

跟踪评级公告

联合[2015] 696 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AA的主体长期信用等级,评级展望为负面,并维持“13东特钢MTN1”和“13东特钢MTN2”AA的信用等级。

特此公告。



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 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

跟踪评级时间：2015 年 6 月 5 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.75	25.31	19.51	18.60
资产总额(亿元)	506.58	518.04	518.18	518.90
所有者权益(亿元)	78.08	78.47	81.26	79.55
短期债务(亿元)	280.46	282.38	273.67	257.46
全部债务(亿元)	345.25	377.28	376.63	375.90
营业收入(亿元)	143.69	192.08	207.91	46.20
利润总额(亿元)	0.75	1.07	1.76	0.08
EBITDA(亿元)	16.87	19.47	35.70	--
经营性净现金流(亿元)	19.62	17.46	6.55	1.79
营业利润率(%)	14.69	12.50	21.10	16.67
净资产收益率(%)	0.66	0.81	1.58	--
资产负债率(%)	84.59	84.85	84.32	84.67
全部债务资本化比率(%)	81.56	82.78	82.25	82.53
流动比率(%)	60.41	60.62	60.38	62.30
全部债务/EBITDA(倍)	20.47	19.38	10.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.65	0.70	1.24	--
经营现金流流动负债比率(%)	5.82	5.21	2.01	--

注：1.其他流动负债中的有息债务计入短期债务；2.长期应付款中的有息债务计入长期债务；3.计算现金类资产已剔除受限货币资金；4.2015 年一季度财务报表未经审计。

分析师

谭心远 盛东巍
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

跟踪期内，宏观经济形势不确定性较大，结构性产能过剩因素仍制约着钢铁行业景气度回暖，受上游原料价格快速下跌以及市场需求增长乏力影响，作为钢铁子行业的特钢行业也面临较大经营压力，但相较普钢行业，特钢凭借差异化、高附加值特点，保持了产品价格的相对坚挺，部分优势企业呈现较好的逆势表现。

东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“公司”）作为中国北方最大的特殊钢生产基地，产品种类丰富，品牌认可度高，生产设备及科研水平先进，为公司可持续发展奠定了良好基础。跟踪期内，公司通过加大自身产品结构调整力度，扩大大连基地产量，并借铁矿石价格快速下跌的市场行情，实现营业收入及盈利能力的增长，公司整体利润水平有所改善。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，钢铁行业景气度仍处于周期性低谷，产能结构性过剩矛盾短期内难有明显改观，铁矿石价格企稳反弹及下游需求改善仍有待观察。另一方面，公司债务负担重、短期支付压力大，盈利能力难以短期内大幅提升。

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

优势

1. 特殊钢行业具有用途差异化、产品高附加值等特点，在钢铁行业整体景气度低的背景下具备一定抗风险能力。
2. 公司作为中国北方最大的特殊钢生产基地，产品种类丰富，品牌认可度高，生产设备及科研水平先进，为公司可持续发展奠定了良好基础。
3. 跟踪期内，公司加大了产品结构调整力度，

扩大大连基地产量，实现整体盈利水平的改善。

4. 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，受国内经济增长速度放缓等因素影响，特钢行业面临一定的经营压力。
2. 公司有息债务规模大，债务负担重，短期偿付压力大。
3. 公司存货占资产比重高，主要构成原材料和钢材价格波动大，存货周转次数较低，公司存货面临一定的跌价风险。
4. 公司货币资金中受限资金占比高，融资渠道有待拓展。

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》,并从其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2015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2014年底,公司资产总额为518.18亿元,所有者权益合计81.26亿元;2014年公司实现营业收入207.91亿元,利润总额1.76亿元。

截至2015年3月底,公司资产总额为518.90亿元,所有者权益合计79.55亿元;2015年1~3月,公司实现营业收入46.20亿元,利润总额0.08亿元。

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:杨华。

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。

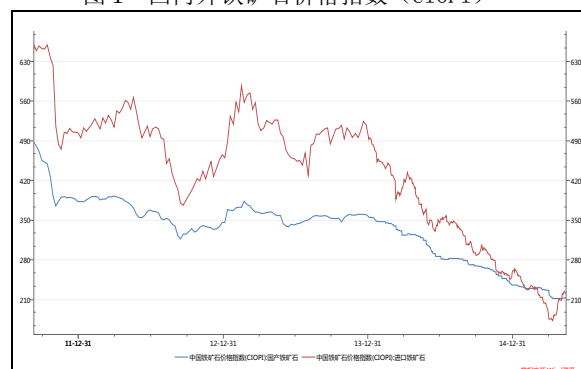
2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以

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

2014 年，中国钢铁行业整体景气度持续低迷。受此影响，跟踪期内中国特钢市场景气度延续 2013 年低迷的总体态势。全年合计产量 11472 万吨，较 2013 年产量增长 2%，其中非合金钢增长 1%，低合金钢增长 3%，合金钢基本不变，不锈钢增长 9%，不锈钢增长速度相对较快，占比有所上升。

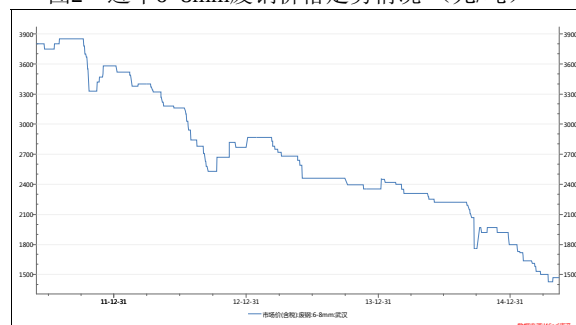
图 1 国内外铁矿石价格指数（CIOPI）



资料来源：Wind 资讯

跟踪期内，特钢主要原材料价格总体波动下行。有助于缓解钢材价格下行压力。

图2 近年6~8mm废钢价格走势情况（元/吨）

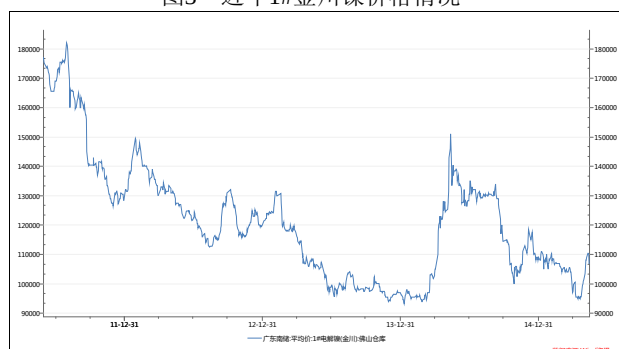


资料来源：wind资讯

2014年,铁矿石价格指数总体呈现波动下降格局,其中进口铁矿石价格指数降幅大于国内铁矿石价格指数。2014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,但总体跌幅略大于钢材价格下跌幅度。2015年3月起,国内铁矿石价格指数有所回升。

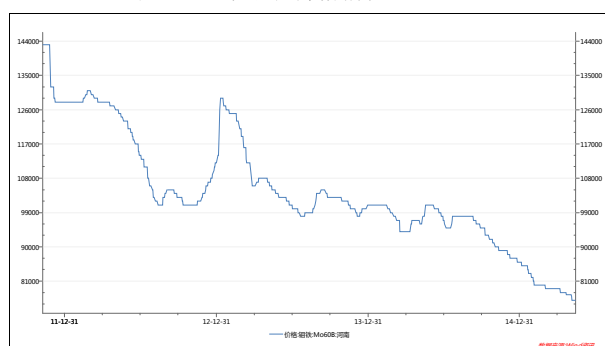
跟踪期内,中国铁矿石价格大幅波动,给铁矿石自给率不高的钢铁企业成本控制与风险管理带来压力和挑战。中国废钢价格变动趋势与钢材和铁矿石价格变动趋势基本一致。

图3 近年1#金川镍价格情况



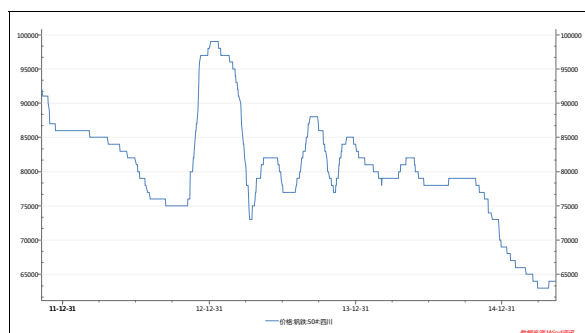
资料来源: wind资讯

图4 近年钼铁价格情况



资料来源: wind资讯

图5 近年钒铁价格走势情况

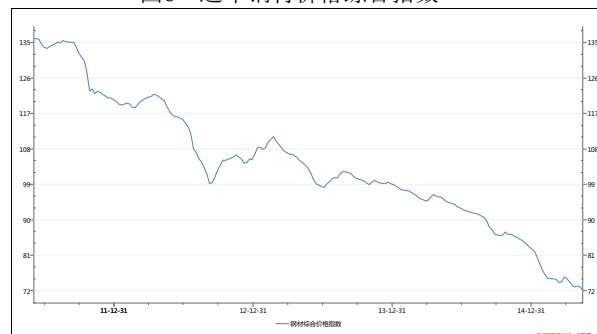


资料来源: wind 资讯

跟踪期内,镍价格波动较大。其他几种主要有色金属原料价格总体表现出波动下降的趋势。

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。过后,下游市场有所回暖,特别是在汽车行业带动下特钢价格有所回升,但6月份以来不断走低。

图6 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，受原材料价格波动影响较大；2014年中国特钢市场景气度整体延续颓势，预计未来一段时间内“一带一路”战略、京津冀协同发展、核能发电及高速铁路等相关项目陆续通过审核，有望提振特钢行业下游需求；但同时，由于国家对产能过剩行业的政策调整将加剧钢铁行业的资金紧张局面。

未来特钢生产企业经营及盈利能力的改善，有待于世界经济的进一步恢复，相关下游行业需求的实质性提升，以及十二五规划关于特钢政策的逐步实施。同时，根据国务院发布了化解产能过剩的指导意见，未来将进一步淘汰钢铁行业的落后产能，钢铁行业产能总量将被压缩，钢铁企业将面临较大的竞争压力；但随着钢铁行业的淘汰落后产能和节能减排工作推进，行业龙头企业对区域市场的控制力将得到增强，对钢铁行业健康可持续发展带来新的机遇。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，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。2014年，随着公司大连基地环保搬迁主体项目的全面竣工投产，公司整体钢生产能力达560万吨、钢材产能达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。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，公司董事长由赵明远先生变更为杨华先生，公司总经理由张鹏先生变更为张洪坤先生，上述变更均属正常任命。其他管理制度无重大变化。

杨华先生，党员，1984年7月参加工作，辽宁大学哲学系哲学专业毕业，研究生学历，北京大学哲学硕士。曾任鞍山钢铁集团公司党委常委兼鞍钢股份有限公司副董事长、党委筹建组组长，鞍山钢铁集团公司党委常委兼鞍钢股份有限公司副董事长、党委书记，鞍钢集团公司党委常委兼鞍山钢铁集团公司党委常委、鞍钢股份有限公司副董事长、党委书记，鞍钢集团公司党委常委兼鞍山钢铁集团公司党委书记、鞍钢股份有限公司副董事长、党委书记。

张洪坤先生，研究生学历，中共党员，2001年8月参加工作，工程师。曾任大连钢铁集团人力资源处科员，辽宁特钢集团人力资源处劳动组织科长，东北特钢集团组织干部处科长，东北特钢集团组织干部处副处长、处长，东北特钢集团组织部部长、干部人事部部长，东北特钢集团党委办公室主任、集团公司办公室主任，东北特钢集团纪委书记。现任东北特钢集团副董事长、董事、总经理，林西金域矿业公

司董事长。

1. 经营概况

七、经营分析

表1 近年公司主营业务收入情况(单位:万元、%)

主营业务	2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材销售	1362932.84	98.09	14.40	1809348.00	97.86	11.60
钼铁销售	18503.47	1.33	1.61	27414.92	1.48	3.14
齿轮销售	8072.07	0.58	40.31	12207.71	0.66	31.07
合计	1389508.38	100.00	14.38	1848970.63	100.00	11.60
主营业务	2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材销售	1882261.19	97.44	23.03	417296	99.27	15.35
钼铁销售	37467.68	1.94	3.64	-	-	-
齿轮销售	12073.46	0.62	34.4	3051	0.73	29.91
合计	1931802.33	100.00	22.66	420347	100.00	15.46

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;2015年1季度钼铁销售未纳入合并范围。

跟踪期内钢铁全行业处于周期性低谷,但特钢行业稍好于普钢行业,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,2014年,公司实现主营业务收入193.18亿元,同比增长4.48%,主营业务毛利率为22.66%,较2013年大幅上升11.06个百分点,主要系当期主要原材料采购价格下降,公司销量增加,以及公司调整产品结构,增加合金钢材及不锈钢材中高附加值产品比重综合所致。

2015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42.03亿元,达到了2014年全年水平的21.76%,其中钢材销售收入41.73亿元,为2013年全年水平的22.17%;同期,公司主营业务毛利率为15.46%,较2014年全年水平有所下降,主要系2015年一季度市场行情进一步下滑,公司主要特钢产品销售价格下降所致。

表2 公司分产品产量(单位:万吨)

产品名称	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
非合金钢材	普通	--	--	--
	优质	7.37	5.50	3.39
	特殊	10.88	8.17	6.74
低合金钢材	普通	--	--	--
	优质	0.10	0.05	0.07
	特殊	0.20	1.37	1.57
合金钢材	优质	--	--	--
	特殊	150.28	172.21	185.44
不锈钢材	21.18	28.30	31.94	6.9
合计	190.01	215.60	229.15	44.73

资料来源:公司提供。

2014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229.15万吨,同比增长6.28%。2015年1~3月,公司钢材产量44.73万吨,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，各生产线陆续达产，大连基地特钢生产能力快速增长，2014年，大连基地特钢产量达106.33万吨；销售收入达到112.5亿元。

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料领域优势持续强化。2014年，抚顺基地特钢产量54.24万吨，销售收入54.5亿元。

北满基地规模化发展取得成效，特钢材产量逐年增长，2014年产量68.58万吨，销售收入38.6亿元。目前，北满基地所有环保指标均达到国家相关标准。

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	2012年	72.72	54.43	6.62
	2013年	92.68	97.3	5.58
	2014年	106.33	112.5	8.4
抚顺基地	2012年	48.19	48.20	12.47
	2013年	55.83	54.60	13.03
	2014年	54.24	54.5	17.8
北满基地	2012年	64.26	31.08	13.50
	2013年	67.09	33.44	13.61
	2014年	68.58	38.6	18.9

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。2012~2014年，公司煤炭采购均价波动增长，分别为943元/吨、1202元/吨和1070元/吨。其中，2013年煤炭采购均价大幅上升，主要系当年公司加大煤炭中焦炭的采购比例（占45.58%），且焦炭较一般品种煤炭价格高所致；

2014年公司煤炭采购均价同比降低10.98%，主要系国内煤价下降所致，考虑到煤炭作为公司采购比重最多的原料，价格的下降有助于降低营业成本。2014年，公司煤炭采购量145.26万吨，同比减少19.26%，铁精粉44.50万吨，同比下降39.04%，主要系公司调整产品结构，优化了部分产品的生产工艺，减少了长流程冶炼占比所致。

表4 公司主要原燃料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2012年	2013年	2014年	2015年 1~3月
煤炭	采购量	141.48	179.90	145.26	35.64
	采购均价	943.00	1202.00	1070	951
废钢	采购量	71.54	46.00	54.12	7.37
	采购均价	3162.00	2664.00	2397	1973
球团	采购量	39.17	64.35	59.5	12.7
	采购均价	1278.67	1211.05	1187.88	848
铁精粉	采购量	124.20	73.00	44.5	-
	采购均价	872.00	940.00	905	-

富矿粉	采购量	36.37	66.04	105.9	54.5
	采购均价	1028.76	1024.88	815	515
镍铁	采购量	0.56	0.51	0.9	0.17
	采购均价	132183.00	109332.00	119143	107067
钼铁	采购量	0.63	0.50	0.47	0.12
	采购均价	122469.00	110397.00	100440	82354
钒铁	采购量	0.22	0.15	0.18	0.04
	采购均价	83168.00	84310.00	79941	67268

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。从采购数量来看，2014年，公司调整产品结构，优化产品工艺，减少了长流程占比，相应增加短流程占比。受此影响，公司2014年铁精粉采购量同比减少39.04%，废钢采购量同比增加17.65%。采购价格方面，2014年，废钢、球团、铁精粉及富矿粉的价格受整体行情影响，同比均有不同程度下降，有助于公司生产成本的降低。

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：2012~2014年，钼铁的采购均价呈现持续下降趋势，2014年为10.04万元/吨；镍铁和钒铁价格有所波动，2014年分别为11.91万元/吨和7.99万元/吨，同比分别上升8.97%和下降5.22%。采购量来看，2014年，公司钼铁和钒铁的采购量变化不大，镍铁采购量大幅上升，主要系公司产品结构调整，增加合金钢、不锈钢产品比重，使得合金采购数量增加所致。

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，跟踪期公司各类主要原料价格

均有不同程度的下降，有助于公司对生产成本的控制。受公司生产采用长流程工艺占比变动影响，公司废钢、煤炭等主要原料的采购量有所波动。

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，表现好于普钢企业，其主导产品质量好，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，2014年，公司继续调整产品结构，增加高附加值产品占比，主要产品销售均价较2013年有所上升，对公司整体盈利能力形成一定支撑；2015年1~3月，受行业周期性影响，公司主要产品销售均价较2014年底均有不同程度下降，公司盈利能力水平相应有所下滑。

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	2012年	2013年	2014年	15年1~3月
合金结构钢	5656	5450	5609	5473
轴承钢	5271	4428	5400	5087
工模具钢	13449	12138	14030	13799
不锈钢	13446	11966	14527	14194

资料来源：公司提供

4. 在建项目及未来发展

截至2014年3月底，公司主要投资项目有北满基地高强度精品棒材技改项目、北满基地60MN快段机组技术改造工程、抚顺基地提高军

品生产能力及镍基高温合金材料产业化特冶技术改造二期工程、大连基地整体搬迁改造项目以及后部精整能力完善工程等，其中大连基地整体搬迁改造项目已经正式投产，但尚未完全转固，年末余额为90.32亿元。

从2015年至2017年投资规划看，未来两年公司在建工程投资规模小，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；近几年经营状况一般。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2015年3月底已完成投资	投资计划		
					2015年4-12月	2016年	2017年
东北特钢集团北满特殊钢有限责任公司高强度精品棒材技改项目	齐工信技改备字[2012]21号	黑环证[2015]36号	2.31	1.02	0.56	0.05	
东北特钢集团北满特殊钢有限责任公司锻造公司60MN快段机组技术改造二期工程	齐发改工（备）字[2013]13号	黑环建审[2009]37号	12.80	8.07	0.55	0.40	
东北特钢集团抚顺特殊钢股份有限公司提高军品生产能力及镍基高温合金材料产业化特冶技术改造二期工程	抚顺（经）备【2014】03号	辽环函[2014]106号	9.71	3.05	2.15	3.25	1.25
大连基地整体搬迁改造项目以及后部精整能力完善	抚顺（经）备【2014】03号	环审[2006]440号	132.00	140.00			
合计	--	--	156.82	152.14	3.26	3.70	1.25

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2014年财务报表经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）大连分所审计，并出具了标准无保留审计意见。2014年公司合并范围同比无变化。公司2015年一季度合并范围为12家主要子公司，较2014年有所变化，但对数据可比性影响不大。公司2015年一季度财务报表未经审计。

2. 盈利能力

跟踪期内，钢铁全行业继续处于周期性低谷，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，公司分别实现营业收入和营业成本207.91亿元和163.71亿元，公司营业利润率同比上涨8.6个百分点至21.10%，主要系公司产品结构得到优化调整，碳素结构钢、碳素工具钢等非合金钢材所占的产品比重降低，而合金结构钢、不锈钢中高附加值的产品比重不断增加，公司销量有所增长，以及主要原材料价格下跌所致。

同期，由于公司销售费用、财务费用和管理费用同比都有不同程度增长，公司期间费用占营业收入比重上涨8.43个百分点至20.49%。

2014年，公司营业外收入主要为政府补助，2014年政府对公司补助为0.24亿元；营业外支出主要为资产处置损失、诉讼支出等。整体看，

非经常性损益对公司盈利情况有所影响。2014 年公司实现利润总额 1.76 亿元,同比有所上升。从盈利指标来看,2014 年总资本收益率和净资产收益率分别为 6.59%和 1.58%,两项指标同比均有所上升。

2015年1~3月,受市场环境的影响,公司主要产品销售均价下滑,同时公司调整产品结构,减少了低合金钢、非合金钢及合金钢中低端产品的销量,公司实现营业收入46.20亿元,较去年同期减少16.59%。同期,公司营业利润率为16.67%,较2014年全年水平下降4.43个百分点。2015年1~3月,公司利润总额0.08亿元,同比减少95.39%;净利润较去年同期由正转负,为-0.05亿元。

总的来看,受铁矿石及煤炭采购均价的持续下降导致生产成本减少的影响,2014 年公司盈利能力有所回升,利润规模有所增加。公司大连基地投产后产能逐步释放,但大连基地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。受特钢行业整体行情的影响,2015 年一季度,公司盈利情况有所弱化,净利润由正转负,考虑到未来公司大连基地搬迁改造工程全部转固后计提折旧因素的影响,公司未来盈利能力可能进一步弱化。

3. 现金流及保障

2014 年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为 208.42 亿元,同比增长 6.52%。2014 年,公司收到其他与经营活动有关的现金 3.48 亿元,同比大幅减少,主要原因是 2013 年公司将以前年度融资的方式募集的资金计入上述科目,而 2014 年来公司通过其他融资方式调整债务结构,大幅减少了票据融资。2014 年,公司经营活动现金流入有所增加,为 214.93 亿元。2014 年,公司支付其他与经营活动有关的现金为 13.58 亿元,同比增加 431.47%,主要系当期集团公司集中采购往来款增多所致。受此影响,2014 年公司经营活动现金流出同比大幅增加,

为 208.37 亿元。2014 年,公司经营活动产生的现金流净额为 6.55 亿元,同比大幅减少。2014 年公司现金收入比为 100.25%,较 2013 年下降 1.61 个百分点。

2014 年,公司投资活动产生流入量较小,为 8.08 亿元,主要是处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额,公司 2014 年处置固定资产和其他长期资产收到的现金净额同比增长 24.72%,主要系公司出售部分持有的抚顺特钢股权所致,同期,公司投资活动现金流出量为 8.63 亿元,同比下降 59.22%,系购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅减少所致。2014 年公司投资活动现金净流量表现为净流出(0.55 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,2014 年为 265.66 亿元;2014 年,公司偿还债务支付的现金同比增长 24.12%,受此影响,公司筹资活动现金流出同比大幅。2014 年公司筹资活动现金流量净额同比由正转负,为-15.85 亿元。

2015 年 1~3 月,公司经营活动现金净额为 1.79 亿元;投资活动现金净额为-1.56 亿元,同期,公司筹资活动现金净额为-3.02 亿元。

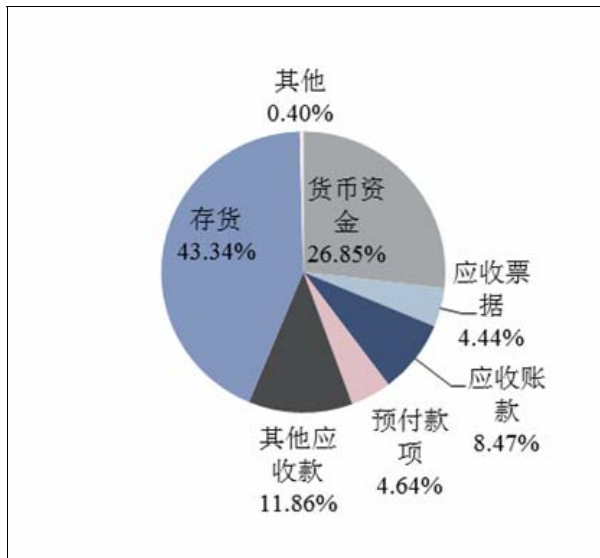
跟踪期内,公司经营活动现金流入有所减少;随着在建项目陆续完工,公司投资活动现金流出规模大幅减少,未来公司投资支出所需资金将进一步减少;未来受债务陆续到期的影响,公司筹资活动现金流出量将持续增加。

4. 资产及债务结构

截至2014年底,公司资产总额为518.18亿元。跟踪期内,公司资产构成基本以非流动资产为主。截至2014年底,公司资产结构同比变化不大,流动资产占比37.93%,非流动资产占比62.07%。

截至2014年底,公司流动资产196.52亿元。流动资产构成上其他应收款、货币资金、存货和应收账款占比较大。

图8 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司货币资金为52.77亿元，同比变化不大。公司货币资金中其他货币资金44.77亿元（占84.84%），主要是银行承兑汇票及信用证保证金，其中受限资金42.00亿元，受限占比高。

截至2014年底，公司存货为85.16亿元，同比变化不大，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34.55%、22.73%和34.58%。公司对库存商品计提跌价准备，计提比例0.13%，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2014年底，公司应收账款为16.64亿元，综合计提比例为9.13%。账龄来看，公司应收账款以短期为主，账龄在一年以内的占比70.88%。

截至2014年底，公司其他应收款为23.30亿元，同比减少15.94%，主要由应收大连市政府土地补偿款2亿元，应收辽宁省国有资产经营公司11.6亿元，应收辽宁利盟国有资产经营公司0.97亿元，应收辽宁省财政厅1.2亿元等构成。账龄来看，一年以内占31.67%，1至2年占18.03%，2至3年占18.71%，3年以上占

31.59%。综合计提比例为3.04%。

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2014年底为321.66亿元。

截至2014年底，公司固定资产原值为179.79亿元，固定资产累计折旧52.32亿元，减值准备为0.28亿元，账面价值为127.19亿元。公司固定资产主要是机器设备和房屋建筑物。

截至2014年底，公司在建工程为158.07亿元，同比下降13.25%，主要为2014年在建工程转固所致。其中，公司大连基地搬迁改造工程已经完工投入生产，本年转固7.00亿元，还有90.32亿元尚未转固。

截至2014年底，公司无形资产22.93亿元，其中土地使用权占99.87%。

截至2015年3月底，公司资产总额为518.90亿元，较2014年底增长0.14%，其中流动资产占37.51%，非流动资产占62.49%，公司资产结构较2014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。

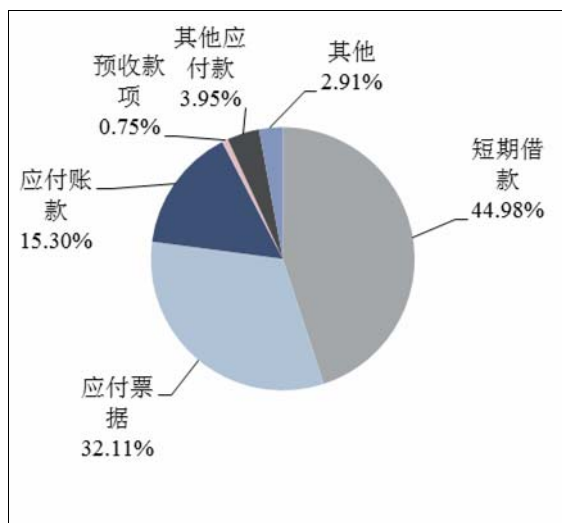
截至2014年底，公司所有者权益合计81.26亿元（包含少数股东权益16.72亿元），归属于母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成。

截至2015年3月底，公司所有者权益为79.55亿元（包含少数股东权益15.25亿元）与2014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2014年底，公司负债合计325.48亿元，流动负债占比74.49%。

截至2014年底，公司流动负债合计325.48亿元，主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。

图9 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司短期借款为146.41亿元，较2013年底减少6.92%，公司短期借款主要是保证借款、信用借款和质押借款。

截至2014年底，公司应付账款为49.80亿元，同比增长4.96%，应付账款主要是公司应付上游原材料供应商的货款，账龄主要在一年以内（占71.41%）。

截至2013年底，公司应付票据104.51亿元，同比下降5.54%，其中银行承兑汇票占公司应付票据94.63%。

截至2014年底，公司其他应付款12.85亿元，主要包括公司建设项目中未支付给设备供应商及建设单位的项目部分质量保证金及尾款等。

截至2014年底，公司其他流动负债16.74亿元，同比大幅增长107.27%，主要系新增9.00亿短期融资券所致。

截至2014年底公司非流动负债为111.44亿元，同比增长6.56%，主要是长期应付款的增长所致，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2014年底，公司长期借款23.98亿元，主要由抵押借款和保证借款构成，同比下降24.19%，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56.00亿元，同比增长5.66%，2014年增长源于公司2014年12月8日发行的期限为1年的非公开定向债券3亿元。

受融资租赁款项大幅增长的影响，截至2014年底，公司长期应付款28.60亿元，同比大幅增长59.61%，主要为融资租赁款项，在统计有息债务时已计入长期债务核算。

截至2015年3月底，公司负债总额为439.35亿元，较2014年底增长0.56%。

2014年，公司全部债务为376.63亿元，其中短期债务占比72.66%，长期债务占比27.34%，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2014年分别为84.32%和82.25%。截至2015年3月底，公司上述指标分别为84.67%和82.53%，公司债务负担有所加重。

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，2014年底公司流动比率、速动比率分别为60.38%和34.21%。2015年3月底分别为62.30%和34.23%。公司短期偿债指标弱。截至2014年底，公司经营活动现金流动负债比为2.01%。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，2014年为1.24倍。公司全部债务/EBITDA倍数同比下降明显，2014年为10.55倍。总体看，EBITDA对利息及全部债务保护程度弱。

公司大连老基地土地政府已收储，截至2015年3月底，公司已累计收到土地补偿款约53亿元，已全部用于偿还银行借款及企业债券的本金和利息，尚有2亿元土地补偿款未到

位。

整体看，跟踪期内受行业景气度下滑影响，公司盈利能力仍然较弱。公司债务规模大，债务负担重，短期偿付压力大，公司未来偿债能力的改善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 2015 年 3 月底，公司从国内各家银行获得的综合授信额度约 183.75 亿元，其中尚未使用额度 11.75 亿元。公司间接融资渠道尚待拓宽。公司拥有上市子公司抚顺特钢，具备融资渠道。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保金额共计 12.42 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 2015 年 3 月底，公司所担保企业均经营正常。

大化集团始建于 1933 年，是中国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、硝酸铵、硝酸钠、煤焦油、液氨等。

截至 2014 年底，大化集团总资产 150.02 亿元，所有者权益合计 42.45 亿元，资产负债率 71.7%；2014 年，大化集团实现营业收入 105.1 亿元，净利润 0.31 亿元。

截至 2015 年 3 月底，大化集团总资产 146.55 亿元，所有者权益合计 42.5 亿元，资产负债率 71%；2015 年 1~3 月，大化集团实现营业收入 10.04 亿元，净利润 0.07 亿元。

表7 公司对外担保情况

被担保企业	担保金额（亿元）	担保期限
大化集团有限责任公司	10.10	1 年
大化集团大连化工股份有限公司	0.47	1 年
哈尔滨轴承制造有限公司	1.85	1 年
合计	12.42	--

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。

以2015年3月底公司所有者权益测算，公司担保比率为15.61%，对外担保规模较大，若发

生代偿对公司影响较大。

公司目前存续期内的中期票据包括“13东特钢MTN1”和“13东特钢MTN2”，将于2018年偿还，上述待偿债务的发行额度分别为14亿元和8亿元，合计22亿元。

公司 2014 年 EBITDA 为存续期内中票发行额度的 1.62 倍，经营活动现金流入量为存续期内中票发行额度的 8.86 倍，经营活动现金流量净额为存续期内中票发行额度的 0.30 倍。综合分析，经营活动现金流入规模较大，对存续期内中票安全保障程度高。

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 2015 年 5 月 4 日，公司未结清信贷信息中，关注类存在 1 笔贷款，为 528.95 万，已结清信贷信息中，关注类存在 200 笔贷款、4 笔票据贴现和 178 笔银行承兑汇票，对外担保信息中，公司存在 82349 万元关注类保证担保，上述关注类信息主要系工商银行将全部钢铁类企业贷款调整为关注所致。公司部分贷款存在逾期结清的现象，从中国债券信息网站公布的信息来看，公司近年到期的债务融资工具均已按时还本付息。

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。

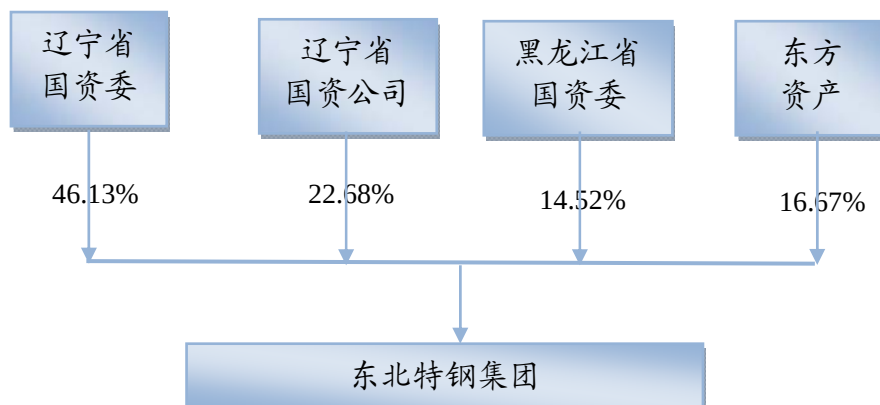
基于对行业运行情况、区域经济环境、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，总体看，公司整体具备较强的抗风险能力。

九、结论

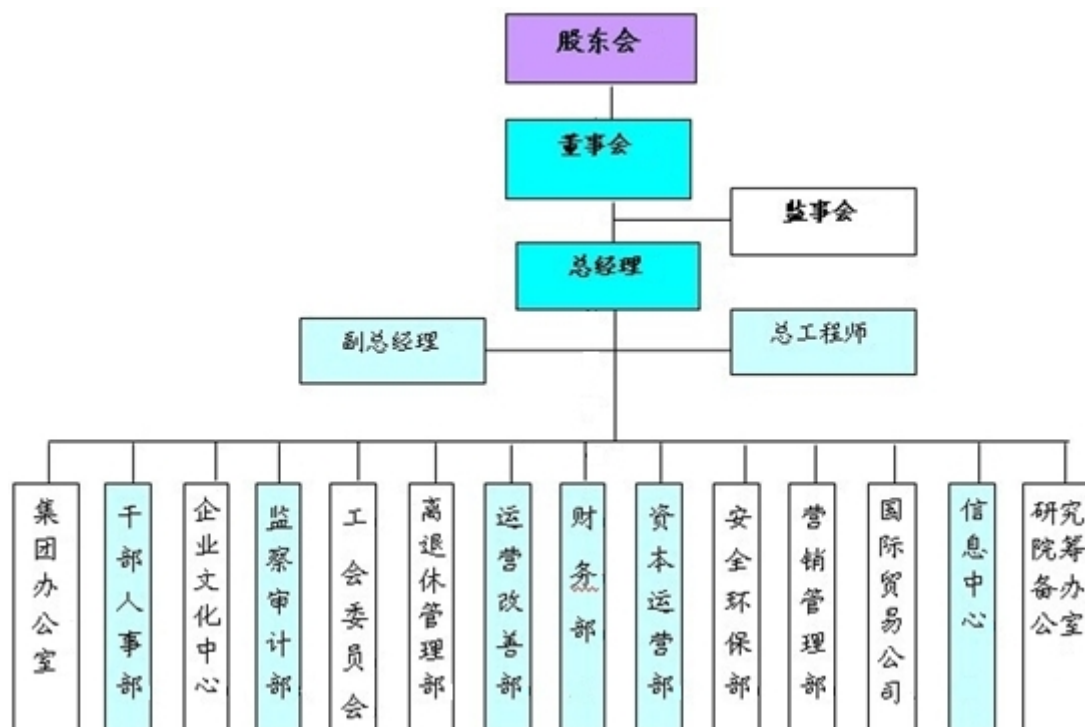
综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“13东

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.75	25.31	19.51	18.60
资产总额(亿元)	506.58	518.04	518.18	518.90
所有者权益(亿元)	78.08	78.47	81.26	79.55
短期债务(亿元)	280.46	282.38	273.67	257.46
长期债务(亿元)	64.79	94.9	102.96	118.44
全部债务(亿元)	345.25	377.28	376.63	375.90
营业收入(亿元)	143.69	192.08	207.91	46.20
利润总额(亿元)	0.75	1.07	1.76	0.08
EBITDA(亿元)	16.87	19.47	35.70	--
经营性净现金流(亿元)	19.62	17.46	6.55	1.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.19	7.39	8.24	7.06
存货周转次数(次)	1.91	2.04	1.92	1.78
总资产周转次数(次)	0.29	0.37	0.40	0.36
现金收入比(%)	101.89	101.86	100.25	74.49
营业利润率(%)	14.69	12.50	21.10	16.67
总资本收益率(%)	6.22	6.28	6.59	-0.05
净资产收益率(%)	0.66	0.81	1.58	--
长期债务资本化比率(%)	45.35	54.74	55.54	54.58
全部债务资本化比率(%)	81.56	82.78	82.25	82.53
资产负债率(%)	84.59	84.85	84.32	84.67
流动比率(%)	60.41	60.62	60.38	62.30
速动比率(%)	37.10	35.05	34.21	34.23
经营现金流动负债比(%)	5.82	5.21	2.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.65	0.70	1.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.47	19.38	10.55	--

注: 1.其他流动负债中的有息债务计入短期债务; 2.长期应付款中的有息债务计入长期债务; 3.计算现金类资产已剔除受限货币资金; 4. 2015 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	(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/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。