

上海远东资信评估有限公司

沪远证评(2006)022号

2006年承德新新钒钛股份有限公司7亿元

短期融资券评级结论通知

承德新新钒钛股份有限公司:


受贵公司委托,我们对贵公司的短期融资券进行信用评级。我们实施了现场调研、评级分析、专家评审等必要的评级程序,最终从公司的运营环境、管理质量、行业地位、财务实力以及偿债保障等方面评级认定:贵公司2006年拟发行的7亿元短期融资券信用等级为A-1级。同时,为及时发现和揭示未来可能出现的潜在风险,我们将对公司经营状况保持密切关注,并在必要的情况下及时揭示受评对象可能出现的信用水平变化。

附件:《2006年承德新新钒钛股份有限公司7亿元短期融资券信用评级报告》

上海远东资信评估有限公司

二〇〇六年三月十九日






承德新新钒钛股份有限公司
CHENGDE XINXIN VANADIUM AND
TANIUM CO.,LTD

2006 年承德新新钒钛股份 有限公司 7 亿元短期融资券 信用评级报告

沪远证评(2006) 022 号

债信级别: **A-1** 级



上海远东
资信评估

地址: 上海市淮海中路 622 弄 7 号

邮编: 200020

电话: 0086-021-53061122 (总机)


传真: 0086-021-63848585

网址: www.fareast-cr.com

电子信箱: fareast@fareast-cr.com

上海远东资信评估有限公司
SHANGHAI FAR EAST CREDIT RATING CO.,LTD

二〇〇六年三月



特别风险提示:

- 宏观调控效应的逐步显现使得固定资产投资增速回落,将在一定程度上间接性影响公司钒产品和建筑钢材产品的销售。
- 近期原材料价格上涨和钢材市场价格下跌的双重影响将会加大公司的经营压力,加之铁路运力不足、电力供应紧张将限制公司产能的完全发挥,致使成本增加,并在一定程度上影响其盈利水平。
- 公司短期借款规模较高,债务期限结构不尽合理。

◆ 公司概况

承德新新钒钛股份有限公司（以下简称“G承钒钛”或“公司”）前身为承德钢铁股份有限公司，由承德钢铁集团有限公司（原“承德钢铁公司”）独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司，公司于1999年7月更名为承德新新钒钛股份有限公司。

2002年8月22日，公司以全部向二级市场投资者定价配售的发行方式向社会公开发行人民币普通股股票100,000,000股。经上海证券交易所批准，公司的10000万股A股股票已于2002年9月6日在上海证券交易所上市交易。2005年11月，公司完成股权分置改革。

截至2005年末，公司前10大股东持股情况如下：

图表 1：G承钒钛前 10 大股东持股情况表

序号	股东名称	期末持股数 (股)	持股比例 (%)	所持股份类别
1	承德钢铁集团有限公司	396,445,019	52.12	国家股
2	国华能源有限公司	26,123,807	3.43	法人股
3	承德昌达经营开发有限公司	8,866,487	1.17	法人股
4	山西焦化集团有限公司	7,060,488	0.93	法人股
5	浙江省饲料公司	3,530,244	0.46	法人股
6	河北省物产企业（集团）公司	2,620,000	0.34	法人股
7	石家庄焦化集团有限责任公司	2,118,146	0.28	法人股
8	中国诚通金属集团公司	2,118,146	0.28	法人股
9	中钢集团天津公司	1,412,097	0.19	法人股
10	邢台市中北房地产开发有限公司	1,412,097	0.19	法人股

资料来源：公司 2005 年年报

2006年2月，河北省国资委将其所持有的承钢集团61.726%国有股划给唐山钢铁集团有限责任公司持有，由此，公司正式加入新唐钢集团。新合并后的唐山钢铁集团有限责任公司拥有唐山钢铁股份有限公司、宣化钢铁集团有限责任公司、承德钢铁集团有限公司3个直属子公司。新唐钢集团2005年产钢1608万吨，产铁1466万吨，产钢材1482万吨；2005年末资产总额576亿元，实现销售收入491亿元，利润21.42亿元。合并后的唐钢集团实力进一步增强，成为国内目前的第三大钢铁集团型企业。

G承钒钛地处河北省承德市，拥有丰富的钒钛磁铁矿资源，并且是我国仅有的两家掌握钒钛提取技术的钢铁冶炼企业之一。2005年公司五氧化二钒、钒渣和钛精矿产量分别达5700.85吨、7.62万吨和2.03万吨。公司下辖承德燕山带钢有限公司和承德燕山气体有限公司两家控股子公司，投资参股锦州钒业有限责任公司、攀钢集团锦州钛业有限责任公司等4家企业，其主导产品为钒系列产品和建筑钢材系列产品，主营业务涵盖了钒渣、五氧化二钒、钒铁合

金、含钒低合金钢、氧气等的生产和销售。

截至 2005 年末，G 承钒钛总资产 67.76 亿元，所有者权益 19.46 亿元；2005 年主营业务收入 75.15 亿元，实现净利润 1.94 亿元，主营业务呈稳步发展态势。

◆ 经济环境和行业分析

钒钛资源综合利用符合我国产业政策的发展方向，钒产品及含钒低（微）合金钢系列产品发展前景广阔；《钢铁产业发展政策》的出台，为我国钢铁工业发展提供了政策导向，将促进国内钢铁行业持续、稳定、健康发展

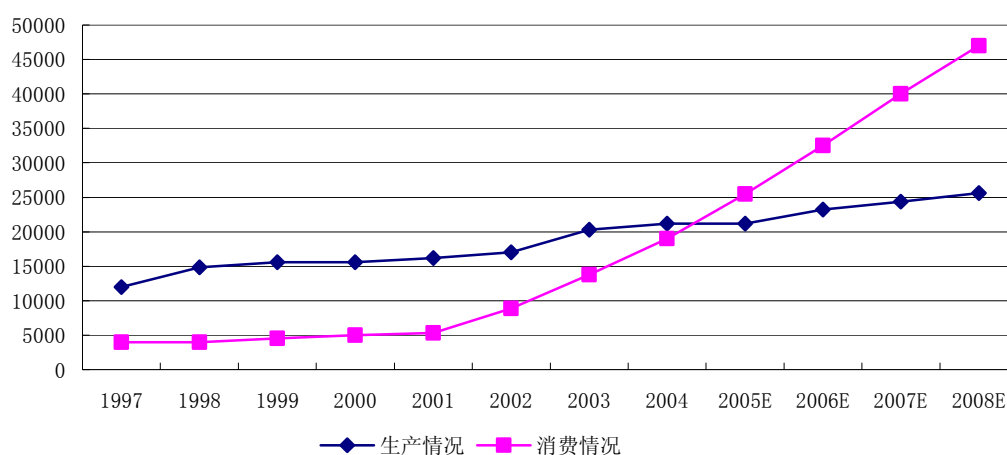
随着我国经济的迅速发展，资源匮乏正逐渐成为制约我国经济发展的瓶颈。在钢铁冶炼领域，由于低（微）合金钢材比普通钢材具有强度高、韧性好、抗疲劳、重量轻等优点，能够显著节约钢材使用量，因而高效节能型钢材得到大力发展。实践表明，在结构钢中加入不到 0.1% 的钒，可提高强度 10~20%，减轻结构重量 15~25%，降低成本 8~10%。

我国是钒、钛资源大国，钒和钛的储量分别位居世界第三和世界第一，主要蕴藏于河北承德地区和四川攀枝花地区的钒钛磁铁矿中。由于钒钛磁铁矿成分复杂，其高炉冶炼和转炉提钒炼钢具有一定的技术难度，因此目前国内只有 G 承钒钛和 G 新钢钒等少数企业掌握相关技术，其生产技术和相关产品的技术含量已处于世界前列。

钒钛资源综合利用产业是属于国家产业政策重点支持发展的产业，我国已经确立了大力发展低微合金钢的战略方向。早在 1997 年召开的中国低合金钢会议就明确指出，我国由钢铁大国转向钢铁强国必须要走低（微）合金钢道路。国家发展和改革委员会、科技部、商务部联合发布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2004 年度）》中也明确提出：“……必须解决冶金资源匮乏的问题及高附加值和高技术含量钢依赖进口的问题。大力发展低成本高性能钢铁材料取代传统钢铁材料，减少钢铁消耗，提高产品竞争力，是我国钢铁产业的发展方向”，并确定了钒、钛、铌、稀土为我国主导合金元素。2000 年国务院颁布了《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》，“多金属共生矿综合利用”、“低合金钢和微合金钢”被列入其中。

图表 2：国内钒生产、消费情况及预测图

(单位：吨)



数据来源：中冶集团包头钢铁设计研究总院

钢铁企业生产低微合金钢主要添加剂是钒元素，每 1 吨低微合金钢需要钒产品（五氧化二钒）1.5 公斤左右。据统计，2005 年 1—8 月我国出口五氧化二钒 4939.045 吨，80 钒铁 1747.947 吨。据估计 2009 年我国钒产品的供求缺口将达到 26300 吨。总体而言钒产品及含钒低（微）合金钢系列产品具有广阔的前景。

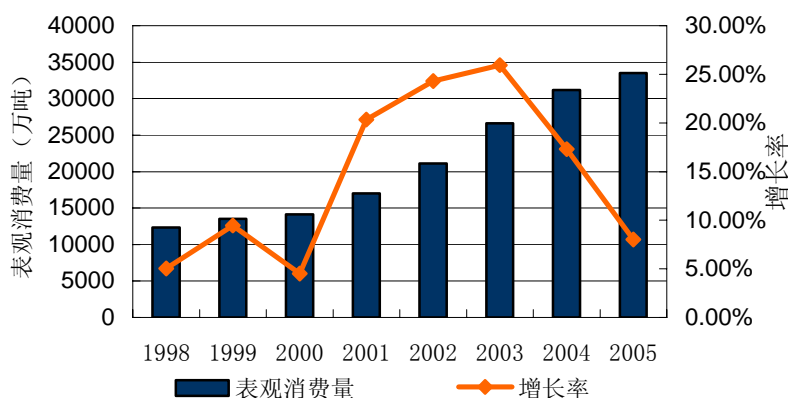
从钢铁行业来看，2005 年 7 月 20 日，国家发改委正式颁布了《钢铁产业发展政策》，政策目标是根据我国经济社会发展需要和资源、能源及环保状况，钢铁生产能力保持合理规模，钢铁综合竞争力达到国际先进水平，使我国成为世界钢铁生产的大国和具有竞争力的强国。政策强调未来钢铁工业发展的重点是技术升级和结构调整，主要内容包括产业规划布局、技术行业准入、优化钢铁产品结构以及循环经济等方面。

钢铁产业发展政策的出台，对我国钢铁工业发展中存在的生产布局不合理、产业集中度低、产品结构矛盾突出、技术创新能力不足等诸多问题做出了指导性的规划，并对钢铁项目的重复建设，产能盲目扩张的现象起到有效的遏止作用。政策的出台和实施将对国内钢铁企业发展起到深远的影响，也必将引起国内钢铁企业内部的联合、兼并和重组，进而加快产业升级和结构调整，促进钢铁行业持续、稳定、健康发展，这给具有一定规模优势、地域优势、技术优势以及产品优势的大型钢铁企业提供了良好的发展契机。

近年来钢铁行业产能的持续放大带动钒产品市场发展

从世界范围来看，钒在钢铁工业中的消费量占其总量的 85%。国内钒的消费量中有 90% 用于钢铁工业，其余 10% 用于催化剂、钛钒合金、颜料等领域。因此，国内钢铁行业的发展程度在很大程度上决定了钒产品的市场容量。

图表 3：我国历年钢铁表观消费量及增长率



资料来源：钢铁工业协会，远东资信整理

进入 2003 年以来，钒对改变钢铁产品特性、提升产品档次的作用逐步被国内大多数钢铁企业所认同。为应对进口钢材的竞争，许多钢铁企业加大了产品中含钒低（微）合金钢的比例以提升产品档次，由此拉动了对五氧化二钒等钒产品的需求。以国际市场五氧化二钒价格为例，2002 年底为 1.3 美元/磅，到 2004 年底已经上涨至 6 美元/磅。随着我国经济的发展，高品质高强度钢需求的加大，国内市场对于钒产品的需求将持续增长，2004 年我国已由原先的钒产品净出口国转变为净进口国。自 2004 年 5 月以来国内钒产品价格大幅上升，2005 年 4 月开始至 2006 年 1 季度，受钢材价格下降以及国际钒品价格影响，国内钒品价格也相应回落，但总体仍处于高位调整阶段（见图表 4）。远东资信认为，在国内钢铁产能放大，价格竞争激烈，众多钢铁企业调整产品结构，逐步向高端产品集中的情况下，钒的需求在未来将有较大的增长。而钒属于稀缺资源，且钒的提炼需要较高的技术支持，因此预计未来几年我国钒产品将会存在较大的供需缺口，钒产品价格将继续在高位运行。

图表 4：2006 年国内钒品价格走势



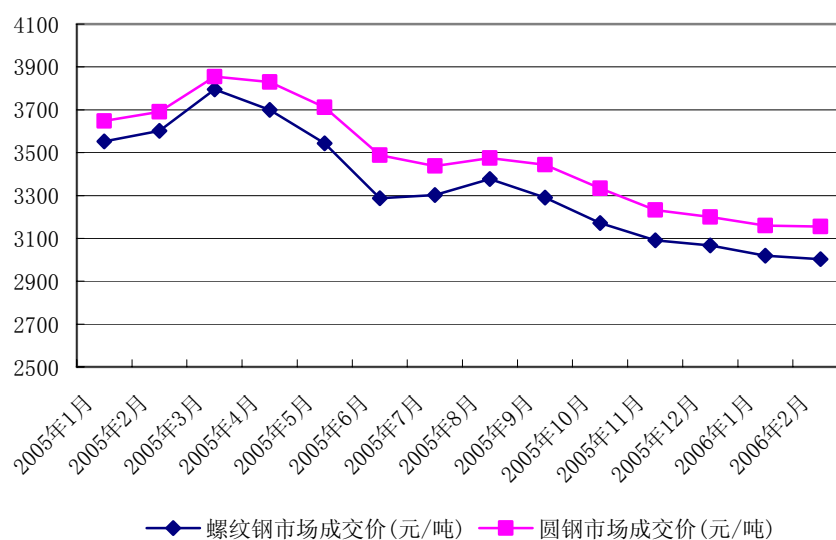
资料来源：中国商务网

过快的产能释放导致国内钢铁产能过剩，国内钢铁行业正处于阶段性调整期

目前世界上大部分钒生产企业都是通过炼钢的过程来提取钒，因此，要扩大钒产品的产量，势必要扩大钢的产能。在我国如 G 承钒钛和 G 新钢钒，其主导产品主要由钢材产品和钒产品组成，且其主营业务收入大部分来自钢材的生产销售，钢材的市场状况也对这些企业的盈利能力产生一定的影响。

全球钢铁产品价格自 2001 年以来持续上涨，但是由于国内钢铁行业受国家政策调控影响，和此前钢铁项目投资过快，产能迅速释放，使得总体供大于求的矛盾开始显现。在 2005 年 4 月前后，钢产品整体价格见顶回落，进入 2006 年 1 季度略有启稳，但总体趋势仍不明朗。（见图表 5）。

图表 5：2005 年以来螺纹钢与圆钢价格走势



资料来源：国研网

而另一方面，2005 年 4 月起，以钢铁、石油、化工和汽车为代表的重化工业持续升温，煤炭、电力、运输能力出现短缺，对钢厂生产成本的影响逐渐凸显，而国内钢材市场价格的持续下滑更加重了钢铁企业的成本压力，压缩了盈利空间。

综合各方面因素来看，成本刚性上涨和市场价格持续下降的双重作用挤压着钢铁生产企业的利润空间。但是，一方面由于钢铁行业内部集中度低，价格同盟难以形成并维持，使得企业主动减产保价的可能性很低；另一方面，尽管行业效益近期内出现大幅下滑，但在中长期仍处历史高位，加之 2003-2004 年滚存的超额利润，短期内企业的经营仍可以维持，被动减产的临界点也尚未到达。因此，远东资信认为，钢铁行业在短期内仍将维持产量上升但利润出现滑坡的局面。在这种情况下，行业地位较强，或具有技术优势和产品结构差异化优势

的企业有着相对明显的短期抗风险能力。

受固定资产投资增速放缓影响，建筑钢材产品市场增速回落，但高等级螺纹钢得益于政策扶持需求稳定

固定资产投资在很大程度上影响建筑钢材市场。近几年，我国投资增速较快，使得建筑钢材消费一直保持着 20% 以上的增长速度。但是本轮宏观调控使投资增长速度放缓，从拉动宏观经济的投资、消费和出口三个方面看，目前国内投资增长速度已进入下降通道：占固定资产投资比重最大的房地产投资回落速度正在加快；国内紧缩信贷的局面没有改变；土地政策对固定资产投资盲目扩张的抑制作用正在逐步生效。加之目前企业效益下降使企业自有资金投资明显减慢，因此预计经济增长速度的逐步减缓必然会影响到国内钢材的需求增长。而从影响钢材市场需求最大的指标房地产投资增长看，需求减弱的步伐可能会更加明显。随着国家对房地产市场出台了一系列调控政策，房地产开发商将不得不收缩投资计划来适应宏观政策的变化。这意味着线材、螺纹钢市场需求长期仍将处于相对的低迷阶段。

但是，III级螺纹钢的市场价格比普通螺纹的市场价格波动幅度小，高等级建筑钢材价格稳定性强，这主要是由于为了加快建筑钢筋的升级换代，提高建筑质量，国家指定重要工程的用钢标准。2002 年建设部颁布的新的《混凝土结构设计规范》正式把 HRB400 即新III级螺纹钢作为混凝土结构中的主导钢筋。按照国家建设部、钢铁工业协会对钢铁产品结构调整规划，2005 年后新III级螺纹钢产量要逐步达到螺纹钢总量的 50% 以上，这为含钒低（微）合金钢产品的应用提供了良好的外部环境。

◆ 经营管理分析

G 承钒钛治理结构较完善，经营独立性较强，健全的管理制度保证了公司的规范化运作

2002 年上市以来，公司根据中国证监会相关法规的规定，建立了较为完善的治理结构和良好的运行机制。公司设立了股东大会、董事会、监事会，聘任了总经理和其他高级管理人员，并设置了相关的职能部门。董事会由 11 名董事组成，其中董事长 1 名、副董事长 2 名、独立董事 4 名，4 名独立董事分别为法律、会计、行业和技术方面的专家，独立董事人数占全体董事的比例为 36.36%。

承钢集团是公司的控股股东，股改完成后持有本公司 52.12% 的股份，也是唯一持有公司 5% 以上股份的股东。公司与大股东产权明晰，在人员、财务、业务等方面均保持了与大股东应有的独立性。公司的各项管理制度较健全，并根据国家相关政策和公司实际情况，在发展过程中，逐步将之完善。2004 年公司根据中国证监会《关于规范上市公司与关联方往来及上市公司对外担保若干问题的通知》要求，对《公司章程》进行了修改，规定不得直接

或间接对资产负债率超过 70% 的被担保对象提供债务担保，明确对外担保的决策程序及权限，从制度上进一步保证了公司的规范运作。

公司依据地域资源优势，以钒钛产业作为未来发展的核心产业，这将在一定程度上规避钢铁行业波动的风险；加入新唐钢集团使得公司面临的区域内竞争减少，合作空间更大

G 承钒钛拥有丰富的钒钛资源。作为钢铁冶金的上游行业，钒钛产业受钢铁行业波动的影响相对较小，且钒钛产品市场前景广阔，毛利率较高，因此重点发展钒钛产品成为公司未来的发展方向。公司以钒钛资源综合利用为核心，不断提高资源利用水平和产品技术含量，将产业链延伸到钒、钛深加工领域，形成含钒低（微）合金钢材系列、钒产品系列和钛产品系列并举的格局；将 G 承钒钛建成为东部最大的钒钛产业基地成为公司的总体目标。

图表 6：G 承钒钛钒产品开发计划表

		钒钛产品开发规划	完成时间
一级开发	钢	含钒低（微）合金带钢、新 III 级螺纹钢、含钒一级抗震钢筋、非调质钢、锚链钢、圆环链钢	2004 年
	钒	五氧化二钒、50 钒铁、80 钒铁、氯化钒、硫酸氧钒、偏钒酸铵	
二级开发	钢	含钒低（微）合金优质钢材、VI、V 级螺纹钢、电工用钢	2007 年
	钒	三氧化二钒、高纯金属钒	
三级开发	钒	钒电池等高端钒产品	2010 年
	钛	纳米二氧化钛、钛黄粉、钛合金材料	

资料来源：公司提供

公司已制定了钒钛产品三级开发的战略部署（见图表 6），目前第一阶段已基本完成。通过三级梯度开发，公司将结合钒钛资源优势和公司的钒钛加工技术优势，形成含钒低（微）合金钢、钒产品和钛产品三大系列产品的规模化经营，提高公司产品在国内外市场的竞争力和占有率。公司目前面临的主要问题就是如何不断提高资源综合利用水平，降低各项物质消耗，实现可持续发展，使公司成为资源综合利用和环保节能的钒钛高科技企业。

远东资信认为，公司的整体战略规划向上游行业倾斜，部分规避了钢铁行业的激烈竞争。同时，产品的多元化和差异化也起到了分散风险的作用，使公司的抗风险能力得到了一定的提高。

2006 年 2 月，公司依据国家产业政策和河北省钢铁产业结构调整总体实施方案，完成了与唐山钢铁集团和宣化钢铁集团的合并，合并后的唐钢集团在区位优势上更明显，对于 G 承钒钛而言，面临的区域内竞争压力减少，合作机会增多，也为其钒钛产品的销售提供了一

个稳定的环境。此外，由于 G 承钒钛是新唐钢集团内较有特点的公司，其产品与其他公司存在一定的差异化，预期未来来自唐钢集团的支持也将有利于 G 承钒钛的发展。

公司研发力量较强，技术创新机制的有效运行提高了 G 承钒钛的技术实力

G 承钒钛是国家提钒技术的实验基地，也是我国最早研发提钒技术的企业。公司十分重视科技开发和技术储备工作，不断提升技术创新的质量和水平，强化技术开发人才队伍建设。在创新机制方面，公司制定了《技术进步条例》、《技术创新实施方案》、《技术创新奖励条例》等创新制度。公司技术中心成立于 1998 年 4 月，2000 年 11 月通过河北省企业技术中心认定。以技术中心为主的企业创新体系在提高企业的市场反应能力、提高企业的市场竞争能力和发展后劲上起到了重要作用。

国内目前的钢铁冶炼技术已比较成熟，因此，研发新的高等级钢，并通过新技术的应用来降低冶炼成本成为钢铁市场竞争的关键。公司目前正在进行的工艺研究项目包括：新棒材生产线及控制轧制技术、微波能高温技术生产氮化钒新工艺、开发应用高炉煤气生产蒸汽驱动高炉鼓风机、转炉蒸汽回收发电技术等。此外，钒电池和含钒高强度带钢和圆钢也正在研发中。这些新技术的研究成功将有助于降低成本、提高品质和增加附加值。公司近三年共研究开发的项目 100 余项，其中 50 多项已应用于生产实践，10 多项技术获得省级以上技术进步奖。

人才战略是保障公司总体战略目标得以顺利实施的关键，公司今后几年将从四个方面实施人才战略，一是有计划、有目的引进人才；二是对人才进行系统化的使用与培养，提升其综合素质；三是引入竞争机制，实行指导性安排和竞聘上岗相结合的方式安排岗位；四是开展创建学习型企业培训，从企业内部挖掘有潜质的人才，并提升整个企业的人员素质。公司现有省级专家 5 名、市拔尖人才 4 名和公司级专家 124 名；拥有硕士以上学历人才 20 名，其中博士 1 名、硕士 19 名。此外，公司还有 38 名和 190 名各级管理人员分别通过清华大学高级管理人才培训课程和工商管理高级研修班课程。

◆ 竞争力分析

依托钒钛资源和提炼技术，公司形成了较完整的产业链，具备较强的核心竞争力

与国内大部分钢铁企业相比较，G 承钒钛具有两大核心竞争优势，即资源和技术（钒钛提炼技术），这使得公司的产品结构与其他钢铁企业相比具有较明显的差异化优势。

首先，承德地区丰富的钒钛磁铁矿资源是公司的重要资源优势。根据河北省承德市国土资源局提供的《承德市矿产资源开发重点及方向》和河北省地质矿产开发局提供的《河北省超低品位铁矿（承德地区）调查报告》统计，承德地区高品位钒钛磁铁矿（五氧化二钒含量大于 0.7%，二氧化钛含量大于 7.2%）已累计探明储量 2.6 亿吨，其中保有储量 2.2 亿吨；

低品位钒钛磁铁矿（五氧化二钒含量大于 0.13%，二氧化钛含量大于 2.46%）远景资源储量 45 亿吨，经详细勘查后确定的储量为 29.6 亿吨。近年来承德地区低品位钒钛磁铁矿采选技术的成功开发，也为大规模开发利用承德地区钒钛磁铁矿资源创造了条件。

其次，提钒技术是公司的主要技术优势。钒钛磁铁矿的高炉冶炼和转炉炼钢本身具有较高的技术难度，而从钒钛磁铁矿中提钒回收技术则属世界范围内的技术难点。1965 年，我国钒钛磁铁矿高炉冶炼技术率先在承德进行技术攻关并获得成功。该项技术于 1979 年获得“国家科技发明一等奖”。经过二十几年以来的不断创新，该技术目前仍处于行业领先水平，国内只有该公司和 G 新钢钒等少数企业掌握。此外，公司还拥有顶底侧复吹转炉提钒技术、以自产钒渣为原料加工生产五氧化二钒技术以及钒氮合金、钒铁等钒产品深加工技术。

依托资源的优势，公司形成了上游以五氧化二钒和 50 钒铁为主导产品，下游以含钒国标螺纹钢、含钒新 III 级螺纹钢和含钒低合金带钢为主导产品的产业链，同时在钒产品深度开发上下功夫，先后研制出氮化钒、80 钒铁等新产品，不断延伸钒产品和含钒制品产业链。相比其他企业，公司具有明显的产业链优势，可以通过调整产业链中不同产品的结构来避免因个别产品价格波动对公司的不利影响，保持公司的盈利能力和市场竞争力。

在钒产品生产领域，目前公司在国内的竞争对手只有攀钢集团旗下的 G 新钢钒。与 G 新钢钒相比较，虽然攀枝花地区的钒钛磁铁矿储量高于承德地区，且研发力量也较强，但是 G 承钒钛所处位置上靠近京津，为华北经济较发达地区，地理位置方面占有较大的优势。而且，两家公司在产品种类、销售地区等方面差异较大，就钢材产品而言，G 承钒钛以生产建筑钢材为主，而 G 新钢钒以板材为主；G 承钒钛的销售区域集中于华北地区，而 G 新钢钒在西南地区和其他地区，因此，本公司和 G 新钢钒之间直接竞争压力尚不十分明显。

公司钒产品产销较稳定，在目前钢铁全行业盈利能力普遍下降的情况下，公司钒产品对利润的贡献起到了举足轻重的作用，钒产品产能仍有进一步提高的空间

从地区销售集中度来看，公司的含钒低（微）合金钢筋和带钢产品的主要销售市场为华北地区，主要竞争对手包括北京首都钢铁集团有限公司和天津钢铁有限公司。近年来随着对低合金高强度钢需求的加大，各钢铁企业均开始生产含钒低（微）合金钢产品，行业竞争比较激烈。但公司依托核心竞争力优势，自身具备提钒能力，因此较其他厂家具有明显的产业链优势和成本优势。而且，在目前钢铁全行业盈利能力普遍下降的情况下，公司钒产品对利润的贡献就起到了举足轻重的作用。此外，完成合并后，公司所依托的新唐钢集团在区域内的竞争力也进一步加强。

由于近几年华北地区固定资产投资增速一直较高，且公司的产品结构与其他公司相比具有差异化优势，因此其产销情况保持了稳定增长。此外，从 1998 年开始，公司率先在国内

供应含钒新Ⅲ级螺纹钢，并在 8 个省市获得当地建委颁发的新Ⅲ级钢筋准入证和推广证，在国内同行业中占据了领先地位。2002—2004 年公司分别销售含钒新Ⅲ级螺纹钢 26 万吨、49 万吨和 50 万吨，2005 年公司又新增了Ⅳ级螺纹钢(321.59 吨)、高速线材(19.81 万吨)、圆钢(11.37 万吨)等产品，国内市场占有率一直名列前茅。众多的国家重点建设项目，如中央电视台新台址工程、国际游泳中心工程、首都机场 3 号航站楼、北京奥运主体育场工程、三峡工程等均采用公司的螺纹钢产品。

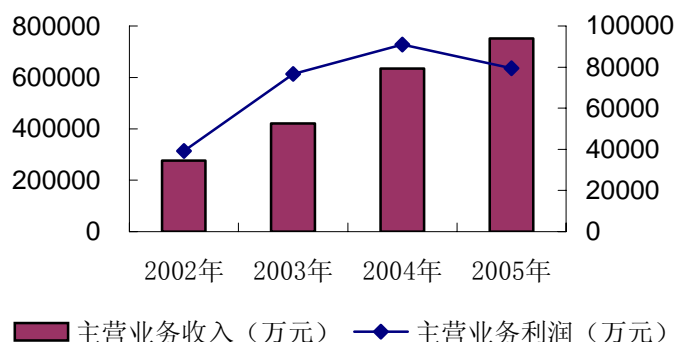
作为中国东部最大的钒产品制造商，公司近年来钒产品的生产规模逐年增加。2005 年公司氧化钒、钒铁合金的产量分别为 5700 吨和 541 万吨，产能有了较大的提高，主要是公司 2 座 100 吨提钒转炉已投入使用，随着近几年公司在技改方面投入的初见成效，以及当地电力设备运转正常，钒的产能在近两年内有望得到进一步提升。

◆ 财务分析

钒产品在市场价格持续上涨与公司资源成本优势的相互作用下，毛利率快速上升，盈利能力较为突出，缓解了钢材产品毛利率下降对公司利润水平造成的波动，公司主营业务表现出较强的抗风险能力

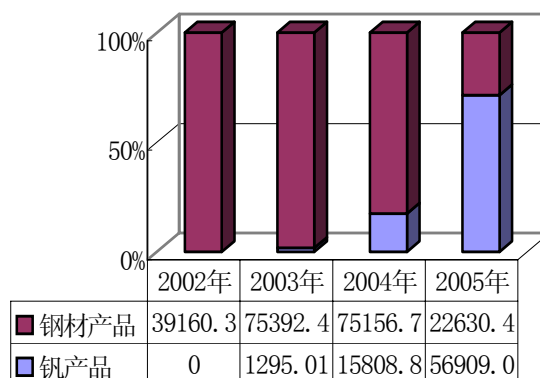
自 2002 年公开发行上市以来，公司利用募集资金和自筹资金进行了大规模技术改造，产能迅速扩展，主要产品产量大幅上升，公司主营业务收入保持快速增长。公司目前主要产品为钒系列产品，和以含钒低（微）合金钢系列产品为主导的钢材产品。近两年，钒系列产品的利润贡献度逐渐增加。2004 年和 2005 年，钒产品的销售利润占公司主营业务利润的比重分别达到 17.38%和 71.55%。而钢材产品虽然产销量均呈上升趋势，但在市场价格持续下滑和成本上升的两头挤压下，公司钢材产品收入增长速度放慢，其在主营业务利润中的比重也逐年降低，2005 年度利润占比仅为 28.45%。

图表 7：2002 年-2005 年公司主营业务利润及主营收入变动趋势



资料来源：G 承钒钛 2002 年—2005 年审计报告

图表 8：2002 年-2005 年公司主营业务利润构成变动趋势



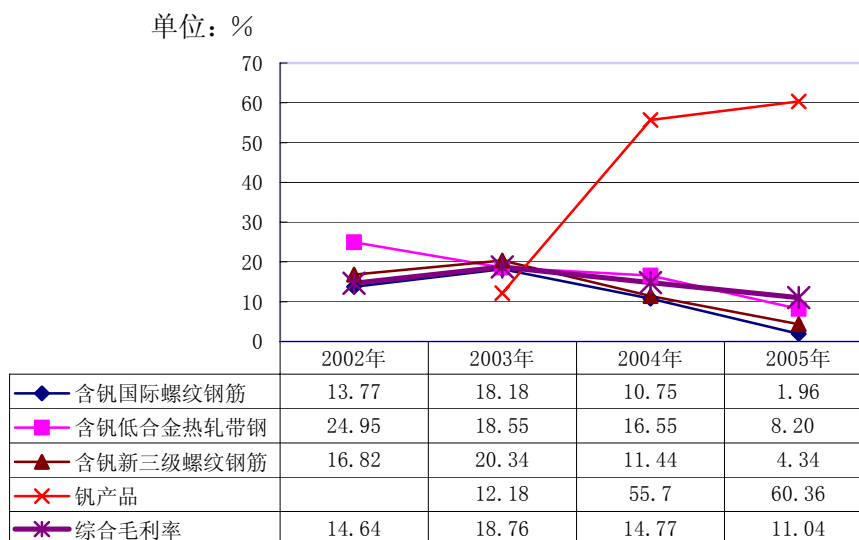
资料来源：G 承钒钛 2002 年—2005 年审计报告

2003 年以来，国际钒产品价格恢复性上升，而国内众多钢铁企业对钒的需求也进一步上升，从而拉动了五氧化二钒等钒产品的需求，钒产品价格快速上涨。得益于此，公司钒产品销售收入呈现快速增长势头，2004 年和 2005 年环比增长速度分别达到 157.94% 和 232.12%。

此外，承德地区丰富的钒钛磁铁矿资源为公司提供了富有竞争力的原材料成本优势，扩大了公司钒产品的盈利空间。2004 年度公司钒产品产能迅速扩大，规模效应使得钒产品毛利率达到 55.7%，较上年度增长 43.52 个百分点。2005 年，公司钒产品毛利率继续上升，达到 60.36%，表现出较强的盈利能力。虽然 2006 年 1 季度钒品价格出现下降，但预计仍能保持较高的毛利率水平。

近年来由于原材料价格上涨，铁路运输及电力供应紧张，公司含钒低（微）合金钢系列产品成本压力增大。尤其是 2005 年，由于当地电力设备改造，累积长达 1265 小时限电，也在较大程度上增加了公司的生产成本。此外，受国家宏观调控政策的影响，房地产投资增速减缓，影响了建筑钢材特别是螺纹钢的需求增长，建材市场价格受挫。在成本增加和价格下跌的双重压力下，公司含钒低（微）合金钢系列产品的毛利水平普遍下降，使得公司主营业务综合毛利水平有所下滑。2005 年公司主营业务毛利率由上年的 14.77% 下滑至 11.04%（见图表 9）。

图 表 9：2002 年-2005 年公司分产品毛利率与综合毛利率变动趋势



资料来源：G 承钒钛 2002 年—2005 年审计报告

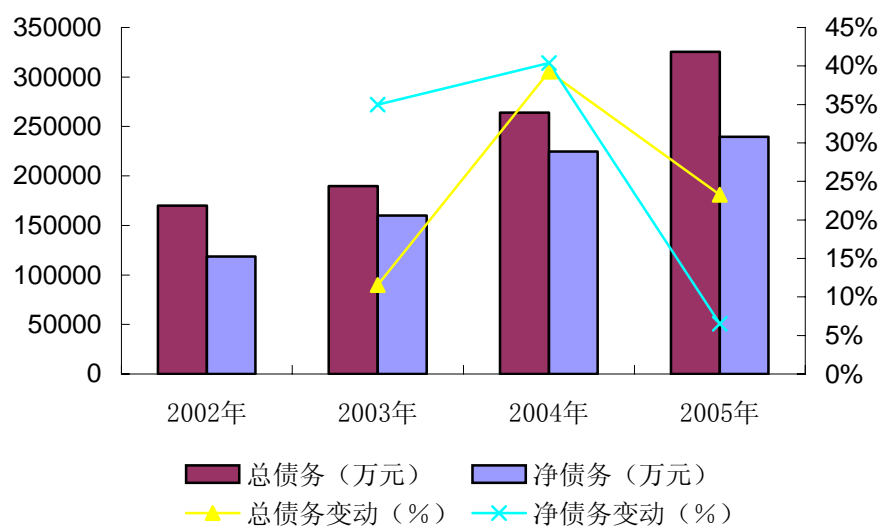
综合分析公司各主要产品的盈利水平，远东资信认为，公司的经营重点已向钒产品转移。在钢铁产品保持同行业平均盈利水平的前提下，钒产品将在很大程度上影响公司总体盈利能力。因此，随着公司钒钛产业链的构建和完善，及提钒能力的进一步扩大，公司主营业务抗风险能力将得到逐步提高，主营业务盈利水平的稳定性逐渐增强。

公司债务规模较大，短期债务比重偏高，流动性压力较大

公司自 2002 年上市以来，未实施再融资，融资渠道主要依赖于银行借款。近 3 年公司总债务与净债务规模迅速上升，尤其在 2004 年，公司总债务与净债务分别同比增长了 39.26% 和 40.39%。2005 年，公司债务增长速度有所放缓，总债务与净债务的增长速度分别降至 23.26% 和 6.52%，但债务规模仍然较高，年末总债务占资本总额的比重达 59.85%。

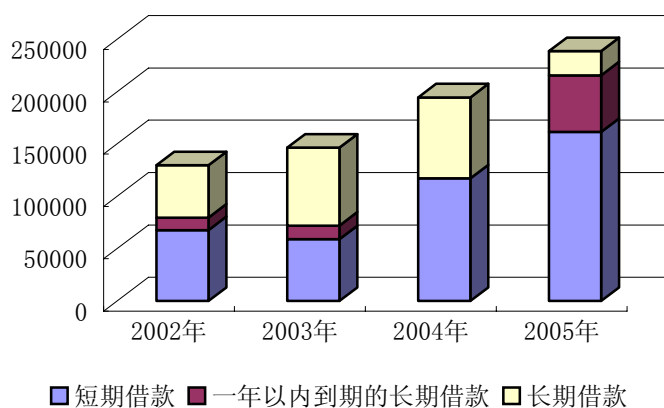
随着公司业务规模的扩大，以及 2003 年以来，受原材料价格持续上涨的影响，公司周转资金需求量增多，公司短期借款在规模和比重上逐年上升。2004 年和 2005 年公司短期借款增长率分别达到 98.39% 和 37.85%，2005 年末公司短期借款余额达到 16.14 亿元，占总资产的 23.81%。短期借款规模的迅速上升，使得公司面临较大的短期偿债压力，公司流动性风险较高。

图表 10：2002 年-2005 年公司债务变动情况



资料来源：G 承钒钛 2002 年—2005 年审计报告

图表 11：2002 年-2005 年公司借款构成及变动情况



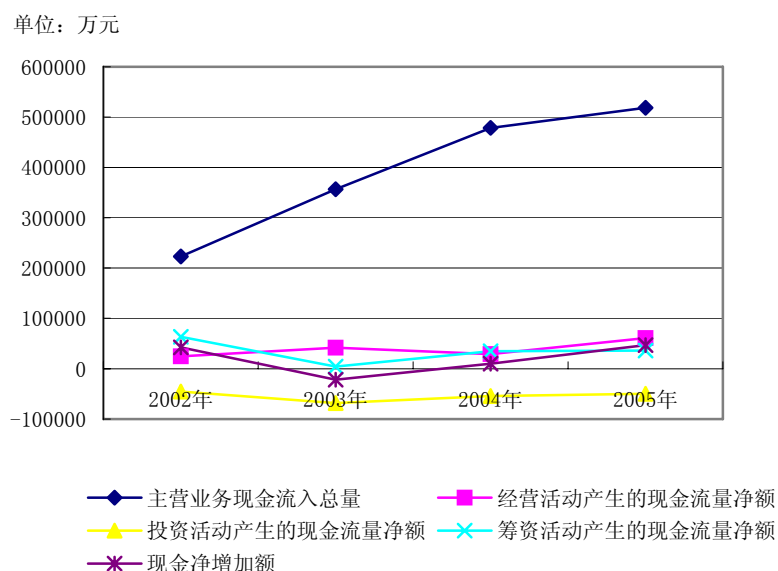
资料来源：G 承钒钛 2002 年—2005 年审计报告

公司经营性现金流较为稳定，存货变现能力较强，货币资金存量较为充足，对流动性压力形成一定的缓冲

公司主营业务获现能力较强，近 3 年，公司主营业务现金流入环比增长率分别达到 59.67%、34.34%和 8.31%，保持了较快的增长速度。2004 年公司加大了原材料的风险储备规模，致使经营活动现金流量净额略有下降，2005 年公司经营活动现金流已逐步回升。总体来看，

公司经营活动现金流相对较为稳定，并维持在较高水平。

图表 12：2002 年-2005 年公司现金流变动情况



资料来源：G 承钒钛 2002 年—2005 年审计报告

钢铁行业特性决定了公司资本固化率处于较高水平，此外，公司近年新增固定资产投资规模较大，加大了资本固定化程度。2003-2005 年资本固定化比率分别为 164.09%、210.61% 和 219.08%。未来几年，随着公司业务规模的不断扩大，预计公司资本固定化水平仍将维持在高位。

公司流动资产集中于货币资金和存货，2005 年末两者分别占总资产的 12.73% 和 13.53%。其中，存货主要为公司库存的原材料——钒铁精粉，属于一般流通的商品，目前市场价格坚挺，变现能力较强。

综上，公司经营活动现金流较为稳定，流动资产变现能力较强，且现金储备量较大，对公司流动性压力形成一定的缓冲。

◆ 债项分析

公司本次计划发行短期融资券的面值共计人民币 7 亿元，期限为 365 天，按贴现方式同期发行。本期短期融资券募集资金主要用于补充公司生产经营的流动资金。由于短期融资券的融资成本远低于银行借款利率，如本期短期融资券发行成功，将减少公司的短期借款需求，节约其运营成本。

本期短期融资券未来的偿付情况主要取决于公司的运营状况。公司具有符合政策导向的产业优势，以及技术、资源、产业链、地域等众多竞争优势，其钒产品的较强盈利能力在很大程度上抵销了国内钢材市场价格下滑带来的不利影响，较其他同类企业有较强的短期抗风险能力。

公司经营活动现金流较为稳定，2003年至2005年，平均经营性现金净流入为4.4亿元。公司货币资金存量较为充足，2003年至2005年货币资金平均余额为5.18亿元，从而对短期融资券的偿付提供了较强的支持。此外，公司存货主要为原材料，而铁精粉等均是一般流通的商品，因此具有较强的变现能力，是公司偿债资金来源的重要补充。

目前，公司银行借款全部为流动资金贷款，获得的银行授信额度合计为人民币51.37亿元，其中尚未使用的部分约为人民币8亿元。在现有银行负债规模和结构稳定的情况下，其授信额度未使用部分尚可为本期短期融资券的偿付提供一定的支持。

基于以上原因，上海远东资信评估有限公司认为G承钒钛具备较好的偿还本期短期融资券的能力。

附录 1：主要财务指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入；

EBIT = 报告期息、税前盈余；

总债务 = 期末短期借款余额 + 一年内到期的长期负债余额 + 期末长期借款余额；

净债务 = 总债务 - 期末货币资金余额；

资本总额 = 总债务 + 期末股东权益 + 期末少数股东权益；

毛利率 = 毛利 / 营业额 * 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 * 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / (报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息)；

净债务 / EBITDA = 净债务 / (EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额)；

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与承德新新钒钛股份有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与承德新新钒钛股份有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对承德新新钒钛股份有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售承德新新钒钛股份有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序作出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。

2006年承德新新钒钛股份有限公司7亿元短期融资券

跟踪评级安排

根据国际惯例与主管部门的要求，上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）在初次评级结束后，将对承德新新钒钛股份有限公司（以下简称“G承钒钛”）进行定期和不定期的跟踪评级，持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于短期融资券发行后半年时进行。届时，G承钒钛需向远东资信提供最新的财务报告及相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对G承钒钛进行电话访谈或实地调查并据此综合分析，决定是否调整其信用等级，并在收到相关资料后一个月内出具跟踪评级报告，并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在本期短期融资券存续期内，将持续关注G承钒钛的经营情况及相关信息，对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现G承钒钛发生影响短期融资券信用等级的重大事项，远东资信将要求G承钒钛提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用级别，并按照主管部门的要求进行信息披露。G承钒钛在发生上述重大事项时，应及时通知远东资信并详细说明情况，提供相关资料，配合远东资信进行跟踪评级工作。

如G承钒钛未能及时提供上述资料，远东资信将根据收集的公开材料进行分析，并据此调整信用等级。必要时，远东资信可宣布信用等级暂时失效直至G承钒钛提供上述资料。

每期跟踪评级结束后，远东资信会将跟踪评级结果通知G承钒钛，并按要求报送监管部门和交易机构等。

上海远东资信评估有限公司

二〇〇六年三月十九日

