



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪633号

中国宝武钢铁集团有限公司：

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已发行的“中国宝武钢铁集团有限公司公开发行2017年可交换公司债券（第一期）”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

二零一九年六月二十一日

中国宝武钢铁集团有限公司

公开发行 2017 年可交换公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	中国宝武钢铁集团有限公司		
担保方式	中国宝武以其持有并用于交换的 28.5 亿股的宝钢股份 A 股股票及其孳息作为担保和信托财产		
债券简称	17 宝武 EB		
债券代码	132013.SH		
发行规模	150 亿元		
债券余额	150 亿元		
存续期限	2017/11/24~2020/11/24		
上次评级时间	2018/6/14		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

中国宝武（合并）	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	3,371.57	3,455.75	3,608.56
总资产（亿元）	7,416.83	7,449.17	7,118.09
总债务（亿元）	2,426.86	2,611.32	2,119.52
营业总收入（亿元）	3,096.21	3,983.70	4,386.20
营业毛利率（%）	13.55	15.82	16.61
EBITDA（亿元）	436.96	517.19	691.56
所有者权益收益率（%）	1.55	3.05	7.61
资产负债率（%）	54.54	53.61	49.30
总债务/EBITDA（X）	5.55	5.05	3.06
EBITDA 利息倍数（X）	4.70	5.55	7.92
中国宝武（母公司）	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	2,037.92	2,044.27	2,055.95
总资产（亿元）	2,579.88	2,560.21	2,577.93
总债务（亿元）	141.95	244.98	225.23
营业总收入（亿元）	3.33	2.86	4.54
营业毛利率（%）	73.54	66.44	73.91
EBITDA（亿元）	-44.22	28.01	95.78
所有者权益收益率（%）	-1.42	0.71	3.64
资产负债率（%）	21.01	20.15	20.25
总债务/EBITDA（X）	-3.21	8.75	2.35
EBITDA 利息倍数（X）	-10.36	3.90	7.53

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、中诚信证评在计算中国宝武合并口径相关指标时，将“吸收存款及同业存放”、“拆入资金”、“卖出回购金融资产”、“其他流动负债中的短期融资券”及“长期应付款中的融资租赁款”纳入总债务。

基本观点

2018 年，受钢材价格上涨及业务结构调整影响，中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”或“公司”）钢铁主业和非钢业务均保持增长，整体业务盈利能力增强；加之公司压缩债务规模，财务杠杆水平进一步下降，财务结构稳健性增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务规模仍较大，且期限结构有待于进一步优化，钢材与铁矿石价差缩小将影响公司盈利水平，以及安全生产风险等因素对公司整体信用水平的影响。

综合以上分析，中诚信证评维持中国宝武主体信用级别 AAA，评级展望稳定；维持“中国宝武钢铁集团有限公司公开发行 2017 年可交换公司债券（第一期）”信用级别 AAA，该债项级别同时考虑了公司以其持有并用于交换的宝钢股份 A 股 28.50 亿股股票及其孳息作为担保和信托财产对本期债券所起的保障作用。

正面

- 业务规模和经营效益提升。受钢材价格上涨及业务结构调整，公司钢铁主业和非钢业务均保持增长，整体业务盈利能力增强。2018 年公司实现营业收入 4,386.20 亿元，同比增长 10.10%；营业毛利率为 16.61%，同比上升 0.79 个百分点；实现利润总额 338.37 亿元，同比增长 113.49%。
- 财务杠杆比率下降。2018 年，随着经营效益和经营性现金流的进一步提升，公司压缩债务规模，财务杠杆比率下降，资产负债率和总资本化比率分别为 49.30% 和 37.00%，较上年末分别下降 4.30 个百分点和 6.04 个百分点。

关注

- 债务规模较大，期限结构有待于进一步优化。随着公司压缩债务规模及调整债务结构，2018 年末，公司总债务规模缩减 491.79 亿元至

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

米玉元 yym@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月21日

2,119.52 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 4.57 倍降至 2.91 倍。债务规模缩减的同时债务期限有所改善，但公司总债务规模仍较大，且以短期债务为主的债务期限结构仍需进一步优化。

- 钢材与铁矿石价差缩小，或影响公司盈利水平。受吨钢毛利较高驱动，钢铁产量的快速增长打破了原有的供需弱平衡状态，钢材价格面临一定的下行压力，同时近期铁矿石价格受淡水河谷溃坝事件及澳大利亚压缩产能影响大幅上涨，或对公司盈利产生负面影响。
- 安全生产风险仍需关注。2018 年 2 月 5 日，公司下属子公司广东韶钢松山股份有限公司（以下简称“韶钢松山”）7 号高炉发生煤气泄漏事故，造成 8 人死亡、10 人受伤；2018 年 2 月 9 日，韶钢松山 7 号高炉 1 号风口小套发生穿漏喷溅，造成 1 人死亡、3 人受伤，持续发生的安全生产事故，加大公司安全生产压力，中诚信证评将对公司的安全生产风险予以持续关注。

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委托方构成委托关系外，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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大变动情况

2018年11月13日，中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”或“公司”）发布《中国宝武钢铁集团有限公司总经理发生变动的公告》，公告称，公司先后收到《关于陈德荣任职的通知》（文号，国人字【2018】223号）和《关于胡望明任职的通知》（文号，国人字【2018】382号），国务院于2018年6月30日决定任命陈德荣为公司董事长，免去其公司总经理职务；于2018年10月29日决定任命胡望明为公司总经理，胡望明原为公司副总经理。

2019年1月22日，本期债券的受托管理人中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）发布重大事项受托管理事务临时报告。报告公告，由于公司原会计师事务所--德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）的合同服务期限已满，经公司公开招标，新任会计师事务所变更为安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）。

行业分析

供给侧改革有效推进，钢材价格持续上涨，钢铁行业经营效益较好，但在较高吨钢毛利的带动下，钢企生产动力较强，钢铁产量的快速增长将打破原有的供需弱平衡状态，钢材价格将面临一定的下行压力

2018年，随着供给侧结构性改革的持续推进，钢铁行业产业结构不断优化，市场秩序明显改善，全行业经济效益创历史最好水平。当年国内粗钢表观消费量8.7亿吨，同比增长14.8%，达到历史最高水平；钢材价格延续2017年下半年价格走势，总体处于相对高位，钢材综合价格指数平均为115.8点，同比增长7.6%。2018年我国钢铁行业主营业务收入为7.65万亿元，同比增长13.8%；实现利润4,704亿元，同比增长39.3%。

从供给层面看，2018年是供给侧改革的深化之年。2018年3月政府工作报告提出，全年钢铁行业需要再压减钢铁产能3,000万吨左右。2018年4月，国家发展改革委、工业和信息化部等六部门联合印发《2018年钢铁化解过剩产能工作要点》，提出将

钢铁行业“僵尸企业”作为2018年去产能的重点，加快实施整体退出、关停出清；同时，对于不符合环保、质量、能耗、水耗、安全等法律法规和有关产业政策的五种钢铁产能，明确提出要依法依规关停退出。此外，为防范“地条钢”死灰复燃，钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议办公室组织抽查组分赴21个省（区、市）开展钢铁行业化解过剩产能、防范“地条钢”死灰复燃专项抽查。随着“地条钢”的出清及过剩产能的基本化解，及环保政策的持续加码，一定程度上限制了合规产能的释放，钢铁行业的有效供给基本保持稳定。根据工信部统计数据，2018年国内生铁、粗钢和钢材（含重复材）产量分别为7.71亿吨、9.28亿吨和11.06亿吨，同比分别增长3.0%、6.6%和8.5%。

从需求层面看，2018年，中央政府规范和控制地方政府债务，PPP项目由松至紧，同时叠加去杠杆背景下地方政府投资意愿降低，基建投资下滑，虽然2018年下半年以来基础设施补短板力度加大，但全年基础设施建设投资增速仍保持低位，全年同比增长3.8%，增速较2017年下降15.2个百分点。但在融资紧约束背景下房地产行业“抢预售”及三四线城市棚户区改造货币化安置等因素影响下，房地产投资仍维持很强韧性，2018年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.5%，较上年提升2.5个百分点，是2015年增速见底后的第3年增速回升；其中新开工面积为209,342万平方米，增速达到17.2%，较上年提升10.2个百分点；房屋建筑施工面积累计值为822,300万平方米，较上年同期增长5.2%；但房地产行业在严厉调控及“住房不炒”的基本定位下，销售面积增速由2016年4月的36.5%下滑至2018年12月的1.3%，在国家对房地产行业未有方向性改变的情况下，房地产投资将趋向谨慎。下游汽车行业方面，受购置税优惠退坡影响，汽车产销增速均有所下滑，据中国汽车工业协会统计，2018年我国汽车产销量分别为2,780.9万辆和2,808.1万辆，同比分别下降4.2%和2.8%，为1990年以来首次年度下降。其中乘用车产销量分别为2,352.9万辆和2,371.0万辆，同比分别下降5.2%和4.1%；商用车产销量分别为428.0万辆和437.1万

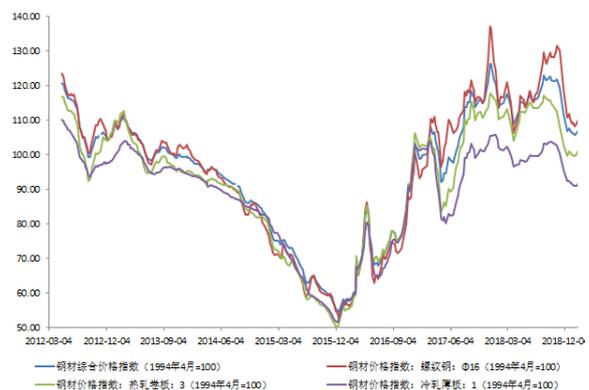
辆，同比分别增长 1.7% 和 5.1%。在国际航运形势好转的大背景下，中国船舶工业整体有所回暖，根据克拉克森最新数据统计，2018 年中国新签新船订单 469 艘，合计 9,373,626CGT，艘数同比增长 4.22%，CGT 则小幅下滑 0.83%；截至 2018 年末，中国船厂手持订单量为 1,587 艘，共计 29,192,470CGT，艘数占全球市场份额的 50.61%，CGT 占 36.71%。从机械行业的重要分支工程机械行业来看，随着产品更新换代需求及出口持续向好等，工程机械行业持续回暖，中国工程机械工业协会挖掘机械分会行业统计数据显示，2018 年纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品 20.34 万台，同比增幅 45.0%。其中，国内市场销量（不含港澳台）18.42 万台，同比增幅 41.1%；出口销量 1.91 万台，同比增幅 97.5%。铁路投资方面，根据国家铁路局统计数据，2018 年全国铁路完成固定资产投资 8,028 亿元，新开工项目 26 个，投产新线 4,683 公里；截至 2018 年底，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里以上，距《铁路“十三五”发展规划》提出的 2020 年全国铁路营业里程 15 万公里仍有一定差距，后期铁路固定资产投资的加大能对钢铁需求起到一定稳定作用。总的来看，2018 年下半年以来国家加大基础设施补短板力度，同时铁路固定资产投资加大等能加大钢铁需求，但房地产行业在严厉调控及“住房不炒”的基本定位下投资将趋向谨慎，后期国内钢铁需求量将呈稳中有降的态势。

钢材出口方面，受国内钢材价格高位运行，国内外钢价差缩小甚至出现倒挂，以及钢铁贸易摩擦频发和相关惩罚性关税征收的影响下，我国钢材出口同比明显回落。根据中国海关总署统计数据，2018 年我国累计出口钢材 6,934 万吨，同比下降 8.1%。在逆全球化思潮下国际贸易摩擦频繁，2018 年中国钢铁出口产品共遭遇来自 18 个国家和地区发起的 36 起贸易救济调查，与 2017 年相比，案件数量上升了 80%。随着一带一路政策的推进，中国对东南亚等国的出口有望进一步加强，但整体贸易环境尚未改善，2019 年出口形势仍有待关注。

钢材价格方面，受供给侧结构性调整、环保督

查、市场需求旺盛等因素共同作用，2018 年钢材价格高位运行，全年钢材综合价格指数平均为 115.8 点，同比增长 7.6%。分阶段来看，2018 年上半年，钢材价格指数基本稳定在 110~120 点之间，7~10 月钢材价格持续上涨；受环保限产不及预期及季节性用钢需求下降等因素影响，钢材价格自 11 月份开始快速下跌，截至 12 月底钢材综合价格指数跌至 107.1 点，较年内最高点下降 13%。

图 1：2012 年以来国内主要钢材价格指数走势情况



资料来源：Choice，中诚信证评整理

从近期来看，2019 年 1~2 月钢铁产量快速增长，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 1.27 亿吨、1.50 亿吨和 1.71 亿吨，同比分别增长 9.8%、9.2% 和 10.7%。价格方面，在下游需求季节性减少及钢材产量增长的影响下，钢材价格呈下降态势。根据中钢协数据，截至 2019 年 2 月末，国内钢材综合价格指数为 107.68 点，同比下降 7.55 点，降幅 6.55%。其中，长材价格指数为 113.4 点，同比下降 7 点，降幅 5.81%；板材价格指数为 104 点，同比下降 8.6 点，降幅 7.64%。同时，中诚信证评关注到，目前房地产行业投资趋向谨慎，国内钢铁需求量将呈稳中有降的态势，但在较高吨钢毛利的带动下，国内钢企生产动力较强，钢铁产量的快速增长将打破原有的供需弱平衡状态，钢材价格将面临一定的下行压力。

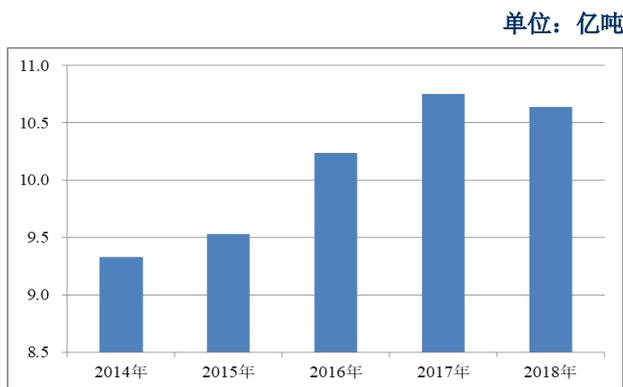
总的来看，受供给侧结构性调整、环保督查、市场需求旺盛等因素共同作用，钢材价格高位运行，2018 年钢铁行业经营效益较好。但受吨钢毛利较高驱动，企业的生产动力较强，钢铁产量的快速增长将打破原有的供需弱平衡状态，钢材价格将面临一定的下行压力。未来，中诚信证评将持续关注

下游市场需求的变化、环保政策的落实及其对钢铁行业生产经营的影响。

受国外矿山供应量不及预期及年末钢厂补库存影响,2018年四季度铁矿石价格快速上涨;同时,焦炭价格高位波动,对钢铁企业的成本管控提出挑战

国内铁矿石品位不高、产量不足,同时随着铁矿石价格的走低,国内矿山开工率持续下降,受此影响,中国铁矿石对外依存度一直维持高位。根据海关总署统计,2018年中国铁矿石进口量为10.64亿吨,较2017年小幅下降0.95%,系2010年以来的首次下降。国内铁矿石资源相对匮乏,且进口矿在价格方面优势较大,虽然2018年我国铁矿石进口量小幅下降,但预计短期内铁矿石对外依存度较高的情况仍将保持。

图2:2014~2018年我国铁矿石进口量情况

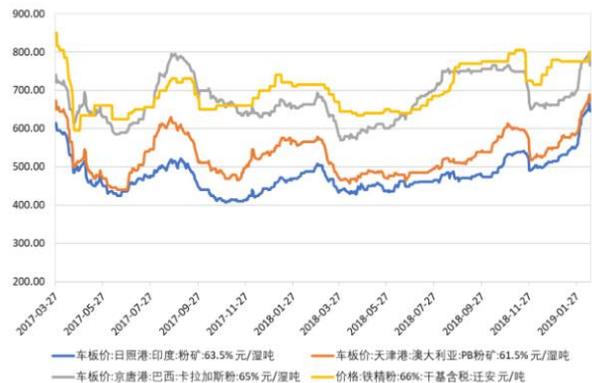


资料来源:海关总署,中诚信证评整理

价格方面,尽管钢材市场回暖,但是受铁矿石供给不断扩大影响,钢材价格上涨的传导作用对铁矿石价格影响有限,2018年前三季度,铁矿石价格增幅较为平稳,9月末国内进口铁矿石(63.5%印度矿粉(日照港))价格为474元/吨,较年初小幅上涨6.52%。第四季度,受国外矿山供应量不及预期及年末钢厂补库存影响,铁矿石价格出现大幅上升,2018年12月29日进口铁矿石(63.5%印度矿粉(日照港))价格升至515.00元/吨;2019年1月,世界最大铁矿石矿山公司淡水河谷发生矿难事故;同时,澳大利亚开始缩减铁矿石产能,受此影响,近期铁矿石价格持续走高,对钢铁企业盈利水平带来一定负面影响。从国内铁矿石价格来看,随着进口矿价格的低位运行,国产铁矿石价格也基本

呈低位振荡趋势,但受制于国内铁矿石品位偏低、生产成本较高,部分国内矿山企业已接近停产或半停产状态,且近年来出现国内铁矿石价格高于国际铁矿石价格的“倒挂”情况。中诚信证评认为,虽然国际矿价持续低位有利于钢铁企业缓解成本压力,但会对国内矿石生产企业造成一定经营压力。

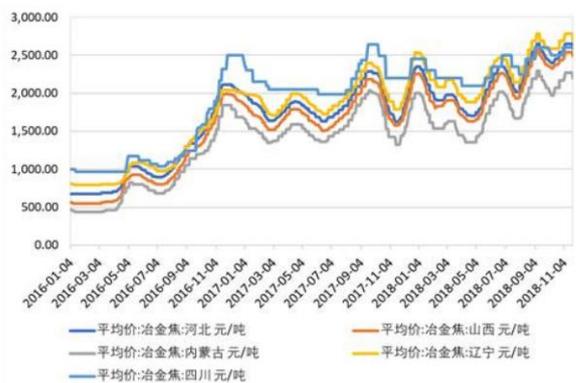
图3:2017年以来国内外铁精粉价格走势



资料来源:聚源终端,中诚信证评整理

作为钢材生产所需的主要原燃料之一,吨钢材成本中焦炭所占比重为15~20%。2018年焦炭价格仍处于高位震荡,但总体价格中枢进一步上移,平均价格高于2017年水平。焦炭价格的快速上涨对钢铁企业的生产及盈利能力带来一定负面影响,中诚信证评对焦炭价格变动将保持关注。未来,随着煤炭行业供给侧改革影响的减弱及环保不再实施一刀切,焦炭价格或将出现松动。

图4:2016年来中国主要焦炭价格走势情况



资料来源:聚源终端,中诚信证评整理

总体来看,2018年铁矿石和焦炭价格均震荡上行,对钢铁企业的盈利改善产生一定负面影响。同时,中诚信证评也将持续关注巴西淡水河谷溃坝事件及澳大利亚减产的后续影响。

钢铁行业供给侧改革不断深化，同时环保政策持续加码，钢企运营压力有所加大

为进一步化解钢铁行业过剩产能，中央政府多次召开供给侧化解过剩产能相关工作会议并相继推出一系列政策。2018年1月1日，《钢铁行业产能置换实施办法》（以下简称“《办法》”）正式实施。《办法》规定无论建设项目属新建、改建、扩建还是“异地大修”等何种性质，只要建设内容涉及建设炼铁、炼钢冶炼设备，就必须实施产能置换；同时，《办法》对置换产能范围进一步予以细化和明确，有利于增强地方对产能置换方案审核把关，及社会各界对产能置换工作的监督，防止以置换名义新增产能。2018年3月，政府工作报告提出，2018年钢铁行业再压减钢铁产能3,000万吨左右，加大“僵尸企业”破产清算和重整力度，做好职工安置和债务处置。2018年4月，国家发展改革委、工业和信息化部等六部门联合印发《2018年钢铁化解过剩产能工作要点》（以下简称“《要点》”），《要点》列出了2018年钢铁化解过剩产能工作的19个要点，包括科学确定2018年钢铁去产能目标任务、坚决处置“僵尸企业”、依法依规退出落后产能等。但值得注意的是，《要点》提出将钢铁行业“僵尸企业”作为2018年去产能的重点，加快实施整体退出、关停出清；同时，对于不符合环保、质量、能耗、水耗、安全等法律法规和有关产业政策的五种钢铁产能，《要点》明确提出要依法依规关停退出。总的来看，国家将通过政策严格限制钢铁产能。

环保政策方面，2018年5月生态环境部发布的《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》明确，新建（含搬迁）钢铁项目要全部达到超低排放水平；到2020年10月底前，京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域具备改造条件的钢铁企业基本完成超低排放改造；到2022年底前，珠三角、成渝、辽宁中部、武汉及其周边、长株潭、乌昌等区域基本完成；到2025年底前，全国具备改造条件的钢铁企业力争实现超低排放。本次钢铁行业超低排放改造工作方案中明确了有组织排放控制的具体指标：烧结机头烟气、球团焙烧烟气在基准含氧量16%条件下，颗粒物、SO₂、

NO_x 排放浓度分别不得超过10、35、50mg/m³；其他污染源颗粒物、SO₂、NO_x 排放浓度分别不高于10、50、150mg/m³。上述指标比之前的特别排放限值相比再一次加严，是我国史上最严格排放标准。2018年6月11日，生态环境部全面启动蓝天保卫战重点区域强化督查活动，重点对京津冀及周边“2+26”城市、汾渭平原11城市以及长三角地区等重点区域持续开展大气污染防治强化工作，对于大气污染严重、重污染天气频发、环境质量改善不到位的城市，将适时开展中央环保专项督察，实行量化问责，活动将持续至2019年4月28日。2018年6月27日国务院正式印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，明确提出严控“两高”行业产能，加快落后产能淘汰和过剩产能压减力度，严防“地条钢”死灰复燃等工作要求。日益严峻的环保政策使得钢铁企业运营成本提高，运营压力有所增加，但环保建设较为完善和领先的企业将受益于差别化限产。

总体来看，钢铁市场供大于求的矛盾仍然存在，同时需求端好转的持续性存在较大的不确定因素，供给侧改革仍需进一步的推进；环保政策持续加码，业内企业运营压力增加。此外，中诚信证评认为在减产的同时重新调整产业结构才是行业复苏的真正手段，未来如何在深层次上加快产业结构调整、尽快实施产业转型升级以解决发展方式上存在的问题将是钢铁行业谋求发展的重中之重。

业务运营

公司致力于通过改革和发展，构建在钢铁生产、绿色发展、智能制造、服务转型、效益优异等五方面的引领优势，打造以绿色精品智慧的钢铁制造业为基础，新材料、贸易物流业、工业服务业、城市服务业、产业金融业等相关产业协同发展的业务格局。2018年公司实现营业收入4,386.20亿元，同比增长10.10%；其中钢铁主业收入规模为3,479.73亿元，同比增长7.66%，占营业收入的比重为79.33%，较上年降低1.80个百分点。

表 1：2017~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务板块	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
钢铁主业	3,232.05	81.13	3,479.73	79.33
贸易物流	193.59	4.86	383.11	8.73
产业金融	31.67	0.79	36.61	0.83
城市服务	156.07	3.92	109.05	2.49
工业服务	95.00	2.38	172.46	3.93
新材料	252.34	6.33	181.18	4.13
其他业务	22.98	0.58	24.06	0.55
合计	3,983.70	100.00	4,386.20	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，受益于产品结构优化及技术降本，公司钢铁主业收入规模及盈利能力提升；但公司在安全生产方面面临一定的风险，且推进实施钢铁行业超低排放将加大公司环保压力。

钢铁产业系公司的主业和基础，是公司收入和利润的主要来源，已建成覆盖炼铁、炼钢、轧钢的全产业链。公司钢铁产业定位于成为中国第一、世界领先的精品钢铁制造服务商，主要运营主体包括宝钢股份、八一钢铁、韶关钢铁、鄂城钢铁、宝钢特钢、宝钢不锈、宁波宝新、宝钢德盛等，已形成与国家“一带一路”倡议和长江经济带战略相匹配的空间战略布局。

公司拥有国内领先的系列产品，专业生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品，形成了以高等级汽车板、高效电工钢、长材、能源及管线用钢、高等级薄板、镀锡板、高等级厚板为代表的战略产品群，在国内冷轧、热轧、厚板和钢管等五大碳钢产品市场占据主导地位。同时，公司通过持续的技术创新、产业布局优化和实体单元的品种优化来调整优化产品结构，自主研发的新一代汽车高强钢、电工钢、高等级家电用钢、油气管、桥梁用钢、热轧重轨等高端产品处于国际先进水平，部分品种实现全球首发。2018 年，公司钢铁板块核心子公司宝钢股份新产品开发量为 141.61 万吨，新试独有产品比例为 39.65%，新产品中独有产品开发量为 56.15 万吨，其中淬火延性钢 QP1500、薄规格取向硅钢 B18P080、高强韧无缝地质钻探用

管 BGR950、高强度高精度磁轭钢 SXRE750、2205 双相不锈钢船用复合板、深冲 DRD 饮料罐用覆膜铁、覆铝基板用钢 BFA280S 等 7 项产品实现全球首发。此外，公司不断加强产学研合作，2018 年 7 月，宝钢股份与上海交通大学组建的“宝山钢铁股份有限公司-上海交通大学未来钢铁联合研究中心”正式挂牌成立，中心围绕未来钢铁发展趋势，在前瞻技术创新、工程问题攻关、科技成果转化、高端人才培养等开展全面合作；2018 年 10 月，宝钢股份与安徽工业大学签署全面合作框架协议，在科研、人才培养、联合申报科技成果奖等方面加强交流合作。2018 年，公司核心子公司宝钢股份申报国内专利 1,115 件，其中发明专利 981 件；国内专利授权 829 件，其中发明专利授权 560 件；国际专利申请 33 项，授权 46 件；国际专利申请布局中，对第三代汽车板高强钢、低噪音取向硅钢等金苹果进行连续性、进阶性的专利布局，2018 年金苹果国际专利布局申请 22 项、占比高达 66.7%。

公司大力推进技术降本，在铁钢工序，宝钢股份通过开展提高烧结机生产率和烧结矿品位研究，减少高价球团使用，烧结产量稳步提升，铁水成本稳步改善；同时开发转炉低铁水比双渣、低磷钢转炉双渣法工艺，2018 年转炉双渣法比例比 2017 年提高 6.91%。在轧制工序，宝钢股份通过优化热处理工艺、合理进行生产组织，全年产量大幅提升；持续完善冷轧焊机设备功能精度管理等，连退产线异常开炉次数环比 2017 年同期下降 50%，冷轧超高成材率上升至 84%；通过优化高牌号硅钢连轧方向退火工艺、酸洗低速变频工艺等，提高产线小时产量和成材率，降低取向硅钢底层缺陷改判率。

环保方面，公司致力于打造钢铁绿色产业链，积极构建全流程的绿色钢铁生产体系。从钢铁板块核心子公司宝钢股份来看，2018 年，宝钢股份在改善环境、打造绿色工厂方面的主要举措如下：1、保持环保技改高强度投入，其中宝山基地完成一二烧整合大修改造、三期矿石料场 OJ、OK 料条封闭改造、三期混匀料场搬迁及封闭改造，建成钢渣返生产加工项目，镀锡板废水处理设备投入运营，完成电厂 1~3 号机组超洁净排放综合改造；青山基

地完成运二 A 区料场环保改造，四烧烟气脱硫脱硝项目已进入施工阶段，永久关停 7 号焦炉，烧结矿成品料场实现全封闭。2、推进固废加工处置工作，其中宝山基地已开工建设 2 座年处理能力 25 万吨的转底炉，梅山和青山基地也同步完成了转底炉可研方案；3、推进实施厂区绿化项目，其中宝山基地新增绿化面积 15 万平方米；梅钢新增绿化面积 4 万平方米，绿化改造面积 1.2 万平方米；4、加大在线监测力度。2019 年 4 月 28 日，环境部、发改委、工信部、财政部、交通部等五部委联合印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，提出“烧结机机头、球团焙烧烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值分别不高于 10、35、50 毫克/立方米”的限值，以及“到 2020 年底前重点区域钢铁企业力争 60% 左右产能完成改造，2025 年底前全国力争 80% 以上产能完成改造”的目标，公司在环保方面仍面临一定的压力。

安全生产管理方面，公司结合企业生产特点，制定了安全管理的一系列制度，并建立健全公司安全生产责任制，完善安全生产条件、确保安全生产、保护公司财产的安全和员工在生产中的安全与健康，促进安全文明生产。但中诚信证评关注到，2018 年 2 月 5 日，公司下属子公司广东韶钢松山股份有限公司（以下简称“韶钢松山”）7 号高炉发生煤气泄漏事故，造成 8 人死亡、10 人受伤；2018 年 2 月 9 日，韶钢松山 7 号高炉 1 号风口小套发生穿漏喷溅，造成 1 人死亡、3 人受伤，持续发生的安全生产事故加大公司安全生产压力，中诚信证评将对公司的安全生产风险予以持续关注。

产品结构的优化和钢材价格的上涨共同促使公司收入规模的提升。2018 年，公司钢铁主业实现收入 3,479.73 亿元，同比增长 7.66%。同时，产品结构的优化和技术降本共同促进公司盈利能力的提升，公司分部报告显示，2018 年公司钢铁主业实现营业利润 343.34 亿元，同比增长 9.97%。但中诚信也关注到，钢铁企业生产环节面临的重大危险源较多，加之超低排放的即将实施，公司在安全生产和环保方面仍面临一定的压力。

公司确立了以钢铁产业为基础、六大业务板块协同发展的业务格局，跟踪期内公司非钢产业运行良好，各业务板块之间的协同作用和互补作用得以有效发挥。

公司确立了以钢铁产业为基础，相关产业协同发展的发展战略。围绕发展战略，公司持续进行多元化布局，目前已初步形成了以钢铁产业为基础，新材料、现代贸易物流、工业服务、城市服务和产业金融六大业务板块协同发展的业务格局。2018 年公司非钢业务合计实现收入 906.47 亿元，同比增长 20.60%。

新材料产业方面，公司聚焦大交通、能源和新型建筑用材市场，以铁基材料、碳基材料、轻金属材料制造及延伸加工为重点发展方向，探索和培育若干符合战略选择的前沿新材料方向，面向行业用户需求打造集研发、制造、加工服务于一体的综合材料供应商和解决方案服务商。公司规划将新材料产业培育成新的支柱产业，成为第二大制造业务板块。2018 年，公司新材料板块实现收入 181.18 亿元，实现营业利润 7.34 亿元。

现代贸易物流方面，公司在传统资源贸易物流的基础上，依托矿山、港口、铁路等优质资源，并利用互联网和信息技术发展现代贸易物流，目前主要涉及宝钢资源、欧冶云商、武钢物流、武钢资源及宝钢股份相关港口、八钢公司物流园区和编组站。通过资源整合与系统创新，掌控优质资源，降低大宗商品的贸易物流成本，利用互联网+契机，实现平台化转型发展。2018 年公司现代贸易物流板块实现收入 383.11 亿元，实现营业利润 5.11 亿元。

工业服务业方面，公司依托自身的技术积累与品牌优势，以服务集团和行业为起点，为企业和社会提供全生命周期高效运营的系统解决方案及相应的工程服务，具体包括工程技术服务、信息技术服务和节能环保服务三个子板块。2018 年公司工业服务业实现收入 172.46 亿元，实现营业利润 14.90 亿元。

城市服务业方面，公司以存量不动产盘活为基础，适度增量为辅，以“产、融、网、城”一体化为抓手，聚焦发展产业地产，催生配套的城市新产业，

创新“厂区-园区-城区”协同发展新模式，成为国内领先的园区综合开发和运营服务商。2018年公司城市服务业实现收入109.05亿元，实现营业利润3.89亿元。

产业金融业方面，公司为冶金及相关产业提供供应链金融、产业基金、资产管理和社会财富管理等金融综合服务。公司将充分利用已有的相关金融业发展平台，以产融结合为导向，大力提升产业链金融服务能力，实现产业资本和金融资本的耦合发展，推动钢铁产业的转型升级。2018年公司产业金融业实现收入36.61亿元，实现营业利润10.26亿元。

公司持续进行多元化布局，加快“产融结合”、“产城结合”、“产网结合”的布局与建设，有助于提高公司综合竞争实力以及行业地位。

总体而言，2018年通过产品结构优化及技术降本，公司钢铁主业收入规模及盈利能力提升，同时非钢产业运行良好，整体业务规模提升。但钢铁企业生产环节面临的重大危险源较多，加之超低排放的即将实施，公司在安全生产和环保方面仍面临一定的压力。

财务分析

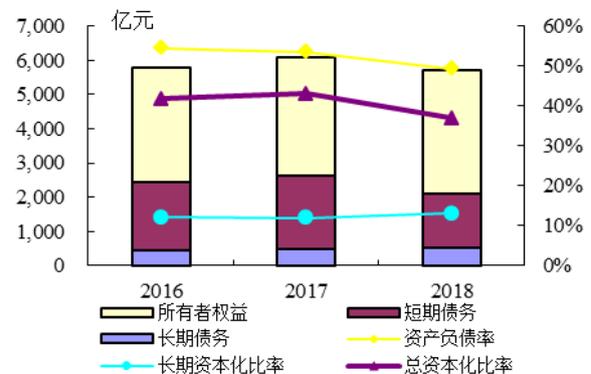
以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2017年度审计报告，及经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年度审计报告。其中，2016年和2017年数据分别采用2017年和2018年审计报告中经追溯调整后的期初数。公司财务报表均采用新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

随着经营效益的持续改善，2018年公司压缩债务规模，受此影响，2018年末公司总资产和负债总额分别同比下降4.44%和12.12%。当年公司盈利经营，自有资本实力提升，年末所有者权益规模为3,608.56亿元，同比增长4.42%。从财务杠杆比率来看，随着自有资本实力的提升及负债规模的下降，2018年末公司资产负债率和总资本化比率分别

为49.30%和37.00%，较上年末分别下降4.30个百分点和6.04个百分点。

图5：2016~2018年末公司资本结构分析

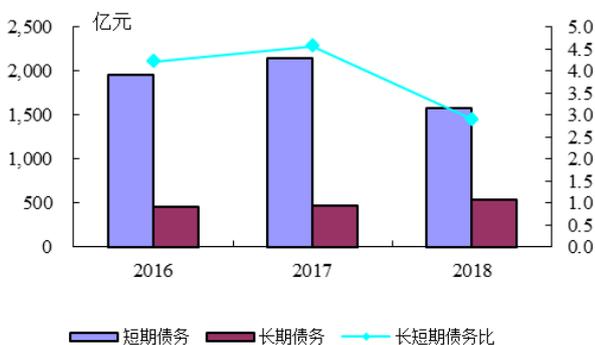


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，资本密集型的行业特性决定公司资产以非流动资产为主，2018年末公司非流动资产规模为4,688.01亿元，同比减少3.22%，主要系固定资产计提折旧、可供出售金融资产公允价值变动及处置所致。当年末公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产构成，占比分别为13.24%、18.08%和47.76%。其中可供出售金融资产规模为620.54亿元，较上年减少9.18%，其中以成本计量的可供出售金融资产规模为289.62亿元，同比增长0.80%，以公允价值计量的可供出售金融资产规模为375.95亿元，同比减少14.81%，主要系公允价值变动及处置所致，共计提可供出售金融资产减值准备45.03亿元；长期股权投资规模为847.82亿元，主要采用权益法进行核算，当年公司分别对四源合（重庆）钢铁产业发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）和华宝冶金资产管理有限公司投资24.40亿元和7.50亿元，因取得权益法下投资收益，使得当年末长期股权投资规模同比增长9.44%，投资对象主要为钢铁及上下游产业链内企业，能够对公司发展形成一定协同效应；固定资产规模为2,239.02亿元，同比减少4.40%，主要系计提折旧和减值准备及处置、报废部分资产所致。2018年末公司流动资产规模为2,430.08亿元，同比减少6.72%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、存货和其他流动资产组成，2018年末公司货币资金规模为426.46亿元，较上年末减少15.81%，主要系公司压缩债务规模所

致，主要为银行存款，其中所有权受到限制的货币资金规模为 51.90 亿元，主要为各类保证金、准备金和中央银行法定准备金存款；应收票据规模为 365.56 亿元，其中银行承兑汇票规模为 311.89 亿元，商业承兑汇票规模为 53.67 亿元，计提坏账准备 0.06 亿元，较大规模的商业承兑汇票需关注其流动性及到期兑收情况；存货规模为 912.44 亿元，年末共计提跌价准备 43.83 亿元，受房地产企业存货规模由上年末 201.68 亿元上升致 252.14 亿元所致，存货规模同比上升 8.98%；其他流动资产规模为 237.06 亿元，同比减少 36.42%，主要系公司压缩债务规模而减少购买理财产品所致。

图 6：2016~2018 年末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从负债结构来看，2018 年公司负债主要由流动负债组成，规模为 2,708.85 亿元，占总负债的比重为 77.19%，同比减少 18.71%，主要系公司压缩短期借款规模所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和预收款项组成，其中短期借款规模为 1,032.49 亿元，同比减少 28.71%；应付票据规模为 277.56 亿元，同比增长 19.60%，主要系公司现金流改善票据贴现减少及客户票据支付规模增加所致；应付账款规模为 477.98 亿元，规模与上年末基本持平；随着公司交货周期的缩短，预收款项规模同比减少 4.13% 至 282.71 亿元。公司非流动负债规模为 800.68 亿元，同比增长 21.11%，主要系公司调整债务结构，压缩短期债务，增加长期债务所致。当年末公司非流动负债主要由长期借款和应付债券组成，其中长期借款规模为 287.75 亿元，同比增长 81.78%；应付债券规模为 247.91 亿元，当年公司新发行各类债券 60.01 亿元、偿还 18.18 亿元，同时随着 50.00 亿元债券即将于一年内到期，

自有应付债券重分类至一年内到期的非流动负债，使得应付债券规模同比减少 3.19%。

从债务期限结构来看，截至 2018 年末，公司总债务为 2,119.52 亿元，较上年末减少 18.83%。其中短期债务 1,577.19 亿元，较上年末减少 565.39 亿元；长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.91 倍，同比下降 1.66 倍。随着公司压缩债务规模及调整债务结构，公司债务规模缩减，同时债务期限有所改善，但公司短期债务规模仍较大，面临一定的即期偿债压力。

从母公司口径来看，2018 年末母公司资产总额为 2,577.93 亿元，同比增长 0.69%；同期末，所有者权益为 2,055.95 亿元，同比增长 0.57%。资本结构方面，母公司资产集中于非流动资产（占总资产的比重为 96.73%），主要由长期股权投资和可供出售金融资产构成，占总资产的比重分别为 80.32% 和 11.46%。负债结构方面，母公司流动负债和非流动负债规模基本相当，占总负债的比重分别为 48.89% 和 51.11%，其中流动负债主要由应付职工薪酬和其他流动负债构成，规模分别为 52.53 亿元和 156.66 亿元；非流动负债由长期借款、应付债券、长期应付职工薪酬和递延所得税负债构成，规模分别为 57.69 亿元、144.11 亿元、31.20 亿元和 33.77 亿元。2018 年末母公司总债务为 225.23 亿元，同比减少 8.06%，长短债务比为 0.12 倍；同期末母公司资产负债率和总资本化比例分别为 20.25% 和 9.87%，财务杠杆维持较低水平。

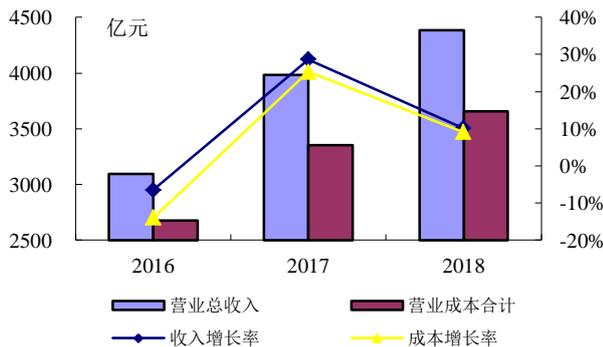
总体来看，公司现有债务以短期债务为主，债务期限结构仍需进一步改善，但整体负债水平及财务杠杆水平较为适中，财务结构稳健性良好。

盈利能力

2018 年，公司钢铁主业在钢材均价上涨及品种结构进一步改善的助推下，收入规模同比增长 7.66%；同时贸易物流、产业金融和工业服务业务规模的大幅增长使得非钢业务同比增长 20.60%，共同助推营业收入同比增长 10.10% 至 4,386.20 亿元。从营业毛利率来看，得益于钢材价格上涨和业务结构的调整，公司整体业务初始获利能力进一步提升，2018 年营业毛利率由 2017 年的 15.82% 提升至

16.61%。但中诚信证评关注到，受吨钢毛利较高驱动，钢铁产量的快速增长打破了原有的供需弱平衡状态，钢材价格面临一定的下行压力，同时近期铁矿石价格受淡水河谷溃坝事件及澳大利亚压缩产能影响大幅上涨，钢铁企业 2019 年以来盈利能力大幅下滑，中诚信证评对公司 2019 年的盈利状况予以关注。

图 7：2016~2018 年公司营业总收入及营业总成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 403.44 亿元，同比增加 60.80 亿元，其中销售费用和管理费用（含研发支出，下同）分别为 80.54 亿元和 231.95 亿元，同比分别增长 8.92% 和 22.60%；财务费用规模为 90.95 亿元，同比增长 14.40%，主要系汇率变动导致汇兑损失 16.29 亿元所致。2018 年，公司三费收入比为 9.20%，同比提高 0.60 个百分点。

表 2：2016~2018 年公司期间费用分析

	单位：亿元、%		
	2016	2017	2018
销售费用	67.79	73.94	80.54
管理费用	289.35	189.20	231.95
财务费用	87.97	79.49	90.95
三费合计	445.12	342.63	403.44
营业总收入	3,096.21	3,983.70	4,386.20
三费收入占比	14.38	8.60	9.20

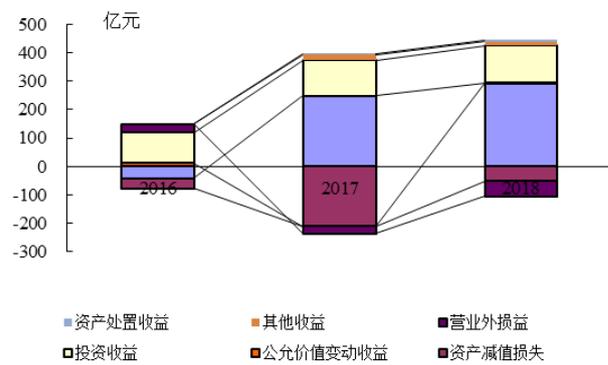
注：管理费用中含研发支出。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受初始盈利能力增强影响，2018 年公司经营性业务利润为 292.19 亿元，同比增长 17.50%。同期公司取得投资收益（主要系长期股权投资收益和可供出售金融资产投资收益）129.61 亿元，对整体盈利形成重要补充；此外，公司当期其他收益（系与

日常活动相关的政府补助）、资产处置收益和公允价值变动收益规模分别为 15.41 亿元、4.36 亿元和 2.25 亿元，对整体盈利形成一定补充。当年公司资产减值损失（固定资产计提减值准备 26.27 亿元，其中房屋及建筑物计提 8.99 亿元、机器设备 16.63 亿元、运输设备 0.15 亿元、办公设备及其他设备 0.51 亿元；在建工程计提减值准备 11.35 亿元，其中宝钢股份技改与基建项目计提 10.38 亿元、阜新气煤 1#2#气煤井改扩建工程计提 3.33 亿元、帕尔岗铁矿及配套选厂建设项目计提 4.29 亿元、八钢公司本部三供一业改造项目计提 0.52 亿元；其他流动资产减值损失 5.77 亿元；存货跌价损失 3.80 亿元）和营业外净损失分别为 51.53 亿元和 53.91 亿元，对利润形成较大侵蚀，但当年固定资产减值准备规模较上年减少 94.24 亿元，使得资产减值损失规模较上年下降 75.59%。当年公司最终实现利润总额 338.37 亿元，同比增长 113.49%。

图 8：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

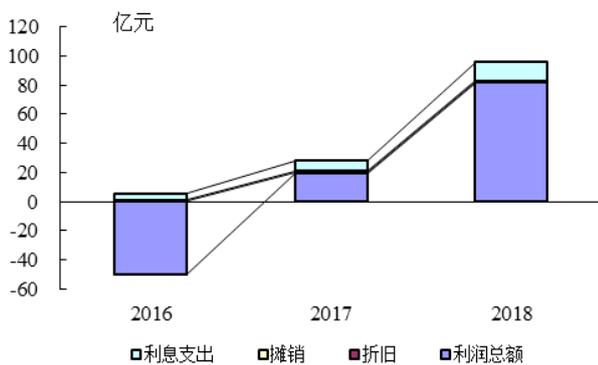
就母公司的盈利能力而言，2018 年母公司实现营业收入 4.54 亿元，营业毛利率为 73.91%。三费支出方面，2018 年母公司三费合计 26.34 亿元，三费收入比为 580.36%。当期母公司经营性业务利润规模为 -24.34 亿元，营业外净损失为 13.42 亿元，投资收益和公允价值变动收益规模分别为 127.08 亿元和 7.74 亿元，最终母公司实现利润总额 81.69 亿元。

总体来看，随着钢材价格的上涨及业务结构的调整，公司业务规模和盈利能力的提升，加之上年资产减值准备计提相对充分，本期计提资产减值准备规模降低，整体经营效益大幅提升。

偿债能力

获现能力方面,公司EBITDA主要由利润总额、折旧和利息支出构成,2018年折旧及利息支出规模基本与上年相当,但利润规模大幅增加,使得EBITDA规模同比增长33.71%至691.56亿元。总债务/EBITDA指标为3.06倍,同比下降1.98倍;EBITDA利息保障倍数为7.92倍,同比增加2.37倍,EBITDA对债务本息的保障能力增强。

图9: 2016~2018年公司EBITDA构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

经营活动净现金流方面,随着初始盈利能力的增强,公司销售规模与采购规模之间的差异规模扩大,同时购销环节结算周期保持一致,使得2018年公司经营活动净现金流增至553.54亿元,经营净现金流/总债务指标为0.26倍,经营净现金流/利息支出指标为6.34倍,分别较上年增加0.11倍和2.15倍,经营性现金流对债务本息保障能力增强。

表3: 2016~2018年公司偿债能力分析

	2016	2017	2018
短期债务(亿元)	1,962.10	2,142.58	1,577.19
总债务(亿元)	2,426.86	2,611.32	2,119.52
EBITDA(亿元)	436.96	517.19	691.56
资产负债率(%)	54.54	53.61	49.30
总资本化率(%)	41.85	43.04	37.00
经营净现金流/总债务(X)	0.10	0.15	0.26
总债务/EBITDA(X)	5.55	5.05	3.06
EBITDA利息倍数(X)	4.70	5.55	7.92

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2018年末,公司对外担保规模为2.26亿美元和1.83亿元,整体担保规模相对较小,或有风险可控。

备用流动性方面,截至2018年末,中国宝武获得金融机构的授信总额为4,175亿元,较上年末

减少124亿元;其中尚未使用授信额度为2,360亿元,备用流动性充足。

受限资产方面,截至2018年末,公司所有权受到限制的资产合计157.16亿元,占总资产的比重为2.21%。

表4: 截至2018年末公司受限资产情况

单位: 亿元

受限资产	账面价值	受限原因
定期存款	11.79	-
其他货币资金-保证金存款	12.27	-
存放中央银行法定准备金存款	20.38	-
银行存款中其他受限资金	3.85	主要为保证金
交易性金融资产	6.64	质押
应收账款	0.08	质押
应收票据	8.05	质押
买入返售金融资产	9.79	质押
存货	7.89	抵押
一年内到期的非流动资产	10.82	质押
其他流动资产-融出资金	1.68	质押
可供出售金融资产-可供出售债券投资	26.66	质押
长期应收款	12.42	抵押
长期股权投资	10.27	抵押
固定资产	10.97	-
土地使用权	1.28	抵押
其他非流动资产	2.30	质押
合计	157.16	-

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从母公司口径来看,2018年母公司经营活动净现金流和投资活动净现金流分别为-35.18亿元和45.94亿元,由于其他与经营活动有关的现金流出和投资规模较大,导致经营活动净和投资活动净现金流均为净流出。同期,母公司压缩一定规模的债务,导致筹资活动净现金流为净流出12.31亿元。当期母公司EBITDA规模为95.78亿元,总债务/EBITDA指标为2.35倍,同比下降6.40倍;EBITDA利息保障倍数为7.53倍,同比增加3.63倍,EBITDA对债务本息的保障能力增强。

综合来看,公司系国内最大的钢铁企业,规模优势明显,综合竞争实力很强。2018年受益于钢材价格上涨及业务结构的改善,公司业务规模和整体经营效益均大幅提升;同时,公司财务杠杆比率有

所下降，且获现能力良好，EBITDA 和经营性现金流对债务本息的保障程度增强，整体偿债能力极强。

股票担保分析

中国宝武以其持有并用于交换的 28.5 亿股的宝钢股份 A 股股票及其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。

宝钢股份概况

宝钢股份是经中国国家经济贸易委员会国经贸企改【1999】1266 号文批准，于 2000 年 2 月 3 日由原宝钢集团独家发起设立。经中国证券监督管理委员会证监发行字【2000】140 号文核准，宝钢股份于 2000 年 11 月上市。截至 2018 年末，宝钢股份总股本为 222.68 亿股，中国宝武持股 50.75%，为宝钢股份控股股东，最终控制人为国务院国资委。

宝钢股份是全球领先的特大型钢铁联合企业，是全球碳钢品种最为齐全的钢铁企业之一，拥有上海宝山、武汉青山、南京梅山和湛江东山四大生产基地，形成汽车用钢、电工钢、能源与管线用钢、高等级薄板、镀锡板、高等级厚板产品等六大战略产品。宝钢股份产品在满足国内市场需求的同时，出口日本、韩国、欧美等九十多个国家和地区。整体来看，作为国内第一、全球第二的宝武集团下属的核心子公司，宝钢股份具有显著的规模优势及行业竞争实力。

宝钢股份主要从事热轧板、宽厚板、冷轧板、钢管、钢坯及线材等钢材产品，同时经营与钢铁主业相关的加工配送、化工、信息科技、金融以及电子商务等业务。2017 年 2 月，宝钢股份换股吸收合并武钢股份，市场竞争地位进一步得到巩固，硅钢产品销售规模位居全球第一，汽车板销售规模进入全球前三。2018 年宝钢股份共生产生铁 4,592 万吨、生产粗钢 4,850 万吨，生产钢材 4,675 万吨，销售各类钢材产品 4,710 万吨，实现营业总收入 3,052.05 亿元，同比增长 5.43%。

表 5：2017~2018 年宝钢股份营业收入构成情况

单位：亿元		
业务板块	2017 年	2018 年
钢铁制造	2,173.31	2,307.54
加工配送	2,713.11	2,989.62
其他	179.71	129.09
分部间抵消	-2,169.58	-2,372.90
合计	2,896.55	3,053.35

注：内部抵消系宝钢股份下属各子公司之间以及宝钢股份本部与各子公司的往来销售，合计数与合并利润表营业收入有部分差异。

数据来源：宝钢股份定期报告，中诚信证评整理

宝钢股份继续实施以技术领先为特征的精品开发战略，2018 年宝钢股份加大技术创新投入，产品开发、技术进步等方面不断取得进展。宝钢股份为国内最大管径穿越纪录工程“量身定制”高级高强度管线钢投入应用，成为国内首家掌握世界口径最大、管壁最厚、钢级最高管线钢生产技术，并实现大批量供货与工程实际应用钢企；BMS1400 耐磨蚀钢热轧板用于亚洲最大绞吸船“天鲲号”配套疏浚管线；脱硫脱硝用钢 BTC4D-HD 实现稳定批量供货；超大型液化石油气船用 460LF-TM 钢打破低温钢被国外钢厂垄断的局面，实现低温船板全面国产化替代；超大型集装箱船用止裂钢获得首批用户订单，用于 17000TEU 集装箱船以及全球最大 22000TEU 集装箱船建造；2050Mpa 级弹簧钢实现批量生产，与进口产品质量相当。同时，宝钢股份研发的新产品薄规格取向硅钢 B18P080、淬火延性钢 QP1500、高强度高精度磁轭钢 SXRE750、非调质高强韧地质钻探管 BGR950、热轧双面覆铝基板用钢 BFA280S、深冲 DRD 饮料罐覆膜铁、2205 双相不锈钢船用复合板七项产品实现全球首发。整体来看，宝钢股份高端产品的业务占比不断提高，产品结构逐步调整优化，为其钢铁业务发展打下坚实的基础。

从产品产销情况来看，2018 年宝钢股份主要钢铁产品产量为 4,675 万吨，同比增加 3.0%；销量为 4,710 万吨，同比增加 2.0%。分产品来看，冷轧碳钢板卷的产销量分别为 1,845 万吨和 1,852 万吨，分别同比增加 8.2%和 7.5%，实现收入 951.14 亿元，同比增长 8.4%；热轧碳钢板卷产销量分别为 2,027 万吨和 2,054 万吨，同比分别减少 3.5%和 3.8%，实现收入 789.87 亿元，同比增长 3.9%；钢管产品产

销量分别为 224 万吨和 222 万吨，同比分别增加 13.7%和 4.0%，实现收入 141.06 亿元，同比增长 33.5%；长材产品产销量分别为 180 万吨和 179 万吨，同比分别增加 4.5%和 3.9%，实现收入 78.91 亿元，同比增长 8.5%；其他钢铁产品产销量分别为 399 万吨和 403 万吨，同比分别增加 10.1%和 7.8%，实现收入 171.37 亿元，同比增长 29.3%。同时，得益于钢材价格的上涨及产品结构调整、采购降本、制造成本削减等，2018 年宝钢股份钢铁业务综合毛利率为 17.6%，较上年提升了 1.7 个百分点，钢铁主业整体盈利能力得到提升。

表 6：2018 年宝钢股份主要钢材产品产销情况

单位：万吨、亿元、%

主要产品	产量	销量	库存量	收入	毛利率
冷轧碳钢板卷	1,845	1,852	158	951.14	16.3
热轧碳钢板卷	2,027	2,054	47	789.87	19.2
钢管产品	224	222	15	141.06	12.7
长材产品	180	179	4	78.91	17.9
其他钢铁产品	399	403	14	171.37	21.0
合计	4,675	4,710	242	2,132.35	17.6

资料来源：宝钢股份定期报告，中诚信证评整理

宝钢股份的销售网络涵盖全球，在国内具有领先的行业地位，并依托领先的技术优势及产品优势，与多家世界跨国企业建立了战略合作关系。2018 年，宝钢股份国内销售保持稳定，但其通过持续深耕海外区域市场，东南亚、南亚区域全年销量达 201 万吨，创历史新高；韩国、意大利等传统市场销量稳定；中南美市场开拓有效，销量同比增长 32%。2018 年，宝钢股份共计出口钢铁产品 397.9 万吨，同比增加 14.50 万吨；实现营业收入 312.76 亿元，同比增长 7.10%。

截至 2018 年末，宝钢股份总资产规模为 3,351.41 亿元，同比下降 4.31%；所有者权益规模为 1,892.45 亿元，同比增长 8.47%；资产负债率 43.53%，较上年降低 6.65 个百分点，负债水平较为适中，财务结构稳健性良好。2018 年宝钢股份实现营业总收入 3,052.05 亿元，同比增长 5.43%，营业毛利率为 15.11%，较上年提升 0.92 个百分点。同期，宝钢股份取得利润总额 278.16 亿元，同比增长 15.73%；净利润 232.78 亿元，同比增长 14.09%，盈利状况进一步改善。

担保及信托财产价值分析

中国宝武以其持有并用于交换的 28.5 亿股的宝钢股份 A 股股票及其孳息作为本期债券的担保和信托财产。

本期可交换债券有效存续期间，若调整换股价格或者向下修正换股价格（如有）造成可交换标的股票数量少于未偿还的本期可交换债券全部换股所需宝钢股份 A 股股票的，中国宝武应当在换股价格调整日或者向下修正换股价格（如有）之前足额补充提供预备用于交换的宝钢股份 A 股股票作为《股票质押担保合同》项下的质押财产，并办理相关股票的质押登记手续及取得相关权利证明文件（如需）。

在质权存续期内，如标的股票出现司法扣划、权属瑕疵或其他重大变化，受托人中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）应在知道或者应当知道该司法扣划、权属瑕疵或其他重大变化情况发生之日起 5 个工作日内以公告方式发出召开债券持有人会议的通知，并有权根据债券持有人会议的决议要求中国宝武在中金公司提出要求后 60 个工作日内完成：（1）追加财产担保，以保证担保物价值不低于本期可交换债券尚未偿还本息总额的 100%，并根据法律法规及中国证监会的相关规定办理相关手续或（2）提供第三方保证，确保追加第三方保证后本期可交换债券的评级应不低于发行人本期可交换债券初始评级级别；如中国宝武无法按时追加相应担保的，中金公司将召集债券持有人会议表决是否需要将质押财产进行处置；债券持有人会议表决通过的，中金公司有权将标的股票以符合法律规定的方式实现质权，并在清偿本期可交换债券持有人已到期本息并扣除其他相关费用后将所得价款依法进行提存，中国宝武应同意中金公司对标的股票进行的该等处置并给与积极配合。

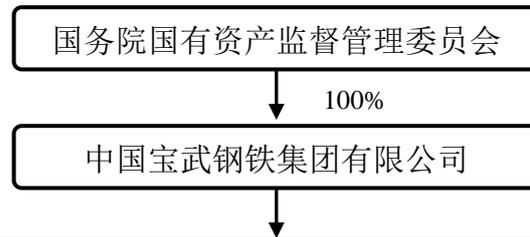
本期可交换债券初始担保比例为 1.58:1，不设置维持担保比例条款。在本期可交换债券有效存续期内，以 2019 年 5 月 20 日的收盘价（6.75 元/股）计算，公司用于交换的宝钢股份 A 股股票市值约 192.38 亿元，担保比例为 128.25%，质押股票市值担保及信托财产的价值较为充分，可为本期可交换

债券本息按约如期足额兑付提供很强的保障。

结 论

综上，中诚信证评维持中国宝武的主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“中国宝武钢铁集团有限公司公开发行 2017 年可交换公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：中国宝武钢铁集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



序号	子公司名称	直接持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	武钢集团有限公司	100.00	100.00
2	宝山钢铁股份有限公司	65.14	65.14
3	宝钢集团新疆八一钢铁集团有限公司	76.93	76.93
4	宝钢集团广东韶关钢铁有限公司	51.00	51.00
5	宝钢不锈钢有限公司	100.00	100.00
6	上海宝钢不锈钢有限公司	100.00	100.00
7	宝钢德盛不锈钢有限公司	70.00	70.00
8	宁波宝新不锈钢有限公司	54.00	54.00
9	宝钢特钢有限公司	100.00	100.00
10	宝钢资源有限公司	100.00	100.00
11	宝钢资源（国际）有限公司	100.00	100.00
12	宝钢澳大利亚矿业有限公司	100.00	100.00
13	宝钢金属有限公司	100.00	100.00
14	宝钢工程技术集团有限公司	100.00	100.00
15	上海宝华国际招标有限公司	100.00	100.00
16	华宝投资有限公司	100.00	100.00
17	华宝信托投资有限责任公司	98.00	98.00
18	宝钢发展有限公司	100.00	100.00
19	上海宝地置业有限公司	100.00	100.00
20	宝钢集团（上海）置业有限公司	100.00	100.00
21	福建宝钢置业有限公司	100.00	100.00
22	广东宝钢置业有限公司	100.00	100.00
23	宝钢集团宝山宾馆	100.00	100.00
24	宝武钢铁集团环境资源科技有限公司	100.00	100.00
25	宝钢集团上海第一钢铁有限公司	100.00	100.00
26	宝钢集团上海浦东钢铁有限公司	100.00	100.00
27	宝钢集团上海五钢有限公司	100.00	100.00
28	宝钢集团上海钢管有限公司	100.00	100.00
29	欧冶云商股份有限公司	72.00	72.00
30	上海开宝耐火材料有限公司	100.00	100.00
31	北京汇利房地产开发有限公司	100.00	100.00
32	南京宝钢轧钢有限公司	100.00	100.00
33	宝钢香港投资有限公司	100.00	100.00
34	上海吴淞口创业园有限公司	100.00	100.00
35	上海宝钢心越人力资源服务有限公司	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附二：中国宝武钢铁集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 5 月 31 日）



附三：中国宝武钢铁集团有限公司（合并）财务数据及主要指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	3,673,848.98	5,065,705.50	4,264,604.84
应收账款净额	1,906,379.48	1,528,433.54	1,533,294.02
存货净额	9,182,827.97	7,967,369.48	8,682,857.66
流动资产	23,534,103.19	26,050,060.54	24,300,784.44
长期投资	14,176,733.68	14,579,412.90	14,683,680.09
固定资产合计	29,731,662.94	26,890,928.32	25,087,633.35
总资产	74,168,343.38	74,491,748.79	71,180,908.43
短期债务	19,620,986.06	21,425,788.15	15,771,901.53
长期债务	4,647,583.17	4,687,389.40	5,423,342.47
总债务	24,268,569.23	26,113,177.55	21,195,244.00
总负债	40,452,627.84	39,934,227.72	35,095,275.47
所有者权益（含少数股东权益）	33,715,715.54	34,557,521.07	36,085,632.95
营业总收入	30,962,102.41	39,837,044.98	43,862,001.64
三费前利润	4,026,748.79	5,912,991.96	6,956,241.34
投资收益	1,084,395.50	1,255,647.45	1,296,176.45
净利润	521,898.81	1,052,802.22	2,744,912.16
EBITDA	4,369,611.62	5,171,946.58	6,915,599.71
经营活动产生现金净流量	2,437,994.10	3,901,254.62	5,535,437.07
投资活动产生现金净流量	-2,561,908.19	-1,125,472.53	131,041.24
筹资活动产生现金净流量	-228,497.28	-988,823.90	-6,715,501.89
现金及现金等价物净增加额	-308,449.92	1,749,654.02	-1,094,885.68
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	13.55	15.82	16.61
所有者权益收益率（%）	1.55	3.05	7.61
EBITDA/营业总收入（%）	14.11	12.98	15.77
速动比率（X）	0.44	0.54	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.15	0.26
经营活动净现金/短期债务（X）	0.12	0.18	0.35
经营活动净现金/利息支出（X）	2.62	4.19	6.34
EBITDA 利息倍数（X）	4.70	5.55	7.92
总债务/EBITDA（X）	5.55	5.05	3.06
资产负债率（%）	54.54	53.61	49.30
总资本化比率（%）	41.85	43.04	37.00
长期资本化比率（%）	12.11	11.94	13.07

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、中诚信证评在计算中国宝武合并口径相关指标时，将“吸收存款及同业存放”、“拆入资金”、“卖出回购金融资产”、“其他流动负债中的短期融资券”及“长期应付款中的融资租赁款”纳入总债务。

附四：中国宝武钢铁集团有限公司（母公司）财务数据及主要指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	1,144,725.92	1,605,750.76	671,427.42
应收账款净额	24,922.97	1,648.09	5,095.39
存货净额	0.00	0.00	0.00
流动资产	2,668,274.63	2,083,754.86	843,824.93
长期投资	22,266,724.78	22,630,721.31	22,883,062.76
固定资产合计	132,985.07	124,083.06	116,428.91
总资产	25,798,769.96	25,602,122.24	25,779,345.77
短期债务	1,419,458.94	1,227,988.88	234,350.00
长期债务	0.00	1,221,842.16	2,017,976.70
总债务	1,419,458.94	2,449,831.04	2,252,326.70
总负债	5,419,569.06	5,159,443.87	5,219,825.89
所有者权益（含少数股东权益）	20,379,200.90	20,442,678.37	20,559,519.88
营业总收入	33,278.00	28,637.85	45,385.97
三费前利润	12,452.96	4,685.48	20,024.02
投资收益	534,019.20	1,392,528.78	1,270,806.37
净利润	-289,159.15	144,436.92	747,466.42
EBITDA	-442,182.03	280,130.14	957,797.63
经营活动产生现金净流量	-118,838.68	-204,254.16	-351,838.36
投资活动产生现金净流量	-2,165,791.25	339,750.03	-459,451.74
筹资活动产生现金净流量	1,981,261.33	336,225.07	-123,084.88
现金及现金等价物净增加额	-300,728.19	469,109.09	-934,323.33
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	73.54	66.44	73.91
所有者权益收益率（%）	-1.42	0.71	3.64
EBITDA/营业总收入（%）	-1,328.75	978.18	2,110.34
速动比率（X）	0.61	0.67	0.33
经营活动净现金/总债务（X）	-0.08	-0.08	-0.16
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.08	-0.17	-1.50
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.78	-2.84	-2.76
EBITDA 利息倍数（X）	-10.36	3.90	7.53
总债务/EBITDA（X）	-3.21	8.75	2.35
资产负债率（%）	21.01	20.15	20.25
总资本化比率（%）	6.51	10.70	9.87
长期资本化比率（%）	0.00	5.64	8.94

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

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 + 应付融资租赁款

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 - 手续费及佣金支出 - 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)

附六：信用等级的符号及定义

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。