



信用等级通知书

信评委函字[2014] 058号

武汉钢铁股份有限公司：

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拟发行的“武汉钢铁股份有限公司2014年公司债券”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；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年九月十五日

武汉钢铁股份有限公司 2014 年公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	武汉钢铁股份有限公司
申请规模	不超过人民币 70 亿元
债券期限	不超过 3 年（含 3 年），具体期限将由发行人和保荐人（主承销商）根据市场情况确定。
债券利率	票面利率由发行人与保荐人（主承销商）根据询价结果协商确定。
偿还方式	按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
担保主体	武汉钢铁（集团）公司
担保方式	无条件不可撤销连带责任保证担保

概况数据

武钢股份	2011	2012	2013	2014.H1
所有者权益（亿元）	371.90	367.56	371.28	374.31
总资产（亿元）	961.01	987.28	946.76	978.40
总债务（亿元）	402.89	402.50	403.28	410.93
营业总收入（亿元）	1,010.58	915.79	895.81	409.42
营业毛利率（%）	6.17	5.48	6.13	7.39
EBITDA（亿元）	87.00	70.91	73.20	-
所有者权益收益率（%）	2.55	0.11	1.19	2.36
资产负债率（%）	61.30	62.77	60.78	61.74
总债务/EBITDA（X）	4.63	5.68	5.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.25	3.52	4.18	-
武钢集团	2011	2012	2013	2014.H1
所有者权益（亿元）	787.62	781.29	792.99	795.44
总资产（亿元）	2,221.72	2,330.38	2,399.42	2,485.33
总债务（亿元）	1,047.08	1,134.58	1,218.69	1,192.24
营业总收入（亿元）	2,214.89	2,137.73	2,270.48	924.18
营业毛利率（%）	7.39	6.02	6.67	8.25
EBITDA（亿元）	202.84	132.59	137.70	-
所有者权益收益率（%）	6.35	0.38	0.51	0.17
资产负债率（%）	64.55	66.47	66.95	67.99
总债务/EBITDA（X）	5.16	8.56	8.85	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.09	2.34	2.49	-

注：1、2014 年上半年度的所有者权益收益率经过年化处理；
2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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“武汉钢铁股份有限公司（以下简称“武钢股份”或“公司”）2014 年公司债券”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。本级别同时也考虑了武汉钢铁（集团）公司（以下简称“武钢集团”或“集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券本息偿付所起到的保障作用。

中诚信证评评定武钢股份主体信用等级为 AAA，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在钢铁行业中的领先地位，以及规模优势显著、技术水平高、产品结构持续优化、财务杠杆比率处于行业较低水平等方面的优势。同时我们也关注到钢铁行业整体竞争压力较大、公司整体盈利水平较低且面临一定短期偿债压力等风险因素对公司信用水平产生的影响。

正 面

- 规模优势显著。公司是国内大型上市钢铁企业，2013 年，公司生产生铁 1,966.74 万吨，粗钢 2,024.34 万吨，钢材 1,898.83 万吨，钢材产量位列钢铁上市公司前列，规模优势显著。
- 技术优势。公司冷轧硅钢产品的品种及性能达到世界一流水平，系我国冷轧硅钢片品种规格最齐全、规模最大、技术最先进的生产基地之一；此外，公司亦是目前世界上单厂规模最大的硅钢生产基地。
- 产品结构优势。公司重点发展高端板带材和高效钢材，2013 年四大战略产品冷轧硅钢片、汽车板、高性能工程结构钢、精品长材合计产量超过 700 万吨；盈利产品比例同比上升 5 个百分点，产品结构持续优化。
- 财务杠杆比率处于行业较低水平。截至 2014 年 6 月 30 日，公司总负债为 604.09 亿元，总债务 410.93 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 61.74% 和 52.33%，与国内主要上市钢铁企业

相比处于较低水平。

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。
- 公司整体盈利能力处于较低水平。2013 年，公司取得净利润 4.41 亿元，营业毛利率和所有者权益收益率分别为 6.13%和 1.19%，处于钢铁行业内较低水平。
- 公司面临一定短期偿债压力。截至 2014 年 6 月末，公司总债务规模为 410.93 亿元，其中短期债务规模为 403.83 亿元，长短期债务比为 56.84，公司面临一定短期偿债压力，其债务期限结构亟待调整。

分 析 师

邵津宏 jhsiao@ccxr.com.cn

王 维 wwang@ccxr.com.cn

张雪婷 xtzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 9 月 15 日



概 况

发债主体概况

武汉钢铁股份有限公司（以下简称“武钢股份”或“公司”）是经原国家经济体制改革委员会体改生[1997]164号文批准，由武汉钢铁(集团)公司（以下简称“武钢集团”或“集团”）作为独家发起人，采用发起设立方式设立的股份有限公司。经中国证监会证监发行字[1999]72号文批准，公司于1999年7月2日向社会公开发行人民币普通股（A股）32,000万股，并于1999年8月3日在上海证券交易所挂牌上市交易[股票代码：600005]。公司股权分置改革方案于2005年11月获得国务院国有资产监督管理委员会批准（国资产权[2005]1358号文），并经公司股东大会会议审议通过。2011年4月，公司完成配股发行，收购武钢集团持有的武汉钢铁集团鄂城钢铁有限责任公司（以下简称“鄂城钢铁”）77.60%的股权，成为武钢集团旗下最大的钢铁生产平台。截至2014年6月30日，公司总股本100.94亿元，武钢集团持股比例为67.32%。

目前公司主要从事热轧产品（热轧板卷、中厚板、大型材、高速线材、棒材）、冷轧产品（冷轧薄板、冷轧硅钢）等钢材产品的生产和销售，钢材产品涉及两大类、七小类、500多个品种。2013年全年公司生铁、粗钢和钢材的产量分别为1,966.74万吨、2,024.34万吨和1,898.83万吨，钢材生产规模位居国内上市钢铁企业前列。

截至2013年12月31日，公司总资产为946.76亿元，所有者权益为371.28亿元（其中，归属于母公司所有者权益为359.36亿元），资产负债率为60.78%；2013年公司共实现营业收入895.81亿元，净利润4.41亿元，经营活动净现金流42.28亿元。

截至2014年6月30日，公司总资产为978.40亿元，所有者权益为374.31亿元（其中，归属于母公司所有者权益为361.75亿元），资产负债率为61.74%；2014年上半年公司共实现营业收入409.42亿元，净利润4.42亿元，经营活动净现金流15.16亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	武汉钢铁股份有限公司 2014 年公司债券
发行总额	不超过人民币 70 亿元（含 70 亿）
债券期限	不超过 3 年（含 3 年），具体期限将由发行人和保荐人（主承销商）根据市场情况确定
债券利率	本期债券为固定利率，本期债券票面利率由发行人与保荐人（主承销商）根据询价结果协商确定
发行价格	本期债券面值 100 元，按面值平价发行
付息方式	单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，将全部用于偿还公司债务、优化公司债务结构
担保主体	武汉钢铁（集团）公司
担保方式	无条件不可撤销连带责任保证担保

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%。

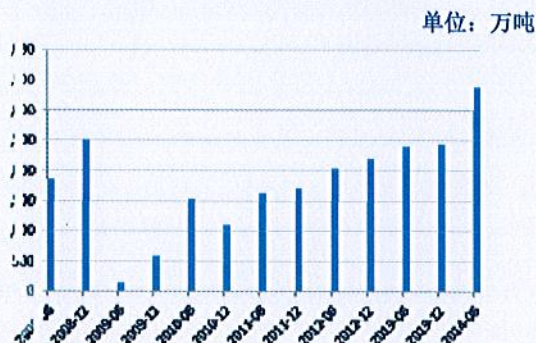
图 2：2008 年以来国内粗钢表观消费量增长情况



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%。2014年以来，我国钢材出口规模再次大幅提升，上年钢材出口量4,101万吨，同比增长33.64%，同期净出口量为3,377万吨，同比增长41.46%。

图 3：2008 年以来中国钢材净出口情况



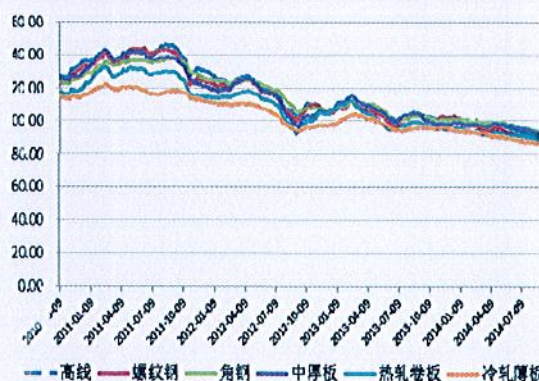
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

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，已跌破反弹前水平；2014年，国内钢材价格延续了上年的下滑趋势，9月份钢材的价格指数在88.98~92.88之间。

图 4：近年来国内主要钢材品种价格指数走势情况



资料来源：Wind 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

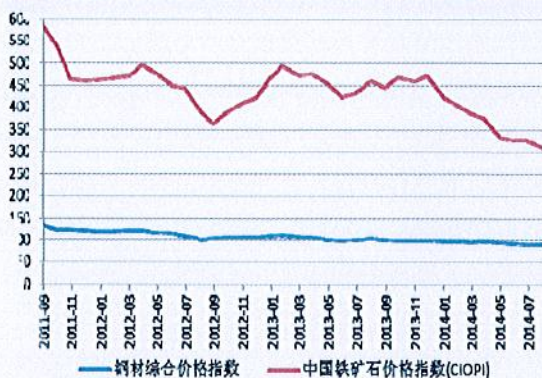
中国钢铁行业未来良性发展奠定了坚实的基础。随着钢铁资源的进一步整合以及行业发展方式逐步回归理性，中国钢铁行业的发展前景较好。

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 5：2011~2014 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。

图 6：2009 年以来全国一级冶金焦出厂价走势



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将仍处于供不应求状态。未来，随着国内、国际产能的不断增加，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

2013 年，公司共生产生铁 1,966.74 万吨，粗钢 2,024.34 万吨，钢材 1,898.83 万吨，钢铁产能及产量在我国钢铁上市公司中位居前列，具有很强的规模优势和市场竞争力。2013 年全年公司实现营业收入 895.81 亿元，利润总额 6.09 亿元；2013 年营业收入在我国钢铁上市公司中位列第四；2014 年上半年公司共生产生铁 990.44 万吨、粗钢 1,103.16 万吨、钢材 943.54 万吨；当期实现营业收入 409.42 亿元，利润总额 6.41 亿元。

表 2：国内主要钢铁上市公司钢材产量及收入情况

单位：万吨、亿元

上市公司	2012 年		2013 年	
	钢材产量	营业收入	钢材产量	营业收入
河北钢铁	2,834	1,116.30	2,974	1,102.55
宝钢股份	2,356.60	1,915.93	2,109.30	1,900.26
鞍钢股份	1,909.11	777.48	1,936.95	753.29
武钢股份	1,926.10	915.79	1,898.83	895.81
马钢股份	1,659	744.04	1,813	738.49
华菱钢铁	1,344	592.56	1,432	597.06
本钢板材	1,190.89	445.92	1,428	403.29
酒钢宏兴	900.6	637.00	1,124.6	945.70
包钢股份	954	369.34	975.8	377.70
南钢股份	655.08	320.32	583.03	268.23

资料来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

技术优势

公司拥有国家硅钢工程研究中心，生产的冷轧硅钢产品的品种及性能达到世界一流水平，具有明显的技术和品牌优势。目前公司生产的取向硅钢、高牌号的无取向硅钢在国内具有很强的竞争优势。

公司已成为我国冷轧硅钢片最齐全、规模最大、技术最先进的生产基地之一，其中取向硅钢国内市场占有率领先。

公司开发出拥有自主知识产权的高炉专家系统，转炉计算机炼钢、转炉负能炼钢、冷轧硅钢工艺和宽幅超高强带钢热连轧技术等核心技术，以及复吹转炉溅渣工艺及设备维护的系统技术、底部供气元件的长寿维护技术和复通技术。武钢所具备的研发能力提高了其钢材产品的核心市场竞争力。

产品结构优势

近年公司积极加强热轧、冷轧以及深化硅钢产品的结构调整，将资源投入到高端且盈利较强的产品上，以面对当前产能过剩、钢价下跌、产品同质化竞争加剧等行业形势。目前公司四大战略产品主要包括冷轧硅钢片、汽车板、高性能工程结构钢以及精品长材，2013 年产量分别为 187.71 万吨、301.42 万吨、96.27 万吨和 127.32 万吨，合计产量 712.72 万吨，其中百米重轨、高级别帘线钢、HiB 钢、冷轧深冲高强钢、电镀锌等效益品种产销量同比分别增长 66%、79%、58%、26%和 50%，盈利产品比例同比上升 5 个百分点，产品结构持续优化。

硅钢方面，公司硅钢制造技术拥有完全自主知识产权，是目前全球最大的硅钢生产企业之一，亦是世界上单厂规模最大的硅钢生产基地，其中冷轧取向硅钢为公司具有较强竞争力的产品。2013 年，公司硅钢产品首次获得 1000kV 特高压变压器用钢供货权，HiB 钢也首次进入超高压及直流换流变压器制造领域。目前公司高端取向硅钢已进入 220kV 级以上级别变压器制造领域，高牌号无取向硅钢应用于三峡 70 万千瓦大电机。

汽车板方面，公司通过自主创新，开发生产高级轿车用钢的钢铁企业。公司积极开发出成套轿车用钢板的生产技术，实现汽车整车全规格供料。2011 年，公司轿车面板产量突破 16 万吨，成功进入广州本田等中高端用户市场；2012 年，公司汽车板通过 62 项认证，首次供货上海大众等高端汽车主机厂，2013 年，公司首次向捷豹路虎等高端品牌汽车厂商批量供货。

总体来看，公司在国内钢铁行业的规模优势明

显,技术实力较强,其中硅钢技术达到世界一流水平,通过产品结构的不断优化,公司的市场核心竞争力将得以稳步提升。

业务运营

钢材生产

公司生产涉及炼焦、烧结、炼铁、炼钢和轧钢等完整的工艺流程。2011~2013年,公司生铁、粗钢和钢材产量的年均复合增长率分别为6.47%、5.57%和6.80%,其中受行业竞争加剧的影响,2013年钢材产量较上年小幅下滑1.42%。2014年上半年,公司生铁、粗钢和钢材累计分别生产990.44万吨、1,013.16万吨和943.54万吨,预计2014年全年的产量与上年基本持平。然而,在钢铁行业产能严重过剩的影响下,我国钢材价格持续走低,导致公司营业收入呈现逐年下滑态势,2011~2013年,公司营业收入复合增长率为-5.85%。

表3: 2011~2014.H1公司生铁、粗钢和钢材产量

单位: 万吨				
项目	2011	2012	2013	2014.H1
生铁	1,735.04	1,953.88	1,966.74	990.44
粗钢	1,816.28	2,020.91	2,024.34	1,013.16
钢材	1,664.86	1,926.10	1,898.83	943.54

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从产品结构来看, 公司产品以热轧带材为主, 还包括冷轧材、硅钢、型材、线材、棒材、中厚板等多种产品, 种类较为丰富。目前公司以加快产品结构调整和提高产品质量作为实现产业升级的着眼点, 加大技术研发和技术装备投入, 以冷轧钢材为导向, 着力发展四大战略产品, 冷轧材和硅钢的产量逐年增加, 2013年公司四大战略产品合计产量为712.72万吨。

工程项目方面, 公司目前主要着力于设备技术改造和环境治理, 2013年, 公司共完成5个工程项目; 截至2014年6月末, 公司合计在建工程11个。

表4: 公司2011~2014.H1钢材产量情况¹

单位: 万吨

	2011	2012	2013	2014.H1
热轧带材	719.64	718.65	747.83	373.07
冷轧材	509.36	489.39	492.09	240.39
硅钢材	156.20	158.22	171.16	84.48
型材	55.69	63.09	82.14	42.64
线材	80.39	80.34	66.13	31.97
棒材	71.9	50.76	28.71	9.83
中厚板	68.98	21.99	32.67	16.33

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

能耗方面, 近年来通过对设备和生产工艺的改良, 公司产品结构不断改进, 目前整体设备装备水平位居国内先进行列, 公司相关能耗指标得以持续优化。2013年, 公司吨钢综合能耗同比下降0.83%, 余热余能发电量较上年增加3.4亿kWh, 吨钢耗新水同比降低5.93%。

表5: 2011~2014.H1公司综合能耗²

技术指标	2011	2012	2013	2014.H1
高炉利用系数 t/(m ³ .d)	3.538	2.425	2.433	2.455
综合成材率(%)	93.07	93.28	93.61	93.44
吨钢综合能耗 (tce/t)	626.62	623.09	617.90	611.24

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

环保方面, 2013年公司完成了四烧烟气脱硫、120万吨矿渣微粉、金资搬迁等项目的环保验收工作, 能源中心建设一期已经投产。截至目前, 公司已开展了13项国家级、市级及公司级的环保科研项目, 逐步淘汰不符合环保和节能要求的生产设备, 推广实施节能减排、发展循环经济措施。公司连续多年无重大污染事故, 污染物综合排放合格率高位居全国重点钢铁企业前列。

原材料采购

公司生产原料主要包括铁矿石、炼焦煤和电煤等, 由武钢集团国际经济贸易总公司(简称“国贸公司”)负责实施对生产所需资源的集中采购, 有效降低公司采购成本, 实现了战略采购的规模效应。同时, 公司通过技术改造来降低原辅材料的投入成本, 目前已实施70项低成本改造技术, 2014年上半年已初见成效, 整体毛利率较2013年提高

¹ 不含鄂城钢铁统计数据

² 不含鄂城钢铁统计数据

1.26 个百分点至 7.39%。

表 6: 2011~2014.H1 公司铁矿石采购量³

		单位: 万吨			
		2011	2012	2013	2014.H1
铁 矿 石	外部采购	2,024	1,993	2,123	1,136
	集团权益矿	676	725	759	370
	煤炭	1,465	1,390	1,400	675

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

在铁矿石供应方面, 公司生产所需铁矿石全部来自外部采购和集团权益矿, 其中外部采购以进口长协矿为主, 主要包括澳洲 BHP、FMG 以及南非 ASSANG 矿; 集团权益矿主要为 BHP 矿和加拿大 CLIFF 矿, 目前权益矿和长协矿占总进口矿量的比重约为 80%, 其余部分则通过国内市场采购予以补充。2013 年, 公司共采购铁矿石 2,882 万吨, 同比增加 6.03%, 其中外部采购和集团权益矿分别为 2,123 万吨和 759 万吨; 2013 年, 公司铁矿石自给率为 26.34%, 与上年水平相当。

煤炭采购方面, 公司通过长期协议和集团参股投资等方式锁定优质焦煤资源, 同时通过日常的库存管控、资源落实和物流衔接保障各炼铁单元的资源稳定供给, 目前煤炭主要供应商为国有大型煤矿企业。此外, 公司对中国平煤神马能源化工集团有限责任公司进行投资, 并和鄂城钢铁合资组建武汉平煤武钢联合焦化有限责任公司, 从而保障了公司煤炭资源采购渠道。在成本控制方面, 公司成立了专门的产供研协作小组, 所有采购以高炉生产稳定为原则。公司通过产供研活动不断调整优化配煤方案及使用技术, 大力开发新品种和新渠道, 以降低总成本。

库存方面, 公司一般配备有 150 万吨~200 万吨的安全铁矿石库存, 日常储备量能够支持 25 天生产; 煤炭合理库存水平为 35 万吨~45 万吨, 能够支持正常生产 15 天。

成本控制方面, 公司主要采取错峰采购、招标比价、寿命计价、系统承保、功能承包等方式来降低采购成本, 2013 年, 公司铁矿石和煤炭的平均采购价分别为 898.23 元/吨和 889.84 元/吨, 分别较上年降低 3.49% 和 21.62%; 2014 年 1~6 月, 公司各

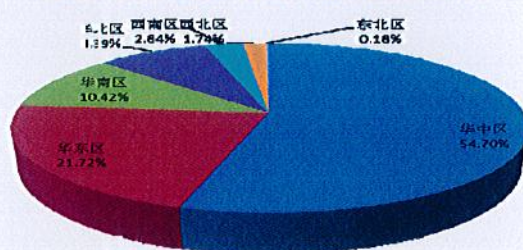
原材料采购成本进一步减少。

钢材销售

2013 年及以前, 公司通过建立倒三角营销体系, 组建若干自主销售经营体, 向全面服务体系进行延伸。2014 年以来, 为更好的提供客户前沿服务, 协调内部各部门工作, 公司开始加强推进产销研一体化的服务体系, 针对具体产品种类分项目组进行管理, 各项目组以营销部门人员作为组长, 并配备有研发和生产部成员, 以实现部门间的协同合作。目前公司已形成冷轧汽车用钢、热轧汽车用钢、无取向硅钢以及其他等四个产品种类项目组。

从销售区域来看, 公司钢材销售主要以国内市场为主, 目前已形成了以华中、华东、华北等 5 大区域销售子公司、武汉现货销售公司和 4 家加工总公司为主体, 辐射全国的营销网络体系。由于公司地处中部工业重镇武汉, 华中地区基本在公司销售半径以内, 区域优势较为明显, 另外受益于便利的水路、公路、铁路交通运输, 公司在江浙沪地区亦有一定市场份额。2014 年上半年, 公司在华中和华东地区的销售收入分别占公司总收入的 54.70% 和 21.72%。在出口方面, 公司出口国以东南亚国家为主, 产品主要为附加值较高的汽车用钢和硅钢等, 近年来外销规模受国际钢铁环境市场影响而不断减少。

图 7: 2014 年上半年公司产品销售区域分布



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从品种来看, 公司产品主要分为冷轧和热轧两大类, 受近年来钢材市场价格下滑的影响, 公司各产品销售收入均呈现逐年下滑的态势, 加之公司进行了整体产品结构调整, 使得热轧产品的销售收入的下滑幅度较大。2013 年, 热轧产品实现收入 471.92 亿元, 同比减少 8.51%; 冷轧产品实现收入 347.25 亿元, 同比减少 2.91%。但受益于公司产品结构调整、生产过程中成本控制力度的加强以及铁

³ 不含鄂城钢铁统计数据

矿石、煤炭等原材料成本的降低，2013 年公司毛利率较上年提升了 0.65 个百分点至 6.13%，其中热轧产品、冷轧产品毛利率分别增加 0.89 个百分点和 0.01 个百分点。

值得注意的是，近两年公司核心产品硅钢的市场价格下降明显，在一定程度上影响了公司的整体经营效益。从取向硅钢的市场价格来看，2011 年 4 月，取向硅钢价格触及 2.2 万元/吨的阶段顶部后开始进入下跌通道，跌至 2013 年底已突破 1.23 万元/吨。2014 年以来，取向硅钢仍呈下跌趋势，至 5 月已跌至约 1.19 万元/吨。无取向硅钢市场价格亦基本呈相同走势。目前，硅钢市场价格的下降除铁矿石、煤炭等原材料因素外，主要系由下游需求增长缓慢以及供给端竞争日趋激烈所致，未来随着国内其他大型钢厂取向硅钢生产线的投产，国内取向硅钢市场仍将面临较为激烈的竞争环境，短期内价格难以回升。

表 7：2011~2014.H1 公司分产品主营业务收入情况

	单位：亿元			
	2011	2012	2013	2014.H1
热轧产品	562.91	515.83	471.92	199.93
冷轧产品	404.92	357.66	347.25	166.91
合计	967.83	873.49	819.17	366.85

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司主要采用远期交货的方式，通过战略客户直供、代理直供以及贸易商的销售模式销售产品。公司在销售渠道上坚持以“直供直销为主”的原则，目前直供占比（含战略客户直供以及代理直供）达 80%以上，直供用户主要集中在电力、汽车、家电、石油管线等行业，客户关系较稳定。结算方面，公司主要采取款到发货的结算方式，但近年来受行业竞争加剧的影响，公司会对战略客户提供不超过 2 个月的信用账期。

总体来看，目前钢铁行业产能过剩、行业竞争激烈以及下游需求疲软的经营环境对公司整体经营效益产生较大冲击，未来，公司盈利能力的提升将主要依赖于产品结构的不断优化，以及生产成本的控制。

公司管治

治理结构

公司目前按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》等相关法律、法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会、经营管理层的法人治理结构，明确了职责权限及运作程序。同时，公司董事会下设战略、提名、审计、薪酬和考核四个专门委员会，各专业委员会职能分工明晰，其中提名、审计、薪酬和考核委员会的主任均由独立董事担任。

整体看，公司建立了符合上市公司规范要求的法人治理结构，形成科学有效的职责分工和制衡机制。

内部管理

公司根据《企业内部控制基本规范》及《企业内部控制评价指引》，建立了覆盖各个层面和环节的内部控制体系。公司通过不断完善内部管理，以确保国家法律法规和公司内部控制制度的贯彻落实，促进公司运行的高效规范，并保证公司生产经营、重大投资、关联交易、财务管理、信息披露等重要业务控制程序得到有效执行。

组织架构方面，目前公司总经理下设制造部、设备管理部、运营改善部、人力资源部、计划财务部、营销管理部、采购部、安全环保部、营销总公司、运输部、质量检测中心、硅钢事业部、总经理办公室和党委工作部等部门，以及烧结厂、炼铁厂、炼钢总厂、条材总厂、热轧总厂、冷轧薄板总厂、设备维修总厂、能源动力总厂等厂区。

采购方面，公司根据《供方管理办法》、《合同管理办法》、《料号管理办法》、《价格管理办法》、《物资采购及销售财务核算管理办法》、《物资采购招标管理办法》、《仓储管理办法》和《AB 类材料计量验收管理办法》，坚持“广泛发展直供商，适当吸收代理商，严格控制贸易商”的供应商管理政策，优先引进通过 ISO14000 认证的供方，并全面推行招标制度，由专业机构负责全面的招议标工作，招标组成员由专业采购员、业主代表和专家评委会组成，纪委和员工监督员全程监督，确保招标过程中

的合法性，同时对主要供应商的业绩进行跟踪，不断优化渠道结构。

产品质量方面，公司建立了能同时满足 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001、TS16949 和 ISO10012 五大管理标准要求的综合管理体系，并分别通过了英标管理体系认证公司（BSI）、挪威船级社（DNV）和中启计量体系认证中心等国际国内知名机构的第三方认证。同时，公司构建了全方位精益管理平台，形成多层次全方位精益管理，并推进精益六西格玛和精益转型方法，构建产品质量持续改进体系。

销售管理方面，公司坚持以用户需求为导向，以效益品种的开发和推广为主体，通过建立以客户经理、客户技术服务代表、客户工程师为服务主体的“三位一体”服务模式，以实现各部门的协同发展。目前公司主要通过营销管理部和营销总公司来对各业务渠道进行管理，其中营销管理部主要负责规章制度建设、流程管理、价格走势判断、产品趋势判断以及战略客户服务等，并通过计算机系统固化等来实现制度化和流程化的管理模式，而营销总公司则具体负责热轧、冷轧产品的销售等。目前公司开始加强推进产销研一体化的服务体系，在销售前期介入（EVI）并提供个性化的技术服务，发挥武钢加工配送中心的售中服务，并向近百家重点直供户派驻了客户技术服务代表，提供市场前沿服务。

环境保护方面，公司建立了污染减排指标体系和监测体系和考核体系，并制订了《环境污染事故应急管理办法》，通过在线监测系统，对重点污染源进行实时监控，并对排放口进行人工定期检测，监督污染源的达标排放情况。

整体看，公司治理结构完善，董事会、监事会及管理层日常运作规范，内部管理能够防范生产、经营过程中的主要风险。

财务分析

以下财务分析主要基于公司提供经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2011、2012 年财务报告；经北京兴华会

计师事务所（特殊普通合伙）⁴审计并出具标准无保留意见的 2013 年财务报告以及未经审计的 2014 年半年度财务报表。

资本结构

近年来公司不断强化钢材产品结构调整，加之受钢材行业产能过剩的影响，公司大规模的项目投融资减少，使得整体资产规模和负债规模均有所下滑。2011~2013 年，公司资产总额分别为 961.01 亿元、987.28 亿元和 946.76 亿元。截至 2014 年 6 月 30 日，公司资产总额为 978.40 亿元，较上年末相比增长 3.34%。

从负债水平上看，近年来公司负债总额呈现小幅波动，2011~2013 年，公司负债总额分别为 589.10 亿元、619.71 亿元和 575.48 亿元；总债务规模基本保持稳定态势，2011~2013 年分别为 402.89 亿元、402.50 亿元和 403.28 亿元。截至 2014 年 6 月末，公司合并口径负债总额及总债务分别为 604.09 亿元和 410.93 亿元。

图 8：2011~2014.H1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从财务杠杆比率来看，公司资产负债率和总资本化率一直保持平稳状态，截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化率分别为 60.78% 和 52.07%，同比分别下降 1.99 和 0.20 个百分点，与国内主要上市钢铁企业相比处于较低水平。截至 2014 年 6 月 30 日，公司资产负债率及总资本化比率略有增长，分别为 61.74% 和 52.33%，仍处于合理范围内。

⁴ 公司原审计机构“北京兴华会计师事务所有限责任公司”更名为“北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）”。

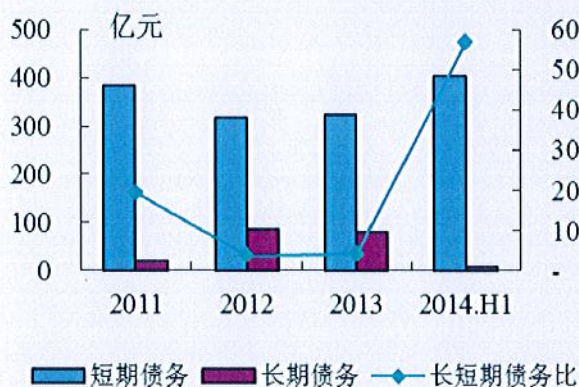
表 8：截至 2013 年末主要钢铁上市公司资本结构比较

	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
宝钢股份	2,266.68	47.03
河北钢铁	1,668.98	73.16
武钢股份	946.76	60.78
鞍钢股份	928.65	49.29
包钢股份	879.24	78.25
马钢股份	713.17	63.97
华菱钢铁	707.91	81.73
酒钢宏兴	574.15	71.09
本钢板材	430.50	61.07
南钢股份	367.11	77.44

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司短期债务占比较高，短期债务规模从 2011 年末的 383.11 万元增长至 2014 年 6 月末的 403.83 亿元；2011~2013 年以及 2014 年 6 月末公司长短期债务比分别为 19.37、3.71、4.10 和 56.84，2014 年上半年公司长短期债务比大幅上升主要是因为 2011 年 3 月发行的 72 亿元公司债券将于 2015 年 3 月到期。总体来看，公司以短期债务为主的债务结构不利于公司资金使用的稳定性，使其面临一定短期偿债压力，若本次公司债券成功发行，公司债务期限结构将有所优化。

图 9：2011~2014.H1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，目前公司债务水平适中，财务杠杆比率处于行业较低水平，考虑到目前公司将投资重点转向安全生产、环保和技术研发，未来资本支出压力有限，负债规模或将维持现有水平。

盈利能力

公司销售以热轧产品和冷轧产品为主，

2011~2013 年，公司分别实现销售收入 1,010.58 亿元、915.79 亿元和 895.81 亿元，2013 年，公司钢材产品的销售量和销售价格均较上年小幅下滑，营收规模因此小幅下滑 2.18%。

图 10：2011~2014.H1 公司营业收入和毛利率变化



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，受益于公司产品结构的调整，加之铁矿石、煤炭等原材料成本的下降幅度大于钢材销售价格，公司毛利水平在 2012 年达到低点后开始有所回升，2013 年公司营业毛利率为 6.13%，较上年提升 0.65 个百分点。

表 9：截至 2013 年末主要钢铁上市公司资本结构比较

单位：%

	毛利率水平			占营业收入比重		
	2012	2013	变化幅度	2012	2013	变化幅度
热轧产品	1.30	2.19	+0.89	59.05	57.61	-1.44
冷轧产品	9.69	9.70	+0.01	40.95	42.39	+1.44

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

然而由于公司目前毛利率偏低的热轧产品占比仍然较高，且较高的运输成本提高了公司的单位采购价格，因此与行业内其他钢铁上市公司相比，公司营业毛利率处于行业中等偏下水平。2014 年上半年，钢铁行业需求依然较为低迷，当期公司实现营业总收入 409.42 亿元，同比下降 7.78%，营业毛利率增长至 7.39%。

表 10：2013 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	1,900.26	9.51	4.37
河北钢铁	1,102.55	8.50	8.50
武钢股份	895.81	6.13	5.57
鞍钢股份	753.29	11.15	8.27
酒钢宏兴	945.70	4.51	6.68
马钢股份	738.49	4.68	3.94
华菱钢铁	597.06	5.32	5.58
本钢板材	403.29	6.39	5.55
包钢股份	377.70	7.98	6.17
南钢股份	268.23	5.26	7.84

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

费用支出方面，2011~2013 年公司期间费用合计分别为 45.46 亿元、51.80 亿元和 49.87 亿元，占营业总收入的比例分别为 4.50%、5.66%和 5.57%。其中，公司期间费用以管理费用为主，2013 年管理费用较上年增加 2.02 亿元，主要系由于当年研发费用支出等增长所致；2014 年上半年，公司三费收入占比为 5.65%，与 2013 年基本持平。整体来看，公司三费收入占比一直处于较好水平。

表 11：2011~2014.H1 公司三费分析

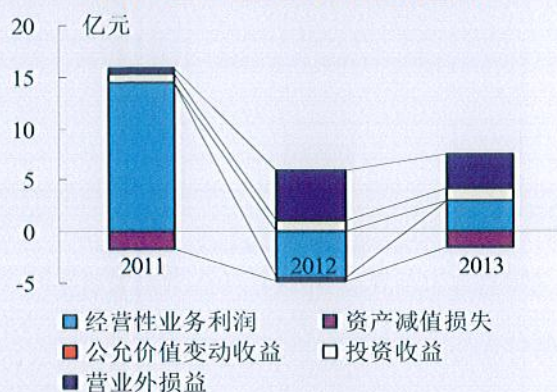
	2011	2012	2013	2014.H1
销售费用	8.61	8.46	8.31	3.66
管理费用	26.30	26.44	28.46	11.26
财务费用	10.56	16.89	13.10	8.20
三费合计	45.46	51.80	49.87	23.12
营业总收入	1,010.58	915.79	895.81	409.42
三费收入占比	4.50%	5.66%	5.57%	5.65%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，2011~2013 年公司分别实现利润总额 14.23 亿元、1.12 亿元和 6.09 亿元，波动幅度较大。具体来看，公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失、投资收益、营业外损益构成，2013 年，公司经营性业务利润 2.97 亿元，同比大幅增加 7.49 亿元，主要系公司营业毛利率提升所致；资产减值损失 1.45 亿元，同比增加 1.10 亿元，主要系按规定计提的存货跌价损失；投资收益 1.18 亿元，同比增加 0.09 亿元，主要系公司所参股企业当年贡献的分红及投资增值；营业外损益 3.38 亿元，同比减少 1.51 亿元，主要来自于非流动资产处置利得 1.17 亿元及政府补助 2.27 亿元。2013 年，

公司取得净利润 4.41 亿元，所有者权益收益率为 1.19%，总体来说，公司盈利能力较弱，且受行业整体走势影响而呈现较大波动。

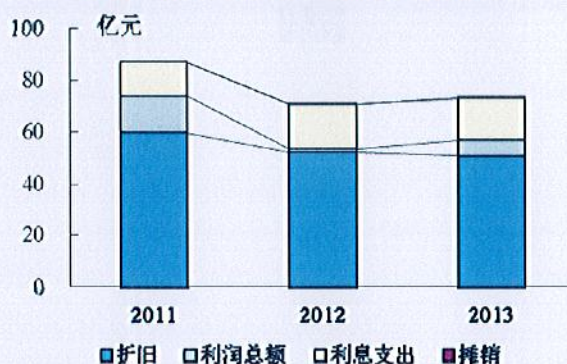
图 11：2011~2013 年公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，从 EBITDA 构成来看，作为重资产型企业，公司 EBITDA 以折旧为主，折旧规模较大且基本保持稳定。2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 87.00 亿元、70.91 亿元和 73.20 亿元。

图 12：2011~2013 公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受产品结构调整和行业整体市场环境的影响，公司营业收入逐年减少，但得益于 2013 年毛利水平的提高，公司整体盈利能力有所改善，但和业内其他可比上市企业相比仍处于较低水平。

偿债能力

近年来，公司债务规模相对稳定，截至 2014 年上半年，公司总债务为 410.93 亿元，其中短期债务 403.83 亿元，长期债务为 7.10 亿元。公司短期债务占比较高且规模较大，公司因此面临一定短期偿债压力，若本次公司债券成功发行，可一定程度上降低公司短期债务规模，有效缓解公司的短期偿债压力。

从现金流来看, 2011~2013 年以及 2014 年上半年公司经营性净现金流分别为 7.55 亿元、38.55 亿元、42.28 亿元和 15.16 亿元, 公司经营性现金流表现良好。随着近年来大型投资项目的减少, 公司资本支出规模将保持低位, 其对外融资压力将得以缓解。

从偿债指标来看, 2011~2013 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 4.63 倍、5.68 倍和 5.51 倍, 经营活动净现金流/总债务分别为 0.02 倍、0.10 倍和 0.10 倍, EBITDA 和经营活动净现金流对总债务的覆盖程度尚可。在利息支付方面, 2011~2013 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.25 倍、3.52 倍和 4.18 倍, 经营活动净现金流利息保障系数分别 0.54 倍、1.92 倍和 2.41 倍, 公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支付的保障程度较好。

表 12: 2011~2014.H1 公司偿债能力分析

	2011	2012	2013	2014.H1
总债务 (亿元)	402.89	402.50	403.28	410.93
长期债务 (亿元)	19.78	85.48	79.10	7.10
短期债务 (亿元)	383.11	317.02	324.18	403.83
EBITDA (亿元)	87.00	70.91	73.20	-
EBITDA 利息倍数 (X)	6.25	3.52	4.18	-
总债务/EBITDA (X)	4.63	5.68	5.51	-
经营活动净现金 (亿元)	7.55	38.55	42.28	15.16
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.54	1.92	2.41	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.02	0.10	0.10	0.15
资产负债率 (%)	61.30	62.77	60.78	61.74
总资本化比率 (%)	52.00	52.27	52.07	52.33

注: 2014 年上半年度经营活动净现金/总债务指标经年化处理
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

银行授信方面, 公司与众多商业银行保持着长期良好的合作关系, 截至 2014 年 6 月 30 日, 公司取得银行授信额度合计为 600.87 亿元, 其中尚未使用额度为 392.50 亿元。

或有负债方面, 公司严格执行公司章程, 截至 2014 年 6 月 30 日, 公司无任何对外担保或对控股子公司担保, 不存在承担连带责任的或有风险。另截至 2014 年 6 月 30 日, 公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

综合来看, 公司业务规模较大, 在行业中保持极强的规模优势及综合竞争实力。虽然受行业整体经营环境影响, 公司整体盈利能力较弱, 但其较稳健的财务结构以及较好的获现能力仍保证其具备极强的偿债能力。

担保实力

武钢集团为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

武钢集团的前身为武汉钢铁公司, 1955 年开工建设, 1958 年建成投产, 是新中国成立后兴建的第一个特大型钢铁联合企业。1992 年, 经国家批准更名为武汉钢铁 (集团) 公司。1999 年, 武钢集团被列为中央大型企业工委管理的 39 家国有重要骨干企业之一。目前, 武钢集团是国务院国有资产管理监督委员会履行国有出资人职责的大型 (企业) 集团之一, 在 2013 年世界 500 强的排名中位于第 328 位。武钢集团现已成为钢铁生产规模约 4,000 万吨的特大型钢铁联合生产企业集团, 产能规模位居我国钢铁行业前列。目前, 武钢集团钢铁主业资产主要分布于武汉钢铁股份有限公司、武钢集团昆明钢铁股份有限公司 (以下简称“昆明钢铁”)、广西钢铁集团有限公司等控股子公司 (以下简称“广西钢铁”)。

武钢集团拥有矿山采掘、炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢等完整的钢铁生产工艺设备和完善的铁、钢、钢材相互配套的生产体系, 是世界单厂规模最大的硅钢生产企业之一, 也是我国重要的优质板材生产基地和冷轧硅钢片生产基地。

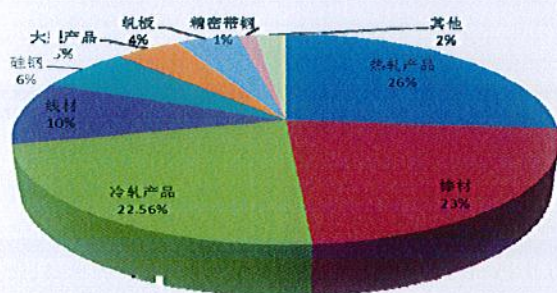
截至 2013 年末, 武钢集团总资产 2,399.42 亿元, 所有者权益 792.99 亿元 (含少数股东权益 495.04 亿元), 资产负债率为 66.95%; 2013 年, 武钢集团实现营业收入 2,270.48 亿元, 净利润 4.05 亿元, 经营活动现金净流量 44.46 亿元。

截至 2014 年 6 月末, 武钢集团总资产 2,485.33 亿元, 所有者权益 795.44 亿元 (含少数股东权益 496.57 亿元), 资产负债率为 67.99%; 2014 年上半年, 集团实现营业总收入 924.18 亿元, 净利润 0.68 亿元, 经营活动现金净流量 11.55 亿元。

业务运营

武钢集团产品生产涉及矿山采掘、烧结、炼铁、炼钢及轧钢等全部工艺流程，主要产品包括冷轧薄板、冷轧硅钢、热轧板卷、中厚板、大型材、高速线材、棒材等。

图13：2013年武钢集团收入构成情况



资料来源：集团定期报告，中诚信证评整理

生产

集团以销定产，产销衔接，创新生产组织管理模式，推进新建、技改项目的投产达产，加强自主创新能力建设，大力推进冷轧硅钢片、汽车板、高强度工程结构钢和精品长材“四大基地”战略产品的研发，“高附加值、高技术含量”产品比例达到80%以上。集团目前主要产业板块包括矿产品、能源产品、焦化产品等。

集团目前拥有28座高炉、36座转炉、5座电炉、31套热轧机组和12套冷轧机组。2013年，集团已形成粗钢产能4,599万吨，集团全年生铁、粗钢、钢材产量分别为3,840万吨、3,931万吨和3,966万吨，其中钢材产量同比增长6.84%。集团目前硅钢整体年产能314万吨，2013年产量为193万吨。

表 13：2013 年国内钢铁企业集团粗钢产量排名表

单位：万吨	
钢铁企业	粗钢
河北钢铁集团有限公司	4,578.64
宝钢集团有限公司	4,390.82
武汉钢铁(集团)公司	3,931.08
江苏沙钢集团	3,508.05
鞍本钢铁集团	3,368.68
首钢集团	3,152.33
山东钢铁集团有限公司	2,279.34
渤海钢铁集团	1,932.64
马钢(集团)控股有限公司	1,879.41
本钢集团有限公司	1,682.59

资料来源：中国钢铁业协会，中诚信证评整理

原材料采购

集团生产所需原材料主要包括铁矿石、洗煤和燃料煤等，目前集团实行大宗原料的集中采购和战略采购原则，集团本部、武钢股份、鄂城钢铁、广西钢铁、昆明钢铁的全部大宗原料均由国贸公司集中采购。

从供应来看，集团铁矿石有70%以上需要通过外部采购，目前国外供应商主要有BHP、RioTinto、巴西 CSARMACO 公司、南非 KUMBA 公司、ASSMANG公司等。同时，集团在国内自有铁矿石储量约3亿吨，品位约40%，2013年铁精矿产量376.65万吨。国际方面，集团采取投资控股、参股等多种形式加大对国外矿石资源的投入，先后投资开发加拿大、澳大利亚、巴西、马达加斯加、利比里亚等国6个铁矿石资源项目，共锁定权益资源量约440亿吨，上游资源积累较丰厚，2013年集团运回权益矿约750万吨。

煤炭供应方面，集团投资参与了永城、韩城、晋城、平煤等公司的建设，还与山西焦煤、山东新汶矿业、山东枣庄矿业、淮南矿业、鹤壁煤业以及潞安矿业等签订了长期战略合作协议，保证了集团每年煤炭需求，且煤炭成本控制也较有效。

由于地处内陆，相对于沿海钢铁企业，集团铁矿石采购和钢材出口的运输成本较高。为降低海运费剧烈波动对集团经营的影响，在远洋运输方面，集团与中海、中远、中外运、青岛远洋等建立合作关系，而在内河运输方面，集团与宁波港集团、浙江和润实业集团共同投资建设有舟山码头，该项目一期工程涉及年吞吐能力3,000万吨。

钢材销售

近两年受下游行业钢材需求增速放缓以及钢材市场价格下降影响，武钢集团整体盈利能力相应减弱。2011~2013 年，集团取得营业收入分别为 2,214.89 亿元、2,137.73 亿元和 2,270.48 亿元；实现净利润分别为 50.01 亿元、2.96 亿元和 4.05 亿元。

从销售区域来看，集团钢材销售主要以国内市场为主，其中 70%以上的产品集中在华东和华中地区；集团出口地区为亚洲、欧洲、美洲和非洲，近年来开始积极开拓中东、南亚以及非洲市场。

未来,武钢集团将在稳固现有市场和现有品种的基础上,拓展战略品种的市场份额,在优化销售结构的同时,也有助于提高其整体盈利能力。

财务分析

以下财务分析主要基于武钢集团提供的经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计并出具无保留意见的2011~2013年年报以及未经审计的2014年半年度财务报表。在2011~2013年以及2014年半年度财务报表中,武钢集团将“短期融资券”记入“其他流动负债”,我们将其调整至“短期借款”。

资本结构方面,近年来随着业务规模的不断扩张,以及境外铁矿石资源的投资,武钢集团资产规模得以平稳增长,截至2013年末,集团资产总额为2,399.42亿元,近三年年均复合增长率为3.92%;截至2014年6月末,武钢集团总资产为2,485.33万元,与上年末相比增长3.58%。同时、为保障技改、铁矿石资源投资等项目的顺利推进实施,武钢集团债务规模亦有所增长,截至2013年12月31日,武钢集团总债务规模达到1,218.69亿元,近三年年均复合增长率7.88%。由于债务规模的大幅增加,近年来武钢集团杠杆比率呈上升趋势,2008~2014.H1,武钢集团资产负债率分别为64.55%、66.47%、66.95%和67.99%;总资本化比率分别为57.07%、59.22%、60.58%和59.98%,总体看来,集团负债规模仍处于较合理的范围之内。

盈利能力方面,受钢材产品下游需求增速放缓、产品整体价格下降的影响,集团整体收入呈现一定波动性,2011~2013年,集团分别实现营业收入2,214.89亿元、2,137.73亿元和2,270.48亿元,其中2013年较上年增长6.21%,主要得益于集团钢材产品产销量的提高;2014年,集团业务规模有所回落,1~6月实现营业收入924.18亿元,同比降低12.75%。营业毛利率方面,虽然钢材市场价格仍有所下降、但在铁矿石、煤炭等原材料价格降幅相对较大的影响下,2013年武钢集团营业毛利率提升0.65个百分点至6.67%,2014年上半年,毛利率进一步提升至8.25%。从利润总额来看,2012~2013年武钢集团经营性业务利润均呈亏损状态,分别为-22.32亿元和-14.12亿元,2013年受营业收入增长、

营业毛利率提升的影响,同比减亏8.20亿元。同时,得益于其所参股煤炭企业所贡献的5.02亿元投资收益、非流动资产处置利得9.62亿元以及政府补助7.45亿元等对集团经营绩效的补充,2013年集团实现利润总额5.02亿元,整体处于微利状态。2014年1~6月,集团取得利润总额3.78亿元,同比下降20.90%。

从偿债能力指标来看,2013年武钢集团总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为8.85和2.49倍,EBITDA对债务本息的保障程度与上年基本持平,仍处于较好水平。从经营性现金流来看,2013年武钢集团经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为0.04和0.80倍,同比有所增强。

表 14: 2011~2014.H1 武钢集团偿债能力分析

	2011	2012	2013	2014.H1
总债务(亿元)	1,047.08	1,134.58	1,218.69	1,192.24
长期债务(亿元)	176.10	256.30	320.46	256.31
短期债务(亿元)	870.98	878.28	898.23	935.92
EBITDA(亿元)	202.84	132.59	137.70	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.09	2.34	2.49	-
总债务/EBITDA(X)	5.16	8.56	8.85	-
经营活动净现金/利息支出(X)	0.52	0.49	0.80	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.02	0.04	0.02
资产负债率(%)	64.55	66.47	66.95	67.99
总资本化比率(%)	57.07	59.22	60.58	59.98

资料来源:武钢集团提供,中诚信证评整理

银行授信方面,截至2014年6月30日,武钢集团取得银行授信额度合计为3,110.76亿元,其中尚未使用额度为2,030.76亿元,备用流动性充裕。

或有负债方面,截至2014年3月31日,武钢集团无对外担保(不含对控股子公司担保);对控股子公司担保合计110.32亿元,占净资产的比例为13.87%。整体看,武钢集团或有负债风险较小。

综合来看,武钢集团规模优势明显,行业地位突出。受行业经营环境的影响,短期内其盈利能力下降明显,但未来随着矿石资源开发的深入和产品结构的进一步调整,其业务运营能力和综合财务实力有望得到提升。

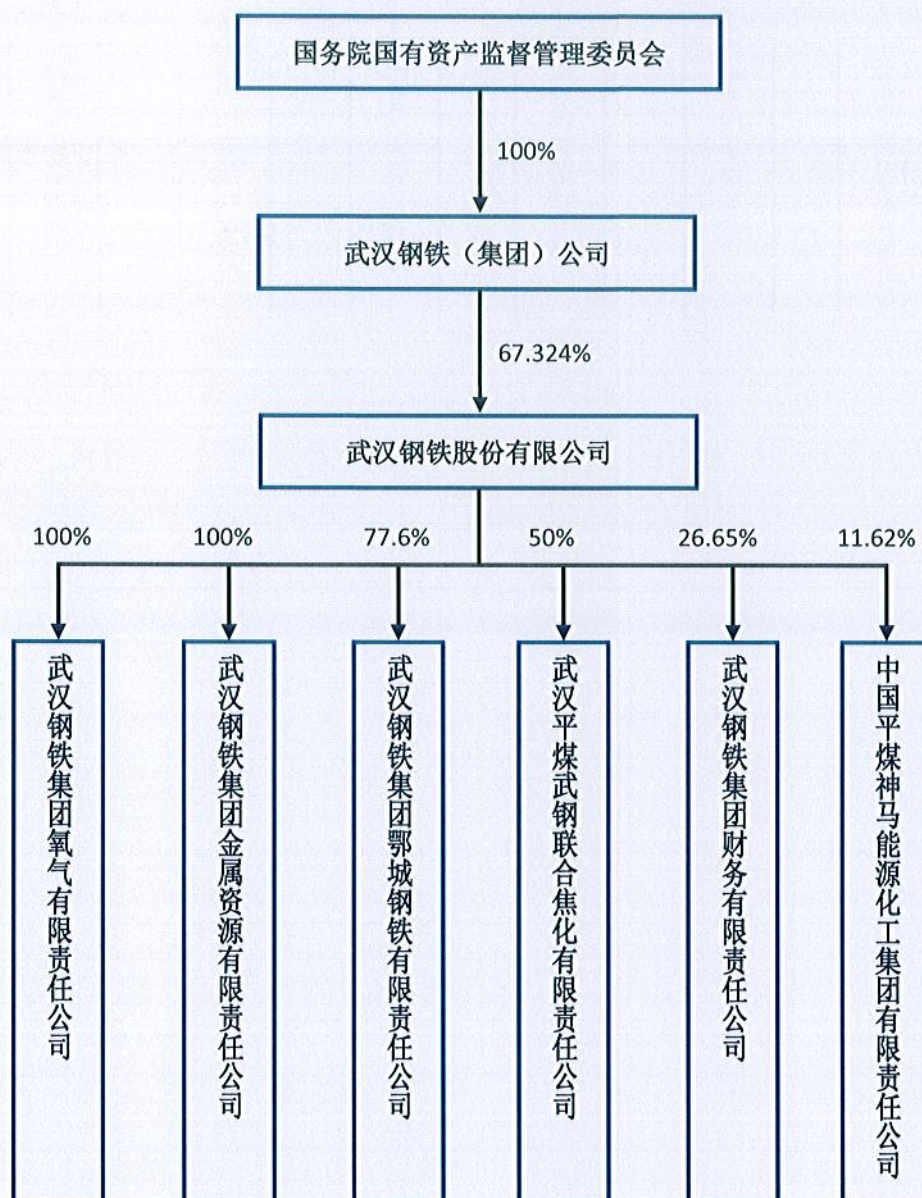
综上,中诚信证评认为武钢集团提供的无条件

不可撤销的连带责任保证担保将对本期公司债券按期偿还提供有力保障。

结 论

综上，中诚信证评认为本次公司债券信用质量极高，信用风险极低，中诚信证评认为武钢股份在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：武汉钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 6 月 30 日）



附二：武汉钢铁股份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.H1
货币资金	178,128.78	161,366.79	195,858.85	142,924.21
应收账款净额	34,709.78	195,509.50	275,370.28	465,346.12
存货净额	1,657,529.70	1,257,239.36	1,198,970.98	1,234,708.09
流动资产	2,455,126.16	2,606,403.49	2,323,669.57	2,725,300.75
长期投资	373,849.85	482,682.71	527,238.90	529,681.58
固定资产合计	6,718,592.83	6,655,842.07	6,470,353.55	6,388,744.33
总资产	9,610,067.33	9,872,762.67	9,467,640.06	9,783,999.69
短期债务	3,831,102.80	3,170,224.02	3,241,764.13	4,038,278.56
长期债务	197,810.79	854,763.69	790,993.25	71,045.73
总债务（短期债务+长期债务）	4,028,913.59	4,024,987.71	4,032,757.38	4,109,324.29
总负债	5,891,045.92	6,197,118.89	5,754,796.60	6,040,856.26
所有者权益（含少数股东权益）	3,719,021.41	3,675,643.77	3,712,843.46	3,743,143.43
营业总收入	10,105,831.05	9,157,939.32	8,958,130.26	4,094,164.01
三费前利润	599,764.17	472,786.32	528,417.37	289,090.04
投资收益	8,157.28	10,927.70	11,826.14	4,972.84
净利润	94,890.59	4,110.72	44,123.57	44,230.57
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	870,019.20	709,093.96	732,000.01	-
经营活动产生现金净流量	75,529.68	385,463.79	422,815.45	151,625.10
投资活动产生现金净流量	-1,110,185.09	-415,400.03	-239,191.07	-26,440.94
筹资活动产生现金净流量	865,199.18	13,128.46	-148,535.82	-178,134.25
现金及现金等价物净增加额	-169,774.57	-16,761.99	34,492.06	-52,934.64
财务指标	2011	2012	2013	2014.H1
营业毛利率（%）	6.17	5.48	6.13	7.39
所有者权益收益率（%）	2.55	0.11	1.19	2.36
EBITDA/营业总收入（%）	8.61	7.74	8.17	-
速动比率（X）	0.14	0.25	0.23	0.25
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	0.10	0.10	0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	0.12	0.13	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	0.54	1.92	2.41	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.25	3.52	4.18	-
总债务/EBITDA（X）	4.63	5.68	5.51	-
资产负债率（%）	61.30	62.77	60.78	61.74
总债务/总资本（%）	52.00	52.27	52.07	52.33
长期资本化比率（%）	5.05	18.87	17.56	1.86

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、公司 2014 年上半年所有者权益收益率已进行年华处理。

附三：武汉钢铁(集团)公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.H1
货币资金	1,135,270.26	666,449.84	731,339.79	870,414.04
应收账款净额	406,897.77	743,818.31	820,322.62	1,089,654.14
存货净额	3,455,471.74	3,328,039.68	3,637,684.80	3,717,913.15
流动资产	7,625,869.99	7,506,890.59	7,257,289.61	8,138,236.25
长期投资	1,609,573.82	1,718,364.75	1,814,494.25	1,790,620.95
固定资产合计	11,772,932.87	12,531,223.95	12,810,757.26	12,757,705.57
总资产	22,217,239.75	23,303,792.98	23,994,207.66	24,853,270.84
短期债务	8,709,802.66	8,782,787.58	8,982,338.47	9,359,215.30
长期债务	1,761,035.64	2,563,037.23	3,204,599.94	2,563,136.14
总债务(短期债务+长期债务)	10,470,838.31	11,345,824.82	12,186,938.41	11,922,351.45
总负债	14,341,005.06	15,490,874.55	16,064,277.94	16,898,903.81
所有者权益(含少数股东权益)	7,876,234.69	7,812,918.43	7,929,929.73	7,954,367.02
营业总收入	22,148,880.12	21,377,324.31	22,704,780.78	9,241,796.04
三费前利润	1,562,086.66	1,213,129.61	1,452,647.24	731,593.31
投资收益	476,724.48	83,265.16	50,225.46	21,214.30
净利润	500,074.60	29,561.83	40,462.39	6,811.07
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,028,409.16	1,325,896.42	1,377,049.50	-
经营活动产生现金净流量	255,325.86	276,858.11	444,619.16	115,477.19
投资活动产生现金净流量	-1,255,987.27	-1,593,865.23	-830,762.81	-284,826.94
筹资活动产生现金净流量	1,244,068.59	853,037.55	435,558.97	310,384.32
现金及现金等价物净增加额	236,649.58	-468,820.42	23,473.95	139,074.26
财务指标	2011	2012	2013	2014.H1
营业毛利率(%)	7.39	6.02	6.67	8.25
所有者权益收益率(%)	6.35	0.38	0.51	0.17
EBITDA/营业总收入(%)	9.16	6.20	6.07	-
速动比率(X)	0.34	0.33	0.29	0.32
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.02	0.04	0.02
经营活动净现金/短期债务(X)	0.03	0.03	0.05	0.02
经营活动净现金/利息支出(X)	0.52	0.49	0.80	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.09	2.34	2.49	-
总债务/EBITDA(X)	5.16	8.56	8.85	-
资产负债率(%)	64.55	66.47	66.95	67.99
总债务/总资本(%)	57.07	59.22	60.58	59.98
长期资本化比率(%)	18.27	24.70	28.78	24.37

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、武钢集团公司 2014 年上半年所有者权益收益率已进行年华处理；

3、在 2011~2013 年以及 2014 年半年度财务报表中，武钢集团将“短期融资券”记入“其他流动负债”科目，中诚信证评在财务指标计算时将其调整至“短期借款”科目中。

附四：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

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

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

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）

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。

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 and 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。

关于武汉钢铁股份有限公司 2014年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，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期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期债券偿债保障情况等因素，以对本期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及担保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、担保主体发生可能影响本期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、担保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）予以公告。