

跟踪评级公告

联合[2019]695号

柳州钢铁股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

柳州钢铁股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

柳州钢铁股份有限公司公开发行的“11 柳钢债”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李武福

二零一九年五月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

柳州钢铁股份有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
11 柳钢债	4.26 亿元	8 年 (5+3)	AA	AA+	2018 年 6 月 7 日

担保方：广西柳州钢铁集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 5 月 14 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	230.74	249.51	246.86
所有者权益 (亿元)	71.99	105.29	109.16
长期债务 (亿元)	4.24	17.03	17.03
全部债务 (亿元)	106.12	84.87	75.45
营业收入 (亿元)	415.57	473.51	102.61
净利润 (亿元)	26.46	46.10	5.00
EBITDA (亿元)	43.07	65.50	--
经营性净现金流 (亿元)	46.13	56.52	14.02
营业利润率 (%)	8.56	13.86	6.53
净资产收益率 (%)	44.72	52.01	4.67
资产负债率 (%)	68.80	57.80	55.78
全部债务资本化比率 (%)	59.58	44.63	40.87
流动比率 (倍)	0.83	1.21	1.26
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.41	0.77	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.11	22.44	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	10.11	15.37	--

担保方

项目	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (亿元)	433.35	633.61
所有者权益 (亿元)	146.59	225.84
营业收入 (亿元)	683.98	653.45
净利润 (亿元)	41.72	71.51
经营性净现金流 (亿元)	76.82	42.19
资产负债率 (%)	66.18	64.36
流动比率 (倍)	0.84	1.19

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、2019 年一季报财务数据未经审计，相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

柳州钢铁股份有限公司（以下简称“柳钢股份”或“公司”）是广西壮族自治区国有控股大型钢铁企业，其主要钢材产品为小型材、中板材和中型材。跟踪期内，公司经营业绩持续提升、经营性现金流充沛、债务负担有较大程度下降、偿债能力显著提高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到在今后一段时间内，钢材价格继续保持高位难以以为续，上游原材料价格面临回升的压力，以及公司关联交易规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，受益于钢铁行业产能过剩局面的缓解以及公司区域龙头地位优势，其盈利能力和经营性净现金流均显著改善；公司经营稳健，无重大资本支出，在经营效益显著回升下持续偿还有息债务，债务负担大幅下降，短债压力大幅缓解，偿债能力显著提高。

跟踪期内，同样受益于供给侧结构性改革与钢铁行业景气程度显著提升，“11 柳钢债”担保方广西柳州钢铁集团有限公司（简称“柳钢集团”）经营效益显著改善，资本实力显著增强；其整合防城港沿海钢铁基地得到实质性进展，可进一步巩固柳钢集团在广西壮族自治区行业龙头地位，为未来扩大两广地区业务奠定坚实基础，柳钢集团所提供的担保对“11 柳钢债”的信用状况仍具一定积极影响。

综合以上评估，联合评级上调公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“11 柳钢债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司是广西最大的钢铁企业，其区域内行业龙头地位使其产品在广西及周边地区具有很强的区域竞争优势。
2. 受益于钢铁行业产能过剩情况缓解以及

下游地产需求比较旺盛，公司主要产品销量与销售价格均呈持续增长态势；区域市场龙头优势地位可以使公司保持较好的盈利水平。

3. 公司在经营效益显著回升的支撑下持续清偿存续债务，公司债务负担明显减轻，短债压力大幅缓解，偿债能力显著增强。

4. 柳钢集团经营效益显著改善，重组防城港沿海钢铁基地，显著增强了公司未来资产实力与钢铁生产能力，进一步巩固了柳钢集团在广西壮族自治区的龙头地位，为未来扩大两广地区业务奠定了良好的基础，其担保对“11柳钢债”的信用状况具一定积极影响。

关注

1. 公司销售区域比较集中，存在一定的集中度较高风险。

2. 2019年以来，随着上游铁矿石价格的上涨压力，将会侵蚀未来公司的营业利润水平。

3. 公司关联交易规模仍较大。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

卢瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



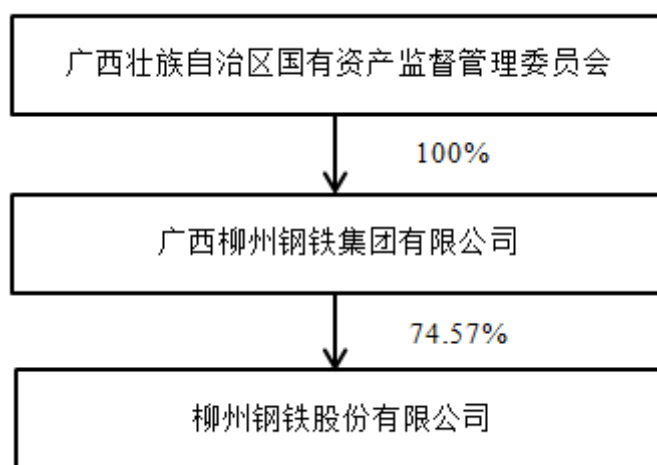
联合信用评级有限公司

一、主体概况

柳州钢铁股份有限公司（以下简称“公司”或“柳钢股份”）原名为广西柳州金程股份有限公司，是经广西壮族自治区人民政府“桂政函〔2000〕74号”文批准，由广西柳州钢铁集团公司（以下简称“集团”或“柳钢集团”）为主要发起人，联合柳州有色冶炼股份有限公司、柳州化学工业集团有限公司、广西壮族自治区冶金建设公司和柳州市柳工物资有限公司于2000年4月14日共同发起设立的股份公司。2001年10月，经广西壮族自治区工商行政管理局“（桂）名称预核内字〔2001〕第418号”文核准，公司名称变更为现名。

2007年2月，经过公司2002年第一次临时股东大会通过的决议及中国证监会2007年1月出具的《关于核准柳州钢铁股份有限公司首次公开发行股票的通知》（证监发行字〔2007〕21号）核准，公司向上海证券交易所以人民币普通股10,700万股，每股面值1元，每股发行价格10.06元。公司发行普通股在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：柳钢股份，股票代码：601003.SH）；公司股本从60,488.70万股增至71,188.70万股。此后，经多次送股、转增，截至2018年底，公司总股本256,279.32万股。2018年6月19日，柳钢集团向王文辉协议转让20,346.95万股（占公司总股本的7.94%），转让价格6.23元/股，柳钢集团持股74.57%；同年9月末，王文辉支付全部转让对价，股权转让完成过户，柳钢集团对公司的持股比率降至74.57%，仍为公司控股股东；广西壮族自治区国有资产管理委员会（以下简称“自治区国资委”）系公司实际控制人。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报，联合评级整理。

公司主营业务仍包括：烧结、炼铁、炼钢及其副产品的销售，钢材轧制、加工及其副产品的销售，炼焦及其副产品的销售等。2018年，公司主营业务范围未发生变化。

2018年，公司部门设置及组织机构未发生变动，截至2018年底，拥有在职员工9,753人。

截至2018年底，公司合并资产总额249.51亿元，负债合计144.22亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计105.29亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2018年，公司实现营业收入473.51亿元，净利润（含少数股东损益）46.10亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额56.52亿元，现金及现金等价物净增加额30.67亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额246.86亿元，负债合计137.70亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计109.16亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2019年1~3月，公司实现营业收入

102.61亿元，净利润（含少数股东损益）5.00亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额14.02亿元，现金及现金等价物净增加额-1.71亿元。

公司注册地址：广西柳州市北雀路117号；法定代表人：陈有升。

二、债券发行及募集资金使用情况

根据《2011年柳州钢铁股份有限公司公司债券发行公告》，经中国证监会“证监许可（2011）775号文”文件核准批复，本期债券发行总额为人民币20亿元，发行价格为每张100元，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式发行。本期债券发行工作已于2011年6月3日结束，实际发行规模20亿元，最终票面利率为5.70%，债券期限为8年期，在第5年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券已于2011年6月27日于上海证券交易所挂牌上市（证券简称：“11柳钢债”，证券代码“122075.SH”）。

根据《柳州钢铁股份有限公司关于“11柳钢债”公司债券回售实施结果的公告》，截至2016年4月21日，“11柳钢债”回售申报结束；“11柳钢债”的回售数量为1,574.46万张，回售金额为15.74亿元，剩余托管量为4.26亿元。公司选择不调整本期债券票面利率，即本期债券后3年票面利率为5.70%并保持不变。公司于2016年6月1日支付了15.74亿元回售款。

本期公司债券于2011年6月1日正式起息，公司于2018年6月1日支付了自2017年6月1日至2018年5月31日期间利息。本期债券拟于2019年6月1日到期，实际兑付日为2019年6月3日。截至2018年底，本期公司债募集资金已按计划全部用于偿还银行借款。

三、行业分析

1. 行业概况

伴随着国内经济发展进入“新常态”，供需关系面临着结构性失衡。在此背景下，我国政府提出了以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点任务的供给侧结构性改革；2018年，行业超额完成全年压减钢铁产能3,000万吨目标任务，提前两年完成钢铁去产能“十三五”规划1.5亿吨上限目标。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度依然持续回升，企业盈利持续增强；2018年，我国生铁、粗钢和钢材产量分别为7.71亿吨、9.28亿吨和11.06亿吨，同比分别增长3.00%、6.00%和8.50%；2018年，Myspic综合钢材价格指数平均指数为153.14点，同比上升11.82点，其中1~10月高于上年同期，11~12月同比有所下降；进入2019年，钢材价格呈现震荡上行的趋势，2019年4月24日指数为150.04点，较年初增长了9.52点。2018年，中钢协会会员企业实现工业总产值3.46万亿元，同比增长14.67%；实现销售收入4.11万亿元，同比增长13.04%；盈利2,862.72亿元，同比大幅增长41.12%；资产负债率65.02%，同比下降2.63个百分点。

2. 上游供给

钢铁行业上游原材料主要包括铁矿石和炼焦煤。由于国内钢铁行业景气度回升，铁矿石价格较上年略有回升；以进口62%铁矿石为例，2018年，铁矿石含税均价为606.16元/吨，较2017年均价上涨1.90%。从2018年全年层面来看，铁矿石价格运行特征为：价格波动，总体上行。以进口62%铁矿石为例，截至2018年底，铁矿石含税价为614.84元/吨，较年初小幅增长14.88元/吨；2017年年内最大价差约为95.26元/吨，波动幅度达到了16.75%。受淡水河谷矿难、高炉环保放开复产、三大矿山下调19年目标发运量影响，进入2019年以来，铁矿石价格上涨幅度较大；以进口62%铁矿石为例，截至

2019年3月末，铁矿石含税价为646.15元/吨，较年初增长29.98元/吨，增幅为4.64%。

2018年，焦煤因部分限产而供给相对趋紧，国内炼焦煤价格居于高位，整体波动不大，价格呈上涨态势。2018年，中南地区主焦煤平均价格为1,458.88元/吨，较2017年均价上涨4.25%。2018年全年，炼焦煤价格变动不大；截至2018年底，中南地区主焦煤平均价格为1,490.00元/吨，较年初的1,440.00元/吨上涨3.47%；进入2019年，中南焦煤价格较为稳定，日均价保持在1,490.00元/吨。

3. 下游需求

2018年，国内固定资产投资完成额为63.56万亿元，同比增长5.90%，增速较上年下降1.3个百分点；固定资产投资增速的放缓是中国经济增速换挡的具体反映，符合宏观调控的预期。尽管投资增速放缓，但国内固定资产投资规模庞大对促进国内经济平稳协调发展发挥着关键作用。从基础设施建设层面看，受金融监管收紧、对融资平台监管以及PPP清理影响，2018年，国内基建投资完成额为17.62万亿元，同比增长1.79%，增速较上年大幅下降13.14个百分点。2019年以来，城投融资政策边际放松、地方政府专项债限额增加、更大规模的减税以及逆周期调节力度加大的背景下，预计基建投资有望持续回升。从房地产开发层面来看，2018年，国内房地产开发投资完成额为12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年上升2.50个百分点；国内房屋施工面积增长率为3.90%；国内房屋新开工面积增长率为17.20%，为2018年钢铁产业发展提供了良好的市场基础。进入2019年，房地销售增速同比大幅下行，预计会带动房地产投资增速下行，或对钢铁市场产生较大的不利影响。

4. 行业竞争

国内钢铁行业集中度偏低，且提升速度缓慢；2017年，国内钢铁行业集中度（CR10）为36.9%，较2016年回升1.0个百分点，距60%的钢铁产业集中度目标仍有很大的差距。2018年以来，河北、江苏、河南等地陆续出台钢铁产业整合规划。而钢铁行业并购基金逐渐成为钢铁产业整合的市场化、资本化运作主体。继2017年中国宝武集团联合WL罗斯公司、中美绿色基金、招商局集团设立四源合钢铁产业结构调整基金整合重庆钢铁资产以来，另有长城河钢产业发展基金、山西钢铁产业结构调整基金、华宝冶金资产管理有限公司等三个并购基金陆续成立。钢铁行业并购基金依托钢铁以及上下游产业链整合拓展为重点，在钢铁产业并购重组中的作用逐渐显现，将加速全国钢铁产业集中度提升与整体产业优化升级。

5. 行业关注

(1) 2018年，房地产等行业需求的持续增长，推动钢铁行业继续回暖；预计2019年我国GDP增速将低于6.50%，房地产热度、汽车销售量有所下降，或对钢材的需求将带来较大影响，钢材或均价略有下移，钢铁企业利润将逐渐回归至理性区间。

(2) 随着钢铁企业效益好转，新增产能、“地条钢”死灰复燃和已化解产能复产冲动仍然存在，环保不再“一刀切”，部分环保达标的钢铁企业将释放产能。同时，随着电炉钢产能大幅度增加并不断释放，已基本弥补了清理“地条钢”出清的产能，这对钢铁行业供需基本平衡的局面带来一定冲击，给保持钢材价格在合理区间增加难度。

(3) 三大矿山下调19年目标发运量以及焦化行业去产能和行业整合继续推进，铁矿石和焦炭供应整体上呈偏紧态势，铁矿石价格预计会有所持续上行，焦炭价格仍有望高位震荡运行，钢铁企业制造成本呈上涨趋势。

(4) 环保政策日益严苛，对钢铁企业的成本控制以及产能利用率产生一定影响。随着去产能政

策以及环保政策的趋严，将对钢铁企业的盈利水平以及产能方面造成一定冲击。

6. 行业政策

2018年，供给侧结构性改革仍是国内钢铁行业政策的核心，政策要求基本完成“十三五”期间压减粗钢产能1.5亿吨的上限目标任务；由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主。落实钢铁煤炭行业化解过剩产能国有资产处置损失有关财务处理规定等政策，依法依规加快去产能企业国有资产处置；鼓励钢铁企业围绕钢材产品目标市场定位和根据下游企业需求，加强与下游企业的协作，实现钢铁材料制造供应商向材料解决方案综合服务商转变。

7. 未来发展

钢铁行业去产能任务提前完成，钢铁行业脱困发展成效明显，但行业集中度较低、企业生产专业化不足、产品结构失衡等问题长期存在。推动钢铁行业兼并重组，提高产业集中度、建立高质量供给体系、提升行业防范风险能力、减轻区域环境压力是钢铁行业实现高质量发展、规模化效益的必由之路，加速推动钢铁行业兼并重组将是未来改革工作重点。

四、管理分析

目前，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，受下游需求端地产行业需求超预期、钢材库存长期处于低位等因素带动钢材价格增长影响，公司实现营业收入473.51亿元，较上年增长13.94%；同期，钢材销量较上年持续增长。2018年，公司实现营业利润53.83亿元，较上年大幅增长77.45%；公司实现净利润46.10亿元，较上年大幅增长74.20%。

从收入构成看，2018年，公司主要收入来源仍然为钢坯（占33.12%）、小型材（占53.60%）和中板材（占8.70%）产品。其中，钢坯收入147.33亿元，较上年增长7.34%；占比较上年下降2.19个百分点。小型材收入238.44亿元，较上年增长12.65%；占比较上年下降0.85个百分点。中板材收入38.69亿元，较上年大幅增长85.74%；占比较上年增长3.34个百分点。其他类型产品占公司主营业务收入比重较低，且整体变动不大。

从毛利率水平来看，2018年，公司钢坯毛利率较上年增长1.64个百分点至4.51%。受产品销售价格上涨同时原材料价格涨幅有限影响，中板材毛利率较上年大幅提高15.63个百分点至22.16%；公司小型材毛利率较上年提高5.23个百分点至25.20%。受上述因素影响，公司综合毛利率水平较上年提高5.77个百分点至14.68%，主营业务盈利能力有所提升。

从销售区域看，公司主要销售地区为广西地区（占77.77%）、广东地区（占13.74%）、华东及其他地区（占3.92%）、云南/贵州/四川地区（占2.63%）、湖南/湖北地区（占1.51%）和国外（占0.43%），公司业务区域集中度较高。

表1 2017~2018年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%、百分点)

项目	2017年			2018年			变动情况		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
中型材	2.69	0.69	1.14	1.93	0.43	-3.62	-0.76	-0.26	-4.76
中板材	20.83	5.36	6.53	38.69	8.70	22.16	17.86	3.34	15.63
小型材	211.66	54.45	19.97	238.44	53.60	25.20	26.78	-0.85	5.23
钢坯	137.25	35.31	2.87	147.33	33.12	4.51	10.08	-2.19	1.64
钢铁板块小计	372.42	95.81	12.78	426.40	95.85	17.65	53.98	0.04	4.87
化产品	6.34	1.63	-33.13	7.32	1.65	-7.82	0.98	0.02	25.31
焦炉煤气	9.93	2.56	-109.38	11.16	2.51	-83.8	-0.76	-0.26	-4.76
合计	388.70	100.00	8.91	444.89	100.00	14.68	56.19	--	5.77

资料来源:公司年报,联合评级整理。

2019年1~3月,公司实现营业收入102.61亿元,同比下降9.60%,主要系产量及价格均有所下行所致;实现净利润3.84亿元,同比大幅下降63.32%,主要系销售价格下行同时跌价铁矿石价格大幅上行所致。

总体看,2018年,受钢铁行业持续回暖影响,公司钢铁板块营业收入大幅增长;同时,钢材价格上涨也带动公司综合毛利率显著提升。

2. 业务运营

(1) 原材料采购

2018年,公司加大进口铁矿石和废钢使用力度,公司国内采购铁矿石101.60万吨,较上年减少28.04%;国外进口铁矿石1,826.04万吨,较上年增长9.78%;公司国外进口铁矿石采购均价小幅下降,主要系公司核算铁矿石采购成本以入厂为核算口径,未入厂铁矿石不计入采购成本。公司国外进口铁矿石占比高,基本为美元结算,未使用相关金融衍生工具进行对冲,受汇率波动影响大。

表2 2017~2018年公司铁矿石采购量和采购价格情况

项目		2017年	2018年	变动情况(%)
国内采购	采购量(万吨)	141.19	101.60	-28.04
	采购均价(元/吨)	385.47	470.45	22.05
国外进口	采购量(万吨)	1,663.33	1,826.04	9.78
	采购均价(元/吨)	626.15	612.26	-2.22

资料来源:公司年报,联合评级整理。

其他原材料方面,由于广西地区煤炭资源相对较少,公司所需煤炭均从外地采购。2018年,公司煤炭采购量为908.05万吨,较上年增长2.92%;采购均价为1,559.27元/吨,较上年大幅增长5.68%,主要系煤炭市场仍处供需紧平衡态势所致。此外,公司加大废钢采购力度,全年采购废钢162.33万吨,较上年增长14.89%,主要系增加废钢使用以提升粗钢产量所致;废钢价格从1,402.47元/吨上涨至1,985.74元/吨,主要系全国钢企增加废钢使用量所致。

表3 2017~2018年公司其他原材料采购量和采购价格情况

项目		2017年	2018年	变动比率(%)
废钢	采购量(万吨)	141.29	162.33	14.89
	采购均价(元/吨)	1,402.47	1,985.74	41.59

煤	采购量（万吨）	882.3	908.05	2.92
	采购均价（元/吨）	1,475.52	1,559.27	5.68
电力	采购量（亿千瓦时）	33.50	34.94	4.30
	采购均价（元/千瓦时）	0.588	0.583	-0.85

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：2017年数据经公司调整修正。

2018年，公司前五名供应商采购额158.84亿元，占年度采购总额37.30%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额135.73亿元，占年度采购总额31.88%，关联采购占比较高。

总体看，2018年，钢铁行业仍呈较为景气态势，公司所采购废钢与国内铁矿石价均较上年大幅上升，煤炭价格受政策调控影响亦出现大幅上行；2019年以来铁矿石价格大幅上行，使得公司成本控制难度有所增加；公司国外铁矿石采购占比高，易受汇率波动影响。

（2）产品生产

从成本构成来看，公司产品均采用热轧工艺，因此公司生产成本主要由原材料成本（占64.35%）和燃料及动力成本（占22.70%）构成。2018年，公司原材料成本为244.25亿元，较上年增长6.24%；主要系2018年废钢价格、国内铁矿石以及焦煤价格全面上涨所致。燃料及动力成本为86.12亿元，较上年增长6.46%；主要系公司煤炭采购单价上涨所致。2018年，公司折旧成本较2017年增长5.88%，为8.41亿元。

表4 2017~2018年公司生产成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		变动情况（%）	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	229.92	64.93	244.25	64.35	14.33	下降0.58个百分点
辅助材料	12.49	3.53	14.04	3.70	1.55	增长0.17个百分点
燃料及动力	80.89	22.85	86.12	22.70	5.23	下降0.15个百分点
工资	8.82	2.49	11.21	2.95	2.39	增长0.46个百分点
折旧	7.94	2.24	8.41	2.21	0.47	下降0.03个百分点
其他	14.03	3.96	15.54	4.09	1.51	增长0.13个百分点
合计	354.09	100.00	379.57	100.00	25.48	--

资料来源：公司年报，联合评级整理。

目前，公司实行以销定产和以效定产的生产模式。从产能看，2018年公司主要产品产能未发生变动。2018年，受中板材产量拉动影响，总体产能利用率小幅提高；从各类产品生产情况来看，2018年，公司生产小型材658.69万吨，较上年小幅增长1.73%；公司小型材的产能利用率119.76%。2018年，公司中板材产量为102.68万吨，较上年大幅增加58.43%，产能利用率为68.45%；中型材产量为4.04万吨，较上年减少59.99%，主要系公司减少效益较差的中型材生产，将更多生产资源投放在效益较好的中板材及小型材产品所致。

表5 2017~2018年公司产销量及产能情况

项目		2017年	2018年
中型材	产量（万吨）	10.09	4.04
	产能（万吨）	50.00	50.00
	产能利用率（%）	20.18	8.07
中板材	产量（万吨）	64.81	102.68

小型材	产能（万吨）	150.00	150.00
	产能利用率（%）	43.21	68.45
	产量（万吨）	647.50	658.69
	产能（万吨）	550.00	550.00
	产能利用率（%）	117.73	119.76

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，2018年，公司整体生产成本显著上升，主要系产量提升以及部分原材料价格上涨所致。公司产能结构较上年变化不大，进一步向产品效益较好的中板材和小型材投入生产资源，整体产量有所上升。

（3）产品销售

从销量看，2018年，除中型材销量较上年减少51.90%以外，其余产品的销量均出现不同程度的增长。公司中板材销量增长58.80%至102.68万吨；小型材销量增长2.57%至658.69万吨。从产销率看，2018年，公司生产经营基本符合以销定产的生产理念，各类产品产销率均维持在较高水平。其中，中型材产销率为100.00%，较上年增长16.84个百分点；中板材产销率为100.00%，整体变动不大；小型材产销率为120.57%，较上年大幅增长21.39个百分点。

表6 2017~2018年公司产销量情况

项目		2017年	2018年
中型材	销量（万吨）	8.40	4.04
	产销率（%）	83.25	100.00
	平均单价（元/吨）	3,202.38	3,631.44
中板材	销量（万吨）	64.66	102.68
	产销率（%）	99.77	100.00
	平均单价（元/吨）	3,221.47	3,709.48
小型材	销量（万吨）	642.16	658.69
	产销率（%）	99.18	120.57
	平均单价（元/吨）	3,296.06	3,590.14

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从销售价格来看，2018年，受钢铁行业景气度回升以及西南地区房地产市场行情较好影响，公司各类钢材售价均呈不同幅度的增长。由于地处中国西南地区，外地钢铁企业受到运输成本的限制，进入广西市场的难度较大，广西一直是全国钢铁产品的高价区域。

从客户集中度看，前五名客户销售额221.81亿元，占年度销售总额46.84%；其中前五名客户销售额中关联方销售额197.17亿元，占年度销售总额41.64%，向关联销售占比较高。

总体看，2018年，受钢铁行业回暖影响，公司钢材产品售价较上年均大幅提高；公司执行以销定产的经营思路，除中型材之外其他产品销量有所提高。

3. 关联交易

公司关联交易主要为与柳钢集团之间的钢材贸易往来，以钢坯产品居多；2018年，公司从关联方采购、接受劳务金额为124.36亿元，占营业成本比重为30.68%；向关联方销售、提供劳务金额为218.59亿元，占营业收入比重为46.16%；近两年，公司所发生的关联交易具有具体合同保障交易的执行，交易价格均参考市场价格进行定价。

表7 2017~2018年公司关联交易情况(单位:亿元、%)

项目	采购商品、接受劳务情况表		出售商品、提供劳务情况表	
	金额	占比	金额	占比
2017年	101.54	26.84	197.37	47.49
2018年	124.36	30.68	218.59	46.16

资料来源:公司年报,联合评级整理。

总体看,公司关联交易规模较大,虽然公司关联交易定价公允,但较大规模的关联交易仍对公司独立经营能力构成不利影响。

4. 经营关注

(1) 区域集中及需求下行风险

公司钢铁产品销售区域对广西省依赖度较高,2018年广西省土地出让面积为602.95万平方米,同比下降10.7%,若2019年广西省商品房新开工面积增速出现一定幅度的回落,可能进而对公司钢材产品需求及钢材销售价格产生一定压力。

(2) 原材料价格波动风险

公司开展生产经营所需主要原材料为铁矿石、焦煤等,主要依赖于对外采购;焦煤高位运行,2019年以来铁矿石价格持续上涨,对公司生产成本控制能力提出了一定的挑战,高企的原材料成本对公司营业利润侵蚀较大。

(3) 关联交易规模较大

2018年,公司关联交易规模较大、占比较高,虽然关联交易定价公允,但较大规模的关联交易仍对公司独立经营能力构成一定影响。

5. 未来发展

2019年,公司将坚持“包容创新、超越共享”发展理念,把握时代发展机遇;实施深层次的企业改革改制,进一步激发创新创业动能;积极融入“一带一路”建设,推动高水平的对外开放合作,奋力打造中国钢铁行业高质量发展新标杆。2019年,公司计划生产铁1,130万吨并力争达到1,160万吨、钢产量1,250万吨并力争达到1,280万吨、钢材产量690万吨并力争达到725万吨,实现利润20亿元。

总体看,公司经营思路务实稳健,发展战略清晰,有利于公司实现稳健发展。

六、财务分析

公司提供的2018年财务报表已经中审华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留意见的审计报告;2019年1~3月报表未经审计。公司执行财政部最新发布的会计准则,会计政策连续。从合并范围看,公司2018年度合并范围未发生变化,财务数据可比性强。

截至2018年底,公司合并资产总额249.51亿元,负债合计144.22亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计105.29亿元,全部为归属于母公司的所有者权益。2018年,公司实现营业收入473.51亿元,净利润(含少数股东损益)46.10亿元,全部为归属于母公司所有者的净利润;经营活动产生的现金流量净额56.52亿元,现金及现金等价物净增加额30.67亿元。

截至2019年3月底,公司合并资产总额246.86亿元,负债合计137.70亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计109.16亿元,全部为归属于母公司的所有者权益。2019年1~3月,公司实现营业收入

102.61亿元，净利润（含少数股东损益）5.00亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额14.02亿元，现金及现金等价物净增加额-1.71亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产合计249.51亿元，较年初增长8.13%；其中，流动资产152.33亿元（占61.05%），非流动资产97.18亿元（占38.95%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计152.33亿元，较年初大幅增长18.68%，系货币资金大幅增长；流动资产主要由货币资金（占39.20%）、应收票据（占23.41%）和存货（占34.00%）构成。

截至2018年底，公司货币资金为59.71亿元，较年初增长91.72%，主要系钢材市场持续回暖，产品销售收入同比增加所致；货币资金主要由银行存款（占98.86%）构成。公司应收票据为35.65亿元，较年初减少9.26%，主要系票据期末到期所致，全部为银行承兑汇票。公司存货账面价值为51.80亿元，较年初增长8.60%，主要系原材料库存增加所致；存货由原材料（占91.10%）、在产品（占5.03%）以及库存商品（占3.88%）构成；公司对存货计提跌价准备777.69万元。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计97.18亿元，较年初减少5.09%；非流动资产主要由固定资产（占95.07%）构成。

截至2017年底，公司固定资产账面价值为92.39亿元，较年初减少5.49%，系正常折旧损耗所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占60.99%）和机器设备（占39.01%）构成；公司对固定资产累计计提折旧95.89亿元，固定资产成新率为50.93%，成新率较低。

截至2018年底，公司使用或所有权受到限制的资产合计7.99亿元，占公司资产总额的3.20%，公司资产受限比例较低。

表8 截至2018年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.68	信用证保证金、银行承兑汇票保证金
固定资产	7.31	借款抵押的固定资产
合计	7.99	--

资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至2019年3月底，公司资产合计246.86亿元，较年初减少1.06%，整体变动不大；其中，流动资产151.13亿元（占61.22%），非流动资产95.73亿元（占38.78%），公司资产结构整体变动不大。

总体看，公司资产结构较为平衡，资产使用受到限制的情况较少。公司货币资金较为充裕；公司存货规模大，对资金形成一定的占用；公司固定资产成新率较低。综合看，公司资产流动性较好，质量较好。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2018年底，公司负债规模合计144.22亿元，较年初减少9.15%，系流动负债减少所致；其中流动负债126.41亿元（占87.65%），非流动负债17.82亿元（占12.35%），负债结构以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债合计126.41亿元，较年初减少17.78%，系短期借款和预收账款

下降；流动负债主要由短期借款（占 41.59%）、应付票据（占 8.63%）、应付账款（占 31.64%）、预收款项（占 5.61%）和应交税费（占 5.26%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 52.58 亿元，较年初减少 21.77%，主要系公司偿还部分银行借款所致；短期借款主要由保证借款（占 56.75%）和信用借款（占 39.89%）构成。公司应付票据为 10.91 亿元，较年初减少 54.07%，主要系销售货款回笼中商业汇票的金额较年初大幅增加，可用于对外结算的商业汇票量增加，导致直接签发汇票量减少所致。公司应付账款为 39.99 亿元，较年初增长 22.99%，主要系应付废钢及备件款增加所致；应付账款主要由原燃料采购款（占 87.47%）构成。公司预收款项为 7.09 亿元，较年初减少 36.54%，主要系预收钢材货款减少所致。公司应交税费为 6.65 亿元，较年初增加 30.25%。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 17.82 亿元，较年初大幅增加 2.56 倍，主要系当年新增长期借款所致；非流动负债主要由长期借款（占 95.56%）构成。

截至 2018 年底，公司新增长期借款 17.03 亿元，全部为保证借款，主要为调节债务结构。

截至 2018 年底，公司全部债务为 84.87 亿元，较年初减少 20.03%，主要系公司业绩改善明显，偿还部分债务所致；短期债务为 67.84 亿元（占 79.94%），较年初减少 1.18%；公司长期债务为 17.03 亿元（占 20.06%），较年初大幅增加 3.01 倍，主要新增长期借款所致。2017~2018 年，公司资产负债率分别为 68.80% 和 57.80%；全部债务资本化比率分别为 59.58% 和 44.63%；长期债务资本化比率分别为 5.56% 和 13.92%；公司债务负担显著下降，整体债务负担尚可，且债务期限结构有所优化。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 137.70 亿元，较上年末减少 4.52%；其中，流动负债 119.90 亿元（占 87.08%）、非流动负债 17.80 亿元（占 12.92%）。债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 75.45 亿元，较年初下降 11.10%，主要系持续偿还有债务所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 55.78%、40.87% 以及 13.49%，分别较年初下降 2.02 个百分点、3.76 个百分点以及 0.43 个百分点。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 105.29 亿元，较年初增长 46.25%，系未分配利润大幅增长，全部为归属于母公司所有者权益；其中，归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 24.34%）、资本公积金（占 1.98%）、盈余公积金（占 16.13%）和未分配利润（占 57.53%）构成；未分配利润占比较高，权益稳定性有待改善。2018 年 5 月，公司派发现金红利 12.81 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 109.16 亿元，较年初增长 3.68%，主要系公司未分配利润小幅增长所致，全部为归属于母公司所有者权益。截至 2019 年 3 月底，公司未分配利润为 64.41 亿元，占公司所有者权益比重达 59.00%。

总体看，2018 年，公司负债水平尚可，债务负担持续显著下降，债务期限结构有所优化；所有者权益稳定性有待改善。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 473.51 亿元，较上年增长 13.94%，主要系钢铁行业景气度持续回升，主要钢材产品量价齐升所致。2018 年，公司实现营业利润 53.83 亿元，较上年大幅增长 77.45%；公司实现净利润 46.10 亿元，较上年增长 74.20%。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用总额为 12.19 亿元，较上年增长 114.53%，相关费用均有所增加；期间费用由销售费用（占 4.68%）、管理费用（占 43.02%）、研发支出（占 21.92%）和财务费用（占 30.38%）构成。2018 年，公司销售费用为 0.57 亿元，较上年增长 32.26%；管理费用

为 5.24 亿元，较上年增长 47.96%，主要系职工薪酬及设备维修费大幅增长所致；公司研发费用为 2.67 亿元，较上年增长 4.26 倍，主要系公司增大研发力度所致；公司财务费用为 3.70 亿元，较上年大幅增长 208.99%，主要系 2018 年人民币贬值导致汇兑损失大幅增加所致，其中 2018 年，公司发生汇兑净损失 1.53 亿元（2017 年公司汇兑净收益 2.16 亿元）。2017~2018 年，公司费用收入比分别为 1.37% 和 2.57%，有所增长，汇兑损益对公司费用控制水平影响较大。

从盈利指标来看，2018 年，行业景气度持续提升，公司主要盈利指标均较上年改善明显。公司营业利润率为 13.86%，较上年上升 5.30 个百分点；公司总资本收益率为 25.03%，较上年上升 9.49 个百分点；公司总资产报酬率为 22.43%，较上年上升 8.59 个百分点；公司净资产收益率为 52.01%，较上年上升 7.28 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司取得营业收入 102.61 亿元，同比下降 9.60%，主要系公司产品量价下行所致；公司实现营业利润 4.46 亿元、利润总额 4.51 亿元、净利润 3.84 亿元，分别同比下降 63.77%、63.32% 和 63.32%，下行幅度较大，主要系铁矿石价格大幅上行所致。

总体看，2018 年，得益于钢铁行业景气度持续提升，主要钢材品种量价齐升，公司经营效益大幅提升，各项盈利指标也趋于好转，但是汇率波动对公司费用控制能力影响较大；进入 2019 年，公司经营业绩有所下行。

4. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 336.74 亿元，同比增长 2.20%，主要系销售收入增加所致；公司经营活动现金流出为 280.22 亿元，同比减少 1.11%。综上影响，2018 年，公司经营活动现金净额为 56.52 亿元，较上年增长 22.53%；2018 年，由于公司销售中票据结算占比仍很大，故公司现金收入比率为 70.85%，仍处于较低水平。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 0.59 亿元，同比下降 91.92%。公司投资活动现金流出为 0.75 亿元，同比下降 91.76%，主要系公司生产设备技术改造投入以及对外投资规模下降所致。综上影响，2018 年，公司投资活动现金净额为-0.16 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 90.63 亿元，同比减少 13.39%，主要系公司压减融资力度所致；公司筹资活动现金流出小计为 116.29 亿元，同比减少 11.21%。综上影响，2018 年，公司筹资活动现金净额为-25.66 亿元，公司有息债务规模持续下降。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 14.02 亿元，同比增长 8.50%；公司投资活动现金流净额为-0.10 亿元，较上年同期比净流出有所下降；公司筹资活动现金流净额为-15.63 亿元，主要系公司偿还债务所致。

总体看，2018 年，受行业景气度持续回升影响，公司经营活动现金流充裕，经营活动净现金流持续增长；近年来，公司无大型在建项目导致公司投资活动所需资金需求较低。公司在行业景气度回升的背景下持续降低融资规模。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018 年底，公司流动比率从年初的 0.83 倍上升至 1.21 倍；2018 年底，公司速动比率由年初 0.52 倍提高至 0.80 倍；流动比率和速动比率的提升主要系公司销售收入上升，同时，公司偿还部分短期债务所致。受同样因素影响，2018 年底，公司现金短期债务比由年初 0.69 倍提高至 1.41 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较强。整体看，公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 65.50 亿元，同比大幅增长 52.06%，主要系

利润总额大幅增长所致。EBITDA 构成来看，2018年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占82.23%）、计入财务费用的利息支出（占4.46%）、折旧（占13.27%）以及摊销（占0.04%）构成。受行业景气度回升、公司利润总额大幅增长以及偿债力度加大等因素影响，2018年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的0.41倍提升为0.77倍；公司 EBITDA 利息倍数由上年的11.11倍提升至22.44倍。整体看，公司长期偿债能力指标良好。

截至2018年底，公司获得各银行授信合计285亿元，未使用额度191.66亿元，公司间接融资渠道畅通；公司系上市公司，具备畅通的直接融资渠道。

截至2018年底，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1045020500002520B），截至2019年4月17日，公司已结清信贷中，存在9笔不良/违约/关注类票据贴现业务，3笔不良类贸易融资业务，3笔贷款类业务，但均已结清；公司未结清贷款中，无不良类或关注类贷款。

总体看，2018年，随着钢铁行业景气度持续回升，公司盈利水平大幅提升，偿债能力也得到相应改善，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产达88.99亿元，约为“11柳钢债”剩余本金（4.26亿元）的20.89倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达109.16亿元，约为本期债券剩余本金（4.26亿元）的25.62倍，公司大规模的现金类资产和净资产能够对“11柳钢债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司 EBITDA 为65.50亿元，约为本期债券剩余本金（4.26亿元）的15.38倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入336.74亿元，约为本期债券剩余本金（4.26亿元）的79.05倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为大型钢材冶炼企业，在综合实力、品牌知名度、区域竞争力等方面具有优势，公司对“11柳钢债”的偿还能力很强。

八、债权保护分析

根据柳钢集团为“11柳钢债”向债券的合法持有人出具的《柳州钢铁股份有限公司公司债券担保函》，柳钢集团为“11柳钢债”的按期还本付息提供不可撤销的连带责任保证担保。

1. 集团概况

广西柳州钢铁集团有限公司（下称“柳钢集团”或“集团”）创建于1958年7月，原名柳州钢铁厂。1992年经广西经贸委（桂经字〔1992〕487号）批准组建为广西柳州钢铁（集团）公司。经广西壮族自治区国有资产监督管理委员会批准，柳钢集团依据《公司法》进行公司制改制，由全民所有制企业改制为有限责任公司（国有独资）。柳钢集团是广西壮族自治区直属的大型国有独资企业，属地方骨干钢铁企业，是大型企业集团，是国家512家重点企业之一。柳钢集团整体资产可分为上市部分和非上市部分。集团炼钢和炼铁主业资产大部分已注入柳钢股份。

柳钢集团是集冶金、科研、工程设计、建筑、商贸、环保于一体的国有大型钢铁联合企业，是广西最大的钢铁生产基地。集团规模较大，产品种类比较齐全，产品竞争能力较强。集团以钢铁冶

炼及压延加工为主业，主要产品包括中板材、热轧板卷、中型材、棒材和线材等五大系列上百个规格品种；非钢产业主要包括房地产、化工产品和气体产品的生产和销售。

截至2017年底，柳钢集团合并资产总额433.35亿元，负债合计286.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计146.59亿元，归属于母公司的所有者权益136.36亿元。2017年，柳钢集团实现营业收入683.98亿元，净利润（含少数股东损益）41.72亿元，归属于母公司所有者的净利润40.34亿元；经营活动产生的现金流量净额76.82亿元，现金及现金等价物净增加额26.00亿元。

截至2018年9月底，柳钢集团合并资产总额633.61亿元，负债合计407.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计225.84亿元，归属于母公司的所有者权益202.75亿元。2018年1~9月，柳钢集团实现营业收入653.45亿元，净利润（含少数股东损益）71.51亿元，归属于母公司所有者的净利润62.76亿元；经营活动产生的现金流量净额42.19亿元，现金及现金等价物净增加额30.40亿元。

2. 经营概况

钢铁板块业务集中在柳钢股份和集团本部，其中钢铁产品的生产销售集中在柳钢股份，集团本部保留冷热轧产品生产及经营；2018年柳钢集团新增建造工程业务。

表9 2017年至2018年1~9月柳钢集团营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢铁产品	613.41	89.68	11.57	476.34	72.90	18.45
建造工程	--	--	--	74.50	11.40	5.15
其他业务	70.58	10.32	0.19	177.11	15.70	1.52
合计	683.98	100.00	10.40	653.45	100.00	14.44

资料来源：联合评级根据公开市场资料整理

从收入构成看，2018年1~9月，钢铁类产品在柳钢集团运营中的核心地位突出（占72.90%），但占比有所下降，主要系柳钢集团当年并购十一冶建设集团有限责任公司所致，实现营业收入476.34亿元。柳钢集团新增建造工程业务（占5.15%），实现营业收入74.50亿元。柳钢集团其他业务收入占比有所提高（占15.70%），主要系贸易业务收入大幅增长所致，实现营业收入177.11亿元；柳钢集团其他业务包括贸易物流、能源化工、环保与资源综合利用、医疗卫生与酒店旅游和房地产等业务。

从毛利率水平来看，2018年1~9月，柳钢集团毛利率为14.44%，较上年提高3.85个百分点，主要系钢铁行业景气度回升所致。柳钢集团钢铁产品毛利率为18.45%，较2018年增长了6.88个百分点；建造业务毛利率为5.15%；其他业务毛利率为1.52%，较2018年增长较快但仍处较低水平，对柳钢集团毛利贡献不大。

总体看，进入2018年，柳钢集团新增建造工程业务；主要受到行业景气程度回升影响，柳钢集团综合毛利水平较上年出现一定程度提升。

3. 重大事项

兼并十一冶建设集团有限公司

2017年12月，经广西壮族自治区人民政府同意，柳钢集团与十一冶建设集团有限公司（以下简称“十一冶”）实施战略重组，自治区国资委将其持有的十一冶97.71%股权无偿划转至柳钢集团，十一成为柳钢集团控股子公司；2018年5月办理完毕产权登记变更等相关手续，十一冶正式成为柳钢

集团子公司，纳入柳钢集团合并报表。截至2017年底，十一冶总资产64.74亿元，总负债49.60亿元，全年实现营业收入124.75亿元，实现净利润0.58亿元。截至2018年9月底，总资产114.09亿元，总负债100.42亿元，前三季度实现营业收入110.49万元，实现净利润0.54亿元。

收购广西中金金属科技有限公司

2018年1月17日，柳钢集团与广西中金金属科技有限公司（现更名为广西柳钢中金不锈钢有限公司，简称“中金不锈钢”）原股东签定股权转让协议，收购原中金不锈钢原股东100%股权；于2018年5月签署补充协议以现金对价全额支付原股东股权，交易对价为15.81亿元，2018年5月11日，除中港集团深圳有限公司（以下简称“中港集团”）以外的其他中金不锈钢股东已将股权转让给柳钢集团，柳钢集团持有其95.28%股权，成为中金不锈钢控股股东，并纳入合并报表；柳钢集团作为中港集团持有中金不锈钢唯一受让方，后续会进行股权交割。中金不锈钢主营业务为不锈钢板的生产与销售，截至2017年末，中金不锈钢总资产16.34亿元，总负债9.00亿元，全年实现营业收入32.77亿元，净利润2.26亿元；截至2018年9月底，总资产19.10亿元，总负债10.62亿元，前三季度实现营业收入26.84亿元，净利润1.12亿元。截至2018年9月末，中金不锈钢镍铁产能50万吨，炼钢产能120万吨，热轧产能120万吨，不锈钢冷轧产能30万吨，退火酸洗产能60万吨。

重组广西钢铁集团有限公司

2018年7月19日，柳钢集团收到自治区国资委《关于柳钢集团完成重组广西钢铁集团有限公司（以下简称“广西钢铁”）的通知》，同意柳钢集团增资扩股广西钢铁集团有限公司（以下简称“广西钢铁”）；柳钢集团与武汉钢铁集团有限公司（以下简称“武钢集团”）达成无偿转让协议，待国务院国资委批准审核后武钢集团将通过无偿划转方式将其持有的广钢集团全部股权划转至柳钢集团；2018年7月19日完成了对广西钢铁的股权变更，柳钢集团持有广西钢铁84.14%股权，广西钢铁日常管理和项目推进由武钢集团和柳钢集团共同成立的联合工作组负责，并逐步过渡到主要由柳钢集团进行主导；由于广西钢铁各项财务和业务资料尚未交接完成，柳钢集团未将广西钢铁纳入9月末的合并财务报表。

广西钢铁集团有限公司是淘汰广西地区和武钢集团1,070万吨基础上在广西沿海城市防城港建立新的钢铁基地。防城港钢铁项目采用长流程生产工艺，建设规模为919万吨/年钢材，主要钢材产品产能如下：

表10 防城港钢铁项目重要产品设计产能（单位：万吨/年）

品种	产能
棒材	360.00
高速线材	180.00
热轧带钢	169.00
冷轧带钢	90.00
冷硬卷	35.00
镀锌券	85.00
合计	919.00

资料来源：联合评级根据公开资料整理

防城港项目在武钢集团管理的时期已由武钢集团投入约82亿元，已建设包括冷轧、20万吨码头、5万吨码头等4个码头、部分道路和排水等设施等。2018年9月后，防城港项目可行性研究设计在已建设项目基础上重新调整制定，工程投资估算不包括前期武钢集团已投入资金；其中新建工程静态投

资估算为318.71亿元，铺底流动资金12.89亿元，建设期利息9.70亿元，上述新建工程总投资共计341.30亿元；项目计划申请银团贷款205.00亿元，占总投资金额的60%，剩余资金181.30亿元由柳钢集团现金出资投入。根据建设项目进度计划，资金投入在未来3年投资进度如下：

表11 项目投资进度计划（单位：亿元）

项目	2019年上半 年及以前	2019年下 半年	2020年上 半年	2020年下 半年	2021年上 半年	合计
新建建设投资	63.74	127.49	127.49	--	--	318.72
建设期利息	0.39	3.11	6.21	--	--	9.71
流动资金	1.93	2.76	--	6.81	1.37	12.87
合计	66.06	133.36	133.7	6.81	1.37	341.30

资料来源：柳钢集团提供

总体看，集团整合区域内钢铁产能得到实质性进展，防城港项目的持续推进将进一步提升柳钢集团区域内的市场地位，增强柳钢集团资产实力，为柳钢集团未来扩大广东区域市场份额奠定了良好的基础；但是防城港项目投资规模大，项目建设使得集团未来两年资本性支出快速增加，将给集团带来较大的资金压力。

4. 财务分析

柳钢集团提供的2017年财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；2018年三季度报未经审计。

截至2017年底，柳钢集团合并资产总额433.35亿元，负债合计286.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计146.59亿元，归属于母公司的所有者权益136.36亿元。2017年，柳钢集团实现营业收入683.98亿元，净利润（含少数股东损益）41.72亿元，归属于母公司所有者的净利润40.34亿元；经营活动产生的现金流量净额76.82亿元，现金及现金等价物净增加额26.00亿元。

截至2018年9月底，柳钢集团合并资产总额633.61亿元，负债合计407.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计225.84亿元，归属于母公司的所有者权益202.75亿元。2018年1~9月，柳钢集团实现营业收入653.45亿元，净利润（含少数股东损益）71.51亿元，归属于母公司所有者的净利润62.76亿元；经营活动产生的现金流量净额42.19亿元，现金及现金等价物净增加额30.40亿元。

（1）资产质量

截至2018年9月底，柳钢集团资产合计633.61亿元，较年初增长46.21%，主要系合并十一冶和中金不锈钢所致；其中流动资产398.86亿元（占62.95%），非流动资产234.75亿元（占37.05%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至2018年9月底，柳钢集团流动资产合计398.86亿元，较年初大幅增长76.50%，主要系货币资金与应收票据增长所致；流动资产主要由货币资金（占27.93%）、应收票据（占20.96%）、应收账款（占8.75%）、预付账款（占9.01%）和存货（占26.53%）构成。截至2018年9月底，柳钢集团货币资金为111.41亿元，较年初大幅增长93.21%，主要系合并十一冶和中金不锈钢，特别是十一冶货币资金余额规模较大所致；柳钢集团货币资金主要由银行存款（占91.27%）构成。柳钢集团应收票据账面价值为83.60亿元，较年初大幅增长39.15%，主要系2018年市场持续向好，销售增加，同时柳钢集团进一步增加以承兑汇票作为结算方式的比例所致。柳钢集团应收账款账面价值为34.90亿元，较年初大幅增长6.07倍，主要系合并十一冶所致，十一冶是建筑施工企业，建筑施工企业普遍

期末应收账款期末余额较大。柳钢集团预付账款为35.94亿元，较年初大幅增长2.81倍，主要系合并建筑公司十一冶所致，十一冶是建筑施工企业，原材料采购多采用预付款的形式。柳钢集团存货为105.83亿元，较年初大幅增加33.63%，主要系合并十一冶和中金不锈钢所致；柳钢集团存货主要由原材料（占35.48%）、自制半成品及在产品（占28.64%）、工程施工（占16.28%）和库存商品（占10.83%）构成；钢铁、煤炭等价格波动性较大，柳钢集团面临一定存货跌价减值风险。

非流动资产

截至2018年9月底，柳钢集团非流动资产合计234.75亿元，较年初增加13.20%，主要系在建工程和商誉增加所致；非流动资产主要由固定资产（占76.51%）和在建工程（占6.85%）构成。柳钢集团固定资产账面价值为179.61亿元，较年初增加2.16%，主要系中金不锈钢纳入合并范围所致；柳钢集团固定资产主要由土地资产（占6.01%）、房屋及建筑物（占54.23%）和机器设备（占39.31%）构成；柳钢集团对固定资产累计计提折旧151.67亿元，固定资产成新率为54.22%。柳钢集团在建工程为16.08亿元，较年初大幅增长55.22%，主要系柳钢集团各项技改项目投资增加以及合并中金不锈钢所致。

总体看，2018年1~9月，受合并十一冶和中金不锈钢影响，集团资产规模增幅较大，资产构成以流动资产为主；集团货币资金较为充裕，但较大规模的存货仍对集团的资金构成一定占用，且存在一定跌价风险；集团固定资产成新率一般，在建工程以技改工程为主；集团资产质量整体一般。

（2）负债及所有者权益

负债

截至2018年9月底，柳钢集团负债规模合计407.77亿元，较年初大幅增加42.19%，主要系十一冶和中金不锈钢纳入合并范围所致；其中流动负债334.71亿元（占82.08%），非流动负债73.05亿元（占17.92%），负债结构以流动负债为主。

截至2018年9月底，柳钢集团流动负债合计334.71亿元，较年初大幅增加24.22%，主要系预收账款及应付账款增长所致；流动负债主要由短期借款（占37.32%）、应付票据（占12.00%）、应付账款（占22.39%）和预收款项（占16.17%）构成。截至2018年9月底，柳钢集团短期借款为124.91亿元，较年初增加5.96%，主要系合并十一冶所致。柳钢集团应付票据为40.17亿元，较年初减少10.77%，主要系柳钢集团在付款方式的谈判中占据更有利地位，以承兑汇票方式支付的账款比例减少，更多的采购账款在应付账款中体现所致。柳钢集团应付账款为74.93亿元，较年初大幅增加88.10%。柳钢集团预收款项为54.11亿元，较年初大幅增长44.23%，主要系合并十一冶所致。

截至2018年9月底，柳钢集团非流动负债合计73.05亿元，较年初大幅增加3.22倍，主要系长期借款与长期应付款增加所致；非流动负债主要由长期借款（占60.40%）、长期应付款（占33.46%）和递延收益（占5.78%）构成。截至2018年9月底，柳钢集团长期借款为44.12亿元，较年初大幅增长508.23倍，主要原因是柳钢集团为了改善借款结构，增加部分2~3年期限的中长期流动资金贷款，以及合并十一冶和中金不锈钢，两个子公司均有一定规模的长期借款。柳钢集团长期应付款为24.44亿元，较年初大幅增长1.44倍，主要系合并十一冶和中金不锈钢所致。柳钢集团递延收益为4.23亿元，较年初增长25.21倍，主要系政府补助增加以及十一冶和中金不锈钢纳入合并报表所致。

截至2018年9月底，集团全部债务为220.16亿元，较年初增加17.01%；其中，短期债务为176.04亿元（占79.96%），较年初小幅增加2.22亿元；长期债务为29.78亿元（占20.04%），较年初增加44.12亿元，主要系长期借款和长期应付款增加所致。截至2018年9月底，集团资产负债率为64.36%，较年初减少1.82个百分点；集团全部债务资本化比率为49.36%，较年初减少6.85个百分点；集团长期债务资本化比率为16.34%，较年初增加7.43个百分点。

所有者权益

截至2018年9月底，柳钢集团所有者权益合计225.84亿元，较年初大幅增长54.07%，主要系未分配利润增长所致，其中归属于母公司的所有者权益占89.77%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占10.95%）、资本公积金（占7.00%）、盈余公积金（占6.17%）以及未分配利润（占74.37%）构成；未分配利润占比高，权益稳定性较低。

总体看，2018年，受合并十一冶和中金不锈钢影响，集团负债规模有所提高，有息债务规模亦有所提高；受行业持续回暖影响，集团整体经营情况改善，集团债务负担有所减轻，但柳钢集团短期债务负担仍属较重。受业绩大幅增长带动以及合并十一冶和中金不锈钢影响，柳钢集团所有者权益大幅增长，资本实力明显增强，但权益稳定性尚待改善。

（3）盈利能力

2018年1~9月，柳钢集团取得营业收入653.45亿元，较上年同期增长31.00%，主要系前三季度钢铁行情继续向好所致。2018年1~9月，柳钢集团实现净利润71.51亿元，较上年同期大幅增长3.17倍，主要系钢铁产能利用率基本进入合理区间、钢价上涨至较高水平、钢企盈利水平持续改善以及投资收益大幅增加所致；实现归属于母公司所有者的净利润62.76亿元，较上年同期大幅增长2.69倍。

从期间费用来看，2018年1~9月，柳钢集团期间费用为20.24亿元，较上年同期大幅增长77.49%，三费均有所提高。具体看，2018年1~9月，柳钢集团销售费用为1.63亿元，较上年同期增长16.89%，主要系公司增强销售力度以及合并十一冶及中金不锈钢所致；管理费用为10.96亿元，较上年同期增长52.42%，主要系合并十一冶和中金不锈钢所致；财务费用为7.65亿元，较上年同期大幅增长1.71倍，主要系2018年人民币贬值导致汇兑损失增加所致。2018年1~9月，柳钢集团费用收入比为3.10%，较上年同期增长0.81个百分点。

从盈利指标来看，2018年1~9月，柳钢集团营业利润率为13.94%，较上年同期增长7.09个百分点，主要系钢材价格回升以及产品销量增长所致。

总体看，2018年1~9月，国内高铁行业景气度持续回升，柳钢集团盈利水平有所提升。

（4）现金流

从经营活动来看，2018年1~9月，柳钢集团经营活动现金流入规模为738.39亿元，较上年同期增长26.57%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。柳钢集团经营活动现金流出规模为696.20亿元，较上年同期大幅增长30.76%，主要系合并十一冶所致。柳钢集团经营活动现金净额为42.19亿元，较上年同期减少17.22%，十一冶公司为建筑行业，其行业结算的特殊性使得收回工程款滞后于支出的工程成本，且一般工程款在四季度结算比例较大，因此体现为前三季度经营性现金流入偏小；柳钢集团现金收入比率为111.79%，收入实现质量高。

从投资活动来看，2018年1~9月，柳钢集团投资活动现金流入规模为15.96亿元，较上年同期增长92.64%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额增长所致。柳钢集团投资活动现金流出规模为27.90亿元，较上年同期增长97.84%，主要系收购中金不锈钢支出的股权对价以及构建固定资产支出增长所致。综上影响，2018年1~9月，柳钢集团投资活动现金净额为-11.94亿元，净流出规模较上年同期大幅增长1.05倍。

从筹资活动来看，2018年1~9月，柳钢集团筹资活动现金流入规模为190.38亿元，较上年同期增长13.10%，主要系合并口径增加十一冶和中金不锈钢所致。柳钢集团筹资活动现金流出规模为190.24亿元，较上年小幅增长1.49%。综上影响，2018年1~9月，柳钢集团筹资活动现金净流净额为0.14亿元。

总体看，2018年1~9月，受合并十一冶影响，柳钢集团经营活动现金流净额较上年同期有所下降，

柳钢集团收购中金不锈钢以及进行设备技改导致投资活动净现金流出规模有所增大，筹资活动现金流相对变化不大。

（5）偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2018年9月，柳钢集团流动比率和速动比率分别为1.19倍和0.88倍，较上年分均提高较大。柳钢集团现金短期债务比较年初0.68倍提高至1.11倍，。整体看，柳钢集团短期偿债能力得到持续显著改善，处于较强水平。

从长期偿债能力指标来看，2017年，柳钢集团 EBITDA 为68.15亿元，较上年增长1.66倍，主要系利润总额增长所致；EBITDA 主要由利润总额（占68.65%）、计入财务费用的利息支出（占9.72%）和折旧（占21.32%）构成。柳钢集团 EBITDA 全部债务比较上年0.12倍提高为0.36倍，。柳钢集团 EBITDA 利息倍数较上年3.45倍提高至9.45倍，；柳钢集团 EBITDA 对其债务和利息的保障倍数大幅提升，长期偿债能力亦得到较大改善。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1045020500000680B），截至2019年4月17日，公司已结清信贷中，存在2笔关注类贷款，1笔不良/违约类票据贴现业务，4笔关注类票据贴现类业务，但均已结清；公司未结清贷款中，无不良类或关注类贷款。

总体看，柳钢集团长短期偿债能力明显改善，整体偿债能力很强。

（6）担保效果评价

以2018年9月底财务数据测算，“11柳钢债”剩余本金合计（4.26亿元）占担保方柳钢集团资产总额的0.67%、所有者权益总额的1.89%。2018年1~9月，柳钢集团经营活动现金流入量为“11柳钢债”剩余本金合计（4.26亿元）的173.33倍。

综合来看，2018年，行业景气度持续回升，柳钢集团经营效益良好，柳钢集团整合区域钢铁产能得到实质性进展，资产实力大幅提高，柳钢集团对公司债券担保能力良好，该担保对“11柳钢债”的信用状况仍有一定积极影响。

九、综合评价

公司是广西壮族自治区国有控股大型钢铁企业，其主要钢材产品为小型材、中板材和中型材。跟踪期内，公司经营业绩持续提升、经营性现金流充沛、债务负担有较大程度下降、偿债能力显著提高。同时，联合评级也关注到在今后一段时间内，钢材价格继续保持高位难以为续，上游原材料价格面临回升的压力，以及公司关联交易规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，受益于钢铁行业产能过剩局面的缓解以及公司区域龙头地位优势，其盈利能力和经营性净现金流均显著改善；公司经营稳健，无重大资本支出，在经营效益显著回升下持续偿还有息债务，债务负担大幅下降，短债压力大幅缓解，偿债能力显著提高。

跟踪期内，同样受益于供给侧结构性改革与钢铁行业景气程度显著提升，“11柳钢债”担保方柳钢集团经营效益显著改善，资本实力显著增强；其整合防城港沿海钢铁基地得到实质性进展，可进一步巩固柳钢集团在广西省行业龙头地位，为未来扩大两广地区业务奠定坚实基础，柳钢集团所提供的担保对“11柳钢债”的信用状况仍具一定积极影响。

综上，联合评级上调公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“11柳钢债”的债项信用等级为“AA+”。

附件1 柳州钢铁股份有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年1~3月
资产总额(亿元)	230.74	249.51	246.86
所有者权益(亿元)	71.99	105.29	109.16
短期债务(亿元)	101.88	67.84	58.42
长期债务(亿元)	4.24	17.03	17.03
全部债务(亿元)	106.12	84.87	75.45
营业收入(亿元)	415.57	473.51	102.61
净利润(亿元)	26.46	46.10	5.00
EBITDA(亿元)	43.07	65.50	--
经营性净现金流(亿元)	46.13	56.52	14.02
应收账款周转次数(次)	183.40	200.59	--
存货周转次数(次)	7.51	8.14	--
总资产周转次数(次)	1.89	1.97	--
现金收入比率(%)	77.93	70.85	0.65
总资本收益率(%)	17.78	26.62	--
总资产报酬率(%)	15.57	23.65	--
净资产收益率(%)	44.72	52.01	4.67
营业利润率(%)	8.56	13.86	6.53
费用收入比(%)	1.37	2.57	1.07
资产负债率(%)	68.80	57.80	55.78
全部债务资本化比率(%)	59.58	44.63	40.87
长期债务资本化比率(%)	5.56	13.92	13.49
EBITDA利息倍数(倍)	11.11	22.44	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.41	0.77	--
流动比率(倍)	0.83	1.21	1.26
速动比率(倍)	0.52	0.80	0.81
现金短期债务比(倍)	0.69	1.41	1.52
经营现金流动负债比率(%)	30.00	44.71	11.69
EBITDA/待偿本金合计(倍)	10.11	15.37	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、2019年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件2 广西柳州钢铁集团有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年9月
资产总额(亿元)	433.35	633.61
所有者权益(亿元)	146.59	225.84
短期债务(亿元)	173.82	176.04
长期债务(亿元)	14.35	44.12
全部债务(亿元)	188.16	220.16
营业收入(亿元)	683.98	653.45
净利润(亿元)	41.72	71.51
EBITDA(亿元)	68.15	--
经营性净现金流(亿元)	76.82	42.19
应收账款周转次数(次)	42.11	--
存货周转次数(次)	7.55	--
总资产周转次数(次)	1.63	--
现金收入比率(%)	116.57	111.79
总资本收益率(%)	14.77	--
总资产报酬率(%)	12.75	--
净资产收益率(%)	33.09	--
营业利润率(%)	9.88	13.94
费用收入比(%)	2.21	3.10
资产负债率(%)	66.17	64.36
全部债务资本化比率(%)	56.21	49.36
长期债务资本化比率(%)	8.91	16.34
EBITDA利息倍数(倍)	9.45	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.36	--
流动比率(倍)	0.84	1.19
速动比率(倍)	0.54	0.88
现金短期债务比(倍)	0.68	1.11
经营现金流动负债比率(%)	28.51	12.60

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、2018年三季度财务数据未经审计、相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转率	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转率	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+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
 长期债务=长期借款+应付债券
 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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。