02 亿元、11.79 亿元和 15.36 亿元。2017 年，公司耐候桥梁钢强度级别、不同交货状态需求实现全覆盖；2018 年公司推进精品中厚板基地和特钢长材基地建设，轴承钢、弹簧钢、非调质钢、汽车冷镦碳合结构钢、原油储罐板、Q390 以上级别高建钢等高附加值产品比重持续增长。公司拥有国家重点新产品 5 项，江苏省高新技术产品 47 个；1 个产品获中国钢铁工业协会“特优质量奖”，15 个产品获中国钢铁工业协会“金杯奖”，8 个产品获冶金工业质量经营联盟“冶金行业品质卓越产品”。截至 2018 年末，公司拥有授权专利 722 项，其中发明专利 326 项。

## (2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据南钢股份所提供数据绘制

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自经营收益。2016-2018 年及 2019 年第一季度, 公司综合毛利率分别为 10.18%、16.34%、20.11% 和 14.32%, 分别实现营业毛利 24.60 亿元、61.45 亿元、87.78 亿元和 16.92 亿元, 盈利能力受钢铁行业景气度变化影响很大。其中 2016 年度, 在国内钢铁行业整体低迷背景下, 特钢行业景气度波动下行, 公司各产品毛利率均显著下降, 但由于特钢技术门槛相对较高且产能过剩压力相对较小, 国内市场特钢价格波幅总体小于普钢, 特钢产品盈利状况相对好于普钢企业, 在行业低谷的情况下, 公司主要产品仍保持微利; 2017 年随着钢价大幅上涨, 公司盈利能力显著增强; 2018 年度, 中厚板及长材市场持续回暖, 公司营业收入较上年增长 16.08% 至 436.47 亿元, 公司加强成本控制体系建设, 全年实现成本削减 11.00 亿元, 毛利率同比上升 3.77 个百分点至 20.11%, 毛利同比增长 42.84% 至 87.78 亿元。2019 年第一季度, 公司营业毛利 9.33 亿元, 较上年同期下降 33.21%, 主要系铁矿石等原燃料价格上涨致毛利润水平下降所致, 营业外净收入 1.32 亿元, 整体经营状况较好。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	241.74	376.01	436.47	118.16
期间费用率 (%)	8.22	5.55	5.45	5.24
其中: 财务费用率 (%)	2.85	1.46	0.90	0.84
全年利息支出总额 (亿元)	7.49	6.12	4.24	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.08	0.06	0.03	-

资料来源: 根据南钢股份所提供数据整理。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主, 2016-2018 年及 2019 年第一季度分别为 19.88 亿元、20.87 亿元、23.79 亿元和 6.19 亿元; 期间费用率分别为 8.22%、5.55%、5.45% 和 5.24%。2017 年公司销售费用和管理费用随着销售增长有所增加, 财务费用因债务负担减轻而减少 20.42%, 期间费用同比增长 5.00%, 因当期营业收入大幅增长, 期间费用率同比下降 2.67 个百分点。2018

年期间费用同比增长 13.99%，主要系公司加大对新材料研发、适度前瞻性产品研发投入所致，其中研发费用较上年上涨 77.77% 至 4.46 亿元，而因营业收入大幅增加，期间费用率下降 0.10 个百分点。此外，主要受近年来钢价震荡下跌的影响，公司依据会计准则对原材料及产成品计提减值损失，同时还有一部分长期股权投资减值损失和长期应收款坏账损失，使得 2016-2018 年资产减值损失分别为 1.44 亿元、3.69 亿元和 3.11 亿元，其中存货跌价损失分别为 0.46 亿元、1.31 亿元和 2.32 亿元。

该公司投资股票所产生的公允价值变动收益和投资收益波动较大，对公司利润亦有一定影响，2016-2018 年和 2019 年第一季度二者合计分别为 2.45 亿元、1.04 亿元、2.68 亿元和 -0.05 亿元，其中 2018 年投资收益大幅上升系子公司南京南钢产业发展有限公司（简称“南钢发展”）以金珂水务 100% 股权（评估价值 3.22 亿元）增资柏中环境所致。因公司进口铁矿石规模大，且钢材有一定出口业务，同期由于人民币汇率波动引起的汇兑净收益分别为 -0.90 亿元、0.63 亿元、-1.15 亿元和 -0.02 亿元。同期，公司营业外净收入及其他收益合计分别为 1.42 亿元、0.38 亿元、0.61 亿元和 1.32 亿元。总体来看公司每年从政府获得的资金补助数额较为稳定。

2016-2018 年及 2019 年第一季度，该公司净利润分别为 3.55 亿元、34.01 亿元、47.41 亿元和 9.75 亿元。

**图表 15. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.23	0.68	3.50	0.57
公允价值变动损益（亿元）	1.21	0.35	-0.82	0.51
汇兑净收益（亿元）	-0.90	0.63	-1.15	-0.02
营业外收入&其他收益（亿元）	1.42	0.38	0.61	1.32

资料来源：根据南钢股份所提供数据整理。

### (3) 运营规划/经营战略

2018 年 12 月 19 日，该公司 2018 年第三次临时股东大会审议通过《关于向柏中环境科技（上海）有限公司增资暨关联交易的议案》，同意公司与控股子公司南钢发展分别以自有资金 12.71 亿元、金珂水务 100% 股权（评估价值为 3.22 亿元）对关联方柏中环境科技（上海）有限公司（简称“柏中环境”）进行增资。目前增资事项已完成，公司直接持有柏中环境 33.51% 股权，南钢发展持有柏中环境 8.49% 的股权，公司通过直接、间接合计控制柏中环境 42% 的股权。柏中环境 2019 年、2020 年预计实现的归属于母公司的净利润为 2.75 亿元、4.11 亿元。

柏中环境是专业从事污水处理、供水、海水淡化、污泥处置、流域治理、海绵城市以及土壤修复等领域的建设和运营服务的综合性环保企业。柏中环境以 BOT、TOT、委托运营等模式拥有并运营 13 个市政、工业污水处理厂及自

来水厂，签约特许经营规模约 180 万吨/日。

2018 年，该公司控股子公司南钢发展实施存续分立。分立后，原南钢发展存续，分立新设南京金江冶金炉料有限公司（简称“金江炉料”）。2019 年 4 月 26 日，公司发布公告，拟通过发行股份购买南钢发展 38.72% 股权、金江炉料 38.72% 股权，交易对方为公司控股股东南京钢联。交易完成后，上述标的公司将成为公司全资子公司。

在项目投资上，该公司大规模转型发展的结构调整项目已于 2014 年完成，现阶段主要投资环保项目和高炉改造项目。高炉改造项目总投资为 3.55 亿元；为达到国家环保要求，公司预算投入 3.15 亿元用于建设煤场筒仓，投入 4.44 亿元用于电厂新建高效发电机组项目。此外，还有一些技改项目。截至 2018 年末，公司重要在建项目预计总投资 18.12 亿元，已投资 5.60 亿元。

**图表 16. 截至 2018 年末公司重要在建项目进展情况（单位：亿元）**

项目名称	预算投资额	已投资额	工程进度	资金来源	未来三年投资计划		
					2019 年	2020 年	2021 年
第一炼铁厂 1#高炉改造	3.55	2.79	基本完工	自筹	0.26	0.25	0.25
燃料供应厂煤场筒仓	3.15	1.26	约 40%	自筹	0.65	0.65	0.59
第一、二炼钢厂精炼渣处理	0.33	0.16	约 50%	自筹	0.06	0.06	0.05
电厂新建高效发电机组	4.44	0.73	约 20%	自筹等	1.20	2.27	0.97
第二炼钢厂 4#连铸机改造	2.70	0.26	约 10%	自筹	0.25	1.72	0.74
大棒厂轧线技术改造（二期）	3.30	0.17	约 5%	自筹	1.50	0.85	0.78
第一烧结厂 2×180 烧结烟气脱硝	0.65	0.22	约 40%	自筹	0.15	0.15	0.13
<b>合计</b>	<b>18.12</b>	<b>5.60</b>	-	-	<b>4.07</b>	<b>5.94</b>	<b>3.50</b>

资料来源：南钢股份

该公司制定了未来两年的投资计划，2019-2021 年拟建项目预计总投资 4.47 亿元，主要以节能环保项目为主。

**图表 17. 公司 2019 -2021 年拟建项目（单位：亿元）**

项目名称	项目内容	预算数	未来投资计划			资金来源
			2019 年	2020 年	2021 年	
中棒厂 250×300 坯料适应性改造	环保项目	0.70	0.35	0.18	0.17	自筹
第一炼钢厂 2#脱硫 KR 法改造	环保项目	0.12	0.06	0.03	0.03	自筹
第一炼铁厂 2#高炉改造	环保项目	1.90	0.96	0.47	0.47	自筹
第一烧结厂 360m <sup>2</sup> 烧结机烟气活性炭法脱硫脱硝改造	环保项目	1.75	0.88	0.44	0.43	自筹
<b>合计</b>	-	<b>4.47</b>	<b>2.25</b>	<b>1.12</b>	<b>1.10</b>	-

资料来源：根据南钢股份所提供数据整理。

## 管理

跟踪期内，该公司产权结构较稳定，控股股东仍为南京钢联，因股票期权

激励计划激励对象自主行权，2018 年以来公司实收资本有所增加，控股股东持股比例略有下降。公司关联交易涉及金额较小，其影响相对可控。

跟踪期内，该公司产权结构较稳定，控股股东仍为南京钢联，实际控制人保持为郭广昌。2018 年和 2019 年一季度，因公司 2017 年股票期权激励计划激励对象自主行权，公司分别新增股份 1,333.92 万股和 204.88 万股，2018 年末和 2019 年 3 月末，公司总股本分别增至 44.22 亿元和 44.24 亿元，2019 年 3 月末南京钢联对公司持股比例微降至 40.57%。

跟踪期内，该公司组织架构、管理制度方面无重大变化。2019 年，公司陶魄先生因已达到法定退休年龄，辞去公司第七届监事会监事及监事会主席职务；苏斌先生因工作变动，辞去公司第七届董事会董事职务。

在关联购销方面，该公司 2018 年关联采购商品和接受劳务金额为 5.80 亿元，较上年下降 10.49%，主要为向南钢联合采购工业气体 5.01 亿元；关联销售商品及提供劳务金额为 11.75 亿元，较上年下降 5.01%，主要为向南钢联合销售水、电及蒸汽 5.39 亿元和向南京南钢嘉华新型材料有限公司销售水渣等 2.98 亿元。在资金往来方面，截至 2018 年末，公司应收预付关联方款项余额合计 3.01 亿元，主要系应收联营企业安徽金黄庄矿业有限公司（简称“金黄庄矿业”）2.61 亿元<sup>1</sup>，因其经营亏损公司已于 2017 年对该笔账款全部计提坏账准备，公司尚无追偿计划，年末应收预付关联方款项账面金额 0.39 亿元。2018 年末，公司应付预收关联方款项合计 2.77 亿元，其中应付上海复星高科技集团财务有限公司短期借款 0.35 亿元，应付南京鑫武海运票据 0.40 亿元。此外，根据 2018 年 5 月 31 日公司与上海复星高科集团财务有限公司（简称“复星财务公司”）签订的《金融服务协议》约定，公司可以向其申请不超过 50 亿元人民币的综合授信额度，贷款利率将由双方按照中国人民银行颁布的利率及市场情况商定，将不高于国内金融机构向公司及成员单位提供的同期同档次贷款利率。《金融服务协议》有效期一年，2011 年双方首次签订，此后公司每年均有与复星财务公司续签协议，协议约定，在协议到期到期 30 日内，如双方无异议，可自动续签一年，目前已自动续签。

图表 18. 公司关联交易情况（单位：亿元）

项目	2016 年（末）	2017 年（末）	2018 年（末）
<b>关联交易</b>			
其中：关联采购/接受劳务	5.02	6.48	5.80
关联销售/提供劳务	14.11	12.37	11.75
<b>期末关联债权债务</b>			
其中：预付款项	0.12	0.01	0.01
应收账款	0.02	0.07	0.33

<sup>1</sup>公司持有安徽金黄庄 49% 的股权，为保证其项目建设进度和资金需求，公司自 2011 年 9 月起，每月向其提供不超过 1,000 万元的借款（期限不超过 20 个月，借款总额不超过 2 亿元），金黄庄矿业将按银行同期贷款基准利率上浮 10% 支付借款利息，本息于项目投产后分期归还，截至 2018 年末，公司对金黄庄矿业的借款余额为 2.00 亿元，应收利息 0.61 亿元。

长期应收款	2.48	2.61	2.61
其他应收款	0.03	0.06	0.06
<b>合计</b>	<b>2.65</b>	<b>2.75</b>	<b>3.01</b>
<b>期末关联债务余额</b>			
短期借款	0.00	0.30	0.35
应付票据	0.54	1.76	0.64
应付账款	3.31	1.48	1.34
预收账款	0.34	0.40	0.13
其他应付款	10.99	0.07	0.32
<b>合计</b>	<b>15.18</b>	<b>4.01</b>	<b>2.77</b>

注：根据南钢股份提供的 2016-2018 年审计报告附注整理、计算

在关联担保方面，截至 2018 年末，该公司为联营企业南京南钢嘉华新型建材有限公司（简称“南钢嘉华”）提供担保 1.40 亿元。同时，为支持公司业务发展，南钢集团、南京钢联以及南钢联合等关联企业为公司及下属子公司提供较大金额担保。

根据该公司提供的 2019 年 6 月 4 日《企业信用报告》所载，公司本部无金融机构违约记录。根据企业提供信息及公开信息，近三年公司及核心子公司均无欠贷、债券还本付息、诉讼、工商、质量和安全等方面的重大不良行为记录。

## 财务

近三年该公司负债规模有所缩减，2017 年随着非公开发行股票和外部机构对公司子公司增资的完成，资本实力得到显著增强，资产负债率降至合理水平；2018 年末公司刚债规模继续收缩，资产负债率继续下降。但公司负债集中于短期刚性债务，仍面临较大的即期债务偿付压力。随着利润增长，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度显著提升，且经营性现金流状况较为充足，可为公司后续债务本息的偿付提供基础保障。

### 1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 年财务报表进行了审计，天衡会计师事务所对公司的 2017 年和 2018 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行财务部 2017 年发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，以及 2018 年发布的《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）。

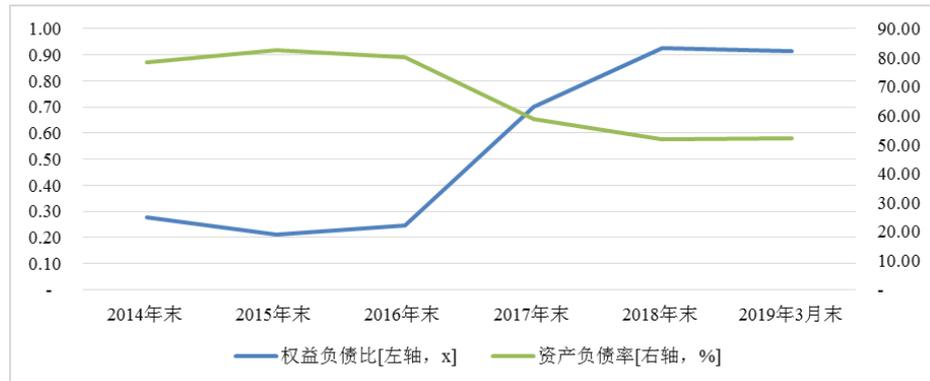
截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 50 家。2018 年度，公

司新纳入合并范围子公司共 11 家，不再纳入合并范围子公司共 5 家，2018 年，公司合并范围新纳入 7 家子公司，因清算减少 3 家子公司。上述子公司资产和收入规模不大，对公司影响较小。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势

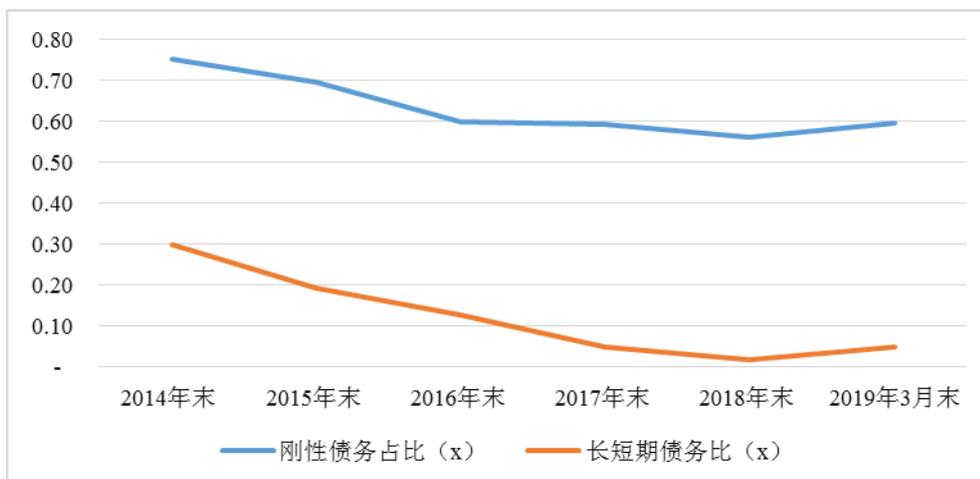


资料来源：根据南钢股份所提供数据绘制

2016-2018 年末，该公司负债总额分别为 275.06 亿元、221.78 亿元和 213.85 亿元，资产负债率分别为 80.19%、58.77%和 51.91%，负债规模呈下降趋势。得益于非公开发行股票、建信投资增资和利润积累，2017 年末公司所有者权益较上年末大幅增长 128.92%至 155.58 亿元，资本实力显著增强，资产负债率较上年末下降 21.42 个百分点。2018 年末，得益于利润积累，公司所有者权益较上年末增长 27.33%至 198.10 亿元，资产负债率较上年末进一步降至 51.91%，债务压力有所减轻。从所有者权益构成来看，2018 年末公司未分配利润和盈余公积金数额分别较上年末增长 34.53 亿元和 3.35 亿元，主要系当年净利润大幅增长所致；实收资本和资本公积合计 62.71 亿元，占所有者权益的比重较上年末下降 6.84 个百分点至 31.66%，公司所有者权益稳定性减弱。2019 年 3 月末，主要因短期借款增加和新发行 5 亿元债券，公司负债总额增至 228.56 亿元，资产负债率略增至 52.20%。

## (2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
<b>刚性债务 (亿元)</b>	<b>165.25</b>	<b>131.66</b>	<b>119.87</b>	<b>136.54</b>
应付账款 (亿元)	46.30	40.44	40.67	38.72
预收款项 (亿元)	13.38	26.94	23.57	23.92
其他应付款 (亿元)	12.39	2.37	2.79	3.04
<b>刚性债务占比 (%)</b>	<b>60.08</b>	<b>59.36</b>	<b>56.06</b>	<b>59.74</b>
应付账款占比 (%)	16.83	18.24	19.02	16.94
预收款项占比 (%)	4.86	12.15	11.02	10.46
其他应付款占比 (%)	4.51	1.07	1.30	1.33

资料来源：根据南钢股份所提供数据绘制

近三年随着该公司逐步偿还银行借款和债券，刚性债务规模逐年缩减，2016-2018 年末分别为 193.04 亿元、131.66 亿元和 119.87 亿元，在负债总额中占比逐年下降，2018 年末为 56.05%。公司负债偏重短期，2016-2018 年末流动负债分别为 244.05 亿元、211.70 亿元和 210.14 亿元，长短期债务比逐年下降，2018 年末仅为 1.76%。

除刚性债务外，该公司负债还主要分布在应付账款和预收款项，2016-2018 年末，应付账款分别为 46.30 亿元、40.44 亿元和 40.67 亿元，主要为应付原材料采购款；预收款项分别为 13.38 亿元、26.94 亿元和 23.57 亿元，主要以客户预付钢材采购款为主。此外，2018 年末公司其他应付款为 2.79 亿元，主要为应付股东借款及暂收保证金、押金。

2019 年 3 月末，因发行债券和银行借款增加，该公司刚性债务增至 136.54 亿元，其余科目相对变化不大。

### (3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>164.01</b>	<b>124.47</b>	<b>119.11</b>	<b>130.74</b>
其中: 短期借款	77.66	33.04	48.97	57.79
应付票据	75.25	61.11	60.80	64.39
一年内到期非流动负债	9.40	28.62	8.62	8.42
其他短期刚性债务	1.63	1.62	0.50	0.14
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>29.02</b>	<b>7.19</b>	<b>0.76</b>	<b>5.80</b>
其中: 长期借款	0.44	7.19	0.76	0.80
应付债券	27.78	-	-	5.00
<b>综合融资成本 (年化, %)</b>	<b>4.70</b>	<b>4.99</b>	<b>4.91</b>	<b>-</b>

资料来源: 根据南钢股份所提供数据整理。

2018 年末, 该公司刚性债务为 119.87 亿元, 较上年末减少 11.79 亿元。公司偏重短期融资, 2018 年末短期刚性债务在刚性债务中占比 99.37%。

该公司融资渠道多样, 目前主要包括银行借款、银行承兑汇票、债券发行。2018 年末, 公司短期借款 48.97 亿元 (其中保证借款 34.79 亿元), 较上年末增长 15.93 亿元; 应付票据 60.80 亿元, 较上年末减少 0.31 亿元; 一年内到期的非流动负债较上年末下降 20.00 亿元至 8.62 亿元, 主要因 27.82 亿元应付债券于 2018 年到期偿付所致; 由于 8.62 亿元借款将于一年内到期, 长期借款较上年末减少 6.43 亿元至 0.76 亿元。

2019 年 3 月末, 该公司成功发行 2019 年度第一期中期票据, 应付债券规模增长至 5.00 亿元, 此外, 短期借款增加 8.82 亿元至 57.79 亿元。

该公司刚性债务融资利率多集中在 4%-6% 之间, 2016-2018 年公司年化综合融资成本分别为 4.70%、4.99% 和 4.91%。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期 (天)	61.17	50.93	52.56	-
营业收入现金率 (%)	106.34	84.57	103.15	89.40
业务现金收支净额 (亿元)	37.26	26.63	55.39	16.72
其他因素现金收支净额 (亿元)	-4.83	-3.02	-6.00	-0.48
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	32.44	23.61	49.38	16.24
EBITDA (亿元)	28.12	58.62	80.48	-

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.36	0.64	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.75	9.58	18.97	-

资料来源：根据南钢股份所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2016-2018年，该公司营业周期分别为61.17天、50.93天和52.56天，公司应收账款规模较小，应收账款周转速度快，存货以原材料和在产品为主，规模保持在适度水平，整体来看公司营业周期较短。

2016-2018年，该公司营业收入现金率分别为106.34%、84.57%和103.15%，2017年公司较多采用票据结算，营业收入现金率下降明显。2018年公司控制票据结算，年末应收票据增量较少，营业收入现金率回归较高水平。公司对外销售一般采取现款（含银行承兑汇票）结算模式，应收账款余额很小，经营环节现金流状况良好。同期，公司经营性现金流净额分别为32.44亿元、23.61亿元和49.38亿元。2019年第一季度销售规模较上年同期大幅增加，经营性净现金流较上年同期增长376.29%。

2016-2018年，该公司EBITDA分别为28.12亿元、58.62亿元和80.48亿元，在利润总额增长的带动下大幅增长。2018年公司EBITDA中利润总额、固定资产折旧及列入财务费用的利息支出占比分别为73.43%、21.02%和5.24%。同期公司刚性债务规模逐年缩减，EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖程度显著提升。

## （2）投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	1.53	7.01	-15.79	-0.80
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-7.29	-4.05	-6.03	-1.28
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.29	-10.45	-4.32	1.39
投资环节产生的现金流量净额	-5.47	-7.49	-26.13	-0.69

资料来源：根据南钢股份所提供数据整理

在投资方面，2016-2018年，该公司投资性现金净流出分别为5.47亿元、7.49亿元和26.13亿元。2016-2017年公司资本性支出逐渐减少，但仍保持一定的生产设备技术改造及更新方面的投入，投资性现金流持续净流出。2018年公司投资环节现金净流出大幅增长，主要系以现金增资柏中环境所致。

### (3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
权益类净融资额	0.17	53.55	-2.57	0.07
债务类净融资额	-31.72	-63.60	-17.60	1.82
筹资环节产生的现金流量净额	-31.55	-10.05	-20.18	6.89

资料来源：根据南钢股份所提供数据整理

近年来该公司经营性现金流较为充裕，在满足投资需求的同时逐步偿还债务，2016-2018 年，公司筹资环节现金流净额分别为-31.55 亿元、-10.05 亿元和-20.18 亿元。2017 年，公司权益类净融资额为 59.98 亿元，主要是公司非公开发行股票和子公司获增资款。2018 年公司吸收投资收到的现金规模较小，筹资环节现金流主要体现于债务偿付，故筹资环节现金流净流出额大幅增加。2019 年第一季度筹资环节现金流呈净流入，主要系公司发行 2019 年度第一期中期票据所致。

### 4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	94.32	139.93	162.57	185.95
	27.50	37.08	39.46	42.47
其中：货币资金（亿元）	32.95	27.48	30.67	51.68
应收账款（亿元）	4.39	6.38	7.33	7.08
应收票据（亿元）	4.21	46.68	55.95	5.61
存货（亿元）	37.26	41.52	47.96	47.80
其他流动资产	4.69	12.78	14.68	15.89
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	248.69	237.43	249.38	251.93
	72.50	62.92	60.54	57.53
其中：固定资产（亿元）	218.98	206.34	198.75	198.65
在建工程（亿元）	3.93	7.19	12.05	12.82
长期股权投资（亿元）	2.38	2.87	20.19	20.63
无形资产（亿元）	8.79	8.59	8.46	8.39
递延所得税资产（亿元）	10.62	9.98	5.35	5.68
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>81.51</b>	<b>98.60</b>	<b>91.82</b>	<b>114.01</b>
<b>期末抵押融资余额（亿元）</b>	<b>57.52</b>	<b>50.48</b>	<b>21.79</b>	<b>38.95</b>
<b>受限资产/总资产（%）</b>	<b>23.76</b>	<b>26.13</b>	<b>22.29</b>	<b>26.04</b>

资料来源：根据南钢股份所提供数据整理。

近年来该公司的资产总额保持增长，2016-2018 年末分别为 343.02 亿元、377.35 亿元和 411.95 亿元。2018 年末，公司流动资产较上年末大幅增长

16.18%至 162.57 亿元，占总资产比重上升至 39.46%。从流动资产构成上看，2018 年末货币资金较上年末上升 11.62%至 30.67 亿元，其中受限资金 17.12 亿元，可动用货币资金余额仍有限；应收票据为 55.95 亿元，较上年末增长 19.86%，随收入规模扩大而有所增长；公司存货随主业收入而有所增长，年末账面价值为 47.96 亿元；应收账款较上年末增长 14.83%至 7.33 亿元，主要系对重点客户的赊销额增长所致；其他流动资产较上年末增长 1.90 亿元至 14.68 亿元，主要系公司用闲置资金购买 11.70 亿元理财产品。2019 年 3 月末，公司流动资产为 185.95 亿元，较年初增长 14.38%，其中货币资金较年初增长 68.50%至 51.68 亿元，系公司增加货币资金储备所致。

2018 年末，该公司非流动资产为 249.38 亿元，在资产总额中占比 60.54%。其中固定资产、在建工程、长期股权投资和无形资产分别为 198.75 亿元、12.05 亿元、20.19 亿元和 8.46 亿元。固定资产主要为机器设备及房屋建筑物，在建工程随着环保项目及高炉技改项目的开展金额有所增长，长期股权投资大幅增加主要因 2018 年增资柏中环境，无形资产主要为土地使用权等。此外，递延所得税资产 2018 年末余额为 5.35 亿元，较上年末减少 46.44%，主要系抵扣以前年度确认递延所得税资产的可弥补亏损所致。2019 年 3 月末，公司非流动资产为 251.93 亿元，较年初增长 1.02%。

受限资产方面，2018 年末该公司受限资产账面金额为 91.82 亿元，其中受限货币资金规模较大，主要作为结构性存款、银行承兑汇票保证金和信用证保证金等；受限应收票据为 40.33 亿元，主要用于票据池业务；受限固定资产 32.44 亿元和无形资产 1.93 亿元，主要用于银行借款抵押物。同期末公司受限资产占总资产比重为 22.29%，对资产流动性影响较大。

## 5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	38.65	66.10	77.36	85.29
速动比率 (%)	22.39	45.38	52.86	61.81
现金比率 (%)	18.01	35.52	40.54	25.11

资料来源：根据南钢股份所提供数据整理

由于钢铁行业机械设备等固定资产规模较大，且该公司负债主要集中于短期，流动性偏弱。不过，2017 年以来随着公司业绩提升和债务压力减轻，2018 年末公司流动比率、速动比率分别为 77.36%和 52.86%，分别较上年末上升 11.26 和 7.48 个百分点，流动性压力有所减轻。公司现金比率较高，但受限货币资金和应收票据规模较大。

## 6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司为联营企业南京南钢嘉华新型建材有限公司（简

称“南钢嘉华”)提供担保 0.20 亿元,子公司南钢发展为南京鑫武海运有限公司提供担保 0.37 亿元。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司集团本部对下属子公司基本实现全资控股,对子公司控制力很强,子公司主要从事钢材生产、销售,环保和商贸业务。资产和负债主要集中于公司本部,截至 2018 年末,本部总资产为 299.38 亿元,总负债为 179.22 亿元,所有者权益为 120.16 亿元。2018 年末,本部分别实现营业收入 452.82 亿元,净利润 33.52 亿元,经营性现金流净流入 34.59 亿元。本部财务质量与合并范围的财务质量保持一致。

## 外部支持因素

截至 2018 年末,该公司共获得银行授信 290.33 亿元,其中大型国有金融机构授信额度为 74.85 亿元(占总授信的比重为 25.78%);已使用授信额度为 128.66 亿元。

图表 27. 金融机构的信贷支持

机构类别	贷款授信	已使用额度	附加条件/增信措施
全部(亿元)	290.33	128.66	抵押、担保
其中:国家政策性金融机构(亿元)	36.50	13.33	担保
工农中建交五大商业银行(亿元)	38.35	16.11	担保
其中:大型国有金融机构占比	25.78	22.88	--

资料来源:根据南钢股份所提供数据整理(截至 2018 年末)

## 跟踪评级结论

该公司目前拥有板、线、棒、带、型材五大类产品,其钢材产品以特钢为主,且部分产品市场占有率较高,在行业内具有一定的竞争优势。2018 年,公司钢材产量继续增长,各主要产品种类销量各有涨跌,但产品总销量继续保持增加,同时得益于产品价格上涨,公司营业收入继续扩大,盈利水平持续提升。不过下游铁矿石和煤炭价格亦保持上涨,公司持续面临原燃料价格上涨带来的成本压力。

跟踪期内,该公司产权结构较稳定,控股股东仍为南京钢联,因股票期权激励计划激励对象自主行权,2018 年以来公司实收资本有所增加,控股股东持股比例略有下降。公司关联交易涉及金额较小,其影响相对可控。

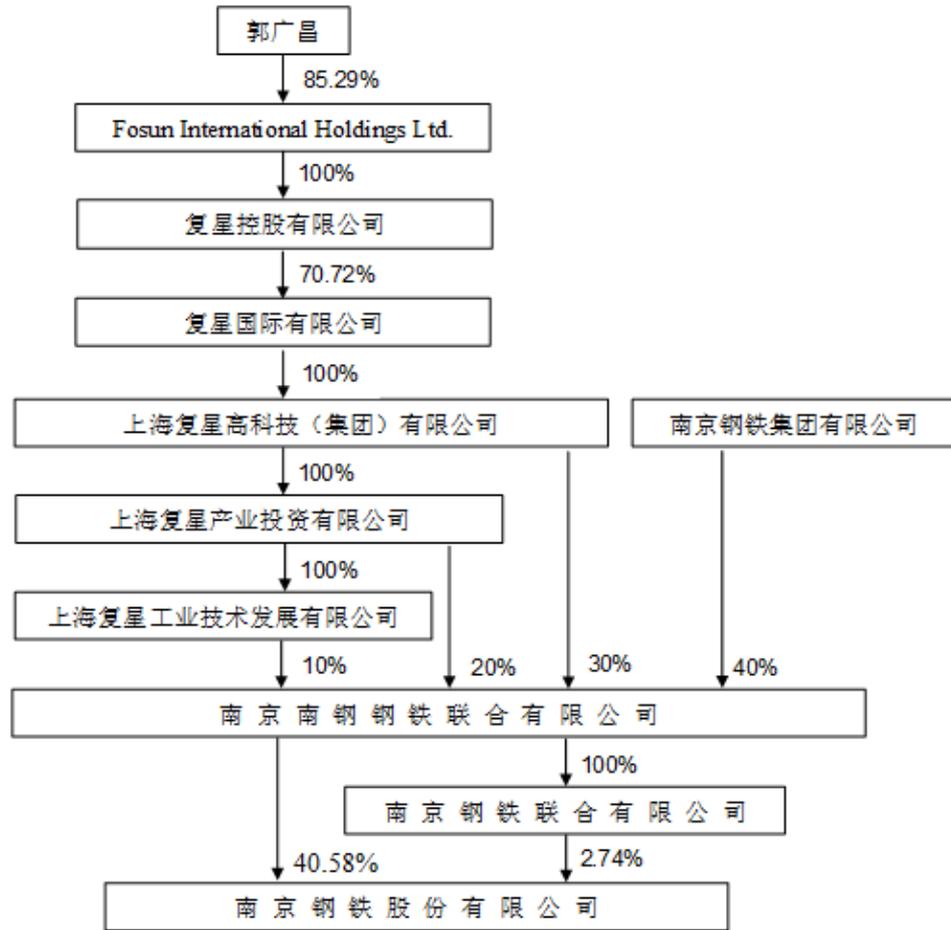
近三年该公司负债规模有所缩减,2017 年随着非公开发行股票和外部机构对公司子公司增资的完成,资本实力得到显著增强,资产负债率降至合理水平;2018 年末公司刚债规模继续收缩,资产负债率继续下降。但公司负债

集中于短期刚性债务，仍面临较大的即期债务偿付压力。随着利润增长，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度显著提升，且经营性现金流状况较为充足，可为公司后续债务本息的偿付提供基础保障。

此外，本评级机构还将持续关注：（1）钢铁行业原燃料及钢铁产品价格波动风险；（2）该公司近年来对外投资规模较大，关注投资事项进展及后续投资规划；（3）新投资的联营企业柏中环境经营状况、财务状况。

附录一：

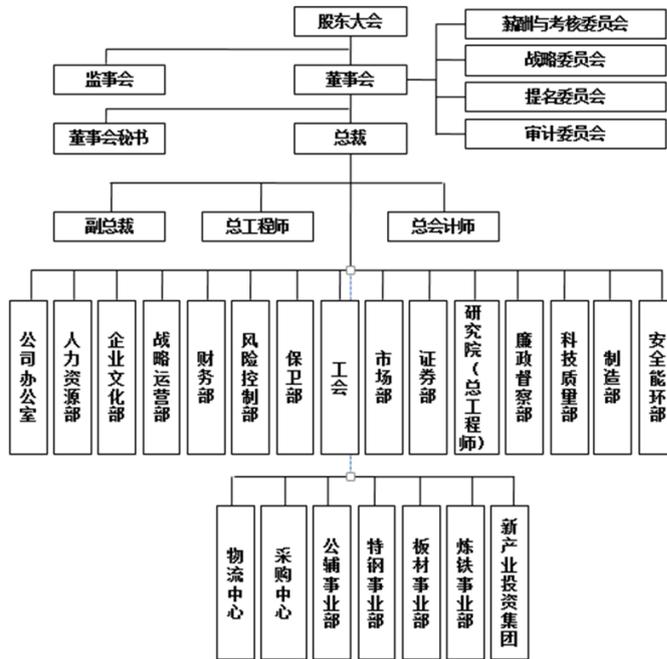
公司与实际控制人关系图



注：根据南钢股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据南钢股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年 (末) 主要财务数据 (亿元)				
					EBITDA (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)
南京钢铁股份有限公司 (本部)	南钢股份	公司本部	-	钢铁生产	80.48	198.10	436.47	47.41	49.38
南京南钢产业发展有限公司	南钢发展	重要子公司	61.28	钢铁生产	29.28	75.91	40.66	17.56	3.91
南京钢铁集团国际经济贸易有限公司	南钢国贸	重要子公司	100.00	贸易	1.58	17.30	104.76	1.19	8.59
香港金腾国际有限公司	香港金腾国际	重要子公司	100.00	贸易	0.65	1.41	23.20	0.50	-15.07

注：根据南钢股份 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
资产总额 [亿元]	343.02	377.35	411.95	437.88
货币资金 [亿元]	32.95	27.48	30.67	51.68
刚性债务[亿元]	193.04	131.66	119.87	175.25
所有者权益 [亿元]	67.96	155.58	198.10	209.32
营业收入[亿元]	241.74	376.01	436.47	118.16
净利润 [亿元]	3.55	34.01	47.41	9.75
EBITDA[亿元]	28.12	58.62	80.48	—
经营性现金净流入量[亿元]	32.44	23.61	49.38	16.24
投资性现金净流入量[亿元]	-5.47	-7.49	-26.13	-0.69
资产负债率[%]	80.19	58.77	51.91	52.20
权益资本与刚性债务比率[%]	35.21	118.17	165.26	119.44
流动比率[%]	38.65	66.10	77.36	85.29
现金比率[%]	18.01	35.52	40.54	25.11
利息保障倍数(倍)	1.59	6.90	15.03	—
担保比率[%]	1.18	0.19	0.29	—
营业周期[天]	61.17	50.93	52.56	-
毛利率[%]	10.18	16.34	20.11	14.32
营业利润率[%]	1.28	9.94	13.83	9.91
总资产报酬率[%]	3.38	11.72	16.04	—
净资产收益率[%]	5.41	30.43	26.81	—
净资产收益率*[%]	5.41	34.90	29.74	—
营业收入现金率[%]	106.34	84.57	103.15	89.40
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.08	10.36	23.41	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.37	6.49	10.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.75	9.58	19.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.39	0.64	—

注：表中数据依据南钢股份经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/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(倍)=(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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) + 365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资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[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

**附录五：**

**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 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《钢铁行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。