



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪076号

## 宝山钢铁股份有限公司：

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“宝山钢铁股份有限公司2008年认股权债券分离交易的可转换公司债券”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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月五日

# 宝山钢铁股份有限公司 2008 年 认股权债券分离交易的可转换公司债券跟踪评级报告（2014）

<b>发行主体</b>	宝山钢铁股份有限公司		
<b>担保主体</b>	宝钢集团有限公司		
<b>发行规模</b>	人民币 100 亿元		
<b>存续期限</b>	2008/07/04~2014/06/19		
<b>上次评级时间</b>	2013/06/25		
<b>上次评级结果</b>	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

### 概况数据

宝钢股份	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益 (亿元)	1134.70	1199.60	1200.66	1218.78
总资产 (亿元)	2311.00	2208.76	2266.68	2325.39
总债务 (亿元)	746.08	522.33	573.33	602.09
营业总收入 (亿元)	2228.57	1915.12	1900.26	468.45
营业毛利率 (%)	8.80	7.50	9.51	9.74
EBITDA (亿元)	149.29	258.98	200.77	-
所有者权益收益率 (%)	6.82	8.30	5.03	5.21
资产负债率 (%)	50.90	45.69	47.03	47.59
总债务/EBITDA (X)	5.00	2.02	2.86	-
EBITDA 利息倍数 (X)	8.26	12.46	10.38	-
宝钢集团	2011	2012	2013	
所有者权益 (亿元)	2710.39	2771.31	2738.58	
总资产 (亿元)	4738.20	4984.38	5194.62	
总债务 (亿元)	1226.85	1339.34	1505.56	
营业总收入 (亿元)	3162.45	2882.26	3031.00	
营业毛利率 (%)	11.44	8.53	9.94	
EBITDA (亿元)	397.47	317.44	325.42	
所有者权益收益率 (%)	5.54	2.78	2.66	
资产负债率 (%)	42.80	44.40	47.28	
总债务/EBITDA (X)	3.09	4.22	4.63	
EBITDA 利息倍数 (X)	8.98	6.13	5.70	

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、宝钢股份 2012 年数据根据 2013 年年报上年同一控制合并调整后数据进行调整；  
3、2014 年第 1 季度所有者权益收益率指标已经年化。

### 基本观点

2013 年，尽管面临着国内钢铁行业供需矛盾、下游需求增速放缓、钢材价格下降等挑战，宝山钢铁股份有限公司（简称“宝钢股份”或“公司”）凭借其业务规模、技术研发实力等方面的优势，继续实行精品发展战略，调整业务结构，不断研发新产品，实现业务经营的稳定，其业务规模和盈利能力保持行业领先地位，显示出很强的稳健经营和抗风险能力，为其信用水平的稳定提供了有力支撑。

综上，中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）维持宝钢股份主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持 2008 年宝山钢铁股份有限公司认股权与债券分离交易的可转换公司债券的信用等级为 **AAA**，该级别考虑了宝钢集团有限公司（简称“宝钢集团”）为本次债券提供的全额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

- 规模优势显著。宝钢股份是国内钢铁产销规模最大的上市公司之一，2013 年钢材销量达到 2199.30 万吨，其主导产品冷轧汽车板等产品的市场占有率达 50%，规模优势突出，市场地位显著。
- 经营稳健，具备很强的抗风险能力。公司技术研发实力很强，近几年坚持精品发展战略，对业务结构进行调整，不断提高产品附加值，在市场低迷的不利形势下保持了良好的盈利能力。
- 资本结构合理，偿债能力极强。公司财务政策稳健，负债水平较低，合理的债务规模、良好的盈利能力及畅通的融资渠道使得公司具有极强的偿债能力。
- 担保方能力极强。担保方宝钢集团是国内大型钢铁生产企业集团，具有明显的规模优势和技术优势，综合竞争实力极强。

## 分析师

陈晓晓 [xxchen@ccxr.com.cn](mailto:xxchen@ccxr.com.cn)

龚天璇 [txgong@ccxr.com.cn](mailto:txgong@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2014年5月5日

## 关注

- 钢铁行业整体经营压力加大。受宏观经济走势以及行业自身特点影响，目前钢铁行业面临下游需求增速下滑、产能过剩、行业竞争激烈等诸多问题，这些因素使得行业整体经营压力持续加大。

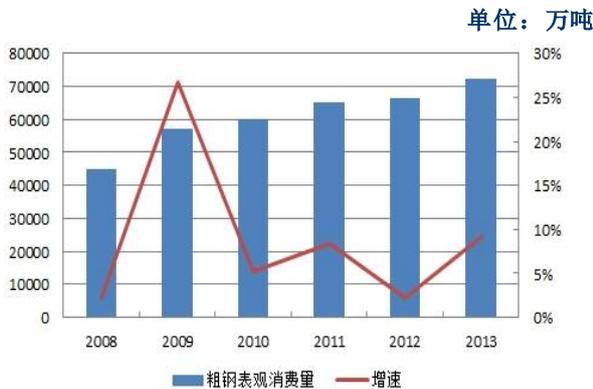
## 行业分析

2013年国内粗钢产量和表观消费量均有所增长，但供需矛盾突出使得钢材价格持续低迷

2013年，我国粗钢、生铁和钢材累计产量分别为7.79亿吨、7.09亿吨和10.68亿吨，分别较上年增长7.50%、7.76%和12.16%，粗钢产量占全球粗钢产量的比重约为48.50%。

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。2012年四季度以来，国内主要用钢行业出现缓慢复苏迹象，钢铁需求小幅回升。2013年全年国内粗钢表观消费量为7.25亿吨，较上年增长9.19%。

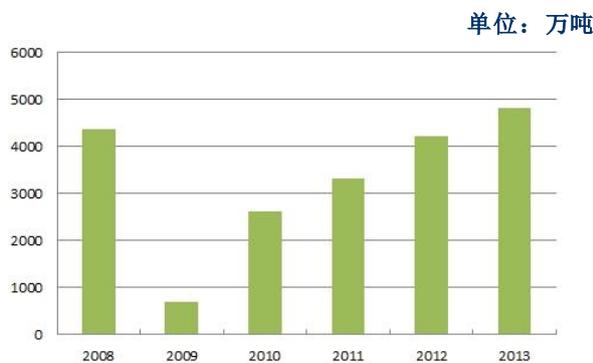
图 1：2008 年以来国内粗钢表观消费量增长情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

出口方面，2013年，我国钢材出口6,234万吨，进口1,408万吨，分别较上年增长12.12%和3.38%；全年钢材净出口量4,826万吨，较上年增长14.96%。

图 2：2008 年以来中国钢材净出口情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

钢材价格方面，国内钢材价格自2011年下半年开始进入下行通道，直至2012年四季度，主要用钢行业的缓慢复苏对钢材价格形成一定支撑，钢材价格有所反弹。但是，供需矛盾持续突出使得钢材价

格在2013年未能延续反弹走势，全年呈现先涨后跌态势，截至2013年12月初，已跌破反弹前水平。

图 3：近年来中国主要钢材品种价格走势情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

铁矿石对外依存度居高不下，铁矿石价格有所下跌，但滞后于钢材价格下跌，钢铁企业仍然面临较大的成本压力

我国长期面临铁矿石对外依存度较高的问题。2013年，我国进口铁矿石8.19亿吨，进口量再创新高，较上年的7.43亿吨增长9.28%，铁矿石对外依存度约67%。

2013年，CSIP中国钢材综合价格指数同比下降8.60%，而同期的进口铁矿石到岸价格上升0.22%，与钢价走势相背离。国内钢材价格和进口铁矿石价格波动长期呈现不对称运行态势使得钢铁企业处于微利甚至亏损运行局面。据中国钢铁工业协会统计，2013年国重点大中型钢铁企业盈利228.86亿元（2012年为亏损12.7亿元），但剔除投资收益和营业外收支净额等影响后，上述钢铁企业钢铁主业基本处于盈亏平衡状态，销售收入利润率亦处于全部工业行业中的最低水平。

图 4：近年国内钢材、铁矿石价格变动情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

中诚信证评认为，铁矿石长协价格谈判机制被打破，钢铁企业的成本波动风险明显增加，因此，铁矿石自给率低、产品缺乏竞争力、费用率高的钢铁企业将受到明显的冲击，而具有资源储量优势以及资源区位优势钢铁企业将在成本控制及铁矿石供应的稳定方面具备优势。

## 钢铁产能持续扩张，国家改善钢铁行业产能过剩、加大大气污染防治的政策力度加大

尽管产量持续增长，但国内钢铁行业产能过剩依然较为明显。据中国钢铁工业协会统计，截至2012年末，国内炼钢产能约为9.76亿吨。2013年钢铁行业（黑色金属冶炼及压延业）固定资产投资约为5060亿元，虽同比下降2.1%，但投资额仍然较大，预计将形成新的产能。

据兰格钢材社会库存指数显示，2013年国内钢材月均库存指数为167.94，明显高于2012年137.33的数值，表明钢材市场供需环境仍未能获得明显改善，国内钢铁行业产能过剩、市场供大于求矛盾突出。

为改变中国钢铁行业面临的产能增长过快、产业集中度低、布局不合理、淘汰落后产能进展缓慢、铁矿石经营秩序不规范等突出问题，近年来中国相关部门出台了一系列政策和措施，推动淘汰落后产能的力度，推进产品结构升级。2013年，兼并重组、环保治理、淘汰落后、信贷支持等钢铁行业相关政策相继发力，国家改善钢铁行业产能过剩、加大大气污染防治的政策导向十分明确，直接的行政性产能控制以及环保成本增加对钢企增产的压力有助于改善行业的产能过剩问题。

## 业务运营

公司是在行业中处于龙头地位，具有显著的规模优势，业务经营稳健

2013年，全球经济呈现缓慢复苏格局，国内经济增幅继续收窄，下游用钢需求呈现分化走势，但总体来看，钢铁产能依然严重过剩，国内钢价持续低迷，钢铁企业产销规模呈不同程度降低。2013年，公司生铁、粗钢、钢材的产量分别为2122.04万吨、2199.62万吨、2109.30万吨，同比分别下降3.87%、

4.35%和5.08%。当年实现营业总收入1900.26亿元，同比下降0.78%；实现利润总额800.98亿元，整体经营业绩在同行业中处于领先地位。

表 1：2013 年 12 月 31 日中国主要钢铁上市公司规模对比

上市公司	营业总收入	净利润	总资产
宝钢股份	1,900.26	60.40	2,266.68
河北钢铁	1,102.55	1.37	1,668.98
武钢股份	895.81	4.41	946.76
鞍钢股份	753.29	7.55	928.65
马钢股份	738.49	2.08	713.17
包钢股份	377.70	2.49	879.24
安阳钢铁	261.38	0.40	318.22
八一钢铁	231.99	0.83	225.01
重庆钢铁	175.63	-24.99	480.46
杭钢股份	171.83	0.41	85.66

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

产能方面，截至2013年12月31日，公司生铁、粗钢及钢材的设计产能分别达到2,251万吨和2,834万吨，主要集中在公司直属厂部，其余则分布于钢管事业部及两家控股子公司（南通宝钢钢铁有限公司及上海梅山钢铁股份有限公司）。此外，公司于2013年1月完成宝钢湛江钢铁有限公司（以下简称“湛江钢铁”）的股权变更登记工作，公司目前拥有其85.7%的股权。湛江钢铁工程尚处于建设期，总投资为415万元，计划投产时间为2016年9月；2013年末已完成投资50.2亿元，预计其建成投产将对公司的钢铁产能带来一定的提升作用。

公司2013年在建项目主要为湛江钢铁工程、一期焦炉大修改造工程、四号高炉炉缸改造大修等，随着上述项目的持续建设，公司未来资本支出压力将上升。

表 2：截至 2013 年 12 月 31 日公司重点在建及拟建项目

项目名称	产品或用途	设计产能	项目总投资	投产时间
一期焦炉大修改造工程	焦炭	247	22	2015.7-2015.11
四号高炉炉缸改造大修	-	-	5	2014.11
一号连铸机综合改造	-	-	3.6	2014.11
冷轧2030单元热镀锌机组改造	热镀锌	42	10	2015.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司坚持“精品”发展战略，依托其品牌和技术优势，持续推进创新，在业内具有很强的市场竞争力

在新技术、新工艺及新装备的研发方面，2013年公司科技投入 72.26 亿元，开发 427 个新产品，获得专利授权 728 件。

表 3：2011~2013 年公司科技研发情况

项目	2011	2012	2013
科技投入（百万元）	8,968	7,040	7,226
新产品开发数（个）	438	372	427
授权专利数（件）	975	797	728
科技成果数（个）	190	198	130

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2013 年，公司新产品研发取得突破，冷轧淬火延性钢 QP980GI 等五项新产品实现全球首发，其中，冷轧淬火延性钢 QP980GI 的全球首发标志着公司成为世界上第一家具备一、二、三代先进高强度钢供应能力的厂商；超高强度高韧性套管 BG140V 产品性能达到国际领先水平，实现超深井的工程应用；国内首家开发成功一次搪瓷、两次搪瓷和较高强度搪瓷用钢。新技术和新产品的持续开发为公司的生产经营提供了技术支持。

在雄厚的技术研发实力支撑下，公司继续坚持精品发展战略，并对业务结构实施调整，拓展战略产品品种范围，在汽车板、电工钢和金属包装材三大战略产品基础上新增了能源及管线用钢、高等级船板及海工用钢、（其他）高端薄板类材料等三大战略产品，2013 年，战略产品销量占公司产品总销量的 54.2%。2013 年，公司冷轧汽车板市场占有率继续保持在 50% 以上，高端取向硅钢市场占有率达 46.72%，公司竞争优势突出。

成本控制方面，公司自有矿山不足，因此对进口铁矿石依赖程度高。但公司具有较强的成本控制能力，且对业务结构进行了调整，2013 年营业毛利率实现小幅提高，营业利润稳居行业第一。

表 4：2013 年中国主要钢铁上市公司盈利指标对比

单位：亿元

上市公司	营业总收入	营业毛利率	营业利润
宝钢股份	1,900.26	9.51%	76.84
河北钢铁	1,102.55	8.50%	1.51
武钢股份	895.81	6.13%	2.71
鞍钢股份	753.29	11.15%	6.64
马钢股份	738.49	4.68%	-5.58
包钢股份	377.70	7.98%	3.82
安阳钢铁	261.38	6.71%	0.11
八一钢铁	231.99	8.02%	0.83
重庆钢铁	175.63	-1.83%	-25.00
杭钢股份	171.83	3.14%	0.66

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

## 钢铁市场较低的景气度对公司产品销量造成影响，公司当年营业收入有所下滑

2013 年公司加强销售网络的建设，在国内新设 7 家配送中心，在海外新增 2 家贸易网点，截至 2013 年底公司已建成包括 6 家地区公司和 6 家专营公司、3 家贸易公司、58 家钢材服务中心的国内销售网络和包括 4 家地区公司、15 个营销网点和 2 家加工中心在内的海外营销网络。

就产品销售市场而言，公司主要面向中国国内市场，以销售高端产品为主。2013 年受钢铁行业景气度较低的影响，公司实现商品坯材销量 2,199.3 万吨，同比减少 6.67%；实现营业总收入 1,900.25 亿元，同比下降 0.78%；实现利润总额 80.10 亿元，同比下降 36.75%。

综上，在国内经济增速下降、钢材市场供需矛盾加剧、钢材价格下滑等不利因素影响下，钢铁行业整体经营压力较大。公司坚持实施精品发展战略，在市场中仍保持很强的竞争力，显示出良好的经营能力和盈利能力。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年财务报告及未经审计的 2014 年一季度合并财务报表。

## 资本结构

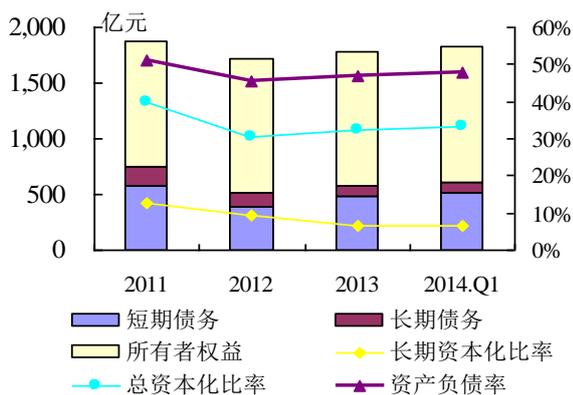
2013 年，公司继续推进技改与基建工程，随着

部分项目的完工结转，公司固定资产同比增加，带动了资产规模的扩张。随着技改的推进和业务的发展，公司当年融资需求有所上升，负债总额同比增长。截至2013年12月31日，公司资产总额2,266.68亿元，同比上升2.62%，负债总额为1,066.02亿元，同比增加5.63%。得益于经营盈余的积累，2013年12月31日，公司所有者权益达到1,200.66亿元，同比增加0.09%。

截至2013年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为47.03%和32.32%，较上年同期增长1.34和1.99个百分点。但公司近年来采取稳健财务政策，资产负债率和总资本化比率仍处于较低水平。

从债务结构来看，随着银行短期借款和长期借款的增加，截至2013年12月31日，公司总债务规模增至573.33亿元，同比上升9.76%，其中短期债务随着长期债券陆续转为一年内到期的非流动负债而增加，期末额为491.28亿元，同比增加23.86%，长期债务82.05亿元，同比下降34.71%，长短期债务比为5.99。2014年一季度，随着短期和长期银行借款规模的扩大，公司债务总额有所增长，期末短期债务和长期债务分别为515.25亿元和86.84亿元，长短期债务比为5.93。

图5：2011~2014.Q1公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

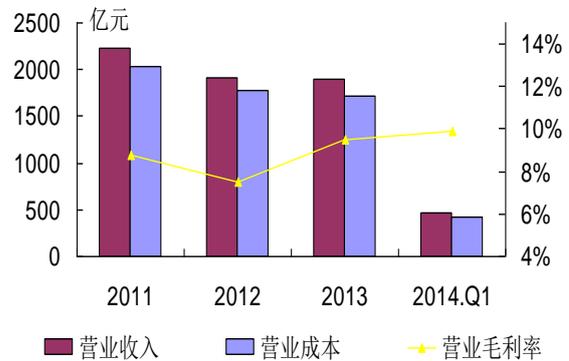
总体看，公司债务规模相对适中，但随着长期债券陆续转为一年内到期的短期债务，公司短期债务压力有所加大。

## 盈利能力

受国内经济增速下降和钢材供求矛盾凸显等因素影响，钢材市场需求增速放缓，2013年公司营

业收入为1,900.26亿元，与上年同期相比，下降幅度为0.78%。

图6：2011~2014.Q1公司收入、成本及毛利率情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利率水平来看，公司对业务结构进行调整，2013年战略产品的销售份额较高，加之公司的技术创新实力和严格的成本控制措施，主要产品毛利率获得不同程度的提高，综合营业毛利率上升至9.51%，同比提高2.51个百分点，在同行业中仍处于领先地位。2014年一季度，公司毛利率继续提高，其综合营业毛利率为9.87%。

表5：2011~2013年公司产品的毛利率情况

产品	2011	2012	2013
冷轧碳钢板卷	12.33%	11.2%	14.57%
热轧碳钢板卷	10.86%	8.8%	14.95%
宽厚板	-8.86%	-11.6%	-4.73%
钢管产品	9.45%	9.0%	3.69%
不锈钢产品	1.37%	-1.2%	-
特殊钢产品	-0.91%	-6.1%	-
其他钢铁产品	0.00%	-3.9%	1.04%

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

表6：2011~2014.Q1公司期间费用情况

指标	2011	2012	2013	2014.Q1
销售费用	19.50	19.28	19.63	4.34
管理费用	85.84	74.44	68.81	16.28
财务费用	0.72	4.89	-5.44	4.01
三费合计	106.06	98.60	83.00	24.63
营业总收入	2,228.57	1,915.12	1,900.26	468.45
三费收入比	4.76%	5.15%	4.37%	5.26%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2013年公司三费合计83.00亿元。其中，管理费用减少5.63亿元，主要是因出售不锈钢、特钢事业部相关资产所致；财务费用较上年同期减少10.33亿元，主要是当年人民币兑美元

升值幅度高于上年，导致汇兑收益增加，同时公司利用海外资金平台降低融资成本从而减少利息支出。2013 年公司三费收入占比为 4.37%，处于较低水平，公司费用控制能力较强。

2013 年，公司获得投资收益 6.84 亿元，主要系永煤集团股份有限公司等子公司的投资收益。公司营业外收入 8.82 亿元，主要包括无形资产处置收益 3.46 亿元与政府补助 3.92 亿元。营业外支出 5.56 亿元主要系资产处置损失。

盈利方面，2012 年公司获得长期资产处置收入 96.91 亿元，2013 年，公司长期资产处置收益为 3.60 亿元，受此影响公司 2013 年营业外损益同比降低，当期利润总额为 80.10 亿元，同比下降 36.75%；获得净利润 60.40 亿元，同比减少 39.33%；所有者权益收益率为 5.03%，同比降低 3.27 个百分点。

综上，2013 年受宏观环境影响，我国钢铁行业供需矛盾仍较为显著，市场需求增速放缓对钢材价格造成影响，公司收入略有下滑。但凭借较强的成本控制能力和业务结构的不断调整，公司主要产品的毛利率获得提高，盈利能力保持良好。

## 偿债能力

2013 年，公司总债务规模有所扩大，期末总债务为 573.33 亿元，同比上升 9.76%。公司业务稳定，盈利状况良好，偿债能力仍较强。未来随着重大在建项目的建设，公司面临着一定的资本支出压力。

表 7：2011~2013 年公司债务规模及偿债指标

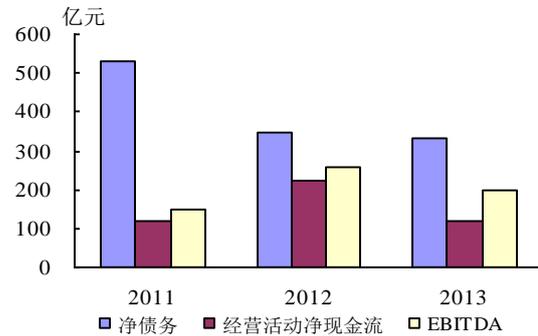
指标	2011	2012	2013
短期债务（亿元）	583.64	396.66	491.28
长期债务（亿元）	162.44	125.67	82.05
总债务（亿元）	746.08	522.33	573.33
净债务（亿元）	528.92	347.41	331.49
总债务/EBITDA (X)	5.00	2.02	2.86
经营净现金流/总债务 (X)	0.16	0.42	0.21
EBITDA 利息倍数 (X)	8.26	12.46	10.38
经营净现金流利息倍数 (X)	6.72	10.67	6.25

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

公司 EBITDA 主要由利润总额与折旧构成，2013 年由于利润总额的降低，使得 EBITDA 下降至 200.77 亿元。从偿债指标看，总债务/EBITDA 为 2.86，EBITDA 利息倍数为 10.38 倍，表明公司

EBITDA 对债务本息的覆盖程度仍然充足。

图 7：2011~2013 年公司长期偿债能力指标



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2013 年公司实现经营性现金净流入 120.90 亿元，同比下降 45.50%，经营净现金流/总债务与经营净现金流利息倍数分别为 0.21、6.25，表明 2013 年公司经营性现金净流量可对当期总债务及利息支出提供充分保障。

银行授信方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司总授信额度为 1,567.00 亿元，尚未使用的授信额度 1,097.60 亿元，融资弹性较强。

或有事项方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司为下属全资子公司宝和通商株式会社提供两笔连带责任履约保函，其中第一笔保函金额为 2.57 亿美元，期限自 2010 年 3 月 19 日起不超过 50 个月，第二笔保函金额为 0.36 亿美元，期限为 2011 年 9 月 30 日至 2015 年 1 月 5 日；为下属全资子公司宝钢欧洲贸易公司提供一笔连带责任履约保函 2.5 亿美元，期限自 2012 年 8 月 30 日至 2017 年 8 月 30 日。上述保函金额合计 5.43 亿美元，占公司期末净资产 2.80%，鉴于担保比率较低，且被担保公司系全资子公司，因此担保风险较低。

整体看，2013 年钢铁行业供需矛盾仍突出，钢材价格呈下滑态势，但公司作为国内钢铁行业的领先企业，具有突出的技术、规模优势和很强的市场竞争力，业务规模和盈利能力保持行业首位，公司实行稳健的财务政策，并拥有顺畅的融资渠道，为其债务的偿还提供了有力保障。

## 担保实力

本次债券由宝钢集团有限公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

## 担保主体基本情况

宝钢集团是中国钢铁行业的龙头企业，经过多年发展，已形成“6+6”的业务格局，其中，钢铁业务为宝钢集团主业，载体主要为宝钢股份、宁波钢铁有限公司（简称“宁波钢铁”）、宝钢不锈钢有限公司（简称“宝钢不锈”）、宝钢特钢有限公司（简称“宝钢特钢”）、宝钢集团广东韶关钢铁有限公司（简称“韶关钢铁”）和宝钢集团新疆八一钢铁有限公司（简称“八一钢铁”）等 6 家企业；宝钢集团积极实施多元化发展，形成资源开发及物流、钢材延伸加工、工程技术服务、煤化工、金融投资、生产服务等 6 大相关产业板块。

就钢铁主业而言，宝钢集团已建成覆盖炼铁、炼钢、轧钢的全套生产链条，在生产布局上，公司按照“两角一边”的思路，在长三角、珠三角、西北边疆 3 大区域建立了生产基地。目前宝钢集团钢铁主业的产能主要分布于宝钢股份、宁波钢铁、宝钢不锈、宝钢特钢、韶关钢铁和八一钢铁等 6 家企业。其中宝钢股份主要从事普碳钢的生产经营；宁波钢铁致力于从事钢坯和热轧直发卷的生产制造；宝钢不锈具备完整的炼铁、炼钢、热轧、冷轧等全流程不锈钢和碳钢联合生产线；宝钢特钢拥有特种冶金、不锈钢及结构钢、高合金钢长材、银亮钢、合金板带及钢管等产品的生产线；韶关钢铁主要从事板材、线材、优特钢棒材的制造；八一钢铁具有采矿、选矿、烧结、焦化、炼铁、炼钢到轧钢完整的生产工艺流程，并生产金属制品等钢铁延伸产品。2012 年，宝钢集团生铁产量为 4,286.08 万吨，同比增加 3.66%；粗钢产量 4,501.71 万吨，同比增长 2.70%；钢材产量 4,307.46 万吨，同比上升 1.84%。

围绕钢铁主业的发展需求，宝钢集团还着力发展相关多元产业，形成了资源开发及物流、钢材延伸加工、工程技术服务、煤化工、金融投资、生产服务等 6 大相关产业板块。

资源开发及物流业系钢铁主业供应链的上游产业，主要从事铁矿、煤炭等资源的开发经营，以确保钢铁生产的资源供应。该板块主要由宝钢资源有限公司经营，主要从事矿产资源投资、贸易及物流服务，经营范围涉及铁矿石、煤炭、铁合金、有色金属、金属再生资源、物流等。其中，铁矿石的

业务合作伙伴主要为澳大利亚、巴西、印度、智利和南非等国的供应商，合金领域经营的产品主要为镍系、铬系、锰系和钛系产品，有色金属主要包括铜、镍、锌、锡、铅、铝、铜精矿、铅精矿、锌精矿等。

钢材延伸加工业亦为钢铁主业供应量的下游产业，主要从事钢铁材料延伸加工、工业气体的运营与服务以及金属包装产品的制造与服务、新产业培育等业务。该板块的主要经营企业为宝钢金属有限公司，主营金属包装、工业气体、金属制品、汽车贸易等。宝钢金属有限公司是国内唯一的钢制两片罐制造商，已完成华北、华东、西南、华南的战略布局，与可口可乐、百事可乐等知名企业建立长期战略合作关系。工业气体业务以管道气生产为主，主要生产液态气，兼顾氢气、二氧化碳、医疗气体、特种气体和稀有气体等，并注重与工业气体相关的新能源产品开发。金属制品业务主要为各种钢丝和型钢的生产加工，产品应用于江苏苏通大桥、美国海湾大桥、韩国马昌大桥等国内外大型工程。

工程技术服务业以宝钢工程技术集团有限公司为载体，通过整合工程技术资源，为大型工业和城市建设项目提供工程技术服务。宝钢工程技术集团有限公司具有国家颁发的 20 余项甲级资质和国（境）外承包工程经营权，具备集工程咨询、管理实施、设计制造、运行维检于一体的全流程解决方案的产业能力。在巩固发展冶金工程技术、装备制造、建设管理咨询 3 大专业化业务的基础上，宝钢工程技术集团有限公司重点打造节能环保、城市建筑、IT 信息 3 大战略性业务，并积极发展工业技术服务。

煤化工工业系资源利用性产业，主要从事钢铁企业炼焦后的煤气精制和煤化工产品的生产、销售，通过以焦化副产品为基础的循环利用和产品转化，实践绿色生产的环境经营理念。该业务板块的载体为上海宝钢化工有限公司，目前拥有上海分公司、南京梅山分公司、苏州宝化炭黑有限公司等生产基地，具有 43 亿立方米焦炉煤气、65 万吨焦油、25 万吨粗苯的处理能力和 28 万吨炭黑的生产能力，其焦油加工能力在国际上名列前茅。

金融投资业以华宝投资有限公司为主要载体，兼以华宝信托有限责任公司、华宝兴业基金管理有限公司和华宝证券有限责任公司。该板块依托于对供公司现有资源的掌控和上下游产业链的资源优势，为内部子公司和外部客户提供投融资、收购兼并、资产管理等全方位金融服务。

生产服务业以宝钢发展有限公司为载体，负有为钢铁主业提供高效服务和实现再生资源利用产业化两大任务。目前该板块的业务主要包括再生资源综合利用、工厂物流、不动产管理、生产作业、生活后勤、钢铁贸易等，以及为高端制造企业提供工厂环境服务、工厂作业服务、工业包装服务、工厂设施服务、综合物流贸易、员工健康服务等一揽子解决方案。

2013年，受益于钢铁主业和多元产业共同发展，宝钢集团业务发展保持稳定，全年实现营业收入3,031.00亿元，同比增长5.16%。

总体来看，宝钢集团钢铁主业和相关多元产业实现协同发展，生产经营稳定。

## 担保主体财务分析

以下分析基于宝钢股份提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的宝钢集团2011~2013年财务报告。

资本结构方面，随着业务规模的增长，近年来宝钢集团资产和负债规模稳步提升。截至2013年末，宝钢集团资产总额达到5,194.62亿元，近三年年均复合增长率为4.71%；负债总额达到2,456.04亿元，近三年年均复合增长率为10.05%。财务杠杆方面，近年来随着湛江钢铁工程、八一钢铁新疆钢铁基地等项目的推进和多元化投资的深化，宝钢集团外部融资规模逐步增加，财务杠杆比率小幅上升。截至2013年12月31日，宝钢集团资产负债率和总资产资本化比率分别为47.28%和35.47%，同比分别增加2.88和2.89个百分点，但仍处于行业较低水平。

盈利能力方面，2013年，随着主要用钢行业的缓慢复苏，宝钢集团钢材业务收入有所回升，同时相关多元产业收入规模亦增长明显，全年营业收入同比增长5.16%。受技术研发、管理效率提高等因素的拉动，2013年，宝钢集团毛利率为9.94%，同

比增加1.41个百分点。2013年宝钢集团利润总额为101.01亿元，与上年基本持平。

偿债能力方面，受益于较好的获利能力，宝钢集团EBITDA规模较大，2013年为325.42亿元，同比增长2.51%；EBITDA利息倍数为5.70倍，EBITDA对债务本息的保障倍数很强。2013年宝钢集团经营活动净现金/总债务为0.11，经营活动现金/利息支出为2.85倍，其经营性现金流能对债务本息形成很好保障。

表 8：2011~2013 年宝钢集团主要财务指标

项目	2011	2012	2013
总资产（亿元）	4,738.20	4,984.38	5,194.62
所有者权益（亿元）	2,710.39	2,771.31	2,738.58
资产负债率（%）	42.80	44.40	47.28
营业总收入（亿元）	3,162.45	2,882.26	3,031.00
利润总额（亿元）	181.51	104.15	101.01
经营净现金流（亿元）	84.26	326.31	162.66
EBITDA（亿元）	397.47	317.44	325.42
总债务（亿元）	1,226.85	1,339.34	1,505.56
经营净现金流利息倍数（X）	1.90	6.30	2.85
EBITDA 利息倍数（X）	8.98	6.13	5.70
经营净现金流/总债务（X）	0.07	0.24	0.11
总债务/EBITDA（X）	3.09	4.22	4.63

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

宝钢集团整体运营实力极强，在行业内竞争地位突出，竞争优势明显，适度多元化的经营战略也有利于其钢铁主业未来的长期发展。此外，宝钢集团与国内主要商业银行建立了长期合作关系。截至2013年12月31日，宝钢集团尚未使用额度为1,763.42亿元。

基于上述因素，中诚信证评认为宝钢集团拥有极强的综合实力，能够为本期债券的偿还提供有力的保障。

## 结 论

中诚信证评维持宝钢股份主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定，维持本次分离交易可转换公司债券信用等级 **AAA**。

附一：宝山钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



**附二：宝山钢铁股份有限公司财务数据**

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	1,437,946.41	885,112.50	1,288,123.43	1,073,316.39
应收账款净额	698,389.31	855,113.10	1,127,490.39	1,214,687.50
存货净额	3,738,971.34	2,887,242.37	3,108,674.02	3,259,163.12
流动资产	7,923,425.70	6,974,113.38	7,805,649.87	8,120,547.58
长期投资	600,346.03	1,200,685.49	1,469,015.26	1,485,040.60
固定资产合计	13,294,723.86	9,542,378.73	10,209,962.19	10,154,296.28
总资产	23,109,974.58	22,087,584.32	22,666,833.98	23,253,913.24
短期债务	5,836,371.17	3,966,563.51	4,912,824.40	5,152,531.97
长期债务	1,624,434.29	1,256,742.90	820,515.49	868,409.77
总债务(短期债务+长期债务)	7,460,805.46	5,223,306.41	5,733,339.89	6,020,941.74
总负债	11,762,974.95	10,091,622.28	10,660,240.90	11,066,080.97
所有者权益(含少数股东权益)	11,346,999.63	11,995,962.04	12,006,593.08	12,187,832.28
营业总收入	22,285,655.12	19,151,179.66	19,002,596.66	4,684,498.96
三费前利润	1,917,155.36	1,405,117.61	1,765,986.58	441,913.40
投资收益	63,047.07	107,652.40	68,405.42	2,157.05
净利润	773,580.02	995,529.19	604,033.46	158,621.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,492,922.74	2,589,751.83	2,007,712.54	-
经营活动产生现金净流量	1,214,222.97	2,218,589.21	1,209,047.66	35,603.57
投资活动产生现金净流量	-1,613,009.16	341,018.37	-871,685.67	-540,075.26
筹资活动产生现金净流量	929,256.74	-3,120,925.18	59,913.37	277,047.46
现金及现金等价物净增加额	524,230.40	-567,219.74	396,674.48	-224,533.76
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	8.80	7.50	9.51	9.74
所有者权益收益率(%)	6.82	8.30	5.03	5.21
EBITDA/营业总收入(%)	6.70	13.52	10.57	-
速动比率(X)	0.42	0.48	0.50	0.49
经营活动净现金/总债务(X)	0.16	0.42	0.21	0.02
经营活动净现金/短期债务(X)	0.21	0.56	0.45	0.03
经营活动净现金/利息支出(X)	6.72	10.67	6.25	0222-
EBITDA 利息倍数(X)	8.26	12.46	10.38	-
总债务/EBITDA(X)	5.00	2.02	2.86	-
资产负债率(%)	50.90	45.69	47.03	47.59
总债务/总资本(%)	39.67	30.33	32.32	33.07
长期资本化比率(%)	12.52	9.48	6.40	6.65

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、宝钢股份2012年数据根据2013年年报上年同一控制合并调整后数据进行调整；

3、2014年一季度末所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标均经年化处理。

**附三：宝钢集团有限公司财务数据**

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013
货币资金	5,428,684.92	4,167,328.60	3,689,972.41
应收账款净额	1,021,067.00	1,163,698.70	1,435,756.00
存货净额	6,542,295.10	7,722,646.14	8,058,994.02
流动资产	16,389,741.53	17,193,641.91	18,127,460.26
长期投资	8,834,991.45	9,553,436.54	9,717,710.02
固定资产合计	19,017,579.61	19,648,203.06	20,044,618.31
总资产	47,381,977.63	49,843,761.72	51,946,194.86
短期债务	9,586,241.91	10,673,659.04	12,637,764.05
长期债务	2,682,301.38	2,719,746.27	2,417,857.30
总债务(短期债务+长期债务)	12,268,543.29	13,393,405.31	15,055,621.35
总负债	20,278,116.52	22,130,657.26	24,560,426.61
所有者权益(含少数股东权益)	27,103,861.11	27,713,104.45	27,385,768.25
营业总收入	31,624,499.95	28,822,552.78	30,310,025.67
三费前利润	3,496,402.78	2,344,787.69	2,880,082.80
投资收益	676,841.65	652,671.23	498,015.79
净利润	1,500,888.12	771,806.51	727,910.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	3,974,669.44	3,174,440.83	3,254,192.64
经营活动产生现金净流量	842,643.68	3,263,086.06	1,626,594.77
投资活动产生现金净流量	-2,296,397.03	-3,572,245.08	-2,909,449.28
筹资活动产生现金净流量	1,887,351.46	-1,079,405.40	993,299.44
现金及现金等价物净增加额	426,631.92	-1,400,702.39	-350,366.05
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	11.44	8.53	9.94
所有者权益收益率(%)	5.54	2.78	2.66
EBITDA/营业总收入(%)	12.57	11.01	10.76
速动比率(X)	0.62	0.53	0.49
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	0.24	0.11
经营活动净现金/短期债务(X)	0.09	0.31	0.13
经营活动净现金/利息支出(X)	1.90	6.30	2.85
EBITDA 利息倍数(X)	8.98	6.13	5.70
总债务/EBITDA(X)	3.09	4.22	4.63
资产负债率(%)	42.80	44.40	47.28
总债务/总资本(%)	31.16	32.58	35.47
长期资本化比率(%)	9.01	8.94	8.11

注：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；

**附四：基本财务指标的计算公式**

$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$

$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$

$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$

$$\text{长短期债务比} = \text{短期债务} / \text{长期债务}$$

$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$

$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$

$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金支出} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$

$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$

$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$

$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$

$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出}^1 + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$

$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$

$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$

$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{期末所有者权益合计}$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$

$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$

$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$

$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

<sup>1</sup> 该处的“利息支出”为“营业总成本”下的“利息支出”科目，非“财务费用”下“利息支出”科目。

## 附五：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。