

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 2271 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持唐山国丰钢铁有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望调整为负面，维持“11国丰MTN1” AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月三十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

唐山国丰钢铁有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 负面
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 国丰 MTN1	15 亿元	2011/4/21-2016/4/21	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 12 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	48.66	50.56	72.18	35.02
资产总额(亿元)	219.94	217.95	248.29	176.02
所有者权益合计(亿元)	90.42	85.56	94.24	84.55
长期债务(亿元)	56.43	48.91	16.91	24.06
全部债务(亿元)	69.47	69.62	84.50	46.47
营业收入(亿元)	264.01	257.74	239.08	134.09
利润总额(亿元)	1.15	2.35	5.45	-8.15
EBITDA(亿元)	16.39	15.91	22.36	--
经营性净现金流(亿元)	2.46	19.08	31.63	-10.38
营业利润率(%)	3.15	3.99	6.82	-1.30
净资产收益率(%)	0.66	1.92	3.91	--
资产负债率(%)	58.89	60.74	62.04	51.96
全部债务资本化比率(%)	43.45	44.86	47.28	35.47
流动比率(%)	176.24	158.22	102.53	98.78
全部债务/EBITDA(倍)	4.24	4.38	3.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.28	4.44	5.17	--
经营现金流流动负债比(%)	3.74	25.08	24.30	--

注: 2015 年三季度财务数据未经审计; 现金类资产中受限制资金部分已剔除。

分析师

盛东巍 刘文彬
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

唐山国丰钢铁有限公司(以下简称“公司”)是一家集烧结、炼铁、炼钢、轧钢于一体的大型钢铁联合企业,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其生产规模、技术水平、区位优势 and 股东支持等方面具备优势。同时,联合资信也关注到钢铁行业景气度低迷、公司整体盈利能力较弱、2015 年前三季度严重亏损等因素对公司经营和偿债能力造成的不利影响。

跟踪期内,下游用钢领域对钢材需求持续减弱,钢材价格快速下跌,对公司盈利能力及利润水平造成较大影响,公司营业利润率及利润总额均为负值;与此同时,公司通过加强对债务水平的控制,使自身债务负担有所下降。中国宏观经济逐步进入慢增长的新常态,钢材下游市场需求度短期内难有复苏表现,加之进口铁矿石价格跌幅趋缓,公司钢铁主业的经营压力较大。

公司发行的“11国丰MTN1”由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债公司”)提供担保,使“11国丰MTN1”本息偿付的安全性得以进一步提升。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望调整为负面,维持“11国丰MTN1”AAA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,公司继续保持其在产业链延伸、产能规模、技术设备及区域位置等方面所具备的优势。
2. 跟踪期内,公司债务负担有所下降,债务结构有所改善。
3. 中债公司对“11国丰MTN1”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,有效提升了其偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，钢铁行业形势更加严峻，2015 年前三季度公司严重亏损，经营压力较大。
2. 公司期间费用偏高，对利润形成一定侵蚀，期间费用控制能力有待加强。
3. 公司股东中国港中旅集团公司拟转让其持有的公司全部股权，目前尚在筹划当中。联合资信将持续关注该事项对公司经营及发展可能带来的影响。
4. 公司应少数股东请求每年进行分红，且金额较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与唐山国丰钢铁有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与唐山国丰钢铁有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因唐山国丰钢铁有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由唐山国丰钢铁有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“11 国丰 MTN1”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于唐山国丰钢铁有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

唐山国丰钢铁有限公司（以下简称“公司”或“唐山国丰”）是于 1993 年由唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司和香港中旅（集团）有限公司（以下简称“港中旅公司”，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会）组建。2004 年，公司吸收合并了唐山银丰钢铁有限公司（以下简称“银丰钢铁”）、唐山银丰烧结有限公司（以下简称“银丰烧结”）以及唐山新丰钢铁有限公司（以下简称“新丰钢铁”），合并后公司注册资本为 15926.52 万美元，其中港中旅公司持有 51% 股份，唐山渤海工业（集团）公司持有 21.6756% 股份，唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司（以下简称“丰南经济发展公司”）持有公司 18.9699% 股份，建豪发展有限公司（以下简称“建豪发展”）持有 8.3545% 股份。

2004 年 4 月 15 日，建豪发展与丰南经济发展公司、唐山渤海工业（集团）公司签署股权购买协议，建豪发展出资购买上述两家企业持有公司合计 40.6455% 股权；同日，港中旅公司将持有公司 51% 股权转让给香港中旅钢铁有限公司（为港中旅公司全资子公司，以下简称“港中旅钢铁”），上述转让协议于 2004 年 9 月 21 日经商务部批准。

2014 年 6 月，公司股东港中旅钢铁和建豪发展合计对公司增资 15 亿元人民币（折合 24377.96 万美元），公司注册资本增加至 40316.76 万美元；此次增资后，港中旅钢铁和建豪发展对公司的股权比例分别为 58.49% 和 41.51%。截至 2015 年 6 月底，公司注册资本 40316.76 万美元，其中港中旅钢铁持有公司 58.49% 股权，建豪发展持有公司 41.51% 股权

（详见附件 1），国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

公司经营范围：生产和销售烧结矿、生铁、钢锭、钢材（普通钢、特种钢、低合金材质钢材）、热轧卷板、镀锌板、彩涂板等。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 248.29 亿元，所有者权益合计为 94.24 亿元（其中少数股东权益 2.76 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 239.08 亿元，利润总额 5.45 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额为 176.02 亿元，所有者权益合计为 84.55 亿元（其中少数股东权益 1.87 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 134.09 亿元，利润总额 -8.15 亿元。

公司注册地址：河北省唐山市丰南区青年路 193 号；法定代表人：张震。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，

进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关

键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司主营收入来自钢铁业务板块，钢铁行业的整体运行环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

1. 行业概况

钢铁是铁与碳、硅、锰、磷、硫以及少量的其他元素所组成的合金。其中除铁外，碳的含量对钢铁的机械性能起着主要作用，故统称为铁碳合金。

钢铁行业是以从事黑色金属矿物采选和黑色金属冶炼加工等工业生产活动为主的工业行业，包括金属铁、铬、锰等的矿物采选业、炼铁业、炼钢业、钢加工业、铁合金冶炼业、钢丝及其制品业等细分行业，是国家重要的原材料工业之一，在经济发展中具有重要地位。

中国是钢铁生产和消费大国，粗钢产量连续多年位居世界第一。钢铁工业是国民经济的重要基础产业，是国家经济水平和综合国力的重要标志，钢铁发展直接影响着与其相关的国防工业及建筑、机械、造船、汽车、家电等行业。中国钢铁工业不仅为中国国民经济的快速发展做出了重大贡献，也为世界经济的繁荣和世界钢铁工业的发展起到积极的促进作用；但这种快速发展同时也给钢铁工业留下了很多潜在的问题，如技术水平较低、组织结构不合理等。

钢铁行业是典型的周期性行业，是技术、资金、资源、能源密集型行业，它的发展不仅与宏观经济的发展速度息息相关，而且在整个国民经济发展过程中占有极其重要的地位。2012~2014 年，中国宏观经济增速已连续三年放缓，全国固定资产投资规模增速减缓，带来终

端需求不断减弱,钢材价格持续下滑,钢铁行业进入周期性低谷。2015年以来,国内经济增长步伐较上年进一步放缓,钢材下游需求持续萎靡,钢材价格继续探底,行业景气度持续低迷。2015年1~9月,中国粗钢产量6.09亿吨,同比下降2.10%,是近二十年来首次出现负增长。

(1) 上游原材料

从原材料情况看,钢铁生产主要原燃料包括铁矿石、焦炭等。

①铁矿石

铁矿石费用占炼铁成本的比重较高,铁矿石价格的波动,将直接影响钢材的生产成本。

在中国铁矿石的主要来源构成中,国内矿和进口矿占比大致各占一半左右,其中澳洲、印度和巴西是中国铁矿石进口的主要地区。

国内铁矿石

中国铁矿主要分布在东北(主要分布在鞍山矿区)、华北(主要分布在河北宣化、迁安和邯郸、邢台地区)、中南(主要分布在湖北大冶矿区)、华东(主要分布在安徽省芜湖至南京一带)以及西南、西北地区各省。中国铁矿资源有两个特点,一是贫矿多,贫矿初储量约占总储量的80.00%;二是多元素共生的复合矿石较多,矿体复杂。

据中国国土资源部最新统计,中国已探明铁矿石储藏量约为593.90亿吨,含铁量在30.00%~35.00%,其中约415亿吨矿石为磁铁矿。

据中国钢铁工业协会统计,2011年中国铁矿石原矿产量为13.27亿吨,同比增长23.83%,2012年,受国内房地产、基建投资增速大幅回落及欧债危机深化导致钢铁内外需求量下滑影响,中国铁矿石产量同比增速大幅下降与2011年产量基本持平。2013年中国铁矿石原矿产量为14.36亿吨,同比增长8.12%,产量增长速度有所反弹。2014年,受国内房地产、基建投资增速大幅下滑影响,中国铁矿石产量同比增速大幅下降,2014年铁矿石原矿产量14.98亿吨,同比增长4.32%,增长率同比下降3.80个百分点。

点。

图1 中国铁矿石产量及增长率(单位:万吨、%)



资料来源: Wind 资讯

进口铁矿石

中国钢铁产能巨大,受制于国内铁矿资源品质、开采难度和产能供应,中国对铁矿石资源的外需程度高。2013年,中国进口铁矿石8.20亿吨,同比增长10.03%;2014年,进口铁矿石9.33亿吨,同比增长13.69%,增速逐年提升。2014年,中国铁矿石对外依存度提高9.7个百分点至78.5%,考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变,预计未来,中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

图2 中国铁矿石进口量及增长率



资料来源: Wind 资讯

铁矿石价格

铁矿石价格方面,2012~2013年虽然中国宏观经济增速已出现减缓趋势,但国内钢铁企业对铁矿石的需求仍保持快速增长,在此期间国内外铁矿石价格受世界范围内供需变化等因

素影响，整体呈现剧烈波动，波动区间在 500 元/吨的范围内，进口与国内铁矿石价格在 2013 年底仍保持 1000 元/吨和 900 元/吨的高位。而进入 2014 年之后，受国际四大矿企铁矿石供应量不断提升以及国内外钢铁行业景气度持续走弱的影响，国内外铁矿石价格呈现滑梯式下跌形态，其中进口铁矿石价格全年下跌幅度高达 43.12%。直到 2015 年 4 月，由于铁矿石价格已接近国际四大矿企成本线，四大矿企铁矿石产量增速相应出现一定下滑，进口铁矿石价格下跌幅度转而进入慢行通道。以 62%品位的铁矿石含税价为例，2011 年 11 月 25 日国产铁矿石价格为 1008.73 元/吨，进口铁矿石价格为 1014.76 元/吨；2015 年 11 月 26 日，国产铁矿石价格为 485.99 元/吨，进口铁矿石价格为 361.73 元/吨，分别较四年前下降 51.82%和 64.35%。从目前国际铁矿石市场环境来看，国际四大矿企仍坚持扩大铁矿石供应量，预计 2016 年进口铁矿石价格或跌至 300 元/吨下方。

图 3 近年国内外铁矿石价格走势



资料来源：Wind 资讯

从国内外铁矿石价格表现上看，2014 年以前国产铁矿石价格长期低于进口铁矿石价格，但随着进口铁矿石供大于求的市场环境逐步显现，加之国内矿山普遍开采难度较大，矿石品位有限导致开采成本较高，2014 年以来国内外铁矿石价格出现倒挂，且两者价差存在不断扩大的趋势。目前，国内铁矿石采矿企业受进口铁矿石价格低廉的影响，多数企业经营亏损甚至停产。对于下游钢铁企业，近年国内外铁矿石市场低迷环境有效减轻了企业生产成本，但对于在国内拥有铁矿石资源、铁矿石自给率高

的钢铁企业，已经不能再将其当作经营优势来看待。

②焦炭

焦炭行业作为煤炭加工转化的重要环节，其中约 80%左右的焦炭用于炼铁，20%用于有色金属冶炼、化工等行业。焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料，其产量的增幅变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。

图 4 近年华北地区焦炭价格走势



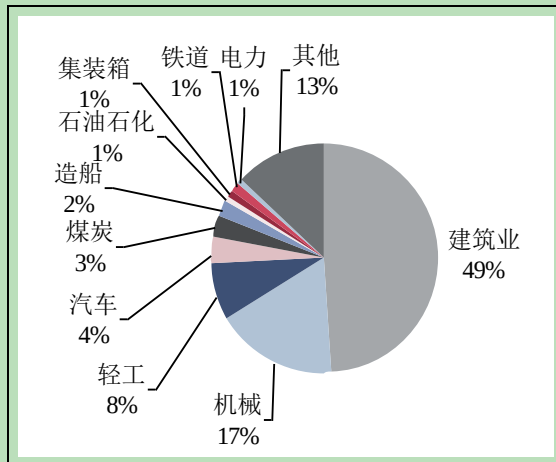
资料来源：Wind 资讯

价格方面，焦炭价格波动较大，但总体呈下降趋势，以华北地区焦炭价格为例，其市场价从 2012 年初的 1900 元/吨的水平下降至 2014 年底的 1050 元/吨。进入 2015 年，焦炭价格保持下降趋势，2015 年 10 月底月价格 768.75 元/吨，同比下降 27.13%。

（2）下游需求

从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业，其他重要的行业包括煤炭、造船、石油石化、集装箱和铁道等；中国建筑用钢中，城镇住宅约占 35%，城镇非住宅（城市建设、商业地产）及其他建筑工程（铁路公路桥梁、工业设施、水电建设）分别占到建筑用钢的 41%和 21%。

图5 钢材主要消费行业

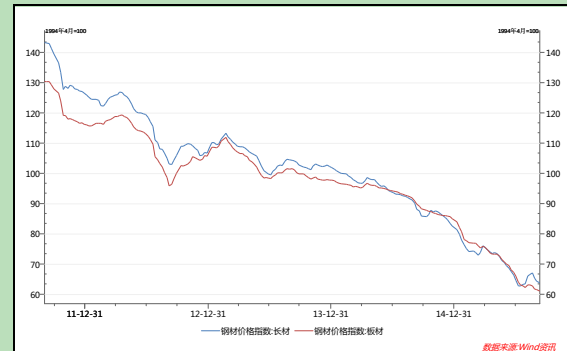


资料来源：中国钢铁工业协会

建筑行业与固定资产投资密切相关，2011年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2014年全年全社会建筑业增加值 44725 亿元，比上年增长 8.9%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6913 亿元，增长 13.7%，其中国有及国有控股企业 1639 亿元，增长 11.7%。

2012 年以来，由于受外围经济持续疲软，全国固定资产投资增速持续放缓。2014 年全年全社会固定资产投资 512761 亿元，比上年增长 15.3%，扣除价格因素，实际增长 14.7%，增速较 2013 年下降 4.2 个百分点。而 2015 年前三季度，全国固定资产投资累计增长 10.30%，较 2014 年全年水平下降 5 个百分点，降幅有扩大趋势。全国固定资产投资增速下滑受多重因素影响，但其中房地产开发及制造业投资减缓对其影响最大。

图6 近年长材和板材价格指数走势



资料来源：Wind资讯

钢材价格方面，2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从 2012 年四季度初呈现短期反弹迹象，但受制于市场供大于求的现状，钢材价格在波动中不断下滑。2015 年以来，受中国经济增速进一步减缓、下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降等因素影响，国内主流钢材价格均呈快速下滑态势，前三季度钢材价格平均下跌 20%~30% 的幅度。中国经济逐步进入慢增长的新常态，钢铁行业供需矛盾在短期内难以改善，钢铁企业面临的经营压力增大，行业竞争加剧。

（3）行业竞争格局

从中国钢铁竞争格局看，截至2014年底，中国拥有超过500家国营及民营钢铁企业，其中约有200家民营钢铁企业产能不足100万吨，而河北钢铁、宝钢集团、武钢集团、沙钢集团和鞍钢集团这样的大型钢铁企业（产能超过2000万吨）则位居全球钢铁企业前10强（以产能排序）。尽管中国钢铁企业数目众多，并且在国际钢铁行业赢得了一定的地位，但从平均规模看，还是和国际平均规模有一定差距；而且，国内钢铁企业彼此之间在产量规模上也存在着较为悬殊的差距。

表 1 2014 年中国钢铁企业粗钢产量排名（万吨、%）

排名	名称	粗钢产量	增长率
1	河北钢铁集团	4709	2.76
2	宝钢集团有限公司	4335	6.25
3	武汉钢铁(集团)公司	3305	-15.92
4	江苏沙钢集团	3533	0.72
5	鞍钢集团公司	3435	1.96
6	首钢集团	3078	-2.37
7	山东钢铁集团有限公司	2334	2.38
8	马钢(集团)控股有限公司	1890	0.99
9	渤海钢铁集团	1849	-4.34
10	本钢集团有限公司	1626	-3.36
11	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1538	2.63
13	北京建龙重工集团有限公司	1526	6.72
12	河北新武安钢铁集团	1367	-7.71
14	方大钢铁集团有限公司	1364	3.64
15	日照钢铁控股集团有限公司	1140	-10.07
16	安阳钢铁集团公司	1088	5.46
17	包头钢铁(集团)有限责任公司	1072	0.28
18	太原钢铁(集团)有限公司	1072	7.35
19	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	1034	-7.36
20	河北纵横钢铁集团有限公司	1032	1.32

资料来源：中国钢铁新闻网

- 注：1、宝钢集团包括韶钢、宁钢和八一钢铁；河北钢铁集团包括唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢和石钢等；武钢集团包括柳钢；山东钢铁集团包括济钢集团、莱钢集团和张店钢铁总厂；鞍钢集团公司包括鞍钢、攀钢；安钢集团包括安钢股份公司、信阳钢铁公司、凤宝特钢公司和新普钢铁公司；本钢集团有限公司包含北营钢铁
- 2、河北新武安钢铁集团为河北省武安市近 20 家民营钢铁企业于 2006 年 1 月成立的联合体；渤海钢铁集团由天津钢管集团、天津天钢集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团于 2010 年整合重组成立；
- 3、渤海钢铁集团有限公司包括天津钢管集团股份有限公司（2014 年粗钢产量 202 万吨）；
- 4、统计数据可能与企业公布数据有出入。

从规模上看，钢铁行业具有典型的规模经济特征，规模较大的企业在现有市场的竞争中往往占据一定的优势。从所有制形式来看，国有企业规模大、产品结构丰富，技术水平高，市场占有率高，在市场竞争中处于有利地位；民营企业不但面临行业节能减排、淘汰落后产能的压力，还要在激烈的市场环境中求生存，整体面临的竞争更为激烈。从经营效益来看，民营企业因机制灵活、成本控制能力强、企业负担小，整体上效益比国有企业好。从产品来看，大型企业追求规模化，主要生产需求大、技术难度高、利润高的产品，中小型企业更多

瞄准需求不大的细分市场。

2. 行业关注

行业集中度

中国钢铁行业的分散程度较为严重，总体规模小而且分散。由于数目众多的小规模企业存在，客观上导致了我国钢铁产业市场集中度的低下。从《2014 年世界主要钢铁企业粗钢产量排名》和国际钢铁协会公布的相关材料看，全球几个主要产钢国家中，中国钢铁市场的 CR10（行业集中度）值只有 36.58，而韩国、巴西钢铁市场仅 CR3 的值就高达 90.97、89.86；此外，日本、俄罗斯、印度、美国等国钢铁市场上的 CR4 值也分别达到了 83.42、83.32、67.03、60.54。由此可见，世界主要钢铁生产国大多是寡头垄断型的行业类型，中国与之相比在行业集中度上落后很多，从而导致行业内竞争过于激烈。

政策支持上，政府鼓励钢铁进一步组织结构优化调整，加快兼并重组步伐，到 2025 年，前十家钢铁企业粗钢产量占全国比重不低于 60%。

联合资信认为，中国钢铁企业的重组有利于钢铁行业集中度的提高，有望在提升生产企业整体竞争水平、降低生产成本等方面起到一定作用。

淘汰落后产能

近年来，解决行业内大量落后产能存在，配合钢铁行业集中度提升和整体竞争实力的增强，国家出台了一系列的落后产能淘汰政策。2010 年，政府配合节能减排政策加强了落后产能淘汰力度。《钢铁行业生产经营规范》的出台细化了落后产能淘汰条件，并结合资源配置和信贷等手段加强约束。总体看，近年落后产能淘汰政策力度不断增强，有利与行业内小规模落后产能有望逐步推出市场竞争，从而有利于行业整体集中度和整体竞争实力的提升。

根据工信部公布的全国共三批《钢铁行业规范条件企业名单》来计算，河北省共有 77 家

企业入围这份名单，这 77 家企业共有高炉 307 座，拟淘汰的 450 立方米及以下容积高炉共 56 座，主要是 420 和 450 立方米高炉，合计炼铁产能约 2800-3000 万吨（按 420 立方米高炉设计产能 50 万吨、450 立方米高炉设计产能 55 万吨测算）。

联合资信认为，落后产能的淘汰有利于企业降本增效，亦有利于缓解钢铁行业产能持续扩张的压力。

钢材进出口

近几年，中国钢铁的进口很稳定波动不大，出口处于稳健增长状态。出口量增加的原因一是因为经济危机后各国经济都在缓慢复苏中，主要经济体制造业景气表现出现回升。另外新兴经济体对国家基础设施建设和民用建筑的投资不断增大，对钢材的需求明显增加；二是中国钢材价格相较于其他出口国较为低廉，且近期钢价仍在不断下跌，这增强了中国钢材在国际贸易市场上的竞争力。2014 年，受国内钢铁行业景气度下滑影响，中国累计进口钢材 1443.21 万吨，同比增长 2.5%；累计钢材出口 9378.2 万吨，同比增长 50.5%。

然而，随着中国钢材出口量的快速增长，国际上的贸易摩擦逐步显现。由于中国的钢材价格较低，很多国家为了保障国内钢材市场的稳定，对中国进行多次反倾销调查，中国的钢材出口情况受到很大影响，对部分发达国家的出口有所下降。此外，中国钢材出口多以低端产品为主，高端产品还需进口，这降低了中国钢材出口的竞争力。2015 年 1~9 月，中国钢材累计出口 8328.2 万吨，同比增长 27.2%，增速较 2014 年全年水平下滑近半。

3. 行业政策

为进一步加强钢铁行业管理，规范现有钢铁企业生产经营秩序，2012 年 9 月 3 日工业和信息化部修订并公告了《钢铁行业规范条件（2012 年修订）》（以下简称“《规范条件 2012 版》”），2012 年 10 月 1 日起正式实施。《规范条件 2012 版》从产品质量、环境保护、能源消耗和资源综合

利用、工艺与装备、生产规模、安全卫生和社会责任等 6 个方面提出了规范要求。对于符合《规范条件 2012 版》的企业，工业和信息化部将会同有关部门支持发展，推动跨地区、跨所有制及区域内兼并重组，实施企业技术改造，优化产业结构和区域布局，实现结构调整和转型升级。对于不符合《规范条件》的企业，综合运用经济、法律和必要的行政手段，逐步压缩其生存空间，迫其退出市场，促进化解过剩产能。从《规范条件 2012 版》实施至今，工业和信息化部历时三年分三批公告了 305 家规范企业名单，行业内 85% 的钢铁产能已经包括在内，工信部将持续对入围企业保持规范要求，而未能进入名单的企业或将面临淘汰的命运。

2013 年 10 月 6 日，中国政府印发《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（以下简称《指导意见》），对化解产能严重过剩矛盾工作进行了总体部署，重点提出化解钢铁等行业产能严重过剩矛盾。提出重点推动山东、河北、辽宁、江苏、山西、江西等地区钢铁产业结构调整，充分发挥地方政府的积极性，整合分散钢铁产能，推动城市钢厂搬迁，优化产业布局，压缩钢铁产能总量 8000 万吨以上。《指导意见》强调，要按照尊重规律、分业施策、多管齐下、标本兼治的总原则，着力加强宏观调控和市场监管，坚决遏制产能盲目扩张；着力发挥市场机制作用，完善配套政策，分别“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”过剩产能。中国政府将对在建和已建成项目逐步展开清理。

2014 年初，为贯彻落实《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发[2013]41 号）文件精神，工业和信息化部印发《关于下达 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》（工信部产业[2014]148 号），向各省市下发了 2014 年淘汰落后和过剩产能目标任务。其中 2014 年钢铁行业淘汰落后和过剩产能目标任务为：炼铁 1900 万吨、炼钢 2870 万吨、

焦炭1200万吨、铁合金234.3万吨。随后于同年7月、8月和11月，工业和信息化部部分三批公告了《2014年工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单》，名单中包含淘汰落后和过剩炼铁和炼钢产能分别为3192.9万吨和3534.5万吨，均超过了年初制订的淘汰落后和过剩产能目标，工业和信息化部要求有关省（区、市）要采取有效措施，在2014年年底前关停列入公告名单内企业的生产线，拆除相关主体设备，确保不得恢复生产。

2015年3月20日，为推动钢铁产能过剩矛盾化解，促进钢铁产业调整升级，工业和信息化部组织发布了《钢铁产业调整政策(2015年修订)(征求意见稿)》。征求意见稿提出，到2017年钢铁产能规模基本合理，产能利用率达到80%以上，行业利润率及资产回报率回升到合理水平。进一步组织结构优化调整，加快兼并重组步伐，到2025年，前十家钢铁企业粗钢产量占全国比重不低于60%，形成3到5家全球范围内有较强竞争力的超大型钢铁集团。此外，技术创新体系不断完善，建成一批具有先期介入、后续服务及推广应用功能的研发中心、实验室和产业联盟等创新平台。同时，到2025年，钢铁企业污染物排放、能耗全面符合国家和地方规定的标准，固体废弃物实现100%利用。工信部还将完善钢铁市场的准入和退出标准，对达不到准入要求的，积极改造升级，改造升级仍达不到的逐步退出，有序压减过剩产能。

为适应钢铁行业发展新常态，强化节能环保约束，进一步完善行业事中事后管理，促进行业转型升级，工信部对《规范条件2012版》进行了修订，并于发布《钢铁行业规范条件（2015年修订）》（以下简称“《规范条件2015版》”），《规范条件2015版》自2015年7月1日起实施。修订后的规范条件进一步明确和细化了污染物排放和能耗指标要求，明确了对新建、改造钢铁企业的准入条件；严格控制新增钢铁生产能力，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；不得新建独立炼铁、

炼钢、热轧企业；钢铁企业各工序须全面配备节能减排设施。另外，规范条件还表示，鼓励企业集成现代通信与信息技术、计算机网络技术、行业技术和智能控制技术等两化融合技术，提高企业智能化水平。

从现阶段中国政府针对钢铁行业现状出台的一系列政策法规来看，主要围绕行业规范管理、调整产业结构、治理环境污染以及化解产能过剩矛盾等的主要问题，其中环境保护和淘汰落后产能是当前最主要的任务，也将是今后钢铁行业能否回到良性发展道路上的重要一环。从近期工业和信息化部对媒体公开表态来看，未来将继续化解过剩产能和淘汰落后产能，指导各地严格执行产能置换办法，严控严重过剩行业新增产能，并研究制定淘汰落后产能和化解过剩产能“十三五”目标计划及2017年阶段性目标。

4. 行业展望

2015年对于中国钢铁行业来讲是极为困难的一年，宏观经济增速持续减缓，下游需求进一步弱化，钢材价格快速下滑，导致钢铁企业大面积亏损，行业形势异常严峻。与此同时，行业内产能过剩矛盾依旧显著，粗钢产量虽有下滑，但难抵消费终端需求不足，加之产业集中度低、中低端产品同质化严重以及淘汰落后产能效果不明显等问题仍未能得到有效改善，使钢铁行业整体面临很大的经营压力。

然而，寄希望于中国政府祭出类似于2008年“保增长”的“4万亿”经济刺激政策的概率并不高，而且通过政府投资拉动下游需求也不利于钢铁行业健康发展，预计中国政府更多将采用出台政策法规的方式加以引导。从政府近期出台的指导意见不难看出，加快落后产能淘汰，并制定产能置换方案，实施等量或减量置换等将是“十三五”期间的首要任务。现阶段中国钢铁行业较适宜实现行业整合，甚至是进入深层次的调整优化，行业需要解决跨区域、跨所有制的重组障碍，实现国内钢铁产能向优

势企业和地区集中，在完善退出机制的同时提高产业集中度，打造具备国际竞争力的超大型钢铁企业集团。当前国内经济进入新常态，钢铁产业结构需要不断优化升级，钢铁产品结构由中低端向高端及精细化转变，钢铁企业开始尝试结合电子商务平台“互联网+”的概念完善产销供给链，钢铁行业及企业转型升级将进入快速通道。

展望 2016 年，中国钢铁行业面临的严峻形势仍难有改观，政策引导对行业供需矛盾的改善存在一定滞后，国有企业体制决定了钢铁企业重组或整合难以在短期内迅速完成；而粗钢产量下降对缓解钢材价格下跌压力的作用有限，国内经济增速或将进一步减缓，预计钢铁企业仍将维持亏损或微利的经营状况，高成本的企业将逐步退出市场。

五、基础素质分析

公司始建于 1993 年，是一家集烧结、炼铁、炼钢、轧钢于一体的大型钢铁联合企业，具备年产铁、钢、材各 850 万吨及 120 万吨冷轧产品生产能力，目前资产与收入均超过 200 亿元，拥有员工超过 14000 人，是中国最大的 SPHC 热轧卷板生产商和供应商，同时也是华北地区大型钢材制造商之一。2014 年，公司生产生铁 847 万吨、粗钢 840 万吨、热轧钢材 825 万吨、冷轧钢材 91 万吨；2015 年 1~9 月，公司生产生铁 635 万吨、粗钢 630 万吨、热轧钢材 621 万吨、冷轧钢材 79 万吨。

公司主营产品包括热轧卷板、热轧带钢、热轧带肋钢筋、冷硬卷、退火板和镀锌板，产品畅销全国 20 多个省市，出口十几个国家和地区，多次被评为“中国质量检验协会质量信得过建材产品”、“河北省用户满意产品”、“中国最诚信企业”、“中国企业信誉 AAA 级单位”，产品先后荣获中国冶金产品实物质量金杯奖，“国丰”牌商标已在亚洲、欧洲、南美洲、大洋洲等十多个国家和地区成功注册，被评为河北省著名商标。

公司所在唐山市，地理位置优越，是中国轧钢及金属产品的主要生产地区。河北省境内铁矿储量丰富，是中国最大的铁矿生产省份，可以保证公司稳定的铁矿石供应。京津唐地区交通规划完善，港口设施、铁路及公路网络便捷，公司距天津港、唐山港、曹妃甸的距离均在 100 公里以内，交通优势明显。

公司股东香港中旅集团通过下属控股子公司中国国丰集团有限公司（以下简称“中国国丰”）给予公司原材料供应保障，公司从中国国丰子公司唐山达丰焦化有限公司（以下简称“达丰焦化”）按照市场价采购部分焦炭，公司利用中国国丰境外融资平台采购外矿粉；此外，港中旅集团还通过为公司提供境外低成本委托贷款以及拆借款等给予公司资金支持。

六、管理分析

跟踪期内，李国兴总经理离职，总经理一职经第四届董事会第二次会议研究决定由付广华先生担任。

付广华先生，出生于 1963 年 1 月。付广华先生历任税务局分局局长，群利钢铁公司副总经理，唐山银丰、新丰钢铁公司总经理助理，唐山国丰供销公司副经理、销售部部长、总经理助理兼任销售部部长、总经理助理兼任进出口部部长、经营副总经理、顾问，港中旅恒通冷轧技术有限公司总经理，2013 年 08 月至今担任唐山国丰钢铁有限公司经营副总经理、常务副总经理兼任炼铁系统经理、总经理兼任炼铁系统经理等职务。

公司其他高级管理人员、法人治理结构及管理制度无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是中国重要的热轧钢带生产基地，同时也是华北地区大型钢材制造商之一。公司主要产品包括热轧卷板、热轧带钢、热轧带肋钢

筋、冷硬卷、退火板和镀锌板等。

收入构成方面，近三年公司营业收入主要来源于带钢和卷板两大板块，合计占营业收入比重均超过 80%；另外，公司于 2012 年四季度起开始租赁丰南冷轧旗下的冷轧生产线，并于 2014 年 6 月完成对丰南冷轧的收购，公司冷轧产品板块收入占比有所提高，2014 年镀锌卷板和轧硬卷板收入合计占营业收入比重为 12.85%。公司其他业务主要为烟煤和副产品销售收入，以及旗下唐山国丰维景大酒店的酒店业务收入。

伴随着钢材下游需求的减弱，钢铁行业自 2012 年以来逐步进入周期性低谷，钢材价格呈波动下滑态势。受此影响，2012~2014 年公司分别实现营业收入 264.01 亿元、257.74 亿元和 239.08 亿元。其中，2013 年以来卷板板块收入降幅较快主要是由于公司利用新增的冷轧生产线调整产品结构，将部分热轧卷板直接加工成冷轧卷板并销售所致。此外，公司螺纹钢的销售主要是满足出口需要，由于出口需求大幅减少，致使其销售收入有所减少；2014 年一季度，公司螺纹钢生产线停工，只对此前生产的存货

予以销售。

毛利率方面，2013 年公司带钢板块毛利率下降较快，其原因在于带钢产品科技含量较低，所需资产投入不多，导致带钢准入门槛较低，市场竞争异常激烈，带钢销售价格持续走低；另外，2013 年 8 月之前，由于公司调拨给冷轧的热轧卷板视同内部销售，使得冷轧卷板的毛利率可能低于热轧卷板的毛利率，受此影响，2013 年作为下游产品的冷轧卷板的全年毛利率低于热轧卷板的毛利率水平。2013 年 9 月以来，公司通过成本价调拨直接将热轧卷板以成本价调拨给冷轧生产线，内部低成本优势使得轧硬卷板的利润得以更好实现，2014 年轧硬卷板毛利率水平较 2013 年有较大提升。2014 年，全球经济依旧复苏缓慢，各国对铁矿石需求有所减弱，而以国际四大矿山为首的铁矿石市场供应量不断扩大，导致进口铁矿石价格出现快速下跌，且下跌幅度高于钢材价格下跌幅度。受益于此，公司生产成本有所下降，各板块毛利率水平有所提升，综合毛利率由上年的 4.21% 提高至 7.11%。此外，公司其他业务近年亏损主要系酒店业务亏损严重所致。

表 2 近年公司营业收入中钢铁产品收入构成情况

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
	(万元)	(%)	(%)	(万元)	(%)	(%)	(万元)	(%)	(%)	(万元)	(%)	(%)
带钢	898320	34.03	2.02	834399	32.37	0.98	703301	29.42	4.41	392376	29.26	-1.07
螺纹钢	29828	1.13	0.80	15872	0.62	-11.46	3785	0.16	-26.08	-		-
卷板*	1619022	61.32	4.42	1352965	52.49	6.03	1296593	54.24	10.31	707725	52.78	3.74
钢坯	718	0.03	1.11	50	0.01	9.25				-		-
镀锌卷板*	14982	0.57	-1.19	85485	3.32	2.92	92118	3.85	7.27	92663	6.91	-7.13
轧硬卷板*	42646	1.61	0.82	238093	9.24	4.55	215269	9.00	12.81	108230	8.07	3.97
其他业务**	34539	1.31	--	50500	1.95	--	79728	3.33	-35.06	39896	2.98	-77.74
合计	2640055	100.00	3.46	2577364	100.00	4.21	2390794	100.00	7.11	1340889	100.00	-0.82

资料来源：公司提供

注：*卷板系热轧卷板，轧硬卷板和镀锌卷板为冷轧卷板；热轧卷板为轧硬卷板原料产品，而轧硬卷板又为镀锌卷板的原料产品；

**其他业务为烟煤和副产品销售收入以及酒店业务收入。

2015 年前三季度，受制于铁矿石价格跌幅趋缓以及钢材价格大幅下降双重因素，“矿弱钢强”的局面未能延续，公司营业收入和综合毛利率同比均出现明显下滑，分别为 134.09 亿元和 -0.82%。其中，公司营业收入同比下降 25.65%，而带钢和镀锌卷板则呈现亏损状态，板块毛利率分别为 -1.07% 和 -7.13%。

总体来看，近年来随着钢铁行业步入周期性低谷，公司经营压力显著增大。进入 2015 年，钢铁行业景气度低迷的形势更加严峻，公司收入规模及毛利水平均受到较大影响。

2. 原材料采购

公司生产过程中所需要的原燃料主要为铁矿石、焦炭和煤炭，另外还需要消耗一定量的电力。公司铁矿石、煤炭、焦炭全部实行外部采购，但主要来源于长期协议户及关联方采购，其中，公司从中国国丰子公司达丰焦化按照市场价采购部分焦炭，同时公司通过母公司中国国丰境外融资平台采购少量的外矿粉，对原材料采购具有一定的保障程度。

表 3 近年公司主要原燃料供应情况

指标名称		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
铁矿石	国内采购量(万吨)	113.21	59.80	46.43	54.29
	国内采购均价(元/吨)	864.01	911.03	756.92	491.63
	进口量(万吨)	1119.77	1256.94	1227.15	878.28
	进口均价(元/吨)	744.83	775.61	695.50	438.56
焦炭	采购量(万吨)	351.31	337.81	326.21	242.38
	采购均价(元/吨)	1568.22	1304.40	1045.20	831.41
煤	采购量(万吨)	165.85	192.94	204.45	112.93
	采购均价(元/吨)	1013.57	864.13	684.21	601.62
电	采购量(万千瓦时)	211154	222961	208887	142652
	采购均价(元/千瓦时)	0.50	0.51	0.51	0.51

资料来源：公司提供

近年来，公司铁矿石年采购量均超过 1200 万吨，其中 2014 年为 1273.58 万吨，同比保持稳定。目前，公司约 95% 的铁矿石年采购来自海外进口，其中与国外矿山签订的长期采购协议和直接购买到港（曹妃甸港）现货各占一半。货物结算方面，公司预先支付国外矿山部分定金，国外矿山发货到港后，按到港前一个季度的平均价结算货款。但 2014 年以来，铁矿石进口价格快速下跌，为加强对采购成本的控制，公司与国外矿山协商将铁矿石结算价格调整为货物到港后 20 天内的平均价，有效降低了公司铁矿石的跌价风险。

公司焦炭的供应商主要为唐山达丰焦化有限公司和天津宏厚国际贸易有限公司两家公司，

煤炭的供应商主要为神华宁夏煤业集团有限责任公司、阳泉煤业（集团）有限责任公司等公司。近年来，公司致力于通过技术研发来提高高炉炼铁过程中的喷煤比，由于无烟煤和烟煤与焦炭价格相差约 400 元/吨，提高喷煤比，降低焦炭使用量，能够有助于节省公司生产成本。2014 年，公司焦炭和煤炭采购量分别为 326.21 万吨和 204.45 万吨，同比分别减少 11.60 万吨和增加 11.51 万吨。结算方面，公司采购的焦炭和煤炭全部采用货到付款的方式。

公司主要供电单位为国网冀北电力有限公司唐山供电公司，近三年公司采购电价较为平稳，电力价格约为 0.51 元/千瓦时。

2013 年，通过与国内优秀企业合作，推行

物资定点采购,并获得了每年 110 万吨优质无烟煤供应保障。2014 年,公司利用阳光采购平台,通过平台邀请招标项目、邀请询价项目和议标项目,以起到降本节支的作用。同时,公司还加大不合格供货商清理力度,使高炉用高品质更好的原燃料,也为指标持续优化和降本增效提供了保障。

表 4 2014 年公司前 5 名原料供应商情况

供应商名称	主要采购原料	采购金额(万元)	占比(%)
CVRDInternationalS.A.	巴粗粉、巴精粉	173936.53	19.57
唐山达丰焦化有限公司	焦炭	172009.26	50.45
中国国丰集团有限公司	澳粉、澳矿	51013.23	5.74
OnesteelManufacturingPtyLtd	澳粉、澳矿	41594.78	4.68
天津宏厚国际贸易有限公司	焦炭	60269.50	17.68
合计		498823.30	--

资料来源:公司提供

注:采购占比系分品种计算的采购总额占比。

2014 年,公司向前 5 名原料供应商采购金额合计为 49.88 亿元,占全年营业成本的 22.46%,供应商集中度低。

总体来看,近年来公司铁矿石、焦炭和煤炭等主要原燃料供应有较好地保障。随着采购价格持续下降,公司生产成本控制压力有所减轻。

3. 生产经营

公司是一家集烧结、炼铁、炼钢、轧钢于一体的大型钢铁联合企业,位于河北唐山市,生产基地分为南、北两大厂区,具备年产铁、钢、材各 850 万吨及 120 万吨冷轧产品生产能力。2014 年,公司生产生铁 847 万吨、粗钢 840 万吨、热轧钢材 825 万吨、冷轧钢材 91 万吨;2015 年 1~9 月,公司生产生铁 635 万吨、粗钢 630 万吨、热轧钢材 621 万吨、冷轧钢材 79 万吨。

表 5 公司生产设备及产能情况

项目	设备规格	数量	生产能力(万吨)
烧结	110 m ²	4座	430
	132 m ²	2座	320
	230 m ²	2座	450
	合计	8座	1200
炼铁	450 m ³	8座	520
	1780 m ³	2座	330
	合计	10座	850
炼钢	40t	1座	70
	50t	2座	150
	80t	3座	300
	120t	2座	330
	合计	8座	850
轧钢	500	1条	60
	620	1条	80
	650	2条	160
	1450	2条	550
	合计	6条	850

数据来源:公司提供

公司带钢产品包含普通碳素结构钢、优质碳素结构钢、以热代冷普通结构用钢、冷轧用普通碳素结构钢、高强涂镀用结构钢等,产品规格涵盖 1.3~5.0mm*145~450mm 至 2.0~5.0mm*320~450mm,产品用途广泛应用于焊管、集装箱、工模具及汽车等领域。公司热轧卷板产品包含普通结构用钢、低碳冷轧冲压用钢、冷轧商品板材、低合金结构钢等,产品规格涵盖 1.2~12.7mm*800~1300mm 至 4.0~12.7mm*800~1300mm,产品适用于石油输送管道、汽车、家电、电缆桥架等领域。

表 6 近年公司主要产品产销情况

产品名称		2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~9 月
卷板	产量(万吨)	488.21	514.10	550.62	413.19
	销量(万吨)	466.90	424.72	458.46	344.82
	销 售 均 价 (元/吨)	3467.65	3185.52	2828.13	2052.40
带钢	产量(万吨)	278.84	280.63	274.14	207.47
	销量(万吨)	277.83	281.44	271.40	211.18
	销 售 均 价 (元/吨)	3233.32	2964.75	2591.34	1858.01
螺纹钢	产量(万吨)	8.24	6.87	--	--
	销量(万吨)	8.19	5.53	1.52	--

	销售均价 (元/吨)	3641.45	2870.81	2494.32	--
轧硬 卷板	产量(万吨)	17.53	93.34	90.89	78.99
	销量(万吨)	11.96	69.48	66.48	46.08
	销售均价 (元/吨)	3564.37	3426.94	3238.28	2348.69
镀锌 卷板	产量(万吨)	4.80	22.85	25.71	35.99
	销量(万吨)	3.89	22.73	26.09	35.35
	销售均价 (元/吨)	3847.65	3760.36	3531.12	2621.49

资料来源：公司提供

注：卷板系热轧卷板，为轧硬卷板原料产品，轧硬卷板为镀锌卷板的原料产品。

近年，公司热轧卷板产量稳步提升，但产品外销有所减少，主要系2012年四季度以后，公司将部分热轧卷板用于新增加的冷轧生产线进行冷轧产品的加工所致。此外，由于镀锌卷板是轧硬卷板的深加工产品，为更加丰富公司产品结构，公司将部分轧硬卷板直接加工成镀锌卷板并对外销售。公司螺纹钢销售主要是满足出口需要，由于出口需求大幅减少，开工率不足导致均摊固定成本上升，导致毛利率大幅下降，故2012年3月份以后，公司不再生产螺纹钢。

总体来看，公司通过进一步延伸产业链，扩大下游的冷轧卷板的产销规模，不仅可以获得延伸产品的增加值，还可以通过提高产品的丰富程度抵抗市场风险。

4. 产品销售

目前，公司带钢、卷板等钢材产品主要以直销客户为主，占比约为65%，其余为经销客户。近年来，公司注重对长期协议客户的培养，优先选择可签订持续订单、可推广公司冷轧产品的客户，目前公司全部直销及经销客户中，长期协议客户占比已达到95%。此外，在巩固带钢、卷板传统市场的同时，加大新产品销售力度，逐步减少贸易型和低端加工客户比例，使协议户结构逐渐向终端产业链用户转移。

2013年以来，公司尝试逐步改变以往的区域销售模式，改为分品种专业销售模式，实行销售经理制：负责产品售前、售中、售后服务

的全过程，从而稳定了客户源；并根据客户所在区域，统筹安排生产和发货计划，提高了客户资金利用率。

公司钢材产品主要销售区域集中在华北和华东地区，运输方式采用汽运和海运，较为集中的销售半径以及以终端用户为主的客户结构使公司销售费用继续维持在低水平，2014年公司销售费用支出0.63亿元，占营业总收入的比例仅为0.26%，远低于行业平均水平。

近年来，公司主要钢材产品除自用于深加工外，产销率始终保持较高水平。产品价格方面，由于2012年以来钢铁行业景气度持续低迷，下游用钢领域需求不振，公司主要钢材产品价格近年均呈下降态势。进入2015年，随着全国经济增速进一步下滑至7%以下，钢铁市场供需矛盾更加突出，公司主要产品带钢、卷板等产品销售均价较2014年全年水平大幅下降，公司钢铁主业利润受到严重挤压。

表7 2014年公司前5名客户情况

客户名称	主要销售产品	销售额 (万元)	销售占比 (%)
天津鑫瑞兴宇贸易有限公司	带钢、卷板	247891	10.73
霸州市京华金属制品有限公司	带钢、卷板	179823	7.78
五矿钢铁有限责任公司	带钢、卷板	110197	4.77
天津物产友发实业发展有限公司	带钢、卷板	102587	4.44
中国铁路物资股份有限公司	带钢、卷板	100933	4.37
合计		741431	32.09

资料来源：公司提供

2014年，公司前5名客户销售金额合计为74.14亿元，销售占比约为32.09%，客户集中度较低。

总体看，近年受行业景气度持续低迷的影响，钢材价格和原燃料市场价格均呈下降态势，但2015年以来原材料采购成本的下降幅度低于营业收入下降幅度，且短期内行业景气度难有复苏表现，使公司面临较大的经营压力。

5. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数与总资产周转次数呈波动下滑态势，三年均值分别为 5.14 次和 1.10 次，2014 年分别为 4.31 次和 1.03 次；公司存货周转次数逐年稳步提升，三年均值为 8.83 次，2014 年为 9.51 次。

总体来看，公司整体经营效率适宜。

6. 未来发展

在建项目

目前，公司在建项目主要系一些设备环保技改等项目，计划总投资为 5.65 亿元，公司未来投资支出压力不大。

拟建项目方面，公司子公司唐山渤海钢铁有限公司的钢铁项目正式被纳入国家钢铁工业“十二五”发展规划和河北省钢铁产业结构调整方案。2014 年 12 月 5 日，河北省发改委正式对唐山渤海钢铁项目予以备案。渤海钢铁项目规划产能为 800 万吨，预计总投资约 386.90 亿元。渤海钢铁项目在产能置换的基础上可使公司产能规模增加至 1000 万吨以上，亦有利于公司更新生产设备、缓解环保压力，但同时也可能会加重公司债务负担。

未来一段时间内，公司将加快推进冷轧技改项目，以延伸自身产业链条。其中，加快推 3#酸连轧线、及配套的 6#、13#镀锌线项目建设，并新建彩涂和镀铝锌硅线，使冷轧生产能力由目前的 120 万吨提高到 300 万吨，重点开发并形成轧硬板、镀锌板、连退板三大系列，实现产品结构优化和产业链、价值链延伸，培育新的效益增长点。公司的抗风险能力和整体竞争实力有望得到提升。

未来发展

为了应对严峻的市场挑战，公司按照“降成本、节开支、保生存”的总体思路，采取了对标挖潜、绩效考核、规范业务行为、发展循环经济等一系列降本增效措施。

公司将以价值为导向，实现企业持续经营，全面提升管理效能，在生产线、产品、资产层

面全面梳理，并在工艺、材料、备件性价比方面全面优化提升。公司将以成本为核心，结合市场竞争和企业实际全面压减各项指标，并层层分解到各个系统，同时推进阳光采购平台建设，优化客户结构，全面取缔中间商，确保招投标公开透明，降低采购成本。

公司将强化经营管理，提高企业竞争力，全力压缩原燃材料和备品备件库存，含铁料库存控制在 40 万吨以内，焦煤库存控制在 10 万吨以下，备品备件库存压缩到 7000 万元以下，最大限度减少资金占用。此外，公司要贯彻“加快销售、尽产尽销”的销售原则，确保产品产销率和货款回收率两个 100%，以客户需求为导向，快速反应，为客户提供以技术支持为主要特征的服务。同时优化客户结构，与具有较强研发和销售能力的客户开展深度合作，加大品种钢销售力度，提高盈利能力和水平。

八、重大事项

中国港中旅集团公司（以下简称“港中旅集团”）于 2015 年 12 月 7 日发布《中国港中旅集团公司关于重大资产无偿转让的公告》，决定退出钢铁业务，拟无偿转让港中旅集团所持国丰钢铁 58.49% 的股权和唐山达丰焦化有限公司 35.09% 的股权予河北省人民政府国有资产监督管理委员会。本次交易意向已于 2015 年 12 月 3 日取得港中旅集团董事会审议通过，港中旅集团将在取得相关主管机构核准及履行其他必要程序后，严格按照有关规定完成此次交易，确保交易平稳运行。

综合来看，本次资产转让事项将影响港中旅集团未来继续为公司提供境外低成本委托贷款以及拆借款等资金支持，联合资信将持续关注本次资产转让事项对公司经营及发展可能带来的影响。

九、募集资金使用情况

公司于 2011 年 4 月发行的“11 国丰 MTN1”

募集资金 15 亿元，所募集资金全部按计划用途使用。

十、财务分析

公司提供的 2014 年财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；2015 年前三季度财务报表未经审计。由于 2014 年公司资产重组及变更会计师事务所，在记账方式上有所变动，故部分科目与往年可比性存在一定差异。

合并范围变化方面，2014 年公司合并范围新增唐山国丰第一冷轧镀锌技术有限公司（即丰南冷轧）、唐山国丰第二冷轧镀锌技术有限公司（即恒通冷轧）和港中旅恒通国际贸易有限公司三家公司。公司合并范围变化对近年财务数据可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 248.29 亿元，所有者权益合计为 94.24 亿元（其中少数股东权益 2.76 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 239.08 亿元，利润总额 5.45 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额为 176.02 亿元，所有者权益合计为 84.55 亿元。（其中少数股东权益 1.87 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 134.09 亿元，利润总额 -8.15 亿元。

1. 盈利能力

2012~2014 年，受钢材价格不断下滑的影响，公司营业收入年均复合下降 4.84%；公司加强成本控制，使得营业成本年均复合降幅高于营业收入降幅 1.82 个百分点。2014 年公司分别实现营业收入和营业成本 239.08 亿元和 222.08 亿元。2012~2014 年，公司营业利润率相应呈持续上升趋势，2014 年为 6.82%，较 2013 年上升 2.83 个百分点。

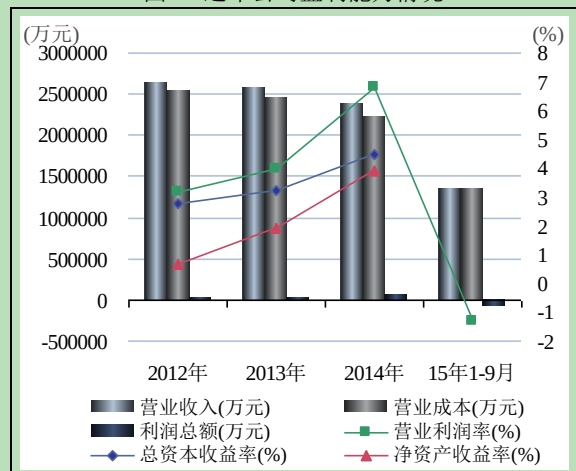
近三年，公司期间费用在营业收入中占比有所上升，2014 年升至 4.86%，较 2013 年上升 1.90 个百分点，公司对期间费用控制能力有待加强。

公司资产减值损失主要为坏账准备和存货跌价损失的计提，2014 年分别为 -0.13 亿元和 0.01 亿元；公司投资收益规模有所上升，主要为公司的铁矿石期货收益。公司营业外收入主要为政府补助及债务重组利得，2014 年政府对公司补助为 0.45 亿元，债务重组利得为 0.38 亿元；营业外支出主要为固定资产处置损失等。

近三年，公司利润总额快速增长，2014 年为 5.45 亿元。从盈利指标来看，2012~2014 年公司总资产收益率和净资产收益率均值分别为 1.58% 和 2.95%，2014 年分别为 4.49% 和 3.91%。公司整体盈利能力较弱。

2015 年 1~9 月，受钢材价格进一步下滑的影响，公司仅实现营业收入 134.09 亿元，较去年同期下降 25.65%；同期，公司营业利润率转为负值，仅为 -1.30%，较 2014 年全年水平下降 8.12 个百分点。同期，公司实现利润总额 -8.15 亿元，呈现亏损状态。

图7 近年公司盈利能力情况



资料来源：2012~2014 年公司审计报告、2015 年前三季度财务报表

总体看来，近年来钢铁行业景气度持续低迷，钢材价格波动下行，导致公司整体盈利能力较弱。2015 年前三季度，受钢材价格大幅下降的影响，公司营业利润率及利润总额均为负值。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2012~2014 年，随着成本控制效果逐渐显现，公司经营活动现金流入量

呈上升趋势，构成上基本以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2014 年，公司经营活动现金流入为 255.11 亿元，与收入变动较为一致。同期公司现金收入比为 104.76%，较 2013 年有所下降；公司应收票据主要为银行承兑票据（占 94.07%），采购业务的支付方式多采取票据支付，公司将应收票据视同现金等价物处理，故公司保持较高的现金收入比。公司经营活动现金流量净额为 31.63 亿元，较 2013 年大幅回升 70.07%，主要是由于公司与经营有关的收入同比大幅上升，原材料采购支出下降以及经营性应收项目减少所致。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流出规模波动增长。2014 年，公司投资活动现金流量净额表现为净流出，流出规模为 27.37 亿元，受资产重组影响，同比增长 393.54%。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入量主要来自取得借款及发行债券收到的现金，2012~2014 年分别为 43.34 亿元、17.05 亿元和 48.42 亿元。同期，公司筹资活动现金流出主要用于偿还自身债务以及支付利息。2014 年，公司筹资活动现金流净额为 12.59 亿元。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量为 154.16 亿元，较 2014 年同期随收入规模略有下降。公司现金收入比为 114.08%，较 2014 年同期有所下降。公司经营活动现金净流量为净流出 10.38 亿元，较 2014 年同期显著恶化，主要是由于当期钢材价格大幅下降所致。同期，公司投资活动现金流量净额为净流出 4.45 亿元，主要用于在建项目的投入；公司偿还大量债务，筹资活动现金净流量为净流出 35.14 亿元。

总体来看，近年来，公司经营性现金流和现金收入质量维持较好水平，但 2015 年前三季度经营性现金流显著恶化。公司 2013 年以来投资规模相对较小，公司对外筹资压力不大。

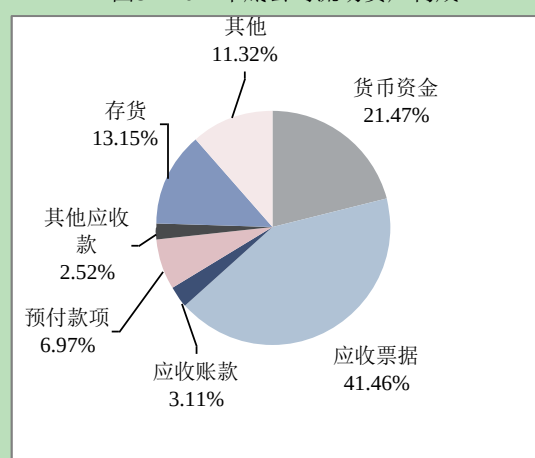
3. 资本及债务结构

2012~2014 年，公司资产总额年均增长 6.25%。截至 2014 年底，公司资产总额合计 248.29 亿元，其中流动资产占比 53.74%，非流动资产占比 46.26%，资产结构以流动资产为主，有待改进。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 7.36%，截至 2014 年底，公司流动资产 133.44 亿元。公司流动资产中，主要由货币资金、应收票据、预付款项、其他应收款和存货构成。

图8 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 32.24%。截至 2014 年底，公司货币资金为 28.64 亿元，以银行存款和现金为主（共占 89.42%）；受限资金为 3.03 亿元（占 10.58%），主要为承兑保证金、期货保证金、在途货币资金和电费专户。

2012~2014 年，公司应收票据规模呈快速增长趋势。截至 2014 年底，公司应收票据 55.30 亿元，其中银行承兑汇票占 94.07%，商业承兑汇票占 5.93%。

2012~2014 年，公司应收账款规模波动增长，年均复合增长 18.15%。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额为 4.64 亿元，受合并范围扩大的影响，同比出现大幅增长。其中按单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 27.05%，按账龄组合计提坏账准备的应收账款占 72.67%，按单项金额虽不重大但单项计提坏

账准备的应收账款占 0.28%。公司按账龄组合计提坏账准备应收账款中,1 年以内占 97.39%,3 年以上占 2.61%,3 年以上应收账款坏账计提比例为 100%。2014 年,公司应收账款计提坏账准备总额为 0.49 亿元,应收账款净值为 4.15 亿元,综合计提比例为 10.56%。

2012~2014 年,公司预付款项规模有所下降,年均复合下降 19.57%。截至 2014 年底,公司预付款为 9.30 亿元,主要为预付工程款。

2012~2014 年,公司其他应收款下降较快,年均复合下降 52.13%。2014 年底公司其他应收款为 3.36 亿元,同比大幅下降,主要为与关联方的往来款项,其中公司与唐山恒通精密薄板有限公司的 0.92 亿元以及与上海西潭气体设备有限公司的 0.13 亿元款项预计无法收回,上述款项坏账计提比例为 100%。公司其他应收款账龄 1 年以内占 47.27%,1-2 年占 0.02%,2 年以上占 52.71%,公司其他应收款账龄较长,主要为少数股东的实际控制人(唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司)代理公司征收土地及发放拆迁补偿款项,对公司资金形成一定占用。

2012~2014 年,公司存货规模快速下降,年均复合下降 23.71%。截至 2014 年底,受公司实行限库存策略,使得平均库存量减少,存货周转率上升影响,存货规模较去年同期大幅下降至 17.54 亿元,主要其中以原材料为主(占 74.52%),公司共计提跌价准备 0.29 亿元,在行业景气度下行环境下仍存在一定的资产减值风险。

2012~2014 年,公司其他流动资产规模波动增长,年均复合增长 259.70%。截至 2014 年底,公司其他流动资产为 15.15 亿元,其中理财产品占 85.97%,待抵扣进项税占 14.03%。

非流动资产

2012~2014 年,公司非流动资产年均复合增长 5.00%,截至 2014 年底,公司非流动资产为 114.86 亿元,同比有所上升,主要受固定资产、在建工程、无形资产及其他非流动资产规模上升所致。非流动资产构成上以无形资产(占

11.80%)、在建工程(占 10.91%)和固定资产(占 72.47%)为主。

2012~2014 年,公司长期股权投资呈快速下降趋势,年均复合下降 67.22%。截至 2014 年底,公司长期股权投资由 2013 年底的 14.40 亿元下降至 0.29 亿元,为对北京渤海钢联国际贸易有限公司的投资,降低的主要原因为部分调至可供出售金融资产项下,部分计提资产减值所致。

2012~2014 年,公司固定资产有所波动,年均复合下降 2.41%。截至 2014 年底,公司固定资产原值为 171.71 亿元,固定资产累计折旧 86.30 亿元,减值准备为 2.18 亿元,账面价值为 83.23 亿元,较上年增长 6.32%,主要在建工程转入固定资产所致。公司固定资产主要是机器设备和房屋建筑物。

2012~2014 年,公司在建工程波动增长,年均复合增长 32.52%。截至 2014 年底,公司转固后在建工程为 12.53 亿元,主要为唐山国丰钢铁有限公司项目、唐山国丰第二冷轧镀锌技术有限公司项目和唐山渤海钢铁有限公司项目。

截至 2014 年底,公司无形资产 13.55 亿元,其中土地使用权占 99.11%。

2014 年底,公司其他非流动资产为 2.79 亿元,均为公司预付长期资产购置款(土地及拆迁补偿款),之前公司将该部分资金记在无形资产项下。

截至 2015 年 9 月底,公司资产总额为 176.02 亿元,较 2014 年底下降 29.11%,主要系公司应收票据到期和贴现,公司将资金用于偿还债务导致资产总额大幅下降所致。资产构成上公司流动资产规模大幅下降,占比下降至 37.69%。截至 2015 年 9 月底,公司货币资金为 26.11 亿元(其中受限资金为 6.88 亿元),较 2014 年底下降 8.86%。

总体看,公司资产构成以流动资产为主,流动资产构成中,货币资金及应收票据占比大;非流动资产以在建工程和固定资产为主。公司

计提存货跌价准备金额较小，考虑到公司存货计提跌价准备偏低，存货面临一定跌价风险，公司整体资产质量一般。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益保持相对稳定，年均增长2.09%。截至2014年底，公司所有者权益为94.24亿元，较2013年底增长10.15%，主要是由于公司资产重组后，实收资本上升所致。所有者权益构成方面，实收资本占29.93%，资本公积占2.47%，盈余公积占42.54%和未分配利润占25.07%，公司所有者权益结构稳定性较弱。2015年上半年，由于公司经营亏损导致所有者权益规模有所下降。

2012~2014年，公司实收资本规模快速增长。2014年受资产重组影响，公司实收资本上升至27.38亿元。同期，公司资本公积波动中有所增长，三年年均复合增长9.43%。同期，公司未分配利润快速下降，截至2014年底为22.93亿元。

2012~2014年，公司未分配利润年均复合变动率为-14.86%，下降主要系公司近三年向股东分红所致，2014年公司向股东分红1.50亿元。公司近年连续大额分红主要是由于应少数股东实际控制人唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司的需求而分派的；对建豪发展的股利抵消其向公司的借款，对港中旅钢铁的股利为实际支付；由此看来，公司少数股东对公司分红有一定话语权。

截至2015年9月底，公司所有者权益为84.55亿元（包含少数股东权益1.87亿元），与2014年底相比下降10.28%。

总体看，近年来公司所有者权益稳定性较弱，未分配利润持续下降。

负债

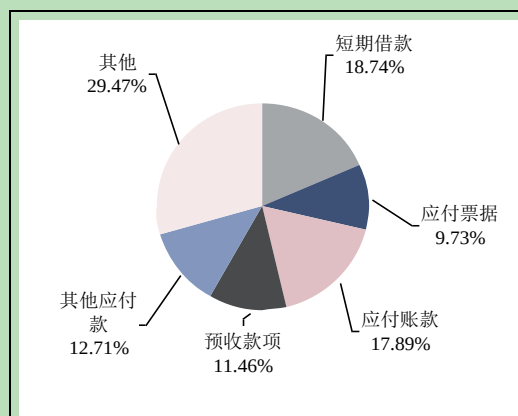
2012~2014年，负债总额年均增长9.06%，主要源自应付债券、短期借款等科目的增长；负债构成上以流动负债为主。截至2014年底，公司负债总额为154.05亿元，其中流动负债占84.48%，非流动负债占15.52%，流动负债占比

高。

近三年，公司流动负债年均上升40.76%，截至2014年底，公司流动负债合计130.14亿元。主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2014年底，公司短期借款为24.41亿元，主要是信用借款和质押借款；公司应付账款为23.29亿元，账龄主要在一年以内（占85.19%）；公司应付票据12.67亿元，均为银行承兑汇票；公司其他应付款16.56亿元，受记账方式变更影响，公司将原记录于应付账款中的与关联公司的往来款项等并入，使得2014年此科目大幅上升；受长期债务临近到期影响，公司一年内到期的非流动负债大幅上升至30.51亿元。

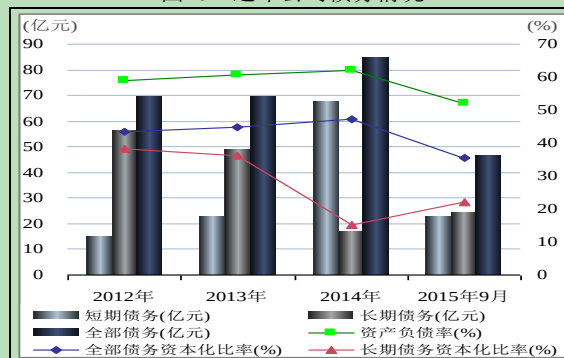
图9 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司非流动负债年均复合下降38.80%，截至2014年底为23.91亿元，主要由长期借款、应付债券、其他非流动负债构成。

图10 近年公司债务情况



资料来源：2012~2014年公司审计报告、2015年前三季度财务报表

截至2014年底,公司长期借款2.00亿元,同比下降95.91%,系该年度公司部分长期借款到期兑付所致。截至2014年底,公司应付债券为14.91亿元,为公司于2011年发放的为期5年的中票,之前公司将该笔应付债券记录在长期应付款下。截至2014年底,公司其他非流动负债6.77亿元,主要为股东提供的无息借款及应付股利转借款。

有息债务方面,截至2014年底,公司全部债务为84.50亿元;其中短期债务67.59亿元,债务结构上以短期债务为主(占79.99%)。截至2014年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为62.04%、47.28%和15.21%。

截至2015年9月底,公司负债合计91.46亿元,较2014年底下降40.63%,主要是由于公司偿还短期借款及一年内到期的非流动负债所致。负债构成方面,公司流动负债占比有所下降,但占比仍然较高(占73.42%)。截至2015年9月底,公司全部债务为46.47亿元,较2014年底下降45.01%,短期债务占比大幅下降至48.23%。同期,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为51.96%、35.47%和22.15%。相比2014年底,公司整体债务负担大幅降低,负债结构有所改善。

总体来看,2015年前三季度公司债务负担有所减轻,目前公司债务水平适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2014年底公司流动比率、速动比率分别为102.53%和89.05%,保持较高水平;2015年9月底,上述指标分别为98.78%和79.28%。2014年,公司经营活动现金流动负债比为24.30%。总体看,公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看,2014年公司EBITDA为22.36亿元;公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为5.17倍和3.78倍。总体看,公司整体偿债能力较强。

截至2015年9月底,公司无对外担保。

截至2015年9月底,公司获得各家银行授信总额为115.83亿元,已使用额度为24.14亿元,尚未使用额度为91.69亿元。公司融资渠道较畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》,截至2015年11月12日,公司未结清信贷信息记录中存在一笔关注类信用证;已结清信贷信息记录中存在5笔关注类贷款、1笔贸易融资和2笔票据贴现,公司关注类贷款是由于银行针对钢铁行业产能过剩的形式影响,将该部分贷款直接调为关注,并非公司存在过错。公司整体过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司是中国重要的热轧钢带生产基地,同时也是华北地区大型钢材制造商之一。公司所在的唐山市,其地理位置优越,是中国轧钢及金属产品的主要生产地区,区位优势显著。总体看公司具备较强的抗风险能力。

7. 存续期内债券保障能力分析

公司于2011年4月发行的“11国丰MTN1”额度为15亿元。截至2014年底,公司现金类资产为“11国丰MTN1”发行额度的4.81倍。2014年,公司经营活动现金流入量和净额分别为“11国丰MTN1”发行额度的17.01倍和2.11倍。公司现金类资产和经营活动现金流对“11国丰MTN1”的保障能力较强。

7. 担保人分析

“11国丰MTN1”由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债公司”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中债公司成立于2009年9月,是国内首家专业债券信用增进机构。经过近年来的经营实践,公司初期发展规划得到落实,与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全;增

信业务基础不断夯实，增信业务规模增长较快；在债券市场信用风险分担机制建设方面进行了积极探索，创新业务持续推进。

截至2014年底，中债公司资产总额118.46亿元，负债总额46.03亿元，所有者权益72.43亿元。2014年，中债公司实现营业收入12.36亿元，其中主营业务收入7.45亿元；净利润3.59亿元。

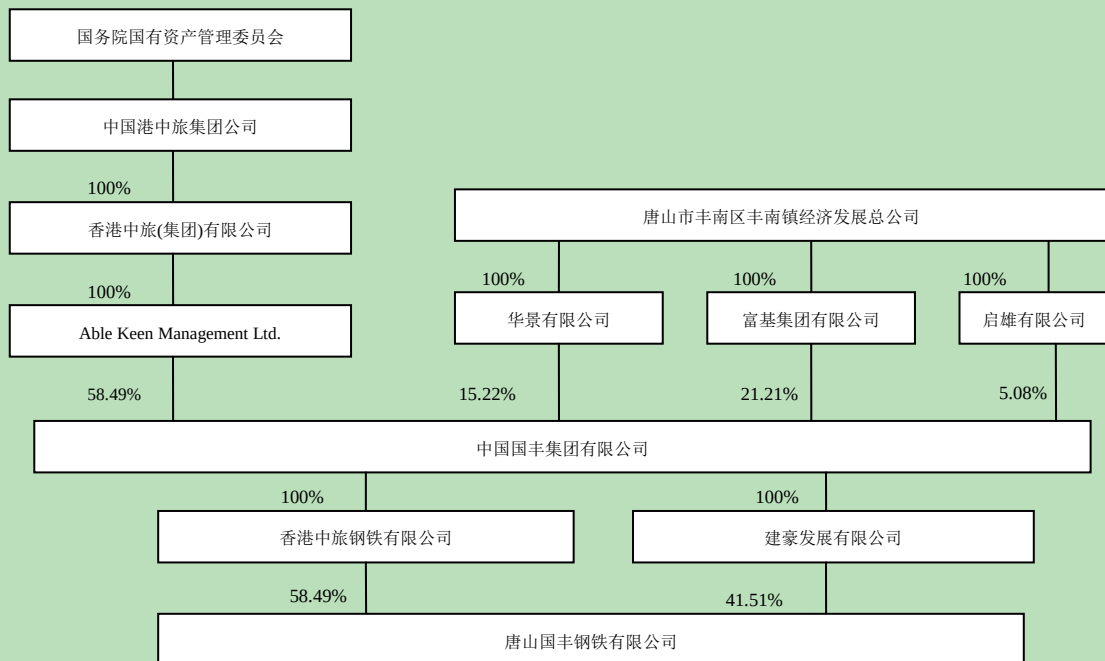
截至2015年3月底，中债公司资产总额125.08亿元，负债总额51.56亿元，所有者权益73.52亿元。2015年1季度，中债公司实现营业收入3.43亿元，其中主营业务收入2.22亿元；净利润1.49亿元。

根据中债公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为中债公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。经联合资信评定，中债公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，进一步提升了对“11国丰MTN1”本息偿还的安全性。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望调整为负面，维持“11国丰MTN1”AAA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.66	50.56	72.18	35.02
资产总额(亿元)	219.94	217.95	248.29	176.02
所有者权益(亿元)	90.42	85.56	94.24	84.55
短期债务(亿元)	14.55	22.76	67.59	22.41
长期债务(亿元)	56.43	48.91	16.91	24.06
全部债务(亿元)	69.47	69.62	84.50	46.47
营业收入(亿元)	264.01	257.74	239.08	134.09
利润总额(亿元)	1.15	2.35	5.45	-8.15
EBITDA(亿元)	16.39	15.91	22.36	--
经营性净现金流(亿元)	2.46	19.08	31.63	31.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.40	5.69	4.31	--
存货周转次数(次)	7.88	8.33	9.52	--
总资产周转次数(次)	1.16	1.18	1.03	--
现金收入比(%)	115.87	116.91	104.76	114.08
营业利润率(%)	3.15	3.99	6.82	-1.30
总资本收益率(%)	2.77	3.21	4.49	--
净资产收益率(%)	0.66	1.92	3.91	--
长期债务资本化比率(%)	38.43	36.37	15.21	22.15
全部债务资本化比率(%)	43.45	44.86	47.28	35.47
资产负债率(%)	58.89	60.74	62.04	51.96
流动比率(%)	176.24	158.22	102.53	98.78
速动比率(%)	130.35	119.91	89.05	79.28
经营现金流动负债比(%)	3.74	25.08	24.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.28	4.44	5.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.24	4.38	3.78	--

注：2015 年三季度财务数据未经审计；现金类资产中受限制资金部分已剔除。

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。