



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 120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；维持本次债券信用等级为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
二零一六年五月二十四日

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（2016）

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	2015 年 5 月 25 日		
上次评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA ⁻	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA ⁻	评级展望 稳定

概况数据

三钢闽光	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	27.92	25.93	16.49	16.82
总资产（亿元）	85.96	80.37	71.24	73.92
总债务（亿元）	39.02	33.26	37.74	33.03
营业总收入（亿元）	192.99	180.22	125.42	27.20
营业毛利率（%）	3.36	3.15	-4.48	5.56
EBITDA（亿元）	7.93	7.10	-6.24	0.90
所有者权益收益率（%）	1.93	1.23	-56.31	7.96
资产负债率（%）	67.52	67.73	76.85	77.24
总债务/EBITDA（X）	4.92	4.69	-6.05	9.21
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	2.84	-2.90	2.02

三钢集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	81.95	83.39	65.93
总资产（亿元）	215.97	243.24	225.80
总债务（亿元）	76.29	86.43	86.50
营业总收入（亿元）	306.82	302.04	246.07
营业毛利率（%）	5.03	4.72	0.08
EBITDA（亿元）	18.73	18.92	1.95
所有者权益收益率（%）	1.92	0.80	-20.54
资产负债率（%）	62.05	65.72	70.80
总债务/EBITDA（X）	4.07	4.57	44.44
EBITDA 利息倍数（X）	3.30	3.65	0.37

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；
2.2016 年第 1 季度所有者权益收益率指标已经年化。

基本观点

2015 年，受钢材市场持续恶化影响，福建三钢闽光股份有限公司（简称“三钢闽光”或“公司”）钢材销量及销售价格持续下降，致使销售收入大幅下滑，收入成本出现倒挂，经营性业务大幅亏损。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将持续关注钢铁行业景气度、自身盈利能力及偿债压力等因素对公司经营和整体信用状况产生的影响。

综上，中诚信证评维持三钢闽光主体信用级别 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）”信用级别 AA，该债项级别同时考虑了福建省三钢（集团）有限责任公司（简称“三钢集团”）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，跟踪期内，省内市场占有率仍达 30%，区域优势较为明显。
- 产品竞争优势。公司产品质量优越，具有品牌优势，“闽光”牌建筑用材是福建省建材第一品牌，也是福建省核电用钢第一品牌。公司现有产品被广泛应用于核电站、京沪高铁、厦门地铁及京福高速等国家重点工程。
- 担保方三钢集团是福建省国资委下属企业，且鉴于区域内龙头企业的地位及明显的规模优势，具备较强的综合实力，由其提供的保证担保能对本期债券本息的到期偿付提供一定保障。

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，目前钢铁行业面临产能过剩突出、下游需求乏力、钢材价格持续下跌、行业竞争激烈等诸多问题，以上因素使得

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

梅楚霖 clmei@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月24日

行业整体经营压力持续加大，受此影响，公司业务规模或将持续萎缩。

- 盈利能力波动。在钢铁行业景气度较低的情况下，2015年公司收入成本出现倒挂，全年经营大幅亏损；2016年一季度在钢材价格回升及降本降耗取得成效的情况下，实现扭亏为盈，中诚信证评将持续关注公司后期盈利能力的恢复情况。
- 偿债压力较大。截至2015年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为76.85%和69.59%，杠杆比率处于较高水平，在收入下滑、盈利能力较弱的背景下面临较大的债务偿还压力。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项

公司发行股份及支付现金购买资产的标的资产已完成相关交割、过户手续；非公开发行募集配套资金事宜尚待实施，上述事项有利于公司实现省内资源的整合，降低市场竞争压力，将利于经营实力的提升

根据公司于2016年1月14日发布的《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易方案调整情况说明》的公告，调整后的方案包括公司发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金。三钢闽光拟以发行股份及支付现金方式购买福建省三钢（集团）有限责任公司（以下简称“三钢集团”）拟转让标的资产及负债，拟发行股份方式购买福建三钢（集团）三明化工有限责任公司（以下简称“三明化工”）持有的土地使用权。本次交易还将向特定投资人非公开发行股份募集配套资金，所募集的配套资金全部用于三钢闽光物联网云平台项目、部分交易价款的现金支付、一高线升级改造工程项目、65MW高炉煤气高效发电工程项目、偿还银行借款和补充流动资金。公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项已于2016年4月5日获得中国证券监督管理委员会的核准。截至目前，公司本次发行股份及支付现金购买资产的标的资产已完成相关交割、过户手续；非公开发行募集配套资金事宜尚待实施。上述事项有利于公司实现省内资源的整合，降低市场竞争压力，将利于经营实力的进一步提升。

行业分析

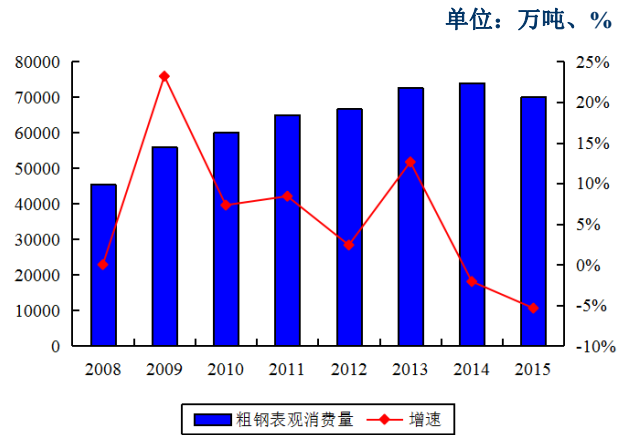
宏观经济增速进一步下行，下游需求疲软，钢价断崖式下跌，钢铁行业“寒冬”加剧

钢铁行业为典型的周期性行业，发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。近年来，受国内外经济增幅放缓及下游需求减弱的影响，我国钢铁行业发展速度整体放慢。2015年，我国粗钢、生铁和钢材累计产量分别为8.04亿吨、6.91亿吨和11.24亿吨，分别较上年下降2.31%、3.04%和0.18%；当年我国粗钢产量占全球粗钢产量的比重约为49.54%。

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。在我国宏观经济下行和经济结构调整的大背景下，钢材下游需求持续低迷，产能过剩压力加大，2015年我国粗钢表观消费量为7.01亿吨，同比下降5.35%。

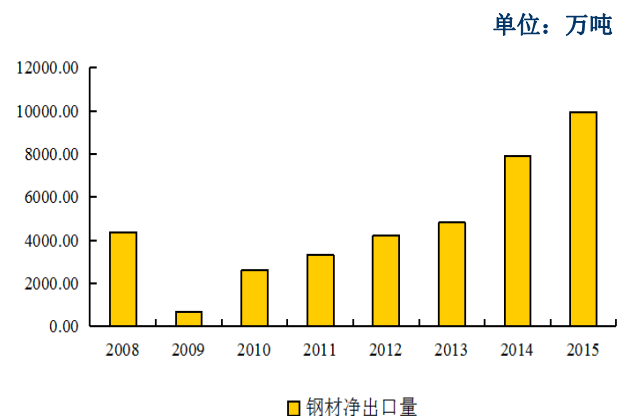
图1：2008年以来我国粗钢表观消费量增长情况



资料来源：慧博资讯，中诚信证评整理

出口方面，2015年，我国钢材出口11,240万吨，较上年增长19.85%；进口1,278万吨，较上年下降11.43%；全年钢材净出口量9,960万吨，较上年增长25.52%。不过从价格上看，全年钢材出口金额为628.27亿美元，同比下降11.30%，贸易条件有所恶化。另外，先后有美国、东盟、俄罗斯等国家发起“双反”案件几十起，贸易摩擦数量和上年相比明显提升，预计钢材出口增长幅度或将有所回落。

图2：2008年以来中国钢材净出口情况



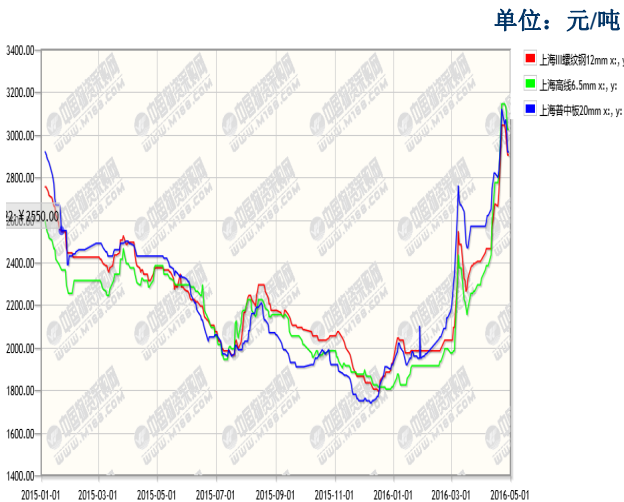
资料来源：慧博资讯，中诚信证评整理

中诚信证评认为，在主要下游需求放缓的经济环境下，钢材需求十分疲软，短期内钢材需求难有改善。

钢价持续下行，国际矿价亦持续震荡下跌，但钢矿价跌幅差额被压缩，且下游钢铁需求全面下行，行业亏损面大幅提高，整体盈利能力下滑

钢材价格方面，受钢材下游市场需求放缓和新增生产能力持续释放额影响，钢价持续下行。2015年以来，受下游需求持续疲软及行业整体去库存加速影响，全年钢铁价格进一步快速下滑。2015年末，Myspic钢材综合价格指数跌至71.82，同比下降32.14%。进入2016年，钢材价格略有回升，2016年3月末，Myspic钢材综合价格指数增至75.40。预计未来在产能利用率低下和需求增速提升有限的情况下，钢材产品价格将维持低位震荡的态势。

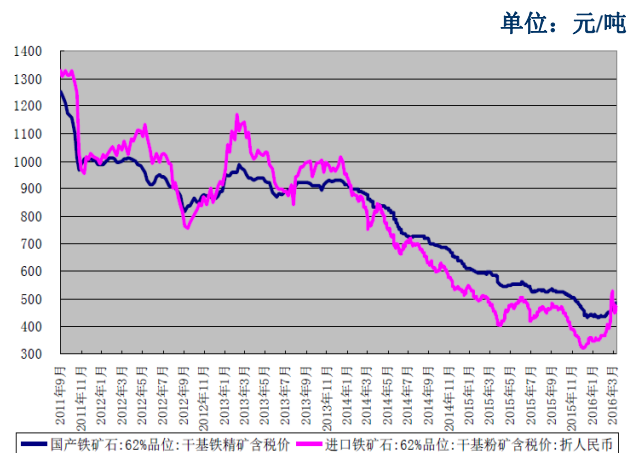
图 3：近年来中国主要钢材品种价格走势情况



资料来源：中国物资采购网

受国内铁矿石品位不高、产量不足影响，中国铁矿石对外依存度一直维持高位，2014年对外依存度提高至78.55%。随着进口矿价格走低，国产铁矿石也基本呈现下降趋势。随着铁矿石价格进一步下探，国内高成本矿山停产限产现象增多，2015年末，Myspic钢材综合价格指数为71.82，同比下降32.14%；同期铁矿石综合价格指数为51.00，同比下降32.81%。2015年钢矿价跌幅差额为8.94%，低于2014年的15.07%。同时，2015年钢铁行业出现全行业亏损。据工信部统计，2015年重点大中型钢铁企业实现销售收入28,890亿元，同比下降19.05%；实现利税-13亿元、利润-645亿元，由盈转亏，亏损面50.5%，同比上升33.67个百分点。7月份后始终处于亏损状态，并且亏损额逐步扩大。

图 4：近年来国内和进口铁矿石到岸价走势



资料来源：中国钢铁工业协会，中诚信证评整理

中诚信证评认为，国际矿价震荡下跌有利于钢铁企业缓解成本压力，但钢矿价跌幅差额被压缩，且下游房地产、基建投资和制造业等整体低迷，钢铁企业盈利能力下滑。

政府加大淘汰落后产能力度，推进产业结构升级，并加大环保执法力度

为改变国内钢铁行业面临的低端落后产能过剩、行业集中度较低的局面，相关部门陆续出台了一系列政策和措施。2015年习近平主席在中央财经领导小组会议上首次提出“供给侧结构性改革”，2016年3月李克强在政府工作报告中再次强调“近三年要淘汰落后炼钢炼铁产能9,000多万吨”，政府加大淘汰钢铁行业产能力度逐级加码。除了加大淘汰落后产能之外，政府对钢铁企业环保要求力度也逐渐加码，新环保法自2015年1月1日起开始实施，执法也将日益严格，随着环保执法力度的加大，多地采取措施整治钢材环保问题，据预测，后期吨钢的环保成本将达到80~100元/吨的水平，这将加快淘汰尚未建设环保设施或环保设施建设不完善的钢铁企业。中诚信证评认为，国家加大淘汰落后产能、禁止落后产能转移、实施准入政策、提高钢铁企业环保要求等调控措施的实施，将加快对众多不符合产业政策的中小型钢铁企业的淘汰，有助于缓解行业产能过剩的压力，推动行业产品结构调整，大型钢铁企业有望从中受益。但同时中诚信证评也注意到，钢铁行业产能屡削不减的主要原因在于地方政府为了保就业、保增长，实现经济效益和

政绩,使得违规产能有了出现和生存的基础。因此,尽管产能削减力度加码,但政策如何落实和在不同地区执行情况监督才是保障政策执行效果得到充分体现的必要手段,中诚信证评将对此予以关注。

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、中板和钢坯等。

公司产品质量优越,具有品牌优势,目前已通过螺纹钢产品认证、线材产品认证、CCS 中国船级社、ABS 美国船级社、BV 法国船级社、DNV 挪威船级社、GL 德国船级社、LR 英国船级社、CE 欧标及 JIS 日标认证。公司的“闽光”牌建筑用材是福建省建材第一品牌,也是福建省核电用钢第一品牌,现有产品被广泛应用于福建宁德、福建福清等核电站、京沪高铁、沪昆高铁、福州地铁、厦门地铁、京福高速、京台高速、海底隧道及跨海大桥等国家重点工程。目前公司为福建省最大的钢铁生产企业,属区域性钢铁龙头企业,跟踪期内,福建省内市场占有率仍达 30%。

2015 年,受钢材市场价格大幅下跌和销量同比减少影响,公司主要产品销售收入较上年降幅较大。2015 年公司实现营业总收入 125.42 亿元,同比减少 30.41%;其中主营业务收入 114.87 亿元,同比下降 31.82%。从主营业务收入结构看,2015 年公司螺纹钢及中板产品的销售收入占比最大,其中,螺纹钢的销售收入占比为 54.60%,占比同比上升 3.05 个百分点;中板产品收入占比为 20.27%,占比同比下降 1.47 个百分点。

表 1: 2014~2015 年公司主营业务收入构成情况表

产品	2014 年		2015 年	
	收入 (亿元)	同比增减 (%)	收入 (亿元)	同比增减 (%)
螺纹钢	86.88	-10.98	62.72	-27.81
中板	36.63	0.96	23.28	-36.45
钢筋混泥土线材	11.44	-6.99	5.72	-50.00
金属制品用线材	25.89	13.95	15.85	-38.78
其他	7.65	-52.88	7.30	-4.58
合计	168.49	-7.30	114.87	-31.82

数据来源:公司定期报告,中诚信证评整理

公司原材料供应渠道较为稳定,坚持低库存策略,铁矿石等原材料价格降幅较大,在一定程度上缓解了企业资金及成本压力

公司生产原材料主要包括铁矿石、焦炭、煤炭、和废钢等,目前与主要供货商保持了良好的合作关系。备货方面,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,降低跌价风险,同时现行采购渠道较为稳定,当年铁矿石等主要原料采购价格大幅降低,一定程度上缓解公司资金及成本压力。

表 2: 2014~2015 年公司主要原材料采购情况

	单位:万吨	
	2014 年	2015 年
铁矿石	941.3	791.02
煤炭	98.74	95.27
焦炭	137.3	132.52
废钢	70.4	5.29

数据来源:公司提供,中诚信证评整理

铁矿石采购方面,在近两年产销规模缩减的情况下,公司采购需求下降,2015 年采购铁矿石 791.02 万吨,同比下降 15.97%。其中,国内矿采购量为 192.12 万吨,同比下降 8.16%,约占全部矿石采购量的 24.29%;进口矿采购量为 598.90 万吨,同比下降 18.19%,约占全部矿石采购量的 75.71%。

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。2015 年,公司从潘洛铁矿和阳山铁矿共采购铁矿石 12.14 万吨,约占同期铁矿石采购总量的 1.53%,较上年减少 3.86 个百分点。总体看,公司铁矿石对外依赖度依然较高,而当年采购价格大幅降低,有利缓解公司成本压力。

表 3: 2014~2015 年公司铁矿石采购情况

项目	单位:万吨、元/吨			
	2014		2015	
	采购量	均价	采购量	均价
进口矿	732.1	776.12	598.90	498.49
国内矿	209.2	699.05	192.12	482.30
合计	941.3	758.99	791.02	494.56

数据来源:公司提供,中诚信证评整理

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。

表 4：2015 年公司煤炭采购前 5 大供应商情况

单位：万吨	
主要供应商	采购量
平煤国际河南矿业有限公司	26.11
淮南矿业（集团）有限责任公司	19.58
淮北矿业股份有限公司煤炭运销分公司	12.92
宝达投资香港有限公司	9.92
加拿大泰克焦煤有限公司	6.58
合计	75.11

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司焦炭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，2015 年公司分别向其采购 23.19 万吨和 30.98 万吨，占采购总量的比例为 17.50% 和 23.38%。

2015 年公司继续推进降本降耗，整体运营较为稳健，当年市场需求减弱的情况下各产品产量出现下降，但整体产能释放率仍较高

公司拥有从冶炼到轧制、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 2015 年末，公司现有高炉 6 座，其中 1,800m³高炉一座，1,050m³高炉两座，420m³高炉三座，合计生铁产能 562 万吨；转炉 5 座，其中 120 吨转炉 3 座，100 吨转炉 2 座，合计粗钢产能 620 万吨；钢材产能 610 万吨，其中建筑用钢材 310 万吨，金属制品用线材 150 万吨，中板 150 万吨。2015 年受市场需求下降的影响，公司产品产量均同比减少。全年公司累计产生生铁 542.80 万吨，同比下降 3.87%；粗钢 598.38 万吨，同比下降 0.87%；钢材 558.97 万吨，同比下降 11.16%。

表 5：2014~2015 年公司产能及产量情况统计表

单位：万吨			
产品	产能	2015 年产量	2014 年产量
生铁	562	542.80	564.63
粗钢	620	598.38	603.65
钢材	610	558.97	629.19

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

分产品来看，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。2015 年建筑用

钢材产量为 363.44 万吨，同比增长 17.11%，但金属制品用线材产量为 108.68 万吨，较上年下降 33.80%，中板产量为 116.85 万吨，同比减少 9.63%。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 6：2014~2015 年公司主要产品产量情况统计

单位：万吨			
分产品	产能	2014 年产量	2015 年产量
建筑用钢材	310	310.34	363.44
金属制品用线材	150	164.16	108.68
中板	150	129.30	116.85
合计	610	603.80	558.97

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年公司继续抓好全流程降成本，不断优化生产组织，强化生产各工序间动态平衡，促进生产稳顺、低耗；加强产供销快速联动，优化资源配置，压缩费用开支，2015 年吨钢工序加工费用与 2014 年同口径相比降低 26.95 元/吨。同时，公司从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，2015 年炼铁综合燃料比、炼钢钢铁料耗同比分别降低 3.46kg/t、3.40kg/t。

2015 年公司加强技术攻关，组织开展 18 项公司级重点技术攻关，“降低钢铁料耗攻关”、“圆钢高稳产攻关”等 16 项达到攻关目标，提升了公司市场竞争力。当年公司加大产品研发力度，完成 SM10BA 免退火冷镦用热轧盘条、35CrMo 盘圆等产品的开发；45#、40Cr、35CrMo、40Mn2、20Cr 等圆钢扩规格取得成功；20CrMnTiH、PSB930、SWRH82B 等产品的开发与试验工作取得突破性进展，产品附加值有望得到提升。

节能减排方面，公司实施环保设施升级改造，二炼钢干法电场清灰扬尘治理、烧结机尾烟囱安装颗粒物在线监测、焦炉区域烟尘综合治理、130 m²烧结机尾电除尘改造等一批环保节能项目相继建成投用。当年公司开展烟尘综合治理及降尘量攻关，全年厂区平均降尘量由 2014 年的 14.13 吨/平方公里·月降至 2015 年的 12.3 吨/平方公里·月，空气质量优良率由 2014 年的 94.9% 上升至 2015 年的 99.2%。

公司 2016 年技改计划总投资为 3,757.54 万元，计划通过自有资金筹集，整体投资规模较小，而完工后成果的转化仍可为公司进一步降本降耗提供支撑。

表 7：2016 年公司计划投资项目表

项目	投资总额（万元）
水处理配套改造	364.40
自动打捆技术改造	145.00
高低温加热炉智能燃烧系统综合改造	164.00
排灰系统改埋刮板机	160.00
其他零星技改项目	2,924.14
合计	3,757.54

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年受钢材量价齐降影响，公司主营业务收入下降，且原材料价格的下行幅度小于钢材价格降幅，致使收入成本出现倒挂，盈利能力恶化

从销售方式看，公司产品采用经销代理制为主，直供终端为辅的销售模式。公司产品销售以福建省钢材需求为依托，立足区域市场，并辐射广东、江西、浙江、上海等周边省市。就客户集中度而言，2015 年公司前 5 大客户业务合计占比为 19.55%，与上年持平，客户集中度仍较低。

2015 年国内钢铁产能供需矛盾依然突出，在市场需求减弱的影响下，当年公司产品销量出现下滑，年度销量合计 588.20 万吨，同比减少 5.22%。从销售价格来看，受国内钢材价格持续低迷的影响，2015 年公司产品售价均大幅下跌，主要产品螺纹钢全年销售均价为 1,878.95 元/吨，较上年下降 28.30%；中板全年销售均价为 1,989.32 元/吨，较上年下降 29.95%。受钢材市场价格大幅下跌和销量同比减少所致，公司全年实现主营业务收入 114.87 亿元，较上年下降 31.82%。

表 8：2014~2015 年公司产品销量及售价情况统计

单位：万吨、元/吨

产品	2014 年		2015 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价
螺纹钢	331.52	2,620.72	333.78	1,878.95
钢筋混凝土线材	43.33	2,640.50	30.28	1,887.75
金属制品用线材	95.97	2,698.15	81.57	1,942.67
中板	128.99	2,839.78	117.05	1,989.32
其他	20.80	2,593.29	25.52	1,855.29
合计	620.61	2,687.87	588.20	1,952.91

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从产品盈利情况来看，2015 年大宗原燃材料价格下降使得公司成本压力得到缓解，但钢材价格持续下跌的影响远大于原材料价格下跌的影响，导致钢铁行业企业生产经营困难，经济效益持续下滑。2015 年公司钢铁主营业务毛利率为-5.56%，同比下降 8.52 个百分点。2016 年以来，公司各项降本降耗措施取得一定的成效，加之一季度钢材价格有所回升，1~3 月综合毛利率上升至 5.56%。

表 9：2014~2015 年公司主要产品毛利率情况

单位：%

产品	2014 年		2015 年	
	在主营业务收入中占比	毛利率	在主营业务收入中占比	毛利率
螺纹钢	51.56	4.17	54.60	-3.09
中板	21.74	0.71	20.27	-12.64
钢筋混凝土线材	6.79	4.13	4.98	-
金属制品用线材	15.37	3.37	13.80	-
其他	4.54	3.45	6.35	-
合计	100.00	2.96	100.00	-5.56

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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 2013~2015 年财务报告，以及未经审计的 2016 年 1 季度合并财务报表。

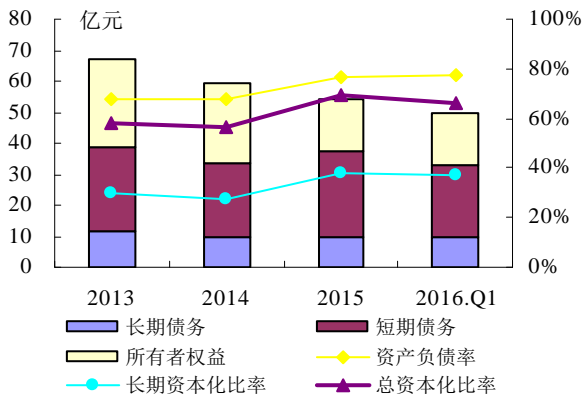
资本结构

2015 年，受钢铁市场持续恶化影响，公司收入规模大幅萎缩，应收账款及存货规模相应缩减。受

上述因素影响，公司 2015 年末整体资产规模同比下降。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产规模为 71.24 亿元，同比降低 11.36%。受经营持续亏损影响，公司自有资本实力逐年减弱，截至 2015 年末，公司所有者权益合计 16.49 亿元，同比减少 36.41%。

当年公司长期债务规模维持稳定，新增应付票据使得短期债务总额较上年增加，从而推动总债务规模同比上升。2015 年末公司总债务规模由年初的 33.26 亿元增至 37.74 亿元，短期债务及长期债务分别为 27.78 亿元和 9.96 亿元。总体看，受负债总额上升及净资产规模缩减的影响，公司财务杠杆比率呈上升趋势。截至 2015 年 12 月 31 日，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 76.85% 和 69.59%，分别较上年上升 9.12 个百分点和 13.40 个百分点，与同行业钢铁企业相比，公司的资产负债率和总资本化比率处于较高水平。

图 5：2013~2016.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

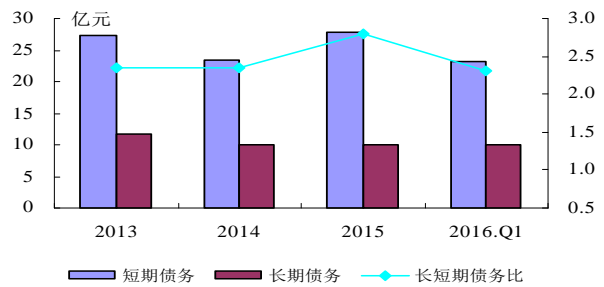
表 10：截至 2015 年 12 月 31 日钢铁行业部分

上市公司资本结构比较			
	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
宝钢股份	2341.23	47.83	16.88
鞍钢股份	885.96	50.7	22.84
马钢股份	624.54	66.79	40.17
重庆钢铁	392.28	89.78	83.84
华菱钢铁	764.99	86.05	70.58
凌钢股份	152.99	66.64	43.41
三钢闽光	71.24	76.85	69.59

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

截至 2016 年 3 月 31 日，公司总资产规模 73.92 亿元，总债务规模为 33.03 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 77.24% 和 66.25%。

图 6：2013~2016.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

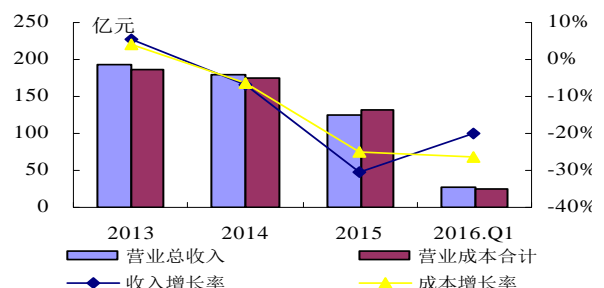
从债务期限结构来看，2014~2015 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.35 倍和 2.79 倍。2015 年公司新增应付票据 6.81 亿元，推动了短期债务较快增长，截至 2015 年末公司短期债务增至 27.78 亿元，长短期债务比为 2.79 倍。2016 年以来，公司偿还部分银行短期借款，短期债务规模减少，截至 2016 年 3 月末，长短期债务比下降至 2.32 倍，仍面临一定的短期债务压力。

整体而言，受自有资本实力减弱及总债务规模增加影响，2015 年公司财务杠杆比率随之上升，且资产负债率较高，目前债务仍以短期负债为主，财务结构稳健性欠佳。

盈利能力

2015 年公司钢材销量及售价下滑，致使整体收入规模大幅下降，当年实现营业总收入 125.42 亿元，同比减少 30.41%。受铁矿石价格下降等因素影响，公司的营业成本较上年降低，但降幅小于钢材价格降幅，使得当期营业毛利率继续下滑。2015 年公司综合毛利率为 -4.48%，同比降低 7.63 个百分点。2016 年第一季度，公司实现营业收入为 27.20 亿元，同比下降 20.02%。公司 2016 年各项降本降耗措施取得一定的成效，加之一季度钢材价格有所回升，当期综合毛利率为 5.56%。

图 7：2013~2016.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 11: 截至 2015 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	8.87	7.22
鞍钢股份	6.24	10.36
马钢股份	-0.84	6.62
重庆钢铁	-25.86	33.29
华菱钢铁	2.81	12.31
凌钢股份	3.16	8.78
三钢闽光	-4.48	3.57

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2015 年公司期间费用为 4.47 亿元, 较 2013 年下降 4.28%。其中, 管理费用由于人工费用的增加而上升; 受运输费等增加的影响, 销售费用同比上升; 公司当年承兑汇票贴息大幅下降, 财务费用同比降低。在营业收入下滑的情况下, 2015 年公司三费收入占比上升至 3.57%; 2016 年 1~3 月, 公司期间费用支出合计 1.01 亿元, 三费收入占比上升至 3.73%, 期间费用控制能力有待加强。

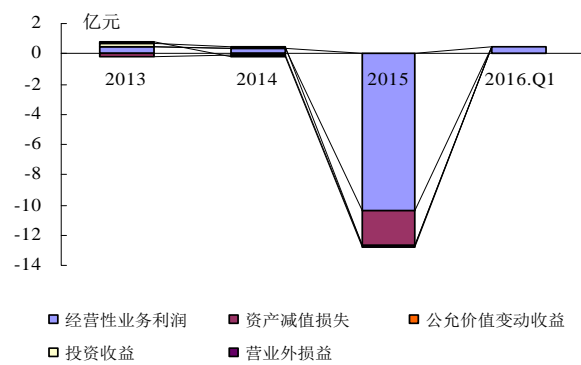
表 12: 2013~2016.Q1 公司三费收入比情况

单位: 亿元、%				
	2013 年	2014 年	2015 年	2016.Q1
销售费用	0.43	0.44	0.49	0.16
管理费用	1.80	1.76	1.87	0.41
财务费用	3.37	2.47	2.11	0.44
三费合计	5.59	4.67	4.47	1.01
三费收入占比	2.90	2.59	3.57	3.73

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额来看, 受钢铁行业景气度持续低迷等因素影响, 2015 年公司收入成本出现倒挂, 且期间费用的支出具有一定刚性, 致使经营性业务出现大幅亏损, 2015 年公司经营性业务亏损 10.38 亿元。此外, 当年公司计提资产减值损失 2.29 亿元, 较上年增加 2.17 亿元, 主要包括存货跌价损失及可供出售金融资产减值损失。在经营性业务出现亏损及计提资产减值损失的情况下, 2015 年公司利润总额较上年减少 13.09 亿元, 全年取得利润总额-12.75 亿元。

图 8: 2013~2016.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

整体来看, 受钢铁行业产能过剩, 整体钢铁行业下游需求乏力, 钢材价格下跌影响, 2015 年公司收入规模同比大幅缩减, 且经营性业务出现亏损, 中诚信证评将持续关注公司后期的经营情况。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出及利润总额构成, 受大幅亏损影响, 公司 2015 年 EBITDA 由上年度 7.10 亿元降至 -6.24 亿元, EBITDA 利息保障倍数以及总债务/EBITDA 指标分别为 -2.90 和 -6.05 倍。现金流方面, 2015 年公司经营活动净现金流为 4.14 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 1.93 和 0.11 倍。整体看, 公司偿债能力指标趋弱。

表 13: 2013~2015 年公司偿债能力分析

单位: 亿元			
	2013 年	2014 年	2015 年
经营活动净现金流	5.13	13.67	4.14
EBITDA	7.93	7.10	-6.24
总债务/EBITDA (X)	4.92	4.69	-6.05
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.25	2.84	-2.90
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.13	0.41	0.11
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.46	5.47	1.93

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2015 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 2015 年 12 月 31 日, 公司拥有银行授信额度 37.80 亿元, 其中尚未使用额度为 13.44 亿元, 备用流动性一般。

整体而言, 2015 年受钢材价格下跌所致, 公司营业收入同比减少, 经营性业务出现亏损; 同时目前负债水平较高, 且以短期债务为主, 公司仍面临

一定偿债压力。

担保实力

三钢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。

三钢集团是福建省国资委下属企业，系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，2015年三钢集团实现主营业务收入234.26亿元，同比减少18.89%，鉴于三钢集团区域内龙头企业的地位及明显的规模优势，其整体实力仍较强。

表 14：2014-2015 年三钢集团主营业务收入构成情况

单位：亿元、%

产品	2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比
钢材、焦炭	266.59	92.30	220.22	94.00
尿素、三胺等化工品	8.49	2.94	6.98	2.98
其他	13.74	4.76	7.06	3.02
合计	288.82	100.00	234.26	100.00

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和福建罗源闽光钢铁有限责任公司，此外，三钢集团层面还有150万吨中厚板业务。2015年三钢集团未进行产能扩张，截至2015年末生铁、钢及钢材产能分别为942万吨、1020万吨和942万吨。当年受三钢闽光产销量减少的影响，三钢集团产能利用率有所下降。

除钢铁业务之外，三钢集团还有焦炭业务和化工业务。焦炭业务方面，三钢集团焦炭业务主要由山西曲沃县闽光焦化有限责任公司和子公司三钢闽光运营，目前焦炭产能180万吨。三钢集团化工业务主要由子公司三明化工运营，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，近两年产量较为稳定。

资本结构方面，截至2015年12月31日，三钢集团总资产规模为225.80亿元，较年初减少7.17%。截至2015年末，三钢集团总债务86.50亿元，其中短期债务70.65亿元，长期债务15.85亿元。截至2015年末，三钢集团资产负债率和总资

本化比率分别为70.80%和56.75%，分别较上年提升5.08个百分点和5.85个百分点。

盈利能力方面，受行业景气度持续低迷、钢材价格大幅下跌影响，2015年三钢集团实现营业总收入246.07亿元，同比下滑18.53%。毛利率方面，尽管同期原材料价格呈现下降趋势，但成本降幅小于营业收入的减少幅度，使得营业毛利率由上年的4.72%下滑至0.08%。受此影响，2015年三钢集团经营性业务出现亏损，经营性业务利润由上年的1.49亿元下降至-12.13亿元。同期，三钢集团计提资产减值损失2.62亿元，包括存货跌价损失及可供出售金融资产减值损失；当年营业外损益-2.14亿元，主要为三钢集团履行对外担保责任产生的损失。受上述因素影响，2015年三钢集团取得利润总额-16.32亿元，较上年减少18.45亿元。

从偿债指标看，受盈利状况弱化的影响，三钢集团主要偿债指标表现一般，2015年三钢集团EBITDA利息保障倍数以及总债务/EBITDA指标分别为0.37和44.44，EBITDA对债务本息的覆盖能力有待提高；同期经营活动净现金流利息保障系数和经营活动净现金流/总债务分别为1.30和0.08，经营活动现金流对债务本息的覆盖程度一般。

表 15：2013~2015 年三钢集团偿债能力分析

单位：亿元

	2013 年	2014 年	2015 年
经营活动净现金流	13.41	22.39	6.83
EBITDA	18.73	13.55	1.95
总债务/EBITDA (X)	4.07	6.38	44.44
EBITDA 利息保障系数 (X)	3.30	2.62	0.37
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.18	0.26	0.08
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.36	4.32	1.30

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

银行授信方面，截至2015年末，三钢集团拥有银行授信额度19.68亿元，其中尚未使用额度为1.78亿元，备用流动性不足。

或有负债方面，截至2015年末，三钢集团对外担保余额为8.44亿元，担保规模相对较小，且被担保企业经营状况正常，或有负债风险可控。

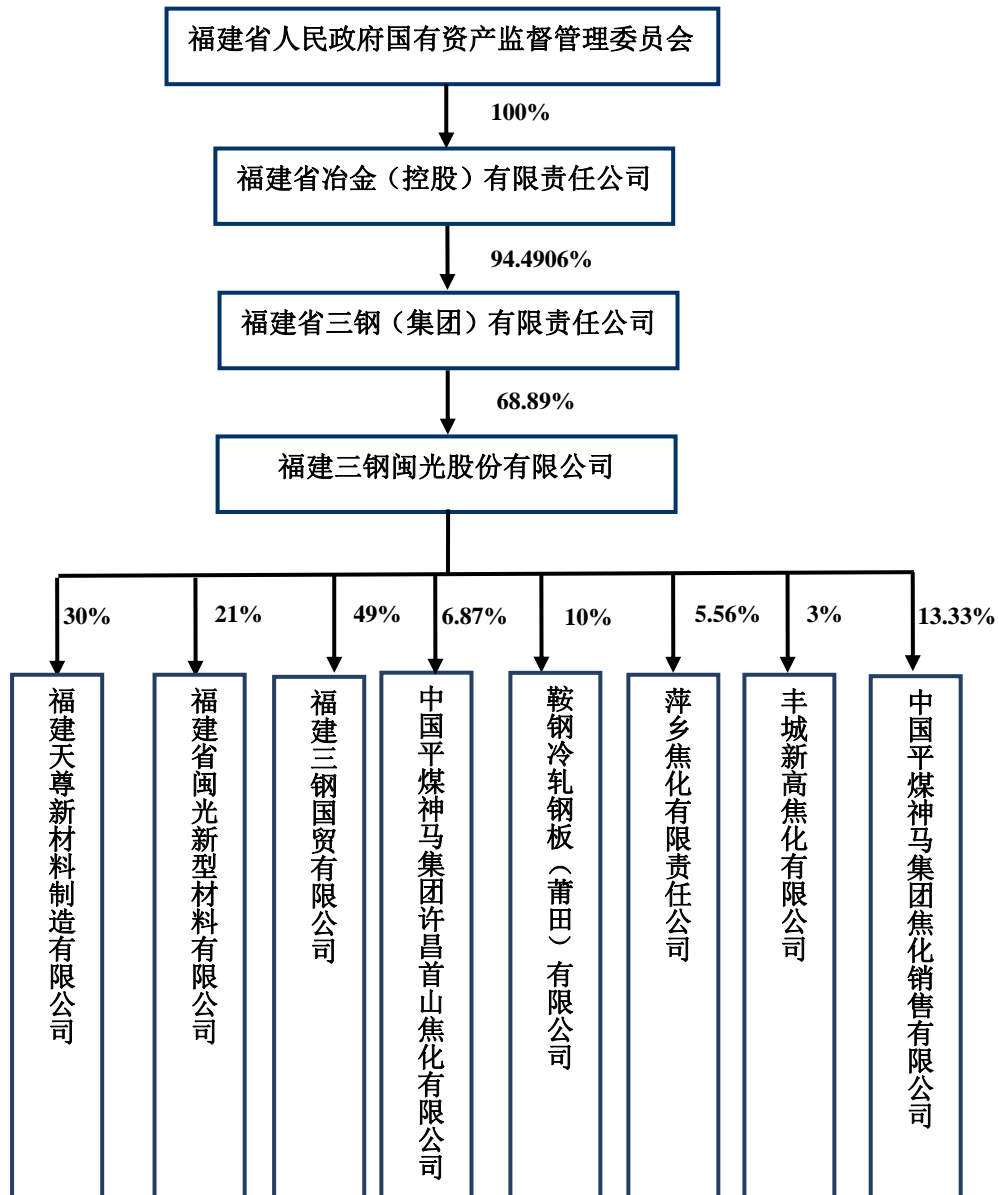
总体而言，三钢集团整体实力较强，其提供的

司债券的按期偿还提供保障。

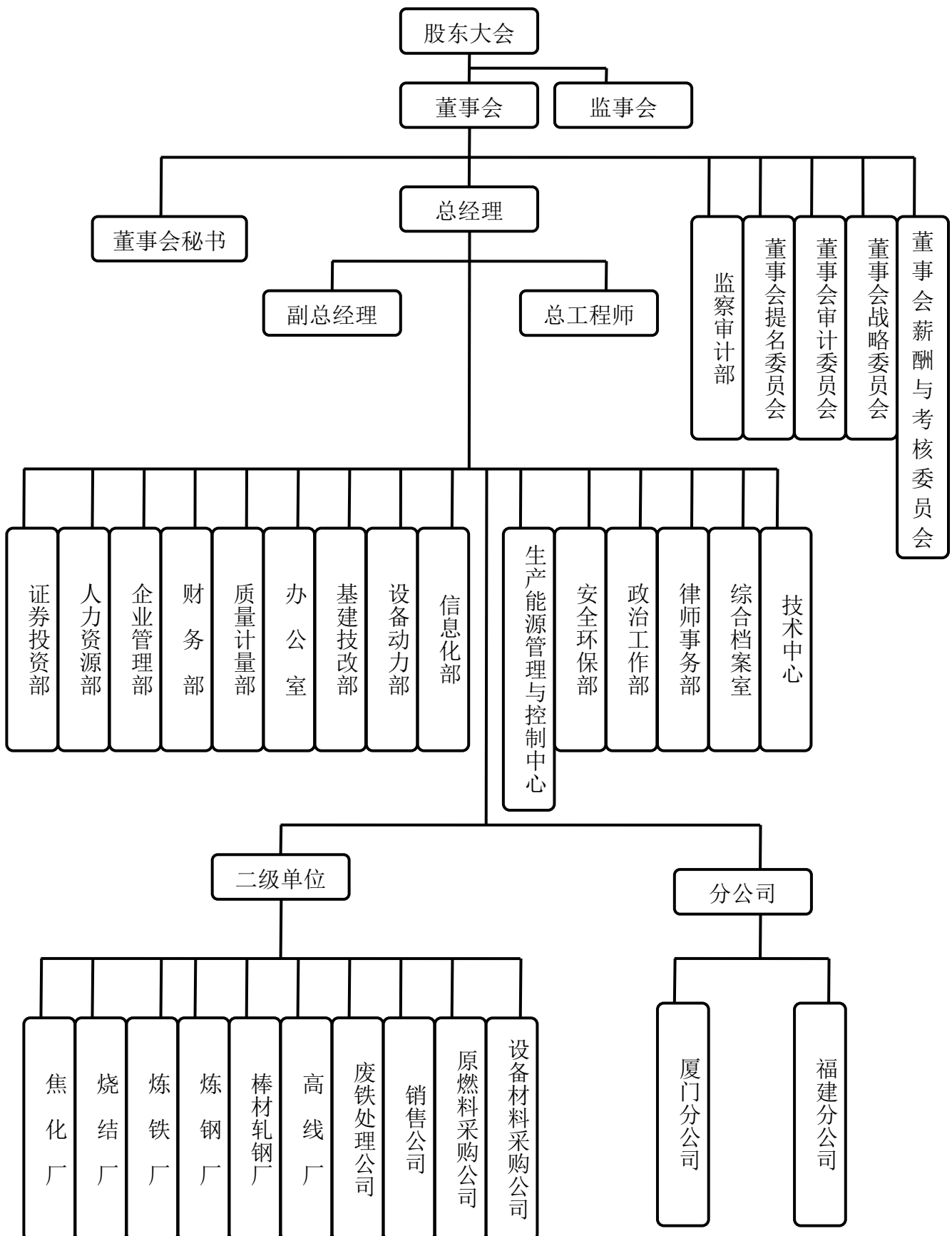
结 论

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）”的信用级别为 **AA**。

附一：福建三钢闽光股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：福建三钢闽光股份有限公司组织结构图（截至 2016 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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	60,314.91	110,483.12	103,538.98	112,213.12
应收账款净额	0.20	637.15	487.04	2,336.54
存货净额	197,577.60	125,577.94	84,702.33	100,307.85
流动资产	346197.99	310061.39	229707.77	266640.96
长期投资	37,826.41	35,167.85	19,450.25	19,450.25
固定资产合计	470,191.61	449,333.97	418,551.85	413,793.64
总资产	859,596.83	803,685.95	712,411.97	739,238.58
短期债务	273,410.42	233,190.81	277,802.47	230,723.89
长期债务	116,831.46	99,427.68	99,549.67	99,586.99
总债务（短期债务+长期债务）	390,241.88	332,618.49	377,352.14	330,310.88
总负债	580,422.05	544,370.74	547,509.78	570,996.49
所有者权益（含少数股东权益）	279,174.78	259,315.21	164,902.19	168,242.10
营业总收入	1,929,852.57	1,802,231.86	1,254,194.55	271,994.05
三费前利润	60,867.33	50,674.88	-59,048.44	14,650.55
投资收益	2,117.66	941.22	-314.52	0.00
净利润	5389.83	3195.27	-92863.64	3339.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	79,259.22	70,953.45	-62,370.66	8,966.05
经营活动产生现金净流量	51,282.05	136,708.80	41,411.48	45,072.17
投资活动产生现金净流量	-33,904.04	-6,664.11	-24,822.06	-3,544.18
筹资活动产生现金净流量	-40,756.03	-79,813.75	-44,533.56	-33,114.58
现金及现金等价物净增加额	-23,520.69	50,168.21	-27,944.15	8,413.42
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	3.36	3.15	-4.48	5.56
所有者权益收益率（%）	1.93	1.23	-56.31	7.96
EBITDA/营业总收入（%）	4.11	3.94	-4.97	3.30
速动比率（X）	0.32	0.44	0.35	0.38
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.41	0.11	0.55
经营活动净现金/短期债务（X）	0.19	0.59	0.15	0.78
经营活动净现金/利息支出（X）	1.46	5.47	1.93	10.15
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	2.84	-2.90	2.02
总债务/EBITDA（X）	4.92	4.69	-6.05	9.21
资产负债率（%）	67.52	67.73	76.85	77.24
总资本化比率（%）	58.30	56.19	69.59	66.25
长期资本化比率（%）	29.50	27.72	37.64	37.18

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2016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）	2013	2014	2015
货币资金	149,995.90	252,004.75	239,112.73
应收账款净额	5,782.22	18,556.45	10,976.86
存货净额	330,897.63	262,184.38	192,796.01
流动资产	696815.03	774312.57	653862.16
长期投资	149,746.57	174,774.05	135,493.06
固定资产合计	1,244,733.93	1,402,139.97	1,311,814.18
总资产	2,159,711.58	2,432,412.85	2,258,008.32
短期债务	642,650.42	714,918.62	706,452.13
长期债务	120,288.40	149,427.68	158,549.67
总债务（短期债务+长期债务）	762,938.82	864,346.30	865,001.80
总负债	1,340,198.65	1,598,497.07	1,598,738.02
所有者权益（含少数股东权益）	819,512.93	833,915.78	659,270.30
营业总收入	3,068,208.26	3,020,432.60	2,460,672.13
三费前利润	143,926.87	128,808.75	-7,699.40
投资收益	5,903.27	20,308.77	5,402.15
净利润	15737.95	6634.49	-135430.24
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	187,250.63	189,156.85	19,464.87
经营活动产生现金净流量	134,126.82	223,870.13	68,333.62
投资活动产生现金净流量	-81,026.27	-176,263.64	-172,079.08
筹资活动产生现金净流量	-82,083.39	50,382.81	38,223.83
现金及现金等价物净增加额	-28,836.84	98,081.67	-65,885.56
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	5.03	4.72	0.08
所有者权益收益率（%）	1.92	0.80	-20.54
EBITDA/营业总收入（%）	6.10	6.26	0.79
速动比率（X）	0.32	0.38	0.34
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.26	0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.21	0.31	0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	2.36	4.32	1.30
EBITDA 利息倍数（X）	3.30	3.65	0.37
总债务/EBITDA（X）	4.07	4.57	44.44
资产负债率（%）	62.05	65.72	70.80
总资本化比率（%）	48.21	50.90	56.75
长期资本化比率（%）	12.80	15.20	19.39

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。