跟踪评级公告

联合[2017] 1756 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江阴兴澄特种钢铁有限公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“12兴澄MTN1”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十七日

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

江阴兴澄特种钢铁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：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12 兴澄 MTN1	2 亿元	2017/11/28	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 7 月 27 日

财务数据

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	26.87	24.91	37.46	36.34
资产总额(亿元)	196.49	190.91	198.66	197.85
所有者权益亿元)	88.30	99.49	108.44	110.98
短期债务(亿元)	45.56	59.68	35.81	37.28
长期债务(亿元)	27.02	2.00	11.25	11.25
全部债务(亿元)	72.58	61.68	47.07	48.53
营业收入(亿元)	228.56	173.94	186.48	64.85
利润总额(亿元)	9.85	13.61	11.55	2.99
EBITDA(亿元)	24.11	25.48	22.86	--
经营性净现金流(亿元)	29.64	23.17	23.94	4.12
营业利润率(%)	13.54	18.40	15.52	10.95
净资产收益率(%)	9.48	11.25	8.25	--
资产负债率(%)	55.06	47.88	45.41	43.91
全部债务资本化比率(%)	45.11	38.27	30.26	30.43
流动比率(%)	66.70	62.90	90.88	97.31
经营现金流动负债比(%)	36.77	26.20	30.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.01	2.42	2.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.50	14.06	19.80	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

柳丝丝　卢谋华

邮箱：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）
网址： www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，中国大中型钢铁企业经营情况向好，但行业整体景气度仍欠佳，江阴兴澄特种钢铁有限公司（以下简称“公司”）通过积极举措，产能利用水平进一步提高，收入规模同比增长，但受产品价格下降等因素影响，公司盈利水平有所下降。

作为中国领先的大型特殊钢生产企业之一，公司在生产规模、技术装备水平、研发实力及产品竞争力等方面具备较强的竞争实力。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等因素给公司经营及发展带来的不利影响。

跟踪期内，公司债务负担持续下降，财务弹性有所提升；公司整体盈利水平继续保持特钢行业领先，吨钢效益排名全行业前列。未来公司将围绕质量管理、品种开发、能源用钢、钢板生产线效益、创新商业模式、产品深加工等主线开展工作，公司整体抗风险能力和综合竞争力有望进一步提升。公司 EBITDA 及经营活动现金净流量对存续期内中期票据保障能力强。

综合评估，联合资信确定维持江阴兴澄特种钢铁有限公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“12兴澄MTN1”的信用等级为AA^+。

优势

1. 公司作为中国大型特殊钢生产企业，技术研发实力强，生产设备先进，产品涵盖棒材、线材及板材全部主要产品。
2. 公司生产的重点、高档产品获得多家国内外知名厂商的认证，部分产品已具备替代进口实力，对下游定价能力较强。
3. 跟踪期内，公司保持轴承钢、汽车用钢、矿链钢、系泊链钢、风电用钢市场占有率第一的地位，吨钢效益排名全行业前列。

4. 跟踪期内，公司债务负担持续下降，财务弹性有所提升。
5. 公司 EBITDA 及经营活动现金净流量对存续期内中期票据保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，钢铁行业面临需求乏力、产能过剩及有效供给不足等方面的挑战，作为钢铁子行业的特钢行业也面临一定经营压力。
2. 公司与关联公司代销、产品销售以及原材料加工采购等关联交易规模大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江阴兴澄特种钢铁有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江阴兴澄特种钢铁有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于江阴兴澄特种钢铁有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

江阴兴澄特种钢铁有限公司（以下简称“公司”或“兴澄特钢”）由香港中信泰富有限公司与江阴钢厂于 1993 年合资建立。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 76608 万美元，其中江苏泰富兴澄特殊钢有限公司（以下简称“泰富兴澄”）拥有公司 46.59%股份，长越投资有限公司（以下简称“长越投资”）拥有公司 46.68%股份，江阴兴业投资有限公司（以下简称“兴业投资”）拥有公司 3.94%股份，尚康国际有限公司（以下简称“尚康国际”）拥有公司 2.79%股份。兴业投资、长越投资、泰富兴澄和尚康国际的实际控制人均为中国中信股份有限公司（以下简称“中信股份”），公司实际由中信股份 100%持股，实际控制人为中国中信集团有限公司（股权结构图见附件 1-1）。

公司主要从事特殊钢产品生产和销售，是中国轴承钢、汽车用钢、弹簧钢和合金管坯钢等特殊钢的大型生产基地，也是中国重要的特殊钢材出口基地和替代进口生产基地。

截至 2017 年 3 月底，公司下设总经办、财务部、审计部、装备部、技术部、发展规划部、一分厂、二分厂、特板厂、销售公司、储运公司等职能部门共计 36 个（见附件 1-2）。

截至2016年底，公司资产总额198.66亿元，所有者权益合计108.44亿元；2016年，公司实现营业收入186.48亿元，利润总额11.55亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额197.85亿元，所有者权益合计110.98亿元；2017年1～3月，公司实现营业收入64.85亿元，利润总额2.99亿元。

公司注册地址：江苏省江阴经济开发区滨江东路 297 号；法定代表人：俞亚鹏。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2012 年 11 月发行了中期票据“12 兴澄 MTN1”，募集金额 2 亿元，期限 5 年，用于归还银行借款。截至报告日，募集资金均已按照规定用途使用完毕。2016 年 11 月 28 日，“12 兴澄 MTN1”正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
12 兴澄 MTN1	2.00	2.00	2012/11/28	2017/11/28

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年

增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

公司属于钢铁加工业，主营特殊钢产品生产和销售。

钢铁产品分为普钢和特钢，特钢是衡量一个国家能否成为钢铁强国的重要标志。特钢是具有特殊的化学成分（合金化）、采用特殊的工艺生产、具备特殊的组织和性能、能够满足特殊需要的钢材。目前特钢主要应用于汽车、机械制造、电子信息、国防军工、航天航空等领域，其特点是专业性强，细分市场多，市场需求小品种、多批量。目前机械制造和汽车制造是中国特钢最主要的下游行业，消费量占国内特钢总产量的比重分别约为25%和35%。

1．行业概况

行业概况

2016年，钢铁行业深入推进供给侧结构性改革，大力化解过剩产能，各项政策措施陆续出台，钢铁行业运行走势稳中趋好。但产能过剩基本面没有改变，价格上涨、效益回升的基础仍不牢固，行业还没有完全走出困境。

在此背景下，2016年，中国特钢企业协会成员单位累计实现利润77.40亿元（2015年为-72.10亿元），利润率为1.60%，同比增长1.41%，平均吨钢盈利79.30元。总体看，特钢企业盈利水平的优、劣势进一步显现，两级分化进一步加快。

据统计，2016年，中国特钢企业协会成员单位的粗钢总产量为1.07亿吨，同比增长0.22%。其中，普通钢同比减少0.64%；优质钢同比减少7.60%；特殊钢同比增长10.52%，特殊钢种类中，特殊质量合金钢同比增长16.8%。从主要产品的品种看，2016年，齿轮钢产量同比增长25.01%（2015年同比增长11.9%），弹簧钢同比增长27.83%（2015年同比减少12.42%），合金工具钢同比减少11.66%，模具钢同比增长9.72%（2015年同比减少5.39%），轴承钢同比增长10.16%（2015年同比减少10.03%），不锈钢同比减少3.10%（2015年同比减少3.50%）。除不锈钢产量连续多年减少外，多数特殊钢品种产量增加。

从市场竞争情况看，由于特钢生产技术壁垒相对高，相对于国内众多普钢生产企业而言，国内大型特钢企业数量相对不多，目前国内特钢生产逐步形成了多个区域性大型特钢集团和三个专业化特钢企业为核心的生产格局。其中，区域性的大型特钢集团包括，西北地区——西宁特钢集团；东北地区——东北特钢集团（包括大连特钢、抚顺特钢、北满特钢）；华东地区——宝钢股份特殊钢公司（原上钢五厂，以下简称“宝钢特钢”）和江苏沙钢集团（包括淮钢特钢）；华东及中南地区——中信泰富特钢集团（包括兴澄特钢、湖北新冶）。三大专业化特钢企业为：不锈钢专业化企业——太原钢铁（集团）公司（太钢不锈）；合金钢中厚板专业化企业——舞阳钢铁有限责任公司（以下简称“舞阳钢铁”）；合金钢管专业化企业——天津钢管集团股份有限公司（以下简称“天津钢管”）。

目前国内的特钢产能主要集中在32家企业，前十大生产企业的集中度约为60%，产能释放秩序和应对市场需求的变化较易掌控。

上游原料供应

从上游原材料情况看，目前，特钢企业主原料是铁矿石、废钢及焦炭等；辅助有色金属主要以镍、钼、钒铁等为主。

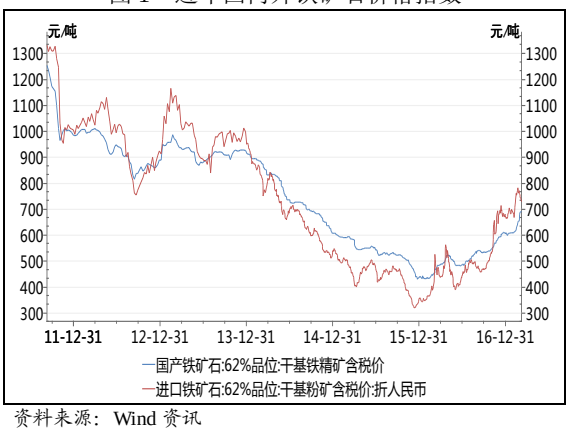
铁矿石价格方面，2014 年以前国产铁矿石价格低于进口铁矿石价格，而进入 2014 年之后，受淡水河谷、力拓和必和必拓国际三大矿山铁矿石供应量不断提升以及国内钢铁行业景气度持续低迷的影响，2014 年以来国内外铁矿石价格出现倒挂，且两者价差存在不断扩大的趋势。

2015 年，国内铁矿石矿山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。加之国内钢铁行业景气度持续低迷，国内外铁矿石价格持续下跌，至 2015 年底跌至低点，截至 2015 年底，国产铁矿石（62%品位，干基铁精矿）含税价为 438.14 元/吨，进口铁矿

石（62%品位，干基粉矿）含税价为 355.18 元/吨。对于下游钢铁企业，近年来国内外铁矿石市场低迷在一定程度上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。

2016 年以来随着国内钢铁需求回暖，铁矿石价格大幅反弹，截至 2016 年底，国产铁矿石（62%品位，干基铁精矿）含税价为 606.30 元/吨，进口铁矿石（62%品位，干基粉矿）含税价为 675.76 元/吨，分别较年初增长 38.38%和 90.26%。2017 年一季度，国内外铁矿石延续上涨态势，截至 2017 年 3 月底价格分别为 686.10 元/吨和 677.26 元/吨，此后铁矿石价格有所回调，截至 2017 年 5 月底，价格分别为 561.59 元/吨和 473.04 元/吨。

图 1　近年国内外铁矿石价格指数



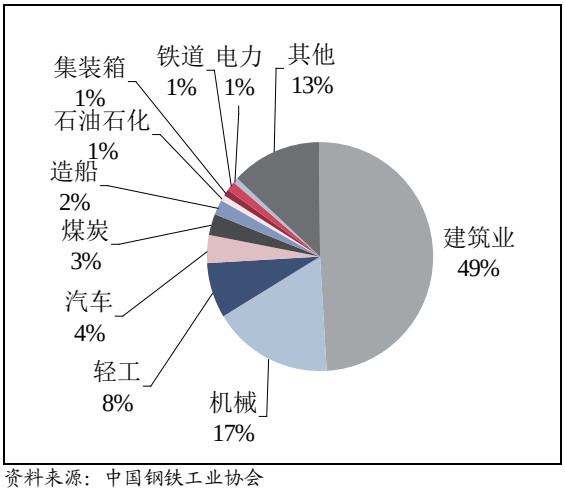
资料来源：Wind 资讯

下游需求情况

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，主要用钢行业包括基建、房地产、机械、汽车和家电轻工等行业，其他重要的行业包括造船、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%。

近年来，中国粗钢表观消费量呈上升趋势，但在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，房地产调控基调从紧，相应建筑业增速下降，钢材需求增速持续放缓，并于 2015 年出现负增长。2015 年中国粗钢表观消费量为 6.95 亿吨，同比下降 5.03%。

图 2　钢材主要消费行业



资料来源：中国钢铁工业协会

2. 行业关注

①产业结构不够合理，特钢产品的深加工及延伸不够

目前中国特钢产品结构现状是中低端产品（碳结钢及合金结钢）比例大约占 90%以上，以不锈钢冷轧薄板和合金工模具钢为代表的高端产品不足 10%，与发达国家差距较大。由于部分中低端产品产能相对过剩，其对价格敏感度高，竞争相对较为激烈。

特钢的深加工产品是高附加值产品，也是高技术含量的产品，其实质是特钢企业为用户服务的延伸。特钢企业向特钢深加工产品延伸是国外特钢产业发展的趋势，有助于稳定和扩大市场，同时也能够降低生产成本，提高钢材的商品化率。目前国内的特钢企业仍多以特钢材料为最终产品，特钢深加工发展严重不足。

②工艺及装备技术水平有待进一步提升

近年来，尽管各特钢企业不同程度地对各自的生产线进行了改造和完善，但与国外先进流程相比，仍缺乏完整性，系统工艺技术及工序界面技术需要提高。虽然部分国内企业基本上建成了“四位一体”的生产线，生产成本仍然较高，产品难以达到专业化生产。

目前国内特钢的生产在高速钢专业化、合

金钢线材专业化、不锈钢专业化、精密合金专业化、高温合金和钛合金专业化、大棒材专业化、合金钢中厚板专业化、合金钢管材专业化、合金钢丝（制品）专业化等方面需进一步提高，工艺技术需进一步创新。此外，在降低钢材生产成本方面，有待进一步完善开发连铸连轧技术、控轧控冷技术；在降低零件加工成本方面，有待完善开发易切削技术、非调质技术和在线退火技术等。对于提高产品质量和性能，高纯净度、高均匀度、高晶粒度技术、高表面质量技术等方面需进一步提高。

3. 行业政策

2016年2月4日，国务院发文《国务院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），明确从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨的工作目标。

2016年11月14日，工业和信息化部印发了《钢铁工业调整升级规划（2016~2020年）》（工信部规【2016】358号），从化解产能、创新驱动、绿色发展、智能制造、品种质量等5方面提出了引导性的调整升级目标。

表 2 “十三五”时期钢铁工业调整升级主要指标

序号	指标	2015 年	2020 年	“十三五”累计增加
1	工业增加值增速（%）	5.4	6.0 左右	/
2	粗钢产能（亿吨）	11.3	10 以下	净减少 1-1.5
3	产能利用率（%）	70	80	10 个百分点
4	产业集中度（前 10 家）（%）	34.2	60	25 个百分点以上
5	钢铁智能制造示范试点（家）	2	10	8
6	主业劳动生产率（吨钢/人·年）	514	1000 以上	486 以上
7	能源消耗总量	/	/	下降 10%以上
8	吨钢综合能耗（千克标煤）	572	≤560	降低 12 以上
9	吨钢耗新水量（立方米）	3.25	≤3.2	降低 0.05 以上
10	污染物排放总量	/	/	下降 15%以上
11	吨钢二氧化硫排放量（千克）	0.85	≤0.68	降低 0.17 以上
12	钢铁冶炼渣综合利用率（%）	79	90 以上	11 个百分点以上
13	研发投入占主营业务收入比重（%）	1	≥1.5	0.5 个百分点以上
14	钢结构用钢占建筑用钢比例（%）	10	≥25	15 个百分点以上

资料来源：根据《钢铁工业调整升级规划（2016~2020 年）》整理

联合资信认为，近年来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，过剩产能的治理和政府的执行力度得到强化，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。

4. 行业未来发展

未来在市场竞争中，国内可生存的特殊钢企业将逐步形成以下五种类型：①生态质量型特钢精品生产企业；②规模效益型特钢生产企业；③普特结合型特钢生产企业；④专业化型特钢生产企业；⑤多品种小批量特钢生产企业。特钢重点品种需求主要为：高强度齿轮钢、耐压齿轮钢、冷锻齿轮钢、长寿命弹簧钢、螺旋悬挂弹簧钢、耐延迟断裂高强度钢、微合金非调质钢、易切削钢和石油天然气工业用钢等。上述市场竞争的导向使得规模大、专业化强的特钢企业相对其他企业具有明显竞争优势。

目前，中国国内特钢产量占钢铁总产量的比重不足 10%，与钢铁工业发达国家 15%～25%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、核能发电、国产大飞机、高端装备制造业等产业的稳步发展，以及“一带一路”相关投资项目不断落地，中国特钢行业景气度有望逐步回暖。

5. 区域经济概况

公司地处江苏省江阴市，位于江苏省南部，长江三角洲太湖平原北端。江阴市民营经济发达，制造业强，以本土乡镇企业起家，是城镇经济领航者，誉为“中国资本第一县”，有36家上市公司。

根据《2016年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2016年全区实现地区生产总值3083.3亿元，按可比价格计算，比上年同期增长7.4%。按常住人口计算人均生产总值达到18.8万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。其中，第二产业增加值1681.0亿元，增长7.1%；第三产业增加值1357.9亿元，增长8.3%。三次产业比例调整为1.5:54.5：44.0，三产增加值占GDP比重比上年提高0.6个百分点。

社会固定资产投资方面，全年固定资产投资完成1133.0亿元，增长0.4%。分产业投向看：第一产业投资5.6亿元，下降16.9%，第二产业投资495.4亿元，增长3.7%，第三产业投资632.1亿元，增长4.1%。

总体看，2016 年江阴市经济保持稳中有进的良好态势，为公司发展提供良好外部环境。

六、基础素质分析

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 76608 万美元，其中泰富兴澄、长越投资、兴业投资和尚康国际分别拥有公司 46.59%、46.68%、3.94%和 2.79%的股份，兴业投资、长越投资、泰富兴澄和尚康国际的最终控制人均为中信股份，公司实际由中信股份 100%持股。因中信股份实际控制人为中国中信集团有限公司，因此公司实际控制人为中国中信集团有限公司。

公司是中国目前重要的大型特殊钢生产基地。截至2017年3月底，公司拥有每年炼铁560万吨[1]、炼钢690万吨、轧钢680万吨的生产能力。棒线材产品规格从Φ5.5mm至Φ1000mm，板材产品分为3.5米和4.3米。公司为国家火炬计划重点高新技术企业，中国特钢企业协会会长单位，全国首批节能先进单位、全国首批两化融合示范企业。

公司位于江苏省江阴市经济开发区的滨江厂区占地4000亩，自建10万吨级的专用码头，南接锡澄、沪宁高速公路，拥有公路、内河、远洋海运等发达的交通物流优势。

公司的炼钢、轧钢、热处理、检测等主要装备设施均从国外引进，生产过程均采用国际先进工艺，现已成为国内优特钢棒线材和板材的生产基地，主要有高标准轴承钢、高级齿轮钢、合金弹簧钢、合金管钢、油田用钢、高级系泊链钢、帘线钢、易切削非调质钢以及锅炉和压力容器用钢、工程机械用钢、船舶和海洋工程用钢等。公司拥有国内特钢行业首家综合性研究院，该院拥有国家级技术中心、国家级认可实验室和博士后科研工作站，先后承担“十五”、“十一五”、“十二五”、“863”和“火炬计划”等多项冶金课题的项目攻关，主持或参与起草修订了多项国家和行业技术标准。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营收入包括特钢产品（包括碳结钢、合金结构钢、轴承钢、特钢坯和（特）钢板）以及生铁/铁水、石灰/烧结、矿渣微粉等的销售，其中特钢产品销售收入在主营业务收入中的占比高，公司（特）钢铁主业突出。

跟踪期内，行业整体盈利能力向好，公司产能利用率进一步提升，并采取了优化品种结构、大力拓展海外市场等多项举措，使得 2016 年维持了较高的收入水平；另一方面，受公司主要特钢产品价格下降、钢板行业产能过剩矛盾突出等不利因素影响，公司主营业务毛利率较去年有所下降。2016 年，公司实现主营业务收入 165.87 亿元，其中碳结钢等特钢产品贡献收入合计占比达 98.17%。毛利率方面，公司 2016 年的主营业务毛利率为 17.89%，较上年下

[1]其中 270 万吨由关联公司兴澄特材提供，公司支付其铁水加工费。

降 1.59 个百分点，主要系碳结钢销售价格小幅下降、钢板市场需求减弱所致。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 54.05 亿元，同比增长 52.30%，主要系公司主要产品销售价格大幅增长所致。受原材料价格上升影响，公司碳结钢、合结钢、轴承钢、特钢坯产品的毛利率进一步下滑；公司钢板业务毛利率仍处于微亏水平，为-0.27%；2017 年一季度公司主营业务毛利率下降至 13.48%。

表3 近年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

产 品	2015 年			2016 年			2017 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
碳结钢	132088.37	8.38	32.00	145374.68	8.76	30.65	46759.03	8.65	25.89
合结钢	349074.26	22.16	30.57	365622.67	22.04	32.37	120804.14	22.35	25.30
轴承钢	283784.30	18.01	25.16	298106.41	17.97	26.05	91261.89	16.88	18.68
特钢坯	368081.52	23.36	16.50	365420.24	22.03	16.04	123108.52	22.78	10.84
生铁/铁水	0.00	0.00	0.00	17788.45	1.07	4.27	4951.43	0.92	-1.77
石灰/烧结	856.87	0.05	112.28	879.84	0.05	191.06	241.6	0.04	73.53
钢板	434308.15	27.57	0.89	454006.30	27.37	-1.27	150571.98	27.86	-0.27
矿渣微粉	7346.35	0.47	-10.04	11468.74	0.69	6.81	2812.63	0.52	3.89
合计	**1575539.82**	**100.00**	**19.48**	**1658667.33**	**100.00**	**17.89**	**540511.21**	**100.00**	**13.48**

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内特钢行业景气度依旧欠佳，虽受产量提升影响公司主营业务收入规模同比增长，但公司整体盈利能力有所下滑。此外，公司钢板业务于2015年实现盈利，但钢板市场的竞争较为激烈，公司在此板块上盈利能力较弱，2016年受市场需求下行影响，钢板业务微亏。2017年一季度，受原材料成本上升影响，业务主营业务毛利率进一步下跌。整体看，跟踪期内，公司整体盈利能力虽有所减弱，但仍处于行业较高水平。

钢材生产

公司的特钢产品由位于江阴经济开发区的滨江厂区生产。截至2017年3月底，公司已具备690万吨特殊钢冶炼的年生产能力，产品涵盖棒材、线材及板材等主要产品。公司部分代表性特钢产品生产技术处于国内领先地位，规格标准高，质量过硬，并且具备替代同类进口产品的实力。

按产品用途分类，公司特钢产品主要有5大类：碳素结构钢（碳结钢）、合金结构钢（合结钢）、轴承钢、特钢坯和特钢板。

表4 公司主要产品产量情况（单位：万吨）

	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
碳结钢	33.68	36.56	10.03
合结钢	75.50	82.16	22.06
轴承钢	72.07	78.65	19.01
特钢坯	133.58	142.12	34.59
特钢板	145.62	164.35	40.01
合计	**460.45**	**503.84**	**125.70**

资料来源：公司提供

跟踪期内，通过合理组织生产、提高全员生产积极性，公司特钢产品产量有所增长，产品结构方面以合结钢、轴承钢、特钢坯及特钢板为主，2016年其产量分别为82.16万吨、78.65万吨、142.12万吨及164.35万吨。跟踪期内，公司积极推进产品向高端、精品、深加工和差异化方向发展。在轴承钢方面，公司与斯凯孚、舍弗勒、NSK、NTN等高端客户的合作关系稳固，业务量持续增长；新开发了高速铁路用轴承钢，填补国内空白。汽车用钢方面，实现了德、美、欧、日等系列高端车型的零部件用钢国产化，与全球知名汽车企业合作不断深化，

高附加值空心稳定杆用钢成功替代进口，冷精锻用等温退火齿轮钢填补国内空白。钢板方面，品牌知名度不断提升，首次完成400英尺钻井平台的成套半圆板供应；250mm特厚板成功应用于国内首个移动式海洋石油平台，全面进入海上风电市场，成功中标白鹤滩水电站、绩溪水电站等重点项目。

原材料采购

公司采购的生产用原材料主要有铁矿石、煤炭、焦炭、废钢以及生产设备用电等；主要原辅料有镍、钼、钒铁和石灰等。

铁矿石采购方面，进口铁矿石由中信泰富特钢集团（以下简称“中特集团”）统一对外联络、协商定价。中特集团根据市场情况确定长期协议矿与现货矿的采购方式与价格，公司根据中特集团要求进行采购。公司近些年进口的铁矿石主要来自世界三大矿山企业：巴西的淡水河谷以及澳洲的力拓和必和必拓。目前，公司从海外进口的铁矿石占铁矿石采购总量的比重为80%。

公司部分炼钢生产线所需要的铁水，统一由关联公司江阴泰富兴澄特种材料有限公司（以下简称“兴澄特材”）代为加工，公司以生产成本加成的定价方式与兴澄特材结算，兴澄特材拥有2座450m^3、1座530m^{3}高炉设备，合计铁水产能为270万吨。

表 5　公司原材料采购情况表

产品	单位	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
铁矿石	采购量（万吨）	729.76	802.93	195.21
	均价（元/吨）	442.95	434.43	651.85
废钢	采购量（万吨）	78.01	67.32	21.76
	均价（元/吨）	1249.14	1292.06	1525.99
焦炭	采购量（万吨）	137.54	146.01	38.04
	均价（元/吨）	1005.81	1146.68	2131.15
煤	采购量（万吨）	62.68	60.76	15.99
	均价（元/吨）	384.24	426.66	559.75
电力	采购量（万度）	135827	260811	66000
	均价（元/度）	0.62	0.61	0.60

资料来源：公司提供

跟踪期内，中特集团采购中心继续推行策略采购和价值采购，准确把握原材料市场走势，强化“价格上行锁价格锁资源、价格下行锁资源不锁价”的采购策略，充分利用掉期市场提前锁定优质资源，有效控制了采购成本。2016年，采购比重较高的铁矿石采购量802.93万吨，采购均价434.43元/吨，同比下降8.52元/吨，主要系公司利用掉期产品，在价格低位加大采购量所致，为全年降本方面作出较大贡献。2017年一季度，公司主要原材料采购成本均大幅增长，其中铁矿石均价651.85元/吨，较2016年增长50.05%；废钢均价1525.99元/吨，较2016年增长18.11%；焦炭均价2131.15元/吨，较2016年增长85.85%。随着原材料采购成本的上行，公司经营成本控制压力有所加大。

从结算方式看，公司原材料采购部分采取赊购方式，而且近年来公司加大了采购的票据结算比例。

公司大宗原辅材料由中特集团统一对外联络、协商定价，包括矿砂、进口废钢、焦、煤、合金、电极，货到一个月后付款，承兑支付，目前与主要供应商建立了战略合作关系，对单一供应商依赖程度较低。

产品销售

公司产品销售模式为“直供用户为主，少量经销客户补充”。近年来，公司销售直供比例达到85%以上。公司国内销售主要集中在华东地区（约60%），其中江苏省的销售额占比达50%左右，国外销售国家为东南亚、韩国、日本、美国、欧盟及拉美地区等。

销售政策方面，公司主要以客户“带款提货”模式为主，少量客户采用“T+1、T+2、T+3”模式。即公司对于长期合作，信用较好的客户采取循环滚动的销售模式，在发货后1~3个月回款的政策。

公司生产的棒线材产品以及钢坯的国内销售主要由关联公司兴澄特材代销。2016年，公司委托销售的金额为69.61亿元，同比下降3.12%，会计处理上仍然将委托销售部分作为公司的营业收入；同时，关联公司泰富兴澄委托公司代销其生产的钢材及线材，江阴兴澄合金材料有限公司（以下简称“兴澄合金”）和兴澄特材委托公司代销其生产的钢材，2016年上述公司委托公司销售产成品合计11.23亿元，同比增长11.19%。定价方面，公司与关联公司之间签订《钢铁代销协议》，代销均不收取代理费用，货物发出时仅确认为委托方的销售收入。

此外，公司与关联公司之间的销售和采购较大，2016年公司向关联公司销售商品金额为51.22亿元；同期，公司从关联公司采购商品、接受劳务的金额为40.96亿元。公司向关联公司销售的产品主要为特钢坯和特钢材等，定价主要以成本加成价为主；向关联公司采购的产品主要为焦煤、球团和气体等，定价以市场价或合同价为主；接受关联公司的劳务主要为铁水加工。

近年来，公司着眼于特钢行业优质、高端产品市场，在以上乘的产品质量打造公司品牌的同时，依靠自身强大的研发实力，不断调整产品结构，成功生产出工艺先进的特、精产品，部分产品已可替代进口，汽车用钢、轴承钢、管坯钢及锚链钢等产品获得了国内外多家厂商的认证。

表 6　公司主要特钢产品销量及价格

产品		2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
碳结钢	销量（万吨）	33.18	37.38	10.3
	价格（元/吨）	3980.97	3915.16	4589.16
合结钢	销量（万吨）	74.61	82.84	23.94
	价格（元/吨）	4678.39	4442.94	5103.93
轴承钢	销量（万吨）	71.42	79.56	20.44
	价格（元/吨）	3973.69	3771.51	4517.12
特钢坯	销量（万吨）	132.31	143.16	34.43
	价格（元/吨）	2782.00	2569.42	3617.58
特钢板	销量（万吨）	147.33	165.85	41.19
	价格（元/吨）	2947.94	2755.49	3697.75

资料来源：公司提供

注：以上价格不含税。

跟踪期内，公司采取销售一体化统管模式，与中特集团下属湖北新冶钢有限公司（以下简称“新冶钢”）合作，应用了统一的订单管理系统，与新冶钢共同开发重点客户，对客户的进一步开发和维护产生积极作用。2016年，公司主要特钢产品销量均有所增长，其中，轴承钢高档产品销量39万吨、汽车用钢高端产品销量66万吨、钢板高档产品销量23万吨；在行业景气度不佳的市场环境下，公司特钢产品的价格均出现了不同幅度的下跌。进入2017年，公

司特钢产品价格均有较大幅度增长。

外贸方面，2016年，公司克服了国际市场“双反”的不利态势，加大攻关力度，完成出口总量90.74万吨，同比增长5.29%。

总体来看，跟踪期内公司主要特钢产品销量均呈增长趋势，但受市场行情影响，其销售价格有所波动；与同行业企业相比，公司竞争实力突出，抗风险能力较强。同时，联合资信关注到，公司与关联公司代销、产品销售以及产品采购等关联交易规模大。

2. 经营效率

2016年，公司销售债权周转次数为7.37次，同比减少0.13次；存货周转次数为10.25次，同比增加0.83次；总资产周转次数为0.96次，同比增加0.06次。

总体来看，跟踪期内公司应收类款项回收速度、存货周转速度和公司总资产周转效率基本保持稳定。公司整体经营效率较高。

3. 未来发展

在建项目方面，截至2016年底，公司主要在建项目为东江码头项目，计划总投资为5.00亿元，目前已投资金额为2.52亿元。

中信泰富特钢集团把2017年定为“创新提效年”，总的工作指导思想是：加快推进集团“十三五”发展规划，坚持走品种质量效益型道路，以“五大战略”为核心，以科技创新为动力，以劳动生产率提升为支撑，深入推进发展方式转变，持续提升集团价值创造能力、品牌影响力和国际竞争力，不断提高发展质量和经济效益，推动集团向可持续发展的更高层次迈进。

2017年，公司将强化质量管理，确保全年混钢等重大质量事故为零，一检合格率达到98.55%；深化创新驱动，以品种开发为重点，不断提升核心竞争力，继续保持轴承钢、汽车用钢、矿链钢、系泊链钢、风电用钢占有率第一的地位，打造能源用钢第三品牌，提升更多产品的品牌溢价能力，其中棒线材要加快轴承钢、弹簧钢的品牌建设；钢板要强化四个战略品牌，淘汰同质化竞争低端品种10万吨，实现军工用板的市场突破；创新商业模式，加快推进从供给端向制造端转变，为客户提供完善的整体解决方案，创造和引领高端需求；在产品深加工领域进行拓展，深入挖掘特钢产品在应用领域的潜在价值，不断提升盈利基础，加快推进公司钢板剪切配送中心、线材深加工项目建设；加快国际步伐，坚持开拓海外市场。

九、财务分析

公司提供了 2015~2016 年合并财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年一季度财务报表未经审计。近三年一期，公司合并范围未发生变化。

截至2016年底，公司资产总额198.66亿元，所有者权益合计108.44亿元；2016年，公司实现营业收入186.48亿元，利润总额11.55亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额197.85亿元，所有者权益合计110.98亿元；2017年1～3月，公司实现营业收入64.85亿元，利润总额2.99亿元。

1. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额保相对稳定，年均复合增长 0.55%。截至 2016 年底，公司资产总额 198.66 亿元，同比增长 4.06%，主要系货币资金及存货增加所致。同期，公司资产总额中流动资产占比 35.58%，非流动资产占比 64.42%，符合公司所在行业特征。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产不断增长，年均复合增长14.66%。截至2016年底，公司流动资产70.68亿元，同比增长27.08%；构成以货币资金（占22.44%）、应收票据（占30.56%）和存货（占24.01%）为主。

2014~2016年，公司货币资金波动增长，年均复合增长率为19.01%。截至2016年底，公司货币资金15.86亿元（同比增长315.82%）；其中银行存款7.86亿元，其他货币资金8.00亿元。公司其他货币资金为存在中信银行和中信财务有限公司的固定利率存款。公司货币资金中不存在使用受限的款项。

2014~2016年，公司应收票据快速增长，年均复合增长率为17.40%。截至2016年底，公司应收票据21.60亿元（同比增长2.39%）；其中商业承兑汇票13.89亿元，银行承兑汇票7.72亿元。商业承兑汇票全部来自与关联方兴澄特材、兴澄合金及兴业投资的交易。

2014~2016年，公司应收账款波动中有所下降，年均复合下降14.86%。截至2016年底，公司应收账款4.44亿元（同比增长27.12%）；其中来自关联方的应收款项0.35亿元，来自第三方的应收款项4.09亿元。截至2016年底，公司应收账款均在一年以内，账龄较短，未计提坏账准备。整体看，公司应收账款质量较好。

2014~2016 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率为 44.51%。截至 2016 年底，公司其他应收款为 6.60 亿元（同比下降 29.42%）。公司其他应收款主要由关联方委托贷款（6.40 亿元）构成。2016 年，公司向关联单位无锡兴澄特种材料有限公司（以下简称“无锡兴澄”）提供委托贷款共计 3.90 亿元（年利率为 3.92%~4.15%）；向关联企业铜陵泰富特种材料有限公司提供委托贷款共计 2.50 亿元（年利率为 5.00%）。从账龄看，1 年以内（含 1 年）其他应收款占比 99.23%，整体账龄较短。截至 2016 年底，账龄超过 1 年的其他应收款为公司向员工提供的购房贷款，员工按月偿还，且离职前需偿还贷款，回收风险较低，因此未计提坏账准备。

2014~2016年，公司存货波动幅度较大，年均复合增长率为1.74%。截至2016年底，公司存货账面价值16.97亿元，同比增长25.33%。公司存货由原材料（占比44.55%）、在产品（占存货原值21.25%）及产成品（占34.20%）构成。公司对存货计提跌价准备共计2.56亿元。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产有所下降，年均复合下降5.31%。截至2016年底，公司非流动资产127.97亿元，同比下降5.40%，主要由固定资产（占89.91%）构成。

2014~2016 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长率 49.76%。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 2.16 亿元，同比下降 0.30 亿元，主要系公司按权益法对无锡兴澄确认投资损失 0.30 亿元所致。

2014~2016 年，公司固定资产有所下降，年均复合下降 6.02%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 115.06 亿元，同比下降 6.63%。公司对固定资产累计计提折旧 81.31 亿元，未计提减值准备。从固定资产账面价值看，房屋建筑物占 32.51%，机器设备占 66.46%。

2014~2016年，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增长5.69%。截至2016年底，公司在建工程账面净值5.11亿元，同比增长100.93%，其构成主要为东港码头项目（2.52亿元）和科研大楼项目（1.97亿元）；公司对在建工程未计提减值准备。

2014~2016年，公司无形资产波动增长，年均复合增长25.94%。截至2016年底，公司无形资产为4.66亿元，同比增长62.63%，增长全部来自土地使用权。

截至2017年3月底，公司资产总额197.85亿元，较2016年底下降0.41%。同期，公司资产总额中流动资产占比36.60%，非流动资产占比63.40%，较2016年底变化不大。截至2017年3月底，应收账款较2016年底增长14.71%；存货较2016年底增长16.71%。

总体来看，跟踪期内公司资产总额仍以非流动资产为主；流动资产中，货币资金、应收票据及存货占比较高，考虑到公司较高的存货周转次数，公司资产流动性较好。公司整体资产质量好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 10.82%，增长主要来自未分配利润。截至 2016 年底，公司所有者权益 108.44 亿元，同比增长 8.99%，其中归属于母公司的权益 108.44 亿元，增长主要来自未分配利润。截至 2016 年底，归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积同比无变化，占比分别为 38.04%和 2.89%；盈余公积 9.57 亿元，占比 8.83%；未分配利润 54.49 亿元，同比增长 17.34%，占比 50.24%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 110.98 亿元，较 2016 年底增长 2.34%，增长全部来自未分配利润。

总体来看，公司权益构成中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

负债

2014~2016 年，公司负债总额有所下降，年均复合下降 8.68%。截至 2016 年底，公司负债总额 90.22 亿元，同比下降 1.31%；负债结构中，流动负债占 86.21%，非流动负债占 13.79%，以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债有所波动，年均复合下降 1.77%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 77.77 亿元，同比下降 12.06%，主要由短期借款（占 12.09%）、应付票据（占 31.38%）和应付账款（占 32.62%）构成。

2014~2016 年，公司短期借款快速下降，年均复合下降 36.07%。截至 2016 年底，公司短期借款 9.40 亿元，同比下降 25.16%；全部系信用借款，加权平均年利率为 3.29%。

2014~2016 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 15.39%。截至 2016 年底，公司应付票据 24.40 亿元，同比下降 10.00%，由银行承兑汇票(12.37 亿元)和商业承兑汇票(12.03 亿元）构成，其中商业承兑汇票全部系应付给关联方的款项；截至 2016 年底公司无逾期未承兑的商业汇票。

2014~2016 年，公司应付账款波动幅度较大，年均复合增长 2.40%。截至 2016 年底，公司应付账款 25.37 亿元，同比增长 57.26%，全部系应付货款。按账龄来看，1 年内的占比 98.13%，1～2 年的占比 0.89%，整体账龄较短。

2014~2016 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 45.77%。截至 2016 年底，公司其他应付款 7.77 亿元，同比增长 64.99%。其构成主要系预提费用（3.75 亿元）、应付工程设备款（2.17 亿元）和保证金（1.24 亿元）。

2014~2016 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 32.84%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 12.44 亿元，同比增长 318.16%，增加主要来自长期借款。

2014~2016年，公司长期借款波动下降，年均下降25.04%。截至2016年底，公司长期借款为11.25亿元，全部系当年新增借款。其构成全部系保证借款，加权平均年利率为2.77%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 86.87 亿元，较上年底下降 3.71%；其中流动负债占比 85.66%，仍以流动负债为主，负债结构变化不大。

从有息债务来看，2014~2016 年，公司有息债务规模快速下降，年均复合下降率为 19.48%。截至 2016 年底，公司全部债务为 47.07 亿元，同比下降 23.71%，其中短期债务占 76.09%。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 48.53 亿元，其中短期债务占 76.82%。整体看，公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善。

从债务指标来看，2014~2016年，公司资产负债率、全部债务资本化比率呈逐年下降趋势，长期债务资本化比率呈波动下降趋势，三年加权平均分别为48.08%、35.64%和9.98%。截至2016年底，由于公司整体债务规模的下降和长期债务规模的增长，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45.41%、30.26%和9.40%，同比分别下降2.47个百分点、下降8.01个百分点和增长7.43个百分点。截至2017年3月底，公司以上指标分别为

43.91%、30.43%和9.20%。

总体来看，跟踪期内公司债务负担进一步下降，整体债务水平较低；但债务结构以短期债务为主，债务结构有待改善。

3. 盈利能力

2014~2016 年，公司的营业收入波动中有所下降，年均复合下降 9.67%。2016 年，公司实现营业收入 186.48 亿元，同比增长 7.21%；营业成本为 156.39 亿元，同比增长 10.93%，营业成本增速高于同期营业收入增速。受此影响，2016 年公司营业利润率为 15.52%，较 2015 年下降 2.88 个百分点。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司费用收入比分别为 8.37%、9.58%和 7.85%，公司费用支出呈波动下降趋势。2016 年，公司期间费用为 14.64 亿元，同比下降 12.14%。其中，管理费用 11.45 亿元，占期间费用比重为 78.21%。同期，受益于债务规模不断下降，公司财务费用下降至 0.43 亿元。2016 年，公司期间费用占营业收入比重为 7.85%，公司期间费用控制力较强。

2014~2016 年，公司资产减值波动中有所增长。2016 年，公司资产减值损失为 2.56 亿元，全部系存货跌价准备；2014~2016 年，公司营业外收入规模相对稳定，2016 年，营业外收入为 0.17 亿元，主要由罚没收入和政府补助构成。

2014~2016 年，公司利润总额波动中有所增长，三年分别为 9.85 亿元、13.61 亿元和 11.55 亿元。

盈利指标方面，2014~2016 年，公司营业利润率波动增长，分别为 13.54%、18.40%和 15.52%。2014~2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率波动下降；2016 年，受净利润下降影响，总资本收益率和净资产收益率分别为 6.42%和 8.25%，较上年分别下降 1.59 个百分点和 3.00 个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.85 亿元，同比增长 54.74%，占 2016 年全年收入的 34.78%；实现利润总额 2.99 亿元，同比增长 0.67%。同期，公司营业利润率为 10.95%。

总体来看，跟踪期内受主要特钢产品销量增加影响，公司收入规模呈增长趋势；同期，由于产品价格下行，公司 2016 年利润水平有所下降，但仍处于行业较高水平。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流出量波动中有所下降，年均复合下降率分别为 9.21%和 9.09%。2016 年，公司经营活动产生的现金流入和流出分别为 214.68 亿元和 190.74 亿元，同比分别增长 7.85%和 8.45%。其中，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分别为 213.73 亿元和 171.39 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 4.16 亿元，同比增长 44.70%，其构成主要为运输（0.78 亿元）、出口（0.75 亿元）、修理（0.55 亿元）、排污（0.30 亿元）等费用。收现质量方面，2014~2016 年公司现金收入比有所增长，三年加权平均值为 113.84%，2016 年为 114.62%，收入实现质量较好。2014~2016 年，公司经营活动现金净流量分别为 29.64 亿元、23.17 亿元和 23.94 亿元，净流入规模波动中有所下降。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入量波动增长，整体规模较小，复合变动率为 53.85%。2016 年，公司投资活动现金流入 13.27 亿元，其中收回投资收到的现金 13.25 亿元，全部系到期归还的委托贷款。近三年，公司投资活动现金流出量亦波动增长。2016 年，投资活动现金流出 20.14 亿元，包括购建固定资产、无形资产等支付的现金 4.74 亿元及投资支付的现金 15.40 亿元（其中向关联企业提供委托贷款 7.40 亿元，购买银行理财 5.00 亿元，存放中信财务有限公司定期存款 3.00 亿元）。近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.87 亿元、-2.78 亿元和-6.88 亿元，经营活动现金净流量及投资收益能够覆

盖公司投资支出需求。

2014~2016年，公司筹资活动现金流入规模快速下降，分别为40.01亿元、24.42亿元和23.15亿元；2016年，公司筹资活动现金流入量全部系取得借款收到的现金。2014～2016年，公司筹资活动现金流出规模亦快速下降，年均复合下降率为20.94%；2016年，公司筹资活动现金流出量为36.18亿元，其中偿还债务支付的现金35.07亿元。2014～2016年，公司筹资活动现金流量净额分别为-17.87亿元、-27.67亿元和-13.03亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流入为60.99亿元。同期，公司现金收入比为93.76%，较2016年下降20.86个百分点，主要系一季度正值年底，下游客户资金较为紧张所致。公司经营活动产生的现金流量净额4.12亿元；投资活动产生的现金流量净额为-4.10亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-1.32亿元；现金及现金等价物净增加额为-1.30亿元。

总体来看，跟踪期内公司经营活动产生的现金流可满足投资活动所需支出，对外筹资需求较小，筹资活动现金流保持净流出态势。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年底公司流动比率和速动比率分别为90.88%和69.06%，同比分别增长27.98和21.48个百分点；截至2017年3月底，上述比率分别为97.31%和70.69%。2016年，公司经营活动现金流动负债比为30.78%，同比增长4.58个百分点。总体来看，公司短期偿债指标一般。

从长期偿债能力指标看，2016年公司EBITDA为22.86亿元，公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为2.06倍19.80倍。总体来看，公司整体偿债能力强。

截至2017年3月底，公司无对外担保事项。

截至2017年3月底，公司从国内各家银行获得的综合授信额度为220.40亿元，其中未使用额度179.40亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2017年7月17日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清的贷款中有1笔不良记录，系一笔2015年11月16日到期的美元贷款，到期还款日之前公司已将足额还款资金打到银行账户内，由于银行工作人员失误，误以为美元贷款可以自动扣款，导致公司美元贷款逾期2天。总体看，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对行业运行情况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，总体看，公司抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司有“12兴澄MTN1”一期中期票据尚在存续期内，金额为2亿元，将于2017年11月到期。截至2016年底，公司现金类资产37.46亿元，为一年内待偿还债券“12兴澄MTN1”（2亿元）的18.73倍。2016年，公司EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净额分别为此期中期票据额度的11.43倍、107.34倍和11.97倍。公司现金类资产、EBITDA及经营活动现金净流量对存续期内中期票据保障能力强。

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

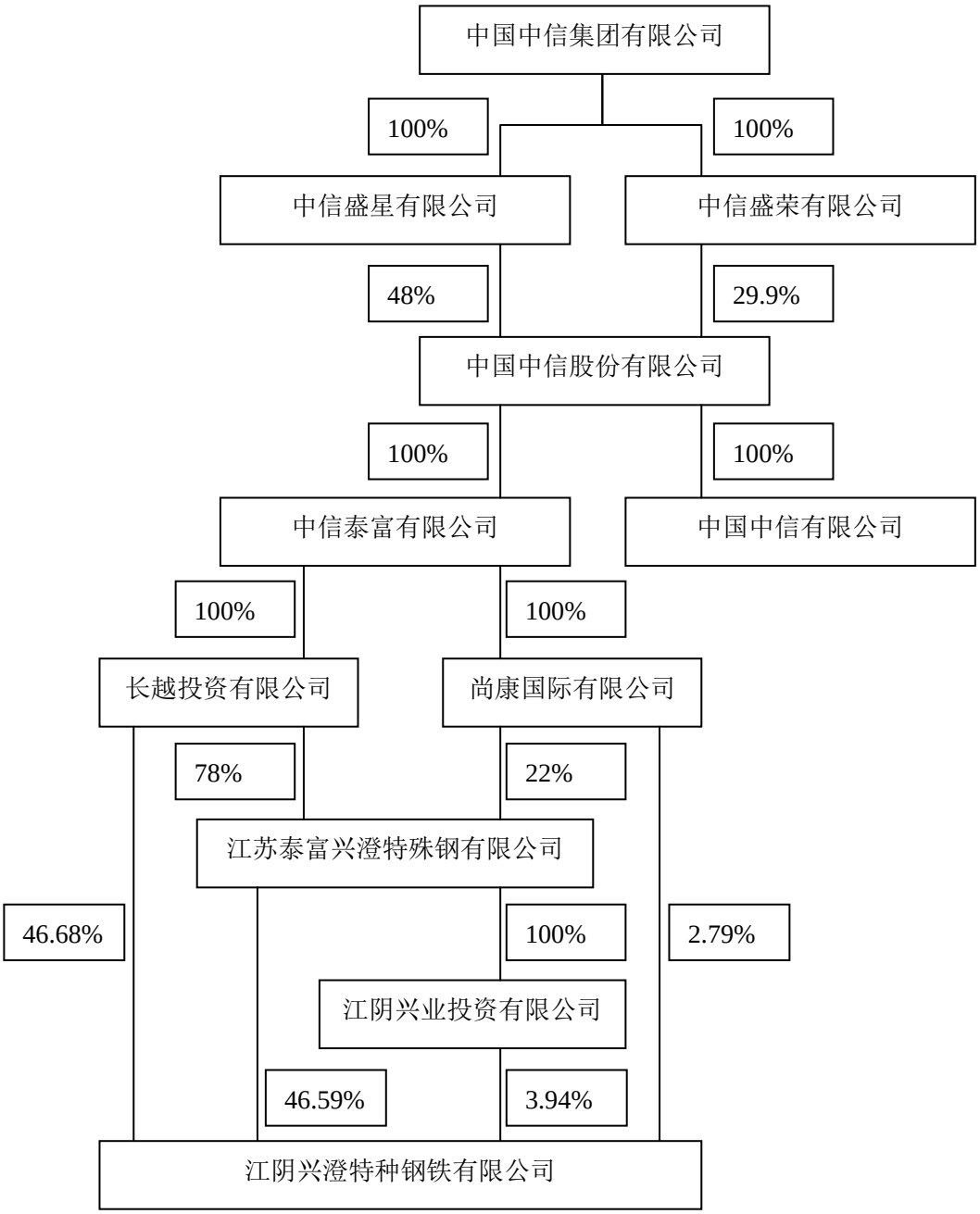
项 目	2015年	2016年
一年内到期债券余额	0.00	2.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--	18.73
经营活动现金流入量/应付债券余额	99.53	107.34
经营活动现金流净额/应付债券余额	11.59	11.97
EBITDA/应付债券余额	12.74	11.43

资料来源：联合资信整理

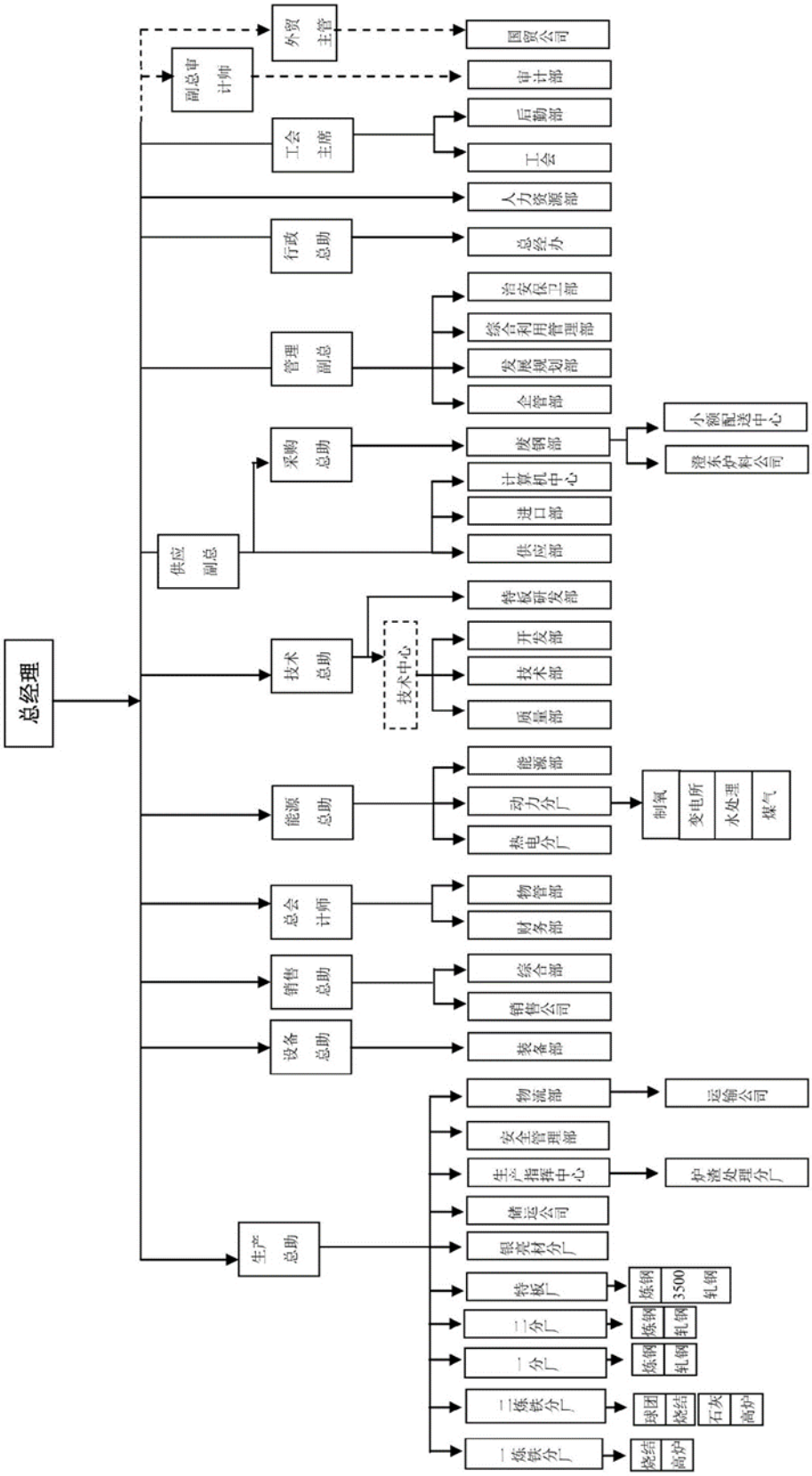
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“12兴澄MTN1”的信用等级为AA^+。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.87	24.91	37.46	36.34
资产总额(亿元)	196.49	190.91	198.66	197.85
所有者权益(亿元)	88.30	99.49	108.44	110.98
短期债务(亿元)	45.56	59.68	35.81	37.28
长期债务(亿元)	27.02	2.00	11.25	11.25
全部债务(亿元)	72.58	61.68	47.07	48.53
营业收入(亿元)	228.56	173.94	186.48	64.85
利润总额(亿元)	9.85	13.61	11.55	2.99
EBITDA(亿元)	24.11	25.48	22.86	--
经营性净现金流(亿元)	29.64	23.17	23.94	4.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.52	7.50	7.37	--
存货周转次数(次)	9.48	9.42	10.25	--
总资产周转次数(次)	1.15	0.90	0.96	--
现金收入比(%)	112.74	113.28	114.62	93.76
营业利润率(%)	13.54	18.40	15.52	10.95
总资本收益率(%)	7.44	8.01	6.42	--
净资产收益率(%)	9.48	11.25	8.25	--
长期债务资本化比率(%)	23.43	1.97	9.40	9.20
全部债务资本化比率(%)	45.11	38.27	30.26	30.43
资产负债率(%)	55.06	47.88	45.41	43.91
流动比率(%)	66.70	62.90	90.88	97.31
速动比率(%)	46.36	47.58	69.06	70.69
经营现金流动负债比(%)	36.77	26.20	30.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.50	14.06	19.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.01	2.42	2.06	--

注：公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。