



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪056号

重庆钢铁股份有限公司：

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“重庆钢铁股份有限公司2010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，本次跟踪维持贵公司主体信用等级AA-，评级展望负面；维持本期债券信用等级AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年四月二十九日

重庆钢铁股份有限公司 2010 年公司债券跟踪评级报告 (2016)

发行主体	重庆钢铁股份有限公司		
担保主体	重庆渝富资产管理集团有限公司		
担保方式	全额不可撤销的连带责任保证担保		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2010/12/09~2017/12/09		
上次评级时间	2015 年 4 月 24 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA ⁻	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA ⁻	评级展望 负面

概况数据

重庆钢铁	2013	2014	2015
所有者权益 (亿元)	99.36	99.93	40.08
总资产 (亿元)	480.46	471.52	392.28
总债务 (亿元)	189.70	208.64	207.90
营业总收入 (亿元)	175.63	122.45	83.50
营业毛利率 (%)	-1.83	-3.50	-25.86
EBITDA (亿元)	-20.51	24.46	-34.50
所有者权益收益率 (%)	-25.15	0.52	-149.38
资产负债率 (%)	79.32	78.81	89.78
总债务/EBITDA (X)	-9.25	8.53	-6.03
EBITDA 利息倍数 (X)	-10.92	1.69	-2.67

重庆渝富	2012	2013	2014	2015.9
所有者权益 (亿元)	397.35	459.42	693.22	792.93
总资产 (亿元)	957.59	1214.29	1755.53	2041.62
总债务 (亿元)	349.36	409.87	545.19	593.99
营业总收入 (亿元)	63.93	123.16	141.62	75.96
营业毛利率 (%)	25.18	29.99	36.52	70.44
EBITDA (亿元)	28.10	48.07	65.67	-
所有者权益收益率 (%)	3.70	6.19	5.94	21.93
资产负债率 (%)	58.51	62.17	60.51	61.16
总债务/EBITDA (X)	12.43	8.53	8.30	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.59	3.02	2.25	-

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；担保方 2015 年前三季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2015 年，受钢材市场持续恶化影响，重庆钢铁股份有限公司（简称“重庆钢铁”或“公司”）钢材产销量和销售价格持续下降，销售收入大幅下滑，收入成本继续倒挂，经营性业务持续亏损。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将持续关注钢铁行业景气度、自身盈利能力等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持重庆钢铁股份有限公司主体信用等级 **AA⁻**，评级展望为负面，维持“重庆钢铁股份有限公司 2010 年公司债券”级别为 **AAA**，该级别同时考虑了重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“重庆渝富”）提供的全额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

- 债务重组获得债务豁免。重庆市长寿区城乡统筹开发（集团）有限公司同意豁免公司部分债务，2015 年度公司确认相关债务重组收益为 23.50 亿元。
- 政府的大力支持。公司是重庆市重点骨干企业，得到了地方政府较多的支持，2015 年取得了贷款贴息、环保搬迁补助及产业发展资金等政府补贴 9.69 亿元。
- 担保实力极强。担保方重庆渝富是重庆市国资委下属企业，具备极强的综合实力，对本次公司债券的担保能力极强。

分析师

米五元 yyym@ccxr.com.cn

李立业 lyli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年4月29日

关注

- 公司业务规模或持续萎缩。国内经济增速放缓，钢铁行业下游需求疲软，产能阶段性过剩现象凸现，钢铁需求及产成品价格下降等因素致使公司业务规模短期内难以恢复。
- 财务杠杆比率仍较高。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 89.78%和 83.84%，杠杆比率仍处于较高水平。
- 盈利能力恶化。在宏观经济增长放缓，钢铁行业景气度较低的情况下，钢铁价格持续低迷，2015 年公司收入成本持续倒挂，全年经营呈现亏损状态，短期内公司的盈利能力或难以得到有效改善。

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。

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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，并及时对外公布。

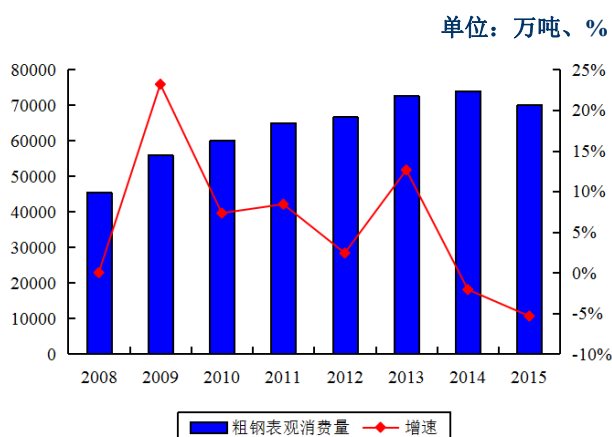
行业分析

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。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%。

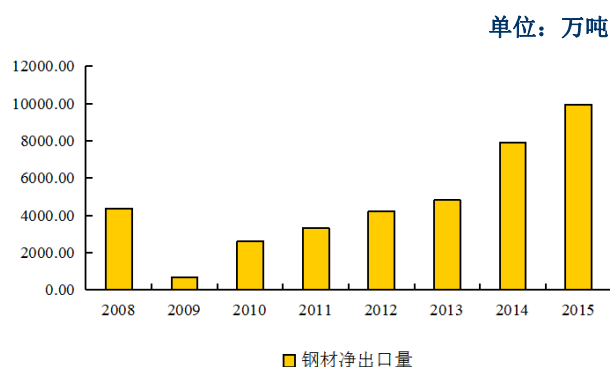
图 1：2008 年以来我国粗钢表观消费量增长情况



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



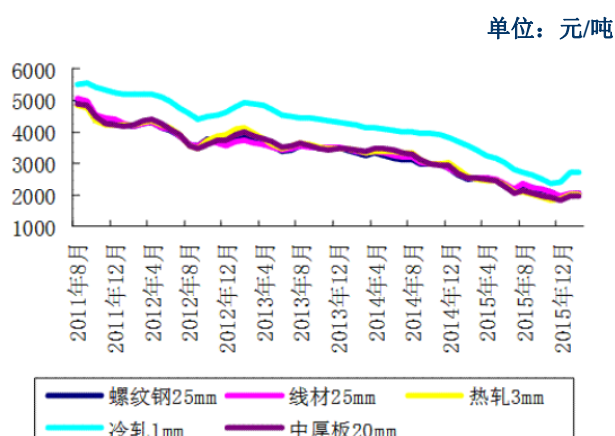
资料来源：慧博资讯，中诚信证评整理

中诚信证评认为，在主要下游需求放缓的经济环境下，钢材需求十分疲软，短期内钢材需求难有改善。

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

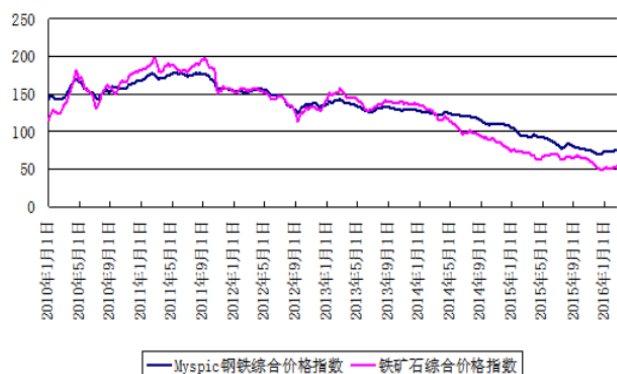


资料来源：慧博资讯，中诚信证评整理

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 年钢矿价跌幅差额为 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: 慧博资讯, 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,但钢矿价跌幅差额缩小,矿价下跌空间被压缩,挤压上游红利消失。同时,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

受钢铁行业下游需求持续疲弱等因素影响, 公司 2015 年生产规模有所缩减, 全年产量同比下降

公司主要从事中厚钢板、热轧板卷、冷轧板卷、钢坯及焦化副产品、炼铁副产品的生产经营,产品用于造船和建筑等领域。从生产设备来看,公司 2015 年产能与上年持平,目前共有 4 座高炉,生铁年产能 750 万吨;3 座烧结机,烧结矿年产能 1,068 万吨;焦炭年产能 360 万吨;钢坯年产能为 801 万吨;轧机钢材产能合计为 715 万吨。

表 1: 截至 2015 年 12 月 31 日公司主要设备产能

生产设备	数量 (座)	产品	产能 (万吨)
焦炉	6	焦炭	360
烧结机	3	烧结矿	1068
200 万吨链篦机回转窑	1	球团矿	200
高炉	4	生铁	750
转炉	6	钢坯	801
轧机	6	钢材	715

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2015 年公司根据市场需求的变化,进行高附加值产品的开发试制,当年完成了正火态桥梁钢 Q370qE、汽轮机用钢板 1812P、1813P 和耐候结构钢板 Q355NH 等 16 个新产品的开发和试制。2015 年受市场需求下降的影响,公司产量均同比减少,

当年公司共生产钢 359 万吨、生铁 352 万吨、钢材 330 万吨，分别同比减少 17.3%、20.6% 和 17.7%。总体看，受钢铁行业景气度低迷和下游需求不振影响，公司产量下降幅度较大，产能利用不足，面临较大的产能释放压力。

表 2：2014~2015 年公司生产情况

	2014 年	2015 年	增减幅度
	产量 (万吨)	产量 (万吨)	
生铁	443	352	-20.6%
钢	434	359	-17.3%
钢材	401	330	-17.7%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司铁矿石对外依赖度依然较高，但受益于原材料价格走低，短期内成本控制压力有所缓解

公司生产所需原材料主要为铁矿石、煤炭和废钢等。2015 年，随着产出规模的减少，公司原材料采购数量呈下降趋势。2015 年公司共采购铁矿石 562.23 万吨、煤炭 307.80 万吨和废钢 7.28 万吨，与上年相比，前两者降幅分别为 22.58% 和 16.43%，废钢同比增加 36.02%。

表 3：2013~2015 年公司主要原材料采购情况

单位：万吨

	2013 年	2014 年	2015 年
铁矿石	840.68	726.20	562.23
焦煤	377.00	293.90	250.10
喷煤	87.00	59.63	45.92
烧结煤	16.00	14.77	11.78
合金 (大宗)	2.54	3.68	2.83
废钢	30.26	5.35	7.28

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：目前重钢集团下属矿山情况

矿产名称	储量	原矿产能
太和铁矿	已探明的工业储量 2.37 亿吨，矿山总储量约 13.61 亿吨，可采储量为 2.25 亿吨，平均品位为 30.54%	630 万吨/年
綦江铁矿	已探明的工业储量 1,000 万吨，矿山总储量为 1,900 万吨，可开采储量 292 万吨，平均品位为 34.51%	25 万吨/年
接龙铁矿	已探明的工业储量为 3,378 万吨，总储量约为 3,441 万吨，可采储量为 1,551 万吨，平均品位为 36.09%	40 万吨/年
澳大利亚伊斯坦鑫山铁矿	已探明的工业储量 2.1 亿吨，矿山总储量预计为 35.39 亿吨	目前处于停工状态

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司从外部采购炼焦煤，经过冶炼成为焦炭，2015 年公司炼焦 174 万吨，同比减少 19.7%。公司生产所需焦煤主要从外部购买，主要供应商为重庆

公司铁矿石采购渠道主要包括进口矿、国内矿和集团自产矿三部分。2015 年，公司采购铁矿石 562.23 万吨，其中进口矿 458.25 万吨、国内矿 3.65 万吨、集团内供矿 100.33 万吨。就各采购来源而言，2015 年，集团内供矿供应比率由上年度 21.35% 下降至 17.85%，进口矿占公司铁矿石的采购比重由上年度 72.63% 提高至 81.51%。

表 4：2014~2015 年公司铁矿石采购情况

单位：元/吨、万吨

	2014 年		2015 年	
	采购价格	采购数量	采购价格	采购数量
国内矿	1220.19	43.76	597.4	3.65
集团自产矿	723.46	155.02	505.72	100.33
进口矿	841.60	527.41	478.88	458.25
合计	-	726.19	-	562.23

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

重钢集团目前控制的矿山包括太和铁矿、綦江铁矿、接龙铁矿以及澳大利亚伊斯坦鑫山铁矿等。2015 年，公司主要使用进口矿，相应的采购比重上升。从采购价格来看，当年进口矿价格降幅较大，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。

市能源投资集团有限公司、四川观池实业集团有限公司、上海宝顶能源有限公司和中船工业成套物流公司等，采购渠道较为稳定。2015 年，公司焦煤采

购量为 250.10 万吨，较上年减少 43.80 万吨。

总体来看，公司目前原材料供应稳定，但公司铁矿石进口依存度较高，需关注铁矿石等原材料后续价格波动所带来的成本压力。

公司产品销量进一步下滑，且受钢材价格大幅下降影响，收入成本继续倒挂，盈利能力持续恶化

2015 年钢铁下游需求增速的放缓对公司的产品销售造成影响，公司全年钢材销量大幅下滑，年度销量合计 341.20 万吨，同比减少 7.12%。其中，热卷销量为 191 万吨，同比减少 4.5%；板材销售量为 143 万吨，同比减少 11.73%。

表 6：2014~2015 年公司主要产品销量

单位：万吨、%

	2014 年	2015 年	同比
热卷	200	191	-4.50
板材	162	143	-11.73
其他	5	4	-
合计	367	338	-7.90

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从销售方式看，2015 年公司均通过直销的方式销售钢材。就客户集中度而言，2015 年前 5 名最大客户合计占比 48%，与上年持平，客户集中度仍旧较高。

表 7：2013~2015 年公司直销、分销占比情况

	2013 年	2014 年	2015 年
直销	96.11%	65%	100%
分销	3.89%	34%	-
其它	-	1%	-
合计	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

价格方面，2015 年，钢铁行业较低的市场景气度对钢材产品销售价格造成影响，公司各项产品价格出现不同程度下滑。2015 年，公司钢材价格平均销售价格为 2,267 元/吨，同比降低 25.87%。

表 8：2014~2015 年公司主要产品销售价格情况

单位：元/吨、%

	2014 年	2015 年	同比
热卷	2,918	1973	-32.39
板材	3,244	2677	-17.48
钢坯	2,428	1672	-31.14
冷轧板	3,195	-	-
合计	3,058	2267	-25.87

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

产品销量和销售价格的降低，使得公司 2015 年产品销售总收入继续降低，当年营业收入为 83.50 亿元，同比减少 31.81%。从成本支出来看，原材料、能源、人工等各项支出具有一定刚性，2015 年公司营业成本为 105.09 亿元，同期毛利率为-25.86%，同比降低 22.36 个百分点。

整体看，受行业经营环境影响，近两年公司经营收入较 2013 年大幅下滑，收入成本继续呈现倒挂状态，公司盈利能力弱化。中诚信证评认为，未来短时间内钢铁行业仍将处于产能过剩、竞争激烈态势，下游市场需求大幅增长的可能性较低，行业景气度依然低迷，公司仍面临一定的经营压力。

财务分析

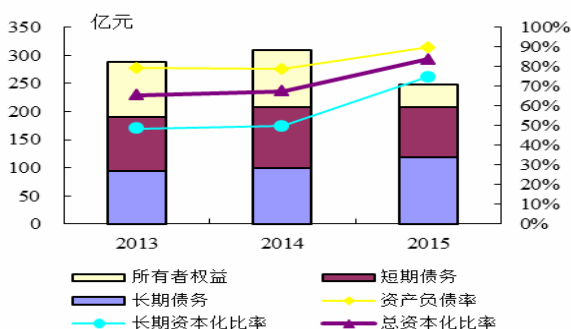
以下分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2013~2014 年财务报告，经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年财务报告。

资本结构

2015 年，受钢铁市场持续恶化影响，钢材产品销售价格和钢材主要原料采购价格均大幅下跌，公司对存货计提跌价损失，存货规模大幅萎缩，资产规模收缩。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 392.28 亿元，同比减少 16.81%。截至 2015 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 40.08 亿元，同比减少 59.89%，自有资本实力大幅减弱。

从债务规模看，2015 年，公司总债务规模为 207.90 亿元，较 2014 年减少 0.35%。2015 年末资产负债率和总资本化率分别为 89.78%和 83.84%，较上年分别增长 10.97 个百分点和 16.22 个百分点，与同行业钢铁企业相比，公司的资产负债率和总资本化比率仍处于较高水平。

图 5：2013~2015 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 9：截至 2015 年 12 月 31 日钢铁行业部分

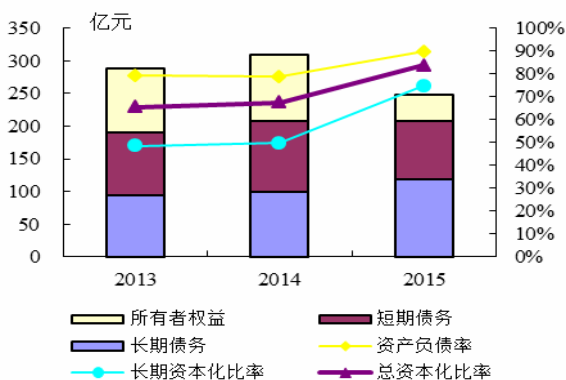
上市公司资本结构比较

	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比 率 (%)
宝钢股份	2341.23	47.83	16.88
鞍钢股份	885.96	50.7	22.84
马钢股份	624.54	66.79	40.17
重庆钢铁	392.28	89.78	83.84
华菱钢铁	764.99	86.05	70.58
凌钢股份	152.99	66.64	43.41

数据来源：慧博资讯，中诚信证评整理

从债务结构看，2015 年，公司债券展期，从一年内到期非流动负债转回至应付债券，并且偿还了部分应付工程设备款等，短期债务有所减少；但公司债券的转回使得长期债务扩张。截至 2015 年 12 月 31 日，公司长期债务和短期债务分别为 118.38 亿元和 289.52 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）降至 0.76 倍。

图 6：2013~2015 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

未来资本支出方面，受近年来市场低迷及自身盈利情况不佳的负面影响，公司 2016~2017 年无大额的资本性支出计划，相关技改项目暂定于 2018~2019 年执行。

表 10：公司未来资本性支出计划

单位：万元

项目	2016	2017	2018	2019
冶炼系统提质改造	0	0	480	480
VD 真空精炼炉	0	0	3000	3000
5#铸机提档升级改造	0	0	2400	2400
6#铸机系统改造	0	0	335	335
7#铸机系统改造	0	0	575	575
5#铸机翻滚冷床	0	0	400	400
6#铸机翻滚冷床	0	0	400	400
配套系统改造	0	0	1980	1980
线材加热炉改造	0	0	2000	2000
线材轧线升级改造	0	0	4000	4000
棒材优质圆钢生产线升级改造	0	0	3250	3250
大型圆钢生产线升级改造	0	0	5200	5200

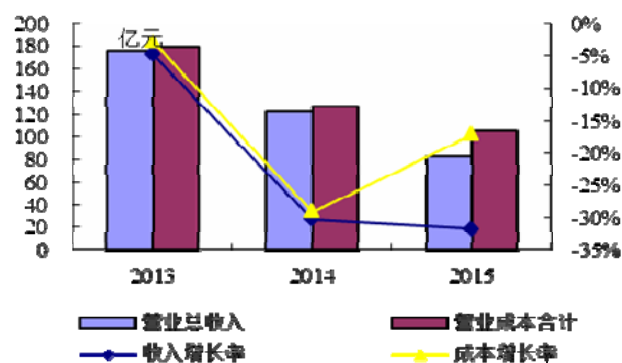
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

综合而言，虽然公司债务规模有所下降，且以长期债务为主，但资产负债率仍处于较高水平，财务杠杆比率较高，财务结构稳健性欠佳。

盈利能力

2015 年，公司钢材销量及售价下滑，使得整体收入规模大幅下降，当年公司营业总收入 83.50 亿元，同比减少 31.81%。受铁矿石、煤等原材料价格下降等因素影响，公司的营业成本亦较上年降低，但降幅小于收入降幅，使得当期营业毛利率继续下滑。2015 年公司毛利率为-25.86%，同比降低 22.36 个百分点，公司盈利能力持续减弱。

图 7：2013~2015 年公司收入成本情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 11: 截至 2015 年 12 月 31 日钢铁行业部分

上市公司盈利指标比较		
	毛利率 (%)	三费收入占比 (%)
宝钢股份	8.87	7.22
鞍钢股份	6.24	10.36
马钢股份	-0.84	6.62
重庆钢铁	-25.86	33.29
华菱钢铁	2.81	12.31
凌钢股份	3.16	8.78

数据来源: 慧博资讯, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2015 年受钢材产品销量下降的影响, 公司人工成本、运费和船检费等销售费用支出较上年减少 5.67%; 人工成本、修理费及停产损失使得管理费用同比增加 77.86%; 当期利息支出的减少使得全年财务费用有所下降, 公司 2015 年共发生财务费用 12.65 亿元, 同比减少 5.73%。受管理费用上升的影响, 2015 年公司期间费用同比增长 19.96%, 为 27.80 亿元, 三费收入比为 33.29%, 在同行业中处于较高水平, 公司费用控制力度有待提高。

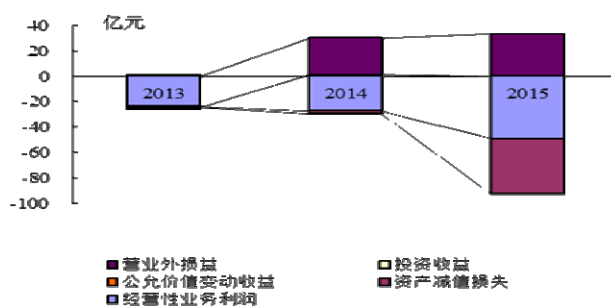
表 12: 2013~2015 年公司三费收入比情况

	单位: 亿元、%		
	2013 年	2014 年	2015 年
销售费用	3.49	2.64	2.49
管理费用	8.54	7.12	12.67
财务费用	8.41	13.42	12.65
三费合计	20.44	23.18	27.80
三费收入占比	11.64	18.92	33.29

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额来看, 2015 年公司收入成本倒挂加剧, 经营性业务持续亏损; 且因存货跌价影响, 当年计提资产减值损失 43.45 亿元。此外, 2015 年重庆市长寿区城乡统筹开发(集团)有限公司豁免公司欠付的部分债务, 公司确认债务重组收益 23.50 亿元, 并取得贷款贴息、环保搬迁补助及产业发展资金等政府补贴 9.69 亿元, 弥补部分亏损, 2015 年公司利润总额为-59.69 亿元。

图 8: 2013~2015 年公司利润总额情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

整体来看, 收入的大幅下滑使得公司经营性业务继续处于亏损状态, 且亏损幅度加大, 盈利能力持续下降。

偿债能力

2015 年, 公司债务重组, 并取得了大量的政府补助, 对其利润形成一定补充, 但当年利润总额仍降至-59.69 亿元。受大幅亏损影响, 公司当年 EBITDA 由上年度 24.46 亿元降至-34.50 亿元, EBITDA 利息保障倍数以及总债务/EBITDA 指标分别为-2.67 和-6.03。现金流方面, 2015 年公司经营亏损, 并适度支付供应商的应付款项, 增加了经营活动净流出, 全年经营性现金净流出 16.78 亿元, 经营活动净现金流/总债务为-0.08。整体看, 公司偿债能力指标趋弱。

表 13: 2013~2015 年公司偿债能力分析

	单位: 亿元		
	2013 年	2014 年	2015 年
经营活动净现金流	19.55	27.97	-16.78
EBITDA	-20.51	24.46	-34.50
总债务/EBITDA	-9.25	8.53	-6.03
EBITDA 利息保障倍数	-10.92	1.69	-2.67
经营活动净现金流/总债务	0.10	0.13	-0.08
经营活动净现金流利息保障倍数	10.41	1.93	-1.30

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

银行授信方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司拥有银行综合授信额度 168.2 亿元, 尚未使用额度为 7.9 亿元。或有事项方面, 截至 2015 年末, 公司对外担保余额合计 8.11 亿元, 占公司净资产的 20.23%; 未决诉讼方面, 截至 2015 年末, 公司共涉诉讼案件 68 起, 涉诉金额约 9.7 亿元, 其中主要未决诉讼 3 起, 涉诉金额约 2.09 亿元, 面临一定或有

负债风险。

总体来看，公司财务杠杆比率仍处于较高水平，债务负担仍然较重，营业毛利率水平继续下降，盈利能力持续下降，公司仍面临一定偿债压力。

担保实力

业务运营

重庆渝富是重庆市国资委下属企业，成立之初以不良资产处置、金融资产管理和以资本运作推动市属国企重组为主要职能，经过多年发展，公司逐步转型为以产业类和金融类投资为核心的综合性投资主体，目前主要从事产业投资、金融类企业投资、不良资产处置、土地储备等业务。

从产业投资业务看，重庆渝富通过不良资产处置以及对工业、科技、能源、金融等产业进行的战略投资，先后投资设立和参股多家公司及企业，并取得较好的投资收益。截至 2015 年 9 月末，重庆渝富长期股权投资余额为 132.33 亿元，当年 1~9 月共取得投资收益 150.79 亿元，较上年同期增长 1473.17%。

金融类企业投资方面，重庆渝富投资的金融类企业主要包括银行、保险、证券、担保和租赁公司。产业类投资方面，重庆渝富投资的产业类企业主要涉及通信设备、能源开发、对外经贸、矿业等方面，行业分布较为广泛。

表 14: 截至 2015 年 9 月 30 日公司金融类企业投资情况

单位: 万元、%

类别	企业名称	股本	持股比例	股权市值
持牌金融机构	重庆银行	270523	15.05	178732
	重庆农商行	93000	6.77	225728
	西南证券	546510	26.99	1157817
	安诚保险	407600	17.55	86720
	汽车金融	50000	39.00	20784
类金融机构	三峡担保	300000	50.00	244287
	进出口担保	242000	60.00	184805
	兴农担保	300000	60.000	102733
	重庆再担保	100000	53.33	44645
	谈石担保	10000	8.54	817
	银海租赁	120000	60.87	84320
	谈石租赁	6690	8.54	578
	谈石小贷	9542	8.54	796
	金交所	7200	36.39	2480
	药交所	10000	34.00	3516
金融信息服务机构	农交所	24000	20.42	4507
	股份转让中心	15625	32.00	6162
	金融后援	100000	36.00	22327
	惠民金融	4500	33.00	1603
	香港公司	4931	100.00	27698

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

不良资产处置业务方面，重庆渝富购买了银行、证券等金融机构、企业的不良资产包。土地储备方面，重庆渝富土地储备的范围主要包括市政府为工业结构调整和发展安排的政策性储备；国有企业“退二进三”、环保企业搬迁及破产企业土地的收购储备；其他闲置土地的收购储备。

表 15: 截至 2015 年 9 月 30 日公司不良资产处置情况

单位: 亿元

资产分类	不良资产总额	收购成本	处置收入
工行市级不良资产包	80.00	16.96	23.02
工行区县不良资产包	26.79	4.76	5.08
重庆银行 12.5 亿元不良资产包	12.5	12.5	12.5
重庆银行 10 亿元不良资产包	10	10	10
万贯公司资产包	8.93	0.31	0.31
农信社 7.43 亿元资产包	7.43	7.43	7.43
农信社 1.95 亿元资产包	1.95	1.95	1.95
四联集团不良资产包	1.5	0.33	0.33
合计	149.1	54.24	60.62

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总的来说，公司金融股权资产质量较高，而且持有部分重庆市国有企业的股权，在资本市场和产业投资方面的经营实力不断增强；另外，公司通过对重庆市国有企业不良资产处置，形成了大量土地储备和优质股权资产。未来公司将逐步转型为大型投资控股企业，并拓展业务区域。

财务分析

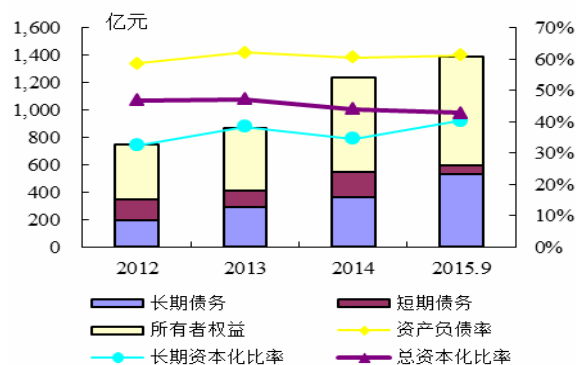
以下分析基于公司提供的分别经立信会计师事务所、北京永拓会计师事务所、北京永拓会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年财务报告，以及未经审计的 2015 年 9 月财务报表。

从收入情况来看，重庆渝富的营业收入主要来自主营业务收入和利息收入、手续费及佣金收入，其中，主营业务收入主要来自土地收购开发和不良资产处置；利息收入、手续费及佣金收入主要来自子公司西南证券。2015 年 1~9 月，重庆渝富实现营业收入 75.96 亿元，同比减少 22.11%。其中土地收购开发和不良资产处置收入 27.17 亿元，同比减少 63.22%；利息收入 13.87 亿元，同比增加 41.27%；手续费及佣金收入 34.92 亿元，同比增加 152.56%；另外，作为公司收益的主要来源，当期公司获得投资收益 150.79 亿元，同比增加 1474.01%。

资本结构方面，重庆渝富资产主要为流动资产，2015 年 9 月末流动资产占资产总额的比重为 70.24%，其中货币资金、存货、交易性金融资产、应收账款、其他应收款和其他流动资产等是流动资产的主要构成。2015 年 1~9 月，受货币资金、其他应收款和其他流动资产大幅增长影响，重庆渝富 9 月末流动资产较年初增加 15.97%。重庆渝富的非流动资产主要为长期股权投资、可供出售金融资产和其他非流动资产。2015 年 1~9 月，随着可供出售金融资产和长期股权投资的增加，重庆渝富 9 月末非流动资产较期初增加 17.08%。整体来看，2015 年 1~9 月，重庆渝富总资产规模继续扩大，期末总资产规模为 2041.62 亿元，较年初增加 16.30%。同期，利润积累使得重庆渝富 2015 年 9 月末所有者权益较期初增加 14.38%，为 792.93 亿元。2015 年 9 月，重庆渝富资产负债率和总资本化比率分别为 61.16% 和 42.83%，较期初分别提高 0.65 个百分点

和降低 1.19 个百分点。

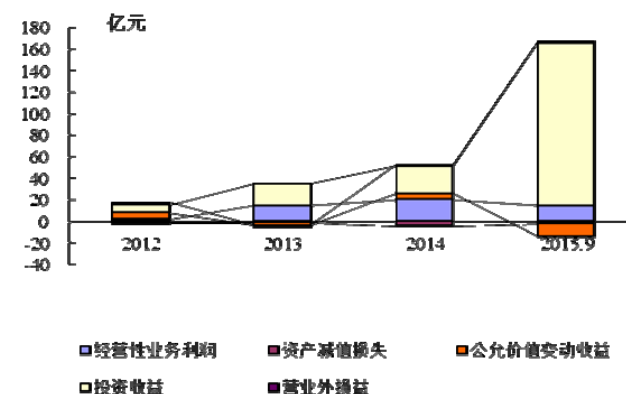
图 9：2012~2015.09 重庆渝富资本结构情况



资料来源：重庆渝富提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，得益于营业成本的下滑，重庆渝富毛利率呈现较快提升，2015 年前三季度毛利率为 70.44%，较 2014 年同期（41.67%）提高 28.77 个百分点。2015 年 1~9 月重庆渝富期间费用总额为 46.43 亿元，三费收入比为 61.12%，较上年同期（32.26%）增加 28.86 个百分点，期间费用控制能力有待提升。利润总额方面，受投资收益的增加，重庆渝富 2015 年 1~9 月利润总额为 153.32 亿元，与上年同期相比，增长幅度高达 397.15%。

图 10：2012~2015.09 重庆渝富利润总额构成



资料来源：重庆渝富提供，中诚信证评整理

从偿债指标看，重庆渝富 2015 年前三季度实现经营性现金流 105.95 亿元，经营活动净现金流/总债务为 0.24，经营性现金流对同期债务的保障能力同比提高。

表 16：2012~2015 年 9 月重庆渝富偿债能力分析

单位：亿元

	2012	2013	2014	2015.09
经营活动净现金流	16.80	-16.05	63.07	105.95
EBITDA	28.10	48.07	65.67	-
总债务/EBITDA	12.43	8.53	8.30	-
EBITDA 利息保障 倍数	2.59	3.02	2.25	-
经营活动净现金流/ 总债务	0.05	-0.04	0.12	0.24
经营活动净现金流 利息保障倍数	1.55	-1.01	2.16	-

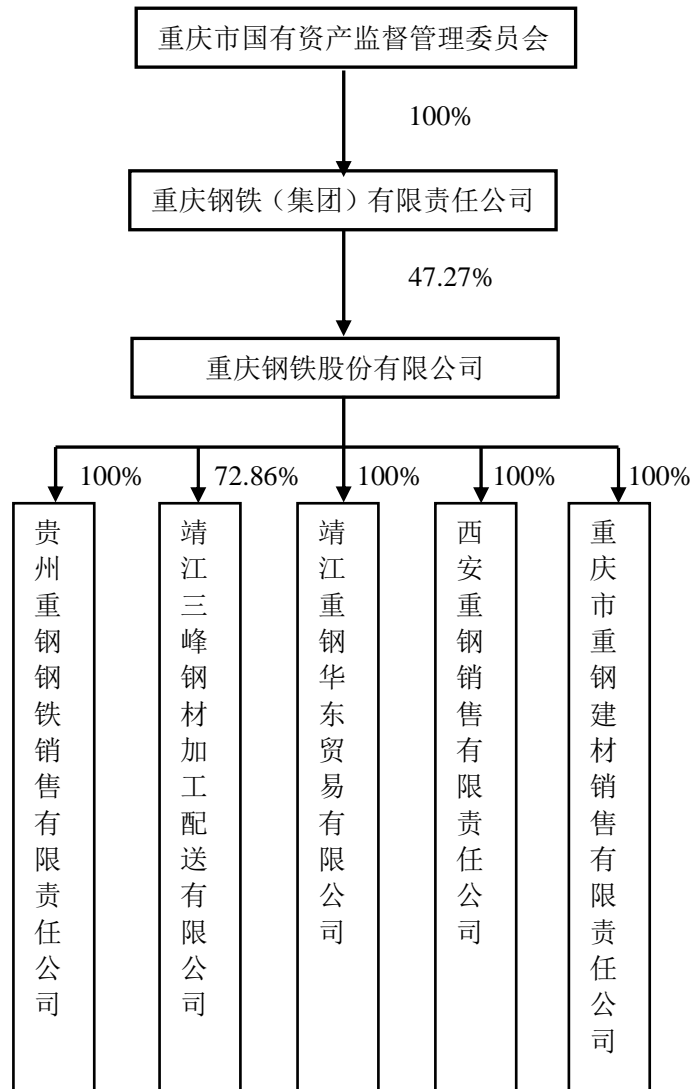
数据来源：重庆渝富提供，中诚信证评整理

总体看，重庆渝富具有良好的盈利能力和很强的综合实力，其提供的全额不可撤销的连带责任保证担保能对本次公司债券按期偿还提供极强保障。

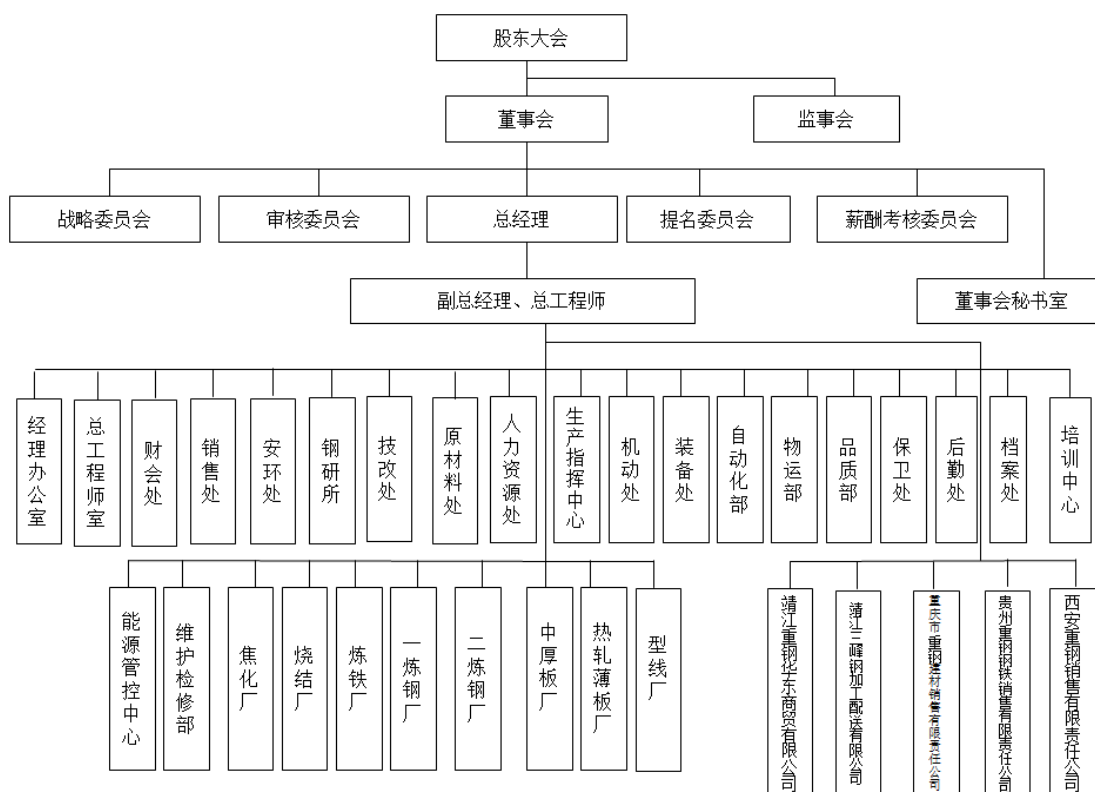
结 论

中诚信证评维持重庆钢铁股份有限公司主体信用等级 **AA-**，评级展望为负面；维持“重庆钢铁股份有限公司 2010 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：重庆钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：重庆钢铁股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：重庆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）	2013	2014	2015
货币资金	155,335.00	124,657.80	92,547.10
应收账款净额	53,590.60	46,902.50	50,320.20
存货净额	879,217.90	799,047.60	277,585.80
流动资产	1,335,155.70	1,268,227.20	433,119.50
长期投资	10,975.20	500.00	500.00
固定资产合计	3,158,255.90	3,165,707.40	3,044,599.40
总资产	4,804,597.70	4,715,243.30	3,922,807.90
短期债务	964,448.80	1,095,482.20	895,181.90
长期债务	1040883.00	1013202.00	1,183,787.00
总债务（短期债务+长期债务）	1,897,012.50	2,086,443.50	2,078,968.90
总负债	3,810,967.40	3,715,930.70	3,521,993.20
所有者权益（含少数股东权益）	993,630.30	999,312.60	400,814.70
营业总收入	1,756,344.60	1,224,505.70	835,002.20
三费前利润	-32,831.20	-43,112.40	-216,029.50
投资收益	-150.50	10,192.60	0.00
净利润	-249,901.80	5,164.30	-598,718.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-205,099.37	244,558.69	-344,963.60
经营活动产生现金净流量	195,533.10	279,678.30	-167,817.90
投资活动产生现金净流量	-208,476.60	-155,947.70	61,320.10
筹资活动产生现金净流量	-274,533.60	-161,190.80	94,654.50
现金及现金等价物净增加额	-287,550.30	-37,291.30	-11,377.20
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	-1.83	-3.50	-25.86
所有者权益收益率（%）	-25.15	0.52	-149.38
EBITDA/营业总收入（%）	-11.68	19.97	-41.31
速动比率（X）	0.17	0.17	0.07
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.13	-0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.20	0.26	-0.19
经营活动净现金/利息支出（X）	10.41	1.93	-1.33
EBITDA 利息倍数（X）	-10.92	1.69	-2.67
总债务/EBITDA（X）	-9.25	8.53	-6.03
资产负债率（%）	79.32	78.81	89.78
总资本化比率（%）	65.63	67.62	83.84
长期资本化比率（%）	51.16	50.35	74.71

注：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。

附四：重庆渝富资产经营管理集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014	2015.09
货币资金	1,800,049.78	1,993,455.71	2,703,351.60	4,844,021.35
应收账款净额	235,937.83	512,628.78	492,809.24	357,699.31
存货净额	3,644,795.14	4,417,087.99	4,544,497.16	4,725,397.97
流动资产	7,366,750.99	9,623,874.41	12,365,329.80	14,339,527.23
长期投资	1,625,005.51	2,000,656.72	4,550,986.30	5,361,631.91
固定资产合计	114,703.70	123,869.41	115,131.97	128,238.43
总资产	9,575,920.27	12,142,904.51	17,555,343.41	20,416,154.79
短期债务	1,581,358.95	1,240,963.53	1,802,335.89	599,277.33
长期债务	1,912,280.69	2,857,693.42	3,649,594.74	5,340,603.88
总债务（短期债务+长期债务）	3,493,639.65	4,098,656.95	5,451,930.63	5,939,881.21
总负债	5,602,431.22	7,548,676.09	10,623,100.53	12,486,904.31
所有者权益（含少数股东权益）	3,973,489.05	4,594,228.42	6,932,242.89	7,929,250.48
营业总收入	639,335.84	1,231,592.44	1,416,216.22	759,592.10
三费前利润	241,103.49	455,793.86	633,993.37	613,212.04
投资收益	71,025.15	199,615.47	253,666.57	1,507,856.46
净利润	147,213.07	284,168.83	411,813.28	1,304,174.75
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	280,972.00	480,713.27	656,716.86	-
经营活动产生现金净流量	167,950.62	-160,515.68	630,676.40	1,059,512.74
投资活动产生现金净流量	-496,898.91	-530,921.12	-1,589,060.54	532,618.14
筹资活动产生现金净流量	632,835.73	837,099.71	1,698,880.34	748,420.64
现金及现金等价物净增加额	303,924.61	145,588.47	740,185.98	2,339,870.29
财务指标	2012	2013	2014	2015.09
营业毛利率（%）	25.18	29.99	36.52	70.44
所有者权益收益率（%）	3.70	6.19	5.94	21.93
EBITDA/营业总收入（%）	43.29	39.03	46.37	-
速动比率（X）	1.10	1.13	1.18	1.45
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	-0.04	0.12	0.24
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	-0.13	0.35	-
经营活动净现金/利息支出（X）	1.55	-1.01	2.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.59	3.02	2.25	-
总债务/EBITDA（X）	12.43	8.53	8.30	-
资产负债率（%）	58.51	62.17	60.51	61.16
总资本化比率（%）	46.79	47.15	44.02	42.83
长期资本化比率（%）	32.49	38.35	34.49	-

注：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；2015年前三季度所有者权益收益率指标经年化处理。

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

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。