

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014]1268 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持本溪北营钢铁（集团）股份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北营钢MTN1” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月十八日



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>

本溪北营钢铁（集团）股份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 北营钢MTN1	15 亿元	2011/6/29-2016/6/29	AA	AA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 18 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	93.87	46.73	55.53	71.96
资产总额(亿元)	429.04	428.93	496.69	547.78
所有者权益(亿元)	130.29	132.48	132.83	132.83
短期债务(亿元)	107.44	69.43	81.72	137.68
全部债务(亿元)	249.23	230.19	281.69	336.83
营业收入(亿元)	283.92	209.97	216.70	51.37
利润总额(亿元)	1.36	0.59	0.36	0.01
EBITDA(亿元)	17.40	20.42	22.82	--
经营性净现金流(亿元)	7.51	1.54	1.45	4.91
营业利润率(%)	7.31	9.99	10.19	10.51
净资产收益率(%)	1.02	0.44	0.27	--
资产负债率(%)	69.63	69.11	73.26	75.75
全部债务资本化比率(%)	65.67	63.47	67.96	71.72
流动比率(%)	133.45	128.52	123.71	114.50
全部债务/EBITDA(倍)	14.32	11.27	12.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.87	1.63	1.32	--
经营现金流流动负债比(%)	4.79	1.15	0.89	--

注：2014 年一季度财务报表未经审计，全部债务中包含融资租赁款。

分析师

张强 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

跟踪期内，本溪北营钢铁（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）主要钢铁产品价格大幅下降，但受益于钢铁产品产销量的恢复，以及其他产品销售收入增长，公司营业收入实现小幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到，公司所处钢铁行业景气度持续低迷，经营压力较大；债务水平上升，债务负担进一步加重等对公司信用基本面的不利影响。

未来随公司资源自给率的逐步提升和装备技术水平的改善，以及重组效应的进一步显现，公司盈利压力将有所缓解。但未来在建工程结转固定资产后，折旧增加将压缩公司盈利空间；卷板生产线出租后，公司收入规模将有所下降。

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，评级展望调整为负面，并维持“11北营钢MTN1”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司2012年产能置换的1号大高炉生产日趋成熟，公司钢铁生产逐步恢复。
2. 公司现金类资产和经营活动产生的现金流入量对待偿债券的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，钢铁行业景气度持续低迷，公司经营压力较大。
2. 跟踪期内，公司债务水平上升，债务负担进一步加重。
3. 2013年，公司1号大高炉尚未转固，由其产生的收入计入利润表，但相关利息支出、试运营产生的亏损仍计入在建工程，财务处理规范性有待提高。
4. 2013年11月，公司与本钢板材股份有限公司就卷板业务生产线签订租赁协议，2014～2016年租赁期间，卷板产品由本钢板材股

份有限公司生产，公司合并口径收入将受到较大影响；由于租金金额目前尚未明确，且公司未对单独生产线进行效益核算，该租赁行为对公司盈利水平影响有待观察。

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）与本溪北营钢铁（集团）股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与本溪北营钢铁（集团）股份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，未因本溪北营钢铁（集团）股份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本溪北营钢铁（集团）股份有限公司提供，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 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”)关于本溪北营钢铁(集团)股份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

本溪北营钢铁(集团)股份有限公司(以下简称“公司”)是由北台钢铁(集团)有限责任公司(以下简称“北钢”)联合中国五矿集团公司、山西焦化股份有限公司、本溪北方投资有限公司等6家企业,以北钢钢铁业务为基础组建的钢铁企业。2002年4月,公司经本溪市工商行政管理局批准设立,成立时注册资本10亿元。2007年8月,公司进行股份制改制,更名为“本溪北营钢铁(集团)股份有限公司”。截至2009年底,公司注册资本为60亿元,其中北钢持有公司66.74%股份。2010年8月12日,辽宁省人民政府作出《关于设立本钢集团有限公司的批复》(辽政[2010]197号)批复,本溪钢铁(集团)有限责任公司(以下简称“本钢”)与北钢重组后新企业名称为本钢集团有限公司(以下简称“本钢集团”),授权辽宁省国资委代表省人民政府对新组建的本钢集团有限公司履行国有资产出资人职责,持有本钢集团有限公司100%股权。2010年12月25日,本钢集团取得辽宁省工商行政管理局颁发的《企业法人营业执照》(注册号为210000004948655),注册资本为人民币壹佰亿元,实收资本为人民币壹佰亿元,公司类型为有限责任公司(国有独资),经营范围为资产经营管理。根据辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会《关于无偿划转本溪北营钢铁(集团)股份有限公司国有股权的批复》(辽国资产权[2010]254号)、本溪市人民政府国有资产监督管理委员会《关于北台钢铁(集团)有限责任公司无偿划转持有本溪北营钢铁(集团)股份有限公司国有股权的

批复》(本国资发[2010]257号),北钢将持有的公司66.74%股权(400451.71万股股份)无偿划转给本钢集团有限公司。2010年12月21日,划出方北钢与划入方本钢集团签署《国有股权无偿划转协议》。公司控股股东由北钢变更为本钢集团,实际控制人由本溪市国有资产监督管理委员会变更为辽宁省国有资产监督管理委员会。其后,公司通过资产重估和资产注入进一步推进资产重组工作。截至2012年2月18日,上述资产重组的相关工商登记变更手续已完成。截至2014年3月底,公司注册资本60亿元,其中本钢集团有限公司持有公司83.66%的股权。

截至2013年底,公司合并资产总额为496.69亿元,所有者权益合计为132.83亿元(其中少数股东权益21.34亿元)。2013年,公司实现营业收入216.70亿元,利润总额0.36亿元。

截至2014年3月底,公司合并资产总额为547.78亿元,所有者权益合计为132.83亿元(其中少数股东权益19.89亿元)。2014年1~3月,公司实现营业收入51.37亿元,利润总额0.01亿元。

公司注册地址:辽宁省本溪市北台镇;法定代表人:马忠岩。

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。

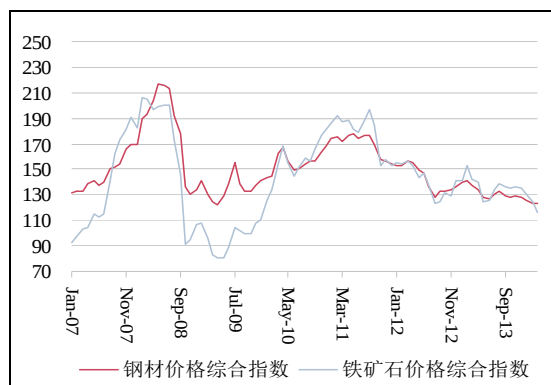
四、行业及区域经济环境

1. 钢铁价格

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。随着行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度至2013年一季度出现反弹。从2013年一季度末开始，受经济疲弱和产能过剩影响，钢材价格再度转弱。跟踪期内钢铁行业价格指数呈波动走势，但景气度仍处于低谷。

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。

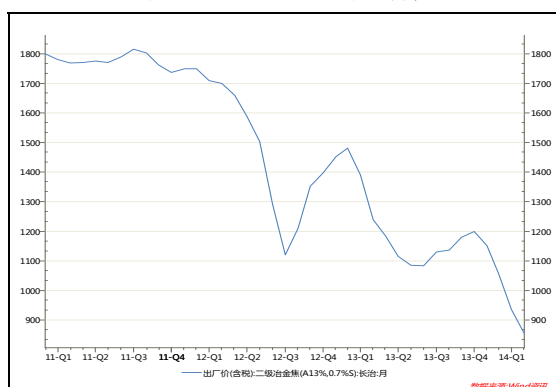
图1 2010年来主要钢材产品价格指数



资料来源：www.mysteel.com

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。价格方面，2011年上半年均价为1979.03元/吨，同比增长6.95%。2011年10月后，焦炭价格震荡下行，截至2014年4月价格为855.71元/吨。

图2 长冶二级冶金焦均价



资料来源: Wind资讯

2. 行业政策

为改变中国钢铁行业面临的产能增长过快、布局不合理、淘汰落后产能进展缓慢等突出问题，近年来相关部门已出台一系列政策和措施。

2012年2月27日，工信部发布《工业节能“十二五”规划》，其中有不少内容涉及钢铁行业的淘汰落后工作。具体来看，到2015年钢铁行业单位工业增加值能耗要比2010年下降18%；吨钢综合能耗需从2010年的605千克标准煤/吨下降至2015年的580千克标准煤/吨，降幅达到4.1%。且根据工信部的规划，“十二五”期间还将加大淘汰落后高炉和电炉的力度，扩大节能技术的应用面。

2012年9月3日工信部发布《钢铁行业规范条件(2012年修订)》，明确提出了严禁生产Ⅰ级螺纹钢、Ⅱ级螺纹钢(2013年后)，而目前Ⅱ级螺纹钢占市场份额60%左右，约为1亿吨。同时，提高了节能环保的门槛，要求吨

钢二氧化硫排放量不超过1.63千克，吨钢新水消耗不超过4.1立方米。随着国家加大淘汰落后产能、禁止落后产能转移、实施准入政策、对钢铁企业生产经营实施规范管理等宏观调控措施的实施，未来国内钢铁供给增速将有所下降，这有助于缓解钢铁行业产能过剩的压力，同时对推动行业产品结构调整、转变行业发展方式、促进钢铁行业整体健康发展具有积极意义。

总体看，目前钢铁行业面临较为严重的结构性产能过剩，行业企业经营难度加大。近年来政府连续出台产能控制政策，严禁新建产能，同时大力推进节能降耗改造升级，淘汰落后产能。未来中国经济转型和结构调整将带动行业需求的逐步回暖，进而平稳消化现有产能，带动行业景气度的逐步回暖。

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60亿元，其中本钢集团有限公司持有公司83.66%的股权。公司实际控制人是辽宁省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是中国钢铁行业大型企业之一，具备较大的规模优势。

公司拥有从矿石开采、焦化、烧结、炼铁、炼钢、连铸连轧等较完整的现代化钢铁生产工艺设备以及电力、炼焦、供热、动力、机电等配套生产设施。钢铁生产产业链完整。

六、管理分析

跟踪期内，公司主要高级管理人员和管理体制无重大变化。

七、生产经营分析

1. 经营概况

公司主营钢铁产品的开发、冶炼、加工及销售。

2013年，公司营业收入为216.70亿元，同比增长3.21%。2012年受高炉产能置换和钢铁行业低迷影响，公司营业收入下降较大。2013年随着大高炉逐步正常生产，公司钢铁产品销售逐步恢复，同时其他产品销售增长带动公司营业收入小幅增长。

收入构成上，公司营业收入来源主要是钢材类产品。2013年，钢材类产品收入占比为85.97%，占比较2012年略有下降。其中棒材、线材、卷板收入占比分别为11.66%、38.63%和35.68%。2013年卷板市场好于建筑钢材市场，公司通过灵活安排生产和销售，使卷板收入占比提升较大。公司其他产品板块主要包括铸管、盘螺、钢坯和副产品等。

盈利能力方面，2013年公司毛利率为

10.28%，较2012年保持稳定。2011年以来，钢材价格大幅下降，公司2012和2013年毛利率逆市上升，主要有两方面原因：①公司钢铁产品结构调整，以及铁矿石等原燃料价格下降是公司毛利率上升原因之一。②公司在建的1#2850m³高炉（以下简称“1号大高炉”）已经于2012年11月投产，目前该项目尚未完成竣工验收，记录在在建工程中；1号大高炉投产相应收入已在利润表中反映，但相应资产仍在在建工程中反映，未计提相应折旧，相应会计操作也导致了公司毛利率水平的上升。

2014年1~3月，公司营业收入为50.75亿元，占2013年全年营业收入的23.42%；2014年1~3月，公司毛利率为13.66%，较2013年增长3.38个百分点。公司毛利率继续逆市上升。

表1 公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~3 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
棒材	34.33	12.09	3.85	27.87	13.28	16.98	25.26	11.66	14.76	6.10	11.87	15.46
线材	126.43	44.53	2.87	104.14	49.60	7.11	83.71	38.63	7.88	16.95	33.00	8.42
卷板	95.71	33.71	5.78	54.71	26.06	6.04	77.31	35.68	7.61	7.76	15.11	7.45
板坯	--	--	--	--	--	--	--	--	--	13.51	26.30	5.95
其他产品	27.44	9.67	40.46	23.24	11.06	25.51	30.42	14.03	19.96	7.05	13.72	26.64
合计	283.92	100.00	7.60	209.97	100.00	10.18	216.70	100.00	10.28	50.75	100.00	13.66

资料来源：公司提供

2. 原燃料供给

公司主要原燃料为铁矿石、煤炭和焦炭。

铁矿石采购方面，2012年钢铁行业低迷，同时公司进行高炉产能置换，公司该年生产规模下降导致铁矿石消耗量和采购量下降。2013年随着1号大高炉正常生产，公司生产回归正常水平，铁矿石消耗量基本恢复到2011年水平。同时，公司铁矿石仍以外购进口矿为主，2013年公司铁矿石采购量为904万吨，同比增长16.65%，其中进口矿577万吨，同比增长11.61%。跟踪期内铁矿石采购均价有所下降，2013年为957元/吨，同比下降3.43%；2014

年1~3月为928元/吨，较2013年下降3.03%。

表2 公司铁矿石资源供给情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
消耗量(万吨)	1069	836	967	256
自给量(万吨)	56	61	63	15
单位开采成本(元/吨)	432	431	442	445
采购量(万吨)	957	775	904	241
其中：进口量(万吨)	725	517	577	87
采购金额(亿元)	114	77	86	22.36
采购均价(元/吨)	1186	991	957	928

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，公司煤炭具有稳定的供货渠道，已与黑龙江、辽宁、山西、长春等大型煤炭企业集团建立长期协议合作伙伴关系，多年来合作稳定。跟踪期内，公司煤炭采购均价持续下降，2013 年为 1014 元/吨，同比下降 15.50%；2014 年 1~3 月为 929 元/吨，较 2013 年下降 8.38%。

表 3 公司煤炭供应情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
消耗量(万吨)	419	430	429	102
采购量(万吨)	515	528	565	114
采购金额(亿元)	65	63	57	11
采购均价(元/吨)	1271	1200	1014	929

资料来源：公司提供

焦炭采购方面，公司焦炭自给程度较高，2013 年公司焦炭自给率为 85.13%，自给率较 2012 年下降 12.67 个百分点。公司焦炭产能利用率较高，2013 年随着焦炭消耗量增长，公司焦炭自供缺口增大，公司加大了焦炭外购力度。2013 年，焦炭外购均价为 1423 元/吨，同比下降 18.73%；2014 年 1~3 月，焦炭外购均价为 1321 元/吨，较 2013 年下降 7.17%。

表 4 公司焦炭供应情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
消耗量(万吨)	352	272	316	71
自给量(万吨)	255	266	269	66
单位供给成本(元/吨)	1646	1774	1368	1302
采购量(万吨)	93	14	45	3
采购均价(元/吨)	1868	1751	1423	1321

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司铁矿石、煤炭、焦炭等原燃料价格均持续下降，其中煤炭和焦炭价格下降较大。

两钢重组后，根据本溪钢铁（集团）矿业有限责任公司与公司签订的《股权转让协议书》，本溪钢铁（集团）矿业有限责任公司将

其持有的本溪钢铁（集团）矿业辽阳贾家堡铁矿有限责任公司 90.00%的股权以 19.10 亿元转让给公司，2012 年股权转让手续已办理完成。该铁矿位于辽阳，拥有保有储量 1.50 亿吨，规划铁精粉产量为 115 万吨/年。目前该矿山在产产能 42 万吨，二期产能扩建正在建设中。贾家堡矿山出产铁矿石品位较低，粒度细，选矿比较困难，目前选矿工程正在建设中；2013 年该矿山铁矿石产量 20 万吨，主要用作对外销售。未来随着选矿工程等矿山配套设施建成，公司资源自给程度将提升，有助于公司未来盈利能力的改善。

3. 生产经营

公司生产基地位于辽宁省本溪市北台镇，占地面积 14.1 平方公里，拥有从选矿、烧结、炼焦、炼铁、炼钢和轧钢等工艺过程的全套生产设备。截至 2013 年底，公司具有年产生铁 850 万吨、粗钢 900 万吨、卷板 400 万吨、棒材 150 万吨、线材 350 万吨、钢材产能合计 900 万吨的生产能力。

公司 1 号大高炉已于 2012 年 10 月投产，公司同时对原有 4 座 420m³ 以下高炉进行置换、拆除。行业低迷和高炉置换导致公司 2012 年生铁产量同比下降 19.16%。目前，公司 2#2850m³ 高炉（以下简称“2 号大高炉”）仍在建设中，未来项目建成后计划对现有小体量高炉进行等量置换。截至 2013 年底，1、2 号大高炉均记录在“在建工程”科目下，1 号大高炉虽已投产，但竣工验收尚未完成，仍记录在“在建工程”科目。2012 年 10~12 月、2013 年、2014 年 1~3 月，1 号大高炉生铁产量分别为 30.17 万吨、288.80 万吨和 70.63 万吨，分别占 2012 年、2013 年、2014 年一季度生铁产量的 5.33%、40.52%和 42.89%。

2013 年，随着 1 号大高炉产能置换完成，公司恢复正常生产，生铁产量达到 712.74 万吨，同比增长 25.95%；粗钢产量 671.05 万吨，同比增长 27.43%；钢材产量 657.91 万吨，同比增长

23.26%（其中棒材产量同比增长 15.00%、线材同比下降-0.63%，卷板同比增长 73.69%）。

两钢合并后，为避免上市公司同业竞争，2013 年 11 月公司与本钢旗下本钢板材股份有限公司（以下简称“本钢板材”，SZ000761）签订了《租赁协议》，公司将 1780mm 热轧机生产线出租给本钢板材，1780mm 热轧机年生产能力 150 万吨卷板。租赁期自 2014 年 1 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止。租赁定价以 1780mm 热轧机生产线原值计提的折旧及国家附加税金为基础，并由交易双方协商确定，最高年租金不超过 1.5 亿元。1780mm 热轧机生产线出租后，生产所需的板坯、热力、水、电、风、气、动力、备品、备件等由公司提供。

2014 年 1~3 月，公司棒材、线材、卷板产量分别为 27 万吨、63 万吨和 27 万吨，占 2013 年全年比例分别为 28.72%、21.28%和 10.09%。1780mm 生产线出租后，公司为履行已签订订单，在一季度设备交付期间生产了一定卷板，设备交付后公司将不再进行卷板生产，但为 1780mm 生产线提供板坯。2014 年 1~3 月，公司板坯产量为 58 万吨。

公司卷板全部由 1780mm 生产线生产，2011~2013 年，卷板收入分别为 95.71 亿元、54.71 亿元和 77.31 亿元，占公司营业收入比例分别为 33.71%、26.06%和 35.68%；卷板毛利润分别为 5.53 亿元、3.30 亿元和 5.89 亿元，占公司毛利润比例分别为 25.64%、15.46%和 26.41%。考虑到板坯附加值比卷板低，在钢铁行业低迷的市场环境下，生产线出租后公司收入将面临一定压力；盈利方面，由于公司并未就单独生产线进行核算，以及未来出租收入具体金额尚未明确，生产线出租对公司盈利影响有待进一步观察。

4. 产品销售

公司与本钢合并后，产品销售统一由本钢集团执行。目前本钢集团主要通过下属的国贸公司来统一协调、销售整个集团的产品，公司

账务上独立核算。

从主要产品销量看，2013 年棒材销量 85 万吨，同比增长 3.61%；线材销量 262 万吨，同比下降 12.16%；卷板销量 244 万吨，同比上升 59.56%。公司建筑钢材销量低迷，而电器和机械用钢材增长较快。

2014 年 1~3 月，棒材、线材、卷板销量分别为 22 万吨、56 万吨、27 万吨；分别占 2013 年全年的 25.48%、21.41%和 10.89%。同期，板坯销量为 48 万吨。从销售均价看，跟踪期内公司主要钢材价格持续下降。

近年来，钢铁行业面临产能过剩和需求不振的双重挑战，为保证公司生产顺行，利润平稳，公司加大了套期保值的运用规模。2012 年期货交易实现获利 0.74 亿元，2013 年亏损 1.18 亿元。

表 5 公司主要产品产销情况
(单位：万吨，元/吨)

项目		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
棒材	产量	89	82	94	27
	销量	85	82	85	22
	销售均价	4023	3319	2973	2817
线材	产量	317	298	296	63
	销量	305	298	262	56
	销售均价	4151	3518	3198	3024
板坯	产量	-	-	-	58
	销量	-	-	-	48
	销售均价	-	-	-	2789
卷板	产量	223	154	267.49	27
	销量	236	153	244.12	27
	销售均价	4053	3452	3167	2919

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，钢铁行业景气度低迷，受 1 号大高炉顺利投产影响，主要产品产量增长带动公司收入反弹。

5. 未来发展

截至 2014 年 3 月底，公司在建工程主要有 1、2 号大高炉工程、400m² 烧结机、制氧厂新

建 3.5 万立制氧机工程、铁路系统改造工程等。2009 年以来，产能过剩行业新建产能受到国家严格控制，公司近几年在建工程多数集中在技术改造和产能置换上。联合资信关注到，公司产能置换 1、2 号大高炉项目已在本溪市经济和信息化委员会备案，目前尚未得到国家发改委最终批复；公司 1、2 号大高炉仍在公司建工程中反映，其中 1 号大高炉 2012 年 10 月已经投产，2012 年其收入在利润表中体现，而相应折旧并未计提；2012~2013 年，1 号大高炉在建工程中列示账面价值分别为 18.30 亿元和 46.15 亿元，2013 年 1 号大高炉新增投资 27.85 亿元，其中项目预算内投资 9.37 亿元，利息资本化金额为 3.78 亿元，技改投入 11.16 亿元，试运行期间调试损耗 3.54 亿元。

总体看，跟踪期内，公司在建工程规模较快增长，未来随着大高炉和配套工程顺利完工，公司生产效率将较大提升。同时，联合资信对公司 1、2 号大高炉相关证件（环评批复）办理和 1#大高炉会计操作表示关注。

表 6 公司在建工程概况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2013 年底已累计投入
新建 1 号大高炉工程	212244.00	461458.52
新建 2 号大高炉工程	149015.48	132142.72
3 台 5 万千瓦发电机组工程	34150.00	38383.86
400 平烧结机	69793.00	40627.43
制氧厂新建 3.5 万立制氧机工程	46049.00	14284.99
链篦机-回转窑球团工程	13000.00	12321.18
铁路系统改造工程	19475.70	8691.74
新区 300 m ² 、360 m ² 烧结机脱硫	9081.00	6288.87
北营焦化厂酚氰污水处理系统升级改造工程	5062.00	3399.36
合计	557870.18	717598.67

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司 2011~2013 年财务报表已经中兴财光华会计师事务所有限责任公司（上海分所）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司

提供的 2014 年一季度财务报告未经审计¹。

2013 年，公司合并范围较 2012 年无变化。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 496.69 亿元，所有者权益合计为 132.83 亿元（其中少数股东权益 21.34 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 216.70 亿元，利润总额 0.36 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 547.78 亿元，所有者权益合计为 132.83 亿元（其中少数股东权益 19.89 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.37 亿元，利润总额 0.01 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 216.70 亿元，同比小幅增长 3.21%。在钢铁行业整体低迷的市场环境下，受益于主要产品产能产量的恢复，以及其他产品销售增长，公司营业收入小幅增长。2013 年，公司营业成本为 194.42 亿元，同比增长 3.09%。营业收入增速略快于营业成本增速，公司营业利润率略有提升。

2013 年，公司期间费用为 22.62 亿元，同比增长 4.62%。期间费用中销售费用占 15.71%、管理费用占 43.24%、财务费用占 41.05%。2013 年公司利息债务规模较快增长，但受利息资本化规模较大影响，财务费用仅同比小幅增长 4.91%。2013 年，期间费用占营业收入比重为 10.44%。考虑到公司主业毛利率较低，期间费用对毛利的侵蚀较大，公司控费压力较大。

2013 年，公司非经营性损益（公允价值变动收益+投资收益）为-1.18 亿元，主要系期货套期保值亏损所致。

2013 年，公司营业利润为-1.50 亿元，同期营业外收入为 1.97 亿元，利润总额为 0.36 亿元。

¹ 公司对外挂网的 2011 年度、2012 年度现金流量表中“销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金”和“购买商品、接受劳务支付的现金”没有扣除内部交易收到和支付的现金，原来的现金流量表均按总额予以列示，现按扣除内部交易收到和支付的现金后的净额编制 2011 年度、2012 年度现金流量表。本跟踪报告现金流分析部分以扣除内部交易后编制的现金流量表为准。

营业外收入中债务重组利得为 1.07 亿元，政府补助为 0.75 亿元。2013 年公司债务重组利得主要系公司与供应商签订债务重组协议，按债务金额的 60%~80%偿还。

2013 年，公司总资产收益率为 2.98%，净资产收益率为 0.27%。公司盈利能力很弱。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.37 亿元，占 2013 年全年的 23.71%。实现利润总额 0.01 亿元。

跟踪期内，钢铁行业景气度低迷，受原燃料价格下降以及 1 号大高炉会计操作影响，公司毛利率保持平稳，但受期间费用侵蚀，以及期货亏损影响，公司营业利润出现亏损，最终通过政府补贴和债务重组等，公司略有盈利。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2013 年，公司经营性净现金流为 1.45 亿元，同比下降 6.12%。2013 年公司非付现调整和非运营调整对经营性现金流的影响较 2012 年变化不大，2013 年净现金流所有下降主要系经营性应收项目增长所致。2013 年，公司现金收入比为 119.05%，较 2012 年下降 11.94 个百分点，应收款项增长较快导致现金收入比下降。

投资活动现金流方面，2013 年公司投资活动现金流入量规模较小。2013 年公司投资活动现金流出量为 43.95 亿元，公司投资规模增长较大。2013 年公司投资活动现金流净额为 -43.45 亿元。

筹资活动现金流方面，2013 年，公司筹资活动现金流入量 32.16 亿元，同比增长 138.25%，主要系银行借款和融资租赁借款增长所致。2013 年，公司筹资活动现金流出量为 28.59 亿元，同比增长 100.13%，随着债务规模增长，公司还本付息规模快速增长。2013 年，公司筹资活动现金流净额为 35.65 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量为 4.91 亿元，投资活动现金净流量为 -7.95 亿元，筹资活动现金净流量为 25.78 亿元。受

银行借款大幅增长影响，公司筹资性现金流净额大幅增长。

总体看，跟踪期内，公司经营现金净流量保持平稳，但受投资规模较大影响，公司对外筹资力度加大。

3. 资产及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额为496.69亿元，同比增长15.80%，主要系存货、固定资产和在建工程增长所致。从构成看，流动资产占 40.58%、非流动资产占 59.42%。

截至2013年底，公司流动资产为201.57亿元，同比增长16.55%，主要系应收款项和存货增长所致。从构成看，流动资产以货币资金（占 20.91%）、应收票据（占 6.48%）、应收账款（占 8.37%）、预付款项（占 14.50%）、其他应收款（占 10.85%）和存货（占 38.73%）为主。

截至2013年底，公司货币资金42.14亿元，同比增长4.30%，货币资金中受限资金为15.44亿元，主要为票据保证金6.96亿元，期货保证金0.58亿元，理财0.40亿元，借款保证金7.50亿元；应收票据 13.07 亿元，同比大幅增长 125.10%；应收账款 16.87 亿元，同比增长 23.65%。预付款项为 29.23 亿元，同比增长 19.91%。

截至2013年底，公司其他应收款为21.87亿元，同比下降27.05%。公司其他应收款主要为与关联企业之间的往来款项。

截至2013年底，公司存货为78.07亿元，同比增长34.12%，主要系库存商品增长所致。从构成看，原材料为26.81亿元（占34.35%），库存商品50.40亿元（占64.56%），委托加工物资0.85亿元（占1.09%）。公司未对存货计提跌价准备，存货存在一定的跌价风险。

截至2013年底，公司非流动资产为295.12亿元，同比增长15.29%，主要系固定资产和在建工程增长所致。从构成看，非流动资产以固定资产（占63.31%）、在建工程（占29.14%）和

无形资产（占6.82%）为主。

截至2014年3月底，公司资产总额为547.78亿元，较2013年底增长10.29%，主要系货币资金、存货、其他应收款和在建工程增长所致。构成上，流动资产占比为44.90%，较2013年底上升4.32个百分点；非流动资产占比为55.10%。截至2014年3月底，公司其他应收款较2013年底增长106.68%，主要系往来款增长所致。

总体看，跟踪期内，受高炉和配套设施建设影响，公司资产规模保持较快增长。资产构成上，以存货、固定资产和在建工程为主。公司存货规模较大，且未计提跌价准备，存在一定减值风险。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益为132.83亿元，同比增长0.26%。截至2014年3月底，公司所有者权益为132.83亿元。跟踪期内，公司所有者权益规模保持稳定。

负债

截至2013年底，公司负债总额为363.86亿元，同比增长22.74%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。从构成看，流动负债占44.78%，非流动负债占55.22%。负债构成较2012年底变化较小。

截至2013年底，公司流动负债162.93亿元，同比增长21.08%，主要系短期借款、应付款项和预收款项增长所致。从构成看，流动负债主要以短期借款（占29.75%）、应付票据（占17.71%）、应付账款（占25.25%）、预收款项（占19.16%）和其他应付款（占5.70%）为主。

截至2013年底，公司短期借款为48.47亿元，同比增长273.95%，主要系本钢委托贷款增长所致。截至2013年底，公司应付票据为28.86亿元，同比下降48.89%，应付账款为41.14亿元，同比增长65.26%。两钢合并后，公司部分原材料由本钢调配，付款方式上更为灵活。

截至2013年底，公司预收款项为31.22亿元，同比增长150.14%。公司预收款项主要为预收本钢集团香港子公司钢材出口款。

截至2013年底，公司其他应付款9.29亿元，同比下降48.99%，主要系关联方往来减少所致。从账龄看，其他应付款1年以内占83.90%、1~2年占5.79%、2~3年占9.07%、3年以上占1.23%。

截至2013年底，公司非流动负债为200.93亿元，同比增长24.11%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。从构成看，非流动负债以长期借款（占86.12%）、应付债券（占7.47%）和长期应付款（占5.94%）为主。截至2013年底，公司长期应付款为11.94亿元，同比增长88.42%，长期应付款为应付融资租赁款，其中应付丰汇金融租赁有限公司融资租赁款10.66亿元，应付兴业金融租赁股份公司融资租赁款1.28亿元。本报告将长期应付款中融资租赁款调整到长期债务核算。

截至2013年底，公司全部债务为281.69亿元，同比增长22.37%，主要系银行借款和融资租赁款增长所致。全部债务中短期债务为81.72亿元（占29.01%）、长期债务199.97亿元（占70.99%）。

截至2013年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为73.26%、67.96%和60.09%。公司负债水平有所提升。

截至2014年3月底，公司负债总额414.95亿元，较2013年底增长14.04%。从构成看，流动负债占51.77%、非流动负债占48.23%，受短期借款等增长影响，公司流动负债占比较2013年底上升6.99个百分点。截至2014年3月底，公司全部债务为336.83亿元，同比增长19.58%。短期债务占40.87%，长期债务占59.13%。截至2014年底3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为75.75%、71.72%和59.99%，负债水平持续上升。

总体看，跟踪期内，公司债务规模进一步增长，债务水平持续上升，债务负担重。

4. 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 123.71%和 75.80%。流动比率和速动比率均有所下降。2014 年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 114.50%和 72.14%。2013 年公司经营现金流动负债比为 0.89%。整体看，跟踪期内公司短期偿债能力有所弱化。

从长期偿债指标看，2013 年公司 EBITDA 为 22.82 亿元，同比增长 11.74%。EBITDA 利息保障倍数为 1.32 倍，全部债务/EBITDA 为 12.34 倍。整体看，跟踪期内，公司债务规模快速增长，整体偿债能力有所弱化。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币 448.58 亿元，尚未使用额度 188.49 亿元。

5. 过往债务履约情况

根据公开市场数据，截至2014年7月7日，公司历次公开发行的债务融资工具均已按时还本、付息，无违约记录。

6. 抗风险能力

公司是中国大型钢铁生产企业之一，具备一定的规模优势。其钢铁产业链完整，产品线较为丰富，具备较强的抗风险能力。

九、存续债券偿还能力分析

“11北营钢MTN1”发行额度为15亿元，2013年，公司EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净流量分别为22.82亿元、297.85亿元和1.45亿元，分别是该期债券本金的1.52倍、19.86倍和0.10倍，公司经营活动现金流入量对“11北营钢MTN1”覆盖程度较高。

十、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，并维持“11北营钢MTN1”AA的信用等级。

附件 1 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)	93.87	46.73	55.53	71.96
资产总额(亿元)	429.04	428.93	496.69	547.78
所有者权益(亿元)	130.29	132.48	132.83	132.83
短期债务(亿元)	107.44	69.43	81.72	137.68
长期债务(亿元)	141.80	160.76	199.97	199.16
全部债务(亿元)	249.23	230.19	281.69	336.83
营业收入(亿元)	283.92	209.97	216.70	51.37
利润总额(亿元)	1.36	0.59	0.36	0.01
EBITDA(亿元)	17.40	20.42	22.82	--
经营性净现金流(亿元)	7.51	1.54	1.45	4.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.80	6.14	8.78	--
存货周转次数(次)	5.09	3.44	2.85	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.49	0.47	--
现金收入比(%)	112.28	130.99	119.05	129.74
营业利润率(%)	7.31	9.99	10.19	10.51
总资本收益率(%)	2.32	2.82	2.98	--
净资产收益率(%)	1.02	0.44	0.27	--
长期债务资本化比率(%)	52.12	54.82	60.09	59.99
全部债务资本化比率(%)	65.67	63.47	67.96	71.72
资产负债率(%)	69.63	69.11	73.26	75.75
流动比率(%)	133.45	128.52	123.71	114.50
速动比率(%)	100.60	85.26	75.80	72.14
经营现金流动负债比(%)	4.79	1.15	0.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.87	1.63	1.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.32	11.27	12.34	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计；全部债务中包含融资租赁款。

附件 2 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%
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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 3 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。