跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1444 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，评级展望为负面，并维持“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

二零一五年七月二十七日

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
中期票据跟踪评级报告

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
11 北营钢 MTN1	15 亿元	2011/6/29-2016/6/29	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 27 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.73	55.53	65.23	61.58
资产总额(亿元)	428.93	496.69	520.77	518.75
所有者权益合计(亿元)	132.48	132.83	133.01	133.02
长期债务(亿元)	160.76	199.97	208.25	208.25
全部债务(亿元)	230.19	281.69	321.64	306.24
营业收入(亿元)	209.97	216.70	195.11	38.02
利润总额(亿元)	0.59	0.36	0.12	0.00
EBITDA(亿元)	20.42	22.82	19.04	--
经营性净现金流(亿元)	1.54	1.45	4.90	4.76
营业利润率(%)	9.99	10.19	12.49	15.44
净资产收益率(%)	0.44	0.27	0.09	--
资产负债率(%)	69.11	73.26	74.46	74.36
全部债务资本化比率(%)	63.47	67.96	70.74	69.72
流动比率(%)	128.52	123.71	110.25	105.58
全部债务/EBITDA(倍)	11.27	12.34	16.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.63	1.32	1.44	--
经营现金流动负债比(%)	1.15	0.89	2.74	--

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计；其他流动负债及长期应付款中有息债务部分已分别计入短期及长期债务核算。

分析师

盛东巍　孙晨歌
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，国内钢铁行业景气度持续低迷，下游需求不振，受此影响本溪北营钢铁（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）主要产品价格及营业收入均有所下滑，盈利水平偏低，公司经营压力较大。作为东北地区综合性钢铁生产企业，公司在生产规模、资源环境及股东支持等方面具备一定优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，钢铁行业景气度不佳、公司债务负担较重以及部分已投产项目尚未全额转固等因素给公司经营及发展带来的不利影响。

跟踪期内，公司1、2号大高炉项目均已投产但尚未全额转固，设备折旧计提不充分；公司债务负担有所加重；股东本钢集团有限公司（以下简称“本钢集团”）提供的拆借资金，有助于缓解公司外部债务偿还压力。

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“11北营钢MTN1”AA的信用等级。

优势

1. 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；公司自身及周边的铁矿、煤炭等资源丰富，面临较好的外部资源环境。
2. 公司划入本钢集团后，获得股东在资金拆借方面的有力支持，有助于缓解公司外部债务偿还压力。
3. 公司经营活动现金流入量对“11北营钢MTN1”的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，国内钢铁行业景气度依旧低迷，公司经营压力较大。

2. 跟踪期内，公司债务负担有所加重，整体债务水平仍较高。
3. 跟踪期内，公司 1、2 号大高炉项目均已投产但尚未全额转固，设备折旧计提不充分。

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至“11 北营钢 MTN1”到期日内有效；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。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2015年3月底，公司注册资本60亿元，其中本钢集团持有公司83.66%的股权。

截至2014年底，公司合并资产总额为520.77亿元，所有者权益合计为133.01亿元（其中少数股东权益22.16亿元）。2014年，公司实现营业收入195.11亿元，利润总额0.12亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为518.75亿元，所有者权益合计为133.02亿元（其中少数股东权益22.26亿元）。2015年1～3月，公司实现营业收入38.02亿元，利润总额30.31万元。

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

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。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 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M2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。

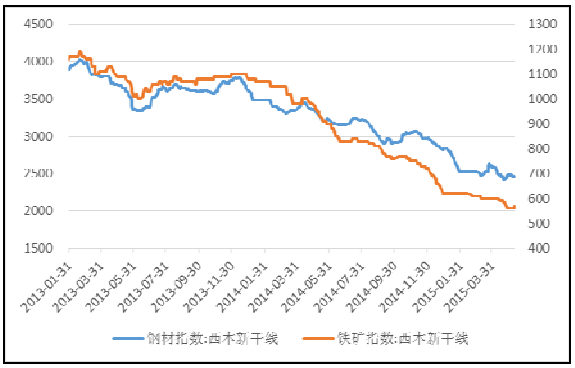
2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

根据国际钢铁协会（IISI）初步统计，进入2000年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致2008、2009年合计量阶段性下滑外，其余年份呈逐年稳步增长的态势。2014年合计产量达到16.37亿吨，同比增长3.48%；2014年中国以8.13亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的48.47%，产量同比增长4.90%。从产能情况看，截至2014年底，中国粗钢产能约11.60亿吨，行业产能利用率71%，同比小幅下降，产能过剩情况有所加重。

跟踪期内，钢铁行业整体景气度持续下行。2013 年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但 2013 年 3 月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于 2013 年 7~9 月小幅冲高后，持续下行。2014 年下半年以来，钢材价格延续了震荡走低的态势，铁矿石价格跌幅扩大，下跌幅度大于钢材价格。总体看，2014 年钢铁行业产能过剩现象持续，行业竞争仍然激烈，钢材价格承压下行。铁矿石价格较快下跌缓解了钢铁企业的成本压力。

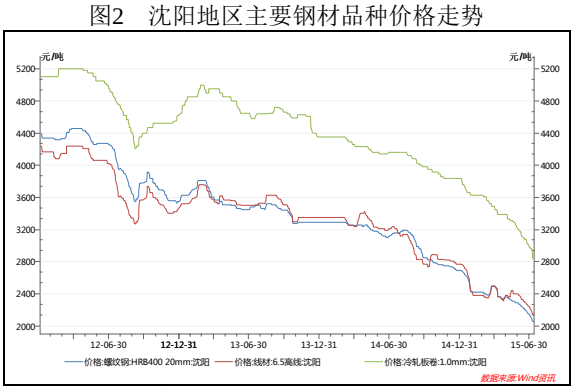
图1　近年钢材价格指数与铁矿石价格指数比较



资料来源：www.mysteel.com

2014 年，以沈阳地区为例，主要钢材品种如螺纹钢、高线、冷轧板卷等均呈下降趋势。其中螺纹钢和高线价格波动较大，而冷轧板卷则快速下滑，截至 2015 年 6 月 30 日，上述产品价格分别为 2150 元/吨、2240 元/吨和 3010 元/吨。

图2　沈阳地区主要钢材品种价格走势



资料来源：Wind 资讯

铁矿石方面，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。

2014 年，中国进口铁矿石 9.33 亿吨，同比增长 13.78%。2013 年为 8.20 亿吨，同比增长 10.04%。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。

铁矿石价格方面，2014 年 12 月国产铁矿石平均价为 630 元/吨，同比下降 32%，2015 年持续下跌，2015 年 4 月均价为 550 元/吨。进口铁矿石价格方面，2014 年 12 月进口铁矿石到岸价为 68.66 美元/吨，同比下降 50.30%；2015 年 4 月进一步下跌至 50.67 美元/吨。

跟踪期内，铁矿石价格大幅下跌，且其下跌幅度超过钢材价格下降幅度，大幅缓解了钢铁企业的成本压力。

从下游需求情况看，自2011年起，受国家经济政策调整影响，下游主要用钢行业增速放缓，钢铁需求增速相应下滑。

房地产开发投资方面，2014年中国房地产开发投资完成投资额95036亿元，同比增长10.49%，增速较2013下降9.30个百分点。从中国建筑业施工面积来看，2014年建筑业施工面积为9.19亿平方米，同比增长21.22%，增速同比下降3.6个百分点。

总体看钢铁行业下游需求仍然疲弱，短期内难以大幅回升。

从钢铁行业企业经营业绩看，截至2014年底，钢铁行业企业家数为233家，同比减少37家，亏损企业占比为21.03%，同比变化不大。2014年产品销售收入8056.94亿元，同比下降5.62%，亏损企业亏损总额78.27亿元，同比大幅增长93.12%，利润总额49.50亿元，同比大幅下降40.18%。

行业政策方面，2014 年，国家发展改革委、环境保护部、工业和信息化部联合修编发布了《钢铁行业清洁生产评价指标体系》；7 月，环保部、发改委等 6 部委联合发布《大气污染防治行动计划实施情况考核办法(试行)实施细则》。《施细则》内容十分丰富，这是近年来最详细、最严格的环保考核方案。按照《工业和信息化部关于下达 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)要求，各省、自治区、直辖市已将 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务分解落实到企业，并在当地政府门户网站公告了相关企业名单。2014 年，工信部发布了第三批符合《钢铁行业规范条件》(以下简称“规范条件”)的钢铁企业名单，至此，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，促进了钢铁行业规范经营和产能过剩矛盾化解。

联合资信认为，近年国家针对钢铁行业产能严重过剩情况，密集出台相关产业政策，特别是 2013 年以来随着环境治理等任务的并轨执行，过剩产能的治理手段和相应的政府执行力度有望得到强化，有助于行业整体产能的控制和落后、过剩产能的逐步退出，缓解行业产能过剩压力，但产能退出将是长期过程，短期内难以改善钢铁行业供求状况。

总体看，钢铁行业面产能过剩情况加剧，在经济增速放缓和减产压力作用下，行业景气度持续减弱，钢材价格波动下行。短期内，行业需求难以大幅增长，行业景气度的提升有赖于国家对过剩产能的有效治理和部分产能的有序退出。长期来看，钢铁行业作为国民经济基础行业，未来中国经济转型和结构调整和城市化进程的推进均将促进钢铁行业需求的持续增长，对行业需求形成持续支撑。

五、基础素质分析

截至2015年3月底，公司注册资本60亿元，其中本钢集团持有公司83.66%的股权。公司实际控制人是辽宁省国资委。

公司是中国钢铁行业大型企业之一，已有20多年的经营发展历史。公司经过多年生产经营、固定资产投资与技术改造，已经拥有从矿石开采、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，拥有国内先进的高速线材生产线、棒材生产线、卷板生产线等。

公司主要生产的钢种和规格有线材（产品规格为Φ5.5～Φ16mm13个，主要品种有低碳拉丝材、焊接用钢、冷镦用钢、PC棒、圆环链条用钢、帘线钢、高碳钢绞线、优质硬线、盘螺等121个钢种）、棒材（产品规格为Φ10～Φ40mm共11个，钢种13个）、中宽带钢（产品规格为厚度1.5～14.0mm，宽度350～720mm）、球墨铸管（产品规格为直径DN80mm—2600mm共51个）。

截至2014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。2014年公司实际生产生铁643.16万吨、粗钢614.55万吨、钢材368.88万吨。公司生产规模处于国内钢铁行业前列。

公司位于辽宁本溪，东北区域内规模钢铁企业主要为鞍钢集团、本钢集团（包含本钢和公司）、东北特殊钢集团有限公司、通化钢铁股份有限公司、凌源钢铁集团有限公司、抚顺特钢股份有限公司。鞍钢、本钢产品结构以中高档卷板为主，公司主要以棒材、高速线材为主。公司与本钢重组后，产品上优势互补，资源上持续整合，公司整体竞争力进一步增强。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、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

公司主营棒材、线材、卷板及铸管等钢材的开发、冶炼、加工及销售。

跟踪期内，受钢材价格进一步下滑以及产品结构调整（板坯替代卷板）的影响，公司营业收入有所下降。2014年，公司实现营业收入195.11亿元，同比下降9.97%；其中棒材、线材产品收入基本保持稳定，而根据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”）的设备租赁协议约定，公司板材业务由销售卷板调整为向本钢板材提供板坯，使整体板材业务收入较2013年有所下降。

毛利率方面，受棒材及卷板价格下滑较快的影响，2014年棒材及卷板毛利率同比大幅下降，而线材作为公司的主导产品，其价格相对

坚挺，在原材料价格下降的情况下，其毛利率得到有效提升。值得注意的是，2014年公司板材板块在调整产品结构后，附加价值相对较低的板坯产品毛利率达到23.31%的较高水平，主要是由于公司新建的1、2号大高炉项目投产后仅部分投资转入固定资产，炼铁环节发生的部分亏损通过资本化计入在建工程，因此计入生产板坯的成本相对较低。2014年公司综合毛利率为12.54%，同比增加2.26个百分点。

表1　近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 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
棒材	25.26	11.66	14.76	23.40	11.99	0.84	4.89	12.87	3.88
线材	83.71	38.63	7.88	84.57	43.34	14.73	15.50	40.76	15.58
卷板	77.31	35.68	7.61	12.73	6.52	-33.34	--	--	--
板坯	--	--	--	59.50	30.50	23.31	16.00	42.08	22.11
铸管	--	--	--	8.03	4.11	12.26	0.90	2.36	14.65
其他产品	30.42	14.03	19.96	6.89	3.53	17.49	0.74	1.94	-16.16
合计	**216.70**	**100.00**	**10.28**	**195.11**	**100.00**	**12.54**	**38.02**	**100.00**	**16.19**

资料来源：公司提供

注：2014 年公司将铸管产品从其他产品中提出单独核算；2014 年公司卷板收入主要来自部分剩余订单以及长期合作客户订单。

2015年1~3月，公司实现营业收入38.02亿元，同比下降26.00%，受线材价格下跌以及卷板业务量减少，公司营业收入继续呈下降趋势；同期，公司综合毛利率上升至16.19%，主要系毛利率较高的板坯业务占比提高所致。

总体来看，跟踪期内国内钢铁行业景气度持续低迷，下游需求不振，公司营业收入呈下降趋势。与此同时，公司综合毛利率虽有一定增长，但板坯业务毛利率受公司机器设备计提折旧不充分影响较大。

2.　原材料供给

公司主要原料为铁矿石、煤炭以及电力和焦炭等。公司与本钢合并重组后，公司原材料由本钢集团统一组织进行采购，公司与供应方单独签订采购合同、协议，财务处理上公司独立核算。

铁矿资源方面，公司地处辽宁省本溪市，铁矿资源非常丰富。辽宁省铁矿储量约占全国的四分之一以上，位居全国第一。公司原有本溪北龙铁矿，与本钢合并重组通过并购取得了辽阳贾家堡铁矿。目前北龙铁矿地质储量8568.85万吨，矿石品位32.20%；贾家堡铁矿地质储量14515万吨，矿石品位25.56%。

表2　截至2014年底公司主要铁矿资源

矿山名	地质储量（万吨）	矿石品位
本溪北龙铁矿	8568.85	32.20%
辽阳贾家堡铁矿	14515.00	25.56%

资料来源：公司提供

铁矿石采购方面，受公司自有矿山产能及矿石品位限制的影响，公司生产所需铁矿石仍主要依赖外部采购。2014年，公司铁矿石消耗量为1015万吨，其中自给量占比仅为5.80%；公司铁矿石采购量中进口量为524.13万吨，占比为54.81%。受下游需求不振的影响，跟踪期内国内及国际铁矿石价格均呈下降趋势。

表 3　公司铁矿石供给情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1～3 月
消耗量(万吨)	967.00	1015.00	236.00
自给量(万吨)	63.00	58.82	14.64
单位开采成本(元/吨)	442.00	568.85	531.08

采购量(万吨)	904.00	956.18	221.36
其中：进口量(万吨)	577.00	524.13	87.85
采购金额（亿元）	86.51	72.32	11.82
采购均价(元/吨)	957.00	756.38	533.96

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。公司多年来持续稳定的经营策略，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，公司煤炭消耗量有所上升，但得益于煤炭价格延续下行趋势，公司煤炭采购成本有所下降。

表 4　公司煤炭供给情况

项目	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
消耗量(万吨)	429.00	538.00	126.00
采购量(万吨)	565.00	532.10	112.34
采购金额（亿元）	57.00	45.39	9.12
采购均价（元/吨）	1014.00	853.12	811.94

资料来源：公司提供

焦炭采购方面，公司拥有8座焦炉，年生产能力达367万吨。跟踪期内，公司焦炭自给率保持较高水平，为97.59%；公司生产焦炭及采购焦炭成本均有所下降。

表 5　公司焦炭供给情况

项目	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
消耗量(万吨)	316.00	291.00	64.60
自给量(万吨)	269.00	284.00	62.30
单位供给成本(元/吨)	1368.00	1200.74	1174.49
采购量(万吨)	45.00	18.22	1.82
采购均价(元/吨)	1423.00	1159.56	1051.28

资料来源：公司提供

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，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。

总体来看，跟踪期内，公司主要原料采购成本均有不同程度的下降。

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2014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，其中卷板400万吨“1780”生产线已经租赁给本钢板材。

公司产品主要是线材、棒材和卷板。公司棒材年产能为150万吨，拥有13种钢种，以高强度钢筋400-500Mpa级别为主要产品；线材年产能为350万吨，有121种钢种，形成十个品种系列产品，有规模和质量优势，焊接用线材市场占有率接近8%，预应力钢丝及钢绞线用盘条质量水平达到国内先进水平；公司卷板及连铸厚板坯年产能为400万吨，有39种钢种，主要为热轧板。

表 6　公司铁、钢、材产量（单位：万吨）

产品	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
生铁	712.74	643.16	152.05
粗钢	671.05	614.55	146.32
钢材	657.91	368.88	74.85

资料来源：公司提供

钢铁产量方面，2014年，公司生铁、粗钢和钢材产量分别为643.16万吨、614.55万吨和368.88万吨，同比均有所下降，其中钢材产量

下降较多主要系2014年公司由生产卷板（钢材类）转变为直接销售板坯（粗钢类）所致。2015年1~3月，公司公司生铁、粗钢和钢材产量分别为152.05万吨、146.32万吨和74.85万吨。

表 7　公司主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
棒材	产量	94.00	87.25	13.56
	销量	85.00	84.29	21.47
	销售均价	2973.00	2775.79	2278.00
线材	产量	296.00	269.39	58.97
	销量	262.00	265.90	64.84
	销售均价	3198.00	3180.45	2390.00
板坯	产量	--	252.99	74.48
	销量	--	234.90	74.13
	销售均价	--	2533.07	2158.00
铸管	产量	11.90	12.23	2.32
	销量	10.72	16.49	1.91
	销售均价	4922.00	4868.00	4690.00

资料来源：公司提供

钢铁销售方面，2014年公司棒材、线材销量同比基本持平，而铸管销量同比大增主要系公司加大对库存铸管的销售力度所致。销售价格方面，棒材产品销售均价有所下降，线材及铸管产品价格则相对坚挺。2015年一季度，钢铁行业持续低迷，公司主要钢铁产品销售价格均有所下滑。

2014 年起，公司板坯产品全部销售给关联方本钢板材。两钢合并后，为避免上市公司同业竞争，2013 年 11 月公司与本钢板材签订了《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，公司与本钢板材之间有关板坯等原材料关联销售额为 64.69 亿元。此外，由于公司在将 1780mm 热轧机生产线出租后仍需使用该生产线完成部分客户的卷板订单，因此与本钢板材形成一定关联采购交易，2014 年额度为 6.81 亿元。

总体来看，跟踪期内公司钢铁产品价格均呈下降趋势，棒材及线材产品产量同比有所下滑，但销量基本保持稳定。在将1780mm热轧机生产线出租至本钢板材后，公司与之形成的关联交易额较大。

4. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数均呈持续下降趋势，三年均值分别为11.18次、3.26次和0.53次，其中2014年分别为8.45次、2.21次和0.38次。

总体看，公司整体经营效率一般。

5. 在建项目

截至 2014 年底，公司在建工程主要有 1、2 号大高炉工程、400m^2 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。近年来，产能过剩行业新建产能受到国家严格控

制，公司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 1、2 号大高炉项目已分别于 2012 年 11 月和 2014 年 8 月投产，但上述项目截至 2014 年底尚未完全转入固定资产，仍有部分在公司在建工程中反映，相关营业成本也并未足额确认设备折旧金额。此外，公司 1 号大高炉项目在投产后仍有较大投入，包括项目预算内投资、利息资本化金额、技改投入及试运行期间调试损耗等。截至 2014 年底，公司 1、2 号大高炉项目分别累计投入 46.15 亿元和 23.81 亿元，2014 年分别计入利息资本化金额 1.23 亿元和 2.28 亿元，同时公司 1 号大高炉项目中的 34.10 亿元投资额转入固定资产。

公司对在建项目投资规模较大，随着大高炉和配套工程的顺利投产，公司生产效率有望得到提升。

表 8　公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2014 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	238100.31
3 台 5 万千瓦发电机组工程	34150.00	38383.86
400 平烧结机	69793.00	66647.19
制氧厂新建 3.5 万立制氧机工程	46049.00	48337.26
链篦机-回转窑球团工程	13000.00	12318.18
铁路系统改造工程	19475.70	13848.59
新区 300 ㎡、360 ㎡烧结机脱硫	9081.00	9107.68
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**	**891600.95**

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2011 年 6 月发行的“11 北营钢 MTN1”募集资金 15 亿元，所募集资金全部按计划用途使用。

九、财务分析

公司 2012～2014 年财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）上海分所审计，均出具了标准无保留的审计意见[1]。公司提供的 2015 年一季度财务报告未经审计。

2014 年，公司合并范围较 2013 年无变化。

截至2014年底，公司合并资产总额为520.77亿元，所有者权益合计为133.01亿元（其中少数股东权益22.16亿元）。2014年，公司实现营业收入195.11亿元，利润总额0.12亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为518.75亿元，所有者权益合计为133.02亿元（其中少数股东权益22.26亿元）。2015年1～3月，公司实现营业收入38.02亿元，利润总额30.31万元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受钢材价格进一步下滑以及产品结构调整的影响，公司营业收入有所下降。2014 年，公司实现营业收入 195.11 亿元，同比下降 9.97%；同期，公司营业成本为 170.64 亿元，同比下降 12.23%。受益于营业收入降速慢于营业成本降速，公司营业利润率略有提升。

2014 年，公司期间费用为 21.71 亿元，同

[1] 公司 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 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。

比下降 4.01%。期间费用中销售费用占 17.92%、管理费用占 46.05%、财务费用占 36.03%。2014 年公司有息债务规模较快增长，但受利息资本化规模较大以及利率成本下降的影响，财务费用同比下降 15.73%。2014 年，公司期间费用占营业收入比重为 11.13%。考虑到公司营业利润率较低，期间费用对营业利润的侵蚀较大，公司控费压力较大。

2014 年，公司非经营性损益（公允价值变动收益+投资收益）为-0.71 亿元，主要系期货套期保值亏损所致。

2014 年，公司营业利润为 1.56 亿元，同期营业外收入为 0.54 亿元，营业外支出 1.98 亿元，利润总额为 0.12 亿元。营业外收入中债务重组利得为 0.13 亿元，政府补助为 0.41 亿元。

盈利指标方面，2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.82%和 0.09%，同比分别下降 1.16 和 0.18 个百分点。公司盈利能力较弱。

2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 38.02 亿元，占 2014 年全年的 19.48%；实现利润总额 30.31 万元；营业利润率为 15.44%。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入呈下降趋势，整体盈利能力较弱。此外，考虑到公司 1、2 号大高炉项目尚未全额转固，折旧未全额计提，公司仍存在较大盈利压力。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014 年，公司经营性净现金流为 4.90 亿元，同比大幅增长 237.90%。2014 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 2013 年变化不大，2014 年净现金流增加主要系经营性应收项目减少所致。2014 年，公司现金收入比为 120.06%，与 2013 年相比基本持平，收现质量好。

投资活动现金流方面，2014 年公司投资活动现金流入量规模较小。2014 年公司投资活动现金流出量为 37.72 亿元，虽然公司投资规模同比下降 14.17%，但投资规模仍很大，主要系对公司在建工程的投入。2014 年公司投资活动现金流净额为-37.07 亿元。

筹资活动现金流方面，2014 年，公司筹资活动现金流入量 386.84 亿元，同比增长 20.30%，主要系短期应付债券增长所致。2014 年，公司筹资活动现金流出量为 345.43 亿元，同比增长 20.81%，随着债务规模增长，公司还本付息规模快速增长。2014 年，公司筹资活动现金流净额为 41.41 亿元。

2015 年 1～3 月，公司经营活动现金净流量为 4.76 亿元；投资活动现金净流量为-10.10 亿元；筹资活动现金净流量为 8.32 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司经营现金净流量虽然增长较快，但受投资规模大的影响，公司对外筹资力度有所加大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额为520.77亿元，同比增长4.85%，主要系货币资金、其他应收款和固定资产增长所致。从构成看，流动资产占37.83%、非流动资产占62.17%。

截至2014年底，公司流动资产为196.99亿元，同比下降2.27%，主要系应收票据、应收款项和预付款项下降所致。从构成看，流动资产以货币资金（占30.97%）、应收票据（占2.13%）、应收账款（占6.10%）、预付款项（占6.34%）、其他应收款（占14.29%）和存货（占38.84%）为主。

截至2014年底，公司货币资金61.01亿元，同比增长44.76%，货币资金中受限资金为24.37亿元，主要为票据保证金10.12亿元，贷款保证金11.40亿元和信用证保证金2.77亿元；应收票据4.20亿元，同比大幅下降67.89%；应收账款12.02亿元，同比下降28.72%；预付款项为12.50亿元，同比大幅下降57.24%。

截至2014年底，公司其他应收款为28.15亿元，同比增长28.70%。公司其他应收款主要为与关联方之间的往来款项。

截至2014年底，公司存货为76.51亿元，同比下降2%。从构成看，原材料为37.24亿元（占48.67%），库存商品39.07亿元（占51.06%），委托加工物资0.21亿元（占0.27%）。公司未对存货计提跌价准备，考虑到近年钢材及其原料价格波动大，公司存货周转效率较低，存货存在一定的跌价风险。

截至2014年底，公司非流动资产为323.78亿元，同比增长9.71%，主要系固定资产增长所致。从构成看，非流动资产以固定资产（占70.98%）、在建工程（占22.22%）和无形资产（占6.19%）为主。

截至2015年3月底，公司资产总额为518.75亿元，较2014年底变动不大。构成上，流动资产占比为35.95%，较2014年底下降1.88个百分点；非流动资产占比为64.05%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模继续保持平稳增长。公司流动资产中存货占比较大，且存在一定跌价风险，公司资产流动性一般；公司非流动资产受大高炉等在建项目不断投入的影响，呈快速增长态势。公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益为133.01亿元，同比增长0.14%，其中未分配利润占比为22.01%。截至2015年3月底，公司所有者权益为133.02亿元，较2014年底基本不变。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2014年底，公司负债总额为387.76亿元，同比增长6.57%，主要系新增短期融资券所致。从构成看，流动负债占46.08%，非流动负债占53.92%。流动负债比重较2013年底上升1.30个百分点。

截至2014年底，公司流动负债178.67亿元，同比增长9.65%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致。从构成看，流动负债主要以短期借款（占30.60%）、应付票据（占14.03%）、应付账款（占19.07%）、预收款项（占13.64%）和短期应付债券（占16.79%）为主。

截至2014年底，公司短期借款为54.67亿元，同比增长12.79%；应付票据为25.07亿元，同比下降13.12%；应付账款为34.07亿元，同比下降17.18%。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2014年底，公司预收款项为24.38亿元，同比下降21.91%。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2014年底，公司其他应付款6.60亿元，同比下降28.94%，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71.90%、1～2年占10.42%、2～3年占3.37%、3年以上占14.31%。

截至2014年底，公司其他流动负债为30亿元，系公司于2014年10月发行的30亿元短期融资券。本报告将其他流动负债中短期融资券调整到短期债务核算。

截至2014年底，公司非流动负债为209.09亿元，同比增长4.06%。从构成看，非流动负债以长期借款（占86.21%）、应付债券（占7.17%）和长期应付款（占6.22%）为主。截至2014年底，公司长期应付款为13亿元，同比增长8.89%，长期应付款为应付丰汇金融租赁有限公司融资租赁款13亿元。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2014年底，公司全部债务为321.64亿元，同比增长14.18%，主要系短期借款和短期应付债券增长所致。全部债务中短期债务为143.39亿元（占35.25%）、长期债务208.25亿元（占64.75%）。

截至2014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74.46%、70.74%和61.02%，公司负债水平同比有所提升。

截至2015年3月底，公司负债总额385.73亿元，较2014年底下降0.52%。其中，公司短期借款较2014年底下降31.32%，为37.54亿元；其他

应付款较2014年底大幅增长435.82%，为35.38亿元，以上变动主要系公司获得股东本钢集团内部拆借款，并用于偿还公司短期金融机构借款所致。截至2015年3月底，公司全部债务为306.24亿元，较2014年底下降4.79%，其中短期债务占32%，长期债务占68%。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比率分别为74.36%、69.72%和61.02%，负债水平较2014年底变化不大。

总体来看，跟踪期内公司债务负担有所加重，整体债务水平较高。考虑到本钢集团拆借公司资金具有低息、偿还期限灵活等特点，有助于缓解公司外部债务偿还压力。

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 110.25%和 67.43%。流动比率和速动比率同比均有所下降。2015 年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 105.58%和 61.88%。2014 年公司经营现金流动负债比为 2.74%。整体看，跟踪期内公司短期偿债能力有所弱化，短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 19.04 亿元，同比下降 16.57%。EBITDA 利息保障倍数为 1.44 倍，全部债务/EBITDA 为 16.90 倍。总体来看，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币 444.33 亿元，尚未使用额度 149.72 亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》，截至 2015 年 7 月 16 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清的信贷信息记录中存在 25 笔关注类贷款；公司对外担保信息概要中无不良和关注类担保。总体来看，公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

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

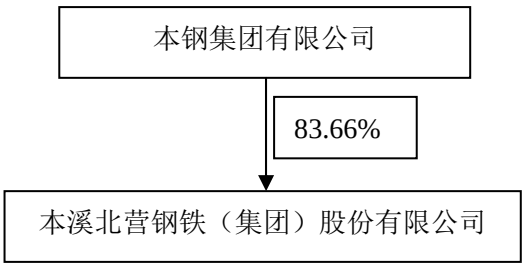
7. 存续期内债券保障能力分析

公司于2011年6月发行的“11北营钢MTN1”额度为15亿元。截至2014年底，公司EBITDA、经营活动现金流入量和净额分别为“11北营钢MTN1”发行额度的1.27倍、16.52倍和0.33倍。公司经营活动现金流入量对“11北营钢MTN1”的保障能力较强。

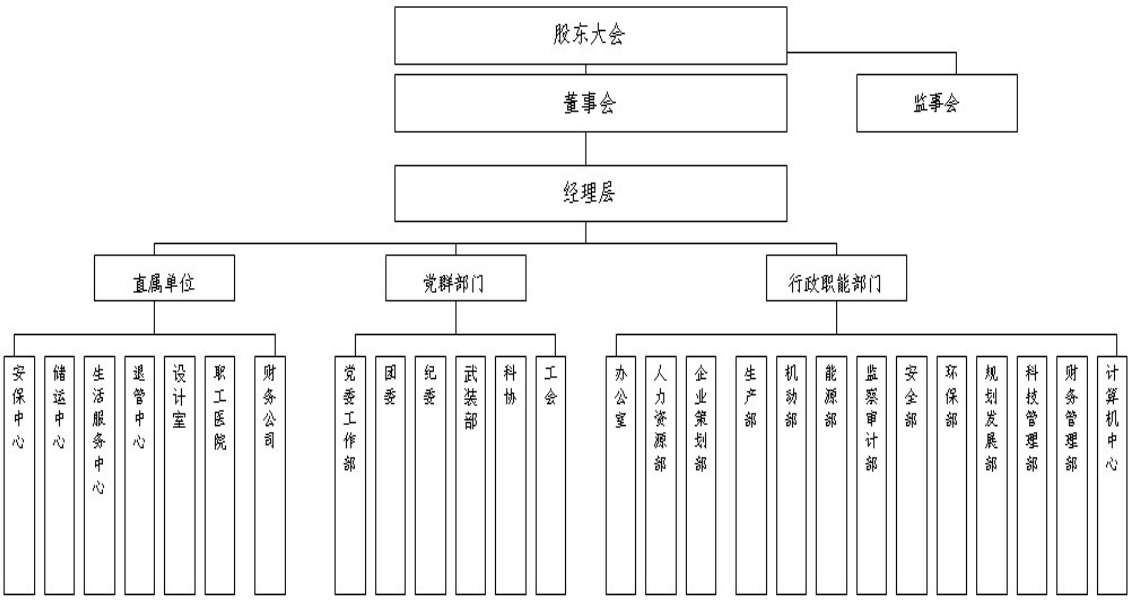
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“11北营钢MTN1”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)	46.73	55.53	65.23	61.58
资产总额(亿元)	428.93	496.69	520.77	518.75
所有者权益(亿元)	132.48	132.83	133.01	133.02
短期债务(亿元)	69.43	81.72	113.39	97.99
长期债务(亿元)	160.76	199.97	208.25	208.25
全部债务(亿元)	230.19	281.69	321.64	306.24
营业收入(亿元)	209.97	216.70	195.11	38.02
利润总额(亿元)	0.59	0.36	0.12	0.00
EBITDA(亿元)	20.42	22.82	19.04	--
经营性净现金流(亿元)	1.54	1.45	4.90	4.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.59	8.78	8.45	--
存货周转次数(次)	6.48	2.85	2.21	--
总资产周转次数(次)	0.98	0.47	0.38	--
现金收入比(%)	156.88	119.05	120.06	114.99
营业利润率(%)	9.99	10.19	12.49	15.44
总资本收益率(%)	2.82	2.98	1.82	--
净资产收益率(%)	0.44	0.27	0.09	--
长期债务资本化比率(%)	54.82	60.09	61.02	61.02
全部债务资本化比率(%)	63.47	67.96	70.74	69.72
资产负债率(%)	69.11	73.26	74.46	74.36
流动比率(%)	128.52	123.71	110.25	105.58
速动比率(%)	85.26	75.80	67.43	61.88
经营现金流动负债比(%)	1.15	0.89	2.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.63	1.32	1.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.27	12.34	16.90	--

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计；其他流动负债及长期应付款中有息债务部分已分别计入短期及长期债务核算。

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。