

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1445 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持东北特殊钢集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持其“13东特钢CP001”和“14东特钢CP001” A-1的信用等级；“13东特钢MTN1”和“13东特钢MTN2” AA的信用等级。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日

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>

东北特殊钢集团有限责任公司跟踪评级报告

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：负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 东特钢 CP001	7 亿元	2013/10/22-2014/10/22	A-1	A-1
13 东特钢 MTN1	14 亿元	2013/1/15-2018/1/15	AA	AA
13 东特钢 MTN2	8 亿元	2013/4/12-2018/4/12	AA	AA
14 东特钢 CP001	7 亿元	2014/05/21-2015/05/21	A-1	A-1

跟踪评级时间：2014 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	56.63	66.88	62.29	54.84
资产总额(亿元)	472.06	506.58	518.04	519.59
所有者权益(亿元)	89.59	78.08	78.47	78.75
短期债务(亿元)	246.08	280.46	275.38	267.72
全部债务(亿元)	321.58	358.13	370.28	392.94
营业收入(亿元)	141.54	143.69	192.08	55.39
利润总额(亿元)	1.80	0.75	1.07	0.14
EBITDA(亿元)	12.14	16.87	19.36	--
经营性净现金流(亿元)	30.99	19.62	17.46	7.59
营业利润率(%)	12.89	14.69	12.50	13.91
净资产收益率(%)	1.33	0.66	0.81	--
资产负债率(%)	81.02	84.59	84.85	84.84
全部债务资本化比率(%)	78.21	82.10	82.51	83.31
流动比率(%)	67.61	60.41	60.62	61.10
全部债务/EBITDA(倍)	26.50	21.23	19.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.64	0.65	1.28	--
经营现金流流动负债比率(%)	10.57	5.82	5.21	--

注：2014 年一季度财务报表未经审计。

分析师

孙晨歌 闫昱州
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

受中国经济增速放缓及特钢行业景气度持续弱化影响，特钢价格持续回落，行业经营压力加大，预计短期内国内特钢行业景气程度难有显著改善。跟踪期内，东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“公司”）盈利能力仍然较弱；虽然公司积极运用土地收储补偿款偿还银行借款，但受公司营运资金需求增长影响，公司债务规模不断上升，债务负担持续加重，偿债能力弱化，公司未来偿债能力的恢复有赖于公司对债务规模的有效控制和整体盈利能力的改善。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“13东特钢CP001”和“14东特钢CP001”A-1的信用等级；“13东特钢MTN1”和“13东特钢MTN2”AA的信用等级。

优势

1. 公司是中国北方最大的特殊钢生产基地，产品种类比较齐全，主要产品（工模具钢、轴承钢等）国内市场占有率较高，综合竞争能力较强。
2. 跟踪期内，公司大连基地环保搬迁项目现已全部竣工投产，生产能力、装备水平和产品规格均得到大幅提升，有助于公司未来经营规模的扩大和整体盈利水平的提升。
3. 公司经营活动现金流入量对公司待偿还债务保障程度高。

关注

1. 跟踪期内，下游汽车、工程机械等行业增速放缓，并逐步向上游传导，特钢需求减弱，行业景气度持续下行，短期内景气度回升缓慢。
2. 跟踪期内，公司债务规模大且不断增长，

债务负担过重，短期偿付压力大。

3. 公司存货规模大、占资产比重高，且原材料和钢材价格波动性强，存货周转次数较低，面临一定的跌价风险。
4. 公司货币资金中受限资金占比高，资产流动性一般。

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）与东北特殊钢集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与东北特殊钢集团有限责任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，未因东北特殊钢集团有限责任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东北特殊钢集团有限责任公司提供，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 12 个月内有效；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(以下简称“联合资信”)关于东北特殊钢集团有限责任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

东北特殊钢集团有限责任公司(以下简称“公司”)是由辽宁省国资委、黑龙江省国资委、抚顺特殊钢(集团)有限责任公司(以下简称“抚钢集团”)、中国东方资产管理公司、中国华融资产管理公司和中国建设银行股份有限公司于2004年9月共同出资组建的大型特殊钢企业集团。

2010年底,根据抚顺市中级人民法院(2010)抚中民二破字第00010号《民事裁定书》裁定,抚钢集团破产还债,并由抚顺市中级人民法院制定破产清算小组作为资产管理人接管抚钢集团。2011年10月14日根据抚顺市产权交易中心出具的[抚产权鉴字第36号]产权交易成交鉴证书,辽宁省国资委所属的辽宁省国有资产经营有限公司已与抚钢集团破产管理人签署了《股权转让协议》,并从此处受让了抚钢集团破产财产中东北特殊钢有限公司22.68%的股权。2011年底,根据抚顺市中级人民法院(2011)抚中民二破字第10-11号《民事裁定书》裁定抚钢集团破产案破产程序终结。2012年11月,抚钢集团持有公司的22.68%股权转由辽宁省国资委所属辽宁省国有资产经营有限公司持有。截至2014年3月底,公司注册资本364417万元,其中辽宁省国资委拥有公司46.13%股份,黑龙江省国资委拥有公司14.52%股份,辽宁省国有资产经营有限公司拥有公司22.68%股份,中国东方资产管理公司拥有公司16.67%股份,公司实际控制人为辽宁省国资委。

公司主要从事特殊钢产品生产和销售,是

中国东北最大的特殊钢生产和科研基地。

截至2014年3月底,公司纳入合并范围的有27家子公司(其中1家上市公司:抚顺特殊钢股份有限公司,以下简称“抚顺特钢”,股票代码:600399)。

截至2013年底,公司资产总额为518.04亿元,所有者权益合计78.47亿元;2013年公司实现营业收入192.08亿元,利润总额1.07亿元。

截至2014年3月底,公司资产总额为519.59亿元,所有者权益合计78.75亿元;2014年1~3月,公司实现营业收入55.39亿元,利润总额0.14亿元。

公司注册地址:辽宁省大连市金州区登沙河临港工业区河滨南路18号;法定代表人:赵明远。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%;

对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策。截至2013年底，M₂存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。

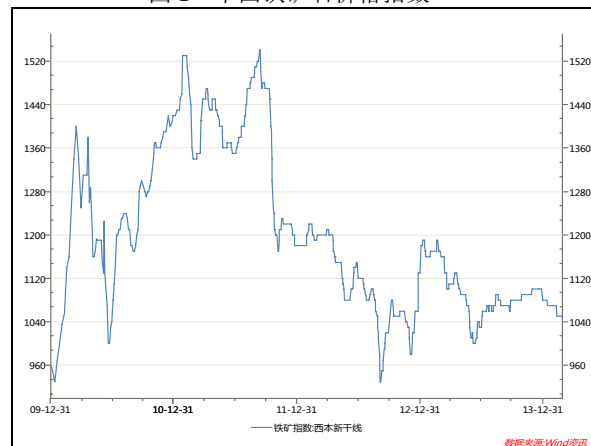
总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

跟踪期内特钢行业整体景气度持续转弱。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年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年，在钢铁行业持续低迷的大背景下，特钢企业相比普钢企业整体经营有所改善，特钢产量呈现小幅度的提升。

受此影响2012年中国特钢合计产量9944万吨，同比下降1.10%，其中非合金钢、合金钢产量同比分别下滑2.43%和10.40%，低合金钢、不锈钢产量同比分别上升6.68个百分点和8.48个百分点。2013年全年，中国特钢合计产量11230万吨，较2012年产量增加1286万吨。

图1 中国铁矿石价格指数



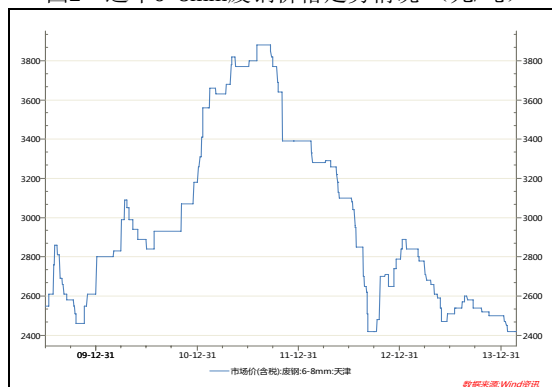
资料来源：Wind 资讯

跟踪期内，特钢主要原材料价格大幅波动。企业成本控制难度加大。

2012年前三季度，中国铁矿石价格指数总体呈现波动下降格局。2012年10月份起在中国钢材价格逐步反弹带动下出现快速反弹。随中国钢铁行业景气度的再度转弱，2013年3月起，中国铁矿石价格出现回调，但下降幅度缓于钢材价格下降速度。2013年全年，铁矿石

价格指数变动基本与钢材价格指数变动趋势一致，但总体跌幅略缓于钢材价格下跌幅度。2014年3月，铁矿石价格指数出现大幅下滑，快于钢材价格下跌幅度。

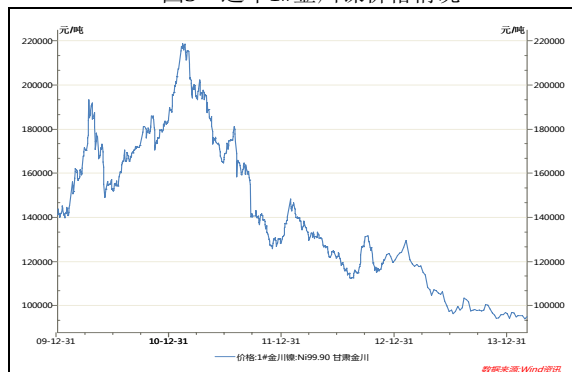
图2 近年6~8mm废钢价格走势情况（元/吨）



资料来源：wind资讯

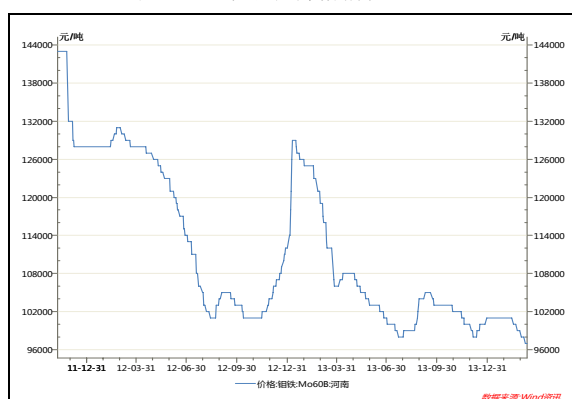
跟踪期内，中国铁矿石价格大幅波动，给铁矿石自给率不高的钢铁企业成本控制与风险管理带来压力和挑战。中国废钢价格变动趋势与钢材和铁矿石价格变动趋势基本一致。

图3 近年1#金川镍价格情况



资料来源：wind资讯

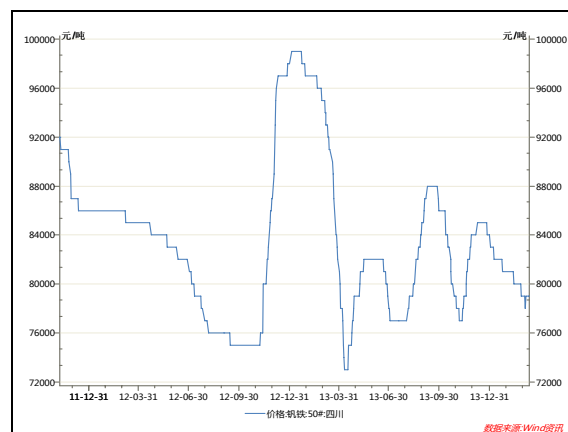
图4 近年钼铁价格情况



资料来源：wind资讯

其他有色金属等原料价格受下游需求变动影响，表现出大幅波动状态，跟踪期内基本呈现倒“V”形走势。

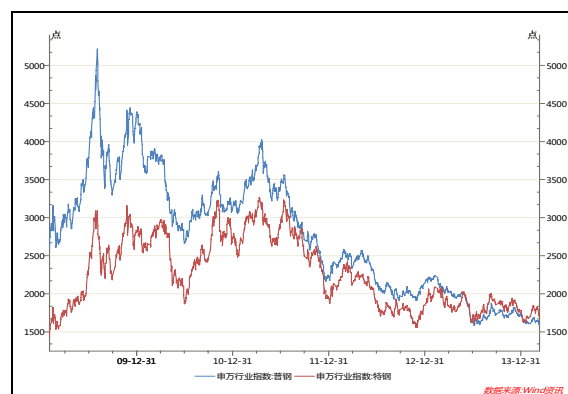
图5 近年钒铁价格走势情况



资料来源：wind 资讯

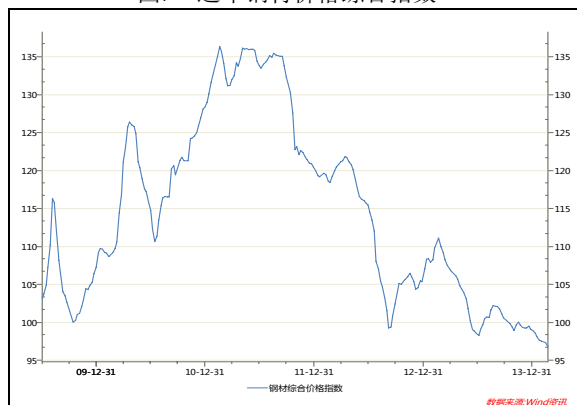
2011年下半年起，下游汽车、工程机械等行业需求减弱，并逐步向上游传导，特钢产品价格持续下挫，2012年四季度至2013年2月，在汽车、工程机械产量企稳回升的带动下中国特钢价格指数企稳反弹；2013年二季度钢价整体呈快速下滑趋势，2013年三季度钢材的下游需求环境得到改善，钢材市场景气度较二季度明显回升。但从2013年9月份开始，传统的钢材消费旺季未按市场的广泛预期到来，同时受钢厂增产、铁矿石价格下行等支撑钢材价格的要素变化的影响，钢材价格回落并持续下滑，2013年度，钢材价格均价同比持续下滑。截至2014年2月底，钢材综合价格指数跌至近四年来最低点。

图6 近年普钢、特钢价格综合指数



资料来源：wind 资讯

图7 近年钢材价格综合指数



资料来源：中国钢铁工业协会

目前，中国国内特钢产量占钢铁总产量的比重约为8%左右，与钢铁工业发达国家15%~20%的水平仍有较大差距。随着未来经济结构转型下需求的强劲增长，伴随着国内汽车工业、高速铁路、国产大飞机、高端装备制造业等产业的稳步发展，中国特钢行业仍将保持一定的增速水平。此外，目前中国特殊钢出口仅占国际市场不足2%的市场份额。依托“钢铁工业十二五发展规划”，随着中国生产企业不断增加特殊钢品种、提高质量、降低生产成本，中国特钢企业在国际市场的竞争力有望逐步提高，市场范围有望进一步扩大。

总体看，中国特钢行业相比普钢技术门槛较高，产能过剩压力相对较小，但存在一定的结构性的供需失衡现象；特钢行业对上游议价能力偏弱，近年来原燃料（铁矿石、焦炭、铁合金等）价格波动较大，特钢企业面临较大的成本控制压力。2012年受中国经济增速放缓影响，国内外主要用钢需求持续减弱、钢价大幅回落，钢铁行业景气度持续弱化，并于2012年三季度达到周期性低谷，其后呈现弱复苏态势；2013年初中国特钢市场景气度延续2012年底回升态势，随即转弱震荡下行，进入三季度后呈现弱势企稳态势。2013年四季度，虽然汽车等下游行业对钢铁的需求有所增长，但影响和制约钢铁行业发展的基本面没有改变，钢铁行业产品出厂价格水平同比下跌3.5%，钢价继续处于低迷状态，化解产能过剩工作仍有待推

进。预计未来一段时间内，铁路投资增速将明显增加，棚户区改造及市政配套基础设施、交通基础设施、城市基础设施和公共服务设施等领域的投资也将对钢材需求有一定的促进作用；但同时，由于货币政策的紧缩及国家对产能过剩行业的政策调整都将加剧钢铁行业的资金紧张局面。同时，自2013年10月以来，钢铁行业采购经理人指数低于50且持续下滑；整体看，钢铁和特钢行业在短期内景气度回升缓慢。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年3月底，公司注册资本364417万元，其中辽宁省国资委拥有公司46.13%股份，黑龙江省国资委拥有公司14.52%股份，辽宁省国有资产经营有限公司拥有公司22.68%股份，中国东方资产管理公司拥有公司16.67%股份，公司实际控制人为辽宁省国资委。

2. 规模和竞争实力

公司是中国六大特殊钢精品基地之一。公司产品的品种、规格系列齐全其主导产品不锈钢长型材、工模具钢、轴承钢、特种合金产量国内市场占有率均居于第一位。另外，公司主要产品不锈钢大盘条、高碳铬轴承钢盘条、合金工具钢光亮材、材料型（非调质）D级抽油杆用钢、冷作模具钢、合金弹簧钢剥皮材等多项产品，质量达到国际同类产品先进水平，市场竞争力较强。

公司在辽宁省大连市、抚顺市和黑龙江省齐齐哈尔市拥有三大生产基地。截至2014年3月底，公司大连基地环保搬迁主体项目已全部竣工投产，公司整体钢生产能力560万吨、钢材产能419万吨，装备水平、品种规格及产品档次等方面得以快速提升。

随着大连基地环保搬迁主体项目的全面竣工投产，公司作为中国北方规模最大的特殊钢生产基地的地位得到进一步的巩固，其市场

影响力和综合竞争力进一步得到加强。

六、管理分析

跟踪期内，公司总经理由刘伟先生变更为张鹏先生。

张鹏先生，现年40岁，博士研究生学历，中共党员，教授研究员级高级工程师。1994年8月参加工作，历任本钢钢铁技术中心轧钢室副主任、新产品开发综合计划科副科长、新产品开发处代理处长、处长，本钢冷轧厂副厂长

兼总工程师、厂长，本钢板材股份有限公司质量管理中心主任兼党委副书记，本钢集团有限公司运营改善部部长，本钢集团有限公司副总经理，阜新市人民政府副市长；现任抚顺特殊钢股份有限公司董事，大连特殊钢有限责任公司董事。2013年12月10日起任公司副董事长、党委副书记、总经理。

七、经营分析

1. 经营概况

表1 近年公司主营业务收入情况(单位: 万元、%)

主营业务	2011 年			2012 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材销售	1356335.93	99.04	11.69	1362932.84	98.09	14.40
钼铁销售				18503.47	1.33	1.61
齿轮销售	13121.88	0.96	36.80	8072.07	0.58	40.31
合计	1369457.81	100.00	11.93	1389508.38	100.00	14.38
主营业务	2013 年			2014 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材销售	1809348.00	97.86	11.60	520800.57	99.28	13.23
钼铁销售	27414.92	1.48	3.14			
齿轮销售	12207.71	0.66	31.07	3764.77	0.72	31.01
合计	1848970.63	100.00	11.60	524565.34	100.00	13.35

资料来源：公司提供

注：齿轮主要包含农机齿轮、工程机械齿轮、螺旋伞齿轮和汽车齿轮等。

跟踪期内在钢铁全行业处于周期性低谷的大背景下，受益于公司钢材产品销量的持续稳定增长以及公司大连基地环保搬迁主体项目全部竣工投产，产能逐步释放，产品产量相应得到提升，2013 年，公司实现主营业务收入 184.90 亿元，同比增长 33.07%，主营业务毛利率为 11.60%，较 2012 年下降了 2.78 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司整体生产经营保持稳定，公司实现主营业务收入 52.46 亿元，达到了 2013 年全年水平的 28.37%，其中钢材销售收入 52.08 亿元，为 2013 年全年水平的 28.78%；同期，公司主营业务毛利率为 13.35%，较 2013 年全年水平有所上升。

表2 公司分产品产量(单位: 万吨)

产品名称		2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
非合金钢材	普通	--	--	--	--
	优质	4.97	7.37	5.50	1.72
	特殊	8.34	10.88	8.17	2.27
低合金钢材	普通	--	--	--	--
	优质	0.16	0.10	0.05	--
	特殊	0.19	0.20	1.37	0.71
合金钢材	优质	--	--	--	--
	特殊	131.89	150.28	172.21	52.36
不锈钢材		15.67	21.18	28.30	8.36

合计	161.22	190.01	215.60	65.41
----	--------	--------	--------	-------

资料来源：公司提供。

2013年，由于公司大连基地环保搬迁主体项目全部竣工投产，产能逐步释放，公司钢材产量呈稳步上升趋势，钢材产量达215.60万吨，相较于2012年同比增长13.47%。2014年1~3月，公司钢材产量65.41万吨，公司钢材产品生产保持平稳。

近年来，随着特殊合金钢材产量的不断提升，带动了公司钢材总产量。公司为适应市场变化，对公司内部产品结构进行了系统的调整，以适应市场变化的需求；同时为了提高公司的产品利润，公司着重提高高档次、高附加值产品的生产比例以使公司整体效益得到保障。

随着大连基地搬迁完成，特钢生产能力快速增长，2013年特钢产量达92.68万吨；销售收入达到97.30亿元。

抚顺基地坚持精品化道路，产品结构进一步得到优化，优势产品规模和市场地位不断提升，其在中国航空航天、国防军工领域高端特殊钢材领域优势持续强化。2013年，抚顺基地特钢产量有所上升，收入有所提高。

北满基地规模化发展取得成效，特钢材产量逐年增长，2013年产量67.09万吨，为建厂以来最高水平。2013年7月11日，由于北满基地电炉除尘设备突发故障，北满特钢被国家环保部列入环保专项行动督查发现违法名单中。事后，北满特钢按照环保部门要求进行对电炉除尘设备进行维护整改，经环保部门验收并得到确认，整改结果符合要求，整改合格结果已公布。

表3 公司三大基地特钢产品产量及销售情况

生产基地	时间	主要产品产量(万吨)	销售收入(亿元)	销售毛利率(%)
大连基地	2011年	47.70	56.26	8.25
	2012年	72.72	54.43	6.62
	2013年	92.68	97.3	5.58
	2014年1~3月	30.31	27.43	6.64
抚顺基地	2011年	49.20	52.77	11.97
	2012年	48.19	48.20	12.47
	2013年	55.83	54.60	13.03
	2014年1~3月	14.94	15.27	13.15
北满基地	2011年	61.10	35.73	7.44
	2012年	64.26	31.08	13.50
	2013年	67.09	33.44	13.61
	2014年1~3月	20.16	9.83	13.50

资料来源：公司提供。

注：产量为主要钢材产品产量；公司各基地销售收入之间未抵消。

2. 原燃料供给

煤炭采购方面，公司煤炭主要来自抚顺矿务局、龙煤集团、阜新矿务局和鹤岗矿务局。2011~2012年，公司煤炭采购均价基本保持平稳，而2013年煤炭采购均价大幅上升，主要系2013年以前焦炭采购量较少，公司统计煤炭类原材料采购量时并未将其包含；2013年公司加大焦炭的采购量全年采购煤炭179.9万吨（其

中焦炭82万吨），由于焦炭的价格（1595元/吨）较一般品种煤炭的价格高，因此放入到煤炭类原料统计时大幅提升了采购均价。考虑到煤炭作为公司采购比重最多的原料，价格的上升将助推营业成本的上行。2013年，由于大连基地环保搬迁主体项目全部竣工投产，公司煤炭采购量大幅提升。

表 4 公司主要原燃料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
煤炭	采购量	84.96	141.48	179.90	45.10
	采购均价	910.00	943.00	1202.00	1200.00
废钢	采购量	82.57	71.54	46.00	17.00
	采购均价	3656.00	3162.00	2664.00	2563.00
球团	采购量	--	39.17	64.35	24.53
	采购均价	--	1278.67	1211.05	1301.37
铁精粉	采购量	30.12	124.20	73.00	18.70
	采购均价	1250.00	872.00	940.00	1035.00
富矿粉	采购量	--	36.37	66.04	26.13
	采购均价	--	1028.76	1024.88	1053.88
镍铁	采购量	0.39	0.56	0.51	0.20
	采购均价	160047.00	132183.00	109332.00	100813.00
钼铁	采购量	0.34	0.63	0.50	0.15
	采购均价	141536.00	122469.00	110397.00	104010.00
钒铁	采购量	0.15	0.22	0.15	0.05
	采购均价	94973.00	83168.00	84310.00	82971.00

资料来源：公司提供

炼钢原料采购方面，废钢、球团、铁精粉和富矿粉是公司集中主要采购的原料。生产部门可根据原料价格、下游产品需求等条件在炼钢时选择不同原料的配比，从而决定当年的原料采购量。近年来，随着大连基地搬迁完成，并对长流程生产线加以改进，公司在原料配比调整上更加灵活。从采购价格来看，2012 年以来公司铁精粉采购价格快速增长，主要是由于早期公司采购的铁精粉主要用于北满基地生产，且北满地区铁精粉资源也相对富足，后来大连基地生产也开始消耗铁精粉，且需求的铁精粉纯度较高，加上从外省购买包含了相对较高的运输成本，导致采购价格不断提升。

公司合金原料采购量较少，但其单位采购价格很高。从公司镍铁、钼铁及钒铁的近年来采购数量及采购均价情况看：2011~2013 年，镍铁、钼铁及钒铁的采购均价均呈现下降趋势，其中镍铁和钼铁价格下降幅度明显；采购量略有下降主要系公司产品结构调整所致。

供应商方面，公司下属的物资供应总公司负责三大基地主要原材料的采购，凡关系产品质量的主要物资和专用物资以及消耗批量大的主要物资均实行集中采购，以发挥集中采购优势降低采购成本。

综合来看，跟踪期内占原料采购比重较大的煤炭价格上升较快，随着公司生产规模的不

断扩大，增加了公司的成本控制难度并相应推高了特钢产品的生产成本。受公司长流程改造影响，公司对废钢、铁精粉等主要原料的使用更加灵活，因此在其采购量上也存在一定波动。

3. 产品销售

跟踪期内，受国内钢铁行业的整体低迷，加之行业门槛不高，累计产能过剩现象明显，钢材价格不断下行导致钢铁企业经营状况普遍不佳。公司在行业内属于生产规模较大的特钢企业，主导产品质量好，技术含量高，市场认知度高，竞争力强，在一定程度上抵御了部分系统性风险带来的冲击，但整体盈利水平依然有所下降。

表 5 公司主要钢材品种销售均价
(含税价，单位：元/吨)

产品名称	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
合金结构钢	6887	5656	5450	5233
轴承钢	6564	5271	4428	4441
工模具钢	18178	13449	12138	11175
不锈钢	19313	13446	11966	11813

资料来源：公司提供

4. 在建项目及未来发展

截至2013年底，公司主要投资项目有抚顺基地生产线改造系列项目、北满基地生产线改造

项目和大连基地项目（大连基地环保搬迁项目已结束并全部竣工投产，预计于2014年下半年转入固定资产）。

从2014年至2015年投资规划看，未来两年公司投资规模小，且约30%资金为自有资金投入，对外筹资压力明显减弱。

总体看，公司作为中国大型特钢生产企业，

生产技术水平较高，产品竞争力较强；近几年经营状况较好。未来几年，随着大连基地产能规模的释放和公司产品结构的调整，公司经营规模将进一步扩大，发展前景良好。未来两年公司投资规模小，但随着生产规模的逐步扩大，公司营运资金需求相应提升，未来仍存在一定的外部融资压力。

表6 公司重点在建及未来投资规划项目（单位:亿元）

项目名称	项目批文	环保批文	计划总投资	截至2014年3月底已完成投资	投资计划		
					2014年4-12月	2015年	2016年
抚顺基地提高国防军工产品质量、调整产品结构技术改造	抚顺市（经）备[2009]07号	辽环函[2010]170号	29.00	22.92	3.20	4.00	3.00
北满基地锻造生产线升级改造	齐发改工（备）字[2009]12号	黑环建审[2009]37号	30.40	36.87	1.37	3.00	2.00
大连基地整体搬迁改造项目以及后部精整能力完善	发改工业[2007]1185号	环审[2006]440号	132.00	140.00	--	--	--
合计	--	--	191.40	199.79	4.57	7.00	5.00

资料来源：公司提供

注：由于项目计划总投资测算较早，且工程建设过程中的调整，因此在建项目实际投资额大于计划总投资额度。

八、财务分析

1. 财务概况及财务质量

公司2013年财务报表经利安达会计师事务所有限责任公司大连分公司审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的2014年一季度财务数据未经审计。

2013年公司合并范围增加东北特钢集团大连特殊钢材贸易有限公司，不再纳入合并范围的原子公司为大连冶金物资公司，考虑到其新纳入合并范围的子公司与不再纳入合并范围的原子公司的资产、收入规模较小，因此，对财务数据可比性影响不大。

2. 盈利能力

2013年，在钢铁全行业处于周期性低谷的大背景下，公司分别实现营业收入和营业成本192.08亿元和167.47亿元，公司营业利润率下降至12.50%，主要系煤炭采购均价的大幅上涨导

致生产成本的增加。

同期，由于公司加强对销售费用、财务费用和管理费用的控制，公司期间费用占营业收入比有所下降，为12.06%。

2013年，公司实现投资收益0.39亿元，主要是主要来自公司对东北特殊钢集团浩盈钢铁有限责任公司、深圳市兆恒抚顺特钢有限公司等公司长期股权投资收益。公司营业外收入主要为政府补助，2013年政府对公司补助为0.15亿元；营业外支出主要为资产处置损失、对外捐赠等。整体看，非经常性损益对公司盈利情况影响较大。2013年公司实现利润总额1.07亿元，同比有所上升。从盈利指标来看，2013年总资产收益率和净资产收益率分别为3.51%和0.81%，总资产收益率较2012年有所下降。

跟踪期内，公司大连基地搬迁工程投产后产能逐步释放，产品产量进一步提升，2014年1~3月，公司实现营业收入55.39亿元。同期，

公司营业利润率为13.91%，较2013年全年水平上升1.41个百分点。2014年1~3月，公司利润总额0.14亿元。

受行业景气度持续低迷和煤炭采购均价的大幅上涨导致生产成本的增加，2013年公司盈利能力持续下滑，利润规模有所减少。公司大连基地投产后产能逐步释放，但向对应的部分投资暂未转入固定资产并计提折旧。若考虑折旧计提因素，公司实际盈利情况弱于财务报表表现。此外，公司大连基地整体搬迁改造项目将于2014年下半年转入固定资产，利润水平或将受到新增计提折旧的影响。

3. 现金流及保障

2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为195.66亿元，同比有较大增长。公司经营活动现金流入增加至209.94亿元。受到购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，公司经营活动现金流量净额同比有所下降。2013年公司经营活动现金流量净额为17.46亿元，较2012年同期的19.62亿元有所减少。2013年公司现金收入比为101.86%，较2012年基本持平。

2013年，公司投资活动产生流入量较小，为6.47亿元，主要系处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额，同期，公司投资活动现金流出量为21.16亿元，整体支出规模仍维持在较高水平。2013年公司投资活动现金净流量为净流出（14.69亿元）。

公司筹资活动现金流入量主要由取得借款收到的现金构成，2013年为218.86亿元。2013年公司筹资活动现金流量净额为0.57亿元。

2014年1~3月，公司经营活动现金净额为7.59亿元；投资活动现金净额为-2.54亿元，同期，公司筹资活动现金净额为-3.46亿元。

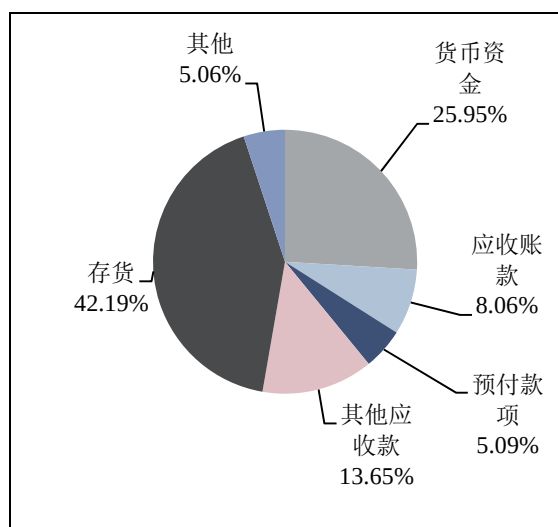
跟踪期内，公司经营活动现金流入有所增长；投资活动有所减少，考虑到目前在建项目均已接近完工，未来公司投资支出所需资金将进一步减少；公司对外筹资力度有所降低。

4. 资产及债务结构

截至2013年底，公司资产总额为518.04亿元。跟踪期内，公司资产构成基本以非流动资产为主。截至2013年底，公司流动资产占比39.20%，非流动资产占比60.80%。

截至2013年底，公司流动资产203.08亿元。流动资产构成上其他应收款、货币资金、存货占比较大。

图8 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司货币资金为52.70亿元，同比下降13.24%。公司货币资金中其他货币资金36.99亿元（占70.19%），主要是银行承兑汇票及信用证保证金，全部为受限资金，受限占比高。

截至2013年底，公司存货为85.68亿元，同比增长8.99%，公司存货主要由原材料、自制半成品和在产品及库存商品（产成品）构成，占比分别为33.87%、25.88%和33.70%。公司对库存商品计提跌价准备，计提比例0.14%，计提比例较小。公司存货中原材料和库存商品占比大，原材料和钢材价格波动性强，存货面临一定跌价风险。

截至2013年底，公司应收账款为16.36亿元，综合计提比例为6.22%。公司部分应收账款账龄较长，计提比例偏低，具有一定回款风险。

截至2013年底，公司其他应收款为27.72

亿元，主要为应收大连市土地储备中心 10.20 亿元、辽宁成大钢铁贸易有限公司 1.60 亿元往来款项等。

跟踪期内，公司非流动资产的增长主要源自固定资产增长带动，截至2013年底为314.95 亿元。

截至2013年底，公司固定资产原值为 143.81亿元，固定资产累计折旧47.02亿元，减值准备为0.28亿元，账面价值为96.51亿元。公司固定资产主要是机器设备和房屋建筑物。

截至2013年底，公司在建工程为182.22 亿元，同比下降12.56%，主要为2013年在建工程转固所致。

截至2013年底，公司无形资产23.40亿元，其中土地使用权占95.70%。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 519.59 亿元，较 2013 年底增长 0.30%，其中流动资产占 39.05%，非流动资产占 60.95%，公司资产结构较 2013 年底变化不大。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，流动资产资产构成中，存货、货币资金占比大；公司计提存货跌价准备较小，存货面临一定跌价风险；货币资金中受限货币资金占比高；非流动资产以在建工程和固定资产为主。公司整体资产质量一般。

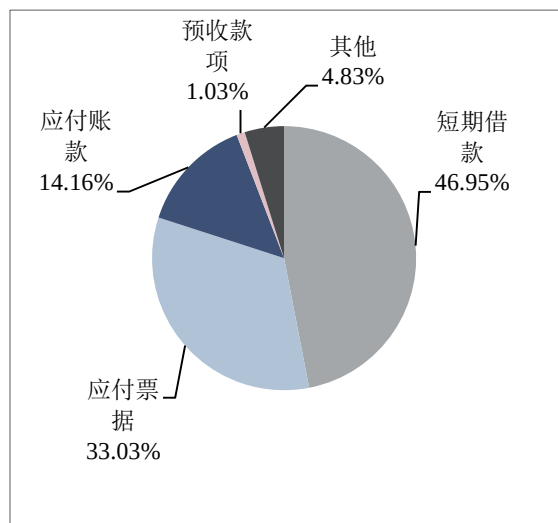
截至 2013 年底，公司所有者权益合计 78.47 亿元，归属于母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为 78.75 亿元（包含少数股东权益 14.94 亿元）与 2013 年底相比，基本保持稳定。总体看，公司所有者权益稳定较好。

跟踪期内，公司负债结构保持了以流动负债为主的格局，截至2013年底，公司负债合计 439.57亿元，流动负债占比76.21%。

截至2013年底，公司流动负债合计334.99 亿元，主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。

图9 2013年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司短期借款为157.29 亿元，较2012年底增长17.83%，公司短期借款主要是保证借款、信用借款和质押借款。截至2013 年底，公司应付账款为47.44亿元，同比下降 1.01%，应付账款主要是公司应付原材料款及部分工程设备款。截至2013年底，公司应付票据 110.64亿元，同比下降18.52%，其中银行承兑 汇票占公司应付票据93.72%。截至2013年底， 公司其他应付款15.50亿元，主要包括应付工程款、应付运费、应付能源款、保险费等。

截至2013年底公司非流动负债为104.58 亿元，同比增长14.61%，主要是应付债券的增长，非流动负债构成上以长期借款、应付债券、长期应付款为主。

截至2013年底，公司长期借款31.62亿元， 同比下降17.55%，该年度公司部分长期借款到 期兑付。截至2013年底，公司应付债券为53.00 亿元，2013年增长系公司于2013年1月与3月发 行的期限为5年的中期票据22亿元以及非公开 发行定向债务融资工具6亿元，期限为3年。截 至2013年底，公司长期应付款17.92亿元，全部 为融资租赁款项，在统计有息债务时已计入长 期债务核算。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 440.85 亿元，较 2013 年底增长 0.29%。

跟踪期内，公司全部债务（含长期应付款中有息部分）为370.28亿元，其中短期债务占比74.37%，长期债务占比25.63%，短期债务占比较高，债务结构有待进一步优化。公司资产负债率和全部债务资本化比率2013年分别为84.85%和82.51%。截至2014年3月底，公司上述指标分别为84.84%和83.31%，公司债务负担有所降低。

总体看，跟踪期内公司资本支出有所降低，对外融资依存度较高，债务结构不合理，公司整体债务规模仍保持增长。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年底公司流动比率、速动比率分别为60.62%和35.05%。2014年3月底分别为61.10%和33.33%。公司短期偿债指标弱。截至2013年底，公司经营活动现金流流动负债比为5.21%。总体看，公司短期偿债能力弱，考虑到公司现金类资产中受限资金部分占比较高，且短期债务规模很大，公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内公司EBITDA对利息的保障程度有所上升2013年为1.28倍。公司全部债务/EBITDA呈下降趋势，2013年为19.12倍。总体看，EBITDA对利息及全部债务保护程度较好。

截至2014年5月底，公司已累计收到土地补偿款约50亿元，已全部用于偿还银行借款及企业债券的本金和利息，尚有5亿元土地补偿款未到位。

整体看，跟踪期内受行业景气度下滑影响，公司盈利能力任然较弱。受营运资金需求增长影响其债务规模不断上升，公司债务负担持续加重，短期偿付压力加大，公司未来偿债能力的稳定有赖于公司对债务规模的有效控制和整体盈利能力的改善。

截至2014年3月底，公司从国内各家银行获得的综合授信额度约199.53亿元，其中已使用额度约186.94亿元，未使用额度12.59亿元。

公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2014年3月底，公司对外担保金额共计21.38亿元，主要是对大化集团有限责任公司（以下简称“大化集团”）的担保；截至2014年3月底，公司所担保企业均经营正常。以2014年3月底公司所有者权益测算，公司担保比率为27.15%，对外担保规模较大，若发生代偿对公司影响较大。

大化集团始建于1933年，是中国最大、最早的基本化工原料、化学肥料生产基地，是中国石油化工企业100强之一，现由大连市人民政府国有资产监督管理委员会直接监管。大化集团主营业务包括：生产和销售符合肥料、硫酸、硝酸、硝胺酸、硝酸钠、煤焦油、液氨等。截至2014年3月底，大化集团总资产156.86亿元，所有者权益合计43.04亿元，资产负债率72.56%；2014年1~3月，大化集团实现营业收入11.93亿元，净利润0.11亿元。

表7 公司对外担保情况

被担保企业	担保金额（万元）	担保期限
大化集团有限责任公司	182546	1年
大化集团大连化工股份有限公司	5400	1年
大化国际经济贸易公司	10000	1年
哈尔滨轴承制造有限公司	15900	1年
合计	213846	--

资料来源：公司提供。

注：担保方式均为全额不可撤销连带责任担保。

公司待偿还债务中“13东特钢CP001”于2014年偿还；“14东特钢CP001”于2015年偿还；“13东特钢MTN1”和“13东特钢MTN2”于2018年偿还，其中“13东特钢CP001”与“14东特钢CP001”发行额度分别为7亿元；“13东特钢MTN1”和“13东特钢MTN2”发行额度分别为14亿元和8亿元，合计36亿元。

截至2014年3月底，公司现金类资产余额54.84亿元，扣除受限货币资金39.37亿元后余额为15.47亿元，是公司一年以内到期的待偿还债务的1.11倍，公司现金类资产对公司待偿还债务的保障能力一般。

2013年公司经营活动现金流入量为公司一

年以内到期的待偿还债务的15.00倍；公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为一年以上到期的待偿还债务的9.54倍和0.88倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对公司待偿还债务的保障程度较高。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2014年2月28日，公司未结清信贷信息中，关注类存在2笔美元贷款，合计约为98万美元，均为2027年10月到期，主要系工商银行将全部钢铁类企业贷款调整为关注所致；已结清信贷信息中，关注类存在199笔贷款、4笔票据贴现和15笔银行承兑汇票，部分贷款存在逾期结清的现象；对外担保信息中，公司存在84100万元关注类保证担保。从中国债券信息网公布的信息来看，公司近年到期的债务融资工具均已按时还本付息。

2013年10月，公司被列入国家失信被执行人名单，原因系公司被法院判决应向北京华德液压工业集团有限责任公司支付203.63万元货款，应向凯泰阀门(集团)有限公司支付38.91万元货款及案件受理费。截至2014年6月底，公司尚未履行上述法律义务，主要系上述欠款主要用于公司大连基地搬迁项目，由于货款合同到期后，该项目尚未完成竣工决算，因此未能及时和相关企业进行结算。

总体看，公司过往履约记录一般。

7. 抗风险能力

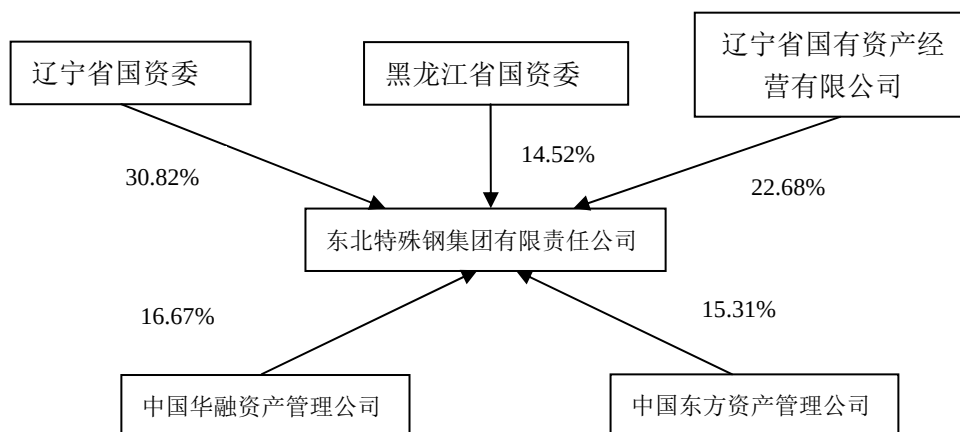
公司作为中国北方最大的特殊钢生产基地，产品种类齐全，具有较强的综合实力和规模优势；公司法人治理结构较完善，管理体系运行顺畅，整体管理水平较高。

基于对行业运行情况、区域经济环境、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，总体看，公司整体具备较强的抗风险能力。

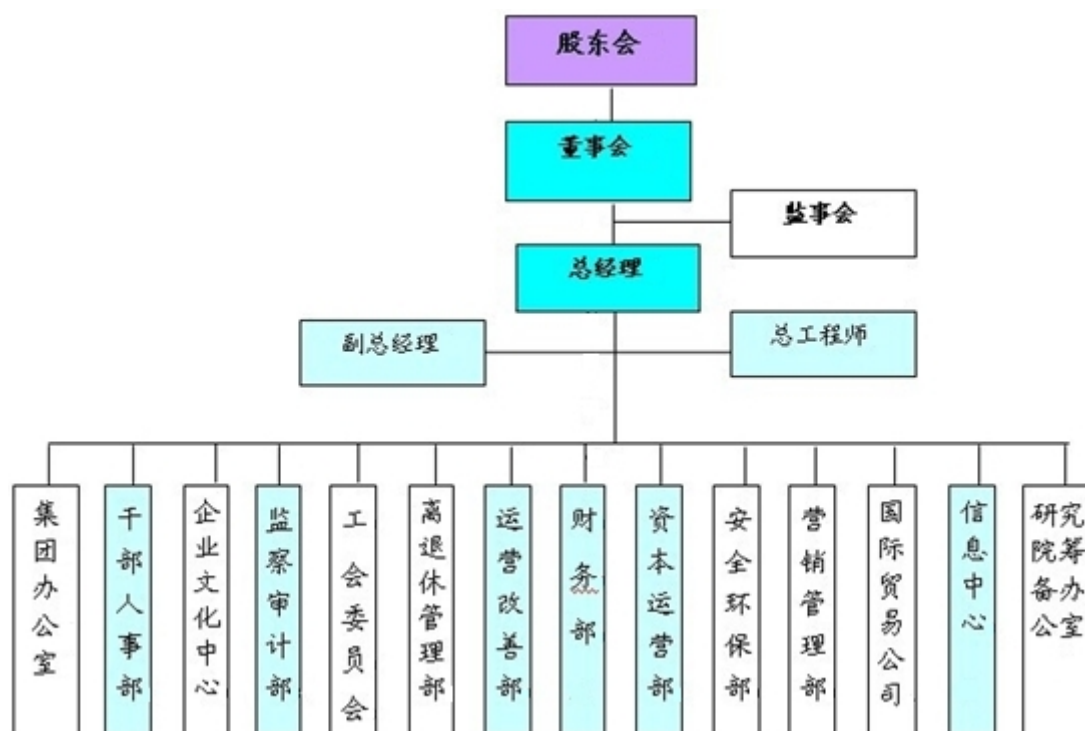
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“13东特钢CP001”和“14东特钢CP001” A-1的信用等级；“13东特钢MTN1”和“13东特钢MTN2” AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	56.63	66.88	62.29	54.84
资产总额(亿元)	472.06	506.58	518.04	519.59
所有者权益(亿元)	89.59	78.08	78.47	78.75
短期债务(亿元)	246.08	280.46	275.38	267.72
长期债务(亿元)	75.50	77.67	94.90	125.22
全部债务(亿元)	321.58	358.13	370.28	392.94
营业收入(亿元)	141.54	143.69	192.08	55.39
利润总额(亿元)	1.80	0.75	1.07	0.14
EBITDA(亿元)	12.14	16.87	19.36	--
经营性净现金流(亿元)	30.99	19.62	17.46	7.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.87	6.19	7.39	--
存货周转次数(次)	2.69	1.91	2.04	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.29	0.37	--
现金收入比(%)	100.55	101.89	101.86	112.32
营业利润率(%)	12.89	14.69	12.50	13.91
总资本收益率(%)	4.90	6.03	3.51	--
净资产收益率(%)	1.33	0.66	0.81	--
长期债务资本化比率(%)	45.73	49.87	54.74	61.39
全部债务资本化比率(%)	78.21	82.10	82.51	83.31
资产负债率(%)	81.02	84.59	84.85	84.84
流动比率(%)	67.61	60.41	60.62	61.10
速动比率(%)	50.92	37.10	35.05	33.33
经营现金流动负债比(%)	10.57	5.82	5.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.64	0.65	1.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.50	21.23	19.12	--

注：1. 长期应付款中有息部分已计入全部债务；

2. 2014 年一季度财务报表未经审计；

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 / 主营业务收入 × 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。

附件 5 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息