



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪112号

新疆八一钢铁股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“新疆八一钢铁股份有限公司2011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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一三年六月十九日

新疆八一钢铁股份有限公司公司债券 2013 年跟踪评级报告

发行主体	新疆八一钢铁股份有限公司		
担保主体	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司		
发行规模	人民币 12 亿元		
存续期限	2011/9/16-2014/9/16		
上次评级时间	2012/6/5		
上次评级结果	主体级别	AA	评级展望 稳定
	债项级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	主体级别	AA	评级展望 稳定
	债项级别	AA ⁺	

概况数据

八钢股份	2010	2011	2012	2013.3
所有者权益 (亿元)	33.55	36.68	36.69	37.30
总资产 (亿元)	121.81	130.17	143.26	210.19
总债务 (亿元)	57.26	61.37	71.95	114.22
营业总收入 (亿元)	236.66	279.51	265.86	51.79
营业毛利率 (%)	9.77	8.28	7.03	9.65
EBITDA (亿元)	14.81	14.14	11.92	2.43
所有者权益收益率 (%)	16.74	13.71	4.21	6.13
资产负债率 (%)	72.25	71.82	74.39	82.25
总债务/EBITDA (X)	3.87	4.34	6.03	11.75
EBITDA 利息倍数 (X)	4.48	4.13	3.01	2.33

八钢公司	2010	2011	2012
所有者权益 (亿元)	99.91	113.35	110.11
总资产 (亿元)	376.27	417.22	501.76
总债务 (亿元)	185.06	198.94	243.22
营业总收入 (亿元)	260.97	311.97	291.39
营业毛利率 (%)	18.33	17.11	10.31
EBITDA (亿元)	33.98	40.09	25.05
资产负债率 (%)	73.45	72.83	78.06
总债务/EBITDA (X)	5.45	4.96	9.71
EBITDA 利息倍数 (X)	4.35	4.10	1.88

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、2013 年 1 季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 经年化处理。

基本观点

2012 年，新疆八一钢铁股份有限公司（以下简称“八钢股份”或“公司”）继续保持在新疆地区的领先地位，钢材销量在区域投资的带动下有所增长，但受钢材价格下跌等因素影响，公司毛利率和经营业绩出现下滑，盈利能力有待提升。但另一方面，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）认为，受惠于中央扶持政策及资金投入，新疆地区经济及固定资产投资仍将维持较快增速，疆内钢材需求有望持续增长；收购新疆八钢南疆钢铁拜城有限公司（以下简称“南疆钢铁”）将提升公司的综合产钢能力和区域市场控制力；公司短期内无大规模资本支出计划，债务水平大幅上升的可能性较小，上述因素为公司的抗风险能力提供了一定支撑。

综合以上分析，中诚信证评维持新疆八一钢铁股份有限公司主体信用级别 **AA**，评级展望稳定，维持“新疆八一钢铁股份有限公司 2011 年公司债券”级别 **AA⁺**，该级别同时考虑了宝钢集团新疆八一钢铁有限公司（以下简称“八钢公司”）提供的全额不可撤销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

- **区位优势显著。**公司是新疆地区规模最大的钢铁企业，能够充分享受区域经济高速发展所带来的钢材需求增长。同时，疆内钢材价格溢价显著使得公司能够维持高于行业平均水平的毛利水平。
- **资源保障程度增强。**近年随着八钢公司 3 号高炉产能完全释放，其炼铁产能与公司的粗钢冶炼产能逐步匹配，公司的原料供应得到进一步保障。
- **综合产钢能力提升。**公司于 2013 年初正式收购南疆钢铁，未来随着南疆钢铁逐步实现达产顺产，公司的综合产钢能力和区域市场控制力将进一步增强。

分析师

刘刚 gangliu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013年6月19日

关注

- 钢铁行业经营环境不佳。2013年以来，钢铁行业需求无实质性回暖，产能过剩矛盾依然很大，成本刚性局面未改，行业整体经营仍然较为艰难。
- 疆内钢铁产能快速释放。中长期看，在新疆地区固定资产投资高速增长背景下，对公司盈利波动的影响更多来自于区域供给端的变化。目前疆内钢铁产能投建速度加快，未来集中投产后会对公司构成一定威胁。
- 杠杆比率较高。截至2012年12月31日公司资产负债率为74.39%，高于国内主要钢铁上市公司同期负债水平。

本次债券募集资金使用情况

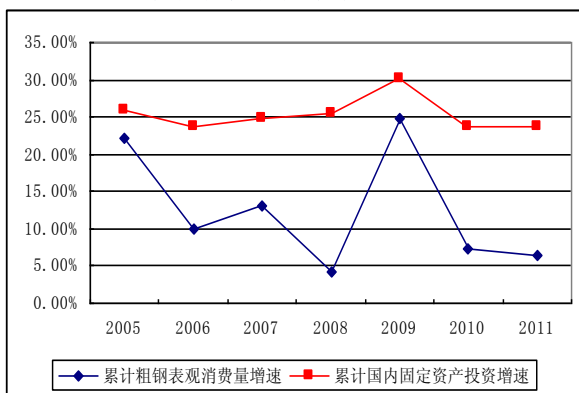
2011年9月，公司发行12亿元公司债券用于偿还到期债务、调整债务结构、补充流动资金。截至2012年12月31日，公司募集资金使用情况为：10亿元用于偿还银行借款；剩余部分用于补充流动资金，资金投向符合《新疆八一钢铁股份有限公司发行公司债券募集说明书》的规定。

行业环境

国内经济增速放缓，投资高增长受到抑制，下游用钢需求疲软

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。2012年，受国内外经济增幅放缓的影响，我国钢铁行业发展速度放慢。2012全年，我国粗钢产量为7.17亿吨，同比增长3.1%，增速同比下降5.8个百分点。

图 1：近年国内累计粗钢表观消费量与固定资产投资额增长趋势



资料来源：国家统计局、中国钢铁工业协会，中诚信证评整理

中国的钢材消费主要来自建筑行业，其次是机械、汽车、造船等行业。从需求来看，受宏观政策调控、经济增速放缓等因素的影响，绝大多数上述行业的用钢需求已出现下滑。建筑行业的钢材需求中，房地产需求超过50%，是影响钢材需求的第一大行业。2011年从严从紧的房地产调控政策效果已初步显现，根据国家统计局公布的统计数据，截至2012年12月末，全国70个大中城市中，房价下降的城市8个，持平城市8个，上涨城市54个，但环比价格上涨城市中涨幅均未超过1.2%。2012年，全国完成房地产开发投资7.18万亿元，同比增长16.20%，增速较1~

11月回落0.50个百分点，较2011年回落11.90个百分点；房屋新开工面积17.73亿平方米，较上年同期回落7.30个百分点。政府已多次表态“要坚持房地产调控政策不动摇”，并在2013年推出“国五条”等调控政策，这也意味着包括限购在内的调控政策在2013年继续执行，预计将对商品房的建设投入增速形成影响。

基础设施建设是带动整个机械行业需求的基础，近年来随着机械行业景气度的提高，该行业钢材需求量占比已上升到约18.00%。不过，2011年以来压实机械和挖掘、铲土运输机械月度销量增速不断下滑，2012年1~11月，装载机、推土机、压路机、起重机等机械销量均同比下滑，整体来看，机械行业景气度呈下降态势。

汽车行业在购置税减免、汽车下乡政策退出后，于2011年10月1日开始实施节能补贴推广政策。根据新的节能补贴标准，可以享受政策补贴的车型由原来的427个大幅缩减至36个，且现存的36个车型中大部分不是当前的主力消费车型，使得政策的消费刺激作用大大减弱。2012年，我国累计生产汽车1,927.18万辆，同比增长4.60%，增幅较上年提高3.80个百分点；全年销售汽车1,930.64万辆，同比增长4.30%，增幅较上年提高1.80个百分点。同时，燃油价格的不断上涨、汽车使用成本提高也使得汽车消费市场前景不乐观。如果国民收入没有实质上的大幅度改善，中诚信证评预计我国汽车目前的产销规模将基本可以维持，但行业将进入低或负增长时代，这将令汽车行业对钢材的消费需求稳中有降，而对钢材的品质提出更高要求。

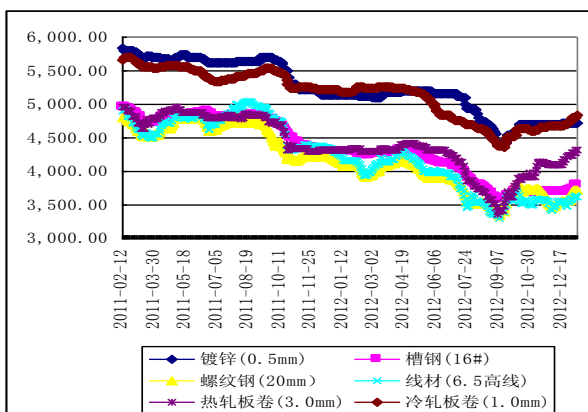
2012年，我国造船业景气度呈下滑态势。当年全国造船完工量为6,021万载重吨，同比下降21.45%；新承接船舶订单2,041万载重吨，同比下降43.65%。从趋势看，短期内造船行业尚不具备好转条件，而由于新船订单持续下降，造船企业只能依靠手持订单生存，预计对钢材的需求量将持续下降。

产能过剩矛盾仍然突出，钢材价格处于低位，钢铁行业后续发展压力加大

从供给看，虽然我国已加大力度淘汰落后产能，但由于年度计划淘汰产能规模有限且占比较小，加上中央与地方政府利益诉求不完全一致，中央淘汰目标制定与地方实际落实经常存在一定程度的脱节，效果显现较慢。而行业长期以来存在的同质化竞争激烈、行业集中度低等问题短期内仍难以解决，这也为行业整体产能控制带来很大难度。根据公开资料显示，2012年内有38座转炉投产，增加粗钢产能4,500万吨，若剔除淘汰落后产能，截至2012年底，全国炼钢产能约9亿吨，在下游需求不振的情况下，产能过剩矛盾将进一步加剧。另外，在产能过剩的背景下，出口的低迷加大了国内市场的压力，人民币升值压力犹存，钢铁企业出口成本进一步上升，再加上国家严控“两高一资”产品扩大出口以及受贸易保护因素影响等，2013年我国钢材出口难度依然较大，不利于国内市场的供需平衡。

钢材价格方面，2012年钢材市场需求继续低迷，钢材价格处于低位运行的状态，整体价格水平低于上年。2012年4月中旬开始，市场出现连续大幅下降；至12月底，中国钢铁工业协会钢材综合价格指数为105.3点，较年初下降15.2个点，降幅为12.60%。中诚信证评认为，在房地产调控政策坚持不放松和下游需求增速放缓的影响下，预计2013年钢材价格难以出现大幅上涨。

图2：近年来我国部分钢材品种价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

中诚信证评认为，我国钢铁行业短期内仍将处于产能过剩、钢价低位运行的态势。但长期看，

中国工业化和城镇化进程的推进将在今后相当长一段时间内持续，为钢铁行业未来良性发展奠定了坚实基础。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依然较好。

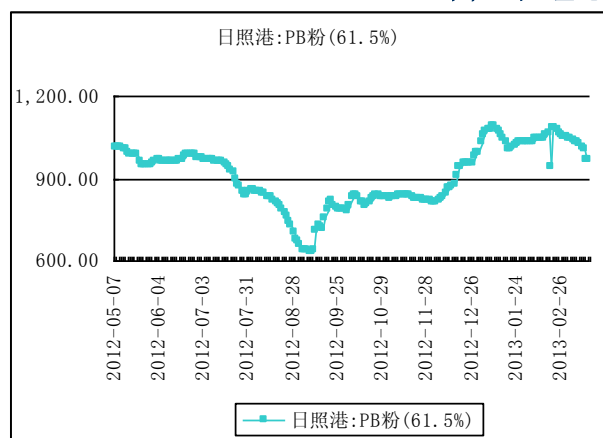
中国钢铁企业铁矿石对外依存度较高，议价话语权不足，仍面临着较大的成本压力

随着中国钢铁行业的快速发展，行业对铁矿石的需求与日俱增，而由于我国自有铁矿石供给严重不足，导致了铁矿石对外依存度一直维持在60%以上。根据海关总署发布的统计数据，2012年，我国进口铁矿石7.436亿吨，较上年增加8.40%；铁矿石对外依存度由上年的65.6%提高至71%。

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巴西淡水河谷、力拓、必和必拓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。2012年，欧债危机仍在持续，国际大宗商品价格下降，我国铁矿石价格走低。但整体而言，铁矿石价格走势强于钢材价格，使得我国钢铁行业盈利水平降低。据中国工信部数据显示，2012年80家重点大中型钢铁企业销售利润率仅为0.04%。

图3：近年进口PB粉价格走势

单位：元/湿吨



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

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。

同时，为发挥市场发现价格的作用，形成具有公信力的铁矿石价格形成机制，减少人为恶意炒作引发的铁矿石价格大幅波动，由包括宝钢、鞍钢、武钢、首钢、中钢、中化国际以及中信金属等国内 13 家大型钢企及 13 家钢贸企业联合发起的北京国际矿业权交易所(以下简称“北矿所”)于 2012 年 1 月 16 日正式启动。淡水河谷、力拓、必和必拓、澳大利亚 FMG 公司等世界矿业巨头已加入北矿所的交易平台。从 2012 年 5 月 8 日开市至 11 月 20 日，北矿所共收到申报 946 笔，总申报数量 8,174.04 万吨，总成交 42 笔，总成交数量 529.49 万吨，美元成交金额 5.50 亿美元，人民币成交额 2,160 万元。由于买卖双方预期差异较大和铁矿石市场需求不振等因素影响，平台现阶段成交较为平淡。中诚信证评将对中国铁矿石现货交易平台的运营效果及其对我国钢铁行业所带来的影响予以持续关注。

政府加大钢铁落后产能淘汰力度，扩大节能技术应用、推进产业结构升级

为改变中国钢铁行业面临的产能增长过快、布局不合理、淘汰落后产能进展缓慢等突出问题，近年来相关部门已出台一系列政策和措施。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。

随着国家加大淘汰落后产能、禁止落后产能转移、实施准入政策、对钢铁企业生产经营实施规范管理等宏观调控措施的实施，未来国内钢铁供给增速将有所下降，这有助于缓解钢铁行业产能过剩的压力，同时对推动行业产品结构调整、转变行业发展方式、促进钢铁行业整体健康发展具有积极意义。但具体效果仍取决于政策的执行力度。

疆内钢铁产能释放逐步加快，但短期来看，受益于区域经济以及固定资产投资的持续高增长，区内钢材市场仍将维持供不应求格局

“十二五”期间新疆钢铁产能释放将呈前低后高格局。据中联钢统计，新疆地区近两年新增高炉产能 1850 万吨。投产产能将集中在“十二五”后期，2012-2013 年计划新投产坯材产能企业中，生产焊管的企业有 3 家，生产建材的企业有 9 家，还有 1 家特钢生产企业。另有两个项目暂时在规划阶段，后续将择机进行实地建设，一个是新钢计划在阿图什投建的新疆赣鑫钢铁 300 万吨高强钢项目，一个是酒钢计划在鄯善投建的新宝华矿业 200 万吨炼钢项目。总体来看，2012 年新疆地区约新增 230 万吨钢铁产能，其中建材产能 160 万吨，2013 年疆内预计将有 1035 万吨钢铁产能投产，2014 年则将达 1710 万吨，疆内产能释放将呈前低后高格局。

区域经济以及固定资产投资持续高增长。随着中央扶持政策的持续和资金投入力度的加大，新疆地区经济发展继续高增长。2012 年新疆地区生产总值 7530 亿元，同比增长 12.0%；全社会固定资产投资额为 6358 亿元，同比增长 35.1%；电力、交通运输业、电信业、水利业、环境和公共设施管理业等七大基础设施投资额为 1640 亿元，同比增长 36.5%。

图 4：新疆地区生产总值及同比增速



资料来源：新疆统计局，中诚信证评整理

受益于区域经济以及固定资产投资的持续高速增长，目前疆内钢铁需求旺盛，尽管新增钢铁产能正在逐步释放，但短期内区域钢材市场仍将维持供不应求格局，致使区域钢材价格较全国其他地区溢价显著。

图 5：螺纹钢均价区域对比情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

业务运营

2012 年公司经营业绩因钢价下跌有所下滑，但作为疆内最大的钢铁企业，公司能够充分享受区域红利，钢材产销量持续增长

2012 年公司 150 吨转炉顺利投产，截至年末，公司炼钢产能 800 万吨，轧钢产能 760 万吨，冶炼和轧制产能匹配度高。2012 年公司产钢 755 万吨，产材 720 万吨，分别同比增长 12%。

表 1：截至 2012 年末公司主要设备及产能情况

设备类别	主要设备	产品种类	产能 (万吨)
炼钢	40 吨转炉 2 座, 120 吨转炉 3 座, 70 吨电弧炉 1 座, 150 转炉 1 座	钢坯	800
轧钢	高线生产线 2 条	高线	140
	棒材生产线 2 条	棒材	150
	小型棒材优特钢生产线 1 条	优特钢	50
	1750 热轧 1 条	热轧板	350*
	4300/3500 轧机 1 条	中厚板	70
合计	-	-	760

注：*热轧产能中含冷轧和涂镀产品产能；

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从产品结构来看，公司产品覆盖线棒材、热轧、冷轧多种产品，种类丰富。同时，随着宝钢集团对公司进行的技术扶持和产品移植，公司板材产品质量和产量逐年提升，钢材深加工能力显著增强。2012 年公司产建材 371.27 万吨、产板材 349.78 万吨，分别同比增长 6.95% 和 19.06%。

表 2：公司 2011~2012 年主要产品产量情况

	单位：万吨	
	2011	2012
建材	347.13	371.27
板材	293.78	349.78
合计	640.91	721.05

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

能耗方面，公司注重管理效率的提升，通过不断深化对标挖潜、降本增效工作，促进各项技术经济指标的改善。2012 年，公司吨钢综合能耗 619 kgce/t，吨钢耗电 481kWh/t，吨钢耗新水 4.29m³/t，转炉石灰消耗为 39.5kg/t，进入全国重点冶金对标企业前三位；120 吨转炉工序能耗达到-14kgce/t，位于国内同行业领先水平。

原材料采购方面，公司炼钢所需铁水全部从八钢公司采购，近年随着八钢公司 3 号高炉产能完全释放，其炼铁产能与公司的粗钢冶炼产能逐步匹配，公司的原料供应得到进一步保障。

表 3：公司 2011~2012 年主要原材料采购量

	单位：万吨	
	2011	2012
铁水	597.56	692.94
废钢	56.36	66.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从采购成本来看，公司与八钢公司按照成本加成方式确定采购价格。由于八钢公司自有铁矿和煤矿，公司从八钢公司采购的铁水较其他钢铁企业具有一定的价格优势。2012 年公司从八钢公司采购铁水 692.94 万吨，同比增加 15.96%。

动力燃料方面，公司炼钢所需的水、电、汽、氧气、氮气、氩气、煤气、石灰均由八钢公司按照市场价格或者成本加成的定价方式供应，在很大程度上保障了公司的原料供应，同时也部分实现了水、电、煤气等资源的回收利用。

产品销售方面，2012 年公司累计销售钢材 714.84 万吨，较上年增加 9.21%；实现主营业务收入 263.17 亿元，较上年减少 5.02%，主要系钢材价格下跌所致。

从销售区域来看，新疆地区仍是公司最主要的销售区域。作为疆内规模最大的钢铁企业，公司能够充分享受新疆地区高速发展所带来的区域比较优势。2012 年公司疆内钢铁收入为 204.86 亿元，占其钢铁总收入的比重为 77.84%，较上年下降 1.77 个百分点。同时，由于疆内钢材价格较全国其他地区溢价显著，使公司得以维持高于行业平均水平的毛利率。从疆外市场来看，2012 年公司疆外钢铁收入为 58.31 亿元，较上年增长 3.21%，但毛利率由上年的 3.93% 跌至 -0.50%。

表 4：2011~2012 年公司钢材销售分区域销售占比情况

单位：%

	2011		2012	
	占比	毛利率	占比	毛利率
疆内	79.61	9.49	77.84	9.27
疆外	20.39	3.93	22.16	-0.50

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

分品种来看，公司的产品结构与疆内钢材需求结构基本匹配，由于处于发展初期，疆内基建用钢强度高于工业用钢强度，公司建材产品产销形势和产品溢价优于板材产品。2012 年公司累计销售建材 374.52 万吨，较上年增加 6.05%；销售板材 340.32 万吨，较上年增加 12.92%。

表 5：公司 2011~2012 年主要产品销量情况

单位：万吨

	2011	2012
建材	353.17	374.52
板材	301.39	340.32
合计	654.56	714.84

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

值得关注的是，由于对疆内钢材需求增长的估计不足以及疆外资源大量进入疆内市场，导致公司面临的竞争压力有所加大。同时，受产品规格的制约，公司的镀锌板、彩涂板不能很好地满足市场需求，有较大的市场空白未覆盖。未来公司仍需不断提升和调整产能及产品结构，以适应市场环境。

疆内新建产能释放导致公司面临的竞争压力加大，收购南疆钢铁和铁前系统注入有望提升公司业绩

随着疆内新建钢铁产能逐步释放，公司在疆内地区的竞争压力有所加大。但短期来看，公司的区域优势依旧明显，将继续享受新疆高投资带来的区域红利。

为了巩固和强化公司在区域钢材市场的优势地位和竞争实力，2013 年 1 月公司以自有资金向八钢公司收购其全资子公司新疆八钢南疆钢铁拜城有限公司（以下简称“南疆钢铁”）的 100% 股权。南疆钢铁项目设计生产规模 300 万吨，目前处于试生产前准备阶段。未来随着南疆钢铁逐步实现达产顺产，公司的综合产钢能力将从 800 万吨增至 1100 万吨左右，公司在区域钢材生产领域的优势地位将得到巩固和强化。

此外，目前公司炼钢所需铁水全部从八钢公司采购，根据相关规划，未来公司将选择合适时机收购八钢公司相关资产，实现钢铁主业的整体上市。2012 年公司与八钢公司的铁水交易金额约为 170 亿元，铁前系统注入上市平台后，公司业绩将显著增长。

总体来看，公司业务运营稳健，原燃料供应有保障，产供销体系运行畅通，产品结构不断调整，主要销售区域需求持续旺盛。但同时我们也关注到，未来随着疆内新建钢铁产能集中投产，

公司的区域领先优势将面临一定挑战。

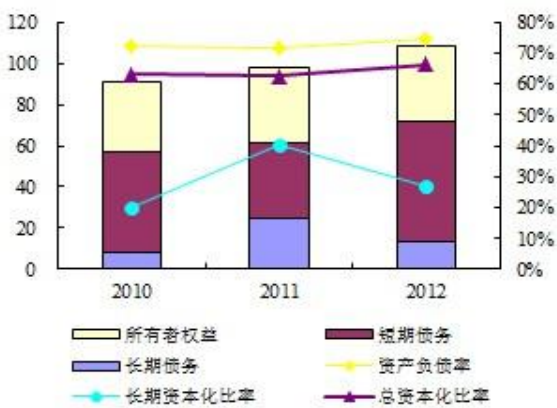
财务分析

以下分析主要基于公司提供的经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010 年度审计报告、经德勤华永会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011 年度审计报告、经中瑞岳华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2012 年度审计报告以及未经审计的 2013 年一季报。

资本结构

为淘汰落后产能、提升装备水平，近年公司先后投资建设了 150 吨转炉炼钢连铸工程（一期）、中厚板粗轧机及加热炉等多个项目，资本性支出增加，资产和负债规模均有所扩大。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额和负债总额分别为 143.26 亿元、106.57 亿元，资产负债率 74.39%，负债水平偏高，与同行业相比也处于较高水平。但考虑到公司近期无其他大规模投资计划，资本支出压力不大，其负债水平进一步上升的可能性较小。

图 6：2010-2012 年公司资本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：截至 2012 年 12 月 31 日钢铁上市公司

资本结构比较

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
安阳钢铁	322.09	77.26	71.88
宝钢股份	2143.57	45.26	29.55
鞍钢股份	1012.37	52.36	41.53
马钢股份	760.11	66.44	57.41
包钢股份	637.59	79.38	68.38
南钢股份	342.18	74.29	66.47
重庆钢铁	311.06	86.52	75.78
八一钢铁	143.26	74.39	66.23
凌钢股份	131.02	70.85	64.99
杭钢股份	83.88	57.21	42.54

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，2012 年公司流动资金借款和票据结算比例均有所上升，加之部分长期借款转入一年内到期的非流动负债，公司的短期债务规模大幅增加，债务期限结构有所弱化。截至 2012 年 12 月 31 日，公司长短期债务分别为 13.63 亿元和 58.32 亿元，短期债务/长期债务比值为 4.28。

图 7：2010-2012 年公司债务结构分析

单位：亿元



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

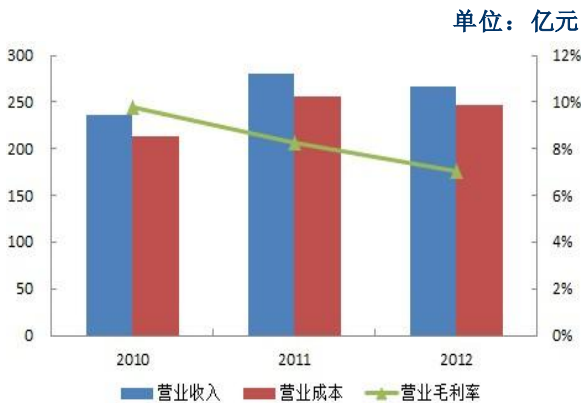
总体来看，公司负债水平偏高，短期债务规模较大，但考虑到公司未来几年的计划资本支出规模维持在较低水平，其负债水平进一步大幅上升的可能性较小。

盈利能力

从收入规模来看，2012 年公司实现主营业务收入 263.17 亿元，较上年减少 5.02%。分产品来看，2012 年公司销售建材 374.52 万吨，取得销售收入 139.52 亿元，分别较上年增加 6.05% 和减少

6.92%；销售板材 340.32 万吨，取得销售收入 123.65 亿元，分别较上年增加 12.92% 和减少 2.77%。

图 8：2010~2012 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从毛利率来看，公司建材产品主要销往疆内，较国内其他地区溢价显著，获利能力较强，毛利率维持在较高水平，2012 年为 12.87%，较上年微降 0.51 个百分点。而板材产品则受疆外市场价格波动剧烈等因素影响，毛利率逐年下降，2012 年降至 0.61%。公司全年综合毛利率为 7.03%，较上年下降 1.25 个百分点。

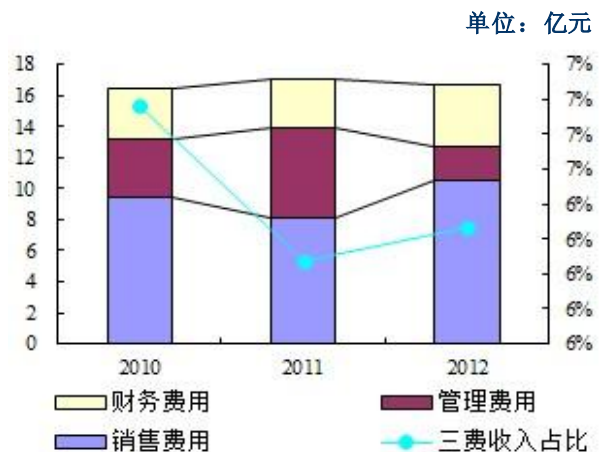
表 7：2011~2012 年公司主要产品毛利率情况

	2011		2012	
	收入	毛利率	收入	毛利率
建材	149.89	13.38	139.52	12.87
板材	127.17	2.43	123.65	0.61
综合	277.06	8.28	263.17	7.03

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，由于销售钢材发生的铁路、公路代运量增加导致运输费用提高，公司销售费用由 2011 年的 8.06 亿元增至 10.54 亿元。同期，由于新产品研发费用减少，公司管理费用由 2011 年的 5.78 亿元降至 2.12 亿元。银行借款增加则导致公司利息支出上升，财务费用由 2011 年的 3.14 亿元增至 3.99 亿元。2012 年，公司三费合计 16.65 亿元，占营业收入的比重为 6.26%，较上年微增 0.18 个百分点。

图 9：2010~2012 年公司期间费用变化



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，2012 年公司实现利润总额 1.92 亿元，较上年减少 62.29%。其中经营性业务利润¹1.57 亿元，占比为 81.99%，较上年减少 4.03 亿元，主要系钢材价格下跌导致盈利减少所致。净利润方面，2012 年公司实现净利润 1.54 亿元，较上年减少 67.96%。

总体来看，公司钢铁主业突出，但盈利水平受行业整体走势影响较大。长期来看，在国家西部大开发战略和援疆政策的带动下，未来几年新疆地区的全社会固定资产投资将维持快速增长态势，公司将继续受益于其区位优势，业务规模及盈利空间仍存在一定的上升空间。

偿债能力

从偿债指标来看，2012 年公司新增约 10 亿元流动资金借款，总债务规模有所上升，偿债指标有所弱化。

表 8：2010~2012 年公司主要偿债能力指标

	2010	2011	2012
总债务 (亿元)	57.26	61.37	71.95
经营性净现金流 (亿元)	8.81	9.27	2.28
经营净现金流/短期债务 (X)	0.18	0.25	0.04
经营净现金流/总债务 (X)	0.15	0.15	0.03
EBITDA (亿元)	14.81	14.14	11.92
总债务/EBITDA	3.87	4.34	6.03
EBITDA 利息倍数 (X)	4.48	4.13	3.01

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流来看，由于销售收到的票据量大幅

¹ 经营性业务利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-三费

提高，公司年末应收票据较上年同期增加 94.67%，达到 31.83 亿元，导致其 2012 年经营性现金净流入由 2011 年的 9.27 亿元降至 2.28 亿元。

从公司目前的长期借款到期分布来看，公司还款高峰集中在 2013 年 2 季度，同时，公司发行的 12 亿元公司债券在 2014 年也面临到期还本的压力，因而在 2013~2014 年间的债务偿付压力较大。

备用流动性方面，截至 2013 年 3 月 31 日，公司已获得中信银行、建设银行、工商银行等多家银行共计 150.87 亿元的授信额度，目前尚有 63.59 亿元额度未使用，公司具备一定的财务弹性。

或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司无对外担保事项，无代偿风险。另外，成都鞍钢国际贸易有限公司（下称“鞍钢国贸”）诉公司及西宁俊峰集团工贸有限公司（以下简称“西宁俊峰”）合同纠纷案已于 2012 年 4 月 19 日终审判决，由西宁俊峰返还鞍钢国贸货款 1,586 万元，公司在其不能清偿范围之内承担补充责任。2011 年公司已对相关费用确认预计负债，减少当年利润 1,586 万元，故本次判决对其 2012 年利润无影响。

总体而言，公司经营受钢铁行业整体走势影响较大，且存在较大的短期偿债压力。但考虑到公司主业突出、运营稳健，原料供应方面能够获得大股东的全力支持，在宝钢集团的支持下产品结构不断优化、深加工产品比例逐步提升，综合盈利能力和偿债能力很强。未来公司将持续受益于国家西部大开发战略和援疆建设政策，业务规模和盈利能力仍有较大的提升空间，其综合实力将进一步增强。

担保实力

宝钢集团新疆八一钢铁有限公司为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

八钢公司系宝钢集团通过增资重组取得的控股子公司，截至 2012 年 12 月 31 日，宝钢集团持有八钢公司 75.55% 的股份。

八钢公司拥有包括采矿、选矿、烧结、焦化、

炼铁、炼钢、轧钢等钢铁生产环节，其中炼钢、轧钢环节均以八钢股份为主体，铁矿资源开发、炼铁、烧结、焦化环节以八钢公司为主体。除向八钢股份提供铁水外，八钢公司还向其提供水、电、汽、氧气、氮气、氩气、煤气、石灰等辅料。

目前公司掌控铁矿石资源约 9 亿吨，平均品位约为 35%，拥有开采中矿山 4 座，建设中、勘探中以及未开发矿山 10 座。其中新疆阿勒泰地区富蕴县境内的蒙库铁矿保有工业储量 1.4 亿吨、远景储量 2.2 亿吨，目前已形成 250 万吨采选、120 万吨球团矿的年生产能力。2012 年，公司自有矿山开采铁矿石 500 万吨，自给率为 28%。截至 2013 年 3 月末，公司自有矿山及联办矿山开采能力达到 600 万吨/年。

表 9：八钢公司最新铁矿山资源情况

	矿山名称	资源储量 (万吨)	平均品位 (%)
生产	雅满苏井下矿	1376	43.01
	磁海铁矿	8187	47.14
	蒙库铁矿	14,040	41.12
	红云滩铁矿（合作开发）	892.6	49.00
勘查	瓦吉里塔格钒钛磁铁矿	10000	17.34
	迪木那里克铁矿（合作开发）	5159	29.00
	库木塔格铁矿	1053	30~46
	查岗诺尔铁矿（合作开发）	21,060	35.60
	敦德铁矿	2595.75	27~31
	帕尔岗铁矿（合作开发）	13988	33
	布琼铁矿	4,000	32.00
	沙奎铁矿	1545.92	27.08
	库姆塔格铁矿	1053	39.56
	坡子泉东铁矿	705.31	26.65

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，2012 年，八钢公司实现主营业务收入 281.35 亿元，较上年减少 6.03%；毛利率 10.31%，较上年有所下降，但仍处于行业较高水平，盈利能力较强。分产品看，八钢公司主营业务收入主要来自建材、板材、金属制品三种产品，2012 年占比分别为 43.43%、36.14% 和 14.97%。从产品的盈利能力看，2012 年建材、板材、金属制品的毛利率分别为 14.69%、0.75% 和 0.95%，建材盈利能力较强主要来源于新疆地区固定资产投资规模持续增长对建筑用钢需求的拉动。

资本结构和偿债能力方面，截至 2012 年 12 月 31 日，八钢公司总资产为 501.76 亿元，资产

负债率和总资本化率分别为 78.06% 和 68.84%。同时，近三年八钢公司 EBITDA 分别达到 33.98 亿元、40.09 亿元和 25.05 亿元，EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 分别为 1.88 倍和 9.71 倍。

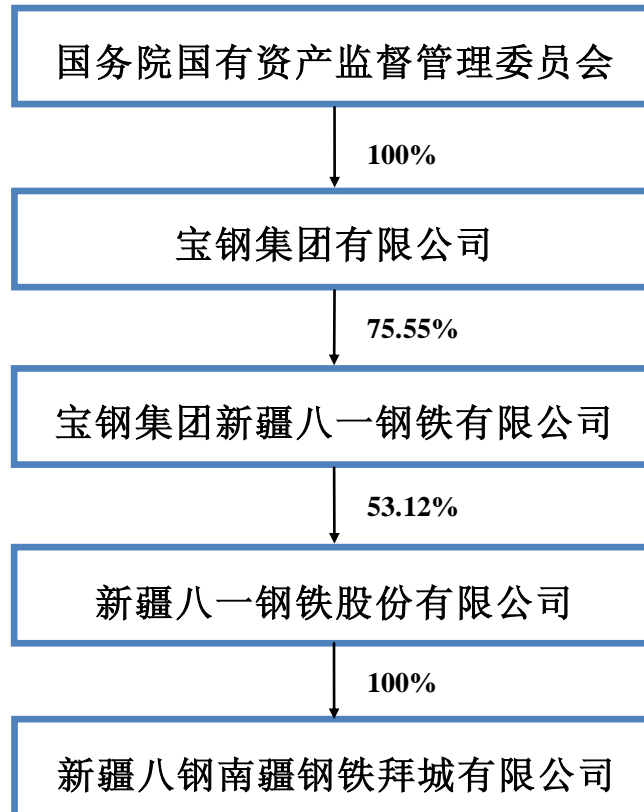
或有负债方面，截至 2012 年末，八钢公司对内担保余额为 12 亿元，全部为对子公司八钢股份的担保，或有风险很小；对外担保（不含对子公司担保）余额为 0.55 亿元。截至 2012 年 12 月 31 日，八钢公司对外担保余额占其净资产的比重不足 1%，风险在可控范围内。

总体看，八钢公司整体业务水平在宝钢集团的支持下和西部大开发的政策扶持下近年快速发展，虽然产品结构、节能减排和精细化管理方面仍然存在不足，但是八钢公司拥有明显的区位优势，很高的区域市场占有率和矿山自给能力以及完善的钢铁产业链，这些因素使其具备了很好的盈利能力和综合财务实力，同时宝钢集团对八钢公司资金技术等方面提供的支持更保障了其未来的良好发展前景。综上，我们认为八钢公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供强有力的保障。

结 论

中诚信证评维持本次公司债券的信用等级 **AA⁺**，维持八钢股份主体信用等级 **AA**，评级展望稳定。

附一：新疆八一钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 3 月 31 日）



附二：新疆八一钢铁股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	24,258.20	18,472.81	21,478.51	18,534.22
应收账款净额	1,153.15	334.58	1,846.14	13,666.20
存货净额	282,645.78	293,527.01	264,204.02	358,355.29
流动资产	467,258.89	477,525.17	609,500.36	623,185.29
长期股权投资	-	-	-	-
固定资产合计	747,699.42	817,349.08	817,603.70	1,469,129.75
总资产	1,218,067.04	1,301,653.92	1,432,607.45	2,101,880.72
短期债务	488,926.80	368,160.00	583,165.00	721,955.99
长期债务	83,640.00	245,547.93	136,288.65	420,227.12
总债务(短期债务+长期债务)	572,566.80	613,707.93	719,453.65	1,142,183.12
总负债	880,023.13	934,865.25	1,065,719.94	1,728,879.83
所有者权益(含少数股东权益)	338,043.92	366,788.67	366,887.52	373,000.89
营业总收入	2,366,600.26	2,795,119.70	2,658,624.37	517,926.92
三费前利润	226,556.00	225,834.09	182,228.41	49,955.74
投资收益	-294.09	-	-	-
净利润	52,520.13	48,155.51	15,427.83	5,714.89
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	148,104.07	141,413.71	119,235.83	24,327.66
经营活动产生现金净流量	88,075.03	92,704.19	22,798.78	15,589.70
投资活动产生现金净流量	-7,951.21	-64,799.39	-23,026.19	841.41
筹资活动产生现金净流量	-104,598.16	-33,690.19	3,233.11	-19,936.89
现金及现金等价物净增加额	-24,474.34	-5,785.38	3,005.70	-3,505.77
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
营业毛利率(%)	9.77	8.28	7.03	9.65
所有者权益收益率(%)	16.74	13.71	4.21	6.13
EBITDA/营业总收入(%)	6.26	5.06	4.48	4.70
速动比率(X)	0.23	0.27	0.37	0.20
经营活动净现金/总债务(X)	0.15	0.15	0.03	0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	0.18	0.25	0.04	0.09
经营活动净现金/利息支出(X)	2.66	2.71	0.58	1.49
EBITDA 利息倍数(X)	4.48	4.13	3.01	2.33
总债务/EBITDA(X)	3.87	4.34	6.03	11.75
资产负债率(%)	72.25	71.82	74.39	82.25
总债务/总资本(%)	62.88	62.59	66.23	75.38
长期资本化比率(%)	19.83	40.10	27.09	52.98

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：宝钢集团新疆八一钢铁有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2010	2011	2012
货币资金	273,172.52	136,757.51	146,248.04
应收账款	19,524.40	15,135.26	19,467.55
存货	691,165.44	772,007.13	792,383.29
流动资产	1,345,241.52	1,231,568.71	1,423,633.66
长期投资	199,345.63	113,974.18	136,090.85
固定资产合计	1,852,855.46	2,208,934.72	2,989,308.31
总资产	3,762,690.78	4,172,248.99	5,017,632.96
短期债务	1,516,127.96	1,449,757.81	1,953,871.32
长期债务	334,680.00	539,647.93	478,288.65
总债务（短期债务+长期债务）	1,850,807.96	1,989,405.74	2,432,159.97
总负债	2,763,626.21	3,038,708.27	3,916,569.27
所有者权益（含少数股东权益）	999,064.57	1,133,540.72	1,101,063.69
营业总收入	2,609,655.22	3,119,662.50	2,913,958.06
三费前利润	459,639.74	510,995.50	277,241.06
投资收益	10,828.36	17,647.39	15,152.13
净利润	148,756.65	130,632.80	-31,094.73
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	339,842.08	400,857.31	250,530.02
经营活动产生现金净流量	112,103.98	-20,333.49	122,786.70
投资活动产生现金净流量	-231,994.64	-16,232.07	-537,132.60
筹资活动产生现金净流量	186,316.98	58,699.25	435,566.46
现金及现金等价物净增加额	65,979.48	-95,264.82	21,686.65
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	18.33	17.11	10.31
所有者权益收益率（%）	14.89	11.52	-2.82
EBITDA/营业总收入（%）	13.02	12.85	8.03
速动比率（X）	0.29	0.20	0.20
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	-0.01	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	-0.01	0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	1.43	-0.21	0.92
EBITDA 利息倍数（X）	4.35	4.10	1.88
总债务/EBITDA（X）	5.45	4.96	9.71
资产负债率（%）	73.45	72.83	78.06
总资本化比率（%）	64.94	63.70	68.84
长期资本化比率（%）	25.09	32.25	30.28

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

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

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。