



信用等级通知书

信评委函字[2019]G314-X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拟发行的“凌源钢铁股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年七月十二日

凌源钢铁股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	凌源钢铁股份有限公司
发行规模	本次可转换公司债券的发行规模为不超过 4.40 亿元（含 4.40 亿元）。
债券期限	自本次可转换公司债券发行之日起 6 年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平由董事会按照股东大会授权根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
转股期限	自本可转换公司债券发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格	本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价；同时，转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
付息方式	本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转换公司债券发行首日。可转换公司债券持有人所获得利息收入的应付税项由可转换公司债券持有人负担。
资金用途	本次发行的募集资金扣除发行费用后将用于原料场改扩建工程项目和偿还公司债务。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“凌源钢铁股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA，该级别反映了本次债券的安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体凌源钢铁股份有限公司（以下简称“凌钢股份”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体凌钢股份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。中诚信证评肯定了公司品牌质量优势、区位竞争优势、业务规模持续增长及经营效益大幅改善等正面因素对公司信用水平的支持作用。同时，中诚信证评也关注到钢价波动对公司业务及盈利的影响、环保政策风险上升、债务规模较大且期限结构有待优化、担保规模较大存在一定或有负债风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 品牌质量优势。公司是全国冶金系统首批通过 ISO9001-2000 标准认证的企业之一，公司“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；“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；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国家重点工程，具有一定的品牌质量优势。
- 区位竞争优势。公司地处辽、冀、蒙三省交汇处，产品销售可覆盖华北、东北地区，同时东北、华北地区大型钢铁企业的钢材产品结构以板材为主，而公司产品以棒线材为主，弥补了辽宁省乃至东北地区棒线材产能小的缺口，形成了较强的产品差异化竞争优势。
- 业务规模持续增长。受益于收购股东凌源钢铁集团有限责任公司钢铁产能，公司铁、钢、材产能匹配度提升，钢材产量逐年增长，品种结

概况数据

凌钢股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	52.22	63.87	74.46	75.12
总资产(亿元)	153.99	147.71	159.95	155.80
总债务(亿元)	80.50	59.91	57.69	57.43
营业总收入(亿元)	144.63	179.88	207.77	51.55
营业毛利率(%)	7.45	14.76	12.70	6.22
EBITDA(亿元)	11.26	26.04	24.59	-
所有者权益收益率(%)	2.56	18.90	16.08	3.65*
资产负债率(%)	66.09	56.76	53.45	51.78
总债务/EBITDA(X)	7.15	2.30	2.35	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.76	9.41	11.44	-

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、带“*”号指标已经年化；
3、公司长期应付款中的融资租赁款，中诚信证评分析时将其调整至“长期债务”，并计算相关财务指标。

分析师

米五元 myymi@ccxr.com.cn

胡培 phu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年7月12日

构优化，同时钢价持续上涨，共同促进其业务规模的持续提升，2016~2018年公司分别实现营业收入144.63亿元、179.88亿元和207.77亿元。

- 盈利能力提升促进经营效益大幅改善。随着钢铁行业景气度的回升，钢价上涨促进公司盈利能力的增强，整体经营效益大幅改善，2016~2018年公司利润总额规模分别为2.27亿元、17.30亿元和16.43亿元。

关注

- 钢材与铁矿石价差缩小，近期公司盈利大幅下滑。受吨钢毛利较高驱动，钢铁产量的快速增长打破了原有的供需弱平衡状态，钢材价格面临一定的下行压力，同时铁矿石价格受淡水河谷溃坝事件及澳大利亚压缩产能影响大幅上涨，公司2019年一季度利润总额为1.01亿元，同比下滑70.40%。
- 环保风险加大。在当前环保政策不断趋严的背景下，国家环保政策的变化对公司正常稳定经营及经营合规性带来的不确定性增大，同时不断的环保投入亦将加大公司投资资金压力，中诚信证评对此予以持续关注。
- 债务规模较大，期限结构有待优化。截至2019年3月末，公司总债务规模为57.43亿元，其中短期债务规模为57.42亿元，债务规模较大，且集中于短期债务的债务期限结构有待改善。
- 对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。截至2018年末公司未清担保余额为35.60亿元，其中为子公司担保4.00亿元，为凌钢集团担保31.60亿元，整体担保规模较大，存在一定或有负债风险。

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、本次评级结果中的主体信用等级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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

凌源钢铁股份有限公司（以下简称“凌钢股份”或“公司”）成立于1994年5月4日，系由凌源钢铁公司（1997年改制为凌源钢铁集团有限责任公司，以下简称“凌钢集团”）作为独家发起人，以定向募集方式设立的股份公司。2000年4月4日，经中国证监会“发行字【2000】31号”文件批准，凌钢股份于2000年4月7日至13日，在上海证券交易所公开发行人民币普通股（A股）10,000万股。后经两次定向增发及多次资本公积转增股本，截至2019年3月末，公司总股本为27.71亿股，其中控股股东凌钢集团持股比例为34.57%，公司实际控制人为朝阳市国有资产监督管理委员会。

公司经营范围包括冶金产品生产、经营、开发；经营产品的进出口业务；黑色金属矿石开采；黑色金属矿石洗选及深加工；冶金机械制造及备件加工；冶金产品经营项目开发、设计、安装及管理；公路运输；铁矿石及铁精粉收购；住宿、餐饮服务；房地产开发、经营；建筑工程设计、施工；道路与土方工程施工；楼房拆迁；室内外装饰、装修；房屋租赁；物业管理；氧（压缩的液化的）、氮（压缩的液化的）、氩（压缩的液化的）、氢气批发。公司是集采矿、选矿、烧结、炼铁、炼钢及轧钢等为一体的钢铁企业，具有生铁505.7万吨、粗钢570.00万吨和钢材701.00万吨的年生产能力，主要产品包括热轧中宽带钢、螺纹钢、圆钢、线材和焊接钢管等。2016~2018年及2019年1~3月，公司分别生产钢材352.73万吨、503.21万吨、549.04万吨和142.72万吨，销售钢材481.90万吨、510.48万吨、545.45万吨和146.61万吨。

截至2018年末，公司总资产159.95亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.46亿元，资产负债率为53.45%；2018年公司实现营业总收入207.77亿元、净利润11.97亿元，产生经营活动净现金流17.31亿元。

截至2019年3月末，公司总资产155.80亿元，所有者权益（含少数股东权益）75.12亿元，资产负债率为51.78%；2019年1~3月公司实现营业总

收入51.55亿元、净利润0.69亿元，产生经营活动净现金流0.51亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

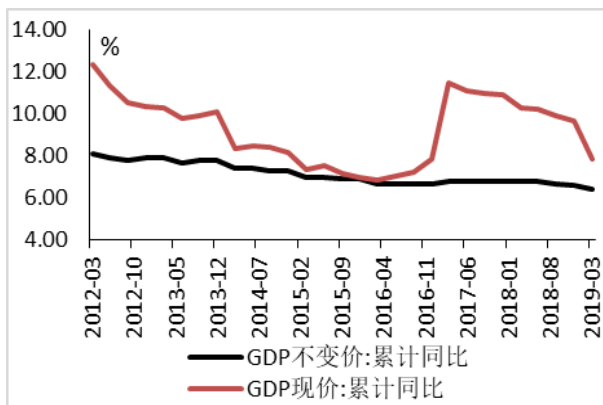
基本条款	
债券名称	凌源钢铁股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行规模	本次可转换公司债券的发行规模为不超过4.40亿元（含4.40亿元）。
债券期限	自本次可转换公司债券发行之日起6年
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平由董事会按照股东大会授权根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
转股期限	自本可转换公司债券发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格	本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日公司A股股票交易均价；同时，转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
付息方式	本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转换公司债券发行首日。可转换公司债券持有人所获得利息收入的应付税项由可转换公司债券持有人负担。
募集资金用途	本次发行的募集资金扣除发行费用后将用于原料场改扩建工程项目和偿还公司债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

宏观经济与政策环境

2019年一季度，在“稳增长”政策发力和一系列改革措施的提振下，中国经济成功抵御了多重下行风险的冲击，经济呈现缓中回稳的特征，GDP同比增长6.4%，与上年四季度持平，超出市场预期。综合来看，由于宏观调控的调整和改革力度的加大，2019年经济形势有可能会好于预期，呈现底部企稳运行态势。

图 1: 2012.3~2019.3 我国粗钢产量及增速情况



资料来源: 国家统计局

从 2019 年一季度经济运行数据来看, 多数宏观指标较去年四季度企稳或改善, 经济运行中积极因素增多。从需求角度来看, 建安投资支撑房地产投资保持高速增长, 基建投资持续回暖, 二者共同支撑投资企稳回升; 消费季度增速虽然显著弱于上年同期, 但在个税改革等因素的带动下当月同比增速逐月回升; 进出口同比回落, 但 3 月份出口回暖幅度超预期, 出口短期或仍有望保持较为温和地增长。从供给角度来看, 虽然受 1-2 月份表现疲弱拖累, 一季度工业增加值增长继续趋缓, 但 3 月大幅反弹或说明生产回暖势头已现, 同时服务业生产指数表明服务业出现企稳回升迹象。从金融数据来看, 随着宽信用效果的显现, 社融较上年同期明显回暖, 利率水平维持较低位运行, 企业融资成本回落。

虽然经济短期企稳, 但经济运行中结构性下行因素仍存。一方面, 当前投资反弹主要依靠房地产和基建投资拉动, 制造业投资和民间投资依然疲弱, 二者的提振仍需寄希望于减税降费效应的带动; 另一方面, 居民部门高杠杆的背景下, 消费能否持续回暖仍有待观察; 此外, 全球经济复苏走弱, 一季度贸易顺差显著扩大, “衰退型顺差”特征明显, 外部经济疲弱背景下出口回暖可持续性存疑。

在经济缓中回稳、结构分化同时, 宏观风险依然需要高度警惕。首先, 一季度政府一般公共财政支出与政府性基金支出增速“双升”、收入增速“双降”, 地方政府财政平衡压力加大, 2019 年地方政府财政恶化的风险较大; 其次, 经济底部运行背景下新增就业降幅较上年同期扩大, 就业压力加大和

就业质量恶化的风险依然存在; 再次, 在信用宽松的背景下, 股市上涨明显, 房地产市场出现回暖迹象, 资产价格上扬或将加大对货币政策的制约; 此外, 高技术产业增速低于上年同期, 新动能相关产业进入产业调整期可能带来新的风险。

随着经济的企稳, 宏观政策相机微调, 但基本延续稳增长、防风险的思路。4 月 17 日政治局会议认为一季度经济“总体平稳、好于预期、开局良好”, 重提结构性去杠杆, 4 月 22 日中央财经委员会第四次会议强调“强化宏观政策逆周期调节”, 政策总体延续了 2019 年政府工作报告提出的“平衡好稳增长与防风险的关系”的思路。但是, 随着经济下行压力的缓解, 宏观政策或将边际调整, 积极的财政政策继续加力提效, 货币政策进一步宽松的可能性减弱, 总体或将从前期的“宽货币、宽财政、宽信用”转向“结构宽货币、宽财政、稳信用”。值得一提的是, 中央财经委第四次会议提出货币政策要“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”, 后续在猪价上涨等因素推升 CPI 背景下, 货币政策取舍上对价格因素关注或将加大。

中诚信证评认为, 中国经济运行中所存在的问题与风险, 是长期因素和短期因素共同作用的结果, 风险的缓释也并非是一朝一夕所能实现的, 而是需要持之以恒的努力。当前中国经济缓中回稳, 市场预期改善, 将为深入推进改革开放赢得时间与空间, 而改革效果的持续显现有助于提升中国经济增长内生动能, 从而促进中国经济长远健康发展。

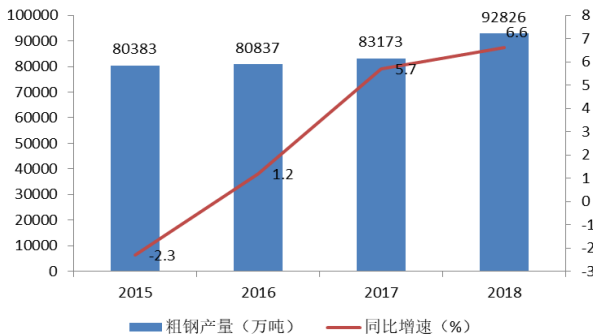
行业分析

钢铁

钢铁行业为典型的周期性行业, 发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。2015 年, 在宏观经济增速趋缓的态势下, 钢铁行业下游需求疲软, 寒冬加剧。2016 年, 钢铁行业深入推进供给侧改革, 大力化解过剩产能, 各项政策措施陆续出台, 市场出现积极变化。根据中钢协统计数据, 2016 年我国粗钢、生铁和钢材累计产量分别为 8.08 亿吨、7.01 亿吨和 11.38 亿吨, 分别较上年上涨 0.56%、1.35% 和 1.29%; 当年我国粗钢产量占全球粗钢产量的比重

约为 49.60%。2017 年，钢铁行业继上年走出低谷后，运行状况继续改善，发展态势稳中向好，2017 年我国粗钢产量 8.32 亿吨，同比增长 5.7%，达到历史最高水平。但考虑到大量“地条钢”产量未纳入统计范围之内，2017 年实际粗钢产量不会高于 2016 年水平。2018 年以来，粗钢产量延续上年增长趋势，全年粗钢产量为 9.28 亿吨，同比增长 6.6%。

图 2：2015~2018 年我国粗钢产量情况



资料来源：choice 及公开资料，中诚信证评整理

从下游需求看，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 年以来，在政策面的逐步宽松和刚性需求依然强劲的背景下，房地产市场逐步回暖，当年房企销售金额和销售面积均呈现上升态势；但另一方面，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势，房地产开发投资速度继续下降。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1,155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。2016 年，全国房屋新开工面积 166,928 万平方米，同比增长 8.10%，其中住宅新开工面积 115,911 万平方米，同比增长 8.70%；2016 年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增速回升至 6.90%。2017 年以来，房地产投资因楼市回暖持续增加，当年全国房地产开发投资 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.0%，增速基本与上年持平；同期全国商品房销售面积 16.94 亿平方米，同比增长 7.7%，商品房销售额 133,701 亿元，同比增长 13.7%，年末商品房待售面积为 5.89 亿平方米，较上年末减

少 1.06 亿平方米。2018 年，我国房地产开发投资为 120,264 亿元，同比增长 9.50%，房地产投资持续增长，然而在房地产行业在严厉调控及“住房不炒”的基本定位下，全国商品房销售面积增速由 2016 年的 22.50% 下滑至 2018 年的 1.30%。在国家对房地产行业未有方向性改变的情况下，房地产投资或将趋向谨慎。下游汽车行业方面，据中国汽车工业协会统计，2015 年我国汽车产销分别完成 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，比上年分别增长 3.3% 和 4.7%，总体呈现平稳增长态势，产销增速比上年分别下降 4 个百分点和 2.2 个百分点。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%，增速分别高于上年同期 11.21 个百分点和 8.79 个百分点，呈现较快增长。2017 年小排量汽车购置税减半政策变更，汽车产销量增速回落，全年共产销 2,901.54 万辆和 2,887.89 万辆汽车，同比增长 3.19% 和 3.04%，增速较上年大幅下滑。2018 年，我国汽车产销量分别为 2,780.92 万辆和 2,808.06 万辆，同比分别下降 4.16% 和 2.76%，总体表现开始低于年初预期。近年来，全球造船业持续低迷，我国造船业形势较为严峻，呈现出造船完工量大幅波动，而手持订单持续下降的局面。2016~2018 年，我国造船完工量分别为 3,530 万载重吨、4,268 万载重吨和 3,458 万载重吨，同比分别增长 -15.6%、20.9% 和 -14.0%；同期末，手持订单量分别为 9,961 万载重吨、8,723 万载重吨和 8,931 万载重吨，同比分别增长 -19.0%、-12.4% 和 2.4%。整体看来，2016 年以来房地产市场投资的回暖以及汽车消费量的增加拉动了上游钢铁需求的增加，但目前我国处于经济转型期，经济增速有所放缓，同时房地产行业受政策调控影响大，面临一定不确定性，且目前造船业仍深度低迷，钢铁行业下游需求未有明显改善，中诚信证评将对钢材市场需求回暖的持续性保持关注。

从供给层面看，由于钢铁行业进入寒冬导致部分钢厂被迫停产，2016 年初社会钢材库存量降至近年最低点，短期内出现供需错配情况；钢铁行业去产能政策的推进也为整个行业转型脱困提供了较

好的外部环境，2016 年全行业去产能目标为 4,500 万吨，2016 年 1~12 月全国已累计压减粗钢产能 6,500 万吨，远超全年任务量。但是目前产能淘汰主要集中于落后、无效产能，随着钢企利润的阶段性回暖，部分已停产企业恢复生产导致中国钢铁产量尚未明显下降，反而出现了产能下降产量增长的情况。2017 年《政府工作报告》提出要扎实有效去产能，再压减钢铁产能 5,000 万吨左右。同时 2017 年环保部发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》和《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》等，要求京津冀大气污染传输通道上的 26 个城市外加北京和天津 2 个直辖市的政府对相关行业企业实施环保整治措施。部分省市地方政府对钢铁、建筑、建材和焦炭等行业实行采暖季限产、错峰生产或停产等政策。2018 年 3 月，政府工作报告提出 2018 年钢铁行业需要再压减钢铁产能 3,000 万吨左右，并推动钢铁等行业超低排放改造。在落后产能淘汰退出市场、去产能及限产等政策引起的钢市供给紧张情绪和钢材价格震荡上行的影响下，各大钢厂提高产能利用率，致使当期全国钢铁产量同比增加。整体来看，供给侧改革快速推进，在日益严峻的去产能和环保限产政策驱动下，产品附加值低、效益低下、环保不达标、区域结构不合理等综合竞争力相对较低的钢企仍面临较大的经营压力，而高附加值、高效益、环保达标的大型钢企将迎来机遇。

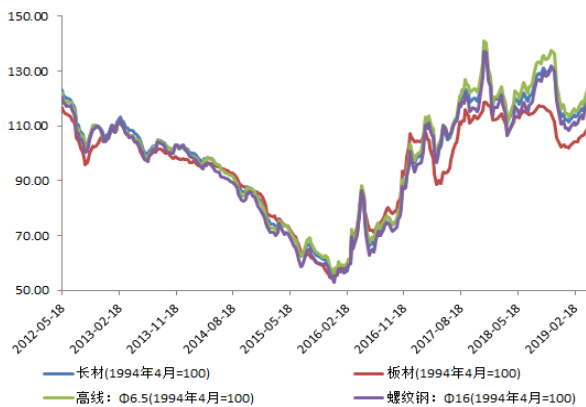
出口方面，受国内钢材价格回升和国际贸易保护主义的影响，2016 年钢材出口量首次出现下滑。根据中国海关总署的统计数据，2016 年我国钢材出口 10,843 万吨，同比下降 3.53%；进口 1,321 万吨，同比增长 3.36%；全年粗钢净出口量 9,522 万吨，较上年下降 4.42%；全年钢材出口金额为 544.72 亿美元，同比下降 13.30%，贸易条件有所恶化。另外，2016 年我国钢铁出口产品遭遇来自 20 个国家和地区发起的 48 起贸易救济调查，其中反倾销案件 32 起，反补贴案件 9 起，保障措施案件 7 起，贸易摩擦数量和上年相比明显提升。2017 年以来，国内钢铁市场继续回暖、钢价保持高位运行，加之外部竞争环境没有明显改善，加拿大、印度、美国等国家

频频对我国钢铁产品发起贸易救济调查，综合影响下，我国钢材出口延续低迷态势，2017~2018 年我国出口钢材 7,543 万吨和 6,933.6 万吨，分别同比下降 30.5% 和 8.1%。随着一带一路政策的推进，中国对东南亚等国的出口有望进一步加强，但整体贸易环境尚未改善，出口形势有待持续关注。

钢材价格方面，2016 年以来，受到宏观经济政策、供给侧改革及短期钢材社会库存量较低等多因素刺激，钢材需求阶段性回暖，短期内出现供需错配情况，钢材价格大幅反弹，以螺纹钢为例，年末国内均价已由年初的 1,996 元/吨涨至 3,315 元/吨，涨幅超过 60%；Myspic 钢材综合价格指数升至 127.70 点，同比增长 74.86%。2017 年以来钢材价格处于高位震荡，短期内受“地条钢”出清以及冬季限产政策等因素影响，钢材价格快速上涨，截至 2017 年 12 月末，Myspic 综合钢价指数为 158.42 点，较年初上涨 23.99%；2018 年钢材价格高位运行，全年钢材综合价格指数平均为 115.8 点，同比增长 7.6%。分阶段来看，2018 年上半年，钢材价格指数基本稳定在 110~120 点之间，7~10 月钢材价格持续上涨；受环保限产不及预期及季节性用钢需求下降等因素影响，钢材价格自 11 月份开始快速下跌，截至 12 月底钢材综合价格指数跌至 107.1 点，较年内最高点下降 13%。

从近期来看，2019 年 1~2 月钢铁产量快速增长，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 1.27 亿吨、1.50 亿吨和 1.71 亿吨，同比分别增长 9.8%、9.2% 和 10.7%。价格方面，在下游需求季节性减少及钢材产量增长的影响下，钢材价格呈下降态势。根据中钢协数据，截至 2019 年 2 月末，国内钢材综合价格指数为 107.68 点，同比下降 7.55 点，降幅 6.55%。其中，长材价格指数为 113.4 点，同比下降 7 点，降幅 5.81%；板材价格指数为 104 点，同比下降 8.6 点，降幅 7.64%。同时，中诚信证评关注到，目前房地产行业投资趋向谨慎，国内钢铁需求量将呈稳中有降的态势，但在较高吨钢毛利的带动下，国内钢企生产动力较强，钢铁产量的快速增长将打破原有的供需弱平衡状态，钢材价格将面临一定的下行压力。

图 3：2012 年以来国内主要钢材价格指数走势情况



资料来源: choice, 中诚信证评整理

2017 年以来, 钢铁行业运行环境显著改善, 钢材价格高位波动, 业内企业经营效益明显好转, 根据工信部统计数据, 2017 年我国黑色金属冶炼和压延加工业主营业务收入 6.74 万亿元, 同比增长 22.4%, 实现利润 3,419 亿元, 较上年同期增加 2,189 亿元, 同比增长 177.8%。2017 年, 中国钢铁工业协会统计的重点大中型企业累计实现销售收入 3.69 万亿元, 同比增长 34.1%, 实现利润 1,773 亿元, 同比增长 613.6%; 2018 年前三季度, 重点大中型钢铁企业主营业务收入 3.06 万亿元, 同比增长 14.5%; 实现利润 2,300 亿元, 同比增长 86%。钢铁行业供给侧改革初显成效及钢铁行业下游需求量增加影响, 钢铁价格阶段性回暖, 钢企盈利能力向好; 但在我国宏观经济增速放缓的背景下, 短期内市场供大于求的矛盾仍然突出, 钢企盈利好转的持续性有待观察。

中诚信证评认为, 受短期钢材社会库存量较低以及钢铁行业下游需求量增加影响, 钢铁价格阶段性回暖, 部分钢企实现大幅减亏或扭亏。但在宏观经济增速放缓的环境下, 目前市场供大于求的矛盾仍然突出, 钢材需求的阶段性回暖对钢材价格反弹的支撑有限, 短期内钢材价格仍将在底部波动; 长期看, 供给侧改革的效果体现将有望带动钢材价格有所上涨。

铁矿石

中国钢铁产能巨大, 但受国内铁矿资源品位不高、产能供应不足等因素影响, 近年铁矿石进口量保持较快增长, 对外依存度一直维持高位。2016 年我国铁矿砂及其精矿进口量为 10.24 亿吨, 同比增

长 7.45%。2017 年, 我国铁矿石进口同比增长 5.0% 至 10.75 亿吨, 进口矿供给进一步增加。2018 年中国铁矿石进口量为 10.64 亿吨, 较 2017 年小幅下降 0.95%, 系 2010 年以来的首次下降。国内铁矿石资源相对匮乏, 且进口矿在价格方面优势较大, 虽然 2018 年我国铁矿石进口量小幅下降, 但预计短期内铁矿石对外依存度较高的情况仍将保持。

价格方面, 2016 年上半年, 随着钢材价格波动, 铁矿石价格亦呈先升后降态势, 7 月以来, 随着焦煤焦炭价格强势上行, 国内钢厂为控制成本, 增加中高品位进口粉矿用量, 推动了铁矿石价格走强。截至 2016 年末, 国内进口铁矿石 (61.5%, 澳大利亚 PB 粉-天津港) 车板价由年初的 365 元/吨上涨至 665 元/吨。2017 年以来, 受钢铁行业景气度较高, 钢厂复产动力较强影响, 铁矿石价格呈现波动上升态势, 但受冬季限产影响, 铁矿石库存增加, 价格有所下降, 截至 2017 年末, 进口铁矿石 (61.5%, 澳大利亚 PB 粉-天津港) 车板价由年初的 660 元/吨小幅下降至 540 元/吨; 2018 年前三季度, 铁矿石价格增幅较为平稳, 9 月末国内进口铁矿石 (63.5%印度矿粉 (日照港)) 价格为 474 元/吨, 较年初小幅上涨 6.52%。第四季度, 受国外矿山供应量不及预期及年末钢厂补库存影响, 铁矿石价格出现大幅上升, 2018 年 12 月 29 日进口铁矿石 (63.5%印度矿粉 (日照港)) 价格升至 515.00 元/吨; 2019 年 1 月, 世界最大铁矿石矿山公司淡水河谷发生矿难事故, 受此影响, 近期铁矿石价格持续走高, 对钢铁企业盈利水平带来一定负面影响。从国内铁矿石价格来看, 随着进口矿价格的低位运行, 国产铁矿石价格也基本呈低位振荡趋势, 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, 且近年来出现国内铁矿石价格高于国际铁矿石价格的“倒挂”情况。中诚信证评认为, 虽然国际矿价持续低位有利于钢铁企业缓解成本压力, 但会对国内矿石生产企业造成一定经营压力。

图 4：2017 年以来国内外铁精粉价格走势



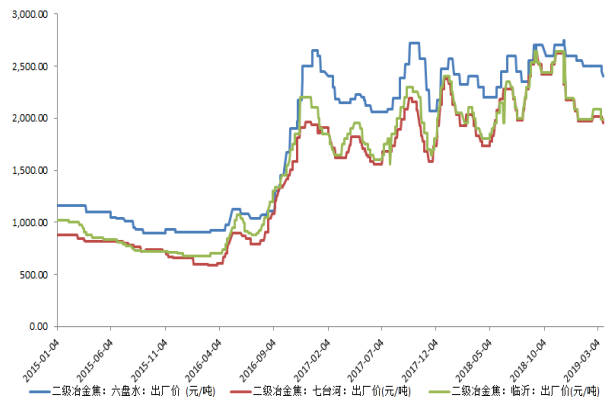
资料来源: choice, 中诚信证评整理

焦炭

焦炭是煤焦化行业的主要产品，国内 85% 以上的焦炭用于钢铁生产。作为钢材生产所需的主要原燃料之一，吨钢材成本中焦炭所占比重为 15~20%。近年来，受煤炭产能过剩影响，焦炭价格低位持续了较长时间，在一定程度上缓解了钢铁冶炼企业的成本压力。但 2016 年二季度以来，276 天生产的规定令煤炭供给日益趋紧，煤炭行业加快去产能节奏，严格落实供给侧改革令产量大幅下降。受此影响，焦炭价格持续大幅上涨，截至 2016 年末，国内二级冶金焦价格约 2,000 元/吨；Mysteel 焦炭价格综合指数由年初的 626.96 增长至 1,982.9，均较年初大幅上涨。2017 年一季度，受钢厂焦炭库存量偏高影响，焦炭价格有所下滑；3 月随着环保限产措施的不断发酵，国内钢铁企业高炉开工率居高不下，对焦炭需求处于旺盛状态，焦炭价格开始止跌回升，9 月末国内二级冶金焦价格平均约为 2,200 元/吨；随着雾霾季的到来，环保限产加剧，钢厂和焦企开工受限，焦炭价格开始回落；但进入 12 月，在钢厂以及贸易商补货需求以及焦厂库存消耗共同推动下，焦炭价格回升，截至 12 月 28 日国内焦炭二级冶金焦现货整体价格为 2,266.25 元/吨。进入 2018 年，焦炭价格持续下跌，直至 5 月份有所反弹，后维持波动上涨状态，截至 12 月末，晋城二级冶金焦出厂价为 2,100 元/吨，整体仍延续上年高位波动趋势。短期内受钢材市场景气度回暖以及煤炭行业供给侧改革影响，焦炭价格或将保持较高水平。焦炭价格的快速上涨对钢铁企业的生产及盈利能力带来一定负面影响，中诚信证评将对此保持关

注。

图 5：近年中国主要焦炭价格走势情况



资料来源: choice, 中诚信证评整理

总体来看，2018 年铁矿石和焦炭价格均震荡上行，对钢铁企业的盈利改善产生一定负面影响，中诚信证评将持续关注主要原材料价格上涨对钢铁企业盈利的影响。

行业关注

政府加大淘汰落后产能力度，推进产业结构升级

为改变国内钢铁行业面临的低端落后产能过剩、行业集中度较低的局面，相关部门陆续出台了一系列政策和措施。2015 年 11 月 10 日，中央财经领导小组会议上，身为组长的习近平总书记指出：“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革”。供给侧改革大幕正式拉开，相关政策落实逐步出台。为进一步促进落后产能淘汰，加速产业升级，助力钢铁行业脱困，《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称“《脱困意见》”）已于 2016 年 2 月 4 日正式出台。《脱困意见》的主要目标要求建立市场化调节产能的长效机制，促进钢铁行业结构优化、脱困升级、提质增效，《脱困意见》明确规定，在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿~1.5 亿吨，同时，对于如何化解过剩钢铁产能，给出了清晰的 3 条路径：一是依法依规退出。严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策，达不到标准要求的钢铁产能要依法依规退出。二是引导主动退出。完善激励政策，鼓励企业通过主动压减、兼并重组、转型转产、搬迁改造、国际产能合作等途径，

退出部分钢铁产能。三是拆除相应设备。2016年10月，工信部出台的《钢铁工业调整升级规划（2016-2020年）》明确钢铁行业未来五年发展方向：到2020年，钢铁工业供给侧结构性改革取得重大进展，实现全行业根本性脱困。2017年是供给侧结构性改革的攻坚之年。2017年3月，政府工作报告提出，2017年钢铁行业需要再压减钢铁产能5,000万吨左右。此外，2017年以来国家各部委将取缔“地条钢”的行动列为钢铁行业供给侧结构性改革的重中之重，坚决依法彻底取缔“地条钢”违法违规产能，确保2017年6月底前将其全面取缔，规范钢铁行业生产经营秩序。根据我国工信部公开数据，2017年已超额完成5,000万吨化解钢铁过剩产能目标任务，并清除1.4亿吨地条钢，我国用两年时间化解钢铁过剩产能的目标已完成1亿吨，进入5年目标区间。2018年系供给侧结构性改革深化之年，3月份政府工作报告提出钢铁行业再压减钢铁产能3,000万吨左右，加大“僵尸企业”破产清算和重整力度，做好职工安置和债务处置。2018年钢铁行业完成了去产能任务，并提前2年完成1.5亿吨去产能上限目标。

整体而言，近年国家针对钢铁行业产能严重过剩的情况，密集出台相关产业政策，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，但产能退出是长期过程，目前我国钢铁行业产能利用率仍有待提高，短期内难以改善钢铁行业供求状况。

环保限产政策持续加码，京津冀及周边地区内钢铁企业面临的政策风险加大

环保限产方面，2017年3月，环保部会同其他部委及六省（直辖市）联合发布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，要求京津冀大气污染传输通道城市包括河北、山西、山东和河南等省内26个城市和北京及天津2个直辖市多措并举强化冬季大气污染防治，全面降低区域污染排放负荷。上述工作方案指出要实施工业企业采暖季错峰生产，重点城市加大钢铁企业限产力度，石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产50%。8月，环保部再次发布《京津冀及周

边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求9月底前涉及的地方政府发布更为具体的行动方案。2018年2月唐山市发布《唐山市钢铁行业2018年非采暖季错峰生产方案》（征求意见稿），该文件要求对全市钢铁企业实施非采暖季精准化、差异化错峰生产，执行时间为3月16日至11月14日，共244天，各钢铁企业限产比例在10%~15%，全市限产总量为987.5万吨。2018年2月25日，河北邯郸市大气污染防治工作领导小组办公室印发《关于3月份大气污染防治冲刺攻坚的实施意见》，为3月份完成秋冬季考核目标提出一系列举措，时间将从2月26日持续至3月31日。2018年2月26日-3月31日，邯郸市18家钢铁企业产能严格限产50%（以高炉计）。同时，《邯郸市人民政府关于2018年二三季度重点行业大气污染防治强化管控措施》（征求意见稿）规定二三季度邯郸存在“未达到超低排放限值”等五大问题之一的钢铁企业限产20%。此外2018年2月河南省率先发布《关于印发河南省2018年大气污染防治攻坚战实施方案的通知》，该文件明确自2018年10月1日起，河南铁合金、焦化和钢铁企业的炼铁、炼钢、轧钢工序全面执行国家大气污染物特别排放限值规定；2018年采暖季对全省钢铁企业实施限产30%以上（含轮产）。

排放标准方面，2018年6月11日，生态环境部全面启动蓝天保卫战重点区域强化督查活动，重点对京津冀及周边“2+26”城市、汾渭平原11城市以及长三角地区等重点区域持续开展大气污染防治强化工作，对于大气污染严重、重污染天气频发、环境质量改善不到位的城市，将适时开展中央环保专项督察，实行量化问责，活动将持续至2019年4月28日。2018年6月27日国务院正式印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，明确提出严控“两高”行业产能，加快落后产能淘汰和过剩产能压减力度，严防“地条钢”死灰复燃等工作要求。2019年4月生态环境部发布的《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》（环大气【2019】35号）明确，新建（含搬迁）钢铁项目原则上要达到超低排放水平。推动现有钢铁企业超低排放改造，到2020年底前，

重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。本意见中明确了钢铁企业超低排放指标要求。有组织排放控制指标：烧结机机头、球团焙烧烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值分别不高于 10、35、50 毫克/立方米；其他主要污染源颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值原则上分别不高于 10、50、200 毫克/立方米，达到超低排放的钢铁企业每月至少 95% 以上时段小时均值排放浓度满足上述要求。无组织排放控制措施：全面加强物料储存、输送及生产工艺过程无组织排放控制，在保障生产安全的前提下，采取密闭、封闭等有效措施，有效提高废气收集率，产尘点及车间不得有可见烟粉尘外逸。上述指标比之前的特别排放限值相比再一次加严，是我国史上最严格排放标准。日益严峻的环保政策使得钢铁企业运营成本提高，运营压力有所增加，但环保政策高压下，钢铁行业供给量及供给结构有望得到调整，并将助力于行业供给侧改革的较好实现。

综上，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；钢铁企业盈利能力有所好转，但持续性有待关注。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，政策的具体落实与执行仍是改革重点。

竞争实力

品牌质量优势

公司是全国冶金系统首批通过 ISO9001-2000 标准认证的企业之一，并通过了 IATF16949 汽车质量管理体系认证。公司产品热轧带肋钢筋是国家第一批通过抗震钢筋生产许可证产品，“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、港珠澳大桥、青藏铁路、中国大剧院、奥运场馆、首都机场、沈阳桃仙机场、深圳国际机场、北京西客站、西昌卫星发射中心、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、三峡水利工程、嫩江尼尔基水利枢纽、黄河小浪底水利枢纽、大庆油田、辽河油田、西气东输、南水北调、迪拜塔、抚-鞍线输油管线、亚投行总部建设、尼日利亚拉伊铁路等，已成为国家重点工程的首选，并出口东南亚、中东、美洲、非洲等 30 多个国家和地区，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。

总的来看，公司产品具有一定的品牌质量优势。

区位优势丰富，市场优势明显

公司地处辽宁、河北、内蒙古三省交汇的凌源市，北距辽宁沈阳 360 公里左右，南达北京约 370 公里，距锦州港 200 公里，距秦皇岛港 280 公里，距内蒙古的赤峰市不足 200 公里，处于京沈两大都市群，是连接东北与华北、沟通内蒙古东部乃至蒙古国与沿海港口的交通要道。相对优越的地理位置使得公司在资源保障、钢材销售等方面均占有一定优势。

从区域竞争格局看，中国东北、华北地区大型钢铁企业的钢材产品结构以板材为主，而公司产品以棒线材为主，弥补了辽宁省乃至东北地区棒线材产能小的缺口，形成了产品差异化的优势，为公司综合竞争力的发挥提供了良好的市场环境。未来随着中国工业化、城镇化进程的持续推进，高速铁路、城际铁路及核电项目投资力度的加大，建筑用钢仍将在中国钢材消费结构中占有非常重要的地位。同时，高质量、高性能建筑用钢的需求有望在未来几年不断提高，这将为公司生产的优质螺纹钢提供广阔的市场前景。

注重技术创新，技术研发实力不断提升

公司注重技术创新，近年来先后获得省级优秀新产品奖 5 项，完成省级新产品和市科技进步奖 3

项，并通过国际 ISO10144 标准和汽车钢质量管理体系（IATF16949）认证。

通过技术创新，公司实现了每条轧钢生产线都具有代表性的新产品，品种钢体系在原有的管线钢、低合金高强度钢、中高碳钢（含中高碳优钢、合金结构钢、弹簧钢等）中宽带，抗震钢筋、预应力用盘条等棒线材，优碳圆钢，管坯钢等中型材六大系列中进一步拓展了种类牌号和生产规格，市场适用范围更加广阔；中宽热带品种钢研发始终保持在国内同类企业的前列，中宽热带产线实现 X60 以下级别管线钢品种全覆盖，低合金高强度钢质量等级已拓展至 D、E 级；形成了以管线钢、低合金高强度钢、合金结构钢、优质碳素结构钢为主的四大系列中宽热带品种，并新开发了 BY-40B 钢种；棒线材产线根据铁路标准《TBT3432-2016 高速铁路预制后张法预应力混凝土简支梁》开发了专用螺纹钢 HRB400E-TB、HRB400-TB，及供中老铁路专用出口钢 HRB400ECr；优特钢开发了 9SiCr-XG、30CrMnTi、50#、Q345C、65Mn、ML40Cr、S45C-Ti、40-HLD、60Si2MnA 等新钢种。

得益于持续的新产品开发，公司各系列钢种进一步增加，为公司进一步拓展国际、国内市场，提高产品市场竞争力打下了坚实的基础。

业务运营

公司是集采矿、选矿、烧结、炼铁、炼钢及轧钢等为一体的钢铁企业，主要产品包括热轧中宽带钢、螺纹钢、圆钢、线材和焊接钢管等。2016 年末，公司收购了控股股东凌钢集团的全部钢铁产能：2 座 120 吨转炉和 1 座 2,300 立方米高炉，生铁产能由 345.00 万吨提升至 505.70 万吨（按工信部公布的“产能换算表”计算，下同），粗钢产能由 360.00 万吨上升至 570.00 万吨，同比分别提升 46.58% 和 58.33%。除生铁和粗钢产能因收购凌钢集团的钢铁产能而发生变化外，2016 年以来公司轧钢产能未发生变化。截至 2019 年 3 月末，公司具有生铁 505.7 万吨/年、粗钢 570.00 万吨/年和钢材 701.00 万吨/年的生产能力。公司轧钢产能大幅高于粗钢产能，2016 年末收购凌钢集团钢铁产能前，公司为凌钢集团提供钢材轧制加工服务，由凌钢集团提供钢坯及

产品规模型号，公司负责轧制，凌钢集团将加工后的钢材销售给公司，再由公司统一对外销售。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别生产钢材 352.73 万吨、503.21 万吨、549.04 万吨和 142.72 万吨，销售钢材 481.90 万吨（含为凌钢集团加工，而后凌钢集团销售给公司的部分钢材）、510.48 万吨、545.45 万吨和 146.61 万吨，实现营业收入 144.63 亿元、179.88 亿元、207.77 亿元和 51.55 亿元。

生产

公司钢铁生产涉及烧结、炼铁、炼钢及轧钢等全部工艺流程，拥有相对完善的工艺装备及配套设施，是首批通过国家工信部《钢铁行业规范条件》审核的 45 家钢铁企业之一，所有钢铁生产设施已全部通过了工业和信息化部钢铁企业规范准入审查。公司现有高炉 5 座，其中 450 立方米高炉 2 座，1,000 立方米高炉 2 座，2,300 立方米高炉 1 座，生铁产能为 505.70 万吨，高炉容积均超过国家限定的 400 立方米的淘汰标准；转炉 6 座，其中 35 吨转炉 3 座，120 吨转炉 3 座，粗钢产能为 570.00 万吨，转炉容积也均超过国家限定的 30 吨的淘汰标准。但中诚信证评也关注到，随着供给侧改革的持续推进，工信部不断提升钢铁企业工艺装备要求，公司现有 3 座 35 吨转炉或将面临升级改造或产能置换压力。

表 2：2016~2018 年公司生铁、粗钢、钢材产能情况

产品	单位：万吨		
	2016 年	2017 年	2018 年
生铁	345.00	505.70	505.70
粗钢	360.00	570.00	570.00
钢材	741.00	701.00	701.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司现有钢材产能 701.00 万吨，其中棒材轧机 5 套，产能为 453.00 万吨；带钢轧机 1 套，产能为 140.00 万吨；线材轧机 1 套，产能 60.00 万吨；钢管轧机 1 套，产能为 48.00 万吨。公司中宽热带机组是国内第一条中宽热带生产线，产线工艺装备达到国内同类机组一流水平。公司钢材产品主要为棒材、中宽热带、高速线材、焊接钢管等，除普通碳钢产品外，另还形成了管线钢、低合金结构钢、优质碳素结构钢、工模具钢、合金结构钢及弹簧钢等

系列品种，与其他竞争对手相比，产品具有多规格、小批量优点，能够满足不同用户的个性化需求。此外，随着 2016 年末公司收购凌钢集团的两座 120 吨转炉和 2,300 立方米高炉资产，获得了生产优特钢的关键设备，为公司转型升级，发力优特钢奠定了基础。2017 年和 2018 年，公司分别生产优特钢 130.81 万吨和 193.60 万吨。

表 3：公司主要设备及产能情况

单位：万吨

设备类别	主要设备	产品种类	产能
炼铁	450 立方米高炉 2 座、 1,000 立方米高炉 2 座、 2,300 立方米高炉 1 座。	铁水	505.70
炼钢	35 吨转炉 3 座、120 吨 转炉 3 座。	粗钢	570.00
		棒材	453.00
		带钢	140.00
轧钢	棒材轧机 5 套、中宽带转 机 1 套、高线轧机 1 套、 钢管轧机 1 套。	线材	60.00
		钢管	48.00
		小计	701.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从产能匹配程度上看，公司的轧钢产能高于炼铁、炼钢产能。富余的轧钢产能有助于公司在充分利用铁、钢产能的同时，及时调整高盈利产品的产量，增加了公司对市场的反应效率。从产能利用率来看，收购凌钢集团钢铁产能前，公司炼铁、炼钢和轧钢产能的匹配程度相对更低，公司部分轧钢设备为凌钢集团进行加工服务，当年钢材产能综合释放率仅为 49.52%。2016 年末公司收购凌钢集团的钢铁产能，随着钢铁行业景气度持续回暖，2017 年以来公司钢材产能释放率不断提升，2017 年和 2018 年分别为 71.32% 和 78.32%。2019 年一季度，公司共生产钢铁 142.72 万吨，年化后的钢材产能利用率为 81.44%。

表 4：公司主要产品产量及产能利用率情况

单位：万吨、%

产量	2016 年	2017 年	2018 年
棒材	187.46	325.16	369.59
带钢	103.94	116.50	116.41
线材	48.67	51.94	56.40
钢管	7.08	6.28	6.61
合计	347.16	499.88	549.01
产能利用率	2016 年	2017 年	2018 年
棒材	41.38	71.78	81.59
带钢	74.24	83.22	83.15
线材	81.12	86.56	93.99
钢管	14.75	13.09	13.78
综合	49.52	71.31	78.32

注：各分项加总数与合计数尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司注重管理效率的提升，在多年管理经验的基础上，不断深化对标挖潜和降本增效工作。公司铁前系统以高炉为中心，通过抓优化配矿、优化物流等措施深化挖潜，全力为高炉顺行创造条件，实现了高炉稳定、高产及低耗运行；铁后系统以“效益产线产量最大化、效益品种产量最大化”为目标，积极开展产线优化及品种结构优化，取得了显著效果，近年主要生产技术指标的逐年提升。

表 5：公司主要生产技术指标

	2016 年	2017 年	2018 年
高炉利用系数 t/(m ³ .d)	2.739	2.748	2.804
转炉利用系数 t/(t.d)	28.714	29.767	32.581
综合成材率 (%)	99.475	99.318	99.365
入炉焦比 (kg/t)	392.338	396.686	399.255
喷煤比 (kg/t)	146.516	138.849	133.819

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

安全环保

安全管理方面，公司通过了环境管理体系认证和职业健康安全管理体系认证，始终坚持“安全第一，预防为主，综合治理”安全生产方针及“安全为天、生命至上”安全理念，细化和完善安全管理体系，深入开展安全生产标准化和职业健康安全管理体系建设，强化动态管控和专业安全管理，细化隐患排查及专项治理，突出重大及重要危险源管控。同时，公司通过开展“双安全月”、“百日安全无事故”等活动，推进自主安全管理，职工的安全素养和设

备本质安全化水平不断提升，近年公司未发生重大安全事故。

节能环保方面，公司秉承“黑色冶金、绿色制造”的节能环保理念，坚持把提高能源利用效率作为企业提升竞争力的重要手段，把环保达标治理作为企业的生命线工程，以建设一流资源节约型、环境友好型企业为目标，按照国家产业政策和超低排放标准实施路线图，分步有序实施超低排放改造。公司污水处理工程被评为国家重点环境实用技术示范工程，以公司为核心的凌钢集团在 2018 年先后被评为省级和国家级“绿色工厂”。2018 年，吨钢烟粉尘排放量 0.51 千克，吨钢二氧化硫排放量 0.44 千克，吨钢耗新水 1.49 吨，在冶金行业率先实现烧结、球团烟气全脱硫、废水零排放。此外，为满足国家产业政策、行业超低排放标准、安全生产和智能制造要求，2019 年公司将计划投资 10.00 亿元用于 90 平方米烧结机改扩建工程和原料场改扩建工程等项目；同时，未来几年，公司将部分装备进行超低排放改造和装备升级，预计资金需求在 20 亿元以上，较大规模的投资使得公司面临一定的资本支出压力。在当前环保政策不断趋严的背景下，国家环保政策的变化对公司正常稳定经营及经营合规性带来的不确定性增大，同时不断的环保投入亦将加大公司投资资金压力，中诚信证评对此予以持续关注。

原料供应

公司钢材生产的主要原材料包括铁矿石、喷吹煤及焦炭等。焦炭方面，凌钢集团具有 65 万吨焦化产能，所产焦炭均销售给公司，焦炭缺口再自市场采购；煤炭方面，公司与周边煤矿及国内大型煤矿建立了良好的合作关系，煤炭供应稳定。总的来说，公司原材料需求供应稳定，为其经营和生产的稳定性提供了可靠保障。

铁矿石方面，公司及凌钢集团拥有一定规模的矿山资源，同时公司周边矿山资源丰富，加之与国外矿山的长协保障，能较好保障公司生产铁矿石需求。公司全资子公司凌钢股份北票保国铁矿有限公司（以下简称“保国铁矿”）拥有铁蛋山、黑山、边家沟三座矿山。截至 2018 年末，铁蛋山矿区探明

储量为 3,271.63 万吨，可采储量为 1,188.14 万吨，矿石品位为 30.57%，原矿设计产能为 100.00 万吨/年；黑山矿区探明储量为 1,983.42 万吨，可采储量为 811.08 万吨，矿石品位为 29.92%，原矿设计产能为 80.00 万吨/年；边家沟矿区探明储量为 1,423.77 万吨，可采储量为 512.79 万吨，矿石品位为 29.78%，原矿设计产能为 70.00 万吨/年。2016~2018 年，保国铁矿分别生产铁精矿 62.85 万吨、75.67 万吨和 53.08 万吨，铁精矿产量波动幅度较大，主要系自有矿山开采不具有成本优势，公司一般根据市场铁矿石供应的紧张程度适度安排自有矿山的开采。

表 6：2018 年末公司自有矿山情况

矿石	探明储量	保有储量	可采储量	单位：万吨、%	
				品位	原矿设计产能
铁蛋山	3,271.63	1,485.17	1,188.14	30.57	100
黑山	1,983.42	1,266.13	811.08	29.92	80
边家沟	1,423.77	940.57	512.79	29.78	70
合计	6,678.82	3,691.87	2,512.01	30.21	250

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

铁矿石外购方面，2016~2018 年，公司国内铁矿石采购量分别为 361.28 万吨、313.62 万吨和 314.19 万吨，国内采购矿石主要来自辽宁省凌源市周边的矿山和凌钢集团，其中自凌钢集团（拥有红山矿业、永山矿业、建平磷铁矿业和怡山矿业四座矿山，截至 2018 年末可开采储量共计 11,153 万吨，产能为 568 万吨）采购量分别为 91.25 万吨、205.85 万吨和 193.74 万吨，按市场价进行结算；2016~2018 年公司铁矿石进口量分别为 256.83 万吨、331.15 万吨和 383.09 万吨。采购合作模式方面，公司与国外铁矿石供应商一般签订中长期合作协议以确保铁矿石的长期稳定供应及相对优惠的价格，国内则通过签订中短期合同的方式进行采购。结算方面，进口铁矿石需预付全部货款；国内矿采用货到后付款，按月进行结算。

表 7：公司主要原材料采购情况

单位：万吨、亿元、元/吨

主要原材料	2016 年			2017 年			2018 年		
	供应量	金额	单价	供应量	金额	单价	供应量	金额	单价
铁矿石：	679.94	340,538.25	500.84	716.33	398,746.53	556.65	751.09	440,416.97	586.37
自供	61.83	30,834.61	498.72	71.57	44,309.30	619.15	53.81	34,568.60	642.38
国内采购	361.28	189,890.66	525.60	313.62	179,826.40	573.40	314.19	198,589.50	632.08
国外进口	256.83	119,812.98	466.51	331.15	174,610.83	527.28	383.09	207,258.87	541.02
焦炭	140.00	137,247.60	980.34	241.13	439,329.21	1,821.96	244.71	530,531.28	2,168.00
煤炭	84.00	44,082.36	524.79	96.86	68,004.44	702.09	84.15	66,072.79	785.18

资料来源：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。焦炭方面，公司无炼焦产能，部分焦炭由凌钢集团提供，剩余部分通过外部采购，主要采购自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。结算方面，焦炭一般实行货到付款，按月结算；喷吹煤实行货到付款，按月或按季进行结算。

采购价格方面，随着钢铁行业景气度的提升，钢厂复产动力较强，受此影响铁矿石价格呈现波动上升态势；同时，煤炭行业落实供给侧改革令煤炭产量大幅下降，煤炭价格整体呈上升态势。2016~2018 年，公司铁矿石采购均价（不含自供）分别为 501.05 元/吨、549.71 元/吨和 582.05 元/吨，2018 年较 2016 年上涨 16.17%；同期，公司焦炭和喷吹煤采购均价分别为 980.34 元/吨、1,821.96 元/吨、2,168.00 元/吨和 524.79 元/吨、702.09 元/吨、785.18 元/吨，2018 年焦炭和喷吹煤采购均价分别较 2016 年上涨 121.15%和 49.62%。随着铁矿石、煤炭和焦炭等主要原材料价格的上涨，公司面临的成本压力加大。同时，中诚信证评关注到，受巴西淡水河谷溃坝及澳大利亚减少铁矿石供应影响，2019 年一季度进口铁矿石呈快速上涨态势，加之煤炭和焦炭价格处于高位振荡态势，公司后期成本压力或将进一步加大。

总体来看，公司拥有一定的铁矿石资源，同时与周边矿山及国外矿山、焦炭和喷吹煤供应商建立了稳定的合作关系，主要原材料供应较有保障，但随着原材料价格的走高，公司面临的成本控制压力持续加大。

产品销售

公司产品中中宽带钢主要用于结构件、焊管及冷轧料、五金加工等领域；棒材中热轧带肋钢筋（螺纹钢）主要用于房屋、桥梁、道路等土建工程建设，是国家第一批通过抗震钢筋生产许可证产品；棒材中圆钢主要用于轻工机械件、五金工具、轴类、标准件、摩配件、齿轮、无缝管、机床、起重挖掘机及矿山工程机械件领域；线材（轧盘条）主要用于建筑、机械加工、拉丝等行业；焊接钢管主要用于石油天然气输送用管、石油套管、油管、低压流体输送用管、机械和建筑结构用管、锅炉用管、汽车传动轴管、带式输送机托辊用管等，已通过美国石油协会 API 认证。根据产品的不同特点，公司采取直销、经销和面向终端户相结合的销售模式，同时正推进电子商务销售模式，未来公司销售渠道逐渐向扁平化过渡，开发终端用户，增加直供占比。内销方面，公司分别在沈阳、锦州、北京和大连设立了 4 个销售子公司，负责公司在东北、华北以及华东市场的钢材销售；出口方面，公司设立了凌钢国贸（香港）有限公司，负责国外市场的拓展。从销售布局来看，公司建筑用线材和棒材中螺纹钢以周边市场、效益市场和重点工程市场等作为拓展重点，中宽热带和棒材中优圆特钢以东北、华北地区为重点，焊接钢管主要围绕石化企业拓展市场；此外，公司创新销售模式，推进销售电子商务建设，

与有影响力的第三方平台合作，逐步实现周边 200km 区域销售电商化。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，同韩国、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的客户建立了合作关系。但近年来国际市场针对中国钢铁产品的反倾销调查逐渐增加，出口增长放缓，2016~2018 年公司出口收入分别为 7.81 亿元、3.33 亿元和 2.59 亿元。

从销售区域来看，公司产品销往全国二十多个省市，原以销售半径 500 公里以内的东北、华北区域为主。2016 年末，公司收购了凌钢集团钢铁产能，为公司实现战略转型升级、完善优特钢生产工艺、丰富产品结构、提高产品市场竞争能力提供了条件，开始生产优特钢材，2017~2018 年公司优特钢材产量分别为 167.57 万吨和 188.18 万吨，主要销往华北和华东地区，2017 年以来，华北和华东地区的销售规模大幅增长，其中华北地区收入规模由 2016 年的 43.80 亿元上升至 2018 年的 92.71 亿元，华东地区收入规模则由 9.08 亿元上升至 43.52 亿元。

表 8：2016~2018 年公司主营业务收入分区域情况

单位：亿元、%

区域	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
东北	46.78	41.52	47.71	28.41	45.90	23.42
华北	43.80	38.88	73.70	43.89	92.71	47.30
华东	9.08	8.06	28.28	16.84	43.52	22.21
西北	0.15	0.13	0.47	0.28	0.21	0.11
中南	5.03	4.47	10.70	6.37	12.26	6.26
其他	7.81	6.93	7.08	4.21	1.40	0.71
合计	112.65	100.00	167.93	100.00	196.00	100.00

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

定价方面，公司参照市场价格和产品成本，分产品和区域进行定价，采取日、旬、半月、月度定价及到港定价相结合的模式。公司销售主要结算方式为款到发货，结算周期以日结算、周结算与月结算并行为主，对重点用户给予一定优惠。2016~2018 年及 2019 年一季度，公司分别销售钢铁 481.90 万吨、510.48 万吨、545.45 万吨和 146.61 万吨，钢材销量持续增长，加之钢价的持续上涨，2016~2018

年公司分别实现营业总收入 144.63 亿元、179.88 亿元和 207.77 亿元，年均复合增长率为 11.52%；2019 年一季度，公司实现营业总收入 51.55 亿元，同比增长 16.05%。

总体来看，收购凌钢集团钢铁产能后，公司铁、钢、材产能匹配度上升，钢材产、销量逐年提升，且发展优特钢使得其钢材品种结构进一步改善，加之钢价上涨，共同促进业务规模的扩张。但中诚信证评关注到，受吨钢毛利较高驱动，钢铁企业生产动力较强，钢铁产量的快速增长打破了原有的供需平衡状态，钢材价格面临一定的下行压力，同时铁矿石价格受淡水河谷溃坝事件及澳大利亚压缩产能影响大幅上涨，钢材和铁矿石价差缩小，将对公司钢铁业务收入规模及盈利产生一定负面影响。

战略规划

公司的整体发展战略为：充分发挥品牌、市场和区域资源优势，做大做强钢铁主业，打造精品长材基地。在“十三五”期间，公司将紧紧抓住国家经济供给侧结构性改革和钢铁行业产业布局调整的重要机遇期，主动适应新常态，坚持改革创新，加快转型升级，全面提升企业整体综合实力。

公司在钢铁主业方面的规划主要为以下几点，一是控产能做精存量，在现有生产能力的基础上，不再安排扩产增能的项目，未来重点是围绕现已形成产能规模，做精存量资源，根据需要补短板 and 进一步的完善配套。二是调结构转型升级，通过自主创新和技术改造，在智能制造、两化融合、互联网+，“四新”应用、节能环保等方面加大投入力度；创新企业管理模式和营销模式，利用信息化建设机遇，探索形成以互联网订单为基础，满足客户多品种小批量的个性化、柔性化产品定制的销售模式，目前公司已建设形成采购物资互联网开放式电子招标平台，未来将加快培育供销两头的战略合作伙伴关系，实现生产和管理及营销模式的转型升级；产品发展普特并重，全力提高产品实物质量实现提质创效，扩大中高端优特钢产品比重，拓展延长钢铁产业链条，增加产品附加值及延伸效益，促进盈利结构的进一步优化。三是树品牌争创一流，做精做强钢铁主业，充分发挥现有的品牌优势、区域优

势，打造精品长材基地。

总体来看，公司的发展战略符合公司的定位，随着公司技术水平的提高和产品结构的改善，公司的整体竞争力将进一步提高。

公司管治

治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》和《公司章程》的规定，建立了完善的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，通过董事会对公司进行管理和监督。董事会是公司的常设决策机构，向股东大会负责，按《公司章程》行使职权，对公司经营活动中的重大决策进行审议并做出决定，董事会由9人组成，其中3名为独立董事。董事会内部按照功能分别设立了战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会及审计委员会，并制定了相关的工作细则，以规范董事会各专业委员会的工作流程，并在各专业委员会的工作中得以遵照执行，以进一步完善公司治理结构，促进董事会科学、高效决策。监事会按《公司章程》行使职权，对董事会、经理层的履职情况及公司的日常经营、财务进行监督，监事会由3人组成。公司设总经理一名，由董事长提名，董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干名，由总经理提名，董事会聘任或解聘。副总经理协助总经理开展工作，对总经理负责。

总体上看，公司已建立了科学有效的职责分工和制衡机制，高管人员和董事会之间的责任、授权和报告关系明确，法人治理结构较为完善，内部管理较为规范。

内部管理

公司采取职能式的管理结构，股东大会是公司最高权力机构；董事会对股东大会负责，直接领导由总经理、副总经理等组成的经营管理团队。公司实行总经理负责制，设置职能部门、生产单位、优特钢事业部、子公司等。公司职能部门包括办公室、运营改善部、安全生产部、科技质量部等部门，采购、销售、储运等职能主要由凌钢国贸承担。公司的生产单位包括第一炼铁厂、第二炼铁厂、第一炼钢厂、第一轧钢厂、第二轧钢厂、原料厂、氧气厂。

公司的优特钢事业部设立特钢厂、研发室、控制室、优特钢销售公司等职能部门。整体看，公司部门设置健全合理，能有效的对公司进行管理。

资金管理方面，为保证资金的收付安全、准确、高效，提高资金管理水平，防范资金管理风险，公司制定了《资金收付管理制度》。公司实行资金集中归口管理原则，资金管理实行以收定支、收支两条线原则，收支涵盖经营、投资、筹资业务。公司在资金支付上实施总额审批控制、分批付款、事后考核监督的原则，本着先贷款、后经营、再技改的原则进行安排。

对外担保管理方面，公司的担保行为遵循平等、自愿、合法、审慎、互利、安全的原则，公司本级只对所属全资子公司、控股子公司及控股股东凌钢集团提供担保；未经公司董事会决议同意，各子公司不得对外担保，不得相互担保。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理办法》，严格履行关联交易审批程序和信息披露义务，保证关联交易价格的公允合理。公司的关联交易符合《上海证券交易所股票上市规则》和公司《章程》规定，有利于公司的经营发展，不存在损害上市公司和中小股东利益的情况。

总体看，公司较为全面的各项规章制度，完善的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

财务分析

下列财务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2016~2018年审计报告，以及未经审计的2019年一季报。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。

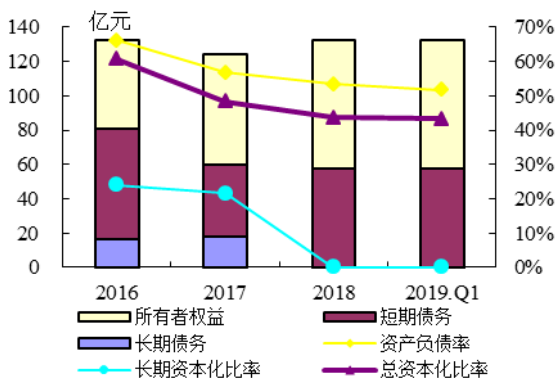
资本结构

2017年，随着盈利能力的增强及现金流的改善，公司调整债务结构，压缩债务规模，当年末总资产和总负债规模同比分别下降4.08%和17.61%；

2018年，随着业务规模的扩张，年末总资产和总负债均有所增长。2016~2018年末，公司总资产规模分别为153.99亿元、147.71亿元和159.95亿元，总负债规模分别为101.77亿元、83.85亿元和85.49亿元。近三年公司保持盈利经盈，经营盈余的累积使得公司自有资本实力逐年提升，2016~2018年末，公司所有者权益规模分别为52.22亿元、63.87亿元和74.46亿元。

从财务杠杆比率来看，2016~2018年末公司资产负债率分别为66.09%、56.76%和53.45%，同期总资本化比率为60.65%、48.40%和43.66%，随着债务规模的收缩，公司财务杠杆水平下降。截至2019年3月末，公司资产总额为155.80亿元，负债合计80.67亿元，资产负债率和总资本化比率分别为51.78%和43.32%，分别较2018年末下降1.67个百分点和0.34个百分点。

图6：2016~2019.Q1公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2016~2018年末公司非流动资产占总资产的比重分别为68.87%、66.93%和59.23%。截至2018年末，公司非流动资产规模为94.73亿元，其中固定资产和无形资产占非流动资产的比重分别为88.81%和5.88%。其中，固定资产主要为房屋及建筑物、通用设备和专用设备，当年公司第一炼钢厂转炉车间功能完善改造工程、4#高炉及1#烧结机大修改造完成而自在建工程结转固定资产（规模为4.58亿元），同时计提折旧5.83亿元及减值准备0.83亿元，主要受此影响当年固定资产规模同比下降2.00%；无形资产主要系土地使用权和采矿权，无形资产摊销导致其规模同比减少3.23%。同期末

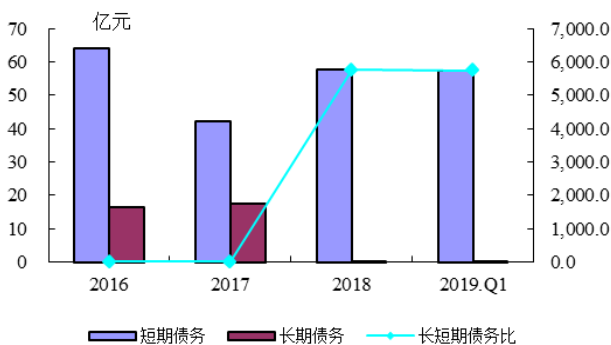
公司流动资产合计65.21亿元，占总资产的比重为40.77%，规模较上年末上升33.48%，主要系公司各类保证金规模的增加导致货币资金规模大幅增长及铁矿石等原材料备货增加及库存商品规模加大所致。公司流动资产主要由货币资金、应收票据和存货构成，占流动资产的比重分别为47.20%、13.78%和34.43%。其中，货币资金规模为30.78亿元，同比增长51.17%，主要为银行存款和其他货币资金，其他货币资金规模为21.84亿元，系银行承兑汇票保证金、信用证保证金和质押借款保证金，流动性受限；应收票据规模为8.99亿元，系银行承兑汇票；存货规模为22.46亿元，主要为原材料（12.11亿元）、库存商品（4.23亿元）、发出商品（2.03亿元）、在途物资（1.99亿元）和自制半成品（2.21亿元），共计提跌价准备0.11亿元。截至2019年3月末，公司流动资产和非流动资产规模分别为62.11亿元和93.68亿元，占总资产的比重分别为39.87%和60.13%。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2016~2018年末流动负债占总负债的比重分别为83.52%、78.63%和99.43%。截至2018年末，公司流动负债为85.00亿元，受应付债券即将于一年内到期重分类至一年内到期的非流动负债科目影响，流动负债规模同比增长28.93%，主要由短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成，上述科目占流动负债的比重分别为19.78%、28.15%、16.62%和19.93%。其中，短期借款主要由信用借款和保证借款构成，持续盈利使得公司压缩债务规模，短期借款同比下降13.25%；应付票据由银行承兑汇票和商业承兑汇票构成，规模与上年末基本一致；应付账款主要系原材料、备品备件采购款，随着原材料价格的提升及采购规模的增加，应付账款规模增长11.41%；一年内到期的非流动负债主要系即将于2019年8月1日到期的11凌钢债。当年末公司非流动负债规模为0.49亿元，占负债总额的比重为0.57%，主要由长期应付职工薪酬、递延收益和递延所得税负债构成，占非流动负债的比重分别为22.02%、31.52%和44.40%。截至2019年3月末，公司流动负债和非流动负债规模分别为

80.14 亿元和 0.53 亿元，占总资产的比重分别为 99.34% 和 0.66%。

从债务规模来看，经营情况改善后，公司持续压缩债务规模，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务规模分别为 80.50 亿元、59.91 亿元、57.69 亿元和 57.43 亿元，其中短期债务规模分别为 63.95 亿元、42.28 亿元、57.68 亿元和 57.43 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 3.86 倍、2.40 倍、5,768.40 倍和 5,741.56 倍。总的来看，近年公司债务规模整体呈下降态势，但债务集中于短期债务，短期偿债压力较大，债务期限结构有待改善。

图 7：2016~2019.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，持续盈利使得公司债务规模下降，财务杠杆水平降低，但债务规模仍较大，且集中于短期债务的债务结构使得公司仍面临的短期偿债压力上升。

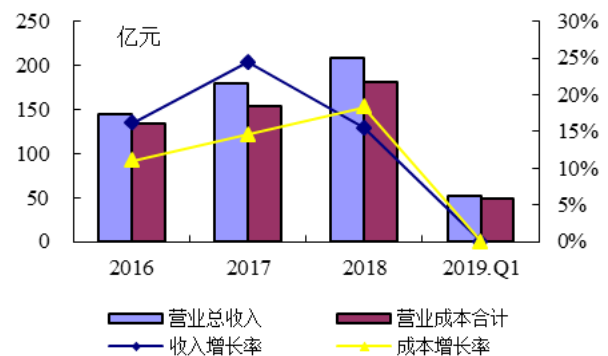
盈利能力

2016~2018 年，公司分别销售钢材 481.90 万吨、510.48 万吨和 545.45 万吨，同时受益于钢材价格的持续上涨，当期公司分别实现营业总收入 144.63 亿元、179.88 亿元和 207.77 亿元，年均复合增长率为 19.86%；2019 年一季度，公司销售钢材 146.61 万吨，实现营业总收入 51.55 亿元，同比增长 16.05%。

毛利率方面，2016~2018 年公司营业毛利率分别为 7.45%、14.76% 和 12.70%。2017 年，受益于收购凌钢集团产能后原贸易业务转变为自产自销业务，加之钢价的回升，公司初始盈利水平大幅提升；2018 年，受冬季工地停工及采暖季限产不及预期影响，2018 年 11 月份钢材价格大幅下跌，但铁

矿石价格由于各钢厂冬季备货导致价格上扬，受此影响，2018 年第四季度起公司盈利能力弱化，并对公司全年盈利水平产生负面影响，2018 年公司营业毛利率为 12.70%，较上年下降 2.06 个百分点。从近期来看，自 2018 年 11 月份大幅下跌后，钢材价格处于相对低位震荡态势，同时受巴西淡水河谷溃坝及澳大利亚矿山减产影响铁矿石价格快速上涨，2019 年一季度公司营业毛利率下滑至 6.22%，较上年下降 6.48 个百分点。

图 8：2016~2019.Q1 公司收入成本增长情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，随着凌钢集团钢铁产能的收购完成，及业务规模的扩张，公司管理费用和销售费用逐年增长，但受益于债务规模的降低，公司财务费用规模逐年下降，且降幅较大，使得三费规模整体有所下降。2016~2018 年，公司三费合计分别为 8.13 亿元、7.04 亿元和 7.43 亿元，同期三费收入占比分别为 5.62%、3.91% 和 3.57%。2019 年 1~3 月，公司三费合计 1.66 亿元，三费收入占比为 3.22%。总体来看，随着业务规模的提升，近年公司三费收入占比持续下降。

表 9：2016~2019.Q1 公司三费分析

	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	2.40	2.57	2.86	0.60
管理费用	1.87	2.44	3.06	0.80
财务费用	3.86	2.02	1.51	0.27
三费合计	8.13	7.04	7.43	1.66
营业总收入	144.63	179.88	207.77	51.55
三费收入占比	5.62	3.91	3.57	3.22

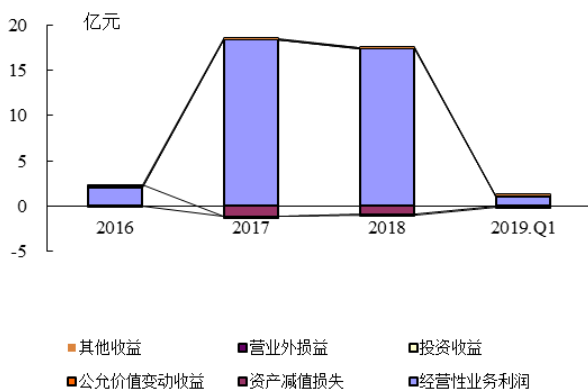
注：2018~2019.Q1，管理费用中包含研发支出。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润主要来源于经营性业务，2016~2018

年其经营性业务利润规模分别为 2.10 亿元、18.41 亿元和 17.43 亿元，其中 2017 年经营性业务利润大幅上升主要系盈利能力增强和期间费用下降影响；2018 年小幅下降主要受盈利能力下降影响。近三年分别计提各类资产减值准备 0.04 亿元、1.12 亿元（主要系对关停矿山资产组计提的减值准备）和 0.88 亿元，对利润形成一定侵蚀；当期公司营业外损益分别为 0.15 亿元、-0.02 亿元和 -0.15 亿元，2017 年和 2018 年其他收益规模分别为 0.02 亿元和 0.01 亿元，最终近三年公司分别实现利润总额 2.27 亿元、17.30 亿元和 16.43 亿元。2019 年一季度，公司经营性业务利润规模为 1.10 亿元，营业外损益为 -0.10 亿元，最终取得利润总额 1.01 亿元，较上年同期下降 70.40%。

图 9：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于销量的增长及钢价的上涨，公司业务规模持续提升，同时近两年保持较好的经营效益。但近期铁矿石价格快速上涨导致公司盈利能力下滑，经营效益同比下降。

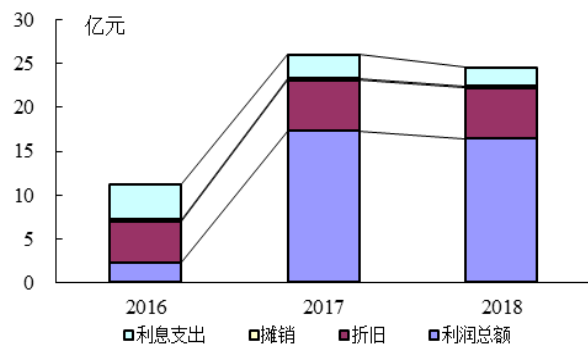
偿债能力

从债务规模来看，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务规模分别为 80.50 亿元、59.91 亿元、57.69 亿元和 57.43 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 3.86 倍、2.40 倍、5,768.40 倍和 5,741.56 倍。总的来看，近年公司债务规模整体呈下降态势，但集中于短期债务，债务期限结构有待改善。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2016~2018 年分别为 11.26 亿元、26.04 亿元和 24.59 亿元，主要受初始盈利能

力减弱影响，2018 年公司 EBITDA 规模有所下降。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 7.15 倍、2.30 倍和 2.35 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 2.76 倍、9.41 倍和 11.44 倍。总的来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力整体大幅增强。

图 10：2016~2018 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，随着钢铁行业景气度的提升，钢材价格持续上涨，货款回笼加快，带动经营性净现金流呈净流入状态，2016~2018 年分别为净流入 6.92 亿元、13.03 亿元和 17.31 亿元，经营活动净现金/总债务分别为 0.09 倍、0.22 倍和 0.30 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 1.70 倍、4.71 倍和 8.06 倍，对债务本息保障程度逐年增强。

表 10：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	80.50	59.91	57.69	57.43
长期债务 (亿元)	16.56	17.63	0.01	0.01
短期债务 (亿元)	63.95	42.28	57.68	57.42
EBITDA (亿元)	11.26	26.04	24.59	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.76	9.41	11.44	-
总债务/EBITDA (X)	7.15	2.30	2.35	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.70	4.71	8.06	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.09	0.22	0.30	0.03
资产负债率 (%)	66.09	56.76	53.45	51.78
总资本化比率 (%)	60.65	48.40	43.66	48.08

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年末公司未清担保余额为 35.60 亿元，其中为子公司担保 4.00 亿元，为凌钢集团担保 31.60 亿元，存在一定或有负债风险。

财务弹性方面，公司与民生银行、兴业银行、中国银行、工商银行等商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道畅通。截至 2018 年末，公司获得的银行授信额度合计 48.55 亿元，较上年末减少 2.82 亿元，其中尚未使用的银行授信额度为 9.64 亿元。同时，作为 A 股上市公司，公司可通过资本市场获得资金支持。整体来看，公司仍具有一定的备用流动性。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产规模为 24.68 亿元，占净资产的比例为 33.15%。

表 11：截至 2018 年末公司受限资产情况

单位：亿元

项目	金额	受限原因
货币资金	21.84	质押及保证金
应收票据	2.21	质押
无形资产	0.63	抵押
合计	24.68	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

根据公开资料显示，截至 2018 年末，公司在公开市场无信用违约记录。此外根据公司提供的企业信用报告及相关资料，截至 2019 年 4 月 11 日，公司借款均能够到期还本，但存在 5 笔延迟付息记录，其中一笔欠息金额为零，另四笔欠息情况如下表所示，延期付息主要系银行系统原因未实现自动扣款，非公司恶意欠息。

表 12：截至 2019 年 4 月 11 日公司延迟付息记录

欠息金额	发生日期	结清日期
59.16 万元	2018.2.21	2018.2.22
5.34 万美元	2014.10.28	2014.10.29
4.60 美元	2014.10.28	2014.10.29
136.73 万元	2010.3.21	2010.3.22

数据来源：人民银行征信报告，中诚信证评整理

综合来看，2018 年随着产量的增长、产品结构的调整优化及钢材价格上升，公司业务规模提升；同时，随着债务规模的收缩，财务杠杆比率下降，但公司债务基本集中于短期债务，仍面临一定的短期偿债压力。

结 论

综上，中诚信证评评定凌源钢铁股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“凌源钢铁股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用

等级为 **AA**。

关于凌源钢铁股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

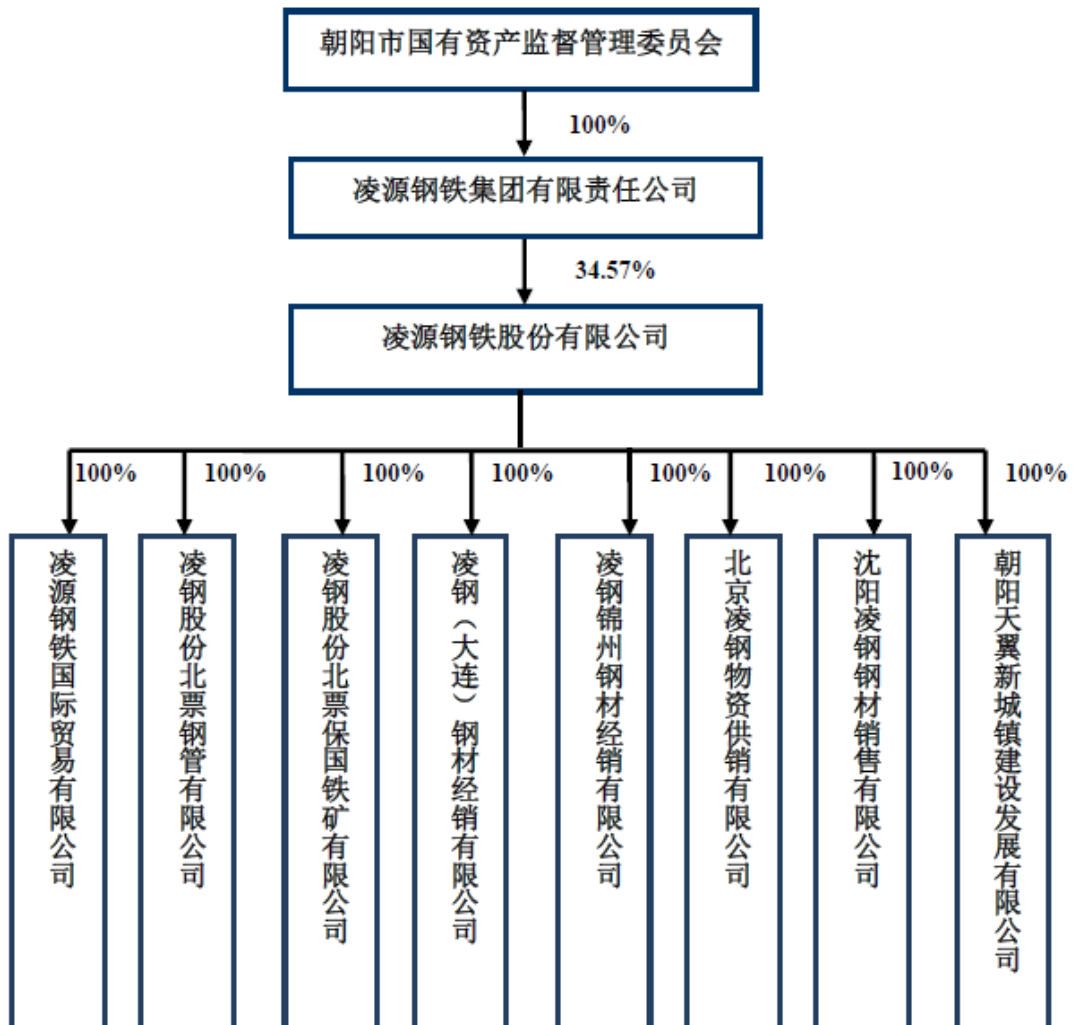
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

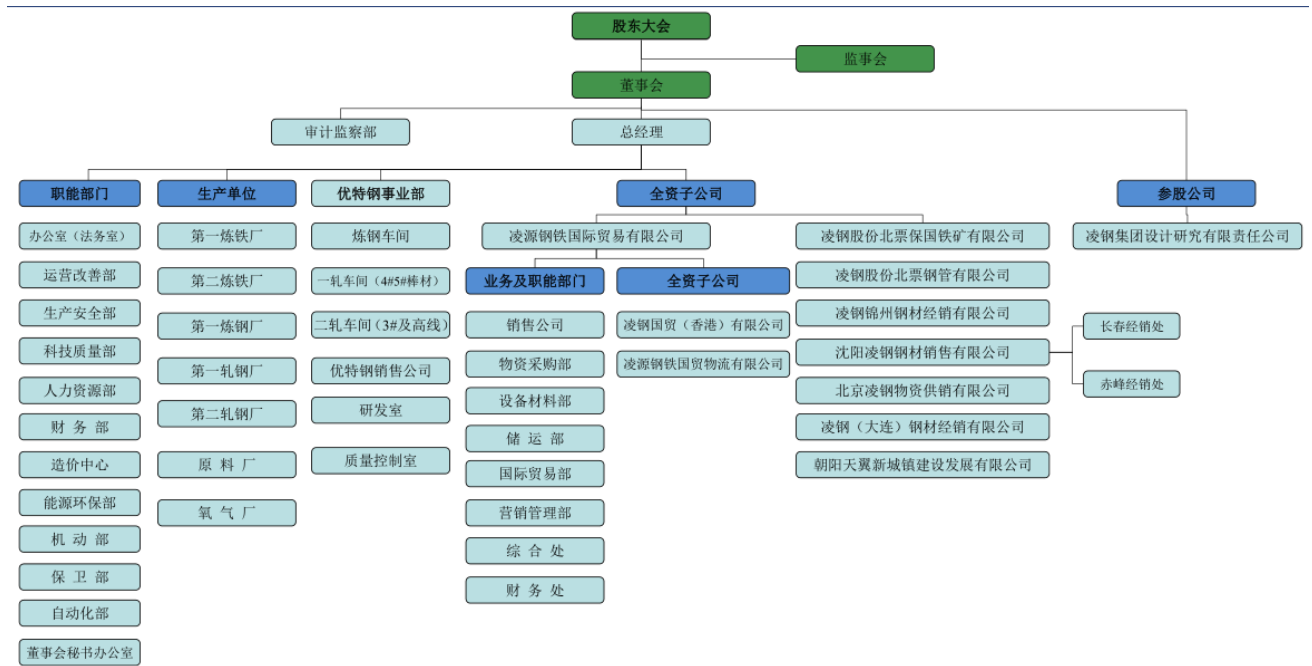
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：凌源钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附二：凌源钢铁股份有限公司组织结构图（截至 2019 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	243,575.01	203,618.94	307,820.63	340,216.60
应收账款净额	14,169.83	5,740.32	5,296.11	7,660.19
存货净额	123,351.60	142,729.55	224,560.29	140,090.74
流动资产	479,407.33	488,557.90	652,150.58	621,138.70
长期投资	2,524.05	2,406.64	2,216.57	2,375.43
固定资产合计	924,349.72	900,675.77	862,141.21	851,210.86
总资产	1,539,905.99	1,477,141.21	1,599,454.76	1,557,986.31
短期债务	639,481.89	422,810.66	576,837.86	574,156.47
长期债务	165,560.26	176,304.64	100.00	100.00
总债务（短期债务+长期债务）	805,042.14	599,115.30	576,937.86	574,256.47
总负债	1,017,659.29	838,476.54	854,878.74	806,740.18
所有者权益（含少数股东权益）	522,246.70	638,664.67	744,576.02	751,246.13
营业总收入	1,446,272.71	1,798,774.47	2,077,650.63	515,484.95
三费前利润	102,280.88	254,501.15	248,578.45	27,630.36
投资收益	68.24	73.97	159.80	18.86
净利润	13,393.82	120,679.79	119,736.29	6,861.75
EBITDA	112,625.82	260,384.52	245,923.67	-
经营活动产生现金净流量	69,240.55	130,297.86	173,112.11	5,149.58
投资活动产生现金净流量	-200,830.44	-19,061.89	-6,185.64	109.41
筹资活动产生现金净流量	-93,949.39	-128,780.12	-148,279.11	21,896.76
现金及现金等价物净增加额	-225,992.79	-17,761.25	18,638.56	27,077.36
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	7.45	14.76	12.70	6.22
所有者权收益率（%）	2.56	18.90	16.08	3.65*
EBITDA/营业总收入（%）	7.79	14.48	11.84	-
速动比率（X）	0.42	0.52	0.50	0.60
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.22	0.30	0.04*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	0.31	0.30	0.04*
经营活动净现金/利息支出（X）	1.70	4.71	8.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.76	9.41	11.44	-
总债务/EBITDA（X）	7.15	2.30	2.35	-
资产负债率（%）	66.09	56.76	53.45	51.78
总资本化比率（%）	60.65	48.40	43.66	43.32
长期资本化比率（%）	24.07	21.63	0.01	0.01

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、上述带“*”号指标经年化处理。

附四：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)

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。