

昆明钢铁控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司AA+的主体信用等级，评级展望为稳定；

维持“12昆钢控股债”、“13昆钢MTN1”和“14昆钢MTN001”AA+的债项信用等级；

维持“15昆钢CP002”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

二零一六年六月三十日

昆明钢铁控股有限公司 2016 年度跟踪评级报告

发行主体 昆明钢铁控股有限公司
 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

跟踪债券列表

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
15 昆钢 CP002	10	1	A-1	A-1
14 昆钢 MTN001	8.5	5	AA ⁺	AA ⁺
13 昆钢 MTN1	11	5	AA ⁺	AA ⁺
12 昆钢控股债	20	8	AA ⁺	AA ⁺

概况数据

昆钢控股公司	2013	2014	2015	2016.3
总资产(亿元)	510.83	546.89	566.75	561.84
所有者权益合计(亿元)	177.34	180.57	167.74	168.58
总负债(亿元)	333.49	366.32	399.00	393.26
总债务(亿元)	246.97	278.68	306.81	299.19
营业总收入(亿元)	369.71	425.12	356.83	53.94
净利润(亿元)	0.41	0.13	-37.16	0.50
EBIT(亿元)	11.91	13.18	-24.06	-
EBITDA(亿元)	27.65	29.47	-6.40	-
经营活动净现金流(亿元)	2.28	2.35	3.46	2.03
营业毛利率(%)	9.35	8.28	4.86	9.23
总资产收益率(%)	2.44	2.50	-4.32	-
资产负债率(%)	65.28	66.98	70.40	69.99
总资本化比率(%)	58.21	60.68	64.65	63.96
总债务/EBITDA(X)	8.93	9.46	-47.97	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.79	2.10	-0.44	-

注: 1、公司财务报表根据新会计准则编制; 2、2013 年-2015 年财务报表与 2016 年一季报公司将应付“短期融资券”计入“其他流动负债”, 中诚信国际将其调整至“短期借款”; 3、2016 年一季报未经审计。

分析师

项目负责人: 杨婉莹 wyyang@ccxi.com.cn

项目组成员: 商思仪 syshang@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2016 年 6 月 30 日

基本观点

中诚信国际维持昆明钢铁控股有限公司(以下简称“昆钢控股公司”或“公司”)主体信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定; 维持“15 昆钢 CP002”的债项信用等级为 A-1, 维持“12 昆钢控股债”、“13 昆钢 MTN1”和“14 昆钢 MTN001”的债项信用等级为 AA⁺。

中诚信国际肯定了公司在省内地位突出、铁矿石资源优势明显、业务结构多元化提升了自身的抗风险能力等方面的优势。中诚信国际同时关注公司面临一定的经营压力、存在一定的代偿压力等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

优势

- **省内地位突出。**作为云南省重点企业, 公司在云南省的工业发展规划中占据重要地位, 是云南省人民政府当前重点支持的 10 户大企业集团之一, 获得的政府支持力度较大。
- **铁矿石资源优势明显。**公司拥有较丰富的铁矿石资源, 且在整合省内铁矿资源方面获得了政府的大力支持, 后续资源获取能力很强。同时, 公司主要矿产资源具备较好的开采条件及运输条件。2015 年, 公司生产铁精矿 482.93 万吨。
- **业务结构多元化提升了公司的抗风险能力。**除矿石采选外, 公司还拥有煤焦化、水泥建材、能源与动力、装备制造和建安工程及铁合金制造等业务, 多元化的业务结构有助于公司整体抗风险能力的提升。2015 年, 水泥板块引进华润水泥控股有限公司(以下简称“华润水泥”)作为战略投资者, 有助于提升公司水泥产业在区域内的话语权和市场竞争力。

关注

- **公司面临一定的经营压力。**由于宏观经济趋缓以及钢铁行业景气度低迷, 公司主要板块的盈利能力受到一定负面影响, 面临一定的经营压力; 此外, 参股公司武钢集团昆明钢铁股份有限公司(以下简称“昆钢股份”)经营环境恶化, 2015 年大幅亏损, 公司计提了一定的投资损失。受上述因素影响, 公司全年净利润共亏损 37.16 亿元。
- **公司对外担保规模较大, 面临一定的代偿风险。**截至 2016 年 3 月末公司对外担保余额为 58.49 亿人民币和 0.81 亿美元, 对外担保规模超过所有者权益的 30%, 且被担保公司中昆钢股份目前短期债务压力较大, 公司面临一定的代偿风险。

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，充分履行了实地调查和诚信义务，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、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、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要求，中诚信国际将对公司存续期内的债券进行定期跟踪或不定期跟踪评级，本次跟踪评级为定期跟踪评级。

近期关注

受全球铁矿石产量扩张影响，2015年以来铁矿石价持续震荡下跌，买方市场特征明显，对国内铁矿生产商造成一定经营压力

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，2014年我国铁矿石对外依存度达78.5%。2015年，根据海关总署统计，我国铁矿砂及其精矿进口量为9.53亿吨，同比增长2.20%。铁矿石对外依存度较高的情形短期内不会发生太大变化。

图1：2006年~2015年中国铁矿石进口情况



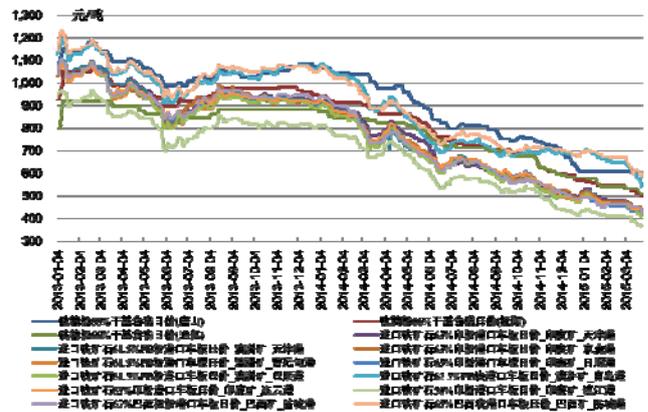
资料来源：聚源数据

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明显。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，预计未来几年内全球矿商铁矿石产出总计仍将有所增加。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。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，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。

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。中诚信国际认为，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。

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，2014年以来铁矿石显现买方市场特征，矿价持续震荡下跌，对我国铁矿石生产企业造成一定经营压力，中诚信国际将对铁矿石价格变动以及其对国内铁矿生产企业造成的经营压力予以持续关注。

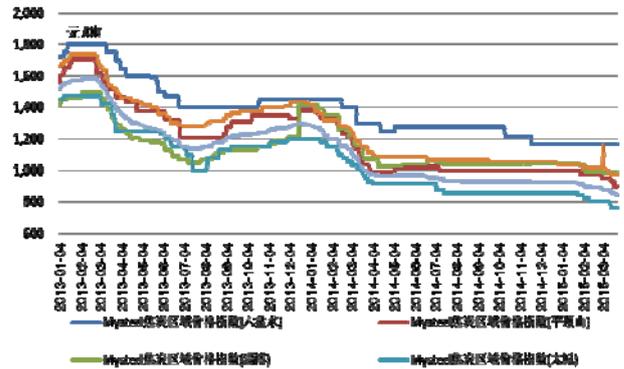
受下游钢铁行业需求疲弱以及煤焦化行业供给过剩影响，焦炭价格震荡下跌

钢铁行业焦炭消费量约占焦炭总消费量的85%，是焦化行业最大的下游产业。焦炭在钢铁冶炼中主要起还原剂、发热剂和料柱骨架的作用，吨钢焦炭消耗量大约在0.4~0.5吨。钢铁行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。受中国经济增速逐渐放缓等宏观经济因素影响，钢铁行业持续走弱导致其焦炭需求减少，对焦化行业造成直接的负面影响。

另一方面，近年来中国焦化行业产能过剩现象比较严重，造成产能过剩的局面一方面是由于近年来焦炭价格上涨导致大量资金投入技术门槛较低的焦化行业；另一方面是由于煤炭企业及钢铁企业延伸产业链进入焦化行业。针对焦化行业产能过剩的情况，国家先后制定了《焦炭行业准入条件》、《产业结构调整指导目录》、《关于规范煤化工有序发展的通知》等一系列政策限制焦化行业过快增长，并加快淘汰落后产能，其中，2012年工信部下达的焦炭行业当年淘汰落后产能目标任务为2,051万吨，其中云南省淘汰落后产能目标任务为245万吨，占总目标的11.95%，在上榜省份中排名第二。2013年7月，工信部公布的首批工业行业淘汰落后产能企业名单中涉及淘汰焦炭产能超过1,600万吨。然而，相较于国内焦炭总产能以及新增产能规模，被淘汰的焦炭产能规模较小，焦炭行业产能过剩依然显著。

作为钢材生产所需的主要原燃料之一，据有关部门测算，吨钢材成本中焦炭所占比重为15~20%，国内焦炭价格继2011年内维持高位后，于2012年初起持续下降至当年9月达到1,200元/吨左右，此后持续上涨至2013年2月达到最高点超过1,700元/吨；2013年二季度以来，焦炭价格持续震荡走弱，截至2015年12月17日，Mysteel上焦炭价格约595元/吨。受煤炭产能过剩影响，预计未来焦炭价格仍将保持低位。

图3：2013年以来国内焦炭价格走势（元/吨）



资料来源：恒生聚源

中诚信国际认为，在已形成的高产能、低需求的市场结构下，随着交通运输条件的不断改善，近年国内煤-焦-钢市场冬储需求正在不断弱化，预计后期焦炭市场可能会缺乏上涨动力。在煤-焦-钢的产业链中，由于上游的焦煤企业和下游的钢厂多为大型国有企业，独立焦化企业议价能力较弱，面临一定经营压力。

受原燃料价格波动较大影响，水泥行业的成本控制难度有所加大

煤炭和电力价格是影响水泥企业利润的重要因素。即使采用新型干法生产工艺，煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比仍在60%以上。近年来，大型水泥生产企业均逐步配备了余热配套发电系统，有效降低了水泥生产的电力能耗，电力成本占比有所降低。目前在水泥企业竞争日益精细化的态势下，成本控制成为企业的核心竞争力。而煤、电等能源成本在水泥生产成本中占比较高，同时由于水泥产能过剩问题突出，水泥企业很难将成本波动向下游传递，因此煤、电价格波动将在一定程度上影响水泥企业的盈利能力。

业务结构多元化提升了公司的抗风险能力

昆钢控股公司是云南省国资委下属的重要企业，在云南省的工业发展规划中占据重要地位。近年来，公司明确了“主业优强，相关多元”的发展战略，并通过各种形式进一步提高矿石和煤炭资源的控制力，调整产品结构，全面提升综合竞争力。目前，公司业务板块主要包括资源板块、现代服务业和新材料产业，2015年共实现营业总收入356.83

亿元，利润总额-36.30 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 53.94 亿元，利润总额 0.74 亿元。

表 1: 2013 年~2016 年 3 月公司主营业务收入构成情况 (亿元)

板块	2013	2014	2015	2016.3
资源板块	159.23	135.89	109.61	22.16
矿石	60.89	53.72	46.88	8.52
煤焦	64.17	48.49	33.86	6.05
水泥建材	34.17	33.69	28.87	7.59
现代服务业	169.48	258.25	223.72	28.24
物流	28.62	36.69	12.41	2.77
能源与动力	30.94	28.28	15.45	2.92
贸易	90.03	157.05	190.77	13.70
其他	19.88	36.22	5.10	8.85
新材料产业	34.47	23.69	16.47	2.38
重型装备制造和建安	14.52	9.35	10.83	0.90
铁合金	7.40	7.40	3.83	0.50
其他	12.55	6.94	1.81	0.98
合计	363.18	417.83	349.80	52.78

注：数据经四舍五入处理。

资料来源：公司提供

受铁矿石市场景气度低迷影响，2015 年以来公司铁矿石产量有所下降

2007 年武汉钢铁（集团）公司对公司下属子公司昆明钢铁股份有限公司实施战略重组后，昆钢股份成为公司的投资参股公司，承继主要的钢铁冶炼业务，而原昆钢股份上级母公司昆钢集团的主营业务由钢铁冶炼转变为矿业开发及钢铁相关产业经营。目前，昆钢控股公司的矿石业务主要集中于大红山和上厂两大铁矿、金河昆钢金平有限责任公司（以下简称“金河公司”）的大坡矿和马鞍山矿、镇康县振兴矿业开发有限责任公司（以下简称“振兴矿业”）的小河边铁矿以及红河矿业有限公司（以下简称“红河矿业”）等。2013 年~2015 年公司铁精矿产量分别为 670.23 万吨、583.82 万吨和 482.93 万吨。矿石业务是公司收入和利润的重要来源。

昆钢控股公司的主要在产铁矿包括大红山、上厂、大坡和马鞍山。其中，大红山铁矿无论从储量、品位，还是从产能、产量上看都是公司的主力矿。

表 2: 公司主要矿山储量及产能产量情况 (万吨)

公司名称	矿区	可采储量	铁精矿产能	铁精矿产量	
				2015	2016.1-3
大红山矿业	大红山	33,000	500	424.41	139.67
上厂铁矿	上厂	26.3	停产		
	罗次	586.62	25	19.72	2.99
	王家滩	319.1	停产		
金河公司	大坡矿	381.69	25	7.23	4.60
	马鞍山	471	停产		
振兴矿业	小河边	3,445.51	20	20.14	4.22
临沧矿业	天生桥	3,048.09	20	11.43	2.69
玉东工贸	东川包子铺	1,373.17	停产	-	-

资料来源：公司提供

另外，公司自 2008 年 9 月完成对振兴矿业的股权收购后，一直在对属于该企业的小河边铁矿进行技术改造。改造完成后的小河边铁矿采用尾矿干堆新技术，于 2010 年 7 月进行试生产调试并于 2011 年开始正式生产。2015 年和 2016 年 1~3 月该矿分别生产铁精矿 20.14 万吨和 4.22 万吨。

2011 年公司收购镇康海山矿业开发有限公司（后更名“临沧矿业”）。临沧矿业下属天生桥矿山铁矿石储量 3048.09 万吨，可采年限 20 年，2015 年和 2016 年 1~3 月铁精矿产量分别为 11.43 万吨和 2.69 万吨。

受铁矿石价格持续走低影响，2015 年以来公司为减少亏损，陆续关停了部分小型矿山，上厂铁矿上厂、王家滩矿区，金河公司马鞍山矿区及玉东工贸东川包子铺均已停产，导致公司铁矿石全年产量较上年有所减少，但受益于铁矿石整体开采及运输条件较好，矿山板块仍是其最重要的利润来源。

受外部宏观经济增速下滑及下游需求不振影响，煤焦化板块盈利水平持续承压

2011 年 11 月，昆钢控股公司的主要煤焦化业务云南煤业能源股份有限公司完成借壳上市（股票代码“600792”，以下简称“云煤能源”）。云煤能源是云南省大型重点煤化工一体化综合企业，也是昆钢控股公司非钢产业的重要支柱，主要产品包括焦炭、焦炉煤气、粗苯、混合葱油、工业硫磺等 20 种，

已形成年产焦炭328万吨，煤气15.70亿m³，焦油、苯类等其他化工产品近30万吨的综合生产能力。目前云煤能源约40%的焦炭产品和超过60%的煤气提供给昆钢股份。

2013年11月，云煤能源完成非公开发行，发行价格为9.50元/股，共发行9,473.68万股，募集资金用途主要为置换预先已投入收购五一煤矿、瓦鲁煤矿、金山煤矿和大舍煤矿四个煤矿100%股权的自筹资金，以及后续对五一煤矿、瓦鲁煤矿和金山煤矿的改扩建投入，剩余部分用于补充流动资金。至此，昆钢控股公司原拥有的煤焦化类优质资产被注入上市公司，使其煤焦化产业链得到完善。

2015年云煤能源实现净利润-6.97亿元，同比大幅下降，主要系钢铁及焦化行业产能过剩，生产持续低迷，焦化产品价格严重下滑所致。2016年3月25日，云煤能源发布定增预案，拟非公开发行募集的资金总额不超过21.96亿元，2016年6月18日云煤能源发布公告，本次非公开发行股票的申请未获得中国证监会发行审核委员会审核通过。

水泥建材业务受区域内市场竞争加剧影响，面临一定挑战；2015年引入华润水泥后，未来发展前景向好

云南昆钢水泥建材集团有限公司（以下简称“水泥建材集团”）目前拥有包括云南昆钢嘉华水泥建材有限公司、保山昆钢嘉华水泥建材有限公司、镇康水泥建材有限公司、红河建材熔剂有限公司等控股子公司，已形成年产熟料1,550万吨，水泥2,210万吨的产能；矿渣微粉180万吨、混凝土砖2.5亿块、加气混凝土砌块50万m³、商品混凝土120万m³、活性石灰、烧结石灰、轻烧白云石、白云石粉等熔剂产品102万吨的综合生产能力，是云南省内的水泥龙头生产企业，在云南省水泥建材行业具备较强的影响力。2015年，水泥建材集团生产水泥1,459.13万吨、熟料1,143.56万吨、微粉119.31万吨、商品混凝土30.61万立方米，活性石灰5.35万吨，销售水泥1,447.71万吨、熟料115.6万吨、微粉71万吨、商品混凝土30.61万立方米，活性石灰5.35万吨。2016年1~3月，水泥建材集团生产水泥404.19万吨、

熟料296.36万吨、微粉30.95万吨、商品混凝土8.92万立方米，活性石灰0.49万吨，销售水泥406.69万吨、熟料36.75万吨、微粉19.1万吨、商品混凝土8.92万立方米，活性石灰0.77万吨。

中诚信国际注意到，2015年，水泥建材集团实现主营业务收入30.43亿元，净利润-2.42亿元，出现一定亏损，主要系水泥产品产能过剩，价格持续下滑所致。区域内产能的较快增长、竞争加剧也对公司该板块业务的发展形成挑战。此外，公司的水泥、煤焦化业务均属于高能耗、高污染行业，业务发展易受到国家相关产业政策的影响，节能减排压力较大。

2015年，华润水泥通过现金出资的方式先后两次出资15.15亿元和7.57亿元收购水泥建材集团共50%股权，水泥建材集团名称变更为云南水泥建材集团有限公司。昆钢控股公司引进华润集团有利于提升昆钢水泥产业在区域内的话语权和市场竞争力，也为未来的发展奠定良好的基础。

受宏观行业及区域经济下行影响，昆钢股份经营面临很大的压力，出现较大亏损

2003年设立后，昆钢股份成为了昆钢控股及昆钢集团的钢铁冶炼平台，2007年武汉钢铁（集团）公司（以下简称“武钢集团”）介入重组后，从资金、技术、品牌、管理等多方面为昆钢股份提供了支持。截至目前，公司共持有昆钢股份43.92%的股权。目前昆钢股份已具备年产生铁834万吨、粗钢940万吨、钢材851万吨的生产能力，主要产品有生铁、钢坯、高速线材、热轧带肋钢筋、热轧中薄板、冷轧薄板、镀锌板、彩涂板、中宽带、螺旋焊管和直缝焊管等，是云南省最大的钢铁企业。

昆钢股份的产品主要在云南省内销售。由于运输条件受限，省外钢材进入云南较少，昆钢股份钢材产品在云南省内市场的占有率很高。武钢集团介入重组后，昆钢股份进一步改进了生产技术、提高了生产效率。

表 3：昆钢股份 2015 年与 2016 年一季度产销量（万吨）

主要产品	2015 年		2016 年 1~3 月	
	产量	销量	产量	销量
钢材	683	690	163	157
其中：棒材	452	463	125	112
线材	138	130	35	37
型钢	34	36	3	6

资料来源：公司提供

武钢集团规划将昆钢股份与广西防城港钢铁基地一同形成中西南地区的发展支点，利用云南的铁矿、煤炭资源，建设现代化板材生产系统，从而实现昆钢股份产品升级的战略目标。昆钢股份在武钢集团的支持下，凭借其固有的区域市场优势，可望获得较好的经营效益，但由于有较大规模的资本投入，因此自武钢介入重组后执行 5 年内不分红的政策。该不分红政策已于 2012 年 8 月底到期，受 2012 年以来钢铁行业景气度大幅下降影响，昆钢股份经营业绩有所下滑，因此暂不进行分红。

受宏观行业及区域经济恶化影响，昆钢股份面临很大的经营压力，2015 年，昆钢股份累计实现营业收入 303.57 亿元，当期净利润-34.70 亿元。2016 年 2 月以来钢材价格有所反弹，公司经营情况有所好转，但受供需矛盾影响，短期钢铁行业景气度持续回暖的可能性较低。同时，武钢集团 2016 年一季度未将昆钢股份纳入财务合并报表范围，截至 2016 年 3 月末，武钢集团和公司分别持有昆钢股份 48.41% 和 43.92% 的股权，中诚信国际将对钢铁行业景气度回暖对昆钢股份经营的影响及实际控制人变动保持密切关注。

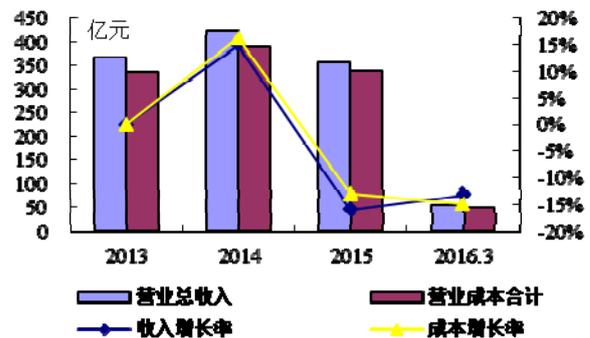
财务分析

以下分析基于昆钢控股公司提供的由中审亚太会计师事务所有限公司出具的标准无保留意见的 2013 年审计报告、经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度报。公司财务报表均依据新会计准则编制，2013 年~2015 年财务报表与 2016 年一季度报公司将应付“短期融资券”计入“其他流动负债”，中诚信国际将其调整至“短期借款”。

2015 年以来受宏观经济增速趋缓及下游行业景气度低迷影响，公司面临一定的经营压力，出现较大亏损

近年来，2015 年宏观经济趋缓，同时下游钢铁行业景气度持续低迷，公司主要板块经营情况受到一定的负面影响，全年营业收入规模有所下滑，2015 年实现营业总收入 356.83 亿元。2016 年 1~3 月，公司营业总收入为 53.94 亿元。

图 4：2013 年~2016 年 3 月公司收入成本分析



资料来源：中诚信国际根据公司年报及一季报整理

营业毛利率方面，2015 年，受铁矿石、水泥建材及煤焦产品价格下降影响，公司营业毛利率降至 4.86%。2016 年 1~3 月，受益于煤炭、铁矿石等大宗原材料价格回升，公司营业毛利率升至 9.23%。

期间费用方面，2015 年发生期间费用 32.18 亿元，基本与上年持平。三费收入占比方面，受公司营业总收入下降影响，三费收入占比有所提升，2015 年为 9.02%；2016 年 1~3 月，公司期间费用合计 7.01 亿元，三费收入占比升至 13.00%。

表 4：2013 年~2016 年 3 月公司期间费用分析

	2013	2014	2015	2016.3
销售费用(亿元)	4.55	4.37	4.12	0.79
管理费用(亿元)	15.40	15.77	16.74	3.87
财务费用(亿元)	9.84	11.16	11.32	2.35
三费合计(亿元)	29.79	31.29	32.18	7.01
营业总收入(亿元)	369.71	425.12	356.83	53.94
三费收入占比(%)	8.06	7.36	9.02	13.00

资料来源：中诚信国际根据公司年报及一季报整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益构成和营业外损益构成。2015 年铁矿石、水泥、煤焦等多板块大幅亏损，当年经营性业务亏损 16.65

亿元；投资收益方面，当期昆钢股份出现大幅亏损，公司计提了一定的投资损失，投资收益降至-16.23亿元；公司营业外收入来源主要为政府补助，2015年获得政府补助 1.61 亿元，营业外损益合计 0.44 亿元。2016 年 1~3 月，公司经营性业务利润-2.48 亿元，取得投资收益 2.73 亿元，当期实现利润总额 0.74 亿元。

总的来看，由于宏观经济增速趋缓以及钢铁行业景气度低迷，2015 年以来公司主要板块的盈利能力受到一定影响，全年出现亏损，面临一定的经营压力。同时参股子公司昆钢股份大幅亏损，公司按比例计提投资损失，进一步加剧公司亏损。但考虑到 2016 年以来，铁矿石及水泥等板块行业景气度出现一定程度回暖，公司主要板块盈利水平将有所提升，中诚信国际将对行业变化及由此对公司产生的相关影响保持持续关注。

经营性现金流水平较为稳定但处于较低水平，外部融资是支持其投资活动的主要融资来源

经营活动现金流方面，2013 年~2015 年公司经营活动的净现金流分别为 2.28 亿元、2.35 亿元和 3.46 亿元，呈小幅增长态势。2016 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 2.03 亿元。

投资活动方面，近年来，公司一直保持了一定水平的投资规模，近年来投资活动净现金流呈净流出状态，主要是昆钢控股公司近年来陆续启动了大红山铁矿、水泥生产线扩建等项目建设，为满足不断增加的在建工程而投入了大量资金使得投资活动现金流保持较大幅度流出所致。2015 年和 2016 年 1~3 月，公司投资活动净现金流分别为-16.99 和 -7.05 亿元。

筹资活动方面，为保障其投资建设，债务融资是公司目前最主要的融资方式，2015 年实现筹资活动净现金流 27.30 亿元，主要为外部借款净流入。2016 年一季度，公司债务偿还规模加大，导致筹资活动净现金流为-10.18 亿元。

表5：2013年~2016年3月现金流量变化（亿元）

	2013	2014	2015	2016.3
经营活动产生现金流入	269.63	342.55	374.04	61.47
经营活动产生现金流出	267.35	340.21	370.58	59.44
经营活动净现金流	2.28	2.35	3.46	2.03
投资活动产生现金流入	10.78	7.37	15.17	2.14
投资活动产生现金流出	43.16	30.22	32.17	9.19
投资活动净现金流	-32.39	-22.84	-16.99	-7.05
筹资活动产生现金流入	197.09	222.54	272.55	42.90
其中：吸收投资所收到的现金	7.97	0.78	21.40	-
借款所收到的现金	185.04	207.67	236.50	41.81
筹资活动产生现金流出	171.84	200.13	245.25	53.08
其中：偿还债务所支付的现金	154.86	178.75	223.47	47.63
筹资活动净现金流	25.24	22.41	27.30	-10.18
现金及现金等价物净增加额	-4.88	1.92	13.76	-15.20

资料来源：中诚信国际根据公司年报及一季报整理

总体看，2015 年公司经营活动净现金流虽有增长但仍处于较低水平，对外部融资依赖程度仍然较高。

债务水平上升，主要偿债指标弱化，短期偿债压力上升

近年公司债务水平持续增长，截至 2015 年末总债务升至 306.81 亿元。2016 年以来，公司加大了部分短期债务的偿还力度，适当缩减了债务规模，截至 2016 年 3 月末，总债务降至 299.19 亿元，其中短期债务 185.71 亿元。

资本结构方面，受债务规模持续增长带动，资产负债率及总资本化比率呈持续增长态势，截至 2015 年末分别为 70.40%和 64.65%。截至 2016 年 3 月末，受总债务规模下降影响，资产负债率和总资本化比率分别降至 69.99%和 63.96%。

从偿债指标来看，2013 年~2015 年末公司总债务/EBITDA 分别为 8.93 倍、9.46 倍和-47.97 倍，其中 2015 年该指标大幅弱化主要为当年亏损使得 EBITDA 由上年的 29.73 亿元降为-6.40 亿元所致。从现金偿付能力来看，受益于 2015 年经营活动净现金流的增长，经营活动净现金流利息保障倍数微升至 0.24 倍，经营活动净现金流/总债务仍为 0.01 倍，经营活动净现金流对总债务及利息的保障能力

均较弱。

表 6:2013 年~2016 年 3 月末公司偿债能力

	2013	2014	2015	2016.3
短期债务(亿元)	158.45	189.58	200.55	185.71
长期债务(亿元)	88.52	89.10	106.26	113.48
总债务(亿元)	246.97	278.68	306.81	299.19
资产负债率(%)	65.28	66.98	70.40	69.99
总资本化比率(%)	58.21	60.68	64.65	63.96
经营活动净现金流/ 总债务(X)	0.01	0.01	0.01	0.03*
经营活动净现金流/ 利息支出(X)	0.23	0.17	0.24	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.79	2.10	-0.44	-
总债务/EBITDA(X)	8.93	9.46	-47.97	-

注:带*指标已经年化处理。

数据来源:中诚信国际根据公司年报及一季报整理

或有负债方面,截至 2016 年 3 月末公司对外担保余额为 58.49 亿人民币和 0.81 亿美元,占同期净资产比例较高。其中为武钢集团昆明钢铁股份有限公司提供美元借款担保 0.81 亿元和人民币借款担保 50.58 亿元,为云南和谐航空有限公司提供的余额为 0.29 亿人民币的担保、为昆华医院投资管理公司提供的 4.62 亿人民币担保和为云南锡业集团有限责任公司提供的 3.00 亿人民币担保。中诚信国际也关注到公司对外担保规模超过所有者权益的 30%,且上述被担保公司中昆钢股份目前短期债务压力较大,经营环境恶化,公司面临一定的代偿风险。

此外,截至目前,公司存在委托贷款总计 6.0 亿元,全部为外部单位,包括云南国鼎投资有限公司 1 亿元和云南煤化工集团有限公司 5 亿元。2015 年 11 月 11 日,云南煤化工集团(以下简称“云南煤化工”)发布公告称,部分债务出现逾期,应付公司委托贷款三季度利息 1,640 万元已逾期。根据公司提供资料,上述逾期委托贷款经与国资委协商决定由云南煤化工直接还款,若云南煤化工无法还款公司建议由省国资委全资子公司云南圣乙投资有限公司还款,截至目前公司尚未收到委贷还款,云南煤化工目前处于重整申请阶段。中诚信国际认为,公司委贷款项的偿付仍存在较大回收风险,将对此予以持续关注。

未决诉讼方面,截至 2016 年 3 月末,公司下

属二级子公司云南泛亚物流集团有限公司(以下简称“泛亚物流集团”)从 2011 年 7 月起与昆明宇业经贸公司及昆明向荣经贸有限公司签订了买卖合同,由泛亚物流集团向昆明宇业经贸有限公司购买昆钢产焊管产品,最终将焊管产品销售给昆明向荣经贸有限公司,因上述两公司涉嫌虚报注册资本、挪用资金、合同诈骗案,已由昆明市人民检察院立案侦查,上述两公司与泛亚物流集团的签订的合同已无法履行,所欠泛亚物流集团款项暂时无法回收。根据目前的催收情况分析判断,泛亚物流集团对预付昆明宇业经贸有限公司货款 31,000,006.65 元,已全额计提资产减值准备,对应收昆明向荣经贸有限公司货款 1,145,777.30 元已全额计提减值准备。此外,公司下属二级子云南昆钢钢材制品有限公司(以下简称“钢制品公司”)与昆明宇业经贸有限公司(以下简称“宇业公司”)签订买卖合同,进行钢材及钢材制品贸易,目前该合同已无法履行,所欠钢制品公司款项暂时无法回收。根据目前的催收情况分析判断,钢制品公司对应收宇业公司货款 25,612,843.13 元已全额计提减值准备。

目前,公司与农行、中行、建行、工行等多家银行保持着良好的合作关系,截至 2016 年 3 月末,公司获得银行授信合计 236 亿元,已使用授信 198 亿元,未使用授信 38 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供人民银行征信管理中心出具的征信报告,截至目前公司本部不存在延期支付借款本息的情况;此外,根据公开资料,2013 年~2016 年 3 月末公司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。

表 7:截至报告出具日公司公开市场存续债务融资情况

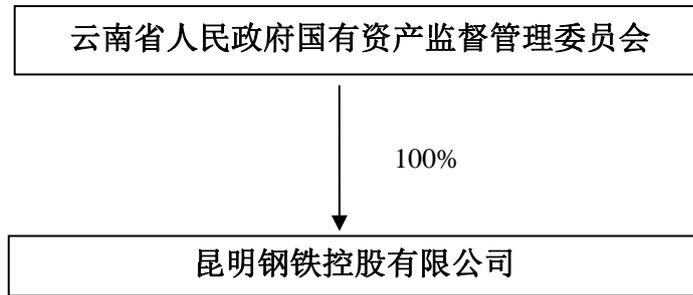
债券简称	发行额 (亿元)	期限	债项信用 等级
12 昆钢控股债	20	8 年	AA ⁺
14 昆钢 MTN001	8.5	5 年	AA ⁺
13 昆钢 MTN1	11	5 年	AA ⁺
15 昆钢 CP002	10	366 日	A-1
15 昆钢 SCP005	5	270 日	-
15 昆钢 SCP004	5	270 日	-

资料来源:中国货币网

结论

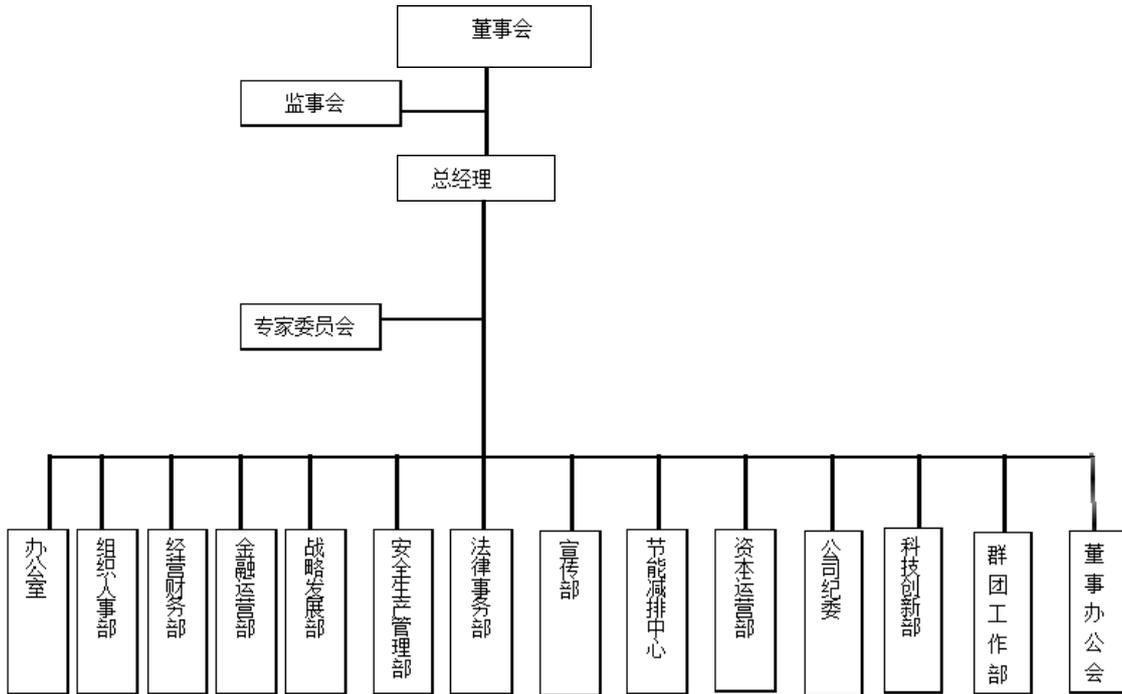
综上所述，中诚信国际维持昆明钢铁控股有限公司的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“15 昆钢 CP002”的债项信用等级为 A-1，维持“12 昆钢控股债”、“13 昆钢 MTN1”和“14 昆钢 MTN001”的债项信用等级为 AA⁺。

附一：昆明钢铁控股有限公司股权结图（截至 2016 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：昆明钢铁控股有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：昆明钢铁控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	209,331.87	232,550.76	370,251.86	218,562.35
交易性金融资产	0.00	0.00	6.07	0.00
应收账款净额	214,926.63	296,750.78	297,194.10	325,339.49
其他应收款	102,247.26	103,209.40	197,987.02	224,132.71
存货净额	665,816.90	747,837.04	779,906.07	738,432.70
长期投资	537,415.22	502,340.31	359,575.71	361,380.62
固定资产	1,550,057.08	1,672,620.21	1,817,755.51	1,906,938.13
在建工程	861,968.32	1,047,476.57	889,738.01	848,961.49
无形资产	409,902.99	431,406.27	397,468.96	399,766.88
总资产	5,108,265.35	5,468,891.59	5,667,462.30	5,618,383.91
其他应付款	183,133.64	151,600.90	139,034.42	123,171.89
短期债务	1,584,470.87	1,895,816.83	2,005,475.27	1,857,107.47
长期债务	885,225.41	890,979.34	1,062,613.55	1,134,751.30
总债务	2,469,696.28	2,786,796.17	3,068,088.82	2,991,858.77
净债务	2,260,364.40	2,554,245.41	2,697,836.96	2,773,296.41
总负债	3,334,906.14	3,663,166.37	3,990,040.25	3,932,577.59
财务性利息支出	99,018.82	110,778.52	122,469.12	-
资本化利息支出	0.00	29,833.89	23,998.23	-
所有者权益合计	1,773,359.20	1,805,725.22	1,677,422.05	1,685,806.32
营业总收入	3,697,067.65	4,251,220.83	3,568,262.85	539,430.46
三费前利润	311,030.02	316,282.11	155,293.76	45,347.44
投资收益	2,336.63	610.35	-162,251.59	27,283.36
净利润	4,084.80	1,251.43	-371,588.96	5,002.54
EBIT	119,067.44	131,803.34	-240,558.68	-
EBITDA	276,483.31	294,666.36	-63,957.34	-
经营活动产生现金净流量	22,798.27	23,458.06	34,642.49	20,288.74
投资活动产生现金净流量	-323,852.94	-228,424.72	-169,933.56	-70,531.36
筹资活动产生现金净流量	252,442.77	224,094.26	272,982.79	-101,805.23
现金及现金等价物净增加额	-48,787.05	19,154.59	137,634.62	-152,047.39
资本支出	291,414.61	164,818.66	153,498.53	65,637.71
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	9.35	8.28	4.86	9.23
三费收入比(%)	8.06	7.36	9.02	13.00
EBITDA/营业总收入(%)	7.48	6.93	-1.79	-
总资产收益率(%)	2.44	2.50	-4.32	-
流动比率(X)	0.69	0.61	0.66	0.66
速动比率(X)	0.41	0.33	0.39	0.38
存货周转率(X)	5.60	5.51	4.48	2.58*
应收账款周转率(X)	17.10	16.62	12.24	6.93*
资产负债率(%)	65.28	66.98	70.40	69.99
总资本化比率(%)	58.21	60.68	64.65	63.96
短期债务/总债务(%)	64.16	68.03	65.37	62.07
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.01	0.01	0.03*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.01	0.01	0.02	0.04*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.23	0.17	0.24	-
总债务/EBITDA(X)	8.93	9.46	-47.97	-
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.16	-0.03	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.79	2.10	-0.44	-

注：1、公司财务报表根据新会计准则编制；2、2013年~2015年财务报表与2016年一季报公司将应付“短期融资券”计入“其他流动负债”，中诚信国际将其调整至“短期借款”；3、2016年一季报未经审计；4、带“*”指标经年化。

附四：基本财务指标的计算公式

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

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (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)

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：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。

附七：债券信用等级的符号及定义

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。

附八：短期融资券信用等级的符号及定义

等级符号	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。