

# 凌源钢铁股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告(2020)

---

项目负责人：商思仪 [syshang@ccxi.com.cn](mailto:syshang@ccxi.com.cn)

项目组成员：高 洁 [jgao@ccxi.com.cn](mailto:jgao@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年6月23日

## 声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 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。

■ 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。

■ 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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1265 号

## 凌源钢铁股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“凌钢转债”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

二零二零年六月二十三日

**评级观点：**中诚信国际维持凌源钢铁股份有限公司（以下简称“凌钢股份”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“凌钢转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司在区域、政府支持等方面的优势，2019 年以来公司产销量稳步增长，财务杠杆有所下降，且拥有畅通的股权融资渠道等因素对其主体信用实力提供了很好支持。同时，中诚信国际关注到钢铁行业面临成本上升压力、公司货币资金较为有限、面临短期偿债压力以及对外担保规模较大等因素可能对其经营与整体信用状况造成的影响。

### 概况数据

凌钢股份（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	147.71	159.95	158.96	158.13
所有者权益合计（亿元）	63.87	74.46	77.49	77.59
总负债（亿元）	83.85	85.49	81.46	80.54
总债务（亿元）	59.91	57.69	59.95	58.00
营业总收入（亿元）	179.88	207.77	211.17	42.87
净利润（亿元）	12.07	11.97	4.28	0.04
EBIT（亿元）	20.00	18.58	7.47	--
EBITDA（亿元）	26.04	24.59	13.66	--
经营活动净现金流（亿元）	13.03	17.31	11.56	4.67
营业毛利率(%)	14.76	12.70	7.01	3.17
总资产收益率(%)	13.26	12.08	4.69	--
资产负债率(%)	56.76	53.45	51.25	50.93
总资本化比率(%)	48.40	43.66	43.62	42.78
总债务/EBITDA(X)	2.30	2.35	4.39	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.41	11.44	8.79	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **较强的区域优势及政府支持。**公司地处辽宁、河北、内蒙古三省交汇的凌源市是连接东北与华北、沟通内蒙古东部与沿海港口的交通要道。同时，公司是辽西地区唯一的大型国有钢铁企业，政府在矿产资源和税收优惠等方面给予其高度的政策支持。独特的地理位置及政府支持使得公司在资源保障、钢材销售等方面占有一定优势。

■ **产销量稳步增长。**2019 年得益于棒、线材市场需求仍保持旺盛，加之公司调整产能结构，提高生产效率，钢材产品整体产销量均进一步增长，营业总收入稳中有升。

■ **资本结构较优，股权融资渠道畅通。**受益于利润积累及部分

### 同行业比较

2019 年部分钢铁企业主要指标对比表					
公司名称	粗钢产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
本钢板材	996	607.31	67.05	527.41	5.57
安阳钢铁	770	382.26	72.01	298.36	2.38
韶钢松山	741	171.71	53.42	291.43	18.24
<b>凌钢股份</b>	<b>590</b>	<b>158.96</b>	<b>51.25</b>	<b>211.17</b>	<b>4.28</b>

注：“本钢板材”为“本钢板材股份有限公司”简称；“安阳钢铁”为“安阳钢铁股份有限公司”简称；“韶钢松山”为“广东韶钢松山股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债务融资工具情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	债券余额	存续期
凌钢转债	AA	AA	4.40 亿元	4.40 亿元	2020/04/13~2026/04/13

债券到期偿付，2019 年以来公司资产负债率及总资本化率有所下降，资本结构处于行业较好水平。同时，公司作为 A 股上市公司，股权融资渠道较为通畅，有利于资本结构的进一步调整。

### 关注

■ **钢铁行业面临成本上升压力，钢材价格波动，公司盈利能力受到一定影响。**公司铁矿石自给率低，2019 年铁矿石价格上涨、2020 年新冠肺炎疫情使得原燃料供应紧张、钢材下游需求减弱，对公司 2019 年以来盈利能力和经营获现造成一定影响，净利润及经营活动净现金流同比显著下滑。

■ **货币资金较为有限，面临短期偿债压力。**2019 年末，公司债务期限结构仍以短期债务为主，面临一定的短期偿债压力；同年末货币资金受限比例较高，对短期债务的覆盖能力有待提升。

■ **对外担保规模较大。**截至 2020 年 5 月 13 日，公司对控股股东凌源钢铁集团有限责任公司（以下简称“凌钢集团”）及其控制的公司提供的担保总额为 40 亿元，累计担保余额为 32.02 亿元，分别占公司 2019 年末经审计归属于上市公司股东净资产的 51.62% 和 41.32%。

### 评级展望

中诚信国际认为，凌源钢铁股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司进行收并购或大型钢铁基地建设，粗钢产能大幅增长；收入及利润水平大幅好转且具有可持续性；资本实力显著增强，资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**受行业产量继续上升等因素影响，钢材价格超预期下行、原燃料价格超预期上涨，大幅侵蚀利润水平；面临的环保限产政策超出预期对现有产能造成很大影响；短期债务规模快速上升，偿债能力显著弱化。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

2020年4月公司发行“凌钢转债”，募集资金总额4.40亿元，扣除发行费用后剩余4.334亿元。截至2020年5月末，已按照所约定用途偿还公司债务1.32亿元，支付原料厂改扩建项目工程款0.057亿元，未使用金额为2.957亿元。

表 1：截至 2020 年 5 月末“凌钢转债”募集资金使用情况（亿元）

项目名称	总投资额	拟使用本次募集资金量	已使用本次募集资金量
原料厂改扩建工程	3.54	3.014	0.057
偿还公司债务	1.32	1.32	1.32
合计	4.86	4.334	1.377

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1~2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现

通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年以来钢铁行业下游需求较为稳定，但受供给增加以及铁矿石成本上升影响，行业内企业盈利空间有所压缩；2020 年一季度，受新冠疫情影响，钢铁企业利润普遍下行**

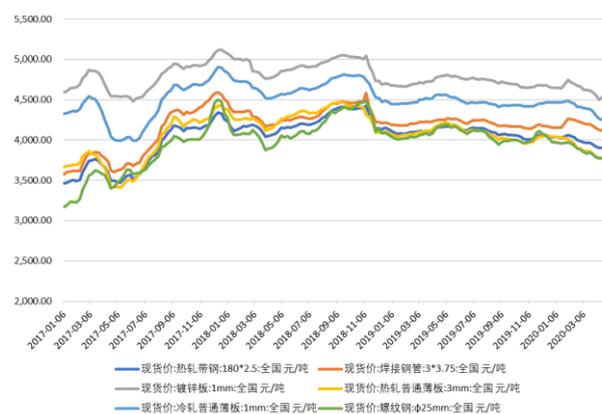
随着钢铁行业景气度的回升，较高的利润驱动下，钢铁企业生产意愿强烈，并通过技术手段提高生产效率，粗钢产量明显上升，2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 5.3%、8.3% 和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。由于钢铁生产属于重资产行业，生产需要较高的资本投入且进入平稳生产需要较长的时间，在存在吨钢毛利润的情况下，钢铁企业就不会减少产量或关停设备，故产量上升的趋势短期内难以改变，或将出现供给过剩的局面。

需求方面，国家出台了一系列政策来保障基建投资领域融资渠道畅通，2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8%。同时，中诚信国际也关注到，汽车行业受前期透支需求影响，2019 年汽车销量下滑 8.2%，预计 2020 年或将保持下行趋势。

钢材出口方面，由于中美贸易摩擦加剧，2019 年钢材出口仍处于较为疲软的态势，2019 年累计出口钢材 6,429.3 万吨，同比下降 7.3%；累计出口金额 537.6 亿美元，同比减少 11.3%，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，由于 2018 年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，2019 年钢材价格总体呈窄幅波动走势，其中中国钢材价格指数 5 月初达到最高 113.1 点，10 月底震荡下降至年内最低 104.3 点。全年中国钢材价格指数均值为 107.98 点，同比下降 6.77 点，降幅为 5.9%。但整体来看，钢材价格仍维持在 3,700 元/吨以上，高于 2017 年水平，行业仍然维持一定利润。2020 年 1~4 月，中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势，4 月底降至 97.0 点，同比降幅为 13.91%，钢铁企业利润空间进一步压缩。

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

原燃料供给方面，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。2019年以来，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，约有9,280万吨/年的铁矿石生产因矿难影响而暂停。铁矿石价格方面，受天气影响铁矿石供给持续紧缩，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%。6月以来，随着海外矿山恢复生产并加大供应，铁矿石价格出现回落，钢铁企业成本在三季度缓解，铁矿石价格回落至90美元/吨左右。整体来看，2019年全国铁矿石产量为84,435.6万吨，同比增长4.9%，但由于国内铁矿石品位偏低加之产量有限，尚无法完全替代进口铁矿石。同期我国进口铁矿石10.7亿吨，同比增长0.5%，全年进口铁矿石平均价格为94.8美元/吨，同比增加34.3%，进口总量保持稳定的同时，进口价格大幅上涨，对下游钢铁制造业利润影响较大。2020年1~4月，进口铁矿石平均价格于高位小幅震荡，仍对钢铁企业的成本控制造成一定压力。

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

由于钢铁产量增幅加快，钢材价格呈窄幅波动下行走势，铁矿石等原燃材料价格上涨等因素影响，钢铁企业经济效益大幅回落。2019年中国钢铁工业协会会员钢铁企业实现销售收入4.27万亿元，同比增长10.1%；实现利润1,889.94亿元，同比下降30.9%；累计销售利润率4.43%，同比下降2.63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。

中诚信国际也注意到，2020年一季度受新冠疫情影响，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，生产成本及下游需求均有一定负面影响，钢铁企业利润进一步下行，中诚信国际将持续关注疫情过后行业的恢复情况以及钢铁企业盈利情况的变化。

### 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、工信部等五部委员联合发布《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。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。

中诚信国际认为，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关停风险。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。

## 2019年受行业因素影响，钢材价格下行，但公司钢材产品整体销售情况较好，营业总收入略有增长

2019年国内钢铁价格整体下行，公司各主要钢材产品销售均价均有所回落，但销量的增加带动部分产品营业收入增长，棒、线材及焊接钢管销售收入同比分别增长4.62%、10.79%和49.57%。

表 2：近年来公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
<b>主营业务收入</b>	<b>167.93</b>	<b>196.00</b>	<b>201.62</b>
棒材	105.99	129.62	135.61
中宽热带	36.94	40.59	38.03
线材	16.76	19.83	21.97
焊接钢管	2.24	2.32	3.47
连铸钢坯	0.13	0.004	-
方钢	0.50	-	-
其他	5.36	3.63	2.54
<b>其他业务收入</b>	<b>11.95</b>	<b>11.77</b>	<b>9.55</b>
<b>营业总收入</b>	<b>179.88</b>	<b>207.77</b>	<b>211.17</b>
占比	2017	2018	2019
<b>主营业务收入</b>	<b>93.36</b>	<b>94.34</b>	<b>95.48</b>
棒材	58.93	62.39	64.22
中宽热带	20.53	19.54	18.01
线材	9.32	9.55	10.40
焊接钢管	1.25	1.12	1.64
连铸钢坯	0.07	0.002	-
方钢	0.28	-	-
其他	2.98	1.75	1.20
<b>其他业务收入</b>	<b>6.64</b>	<b>5.66</b>	<b>4.52</b>
<b>合计占比</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：部分数据经四舍五入处理；2019年公司将部分原用于对外销售的长协进口铁矿石转为生产使用，导致其他业务收入减少。

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

## 公司铁矿石自给率较低，2019年铁矿石价格大幅上升，加之焦炭价格仍处于高位，成本控制面临一定压力

自有矿资源方面，公司拥有铁蛋山、黑山和边家沟三个矿区，主要由子公司凌钢股份北票保国铁矿有限公司（以下简称“保国铁矿”）持有及开采，截至2020年3月末，保国铁矿铁矿石可采储量合计2,362.24万吨。铁蛋山铁矿为公司的主要矿山，2019年铁蛋山115m中段深部延伸开拓工程完工，铁矿石产能显著提升，当年产量同比增长18.51%。受近年来进口铁精粉价格较低而铁矿石采选成本较高的

影响，黑山矿区自2015年7月份开始基本处于停产状态。边家沟矿区在2018年9月起露天采矿已开采完毕，地下矿井建尚未开始，故2019年未能贡献产能，在上述因素影响下，2019年公司生产铁精矿43.13万吨，同比下降18.75%。铁精矿基本全部销售至公司，但由于其整体规模较小，且与设计产能形成较大差距，公司铁矿自给率约为6%，资源保障能力较低。此外，保国铁矿后备矿山资源估算4,000万吨，为铁蛋山采区深部资源，资源储量尚未明确，待资源储量勘查结束后制定开采计划。

表 3：截至 2019 年末公司自有矿山资源情况（万吨、%、万吨/年）

矿山	保有储量	可采储量	平均品位	原矿设计产能	2019年实际产能	2019年铁精矿产量
铁蛋山	1,309.75	1,047.80	30.57	100.00	133.47	41.30
黑山	1,256.70	801.65	29.92	70.00	8.05	1.83
边家沟	940.57	512.79	29.78	80.00	-	-
<b>合计</b>	<b>3,507.02</b>	<b>2,362.24</b>	<b>--</b>	<b>250.00</b>	<b>141.52</b>	<b>43.13</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除自产铁矿外，公司其他铁矿石从周边矿山、国际铁矿石供应商及控股股东凌钢集团采购。目前，凌钢集团控制永山矿业、红山矿业、建平磷铁矿和怡山矿业四座矿山，近年来向公司提供铁精矿占各年度采购量比重均在25%以上。采购价格方面，2019年铁矿石价格整体大幅上升，采购均价同比增长29.57%，对公司成本控制造成压力。

焦炭与喷吹煤方面，凌钢集团拥有焦化厂，可为公司供给焦炭，2019年公司供应焦炭62.84万吨，占当年总采购量的25.81%；除凌钢集团供应外，公司所需焦炭主要向临近区域内焦化厂进行采购，整体采购量较上年持平。焦炭价格方面，2019年焦炭市场总体价格震荡下行，公司焦炭采购均价较上年有所下降，但仍处于高位。同时，出于成本控制需要，公司采购喷吹煤以部分替代价格较高的焦炭，2019年以来喷吹煤价格呈下降趋势，采购量略有增加。此外，近年来公司加大废钢采购力度，2019年废钢采购量增长65.44%，废钢价格随市场需求增加亦持续上升。

**表 4: 近年来公司采购原燃料情况 (万吨、元/吨)**

	2017		2018		2019		2020.1-3	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
喷吹煤	96.86	702.09	84.15	785.00	96.16	765.02	23.60	692.87
焦炭	241.13	1,821.96	244.71	2,168.00	243.39	1,965.48	45.67	1,888.35
废钢	35.52	1,816.78	45.34	2,367.00	75.01	2,433.86	6.87	2,450.65
铁矿石	716.26	565.75	751.09	586.37	685.89	759.78	148.35	732.08
其中: 自产	71.50	620.10	53.81	642.42	42.94	794.03	13.83	818.11
集团采购	205.85	628.46	193.74	656.87	182.40	724.89	63.00	736.03
外购国内矿	107.76	590.88	120.45	592.17	182.05	793.51	1.63	808.21
外购进口矿	331.15	520.52	383.09	541.02	278.50	755.30	69.89	709.72

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

为充分发挥产业协同效应, 延伸公司产业链条, 降低生产成本, 2019 年公司与旭阳化工有限公司 (以下简称“旭阳化工”) 共同出资设立凌源旭阳凌源能源有限公司 (以下简称“凌源旭阳”), 公司与旭阳化工分别以货币资金出资 50,010 万元和 116,690 万元, 占凌源旭阳注册资本的 30% 和 70%, 均分三期完成资本出资。凌源旭阳将为公司配套建设 300 万吨焦炭项目, 计划总投资 50 亿元, 建设周期 4 年, 建成后将能够近距离为公司提供稳定的焦炭供应服务, 进一步降低生产成本。

中诚信国际认为, 公司原燃料自给率低, 其价格的波动对成本控制形成一定挑战, 后续保国铁矿的开采和凌源旭阳焦炭项目进展仍存在一定不确定性。

### 2019 年公司生产系统效率大幅提升, 生铁、粗钢及钢材产量进一步增长; 能耗指标全面向好, 但面临一定的环保升级投资压力

2019 年以来, 公司整体产能未发生变化, 但通过把控原燃料质量、强化设备运行管理维护、优化产品结构等多方面举措, 加之 2019 年无高炉大修, 生产系统效率大幅提升, 当年生铁、粗钢及钢材产量进一步增加, 产能利用率相应上升。2020 年一季度, 新冠肺炎疫情对公司废钢采购、钢材销售造成一定负面影响, 粗钢及钢材产量同比有所下降。

**表 5: 近年来公司生铁、粗钢和钢材产能及产量情况**

产品	产能 (万吨/年)	产量 (万吨)			
		2017	2018	2019	2020.1-3
生铁	506	489	520	541	136
粗钢	570	505	553	590	139
钢材	701	508	555	597	138

注: 数据经四舍五入; 钢材产品产量中未包含钢管产品。

资料来源: 公司提供

产品结构方面, 公司旗下凌源基地以棒材、线材、中宽热带等普钢及优质棒材、高强度中宽热带等优特钢品种为主, 北票基地以钢管产品为主, 产品结构与上年基本一致。普钢方面, 主要产品“菱圆”牌热轧带肋钢筋、“华凌”牌热轧中宽带钢、热轧圆钢、焊接钢管等仍是辽宁省著名商标。优特钢方面, 2019 年公司优特钢产量小幅增至 210.20 万吨, 占比达到 35.8%, 市场竞争实力持续增强。公司对优特钢实行产供研销“特区式”自主经营, 开发生产及市场销售已实现新突破, 部分产品已进入中高端市场。产量方面, 2019 年公司棒材、线材及钢管产品产量分别同比增长 8.21%、12.93% 和 27.14%, 系当年钢材产量增长的主要原因。

**表 6: 公司主要设备、产能及产量情况 (万吨/年、万吨)**

区域	设备类别	主要设备	产品种类	产能	2019 年产量
凌源基地	炼铁	450m <sup>3</sup> 高炉 2 座; 1000m <sup>3</sup> 高炉 2 座; 2300m <sup>3</sup> 高炉 1 座	生铁	506	541
	炼钢	35t 转炉 3 座; 120t 转炉 3 座	粗钢	570	590
	轧钢	大型型钢轧机 1 套、普通中型型钢轧机 1 套、普通小型型钢轧机 3 套	棒材	453	400
			高速线材轧机 1 套	线材	60
		热轧中宽带钢轧机 1 套	中宽	140	124

北票基地	轧钢	热轧无缝钢管轧机 2 套	热带无缝钢管	6	--
		冷轧钢管轧机 11 套	焊接钢管	42	9

注：数据经四舍五入。

资料来源：公司提供

节能环保方面，公司在节能环保投入和运行上，始终坚持依法合规的原则，秉承“黑色冶金、绿色制造”的节能环保理念，全力推进节能减排，努力建设绿色企业。截至2019年末公司累计投入节能减排资金约21亿元，大力投资于技术升级改造，令节能减排达到新水平。2019年公司吨钢综合能耗为555.45千克标准煤，吨钢耗新水1.35吨，均较上年显著下降；吨钢烟粉尘排放量及二氧化硫排放量同比亦有所下降。2020年一季度，受疫情影响，公司钢材产量下降，吨钢综合能耗有所回升，但得益于污水系统经年修后效率提升以及严控跑冒滴漏，吨钢新水耗量得以进一步下降。

**表 7：近年来公司钢铁生产能耗情况**

指标名称	2017	2018	2019	2020.1~3
吨钢综合能耗(Kgce)	571	573	555	587
吨钢新水耗量(t)	1.40	1.49	1.35	1.28

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目投资总额合计为10.62亿元，尚需投资7.64亿元，主要为原料厂及烧结系统的环保改造工程，存在一定的投资压力。中诚信国际关注到，面对目前钢铁行业对环保要求较高，公司计划未来几年内按照国家产业政策、行业超低排放标准等要求对部分装备进行改造升级，仍将面临一定的环保升级投资压力。

**表 8：截至 2019 年末公司主要在建工程情况（亿元）**

项目名称	投资总额	已完成投资	工程进度	资金来源
原料厂改造工程	3.45	0.76	30%	自有资金
烧结系统改造	6.50	1.72	30%	自有资金、银行借款
中小棒增加精整线	0.67	0.50	70%	自有资金
<b>合计</b>	<b>10.62</b>	<b>2.98</b>	--	--

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

## 2019 年以来钢材价格持续下行，公司产品销售均价相应下降，但销量仍保持增长

销售区域方面，公司是辽西地区唯一的大型国有钢铁企业，地处辽宁、河北、内蒙古三省交汇的凌源市是连接东北与华北、沟通内蒙古东部与沿海港口的交通要道，独特的地理位置使得公司在资源保障、钢材销售等方面均占有一定优势。尽管区域内钢铁产量较大，竞争较为激烈，但公司产品结构主要以建材为主，是东北地区最大的棒线材生产基地，一定程度地弥补了辽宁省乃至东北地区棒线材产能小的缺口，形成了产品差异化优势。公司的建材销售以东北沈阳、华北北京及天津为中心；带钢主要销售天津、唐山区域，优特钢主要销售区域为东华北、山东及华东区域。2019年公司钢材产品各市场销售收入占比同比变化不大，在上年基础上进一步向华北及华东两大主要市场集中；由于运输成本较高，中南、西北市场占比持续下降；且受价格倒挂及国际贸易摩擦加剧影响，公司钢材出口比例逐年下降，当年出口占比仅为0.44%。

**表 9：近年来公司销售区域情况(%)**

销售区域	2017	2018	2019	2020.1~3
华北市场	43.89	47.30	48.76	47.30
东北市场	28.41	23.42	22.87	18.57
华东市场	16.84	22.21	23.98	31.12
中南市场	6.37	6.26	3.89	1.83
西北市场	0.28	0.11	0.05	0.03
出口	4.21	0.71	0.44	1.15

资料来源：公司提供

2019年以来公司仍实行以销定产的模式，虽然当年钢铁行业景气度下降，但由于棒、线材市场需求仍较为旺盛，公司当年整体钢材销量仍保持增长，各主要产品产销率同比均略有上升。销售价格方面，2019年公司钢材产品销售均价整体下降4.76%；2020年一季度，受疫情影响，下游市场需求有所减弱，中宽热带、棒材及线材价格再度降低，整体销售均价进一步下降6.80%。

**表 10：近年来公司主要产品销量及销售均价情况表（万吨、元/吨）**

		2017		2018		2019		2020.1~3	
		销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
管材	焊接钢管	6.58	3,410.87	5.89	3,942.78	9.42	3,682.49	1.09	3,688.02
板带材	中宽热带	116.52	3,169.87	117.23	3,462.50	115.31	3,298.27	29.52	3,045.08
型材	棒材	331.86	3,193.96	366.90	3,532.87	404.15	3,355.42	87.42	3,149.02
	连铸钢坯	0.49	2,662.96	0.01	3,633.62	--	--	0.08	3,375.47
	线材	52.20	3,210.83	55.42	3,578.90	63.78	3,444.97	9.92	3,161.01
	方钢	1.94	2,596.22	--	--	--	--	--	--
合计		<b>509.59</b>	<b>3,190.19</b>	<b>545.45</b>	<b>3,526.85</b>	<b>592.66</b>	<b>3,359.14</b>	<b>128.04</b>	<b>3,130.74</b>

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年~2018年财务报告、经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年财务报告以及未经审计的2020年一季度财务报表，各期财务数据均采用财务报表期末数。

### 由于铁矿石价格上行且钢材价格下降，公司利润空间压缩，利润总额大幅下滑，盈利能力显著弱化

2019年，由于铁矿石价格上行，焦炭等燃料价格持续处于高位，且主要钢材产品价格下行，其中作为主要收入来源的棒材、中宽热带和线材毛利率分别下降6.43、6.45和5.44个百分点，致使当年营业毛利率显著降低。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，钢材产品销售价格进一步下降，营业毛利率同比下滑3.05个百分点至3.17%。

**表 11：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

毛利率	2017	2018	2019
主营业务	<b>15.74</b>	<b>13.44</b>	<b>7.37</b>
棒材	15.92	13.36	6.93
中宽热带	18.10	15.47	9.02
线材	12.92	11.83	6.38
焊接钢管	0.11	4.31	8.30
连铸钢坯	8.66	19.95	--
方钢	-3.48	--	--
其他	13.10	7.96	13.87
其他业务	<b>1.04</b>	<b>0.42</b>	<b>-0.68</b>
营业毛利率	<b>14.76</b>	<b>12.70</b>	<b>7.01</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年管理费用和销售费用同比变化不大；财

务费用方面，公司于2019年8月完成“11凌钢债”兑付，且存款利息增加，财务费用显著降低，带动当年期间费用合计及期间费用率有所下降。2020年一季度，受新冠疫情影响，营业总收入同比下降16.84%，但由于销售及财务费用明显减少，期间费用率较上年同期仍有所下降。

2019年钢铁行业景气度下行，公司利润总额同比大幅下降63.96%。具体来看，经营性业务利润仍是公司利润总额的主要来源，2019年以来毛利润的大幅下行使得经营性业务利润同比减少54.69%。公司按照新金融工具准则将银行承兑汇票贴现支出0.30亿元计入投资收益，致使当年投资收益由正转负；由于同年计提固定资产处置损失较多，营业外损失同比有所扩大。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，加之钢材价格进一步下行，公司利润总额同比大幅减少90.68%，中诚信国际将持续关注公司业务运营及盈利能力变化情况。从盈利指标来看，2019年公司利润总额大幅减少，EBITDA利润率和总资产收益率均明显下滑，盈利能力显著弱化。

**表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	2.57	2.86	2.25	0.31
管理费用	2.44	3.06	3.02	0.63
财务费用	2.02	1.51	0.49	0.02
期间费用合计	7.04	7.43	5.76	0.96
期间费用率(%)	3.91	3.57	2.73	2.24
经营性业务利润	18.43	17.45	7.91	0.20
资产减值损失（含信用减值损失）	1.12	0.88	0.84	0.005
投资收益	0.01	0.02	-0.29	-0.04
营业外损益	-0.02	-0.15	-0.88	-0.03
利润总额	17.30	16.43	5.92	0.09

EBITDA 利润率(%)	14.48	11.84	6.47	--
总资产收益率(%)	13.26	12.08	4.69	--

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2019 年末公司资产和负债规模小幅下降，资本结构维持行业内较好水平，但仍面临较大的短期偿债压力

近年末公司资产规模小幅波动，2019年末同比变化不大。由于钢铁冶炼属于资本密集型行业，固定资产投资占比较高，公司资产结构仍以非流动资产为主，当年末流动资产占比为42.55%，主要由货币资金、应收款项融资及存货构成。近年末货币资金维持较大规模，占流动资产比重在40%左右，但由于使用票据较多，2019年末货币资金受限占比高达76.95%，对债务偿付的保障能力较为有限。2019年以来，由于部分客户较多地采用票据支付货款，当年末应收票据和应收款项融资合计大幅增加；同年末存货规模有所下降，主要系公司为消化冬储原燃料以及应对市场波动风险，在销售采购方面采取快进快出和低库存策略所致。非流动资产仍以房屋建筑物及土地使用权为主，其规模随折旧、摊销而逐年小幅下降。

公司负债以流动负债为主，2019年末占比约为95%，主要由短期借款、应付账款、应付票据和预收款项构成。2019年公司业务规模进一步扩大，且较多地对上游供应商采用信用付款，当年末应付票据大幅增加。有息债务方面，随着“11凌钢债”的兑付和应付票据的增加，2019年末短期债务基本持平，长期应付款的增加带动长期债务增加，债务结构有所改善，但短期债务占比仍超过95%，债务结构亟待优化。2020年3月末，短期借款和应付票据的下降使得短期债务略有下降。

表 13：近年来公司主要资产负债表情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	20.36	30.78	25.80	28.44
应收票据	6.55	8.99	0.89	1.93
应收账款	0.57	0.53	0.58	0.67
应收款项融资	-	-	22.41	16.68
存货	14.27	22.46	15.66	15.69

固定资产	85.85	84.13	78.66	77.28
在建工程	4.08	2.09	3.73	4.86
无形资产	5.76	5.57	5.39	5.34
短期借款	19.39	16.82	17.30	16.26
应付票据	22.90	23.93	38.72	37.79
应付账款	12.68	14.13	11.65	12.85
预收款项	7.60	8.83	6.85	7.11
股本	25.19	27.71	27.71	27.71
资本公积	4.52	4.52	4.52	4.52
未分配利润	27.05	34.06	36.47	36.51
总资本化比率(%)	48.40	43.66	43.62	42.78

注：中诚信国际在分析时将使用权资产计入无形资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着公司业务持续运营，利润不断积累，2019年末未分配利润仍保持增长带动所有者权益的增加，但增速明显放缓。不过受益于所有者权益的增加，资产负债率和总资本化比率持续下降，资本结构维持在行业内较好水平。

## 由于原燃料支出增长，经营活动现金净流入有所减少；盈利能力及经营获现能力弱化，相关偿债指标出现不同程度下降

近年来公司经营获现能力持续波动，2019年由于原燃料价格上涨，采购支出增加，经营活动净现金流有所减少，经营获现能力弱化。同年，投资活动仍保持小规模净流出状态，主要为环保升级改造项目投资。筹资活动现金净流出规模较上年变化不大，主要系公司持续偿还到期债务所致。

2019年公司盈利能力及经营获现能力弱化，EBITDA及经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力同比均有所减弱，且经营活动净现金流在扣除利息支出及股利后对债务本金的覆盖能力显著下降。但由于当年利息支出亦有所下降，EBITDA及经营活动净现金流对债务利息的覆盖倍数仍处于较好水平。受制于货币资金下降，2019年末货币资金/短期债务降至0.45倍，其对短期债务的覆盖能力有待提升。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	13.03	17.31	11.56	4.67
投资活动净现金流	-1.91	-0.62	-0.74	-0.86

筹资活动净现金流	-12.88	-14.83	-13.83	-2.46
经营净现金流/总债务(X)	0.22	0.30	0.19	0.32*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.71	8.06	7.44	--
(CFO-股利)/总债务(%)	17.27	24.36	14.65	--
总债务/EBITDA(X)	2.30	2.35	4.39	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.41	11.44	8.79	--
货币资金/短期债务(X)	0.48	0.53	0.45	0.51

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 具有一定的备用流动性，股权融资渠道畅通，但公司部分股权被控股股东质押，对关联方担保余额较大，流动资产变现能力一般

截至2019年末，公司共获得银行授信额度合计53.05亿元人民币，其中未使用额度为13.04亿元人民币，具有一定的备用流动性；此外，公司作为A股上市公司，具备畅通的股权融资渠道。

截至2019年末，公司受限资产合计为33.57亿元，占当年末总资产的21.12%，主要为货币资金保证金、用于抵质押的应收票据及无形资产，流动资产变现能力一般。此外，截至2019年末，公司股东凌钢集团质押公司普通股4.64亿股，占其当年末持有公司股权的48.45%。

对外担保方面，2019年公司与凌钢集团签订《相互担保协议》。截至2020年5月13日，公司对控股股东凌钢集团及其控制的公司提供的担保总额为40亿元，累计担保余额为32.02亿元，分别占公司2019年末经审计归属于上市公司股东净资产的51.62%和41.32%。此外，截至2019年末，公司不存在金额在1亿元以上且尚未了结的可能对其生产经营产生重大影响的诉讼、仲裁。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的征信报告和相关资料显示，2017~2020年6月5日，公司未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。债务融资工具方面，根据公开资料显示，公司目前已发行的债务融资工具均能按期支付本息。

## 外部支持

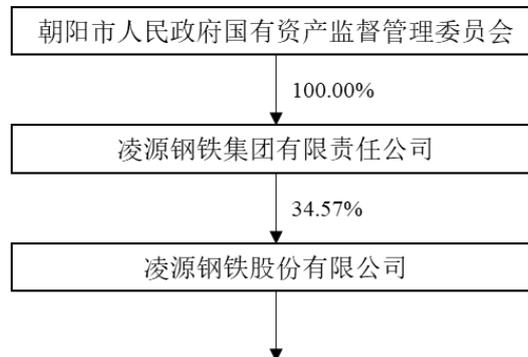
### 公司作为辽西地区唯一大型钢铁上市公司，获得政府及股东多方面支持

公司控股股东凌钢集团是朝阳市大型国有企业之一，自身经营实力较强，在协调政府和金融机构等资源方面对下属子公司的支持能力较强。此外，公司控股股东凌钢集团拥有一定的铁矿石资源及焦炭生产能力，可为公司提供一定规模的焦炭及铁矿石供给，在原燃料成本上升的背景下有助于缓解公司的成本压力。公司是凌钢集团的重要子公司，对控股股东的收入和利润贡献度很高，控股股东对公司的支持意愿很强。政府支持方面，公司作为辽西地区唯一大型钢铁上市公司，政府在矿产资源和税收优惠等方面给予了高度的政策支持。

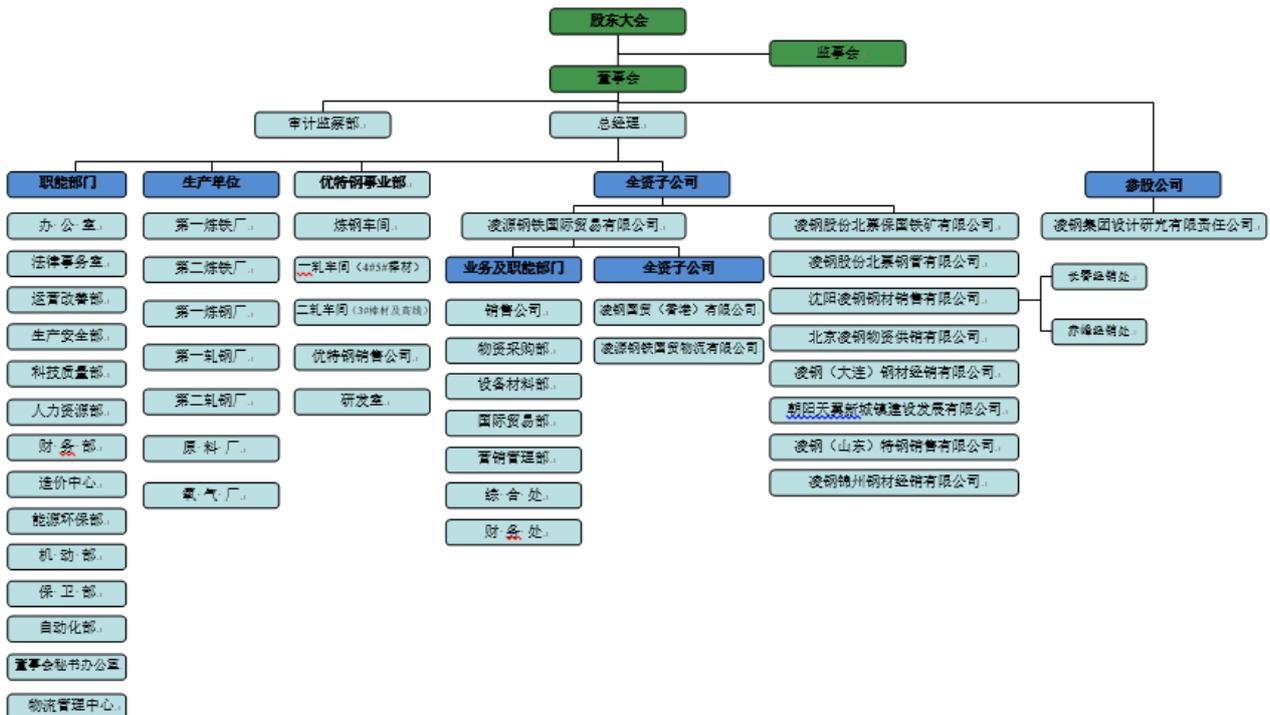
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持凌源钢铁股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“凌钢转债”的债项信用等级为 **AA**。

### 附一：凌源钢铁股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



序号	子公司全称	子公司简称	持股比例	
			直接	间接
1	凌钢股份北票保国铁矿有限公司	保国公司	100.00%	-
2	凌钢股份北票钢管有限公司	钢管公司	100.00%	-
3	凌钢（大连）钢材经销有限公司	大连公司	100.00%	-
4	凌钢锦州钢材经销有限公司	锦州公司	100.00%	-
5	北京凌钢物资供销有限公司	北京公司	100.00%	-
6	沈阳凌钢钢材销售有限公司	沈阳公司	100.00%	-
7	凌钢（山东）特钢销售有限公司	山东公司	100.00%	-
8	朝阳天翼新城建设发展有限公司	朝阳天翼	100.00%	-
9	凌源钢铁国际贸易有限公司	国贸公司	100.00%	-
10	凌钢国贸（香港）有限公司	国贸香港	-	100.00%
11	凌源钢铁国贸物流有限公司	国贸物流	-	100.00%



资料来源：公司提供

## 附二：凌源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)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	203,618.94	307,820.63	257,982.10	284,394.54
应收账款净额	5,740.32	5,296.11	5,813.53	6,690.42
其他应收款	2,672.01	2,457.07	1,548.76	1,688.49
存货净额	142,729.55	224,560.29	156,565.15	156,885.80
长期投资	2,406.64	2,216.57	2,812.28	2,832.59
固定资产	858,484.42	841,281.81	786,638.81	772,762.21
在建工程	40,808.00	20,859.40	37,291.25	48,551.86
无形资产	57,554.91	55,697.17	53,945.85	53,431.17
总资产	1,477,141.21	1,599,454.76	1,589,585.84	1,581,271.83
其他应付款	16,272.70	19,208.31	14,415.21	13,086.99
短期债务	422,810.66	576,837.86	573,604.11	553,891.93
长期债务	176,304.64	100.00	25,882.91	26,112.64
总债务	599,115.30	576,937.86	599,487.02	580,004.58
净债务	395,496.35	269,117.22	341,504.92	295,610.03
总负债	838,476.54	854,878.74	814,647.02	805,359.13
费用化利息支出	27,089.53	21,490.76	15,525.26	--
资本化利息支出	584.40	0.00	10.48	--
所有者权益合计	638,664.67	744,576.02	774,938.82	775,912.70
营业总收入	1,798,774.47	2,077,650.63	2,111,719.65	428,698.86
经营性业务利润	184,322.71	174,469.77	79,056.09	2,019.75
投资收益	73.97	159.80	-2,862.36	-412.95
净利润	120,679.79	119,736.29	42,769.90	445.92
EBIT	200,042.62	185,781.01	74,740.41	--
EBITDA	260,384.52	245,923.67	136,557.58	--
经营活动产生现金净流量	130,297.86	173,112.11	115,645.70	46,674.53
投资活动产生现金净流量	-19,061.89	-6,185.64	-7,390.80	-8,600.90
筹资活动产生现金净流量	-128,780.12	-148,279.11	-138,310.98	-24,571.84
资本支出	24,361.25	7,931.88	8,222.25	8,635.43
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	14.76	12.70	7.01	3.17
期间费用率(%)	3.91	3.57	2.73	2.24
EBITDA 利润率(%)	14.48	11.84	6.47	--
总资产收益率(%)	13.26	12.08	4.69	--
净资产收益率(%)	20.79	17.31	5.63	0.23
流动比率(X)	0.74	0.77	0.87	0.87
速动比率(X)	0.52	0.50	0.67	0.67
存货周转率(X)	11.52	9.88	10.30	10.59*
应收账款周转率(X)	180.69	376.51	380.16	274.28*
资产负债率(%)	56.76	53.45	51.25	50.93
总资本化比率(%)	48.40	43.66	43.62	42.78
短期债务/总债务(%)	70.57	99.98	95.68	95.50
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.30	0.19	0.32*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.31	0.30	0.20	0.34*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.71	8.06	7.44	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	17.27	24.36	14.65	--
总债务/EBITDA(X)	2.30	2.35	4.39	--
EBITDA/短期债务(X)	0.62	0.43	0.24	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.41	11.44	8.79	--
EBIT 利息保障倍数(X)	7.23	8.64	4.81	--

注：1、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款科目的融资租赁款调整至长期债务；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	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/交易性金融负债+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
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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-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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/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”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	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。

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

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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。