



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪145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，维持公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年五月二十四日

凌源钢铁股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2017）

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	2016 年 5 月 11 日		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

凌钢股份	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益(亿元)	30.86	51.03	52.22	53.92
总资产(亿元)	143.22	152.99	153.99	157.04
总债务(亿元)	79.47	81.94	80.50	79.48
营业总收入(亿元)	143.73	124.53	144.63	38.89
营业毛利率(%)	3.41	3.16	7.45	10.14
EBITDA(亿元)	-0.57	9.52	11.26	4.49
所有者权益收益率(%)	-23.09	0.93	2.56	12.36*
资产负债率(%)	78.45	66.64	66.09	65.66
总债务/EBITDA(X)	-138.67	8.60	7.15	4.42*
EBITDA 利息倍数(X)	-0.14	2.23	2.76	5.67
凌钢集团	2014	2015	2016	
所有者权益(亿元)	67.26	79.69	76.90	
总资产(亿元)	241.34	277.79	267.02	
总债务(亿元)	130.11	155.95	149.21	
营业总收入(亿元)	138.81	89.42	105.18	
营业毛利率(%)	6.18	-2.91	6.86	
EBITDA(亿元)	2.39	4.01	9.64	
所有者权益收益率(%)	-10.69	-9.02	-2.71	
资产负债率(%)	72.13	71.31	71.20	
总债务/EBITDA(X)	54.53	38.93	15.48	
EBITDA 利息倍数(X)	0.33	0.54	1.41	

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年第一季度指标中带“*”的均为年化指标；
3、将“长期应付款”中的“融资租赁款”计入长期债务；
4、凌钢集团 2016 年数据来源于未经审计的 2016 年财务报告。

基本观点

凌源钢铁股份有限公司（简称“凌钢股份”或“公司”）具有较强的技术创新优势，2016 年，受益于钢铁行业阶段性回暖，钢材价格回升，公司盈利能力得到提升，经营效益好转。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注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，以及钢铁行业产能过剩等对公司后续经营所带来的挑战。

综上，中诚信证评维持凌钢股份主体信用等级为 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

- 技术创新优势。2016 年公司完成国际 ISO10144 标准和韩国 KS 标准认证并进入辽宁省优秀产品名录；实现了每条轧钢生产线都具备有代表性的新产品，形成了管线钢、低合金高强度钢等六大系列 30 多个牌号的品种钢体系，品种比接近 80%。
- 公司收入规模及盈利能力上升。2016 年以来，受益于钢材价格回暖，公司收入上升，2016 年实现营业收入 144.63 亿元，同比增长 16.14%；实现经营性业务利润 2.10 亿元，经营性业务扭亏为盈，经营效益好转。

关 注

- 钢铁行业整体景气度仍处于低迷状态。2016 年受益于去产能政策的推进及下游需求的复苏，行业景气度阶段性回暖，2017 年一季度钢铁行业整体维持上年的上行趋势，但由于钢铁行业产能过剩情况尚未改变，目前钢铁价格出现震荡下跌态势，行业景气度仍然低迷。
- 短期债务压力较大。截至 2016 年末，公司短

分 析 师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

张逸菲 yfzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月24日

期债务及长期债务分别为 63.95 亿元和 16.56 亿元，长短期债务比上升至 3.86，整体来看，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委托方构成委托关系外，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和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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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

2016 年国内粗钢产量小幅增长，表观消费量止跌回升，受益于下游需求增加，钢材价格大幅上涨，行业市场阶段性回暖

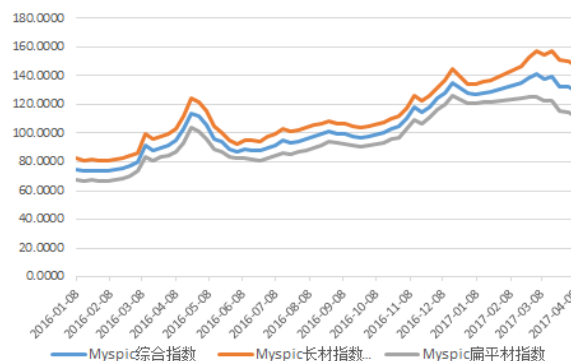
钢铁工业是典型的周期性行业，其发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。2016 年，钢铁行业深入推进供给侧改革，大力化解产能过剩，各项政策陆续出台，市场出现积极变化。据中钢协统计数据，2016 年全国粗钢产量 8.08 亿吨，同比上涨 1.2%。钢材（含重复材）产量 11.38 亿吨，同比增长 2.3%，增幅上涨 1.7 个百分点。中国粗钢产量占全球比重为 49.6%，增加 0.2 个百分点。

从下游需求来看，随着“十三五”规划逐步落实、PPP 项目加速落地等举措，建筑、汽车、机械工业等主要钢铁下游行业的用钢需求有所回暖。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。2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.90%，投资增速明显回升。下游汽车行业方面，据中国汽车工业协会统计，2016 年我国全年累计生产汽车 2,811.9 万辆，同比增长 14.46%；全年销售汽车 2,802.8 万辆，同比增长 13.65%，分别高于上年同期 11.21 个百分点和 8.79 个百分点，呈现较快增长。2016 年我国粗钢表观消费量为 7.1 亿吨，同比上涨 1.3%，在连续多年下降后止跌回升。但目前宏观经济仍处于筑底阶段，下游需求或将受到一定负面影响，中诚信证评将对钢材需求回暖的持续性保持关注。

钢材价格方面，国内钢材在连续多年下降后，2016 年止跌回升。从全年看，各月国内钢价综合指数均高于上年同期，2016 年各月 CSPI 平均值为 75.37 点，同比上升 13.36%，2016 年末，CSPI 中国钢材价格指数为 99.51 点，同比上升 76.53%；Myspic 钢材综合价格指数由年初的 74.54 点上升到 127.70 点，同比增长 71.32%。2017 年以来 Myspic 钢材综合价格指数继续上升，2 月末达到了 142 点，从 3 月初开始钢材价格出现震荡下跌态势，截至 3 月末 Myspic 钢材综合价格指数又跌至 132.56 点。总体来看，2016 年钢材价格虽然出现了明显的上涨，但仍处于较低水平，且 2017 年出现震荡下跌

态势，中诚信证评将持续关注钢铁价格的走势。

图 1：2016 年以来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

出口方面，受国内钢材价格回升和国际贸易保护主义的双重影响，2016 年钢材出口量出现下滑。据海关统计，全年累计出口钢材 1.08 亿吨，同比下降 3.5%；累计进口钢材 1,350 万吨，同比下降 3.2%；折合净出口粗钢约 9,855 万吨，同比下降 4.4%，占我国粗钢总产量的 12.2%。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，2016 年发生 49 起，出口环境日趋严峻，出口难度不断增大。

铁矿石对外依存度持续升高，2016 年铁矿石等原料价格大幅上升，钢铁行业利润被侵蚀

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，2015 年我国铁矿石对外依存度已超 84%，2016 年铁矿石对外依存度继续上升至 87.3%。根据海关总署统计，2016 年我国铁矿砂及其精矿进口量为 10.24 亿吨，较上年增长 7.5%，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。

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，2016 年，焦炭和铁矿石等原材料价格大幅上涨，焦炭价格综合指数从年初的 618 点上涨到年末的 1983 点；铁矿石价格止跌回升，2016 年末，国产铁精矿价格为 606 元/吨，进口铁

矿石粉矿到岸价格为 78 美元/吨，较年初分别上涨 40%及 88%。

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

中诚信证评认为，2016 年下半年以来铁矿石价格反弹和焦炭价格快速上涨，对钢企盈利能力造成一定冲击；全球铁矿石仍存在供需平衡和产能过剩等问题，未来价格仍将持续波动，中诚信证评将对此持续关注。

行业整体经济效益有所好转，但未来形势依然严峻，仍处于转型升级的关键时期

根据中钢协数据显示，2016 年，中钢协会员钢铁企业实现销售收入 28,022 亿元，同比下降 1.81%；利润总额为 303.78 亿元，同比实现扭亏为盈；会员钢铁企业的亏损面和亏损额均大幅下降。钢铁企业经济效益虽明显好转，但仍存在一些比较突出的问题。2016 年，会员钢铁企业销售利润率只有 1.08%，虽然比 2015 年明显改善，但仍处于工业行业较低水平。特别是 16 年下半年以来，焦炭、煤炭价格的大幅上涨，给钢铁企业提高效益带来了更大的压力。此外，钢铁企业仍然面临融资难、融资贵的难题。2017 年将是推进供给侧结构性改革的深化之年，钢铁行业将深入推进“三去一降一补”，推动钢铁行业化解过剩产能。此外，2016 年开展的清理和整顿“地条钢”、淘汰中频炉的行动也将延续。受此影响，预计 2017 年钢材价格将保持波动运行的态势。

总体来看，受国内经济增速放缓的影响，钢材下游需求不足，同时产能过剩矛盾依然突出，钢铁行业仍然处于低谷期，需求端改善的持续性仍有待观察；钢铁企业盈利能力的好转有限。目前在政策

与资金双重压力下，产能退出、结构调整和产业升级仍是钢铁行业未来发展方向，但政策的具体落实与执行仍是改革重点。

业务运营

2016 年，受钢材市场价格回升和销量同比增加影响，公司主要产品销售收入整体上升，公司实现营业总收入 144.63 亿元，同比增加 16.14%；其中主营业务收入 112.65 亿元，同比增加 19.67%。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 55.45%，占比同比上升 0.31 个百分点；中宽热带收入占比为 20.28%，占比同比下降 0.67 个百分点。2017 年一季度，公司实现营业总收入 38.89 亿元，其中棒材和中宽热带产品分别为 22.01 亿元和 8.82 亿元。

表 1：2015~2017.Q1 公司主营业务收入构成

单位：亿元、%

产品	2015		2016		2017.1~3	
	收入	同比增减	收入	同比增减	收入	同比增减
焊接钢管	1.26	-45.92	1.50	19.26	0.28	111.04
棒材	51.90	-36.63	62.47	20.35	22.01	113.11
中宽热带	19.72	-34.05	22.85	15.86	8.82	157.63
连铸钢坯	0.61	27.03	0.11	-81.49	0.07	243.15
线材	4.41	-56.10	10.38	135.64	4.10	330.89
方钢	8.97	-7.54	4.10	-54.30	0.50	-14.54

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受钢铁行业市场低迷影响，公司当年主要产品产量有所下滑，但公司重视技术创新及节能环保，使得公司产品竞争力进一步增强

2016 年公司收购了凌钢集团的两座 120 吨转炉和 2300m³ 高炉资产，完善了优特钢生产工艺流程，为公司转型升级，发展优特钢奠定了基础。截至 2016 年末，公司拥有高炉 5 座，其中 450m³ 高炉两座，1000m³ 高炉两座，2300 m³ 高炉一座，合计生铁产能 535 万吨；转炉 6 座，其中 35 吨转炉 3 座，120 吨转炉 3 座，合计粗钢产能 616 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。2016 年，公司累计生产粗钢 312.24 万吨，同比下降 9.46%；生铁 293.60

万吨，同比下降 10.86%；钢材 351.90 万吨，同比下降 2.02%。2017 年一季度，公司生产生铁 118.68 万吨；粗钢 118.35 万吨；钢材 115.86 万吨。

表 2：2015~2017.Q1 公司主要设备产能及利用情况

单位：万吨

设备	产品	数量	产能	2015 年 产量	2016 年 产量	2017.1~3 产量
高炉	生铁	5	535	329.37	293.60	118.68
转炉	粗钢	6	616	344.85	312.24	118.35
轧机	钢材	20	741	359.15	351.90	115.86

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分产品看，2016 年棒材产量为 187.46 万吨，同比减少 9.01%，但在公司年度总产量中仍然占比最高。中宽热带产量为 103.94 万吨，较上年小幅下降。由于线材毛利率提高，公司适时调整产品结构，2016 年线材产量为 48.67 万吨，同比增加 94.03%。2016 年方钢产量继续大幅下降至 4.76 万吨。2016 年焊接钢管产量增加 25.76%至 7.08 万吨。

表 3：2014~2017.Q1 公司主要产品产量

单位：万吨

产品	2014	2015	2016	2017.1~3
焊接钢管	7.12	5.63	7.08	0.91
棒材	317.09	206.03	187.46	70.70
中宽热带	113.44	107.18	103.94	28.91
线材	35.84	25.09	48.67	13.44
方钢	37.99	15.30	4.76	1.90

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从技术创新方面来说，公司 2016 年完成国际 ISO10144 标准和韩国 KS 标准认证并进入辽宁省优秀产品名录，实现了每条轧钢生产线都具备有代表性的新产品，形成了管线钢、低合金高强度钢等中型材六大系列 30 多个牌号的品种钢体系，品种比接近 80%。其中，中宽热带品种钢研发一直处于国内同类企业的领先水平，中宽热带产线实现 X60 以下级别管线钢品种全覆盖，并且对石油套管用钢进行了研发及技术储备；棒线材产线相继开发了 20Mn2A、GCr15、65Mn、60Mn 等新钢品种。

节能环保方面，公司是首批通过国家工信部《钢铁行业规范条件》审核的 45 家企业之一，是辽宁省首家环保备案的钢铁企业。近几年，公司累计投入节能减排资金约 21 亿元以上，环保投入额占营业收入比率处于行业领先。公司完成了 1#、2#

烧结机湿法脱硫系统增设湿式电除尘改造、转炉厂房密封等项目，污染控制能力进一步得到提高。通过大力投资和技术升级，公司节能减排水平不断提高。2016 年，吨钢烟粉尘排放量 0.74 千克，吨钢二氧化硫排放量 0.60 千克，在冶金行业率先实现烧结、球团烟气全脱硫；吨钢耗新水 1.49 千克，连续多年实现污水零排放，污水处理工程被评为国家重点环境实用技术示范工程。

公司原材料供应渠道较为稳定，虽然 2016 年行业整体铁矿石价格处于上升态势，但由于公司在铁矿石价格处于低位时适当增加库存量，一定程度上缓解了公司的成本压力

表 4：截止 2017 年 3 月末公司自有矿山情况

单位：万吨、%

矿石	探明 储量	保有 储量	可采 储量	品位	原矿设 计产能	实际 产能
铁蛋山	3,271	1,684	1,347	31.54	180	100
黑山	1,983	1,346	1,077	30.45	80	0
边家沟	1,424	1,032	826	30.38	110	53
合计	6,678	4,062	3,250	30.88	370	153

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 5：2015~2017.Q1 公司铁矿石采购情况

单位：万吨、元/吨

	2015		2016		2017.1~3	
	采购 价格	采购 数量	采购 价格	采购 数量	采购 价格	采购 数量
自给矿	520.09	83.38	504.22	61.83	665.25	18.09
集团供应	465.20	44.13	447.78	91.25	647.76	100.54
国内采购	474.17	307.29	481.03	292.37	708.36	1.57
国外采购	523.68	207.98	479.24	256.83	737.59	44.15
合计	495.53	642.77	478.10	702.28	674.39	164.35

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，铁矿石采购渠道主要有辽宁省凌源市周边的矿山和自有矿山采购及进口，同时，凌钢集团拥有矿山，亦能供应部分铁矿石。2016 年公司全年铁矿石采购量为 702.28 万吨，其中自给矿 61.83 万吨，铁矿石自给率为

8.80%，同比小幅下降 4.11 个百分点。国外采购量为 256.83 万吨，占总采购量的 36.57%，国内采购量为 292.37 万吨。从全年采购均价来看，2016 年公司铁矿石采购均价为 478.10 元/吨，较上年下降 3.52%，主要是受益于公司在铁矿石价格处于低位时适当增加库存量。

表 6：2015~2016 年公司主要原材料采购情况

单位：万吨、元/吨

原材料	2015		2016	
	采购量	采购价 (含税)	采购量	采购价 (含税)
铁矿石	643	584	702	559
焦炭	207	903	140	1,147
喷吹煤	77	552	84	614
废钢	13	1,604	15	1,665

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沈阳成源通商贸有限公司、辽宁瑞昌煤焦有限责任公司和宁夏通达新能源集团有限公司，焦炭主要采购自凌钢集团。总体来看，2016 年，虽然其他原材料价格有所上升，但是主要原材料铁矿石平均采购价格有所下降，缓解了公司的成本压力。

2016 年受益于钢铁行业阶段性回暖，钢材价格上升，公司钢材销量小幅增长，营业收入规模扩大，毛利率水平同比上升

销售方面，2016 年新开发内贸钢材客户 104 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，2016 年钢材出口方面新开发客户 15 家，产品主要销往韩国、巴基斯坦、新加坡、越南、菲律宾、泰国、海地、特立尼达、牙买加等多个国家和地区。出口收入 7.81 亿元，在主营业务收入中的占比为 6.93%。

表 7：2015~2017.Q1 公司出口概况

单位：万吨、元/吨、亿元、个

	2015	2016	2017.1~3
出口量	64.81	35.16	7.5
其中：方钢	43.01	19.64	1.94
棒材	16.60	7.26	4.43
中宽热带	5.20	6.56	0.98
线材	0.01	1.70	0.15
出口销售均价	2,186	1,934	2,685
出口收入总额	14.47	7.81	2.02
出口国家及地区数量	22	23	7

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司累计销售钢材 481.90 万吨，较上年增加 2.78%，但销量远大于产量，主要原因是从 2015 年二季度起，凌钢集团将原租赁给公司的转炉炼钢资产和 2300m³ 高炉资产收回，改由其自行组织生产，并将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 2016 年度的钢材销量远大于产量。从销售区域来看，2016 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 41.52%，华北地区占比为 38.88%。

表 8：2015~2016 年公司主要产品销售情况

单位：万吨、元/吨

产品	2015		2016	
	销量	销售均价	销量	销售均价
焊接钢管	5.75	2,191	6.07	2,474
棒材	284.83	1,822	304.67	2,050
中宽热带	107.82	1,829	103.08	2,217
连铸钢坯	3.05	2,016	0.64	1,790
线材	24.05	1,831	47.13	2,203
方钢	43.01	2,085	19.65	2,086
其他	0.35	-	0.66	-
合计	468.87	-	481.90	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从销售价格来看，受益于国内钢材价格回升，2016 年公司产品除连铸钢坯外，售价均出现不同程度的上升，主要产品棒材全年销售均价为 2,050 元/吨，较上年上升 12.51%；中宽热带全年销售均价为 2,217 元/吨，较上年上升 21.21%；方钢全年销售均价为 2,086 元/吨。受益于钢材市场价格大幅上升，公司全年实现主营业务收入 112.65 亿元，较上年增

加 19.67%，实现营业总收入 144.63 亿元，同比增加 16.14%。

表 9：2015~2017.Q1 公司主要产品营业毛利率情况

单位：%

	2015		2016		2017.1~3	
	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	在主营业务收入中的占比	毛利率
焊接钢管	1.34	-6.12	1.33	-1.17	0.78	-4.47
棒材	55.14	0.42	55.45	5.01	61.49	9.31
中宽热带	20.95	1.60	20.28	11.34	24.64	14.81
连铸钢坯	0.65	-0.57	0.10	-6.18	0.21	6.69
线材	4.68	-6.56	9.22	1.28	11.45	6.88
方钢	9.53	4.45	3.64	3.90	1.41	-4.75
其他	7.71	5.49	9.98	15.31	0.02	-6.50

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年大宗原燃材料价格和电价上升使得公司成本压力有所上升，但钢材价格持续上升，钢铁行业企业经济效益有所回升。2016 年公司钢铁主营业务毛利率为 6.84%，同比增加 5.82 个百分点。分产品看，除连铸钢坯和方钢之外，焊接钢管、棒材、中宽热带、线材等产品毛利率均有所上升。

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）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年财务报告以及未经审计的 2017 年一季度报表。在 2015~2016 年财务报告以及 2017 年一季度报表中，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。公司财务报表均采用新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

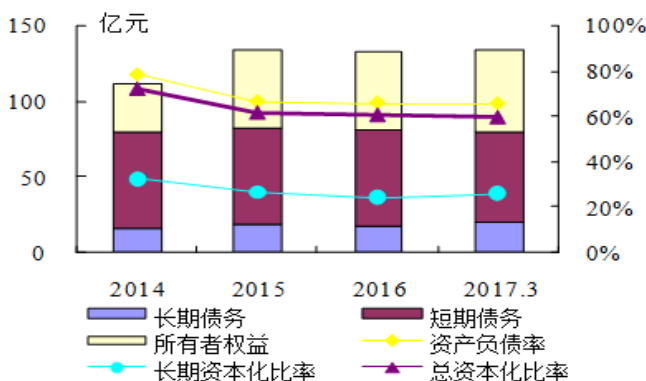
2016 年末，公司资产、负债规模与上年基本持平，总资产为 153.99 亿元，总负债为 101.77 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 66.09% 和 60.65%，分别较上年下降 0.55 个百分点和 0.97 个百分点。截至 2017 年 3 月末，公司总资产为 157.04 亿元，总负债为 103.11 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 65.66% 和 59.58%。

资产构成方面，公司资产主要以非流动资产为主。截至 2016 年末，公司非流动资产为 106.05 亿元，占总资产比例为 68.87%。其中，固定资产为

90.70 亿元，主要为通用设备、专用设备和土地、房屋及建筑物。同期，公司流动资产为 47.94 亿元，较上年减少 22.18%，主要系货币资金从去年的 44.07 亿元下降至 24.36 亿元。另外，当年存货为 12.34 亿元，较上年上升 20.75%，主要系库存商品的增加所致。截至 2017 年 3 月末，公司流动资产和非流动资产分别为 52.55 亿元和 104.49 亿元。

负债构成方面，公司负债以流动负债为主。截至 2016 年末，公司流动负债为 84.99 亿元，占总负债比例为 83.52%，较上年末增加了 1.67 亿元，主要是由于应付票据增加了 1.42 亿元至 31.13 亿元。短期借款为 32.82 亿元，主要为信用借款。同期，公司非流动负债为 16.77 亿元，主要由应付债券及长期应付款构成，分别为 14.53 亿元和 2.02 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 84.19 亿元和 18.93 亿元。

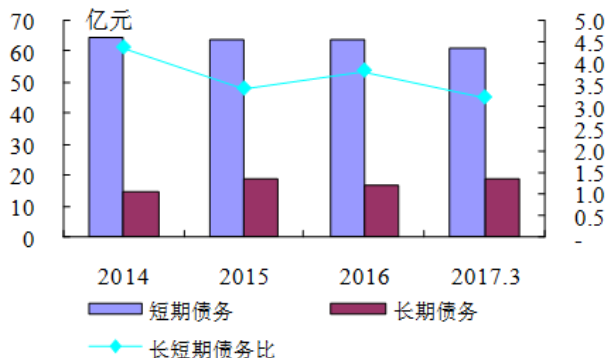
图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

就债务规模而言，随着公司业务发展的好转，公司债务规模略有下降，2016 年末公司总债务规模由年初的 81.94 亿元减少至 80.50 亿元，长期债务及短期债务分别为 16.56 亿元和 63.95 亿元，2016 年长短期债务比上升至 3.86，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。

图 4：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



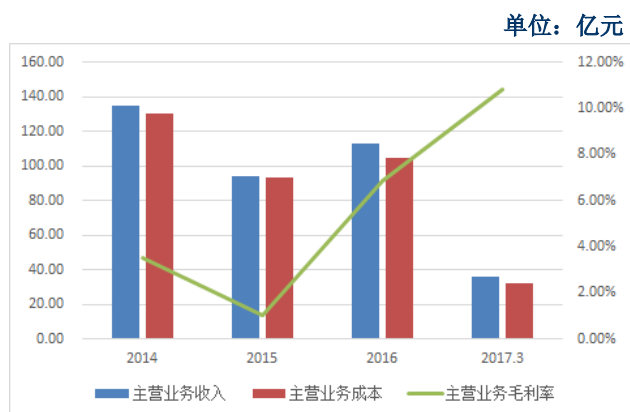
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体而言，公司财务杠杆比率及债务规模均小幅下降，但是公司债务仍以短期负债为主，仍面临较大的短期偿债压力。

盈利能力

2016 年钢材产品的市场价格呈现回升态势，公司钢铁主业的收入随之上升，公司全年营业总收入为 144.63 亿元，同比增加 16.14%；其中钢铁板块收入 112.65 亿元，同比增加 19.57%。毛利率方面，随着钢铁价格上升，2016 年公司主营业务毛利率较上年度增加 5.82 个百分点，为 6.84%。分产品看，棒材毛利率 5.01%，较上年度增加 4.59 个百分点；中宽热带毛利率 11.34%，较上年度增加 9.74 个百分点。2017 年一季度，公司实现主营业务收入 36.09 亿元，主营业务毛利率为 10.81%。

图 5：2014~2017.Q1 公司主营业务收入成本情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司期间费用合计 8.13 亿元，其中管理费用大幅下降主要系会计政策变更导致 1.98 亿元管理费用转入生产成本所致，加之当年收入规模扩大，三费收入占比 5.62%，较上年有所下降，整体而言，公司期间费用规模仍处于合理水平。2017 年一季度公司期间费用合计为 1.78 亿元，三费收入占比继续下降至 4.59%。

表 10：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

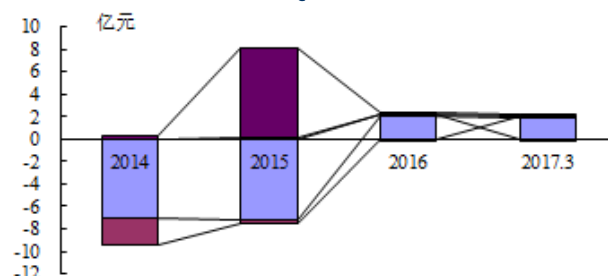
单位：亿元，%

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	2.79	2.63	2.40	0.63
管理费用	5.36	4.35	1.87	0.57
财务费用	3.48	3.95	3.86	0.59
三费合计	11.62	10.93	8.13	1.78
三费收入占比	8.08	8.78	5.62	4.59

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，受钢铁行业产品价格上升因素影响，2016 年公司收入同比增加，且期间费用规模有所减小，使得公司经营性业务扭亏为盈，2016 年公司经营性业务盈利 2.10 亿元。此外，受益于当年获得政府补贴 0.15 亿元，对其利润总额形成一定补充，公司全年获得利润总额 2.27 亿元，净利润额为 1.34 亿元。2017 年一季度，公司利润总额为 2.25 亿元，其中经营性业务利润为 1.95 亿元。

图 6：2014~2017.Q1 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，2016 年随着钢铁去产能工作的推进和市场需求的回升，钢材价格震荡上涨，公司收入规模大幅增加，同时期间费用的减少，使得公司盈利能力有所提升。

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，2016 年公司 EBITDA 为 11.26 亿元。公司 2016 年经营活动净现金流为 6.92 亿元，公司现金流情况良好。2017 年一季度，公司 EBITDA 为 4.49 亿元，经营活动净现金流为 7.69 亿元。

从主要偿债能力指标表现来看，公司 2016 年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.15 倍和 2.76 倍，对债务及利息偿还的保障能力增强；同期，由于政府补贴的减少，经营活动净现金较上年出现较大幅度的减少，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 0.09 和 1.70 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 11：2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务（亿元）	79.47	81.94	80.52	79.48
经营性净现金流（亿元）	13.88	11.53	6.92	7.69
经营净现金流/总债务（X）	0.17	0.14	0.09	0.39*
EBITDA（亿元）	-0.57	9.52	11.26	4.49
总债务/EBITDA	-138.67	8.60	7.15	4.42*
EBITDA 利息保障倍数（X）	-0.14	2.23	2.76	5.67
经营活动净现金/利息支出（X）	3.38	2.70	1.70	9.70

注：带“*”指标已经过年化处理。

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 2017 年 3 月 31 日，公司除对母公司凌钢集团有 2 亿元的担保，无其他对外担保（不含对子公司的担保），且无重大未决诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至 2017 年 3 月 31 日，公司拥有银行授信额度人民币 60.87 亿元，其中已使用授信额度 40.94 亿元，尚未使用额度为人民币 19.93 亿元，公司具有一定的备用流动性。

总体来看，2016 年受益于钢铁市场回暖，钢材价格大幅上升，公司盈利能力增强，同时财务杠杆比例也有所下降，但公司短期债务占比仍然较大，债务结构有待进一步改善。

担保实力

本次债券由凌源钢铁集团有限责任公司提供

表 12：截至 2016 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	2016年产能	2016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	8.64
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，截至 2016 年末，凌钢集团总资产规模为 267.02 亿元，较上年末减少 3.88%。截至 2016 年末，凌钢集团总债务 149.21 亿元，其中短期债务 124.56 亿元，长期债务 24.65 亿元。截至 2016 年末，资产负债率为 71.20%，总资本化比率为 65.99%，与上年基本持平。

盈利能力方面，受行业景气度回升、钢材价格

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，为凌钢股份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，2016 年产能 205 万吨，实际产量为 8.64 万吨，产量规模小且大幅下降主要系经营亏损导致矿山停产。

回升影响，2016 年凌钢集团实现营业收入 105.18 亿元，同比增加 17.62%。毛利率方面，受益于钢材价格大幅上升，凌钢集团营业毛利率大幅上升，由上年的-2.91%上升至 6.86%。受此影响，2016 年凌钢集团经营性业务亏损面大幅减少，经营性业务亏损额由上年 18.58 亿元减少至 4.92 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 0.69 亿元，对其利润总额形成一定补充。整体而言，受益于收入规模的回升，凌钢集团当期经营亏损减小，2016 年净亏损 2.08 亿元。

从偿债指标看，由于盈利能力回升，凌钢集团主要偿债指标有所好转，2016 年凌钢集团 EBITDA 利息保障倍数以及总债务/EBITDA 指标分别为 1.41 倍和 15.48 倍，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 0.39 倍和 0.02 倍，经营活动现金流对债务本息的覆盖程度偏弱。

银行授信方面，截至 2016 年 12 月 31 日，凌钢集团拥有银行授信额度 54.53 亿元，其中已使用授信额度 49.55 亿元，尚未使用额度为 4.98 亿元，具有一定的备用流动性。

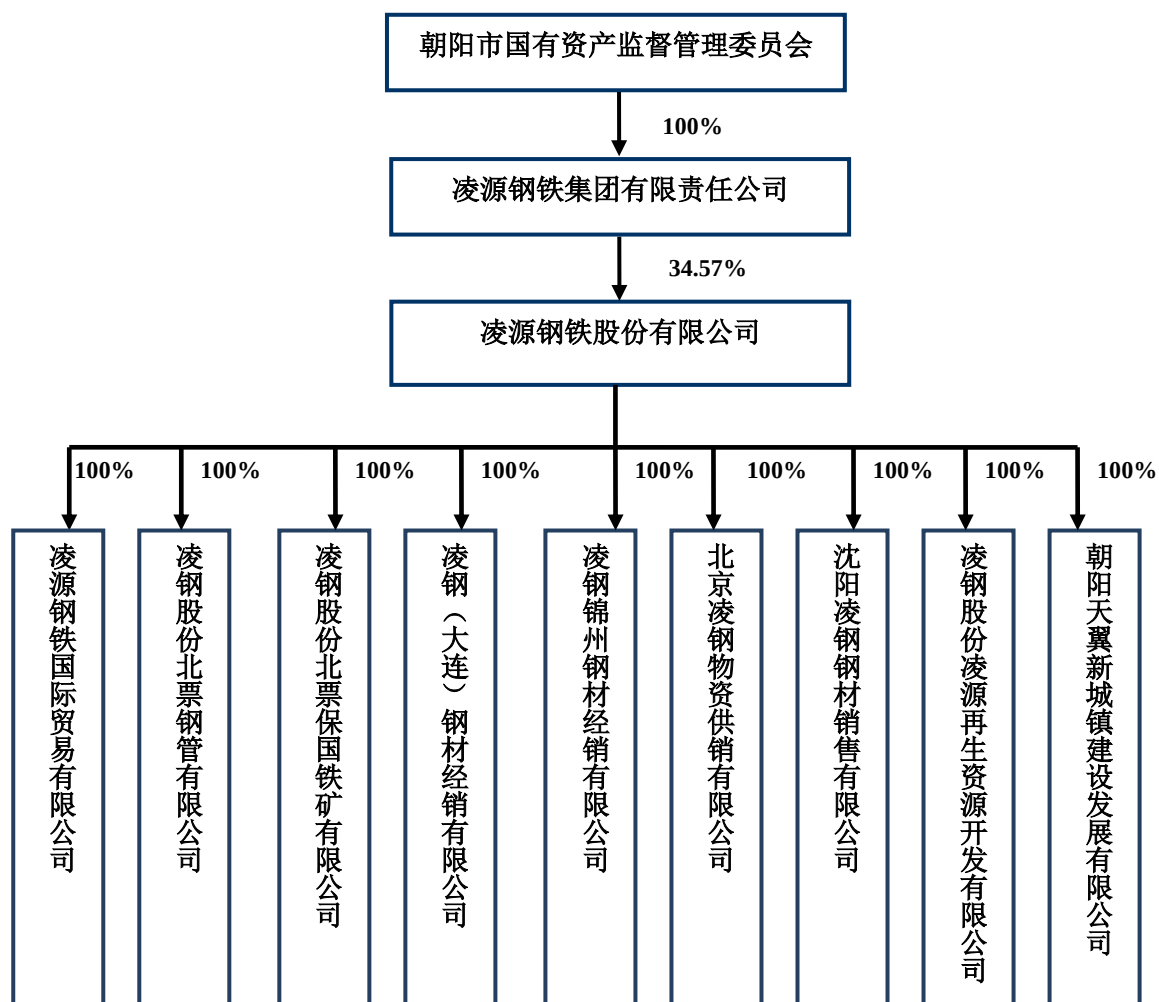
或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，凌钢集团除对子公司担保 19.50 亿元外，无对外担保余额，不承担因对外担保引起的或有负债风险。

整体而言，2016 年受益于行业景气度回暖、钢材价格回升，凌钢集团主营业务盈利能力有所提升。但财务杠杆比率仍较高，且以短期债务为主，仍面临一定偿债压力。

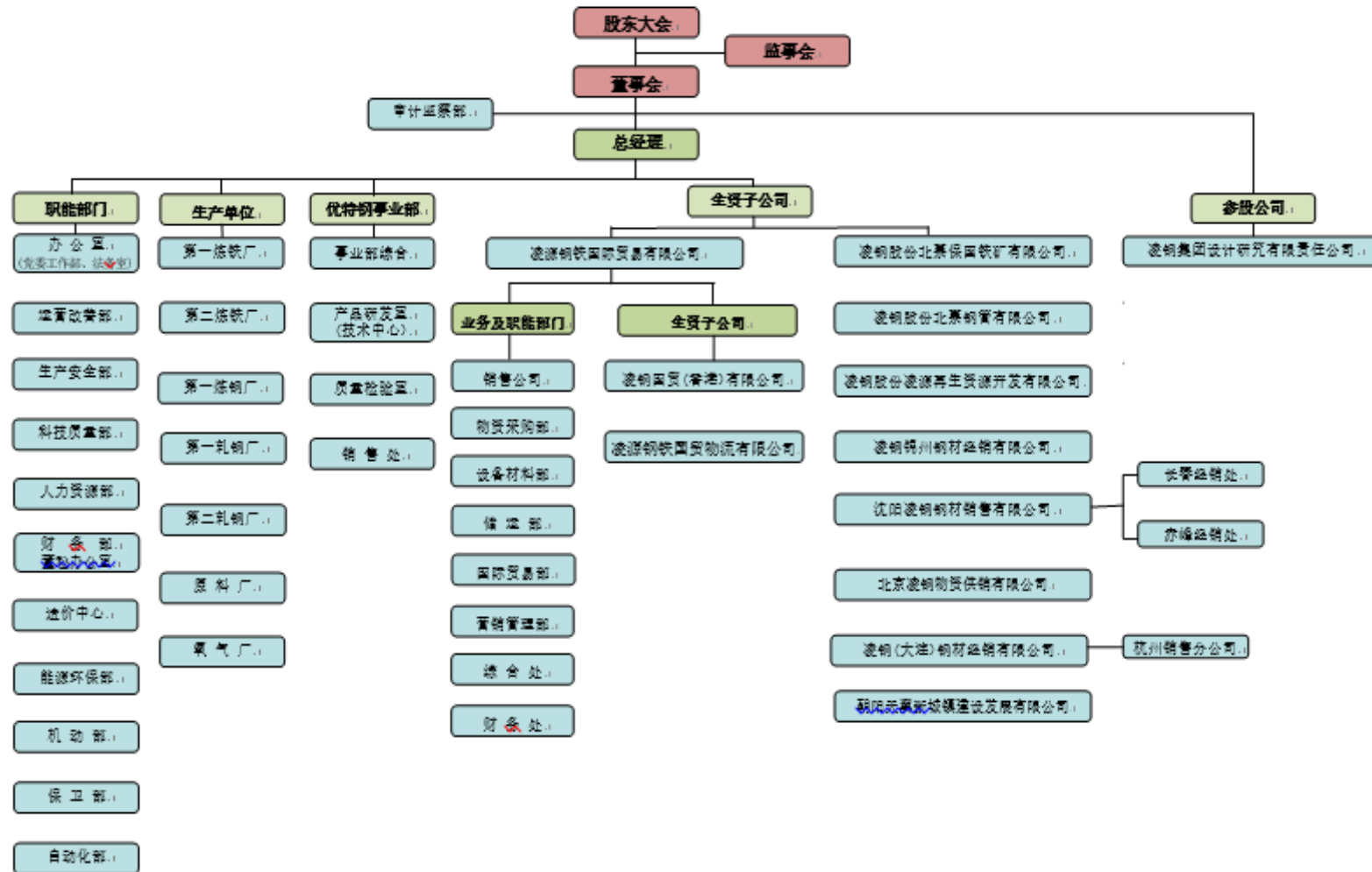
结 论

综上，中诚信证评维持凌钢股份主体信用等级为 **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 2017 年 3 月 31 日）



附二：凌源钢铁股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	230,243.75	440,680.53	243,575.01	285,684.92
应收账款净额	44,694.38	13,334.80	14,169.83	8,998.06
存货净额	192,901.25	102,158.01	123,351.60	123,469.07
流动资产	521,843.42	616,024.36	479,407.33	525,481.50
长期投资	7,283.72	2,888.93	2,524.05	2,572.82
固定资产合计	760,479.92	767,340.87	924,349.72	917,271.16
总资产	1,432,157.89	1,529,908.90	1,539,905.99	1,570,396.81
短期债务	647,425.71	635,129.83	639,481.89	607,558.67
长期债务	147,270.77	184,234.54	165,560.26	187,288.01
总债务（短期债务+长期债务）	794,696.48	819,364.37	805,042.14	794,846.67
总负债	1,123,573.94	1,019,567.27	1,017,659.29	1,031,147.10
所有者权益（含少数股东权益）	308,583.95	510,341.63	522,246.70	539,249.71
营业总收入	1,437,296.43	1,245,284.11	1,446,272.71	388,933.05
三费前利润	46,165.28	36,954.56	102,280.88	37,333.75
投资收益	122.66	1,173.12	68.24	-21.23
净利润	-71,258.27	4,762.23	13,393.82	16,660.03
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-5,730.87	95,248.67	112,625.82	44,909.59
经营活动产生现金净流量	138,817.04	115,272.33	69,240.55	76,890.03
投资活动产生现金净流量	-12,940.64	-8,078.39	-200,830.44	-4,381.02
筹资活动产生现金净流量	-99,710.93	-25,508.16	-93,949.39	-1,068.37
现金及现金等价物净增加额	26,607.64	84,338.47	-225,992.79	71,513.49
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	3.41	3.16	7.45	10.14
所有者权益收益率（%）	-23.09	0.93	2.56	12.36*
EBITDA/营业总收入（%）	-0.40	7.65	7.79	11.55
速动比率（X）	0.34	0.62	0.42	0.48
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.14	0.09	0.39*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.21	0.18	0.11	0.51*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.38	2.70	1.70	9.70
EBITDA 利息倍数（X）	-0.14	2.23	2.76	5.67
总债务/EBITDA（X）	-138.67	8.60	7.15	4.42*
资产负债率（%）	78.45	66.64	66.09	65.66
总资本化比率（%）	72.03	61.62	60.65	59.58
长期资本化比率（%）	32.31	26.52	24.07	25.78

注：1、上述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；
2、2017 年第一季度指标中带“*”的均为年化指标；
3、将“长期应付款”中的“融资租赁款”计入长期债务。

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）	2014	2015	2016
货币资金	273,284.34	516,484.07	323,429.58
应收账款净额	44,700.47	13,557.92	14,774.84
存货净额	203,229.55	135,399.18	186,281.78
流动资产	681,253.94	875,025.37	769,038.75
长期投资	43,534.08	43,216.88	44,670.97
固定资产合计	1,203,959.97	1,255,228.10	1,229,952.88
总资产	2,413,369.23	2,777,900.20	2,670,194.29
短期债务	1,088,697.57	1,300,753.14	1,245,626.97
长期债务	212,358.18	258,764.06	246,488.86
总债务（短期债务+长期债务）	1,301,055.75	1,559,517.20	1,492,115.83
总负债	1,740,721.64	1,980,988.31	1,901,238.85
所有者权益（含少数股东权益）	672,647.59	796,911.89	768,955.44
营业总收入	1,388,061.43	894,249.97	1,051,826.06
三费前利润	81,678.87	-28,912.26	61,447.98
投资收益	2,754.58	5,852.65	5,354.01
净利润	-71,904.99	-71,862.24	-20,826.70
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	23,858.15	40,057.98	96,418.99
经营活动产生现金净流量	142,298.06	179,357.70	26,456.00
投资活动产生现金净流量	-54,074.87	-41,133.35	-15,905.38
筹资活动产生现金净流量	-104,995.75	-23,775.67	-232,038.93
现金及现金等价物净增加额	-16,330.38	117,101.42	-221,941.76
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	6.18	-2.91	6.86
所有者权益收益率（%）	-10.69	-9.02	-2.71
EBITDA/营业总收入（%）	1.72	4.48	9.17
速动比率（X）	0.31	0.43	0.35
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.12	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	0.14	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	1.97	2.43	0.39
EBITDA 利息倍数（X）	0.33	0.54	1.41
总债务/EBITDA（X）	54.53	38.93	15.48
资产负债率（%）	72.13	71.31	71.20
总资本化比率（%）	65.92	66.18	65.99
长期资本化比率（%）	24.00	24.51	24.27

注：1、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；

2、将“长期应付款”中的“融资租赁款”计入长期债务。

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。