



# 信用等级通知书

信评委函字[2014] 020号

## 宝钢集团有限公司：

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“宝钢集团有限公司2014年可交换公司债券”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**AAA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一四年四月二十九日

## 宝钢集团有限公司 2014 年可交换公司债券信用评级报告<sup>1</sup>

**债券级别** AAA  
**主体级别** AAA  
**评级展望** 稳定  
**发行主体** 宝钢集团有限公司  
**申请规模** 不超过人民币 40 亿元  
**债券期限** 3 年  
**债券利率** 本次债券为固定利率，在债券存续期内固定不变。本次债券采取网上与网下相结合的发行方式，票面利率将由公司与保荐机构（牵头主承销商）根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。

**担保方式** 本次债券采用股票担保及信托形式，宝钢集团以其持有并用于交换的新华保险 A 股股票（即标的股票）及其法定孳息作为担保和信托财产并办理担保及信托登记，以保障本次债券持有人交换标的股票和本次债券本息按照约定如期足额兑付。

### 概况数据

宝钢集团	2011	2012	2013	2014.Q3
所有者权益(亿元)	2,710.39	2,771.31	2,738.58	2,785.29
总资产(亿元)	4,738.20	4,984.38	5,194.62	5,284.30
总债务(亿元)	1,226.85	1,339.34	1,505.56	1,542.51
营业总收入(亿元)	3,162.45	2,882.26	3,031.00	2,298.30
营业毛利率(%)	11.44	8.53	9.94	9.93
EBITDA(亿元)	397.47	317.44	325.42	-
所有者权益收益率(%)	5.54	2.78	2.66	2.00
资产负债率(%)	42.80	44.40	47.28	47.29
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、2014年前3季度所有者权益收益率指标经年化处理。

### 分析师

王 维 [wwang@ccxr.com.cn](mailto:wwang@ccxr.com.cn)

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

罗彬璐 [bluo@ccxr.com.cn](mailto:bluo@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

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

2014 年 11 月 24 日

### 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“宝钢集团有限公司（以下简称“宝钢集团”或“公司”）2014 年可交换公司债券”信用等级为 AAA，该级别反映了本次债券的信用质量极高，信用风险极低。同时，我们也考虑了公司以其持有并用于交换的新华人寿保险股份有限公司（以下简称“新华保险”）A 股股票及其法定孳息作为担保及信托财产对本次债券所起的保障作用。

中诚信证评评定宝钢集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了公司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。中诚信证评肯定了公司规模优势显著、技术研发实力雄厚、产品品种丰富、产品质量高、业务渠道稳定、钢铁主业和相关多元产业协同发展等方面的优势。同时我们也关注到钢铁行业景气度下滑等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

### 正 面

- 规模优势显著。公司是国内大型钢铁生产集团，2013 年共生产生铁 4,286.08 万吨、粗钢 4,501.71 万吨、钢材 4,307.46 万吨，与同行业企业相比，公司具备较为明显的规模优势，市场竞争优势显著。未来随着“两角一边”战略的推进，公司规模优势将持续提升。
- 技术研发实力雄厚。公司于 2012 年 6 月成立中央研究院，对技术资源进行整合，对研发体系及运作机制进行全面改革，形成以中央研究院为主体的“产销研”和“产学研”相结合的研究开发体系，在新技术、新产品、新工艺、新装备的开发研制方面积聚了雄厚实力。
- 产品品种丰富、产品质量高。公司形成了普碳钢、不锈钢和特钢 3 大体系产品，品种涉及汽车板、电工钢、管线钢、能源用管、船板、不锈钢、特种合金等。公司获得多项质量管理体系认证，获得“企业创新奖”等多个

奖项，产品应用于汽车等多个领域，产品整体质量稳定。

- 业务渠道稳定。公司拥有稳定的采购和销售渠道，公司与铁矿石和煤炭供应商签署了长期合作协议，并建立了完善的国内外营销网络，公司产品以直销为主，客户资源稳定。
- 钢铁主业和相关多元产业协同发展。除发展钢铁主业外，公司积极实施多元化发展，相关多元产业发展良好，已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。
- 股票担保及信托设置增强了本次债券偿付的保障程度。公司将其持有并用于交换的新华保险 A 股股票及其法定孳息作为担保和信托财产，初始质押率不超过 70%，以保障本次债券持有人交换标的股票并进一步增强了本次债券本息按照约定如期足额兑付的安全性。

## 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。

---

<sup>1</sup> 2014 年 4 月 29 日，中诚信证评出具了信评委函字【2014】020 号文的“宝钢集团有限公司 2014 年可交换公司债券信用等级通知书”。后续公司根据《上海证券交易所可交换公司债券业务实施细则》及《中国证券登记结算有限责任公司可交换公司债券登记结算业务细则》等业务规定和其他监管要求，对本次债券的担保及信托事项进行了调整，中诚信证评对评级报告内容进行了相应更新，并将评级报告出具日期更新至 2014 年 8 月 26 日。中诚信证评对自 2014 年 4 月 29 日至 2014 年 8 月 26 日期间公司的信用状况进行了持续跟踪，未发现影响信用级别的重大因素，因而维持原有主体级别及评级展望；同时，中诚信证评认为上述调整事项不影响本次债券的信用级别。2014 年 11 月 24 日，中诚信证评根据公司 2014 年 3 季度财务报表及相关业务数据对评级报告进行了相应更新。中诚信证评对 2014 年 8 月 26 日以来公司的信用状况进行了持续跟踪，未发现影响信用级别的重大因素，因而维持原有信用级别及评级展望，并将评级报告出具日期更新至 2014 年 11 月 24 日。

## 概 况

### 发债主体概况

宝钢集团前身为上海宝山钢铁总厂。1992年3月17日，国家计划委员会、国家经济体制改革委员会、国务院生产办公室下发《关于为第一批试点企业集团办理审批手续的通知》（计规划[1992]287号），核准以上海宝山钢铁总厂为核心企业组建成国家试点企业集团，组建的集团名称为宝山钢铁集团，核心企业更名为宝山钢铁（集团）公司。

1998年11月13日，国务院下发《国务院关于组建上海宝钢集团公司有关问题的批复》（国函[1998]96号），同意由宝山钢铁（集团）公司为主体吸收上海冶金控股（集团）公司和上海梅山（集团）有限公司，组建上海宝钢集团公司。2005年10月9日，国务院国有资产监督管理委员会核准上海宝钢集团公司更名为宝钢集团有限公司。公司先后于2006年10月、2009年4月及2013年12月实施增资，截至2013年12月31日，公司注册资本为527.91亿元，国务院国有资产监督管理委员会持有100%的股份，是其实际控制人。

公司主营业务为钢铁业，围绕钢铁主业建立了相应的供应链、技术链和资源利用链，形成普碳钢、不锈钢和特钢3大产品体系，业务品种涉及汽车板、电工钢、管线钢、能源用管、船板、不锈钢、特种合金等。在钢铁主业之外，公司实施多元化发展战略，已初步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，实施钢铁主业和相关多元产业的协同发展。2013年，公司共生产生铁4,286.08万吨、粗钢4,501.71万吨、钢材4,307.46万吨，实现营业收入3,031.00亿元。2014年1-9月，公司生产生铁约3,253万吨、粗钢约3,395万吨、钢材约3,429万吨，实现营业收入2,298.30亿元。

截至2013年12月31日，公司总资产为5,194.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为2,738.58亿元，资产负债率为47.28%。2013年，公司实现营业收入3,031.00亿元，净利润72.79亿元。截至2014年9月30日，公司总资产为5,284.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为2,785.29亿

元，资产负债率为47.29%。2014年1-9月，公司实现营业收入2,298.30亿元，净利润41.77亿元。

### 本次债券概况

表 1：本次可交换公司债券基本条款

基本条款	
债券品种	可交换公司债券
债券名称	宝钢集团有限公司2014年可交换公司债券
申请规模	不超过人民币40亿元
债券期限	3年
债券利率	本次债券为固定利率，在债券存续期内固定不变。本次债券采取网上与网下相结合的发行方式，票面利率将由公司与保荐机构（牵头主承销商）根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
付息方式	每年付息一次，计息起始日为本次债券发行首日。
担保方式	本次债券采用股票担保及信托形式，宝钢集团以其持有并用于交换的新华保险A股股票及其法定孳息作为担保和信托财产并办理担保及信托登记，以保障本次债券持有人交换标的股票和本次债券本息按照约定如期足额兑付。该等新华保险A股股票数额不超过宝钢集团对新华保险持股数量的50%。
换股期限	自发行结束日满12个月后的第一个交易日起至可交换债到期日止。到期日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个交易日。在本次发行的可交换债期满后五个交易日内，公司将以本次发行的可交换债的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未换股的可交换债。具体上浮比率由公司董事会（或由董事会授权的人士）在本次发行可交换债前根据市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。
赎回条款	此外，当本次发行的可交换债未换股余额不足人民币3,000万元（如适用的上市规则另有规定，则适用相应规定）时，公司董事会有权决定按面值加当期应计利息的价格赎回全部未换股的可交换债。
资金用途	募集资金在扣除发行费用后，拟用于补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理



## 行业分析

### 钢铁

钢铁行业为典型的周期性行业，其发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。近年来，受国内外经济增幅放缓及下游需求减弱的影响，我国钢铁行业发展速度整体放慢。2013年，我国粗钢产量为7.79亿吨，同比增长7.50%，增幅较上年同期提升2.63个百分点，占全球粗钢产量的比重约为48.50%。

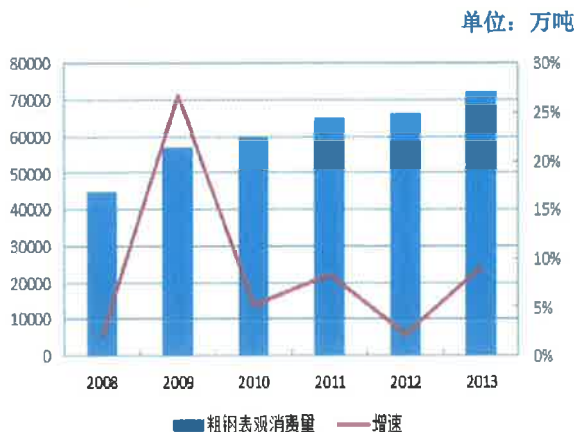
图 1：2008 年以来国内粗钢产量与 GDP 增长情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从下游需求看，中国钢铁需求主要来自于建筑行业，其次是机械、汽车、造船等。2011年以来，受政府紧缩政策力度加大、宏观经济增速放缓以及相关鼓励政策退出等因素影响，国内主要用钢行业逐渐由快速增长向平稳增长过渡，钢材需求增速亦随之放缓。2012年，国内粗钢表观消费量为6.64亿吨，较上年增长2.15%，增速较上年同期回落约6.18个百分点。2012年四季度以来，国内房地产、基建、汽车、船舶等主要用钢领域的钢材需求量增速有所回升，2013年全年粗钢表观消费量为7.25亿吨，较上年增长9.19%。

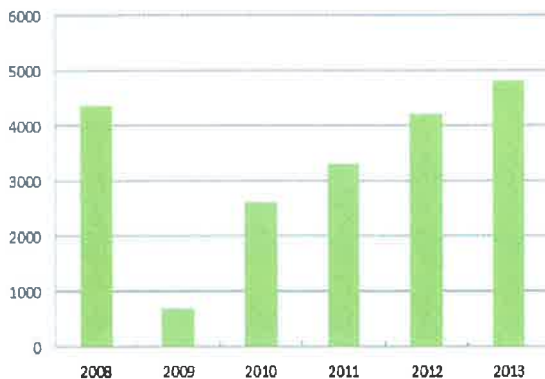
图 2：2008 年以来国内粗钢表观消费量增长情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

出口方面，2009年，全球钢材消费市场受金融危机影响，钢材消费需求明显萎缩，加之国际贸易保护等因素的影响，我国钢铁出口量急剧减少。2010年以来，随着世界经济的缓慢复苏，我国钢材出口市场出现恢复性增长。2011~2013年，我国钢材出口稳步增长，年度累计钢材出口分别为4,888万吨、5,560万吨、6,234万吨，年均复合增长率为12.93%；年度累计钢材进口分别为1,558万吨、1,362万吨、1,408万吨，年均复合增长率为-4.94%；同期钢材净出口量分别为3,330万吨、4,198万吨和4,826万吨，年均复合增长率为20.38%。

图 3：2008 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

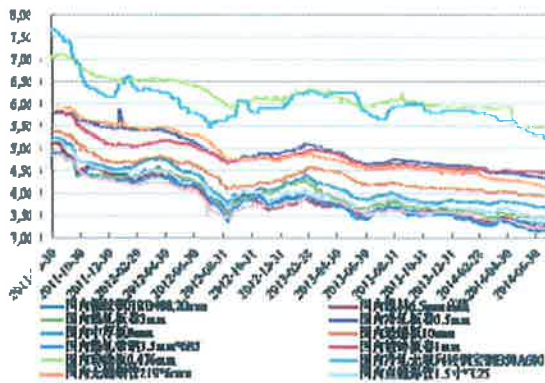
供给方面，2013年我国粗钢、生铁和钢材累计产量分别为7.79亿吨、7.09亿吨和10.68亿吨，分别较上年增长7.50%、7.76%和12.16%。尽管产量持续增长，但产能过剩依然较为明显。固定资产高投资直接导致钢铁产能继续扩张。据中国钢铁工业协会统计，截至2012年末，国内炼钢产能约为9.76亿吨。

2013年钢铁行业（黑色金属冶炼及压延业）固定资产投资约为5,060亿元，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。

钢材价格方面，2011年，受国内抑制通胀紧缩银根、房地产限购调控、动车事故造成的高铁建设大幅放缓以及国际经济复苏乏力和贸易保护主义等综合因素影响，国内钢铁需求受到抑制，自2011年下半年开始，国内钢材价格转入下行通道。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年未能延续上年9月以来的反弹走势，先涨后跌，截至2013年12月初，已基本跌破反弹前水平。2014上半年，由于下游房地产市场调整，钢材产量不断增加，钢材价格继续下跌。预计未来在产能利用率低下和需求增速提升有限的情况下，钢材产品价格将维持低位震荡的态势。

图 4：近年来中国部分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

总体看，短期内中国钢铁行业仍将处于产能过剩，钢价低位运行态势。但长期看，中国工业化、城镇化进程将在今后相当长一段时间内持续，这为中国钢铁行业未来良性发展奠定了坚实的基础。随着钢铁资源的进一步整合以及行业发展方式逐步回归理性，中国钢铁行业的发展前景较好。

## 铁矿石

中国钢铁产能巨大，受制于国内铁矿资源品位较低和产能供应不足等因素，近年铁矿石进口量保持了较快增长，对外依存度处于较高水平。2013年，我国进口铁矿石 8.19 亿吨，进口量再创新高，同比增长 10.08%，铁矿石对外依存度约 67%。

从铁矿石定价机制来看，全球铁矿石生产能力高度集中，全球 75%的高品位铁矿石产量和贸易量都集中在力拓（Rio-Tinto）、必和必拓（BHP·Billiton）、淡水河谷（CVRD）等三大国际矿业巨头手中，使得铁矿石供应商谈判砝码较重，话语权较强。在原有的长协价格谈判机制打破后，国内钢铁企业的定价话语权基本丧失，成本波动风险明显加大。

图 5：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

同时，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（即钢价上涨，矿石价格立即跟涨；但在钢价下跌时，矿石价格不仅下跌滞后且跌幅相对较小），导致国内钢铁行业长期处于微利甚至亏损运行局面。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。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。

为改变铁矿石对外依存度较高的不利局面、改善钢铁行业的微利状况，近年来国内钢铁企业纷纷加大对矿石资源的掌控力度，加强与海外矿山的合

作，加速下游深加工产业链的整合，宝钢、武钢、鞍钢、沙钢、唐钢、马钢、包钢等企业纷纷参股或计划参股澳大利亚、巴西、加拿大等国的多家矿山企业。

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的企业将在成本控制及铁矿石供应的稳定方面具备优势。中国钢铁企业近年来陆续向上游产业链延伸，不断投资海外矿山，这将在一定程度上缓解铁矿石价格波动对钢铁企业盈利水平的影响，并且，随着对外投资活动的继续，全行业对国外三大铁矿石供应商的依赖有望逐渐降低。

## 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。2013 年，全国规模以上企业焦炭产量为 4.8 亿吨，较上年增长 8.33%，增速较上年增加 5.61 个百分点。

从价格方面来看，2008 年全球金融危机爆发前，受益于钢铁行业的旺盛需求，焦炭价格持续走高，至 2008 年 9 月达到顶峰。之后，受金融危机的严重冲击，国内焦炭价格开始迅速下降，跌幅近 50%。2009 年下半年开始，宏观经济逐步回暖，焦炭价格也呈现企稳回升态势。至 2012 年 4 月，受国内经济增速放缓、焦炭需求减弱、库存增加等因素影响，焦炭价格呈下降趋势，截至当年 9 月底，跌幅约 38%。2012 年四季度以来，“冬储”、下游钢材市场回暖等对焦炭价格形成两波短暂拉升，但随着国家调结构政策不断出台以及下游需求不及预期，2013 年焦炭价格整体上仍呈下跌态势。2014 年上半年，国内焦炭价格继续处于下降态势。

图 6：2012 年以来国内焦炭价格走势



资料来源：中诚信资讯、中诚信证评整理

## 行业关注

### 铁矿石对外依存度高

目前国际铁矿石贸易以海上贸易为主，海上贸易出口国主要由澳大利亚、巴西、印度、南非四国组成。其中，澳大利亚、巴西的资源掌握在力拓、必和必拓、淡水河谷等三大国际矿业巨头手中，其供应量占全球铁矿石贸易量的 70% 以上。而中国铁矿石供应中，国外进口矿比例超过了 65%，其中的约 60% 由上述三大国际矿业巨头提供。

在中国国内铁矿石产量相对不高，国外供应量被三大供应商寡头垄断的背景下，中国铁矿石市场在可预期的未来仍将处于供不应求状态。未来，随着国内、国际产能的不断增长，以及国内矿石需求增速的放缓，铁矿石价格或将出现一定的回落，但从长远来看，铁矿石对外依存度高以及处于卖方市场的格局不会改变，因此在一定时期内铁矿石价格相对钢材价格仍将保持较高位运行，铁矿石价格因素仍将是影响钢铁行业盈利水平的主要因素。

### 在政策推动下，中国钢铁业并购重组加速

中国钢铁产业集中度低，且行业内企业之间产品同质化程度高，低价无序竞争现象明显，不利于行业未来健康发展。2013 年，国内粗钢产量排名前五位的钢铁企业占全国比重为 25.4%，排名前十位企业占比为 39.4%。

2009 年国家发布的《钢铁产业调整和振兴规划》（以下简称《规划》）中明确要求三年内钢铁业联合重组取得重大进展，形成若干个自主创新能力



较强、具有国际竞争力的特大型企业集团，并且国内排名前五位钢铁集团的产能达到 45% 以上。2011 年 11 月，工信部正式印发《钢铁工业“十二五”发展规划》（以下简称《规划》），规划提出将加快钢铁企业兼并重组步伐，鼓励社会资本参与国有钢铁企业兼并重组，并再次强调重点支持优势大型钢铁企业开展跨地区、跨所有制兼并重组，进一步提高我国钢铁产业集中度。同时，《规划》确立了钢铁企业兼并重组的工作目标：形成 3~5 家具有核心竞争力和较强国际影响、6~7 家具有较强市场竞争力的企业集团，力争到“十二五”末国内排名前 10 位的钢铁企业集团钢产量占全国总量的比例提高到 60% 左右。

在政策支持下，区域内及跨区域的兼并重组将在今后一段时间内持续，这有助于缓解钢铁行业产能过剩的压力，提高行业集中度。但值得注意的是，政府行政力量在重组中发挥着举足轻重的作用，目前阶段的行业重组还是以政府推动、区域内收购为主要运作模式，完全市场化收购行为的难度仍然较大。

## 行业政策限制新增产能并加大落后产能的淘汰力度，推进产品结构升级，提高行业的整体竞争力

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。2012 年 2 月 27 日，工信部发布《工业节能“十二五”规划》，其中有不少内容涉及钢铁行业的淘汰落后工作。具体来看，到 2015 年钢铁行业单位工业增加值能耗要比 2010 年下降 18.00%；吨钢综合能耗需从 2010 年的 605 千克标准煤/吨下降至 2015 年的 580 千克标准煤/吨，降幅达到 4.10%。根据工信部的规划，“十二五”期间还将加大淘汰落后高炉和电炉的力度，扩大节能技术的应用面。2012 年 9 月 3 日，工信部发布《钢铁行业规范条件（2012 年修订）》，明确提出了严禁生产 I 级螺纹钢、II 级螺纹钢（2013 年后），而目前 II 级螺纹钢占市场份额 60% 左右，约为 1

亿吨。同时，提高了节能环保的门槛，要求吨钢二氧化硫排放量不超过 1.63 千克，吨钢新水能耗不超过 4.10 立方米。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，预计短期内可通过计划淘汰和市场淘汰两种方式在化解过剩产能方面收到较为显著的成效。

中诚信证评认为，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。

## 竞争优势

### 规模优势显著

2013 年，宝钢集团共生产生铁 4,286.08 万吨、粗钢 4,501.71 万吨、钢材 4,307.46 万吨，分别同比增长 3.66%、2.70%、1.84%。宝钢集团全年共实现营业收入 3031.00 亿元，利润总额 101.01 亿元，在世界钢铁行业中位居前列，显著的规模优势使得其具备突出的市场地位和竞争实力。另外，在过去的 10 年里，宝钢集团一直位列世界 500 强企业之一，在 2013 年位于 222 位。

2014 年 1-9 月，公司已生产生铁约 3,253 万吨、粗钢约 3,395 万吨、钢材约 3,429 万吨，实现钢铁商品材销量约 3,437 万吨，获得营业收入 2,298.30 万元。

表 2：公司近三年及一期主要生产及财务数据

单位：万吨、亿元

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
粗钢产量	4,427.13	4,383.25	4,501.71	3,395.00
营业总收入	3,162.45	2,882.26	3,031.00	2,298.30
利润总额	181.51	104.15	101.01	65.35
资产总额	4,738.20	4,984.38	5,194.62	5,284.30
所有者权益	2,710.39	2,771.31	2,738.58	2,785.29

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据“两角一边”的战略布局，公司未来将形成长三角、珠三角、西北边协同发展的生产布局，其中长三角核心企业主要为宝山钢铁股份有限公司（以下简称“宝钢股份”），珠三角主要生产基地为宝钢集团广东韶关钢铁有限公司（以下简称“韶关钢铁”）、宝钢湛江钢铁有限公司（以下简称“湛江钢



铁”)，西北边生产基地主要为宝钢集团新疆八一钢铁有限公司(以下简称“八一钢铁”)。目前公司重点建设项目包括宝钢股份取向硅钢二期工程、湛江钢铁工程、八一钢铁南疆钢铁基地等，未来随着上述项目的建成投产，公司规模优势将持续提升。

## 技术研发实力雄厚，研发成果丰富

2012年6月，公司组建中央研究院，实施技术研发资源整合，对研发体系及运作机制开展全面改革，建立了以中央研究院为主体的“产销研”和“产学研”相结合的研究开发体系，在新技术、新产品、新工艺、新装备的开发研究方面积聚了雄厚的实力。

公司每年投入大量经费用于技术研发，2013年研发投入金额为58.8亿元，研发投入比例为1.9%，专利申请(受理)数为2,592件。近年公司取得了一批技术研发成果，其中，第三代先进高强度钢技术线路之一的淬火延性钢实现全球首发，公司已成为全球第一个具备第一、二、三代先进高强钢供货能力的厂商；超高效电极用无取向硅钢B50AE-2实现全球首发；高Si高磁感取向硅钢实现批量生产；顶级无取向硅钢实现大生产试制，由公司制造的690U形管在防城港核电1号机组1号蒸发器上成功穿管；超超临界机组用材取得首台套业绩、汽车排气系统用不锈钢通过丰田等汽车制造商认证。公司雄厚的技术研发实力及较大规模的研发投入，使得公司取得了丰富的研发成果，进而保持其在技术上的领先地位。

表3：公司近三年技术研发数据

单位：%、亿元、件

项目	2011年	2012年	2013年
研发投入比例	2.0	2.1	1.9
研发投入金额	63.5	60.4	58.8
专利申请(受理)数	2,287	2,445	2,592

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 产品品种丰富，产品质量高

公司钢材产品品种丰富，已形成普碳钢、不锈钢和特钢3大产品体系，品种涉及汽车板、电工钢、管线钢、能源用管、船板、不锈钢、特种合金等。公司主要从事高品质、高附加值钢材产品的生产经营，其主导产品具有一定的进口替代优势，在国内

同行业企业中具有市场竞争优势。

公司产品广泛应用于汽车等多个领域，其众多产品通过ISO质量管理体系认证、SVHC认证、ROHS认证、Halogen认证、船级社QA认证、JIS标志认证、特种设备制造许可认证、API标志认证等，获得丰田、日产、本田等汽车制造商认证并成为其供应商。公司获得“企业创新奖”、国家技术发明二等奖、科技进步二等奖、“特优质量奖”等众多奖项，并多次当选金属行业最受赞誉公司，取得客户的广泛认可。

## 业务渠道稳定

公司主要原材料为铁矿石和煤炭等，通过签订长期合同的方式，公司与供应商建立了长效合作机制。公司与淡水河谷国际、哈默斯利铁矿、必和必拓等铁矿石供应商和国内的主要煤炭供应商长期合作，形成较稳定的业务合作关系，以保证公司铁矿石和煤炭的长期供应。

公司产品以直销为主，凭借产品高质量优势，公司与上海汽车工业(集团)总公司、东风汽车集团股份有限公司、中国第一汽车集团公司、中国石油天然气集团公司、中国石油化工有限公司等大型企业建立了长期战略合作关系。同时，根据公司产品销售范围遍布国内外的特点，公司建立了涵盖国内和海外的较为完善的销售网络，该销售网络的建立可以直接服务客户，能够就客户的即时需求作出快速反应。截至2013年末，公司国内营销网点达101个；海外营销网络包括4家区域性总部、15家子公司和代表处，2家加工中心。

## 业务运营

作为中国钢铁行业的龙头企业，公司已形成“6+6”的业务格局，其中，钢铁业务为公司主业，载体主要为宝钢股份、宁波钢铁有限公司(以下简称“宁波钢铁”)、宝钢不锈钢有限公司(以下简称“宝钢不锈”)、宝钢特钢有限公司(以下简称“宝钢特钢”)、韶关钢铁和八一钢铁等6家企业；公司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。

表 4：公司近三年营业收入结构

单位：亿元、%

项目	2011 年		2012 年		2013 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
钢铁	2,528.59	79.96	2,302.23	79.88	2,387.41	78.77
资源开发及物流	264.25	8.36	192.09	6.66	310.71	10.25
钢材延伸加工	120.56	3.81	111.07	3.85	108.73	3.59
工程技术服务	70.81	2.24	103.18	3.58	92.38	3.05
金融投资	16.23	0.51	17.84	0.62	20.66	0.68
生产服务	161.72	5.11	151.59	5.26	109.23	3.60
其他业务	0.29	0.01	4.26	0.15	1.88	0.06
合计	3,162.45	100	2,882.26	100	3,031.00	100

注：公司煤化工业务收入合并统计在钢铁业务收入之内  
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 钢铁主业

### 钢材生产

公司是国内领先的大型钢铁生产企业，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。

表 5：公司各类型产品产销量情况

单位：万吨

主要产品	2011 年		2012 年		2013 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
普碳钢	4,330.39	4,335.86	4,029.52	4,033.15	4,045.88	3,999.17
不锈钢	230.94	224.97	233.14	242.51	245.16	252.39
特钢	95.00	93.60	67.00	64.99	82.82	82.82
合计	4,656.33	4,654.43	4,329.66	4,340.65	4,373.86	4,334.38

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

注：上表中产销量统计包括了各类产品之间的供销量，因此 2013 年产量合计数略大于文中前述钢材产量

公司秉承绿色制造的理念，在生产过程中通过加强管理和采取技术措施，最大限度地节约能源、降低能耗、减少排放。2013 年，公司实现环保项目投资 8.58 亿元。与 2012 年相比，2013 年公司节约能源总量 17.1 万吨标煤，SO<sub>2</sub> 和 COD 排放量分别减少 7871.8 吨和 226.7 吨，公司当年主要节能环保指标均达到国内一流水平。

### 原材料供应

公司主要原料包括铁矿石和煤炭，公司采取集中采购的模式，在采购时与供应商签署长期合作协

议，确保原料的稳定供给。

公司目前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。

从公司整体的产品结构来看，公司主要从事高技术含量和高附加值钢铁产品的生产，产品分为普碳钢、不锈钢和特钢三大体系，产品品种涵盖汽车板、电工钢、管线钢、能源用管、船板、不锈钢、特种合金等。2013 年，公司普碳钢、不锈钢和特钢产量分别为 4,045.88 万吨、245.16 万吨和 82.82 万吨；销量分别为 3,999.17 万吨、252.39 万吨和 82.82 万吨。

铁矿石供应方面，公司生产所需铁矿石主要由外部供应，公司通过宝钢股份实施集中采购，以发挥采购的规模优势。目前公司主要与必和必拓、淡水河谷、哈默斯利铁矿等大型供应商签署长期供应协议以保障铁矿石的供应，采购价格根据市场变化及时调整。

煤炭方面，公司所需燃料煤主要通过外购取得，供应商主要为国内大型煤炭经营企业，如淮北矿业股份有限公司、神华宁夏煤业有限责任公司

等。公司通过与大型煤炭供应商签订长期合作协议，以及投资参股等战略，深化与战略供应商的合作，确保煤炭资源的稳定供应。公司与煤炭供应商根据市价确定结算价格。

为提高原料的自给率，公司在巴西和澳大利亚等地参股矿山项目，目前参股矿山每年为公司提供 2,400 万吨铁矿石。在煤炭方面，公司以参股方式投资大型煤炭企业，以保证供给的稳定性。随着铁矿石和煤炭的投资参股，公司未来的原料自给率将得到提高。

对于标准、通用的零星物品，公司建立工业品超市平台，通过工业品超市平台向供应商发布采购物品、采购数量等需求信息，供应商通过参加招标方式获得订单。

### 产品销售

公司产品以直销为主，下游客户主要为汽车、石化、家电、造船等行业的大型企业。凭借产品质量优势，公司与上海汽车工业（集团）总公司、东风汽车集团股份有限公司、中国第一汽车集团公司、中国石油天然气集团公司、中国石油化工集团公司等企业建立了长期战略合作关系。在具体操作中，公司与战略客户签署长期合作协定，每年约定当年度最低采购量，并根据客户每周的需求量制定生产计划以便于组织生产、发货。公司在结算上采取全额预收、银行承兑汇票、信用证和现款交易等多种方式，并定期检查销售款的回笼情况，以降低经营风险。

公司产品主要在国内销售，目前国内销售收入约占公司钢铁业务收入的 90%，集中于华东、华南等地，海外钢铁业务收入占比约为 10%。公司目前销售网络完善，其国内销售网络已覆盖了大部分省、市、自治区，截至 2013 年末公司国内营销网点为 101 个，其中包括 6 家地区公司、6 家专营公司、3 家其它贸易公司、10 家分公司、18 个办事处、58 个钢材服务中心，累计形成加工能力 760 万吨。此外，公司还设立了欧非中东大区、东南亚及南亚大区、东北亚及澳洲大区、美洲大区等 4 个海外总代表体系，截至 2013 年末公司海外营销网络包含 4 家区域性总部、15 家子公司和代表处、2 家加工中

心，负责其整体海外贸易服务业务。

公司在各销售区域设立地区公司，由地区公司负责当地的销售业务。公司在上海设立了华东地区公司，在广州设立华南地区公司，在成都设立西部公司，在北方设立天津公司和东北公司，区域内的贸易公司、专营公司、钢材服务中心等由所在区域的地区公司负责，地区公司由公司直接管理。以地区公司牵头、钢材服务中心直接面对客户的销售网络，密切了公司与客户的业务联系，并有效降低销售成本。

### 相关多元产业

围绕钢铁主业的发展需求，公司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。2013 年，该板块实现营业收入 310.71 亿元。

钢材延伸加工业亦为钢铁主业供应量的下游产业，主要利用宝钢的钢铁生产优势，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。2013年，该板块实现营业收入108.73亿元。

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、城市建设、IT信息3大战略性业务，并积极发展工业技术服务。2013年，该板块实现营业收入92.38亿元。

煤化工系资源利用性产业，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。2013年，该板块实现营业收入20.66亿元。

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，该板块实现营业收入109.23亿元。

总体上看，公司产供销体系运行良好，采购和

销售渠道稳定，钢铁主业和相关多元产业协同发展，业务运营稳健。

## 战略规划

作为我国现代化程度最高、最具竞争力的钢铁联合企业，公司致力于实现“从钢铁到材料、从制造到服务、从中国到全球”的战略转型。根据公司2013-2018年发展规划，公司在新一轮规划其中，将继续推进新产品、新技术、新工艺的研究和开发，致力于成为钢铁技术的领先者，将钢铁生产和环境经营结合，继续实施绿色制造的理念，成为绿色产业链的驱动者。

钢铁主业方面，公司继续实施“两角一边”的战略布局，重点推进湛江钢铁基地等项目的建设施工。珠三角基地方面，湛江钢铁基地项目于2012年5月核准建设，一期产能约950万吨，预计2016年9月全面建成投产。在长三角基地的规划上，子公司宝钢股份后续将扩大取向硅钢的生产能力，以促进产品结构的调整和产品附加值的提高。西北边基地方面，公司于2012年5月启动COREX生产设施的整体搬迁，计划于2014年9月投产；此外，公司将继续推进八一钢铁的技术升级改造。

相关多元产业方面，公司将继续推进资源开发及物流、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大产业的协同发展。

总体看，公司的发展战略立足于自身的经营特色，与长期规划目标相匹配，符合国家产业政策的相关要求并体现了钢铁行业的发展趋势。

## 管理

### 治理结构

公司根据《公司法》等法律法规的要求，建立了以国务院国资委为代表的出资人、董事会、监事会和经营层各司其职、有效制衡的公司治理结构。公司董事会下设战略与风险管理委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会及审计委员会等4个专门委员会，各专门委员会职责明晰，运行情况良好。

### 内部管理

随着业务的发展，公司适时对组织结构进行调整，并制定了对应的管理制度，管理效率持续提高。



机构人事方面，公司于 2012 年对研发资源进行整合，成立中央研究院，同年设立碳减排办公室，由能源环保部直接管理。从内部管理来看，目前公司共设置了规划发展部、经营财务部、人力资源部、运营改善部、企业文化部（公共关系部）、办公厅、法律事务部、审计部、监察部、能源环保部、安全生产监督部、资本运营部、中央研究院、人才开发院、经济管理研究院、财务服务与数据共享中心、人力资源服务中心、不动产管理中心等部门或机构。在日常运行中，股东会、董事会、监事会等部门分工明确，各职能部门权责明晰。

风险管理方面，公司构建了全面风险管理体系。全面风险管理体系共由 3 道防线组成，其中第一道防线是公司的各职能部门和下属子公司，对应于各自的业务领域；第二道防线是公司的运营改善部，系风险管理的综合管理部；第三道防线系审计监察部门，主要负责对各部门和下属子公司风险管理工作开展监督和评价工作，并推进公司的内部控制自我评估工作。在三道防线基础上，公司定期或不定期开展风险因素分析工作，对宏观市场环境风险、新进钢铁单元竞争力提升风险、安全生产风险等进行分析，对影响公司经营的重大风险因素予以量化。与此同时，公司建立了宏观市场研判及交流机制，定期组织内部人员的交流，对下属子公司进行调研，并更新发布《供应链重点风险检查表》、《供应链库存管理优秀实践》、《经营风险案例库》等交流成果文件，促进内部员工和子公司之间的交流。

绩效管理方面，公司按照“PDCA+认真”的要求，形成了降本增效的长效机制。公司从产供销等供应链环节实施降本增效，同时从控制投资、提高资产使用效率、优化流程、提高增值服务等方面促进降本增效工作的开展。公司从试点“任期制”着手，探索完善考评机制，将 EVA、累计利润和业务收入增长率等指标作为通用的考核指标，在考核指标体系设置上贯彻降本增效的原则。公司通过健全“月度预警-季度对话-年度评价-任期考核”的闭环过程控制及动态经营业绩考核监测制度相结合的绩效管理制，引导各部门和子公司将盈利质量、发展质量及可持续发展能力作为关注重点，避免盲目的规模扩张。

营销服务管理方面，公司遵循“客户至上”的理念，在为客户提供高质量产品的同时，注重服务管理水平的提升。公司建立了较完善的面向解决客户问题的产销研运行机制，将用户反映的问题系统导入各产销研的 SBU 小组，由各 SBU 小组负责解决，并根据 PDCA 对问题的解决进展进行跟踪和评价。公司建立了产品服务热线，实行大客户总监制，对客户开展满意度调查，密切了与客户的联系。

此外，公司制定完善了与采购、生产、销售、质量、环保、财务、人力资源、审计、对外投资、对外担保等各运营环节的规章制度，确保各项生产经营活动稳步进行，各项重大决策切实贯彻执行。

总体看，公司主要职能部门和管理层运行规范，内部管理制度完整，日常执行情况良好。

## 财务分析

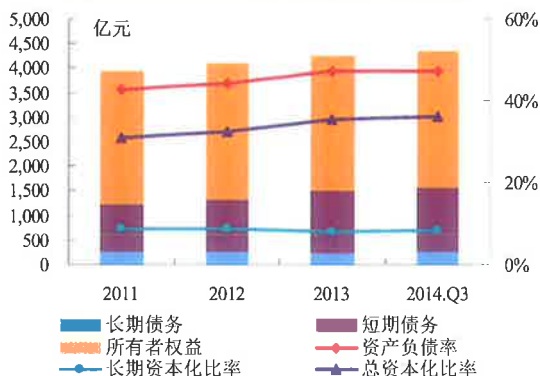
以下财务分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年审计报告，以及未经审计的 2014 年三季度财务报表。

## 资本结构

随着业务规模的增长，近年来公司资产规模呈现稳步扩张态势，2011~2013 年其总资产分别为 4,738.20 亿元、4,984.38 亿元和 5,194.62 亿元，三年年均复合增长率为 4.71%。从资产构成来看，公司资产主要由固定资产及在建工程、存货、长期股权投资、可供出售金融资产、货币资金构成。公司以钢铁为主业，对机器设备及厂房有较大需求，截至 2013 年末，其固定资产及在建工程合计 1,967.31 亿元，占总资产的 37.87%；存货合计 805.90 亿元，占总资产的 15.51%，主要系产成品、原材料以及在产品等；长期股权投资方面，近年来公司围绕钢铁主业积极实施多元化发展，对外投资逐年增加，截至 2013 年末，长期股权投资合计 582.63 亿元，占总资产的 11.22%，近三年年均复合增长率为 25.14%；可供出售金融资产主要系持有的权益工具、信托产品、投资基金以及债券等，合计 373.79 亿元，占总资产的 7.20%；同期，公司货币资金合计 369.00 亿元，占总资产的 7.10%，现金储备充足。与此同时，公司负债规模亦逐步上升，近三年其总

负债分别为 2,027.81 亿元、2,213.07 亿元和 2,456.04 亿元，三年年均复合增长率为 10.05%。

图 7：2011~2014.Q3 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

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，公司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，公司资产负债率和总资本化比率分别为 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。截至 2014 年 9 月 30 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 47.29% 和 36.12%，财务杠杆比率保持稳定。

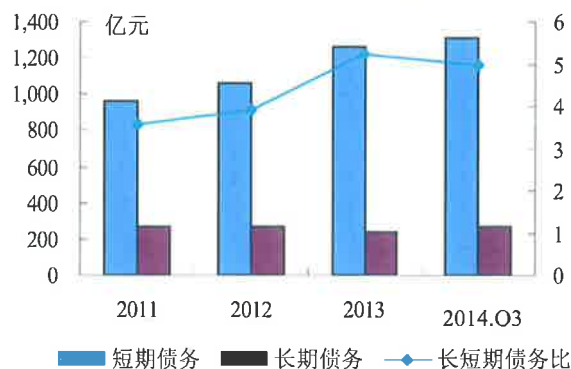
表 6：截至 2013 年 12 月 31 日国内主要钢铁企业资本结构比较

公司	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
宝钢集团	5,194.62	47.28	35.47
宝钢股份	2,266.68	47.03	32.32
鞍钢股份	928.65	49.29	27.18
包钢股份	879.24	78.25	66.03
马钢股份	760.11	63.97	54.22
重庆钢铁	480.46	79.32	65.63
安阳钢铁	318.22	76.78	70.29
八一钢铁	225.01	83.80	73.98
杭钢股份	85.66	57.73	42.24

资料来源：各公司定期财务报告，中诚信证评整理

从债务期限结构看，近年来，随着业务规模的扩大，公司主要通过银行短期借款以及短期融资券补充流动资金，短期债务规模增长较快，长短期债务比（短期债务/长期债务）相应提高，2011~2013 年，公司长短期债务比分别为 3.57、3.92 和 5.23。截至 2014 年 9 月 30 日，公司长短期债务比降至 4.98。

图 8：2011~2014.Q3 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，目前公司负债规模适中，杠杠比率处于行业较低水平，但考虑到公司后续仍有一定规模的资本支出需求，未来其负债规模和杠杠比率存在进一步增长的可能。

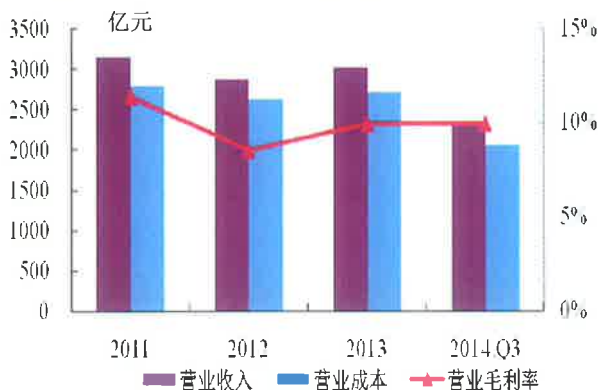
### 盈利能力

根据“6+6”的业务架构，公司的业务板块包括钢铁主业以及围绕其发展的六大相关多元产业（即资源开发及物流、钢材延伸加工、工程技术服务、煤化工、金融投资以及生产服务）。

2011~2013 年，公司营业收入分别为 3,162.45 亿元、2,882.26 亿元和 3,031.00 亿元，因受钢铁行业景气度变化而呈现一定波动。2012 年，受下游需求增速放缓以及钢材价格下跌影响，公司钢材业务收入出现下滑，相关多元产业整体上也受到一定程度影响，全年营业收入同比下降 8.86%。2013 年，随着主要用钢行业的缓慢复苏，公司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%。2014 年公司经营保持良好，1-9 月实现营业收入 2,298.30 亿元，较上年同期提高 1.32%。

营业毛利率方面，公司注重新技术的研发和利用，在生产技术、产品品种以及管理效率等方面保持着国内领先优势，营业毛利率整体上处于行业较高水平。近年来，受国内钢铁行业周期性波动影响，公司的营业毛利率呈现一定波动，2011~2013 年分别为 11.44%、8.53% 和 9.94%。2014 年前三季度，公司营业毛利率为 9.93%。

图 9：2011~2014.Q3 公司营业收入、营业毛利率



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司三费以销售费用和管理费用为主，财务费用占比较低。近年来，公司销售费用呈增长趋势，与业务规模的扩大及销售力度的增加总体保持一致；管理费用则小幅下降，主要得益于管理效率的提升。2012 年公司财务费用提升明显，主要系因为债务规模提升，利息支出增加以及当期汇兑收益大幅减少；2013 年公司财务费用减少主要系当期汇兑收益大幅增加所致。2013 年，公司三费收入占比为 7.53%，较上年微降 0.68 个百分点。

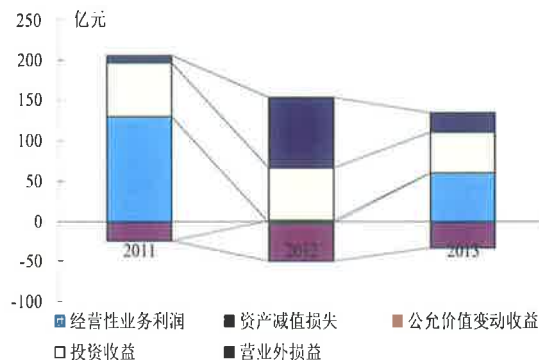
表 7：2011~2013 年公司期间费用分析

	单位：亿元		
	2011	2012	2013
销售费用	46.90	50.72	54.05
管理费用	164.24	155.28	149.35
财务费用	9.31	30.61	24.71
三费合计	220.46	236.61	228.11
三费收入占比	6.97%	8.21%	7.53%

数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益以及营业外损益构成，2011~2013 年公司实现利润总额分别为 181.51 亿元、104.15 亿元和 101.01 亿元；同期经营性业务利润分别为 129.18 亿元、-2.14 亿元和 59.89 亿元。2012 年，受钢铁行业需求减缓及价格处于低位等因素影响，公司经营性业务利润由 2011 年的 129.18 亿元降至 -2.14 亿元，当年公司营业外损益达到 87.61 亿元，主要系世博土地转让收入，对其利润总额形成有益补充。2013 年，公司钢铁主业经营状况有所恢复，经营性业务利润增至 59.89 亿元，全年利润总额为 101.01 亿元，与上年基本持平。

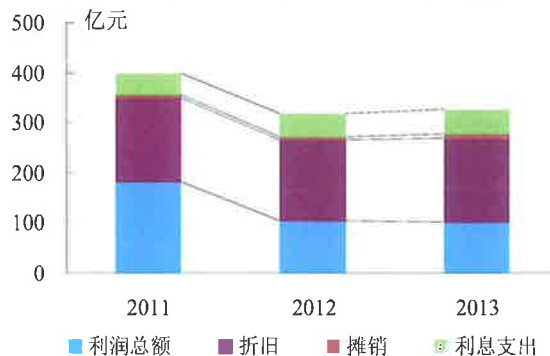
图 10：2011~2013 年公司利润总额分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

获取能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成。虽然近年来公司利润总额有所波动，但由于折旧、利息支出规模较大且处于不断增长趋势，公司 EBITDA 规模一直处于很好水平。2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 397.47 亿元、317.44 亿元、325.42 亿元，获现能力良好。

图 11：2011~2013 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司钢铁主业突出，规模优势明显，产品品质领先，营业毛利率处于行业较高水平。同时，多元化发展战略有助于公司分散风险，增强抗风险能力。

### 偿债能力

从公司债务规模来看，截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务为 1,505.56 亿元，其中长、短期债务分别为 241.79 亿元和 1,263.78 亿元，公司短期债务占比较高且规模较大，具有一定的短期偿债压力。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，公司获现能力较好，EBITDA 规模较大，2011~2013 年公司总债务/EBITDA 指标分别为 3.09、4.22 和 4.63，EBITDA 利息保障倍数分别为 8.98、6.13 和 5.70 倍，

表明公司EBITDA对债务本息的保障程度很强。

从现金流情况来看, 2011~2013年, 公司经营净现金/总债务分别为0.07、0.24和0.11; 经营活动净现金/利息支出分别为1.90、6.30及2.85倍, 其经营性现金流对债务本息能形成很好保障。同时, 考虑到公司作为国资委直属企业, 系国内钢铁行业龙头企业, 可获得政府在政策、资金等方面的支持, 其实际偿债能力极强。

表 8: 2011~2013 年公司偿债能力分析

	2011	2012	2013
总债务 (亿元)	1,226.85	1,339.34	1,505.56
长期债务 (亿元)	268.23	271.97	241.79
短期债务 (亿元)	958.62	1,067.37	1,263.78
EBITDA (亿元)	397.47	317.44	325.42
EBITDA 利息倍数 (X)	8.98	6.13	5.70
总债务/EBITDA (X)	3.09	4.22	4.63
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.90	6.30	2.85
经营活动净现金/总债务 (X)	0.07	0.24	0.11
资产负债率 (%)	42.80	44.40	47.28
总资本化比率 (%)	31.16	32.58	35.47

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

在财务弹性方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司取得银行授信额度合计为 2,778.09 亿元, 其中尚未使用额度为 1,763.42 亿元, 公司备用流动性充裕。

对外担保方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司对外担保合计人民币 26,999 万元、美元 39,165 万元, 占净资产的比例很小。整体看, 公司因对外担保所形成的或有负债风险小。另截至 2013 年 12 月 31 日, 公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

表 9: 截至 2013 年末公司及下属控股子公司  
对外担保情况

			单位: 万元
担保单位	担保对象	币种	担保金额
宝钢集团有限公司	上海克虏伯不锈钢有限公司	美元	2,000
宝钢集团上海浦东钢铁有限公司	上海克虏伯不锈钢有限公司	人民币	9,292
宝钢资源有限公司和宝钢资源(国际)有限公司	中国铝业投资控股有限公司	美元	22,750
宝钢资源有限公司	智达单船公司	美元	3,043
宝钢资源有限公司	礼达单船公司	美元	3,043
宝钢资源有限公司	风华单船公司	美元	4,257
宝钢资源有限公司	光华单船公司	美元	2,872
新疆八一钢铁有限公司	新疆屯河集团有限责任公司	人民币	4,800
新疆八一钢铁有限公司	解放军 7438 厂	人民币	664
宝钢德盛不锈钢有限公司	福建吴航不锈钢制品有限公司	美元	1,200
宝钢金属有限公司	陕西长青能源化工有限公司	人民币	12,000
华宝信托有限责任公司	舟山市海运公司	人民币	243

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

综合来看, 宝钢集团规模优势明显, 行业地位突出, 技术研发实力雄厚, 产品质量高、业务渠道稳定。尽管随着行业景气度的波动公司钢铁业务盈利能力有所波动, 但公司稳健的资本结构、充裕的现金流及极强的股东背景仍使得其整体上保持了良好的偿债能力。此外, 公司多元化经营, 钢铁主业和相关多元产业协同发展也一定程度上缓解了钢铁行业周期性风险。整体看, 公司综合竞争实力和抗风险能力极强。

## 股票担保及信托设置分析

宝钢集团以其持有并用于交换的新华保险 A 股股票及其法定孳息作为担保和信托财产并办理担保及信托登记, 以保障本次债券持有人交换标的股票和本次债券本息按照约定如期足额兑付。

## 新华保险概况

新华保险成立于 1996 年 9 月, 系根据中国人民银行《关于筹建新华人寿保险股份有限公司的批



复》(银复[1996]40号),由宝钢集团、神华集团有限责任公司等十五家发起人签署发起人协议,共同发起设立。2011年12月15日、16日,新华保险相继在香港和上海成功挂牌上市,A股代码为601336,H股代码为01336,是国内首家以“A+H”方式同步上市的保险公司。截至2014年9月30日,新华保险总股本3,119,546,600股。新华保险控股股东和实际控制人是中央汇金投资有限责任公司。

作为一家全国大型寿险公司,新华保险通过遍布全国的分销网络,为个人及机构客户提供寿险、健康险和意外伤害险等一系列寿险产品及服务,并通过下属的资产管理公司管理和运用保险资金。目前,寿险业务是新华保险保险业务的主要收入来源。2011~2013年,新华保险分别实现保险业务收入947.97亿元、977.19亿元和1,036.40亿元,其中寿险业务收入占比分别为93.54%、92.31%和90.77%。

表 10: 2011~2013 年新华保险的保险业务收入结构

单位: 亿元、%

	2011年		2012年		2013年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
寿险	886.76	93.54	902.03	92.31	940.69	90.77
健康险	52.55	5.54	64.91	6.64	83.31	8.04
意外伤害险	8.66	0.91	10.25	1.05	12.40	1.20
合计	947.97	100.00	977.19	100.00	1,036.40	100.00

资料来源:新华保险定期财务报告,中诚信证评整理

截至2013年12月31日,新华保险总资产为5,658.49亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为393.18亿元,资产负债率为93.05%。2013年全年,新华保险实现营业收入1,295.94亿元,其中保险业务收入1,036.40亿元,取得净利润44.24亿元,经营活动净现金流562.05亿元。

截至2014年9月30日,新华保险总资产为6,104.80亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为468.21亿元,资产负债率为92.33%。2014年1~9月,新华保险实现营业收入1,099.25亿元,其中保险业务收入862.25亿元,取得净利润63.26亿元,经营活动净现金流300.38亿元。

## 担保及信托财产价值分析

截至2014年9月30日,宝钢集团持有新华保险A股471,212,186股,占已发行股份总数的15.11%,占已发行A股总数的22.60%,是新华保险的第二大股东。宝钢集团持有新华保险A股股票全部是无限售条件流通股。

宝钢集团拟将其持有并用于交换的新华保险A股股票及其法定孳息作为本次债券的担保及信托财产,该等新华保险A股股票数额不超过公司对新华保险持股数量的50%。质押担保的范围包括本次债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现担保债权及质权的合理费用。此外,宝钢集团自愿将标的股票和标的股票登记担保及信托专户期间产生的孳息作为信托财产委托给中国国际金融有限公司(以下简称“中金公司”),为本次债券持有人的利益,以中金公司为受托人和担保及信托专户中信托财产的名义持有人,以本次债券持有人为受益人,以担保本次债券持有人完成换股或获得本息偿付。

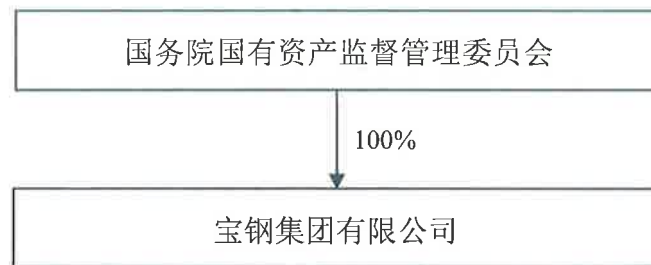
本次担保及信托财产包括标的股票及其法定孳息(包括资本公积金转增股本、送股、分红、派息等),但是,在办理担保及信托登记前已经产生并应当归属于宝钢集团的现金分红将不作为本次债券的担保及信托财产范围。为明确起见,根据新华保险2011年度第六次临时股东大会通过的《关于新华人寿保险股份有限公司进行特别分红暨建立公众投资者保护机制的议案》宝钢集团可能获得的现金分红不是本次债券的担保及信托财产。

根据《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》,本次债券最终发行金额不超过用于交换的股票在本次债券募集说明书公告前20个交易日均价计算的市值的70%,即本次债券的初始质押率将不超过70%,担保及信托财产的价值较为充分,进一步增强了对本次债券本息的保障程度。

## 结论

综上,中诚信证评认为本次可交换公司债券信用评级质量极高,信用风险极低,中诚信证评认为宝钢集团在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：宝钢集团有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



**附二：宝钢集团有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.Q3
货币资金	5,428,684.92	4,167,328.60	3,689,972.41	4,490,774.31
应收账款净额	1,021,067.00	1,163,698.70	1,435,756.00	1,523,846.14
存货净额	6,542,295.10	7,722,646.14	8,058,994.02	7,583,407.92
流动资产	16,389,741.53	17,193,641.91	18,127,460.26	18,535,817.65
长期投资	8,834,991.45	9,553,436.54	9,717,710.02	9,700,879.25
固定资产合计	19,017,579.61	19,648,203.06	20,044,618.31	20,233,563.83
总资产	47,381,977.63	49,843,761.72	51,946,194.86	52,842,986.36
短期债务	9,586,241.91	10,673,659.04	12,637,764.05	13,115,951.84
长期债务	2,682,301.38	2,719,746.27	2,417,857.30	2,633,901.29
总债务(短期债务+长期债务)	12,268,543.29	13,393,405.31	15,055,621.35	15,749,853.13
总负债	20,278,116.52	22,130,657.26	24,560,426.61	24,990,134.94
所有者权益(含少数股东权益)	27,103,861.11	27,713,104.45	27,385,768.25	27,852,851.42
营业总收入	31,624,499.95	28,822,552.78	30,310,025.67	22,982,998.72
三费前利润	3,496,402.78	2,344,787.69	2,880,082.80	2,188,445.06
投资收益	676,841.65	652,671.23	498,015.79	260,921.00
净利润	1,500,888.12	771,806.51	727,910.60	417,675.22
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	3,153,691.11
投资活动产生现金净流量	-2,296,397.03	-3,380,592.49	-2,909,449.28	-2,230,275.58
筹资活动产生现金净流量	1,887,351.46	-1,271,057.99	993,299.44	-115,376.99
现金及现金等价物净增加额	426,631.92	-1,400,702.39	-350,366.05	758,202.45

财务指标	2011	2012	2013	2014.Q3
营业毛利率(%)	11.44	8.53	9.94	9.93
所有者权益收益率(%)	5.54	2.78	2.66	2.00
EBITDA/营业总收入(%)	12.57	11.01	10.76	-
速动比率(X)	0.62	0.53	0.49	0.52
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	0.24	0.11	0.27
经营活动净现金/短期债务(X)	0.09	0.31	0.13	0.32
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	47.29
总资本化比率(%)	31.16	32.58	35.47	36.12
长期资本化比率(%)	9.01	8.94	8.11	8.64

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、宝钢集团2014年3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/短期债务指标经年化处理。

### 附三：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+短期融资券<sup>2</sup>

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）

<sup>2</sup> 公司将短期融资券计入“其他流动负债”科目。



#### 附四：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。

## 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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

## 关于宝钢集团有限公司 2014年可交换公司债券跟踪评级安排

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等级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，本公司将于发行主体年度报告公布后二个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体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、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

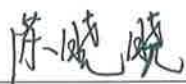
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）予以公告。

（本页无正文，为《宝钢集团有限公司2014年可交换公司债券信用评级报告》  
之签署页）

分析师：



王 维



陈晓晓



罗彬璐



中诚信证券评估有限公司  
2014年12月8日