



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪122号

福建三钢闽光股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“福建三钢闽光股份有限公司2011年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁻，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一五年五月二十五日

福建三钢闽光股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2015）

发行主体	福建三钢闽光股份有限公司		
担保主体	福建省三钢（集团）有限责任公司		
担保方式	全额不可撤销的连带责任保证担保		
发行规模	人民币 4 亿元		
存续期限	2012/4/9~2019/4/9		
上次评级时间	2014 年 5 月 13 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA ⁻	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA ⁻	评级展望 稳定

概况数据

三钢闽光	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	27.38	27.92	25.93	24.18
总资产（亿元）	87.53	85.96	80.37	80.15
总债务（亿元）	40.53	39.02	33.26	33.67
营业总收入（亿元）	182.82	192.99	180.22	34.01
营业毛利率（%）	1.89	3.36	3.15	-2.29
EBITDA（亿元）	6.00	7.93	7.10	-
所有者权益收益率（%）	-7.87	1.93	1.23	-
资产负债率（%）	68.72	67.52	67.73	69.84
总债务/EBITDA（X）	6.75	4.92	4.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.61	2.25	2.84	-
三钢集团	2012	2013	2014	
所有者权益（亿元）	80.77	81.95	82.96	
总资产（亿元）	218.08	215.97	241.08	
总债务（亿元）	83.53	76.29	86.43	
营业总收入（亿元）	279.42	306.82	302.04	
营业毛利率（%）	5.03	5.03	4.69	
EBITDA（亿元）	18.31	18.73	13.55	
所有者权益收益率（%）	0.41	1.92	0.64	
资产负债率（%）	62.96	62.05	65.59	
总债务/EBITDA（X）	4.56	4.07	6.38	
EBITDA 利息倍数（X）	3.05	3.30	2.62	

注：1. 所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2. 2015 年第 1 季度所有者权益收益率指标已经年化。

分析师

陈晓晓 xxchen@ccxr.com.cn

蔡汤冬 tdc@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 25 日

基本观点

2014 年，国内钢铁产能供需矛盾依然突出，行业面临市场持续低迷、同质化竞争加剧以及融资成本不断上升等多重不利因素。在此背景下，福建三钢闽光股份有限公司（简称“三钢闽光”或“公司”）坚持低库存策略，同时以降本增效为中心，深入推进技术创新和精细管理，整体运营较为稳健，当年新增产能均获得了较为充分的释放，生铁、钢及钢材产销量保持增长，经营抗风险能力较强。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也注意到公司仍然较高的债务总额所带来的偿债压力，以及公司未来盈利能力修复的不确定性。

综上，中诚信证评维持福建三钢闽光股份有限公司主体信用等级 AA⁻，评级展望为稳定，维持“福建三钢闽光股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）”信用等级 AA，该债项级别同时考虑了福建省三钢（集团）有限责任公司提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 显著的区域竞争优势。公司系福建省钢铁龙头企业，省内市场占有率达 30%，区域优势较为明显。此外，考虑到福建省为“一路一带”海上丝绸之路起点，公司具有长期发展市场机会。
- 经营状况保持稳定。在行业运行弱勢的背景下，2014 年公司产销规模扩大，虽然产品销售价格的下降导致营业收入同比下滑，但得益于主要原材料铁矿石价格的降低及公司成本控制能力的加强，当年毛利率表现尚可，抵御外部市场风险的能力良好。

关注

- 钢铁行业整体经营压力加大。受宏观经济走势以及行业自身特点影响，目前钢铁行业面临下

游需求增速放缓、产品价格下滑、行业竞争激烈等诸多问题，以上因素使得行业整体经营压力持续加大。

- 盈利能力的恢复情况。2015 年一季度钢材价格继续下滑，钢企毛利空间不断紧缩，公司经营出现亏损，中诚信证评将持续关注公司盈利能力的恢复情况。
- 偿债压力较高。公司 2015 年一季度短期债务规模上升，整体债务规模亦较大，在收入下滑、盈利能力较弱的背景下面临的债务偿还压力提高。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并及时对外公布。

重大事项

公司控股股东三钢集团对福建三金钢铁有限公司部分资产的收购已进入相关权证过户和交割手续阶段，完成后将利于公司及关联方实现省内资源的整合，降低市场竞争压力

根据公司于 2014 年 8 月 5 日发布的《福建三钢闽光股份有限公司关于控股股东福建省三钢（集团）有限责任公司拟收购福建三金钢铁有限公司部分资产的公告》，控股股东福建省三钢（集团）有限责任公司（以下简称“三钢集团”）拟收购福建三金钢铁有限公司（以下简称“三金钢铁”）欲出售之钢铁业务，约定由三钢集团设立的项目公司为主体受让三金钢铁及其关联公司的标的资产，根据资产转让协议和评估报告确认转让标的资产总价款为人民币 186,800 万元。三金钢铁成立于 2003 年 10 月，位于福州市罗源湾开发区金港工业区，占地 1,800 亩，注册资本 5 亿元人民币，由 7 名自然人股东投资组建，员工 2000 余人。目前三金钢铁具备年产 140 万吨钢的规模，截至 2013 年 12 月 31 日，三金钢铁总资产为 27.96 亿元，净资产为-0.91 亿元，2013 年度净利润为-3.06 亿元（以上数据未经审计）。

鉴于三钢集团已承诺在三金钢铁相关资产转让后将本次受让的与钢铁业务有关的资产整体出租给公司经营使用或者将其所持有项目公司的全部股权（收益权及处分权除外）委托给公司进行托管经营，由公司代表三钢集团行使其所持有的项目公司全部股权的股东权利（收益权及处分权除外），以保证不发生同业竞争情形；并且，三钢集团同意在本次受让的与钢铁业务有关的资产转让完成后且连续两个会计年度实现盈利的前提下，由三钢闽光的董事会或股东大会决定是否将上述资产通过转让或其它方式整体注入上市公司。

目前三钢集团与三金钢铁正在办理相关权证过户和交割手续，该事项有利于公司及关联方实现省内资源的整合，降低市场竞争压力，将利于其经营实力的进一步提升。

行业分析

2014 年国内粗钢产量小幅增长，表观消费量有所回落，受下游需求减弱影响，钢材价格持续下降

2014 年，我国粗钢、生铁和钢材累计产量分别为 8.23 亿吨、7.12 亿吨和 11.26 亿吨，分别较上年增长 0.89%、0.47%和 4.46%，增速分别同比回落 6.65 个百分点、5.77 个百分点和 6.89 个百分点；当年我国粗钢产量占全球粗钢产量的比重约为 50.26%。

图 1：2008 年以来我国粗钢表观消费量增长情况

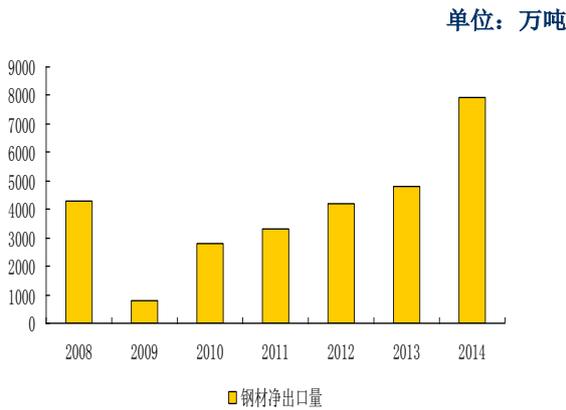


资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

从下游需求看，国内钢铁需求主要来自于建筑行业，其次是机械、汽车、造船等。随着经济结构的调整，钢材需求有所回落，2014 年受钢材消耗量大的固定资产投资、房地产开发投资增速持续回落，以及汽车等行业产销增速放缓，钢铁需求减弱，2014 年我国粗钢表观消费量为 7.38 亿吨，同比下降 4%。

出口方面，2014 年，我国钢材出口 9,378 万吨，进口 1,443 万吨，分别较上年增长 50.5% 和 2.5%；全年钢材净出口量 7,935 万吨，较上年增长 64.42%。

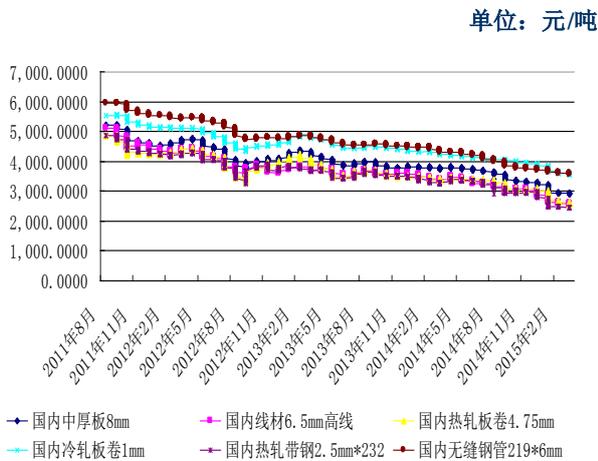
图 2：2008 年以来中国钢材净出口情况



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

钢材价格方面，2011年下半年开始，受下游市场需求减弱等因素影响，国内钢材市场供过于求，钢材价格呈现持续下行态势。2014年末，Myspic 钢材综合价格指数跌至105.84，同比下降17.29%。进入2015年，钢材价格继续下滑，2015年2月末，Myspic 钢材综合价格指数降至94.62。

图 3：近年来中国主要钢材品种价格走势情况



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

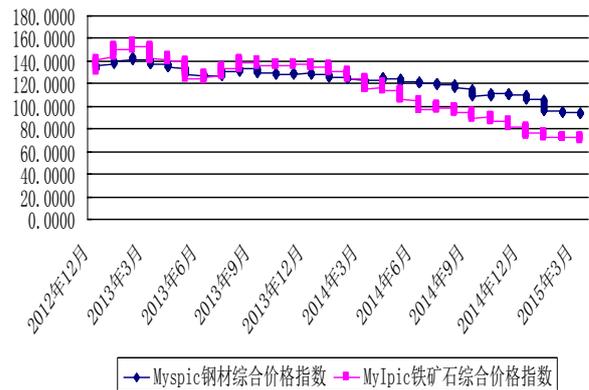
铁矿石对外依存度居高不下，2014 年铁矿石价格有所下跌，且降幅大于钢材价格，钢铁企业成本压力有所降低，但行业销售利润率仍较低

我国长期面临铁矿石对外依存度较高的问题。2014 年，我国进口铁矿石 9.33 亿吨，较上年增长 13.8%，进口量再创新高；当年我国铁矿石对外依存度进一步提高至 78.5%，铁矿石对外依存度居高不下。

2014 年末，Myspic 钢材综合价格指数为 105.84，同比下降 17.29%；同期 Myspic 铁矿石综

合价格指数为 75.90，同比下降 43.78%。铁矿石等大宗原材料价格的降幅大于钢材价格，使得钢铁企业成本压力得到缓解，钢铁企业的总体经营效益有所起色。据工信部统计，2014 年国有重点大中型钢铁企业实现利税 1,091 亿元，同比增长 12.2%；实现利润 304 亿元，同比增长 40.4%；但当年行业销售利润率仍处于全部工业行业中的最低水平。

图 4：近年国内钢材、铁矿石价格变动情况



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

中诚信证评认为，铁矿石等原材料价格的下跌，在一定程度上缓解了钢铁企业的成本压力。但钢铁企业铁矿石对外依存度不断提高，同时受行业销售利润率较低影响，钢铁企业盈利压力仍较大。

钢铁工业固定资产投资进一步下降，产能盲目扩张态势得到一定遏制，节能环保取得一定成效，“一带一路”等建设的推进为钢铁行业带来新的市场机会

根据工信部统计，2014 年我国钢铁行业固定资产投资 6,479 亿元，同比下降 3.8%；其中，黑色金属冶炼及压延业投资 4,789 亿元，较上年降低 5.9%；黑色金属矿采选业投资 1,690 亿元，同比增长 2.6%。从新开工项目情况来看，2014 年钢铁行业新开工项目 2,037 个，同比减少 215 个。整体看，2014 年钢铁行业固定资产投资继续下降，钢铁行业产能盲目扩张的态势得到一定程度遏制。

2014 年，钢铁行业全面推广烧结脱硫、能源管控等节能减排技术，节能环保取得成效。根据工信部统计数据，2014 年全国重点大中型钢铁企业吨钢综合能耗同比下降 1.2%，中用水量减少 0.6%，吨钢耗水量同比减少 0.5%，外排废水总量下降 5%，二氧化硫排放量减少 16%，烟粉尘排放减少 9.1%。

目前，国家正在积极推进“一带一路”、中蒙俄经济走廊、京津冀协同发展和城镇化建设，高铁、城际铁路、机场、核电、水利等基础设施建设力度不断加大，为钢铁行业带来新的发展机会。同时，随着新环保法的实施，以环保手段淘汰落后产能、淘汰不达标企业的力度持续加大，品牌好、质量优、规格品种全、环保欠账少的钢铁企业将面临较大的市场机会。

业务运营

公司从事钢铁冶炼、轧制、加工及延压产品的生产和销售，主要产品为螺纹钢、高速线材、圆钢、中板和钢坯，其销售以福建省钢材需求为依托，并辐射周边省份。目前公司为福建省最大的钢铁公司，区域性钢铁龙头企业，福建省内市场占有率达30%。

2014年公司全年产钢629.19万吨，比上年增长6.31%；生铁564.63万吨，比上年增长6.14%；钢材603.65万吨，比上年增长11.22%；焦炭85.94万吨，比上年增长0.35%；入炉烧结矿763.98万吨，比上年增长2.48%；实现营业收入180.22亿元，比上年降低6.61%；利润总额3,435.48万元，比上年降低43.27%。

公司坚持低库存策略，现行采购渠道稳定通畅，同时2014年铁矿石等主要原材料采购价格大幅下滑，利于缓解其资金及成本压力

公司生产原材料主要包括铁矿石、焦炭、煤炭、和废钢等。2014年，公司采购铁矿石941.3万吨，煤炭98.74万吨，焦炭137.3万吨，废钢70.4万吨。

表 1：2014 年公司主要原材料采购情况

	单位：万吨		
	2012 年	2013 年	2014 年
铁矿石	439.1	530.8	941.3
煤炭	107.6	168.8	98.74
焦炭	108.3	133.8	137.3
废钢	32.3	45.4	70.4

数据来源：公司提供、中诚信证评整理

铁矿石采购方面，在公司近两年产销规模扩大的情况下，公司采购需求上升，2014年采购铁矿石941.3万吨，同比增长77.34%。其中，国内矿采购量为209.2万吨，同比下降23.93%，约占全部矿石

采购量的22.22%；进口矿采购量为732.1万吨，同比增长186.20%，约占全部矿石采购量的77.78%。

公司国内矿一部分采购自三钢集团托管的潘洛铁矿和阳山铁矿，其余部分则采购自福建省内的其他矿山及铁矿石贸易商。2014年，公司从潘洛铁矿和阳山铁矿共采购铁矿石50.7万吨，约占同期铁矿石采购总量的5.39%，较上年减少4.21个百分点。总体来看，公司铁矿石主要依靠外部采购，当年采购价格大幅降低，利于公司成本压力的缓解。

表 2：2013~2014 年公司铁矿石采购情况

项目	2013		2014	
	采购量	均价	采购量	均价
进口矿	255.8	941.10	732.1	776.12
国内矿	275.0	819.92	209.2	699.05
合计	530.8	878.32	941.3	758.99

数据来源：公司提供、中诚信证评整理

公司焦炭的供应主要为自炼焦和外购两个渠道，供应渠道较稳定。2014年，公司外购焦炭129.61万吨。公司焦炭外购供应商包括长期合作的外部供应商和关联方，其中关联方供应商为中国平煤神马集团焦化销售有限公司和曲沃县闽光焦化有限责任公司等，公司分别向其采购28.20万吨和19.67万吨，占外购总量的比例为21.76%和15.18%。

煤炭采购方面，公司采购渠道较为分散，但基本向长期合作供应商采购，煤炭供应较有保障。2014年公司前五大供应商为福建三钢国贸有限公司、平煤国际河南矿业有限公司、江西煤业集团有限责任公司销售运输分公司、淮北矿业有限公司煤炭运销分公司和淮南矿业（集团）有限责任公司等长期供应商，当年公司共向其采购煤炭87.57万吨。

公司坚持低库存策略，对大宗原燃料的控制较为严格，以减少对资金的占用，同时现行采购渠道稳定通畅，当年铁矿石等主要原料采购价格大幅降低，有利于公司资金及成本压力的缓解。

2014 年公司以降本增效为中心，深入推进技术创新和精细管理，整体运营较为稳健，当年产能增长的情况下各产品生产仍获得了超额的产能释放，生铁、钢及钢材产量保持增长

公司拥有从焦化、冶炼到轧制、加工、延压的整套完整产业链，钢材产品主要涉及建筑用钢、金属制品用钢以及中板三大领域。截至 2014 年 12 月 31 日，公司的生铁、钢及钢材的年设计产能分别为 562 万吨、620 万吨和 610 万吨，其中生铁和钢的产能均较上年增加 60 万吨，钢材产能同比增加 28 万吨。就产量而言，公司当年产钢 629.19 万吨，同比增长 6.31%；生铁 564.63 万吨，同比增长 6.14%；钢材 603.65 万吨，同比增长 11.22%。

公司主要产品为螺纹钢、钢筋混凝土用线材等建筑用钢材、拉拔用线材和冷镦柳螺用线材等金属制品用线材以及中板。2014 年，公司产品中金属制品用线材和中板产量分别为 164.16 万吨和 129.30 万吨，分别较上年增加 127.34% 和 15.15%，建筑用钢产量则同比下降了 13.35%，当年降至 310.34 万吨。但整体来看，公司业务结构仍以建筑用钢材等毛利率相对较高的产品为主。

表 3：2013~2014 年公司产量情况统计

分产品	设计产能	单位：万吨	
		2013 年产量	2014 年产量
建筑用钢材	270	358.16	310.34
金属制品用线材	150	72.21	164.16
中板	150	112.29	129.30
合计	570	542.66	603.80

数据来源：公司提供、中诚信证评整理

2014 年，公司继续推进降本增效，通过强化各工序快速联动和动态协调平和来促进生产稳顺发展、降低成本；同时从优化生产工艺、完善品种结构、节能降耗及环境保护等方面对标挖潜，各工序指标明显进步，特别是两大主要消耗指标——炼铁综合燃料比、炼钢钢铁料耗持续下降，炼铁综合燃料比、炼钢钢铁料耗同比分别降低 17.27kg/t、2.48kg/t。2014 年，公司加强技术攻关，在公司层面组织 13 项重点技术攻关，稳步推进 21 项技术开发项目，提升了企业实力。其中，公司以圆棒生产

线为抓手，加大产品研发力度，成功研制 HPB300、Q235B、40Cr、45#圆钢等新品；PSB830、PSB785 精轧螺纹开发取得突破性进展，产品附加值进一步提升。节能减排方面，公司按照减量化、再利用、资源化的原则，加强余热余能、副产煤气、工业废水、固体废渣等的内部循环利用。2014 年公司焦化工序无烟煤（含尘渣）配比达到 10.0%，降低了炼焦生产成本，吨焦回收利用蒸汽 75Kg，经营效益显著；烧结和炼铁工序中燃料比较上年下降 10Kg 至 517Kg，大幅降低生产成本；炼钢工序相关技术的开发提高了工艺技术和产品质量，降低消耗。

公司 2015 年技改计划总投资为 12,000 万元，计划通过自有资金筹集，整体投资规模不大，而完工后成果的转化仍可为公司进一步降本增效提供支撑。

表 4：2015 年公司计划投资项目

项目	工期	当年计划投入（万元）
高线一厂改造	2 年	6,000
烧结 180 系统改造	2015.01-2015.12	400
烧结 220、222 系统改造	2015.01-2015.12	300
槽前电除尘升级改造	2015.01-2015.12	500
二线主轧等系统改造	2015.01-2015.12	460
二炼钢干法清灰治理	2015.01-2015.12	450
一、二炼钢厂房改造	2015.01-2015.12	370
除尘系统改造	2015.01-2015.12	350
其他零星技改项目	2015.01-2015.12	3,170
合计	—	12,000

数据来源：公司提供、中诚信证评整理

2014 年公司钢材销售价格大幅下降，收入规模及盈利空间均受到了压缩，但其产品品种较为丰富，加之区域内竞争优势明显，产品销售量实现增长，经营抗风险能力较强

2014 年，国内经济增速放缓，钢铁产能供需矛盾依然突出，同时市场持续低迷、同质化竞争加剧以及融资成本不断上升等多重不利因素影响下，公司面临较为严峻的外部环境。公司产品主要在福建省内销售，福建省市场占有率达 30%，区域竞争优势显著。在该地当年地产市场回暖的背景下，公司钢材销量保持增长，但产品单价的快速下滑仍致

使全年收入规模下降。2014 年公司实现各类钢材销售 620.61 万吨，同比增长 38.44 万吨，取得营业收入 180.22 亿元，同比减少 6.61%；当期毛利率为 3.15%，较上年同期下降 0.21 个百分点。

分产品看，螺纹钢在营业收入中占据较高比例，2014 年螺纹钢营业收入为 86.88 亿元，占全年收入规模的 48.21%。就收入和毛利率贡献率而言，如下表所示，受建筑用钢价格大幅下跌影响，螺纹钢及钢筋混凝土线材等产品收入及毛利率均出现了不同程度的下滑，进而导致公司整体收入及盈利的下跌。当期公司螺纹钢销售收入为 86.88 亿元，同比下降 10.98%，毛利率为 4.17%，同比下降 0.93 个百分点；钢筋混凝土线材销售收入为 11.44 亿元，同比下降 6.99%，毛利率为 4.13%，同比下降 0.43 个百分点。但中板及金属制品线材收入及盈利均有所增长，一定程度上平滑了公司经营效益的下滑。

表 5: 2014 年公司分产品情况统计

分产品	营业收入 (亿元)	营业收入 同比 (%)	毛利率 (%)	毛利率 同比 (%)
螺纹钢	86.88	-10.98	4.17	-0.93
中板	36.63	0.96	0.71	1.96
钢筋混 凝土线 材	11.44	-6.99	4.13	-0.43
金属制 品用线 材	25.89	13.95	3.37	0.99
钢坯	5.39	-52.88	3.45	2.03

数据来源：公司定期报告、中诚信证评整理

整体来看，2014 年公司钢材销售价格下降使其收入规模及盈利空间均受到了压缩，但其产品品种较为丰富，加之区域内竞争优势明显，产品销售量实现增长，经营抗风险能力较强。

财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所有限公司审计并出具的标准无保留意见的 2012~2014 年财务报告，以及未经审计的 2015 年 1 季度合并财务报表。

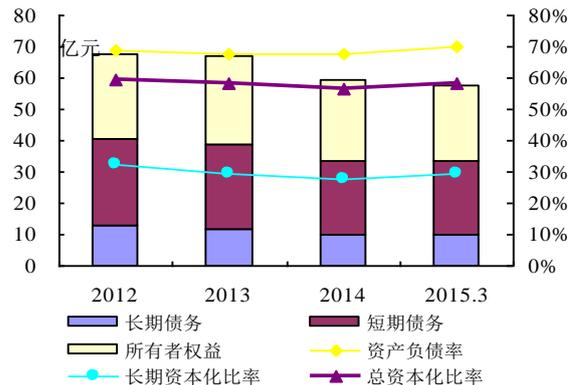
资本结构

2014 年，公司购置固定资产较少及支付采购款减少使得货币资金规模上升；同时新增工程及设备款的预付使得其他非流动资产增多。公司当年采取低库存策略减少了原材料采购，年末存货规模和预

付款项同比下降均较快。受上述因素影响，公司 2014 年末整体资产规模同比下降。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产规模为 80.37 亿元，同比降低 6.50%。

公司当年按期归还了银行借款，短期债务总额较上年减少。随着建信金融租赁股份有限公司售后回租融资租赁费的陆续支付，公司长期债务规模缩减。由此，公司总债务规模同比降低，由 2014 年初的 39.02 亿元减少至年末的 33.26 亿元。总体看，得益于负债总额的缩减和利润的积累，公司资本结构稳健性逐年提高。截至 2014 年 12 月 31 日，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 67.73% 和 56.19%，其中资产负债率与上年基本持平，总资本化比率较 2013 年末下降 2.11 个百分点，处于同行业中等水平。

图 5: 2012~2015.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 6: 截至 2014 年 12 月 31 日钢铁行业部分

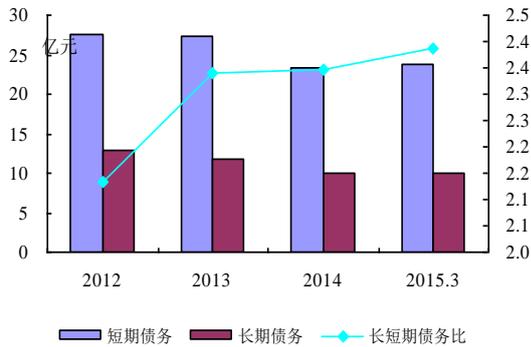
上市公司	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化 比率 (%)
宝钢股份	2,286.53	45.68	31.57
鞍钢股份	912.91	47.21	31.42
马钢股份	685.11	62.21	49.55
重庆钢铁	471.52	78.81	67.62
安阳钢铁	321.47	76.26	68.11
八一钢铁	212.28	92.46	84.42
凌钢股份	143.22	78.45	72.03
三钢闽光	80.37	67.73	56.16

数据来源：中诚信资讯、中诚信证评整理

截至 2015 年 3 月 31 日，公司总债务规模为 33.67 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 69.84% 和 58.21%，受近期经营亏损影响，相关指标

均小幅提升。

图 6: 2012~2015.Q1 公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

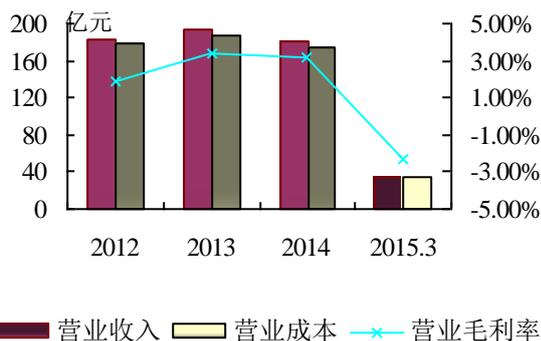
从债务结构看, 银行借款的偿还及售后回租融资租赁费的支付, 使得公司短期及长期债务下降均较快。截至 2014 年 12 月 31 日, 公司长期债务及短期债务分别为 9.94 亿元和 23.32 亿元, 长短期债务比 (短期债务/长期债务) 为 2.35, 仍面临一定的短期偿债压力。

整体而言, 2014 年公司偿还了部分银行借款和融资租赁款, 总债务规模有所降低, 资本结构稳健性有所提高; 但其整体债务规模仍较大, 公司面临一定的偿债压力。

盈利能力

2014 年, 尽管公司钢材销量的增长较为明显, 但钢材产品销售价格大幅下降, 导致营业收入下滑, 全年同比降低 6.62%。公司 2014 年各项降本增效措施取得一定的成效, 加之铁矿石等主要原材料采购成本的降低, 当期毛利率水平为 3.15%, 同比下跌 0.21 个百分点。2015 年第一季度, 钢材销售价格呈单边下行态势, 公司当期营业收入为 34.01 亿元, 同比下降 23.85%; 毛利率为-2.29%, 同比下降 4.18 个百分点。

图 7: 2012~2015.Q1 公司营业毛利率情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 7: 截至 2014 年 12 月 31 日钢铁行业部分

上市公司盈利指标比较		
	毛利率 (%)	三费收入占比 (%)
宝钢股份	9.86	5.56
鞍钢股份	11.56	7.21
马钢股份	6.65	5.13
重庆钢铁	-3.50	18.92
安阳钢铁	7.93	7.52
八一钢铁	1.50	10.32
凌钢股份	3.41	8.08
三钢闽光	3.15	2.59

数据来源: 中诚信资讯、中诚信证评整理

期间费用方面, 2014 年公司期间费用为 4.67 亿元, 较 2013 年下降 16.46%。其中, 管理费用由于人工费用的减少而下降; 受运输费等增加的影响, 销售费用同比上升; 公司当年债务总额下降, 利息支出减少, 加之承兑汇票贴息的大幅下降, 财务费用同比降低。总体看, 公司费用控制情况良好, 在营业收入下滑的情况下, 期间费用下降较快, 2014 年公司三费收入占比降至 2.59%。2015 年第一季度, 公司三费收入占比为 3.09%, 费用控制能力尚可。

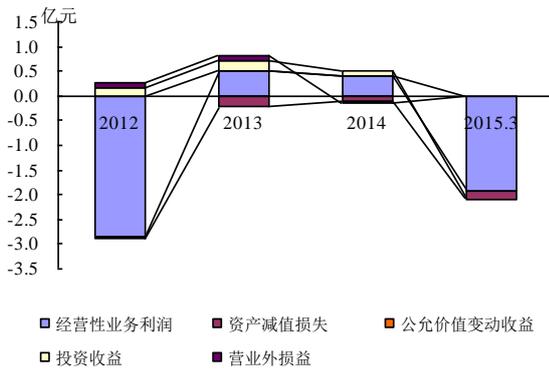
表 8: 2012~2015.Q1 公司三费收入比情况

单位: 亿元, %				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015.Q1
销售费用	0.52	0.43	0.44	0.11
管理费用	1.65	1.80	1.76	0.32
财务费用	3.61	3.37	2.47	0.62
三费合计	5.78	5.59	4.67	1.05
三费收入占比	3.16%	2.90%	2.59%	3.09%

数据来源: 公司定期报告、中诚信证评整理

2014 年公司实现利润总额 0.34 亿元, 主要来源于经营性业务利润 (0.40 亿元) 和投资收益 (0.09 亿元)。此外, 当年公司计提资产减值损失 0.12 亿元, 取得营业外损益-0.03 亿元。在经营性业务利润及投资收益下滑的情况下, 公司利润总额较上年减少 0.27 亿元。

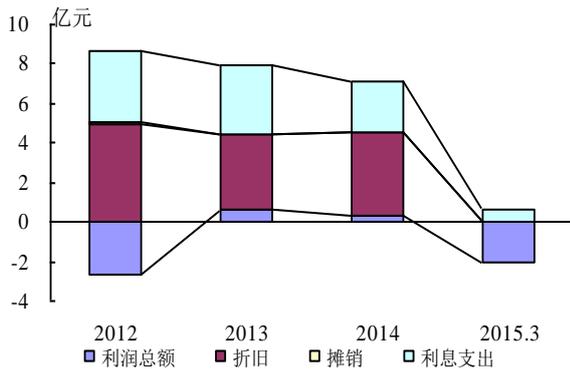
图 8: 2012~2015.Q1 公司利润总额分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

作为生产型企业, 利润总额、折旧和利息支出是公司 EBITDA (息税折旧摊销前收益) 的主要组成部分。2014 年毛利空间的紧缩使公司利润总额下降, 加之利息支出减少, 使得公司当年 EBITDA 降至 7.10 亿元, 同比减少 10.47%, 获现能力一般。

图 9: 2012~2015.Q1 公司 EBITDA 结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

整体而言, 虽然 2014 年公司收入下滑, 但费用控制情况加强, 经营状况仍较为稳定。2015 年一季度, 钢铁行业外部环境恶化, 钢材价格的下降使得公司毛利率下滑, 中诚信证评将持续关注公司盈利能力的修复情况。

偿债能力

得益于债务规模的下滑, 2014 年公司偿债指标表现继续改观, 同期 EBITDA 利息保障倍数以及总债务/EBITDA 指标分别为 2.84 和 4.69 倍。与此同时, 2014 年公司经营活动净现金流为 13.67 亿元, 同期经营活动净现金流/利息支出和经营活动净现金流/总债务分别为 5.47 和 0.41 倍, 均较上年有所提高。

表 9: 2012~2014 年公司偿债能力分析

单位: 亿元

	2012 年	2013 年	2014 年
经营活动净现金流	-0.18	5.13	13.67
EBITDA	6.00	7.93	7.10
总债务/EBITDA (X)	6.75	4.92	4.69
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.61	2.25	2.84
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.00	0.13	0.41
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-0.05	1.46	5.47

数据来源: 公司提供、中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司无对外担保、资产抵押等重大或有事项。

银行授信方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司拥有银行授信额度 53.50 亿元, 其中已使用授信额度 22.91 亿元, 尚未使用额度为 30.59 亿元, 公司备用流动性较充足。

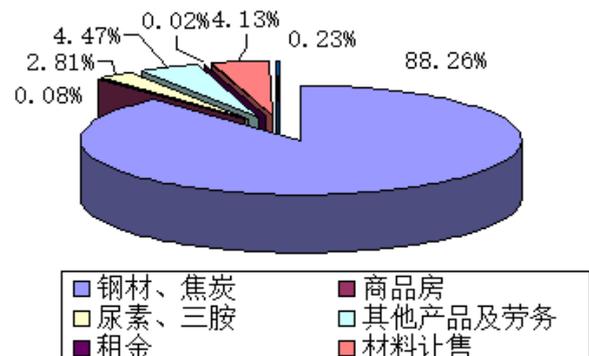
总体来看, 公司 2014 年债务规模减少, 同时费用控制加强, 使得经营活动净现金流得到改善, 偿债能力有所增强。

担保实力

福建省三钢(集团)有限责任公司(以下简称“三钢集团”或“集团”)为本期公司债券提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。

三钢集团是福建省最大的钢铁联合生产企业, 在福建省国有资产管理委员会的授权下经营管理其所属的国有资产。三钢集团的业务主要分为钢铁、焦炭、化工等板块, 2014 年三钢集团实现主营业务收入 288.82 亿元, 其中钢材、焦炭收入 266.59 亿元, 在主营业务收入中占比为 92.30%, 钢铁是三钢集团主要收入来源。

图 10: 2014 年三钢集团主营业务收入构成情况



数据来源: 公司提供、中诚信证评整理

钢铁业务方面，三钢集团钢铁业务的运营主体主要为子公司三钢闽光、福建三安钢铁有限公司（以下简称“三安钢铁”）和福建罗源闽光钢铁有限责任公司（以下简称“罗源闽光”），此外，集团层面还有 150 万吨中厚板业务。截至 2014 年 12 月 31 日，三钢集团生铁产能为 942 万吨，同比增长 240 万吨；钢材产能为 940 万吨，同比增加 138 万吨；钢产能为 1020 万吨，同比增加 280 万吨。当年随着三钢闽光产销量的增加，三钢集团产能利用率有所提高。

除钢铁业务之外，集团还有焦炭业务和化工业务。焦炭业务方面，集团焦炭业务主要由子公司三钢闽光和山西曲沃县闽光焦化有限责任公司运营，目前焦炭产能 180 万吨。集团化工业务主要由子公司福建三钢（集团）三明化工有限责任公司运营，其主要产品生产能力为总氨 32 万吨/年、尿素 40 万吨/年、精甲醇 17 万吨/年、甲醛 5 万吨/年，产量较为稳定。

从财务表现来看，2014 年三钢集团收入和毛利率同比均小幅下滑，当年取得营业总收入 302.04 亿元，同比下降 1.56%，营业毛利率为 4.68%，下降 0.34 个百分点，实现净利润 0.53 亿元，同比下降 1.04 亿元。考虑三钢集团区域内龙头企业的地位及明显的规模优势，其仍具有很强的竞争实力，整体业务运营仍较为稳定。

资本结构方面，截至 2014 年 12 月 31 日，三钢集团总资产规模为 241.08 亿元，较年初增长 11.63%。三钢集团 2014 年新增了部分银行长短期借款，整体负债规模同比提升 17.98%，达到 158.11 亿元。2014 年，三钢集团资产负债率和总资本化比率分别为 65.59% 和 51.02%，分别较上年提升 3.54 个百分点和 2.81 个百分点。

从偿债指标看，2014 年三钢集团总债务/EBITDA 指标和经营活动净现金流/总债务分别为 6.38 和 0.26 倍，经营活动净现金流/利息支出为 4.32 倍，同期 EBITDA 利息保障倍数为 2.62 倍，偿债指标表现尚可。

表 10：2012~2014 年三钢集团偿债能力分析

单位：亿元

	2012 年	2013 年	2014 年
经营活动净现金流	8.63	13.41	22.39
EBITDA	18.31	18.73	13.55
总债务/EBITDA (X)	4.56	4.07	6.38
EBITDA 利息保障系数(X)	3.05	3.30	2.62
经营活动净现金流/ 总债务 (X)	0.10	0.18	0.26
经营活动净现金流/ 利息支出 (X)	1.44	2.36	4.32

数据来源：公司提供、中诚信证评整理

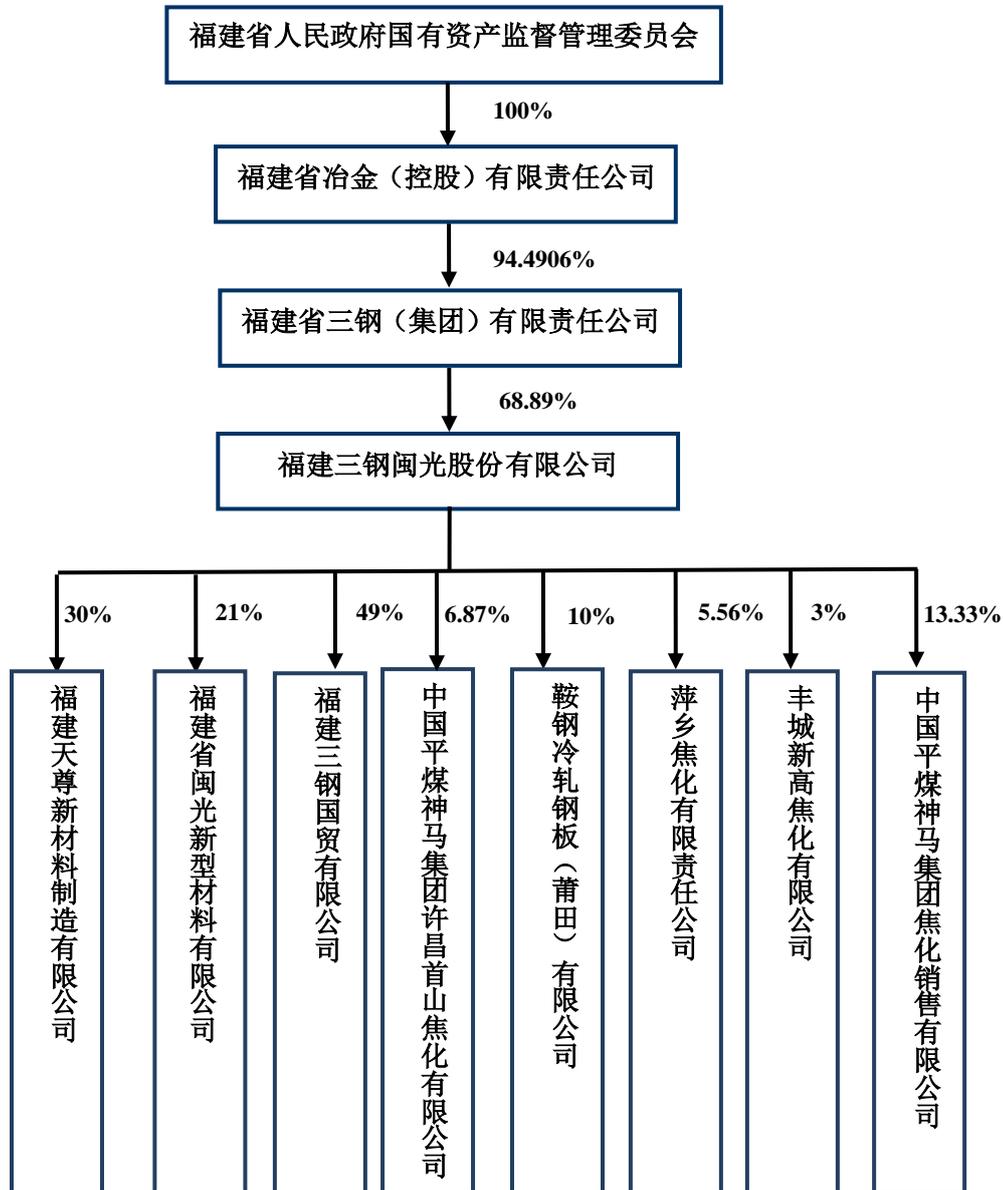
或有负债方面，截至 2014 年末，三钢集团对外担保余额为 9.43 亿元，担保比率为 11.37%。

总体看，三钢集团整体实力较强，其提供的全额不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供保障。

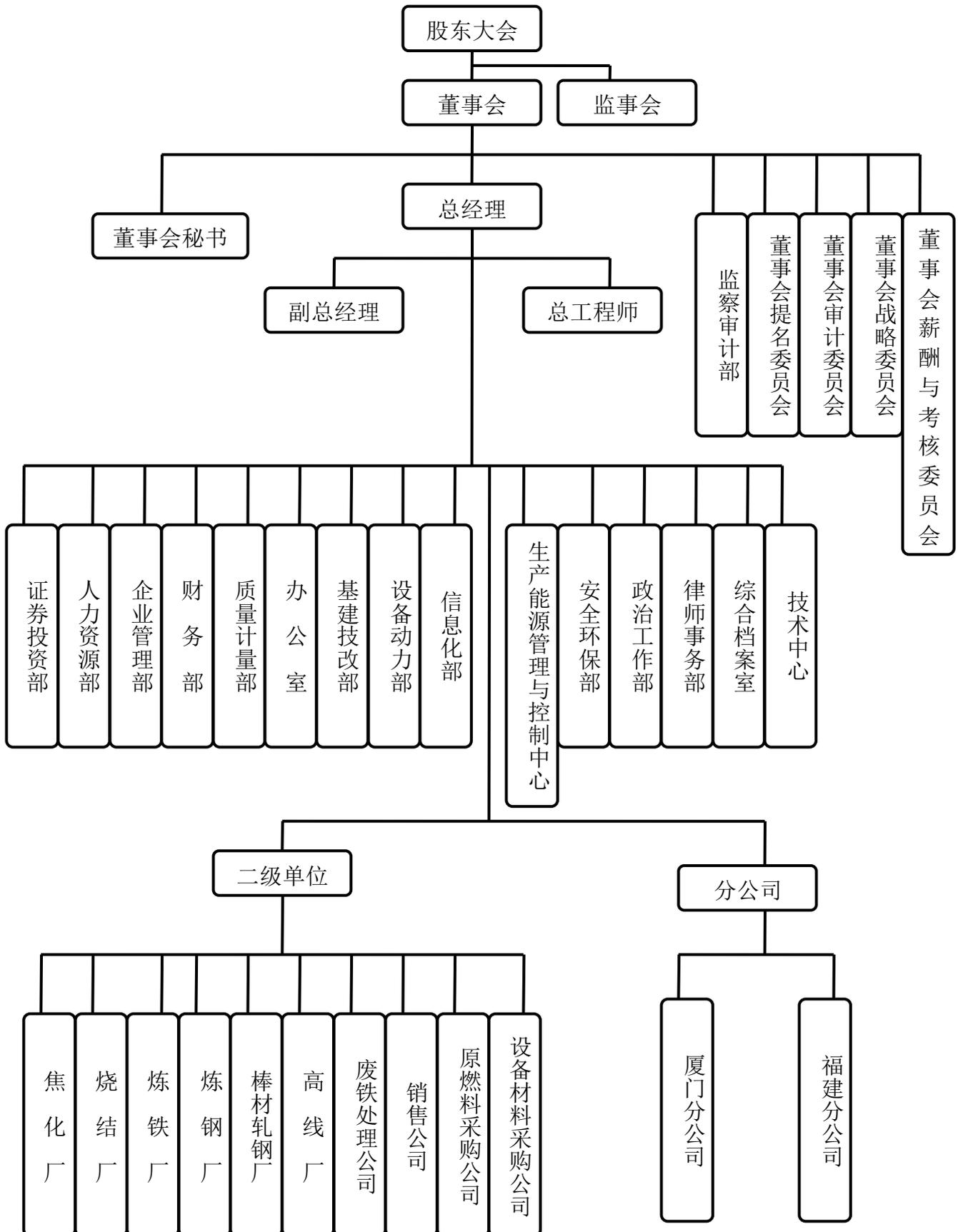
结 论

中诚信证评维持三钢闽光主体信用等级 **AA**，评级展望为 **AA-**，维持“福建三钢闽光股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）”的信用级别为稳定。

附一：福建三钢闽光股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：福建三钢闽光股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附三：福建三钢闽光股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	83,835.60	60,314.91	110,483.12	142,710.59
应收账款净额	15.05	0.20	637.15	664.13
存货净额	181,335.30	197,577.60	125,577.94	120,239.31
流动资产	378,125.69	346,197.99	310,061.39	312,790.71
长期投资	35,708.75	37,826.41	35,167.85	35,071.87
固定资产合计	455,182.72	470,191.61	449,333.97	441,320.30
总资产	875,274.48	859,596.83	803,685.95	801,513.78
短期债务	275,977.81	273,410.42	233,190.81	237,243.19
长期债务	129,366.40	116,831.46	99,427.68	99,427.68
总债务(短期债务+长期债务)	405,344.21	390,241.88	332,618.49	336,670.87
总负债	601,489.53	580,422.05	544,370.74	559,762.24
所有者权益(含少数股东权益)	273,784.95	279,174.78	259,315.21	241,751.54
营业总收入	1,828,160.61	1,929,852.57	1,802,231.86	340,134.74
三费前利润	29,485.36	60,867.33	50,674.88	-8,670.66
投资收益	1,800.66	2,117.66	941.22	-95.98
净利润	-21,543.64	5,389.83	3,195.27	-17,563.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	60,009.44	79,259.22	70,953.45	-
经营活动产生现金净流量	-1,755.10	51,282.05	136,708.80	42,947.93
投资活动产生现金净流量	-32,376.48	-33,904.04	-6,664.11	-4,542.21
筹资活动产生现金净流量	-28,546.58	-40,756.03	-79,813.75	-6,178.24
现金及现金等价物净增加额	-62,678.16	-23,520.69	50,168.21	32,227.47
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	1.89	3.36	3.15	-2.29
所有者权益收益率(%)	-7.87	1.93	1.23	-29.06
EBITDA/营业总收入(%)	3.28	4.11	3.94	-
速动比率(X)	0.42	0.32	0.44	0.44
经营活动净现金/总债务(X)	0.00	0.13	0.41	0.51
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.01	0.19	0.59	0.72
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.05	1.46	5.47	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.61	2.25	2.84	-
总债务/EBITDA(X)	6.75	4.92	4.69	-
资产负债率(%)	68.72	67.52	67.73	69.84
总资本化比率(%)	59.69	58.30	56.19	58.21
长期资本化比率(%)	32.09	29.50	27.72	29.14

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、三钢闽光2015年1季度末所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附四：福建省三钢（集团）有限责任公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	168,906.22	149,995.90	252,004.75
应收账款净额	9,859.49	5,782.22	18,556.45
存货净额	322,855.55	330,897.63	262,184.38
流动资产	714,019.09	696,815.03	774,312.57
长期投资	152,393.62	149,746.57	174,774.04
固定资产合计	1,246,568.68	1,244,733.93	1,384,204.30
总资产	2,180,843.61	2,159,711.58	2,410,761.76
短期债务	661,631.15	642,650.42	714,918.62
长期债务	173,658.34	120,288.40	149,427.68
总债务（短期债务+长期债务）	835,289.49	762,938.82	864,346.30
总负债	1,373,127.02	1,340,198.65	1,581,123.42
所有者权益（含少数股东权益）	807,716.59	819,512.93	829,638.34
营业总收入	2,794,238.27	3,068,208.26	3,020,432.60
三费前利润	129,184.38	143,926.87	127,722.33
投资收益	3,309.45	5,903.27	20,308.77
净利润	3,348.54	15,737.95	5,327.11
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	183,063.98	187,250.63	135,510.70
经营活动产生现金净流量	86,287.87	134,126.82	223,870.13
投资活动产生现金净流量	-123,215.86	-81,026.27	-176,263.64
筹资活动产生现金净流量	-61,951.98	-82,083.39	50,382.81
现金及现金等价物净增加额	-98,879.41	-28,836.84	98,081.67
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	5.03	5.03	4.69
所有者权益收益率（%）	0.41	1.92	0.64
EBITDA/营业总收入（%）	6.55	6.10	4.49
速动比率（X）	0.34	0.32	0.38
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.18	0.26
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	0.21	0.31
经营活动净现金/利息支出（X）	1.44	2.36	4.32
EBITDA 利息倍数（X）	3.05	3.30	2.62
总债务/EBITDA（X）	4.56	4.07	6.38
资产负债率（%）	62.96	62.05	65.59
总资本化比率（%）	50.84	48.21	51.02
长期资本化比率（%）	17.70	12.80	15.26

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+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

固定资产合计=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=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+应付债券

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=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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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）/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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。