



信用等级通知书

信评委函字[2019]G505号

宝山钢铁股份有限公司：

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“宝山钢铁股份有限公司2019年公开发行公司债券”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；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年八月二十九日

宝山钢铁股份有限公司 2019年公开发行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	宝山钢铁股份有限公司
发行规模	本次债券总额不超过人民币200亿元（含200亿元），采用分期发行方式，首期发行规模不超过200亿元（含200亿元）。
债券品种	本次公司债券包括但不限于一般公司债、绿色公司债、可续期公司债等。
债券期限	不超过5年（可续期公司债不受此限制），可以为单一期限品种或多种期限的混合品种。
债券利率	本次公司债券为固定利率，在债券存续期内固定不变，票面利率将由公司与主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
付息方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利。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。
资金用途	扣除发行费用后拟用于满足公司生产经营需要，调整债务结构，补充流动资金和/或项目投资等用途。

概况数据

宝钢股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	1,602.52	1,744.72	1,892.45	1,917.03
总资产（亿元）	3,590.68	3,502.35	3,351.41	3,408.04
总负债（亿元）	1,988.15	1,757.62	1,458.96	1,491.02
总债务（亿元）	1,246.03	1,095.47	833.11	894.98
营业总收入（亿元）	2,464.21	2,894.98	3,052.05	654.78
营业毛利率（%）	11.36	14.07	14.99	10.17
EBITDA（亿元）	333.33	460.22	500.55	-
所有者权益收益率（%）	5.83	11.69	12.30	6.15*
资产负债率（%）	55.37	50.18	43.53	43.75
总债务/EBITDA（X）	3.74	2.38	1.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.51	12.44	16.28	-

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、上表中带“*”指标均经年化处理；
3、中诚信证评计算相关债务指标时，将“吸收存款及同业存放”、“拆入资金”、“卖出回购金融资产款”、“短期融资券”及“超短期融资券”调整至短期债务；将“应付融资租赁款”调整至长期债务。

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“宝山钢铁股份有限公司2019年公开发行公司债券”信用等级为AAA，该级别反映了本次债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定宝山钢铁股份有限公司（以下简称“宝钢股份”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。该级别反映了宝钢股份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国内钢铁行业中的龙头地位，雄厚的股东实力、极强的产品竞争力、稳健的资本结构及畅通的融资渠道等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持作用。同时，我们也关注到钢材价格下行、短期债务占比较高和环保风险加大等因素可能对公司整体经营及信用水平产生的影响。

正面

- 钢铁生产规模国内领先。公司系中国宝武钢铁集团有限公司钢铁业务的核心主体，在整合武汉钢铁股份有限公司后，钢铁生产规模优势凸显、行业地位迅速提升，成为国内钢铁龙头企业，2017年和2018年粗钢产量在国内上市公司中位列第一。
- 产品竞争力强。公司主要生产高技术含量、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、高效高牌号无取向硅钢和低温高磁感取向硅钢、镀锡板包装材为代表的战略产品群，在国内冷轧、热轧、厚板和钢管等碳钢产品市场占据绝对领先地位，具有很强的市场话语权。
- 盈利能力提升，经营活动现金流表现良好。近年来受益于钢铁行业回暖，钢材价格持续上涨，加之对成本及费用支出的良好管控，公司盈利能力逐年提升；同时，公司在结算方面具

分析师

米五元 yymi@ccxr.com.cn

胡培 phu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年8月29日

备较强的优势，近年来收现比均维持在 1.10 倍以上，经营活动现金流表现良好。

- 资本结构稳健，融资渠道通畅。2019 年 3 月末公司资产负债率和总资本化比率分别为 43.75%和 31.83%，财务杠杆水平较低。此外，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道通畅；同时，公司银行授信充足，截至 2018 年末共获得综合授信（不含财务公司）额度 2,058.05 亿元，尚未使用额度 1,388.23 亿元。

关注

- 钢材价格下行，公司 2019 年一季度盈利有所下滑。2019 年以来，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，钢材价格面临下行压力，钢企盈利压缩，2019 年一季度公司营业毛利率较上年全年下滑 4.82 个百分点至 10.17%。
- 短期债务占比较高，债务结构有待改善。截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模为 894.98 亿元，其中短期债务占比为 87.37%，债务期限结构有待优化。
- 环保风险加大。在当前环保政策不断趋严的背景下，国家环保政策的变化对公司正常稳定经营及经营合规性带来的不确定性增大，中诚信证评对此予以持续关注。

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。

概 况

发行主体概况

宝山钢铁股份有限公司（以下简称“宝钢股份”或“公司”）成立于 2000 年 2 月，由上海宝钢集团公司（2005 年 10 月更名为宝钢集团有限公司，以下简称“宝钢集团”）独家发起创立；同年 12 月公司初始发行 A 股普通股 18.77 亿股，并在上海证券交易所正式挂牌交易（证券代码：600019）。2005 年 5 月，公司定向增发 50 亿股，用于收购上海宝钢集团公司部分资产和股权，实现钢铁业务一体化。2016 年 9 月 22 日，宝钢集团宣布与武汉钢铁（集团）公司（已于 2017 年 11 月更名为武钢集团有限公司，以下简称“武钢集团”）实施联合重组；同年 11 月 17 日，宝钢集团完成工商变更，正式更名为“中国宝武钢铁集团有限公司”（以下简称“中国宝武”）；2017 年 2 月 27 日，公司完成对武汉钢铁股份有限公司（以下简称“武钢股份”）的换股吸收合并（换股比例为 0.56:1），新增发行 56.53 亿股流通股，武钢股份下属全部资产及业务由公司新设的武汉钢铁有限公司（以下简称“武钢有限”）承接。截至 2019 年 3 月末，公司总股本为 222.76 亿元，中国宝武直接持股比例为 50.73%，为公司控股股东，并通过武钢集团持股 13.39%，合计持股比例为 64.12%，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

目前，公司业务涵盖钢铁制造、加工配送、信息科技、电子商务、化工及金融等，钢铁主业在完成吸收合并武钢股份后，形成了上海宝山、南京梅山、湛江东山、武汉青山四大制造基地，成为中国最大、最现代化的钢铁联合企业，也是国际领先的世界级钢铁联合企业，主要产品广泛应用于汽车、家电、石油化工、机械制造及能源交通等行业。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司总资产 3,351.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,892.45 亿元，资产负债率 43.53%；2018 年公司实现营业收入 3,052.05 亿元，净利润 232.78 亿元，经营活动净现金流 456.06 亿元。

截至 2019 年 3 月 31 日，公司总资产 3,408.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,917.03 亿

元，资产负债率 43.75%；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入总收入 654.78 亿元，净利润 29.47 亿元，经营活动净现金流 13.55 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	宝山钢铁股份有限公司 2019 年公开发行公司债券
发行规模	本次债券总额不超过人民币 200 亿元（含 200 亿元），采用分期发行方式，首期发行规模不超过 200 亿元（含 200 亿元）。
债券期限	不超过 5 年（可续期公司债不受此限制），可以为单一期限品种或多种期限的混合品种。
债券品种	本次债券包括但不限于一般公司债、绿色公司债、可续期公司债等。
票面利率	本次债券为固定利率，在债券存续期内固定不变，债券票面利率将由公司与主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
付息方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利。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	扣除发行费用后拟用于满足公司生产经营需要，调整债务结构，补充流动资金和/或项目投资等用途。

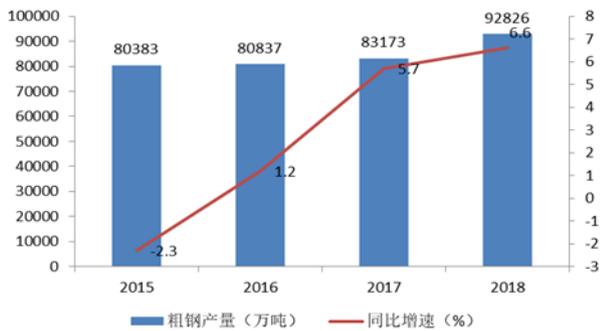
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

钢铁

钢铁行业为典型的周期性行业，发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。2015 年，在宏观经济增速趋缓的态势下，钢铁行业下游需求疲软，寒冬加剧。2016 年，钢铁行业深入推进供给侧改革，大力化解过剩产能，各项政策措施陆续出台，市场出现积极变化。根据中钢协统计数据，2016 年我国粗钢、生铁和钢材累计产量分别为 8.08 亿吨、7.01 亿吨和 11.38 亿吨，分别较上年上涨 0.56%、1.35% 和 1.29%；当年我国粗钢产量占全球粗钢产量的比重约为 49.60%。2017 年，钢铁行业继上年走出低谷后，运行状况继续改善，发展态势稳中向好，2017 年我国粗钢产量 8.32 亿吨，同比增长 5.7%，达到历史最高水平。但考虑到大量“地条钢”产量未纳入统计范围之内，2017 年实际粗钢产量不会高于 2016 年水平。2018 年以来，粗钢产量延续上年增长趋势，全年粗钢产量为 9.28 亿吨，同比增长 6.6%。

图 1: 2015~2018 年我国粗钢产量情况



资料来源: choice 及公开资料, 中诚信证评整理

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。2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元, 同比增长 6.90%, 投资增速明显回升。2017 年以来, 房地产投资因楼市回暖持续增加, 当年全国房地产开发投资 109,799 亿元, 同比增长 7.0%, 增速基本与上年持平; 同期全国商品房销售面积 16.94 亿平方米, 同比增长 7.7%, 商品房销售额 133,701 亿元, 同比增长 13.7%, 年末, 商品房待售面积为 5.89 亿平方米, 较上年末减少 1.06 亿平方米。2018 年, 我国房地产开发投资为 120,264 亿元, 同比增长 9.50%, 房地产投资持续增长, 然而在房地产行业在严厉调控及“住房不炒”的基本定位下, 全国商品房销售面积增速由 2016 年的 22.50% 下滑至 2018 年的 1.30%。在国家对房地产行业未有方向性改变的情况下, 房地产投资或将趋向谨慎。下游汽车行业方面, 据中国汽车工业协会统计, 2016 年我国全年累计生产汽车 2,811.9 万辆, 同比增长 14.46%; 全年销售汽车 2,802.8 万辆, 同比增长 13.65%, 分别高于上年 11.21 个百分点和 8.79 个百分点, 呈现较快增长。2017 年以来, 小排量汽车购置税减半政策逐步取消, 当年我国汽车产销量增速回落, 全年共产销 2,901.54 万辆和 2,887.89 万辆汽车, 同比增长 3.19% 和 3.04%, 增速较上年大幅下滑; 2018 年, 我国汽车产销量分别为 2,780.92 万辆和 2,808.06 万辆, 同比分别下降 4.16% 和 2.76%, 总体表现开始低于年初预期。近年来, 全球造船业持续低迷, 我国造船业形势较为严峻, 呈现出造船完工量大幅波动, 而手持订单持续下降的局面。2016~2018 年, 我国造船完工量分别为 3,530 万载重吨、4,268 万载重吨和

3,458 万载重吨, 同比分别增长-15.6%、20.9% 和 -14.0%; 同期末, 手持订单量分别为 9,961 万载重吨、8,723 万载重吨和 8,931 万载重吨, 同比分别增长-19.0%、-12.4% 和 2.4%。整体看来, 2016 年以来房地产市场投资的回暖以及汽车消费量的增加拉动了上游钢铁需求的增加, 但目前我国处于经济转型期, 经济增速有所放缓, 同时房地产行业受政策调控影响大, 面临一定不确定性, 且目前造船业仍深度低迷, 钢铁行业下游需求未有明显改善, 中诚信证评将对钢材市场需求回暖的持续性保持关注。

供给方面, 2015 年钢铁行业深度低迷导致部分钢厂被迫停产, 2016 年初社会钢材库存量降至近年最低点, 短期内出现供需错配情况; 钢铁行业去产能政策的推进也为整个行业转型脱困提供了较好的外部环境, 2016 年全行业去产能目标为 4,500 万吨, 2016 年 1~12 月全国已累计压减粗钢产能 6,500 万吨, 远超全年任务量。但 2016 年产能淘汰主要集中于落后、无效产能, 随着钢企利润的阶段性回暖, 部分已停产企业恢复生产导致中国钢铁产量尚未明显下降, 反而出现了产能下降产量增长的情况。2017 年《政府工作报告》提出要扎实有效去产能, 再压减钢铁产能 5,000 万吨左右。同时 2017 年环保部发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》和《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》等, 要求京津冀大气污染传输通道上的 26 个城市外加北京和天津 2 个直辖市的政府对相关企业实施环保整治措施。部分省市地方政府对钢铁、建筑、建材和焦炭等行业实行采暖季限产、错峰生产或停产等政策。2018 年 3 月, 政府工作报告提出 2018 年钢铁行业需要再压减钢铁产能 3,000 万吨左右, 并推动钢铁等行业超低排放改造。在落后产能淘汰退出市场、去产能及限产等政策引起的钢市供给紧张情绪和钢材价格震荡上行的影响下, 各大钢厂提高产能利用率, 致使当期全国钢铁产量同比增加。整体来看, 供给侧改革快速推进, 在日益严峻的去产能和环保限产政策驱动下, 产品附加值低、效益低下、环保不达标、区域结构不合理等综合竞争力相

对较低的钢企仍面临较大的经营压力，而高附加值、高效益、环保达标的大型钢企将迎来机遇。

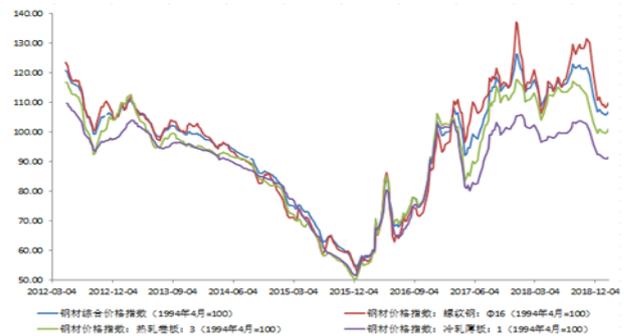
出口方面，受国内钢材价格回升和国际贸易保护主义的双重影响，2016年以来，我国钢材出口量出现下滑，当年全年累计出口钢材1.08亿吨，同比下降3.5%；累计进口钢材1,350万吨，同比下降3.2%；折合净出口粗钢约9,855万吨，同比下降4.4%，占我国粗钢总产量的12.2%。2017年以来国内钢铁市场继续回暖、钢价保持高位运行，加之外部竞争环境没有明显改善，加拿大、印度、美国等国家频频对我国钢铁产品发起贸易救济调查，综合影响下，我国钢材出口延续低迷态势，2017~2018年我国出口钢材7,543万吨和6,933.6万吨，分别同比下降30.5%和8.1%。随着一带一路政策的推进，中国对东南亚等国的出口有望进一步加强，但整体贸易环境尚未改善，出口形势有待持续关注。

钢材价格方面，2016年以来，受到宏观经济政策、供给侧改革及短期钢材社会库存量较低等多因素刺激，钢材需求阶段性回暖，短期内出现供需错配情况，钢材价格大幅反弹，以螺纹钢为例，年末国内均价已由年初的1,996元/吨涨至3,315元/吨，涨幅超过60%；Myspic钢材综合价格指数升至127.70点，同比增长74.86%。2017年以来钢材价格处于高位震荡，短期内受“地条钢”出清以及冬季限产政策等因素影响，钢材价格快速上涨，截至2017年12月末，Myspic综合钢价指数为158.42点，较年初上涨23.99%；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%。

从近期来看，2019年1~3月钢铁产量快速增长，全国生铁、粗钢和钢材（含重复材）产量分别为1.95亿吨、2.31亿吨和2.69亿吨，同比分别增长9.3%、9.9%和10.8%。价格方面，钢材价格呈先降后升态势，钢材价格指数平均为107.73点，同比

下降6.2%，截至3月末，钢材价格指数为109.69点，同比增长0.8%，与年初相比增长2.4%，其中长材价格指数为115.45点，与年初相比增长1.9%，板材价格指数为106.31点，与年初相比增长3.3%。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。

图2：2012年以来国内主要钢材价格指数走势情况



资料来源：Choice 金融终端，中诚信证评整理

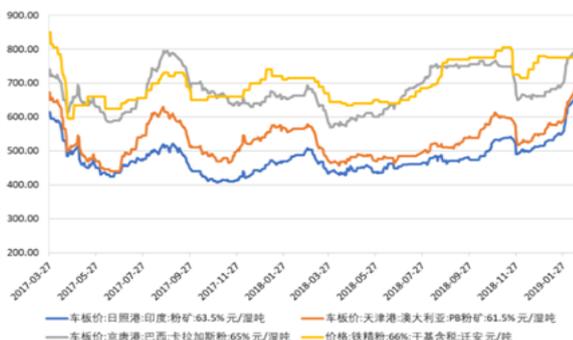
总的来看，受供给侧结构性调整、环保督查、市场需求旺盛等因素共同作用，近年钢材价格持续回升，钢铁行业经营效益逐年提升。但受吨钢毛利较高驱动，企业的生产动力较强，钢铁产量的快速增长将打破原有的供需弱平衡状态，钢材价格将面临一定的下行压力。未来，中诚信证评将持续关注下游市场需求的变化、环保政策的落实及其对钢铁行业生产经营的影响。

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。根据海关总署统计，2016年我国铁矿石进口量为10.24亿吨，同比增加7.5%。2017年，我国铁矿石进口同比增长5.0%至10.75亿吨，进口矿供给进一步增加。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，但预计短期内中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

价格方面，2016 年以来，铁矿石先后受钢材价格持续上涨的传导作用影响及焦煤焦炭市场的价格拉动，价格呈波动上涨态势，截至 2016 年末，国内进口铁矿石（61.5%，澳大利亚 PB 粉-天津港）车板价由年初的 365 元/吨上涨至 665 元/吨。2017 年以来，受钢铁行业景气度较高，钢厂复产动力较强影响，铁矿石价格呈现波动上升态势，但受冬季限产影响，铁矿石库存增加，价格有所下降，截至 2017 年末，进口铁矿石（61.5%，澳大利亚 PB 粉-天津港）车板价由年初的 660 元/吨小幅下降至 540 元/吨；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，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



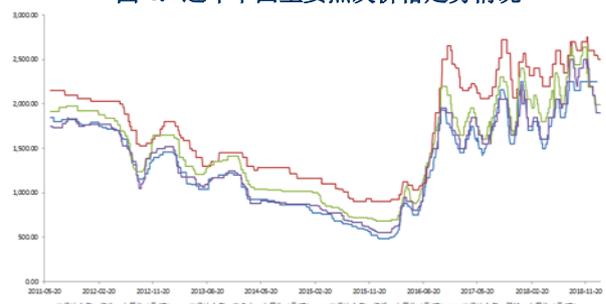
资料来源：Choice 金融终端，中诚信证评整理

焦炭

作为钢材生产所需的主要原燃料之一，据有关部门测算，吨钢成本中焦炭所占比重为 15~20%。

受煤炭产能过剩影响，焦炭价格低位持续了较长时间，这在一定程度上缓解了钢铁冶炼企业的成本压力。但 2016 年二季度以来，276 个工作日生产的规定令煤炭供给日益趋紧，煤炭行业加快去产能节奏，严格落实供给侧改革令产量大幅下降。受此影响，焦炭价格持续上涨，截至 2016 年末，国内二级冶金焦价格约为 2,000 元/吨，较年初价格上涨超过两倍。2017 年一季度，受钢厂焦炭库存量偏高影响，焦炭价格有所下滑；3 月随着环保限产措施的不断发酵，国内钢铁企业高炉开工率居高不下，对焦炭需求处于旺盛状态，焦炭价格开始止跌回升，9 月末国内二级冶金焦价格平均约为 2,200 元/吨；随着雾霾季的到来，环保限产加剧，钢厂和焦企开工受限，焦炭价格开始回落；但进入 12 月，在钢厂以及贸易商补货需求以及焦厂库存消耗共同推动下，焦炭价格回升，截至 12 月 28 日国内焦炭二级冶金焦现货整体价格为 2,266.25 元/吨。进入 2018 年，焦炭价格持续下跌，直至 5 月份有所反弹，后维持波动上涨状态，截至 12 月末，晋城二级冶金焦出厂价为 2,100 元/吨，整体仍延续上年高位波动趋势。短期内受钢材市场景气度回暖以及煤炭行业供给侧改革影响，焦炭价格或将保持较高水平。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，中诚信证评将对此保持关注。

图 4：近年中国主要焦炭价格走势情况



资料来源：Choice 金融终端，中诚信证评整理

整体而言，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，中诚信证评将持续关注主要原材料价格上涨对钢铁企业盈利的影响。

行业政策

2016 年 2 月，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称《意

见》），提出了化解钢铁行业过剩产能、推动钢铁企业实现脱困发展的总体要求、主要任务、政策措施，要求从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿~1.5 亿吨。同时，《意见》对于如何化解过剩钢铁产能，给出了清晰的 3 条路径：一是依法依规退出。严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策，达不到标准要求的钢铁产能要依法依规退出。二是引导主动退出。完善激励政策，鼓励企业通过主动压减、兼并重组、转型转产、搬迁改造、国际产能合作等途径，退出部分钢铁产能。三是拆除相应设备。2016 年 10 月，工信部出台的《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》明确钢铁行业未来五年发展方向：到 2020 年，钢铁工业供给侧结构性改革取得重大进展，实现全行业根本性脱困。

2017 年 3 月，政府工作报告提出 2017 年钢铁行业需要再压减钢铁产能 5,000 万吨左右，且 2017 年以来国家各部委将取缔“地条钢”的行动列为钢铁行业供给侧结构性改革的重中之重，坚决依法彻底取缔“地条钢”违法违规产能，确保 2017 年 6 月底前将其全面取缔，规范钢铁行业生产经营秩序。2017 年上半年我国共取缔、关停“地条钢”生产企业 600 多家，涉及产能约 1.2 亿吨；全年超额完成 5,000 万吨化解钢铁过剩产能目标任务，并清除 1.4 亿吨地条钢，我国用两年时间化解钢铁过剩产能的目标已完成 1 亿吨，进入 5 年目标区间。2018 年 4 月，发改委、工信部等六部门联合印发《2018 年钢铁化解过剩产能工作要点》，列出 2018 年钢铁化解过剩产能工作的 19 个要点，包括确定 3,000 万吨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。按照 3,000 万吨的压减目标，我国将提前完成十三五提出的五年钢铁行业去产能上限目标。

采暖季限产方面，2017 年 3 月，环保部会同其他部委及六省（直辖市）联合发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，要求京津冀大气污染传输通道城市包括河北、山西、山东和河南等省内 26 个城市和北京及天津 2 个直辖市多措并举强化冬季大气污染防治，全面降低区域污染

排放负荷。上述工作方案指出要实施工业企业采暖季错峰生产，重点城市加大钢铁企业限产力度，石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50%。8 月，环保部再次发布《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求 9 月底前涉及的地方政府发布更为具体的行动方案。以山东省为例，山东省含济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽 7 个京津冀大气污染传输通道城市，各市要实施钢铁企业分类管理，根据各企业污染排放绩效水平，按照国家要求的时限对钢铁焦化铸造行业制定错峰限停产方案。2017 年 10 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日，7 个传输通道城市辖区内焦化企业出焦时间均延长至 36 小时以上，位于城市建成区的焦化企业要延长至 48 小时以上。除满足达标排放要求的电炉、天然气炉外，济南、淄博、济宁、泰安、莱芜、德州、聊城、滨州、菏泽 9 市其他铸造企业采暖季全部实施停产，特殊情况确需生产的，应报设区市政府批准；电炉、天然气炉在黄色及以上重污染天气预警期间应停产。虽然 2018 年 3 月“2+26”城市采暖季限、停产时期结束，但邯郸、唐山地区相继发布了延长采暖季限产或非采暖季错峰生产方案，将在一定程度上继续限制生铁产量。同时，2018 年 2 月河南省率先发布《关于印发河南省 2018 年大气污染防治攻坚战实施方案的通知》，该文件明确自 2018 年 10 月 1 日起，河南铁合金、焦化和钢铁企业的炼铁、炼钢、轧钢工序全面执行国家大气污染物特别排放限值规定；2018 年采暖季对全省钢铁企业实施限产 30% 以上（含轮产）。

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，但环保政策高压下，钢铁行业供给量及供给结构有望得到调整，并将助力于行业供给侧改革的较好实现。

整体而言，近年国家针对钢铁行业产能严重过剩的情况，密集出台相关产业政策，有助于行业整体产能的控制和落后、过剩产能的逐步退出，缓解行业产能过剩压力，但产能退出、结构调整是长期过程，目前我国钢铁行业产能利用率仍有待提高，短期内难以改善钢铁行业供求状况。

综上，受供给侧结构性调整、环保督查、市场需求回暖等因素共同作用，钢铁行业景气度持续回升，但受国内经济增速放缓的影响，需求端改善的持续性仍有待观察，同时产能过剩矛盾依然突出，钢铁企业盈利能力好转的持续性有待关注。目前在政策与资金双重压力下，产能退出、结构调整和产业升级仍是钢铁行业未来发展方向，政策的具体落实与执行仍是改革重点。

竞争实力

宝武协同效应显现，行业地位提升

整合武钢后，中国宝武的钢铁规模优势和行业地位迅速提升，2017 年及 2018 年中国宝武粗钢产

量跃居中国第一位、全球第二位。目前，公司拥有上海宝山、武汉青山、南京梅山和湛江东山四大基地，辐射华东、华中、华南等市场范围。此外，公司拥有健全、可控、高效的营销网络，客户构成中战略用户和直供用户比例较高。未来，随着宝武的不断融合，公司钢铁主业规模效应更加明显，产品结构亦将进一步优化。此外，产品研发及销售网络等方面的共享将有助于公司优化资源配置，为可持续发展提供有力保障，未来公司整体竞争实力有望进一步提升。

表 2：2018 年全球钢铁企业集团排名（万吨）

排名	钢铁企业	属地	粗钢产量
1	安塞乐米塔尔	比利时	9,642
2	中国宝武	中国	6,743
	其中：宝钢股份	中国	4,850
3	新日铁住金	日本	4,922
4	河钢集团	中国	4,680
5	浦项制铁	韩国	4,286
6	沙钢集团	中国	4,066
7	鞍钢集团	中国	3,736
8	JFE 钢铁	日本	2,915
9	建龙集团	中国	2,788
10	首钢集团	中国	2,734

资料来源：中诚信证评根据世界钢铁协会资料整理

技术实力领先，产品市场竞争力强

公司具有雄厚的研发实力，近年在产品开发、技术进步等方面不断取得进展，其中耐蚀马氏体不锈钢复合板、低噪音取向硅钢、极低铁损取向硅钢、超高强合金化热镀锌汽车板四项产品实现全球首发，并通过互联网、云计算、大数据等新技术与全供应链的深度融合，积极探索推进智慧制造。2017 年和 2018 年公司研发投入分别为 53.50 亿元和 70.31 亿元，研发投入达到同期营业收入的 1.85% 和 2.30%；同期申报国内专利 1,246 件和 1,115 件，其中发明专利申请占比为 74% 和 88%，持续的研发投入为公司产品保持行业领先地位奠定了基础。

公司主要生产高技术含量、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、高效高牌号无取向硅钢和低温高磁取向硅钢、镀锡板包装材为代表的战略产品群，在国内冷轧、热轧、厚板和钢管等碳钢产品市场占据主导地

位。2018 年公司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，冷轧汽车板持续保持 50% 以上的国内市场份额，其钢铁产品的定价已经成为中国乃至亚洲市场的价格风向标，具备极强的市场话语权。

资本结构稳健，融资渠道畅通

作为我国钢铁行业龙头企业，公司积极响应国家去杠杆的政策导向，资产负债率维持在 50% 左右的水平，长期低于大中型钢铁企业的平均负债水平，并为未来进行生产基地投建和生产线的升级改造提供了良好的可融资空间。公司融资渠道畅通，近年来在股权、债权以及国内外市场均具备成熟的融资渠道，在融资成本方面亦具备很强的议价能力。公司与工行、农行、中行、建行及国开行等金融机构均保持了良好的业务合作关系，截至 2018 年末，公司共获得综合授信额度（不含财务公司）合计 2,058.05 亿元，其中尚未使用额度 1,388.23 亿元；同时，公司及子公司上海宝信软件股份有限公司（以下简称“宝信软件”，证券代码 600845）均为 A 股上市公司，具有良好的股权融资渠道。融资成

本方面，2018 年公司短期借款中人民币借款年利率为 2.915%~4.785%、美元借款年利率为一个月 LIBOR+0.4% 至三个月 LIBOR+2.25%、欧元借款年利率为 0% 至 1.80%、韩元借款年利率为 2.9%~3.1%（2017 年公司短期借款中人民币借款年利率为 3.350% 至 4.785%、美元借款年利率为一个月 LIBOR+0.4% 至三个月 LIBOR+2.45%、欧元借款年利率为 0.05% 至 1.10%），公司在获取境内外低成本融资方面具备很强的优势。

总体来看，公司是我国钢铁行业领军企业，具备很强的技术优势与研发实力，产品市场竞争力强；同时资本结构稳健，融资渠道畅通，且整合宝钢有限后行业地位进一步提升，具备极强的竞争和抗风险能力。

业务运营

公司是中国钢铁行业的龙头企业，主要钢材产品包含热轧板、宽厚板、冷轧板、钢管、钢坯及线材等，同时从事与钢铁主业相关的加工配送、化工、信息技术、金融等业务。

表 3：2016~2019.Q1 公司主营业务收入及毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017		2018		2019.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
钢铁制造	1,487.48	13.53	2,173.31	14.18	2,307.54	16.03	507.35	8.97
加工配送	2,128.47	2.86	2,713.11	2.61	2,989.62	2.22	652.53	2.06
其他	508.98	3.99	179.71	16.52	129.09	22.19	34.33	18.99
行业间抵销	1,659.46	-	2,169.58	-	2,372.90	-	539.34	-
合计	2,465.47	11.24	2,896.55	14.17	3,053.35	15.09	654.87	10.26

注：1、上表中主营业务收入合计数根据公司 2016-2018 年年度报告整理，与审计报告附注主营业务收入合计数有微小差异，系统口径不一致导致；

2、上表中 2016 年数据系采用 2017 年年度报告的期初调整数。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

钢铁生产

公司钢铁业务生产涉及烧结、焦化、炼铁、炼钢及轧钢等全工艺流程，合并武钢股份之后，形成了上海宝山、武汉青山、湛江东山、南京梅山四大生产基地，并采用多基地管理模式，通过统一营销、统一采购、统一研发的方式充分发挥规模效应。在未来的宝武融合中，公司还将继续统一生产标准、信息系统平台、财务核算等，使四大基地协同发展，最终实现产品同质、成本最优、效率最高。

公司生产设备建立在当代钢铁冶炼、冷热加工、液压传感、电子控制、计算机和信息通讯等先进技术的基础上，具有大型化、连续化、自动化等特点，处于世界钢铁行业领先地位。此外，公司积极探索推进智慧制造，通过互联网、云计算、大数据等新技术与全供应链的深度融合，实现决策分析从数据仓库向大数据中心迁移、供应链从局部协同向全局优化转变、装备从自动化向智能化过渡。2018 年公司智慧制造取得实质性进展，建成启用

全球首套多座大型高炉控制中心，实现对宝山基地4座高炉的集中化操作控制与生产管理；宝山基地4#转炉实现全自动出钢，实现了真正意义上的“一键炼钢+全自动出钢”工艺贯通，取得大型转炉“智慧炼钢”关键瓶颈突破。同时，公司还投运了占地逾6万平方米，国内面积最大、智能化程度最高的钢制品无人化仓库，智能生产链条向下游不断延伸。

表 4：截至 2018 年末公司主要设备产能（万吨/年）

产能	设备名称	数量	产品种类	产能
炼铁	高炉	8 座	生铁	4,627.66
炼钢	转炉	14 座	粗钢	5,022.60
	电炉	4 座		
轧钢	热轧机组	5 套	热轧材	1,916.00
	冷轧机组	34 套	冷轧材	2,110.78
	宽厚板机组	1 套	宽厚板	247.00
	钢管机组	6 套	钢管	225.60
	线材机组	1 套	线材	110.00
	轨梁机组	1 套	型材及棒材	105.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司钢铁产能规模优势显著，四大基地辐射华东、华中、华南等区域，截至 2018 年末具备生铁总产能 4,627.66 万吨/年、粗钢总产能 5,022.60 万吨/年及钢材总产能 4,704.38 万吨/年。此外，2018 年，公司湛江东山基地已正式启动二期工程 3 号 5050m³ 高炉系统建设工作，用于置换集团内部落后产能，预计新增粗钢产能约 400 万吨，同时将配套建设热轧产线，公司高端产品的生产能力有望进一步加强。

产量方面，随着武钢股份的合并及行业环境的回暖，公司生铁、粗钢、钢材产量规模均呈小幅增长趋势，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月生铁产量分别为 2,661.30 万吨、4,520.73 万吨、4,592.00 万吨和 1,122.00 万吨；粗钢产量 2,744.90 万吨、4,705.31 万吨、4,849.50 万吨和 1,183.90 万吨；钢材 2,374.00 万吨、4,538.00 万吨、4,675.00 万吨和 1,138.00 万吨，设备综合产能利用率近两年基本稳定在 90% 以上水平。

表 5：2018 年主要钢铁上市公司钢材产销对比

单位：万吨、%

公司名称	产量	销量	产销率
宝钢股份	4,675	4,710	99.26
河钢股份	2,578	2,559	100.74
鞍钢股份	2,413	2,410	100.12
马钢股份	1,871	1,873	99.89
首钢股份	1,470	1,469	100.07
山东钢铁	832	944	88.14

资料来源：Choice 金融终端，中诚信证评整理

产品结构方面，公司采取差异化产品战略，建立了以高端板材为核心的产品结构，形成汽车用钢、电工钢、能源与管线用钢、高等级薄板、镀锡板和高等级厚板产品等六大战略产品，凭借先进的技术实力及工艺水平，多个产品在国内市场拥有很强的竞争优势。热轧和冷轧碳钢板卷是公司的核心产品，2016~2018 年热轧碳钢板卷产量分别 959.00 万吨、2,101.00 万吨和 2,027.00 万吨，冷轧碳钢板卷分别为 987.00 万吨、1,705.00 万吨和 1,845.00 万吨，两类核心产品合计产量占钢材产量的比例近 80%。

表 6：2016~2019.Q1 公司钢铁产品产量情况

单位：万吨

产量	2016	2017	2018	2019.1~3
生铁	2,661.30	4,520.73	4,592.00	1,122.00
粗钢	2,744.90	4,705.31	4,849.50	1,183.90
钢材	2,374.00	4,538.00	4,675.00	1,138.00
-冷轧	987.00	1,705.00	1,845.00	-
-热轧	959.00	2,101.00	2,027.00	-
-钢管	152.50	197.00	224.00	-
-其他	275.50	535.00	579.00	-

注：上表中 2016 年数据不含武钢有限。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

成本控制方面，近年来公司大力推进降本增效，主要通过系统降本、技术降本、协同降本和管理降本等手段，使各种消耗、能耗以及费用等大幅改善，2016~2018 年累计削减成本 192 亿元，成本削减成效显著，为经营业绩持续提升做出重要贡献。

节能减排方面，公司坚持建设城市型钢厂典范，打造钢铁绿色产业链，通过节能环保技术与装备升级、余热利用、清洁能源使用、前沿技术开发

等构建升级版绿色工厂；通过发展城市节能减碳服务、废弃物消纳、生态产品输出等构建都市生态和谐为基础的示范型城市钢厂。2018 年公司通过保持环保技改高强度投入、推进固废加工处置工作、坚持建设城市型钢厂典范、加大在线监测力度四大举措提高生产运营中的环保指标，使其在钢铁行业环保严监管背景下处于有利位置，对可持续经营能力提供了良好的支撑。

总体来看，2017 年以来，随着武钢股份的重组并入和湛江基地的顺利投产，公司钢铁生产规模优势和行业地位进一步夯实，同时以高端板材为主的产品结构及先进的工艺技术水平保证了其在国内市场的领先地位。

原材料供应

公司钢铁业务生产所需的原材料主要为铁矿石、煤炭以及合金原料等，以集中采购模式为主，能有效地降低采购成本，实现战略采购的规模效应。

表 7：近年来公司主要原燃料采购量（万吨）

	2016	2017	2018	2019.1~3
进口原燃料				
铁矿石	4,022.90	7,259.00	7,076.00	1,822.50
煤炭	410.40	479.60	460.00	101.10
国内采购				
铁矿石	515.50	400.50	810.20	111.90
煤炭	1,973.70	3,335.60	3,370.20	812.80
碳钢废钢 (含生铁)	152.80	322.90	403.20	114.80
石灰石	362.30	551.40	510.60	395.30
铁合金	39.10	68.30	60.30	17.70

注：上表中 2016 年数据不含武钢有限。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从铁矿石供应方面来看，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司铁矿石总采购量分别为 4,538.40 万吨、7,659.50 万吨、7,886.20 万吨及 1,934.40 万吨，其中进口铁矿石采购占比近 90%。公司与 BHPBilliton、RIOTINTO 和 CVRD 等主要供货商签订长期供货协议，长协矿可匹配年产超过 3,000 万吨生铁的需求，为公司提供了可靠的原材料供应保障。此外，为保证原料供应，公司控股股东中国宝武与 CVRD 采取固定收益方式投资矿山项目，并签

署了合作矿山矿石的长期供应协议，合作矿山年均供应公司 600 万吨铁矿石。

表 8：中国宝武下属合资矿山情况

合作项目	宝华瑞
合作方	CVRD
合资期限	2001~2021 年
持股比例	50%
所采矿山	巴西 AGUALIMPA 铁矿,可采储量 1.6 亿吨
矿石供应	自 2002 年供应公司 600 万吨/年

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

焦炭方面，公司下属各子公司基本都拥有自备焦化厂，目前约 90% 以上的焦炭为自产。煤炭采购方面，公司通过长期协议和相关投资方式已锁定了优质焦煤资源，同时通过日常的库存管控、资源落实和船货衔接保障各炼铁单元的资源稳定供给。公司与河南永城煤业、大屯煤业、平顶山煤业、山西焦煤等中国大型煤炭供应商确立了长期稳定的煤炭资源供应关系，煤炭长期协议供应量占需求总量的 80% 以上。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司采购煤炭总量分别为 2,384.10 万吨、3,815.20 万吨、3,830.20 万吨和 913.90 万吨，其中国内采购占比在 80% 以上。另外，公司还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。

原燃料价格方面，近年来在国内钢铁行业景气度波动变化和国内铁矿石供给量持续增加的情况下，铁矿石价格亦存在一定的波动，受 2018 年二、三季度四大矿山供给量增加致使铁矿石价格降低影响，2018 年全年公司铁矿石采购均价下降 3.11% 至 542.5 元/吨。2019 年一季度，随着世界三大铁矿石巨头接连受矿难、火灾和 Veronica 热带气旋等意外事件影响，BHPBilliton、RIOTINTO 和 CVRD 相继发布下调铁矿石产量，矿石价格处于高位，但受益于公司稳定的采购渠道，和存量低成本铁矿石库存，当期采购均价降至 529.6 元/吨。供给侧改革以来，煤炭及焦炭价格大幅上升，并持续处于高位，2018 年公司采购均价达到 1,086.3 元/吨，2019 年一季度小幅升至 1,088.6 元/吨，对公司采购成本控制带来一定的负面影响。

表 9：近年公司主要原燃料采购均价

	单位：元/吨			
	2016	2017	2018	2019.Q1
铁矿石	385.2	559.9	542.5	529.6
煤炭	636.1	1,065.4	1,086.3	1,088.6

注：上表中 2016 年数据不含武钢有限。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原燃料结算方面，公司铁矿石主要采用信用证结算、煤炭采用电汇或承兑汇票方式。支付进度方面，装运铁矿石船舶驶离装港后通过信用证支付 90~95% 货款，剩余部分待商检完成后进行结算；煤炭分两种情况，其中船运煤开出后支付 80% 货款，剩余部分待商检结果确定后再结算；铁路煤则一律验收后支付全额货款。

总体来看，公司原辅料采购中较高的长期协议比例使其在原燃料的供应稳定性方面具有较强优势，确保了资源的长期稳定供应，为生产运营的顺利开展提供了良好保障；但 2017 年以来核心原燃料价格的进一步上升亦对其成本控制提出较大挑战。

钢材销售及加工配送

公司钢材产品以直销为主，主要客户集中在汽车、电力、石油、家电、造船行业，客户资源稳定。

公司建立了以客户为中心的营销服务体系，大力推广 EVI（先期介入）服务，为客户提供性能更加适合的产品，并将技术服务延伸至下游客户新产品制造的全过程。截至 2018 年末，公司共设立营销网点 120 家（含海外 3 个加工中心），业务遍布国内 26 个省、直辖市、自治区及海外主要钢材消费市场，国内布局基本完成。

表 10：近年来公司主要产品销量（万吨）

	2016	2017	2018
冷轧碳钢板卷	973	1,724	1,852
热轧碳钢板卷	1,004	2,134	2,054
钢管产品	156	213	222
其他钢铁产品	275	546	582
合计	2,409	4,617	4,710

注：上表中 2016 年数据不含武钢有限。

资料来源：公司 2016~2018 年年度报告，中诚信证评整理

2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司钢材销量分别为 2,409 万吨、4,617 万吨、4,710 万吨和 1,115 万吨，其中核心产品冷轧碳钢板卷和热轧碳钢板卷

合计销量占比均超过 80%，冷轧汽车板及冷轧超高强钢国内份额均达到 50% 以上，持续占据国内市场领先地位。产品出口方面，公司产品在满足国内市场需求的同时，并出口日本、韩国及欧美等七十多个国家和地区，2017 年和 2018 年出口量分别为 383.9 万吨和 397.9 万吨，占同期销售总量的 8% 左右。但中诚信证评也关注到，中美贸易摩擦的不断加大对公司钢材出口造成一定不利影响，同时汇率波动加剧亦导致汇率风险加大。

表 11：近年来公司钢铁产品出口分渠道销售情况（%）

地区	2016	2017	2018
东亚、澳洲	18.5	20.3	19.6
欧非	22.7	21.9	18.2
美洲	9.6	10.1	11.6
东南亚、南亚	49.1	47.6	50.5
合计	100.0	100.0	100.0

注：上表中 2016 年数据不含武钢有限。

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

钢材产品的加工及配送方面，公司拥有国内剪切加工量最大、加工网点最多、地域分布最广的钢材剪切加工配送服务网络，可按照用户需求对多种钢材品种提供剪切、落料、冲压和激光拼焊等加工及配送服务，加工配送布局和终端客户的分布高度吻合，能够最大限度的满足主要客户的服务需求。

表 12：2018 年及 2019 年一季度公司钢铁制造板块

前五大客户情况

单位：万元		
2018 年	销售金额	金额占比
客户一	1,133,532.99	3.72%
客户二	884,888.12	2.90%
客户三	455,776.80	1.50%
客户四	355,878.24	1.17%
客户五	337,406.84	1.11%
合计	3,167,482.99	10.39%
2019 年一季度	销售金额	金额占比
客户一	285,833.00	4.37%
客户二	247,584.78	3.79%
客户三	103,575.60	1.58%
客户四	84,378.87	1.29%
客户五	74,550.17	1.14%
合计	795,922.42	12.17%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从客户集中度来看，2018 年及 2019 年一季度公司前五大客户销售额占比分别为 10.39% 和 12.17%，不存在对单一客户过度依赖情况。

销售结算方面，公司钢材销售主要采取全额预收或定金加带款提货的方式结算，仅对少量战略客户通过信用评估后，给予一定的授信额度和期限。

总体来看，公司钢铁产品销售体系成熟且完善，销售渠道较为顺畅，随着钢铁行业的回暖，钢材产品销售保持良好发展态势。

研发创新

公司研发体系由研究院及各分子公司的技术人员组成，截至 2018 年末研发人员达 1,386 人。公司近年来充分整合和利用外部科技资源，与上海交通大学、中南大学等十家国内院校科研合作，有效支撑了关键工艺、重点产品研发进程；同时探索国际合作新路径，先后与美国俄亥俄州立大学、伊利诺伊大学、科罗拉多矿业学院等启动国际科技合作项目，以提升公司技术创新战略立足点，拓展外部科技合作网络和技术知识来源。

表 13：近年来公司科技研发情况

项目	2016	2017	2018
研发投入（亿元）	36.62	53.50	70.31
研发投入占比（%）	2.00	1.85	2.30
科研成果数（个）	115	234	157

注：上表中 2016 年数据系重述调整前数。

资料来源：公司 2016~2018 年度可持续发展报告，中诚信证评整理

公司持续加大研发投入，2016~2018 年公司研发投入分别为 36.62 亿元、53.50 亿元和 70.31 亿元，研发投入达到同期营业收入的 2.00%、1.85% 和 2.30%；同期申报国内专利 801 件、1,246 件和 1,115 件，其中发明专利申请占比为 75%、74% 和 88%。2018 年，公司薄规格取向硅钢 B18P080 等 7 项产品实现全球首发；《汽车轻量化用吉帕级钢板稳定制造技术与应用示范》荣获冶金科技进步特等奖，另有 11 项成果分别获得了冶金科技一、二、三等奖。公司为国内最大管径穿越纪录工程定制的高钢级高强管线钢投入应用，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。此外，2018 年公司在美洲区域建立了技术服务中心，致力于强

化北美用户、研发机构、高校与公司的超前研究、联合开发及用户现场技术服务，共推进 16 项海外技术合作项目，涵盖新车型的 EVI、新产品联合研发、QP 钢新材料评估与应用等。

非钢板块

除钢铁制造外，公司还开展信息科技、电子商务及金融等业务，其中以智能制造和钢铁生态圈平台化服务为发展重点，相关业务主要由下属子公司宝信软件及参股公司欧冶云商股份有限公司（以下简称“欧冶云商”）负责运营。

公司信息科技业务主要由宝信软件负责运营，宝信软件是为国内制造企业提供工业软件应用解决方案和服务的供应商，业务主要包括软件开发（包括信息化、自动化、智慧城市）、服务外包（包括 IDC、IT 运维），还有少部分系统集成及其他业务，产品与服务遍及钢铁、交通、医药、有色、化工、装备制造、金融、公共服务、水利水务等多个行业，其核心产品是钢铁行业 ERP、MES 以及 BI。近年来，宝信软件业务保持良好发展势头，截至 2018 年末，宝信软件总资产为 94.45 亿元，净资产为 67.71 亿元；2018 年实现营业总收入 54.71 亿元，同比增加 14.56%，净利润 7.13 亿元，同比增长 54.79%。

欧冶云商是宝钢集团整合原有钢铁电子交易相关资源，依托互联网、物联网、大数据、移动互联网等全新技术手段，打造的集资讯、交易结算、物流仓储、加工配送、投融资、金融中介、技术与产业特色服务等功能为一体的生态型钢铁服务平台。作为首批 10 家央企员工持股试点企业之一，2017 年 5 月欧冶云商举行股权开放及员工持股签约仪式，引入首钢基金、本钢集团、沙钢集团等多家外部投资人，合计持股占其总股本 23%，另有员工持股占比 5%。此轮股权开放及员工持股完成后，公司及全资子公司宝钢国际合计持股比例从 51% 降至 36.72%，自 2017 年 8 月起欧冶云商不再纳入公司合并报表范围。欧冶云商目前已经形成电商、物流、金融、材料、数据、东方钢铁、国际、采购、资讯、化工等 11 个子平台，其中电商交易包括钢铁产品、大宗原燃料、备品备件和工程机械采购、

煤化工、循环物资和跨境业务等 6 个平台，基本形成了钢铁产业链全品种、全流程、全地域、全体系的服务平台架构，2018 年末其平台注册用户超过 15 万家，其中合作钢厂超过 250 家，合作承运商超过 3,500 家，合作仓库近 2,000 家，生态集聚效应显著。近年欧冶云商业务规模和增速均保持行业领先水平，品牌影响力稳步提升。2018 年平台交易量（GMV）达 1.18 亿吨，同比增长 76%，其中变现量 4,145 万吨；同期实现营业收入 184.38 亿元，同比增加 161.69 亿元，但净利润-1.17 亿元，尚未实现盈利。

此外，近两年公司进一步加大内部业务整合，2018 年，公司对武钢（欧洲）贸易有限公司和武钢（美国）贸易有限公司 2 家子公司进行了清算注销，收回投资 2,840 万元；并完成对武汉武钢钢材销售有限公司的吸收合并，及对武汉钢铁集团金属资源有限责任公司进行减资并转让 51% 股权，当年收回投资 57,772 万元。同时，公司亦加大了对低效无效资产处置力度，重点对参股公司进行清理，2018 年通过股权转让、减资、清算注销等方式，完成天津宝钢储菱物资配送有限公司、华润置地（北京）股份有限公司等 8 家参股公司的退出，收回投资 15,832 万元。

整体看来，公司信息科技业务运营情况良好，欧冶云商不再纳入合并报表范围，同时加大了业务整合和低效无效资产处置力度，有助于提高资产使用效率，提升非钢板块经营绩效。但同时中诚信证评关注到，欧冶云商近年来持续亏损，对公司投资收益情况产生一定负面影响。

公司治理

治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、中国证监会等监管部门的有关规定以及《上海证券交易所股票上市规则》的要求，来规范治理架构、严格经营运作，建立了严格有效的内部控制体系、责任划分体系和风险控制体系以及较为完善的法人治理结构。公司总部和下属分公司定位明确、职责清晰，为内部控制的实施奠定了良好的基础。

公司股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针、发展战略规划。

内部控制

公司构建了以董事会、战略及风险管理委员会、审计委员会、全面风险管理工作领导小组及推进小组和各相关部门共同参与的全员风险管控组织架构。全面风险管理推进按照“融入业务、进入流程、发挥作用”的总体原则，立足业务原点，策划从风险识别、风险评估、风险应对的全流程将风险管理与现有业务运作方式全面结合。公司按战略、市场、财务、法律和运营风险五大类，勾勒了宝钢股份重点风险地图，识别并推进重点风险累计 25 个。

环境保护管理方面，公司制定了明确的节能减排、环境保护管理方针，总部和各级生产企业均设置了相关的职能管理部门，落实专人专（兼）职按照 ISO14001 环境管理体系、《能源管理体系要求》（GB/T23331-2012）和国家其他相关法律、法规及标准协同推进能源、环境管理工作。通过实施技术改造和科技开发，不断提高产品质量、降低工序能耗、优化技术经济指标，吨钢综合能耗和吨钢耗新水均控制在行业内较好水平。

财务管理方面，公司对钢铁主业的子公司实施全过程预算控制，对相关多元化子公司以柔性化管理为主。资金管理方面，除上市公司及金融类子公司外，将公司下属资信良好的子公司纳入资金平台，实行人民币资金高度集中管理，各子公司银行账户的开立、变更、取消均有严格的审批制度。公司作为首批试点单位，设立跨境外汇资金集中管理平台，实现跨境资金快速融通。多年来公司坚持稳健的财务政策，将资产负债率保持在低位，通过优化营运资金管理保持充足的内生现金流量。

对外担保方面，公司进行了严格控制，实施集中归口管理，各子公司必须按照公司《对外担保管理办法》的有关规定履行相应的报批手续。

总体看，公司较为全面的规章制度、完善的治理结构和内控体系能够保证各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

未来公司仍将立足钢铁主业，紧紧围绕产品经营、技术领先、服务先行、成本削减、智慧制造与城市钢厂等重点工作任务，以推动新一轮发展规划落地为契机，全面深化改革，促进四基地整合融合。具体来看，产品经营方面，公司主要通过加强市场开拓，确保重点品种市场份额；深化互供协同，探索多基地产销运营新模式，全面确保公司产销平衡；创新同质化产品营销新模式，实现快速、低成本、溢价销售；推进客户与产品服务，提升综合解决方案能力；推进海外供应链建设，提升国际化经营能力，以此来全面推进产品结构优化，开创市场营销新局面。成本削减方面，公司持续深化成本变革，推进新三年成本规划落地，实现成本削减全系统跟踪，促进四大基地及事业部、子公司成本削减措施落地；持续深化四基地对标，公司范围内铁水成本以东山基地为标杆，宝山与东山差异控制在100元/吨以内，梅山、青山与宝山差异控制在100元/吨以内。城市钢厂方面，公司宝山基地推进新一轮城市钢厂规划和上海市清洁空气计划新一轮减排项目；青山基地加快推进环保治理项目建设，加

快实施炼铁厂原料堆场治理工程、烟气脱硫脱硝、钢渣处理工艺改造等项目，提升全面达标能力；东山基地要稳步推进超低排放改造项目实施；大力推进智慧能环与绿色智慧物流，构建以排污许可证为核心的环保管理信息化系统以及排污许可证的证后管理；梅山基地结合转型发展，按“有组织治理、无组织控制、固废不出厂”原则，推进5号烧结脱硫脱销、煤筒仓改造、热电厂锅炉脱硫改造等项目建设。

在建工程方面，截至2019年3月末，公司主要在建项目为湛江三高炉系统项目及其他技改和环保改造项目等，计划总投资为216.07亿元，已完成投资为10.57亿元。其中，公司湛江三高炉系统项目总投资为188.50亿元，开工时间为2019年3月，计划投产时间为2021年12月，将采用自有资金和贷款方式进行投资，未来面临一定的资本支出压力。此外，公司尚有两项拟建项目，分别为无取向硅钢产品结构优化产品和宝山基地二高炉大修项目，预计投资总额为41.19亿元，2019年计划投资2.13亿元。

表 14：公司主要在建项目投资规划（亿元）

项目	计划总投资	2019年3月末已投资	2019年4~12月投资	2020预计投资	2021预计投资
湛江三高炉系统项目	188.50	0.12	21.76	96.20	70.42
宝山三期矿石料场 OJ、OK 料条封闭改造	8.05	5.16	2.77	0.12	-
宝山基地新增冶金含铁尘泥资源化再生装置	4.80	0.36	3.25	1.19	-
湛江钢铁冷轧超高强钢制造技术与装备开发工程	9.75	3.05	2.20	4.50	-
三期混匀料场搬迁及封闭改造	4.97	1.88	2.42	0.68	-
合计	216.07	10.57	32.40	102.69	70.42

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司使用先进设备实现智慧制造，产品立足高端钢材市场，产销体系完善，同时注重环保技改与技术研发，行业竞争优势显著。此外，中诚信证评也关注到在建的湛江项目未来投资较大，对公司形成一定的资金压力。

财务分析

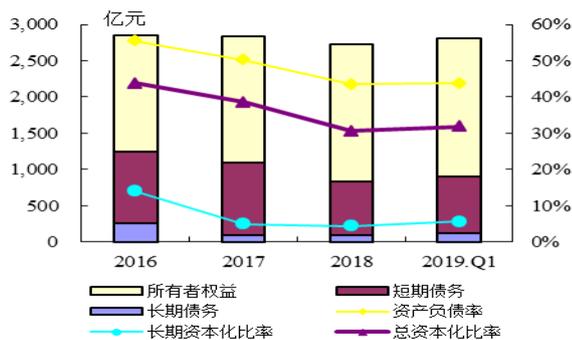
以下分析基于经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2017年财务报告、经安永华明会计师事务所

（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年财务报告以及未经审计的2019年一季度财务报表，以下分析涉及2016年数据均系采用2017年财务报告期初调整数。

资本结构

2016年以来,公司在经营性现金流表现充裕情况下偿还部分有息债务,负债规模随之逐年减少,2016~2018年末负债总额分别为1,988.15亿元、1,757.62亿元和1,458.96亿元;同期资产规模呈减少趋势,近三年末资产总额分别为3,590.68亿元、3,502.35亿元和3,351.41亿元。从所有者权益来看,随着利润的有效留存,公司自有资本实力得到增强,2016~2018年末公司所有者权益分别为1,602.52亿元、1,744.72亿元和1,892.45亿元。截至2019年3月末,公司资产总额、负债总额及所有者权益分别为3,408.04亿元、1,491.02亿元和1,917.03亿元,较年初分别增长1.61%、2.20%和1.30%。

图 5: 2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司定期财务报告, 中诚信证评整理

从财务杠杆比率来看,伴随债务规模的下降及所有者权益的稳步提升,公司资产负债率呈下降态势。2016~2018年末分别为55.37%、50.18%和43.53%;同期总资本化比率为43.74%、38.57%和30.57%。截至2019年3月末,公司资产负债率和总资本化比率分别为43.75%和31.83%,与国内其他大型钢铁企业相比,公司负债率处于较低水平。

从资产结构来看,作为以钢铁生产为主业的企业,公司资产以非流动资产为主,2016~2018年及2019年3月末,非流动资产分别为2,223.05亿元、2,169.42亿元、2,150.52亿元和2,126.18亿元,占同期资产总额的比重均在60%以上。具体来看,公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产及无形资产构成,上述四项合计在非流动资产的比重均在80%以上。2016~2018年及2019年3月末公司可供出售金融资产规模分别为

132.58亿元、130.17亿元、126.37亿元及0.00亿元,由可供出售债务工具和可供出售权益工具组成,其中可供出售权益工具占比均超过80%;2019年3月末可供出售金融资产余额减少至0.00亿元,主要系公司自2019年1月1日起执行新金融工具准则并根据财政部发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》,将可供出售金融资产分重分类至其他债权投资、其他权益工具投资及其他非流动金融资产(2019年3月末规模为118.98亿元)所致。2016~2018年及2019年3月末公司长期股权投资账面价值分别为104.84亿元、172.86亿元、189.85亿元及193.18亿元,主要系对合营(主要系宝钢新日铁汽车板有限公司、广州JFE钢板有限公司、宝金企业有限公司、武汉平煤武钢联合焦化有限公司及杭州宝伟汽车零部件有限公司等)、联营企业(主要系上海农村商业银行股份有限公司、武汉钢铁集团财务有限责任公司、中国平煤神马能源化工集团有限责任公司、欧冶云商及河南平宝煤业有限公司等)权益法核算的股权投资。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备及运输设备等,近年来随着折旧和减值准备计提,固定资产账面价值不断减少;无形资产主要系土地使用权等,近三年及一期末规模相对稳定。

2016~2018年末公司流动资产分别为1,367.63亿元、1,332.93亿元和1,200.89亿元,主要由货币资金、应收票据和存货构成,2018年末上述三项合计占同期流动资产的72.94%。具体来看,近年来受益于良好的货款回笼,公司资金沉淀情况较好,2016~2018年末货币资金规模分别为140.25亿元、178.57亿元和169.59亿元;截至2018年末货币资金中受限货币资金为13.92亿元,主要为财务公司存放央行法定准备金存款,占总货币资金的比重较小。2016~2018年末公司应收票据余额分别为172.36亿元、318.57亿元和291.30亿元,其中银行承兑汇票分别为140.18亿元、233.99亿元和246.38亿元,商业承兑汇票规模相对较少,且近三年未发生持有的商业承兑汇票出票人无力兑付的情况。2016~2018年末公司存货余额分别为495.81亿元、394.88亿元和415.05亿元,规模呈波动减少趋势,

主要系公司加强并落实各项存货管控措施，压缩冗余库存，提升整体存货周转水平。另 2019 年 3 月末，公司流动资产合计 1,281.87 亿元，占当期资产总额的比重为 37.61%，主要为货币资金（178.78 亿元）、应收票据及应收账款（405.81 亿元）、存货（458.08 亿元）和其他流动资产（133.66 亿元），其中存货规模占比最大，在宏观经济增速放缓的环境下，目前钢材市场供大于求的矛盾仍然突出，公司存货仍面临一定的跌价风险。

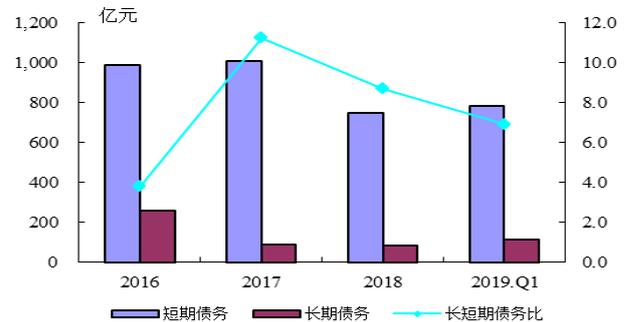
从负债构成情况来看，公司负债中流动负债占比较大，2016~2018 年及 2019 年 3 月末分别为 85.66%、92.86%、91.37% 和 89.76%。具体来看，2016~2018 年及 2019 年 3 月末公司流动负债分别为 1,703.06 亿元、1,632.07 亿元、1,333.03 亿元和 1,338.30 亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，上述六项合计占同期流动负债的比重分别为 88.94%、88.33%、86.53% 和 90.72%。其中，公司短期借款以信用借款为主，2016~2018 年及 2019 年 3 月末余额分别为 520.81 亿元、602.82 亿元、383.24 亿元和 366.00 亿元；应付票据由商业承兑汇票和银行承兑汇票构成；应付账款主要系应付材料款和工程款；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券及一年内到期的长期应付款等，近三年及一期末分别为 19.87 亿元、204.07 亿元、51.62 亿元和 30.91 亿元。

2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司非流动负债分别为 285.09 亿元、125.56 亿元、125.92 亿元和 152.72 亿元，主要由长期借款及应付债券构成，其中长期借款以信用借款为主，2019 年 3 月末余额为 23.00 亿元。

从债务规模来看，2016~2018 年末公司总债务分别为 1,246.03 亿元、1,095.47 亿元和 833.11 亿元。从债务期限结构看，公司短期债务占总债务比重较高，2016~2018 年末长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 3.80 倍、11.22 倍和 8.68 倍。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 894.98 亿元，其中短期债务 781.98 亿元，长期债务 113.00 亿元，长短期债

务比为 6.92 倍，以短期为主的债务结构有待优化。

图 6：2016~2019.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

总体看，随着经营状况显著改善，公司自有资本实力得到增强，且伴随债务规模逐年减少，财务杠杆比率呈下降态势，财务结构稳健性稳步提升，但公司以短期为主的债务结构有待优化。

盈利能力

公司营业总收入主要来源于钢铁主业，2016 年以来，钢铁行业供给侧改革效应渐显，市场景气度回温，钢铁主业收入规模成长性良好，公司营业总收入规模亦保持逐年增长，2016~2018 年营业总收入分别为 2,464.21 亿元、2,894.98 亿元和 3,052.05 亿元。具体分板块来看，2018 年公司充分发挥宝武协同效益，钢铁制造板块收入同比提升 6.18% 至 2,307.54 亿元，加工配送板块收入 2,989.62 亿元，同比亦有所增长，带动营业总收入同比增长 5.43% 至 3,052.05 亿元。

毛利率方面，2016~2018 年公司营业毛利率分别为 11.36%、14.07% 和 14.99%。具体分板块来看，2017 年公司毛利率较高的钢铁板块收入占比大幅增加带动营业毛利率提升了 2.71 个百分点；2018 年营业毛利率同比提升 0.92 个百分点至 14.99%，保持了较强的盈利能力，其中钢铁制造板块盈利能力增强，毛利率上升 1.85 个百分点至 16.03%，加工配送业务毛利率水平较低且有所下降，当年为 2.22%。

2019 年一季度，公司实现营业总收入 654.78 亿元，同比减少 3.06%，受钢材价格下降影响，营业毛利率降至 10.17%。钢铁行业周期性明显，当前受益于供给侧改革渐显成效，行业景气度回升，但钢铁行业总体产能依旧过剩，行业好转持续性有

待长期观察。

期间费用方面，2016~2018年，公司三费合计分别为160.60亿元、163.69亿元和208.16亿元，同期三费收入占比分别为6.52%、5.65%和6.82%。具体来看，2018年，受研发费用大幅增加67.10%至70.31亿元影响，公司当年管理费用同比增至129.57亿元，占三费比重高达62.25%；由于钢材市场回暖，公司销售规模增加，2018年销售费用同比小幅增长3.75%至34.93亿元；受汇兑损失同比增加16.21亿元影响，2018年财务费用同比升至43.66亿元。2019年一季度，公司发生期间费用36.26亿元，三费收入占比降至5.54%。整体来看，公司三费收入占比较为稳定，费用管控能力处于国内钢铁企业领先水平。

表 15：2016~2019.Q1 公司三费分析

单位：亿元

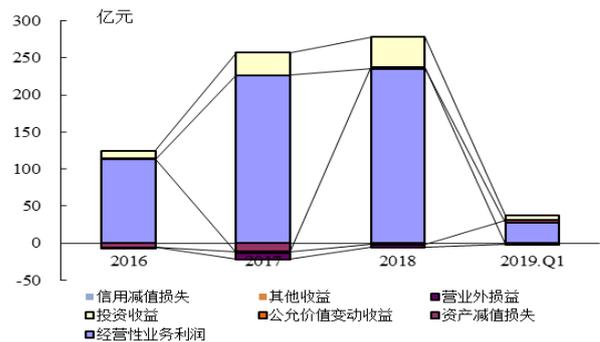
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	29.28	33.66	34.93	6.92
管理费用	91.55	96.32	129.57	23.89
财务费用	39.77	33.70	43.66	5.45
三费合计	160.60	163.69	208.16	36.26
营业总收入	2,464.21	2,894.98	3,052.05	654.78
三费收入占比	6.52%	5.65%	6.82%	5.54%

注：上表中2018年及2019年一季度管理费用金额系同期财务报表中管理费用与研发费用的合计数

资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，2016~2018年公司利润总额分别为118.89亿元、240.35亿元和278.16亿元，呈增长态势。2018年以来，钢材市场继续回暖，全年钢材价格中枢整体有所上升，公司经营性业务利润同比增加3.81%至235.07亿元；受益于处置部分参控股公司收回投资，全年实现投资收益41.23亿元；受上述因素影响，当年实现利润总额278.16亿元，同比增长15.73%。受铁矿石价格上升及钢材价格同比小幅下降影响，2019年一季度公司利润总额与经营性业务利润均较上年同期有所下降，实现利润总额36.09亿元，其中经营性业务利润27.87亿元。

图 7：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



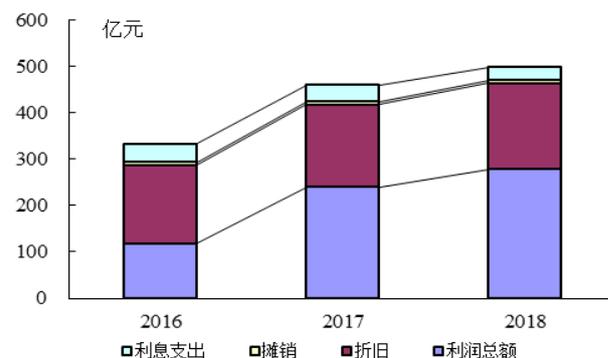
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016年以来，受益于钢铁行业保持较高景气度，公司盈利水平稳步提升且始终保持在行业领先地位，但中诚信证评也关注到，2019年一季度钢材价格下行，全行业经营业绩均有不同程度下滑，需关注未来钢铁行业行情变动对公司经营业绩的影响。

偿债能力

获现能力方面，2016~2018年公司EBITDA分别为333.33亿元、460.22亿元和500.55亿元，主要由利息支出、折旧和利润总额构成，2016年以来EBITDA同比大幅增加，主要系盈利显著改善。从EBITDA对债务本息的保障程度来看，2016~2018年公司总债务/EBITDA分别为3.74倍、2.38倍和1.66倍；EBITDA利息保障倍数分别为7.51倍、12.44倍和16.28倍，公司EBITDA对债务本息的保障能力较强。

图 8：2016~2018 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

从现金流来看，公司凭借其行业地位，具备较强的定价权，在结算方面具备较强的优势，近年来收现比均维持在1.10倍以上，保持在较高水平，受益于此，经营性现金流表现良好，2016~2018年公

司经营性净现金流分别为 224.03 亿元、330.77 亿元和 456.06 亿元。2016~2018 年公司经营活动净现金/总债务分别为 0.18 倍、0.30 倍和 0.55 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 5.05 倍、8.94 倍和 14.83 倍。

表 16：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	1,246.03	1,095.47	833.11	894.98
长期债务（亿元）	259.79	89.67	86.10	113.00
短期债务（亿元）	986.24	1,005.80	747.01	781.98
EBITDA（亿元）	333.33	460.22	500.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.51	12.44	16.28	-
总债务/EBITDA（X）	3.74	2.38	1.66	-
经营活动净现金/利息支出（X）	5.05	8.94	14.83	-
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.30	0.55	0.08*
资产负债率（%）	55.37	50.18	43.53	43.75
总资本化比率（%）	43.74	38.57	30.57	31.83

注：上表中带*指标经年化处理。

资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

2016~2018 年公司投资活动净现金流分别为 -215.58 亿元、-117.24 亿元和 -41.86 亿元，其中 2018 年公司投资活动净流出缺口收窄，主要系当期固定资产投资中新建项目较少，多为改造项目，资本支出压力得到缓解；且宝武合并后，公司出售、转让部分子公司及参股公司收回投资。

2016~2018 年公司筹资活动净现金流分别为 -14.60 亿元、-143.82 亿元和 -451.61 亿元，其中 2018 年公司筹资活动净现金流出增加 307.79 亿元至 451.61 亿元，主要系当年公司债务融资规模缩小、子公司吸收投资规模减少、加大了债务偿还力度且分配现金股利增加所致。2019 年一季度，受净利润下滑影响，公司经营活动净现金流降至 13.55 亿元，投资活动净现金流及筹资活动净现金流分别为 -78.02 亿元及 73.34 亿元。

所有权受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 23.46 亿元，占同期末净资产的 1.24%，其中受限货币资金 13.92 亿元、应收票据及应收账款 0.09 亿元、固定资产 8.46 亿元和无形资产 0.99 亿元。

或有事项方面，截至 2019 年 3 月末，公司不

存在影响正常经营的重大未决诉讼及对外担保事项。

或有债务履约方面，根据企业提供的中国人民银行出具的征信报告，2016~2019 年 8 月 5 日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。此外，根据公开资料，公司债券均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

财务弹性方面，公司与工行、农行、中行、建行及国开行等金融机构均保持了良好的业务合作关系，截至 2018 年末，公司共获得综合授信额度（不含财务公司）合计 2,058.05 亿元，其中尚未使用额度 1,388.23 亿元；同时，公司及子公司宝信软件均为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，整体财务弹性极强。

综合来看，公司是我国最大、最现代化以及国际领先的世界级钢铁联合企业，技术装备处于行业先进水平、科研实力行业领先、产品结构优秀、品牌认知度较高，多个产品国内市场占有率多年位居第一位，具有极强的市场竞争优势，综合竞争实力极强。同时受益于钢铁行业回暖，公司经营效益增强，其显著的行业竞争实力及较好的获现能力保证其具备极强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评评定宝山钢铁股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“宝山钢铁股份有限公司 2019 年公开发行公司债券”信用级别为 **AAA**。

关于宝山钢铁股份有限公司 2019年公开发行公司债券的跟踪评级安排

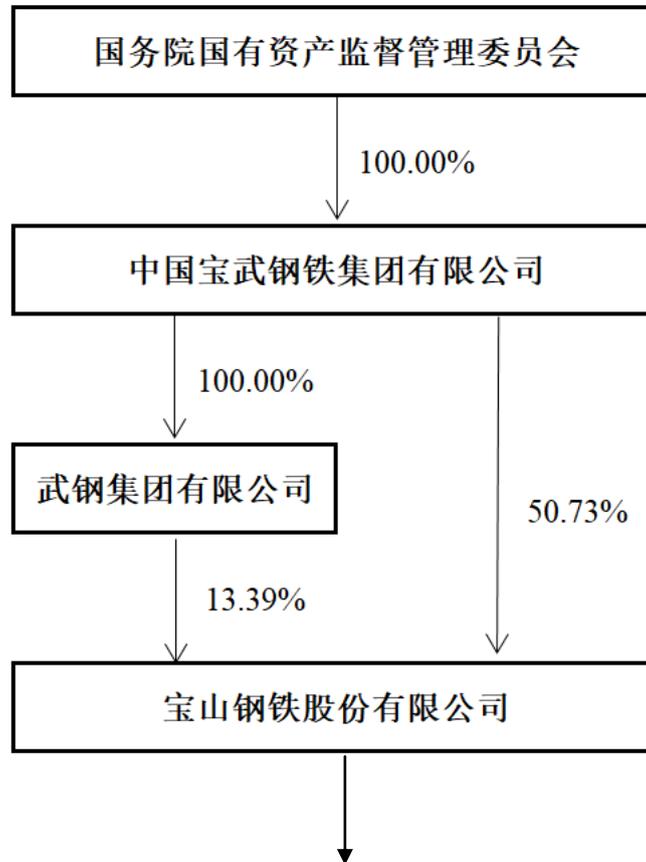
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）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、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

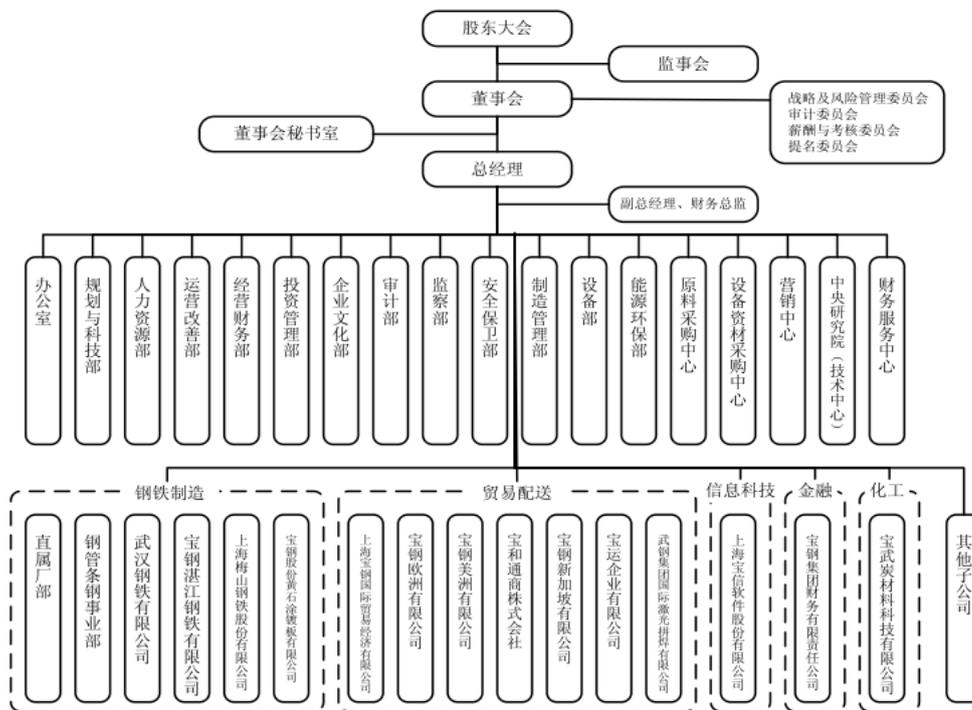
附一：宝山钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



子公司名称	注册地	业务性质	持股比例
宝钢克拉玛依钢管有限公司	克拉玛依市	钢管生产和销售	75.00%
宝力钢管（泰国）有限公司	泰国	钢管加工	51.00%
BGM 株式会社	韩国京畿道	钢铁产品加工和销售	50.00%
上海宝钢资产管理有限公司	上海市	资产管理	100.00%
烟台鲁宝钢管有限责任公司	烟台市	制造业	100.00%
宝钢股份黄石涂镀板有限公司	黄石市	制造业	50.63%
上海宝钢国际经济贸易有限公司	上海市	钢铁贸易业	100.00%
上海梅山钢铁股份有限公司	南京市	制造业	77.04%
上海宝信软件股份有限公司	上海市	信息技术业	50.81%
宝钢美洲有限公司	美国德克萨斯州	钢铁贸易业	100.00%
宝和通商株式会社	日本东京市	钢铁贸易业	100.00%
宝钢欧洲有限公司	德国汉堡市	钢铁贸易业	100.00%
宝钢新加坡有限公司	新加坡	钢铁贸易业	100.00%
宝运企业有限公司	中国香港	钢铁贸易业	100.00%
宝武炭材料科技有限公司	上海市	制造业	100.00%
宝钢集团财务有限责任公司	上海市	金融业	62.10%
宝钢湛江钢铁有限公司	湛江市	制造业	90.00%
武汉钢铁有限公司	武汉市	制造业	100.00%
武钢集团国际激光拼焊有限公司	杜伊斯	激光拼焊板产品的研发、制造与销售	100.00%

注：武钢集团国际激光拼焊有限公司于 2019 年 4 月 18 日更名为宝钢激光拼焊国际有限公司。

附二：宝山钢铁股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附三：宝山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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,402,480.59	1,785,736.39	1,695,917.17	1,787,782.01
应收账款净额	1,547,171.46	1,207,937.57	1,269,600.82	1,335,007.38
存货净额	4,958,145.15	3,948,803.76	4,150,538.99	4,580,826.36
流动资产	13,676,312.02	13,329,261.05	12,008,856.98	12,818,656.12
长期投资	2,374,203.91	3,030,323.46	3,162,230.04	3,249,406.25
固定资产合计	17,678,499.10	16,475,463.18	15,895,033.57	15,660,562.15
总资产	35,906,774.72	35,023,463.26	33,514,060.58	34,080,446.84
短期债务	9,862,411.97	10,058,022.19	7,470,079.27	7,819,794.87
长期债务	2,597,915.51	896,661.39	861,023.12	1,129,963.95
总债务	12,460,327.48	10,954,683.59	8,331,102.38	8,949,758.82
总负债	19,881,547.63	17,576,222.81	14,589,551.63	14,910,153.69
所有者权益（含少数股东权益）	16,025,227.09	17,447,240.45	18,924,508.95	19,170,293.16
营业总收入	24,642,109.05	28,949,779.19	30,520,486.68	6,547,784.16
三费前利润	2,735,739.48	3,901,398.14	4,432,290.18	641,339.23
投资收益	107,524.74	304,227.12	412,289.83	70,347.09
净利润	933,904.23	2,040,313.72	2,327,814.09	294,685.96
EBITDA	3,333,322.73	4,602,249.08	5,005,515.32	-
经营活动产生现金净流量	2,240,325.61	3,307,727.36	4,560,604.91	135,507.94
投资活动产生现金净流量	-2,155,837.76	-1,172,350.02	-418,649.68	-780,161.97
筹资活动产生现金净流量	-146,017.04	-1,438,168.08	-4,516,069.31	733,350.04
现金及现金等价物净增加额	-55,497.47	689,073.52	-384,533.33	80,072.83
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	11.36	14.07	14.99	10.17
所有者权益收益率（%）	5.83	11.69	12.30	6.15*
EBITDA/营业总收入（%）	13.53	15.90	16.40	-
速动比率（X）	0.51	0.57	0.59	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.30	0.55	0.08*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.23	0.33	0.61	0.10*
经营活动净现金/利息支出（X）	5.05	8.94	14.83	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.51	12.44	16.28	-
总债务/EBITDA（X）	3.74	2.38	1.66	-
资产负债率（%）	55.37	50.18	43.53	43.75
总资本化比率（%）	43.74	38.57	30.57	31.83
长期资本化比率（%）	13.95	4.89	4.35	5.57

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；带“*”财务指标已经年化处理；

2、中诚信证评在计算时，将“吸收存款及同业存放”、“拆入资金”、“卖出回购金融资产款”、“短期融资券”及“超短期融资券”纳入短期债务指标计算；将“应付融资租赁款”调整至长期债务指标计算。

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

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

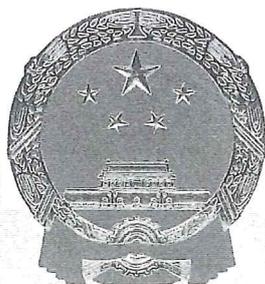
等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 28000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 上海市青浦区工业园区第一工业区7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2017年11月15日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证评有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:闫衍



注册地址:上海市青浦区工业园区郭一工业区7号3幢1层C区113室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

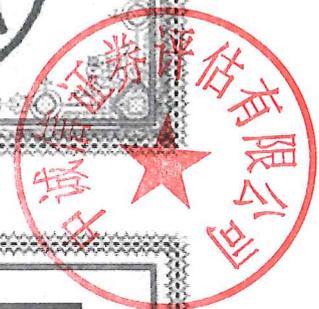
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



米玉元，证件号码:430524198208186014，于2009年11月28日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2009113103271301



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



米玉元，证件号码:430524198208186014，于2009年11月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2009113103271204



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡培，证件号码:412722198906206920，于2014年02月23日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20140342434911042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡培，证件号码:412722198906206920，于2014年04月27日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20140542882934042