



信用等级通知书

信评委函字 [2011] 430号

马鞍山钢铁股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司
及贵公司拟发行的“马鞍山钢铁股份有限公司2011年度第一
期中期票据”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AA⁺，本期中期
票据的信用等级为AA⁺。

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

二零一一年十一月十四日

马鞍山钢铁股份有限公司 2011 年度第一期中期票据信用评级报告

发行主体 马鞍山钢铁股份有限公司
 主体信用等级 AA⁺
 评级展望 稳定
 中期票据等级 AA⁺
 注册金额 38 亿元
 本期发行规模 28 亿元
 本期票据期限 3 年

概况数据

马钢股份	2008	2009	2010	2011.9
总资产(亿元)	661.45	679.84	701.05	844.89
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	265.27	271.85	279.99	290.24
总负债(亿元)	396.17	407.99	421.06	554.65
总债务(亿元)	230.86	261.59	264.71	394.67
主营业务收入(营业总收入)(亿元)	712.60	518.60	649.81	663.47
EBIT(亿元)	26.46	15.67	26.25	12.17
EBITDA(亿元)	72.56	64.33	74.82	-
经营活动净现金流(亿元)	83.88	66.69	4.00	6.42
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	8.57	5.31	5.86	3.56
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	10.18	12.41	11.51	-
总资产收益率(%)	3.86	2.34	3.80	2.10*
资产负债率(%)	59.90	60.01	60.06	65.65
总资本化比率(%)	46.53	49.04	48.60	57.62
总债务/EBITDA(X)	3.18	4.07	3.54	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.94	6.41	8.19	-

注 1、2011 年三季度财报数据报未经审计，加“*”指标已经年化。

分析师

毛麒麟

qjmao@ccxi.com.cn

金波

bjjin@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2011 年 11 月 14 日

基本观点

中诚信国际评定马鞍山钢铁股份有限公司（以下简称“马钢股份”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；评定马鞍山钢铁股份有限公司 2011 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺。

中诚信国际肯定了马钢股份具有的优越的地理位置、较大的产能规模、独特的产品结构及较强的技术实力等方面的优势，此外在地方政府的支持下，公司发展前景良好。同时，中诚信国际也关注到钢材价格波动加剧、成本压力加大、铁矿石自给率低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。**公司是国内大型钢铁企业之一。2010 年公司生产生铁 1,456 万吨，粗钢 1,540 万吨，钢材 1,470 万吨，具备一定的规模优势。随着对长江钢铁的重组的顺利完成，其产能进一步扩大。
- **产品结构和技術优势。**公司拥有具备世界先进水平的冷热轧薄板、高速线材生产线和国内领先的热轧 H 型钢生产线，同时拥有全球最大产能的车轮轮箍专业生产厂，形成了独具特色的“板、型、线、轮”产品结构。
- **区位优势。**马钢股份地处宁（南京）芜（湖）铁矿区，该地区铁矿资源丰富。同时，马钢股份所处的长江中下游地区水运、铁路、公路交通快捷便利，优越的地理位置不仅可以使公司的资源供应获得保障，而且运输成本较低。
- **政府支持。**公司是安徽省最大的工业企业，在安徽省的经济发展中占有重要的地位，未来在资源配置、规模扩张等方面将继续受到省、市政府的大力支持。
- **很强的融资能力。**公司为香港、上海两地上市公司，直接融资渠道畅通。截至 2011 年 9 月底，公司从工、农、中、建等多家银行获得综合授信额度合计 584.78 亿元，其中尚未使用的授信余额为 394.05 亿元，公司具有较好的财务弹性。

关注

- **受宏观经济政策影响，钢材价格波动加剧。**宏观政策的调控力度及持续时间将影响后期钢材价格走势，并进而对公司盈利能力及现金获取能力产生影响。
- **铁矿石全部需要外购，成本控制压力较大。**2010 年以来，铁矿石价格大幅上涨，且长协矿定价周期短期化，而公司所需铁矿石全部外购，给公司的成本控制带来一定难度。

发行主体概况

马鞍山钢铁股份有限公司成立于1993年9月1日，并分别于1993年及1994年实现在香港与内地上市（股票代码分别为：“HK00323”、“600808”），是国家首批在境外上市的九家股份制规范化试点企业之一，同时也是国内最大的钢铁生产企业之一。截至2011年9月底，马钢（集团）控股有限公司（以下简称“马钢集团”）持有股份占公司总股本的54.47%。

公司主营业务为钢铁产品的生产和销售，是中国最大的钢铁生产和销售商之一，生产过程主要有炼铁、炼钢、轧钢等，其主要产品可分为板材、型钢、线棒、车轮四大类。

截至2010年底，公司总资产701.05亿元，所有者权益279.99亿元，负债总额为421.06亿元，资产负债率60.06%；2010年公司实现营业收入649.81亿元，利润总额17.11亿元，经营活动净现金流4.00亿元。

截至2011年9月末，公司总资产844.89亿元，所有者权益290.24亿元，负债总额为554.65亿元，资产负债率65.65%；2011年1~9月，公司实现营业收入663.47亿元，利润总额5.85亿元，经营活动净现金流6.42亿元。

本期票据概况

经中国银行间市场交易商协会注册，马鞍山钢铁股份有限公司发行“马鞍山钢铁股份有限公司2011年度第一期中期票据”。本期中期票据的发行规模为28亿元，期限3年。

本期中期票据的发行对象为全国银行间市场机构投资者，采取实名制记账方式，在中央结算公司进行登记托管。本期中期票据采用簿记建档，集中配售方式发行，发行利率采用固定利率形式，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

本期中期票据募集资金将用于补充营运资金及偿还银行贷款，并且募集资金不用于下属子公

司。

（一）补充营运资金

为加速推进公司的中长期发展战略，近年来，公司自有资金投入建设金额较大，日常生产经营所需营运资金的缺口亦有所增加，2008~2010年公司每年对外购买原材料等支出分别为562亿元、305亿元、477亿元，预计未来几年公司每年对外购买原材料等支出大约在500亿元。因此，公司将投入本次募集资金的约50%用于弥补经营过程中对流动资金的需求以及满足日常性支出的需要，主要用途为购买铁矿石、煤炭等原材料，以保证业务运营的顺利进行。

（二）偿还银行贷款

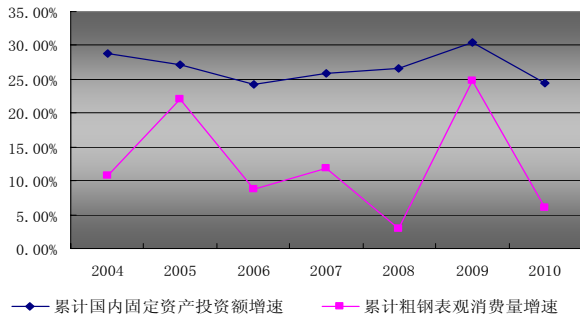
截至2011年9月末，公司本部的长期借款为114.79亿元。本次募集资金中的50%，将用于公司本部偿还银行借款，调整公司负债结构，进一步提高直接融资比例，优化融资结构。

行业分析

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。2003年以来，由于固定资产投资规模持续快速增长，以及受下游建筑、机械制造、汽车、造船、铁路、石油及天然气、家电、集装箱等行业增长的拉动，中国粗钢表观消费量保持了快速增长，我国已连续多年成为世界最大的钢铁生产国和消费国。然而受全球金融危机的影响，2008年下半年中国钢铁需求增速回落明显，当年全年粗钢表观消费量增速由2007年的13.10%降至4.26%。2009年，在国家经济政策刺激的作用下，中国钢铁业产销增长势头有所恢复，2009年全球粗钢产量为12.20亿吨，同比下降8.00%；而中国粗钢产量为5.68亿吨，同比增长13.50%，占全球总产量的46.60%。同时，2009年国内粗钢表观消费量增速达24.80%，创历史新高。中国钢材需求的增长成为推动全球钢材需求增长的重要动力。2010年，全国粗钢表观消费量6亿吨，同比增长6.08%；2011年1~9月，中国城镇固定资产投资完成额为21.23万亿元，虽然同比增长24.9%，但增速已连续四个月出现下滑，不过由于我国人口

基数大且仍处于工业化和城镇化互动阶段，预计2011年全年中国钢材表观消费量仍将继续保持增长，但增速将有所放缓。

图 1：近年国内累计粗钢表观消费量与固定资产投资额增长趋势

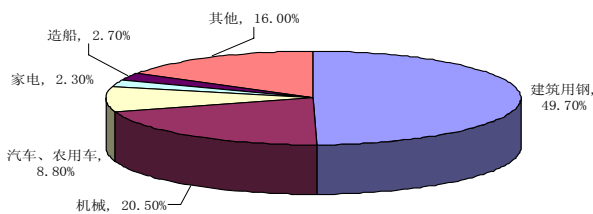


资料来源：国家统计局、中国钢铁工业协会

国内经济增长趋缓，钢铁行业下游需求增长略显乏力且短期内出现大幅增长的可能性较小

中国的钢材消费主要来自建筑行业，其次是机械、汽车、造船等行业。

图 2：2010 年中国钢材消费行业分布



资料来源：中国钢铁工业协会、中诚信国际整理

2010年，国内经济保持了较好的发展势头，全年城镇累计固定资产投资额达到24.14万亿元，同比增长24.50%。房地产业方面，2010年全国完成房地产开发投资4.83万亿元，同比增长33.20%；房屋新开工面积16.38亿平方米，同比增长40.70%。机械工业主要经济指标自2009年3月以来逐步回升，2010年产销增长态势良好，当年全行业工业总产值达14.38万亿元，同比增长33.93%。汽车工业方面，受益于1.6升及以下乘用车购置税七五折、“汽车下乡”、“汽车以旧换新”等政策的作用，2010年国内汽车产销延续了2009年的强劲增长势头，当年我国汽车产、销量分别为1,826.47万辆和1,806.19万辆，

同比分别增长32.44%、32.37%。2011年前三季度，我国国内生产总值（GDP）32.07万亿元，增速为9.4%，其中三季度GDP同比增幅为9.1%，创下自2009年四季度以来八个季度新低，国内经济增长趋缓。同期，我国城镇累计固定资产投资额达到21.23万亿元，同比增长24.9%；全国完成房地产开发投资4.42万亿元，同比增长32%，房屋新开工面积14.78亿平方米，同比增长23.7%，两项增速虽然较高，但环比分别下降1.2和2.1个百分点（其中1~9月保障房开工率已达到98%，但9月增速8.9%，环比下降了近22个百分点）；1~7月机械工业总产值达9.24万亿元，同比增长26.43%；汽车工业方面，受购置税优惠等政策退出、燃油价格不断攀升、部分城市治堵限购政策实施等因素影响，2011年以来国内汽车产销增长势头放缓，前三季度中国汽车产、销量分别为1,346.12万辆和1,363.45万辆，同比分别增长2.75%和3.62%，增速较上年同期分别回落33.25和32.38个百分点。以上数据显示，2011年以来，我国经济虽保持增长态势，但增速趋缓，钢铁行业下游需求增长略显乏力，保障房的开工建设目前看未能持续拉动钢铁需求。在国家宏观政策未见松动的前提下，短期内钢材需求大幅增长的可能性较小。

中国钢铁产能存在一定程度的过剩，宏观政策的调控力度及持续时间将在很大程度上影响后期钢材价格走势

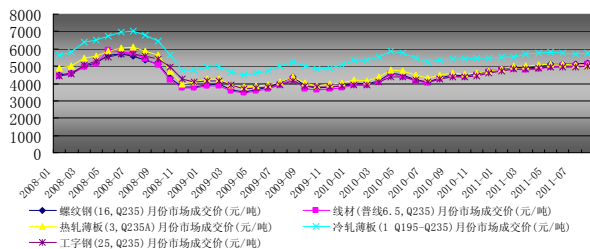
从供给面看，中国钢铁业长期以来存在着产能过剩、同质化竞争激烈、行业集中度低等问题，且上述问题相互交织，给行业整体产能控制带来很大难度。据中国工业和信息化部（以下简称“工信部”）公布数据显示，2009年中国粗钢产能达到7亿吨左右，2010年新增建成投产产能约3,000万吨左右。根据中钢协最新统计数据显示，2010年全年，国内粗钢累计产量达6.27亿吨，同比增长9.26%；2011年前三季度，国内粗钢产量5.26亿吨，同比增长10.7%，国内钢铁产能存在一定程度的过剩。

同时，受国际市场需求下降、贸易保护等因素影响，2009年以来我国钢材出口下降而进口增长。在产能过剩的背景下，出口的低迷加大了国内市场

的压力。据中钢协表示，2010年我国对韩国、印度及东盟的出口量占全部钢材出口量的48.2%，但2011年由于全球钢铁产能将高速增长（仅韩国新增钢铁生产能力即达1,500万吨），我国出口必然受到冲击。另外，受美国、日本等国量化宽松货币政策的冲击，人民币升值空间加大，钢铁企业出口成本进一步上升；再加上国家严控“两高一资”产品扩大出口以及受贸易保护因素影响等，2011年我国钢材出口难度增大，不利于国内市场的供需平衡。

钢材价格方面，2010年4月房地产调控新政出台后，钢材价格连续回落，二级螺纹钢和热轧板卷的主流市场均价跌幅均超过15%。受限电减排政策影响导致钢材供给减少，自2010年10月中旬以来钢材价格再度有所回升。2011年1月26日，国家出台共计八条政策措施以进一步调控房地产市场，对钢材价格造成负面影响。不过，“十二五”期间建设3,600万套保障性住房的政府规划，有望对建筑用钢材的需求有所拉动，中诚信国际认为相关宏观政策调控力度及持续时间将在很大程度上影响后期钢材价格走势。

图3：2008年以来我国部分钢材品种价格走势



资料来源：聚源数据

总体看，目前中国仍处于工业化、城镇化发展阶段，工业化和城镇化互动，预计“十二五”期间城镇化水平仍将有较为显著的提升，对钢铁的需求仍会继续增长。因此，现阶段过剩并不意味着长期过剩。中诚信国际也注意到，随着经济发展方式的转变，国内市场对钢铁需求的增速有所放缓。中国钢铁业粗放式经营、无序扩张的局面须得到改变，产业退出机制的有效性有待提升。

铁矿石对外依存度高，议价话语权不足，协议矿定价周期短期化，焦煤等原料价格也呈

现上涨趋势，中国钢铁企业面临较大的成本控制压力

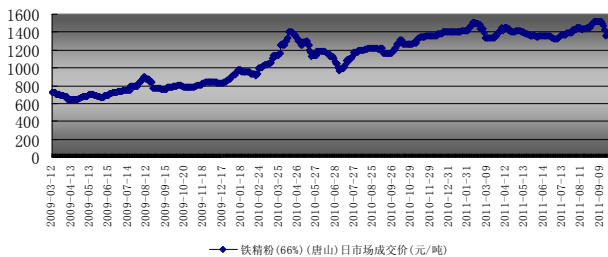
相对于国内快速增长的钢铁需求，中国自有铁矿石供给严重不足，2009年，全国铁矿石进口量达6.28亿吨，同比增长41.53%，对外依存度提高至69%。2010年，受进口矿价格涨幅过高影响，铁矿石进口量略有下降，但仍然保持高位，全年中国进口铁矿石为6.19亿吨，同比下降1.4%。这是自1998年以来，中国进口铁矿石首次出现同比下降，铁矿石对外依存度也由上年的69%下降到63%左右，铁矿石对外依存度仍旧很高。

从铁矿石长协价格谈判来看，由于世界铁矿石的生产能力高度集中，全球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，使得铁矿石供应商的谈判砝码较重，话语权较大。从2010年度铁矿石谈判来看，不仅长协价格大幅上涨，而且定价周期短期化、指数化。按照三大矿商的定价公式，每一季度的铁矿石价格将按照上一季度中国市场的现货指数均价来确定。2011年，中国铁矿石谈判暂停，国内钢铁企业被迫接受铁矿石指数定价模式，这将加大铁矿石价格的波动性，对于钢铁生产企业而言，成本波动风险明显增大。现货矿价格方面，国内现货市场进口铁矿石价格随着进口协议矿价格及国内钢材价格的波动而波动。在三大矿商产品价格总体大幅上涨的情况下，多数钢铁企业寻求用国内矿、现货矿替代进口协议矿来缓解成本压力。中诚信国际认为，进口铁矿石定价周期缩短，国内大中型钢铁企业原有的长协矿成本优势受到削弱，生产成本波动加剧，铁矿石自给率低、产品缺乏竞争力、费用率高的钢铁企业将受到明显的冲击，而资源储量丰富的企业在成本控制及铁矿石稳定供应方面具备优势。

国内市场方面，受供需形势的影响，铁矿石及焦煤、焦炭价格经历了2008年下半年以来的价格深幅调整后，自2009年底也开始上涨。铁精粉价格（唐山66%市场成交价）由低点时不到600元/吨涨至高点时逾1,510元/吨，目前价格为1,385元/

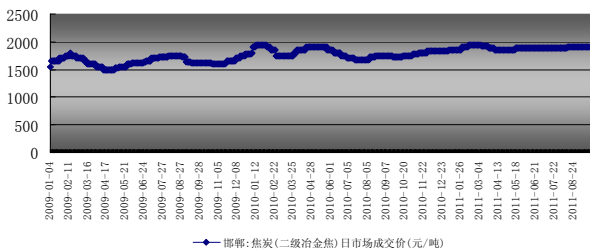
吨左右；截至 2011 年 10 月 13 日，国内邯郸地区二级冶金焦价格为 1,910 元/吨。2011 年 10 月 10 日，国务院公布了修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，从 2011 年 11 月 1 日起实施新的煤炭资源税。根据新规定，焦煤的资源税率从之前的 0.3~5 元/吨调升为 8~20 元/吨。尽管影响有限，但资源税率的调升带动焦煤以及焦炭价格的提高，最终将传导至钢铁行业。

图 4：2009 年 3 月以来国内铁精粉价格走势



资料来源：聚源数据

图 5：2009 年以来国内炼焦煤价格走势



资料来源：聚源数据

总体看，国内钢铁企业的生产成本波动加剧，而后期钢价走势将主要取决于需求的旺盛程度，钢材产品结构、研究开发能力、产业升级能力、上下游议价能力、筹款回款条件等因素将在更大程度上决定行业内企业利润水平的分化。

政府加大钢铁落后产能淘汰力度，推进产业结构升级

为改变中国钢铁行业面临的产能增长过快、产业集中度低、布局不合理、淘汰落后产能进展缓慢、铁矿石经营秩序不规范等突出问题，近年来中国相关部门出台了一系列政策和措施，推动淘汰落后产能的力度，推进产品结构升级。尤其是 2009 年以来，我国加快对钢铁行业规范管理，频繁出台政策促进淘汰落后产能、节能降耗、严格限制新增产能，以期改变目前我国钢铁工业发展模式，引导产业健

康发展。

表 1：近年钢铁行业淘汰落后产能政策

日期	政策
09.01.14	国务院原则审议通过了《钢铁产业调整和振兴规划》，对行业落后产能的淘汰提出了新的标准和要求，规定最小高炉规模由 300m ³ 提高到 400m ³ ，最小转炉规模由 20 吨提高至 30 吨；2011 年底前再淘汰落后炼铁能力 7,200 万吨、炼钢能力 2,500 万吨。
09.09.26	国务院批转发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》（国发[2009]38 号），通知提出：2011 年底前，坚决淘汰 400 m ³ 及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉，碳钢企业吨钢综合能耗应低于 620 千克标准煤，吨钢耗用新水量低于 5 吨，吨钢烟粉尘排放量低于 1.0 千克，吨钢二氧化硫排放量低于 1.8 千克，二次能源基本实现 100% 回收利用。
09.12.09	国家工业和信息化部公布了《现有钢铁企业生产经营准入条件及管理暂行办法（征求意见稿）》，设立了产品质量，环境保护，能耗和资源综合利用，工艺和装备，生产规模，安全、卫生和社会责任等 6 个准入条件。其中，作为生产规模的要求，“2008 年度普钢企业粗钢产量 100 万吨及以上”具有一票否决效力。
10.02.06	《国务院关于进一步加大淘汰落后产能工作的通知》（国发[2010]7 号）提出近期重点行业淘汰落后产能的具体目标任务，其中要求钢铁行业在 2011 年底前淘汰 400 m ³ 及以下炼铁高炉，淘汰 30 吨及以下炼钢转炉、电炉。
10.04.13	国家工业和信息化部发布《关于钢铁工业节能减排的指导意见》提出主要目标：确保 2011 年底前实现淘汰 400m ³ 及以下高炉炼铁能力 12,540 万吨，30 吨及以下转炉和电炉炼钢能力 2820 万吨的目标；重点大中型钢铁企业吨钢综合能耗不超过 620 千克标准煤；吨钢耗用新水量低于 5 立方米，水重复利用率 95% 以上；吨钢烟粉尘排放量小于 1.0 千克，吨钢二氧化硫排放量低于 1.8 千克，吨钢化学需氧量排放量低于 0.2 千克；二次能源基本实现回收利用；钢渣综合利用率 94%，铁渣综合利用率 97%，尘泥综合利用率 99%，尾矿综合利用率 10%。
10.06.04	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步加大节能减排力度 加快钢铁工业结构调整的若干意见》（国办发[2010]34 号），要求坚决抑制钢铁产能过快增长，切实制止钢铁行业盲目投资和重复建设，除国家已批准开展前期工作的项目外，2011 年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目；严格履行钢铁项目审批和核准程序，坚决制止以淘汰落后产能等名义擅自建设钢铁项目。
10.06.21	国家工业和信息化部发布《钢铁行业生产经营规范条件》（工原[2010]第 105 号），目的是对钢铁行业现有企业生产经营实行规范管理，作为有关部门核准或备案项目、配置资源、核发建筑钢材生产许可证、规范铁矿石经营秩序及推进淘汰落后钢铁产能等事项的依据。钢铁行业生产经营规范要与兼并重组、淘汰落后等工作相结合，逐步减少钢铁企业数量，降低落后产能比例，改进和完善行业管理。

资料来源：根据公开资料整理

中诚信国际认为，随着国家加大淘汰落后产能、严格限制新开工项目、禁止落后产能转移、实施准入政策、对钢铁企业生产经营实施规范管理等

宏观调控措施的实施，未来国内钢铁供给增速将有所下降，有助于缓解钢铁行业产能过剩的压力，同时对推动行业产品结构调整、转变行业发展方式、促进钢铁行业整体健康发展也具有积极的意义。

在政策推动下，中国钢铁业并购重组加速

中国钢铁产业集中度偏低，不利于行业未来发展。在国家政策引导和钢铁企业提升核心竞争力的双重推动下，近年来行业内企业并购活动明显增加。鞍本钢铁集团成立、整合攀钢成立大鞍钢集团，武钢收购柳钢、入股昆钢，沙钢收购淮钢，宝钢合并八一钢铁、广钢、韶钢、宁波钢铁，济钢与莱钢组建山东钢铁集团，河北钢铁集团成立，本钢集团合并北台钢铁、重组为本钢集团有限公司，天津冶金集团、天钢、天津钢管、天铁联合重组为天津渤海钢铁集团，首钢集团合并重组通化钢铁等均说明产业整合已成为中国钢铁行业发展的趋势。

2009 年国家发布的《钢铁产业调整和振兴规划》中明确要求三年内钢铁业联合重组取得重大进展，形成若干个自主创新能力较强、具有国际竞争力的特大型企业集团，并且国内排名前五位钢铁集团的产能达到 45% 以上。

为了进一步落实《钢铁产业调整和振兴规划》，实现国家确定的“十一五”节能减排目标，加快钢铁工业结构调整，国务院办公厅发布《关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》（国办发[2010]34 号），（以下简称《意见》）。《意见》明确支持各类钢铁企业开展兼并重组，支持优势大型钢铁企业集团开展跨地区、跨所有制兼并重组，鼓励各省、自治区、直辖市人民政府继续推动本地区钢铁企业的兼并重组，进一步提高我国钢铁产业集中度。同时，《意见》明确了钢铁企业兼并重组的工作目标：形成 3~5 家具有较强国际竞争力、6~7 家具有较强实力的特大型钢铁企业集团，力争到 2015 年国内排名前 10 位的钢铁企业集团钢产量占全国总产量的比例从 2009 年的 44% 提高到 60% 以上。

在政策支持下，区域内及跨区域的兼并重组将在今后一段时间内持续，这有助于缓解钢铁行业产

能过剩的压力，提高行业集中度。但值得注意的是，政府行政力量在重组中发挥着举足轻重的作用，目前阶段的行业重组还是以政府推动、区域内收购为主要运作模式，完全市场化收购行为的难度仍然较大。

竞争实力

资源和地理位置

马钢股份所在的安徽省马鞍山铁矿区属我国五大铁矿区之一的宁（南京）芜（湖）铁矿区，铁矿资源丰富。公司股东马钢集团下属的铁矿山拥有铁矿保有储量 15 亿吨，可开采储量 7.7 亿吨。同时，安徽省煤炭资源丰富，品种齐全，对马钢股份具有十分重要的战略意义。目前马钢集团投入运营的采矿场铁矿石产能 300 万吨/年左右，2010 年马钢集团供应公司铁矿石 286.77 万吨，占其铁矿石采购总量的 12.59%。同时，公司周边地区还拥有较为丰富的煤炭、电力、水、石灰石等资源，这为公司的发展提供了资源保障。此外，公司是安徽省最大的工业企业，在安徽省的经济发展中占有重要的地位，未来地方政府在资源配置、规模扩张等方面将给予公司一定的支持。

此外，马钢股份所处的长江中下游地区是我国经济最发达、发展速度最快的地区，也是国内钢材消费热点地区，区域内航空、水运、铁路、公路交通快捷便利。公司现有的水运码头具备较强的铁矿石接卸能力，凭借这种地理位置优势，不仅可使公司资源供应获得运输保障，而且由于运输成本的降低，使公司整体原材料采购成本较低。

生产规模

钢铁工业生产工艺决定了其大型化和规模化的发展方向。马钢股份是安徽省最大的工业企业，也是国内最大的钢铁企业之一，具有一定的规模优势。从产量看，2010 年公司生产生铁 1,456 万吨，粗钢 1,540 万吨，钢材 1,470 万吨，较大的生产规模令公司在产品定价和成本控制方面具有一定优势。

表 2：2010 年国内钢铁企业集团粗钢产量排名表（万吨）

排名	钢铁企业	粗钢产量
1	河北钢铁集团	5286.00
	集团主体（不含民营）	4477.99
2	宝钢集团有限公司	4449.51
3	鞍本钢铁集团	4028.16
4	武汉钢铁(集团)公司	3654.60
5	江苏沙钢集团	3012.04
6	首钢集团	2584.05
7	山东钢铁集团有限公司	2315.24
8	河北新武安钢铁集团	1859.48
9	渤海钢铁集团	1744.46
10	马钢(集团)控股有限公司	1539.76

资料来源：中国钢铁业协会

产品结构和技術

公司原是一家以建筑钢材为主的大型钢铁企业，板带比在行业中一度处于较低水平。近几年，公司加大了产品结构调整的力度，形成了独具特色的“板、型、线、轮”产品结构。目前公司已掌握大型高炉、火车轮、H 型钢等先进工艺技术，并吸收消化了薄板坯连铸连轧及酸洗冷连轧等世界先进技术。公司拥有先进的冷热轧薄板、高速线材、热轧大 H 型钢和火车轮生产线，全部产品通过 ISO9002 质量体系认证，在管理和技术水平上具备较强的竞争力。

表 3：公司主要产品技术标准

产品类别	产品细分	技术标准
板材	薄板	中国国家标准 GB，日本标准 JIS，德国标准 DIN，美国标准 ASTM
	中厚板	通过中、英、德、美、法、挪六国船级社认证
型钢	H 型钢	拥有建筑抗震耐火 H 型钢的核心技术和自主知识产权，获中国名牌
	普通中型钢	获得冶金产品实物质量金杯奖
线棒	高速线材	拥有线上软化处理高性能低成本冷冻钢核心技术和自主知识产权
	热轧带肋钢筋	通过香港 BS 注册认证
火车轮	—	ISO9000：2000 质量体系、北美铁路协会 AAR 等多项权威认证

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在火车轮产品方面，公司作为全球产能规模最大的火车轮生产商，在国内占据了竞争优势，具备

高速铁路用车轮钢材料及核心生产技术等多项自主知识产权，是国内火车轮及环件市场上最大的供应商。目前国内铁路客车轮有 70% 来自公司，公司在铁路货车轮的占有率也超过了 50%，每年还有 15% 的火车轮产品供应出口。

2008 年 11 月 27 日，经国家批准，铁道部出台《中长期铁路网规划（2008 年调整）》方案，以扩大快速客运网、构建区际大能力通道、完善路网布局、增加西部开发性新线、提高既有能力为重点，其中客运专线由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里以上，电化率提高到 60%，规划建设新线由 1.6 万公里调整为 4.1 万公里。该规划体现了国家对铁路行业的高度重视和支持，为铁路行业未来快速发展奠定了良好的基础。我国铁路网络的快速发展，为马钢股份的火车轮及环件产业带来了新的机遇。另外，长期以来中国高铁和动车轮一直依赖进口，公司的动车车轮已经成功实现重载试运行，并获得良好检验结果，250 公里/小时的动车轮样品已提交铁科院测试。目前，经过铁道部质量认证的车轮生产企业共有四家，分别为马钢股份、太原重工、大同车辆厂和信阳同合。马钢股份在关键设备上全部采用进口，多项自主知识产权技术保证了一流的品质，在竞争上处于绝对优势地位。

总体看，公司地处长江中下游地区，控股股东资源丰富，独特的地理位置为公司提供了广阔的市场，并保证了较低的运输成本。同时，公司产品线较为完整，产品结构多元化，技术实力雄厚，产品竞争力较强，未来若高铁和动车车轮等高附加值产品能顺利达产，则将为公司带来一定利润增幅。

重组

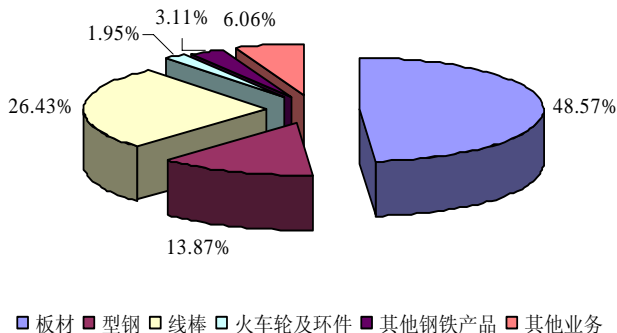
在钢铁产业整合的大趋势下，马钢股份投资重组安徽长江钢铁股份有限公司（以下简称“长江钢铁”）。2011 年 4 月，公司出资约 12.34 亿元购买长江钢铁非公开发行的股份 6.6 亿股，占长江钢铁该次增资扩股后股份总数的 55%，从而占据控股地位。长江钢铁的主要产品是线材与螺纹钢等建筑用材，已获得政府批准将产能扩张至 300 万吨/年。此次重组有助于公司进一步实施产品结构调整，扩大

生产规模，并巩固了其在我国中部地区的行业竞争地位。

业务运营

截至 2010 年底，马钢股份下属共有 21 家控股子公司，其中钢铁及炼焦、制氧等钢铁原辅材料生产主要集中在公司本部进行。2010 年公司实现营业收入 649.81 亿元，其中钢铁收入占比 93.94%，钢材产品是公司收入和利润的主要来源。分产品来看，板材产品在营业收入中占比最高，2010 年为 48.57%；其次为线棒、型钢，占比分别为 26.43% 和 13.87%；火车轮及环件系公司特色产品，2010 年其收入占营业收入的 1.95%。

图 6：公司 2010 年营业收入构成情况



资料来源：公司提供

原料供应

马钢股份生产过程中所用的主要原料为铁矿石和焦炭，主要燃料为煤炭。其中，原料的国内与国际采购由全资子公司马钢国际经济贸易总公司负责。

目前，马钢股份自身没有矿山，铁矿石全部外购。2010 年公司铁矿石采购量为 2,277.88 万吨，其中，马钢集团供应 286.77 万吨，占总采购量的 12.59%。2011 年 1~9 月公司铁矿石采购量为 1,635.27 万吨，其中集团采购量为 211.99 万吨，占总采购量的比重为 12.96%，与上年基本持平。

表 4：马钢集团现有矿山资源情况

采场名称	保有储量(万吨)	备注
凹山采场	1,993.08	600 万吨露天采场
东山采场	1,104.59	50 万吨露天采场
姑山采场	8,473.19	130 万吨露天采场

长龙山采场	385.75	50 万吨地下采场
和睦山采场	2,756.65	70 万吨地下采场
高村采场	32,459.02	700 万吨露天采场

资料来源：马钢集团提供

由于马钢集团矿山产量和矿石品位有限，公司外购铁矿石主要依赖进口。为保证原料供应，一方面，2006 年 9 月，公司与巴西淡水河谷公司签署了长期铁矿石供应合同，合同期为 2006-2014 年。根据合同，该公司 2008 年向公司供应铁矿石 665 万吨，2009 年达到 705 万吨，从 2010 年开始每年至少供应 640 万吨。加之此前公司联合国内几家钢铁企业分别持股 10% 与澳大利亚必和必拓成立合营企业经营吉姆布莱巴体矿山，确保了公司稳定的进口铁矿石供应。2010 年，公司铁矿石进口量为 1,695.21 万吨，铁矿石进口量约占总采购量的 70%；2011 年 1~9 月铁矿石进口量为 1,180.26 万吨，约占总采购量的 72.18%。另一方面，公司控股股东马钢集团也加大了国内矿产资源的开采力度，在建罗河等 4 个铁矿并扩建高村采场。上述项目完成后马钢集团成品矿的年生产能力有望达到 600 万吨左右。

表 5：马钢集团新建铁矿情况

矿床名称	探明储量(万吨)	预计建成时间
罗河	34,158	预计 2012 年 3 月建成
白象山铁矿床	14,565	预计 2012 年 3 月建成
和尚桥铁矿床	16,048.99	预计 2012 年 6 月建成
张庄	19,889.6	预计 2015 年建成

资料来源：公司提供

在焦煤与焦炭方面，2010 年公司采购量分别为 671.76 万吨和 178.75 万吨。公司与淮北矿业股份有限公司、山西焦煤集团公司、山西晋城无烟煤矿业集团公司、焦作煤业集团公司、枣庄矿业集团公司、新汶矿业集团公司等多家单位建立了煤炭战略伙伴关系，2010 年公司从以上煤炭供应商采购量约占煤炭采购总量的 75% 以上。此外，公司还以参股方式，在河南和山东建立两个焦炭生产基地，分别为济源市金马焦化有限公司、滕州盛隆煤焦化有限责任公司。2011 年 1~9 月公司焦煤和焦炭采购量分别

为 431.92 万吨和 166.02 万吨。

2009 年，铁矿石、焦煤、焦炭价格与上年相比有所下降，部分缓解了国内钢铁企业的经营压力。但进入 2010 年以来，上述原燃材料价格上涨后即居高不下，加上铁矿石进口协议矿定价周期短期化，公司生产成本大幅上升。对此，公司通过实施“低价采购、高价放缓”的采购策略，对成本上升压力予以控制。

表 6：2009 年~2011 年 9 月公司铁矿石、焦煤、焦炭采购情况

原燃料	2009 年		2010 年		2011 年 1-9 月	
	采购量(万吨)	采购价格(元/吨)	采购量(万吨)	采购价格(元/吨)	采购量(万吨)	采购价格(元/吨)
进口矿	1412	639	1,695.21	952.89	1,180.26	1,207.07
集团公司	306	763	286.77	736.72	211.99	858.12
国内矿	241	658	295.9	1,013.16	243.02	1,181.58
焦煤	639	1,148	671.76	1,479.52	431.92	1,552.07
焦炭	146	1,634	178.75	1,826.69	166.02	2,049.97

资料来源：公司提供

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

钢材生产

目前，公司共有三个炼铁厂、四个轧钢厂、一个彩涂板厂和一个车轮公司，生产涉及烧结、焦化、炼铁、炼钢及轧钢等全部工艺流程，并已具备年产铁 1,564 万吨、粗钢 1,860.3 万吨、钢材 1,756.4 万吨的综合生产能力。2010 年马钢股份产生铁 1,456 万吨，粗钢 1,540 万吨，钢材 1,470 万吨，同比分别增长 3.04%、3.84%和 4.11%。2011 年 1-9 月，公司生铁、粗钢和钢材的产量分别为 1,187 万吨、1,249 万吨和 1,194 万吨。

表 7：2009 年~2011 年 9 月公司生铁、粗钢和钢材产量 (万吨)

项目	2009	2010	2011.9
生铁	1,413	1,456	1,187

粗钢	1,483	1,540	1,249
钢材	1,412	1,470	1,194

资料来源：公司提供

公司产品包括板材、型材、线材、车轮等多个品种，拥有处于世界先进水平的冷热轧薄板及高速线材生产线、国内领先的热轧 H 型钢生产线和全球最大产能的车轮轮箍专业生产厂，形成了独具特色的“板、型、线、轮”产品结构。2010 年公司的产品结构中，板材占比 49.18%，型材与线棒材产品比例合计 49.66%；火车轮产品方面，公司作为全球产能规模最大的火车轮生产商，在国内占据了竞争优势。2008 年 6 月公司与铁道部签署《中国高速列车车轮自主创新合作协议》，计划在四至五年内完成时速 350 公里以上高速车轮的自主创新，实现批量装车使用，并最终把马钢股份打造成为中国高速列车车轮生产基地。由于高速列车车轮营业毛利率较高，公司火车轮产品整体盈利能力有望获得提升。此外，公司新区 500 万吨薄板项目已于 2008 年逐步达产。不仅使公司增加了 500 万吨板材的生产能力，而且使产品结构、品种档次有了大幅度优化和提升。

2010 年，国内钢材市场价格自年初开始回升，但 4 月份受国家调控房地产等政策影响，市场预期下降，钢材价格明显回落，之后震荡调整；同期，原燃材料价格上涨后即居高不下，给钢铁企业的生产经营带来较大困难。公司持续加大原燃料质量控制力度，及时调整产品结构和原燃料用料结构，并在控制成本的同时提升产品质量，盈利水平较 2009 年明显改善，但距离 2008 年四季度前的行业景气高峰时期仍有很大差距。此外，由于公司钢材产品 95% 以上在国内市场销售，因此自 2010 年 7 月 15 日起实施的出口退税政策调整对公司盈利影响不大。2011 年前三季度，以铁矿石为主的原燃料价格上涨导致综合采购成本提高，是影响公司盈利能力的主要因素。受目前中国经济增长趋缓和钢铁行业需求增长略显乏力影响，短期内公司盈利能力难以完全恢复。

表 8：2010 年~2011 年 9 月公司分品种钢材产量（万吨）

	2010	2011.9
板材(带)	723	561.4
型钢	268	199.8
棒线	462	417.63
火车轮及环件	17	14.96
合计	1,470	1,193.79

资料来源：公司提供

表 9：新区 500 万吨板材基地产能及产量

	设计产能 (万吨/年)	2010 产量 (万吨)	2011 年 1~9 月产量 (万吨)
炼铁	640	628.63	470.8
炼钢	587	452.46	339.07
热轧	550	442.47	331.47
冷轧	210	164.29	128.68
镀锌	85	73.36	57.23

资料来源：公司提供

在能耗方面，公司目前的整体设备装备已居国内先进行列，随着生产工艺及产品结构的改进，近年公司的能耗指标持续优化。2010 年公司吨钢综合能耗为 643 千克标准煤，吨钢耗新水 4.74 m³，与上年相比均有一定程度的改善；2011 年 1~9 月综合能耗总体进一步降低。

表 10：2010 年~2011 年 9 月年公司综合能耗

	2010	2011.9
吨钢综合能耗(kg 标煤)	643	643
吨钢耗新水(m ³)	4.74	4.42
吨钢烟粉尘排放(kg)	0.98	0.95
吨钢 SO ₂ 排放(kg)	1.66	1.62
吨钢 COD 排放(kg)	0.12	0.09

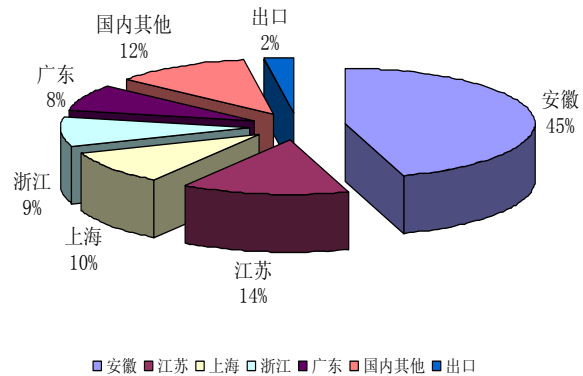
资料来源：公司提供

总体看，多元化的产品结构有利于公司保持整体抗风险能力和竞争力，新建项目的陆续投产使得公司规模优势进一步增强。

钢材销售

长期以来，公司产品销售主要以国内市场为主，2010 年国内钢铁收入占公司营业总收入的 93.94%。从公司销售区域分布可以看出，由于公司接近华东市场，而华东地区的钢材销量占全国总销量的约 45%，巨大的市场空间和优越的地理条件有利于公司形成一定的区域优势。2010 年公司在安徽、江苏、上海和浙江四省的销售收入占公司总收入的 78.11%。

图 7：2010 年公司产品销售区域分布



资料来源：公司年报

表 11：2010 年~2011 年 9 月公司钢材产品销售情况（万吨）

	2010	2011.9
板材(带)	725	561.59
型钢	240	199.92
棒线	459	416.79
火车轮及环件	16	14.93
合计	1,440	1,193.23

资料来源：公司年报、三季报

目前公司已建立了较为完善的销售体系和遍布全国的销售网络，覆盖中国华东、华南及沿海重点区域。公司的销售全部面向稳定的经销商和固定的直供用户群体，并通过在江苏、浙江、安徽、广东等市场区域建立的加工配售中心进行延伸服务，通过与国内著名汽车、家电生产企业建立战略联盟，较好地解决了多方利益协调的问题；通过强化管理信息化建设，全面实行规范化、信息化管理，形成运行高效、操作规范的市场快速反应机制，建立起客户关系管理系统、远程异地销售系统、网上信息实时查询和电话语音查询系统，以及具有特色的 GPS 运输管理系统。在分销方面，公司制定的维持经销商数量、价格贴近市场等销售政策使公司的经销商队伍多年来保持稳定。目前，公司销售对象以直接供应终端用户或通过三方协议直供客户为主，全部执行款到订货发货的政策。2011 年 1~9 月公司实现产销率 99.95%，货款回笼率 99.62%。

总体看，公司产销率较高，销售网络健全，客户关系稳定，且货款回收能力较强。但中诚信国际也关注到，受行业周期波动以及产能过剩影响，国

内钢铁市场竞争较为激烈，而在铁矿石、焦炭和煤炭等原燃料价格维持高位的情况下，钢铁生产企业仍将承受较高的生产成本压力，公司盈利能力在短期内难以获得较大提升。此外，产品结构的优化以及优越的区域环境将为公司的钢材销售提供有力保障。

管理

治理结构

马鞍山钢铁股份有限公司是国家首批在境外上市的九家股份制规范化试点企业之一。公司建立了健全的现代企业制度，按照《公司法》的规定建立并完善了股东大会、董事会、监事会和总经理层相互制衡的法人治理结构。目前，公司监事会依法对公司财务以及董事、高管人员履行职责的合法性进行监督。

此外，公司作为香港和上海两地上市公司，能按有关规定对重大信息做到及时准确披露。在关联交易方面，公司与控股股东及其下属子公司之间所有的关联交易本着公平、公正、合理的原则进行，不存在损害公司及其他股东利益的情况。

总体看，公司董事会、监事会、总经理层运作规范，相关职能部门运行独立，与控股股东及其下属公司之间的关联交易符合相关法律法规的规定。

风险管理

为了防范控制经营过程中出现的风险，马钢股份根据公司章程和相关规定建立了较为完善的风险管理系统。

在财务管理方面，马钢股份实行全面预算管理，并严格控制预算外的资金支出。公司下属各单位设有健全的货币资金日常管理和内部控制制度，同时计财部和审计部对公司财务会计内控制度的执行情况进行监督和检查，确保公司财务会计内控制度得到较为全面的贯彻实施。此外，在对外担保方面公司一直控制比较严格，公司不得为其持股50%以下的其他关联方、任何非法人单位或个人提供担保；公司对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。

在投资方面，公司对建设项目实行投资总量控制，对所投资项目采取计划管理和投资总承包的经济责任制考核相结合的方式；公司所有对外投资均需获得董事会批准。

公司正全面推行 ERP 管理系统的实施，为科学、规范地进行生产管理、合理的资源配置等提供保障。

环保管理

在环保管理方面，公司完善节能减排管理体制机制，成立了能源环保和节能减排管理委员会，坚持了月度例会制度；建立了以吨钢综合能耗、工序能耗、重点耗能设备为重点的三级考核评价体系，首次将工序能耗、二次能源利用指标纳入经济责任制考核体系，制定了落实固体废弃物综合利用专项奖励政策，实施固体废弃物从资源产生到收料使用全方位管理。经过多年的环保投资和建设，目前公司已拥有环境自动连续监测系统 25 套，废水处理设施 65 台（套），废气处理设施 165 台（套）。2010 年公司在资源消耗、污染物排放以及废物综合利用等方面取得较好进展，全年投入 0.46 亿元用于环保治理；通过配套建设了先进的钢渣在线处理设施，使各类冶炼渣、除尘灰、粉煤灰等得到重新利用，全年产生各类冶炼渣、粉煤灰等废物 841 万吨，综合利用 823 万吨，利用率 97.8%；自发电比例 65%。2011 年 1~9 月公司投入 0.75 亿元用于环保治理，各类冶炼渣、粉煤灰等废物利用率达到 99.42%，自发电比例为 69%。

同时，马钢股份积极争取清洁发展机制项目（CDM），与英国气候变化资金集团就减排二氧化碳事宜展开合作。目前，联合国执行理事会已签发认可公司干熄焦清洁发展机制（CDM）项目首批二氧化碳减排额度（新、老区干熄焦项目），首笔 90 万欧元、第二笔 191 万欧元资金已经打入公司专用账户。公司干熄焦 CDM 项目的成功开发，不仅可节约大量标煤，并且能够降低公司单位产品的碳排放强度。而该项目在获取首批交易资金后，按照《京都议定书》的规定，未来 10 年还将令公司按年度

获得后续资金。

在实施“十一五”节能总体规划中，马钢股份推广运用节能技术项目，并将内部“物流、能流、价值流和设备状态”的统一作为月度评价的重点，不断引进先进的节能减排技术，积极实施相关项目改造，2010年及2011年1~9月公司获得的国家节能财政奖励资金分别为5,536万元、1,688.99万元。

总体来看，公司已构建了符合自身发展的管理体制，建立了以财务目标管理为主要内容的管理体系，董事会在专门职能上的执行能力较强，管理层的职责体系比较完善，各项管理制度较为规范。

发展规划

根据国内外钢铁产业发展现状与趋势，以及自身的实际情况，公司制定了“十二五”发展战略与规划。

从钢铁主业方面来看，公司将优化结构，做精产品，创立品牌，充分提高优势产品比重。长材产品注重向“功能化”方向发展；线材产品将以紧固件产品为主，重点开发优硬线、螺帽用免退火冷镦钢；棒材产品将提高抗震钢筋、耐低温钢筋、耐腐蚀钢筋、高强度钢筋等产品比重；型钢产品将提高海洋石油平台、铁道用H型钢、汽车大梁用H型钢及高强铁塔角钢等产品比重；板材产品中，热轧板围绕“低成本、高强度、功能化”的总体思路，优化资源配置，各条热轧生产线品种与规格互补，加大管线钢、桥梁钢、耐候钢及耐酸钢、热轧汽车结构钢、家电热轧酸洗板、热轧汽车桥壳钢、热轧高强系列汽车用钢等产品比重，冷轧板则以“研发轻量化高强汽车板，逐步形成后发优势”为目标，扩大批量，稳定供货，加大冷轧汽车板、M180B1烘烤硬化钢、MC600DP冷轧双相钢、中高档镀锌汽车板、家电板、环保类镀锌板比重，同时，开发环保和装饰类功能型彩涂产品、彩涂家电板产品等；火车轮及环件方面，公司将重点开发动车组车轮、高速铁路列车车轮、机车整体车轮、货运重载车轮和城市轨道低噪音车轮精品系列。

从非钢业务来看，公司会适时发展相关产业，

重点培育发展机械制造、工程技术、现代物流、贸易、煤化工、汽车配套件等相关产业，实现产业延伸，寻找新的利润增长点。同时，公司将稳定外购资源供应渠道，建立原料运输保障体系。

作为马钢集团钢铁业务的平台，公司在未来的资源供应、产品结构调整等方面将得到政府和股东的有力支持。

从投资计划看，马钢股份目前在建项目主要包括动车组车轮用钢生产线工程、硅钢二期和1580热轧系统等。按照规划，2011年~2013年马钢股份资本支出分别为37.42亿元、41.54亿元、18.41亿元，相对于公司的收入规模和盈利能力而言，未来资金支出压力不大。

表 12：公司主要在建及拟建项目概况（亿元）

项目名称	开工时间	预计完工时间	总投资	截至2010年末已投入
热电总厂煤气综合利用发电工程	2010.5	2011.8	2.2	0.9
煤焦化煤调湿工程	2010.6	2011.12	0.54	-
动车组车轮用钢生产线	2010.5	2011.10	21.54	2.54
二铁总厂转炉污泥综合利用工程	2010.6	2011.12	0.5	-
煤焦化公司苯加氢工程	2010.8	2011.12	3.2	0.3
硅钢二期	2011.3	2012.12	14.94	-
转炉及精炼系统	2011.6	2013.6	10.2	-
连铸系统	2011.6	2013.6	10.1	-
渣处理系统	2011.6	2013.6	1.11	-
1580热轧系统	2011.6	2013.6	29.5	-
热轧酸洗板	2011.6	2013.6	3.48	-
新区公辅设施配套	2011.6	2013.6	3.8	-

资料来源：公司提供

此外，在2009年5月发布的《安徽省钢铁产业调整和振兴规划》中，安徽省政府将公司控股股东马钢集团未来产业布局、资源配置、产能规模以及产品结构等作为安徽省钢铁行业重点规划目标。重点实施马钢（合肥）钢铁有限责任公司环保搬迁暨马钢股份结构调整规划项目。目前马钢（合肥）钢铁有限责任公司环保搬迁暨马钢股份结构调整规划项目已通过国家环保部的批复和中国国际工程咨询公司的规划评估。由于该项目全面实施的建

设期尚不确定，公司未来资本支出规模仍存在一定不确定性。

总体看，公司的发展战略充分立足于自身的经营特色，符合国家产业政策的导向和要求。相对公司的现金获取能力和盈利能力，其在建项目投资规模不大，未来资金支出压力较小。

财务分析

以下财务分析基于经安永华明会计师事务所审计并出具的标准无保留意见的马钢股份 2008 年~2010 年合并财务报告以及公司提供的未经审计的 2011 年三季度合并财务报表。

盈利能力

进入 2009 年以来，钢铁行业下游需求逐步回暖，加上受进口现货铁矿石价格上涨等因素的影响，2009 年 4 月中下旬至 8 月初国内钢材价格连续上涨，但全年平均价格仍低于 2008 年水平，公司营业能力出现下滑，当年实现营业总收入 518.60 亿元，同比下降 27.22%。2010 年，受益于自身产量提高、下游需求的拉动和钢材价格的不断上涨，公司实现营业总收入 649.81 亿元，同比增长 25.30%。2011 年 1~9 月，马钢股份实现营业总收入 663.47 亿元，主要是重组长江钢铁后产量提升导致收入规模增加较快。

从盈利能力来看，随着铁矿石和钢材价格波动加剧，近年公司营业毛利率水平也出现较大波动。分产品来看，板材和线棒材是公司两大主要品种，2010 年上述两大类产品的销售收入规模合计占公司钢铁业务收入的比重达到 75%。近两年受行业波动影响，板材和线棒业务毛利率波动幅度较大，2010 年上述产品毛利率水平随着行业复苏均有所恢复。火车轮及环件是公司的优势产品，虽然收入比重不高，但其毛利率水平高于公司综合营业毛利率；2010 年该类产品毛利率大幅下降主要是由于传统普客和货车车轮市场竞争激烈、价格下降所致。未来，高铁和动车车轮生产基地的形成将对公司盈利能力稳定上升起到重要作用。主要是受价格波动以及成本上升的影响，近两年公司型钢产量虽稳中

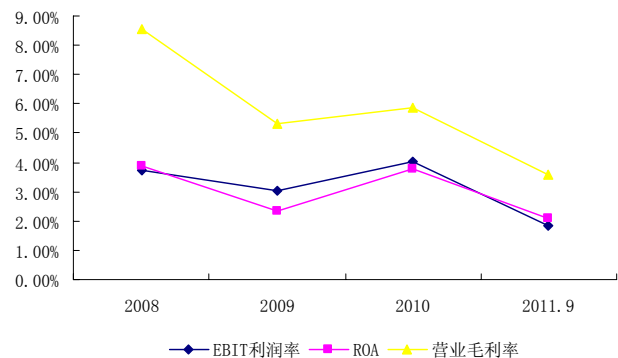
有升，但毛利率水平却有所下滑。2011 年 1~9 月，除线棒产品毛利率略有提升外，公司其他品种毛利率较上年同期均有所下降，主要是公司铁矿石对外依存度高加上原燃料价格上涨所致；除成本因素外，汽车、机械行业增速放缓导致板材价格相对弱势，公司板材毛利率由 2010 年的 5.98% 降至 -1.67%。

表 13：2008 年~2011 年 9 月公司分品种毛利率情况(%)

	2008	2009	2010	2011.9
板材	5.79	1.87	5.98	-1.67
型钢	10.47	7.93	3.02	2.11
线棒	5.18	4.34	6.59	8.05
火车轮及环件	31.37	37.51	10.33	6.56

资料来源：公司提供

图 8：2008 年~2011 年 9 月公司盈利指标情况



资料来源：根据公司年报及季报计算整理

在期间费用方面，近年来公司期间费用呈下降趋势，从 2008 年的 30.36 亿元降低至 2010 年的 21.78 亿元。同期，公司期间费用占营业总收入的比重则呈现波动态势，2008 年期间费用占营业总收入的比重为 4.26%；2009 年由于营业总收入降低幅度大于期间费用降低幅度导致其小幅上升至 4.45%；2010 年由于期间费用持续下降而营业总收入大幅上升，该指标降低至 3.35%。而期间费用的减少主要体现在财务费用的大幅降低。在此期间，公司财务费用已从 2008 年的 15.76 亿元降低至 2010 年的 7.32 亿元，这主要是 2009 年度银行借款利率降低，借款利息支出减少，及 2010 年人民币升值导致外币银行借款产生的汇兑收益增加所致。另外，主要由于工资费用、办公费的增加，公司管理费用从 2008 年的 10.93 亿元上升至 2010 年的 12.08 亿元。2011 年 1~9 月，公司三费收入比进一步降低至 2.71%。

表 14: 2008 年~2011 年 9 月公司期间费用分析 (亿元)

	2008	2009	2010	2011.9
营业费用	3.67	2.29	2.38	2.03
管理费用	10.93	11.38	12.08	9.64
财务费用	15.76	9.39	7.32	6.31
三费合计	30.36	23.07	21.78	17.98
营业总收入	712.60	518.60	649.81	663.47
三费收入占比(%)	4.26	4.45	3.35	2.71

资料来源: 根据公司年报和季报计算整理

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

资本结构

2008 年~2010 年, 公司资产总额分别为 661.45 亿元、679.84 亿元和 701.05 亿元, 年均复合增长率为 2.95%。公司流动资产占总资产比例逐年上升, 截至 2011 年 9 月末, 公司流动资产为 433.57 亿元, 占总资产比例为 51.32%。

公司流动负债占负债总额比重整体呈上升态势, 截至 2011 年 9 月末, 流动负债/负债总额为 66.47%。流动负债主要以预收账款、短期债务、应付账款为主, 其中短期债务主要为一年内到期的非流动负债和应付票据。2008 年~2010 年公司一年内到期的非流动负债与应付票据总体呈提升态势, 截至 2011 年 9 月末, 短期债务为 214.31 亿元。2008 年~2011 年 9 月随着资产规模的扩大, 公司债务规模有所增长。截至 2011 年 9 月末, 公司总债务规模达到 394.67 亿元。主要是由于公司在 2011 年 8 月发行了 55 亿元公司债, 以及增加了短期借款和预收账款所致。

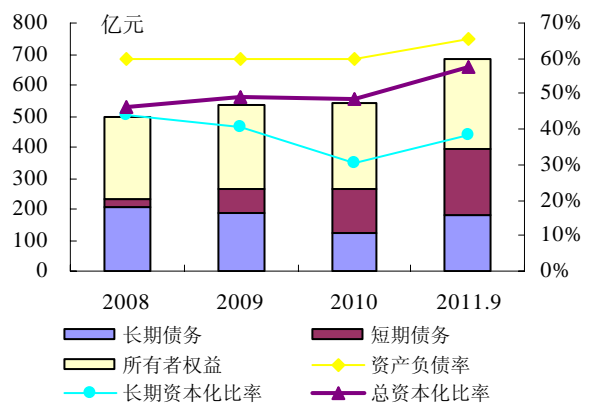
2008 年~2010 年, 公司所有者权益逐年增加, 分别为 265.27 亿元、271.85 亿元和 279.99 亿元。受少数股东权益增加的影响, 截至 2011 年 9 月末, 所有者权益增至 290.24 亿元。

从资本结构来看, 随着近几年债务规模的扩

大, 公司资产负债率总体有所上升, 2008 年~2010 年分别为 59.90%、60.01%、60.06%。2010 年末总资本化比率和长期资本化比率分别为 48.60% 和 30.64%; 2011 年 9 月末, 公司总债务增加至 394.67 亿元, 资产负债率与总资本化比率也分别增至 65.65%、57.62%。

债务结构方面, 新区 500 万吨薄板工程建成投产后, 公司投资规模减少, 长期债务从 2008 年的 206.59 亿元降至 2011 年 9 月末的 180.36 亿元。短期债务方面, 新区建成投产后公司偿还了大量短期借款, 2008 年底短期债务规模为 24.27 亿元; 受大量采用承兑汇票支付采购款项的影响, 2009 年公司短期债务快速上升至 73.90 亿元; 由于公司将应付可转换债券全额转入一年内非流动负债, 2010 年底短期债务规模进一步增至 141.04 亿元。截至 2011 年 9 月末, 公司短期债务 214.31 亿元。同期, 公司短期债务/长期债务分别为 0.12、0.39、1.14, 截至 2011 年 9 月底短期债务/长期债务上升至 1.19, 公司面临一定的短期偿债压力。

图 9: 2008 年~2011 年 9 月公司资本结构



资料来源: 根据公司年报及季报计算整理

新区 500 万吨薄板项目主体在 2007 年底竣工后, 目前公司在建工程资本支出压力不大。但其拟建的马钢合肥公司环保搬迁暨马钢股份钢材品种结构调整规划项目全面实施的建设期尚不确定, 公司未来资本支出规模仍存在一定不确定性。

表 15: 截至 2010 年末国内主要钢铁企业资本结构(%)

公司名称	资产负债率	总资本化比率	长期资本化比率
宝钢股份	48.47	33.64	19.55

武钢集团	65.01	56.39	26.70
沙钢集团	69.74	60.17	27.22
鞍钢集团	47.93	37.97	24.19
马钢股份	60.06	48.60	30.64
本钢集团	69.46	57.24	40.86
山东钢铁	74.86	68.66	45.09
河北钢铁	72.30	65.62	46.09

资料来源：根据公开资料整理

现金流

在现金获取方面，公司近年整体经营状况受行业波动影响较大。由于 2009 年平均钢材价格同比出现下降，影响公司现金流水平出现下滑，2009 年公司实现经营净现金流 66.69 亿元，同比下降 20.50%。2010 年，随着下游需求的复苏以及钢材价格的回调，公司盈利情况有所好转，不过由于货款票据结算比例增加使得公司应收票据、存货、预付账款较年初出现较大增长，分别同比上涨 89%、38.53%、67.26%，影响公司经营活动净现金流水平，实现经营活动净现金流 4.00 亿元。

投资现金流方面，自 2007 年公司新区工程建成后，公司固定资产投资支出逐年减少，在建项目多集中在技改、环保等方面，且投资支出不大。2010 年~2011 年公司重大固定资产投资项目主要为动车组车轮用钢生产线，其余项目主要集中在节能减排、技改等方面，整体投资规模不大。

表 16：2008 年~2011 年 9 月公司现金流情况(亿元)

	2008	2009	2010	2011.9
经营活动产生现金流入	892.45	604.15	770.03	779.32
经营活动产生现金流出	808.57	537.46	766.03	772.89
经营活动净现金流	83.88	66.69	4.00	6.42
投资活动产生现金流入	5.03	3.31	25.01	6.62
投资活动产生现金流出	38.26	43.35	21.64	33.76
投资活动净现金流	-33.23	-40.04	3.37	-27.15
筹资活动产生现金流入	224.84	255.54	142.84	218.91
其中：吸收投资所收到的现金	31.57	0.69	132.86	0.38
借款所收到的现金	193.27	254.85	-	164.05
筹资活动产生现金流出	275.97	281.73	151.40	130.08
其中：偿还债务所支付的现金	247.55	269.32	145.60	111.70
筹资活动净现金流	-51.13	-26.20	-8.56	88.83
现金及现金等价物净增加额	-0.88	0.66	-1.18	68.67

资料来源：公司年报及三季报

总体看，近三年公司经营活动净现金流呈下降态势，但未来钢材价格的企稳和生产规模的扩大将

对公司的现金获取能力起到有力的支撑作用。

偿债能力

2008 年~2010 年，公司总债务分别为 230.86 亿元、261.59 亿元、264.71 亿元，呈逐年增长态势。由于新区 500 万吨薄板工程建成投产后，公司投资规模减少，长期债务从 2008 年的 206.59 亿元降至 2010 年末的 123.67 亿元，但受 2011 年 8 月为偿还分离债发行的 55 亿元公司债影响，2011 年 9 月末长期债务增至 180.36 亿元；同期，受大量采用承兑汇票支付采购款项、加上公司将应付可转换债券全额转入一年内非流动负债，截至 2010 年底，公司短期债务规模由 2008 年末的 24.27 亿元增至 141.04 亿元。截至 2011 年 9 月末，公司短期债务为 214.31 亿元。2008 年~2010 年，公司债务结构有所变化，短期债务/长期债务分别为 0.12、0.39、1.14，截至 2011 年 9 月底该指标进一步上升至 1.19，短期债务已成为马钢股份有息债务的主要组成部分。

从偿债指标看，受行业波动影响，公司盈利能力出现波动，加之近年公司短期债务规模有所上升，EBITDA 和经营净现金流对短期债务的覆盖程度有所弱化。不过，公司资本结构较为合理，后续虽然仍有部分投资项目，可能会推高公司债务规模，但整体资本支出压力不大。

表 17：2008 年~2011 年 9 月公司偿债能力指标

	2008	2009	2010	2011.9
EBITDA(亿元)	72.56	64.33	74.82	-
经营净现金流(亿元)	83.88	66.69	4.00	6.42
短期债务(亿元)	24.27	73.90	141.04	214.31
总债务(亿元)	230.86	261.59	264.71	394.67
资产负债率(%)	59.90	60.01	60.06	65.65
经营净现金流/短期债务(X)	3.46	0.90	0.03	0.04*
EBITDA/短期债务(X)	2.99	0.87	0.53	-
总债务/EBITDA(X)	3.18	4.07	3.54	-
(经营活动净现金(CFO)-股利)/总债务(X)	0.24	0.21	-0.01	-
自由现金流(FCF)/总债务	0.08	0.14	-0.09	-

注：2011 年三季度报表未经审计，且带*财务指标已经年化处理。

资料来源：根据公司年报及三季报计算整理

截至 2011 年 9 月底，公司从工、农、中、建等多家银行获得综合授信额度合计 584.78 亿元，其中尚未使用的授信余额为 394.05 亿元，公司具有较好的财务弹性。同时，作为香港、上海两地上市公

司，公司直接融资渠道畅通。在或有事项方面，公司对或有事项控制一直较为严格，目前无资产抵押、重大法律诉讼等情况。

评级展望

作为安徽省最大的企业，马钢股份地处宁（南京）芜（湖）铁矿区，不仅可以获得稳定的资源供应，而且运输成本相对较低。随着新区 500 吨薄板项目和火车轮二期项目的投产以及重组长江钢铁的成功，公司进一步扩大了规模，增强了竞争实力，未来在高铁和动车车轮投产后，公司将进一步优化产品结构，盈利能力有望获得提升。同时中诚信国际注意到钢铁行业的调整以及铁矿石价格上涨使公司盈利状况受到负面影响。

综上，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月的信用水平将保持稳定。

附一：马鞍山钢铁股份有限公司主要控股子公司（截至 2011 年 9 月底）

序号	公司名称	表决权比例(%)	经营范围
1	马钢国际经济贸易总公司	100	进口机器及原材料和出口钢材
2	安徽马钢和菱实业有限公司	100	提供钢材及其他产品的包装材料的生产、销售，提供现场包装服务，汽车零部件、光机电一体化产品、高分子复合材料的研发、生产和销售，金属的加工和销售
3	马钢（芜湖）加工配售有限公司	100	金属制品加工和销售及汽车零部件加工、建材、化工产品销售（除危险品）
4	马钢（香港）有限公司	100	经营钢材及铁矿石贸易，代理钢材销售及提供运输服务
5	MG 贸易发展有限公司	100	经营机电设备、钢铁制品及提供技术服务
6	Maanshan Iron and Steel(Australia)Proprietary Limited	100	透过一非企业合营个体生产及销售铁矿石
7	马鞍山市旧机动车交易中心有限公司	100	旧机动车交易服务，汽车配件销售，汽车销售（不含小轿车）；汽车美容，房屋租赁
8	安徽马钢立体智能停车设备有限公司	100	自动立体停车设备、仓储设备、机械及与其相关的钢结构、装饰材料、电配件、仪器仪表、配件及材料的研制、生产、安装、销售以及相关的配套服务和咨询业务
9	马钢设计研究院有限责任公司	66.82	冶金、建筑及环境工程的规划及设计，工程监理及工程总承包
10	安徽马钢嘉华新型建材有限公司	70	生产、销售和运输矿渣综合利用产品及提供相关技术咨询和服务
11	马钢（慈湖）钢材加工配售有限公司	92	生产、加工、销售各类钢板材、线材、型材产品及提供产品仓储及售后服务
12	马钢（广州）钢材加工有限公司	66.67	生产、加工、销售各类钢板材、线材、型材产品及提供产品仓储及售后服务
13	马钢控制技术有限责任公司	97.93	自动化工程设计；自动化、计算机及通讯工程的采购、安装及维修
14	马鞍山马钢华阳设备诊断工程有限公司	90	设备诊断技术咨询、设备诊断服务、设备诊断工程
15	马钢（金华）钢材加工有限公司	75	生产、加工、销售各类钢板材、线材、型材产品及提供产品仓储及售后服务
16	马钢（合肥）钢铁有限责任公司	71	黑色金属冶炼及其压延加工与产品、副产品销售，焦炭及煤炭产品、动力生产及销售；钢铁产品压延加工、金属制品生产及销售；钢铁产品技术服务等等
17	马钢（合肥）钢材加工有限责任公司	89	用于汽车、家电、工程机械等行业的冷、热轧钢板加工和销售，以及用于建筑结构件的钢材产品的生产和销售，并提供自产产品的仓储、运输服务
18	马钢（扬州）钢材加工有限公司	71	生产、加工各种类型钢板材、线材、型材产品，销售公司自产产品及售后服务；产品的仓储服务
19	马钢（芜湖）材料技术有限公司	71	与汽车相关的金属制品的仓储物流、购销贸易和钢材的剪切配送、冲压、激光拼焊等深加工以及钢铁材料的技术服务
20	马钢联合电钢轧辊有限公司	51	开发、加工、生产和销售轧辊；提供售后服务及相关技术咨询服务
21	安徽江南钢铁材料质量监督检验有限公司	100	钢铁材料与产品、钛合金、耐火材料制品、原燃辅料质量监督检验；理化检验技术与服务；理化检测设备应用、检定和维修

22	马鞍山马钢电气修造有限公司	100	节能环保技术服务、工程技术咨询与服务；电气、机械设备修理
23	马鞍山马钢钢结构工程有限公司	100	高层钢结构、桥梁钢结构、非标设备制造、起重设备制造、金属材料、建筑材料销售
24	马鞍山马钢表面工程技术有限公司	100	机械成套设备及备品备件制造、安装、修理；表面工程技术应用、复合耐磨板制作
25	马鞍山马钢设备安装工程有限公司	100	压力管道、锅炉及压力容器制造、安装、调试及维修
26	马鞍山马钢再生资源有限公司	100	废旧金属回收、加工、销售
27	马鞍山（上海）工贸有限公司	100	金属材料、建材、五金交电、铁矿石销售；仓储、商务信息咨询服务
28	马钢（重庆）材料技术有限公司	70	钢材剪切配送、冲压、激光平焊深加工以及相关技术服务；金属制品的仓储服务（不含化学危险品）及销售
29	安徽长江钢铁股份有限公司	55	生产销售螺纹钢、元钢、型钢、角钢、异型钢、线材、棒材、黑色金属冶炼、铁矿石、铁矿粉、废钢销售及进出口经营业务

附二：马鞍山钢铁股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010	2011.9
货币资金	595,108.72	870,031.76	638,269.10	1,324,941.49
短期投资(交易性金融资产)	81.33	103.74	82.66	63.54
应收账款净额	62,672.71	82,293.01	109,777.92	126,328.13
存货净额	984,805.83	898,879.41	1,245,179.50	1,570,619.51
其他应收款	43,649.44	26,816.46	71,181.29	102,966.07
长期投资	90,916.01	99,940.36	103,449.10	160,068.58
固定资产(合计)	4,352,529.25	4,029,881.89	3,619,776.14	3,705,308.97
总资产	6,614,455.56	6,798,410.65	7,010,492.52	8,448,896.99
其他应付款	80,283.81	75,358.73	94,626.64	121,265.79
短期债务	242,670.52	738,953.34	1,410,404.68	2,143,071.97
长期债务	2,065,927.17	1,876,936.98	1,236,656.43	1,803,603.93
总债务	2,308,597.68	2,615,890.33	2,647,061.11	3,946,675.90
净债务	1,713,488.96	1,745,858.56	2,008,792.01	2,621,734.41
总负债	3,961,745.32	4,079,924.39	4,210,616.19	5,546,456.47
财务性利息支出	184,030.37	100,415.47	91,355.26	-
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	-
所有者权益(含少数股东权益)	2,652,710.24	2,718,486.26	2,799,876.32	2,902,440.52
主营业务收入(营业总收入)	7,125,973.94	5,185,996.95	6,498,111.25	6,634,650.14
主营业务利润(三费前利润)	532,728.56	253,390.81	354,207.26	218,134.13
投资收益	19,987.73	20,430.03	21,955.08	12,627.17
EBIT	264,617.79	156,703.04	262,466.43	121,653.26
EBITDA	725,620.14	643,337.84	748,245.44	-
经营活动产生现金净流量	838,779.48	666,870.05	40,000.74	64,247.68
投资活动产生现金净流量	-332,281.55	-400,404.63	33,655.74	-271,472.68
筹资活动产生现金净流量	-511,313.51	-261,967.42	-85,623.22	888,265.87
现金及现金等价物净增加额	-8,808.87	6,558.06	-11,788.22	686,672.39
资本支出	380,904.32	163,643.90	209,132.15	283,851.96
财务指标	2008	2009	2010	2011.9
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	8.57	5.31	5.86	3.56
三费收入比(%)	4.26	4.45	3.35	2.71
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	10.18	12.41	11.51	-
总资产收益率(%)	3.86	2.34	3.80	2.10*
流动比率(X)	1.05	1.12	1.05	1.18
速动比率(X)	0.51	0.70	0.62	0.75
存货周转率(X)	6.69	5.21	5.71	6.06*
应收账款周转率(X)	85.65	71.55	67.66	74.93*
资产负债率(%)	59.90	60.01	60.06	65.65
总资本化比率(%)	46.53	49.04	48.60	57.62
短期债务/总债务(%)	10.51	28.25	53.28	54.30
经营活动净现金/总债务(X)	0.36	0.25	0.02	0.02*
经营活动净现金/短期债务(X)	3.46	0.90	0.03	0.04*
经营活动净现金/利息支出(X)	4.56	6.64	0.44	1.02
总债务/EBITDA(X)	3.18	4.07	3.54	-
EBITDA/短期债务(X)	2.99	0.87	0.53	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.94	6.41	8.19	-

注1、2011年一季报未经审计，加“*”指标已经年化。

附三：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付票据

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

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

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=(财务费用+管理费用+营业费用)/主营业务收入

三费收入比（新）=（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 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

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 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附四：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

附五：票据信用等级的符号及定义

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

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。