跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1100 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将本溪北营钢铁（集团）股份有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA$^-$，评级展望由负面调整为稳定，并将“11北营钢MTN1”信用等级由AA调整为AA$^-$。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

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：稳定	
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：2016 年 6 月 24 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	40.78	40.86	19.29	20.49
资产总额(亿元)	496.69	520.77	486.15	476.52
所有者权益(亿元)	132.83	133.01	122.03	118.38
长期债务(亿元)	199.97	208.25	191.58	193.58
全部债务(亿元)	281.69	321.64	345.57	340.05
营业收入(亿元)	216.70	195.11	122.98	25.72
利润总额(亿元)	0.36	0.12	-11.10	-3.69
EBITDA(亿元)	22.82	19.04	9.61	--
经营性净现金流(亿元)	1.45	4.90	4.81	2.25
营业利润率(%)	10.19	12.49	11.21	11.77
净资产收益率(%)	0.27	0.09	-9.10	--
资产负债率(%)	73.26	74.46	74.90	75.16
全部债务资本化比率(%)	67.96	70.74	73.90	74.18
流动比率(%)	123.71	110.25	91.06	90.50
全部债务/EBITDA(倍)	12.34	16.90	35.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.32	1.44	0.77	--
经营现金流动负债比(%)	0.89	2.74	2.80	--

注：2016 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；现金类资产中已扣除受限部分。

分析师

盛东巍　李博文
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

本溪北营钢铁（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）作为东北地区综合性钢铁生产企业，在生产规模、产品市场认可度、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，钢铁行业景气度差、公司债务负担持续加重、短期偿债压力大等因素给公司信用基本面带来不利影响。

跟踪期内，国内钢铁行业景气度持续低迷，钢材下游需求减弱，公司主要产品价格及销量均有所下滑，导致营业收入快速下降，经营出现亏损，经营压力显著增大；公司短期有息债务规模持续增长，偿债能力有所弱化，短期偿债压力大。此外，公司大高炉项目投产后尚未全额转固，实际固定资产折旧计提不充分。

综合考虑，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁻，评级展望由负面调整为稳定，并将“11北营钢MTN1”信用等级由AA调整为AA⁻。

优势

1. 公司拥有从矿石开采、焦化、烧结、炼铁、炼钢到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，具有较好的外部资源环境。
2. 公司划入本钢集团后，在资金方面可以获得有力支持，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，在钢铁行业景气度下行的环境下，公司营业收入规模大幅下降，经营出现亏损，

整体偿债能力有所弱化。

2. 跟踪期内，公司债务规模大幅增长，短期债务占比上升，短期偿债压力大。
3. 跟踪期内，公司 2 号大高炉项目投产后尚未全额转固，实际固定资产折旧计提不充分。

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“11 北营钢 MTN1”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2016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2015年底，公司合并资产总额为486.15亿元，所有者权益合计为122.03亿元（其中少数股东权益23.36亿元）。2015年，公司实现营业收入122.98亿元，利润总额-11.10亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为476.52亿元，所有者权益合计为118.38亿元（其中少数股东权益22.32亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入25.72亿元，利润总额-3.69亿元。

公司注册地址：辽宁省本溪市北台镇；法定代表人：张贵玉。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增

速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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

1. 行业分析

根据国际钢铁协会 2016 年 1 月 25 日发布的统计数据，2015 年全球粗钢产量达到 16.23 亿吨，同比下降 2.8%。分地区来看，仅有全球钢产量最低的地区大洋洲粗钢产量同比保持增长，全球其他地区均出现下滑。其中：北美地

区下滑幅度最大，其次是独联体，降幅均高于全球平均水平，南美、亚洲和欧盟 28 国也均有下滑，中东和非洲地区则是略有下降。2015 年，亚洲地区生产粗钢 11.138 亿吨，同比下降 2.3%。亚洲占全球粗钢产量的比重为 68.6%，较上年的 68.2%略有上升，其中中国粗钢产量达到 8.04 亿吨，同比略增 0.9%，在全球所占比重由上年的 49.7%降至 49.5%。

（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。

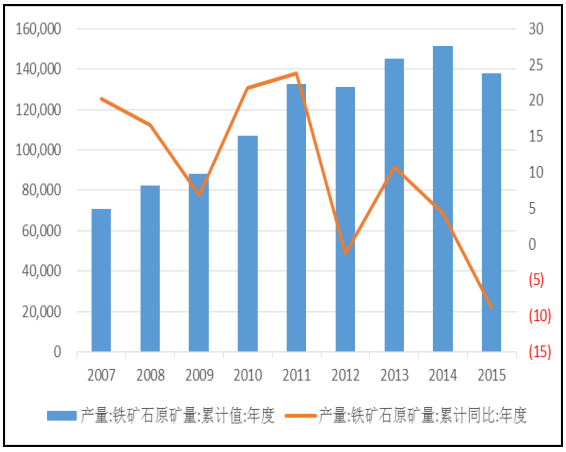
国内铁矿石

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 年以来，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，2015 年全年产量为 13.81 亿吨，比去年同期降低 7.69%。

图 1　中国铁矿石产量及增长率（单位：万吨、%）

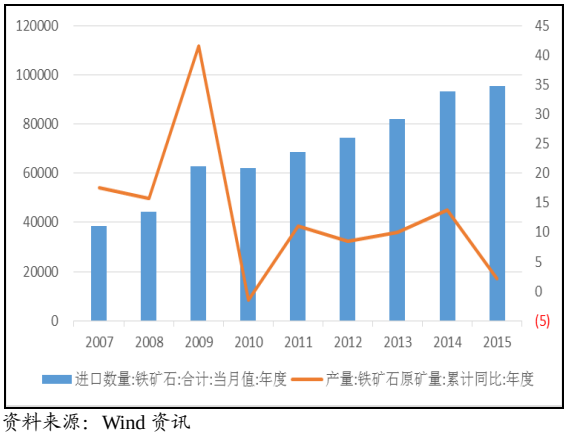


资料来源：Wind 资讯

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。2014 年，进口铁矿石 9.33 亿吨，同比增长 13.69%。2015 年，全年进口量为 9.53 亿吨，比去年同期增长 2.2%，2015 年，中国铁矿石对外依存度提高 5.5 个百分点至 84%，2016 年 1~2 月进一步提高至 86.7%。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（单位：万吨、%）



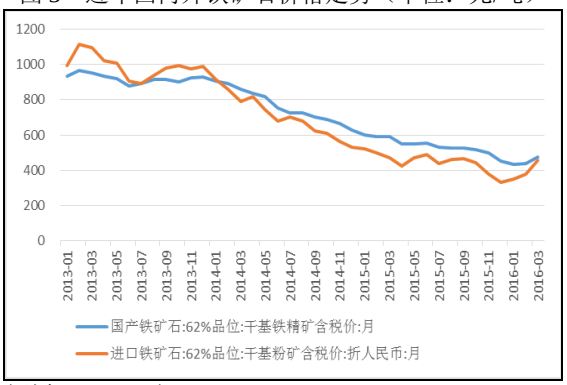
资料来源：Wind 资讯

铁矿石价格

受下游传统工业制造业景气度低迷，2012~2013 年，国内外铁矿石价格整体呈现波

动下滑趋势，波动区间在 500 元/吨的范围内；而进入 2014 年之后，受淡水河谷、力拓和必和必拓国际三大矿山铁矿石供应量不断提升以及国内钢铁行业景气度持续低迷的影响，国内外铁矿石价格走势呈现滑梯式下跌形态，直到 2015 年 4 月开始进口铁矿石价格下跌幅度逐步趋缓。2016 年 1 季度，进口铁矿石价格出现一波强势反弹，目前已接近国产铁矿石价格水平。

图 3　近年国内外铁矿石价格走势（单位：元/吨）



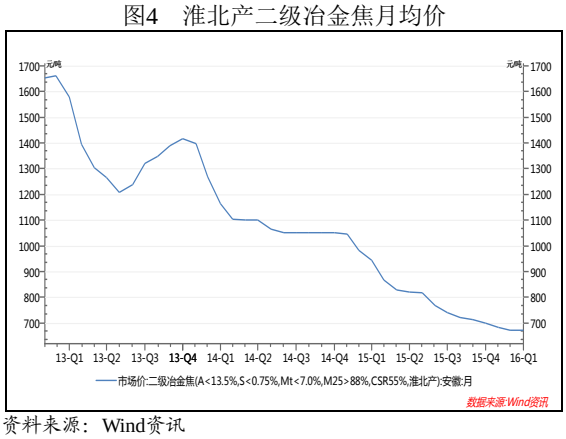
资料来源：Wind 资讯

以 62%品位的干基铁精粉矿含税价为例，2014 年 1 月，国产铁矿石价格为 904.76 元/吨，进口铁矿石价格为 914.07 元/吨，同比分别下降 3,01%和 7.91%。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　淮北产二级冶金焦月均价



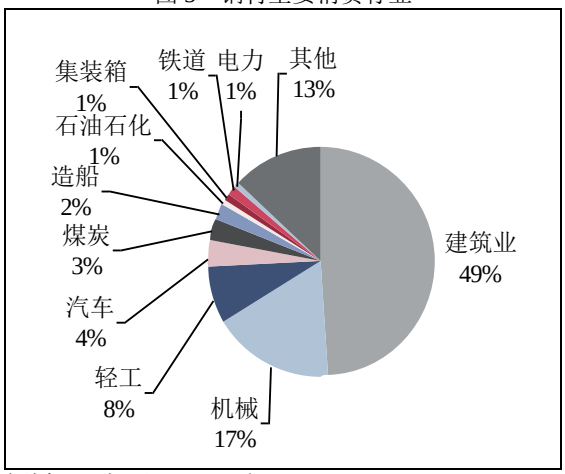
资料来源：Wind资讯

价格方面，焦炭价格波动较大，但总体呈下降趋势，以淮北产二级冶金焦价格为例，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，2016 年 3 月均价为 670 元/吨，同比进一步下降。

（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

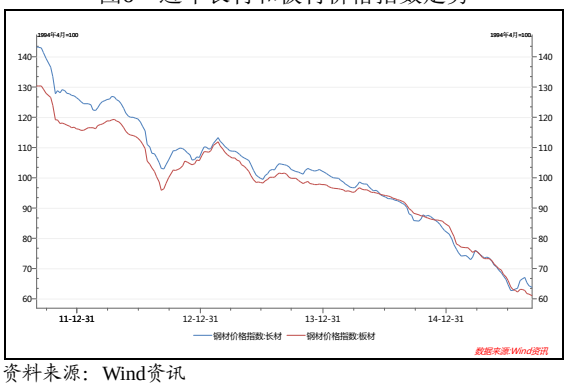
2012 年以来，中国粗钢表观消费量呈上升

趋势，但需求增速有所回落，2015 年中国粗钢表观消费量在 7.8 亿吨，同比下降 1.4%。

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投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2015 年全年全社会建筑业增加值 46456 亿元，比上年增长 6.8%，增速同比下降 2.1 个百分点。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 6508 亿元，增长 1.6%，其中国有控股企业 1676 亿元，增长 6.0%。

2012 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，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。2015 年全年全社会固定资产投资 562000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%。

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，全年价格平均下跌 30%左右的幅度。中国宏观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2015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。

2015 年中国钢铁产业集中度进一步下滑，其中，粗钢产量排名前四家的企业合计产量占全国比重为 18.5%，较 2014 年下降 0.1 个百分点；排名前十家企业合计产量占全国比重为 34.2%，较 2014 年下降 0.8 个百分点。

表 1　2015 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	4775	1.31
2	宝钢集团有限公司	3494	-2.57
3	武汉钢铁(集团)公司	2578	-6.56
4	江苏沙钢集团	3421	-7.05
5	鞍钢集团公司	3158	-0.44
6	首钢集团	2855	-7.23
7	山东钢铁集团有限公司	2169	-7.05
8	马钢(集团)控股有限公司	1882	-0.44
9	渤海钢铁集团	1627	-11.85
10	北京建龙重工集团有限公司	1514	-0.75
11	本钢集团有限公司	1499	-7.81
12	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1487	-3.31
13	日照钢铁控股集团有限公司	1400	12.78
14	河北新武安钢铁集团	1346	-1.52
15	方大钢铁集团有限公司	1321	-0.43
16	包头钢铁(集团)有限责任公司	1183	10.38
17	河北敬业钢铁有限公司	1132	16.75

18	广西柳州钢铁(集团)公司	1083	-4.95
19	安阳钢铁集团公司	1074	-1.33
20	河北纵横钢铁集团有限公司	1038	0.60
21	太原钢铁(集团)有限公司	1026	-4.36

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；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，客观上导致了中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。2015 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

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。

2016 年 2 月 5 日，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]6 号，以下简称“国发 6 号文”），提出了今后一个时期化解钢铁行业过剩产能、推动钢铁企业实现脱困发展的总体要求、主要任务、政策措施，并就加强组织领导、推进组织

实施作出了具体部署，坚持市场倒逼、企业主体，地方组织、中央支持，突出重点、依法依规，综合运用市场机制、经济手段和法治办法，因地制宜、分类施策、标本兼治，积极稳妥化解过剩产能，促进钢铁行业提质增效。其中，国发 6 号文明确了“十三五”期间钢铁去产能的任务目标，即从 2016 年开始，在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨；同时还要求钢铁行业严禁新增产能，对违法违规建设的，要严肃问责。

2016 年 4 月 21 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和中国保险监督管理委员会联合印发《关于支持钢铁煤炭行业化解产能实现脱困发展的意见》（以下简称“意见”），要求积极稳妥地处理钢铁、煤炭行业的债务重组和不良资产处置等问题，完善风险应对预案，防止个别行业、企业风险演化为系统性、区域性金融风险。意见提出，对钢铁煤炭行业的信贷需求，金融机构应坚持区别对待、有扶有控的原则；同时，要求金融机构严格控制对违规新增产能的信贷投入，对长期亏损、失去清偿能力和市场竞争力的企业及落后产能，坚决压缩退出相关贷款。

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主要问题，其中“供给侧结构性改革”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。

4．区域经济环境

根据《2015 年辽宁省国民经济和社会发展统计公报》初步核算，全年地区生产总值 28743.4 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.0%。其中，按新口径核算，第一产业增加值 2384.0 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 13382.6 亿元，下降 0.2%；第三产业增加值 12976.8 亿元，增长 7.1%。三次产业增加值占地区生产总值的比重由上年的 8.0∶50.2∶41.8 变为 8.3∶46.6∶45.1。

工业和建筑业方面，全年规模以上工业增加值按可比价格计算比上年下降 4.8%。分门类看，全年采矿业实现工业增加值下降 5.7%；制造业实现工业增加值下降 4.9%；电力、燃气及水生产和供应业实现工业增加值下降 1.1%。全年 14903 户规模以上工业企业实现主营业务收入 37123.7 亿元，实现利税 3019.2 亿元，其中利润 1191.1 亿元。全年 6186 户具有建筑业资质等级的总承包和专业承包建筑企业共签订工程合同额 9686.2 亿元，实现利税 363.2 亿元。

固定资产投资方面，地区全年固定资产投资（不含农户）17640.4 亿元，比上年下降 27.8%。其中，建设项目投资 14081.7 亿元，房地产开发投资 3558.7 亿元。全年第一产业投资 345.8 亿元，占固定资产投资的 2%；第二产业投资 7425.6 亿元，占 42.1%；第三产业投资 9869 亿元，占 55.9%。

总体看，2015 年受中国经济增速放缓影响，辽宁省地区生产总值增速有所减缓，地区工业增加值及固定资产投资同比负增长，区域经济环境有所恶化。

五、基础素质分析

截至2016年3月底，公司注册资本为60亿元，其中本钢集团持有公司83.66%的股权，本钢集团通过银行借款担保及下属财务公司资金拆借等方式为公司提供了有力的资金支持。公司实际控制人为辽宁省国有资产监督管理委员会。

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、炼钢到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2015年底，公司具有年产生铁850万吨、粗钢900万吨、棒材150万吨、线材350万吨、铸管40万吨、钢材产能合计540万吨的生产能力。2015年公司实际生产生铁594.46万吨、粗钢564.32万吨、钢材303.25万吨。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、及铸管等钢材的开发、冶炼、加工及销售。

跟踪期内，受钢材销量及价格的持续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。2015年，公司实现营业收入122.98亿元，同比下降36.97%。其中，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，公司2015年起不再有卷板产品业务收入，公司其他钢材产品收入也均有不同程度下降。

毛利率方面，随着公司1号高炉项目逐步转入固定资产，炼铁环节发生的成本无法继续通过资本化计入在建工程，导致生产板坯的成本有所提高，受此影响，2015年公司板坯产品毛利率大幅下滑；受铁矿石价格降幅大于钢材产品价格降幅的影响，公司其他钢材产品毛利率均有不同程度提高。2015年公司综合毛利率为11.54%，同比下降了1.00个百分点。

表2 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016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	23.40	11.99	0.84	11.75	9.56	1.56	2.84	11.04	2.09
线材	84.57	43.34	14.73	49.71	40.42	14.80	11.83	46.01	15.24
卷板	12.73	6.52	-33.34	--	--	--	--	--	--
板坯	59.50	30.50	23.31	50.45	41.02	9.27	8.28	32.18	9.64
铸管	8.03	4.11	12.26	4.90	3.99	17.21	1.10	4.28	16.45
其他产品	6.89	3.53	17.49	6.17	5.02	18.32	1.67	6.49	14.31
合计	**195.11**	**100.00**	**12.54**	**122.98**	**100.00**	**11.54**	**25.72**	**100.00**	**11.98**

资料来源：公司提供

注：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。

2016年1~3月，公司实现营业收入25.72亿元，同比下降32.35%，受线棒材及卷板产销量

和价格下滑的影响，公司营业收入继续呈下降趋势；同期，公司综合毛利率为11.98%，与2015年底相比基本保持稳定。

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，板坯业务毛利率下滑明显，带动公司整体毛利率有所下降。

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，与本钢合并重组时通过并购取得了辽阳贾家堡铁矿，该铁矿位于辽阳，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有所提升。

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14515.00万吨，矿石品位25.56%。

表3 截至2015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。2015年，公司铁矿石消耗量为891.07万吨，其中自给量占比为16.46%；公司铁矿石采购量中进口量为528.14万吨，占比为70.94%。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4 公司铁矿石供给情况

项目	2014年	2015年	2016年1~3月
消耗量(万吨)	1015.00	891.07	145.18
自给量(万吨)	58.82	146.63	43.69
单位开采成本(元/吨)	568.85	330.00	320.00
采购量(万吨)	956.18	744.44	101.49
其中：进口量(万吨)	524.13	528.14	67.94
采购金额（亿元）	72.32	18.92	1.93
采购均价(元/吨)	756.38	358.00	283.00

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经营，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，公司煤炭消耗量及采购价格均有所下降，受此影响，公司煤炭采购成本有所降低。

表5 公司煤炭供给情况

项目	2014年	2015年	16年1~3月
消耗量(万吨)	538.00	485.00	84.00
采购量(万吨)	532.10	479.93	83.70
采购金额（亿元）	45.39	33.28	5.06
采购均价（元/吨）	853.12	693.43	604.54

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371万吨。跟踪期内，公司焦炭自给率水平较高，为99.24%；公司生产及采购焦炭的成本均有所下降。

表6 公司焦炭供给情况

项目	2014年	2015年	16年1~3月
消耗量(万吨)	291.00	238.66	48.81
自给量(万吨)	284.00	236.84	50.35
单位供给成本(元/吨)	1200.74	1060.78	816.41
采购量(万吨)	18.22	1.82	--

采购均价(元/吨)	1159.56	1051.28	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司生产所需原材料都具有稳定的供给渠道，跟踪期内，公司主要原料采购价格均有不同程度的下降，有利于公司控制生产成本。

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、到炼钢轧钢等工艺过程的全套生产设备。截至2015年底，公司具有年产生铁850万吨、粗钢900万吨、棒材150万吨、线材350万吨、铸管40万吨、钢材产能合计540万吨的生产能力，另外，公司拥有的卷板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和棒材。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，具有规模和质量优势，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。

表 7 公司铁、钢、材产量（单位：万吨）

产品	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
生铁	643.16	594.46	119.31
粗钢	614.55	564.32	111.22
钢材	368.88	314.90	61.69

资料来源：公司提供

钢铁产量方面，2015年，公司生铁、粗钢和钢材产量分别为594.46万吨、564.32万吨和314.90万吨，同比均有所下降，其中钢材产量下降主要系线棒材的产量下降所致。2016年1~3月，公司生铁、粗钢和钢材产量分别为119.31万吨、111.22万吨和61.69万吨。

表 8 公司主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
棒材	产量	87.25	61.05	6.96
	销量	84.29	58.62	17.43
	销售均价	2775.79	2005	1629
线材	产量	269.39	242.19	52.50
	销量	265.90	231.73	68.40
	销售均价	3180.45	2145	1730
板坯	产量	252.99	256.97	51.17
	销量	234.90	259.5	47.82
	销售均价	2533.07	1944	1731
铸管	产量	12.23	11.65	2.22
	销量	16.49	12.50	2.93
	销售均价	4868.00	3923	3758

资料来源：公司提供

钢铁销售方面，2014年起，公司由生产卷板改为直接销售板坯，导致板坯销量逐渐上升。2015年，除板坯外，公司棒材、线材和铸管销量同比均呈下降趋势。销售价格方面，公司主要产品价格均有所下滑，其中线棒材销售价格降幅较大。2016年一季度，公司主要产品产量同比均有所下滑；销量方面，除线材和铸管同比小幅上升外，其余产品销量均有所下降；销售价格方面，公司主要产品价格持续走弱，较2015年底进一步下降。

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 年起，公司板坯产品全部销售给关联方本钢板材。

2015 年，公司与本钢板材之间有关板坯等原材料关联销售额为 50.73 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，2015 年额度为 1.49 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降幅较大，除板坯外，公司其他主要产品销量均有所下降。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

2013~2015年，公司销售债权周转次数波动中有所上升，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9.63次、2.01次和0.33次，其中2015年分别为10.68次、1.55次和0.24次。

总体看，公司整体经营效率一般。

5. 在建项目

截至 2015 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。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，截至 2015 年底上述项目账面余额分别为 6.21 亿元、24.94 亿元，尚未完全转入固定资产，仍有部分在“在建工程”中反映，相关营业成本也并未足额确认实际固定资产折旧金额。截至 2015 年底，公司 1、2 号大高炉项目分别累计投入 46.15 亿元和 33.60 亿元，2 号高炉项目 2015 年计入利息资本化的金额为 1.20 亿元。

公司在建项目规模较大，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。同时，未来在建工程逐步转固后，公司折旧费用有可能进一步增加。

表 9 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 2015 年底已累计投入	2015 年账面余额
新建 1 号大高炉工程	175000.00	461458.52	62112.52
新建 2 号大高炉工程	330000.00	335995.06	249355.70
400 平烧结机	169000.00	108110.42	105757.13
制氧厂新建 3.5 万立制氧机工程	56000.00	50307.21	50281.11
铁路系统改造工程	19475.70	13848.59	3424.82
合计	**749475.70**	**969719.80**	**470931.28**

资料来源：公司提供
注：随着在建项目的投资建设，公司部分在建工程的计划投资额有所调整。

八、财务分析

公司 2013～2015 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。公司提供的 2016 年一季度财务报告未经审计。2015

年，公司合并范围较 2014 年无变化。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 486.15 亿元，所有者权益合计为 122.03 亿元（其中少数股东权益 23.36 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 122.98 亿元，利润总额-11.10 亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为476.52亿元，所有者权益合计为118.38亿元（其中少数股东权益22.32亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入25.72亿元，利润总额-3.69亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受钢材价格进一步下滑以及公司主要产品销量下降的影响，公司营业收入大幅下降。2015 年，公司实现营业收入 122.98 亿元，同比下降 36.97%；同期，公司营业成本为 108.79 亿元，同比下降 36.25%。受营业收入降幅高于营业成本降幅的影响，公司营业利润率较 2014 年略有下降。

2015 年，公司期间费用为 25.40 亿元，同比上升 16.99%。期间费用中销售费用占 10.63%、管理费用占 41.23%、财务费用占 48.13%。受有息债务规模的增长和汇兑损失扩大的影响，2015 年公司财务费用同比上升 56.39%。2015 年，公司期间费用占营业收入比重为 20.65%。期间费用对毛利润的侵蚀较大，公司控费压力较大。

2015 年，公司营业利润为-11.78 亿元，同期营业外收入为 1.21 亿元，营业外支出 0.53 亿元，利润总额为-11.10 亿元。营业外收入中政府补助为 1.06 亿元，其中公司因能源节约利用而获得的节能奖励为 0.89 亿元。

盈利指标方面，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为-0.05%和-9.10%，同比分别下降 1.87 和 9.19 个百分点。公司盈利能力较弱。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 25.72 亿元，占 2015 年全年的 20.91%；实现利润总额-3.69 亿元；营业利润率为 11.77%。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入呈下降趋势，期间费用占营业收入比重较大，公司整体盈利能力弱。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015 年，受公司主要产品销量及售价下降的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金均有所下降。在上述因素影响下，公司经营活动现金流入量下降至 211.11 亿元，其中收到的其他与经营活动有关的现金为 41.06 亿元，同比增长 244.75%，主要系收到经营性往来款及期初受限货币资金本期收回增长所致；同期公司经营活动现金流出量下降至 206.30 亿元，其中支付的其他与经营活动有关的现金为 56.96 亿元，同比大幅增长 112.66%，主要系期末受限货币资金大幅增长所致；公司经营性净现金流为 4.81 亿元，同比小幅下降 1.84%。2015 年，公司现金收入比为 132.85%，与 2014 年相比上升了 12.79 个百分点，收现质量良好。

投资活动现金流方面，公司收到与支付的其他与投资活动有关的现金大幅增长主要系公司购买及赎回短期理财产品所致，2015 年公司投资活动现金流入与流出量同比均大幅增长，分别为 38.94 亿元和 50.03 亿元，公司投资活动净现金流表现为净流出，为-11.09 亿元。2015 年，公司筹资活动前现金流量净额合计-6.28 亿元，存在一定的外部融资需求。

筹资活动现金流方面，2015 年，公司筹资活动现金流入量 270.84 亿元，同比下降 29.99%，其中以取得借款收到的现金为主；公司筹资活动现金流出量为 282.44 亿元，同比下降 18.23%，其中以偿还债务支付的现金为主。2015 年，公司筹资活动净现金流表现为净流出，为-11.60 亿元。

2016 年 1～3 月，公司经营活动现金净流量同比有所下降，为 2.25 亿元；受公司购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

同比大幅减少的影响，投资活动现金净流量同比大幅增加，但仍表现为净流出，为-0.68 亿元；同期，公司筹资活动现金净流量为 0.41 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司经营现金净流量同比小幅下降，受公司投资短期理财产品的影响，公司投资活动现金流入与流出量均同比大幅增加，公司对外筹资规模也相应减小，筹资活动净现金流表现为净流出。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额为486.15亿元，同比下降6.65%，主要系应收账款、预付款项和其他应收款下降所致。从构成上看，流动资产占32.18%、非流动资产占67.82%。

截至2015年底，公司流动资产为156.45亿元，同比下降20.58%，主要系应收票据、应收账款、预付款项和其他应收款下降所致。从构成看，流动资产以货币资金（占43.33%）、应收账款（占4.07%）、其他应收款（占8.29%）和存货（占40.54%）为主。

截至2015年底，公司货币资金67.79亿元，同比增长11.13%，货币资金中受限资金为48.94亿元，主要为国内信用证保证金2.64亿元、票据保证金13.97亿元、保函保证金1.86亿元和贷款保证金30.44亿元；应收账款6.37亿元，同比大幅下降46.98%；预付款项为3.87亿元，同比大幅下降69.02%。

截至2015年底，公司其他应收款为12.98亿元，同比下降53.90%。公司其他应收款主要为与关联方之间的往来款项及土地出让金。

截至2015年底，公司存货为63.43亿元，同比下降17.10%。从构成看，原材料为40.36亿元（占63.63%），库存商品22.60亿元（占35.63%），委托加工物资0.46亿元（占0.73%）。公司年末未发现存货可变现净值低于成本的情况，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2016年3月底，公司流动资产为148.27亿元，较2015年底下降了5.23%，主要是其他应收款和存货下降所致，构成仍以货币资金（占44.00%）、应收账款（4.99%）、其他应收款（占4.56%）和存货（38.67%）为主。

截至2015年底，公司非流动资产为329.70亿元，同比增长1.83%，以固定资产（占70.58%）、在建工程（占23.00%）和无形资产（占5.99%）为主。

截止2015年底，公司固定资产为232.69亿元，同比增长1.24%，主要由房屋及建筑物和机器设备构成；公司在建工程为75.83亿元，同比增长5.39%，主要系2号高炉和400平烧结机项目投资增加所致；公司无形资产为19.76亿元，同比下降1.36%，主要为采矿权和土地使用权。

截至2016年3月底，公司非流动资产合计328.25亿元，较2015年底小幅下降0.44%，其中以固定资产（占71.03%）、在建工程（占22.63%）和无形资产（占5.93%）为主。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所下降。公司流动资产中货币资金受限部分规模较大，公司资产流动性一般；非流动资产方面，公司在建工程规模较大，且随着主要项目的投入而有所增长。公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为122.03亿元，同比下降8.26%，主要由未分配利润大幅下降所致。归属于母公司所有者权益中，实收资本占60.81%、资本公积占18.32%、未分配利润占17.22%。截至2016年3月底，公司所有者权益为118.38亿元，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占62.46%、资本公积占18.82%、未分配利润占14.92%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，公司所有者权益稳定性良好。

负债

截至2015年底，公司负债总额为364.12亿元，同比下降6.10%，主要原因系公司偿付2014

年度第一期短期融资券导致其他流动负债大幅下降及应付账款和预付款项同比大幅下降。从构成上看，公司负债仍以非流动负债为主，其中流动负债占47.19%，非流动负债占52.81%。

截至2015年底，公司流动负债为171.82亿元，同比下降3.83%。从构成上来看，公司流动负债主要以短期借款（占48.31%）、应付票据（占26.76%）、应付账款（占6.88%）和一年内到期的非流动负债（占14.55%）为主。

截至2015年底，公司短期借款为83.01亿元，同比增长51.84%，主要系跟踪期内公司信用借款增加所致；应付票据为45.98亿元，同比增长83.37%，主要系本期增加的银行承兑汇票；应付账款为11.83亿元，同比下降65.29%，主要原因系公司通过借款和票据置换一些优质客户的应付款项；一年内到期的非流动负债为25亿元，主要为一年内到期的应付债券15亿元和一年内到期的长期应付款10亿元。

截至2015年底，公司非流动负债为192.30亿元，同比下降8.03%，主要系应付债券和长期借款减少所致。从构成上来看，非流动负债以长期借款（占92.87%）和长期应付款（占6.76%）为主。

截至2015年底，公司长期借款为178.58亿元，同比下降0.93%，其中主要为信用借款17.89亿元、保证借款123.35亿元和质押借款37.34亿元；长期应付款为13.00亿元，为对丰汇租赁有限公司的长期应付款，另外，公司将对辽宁恒亿融资租赁有限公司的长期应付款10.00亿元转入到一年内到期的非流动负债中核算。

2015年，公司将15亿元即将到期的中期票据转入到一年内到期的非流动负债内来核算，导致应付债券同比大幅减少。

截至2015年底，公司全部债务为345.57亿元，同比增长7.44%，主要系短期借款和应付票据增长所致。公司全部债务中，短期债务占比为44.56%，同比上升了9.31个百分点，长期债务占比相应下降至55.44%。债务结构指标方面，受所有者权益下降影响，2015年，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同比均有所上升，分别为74.90%、73.90%和61.09%。

截至2016年3月底，公司负债总额合计358.14亿元，较2015年底下降1.64%，主要由短期借款和应付票据下降所致。从负债结构来看，流动负债占比为45.75%，较2015年底下降了1.44个百分点，非流动负债占比相应上升至54.25%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

截至2016年3月底，公司全部债务为340.05亿元，较2015年底下降1.59%，其中短期债务占比为43.07%，较2015年底下降了1.49个百分点，长期债务占比相应上升至56.93%。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75.16%、74.18%和62.05%，与2015年底相比三项指标均进一步上升，公司债务负担有所加重。

总体来看，跟踪期内公司债务负担有所加重，整体债务水平高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015 年底，公司流动比率、速动比率分别为 91.06%和54.14%，同比分别下降 19.19 和 13.29 个百分点。2016 年 3 月底，两项指标分别为 90.50%和55.51%。2015 年，公司经营现金流动负债比为2.80%，经营活动现金流量净额对流动负债的保护能力较弱。整体看，跟踪期内公司短期偿债能力有所弱化，考虑到短期债务规模持续上升，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标来看，2015 年公司EBITDA 合计 9.61 亿元，同比下降 49.53%。EBITDA 利息保障倍数由 2014 年的 1.44 倍下降至 0.77 倍，全部债务/EBITDA 由 2014 年的16.90 倍上升至 35.97 倍。总体来看，跟踪期内公司长期偿债能力指标明显弱化，整体偿债能力较弱。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得各银行授

信额度共计人民币 451.50 亿元，尚未使用额度 114.90 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 2016 年 5 月 13 日，公司无未结清不良信贷信息记录；已结清的信贷信息记录中存在 26 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本钢集团控股子公司，是东北地区综合性钢铁生产企业，钢铁产业链较为完整，产品结构较为丰富，具备一定的生产规模优势，整体抗风险能力较强。

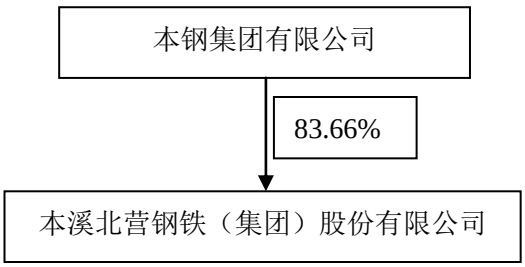
7. 存续期内债券保障能力分析

公司于2011年6月发行“11北营钢MTN1”中期票据，发行额度为15亿元，将于2016年6月29日兑付债券本金。截至2015年底和2016年3月底，公司现金类资产分别为“11北营钢MTN1”发行额度的1.29倍和1.37倍。2015年，公司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14.07倍和0.32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。

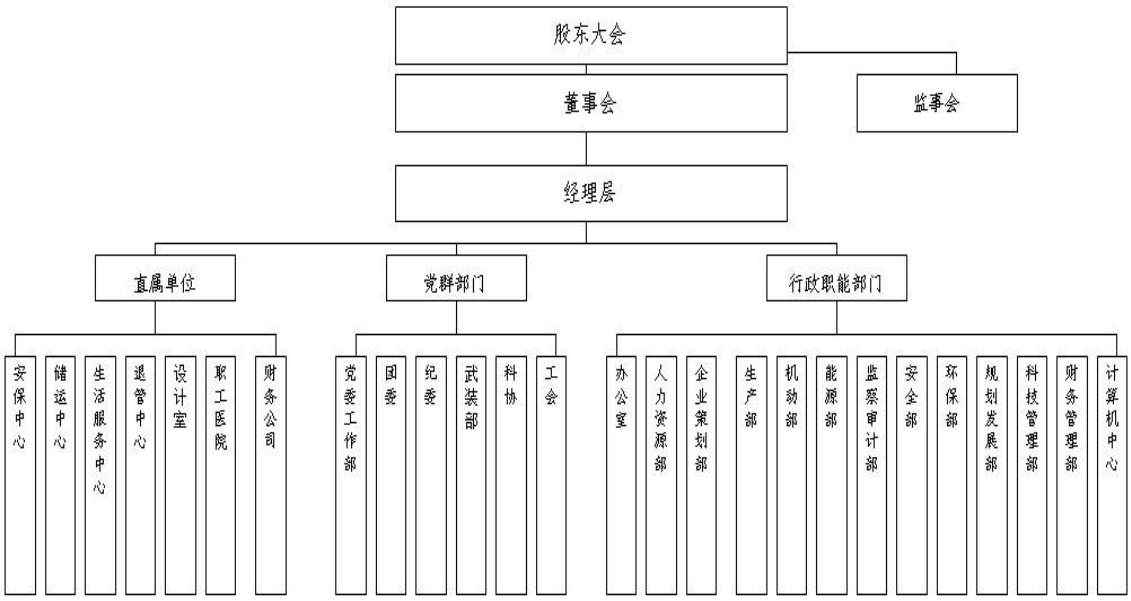
九、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA$^-$，评级展望由负面调整为稳定，并将“11北营钢MTN1”信用等级由AA调整为AA$^-$。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.78	40.86	19.29	20.49
资产总额(亿元)	496.69	520.77	486.15	476.52
所有者权益(亿元)	132.83	133.01	122.03	118.38
短期债务(亿元)	81.72	113.39	153.99	146.67
长期债务(亿元)	199.97	208.25	191.58	193.58
全部债务(亿元)	281.69	321.64	345.57	340.05
营业收入(亿元)	216.70	195.11	122.98	25.72
利润总额(亿元)	0.36	0.12	-11.10	-3.69
EBITDA(亿元)	22.82	19.04	9.61	--
经营性净现金流(亿元)	1.45	4.90	4.81	2.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.78	8.45	10.68	--
存货周转次数(次)	2.85	2.21	1.55	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.38	0.24	--
现金收入比(%)	119.05	120.06	132.85	112.45
营业利润率(%)	10.19	12.49	11.21	11.77
总资本收益率(%)	2.98	1.82	-0.05	--
净资产收益率(%)	0.27	0.09	-9.10	--
长期债务资本化比率(%)	60.09	61.02	61.09	62.05
全部债务资本化比率(%)	67.96	70.74	73.90	74.18
资产负债率(%)	73.26	74.46	74.90	75.16
流动比率(%)	123.71	110.25	91.06	90.50
速动比率(%)	75.80	67.43	54.14	55.51
经营现金流动负债比(%)	0.89	2.74	2.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.32	1.44	0.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.34	16.90	35.97	--

注：2016 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；现金类资产中已扣除受限部分。

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。