

信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪0606号

本溪钢铁(集团)有限责任公司:

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款,在对贵公司2015年以来的经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上,我对贵公司“11本钢MTN1”、“12本钢MTN1”、“14本钢MTN001”和“14本钢CP001”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定,此次跟踪评级维持贵公司AA+的主体信用等级,评级展望为稳定,维持“11本钢MTN1”、“12本钢MTN1”和“14本钢MTN001”AA+的债项信用等级,维持“14本钢CP001”A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会
信用评级委员会

二零一五年七月二十八日

本溪钢铁(集团)有限责任公司2015年度跟踪评级报告

发行主体 本溪钢铁(集团)有限责任公司
 本次主体信用等级 AA⁺ 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 AA⁺ 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额(亿元)	期限(年)	上次债项信用等级	本次债项信用等级
14本钢CP001	30	1	A-1	A-1
14本钢MTN001	20	5	AA ⁺	AA ⁺
12本钢MTN1	30	5	AA ⁺	AA ⁺
11本钢MTN1	24	5	AA ⁺	AA ⁺

概况数据

本钢公司	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	782.65	840.71	884.35	939.78
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	214.99	185.18	188.86	189.26
总负债(亿元)	567.66	655.53	695.49	750.52
总债务(亿元)	383.38	518.91	558.81	582.90
营业总收入(亿元)	511.32	565.34	550.13	103.99
EBIT(亿元)	22.86	22.95	25.43	-
EBITDA(亿元)	53.57	54.49	54.66	-
经营活动净现金流(亿元)	4.63	12.64	13.23	-7.44
营业毛利率(%)	12.24	9.77	11.05	15.52
EBITDA/营业总收入(%)	10.48	9.64	9.94	-
总资产收益率(%)	2.92	2.84	2.95	-
资产负债率(%)	72.53	77.97	78.64	79.86
总资本化比率(%)	64.07	73.70	74.74	75.49
总债务/EBITDA(X)	7.16	9.52	10.22	-
EBITDA利息倍数(X)	2.68	2.89	2.26	-

注: 1、公司财务报告均按照新会计准则编制; 2、公司2015年一季报未经审计; 3、2012年~2014年财务报表中, 公司将应付“短期融资券”和“一年内到期的中期票据”计入“其他流动负债”, 中诚信国际分别将其调整至“短期借款”和“一年内到期的非流动负债”。

分析师

项目负责人: 金波 bjin@ccxi.com.cn
 项目组成员: 商思议 syshang@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877
 传真: (010)66426100

2015年7月28日

基本观点

中诚信国际维持本溪钢铁(集团)有限责任公司(以下简称“本钢公司”或“公司”)主体信用等级为AA⁺, 评级展望为稳定; 维持“14本钢CP001”的债项信用等级为A-1、维持“11本钢MTN1”、“12本钢MTN1”和“14本钢MTN001”的债项信用等级为AA⁺。

中诚信国际肯定了本钢公司在资源保障能力、产能规模、产品结构等方面的相对优势。同时, 中诚信国际关注到行业景气度下行使公司生产经营面临一定挑战及债务规模增加等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

优势

- **资源保障能力较强。**本钢公司目前控制的铁矿山探明资源储量约11.91亿吨, 2013年全年铁精矿693.91万吨, 矿石自给率49.15%。同时, 公司积极增加资源储备以保证钢铁主业的可持续发展。
- **规模优势。**本钢目前已具备年产粗钢1,286万吨的综合生产能力, 2014年分别生产生铁1,009万吨、粗钢1,011万吨、钢材1,648万吨; 2015年1~3月, 分别生产生铁254万吨、粗钢251万吨和钢材427万吨, 具备较强的规模优势。
- **产品结构优良。**公司目前产品结构以汽车板、家电板、集装箱板、造船板、管线钢等精品钢材为主, 2014年公司双高产品产量达到959.99万吨, 占产品总产量的58.26%; 2015年1~3月公司双高产品产量达到248.62万吨, 占产品总产量的58.20%, 产品结构优良。

关注

- **钢铁行业景气度下行使公司生产经营面临一定挑战。**受下游行业用钢需求疲软和钢铁产能过剩影响, 钢材价格持续下跌, 公司生产经营面临一定挑战。
- **债务规模进一步增加, 债务负担较重。**公司近年来债务规模扩张较快, 负债水平一直较高, 截至2015年3月末, 总债务规模达到582.90亿元, 总资本化比率达75.49%, 整体债务负担较重。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对存续期内的债券进行定期跟踪评级。

近期关注

下游用钢需求疲弱，产能过剩矛盾突出，钢铁行业持续“寒冬”

钢铁工业是典型的周期性行业，其发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。中国宏观经济增速已连续三年放缓，带来终端需求增速较低，步入2014年以来，在外需不振、产能过剩和房地产市场调整等因素的作用下，国内经济增长步伐较去年同期有所放缓。在宏观经济增速趋缓的态势下，中央管理层加大力度进行经济结构调整和转型升级，钢铁行业面临的政策压力和资金压力逐步加大，寒冬持续。根据中钢协估计，2014年国内粗钢表观消费量为7.38亿吨，同比减少2,574万吨，下降3.37%，是近15年来中国年度粗钢表观消费量首次降低。

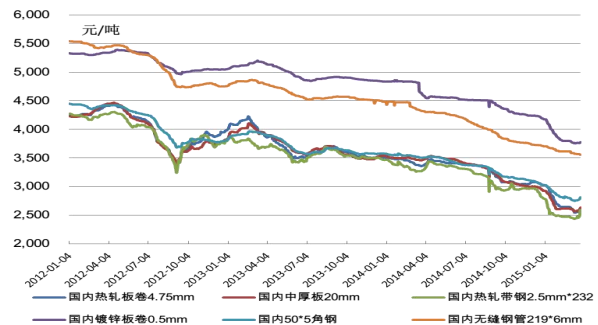
在经济放缓的压力下，政府逐步出台“微刺激”措施稳定经济增长。2014年5月21日，国家发改委公布《关于发布首批基础设施等领域鼓励社会投资项目的通知》，推出80个鼓励社会资本进入的示范工程，随后部分省市相应推出各自鼓励社会投资项目清单。铁路投资方面，2014年中国铁路总公司三次上调固定资产投资，总投资额达8,000亿元以上，全年铁路固定资产投资8,088亿元。不过，中诚信国际认为，新一届中央管理层的经济治理更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革和避免大规模刺激计划为调控核心，未来不会出现大规模的经济刺激计划，“微刺激”对钢材需求的拉动效果有待观察。

从供给看，随着新增产能的逐步释放，截至2013年底，全国炼钢产能超过10亿吨，当期粗钢产量达到7.79亿吨，同比增长7.5%，日均产量超过200万吨。2014年，虽然下游需求低迷，但粗钢日产量屡创新高，全年粗钢产量为8.23亿吨。不过从供给结构上看，非重点钢企粗钢产量总体有所下滑，而重点钢企粗钢产量逐渐上升。与同期粗钢表观消费量相比，在下游需求增速不足的情况下，产能、产量显著过剩，建筑用钢和板材等产品市场供大于求

的矛盾愈发明显。板材产品以造船板等中端板材为主，一方面在造船业需求微弱复苏的背景下仍维持供过于求的局面，另一方面难以满足汽车行业对高端汽车板的需求；线棒材方面，虽然国家对I、II级螺纹钢产能进行淘汰，但新型城镇化的推动效果目前尚不明显，建材市场的供需矛盾调整仍需时日。

钢材价格方面，受钢材下游需求放缓和新增生产能力持续释放的影响，钢价持续下行。2013年末，主要钢材产品价格同比平均降低200~500元/吨左右。2014年以来，由于下游房地产市场调整，钢材产量不断增加，钢材产品价格继续下跌。预计未来在产能利用率低下和需求增速提升有限的情况下，钢材产品价格将维持低位震荡的态势。

图1：2012年以来我国部分钢材品种价格走势（元/吨）



资料来源：聚源终端

中诚信国际认为，在主要下游需求放缓的经济环境下，政府新型城镇化战略等措施有望对化解钢铁产能过剩、缓解供需矛盾起到一定的作用，但在房地产市场分化调整、地方政府的债务压力较大的情况下，其对钢材需求的拉动效果有待观察。

2014年以来国际矿价持续震荡下跌，买方市场特征显现，原燃料价格走低短期内缓解了钢铁企业面临的成本压力

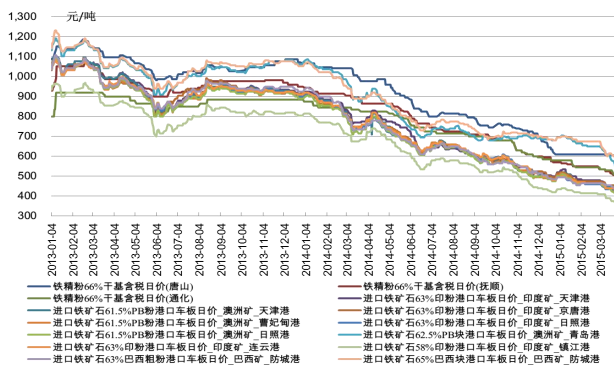
受国内铁矿石品位不高、产量不足影响，中国铁矿石对外依存度一直维持高位，2013年我国铁矿石对外依存度达73%。2014年，根据海关总署统计，我国铁矿砂及其精矿进口量为9.33亿吨，同比增长13.8%。铁矿石对外依存度较高的情形短期内不会发生太大变化。

虽然对外依存度较高，但是自2014年以来，国

际铁矿石买方市场特征初显。作为典型的寡头垄断市场，世界铁矿石产能高度集中，全球约75%的高品位铁矿石产量和贸易量都集中在淡水河谷、力拓、必和必拓三大国际矿业巨头手中，2012年三大国际矿商陆续规划扩能计划，至2014年扩产逐渐放量，预计未来两年全球矿商铁矿石产出总计将增加约2.4亿吨。港口库存方面，受国内铁矿石贸易融资需求驱动，2014年上半年我国港口铁矿石库存持续攀升，6月份青岛港融资骗贷事件发生之后，港口铁矿石去库存加速。在钢铁行业铁矿石需求低迷而国际铁矿石供给量持续增加，同时融资矿的去库存需求加速的情况下，进口矿价持续震荡下跌，2014年全年，进口矿均价较上年全年平均已下跌约300元/吨。定价模式上，自长协定价模式被打破后，国际矿定价逐渐短期化，2014年以来，在国际矿价下跌的行情下，国际矿商开始增加价格折扣；同年7月，日照钢铁集团试水铁矿石基差定价，以期货和基差作为定价基础。中诚信国际认为，铁矿石价格折扣与基差定价的试水表明国际铁矿石略显供大于求的买方市场特征，短期内进口矿价仍将保持低位。

随着进口矿价格走低，国产铁矿石也基本呈现下降趋势，但品位偏低、生产成本较高，却对国产铁矿石价格起了一定成本支撑作用。受此影响，2014年国产矿均价较上年全年平均下降约200元/吨左右，小于进口矿跌幅。中诚信国际认为，国际矿价震荡下跌有利于钢铁企业缓解成本压力，但对国内矿石生产商造成一定经营压力。

图 2：2013 年以来国内外铁精粉价格走势（元/吨）



资料来源：恒生聚源

中诚信国际认为，铁矿石买方市场特征初显，2014年以来主要原燃料价格持续走低有利于钢企

成本控制，但在钢铁行业终端需求未有明显提升的情况下，成本控制优势的可持续性有待观察。

钢铁企业普遍盈利能力很弱，产能退出和结构调整将是未来发展方向

2013全年，我国大中型钢铁企业累计实现销售收入36,876亿元，同比增长3.89%，实现利润228.86亿元，其中绝大部分为投资收益所贡献，主业盈利能力虽较上年有所好转，但程度有限。根据中钢协数据显示，2014年我国大中型钢铁企业实现销售收入共计35,882.07亿元，同比下降2.98%；实现利润304.44亿元，同比增加87.54亿元，增长40.35%；累计亏损面14.77%，同比下降4.55个百分点；亏损额117.47亿元，同比下降8.02%。从利润的结构情况看，我国大中型钢铁企业主营业务保持盈利态势，但盈利水平依然低下。钢铁行业维持微利的局面，在资金面偏紧的形势下，规模小、铁矿石自给率低、产品结构单一、未来资本支出规模大和资本结构不合理的钢铁企业融资压力愈发明显。未来如何在深层次上加快调整产业结构、尽快实施产业转型升级以解决我国钢铁行业发展方式上存在的问题将是各大钢铁企业谋求发展的重中之重。

自有资源优势较为突出，资源保障能力较强

公司在铁矿石资源获取和成本控制方面具有明显的竞争优势。目前本钢公司控制铁矿山 5 座(含马耳岭铁矿)，合计铁矿石储量约 11.91 亿吨。其中南芬露天铁矿矿区面积 20.19 平方公里，铁矿石平均品位 20%~30%，具备有害杂质少、硫磷含量低、品质优良、易选易冶炼的特点，用其铁精矿为原料冶炼的生铁有“人參铁”的美誉。在矿山利用和开发方面，公司坚持可持续利用原则，适度开采现有矿山，同时积极获取新的矿山开采权和合作开发权，未来铁矿石自给率将维持在 50%左右。此外，本溪市桥头已发现探明储量为 33.94 亿吨的铁矿山，正商谈合作开发事宜，达产后将形成年产矿石 3,000 万吨、铁精矿 1,000 万吨的生产规模，其产出铁精矿有望全部直供本钢公司使用。目前公司正在商谈合作开发该矿山的事宜。

表 1：公司铁矿石资源情况

开采中铁矿山情况

矿山名称	保有储量 (亿吨)	原矿产能 (万吨/年)	年产铁精粉 (万吨)	铁精粉品位
南芬露天矿	8.13	1,328	457	68.5%以上
歪头山铁矿 (含马耳岭铁矿)	1.09	590	209	68.5%以上

自有后备铁矿石资源情况

矿山名称	探明储量 (亿吨)	矿山概况
徐家堡子铁矿	2.09	拟建规模为年产矿石530万吨、铁精矿153万吨，现已完全具备开发建设条件，正在开展开采设计前期工作。
花岭沟铁矿	0.60	拟建规模为年产矿石200万吨，现已完全具备开发建设条件，正在开展开采设计等前期工作。

拟合作开发铁矿山情况

矿山名称	探明储量 (亿吨)	矿山概况
大台沟 (桥头) 铁矿	33.94	拟建规模为年产矿石3,000万吨、铁精矿1,000万吨，现正在商谈合作开发事宜。规划2014~2019年矿山基建，2019年投产，2021年达产。
棉花堡铁矿 2~6号矿体	0.71	拟建规模为年产矿石200万吨，矿石供歪头山选厂，现正在商谈合作开发事宜。规划2014~2018年基建，2018年投产，2020年达产。

资料来源：公司提供

2014年，公司铁精矿自产量为693.91万吨，矿石自给率49.15%。除自有铁矿外，公司剩余所需铁矿石通过周边采购及进口矿补足，2014年采购国内铁精矿161.31万吨，进口铁精矿432.90万吨。2015年1~3月，采购国内铁精矿27.83万吨，进口铁精矿103.8万吨。

石灰石资源方面，公司拥有大明山、阎家沟两座石灰石矿山，储量分别为3,284万吨、4,505万吨，目前年产石灰石能力分别达到157万吨、102万吨。

此外，公司自备焦化厂，现已能够满足其焦炭需求，2013年自产焦炭439.10万吨，自给率为97.15%；2014年，自产焦炭437.74万吨，自给率达100%。

总体来看，公司是我国掌控铁矿石资源丰富、铁矿石产量较大、自给率较高的钢铁企业，较高的铁矿石自给率为其稳定运营提供了良好的保障。

具备一定的规模优势，产品结构优良、生产技术先进

本钢公司产品生产涉及烧结、焦化、炼铁、炼

钢及轧钢等全部工艺流程，经过多年大规模的生产设备更新，生产设备已具备大型化、连续化等特点。公司钢铁生产主要集中在本钢板材和本钢浦项冷轧薄板有限责任公司（以下简称“本钢浦项”）。

表2：2012年~2015年3月公司生铁、粗钢、钢材产量（万吨）

	2012	2013	2014	2015.1~3
生铁	986	1,010	1,009	254
粗钢	982	1,012	1,011	251
钢材	1,384	1,429	1,648	427

资料来源：公司提供

2014年，公司生产热轧产品1,174.07万吨、冷轧产品235.92万吨（其中镀锌产品137.57万吨）和特钢产品75万吨；2015年1~3月，生产热轧产品313.12万吨、冷轧产品60.75万吨（其中镀锌产品36.46万吨）和特钢产品16.85万吨。

产品结构方面，公司多年来坚持以市场需求为导向，不断强化产品结构调整，形成了以汽车板、石油管线钢等代表的战略产品群，同时建立了品种、规格齐全的汽车板、家电板、管线钢、集装箱钢和特殊钢产品系列，是国内板材品种较为齐全的钢铁生产企业。近年公司通过与中石油、华晨汽车、东风本田等重点企业开展新产品研发战略合作，不断调整优化产品结构，高附加值、高技术含量新产品（以下简称“双高产品”）产量快速增长，2014年公司双高产品产量达到959.99万吨，占产品总产量的58.26%；2015年1~3月公司双高产品产量达到248.62万吨，占产品总产量的58.20%，双高产品的增长提升了公司经济效益。

为持续增强新产品研发能力，公司成立了汽车板、高强钢、特殊钢、不锈钢、硅钢和棒线材等产品研发项目部，充分发挥产品研发项目部与销售部门、生产厂的研发与协同优势，加大新产品研发及市场开发工作，高附加值产品研发实力明显提升。2013年公司共研发出包括超细晶粒车轮用钢SW450、汽车板HC220P、轿车齿轮钢FAS3420H、冷作模具钢1.2842MOD等在内的65个新产品牌号。

此外，公司还参与了“低碳铁素体/珠光体钢的超细晶强化与控制技术”、“提高碳-锰钢综合性能

的微观组织控制与制造技术”、“细晶强化技术在热轧板卷生产中的应用”、“集装箱用 SPA-H 耐大气腐蚀钢”、“汽车车轮用 BG420CL 热轧钢带板的研制”、“多流态梯级强化浮选技术开发及应用”等国家 863 项目和 973 项目的研制开发，并分别获得了国家科技进步奖、技术发明奖和省科技成果转化奖。截至 2013 年末，公司累计获专利 95 项，其中发明专利 16 项；专有生产技术成果 320 项，其中 107 项获省级优秀成果奖。

总体看来，公司规模优势明显，产品结构优良，通过推进品种研发和工艺技术攻关，公司的技术竞争力得到加强。

较为完善的销售网络和渠道有利于公司实现稳定经营

近年来，公司一直实行以销定产，根据市场需求和订单组织生产，产销率基本为 100%。在销售方面，公司采取直供与经销结合的政策，拥有较完善的销售网络和渠道，基本覆盖国内主要的销售市场，同时非常重视直销和出口渠道尤其是战略合作客户的开发和维护，近年来直销量占销售总量的比重保持在 60% 左右。下属上市公司本钢板材股份有限公司（以下简称“本钢板材”，股票代码 000761）在国内拥有 9 家区域销售公司和众多专营公司及钢材加工配送中心，并设立了海外营销网点，形成了遍布国内、延伸海外的营销网络，初步建立了以客户为中心的营销服务体系，向用户提供应用技术服务和供应链延伸服务。

公司出口产品主要以热轧卷板及镀锌卷板、彩涂板等高端产品为主，市场比较分散且产品主要以直供用户为主。由于出口产品中包含一定比例的热轧卷板，针对出口退税率调整¹，公司积极调整出口品种比例，增加冷轧等高附加值产品出口；进一步强化海外市场开发，完善营销平台建设；通过提高个性化服务，加大对终端客户渠道的管理，积极开发直供生产厂。2014 年，公司对外出口钢材 315.18 万吨，占公司总销量的 26.65%；2015 年 1~3 月，对外出口钢材 78.18 万吨，占总销量的 24.64%。

¹我国自 2010 年 7 月 15 日起取消了 48 种钢材产品的出口退税，主要针对高能耗、低产出、低利润的中低端产品（基本覆盖了所有热卷产品，冷轧卷则为宽度小于 600mm 的产品，还包括少量型材）。

由于公司加大市场开发力度、灵活调整产品结构、及时调整产品销售价格，订单始终饱满，但同时，产品售价不可避免的受到整体市场行情的影响。2014 年以来，钢材价格总体维持低位，全年热轧、冷轧、镀锌、特钢产品的平均售价均较 2013 年全年价格均略有下降；2015 年 1~3 月，上述产品销售价格进一步下降。短期来看宏观经济增速放缓及钢铁行业产能过剩对钢材价格及需求造成的负面影响仍将持续，公司生产经营面临一定挑战。

表 3：2014 年~2015 年第一季度公司钢材产品销售情况（万吨、元）

产品系列	销量（万吨）		价格（元/吨）	
	2015.1~3	2014	2015.1~3	2014
热轧产品	224.47	770.20	2,748.87	2,975.59
冷轧产品	52.87	209.77	3,278.43	3,545.59
镀锌产品	23.95	129.84	3,724.76	4,018.33
特钢产品	16.04	72.77	2,785.13	3,174.3

资料来源：公司提供

总体看，公司产品结构优良，拥有较为完善的销售网络和渠道，客户资源稳定，但受国内钢铁行业下游需求疲弱及钢铁行业产能过剩影响，公司业绩短期内出现大幅增长的可能性较小。

财务分析

以下分析基于公司提供的经国富浩华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012 年度审计报告、经瑞华会计师事务所²审计并出具标准无保留意见的 2013 年~2014 年度审计报告及未经审计的 2015 年一季报。2012 年财务报表中，公司将应付“短期融资券”和“一年内到期的中期票据”计入“其他流动负债”，中诚信国际分别将其调整至“短期借款”和“一年内到期的非流动负债”。

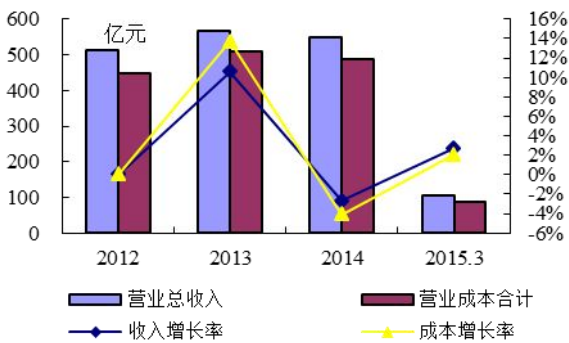
2014 年利润水平保持稳定，但短期内钢铁行业景气度难有实质性好转，公司盈利能力的持续改善仍面临较大压力

2014 年，钢铁行业下游需求疲软，钢铁价格持续下跌，公司全年实现营业收入总收入 550.13 亿元，较上年减少 2.69%。此外，由于钢铁行业原材料价格

² 瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）由原中瑞岳华和原国富浩华于 2013 年 4 月联合成立。

出现大幅下滑，公司营业成本得以下降，全年营业成本为 489.34 亿元，较上年下降 4.08%。受上述原因影响，公司毛利率提升至 11.05%。2015 年 1~3 月，公司营业收入 103.99 亿元，营业成本 87.85 亿元，营业毛利率 15.52%。

图 3：2012 年~2015 年 3 月公司收入成本分析



资料来源：根据公司年报及一季报计算整理

2014 年通过有效的费用管理措施，公司管理费用进一步下降 2.55 亿元至 25.61 亿元。2014 年出现汇兑净损失 0.10 亿元，较 2013 年汇兑净收益减少 3.76 亿元，此外，全年公司利息净支出增加 2.13 亿元，受上述因素影响，公司财务费用增加 6.16 亿元至 18.92 亿元；此外销售费用增加 1.20 亿元。全年三费合计较上年增加 4.81 亿元至 53.64 亿元，三费收入占比由增至 9.75%。2015 年 1~3 月三费合计 14.78 亿元，三费收入占比为 14.21%。

表 4：2012 年~2015 年 3 月公司期间费用情况表

单位：亿元	2012	2013	2014	2015.3
销售费用	8.03	7.91	9.11	2.59
管理费用	34.45	28.16	25.61	4.82
财务费用	17.46	12.77	18.92	7.37
三费合计	59.94	48.83	53.64	14.78
营业总收入	511.32	565.34	550.13	103.99
三费收入占比	11.72%	8.64%	9.75%	14.21%

资料来源：根据公司年报及一季报计算整理

盈利指标方面，2014 年受益于营业成本的下降，公司实现经营性业务利润 2.68 亿元，同比增长 0.97 亿元，此外 2014 年获得政府补助大幅减少，营业外损益减少 2.28 亿元。全年利润总额为 4.64 亿元，与上年基本持平。2015 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.97 亿元，其中经营性业务利润 0.35 亿元。

总体来看，由于 2014 年以来我国钢铁行业产能、产量过剩境况进一步加剧，下游需求疲弱，导致钢材价格呈持续下降态势，行业处于景气低谷，短期内公司的盈利能力难以大幅提升，但受益于产品结构优秀，自身盈利能力处于行业内较好水平。长期来看，公司主业突出，产品结构优良，产品优势有利于维持盈利能力的稳定。

2014 年经营活动净现金流较为平稳，投资活动净流出规模下降，筹资活动净现金流增加

经营活动现金流方面，2014 年公司销售商品、提供劳务收到现金流为 515.66 亿元，较上年减少 14.23 亿元，但购买商品、接受劳务支付的现金流出减少 40.36 亿元。此外，公司收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金分别为 50.40 亿元与 82.26 亿元，主要为与控股股东及其下属公司往来款，两者相抵产生现金净流出 31.86 亿元。受上述因素影响，公司经营活动净现金流入同比增长 0.59 亿元至 13.23 亿元。2015 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为-7.44 亿元。

2014 年，公司实现投资活动净现金流-5.19 亿元，投资活动净现金流出规模明显下降。投资活动现金流入较上年增加 17.30 亿元，主要为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金增加 5.95 亿元以及投资理财产品收到的净现金流入。2015 年 1~3 月，投资活动净现金流为-4.45 亿元。

筹资活动现金流方面，2014 年筹资活动净现金流 36.71 亿元，较上年增长 25.95 亿元，增长主要为债务融资增加所致。2015 年 1~3 月，公司实现筹资活动净现金流 17.65 亿元。

表 5：2012 年~2015 年 3 月公司现金流变化（亿元）

	2012	2013	2014	2015.3
经营活动产生现金流入	564.63	582.49	567.40	125.46
经营活动产生现金流出	559.99	569.85	554.17	132.89
经营活动净现金流	4.63	12.64	13.23	-7.44
投资活动产生现金流入	91.12	115.98	133.27	8.21
投资活动产生现金流出	112.55	136.64	138.47	12.66
投资活动净现金流	-21.44	-20.66	-5.19	-4.45
筹资活动产生现金流入	333.25	448.76	482.66	129.02

其中:吸收投资所收到的现金	0.20	-	-	-
借款所收到的现金	325.15	418.66	402.66	128.50
筹资活动产生现金流出	311.40	437.99	445.95	111.37
其中:偿还债务所支付的现金	287.09	416.52	386.31	104.01
筹资活动净现金流	21.85	10.77	36.71	17.65
现金及现金等价物净增加额	5.07	2.28	44.56	6.29

资料来源:公司年报及一季报

债务规模持续增长,整体债务水平较高,债务结构仍有待优化

2012年以来公司保持了较高的债务规模且呈增长态势。截至2014年末,受长期债务增加影响,总债务规模达到558.81亿元,增长39.90亿元。截至2015年3月末,公司总债务进一步增长至582.90亿元。债务结构方面,截至2015年3月末公司短期债务达到431.15亿元,占总债务比重达73.96%。较上年相比,短期债务占比有所下降,但短期债务占比仍较高,债务结构有待优化。

从资本结构来看,公司保持了相对较高的负债水平,截至2014年末,资产负债率和总资本化比率分别为78.64%和74.74%,较上年相比略有上升,处于较高水平。

偿债指标方面,2014年利润水平与上年持平,但受总债务规模大幅上升影响,EBITDA对总债务的覆盖能力有所下降;现金类偿付指标方面,相对其债务规模,公司经营活动净现金流规模较小,对债务的覆盖能力较低。根据现有规划,公司未来几年的资本支出规模将维持在较高水平,整体债务压力或将有所加大。

表6:2012年~2015年3月公司偿债指标情况

	2012	2013	2014	2015.3
EBITDA(亿元)	53.57	54.49	54.66	-
经营净现金流(亿元)	4.63	12.64	13.23	-7.44
短期债务(亿元)	261.83	446.36	430.98	431.15
总债务(亿元)	383.38	518.91	558.81	582.90
资产负债率(%)	72.53	77.97	78.64	79.86
总资本化比率(%)	64.07	73.70	74.74	75.49
经营净现金流/总债务(X)	0.01	0.02	0.02	-0.05*
总债务/EBITDA(X)	7.16	9.52	10.22	-
EBITDA 利息保障系数(X)	2.68	2.89	2.26	-
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.23	0.67	0.55	-

注:2015年一季报带*财务指标已经年化处理。

资料来源:根据公司年报及一季报计算整理

截至2015年3月末公司无对外担保。

一直以来,公司与金融机构保持良好的合作关系,得到地方金融机构的大力支持,截至2015年3月末,本钢集团在各家银行授信额度合计753.39亿元,剩余未使用额度248.10亿元。公司与银行间合作关系良好;控股子公司本钢板材作为上市公司,可以在资本市场进行融资,均有利于提升其财务弹性。

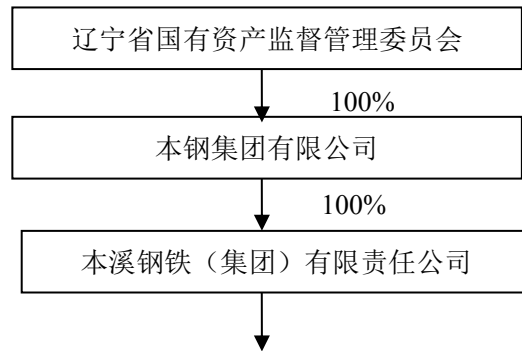
过往债务履约情况

根据公司提供资料,2012年~2015年3月末,公司借款和债券均能够到期还本、按期付息,未出现延迟支付本金和利息的情况。

结论

中诚信国际维持本溪钢铁(集团)有限责任公司主体信用等级为AA+,评级展望为稳定;并维持“14本钢CP001”的债项信用等级为A-1及“12本钢MTN1”、“11本钢MTN1”和“14本钢MTN001”的债项信用等级为AA+。

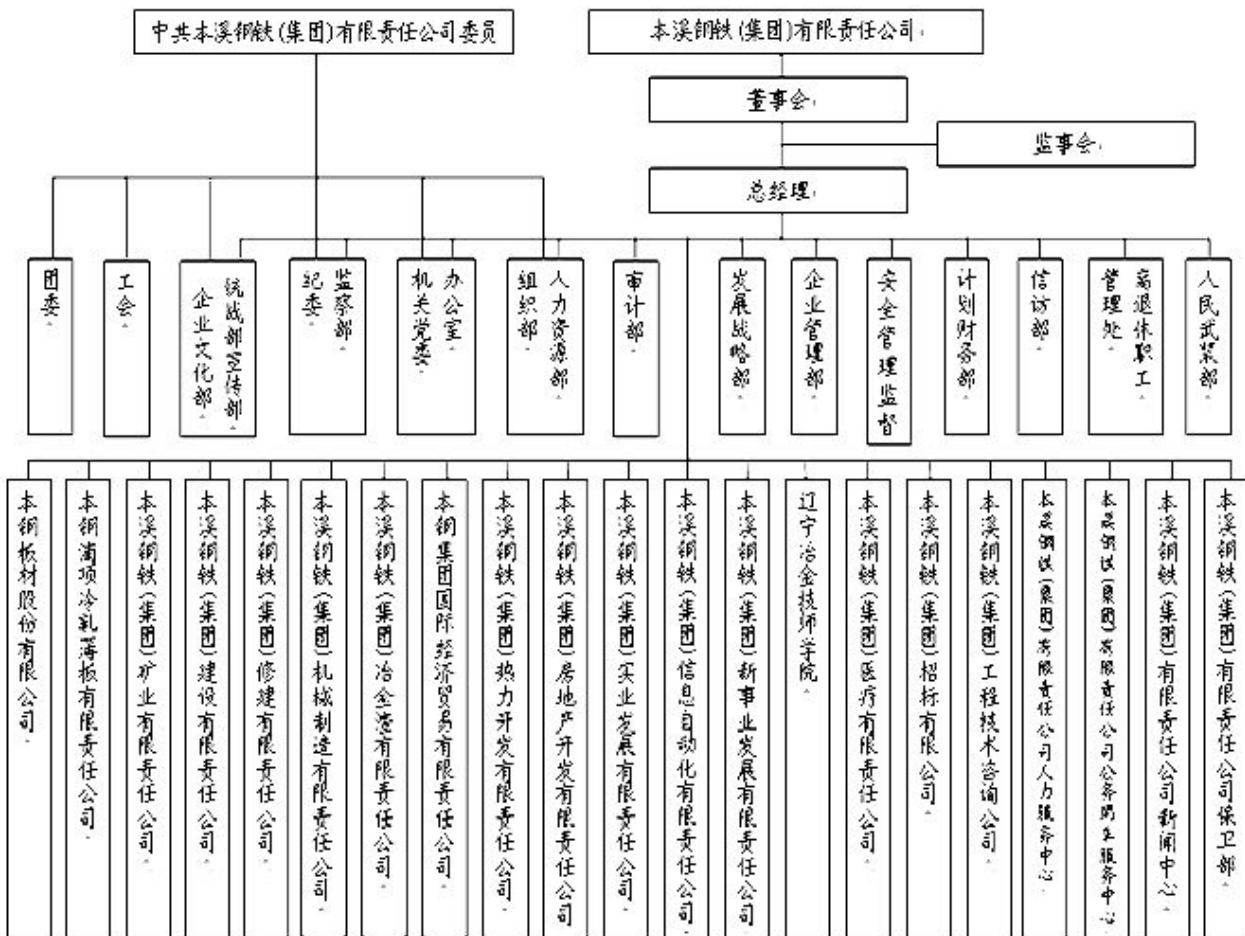
附一：本溪钢铁（集团）有限责任公司股权结构图（截至 2015 年 3 月末）



序号	企业名称	持股比例（%）
1	本钢板材股份有限公司	77.10
2	本钢不锈钢冷轧丹东有限责任公司	75
3	本溪钢铁（集团）矿业有限责任公司	100
4	本溪钢铁（集团）房地产开发有限责任公司	100
5	本溪钢铁（集团）建设有限责任公司	100
6	本溪钢铁（集团）机械制造有限责任公司	100
7	本钢集团国际经济贸易有限公司	100
8	本钢热力开发有限责任公司	100
9	本钢修建有限责任公司	100
10	本溪钢铁(集团)有限责任公司医疗卫生部	100
11	本溪钢铁（集团）实业发展有限责任公司	100
12	本钢冶金渣有限责任公司	100
13	本钢新事业发展有限责任公司	100
14	本钢信息自动化有限责任公司	100
15	辽宁冶金技师学院	100
16	辽宁冶金职业技术学院（培训中心）	100
17	本溪钢铁（集团）工程建设监理有限责任公司	100
18	广州保税区本钢销售有限公司	100
19	本溪钢铁（集团）钢材加工配送有限责任公司	100
20	本钢文化体育活动中心	100
21	本钢正泰建材有限责任公司	100
22	上海本钢物资销售有限公司	100

资料来源：公司提供

附二：本溪钢铁（集团）有限责任公司组织结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：本溪钢铁（集团）有限责任公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	584,455.82	605,467.98	1,085,402.90	1,148,332.93
交易性金融资产	-	-	-	-
应收账款净额	120,913.24	160,706.74	70,634.00	83,691.63
存货净额	1,448,611.63	1,523,417.20	1,474,757.36	1,449,206.54
其他应收款	858,796.47	1,581,422.34	1,443,739.24	1,932,313.34
长期投资	52,990.83	47,834.51	108,462.24	108,462.24
固定资产(合计)	4,013,015.16	3,752,834.11	3,952,711.11	3,923,988.35
总资产	7,826,483.76	8,407,138.84	8,843,463.31	9,397,775.60
其他应付款	501,172.28	395,595.98	185,569.44	371,643.36
短期债务	2,618,307.71	4,463,642.71	4,309,845.35	4,311,451.89
长期债务	1,215,508.28	725,467.15	1,278,299.17	1,517,563.01
总债务	3,833,815.99	5,189,109.86	5,588,144.52	5,829,014.90
净债务	3,249,360.16	4,583,641.88	4,502,741.62	4,680,681.96
总负债	5,676,602.71	6,555,297.98	6,954,877.31	7,505,167.02
财务性利息支出	187,811.67	177,094.56	207,894.15	-
资本化利息支出	12,078.33	11,413.53	33,762.38	-
所有者权益(含少数股东权益)	2,149,881.05	1,851,840.86	1,888,586.00	1,892,608.58
营业总收入	5,113,243.13	5,653,402.99	5,501,336.40	1,039,949.73
三费前利润	577,295.55	505,419.15	563,178.71	151,302.15
投资收益	836.16	-3,839.58	2,796.02	3,538.17
EBIT	228,636.49	229,537.64	254,310.65	-
EBITDA	535,726.37	544,870.29	546,580.13	-
经营活动产生现金净流量	46,347.14	126,423.60	132,340.73	-74,380.60
投资活动产生现金净流量	-214,390.85	-206,597.04	-51,940.81	-44,474.06
筹资活动产生现金净流量	218,472.35	107,661.47	367,131.27	176,486.60
现金及现金等价物净增加额	50,724.06	22,807.80	445,555.29	62,930.04
资本支出	205,692.12	158,054.70	149,554.39	15,331.97
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	12.24	9.77	11.05	15.52
三费收入比(%)	11.72	8.64	9.75	14.21
EBITDA/营业总收入(%)	10.48	9.64	9.94	-
总资产收益率(%)	2.92	2.84	2.95	-
流动比率(X)	0.81	0.76	0.81	0.89
速动比率(X)	0.48	0.49	0.54	0.63
存货周转率(X)	2.86	3.43	3.26	2.40*
应收账款周转率(X)	43.65	40.15	47.56	53.91*
资产负债率(%)	72.53	77.97	78.64	79.86
总资本化比率(%)	64.07	73.70	74.74	75.49
短期债务/总债务(%)	68.30	86.02	77.12	73.97
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.02	0.02	-0.05*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.02	0.03	0.03	-0.07*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.23	0.67	0.55	-
总债务/EBITDA(X)	7.16	9.52	10.22	-
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.12	0.13	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.68	2.89	2.26	-

注：1、公司财务报告均按照新会计准则编制；2、公司2015年一季度未经审计，且带*财务指标已经年化处理；3、2012年~2014年财务报表中，公司将应付“短期融资券”和“一年内到期的中期票据”计入“其他流动负债”，中诚信国际分别将其调整至“短期借款”和“一年内到期的非流动负债”。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=(财务费用+管理费用+营业费用)/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。

附六：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调

附七：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。