



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪079号

凌源钢铁股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“凌源钢铁股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，上调贵公司主体信用等级至AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月十一日

凌源钢铁股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	凌源钢铁股份有限公司		
担保主体	凌源钢铁集团有限责任公司		
担保方式	无条件不可撤销的连带责任保证担保		
发行规模	不超过人民币 15 亿元		
存续期限	2011/8/1~2019/8/1		
上次评级时间	2015 年 4 月 7 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

概况数据

凌钢股份	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	38.27	30.86	51.03
总资产（亿元）	142.22	143.22	152.99
总债务（亿元）	78.69	79.47	81.94
营业总收入（亿元）	156.51	143.73	124.53
营业毛利率（%）	2.69	3.41	3.16
EBITDA（亿元）	8.57	-0.57	9.52
所有者权益收益率（%）	2.00	-23.09	0.93
资产负债率（%）	73.09	78.45	66.64
总债务/EBITDA（X）	9.18	-138.67	8.60
EBITDA 利息倍数（X）	2.11	-0.14	2.23
凌钢集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	66.39	67.26	79.69
总资产（亿元）	229.29	241.34	277.79
总债务（亿元）	126.47	125.68	155.95
营业总收入（亿元）	153.69	138.81	89.42
营业毛利率（%）	5.70	6.18	-2.91
EBITDA（亿元）	12.47	2.39	4.01
所有者权益收益率（%）	1.58	-10.69	-9.02
资产负债率（%）	71.05	72.13	71.31
总债务/EBITDA（X）	10.15	52.68	38.93
EBITDA 利息倍数（X）	1.75	0.33	0.54

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益

基本观点

2015 年，凌源钢铁股份有限公司（简称“凌钢股份”或“公司”）具有较强的产品竞争优势，受益于非公开发行股票，财务杠杆比率下降，同时依托股东方和朝阳市国资委的支持，经营效益好转，实现扭亏为盈。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也注意到公司以短期债务为主的债务结构存在进一步优化的空间，以及钢铁行业整体经营压力加大，对公司后续经营所带来的挑战。

综上，中诚信证评上调凌钢股份主体信用等级至 AA，评级展望为稳定；维持“凌源钢铁股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AA，该级别同时考虑了凌源钢铁集团有限责任公司（以下简称“凌钢集团”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 依托股东方和朝阳市国资委的支持，公司经营效益好转。公司控股股东凌钢集团向公司提供铁精粉和焦炭等钢铁生产原料，为公司业务发展提供了不可缺少的配套支持。同时得益于朝阳市国资委的大力支持，公司 2015 年获得政府补助 8.05 亿元，实现扭亏为盈，获取净利润 0.48 亿元。
- 产品竞争优势。公司产品质量优越，“菱圆”牌热轧带肋钢筋是中国驰名商标，并为上海期货交易所螺纹钢期货交割品牌；焊接钢管已通过美国石油协会 API 认证。公司产品被广泛应用于红沿河核电站、徐大堡核电站、青藏铁路、奥运场馆、首都机场、京沪高铁等国家重点工程，同时被哈大、京石、京沪高速铁路客运专线项目部评为优秀供应商。
- 财务杠杆比率下降。受益于 2015 年成功非公开发行股票，公司自有资本实力增强，财务杠杆比率也随之下降，2015 年负债率同比下降 11.81 个百分点至 66.64%。

分 析 师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

余 岑 cyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 11 日

关 注

- 钢铁行业整体经营压力加大。受宏观经济走势以及行业自身特点影响，目前钢铁行业面临产能过剩突出、下游需求乏力、钢材价格持续下跌、行业景气度持续低迷、行业竞争激烈等诸多问题，这些因素使得行业整体经营压力持续加大，受此影响，公司 2015 年营业收入较上年下降 13.36%。
- 短期债务压力较大。截至 2015 年末，公司短期债务及长期债务分别为 63.51 亿元和 18.42 亿元，长短期债务比下降至 3.45，整体看，公司现阶段债务仍集中于短期债务，具有较大的短期债务压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

2015 年国内粗钢产量小幅下降，表观消费量有所回落，受下游需求乏力影响，钢材价格大幅下跌，行业景气度持续低迷

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 2015 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进一步放缓。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。据中钢协统计，2015 年全国粗钢产量 8.04 亿吨，同比下降 2.3%，自 1981 年来首次出现下降；生铁产量 6.9 亿吨，同比下降 3.5%。

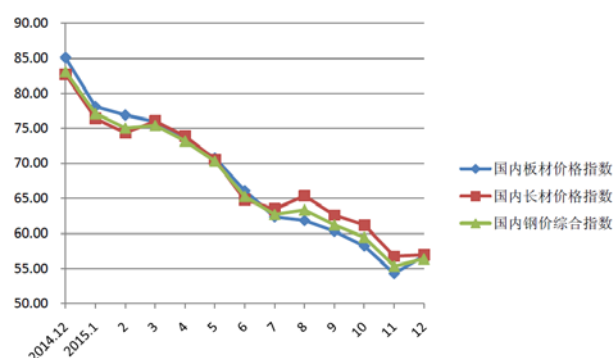
目前国内钢铁行业产能过剩严重，2015 年 3 月 20 日，工信部就《钢铁产业调整政策》向社会公开征求意见，提出到 2017 年钢铁产能规模基本合理，产能利用率达到 80% 以上。受此影响，2015 年我国钢铁工业固定资产投资有所下降，钢铁行业产能盲目扩张的态势得到一定程度遏制。据工信部统计，2015 年钢铁工业完成固定资产投资 4,523.89 亿元，同比下降 13.83%。

从下游需求看，2015 年，我国经济增速继续放缓，GDP 同比增长 6.9%，增速同比回落 0.4 个百分点，为 1992 年来新低；经济增长对于钢材消费的带动作用逐步减弱，钢材消费强度下降明显。国内钢铁需求主要来自于建筑行业，其次是机械、汽车、造船等。2015 年受钢材消耗量大的固定资产投资、房地产开发投资增速持续回落，以及汽车等行业产销增速放缓，钢铁需求减弱，2015 年我国粗钢表观消费量为 7 亿吨，同比下降 5.44%，连续两年出现下降，降幅扩大 1.4 个百分点。整体看，受限于下游建筑、机械、汽车、造船等行业乏力、需求不足、产能结构性过剩的影响，钢铁行业景气度持续低迷。

钢材价格方面，2011 年下半年开始，受下游市场需求减弱等因素影响，国内钢材市场供过于求，钢材价格呈现持续下行态势。近年来钢铁行业产能

过剩、供大于求的基本格局并无改观，钢材价格已连续 4 年下降，2015 年跌幅加大，国内市场钢材价格大幅下跌。从全年看，各月国内钢价综合指数均低于上年同期，2015 年各月 CSPI 平均值为 66.43 点，同比下降 24.89 点，降幅为 27.26%，2015 年末，CSPI 中国钢材价格指数为 56.37 点，同比下降 32.16%；Myspic 钢材综合价格指数由年初的 81.91 点下跌到 56.37 点，下降 25.54 点，降幅 31.1%。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 1：2015 年国内钢材价格指数走势



资料来源：中国钢铁工业协会，中诚信证评整理

由于国内市场竞争日益激烈，钢铁企业都力图拓展海外市场。2015 年，我国钢材净出口量继续增加。据海关统计，全年累计出口钢材 11,240 万吨，同比增加 19.9%；累计进口钢材 1,278 万吨，同比下降 11.4%；折合粗钢净出口约 10,338 万吨，同比增加约 1,897 万吨，同比增加 22.5%。同时随着国际贸易保护主义抬头，针对我国钢铁产品的反倾销、反补贴案件日趋增多，2015 年发生 37 起，是前两年案件数量的总和，出口国际环境日趋严峻，出口难度不断增大。

铁矿石对外依存度居高不下，2015 年国际矿价持续震荡下跌，买方市场特征明显，原料成本下降难以带动钢企盈利好转

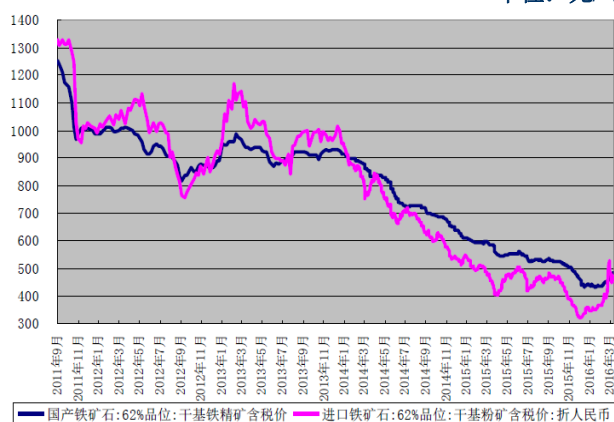
受国内铁矿石品位不高、产量不足影响，中国铁矿石对外依存度一直维持高位，2014 年我国铁矿石对外依存度达 78.5%，2015 年我国铁矿石对外依存度已超 80%，铁矿石对外依存度居高不下。根据海关总署统计，2015 年我国铁矿砂及其精矿进口量为 9.53 亿吨，较上年增长 2.2%，进口量再创新高，铁矿石对外依存度较高的情形短期内不会发生太

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。港口库存方面，在 2014 年 6 月创出库存高位之后，受铁矿石价格持续快速下跌影响，国内钢厂加大了进口矿的采购比例，国际铁矿石港口库存持续下探；但随着国内钢铁企业纷纷减产，铁矿石需求有所下降，2015 年 7 月以来，港口铁矿石库存又呈持续增长态势。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的情况下，进口矿价持续震荡下跌，2015 年全年，进口矿均价较上年全年平均已下跌约 40 美元/吨。中诚信证评认为，受外部供需矛盾影响，当前国际铁矿石显现供大于求的买方市场特征，短期内进口矿价仍将保持低位震荡态势。

图 2：近年来国内和进口铁矿石到岸价走势

单位：元/吨



资料来源：中国钢铁工业协会，中诚信证评整理

随着进口矿价格走低，国产铁矿石也基本呈现下降趋势，但受制于国内铁矿石品位偏低、生产成本较高，部分国内矿山企业已接近停产或半停产状态。随着铁矿石价格进一步下探，国内高成本矿山停产限产现象将会增多。中诚信证评认为，虽然国际矿价震荡下跌有利于钢铁企业缓解成本压力，但考虑到当前钢材价格跌幅大于原燃料下降幅度，铁矿石价格下行难以从根本上改善钢铁企业利润水平，同时铁矿石价格的下跌还对国内矿石生产商造成一定经营压力。

行业整体陷入亏损，钢铁行业经营压力加大，部分钢企停减产现象较为突出，产业升级转型仍是脱困的必经之路

根据中钢协数据显示，2015 年前三季度，大中型钢铁企业实现销售收入 2.24 万亿元，同比下降两成；亏损总额 281.22 亿元，钢铁主业亏损 552.71 亿元，行业陷入整体亏损的局面。行业的大幅亏损，倒逼钢铁行业不得不采取停减产等措施自救，攀成钢、八一钢铁南疆基地、福建三钢、首钢长治、成渝钒钛、包钢、涟钢、新抚钢、宣钢、杭钢半山基地等钢厂已相继宣布将对生产线进行检修或永久关停，唐山地区如松汀钢铁等不少钢铁企业高炉停产。

中诚信证评认为在当下钢企普遍严重亏损的阶段，市场供大于求的矛盾仍然突出，钢材价格仍然面临下跌压力，减产并不能使得钢价止跌回升，而在减产的同时重新调整产业结构才是行业复苏的真正手段。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。

业务运营

公司主要从事钢铁产品的生产及销售，主要产品包括热轧中宽带钢、螺纹钢、圆钢、线材、焊接钢管等。公司已形成了以棒材为主，管、带、线产品齐全的业务结构，其中在以螺纹钢为代表的长材领域中，公司具有较为明显的竞争优势。

公司产品质量优越，具有品牌优势，热轧带肋钢筋、热轧中宽带钢、圆管坯、焊接钢管等产品多次被评为辽宁省名牌产品，其中热轧带肋钢筋和热轧中宽带钢获得国家冶金产品质量金杯奖、国家免检产品等荣誉称号，焊接钢管已通过美国石油协会 API 认证。公司的“菱圆”牌热轧带肋钢筋是中国驰名商标和辽宁省著名商标，是上海期货交易所螺纹钢期货交割品牌，还通过了美国、香港、新加坡、韩国等国际认证；“华凌”牌热轧中宽带钢、热轧圆钢、焊接钢管等是辽宁省著名商标。公司产品被广泛应用于红沿河核电站、徐大堡核电站、青藏铁路、奥运场馆、首都机场、沈大高速、京沈高速、京沈

高铁、京沪高铁、哈大高铁、京石客运专线等国家重点工程，同时被哈大、京石、京沪高速铁路客运专线项目部评为优秀供应商，产品还远销东南亚、中东、美洲、非洲等 28 个国家和地区，在蒙古国是质量免检产品，是世界第一高楼——迪拜塔的唯一钢管供应商。

2015 年，受钢材市场价格大幅下跌和销量同比减少影响，公司主要产品销售收入较上年降幅较大，公司实现营业总收入 124.53 亿元，同比减少 13.36%；其中主营业务收入 94.14 亿元，同比下降 30.32%。从主营业务收入结构看，棒材及中宽热带产品的销售收入占比最大，其中，棒材的销售收入占比为 55.14%，占比同比下降 5.47 个百分点；中宽热带收入占比为 20.95%，占比同比下降 1.18 个百分点。

表 1：2014~2015 年公司主营业务收入构成

产品	2014 年		2015 年	
	收入 (亿元)	同比增减 (%)	收入 (亿元)	同比增减 (%)
焊接钢管	2.33	-34.30	1.26	-45.92
棒材	81.90	-21.75	51.90	-36.63
中宽热带	29.90	-2.10	19.72	-34.05
连铸钢坯	0.48	-60.08	0.61	27.03
线材	10.04	14.39	4.41	-56.10
方钢	9.70	-	8.97	-7.54
其他	0.75	58.66	7.26	874.52
合计	135.10	-9.46	94.14	-30.32

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年受钢材市场大幅波动影响，公司终止租赁凌钢集团转炉炼钢和高炉资产，全年钢产量大幅下降；产品具有品牌质量优势，重点产品竞争力强

截至 2015 年末，公司现有高炉 4 座，其中 450m³ 高炉两座，1000m³ 高炉两座，合计生铁产能 345 万吨；转炉 4 座，其中 35 吨转炉 3 座，120 吨转炉 1 座，合计粗钢产能 360 万吨；钢材产能 741 万吨，其中带钢 140 万吨，线材 60 万吨，棒材 490 万吨，钢管 51 万吨。2015 年，公司累计生产粗钢 344.85 万吨，同比下降 32.88%；生铁 329.37 万吨，同比下降 33.92%；钢材 364.64 万吨，同比下降 29.66%。

表 2：2014~2015 年公司主要设备产能

设备	产品	数量	产能 (万吨)	2014 年产 量(万吨)	2015 年产 量(万吨)
高炉	生铁	4	345	498.43	329.37
转炉	粗钢	4	360	513.79	344.85
轧机	钢材	20	741	511.44	364.64

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分产品看，2015 年棒材产量为 206.03 万吨，同比减少 35.03%，但在公司年度总产量中仍然占据较高比重。中宽热带产量为 107.18 万吨，较上年小幅下降。2015 年线材产量为 25.09 万吨，同比减少 30%。此外，方钢、焊接钢管、连铸钢坯等产品产量较上年也都有不同程度的下降。

表 3：2013~2015 年公司主要产品产量

产品	2013 (万吨)	2014 (万吨)	2015 (万吨)
焊接钢管	10.84	7.12	5.63
棒材	362.21	317.09	206.03
中宽热带	103.07	113.44	107.18
线材	32.72	35.84	25.09
方钢	-	37.99	15.30

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司主要产品产量较上年降幅较大的主要原因是，从 2015 年二季度起，由于钢材市场大幅波动，公司与控股股东凌钢集团签订的 2015 年度日常关联交易协议部分内容已不符合市场实际情况，为客观公正地反映关联交易情况，经与凌钢集团充分友好协商，一致同意终止公司租赁凌钢集团的转炉炼钢资产（主体为两座 120 吨转炉，即 2#、3#120 吨转炉）和 2300m³ 高炉资产（即 5#高炉），上述资产改由凌钢集团自行组织生产，因此，公司 2015 年度的铁、钢材产量较上年度降幅较大。

公司原材料供应渠道较为稳定，铁矿石等原材料价格降幅较大，在一定程度上缓解了企业成本压力

表 4：截止 2015 年末公司自有矿山情况

矿石	探明 储量	保有 储量	可采 储量	品位	单位：万吨、%	
					原矿设 计产能	实际 产能
铁蛋山	3,271	1,607	1,649	30.28	180	143
黑山	1,983	1,324	811	29.52	80	21
边家沟	1,424	936	567	30.55	110	72
合计	6,678	3,867	3,027	30.56	370	236

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司钢材生产的原材料主要为铁精矿（粉）、喷吹煤、焦炭及废钢等。公司拥有 3 个自有矿区，且与喷吹煤、焦炭等原材料的主要供货商保持了良好的合作关系。

表 5：2014~2015 年公司铁矿石采购情况

单位：万吨、元/吨

	2014		2015	
	采购价格	采购量	采购价格	采购量
自给矿	674.36	111.00	520.09	83.38
集团供应	733.98	52.69	465.20	44.13
国内采购	724.81	598.93	474.17	307.29
国外采购	746.38	32.16	523.68	207.98
合计	719.24	794.78	495.53	642.77

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司采购渠道较为稳定，其中，铁精矿主要从辽宁省凌源市周边的矿山和自有矿山采购以及依赖进口，同时，凌钢集团拥有矿山，亦能供应部分铁矿石，2015 年公司采购铁精矿 643 万吨，其中自给矿 83 万吨，铁精矿自给率为 12.91%，同比小幅下降 1.05 个百分点。国外采购量为 208 万吨，占总采购量的 32.35%，国内采购量为 307 万吨。从全年采购均价来看，2015 年公司铁矿石采购均价为 495.53 元/吨，较上年大幅下降 31.10%。

表 6：2014~2015 年公司主要原材料采购情况

单位：万吨、元/吨

原材料	2014		2015	
	采购量	采购价（含税）	采购量	采购价（含税）
铁精矿	795	844	643	584
焦炭	165	1,302	207	903
喷吹煤	77	683	77	552
废钢	35	2,390	13	1,604

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

主要燃料采购方面，公司喷吹煤供应商主要为北京昊华诚和国际贸易有限公司、沈阳铁道煤炭集团有限公司、辽宁瑞昌煤焦有限责任公司、山煤国际能源集团山西辰天国贸有限公司等，焦炭主要采购自凌钢集团、山西阳光焦化集团股份有限公司、山西天海达物资贸易有限公司、北京旭阳宏业化工有限公司、赤峰市得丰焦化有限责任公司、太原市梗阳实业集团有限公司、山煤国际能源集团山西辰天国贸有限公司等。总体来看，2015 年，公司铁矿石及焦炭等原料价格降幅较大，在一定程度上缓解

了公司的成本压力。

2015 年受钢材量价齐降影响，公司营业收入规模下降，原材料价格的下行幅度小于钢材价格降幅，毛利率水平同比下降

销售方面，2015 年新开发内贸普通钢材（建材、宽带）客户 39 个，产品销售区域以销售半径 500 公里以内的东北、华北区域为主，产品销往全国二十多个省市；新开发内贸优特钢客户 90 个，其中圆钢产品主要销往东北、华北、华东、中西南 4 个区域，优线及钢坯产品销售 60%以上在东北地区，其余销往华北、华东、中西南地区。在积极开拓国内市场的同时，公司日益注重海外市场的开发，2015 年钢材出口方面新开发客户 13 家，产品主要销往印度、埃及、巴基斯坦、南非、蒙古、墨西哥、巴西、韩国及东南亚等多个国家和地区。出口收入 14.47 亿元，在主营业务收入中的占比继续上升至 15.37%。

表 7：2014~2015 年公司出口概况

单位：万吨、元/吨、亿元、个

	2014	2015
出口量	69.49	64.81
其中：方钢	36.45	43.01
棒材	24.37	16.60
中宽热带	5.62	5.20
线材	3.06	0.01
出口销售均价	2,807	2,186
出口收入总额	19.42	14.47
出口国家及地区数量	28	22

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年公司累计销售钢材 469 万吨，较上年减少 9.06%。从 2015 年二季度起，凌钢集团转炉炼钢资产和 2300m³ 高炉资产不再由公司使用，改由凌钢集团自行组织生产，公司向其提供烧结矿、球团矿等大宗原材料，凌钢集团所生产的钢水委托公司加工成钢材后全部销售给公司，由公司统一对外销售。因此，公司 2015 年度的钢材销量远大于产量。从销售区域来看，2015 年公司销售区域主要集中在东北和华北地区，其中东北地区占比为 34%，华北地区占比为 32%。

表 8：2014~2015 年公司主要产品销售情况

单位：万吨、元/吨

产品	2014		2015	
	销量	销售均价	销量	销售均价
焊接钢管	7.60	3,068	5.75	2,191
棒材	316.82	2,585	284.83	1,822
中宽热带	113.75	2,628	107.82	1,829
连铸钢坯	1.85	2,615	3.05	2,016
线材	37.38	2,684	24.05	1,831
方钢	36.45	2,661	43.01	2,085
其他	1.70	-	0.35	-
合计	515.56	-	468.87	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从销售价格来看，受国内钢材价格持续低迷的影响，2015 年公司产品销售均价大幅下跌，其主要产品棒材全年销售均价为 1,822 元/吨，较上年下降 29.52%；中宽热带全年销售均价为 1,829 元/吨，较上年下降 30.40%；方钢全年销售均价为 2,085 元/吨，较上年下降 21.65%。受钢材市场价格大幅下跌和销量同比减少所致，公司全年实现主营业务收入 94.14 亿元，较上年下降 30.32%，实现营业总收入 124.53 亿元，同比减少 13.36%。

表 9：2014~2015 年公司主要产品营业毛利率情况

单位：%

	2014		2015	
	在主营业务收入中的占比	毛利率	在主营业务收入中的占比	毛利率
焊接钢管	1.73	-0.98	1.34	-6.12
棒材	60.62	1.99	55.14	0.42
中宽热带	22.13	7.51	20.95	1.60
连铸钢坯	0.36	1.03	0.65	-0.57
线材	7.43	4.78	4.68	-6.56
方钢	7.18	4.05	9.53	4.45
其他	0.55	-1.52	7.71	5.49
合计	100.00	3.49	100.00	1.02

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从产品盈利情况来看，2015 年大宗原燃材料价格和电价下降使得公司成本压力得到缓解，但钢材价格持续下跌的影响远大于原材料价格下跌的影响，导致钢铁行业企业生产经营困难，经济效益持续下滑。2015 年公司钢铁主营业务毛利率为 1.02%，同比下降 2.47 个百分点。分产品看，除方钢之外，焊接钢管、棒材、中宽热带、连铸钢坯、

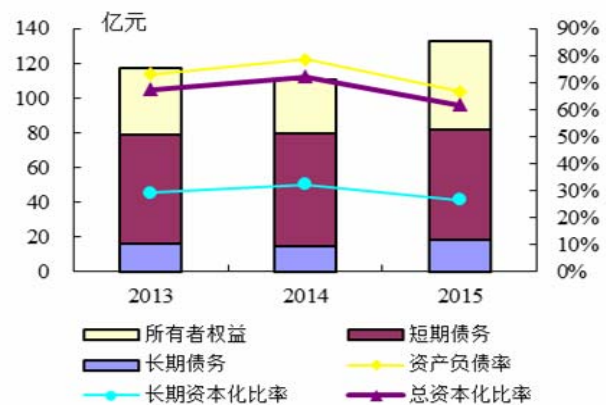
线材等产品毛利率均有所回落。

财务分析

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带强调事项段无保留意见的 2013 年财务报告，经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2015 年财务报告。在 2015 年财务报告中，凌钢股份将“融资租赁款”记入“长期应付款”，中诚信证评在相关财务指标计算时将其计入长期债务。

资本结构

图 3：2013~2015 年公司资本结构分析



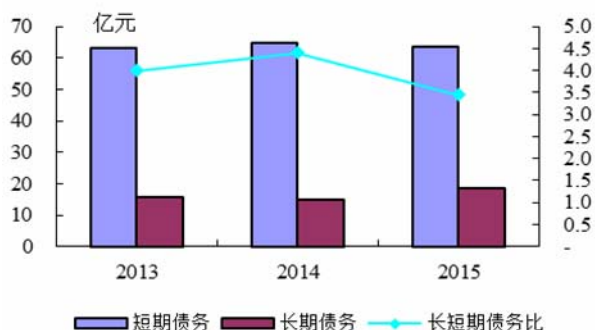
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年，公司资产规模小幅扩张，当年公司资产规模较上年同比增长 6.82% 至 152.99 亿元。同时，受益于 2015 年 12 月公司完成非公开发行股份 455,580,865 股，成功募集资金 19.89 亿元，公司自有资本实力不断夯实，年末所有者权益（含少数股东权益）为 51.03 亿元，同比增长 65.36%。本次非公开发行完成后，公司的总股本由 8.04 亿股增至 12.6 亿股，第一大股东仍为凌钢集团，其持股数量未发生变化，持股比例由 53.67% 降至 34.26%。

就负债规模而言，业务的发展、持续的结构升级和技术改造，使得公司债务规模同比扩大，2015 年末公司总债务规模由年初的 79.47 亿元增至 81.94 亿元，长期债务及短期债务分别为 18.42 亿元和 63.51 亿元，融资租赁款的增加使得长期债务规模上升，2015 年长短期债务比下降至 3.45，但较高的短期债务规模使得公司仍存在一定的短期偿债压力。受益于定向增发的完成，截至 2015 年 12 月 31

日，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 66.64% 和 61.62%，分别较上年下降 11.81 个百分点和 10.41 个百分点。

图 4：2013~2015 年公司债务结构分析



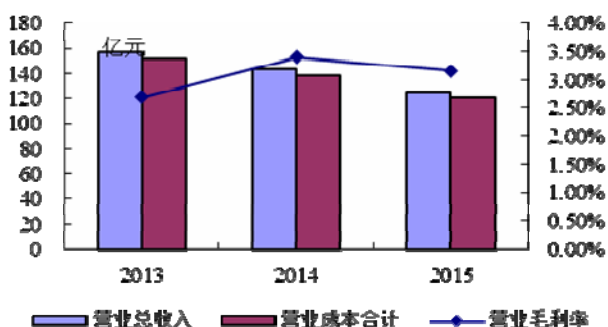
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体而言，受益于 2015 年成功非公开发行股票，公司自有资本实力增强，财务杠杆比率也随之下降。公司债务规模小幅上涨，加之目前债务仍以短期负债为主，公司仍面临一定的短期偿债压力。

盈利能力

2015 年钢材产品的市场价格持续呈下滑态势，对公司钢铁主业的收入造成较大影响，公司全年营业总收入为 124.53 亿元，同比减少 13.36%；其中钢铁板块收入 94.14 亿元，同比减少 30.32%。营业毛利率方面，尽管钢材价格大幅下跌，但公司重视技术研发，且注重成本控制和管理效率的提高，因此 2015 年综合毛利率基本与上年度持平，为 3.16%。分产品看，棒材毛利率 0.42%，较上年度下降 1.57 个百分点；中宽热带毛利率 1.60%，较上年度下降 5.91 个百分点。

图 5：2013~2015 年公司收入成本情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着业务规模的收缩，公司期间费用相应减少，2015 年公司销售费用与管理费用

均同比下降。财务费用方面，公司债务总额的增加使得利息支出同比上升，加之 2015 年汇兑损失增加，受此影响，公司财务费用小幅增加。2015 年公司期间费用合计 10.93 亿元，受收入规模大幅下降所致，三费收入占比 8.78%，同比有所上升，但整体而言公司期间费用规模仍处于合理水平。

表 10：2013~2015 年公司期间费用分析

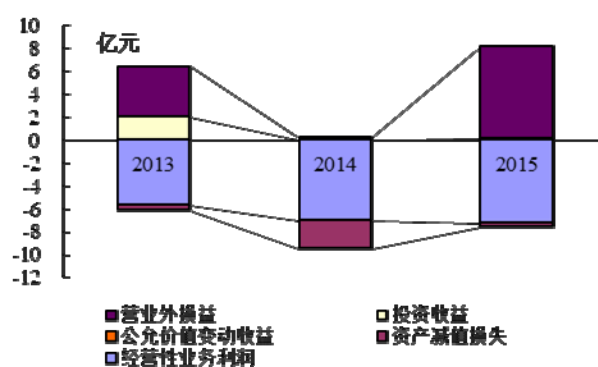
单位：亿元

	2013	2014	2015
销售费用	2.25	2.79	2.63
管理费用	5.34	5.36	4.35
财务费用	2.18	3.48	3.95
三费合计	9.77	11.62	10.93
三费收入占比	6.24%	8.08%	8.78%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，受钢铁行业景气度持续低迷等因素影响，2015 年公司收入总额同比减少，而期间费用的支出具有一定刚性，使得公司经营性业务持续亏损，2015 年公司经营性业务亏损 7.23 亿元。此外，受益于当年获得政府补贴 8.05 亿元，对其利润总额形成有力补充，公司全年获得利润总额 0.60 亿元，净利润额为 0.48 亿元，公司扭亏为盈。

图 6：2013~2015 年公司利润总额构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，受钢铁行业产能过剩，整体钢铁行业下游需求乏力，钢材价格震荡下跌影响，2015 年公司收入规模同比大幅缩减，得益于政府补助的有力补充，公司扭亏为盈。

偿债能力

EBITDA 获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧和利息支出构成。随着公司业务的持续发展，其折旧、摊销、利息支出持续增加，推动公司

EBITDA 增长, 2015 年公司 EBITDA 为 9.52 亿元。公司 2015 年经营活动净现金流为 11.53 亿元, 公司现金流情况良好。

从主要偿债能力指标表现来看, 公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 8.60 倍和 2.23 倍, 对同期债务及利息偿还的保障能力增强; 同期经营活动净现金虽较上年小幅下降, 但仍保持良好水平, 经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.14 和 2.70 倍, 经营活动净现金流对公司的债务及利息偿付的覆盖能力尚可。

表 11: 2013~2015 年公司偿债能力分析

	2013	2014	2015
总债务 (亿元)	78.69	79.47	81.94
经营性净现金流 (亿元)	9.02	13.88	11.53
经营净现金流/总债务 (X)	0.11	0.17	0.14
EBITDA (亿元)	8.57	-0.57	9.52
总债务/EBITDA	9.18	-138.67	8.60
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.97	-0.14	2.23
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.21	3.49	2.70

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 公司对或有负债控制严格, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司无对子公司以外企业提供担保的情况, 且无重大未决诉讼、仲裁事项。

银行授信方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司拥有银行授信额度人民币 71.67 亿元、美元 1 亿元, 其中已使用授信额度 51.93 亿元, 尚未使用额度为人民币 19.74 亿元、美元 1 亿元, 公司具有一定的备用流动性。

整体而言, 2015 年受钢材价格持续下跌所致, 公司营业收入同比减少, 但公司成功非公开发行股

票, 自有资本实力增强, 财务杠杆比率也随之下降, 财务状况有所改善, 且受益于政府补助的有力支持, 公司扭亏为盈。

担保实力

本次债券由凌源钢铁集团有限责任公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

凌钢集团是由朝阳市人民政府国有资产监督管理委员会 100%控股的国有独资企业, 是集矿山、冶炼、轧材于一体的国有钢铁企业, 下辖凌钢股份、凌钢钢铁热电有限责任公司、凌源钢铁运输有限责任公司等 11 个子分公司, 年产钢能力达 600 万吨, 是全国制造业 500 强企业之一。凌钢集团主要产品有热轧中宽带钢、螺纹钢、圆钢、管坯、线材和焊管等, 其中热轧带肋钢筋和碳结钢荣获辽宁省名牌产品称号, 热轧中宽带钢和螺纹钢获得了国家质量金杯奖, 螺纹钢为国家免检产品和上海期货交易所交割品牌。

凌钢集团拥有烧结、焦化、炼铁、炼钢、轧钢等钢铁生产环节, 具体包括采矿、选矿、烧结、焦化、炼铁、炼钢、轧钢环节, 其中炼铁、炼钢、轧钢环节均以凌钢股份为主体, 铁矿资源开发、烧结、焦化环节以集团为主体。凌钢集团除向凌钢股份提供铁精粉和焦炭外, 还提供电力等辅料, 为股份公司节能降耗提供了较大支持。

矿山资源方面, 凌钢集团控制红山矿业、永山矿业、建平磷铁矿业和怡山矿业四座矿山, 可开采储量共计 67,646 万吨, 2015 年产能为 205 万吨, 实际产量为 19.5 万吨。

表 12: 截至 2015 年末凌钢集团控制的矿山情况

单位: 万吨

矿山名称	矿石品位	精矿品位	可开采量	2015年产能	2015年产量
永山矿业	24.65	66.11	1,852	100	-
红山矿业	31.47	55.00	10,990	-	-
建平磷铁矿业	9.14	65.98	24,804	35	19.5
怡山矿业	2.57	67.42	30,000	70	-

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务结构方面, 随着业务的发展, 凌钢集团总资产规模逐年扩张, 截至 2015 年末, 凌钢集团总资产规模为 277.79 亿元, 较年初增长 15.10%。截至 2015 年末, 凌钢集团总债务 155.95 亿元, 其中短期

债务 130.08 亿元, 长期债务 25.88 亿元。截至 2015 年末, 资产负债率为 71.31%, 总资本化比率为 66.18%, 与上年基本持平。

盈利能力方面, 受行业景气度持续低迷、钢材

价格大幅下跌影响，2015 年凌钢集团实现营业收入 89.42 亿元，同比下滑 35.58%。毛利率方面，尽管同期原材料价格呈现下降趋势，但成本降幅小于营业收入的减少幅度，使得营业毛利率由上年的 6.18% 下滑至 -2.91%，出现收入成本倒挂现象。受此影响，2015 年凌钢集团经营性业务亏损面大幅扩大，经营性业务亏损额由上年 7.81 亿元上升至 18.58 亿元。同期，凌钢集团获得政府补助营业外收入以及投资收益等共计 9.01 亿元，对其利润总额形成一定补充。整体而言，受收入规模的大幅下滑影响，凌钢集团当期经营处于亏损状态，2015 年净亏损 7.19 亿元。

从偿债指标看，受盈利状况弱化的影响，凌钢集团主要偿债指标表现一般，2015 年凌钢集团 EBITDA 利息保障倍数以及总债务/EBITDA 指标分别为 0.54 和 38.93，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有待提高；同期经营活动净现金流利息保障系数和经营活动净现金流/总债务分别为 2.43 和 0.12，经营活动现金流对债务本息的覆盖程度一般。

银行授信方面，截至 2015 年 12 月 31 日，凌钢集团拥有银行授信额度 142.50 亿元，其中已使用授信额度 109 亿元，尚未使用额度为 33.50 亿元，具有一定的备用流动性。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，凌钢集团除对子公司担保 47.69 亿元外，对外担保余额总计 4.47 亿元，对外担保金额较小且被担保企业总体经营状况正常，整体看凌钢集团因对外担保引致的或有负债风险可控。

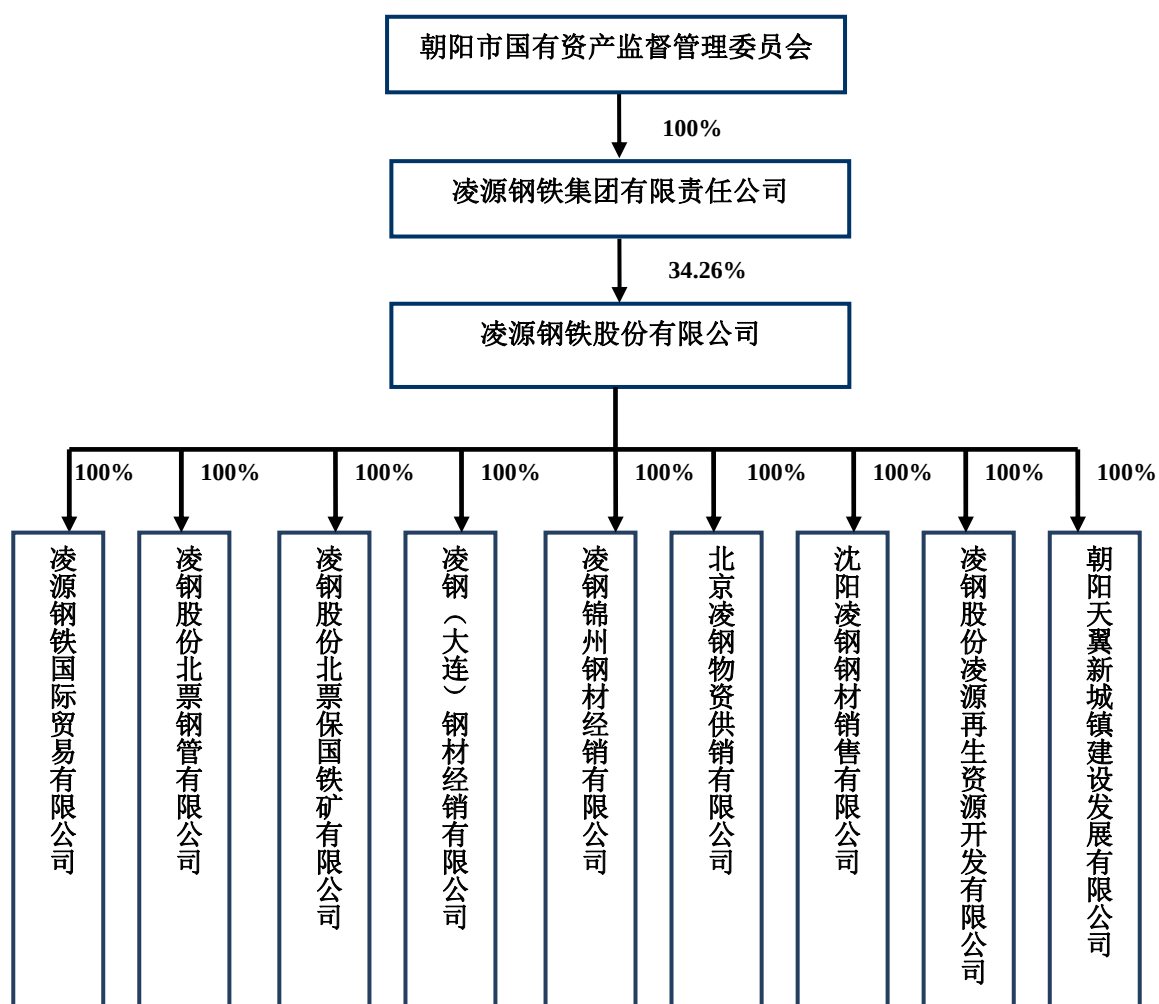
整体而言，2015 年受行业景气度持续低迷、钢材价格大幅下降影响，凌钢集团主营业务盈利能力大幅下滑。但凌钢集团拥有较为完整的钢铁产业链，经营较稳定，且朝阳市国资委对周边区域矿山资源的整合增强了集团的综合实力并为凌钢股份提供有力的原料保障，凌钢集团整体实力仍较强，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供保障。

结 论

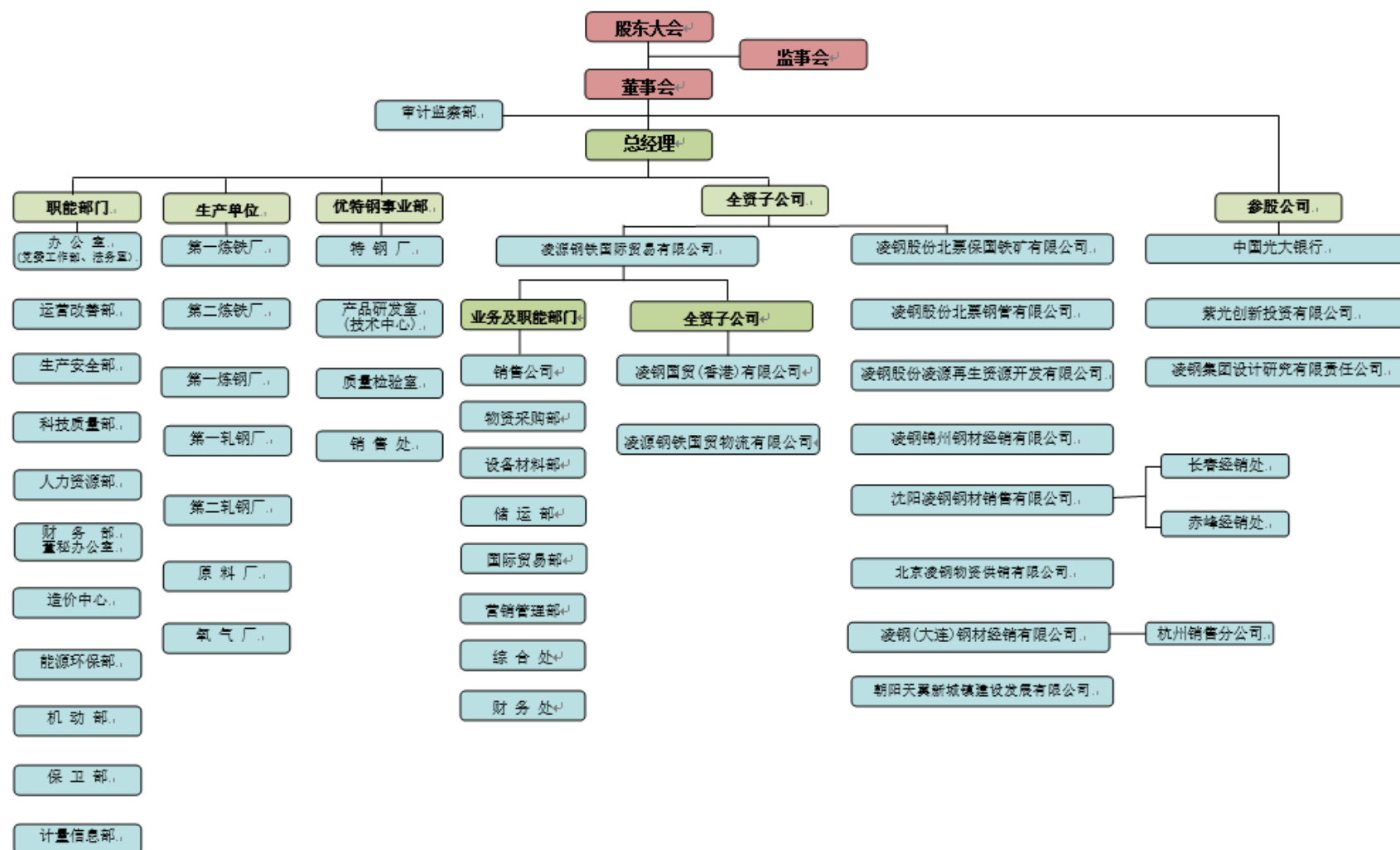
中诚信证评上调凌钢股份主体信用等级至 **AA**，评级展望为稳定；维持“凌源钢铁股份有限公

司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：凌源钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：凌源钢铁股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：凌源钢铁股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	203,636.10	230,243.75	440,680.53
应收账款净额	17,485.65	44,694.38	13,334.80
存货净额	215,017.11	192,901.25	102,158.01
流动资产	552,466.33	521,843.42	616,024.36
长期投资	5,804.19	7,283.72	2,888.93
固定资产合计	748,388.03	760,479.92	767,340.87
总资产	1,422,209.52	1,432,157.89	1,529,908.90
短期债务	629,150.00	647,425.71	635,129.83
长期债务	157,713.87	147,270.77	184,234.54
总债务（短期债务+长期债务）	786,863.87	794,696.48	819,364.37
总负债	1,039,541.67	1,123,573.94	1,019,567.27
所有者权益（含少数股东权益）	382,667.85	308,583.95	510,341.63
营业总收入	1,565,075.90	1,437,296.43	1,245,284.11
三费前利润	40,982.63	46,165.28	36,954.56
投资收益	20,172.02	122.66	1,173.12
净利润	7,640.47	-71,258.27	4,762.23
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	85,700.31	-5,730.87	95,248.67
经营活动产生现金净流量	90,154.59	138,817.04	115,272.33
投资活动产生现金净流量	-79,542.39	-12,940.64	-8,078.39
筹资活动产生现金净流量	-11,798.37	-99,710.93	-25,508.16
现金及现金等价物净增加额	-1,481.27	26,607.64	84,338.47
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	2.69	3.41	3.16
所有者权益收益率（%）	2.00	-23.09	0.93
EBITDA/营业总收入（%）	5.48	-0.40	7.65
速动比率（X）	0.38	0.34	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.17	0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.21	0.18
经营活动净现金/利息支出（X）	2.22	3.49	2.70
EBITDA 利息倍数（X）	2.11	-0.14	2.23
总债务/EBITDA（X）	9.18	-138.67	8.60
资产负债率（%）	73.09	78.45	66.64
总资本化比率（%）	67.28	72.03	61.62
长期资本化比率（%）	29.19	32.31	26.52

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：凌源钢铁集团有限责任公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	289,614.72	273,284.34	516,484.07
应收账款净额	17,498.53	44,700.47	13,557.92
存货净额	220,175.29	203,229.55	135,399.18
流动资产	744,920.70	681,253.94	875,025.37
长期投资	98,934.52	43,534.08	43,216.88
固定资产合计	1,141,055.89	1,203,959.97	1,255,228.10
总资产	2,292,887.28	2,413,369.23	2,777,900.20
短期债务	1,056,999.81	1,088,697.57	1,300,753.14
长期债务	207,713.87	168,053.43	258,764.06
总债务（短期债务+长期债务）	1,264,713.68	1,256,751.00	1,559,517.20
总负债	1,629,031.36	1,740,721.64	1,980,988.31
所有者权益（含少数股东权益）	663,855.92	672,647.59	796,911.89
营业总收入	1,536,861.87	1,388,061.43	894,249.97
三费前利润	85,040.67	81,678.87	-28,912.26
投资收益	22,724.63	2,754.58	5,852.65
净利润	10,492.50	-71,904.99	-71,862.24
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	124,660.18	23,858.15	40,057.98
经营活动产生现金净流量	113,180.93	142,298.06	179,357.70
投资活动产生现金净流量	-110,369.20	-54,074.87	-41,133.35
筹资活动产生现金净流量	30,858.54	-104,995.75	-23,775.67
现金及现金等价物净增加额	33,375.15	-16,330.38	117,101.42
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	5.70	6.18	-2.91
所有者权益收益率（%）	1.58	-10.69	-9.02
EBITDA/营业总收入（%）	8.11	1.72	4.48
速动比率（X）	0.37	0.31	0.43
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.11	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	0.13	0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	1.58	1.97	2.43
EBITDA 利息倍数（X）	1.75	0.33	0.54
总债务/EBITDA（X）	10.15	52.68	38.93
资产负债率（%）	71.05	72.13	71.31
总资本化比率（%）	65.58	65.14	66.18
长期资本化比率（%）	23.83	19.99	24.51

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=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=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=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=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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。