



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪238号

## 河钢股份有限公司：

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“河钢股份有限公司2012年公司债券”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，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会  
信用评级委员会

二零一六年六月二十日

## 河钢股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2016）

<b>发行主体</b>	河钢股份有限公司 (原河北钢铁股份有限公司)		
<b>担保主体</b>	河钢集团有限公司 (原河北钢铁集团有限公司)		
<b>担保方式</b>	无条件不可撤销的连带责任保证担保		
<b>发行规模</b>	品种一: 37.5 亿元, 已兑付 品种二: 12.5 亿元		
<b>存续期限</b>	品种一: 3 年期, 2013/03/27—2016/03/27 品种二: 5 年期, 2013/03/27—2018/03/27		
<b>上次评级时间</b>	2015/4/29		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

### 概况数据

河钢股份	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益(亿元)	447.91	452.49	455.96	457.12
总资产(亿元)	1,668.98	1,703.68	1,788.12	1,725.78
总负债(亿元)	1,221.07	1,251.19	1,332.15	1,268.65
总债务(亿元)	895.81	927.41	1,027.80	979.70
营业收入(亿元)	1,102.55	982.57	731.03	178.30
营业毛利率(%)	8.50	10.90	13.32	10.50
EBITDA(亿元)	91.73	80.76	74.70	20.31
所有者权益收益率(%)	0.31	1.59	0.88	0.62
资产负债率(%)	73.16	73.44	74.50	73.51
总债务/EBITDA(X)	9.77	11.48	13.76	12.06
EBITDA 利息倍数(X)	2.20	1.74	2.90	2.17
河钢集团	2013	2014	2015	
所有者权益(亿元)	854.95	844.56	892.26	
总资产(亿元)	3,284.61	3,242.87	3,487.86	
总债务(亿元)	2,051.22	1,985.07	2,155.25	
营业总收入(亿元)	2,510.35	2,806.16	2,844.68	
营业毛利率(%)	7.70	8.72	7.62	
EBITDA(亿元)	182.72	168.64	189.34	
所有者权益收益率(%)	-0.38	0.26	0.13	
资产负债率(%)	73.97	73.96	74.42	
总债务/EBITDA(X)	11.23	11.77	11.38	
EBITDA 利息倍数(X)	1.64	1.37	1.54	

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、公司2016年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

### 基本观点

2015 年, 受下游需求增速放缓影响, 钢铁行业景气度低迷, 钢材价格持续走低, 河钢股份有限公司(原名河北钢铁股份有限公司, 于 2016 年 6 月 6 日更为现名, 以下简称“河钢股份”或“公司”)营业收入大幅下滑。但受益于铁矿石、煤炭等原材料成本的降低, 及调整产品结构和削减成本, 当年公司营业毛利率提升, 整体经营效益在钢铁行业处于较好水平。整体看, 公司在钢铁行业中仍保持极强的规模优势及综合竞争实力; 此外, 公司获现能力保持较好, EBITDA 和经营活动净现金对债务本息依然能形成合理保障。同时, 中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到钢铁行业整体经营压力加大、公司财务杠杆比率较高等风险因素对公司信用水平产生的影响。

综上, 中诚信证评维持发行主体河钢股份主体信用等级为 **AAA**, 评级展望稳定; 维持“河钢股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 **AAA**, 该债项级别同时考虑了河钢集团有限公司(原名河北钢铁集团有限公司, 于 2016 年 1 月 19 日更为现名, 以下简称“河钢集团”)提供的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

- 显著的规模优势和行业领先地位。截至 2015 年末, 公司具有年产钢材 3,000 余万吨的生产能力, 当年生产生铁 3,090 万吨、粗钢 3,141 万吨、钢材 2,955 万吨; 销售钢材 2,782 万吨, 钢材产销量居钢铁行业前列。
- 区域优势明显。公司营业收入中 70.41% 系自华北地区取得, 华北地区汽车、家电、造船、建筑、机械制造业发展迅猛, 是全国钢材主要消费区域之一, 良好的区位优势为公司发展提供了较为广阔的空间。
- 盈利能力增强。受益于原材料价格下跌、高端产品销量的提升及持续削减附加成本, 2015



分析师

米玉元 yym@ccxr.com.cn

李立业 lyli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月20日

年公司营业毛利率较 2014 年提升 2.42 个百分点。

- 财务弹性较强。截至 2016 年 3 月末，公司获得的银行授信额度合计 1,015.95 亿元，其中尚未使用的银行授信额度为 248.40 亿元。同时，公司为上市公司，可有效利用资本市场获得资金支持，融资渠道较为顺畅，财务弹性较强。

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放缓、产品价格下滑、行业竞争激烈等诸多问题，这些因素使得公司整体经营压力持续加大。
- 公司财务杠杆比率上升。截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 73.51%和 68.19%，与国内主要上市钢铁企业相比处于较高水平。

## 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对象构成委托关系外，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](http://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评级对象提供，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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 重大事项

2015年8月24日，公司发布《河北钢铁股份有限公司与唐山钢铁集团有限责任公司关于非公开发行股票购买唐山钢铁集团高强汽车板有限公司股权的交易协议》的公告。公司将通过资本市场融资募集资金，收购唐山钢铁集团有限责任公司持有的唐山钢铁集团高强汽车板有限公司100%股权。2015年10月22日，公司发布《河北钢铁股份有限公司关于非公开发行股票事项获得河北省国资委批复的公告》，河北省人民政府国有资产监督管理委员会以《关于同意河北钢铁股份有限公司非公开发行股票有关问题的批复》（冀国资产权管理【2015】99号）文件，同意公司向不超过十名特定投资者非公开发行股票不超过19.05亿股，发行价格不低于4.20元/股，募集资金用于收购唐山钢铁集团有限责任公司所持唐山钢铁集团高强度汽车板有限公司100%股权及新建高强度汽车板技术改造项目二期工程和补充流动资金。本次非公开发行方案已获得公司2015年10月23日召开的2015年第二次临时股东大会审议通过，目前正组织申报材料上报中国证监会。

经公司2016年1月14日召开的二届十八次董事会审议通过，公司拟公开发行不超过人民币50亿元公司债券，发行期限为不超过3年，募集资金拟用于改善债务结构、偿还公司债务及补充营运资金中的一种或多种。公司拟公开发行债券方案已经公司2016年2月2日召开2016年第一次临时股东大会审议通过，材料上报深交所审核并通过，但尚待证监会核准。

## 行业分析

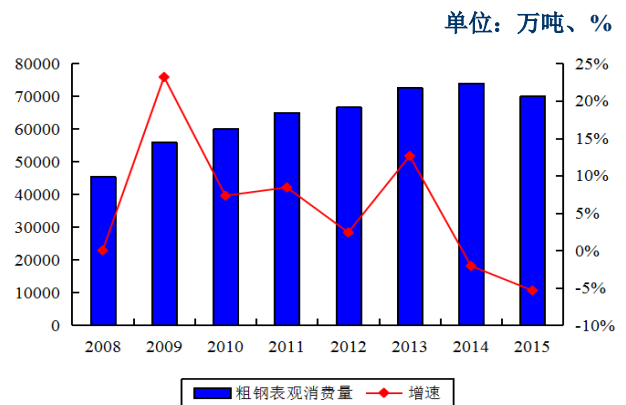
### 宏观经济增速进一步下行，下游需求疲软，钢价断崖式下跌，钢铁行业“寒冬”加剧

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。近年来，受国内外经济增速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。2015年，我国粗钢、生铁和钢材累计产量分别为8.04亿吨、6.91亿吨和11.24亿吨，分别较上年下降2.31%、3.04%和0.18%；当年

我国粗钢产量占全球粗钢产量的比重约为49.54%。

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。在我国宏观经济下行和经济结构调整的大背景下，钢材下游需求持续低迷，产能过剩压力加大，2015年我国粗钢表观消费量为7.01亿吨，同比下降5.35%。

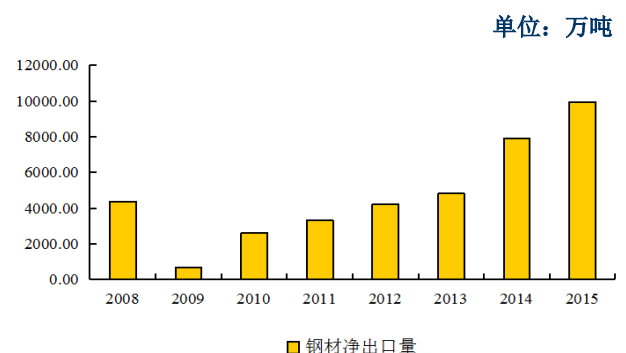
图1：2008年以来我国粗钢表观消费量增长情况



资料来源：慧博资讯，中诚信证评整理

出口方面，2015年，我国钢材出口11,240万吨，较上年增长19.85%；进口1,278万吨，较上年下降11.43%；全年钢材净出口量9,960万吨，较上年增长25.52%。不过从价格上看，全年钢材出口金额为628.27亿美元，同比下降11.30%，贸易条件有所恶化。另外，先后有美国、东盟、俄罗斯等国家发起“双反”案件几十起，贸易摩擦数量和上年相比明显提升，预计钢材出口增长幅度或将有所回落。

图2：2008年以来中国钢材净出口情况



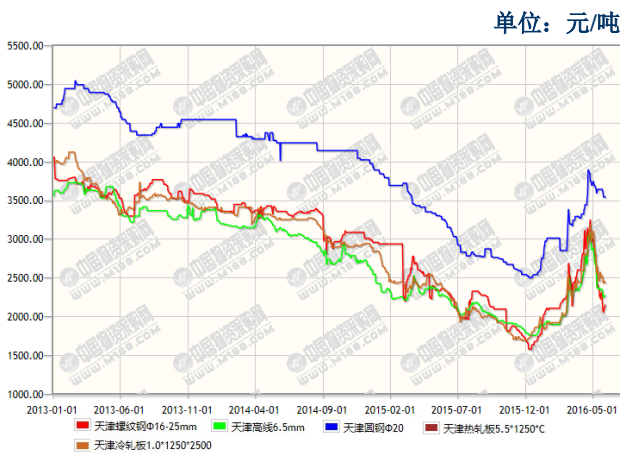
资料来源：慧博资讯，中诚信证评整理

钢价持续下行，国际矿价亦持续震荡下跌，但钢矿价跌幅差额被压缩，且下游钢铁需求全面下行，行业亏损面大幅提高，整体盈利能力下滑

钢材价格方面，受钢材下游市场需求放缓和新

增生产能力持续释放影响，钢价持续下行。2015年以来，受下游需求持续疲软及行业整体去库存加速影响，全年钢铁价格进一步快速下滑。2015年末，Myspic 钢材综合价格指数跌至 71.82，同比下降 32.14%。进入 2016 年，钢材价格略有回升，2016 年 3 月末，Myspic 钢材综合价格指数增至 75.40。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。

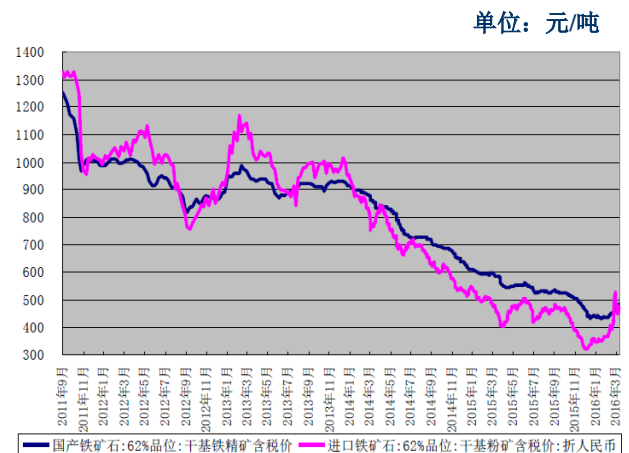
图 3：近年来中国主要钢材品种价格走势情况



资料来源：中国物资采购网，中诚信证评整理

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 年对外依存度提高至 78.55%。随着进口矿价格走低，国产铁矿石也基本呈现下降趋势。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增多，2015 年末，Myspic 钢材综合价格指数为 71.82，同比下降 32.14%；同期铁矿石综合价格指数为 51.00，同比下降 32.81%。2015 年钢矿价跌幅差率为 8.94%，低于 2014 年的 15.07%。同时，2015 年钢铁行业出现全行业亏损。据工信部统计，2015 年重点大中型钢铁企业实现销售收入 28890 亿元，同比下降 19.05%；实现利税-13 亿元、利润-645 亿元，由盈转亏，亏损面 50.5%，同比上升 33.67 个百分点。7 月份后始终处于亏损状态，并且亏损额逐步扩大。

图 4：近年国内钢材、铁矿石价格变动情况



资料来源：中国物资采购网，中诚信证评整理

中诚信证评认为，国际矿价震荡下跌有利于钢铁企业缓解成本压力，但钢矿价跌幅差额被压缩，且下游房地产、基建投资和制造业等整体低迷，钢铁企业盈利能力下滑。

### 政府加大淘汰落后产能力度，推进产业结构升级，并加大环保执法力度

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 年习近平主席在中央财经领导小组会议上首次提出“供给侧结构性改革”，2016 年 3 月李克强在政府工作报告中再次强调“近三年要淘汰落后炼钢炼铁产能 9,000 多万吨”，政府加大淘汰钢铁行业产能力度逐级加码。除了加大淘汰落后产能之外，政府对钢铁企业环保要求力度也逐渐加码，新环保法自 2015 年 1 月 1 日起开始实施，执法也将日益严格，随着环保执法力度的加大，多地采取措施整治钢材环保问题，据预测，后期吨钢的环保成本将达到 80~100 元/吨的水平，这将加快淘汰尚未建设环保设施或环保设施建设不完善的钢铁企业。中诚信证评认为，国家加大淘汰落后产能、禁止落后产能转移、实施准入政策、提高钢铁企业环保要求等调控措施的实施，将加快对众多不符合产业政策的中小型钢铁企业的淘汰，有助于缓解行业产能过剩的压力，推动行业产品结构调整，大型钢铁企业有望从中受益。但同时中诚信证评也注意到，钢铁行业产能屡削不减的主要原因在于地方政府为了保就业、保增长，实现经济效益和政绩，使得违规产能有了出现和生存的基础。因此，



尽管产能削减力度加码，但政策如何落实和在不同地区执行情况的监督才是保障政策执行效果得到充分体现的必要手段，中诚信证评将对此予以关注。

## 业务运营

经持续的产业升级和技术改造，公司整体工艺装备达到国际先进水平，并已形成精品板材、精品建材和特色钒钛三大精品基地，具备国内品种规格最全的棒材、冷热轧板材及深加工能力。

公司系国内最大的钢铁上市公司之一，截至2015年末，公司钢材生产能力达3000余万吨。2015年公司实际生产生铁3,090万吨、粗钢3,141万吨、钢材2,955万吨、钒渣16.8万吨，同比分别增长2.12%、1.85%、-0.17%和-23.64%；当年公司共销售钢材2,782万吨，同比小幅下滑1.87%，但钢材产销量仍居钢铁上市公司前列。显著的规模优势一方面有助于公司提高市场影响力和增强议价能力；另一方面也有助于公司优化资源配置，优化企业物流、资金流和信息流，增强竞争能力。

表 1：2015 年国内主要钢铁上市公司钢材产销量情况

单位：万吨

公司	钢材产量	钢材销量
宝钢股份	2,230	2,215
<b>河钢股份</b>	<b>2,955</b>	<b>2,782</b>
武钢股份	1,434	1,501
鞍钢股份	1,893	1,910
包钢股份	771	756
马钢股份	1,827	1,819
华菱钢铁	1,416	1,429
酒钢宏兴	750	773
本钢板材	1,160	1,161
南钢股份	792	794

资料来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

通过推进客户关系分级管理，稳固重点战略客户合作关系，2015年公司钢材销量基本与上年持平，但受钢材市场持续恶化、钢材价格持续大幅下跌影响，公司销售收入同比减少25.60%

2015年，公司以实现“全面盈利”为目标，以改革创新为主线，持续营造直面市场的经营环境，促

进经营发展方式和营销服务模式的进一步转变。公司通过实施“小微化”合同组织模式，推进客户关系分级管理，淘汰中间贸易商，板材直供比例达到70.03%；与百余家重点战略客户建立稳固的合作关系，战略销售量达到32%。虽然2015年钢材行业大环境不佳，但公司通过以上举措，全年钢材产品销量2,782万吨，同比仅小幅下滑1.87%。分钢材品种来看，公司窄带产品销量小幅提升，板材、棒材及型材、线材产品销量均出现不同程度的下降，主要系下游需求减弱，同时公司加强产线功能定位，强化品种盈利分析，着力增加适销对路的重点品种的生产与销售所致。

表 2：公司各产品产销量情况

单位：万吨

主要产品	2013		2014		2015	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
<b>一、钢材产品</b>						
板材	1869	1,842	1,887	1,913	1,898	1,880
棒材及型材	753	675	745	658	742	637
线材	267	201	262	198	237	188
窄带	85	77	66	66	78	78
<b>钢材合计</b>	<b>2,974</b>	<b>2,795</b>	<b>2,960</b>	<b>2,835</b>	<b>2,955</b>	<b>2,782</b>
<b>二、钒钛产品</b>						
钒产品	1.71	1.4	1.49	1.09	1.34	0.96
钛精矿	6.52	6.23	6.27	6.49	4.28	4.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年，公司实现营业总收入731.03亿元，同比下降25.60%。其中，钢铁、钢坯等实现营业收入591.72亿元，同比减少31.23%；钒产品实现营业收入5.09亿元，同比减少37.50%。分地区来看，2015年华北地区、华东地区和中南地区分别实现营业收入514.70亿元、116.83亿元和39.93亿元，业务占比分别为70.41%、16.98%和5.46%，系公司收入的主要地区来源。公司所在的华北地区汽车、家电、造船、建筑、机械制造业发展迅猛，是全国钢材主要消费区域之一，良好的区位优势为公司发展提供了较为广阔的空间。

表 3: 2015 年公司主要地区营业收入情况

单位: 亿元		
地区	收入	占比
华北地区	514.70	70.41%
华东地区	116.83	15.98%
中南地区	39.93	5.46%
境外	20.10	2.75%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司以科技创新作为产品升级和结构调整的利器, 不断提高公司在高端产品市场的占有率, 产品结构不断优化; 同时强化全成本意识, 深入挖掘全产业链降本空间, 持续削减附加成本, 盈利能力提升

2015 年, 公司将“产线直面市场, 推进客户群体和品种结构升级”作为做强做优钢铁主业的核心战略举措, 以科技创新作为产品升级和结构调整的利器, 不断提高公司在高端产品市场的占有率。当年公司共投入 12.40 亿元进行新产品研发和工艺改进, 全年申报专利 499 项, 其中发明专利 186 项; 申请计算机软件 161 项; 《高效化微合金化钢板坯表面无缺陷生产技术开发与工程化推广应用》获得国家科学技术进步二等奖; 《钒化工固废资源化利用技术与产业化应用》等三项目荣获中钢协冶金科学技术奖; 全年累计开发新产品百余个, 其中 1000 兆帕级镀锌双相钢、X80 和 X90、X100 系列管线钢等一批高强度钢材填补了国内空白, 汽车用双相钢 CR550/980DP、中板 Q550D 等产品填补河北省空白。公司已经实现以 O5 板为代表的高成型性汽车用钢和以 1500MPa 超高强钢为代表的减量化汽车用钢的系列化生产, 产品供应宝马、奔驰、奥迪、丰田、现代、东风标致、一汽、上汽等知名企业, 并于 2016 年初正式加入世界汽车用钢联盟。

2015 年, 公司继续强化全成本意识, 深入挖掘全产业链降本空间, 持续削减附加成本。采购环节, 公司全力推行招标采购, 国内集中和分散采购物料实现 100% 招标, 降低采购降本; 提高通用备品备件联采联储比例, 减少备品备件消耗及库存占用。生产环节, 通过推广使用成熟先进工艺技术, 进一步降低炼铁、炼钢工序成本。物流环节, 借助河钢集团港口运输优势, 统筹物资发运, 降低物流成本。

同时, 取缔不合理费用支出名目, 清理“三外”和中间流通环节。公司逐步建立了低资金保障、低成本支撑的生产经营新模式, 技术经济指标持续改善, 铁、钢、轧三大主体工序成本达到行业先进水平, 其中: 炼钢工序能耗、热轧宽带钢成材率、热轧中厚板工序能耗、综合焦比、冷轧宽带钢成材率等指标位居行业第一。

此外, 2015 年, 公司投入大量资金实施重点节能减排项目, 包括炼铁高炉系统技术升级改造工程、长材部冶炼系统品种钢冶炼综合技术改造、老区铁前系统完善改造、4#7#高炉煤气干法除尘改造、三钢钢包技术改造及脱硫污染治理、烧结脱硫改造等, 实现了三废排放的减少和吨钢耗新水、吨钢综合能耗等指标的提升, 成为“国家清洁生产示范企业”、钢铁工业循环经济绿色转型的“企业标杆”。

表 4: 2013~2015 年公司主要排放情况

项目	2015	2014	2013
吨钢综合能耗 (kgce)	563.27	576.82	579.66
吨钢耗新水 (吨)	2.70	2.68	3.00
吨钢 SO <sub>2</sub> 排放量 (kg)	0.85	1.10	1.40
吨钢 COD 排放量 (kg)	0.033	0.037	0.04
水循环利用率 (%)	98.10	97.7	97.7
固废综合利用率 (%)	100	100	100

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总的来看, 通过产品升级和结构调整, 公司产品结构不断优化, 加之全产业链削减附加成本, 盈利能力增强是。2015 年, 公司毛利率提升至 13.32%, 较上年上升 2.42 个百分点。

**公司拥有较为稳定的原材料采购渠道, 受益于进口矿价格的下降, 公司铁矿石采购均价同比降低, 成本压力有所缓解**

公司生产所需原燃料主要包括铁矿石、焦炭和煤炭, 2015 年耗用量分别为 5,098 万吨、913 万吨和 1,280 万吨。公司原材料主要依赖于对外采购, 自给率较低。2015 年公司对外采购铁矿石 5,098 万吨, 其中进口铁矿石 3,702 万吨, 国内采购铁矿石 765 万吨, 河钢集团自有矿山供应铁矿石 631 万吨。截至 2015 年 12 月 31 日, 河钢集团铁矿石资源掌控总量达 36.70 亿吨。受制于产能规模的约束, 目前公司自有矿山及河钢集团自有矿山的铁矿石供



供应量较小，但随着河钢集团自有矿山铁矿石供应量的逐年加大（2013-2015 年供应量分别为 497 万吨、608 万吨和 631 万吨），公司铁矿石资源的保障程度或将逐步提高。从采购价格来看，当年进口矿价格降幅较大，由于公司进口矿石比例较高，受益于此，公司铁矿石平均采购价格较上年降低，成本压力得到一定缓解。总体看，公司目前对进口矿的依赖程度较高，需关注铁矿石价格波动对公司带来的成本压力。

表 5：公司铁矿石对外采购情况

单位：万吨、万元

主要原材料	2015 年		2014 年	
	数量	金额	数量	金额
铁矿石	5,098	2,526,466	4,717	3,561,970
其中：河钢集团自有矿山供应	631	303,510	608	449,928
进口铁矿石	3,702	1,836,108	3,330	2,526,791
国内采购铁矿石	765	386,849	779	585,251

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，受钢材价格下跌影响，2015 年公司营业收入下滑，但受益于铁矿石价格的大幅下降，加之产品结构优化和全产业链成本削减，公司产品初始盈利能力提升。中诚信证评认为，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放缓、产品价格下滑、行业竞争激烈等诸多问题，这些因素使得公司整体经营压力持续加大。

## 财务分析

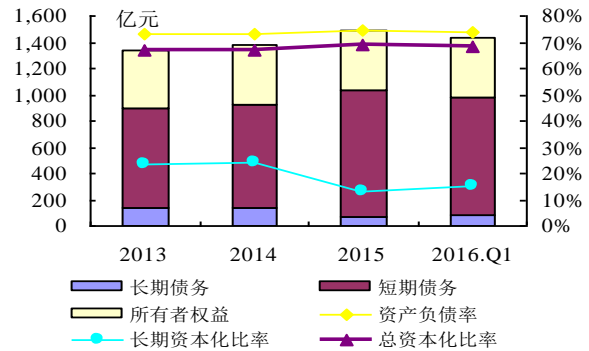
下列财务分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年合并审计报告，以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

### 资本结构

近年公司固定资产投资趋向谨慎，仅维持前期存量项目和环保项目的投资，资产和负债规模保持小幅增长。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 1,788.12 亿元，总负债为 1,268.65 亿元，分别较上年末增长 4.96% 和 1.40%。从公司所有者权益增长情况看，截至 2015 年 12 月 31 日，公司所有者权益（含少数股东权益）为 455.96 亿元，同比小幅

增长 0.77%。从财务杠杆比率来看，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化率分别为 74.50% 和 69.27%，同比分别提升 1.06 和 2.06 个百分点。

图 5：2013~2016.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

截至 2016 年 3 月末，公司资产总额为 1,725.78 亿元，负债合计 1,268.65 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 73.51% 和 68.19%，较上年末分别下降 0.99 个百分点和 1.08 个百分点，但与国内主要上市钢铁企业相比处于较高水平。

表 6：截至 2015 年 12 月 31 日主要钢铁上市公司

#### 资本结构比较

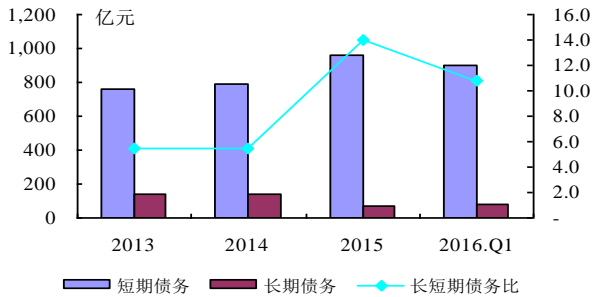
	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
宝钢股份	2,341	47.83
河钢股份	1,788	74.50
武钢股份	945	69.73
鞍钢股份	886	50.70
包钢股份	1,449	67.36
马钢股份	625	66.79
华菱钢铁	765	86.05
酒钢宏兴	388	76.39
本钢板材	445	72.02
南钢股份	363	82.61

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，近年公司使用汇票支付采购款的比例不断提升，使得有息债务的增长幅度明显高于负债的增长幅度，2015 年末公司总债务为 1,027.80 亿元，同比增长 10.82%。其中，长期债务 68.29 亿元，同比减少 73.83 亿元；短期债务 959.51，同比增加 174.22 亿元，随着应付票据规模提升，公司短期债务规模大幅增加。从债务期限结构看，公司主要通过短期债务安排资金需求，使得长短期债务比（短期债务/长期债务）一直较大，2015 年末

为 14.05。截至 2016 年 3 月 31 日，公司总债务为 979.70 亿元，其中短期债务 896.56 亿元，长期债务 83.14 亿元，长短期债务比为 10.78 倍，较 2015 年末下降 3.27 倍。总的来看公司存在一定的短期债务压力，债务期限结构有待优化。

图 6：2013~2016.Q1 公司长短期债务情况



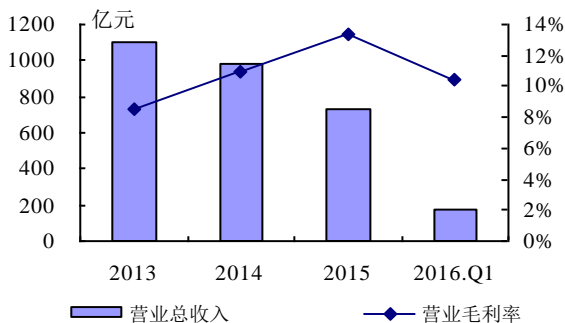
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，目前公司负债规模较大，财务杠杆比率较高，长短期债务比较大，债务期限结构有待优化。

### 盈利能力

2015 年，公司销售钢材 2,782 万吨，同比下降 1.87%；但受钢材价格大幅下滑影响，当年实现营业收入 731.03 亿元，同比下滑 25.60%。毛利率方面，由于公司铁矿石自供比例较低，受益于铁矿石价格的大幅下降，公司原材料采购成本的大幅降低，同时 2014 年公司更改固定资产折旧年限，调整后导致设备折旧每年减少约 20 余亿元，加之高附加值的高端产品销量的增长，2015 年公司营业毛利率提升至 13.32%，较上年上升 2.42 个百分点。2016 年 1-3 月，公司实现营业收入 178.30 亿元，同比下降 18.80%；营业毛利率为 10.50%，同比下降 2.82 个百分点。

图 7：2013~2016.Q1 公司营业收入、营业毛利率



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 7：2015 年国内主要钢铁上市公司盈利指标比较

	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	三费收入占比 (%)
宝钢股份	1,637.90	8.87	7.22
<b>河钢股份</b>	<b>731.03</b>	<b>13.32</b>	<b>12.46</b>
武钢股份	583.38	-1.52	10.91
鞍钢股份	527.59	6.24	10.36
包钢股份	225.01	-14.27	9.42
马钢股份	451.09	-0.84	6.62
华菱钢铁	414.06	2.81	12.30
酒钢宏兴	547.77	-0.51	11.82
本钢板材	292.53	-1.91	9.28
南钢股份	222.52	2.92	9.99

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。随着管理成本控制的加强，公司管理费用规模逐年下降；但由于公司有息债务规模大幅增加，导致财务费用规模增加。2015 年公司三费合计 91.07 亿元，同期三费收入占比为 12.46%，期间费用较大程度吞噬经营所得，公司期间费用控制能力有待加强。

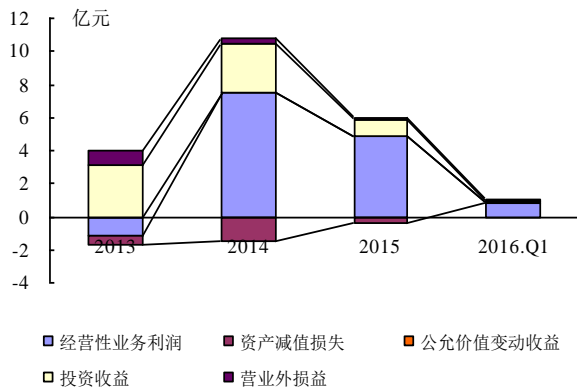
表 8：2013~2016.Q1 公司三费分析

	单位：亿元			
	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	5.98	6.49	6.12	1.58
管理费用	54.89	53.27	40.03	7.37
财务费用	32.85	38.66	44.92	8.90
三费合计	93.72	98.42	91.07	17.85
营业总收入	1,102.55	982.57	731.03	178.30
三费收入占比	8.50%	10.02%	12.46%	10.01%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，2015 年，虽然公司毛利率提升，但由于业务规模下降幅度较大，当年经营性业务利润同比减少 34.40%，为 4.90 亿元。同时，公司所投资联营、合营企业经营效益下滑，当年公司投资收益下滑 69.15%至 0.91 亿元。2015 年公司实现利润总额 5.60 亿元，同比下滑 40.23%。2016 年 1-3 月，公司经营性业务利润规模为 0.78 亿元，取得投资收益 0.17 亿元，当期利润总额为 1.04 亿元。从钢铁行业上市公司整体表现来看，公司经营效益表现较好。

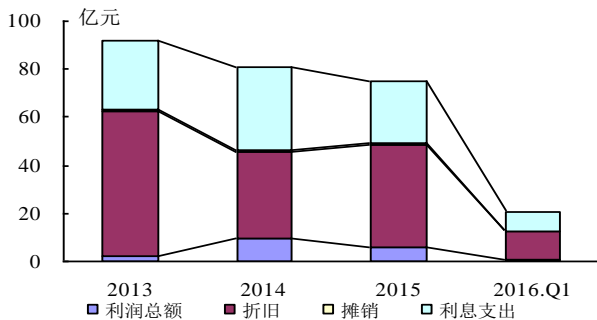
图 8: 2013~2016.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成。受利润总额大幅下降影响, 2015 年公司 EBITDA 同比减少 7.50%, 为 74.70 亿元, 但获现能力仍较强。

图 9: 2013~2016.Q1 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 受钢材价格大幅下滑影响, 公司业务规模下降, 但仍具有明显的规模优势。同时, 受益于原材料铁矿石价格的大幅下跌、固定资产折旧的减少及高附加值产品销售的增长, 公司毛利率提升, 整体盈利能力增强。但中诚信证评也关注到, 目前钢材价格尚未企稳, 公司业务规模仍存在下滑风险。

### 偿债能力

从偿债能力指标来看, 2015 年公司 EBITDA 规模下降, 但仍能对债务本息形成合理保障, 当年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 13.76 和 2.28 倍。随着集中采购规模的增加, 公司议价能力进一步增强, 国内采购付款周期逐年有所延长, 受益于此, 公司经营性现金流持续表现为净流入。2015 年公司经营性净现金流为 143.66 亿元, 当年公司经营活动净现金/总债务、经营活动净

现金/利息支出分别为 0.14 和 4.38 倍。

表 9: 2013~2016.Q1 公司偿债能力分析

	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务 (亿元)	895.81	927.41	1,027.80	979.70
长期债务 (亿元)	138.39	142.12	68.29	83.14
短期债务 (亿元)	757.42	785.29	959.51	896.56
EBITDA (亿元)	91.73	80.76	74.70	20.31
EBITDA 利息倍数 (X)	2.20	1.74	2.28	2.17
总债务/EBITDA (X)	9.77	11.48	13.76	12.06
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.76	3.11	4.38	5.55
经营活动净现金/总债务 (X)	0.13	0.16	0.14	0.21
资产负债率 (%)	73.16	73.44	74.50	73.51
总资本化比率 (%)	66.67	67.21	69.27	68.19

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2015 年末, 公司未清担保余额 12 亿元, 均系为子公司提供的担保, 或有负债风险较小。

财务弹性方面, 公司与中国银行、中国农业银行、中国建设银行、中国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 2016 年 3 月末, 公司获得的银行授信额度合计 1,015.95 亿元, 其中尚未使用的银行授信额度为 248.40 亿元。同时, 作为 A 股上市公司, 公司可有效利用资本市场获得资金支持。整体来看, 公司备用流动性丰富, 具备较强的财务弹性。

综合来看, 公司规模优势明显, 综合竞争实力很强。同时受原材料价格下跌、固定资产折旧调整使得生产成本降低及高附加值产品销量的增长等因素影响, 公司整体盈利能力持续增强, 其显著的行业竞争实力及相对较好的获现能力保证其具备极强的偿债能力。

### 担保实力

本次债券由河钢集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

作为国内特大型钢铁生产企业之一, 河钢集团在产能规模方面具有比较优势, 截至 2015 年底, 河钢集团已形成粗钢产能 4,682 万吨, 居国内钢铁集团第一位。从生产布局来看, 唐山钢铁集团有限责任公司、邯鄹钢铁集团有限责任公司为板材基地, 主要生产冷轧、涂镀等精品板材; 承钢铁钛磁



铁矿冶炼技术世界领先，将依托先进技术与资源优势打造钒钛基地；宣化钢铁集团有限责任公司重点发展建筑和机械制造用长材；舞阳钢铁有限责任公司是我国宽厚板生产科研基地，产品创多项全国第一；河钢集团衡水薄板有限责任公司及河钢集团衡水板业有限公司专业化生产多品种、薄规格冷轧板和镀锡板，致力于打造我国精密薄板生产基地；河钢石钢公司是以生产汽车专用钢为主的特钢企业。产品品种的多元化既有利于提升整体竞争力，又增强了河钢集团的抗风险能力。2015年，河钢集团生铁、粗钢、钢材产量分别为4,671万吨、4,775万吨和4,436万吨，当年实现营业总收入2,844.68亿元，取得净利润1.20亿元。

除炼钢资产外，河钢集团还拥有大量的铁矿石资源。依托河北省政府的支持，河钢集团先后取得包括司家营南区、司家营二期、独山城铁矿、石人沟铁矿、常峪铁矿在内的多处矿产资源。截至2015年底，河钢集团旗下的铁矿石资源储量达36.70亿吨，另有相当一部分资源的整合工作正在推进当中，并得到河北省政府的大力支持。同时，河钢集团还掌控了澳大利亚和南非两家境外公司的12.4亿吨资源，资源储备居国内同行业领先水平。

资本结构方面，截至2015年12月31日，河钢集团总资产为3,487.86亿元，同比增长7.55%；总负债为2,595.60亿元，同比增长8.23%；总债务为2,155.25亿元，同比增长8.57%。从财务杠杆比率来看，在债务规模上升的带动下，截至2015年12月31日，资产负债率和总资本化比率分别为74.42%和70.72%，同比均略有上升，在钢铁行业企业内处于相对较高水平。从债务的期限结构来看，截至2015年12月31日，河钢集团长、短期债务分别为641.07亿元和1,514.18亿元，同比分别增长8.48%和8.61%；长短期债务比为2.36，债务期限结构维持2014年水平。总的来看，河钢集团负债和有息债务增幅高于资产增幅，债务压力有所加重；同时河钢集团债务以短期债务为主，债务期限结构有待改善。

盈利能力方面，2015年，河钢集团实现营业收入2,844.68亿元，同比小幅增长1.37%。营业毛利率方面，虽然焦炭、煤炭价格下降，成本压力有所

缓解，但由于钢材市场价格降幅较大，受此影响，2015年河钢集团营业毛利率下滑1.10个百分点，为7.62%。期间费用支出方面，随着有息债务规模的增大，2015年河钢集团财务费用大幅增长，但随着费用控制的趋严，销售费用和管理费用规模均大幅下降，河钢集团当年三费规模下降至242.73亿元，同比下降4.10%；三费收入占比下降0.49个百分点，为8.53%。受营业毛利率下降和三费规模上升影响，河钢集团2015年经营性业务亏损。此外河钢集团当年计提资产减值损失6.17亿元；取得公允价值变动收益、投资收益、营业外损益分别为1.44亿元、15.27亿元和6.63亿元，最终2015年河钢集团取得利润总额12.34亿元，同比增长9.41%。

偿债能力方面，2015年，河钢集团总债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数分别为11.38和1.54倍；经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为0.06和1.07倍，EBITDA和经营活动净现金对债务本息可形成一定保障。

表 10：2013~2015 年河钢集团偿债能力分析

	2013	2014	2015
总债务（亿元）	2,051.22	1,985.07	2,155.25
长期债务（亿元）	561.70	590.98	641.07
短期债务（亿元）	1,489.52	1,394.09	1,514.18
EBITDA（亿元）	182.72	168.64	189.34
EBITDA 利息倍数 (X)	1.64	1.37	1.54
总债务/EBITDA (X)	11.23	11.77	11.38
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.02	1.25	1.07
经营活动净现金/总债务 (X)	0.06	0.08	0.06
资产负债率 (%)	73.97	73.96	74.42
总资本化比率 (%)	70.58	70.15	70.72

资料来源：河钢集团年度审计报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至2015年12月31日，河钢集团取得银行授信额度合计为2,748.95亿元，其中尚未使用的银行授信额度为929.07亿元，较高的未使用银行授信额度进一步增强了其整体偿债能力。

或有负债方面，截至2015年12月31日，河钢集团对外担保（不含对控股子公司担保）合计62.70亿元，占净资产的比例为7.03%，主要担保对象为河北省大型国有企业，担保风险较小。整体看，

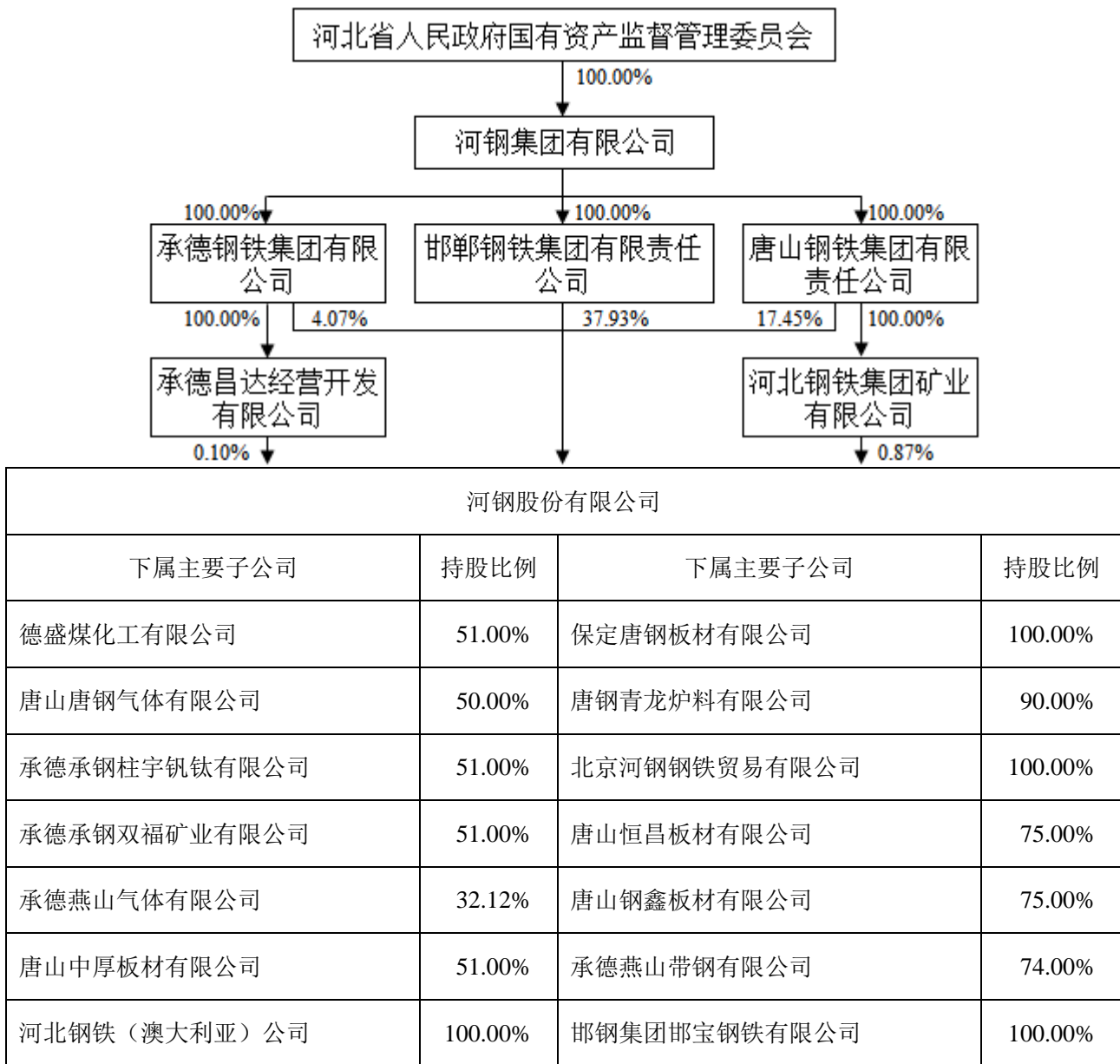
河钢集团因对外担保所形成的或有负债风险较小。另截至 2015 年 12 月 31 日，河钢集团无重大未决诉讼、仲裁事项。

综合来看，河钢集团规模优势明显，资源储备丰富，行业地位突出。中诚信证评认为河钢集团提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次公司债券按期偿还可提供有力保障。

## 结 论

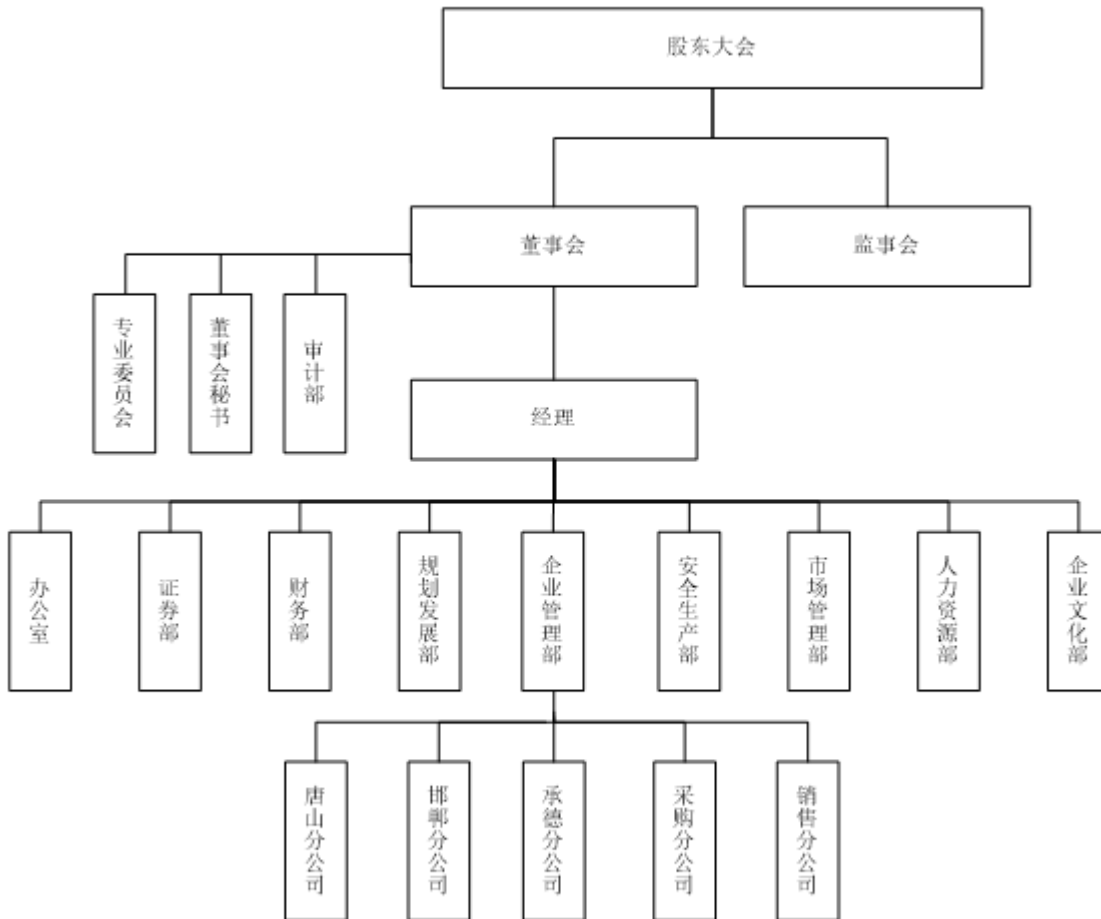
综上，中诚信证评维持河钢股份的主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“河钢股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 **AAA**。

附一：河钢股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）





附二：河钢股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



**附三：河钢股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	1,234,482.37	1,202,621.26	1,667,969.68	1,406,430.94
应收账款净额	72,696.04	182,153.05	211,177.13	209,336.66
存货净额	2,981,964.36	2,926,936.07	2,688,364.57	2,323,976.25
流动资产	5,948,213.39	5,607,802.78	5,460,062.51	4,784,784.27
长期投资	293,818.89	290,947.36	291,741.53	292,853.14
固定资产合计	10,379,270.51	10,996,600.07	11,882,909.72	11,933,453.11
总资产	16,689,804.12	17,036,820.53	17,881,154.90	17,257,782.55
短期债务	7,574,208.05	7,852,883.70	9,595,129.42	8,965,552.92
长期债务	1,383,898.73	1,421,244.59	682,917.66	831,446.11
总债务	8,958,106.78	9,274,128.29	10,278,047.08	9,796,999.03
总负债	12,210,727.58	12,511,896.23	13,321,522.01	12,686,535.33
所有者权益（含少数股东权益）	4,479,076.54	4,524,924.30	4,559,632.89	4,571,247.23
营业总收入	11,025,499.22	9,825,744.71	7,310,343.44	1,783,003.98
三费前利润	925,443.72	1,058,948.92	959,794.61	186,323.34
投资收益	31,553.00	29,509.51	9,119.72	1,711.13
净利润	13,712.82	71,729.10	40,175.18	7,046.89
EBITDA	917,270.04	807,586.75	747,001.08	203,076.24
经营活动产生现金净流量	1,153,291.15	1,443,425.71	1,436,556.37	520,575.01
投资活动产生现金净流量	-1,116,219.55	-785,549.69	-1,101,445.58	-242,841.52
筹资活动产生现金净流量	116,119.35	-631,316.37	-300,807.73	-756,117.39
现金及现金等价物净增加额	152,539.37	26,472.91	34,407.79	-478,384.33
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	8.50	10.90	13.32	10.50
所有者权益收益率（%）	0.31	1.59	0.88	0.62*
EBITDA/营业总收入（%）	8.32	8.22	10.22	11.39
速动比率（X）	0.28	0.24	0.22	0.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.16	0.14	0.21*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.18	0.15	0.23*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.76	3.11	4.38	5.55
EBITDA 利息倍数（X）	2.20	1.74	2.28	2.17
总债务/EBITDA（X）	9.77	11.48	13.76	12.06*
资产负债率（%）	73.16	73.44	74.50	73.51
总资本化比率（%）	66.67	67.21	69.27	68.19
长期资本化比率（%）	23.60	23.90	13.03	15.39

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；带“\*”财务指标已经年化处理。

**附四：河钢集团有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	2,839,593.75	1,545,488.31	2,231,353.85
应收账款净额	276,244.58	288,000.65	752,454.18
存货净额	3,109,476.83	3,032,873.81	2,892,075.91
流动资产	10,063,081.87	9,484,837.71	10,195,675.59
长期投资	1,719,591.55	1,696,567.84	1,597,858.49
固定资产合计	11,937,840.22	13,028,434.24	13,563,720.12
总资产	32,846,107.18	32,428,661.09	34,878,567.93
短期债务	14,895,220.40	13,940,887.24	15,141,791.31
长期债务	5,616,951.82	5,909,762.99	6,410,717.69
总债务	20,512,172.22	19,850,650.23	21,552,509.00
总负债	24,296,608.50	23,983,066.34	25,955,986.47
所有者权益（含少数股东权益）	8,549,498.68	8,445,594.75	8,922,581.45
营业总收入	25,103,529.80	28,061,554.94	28,446,841.75
三费前利润	1,980,366.00	2,540,632.68	2,378,950.12
投资收益	63,364.20	80,391.15	152,660.36
净利润	-32,696.58	21,819.09	12,044.82
EBITDA	1,827,241.75	1,686,359.14	1,893,385.50
经营活动产生现金净流量	1,141,914.09	1,541,108.37	1,312,889.57
投资活动产生现金净流量	-2,017,809.16	-1,391,611.04	-934,493.95
筹资活动产生现金净流量	1,182,463.71	-1,104,278.15	-245,136.36
现金及现金等价物净增加额	304,244.14	-954,522.21	172,792.53
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	7.70	8.72	7.62
所有者权益收益率（%）	-0.38	0.26	0.13
EBITDA/营业总收入（%）	7.28	6.01	6.66
速动比率（X）	0.54	0.54	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.08	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	0.11	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	1.02	1.25	1.07
EBITDA 利息倍数（X）	1.64	1.37	1.54
总债务/EBITDA（X）	11.23	11.77	11.38
资产负债率（%）	73.97	73.96	74.42
总资本化比率（%）	70.58	70.15	70.72
长期资本化比率（%）	39.65	41.17	41.81

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。



**附五：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

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

## 附六：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。