

# 河钢股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发 行永续期公司债券（第一期、第二期）跟踪评级 报告（2020）

---

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：高 洁 jgao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 22 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 1163 号

## 河钢股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 河钢 Y1”和“18 河钢 Y2”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十二日

**评级观点：**中诚信国际维持河钢股份有限公司（以下简称“河钢股份”或“公司”）主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“18河钢Y1”和“18河钢Y2”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了公司规模优势显著、产品结构优秀、股东给予大力支持、区位优势明显、收入保持增长、融资渠道丰富等方面的优势对其整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到钢铁行业面临成本上升压力、钢材价格波动、公司财务杠杆比率较高以及债务结构有待改善等因素对其经营及整体信用状况造成的影响。

### 概况数据

河钢股份（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,901.48	2,087.46	2,119.36	2,129.67
所有者权益合计（亿元）	476.59	589.51	588.36	591.43
总负债（亿元）	1,424.89	1,497.95	1,531.00	1,538.24
总债务（亿元）	1,158.18	1,171.21	1,252.49	1,176.14
营业总收入（亿元）	1,089.83	1,209.57	1,214.95	235.83
净利润（亿元）	21.26	43.81	28.73	2.34
EBIT（亿元）	57.94	86.55	72.76	--
EBITDA（亿元）	114.96	153.31	148.01	--
经营活动净现金流（亿元）	164.07	99.85	98.08	50.71
营业毛利率(%)	12.37	14.30	13.06	11.43
总资产收益率(%)	3.08	4.34	3.46	--
资产负债率(%)	74.94	71.76	72.24	72.23
总资本化比率(%)	70.85	66.52	68.04	66.54
总债务/EBITDA(X)	10.07	7.64	8.46	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.25	3.85	3.59	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **规模优势显著，产品结构优秀。**公司是国内特大型钢铁生产企业之一，钢铁主业已具备年产 3,000 余万吨优质钢材产能。2019 年，公司生铁、粗钢及钢材产量分别为 2,712 万吨、2,672 万吨和 2,532 万吨，规模优势明显。同时，公司产品种类齐全，整体抗风险能力极强。

■ **股东给予大力支持。**间接控股股东河钢集团有限公司下属宣化钢铁集团有限责任公司（以下简称“宣钢”）已将减量搬迁至乐亭的优质产能出售给公司，并将邯郸钢铁集团有限公司重资产组、唐山钢铁集团高强汽车板有限公司和邯钢集团衡水薄

### 同行业比较

2019 年部分钢铁企业主要指标对比表					
公司名称	钢材产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润（亿元）
马钢股份	1,877	863.22	64.27	782.63	17.14
首钢股份	1,620	1,413.71	71.92	691.51	17.54
鞍钢股份	2,542	901.88	41.38	1,055.87	17.60
宝钢股份	4,687	3,396.33	43.70	2,920.57	134.69
<b>河钢股份</b>	<b>2,532</b>	<b>2,119.36</b>	<b>72.24</b>	<b>1,214.95</b>	<b>28.73</b>

注：“马钢股份”为“马鞍山钢铁股份有限公司”简称；“首钢股份”为“北京首钢股份有限公司”简称；“鞍钢股份”为“鞍钢股份有限公司”简称；“宝钢股份”为“宝山钢铁股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 河钢 Y1	AAA	AAA	30.00	30.00	2018/04/03~2021/04/03（3+N）
18 河钢 Y2	AAA	AAA	50.00	50.00	2018/07/24~2021/07/24（3+N）

板有限责任公司委托给公司进行管理。

■ **区位优势明显，收入保持增长。**河北省是我国第一钢铁生产大省，公司作为省内最大的上市钢铁企业，战略地位突出。此外，公司所在的华北地区汽车、家电、造船、建筑、机械制造业发展迅猛，是全国钢材主要消费区域之一，公司钢材供应京津冀一体化发展和雄安新区建设等大型项目，近年来收入保持增长。

■ **融资渠道丰富。**公司获得多家银行支持，2020 年 3 月末共获得主要合作银行授信总额为 1,085.81 亿元，其中尚未使用额度 131.25 亿元。此外，公司为 A 股上市公司，具备很强的股权融资能力。

### 关注

■ **钢铁行业面临成本上升压力，钢材价格波动，公司利润空间被压缩。**2019 年受国际矿商供给紧缩影响，铁矿石价格波动升高，给钢铁企业成本控制带来一定压力；同时，钢材价格波动下行，公司利润空间有所下降。

■ **财务杠杆比率较高，债务结构有待改善。**截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.23% 和 66.54%，财务杠杆处于较高水平；同期末总债务为 1,176.14 亿元，其中短期债务占总债务的 79.77%，总债务规模处于较高水平，短期偿债压力较大，债务结构有待改善。

### 评级展望

中诚信国际认为，河钢股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**钢材价格超预期下行、原燃料价格超预期上涨，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅扩大，偿债能力显著弱化；面临的环保限产政策超出预期对现有产能造成很大影响。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“18 河钢 Y1”和“18 河钢 Y2”于 2018 年 4 月 3 日和 2018 年 7 月 24 日分别募集资金 30.00 亿元和 50.00 亿元，均用于偿还公司银行贷款，已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从

而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年以来钢铁行业下游需求较为稳定，但受供给增加以及铁矿石成本上升影响，行业内企业盈利空间有所压缩；2020 年一季度，受新冠疫情影响，钢铁企业利润普遍下行**

随着钢铁行业景气度的回升，较高的利润驱动下，钢铁企业生产意愿强烈，并通过技术手段提高生产效率，粗钢产量明显上升，2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 5.3%、8.3% 和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。由于钢铁生产属于重资产行业，生产需要较高的资本投入且进入平稳生产需要较长的时间，在存在吨钢毛利润的情况下，钢铁企业就不会减少产量或关停设备，故产量上升的趋势短期内难以改变，或将出现供给过剩的局面。

需求方面，国家出台了一系列政策来保障基建投资领域融资渠道畅通，2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8%。同时，中诚信国际也关注到，汽车行业受前期透支需求影响，2019 年汽车销量下滑 8.2%，预计 2020 年或将保持下行趋势。

钢材出口方面，由于中美贸易摩擦加剧，2019

年钢材出口仍处于较为疲软的态势，2019 年累计出口钢材 6,429.3 万吨，同比下降 7.3%；累计出口金额 537.6 亿美元，同比减少 11.3%，我国钢材出口压力仍然较大，中诚信国际也将对国际形势变化对钢材需求的影响保持关注。

价格方面，由于 2018 年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，2019 年钢材价格总体呈窄幅波动走势，其中中国钢材价格指数 5 月初达到最高 113.1 点，10 月底震荡下降至年内最低 104.3 点。全年中国钢材价格指数均值为 107.98 点，同比下降 6.77 点，降幅为 5.9%。但整体来看，钢材价格仍维持在 3,700 元/吨以上，高于 2017 年水平，行业仍然维持一定利润。2020 年 1~4 月，中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势，4 月底降至 97.0 点，同比降幅为 13.91%，钢铁企业利润空间进一步压缩。

图 1：近年来我国部分钢材品种价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

原燃料供给方面，虽然对外依存度较高，但目前国际铁矿石买方市场特征初显。2019 年以来，受巴西淡水河谷发生溃坝、天气及运输条件变化等突发事件影响，约有 9,280 万吨/年的铁矿石生产因矿难影响而暂停。铁矿石价格方面，受天气影响铁矿石供给持续紧缩，带动上半年铁矿石价格急剧上升，6 月 28 日进口铁矿石 62% 品位干基粉矿到岸价格为 110.79 美元/吨，同比上涨 71.1%，较年初上涨 41.6 美元/吨，涨幅 60.0%。6 月以来，随着海外矿山恢复生产并加大供应，铁矿石价格出现回落，钢铁企业成本在三季度缓解，铁矿石价格回落至 90 美元/吨左

右。整体来看，2019年全国铁矿石产量为84,435.6万吨，同比增长4.9%，但由于国内铁矿石品位偏低加之产量有限，尚无法完全替代进口铁矿石。同期我国进口铁矿石10.7亿吨，同比增长0.5%，全年进口铁矿石平均价格为94.8美元/吨，同比增加34.3%，进口总量保持稳定的同时，进口价格大幅上涨，对下游钢铁制造业利润影响较大。2020年1~4月，进口铁矿石平均价格于高位小幅震荡，仍对钢铁企业的成本控制造成一定压力。

图 2：近年来国内外铁精粉价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

由于钢铁产量增幅加快，钢材价格呈窄幅波动下行走势，铁矿石等原燃材料价格上涨等因素影响，钢铁企业经济效益大幅回落。2019年中国钢铁工业协会会员钢铁企业实现销售收入4.27万亿元，同比增长10.1%；实现利润1,889.94亿元，同比下降30.9%；累计销售利润率4.43%，同比下降2.63个百分点。随着去产能任务趋近完成，供给端对价格的边际拉动影响将削减，加之钢材价格持续处于较高水平，钢材价格或将面临一定的下行压力。

中诚信国际也注意到，2020年一季度受新冠疫情影响，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，生产成本及下游需求均有一定负面影响，钢铁企业利润进一步下行，中诚信国际将持续关注疫情过后行业的恢复情况以及钢铁企业盈利情况的变化。

### 环保要求逐步提升，钢铁企业面临环保投资及环保运营成本增加的压力

环保限产是解决当下大气环境的手段之一，但绿色升级改造才是实现钢铁行业可持续发展的重中之重。“十三五”初期，随着落后产能的不断压缩以及地条钢的取缔，供需失衡的主要矛盾有所缓解，展望“十三五”后期发展，钢铁行业供给侧改革的重点将转为绿色升级改造。

2019年4月29日，生态环境部、国家发改委、工信部等五部委联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》(以下简称“《意见》”)，钢铁企业超低排放是指对所有生产环节(含原料场、烧结、球团、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢、自备电厂等，以及大宗物料产品运输)实施升级改造。同时，《意见》也对大气污染物有组织排放、无组织排放以及运输过程均提出了明确要求，且达到超低排放的钢铁企业每月至少95%以上时段小时均值排放浓度满足上述要求。此外，《意见》安排了具体推进时间，到2020年底，重点区域钢铁企业超低排放改造须取得明显进展，力争60%左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到2025年底，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争80%以上产能完成改造。

中诚信国际认为，环保标准的提升将倒逼企业环保升级或退出，前期环保投资较小，环保设备尚未达标的企业将会面临较大的资本支出压力或关停风险。此外，随着环保排放标准的提升，钢铁企业在运营过程中亦面临更高的运营成本，利润空间或将有所压缩，而装备水平较高、环保技术较强的钢铁企业有望获得更强的信用实力。

### 铁矿石采购对外依存度较高，原燃料价格高位运行对公司成本控制能力提出挑战

受益于充足的库存，2019年公司铁矿石采购量同比减少，大部分铁矿石通过下属的贸易公司采购自澳大利亚必和必拓等国外矿山巨头；另有少部分铁矿石采购自河钢集团下属的其他子公司和周边矿山。焦炭供应方面，公司拥有自备焦化厂，但仍需对外采购部分焦炭；煤炭则全部外购。2019年以

来，受环保压力影响，公司减少了焦炭的生产，并加大焦炭外部采购力度。采购价格方面，2019 年受国际铁矿石巨头减产影响，价格处于高位，2020 年

一季度受疫情影响进口铁矿石供应不足，价格进一步上升；此外，2019 年以来煤炭价格高位运行为公司成本控制能力提出挑战。

**表 1：公司原燃料采购情况（万吨、元/吨）**

		2017		2018		2019		2020.1~3	
		数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
铁精粉	集团	763	560	608	517	400	750	127	746
	国外	3,389	590	2,771	582	2,110	739	407	741
	国内	720	552	477	609	516	724	123	738
焦炭		968	1,716	1,230	1,972	1,293	1,966	260	1,825
煤炭		1,560	1,006	1,418	1,160	1,659	1,084	310	1,105

资料来源：公司提供

### 规模优势、产品结构优势和研发实力为公司整体竞争力的增强提供保障；环保趋严或影响公司产量并带来投资压力；汽车行业景气度下行以及 2020 年新冠肺炎疫情或对公司盈利水平造成影响

公司产品包括热轧板卷、冷轧板卷、镀锌板和彩涂板等精品板材，覆盖汽车板、管线钢、家电板等高附加值产品，公司同时还生产棒材、型材、线材和窄带，并加工钒钛制品。产品品种的多元化有利于提升公司的整体竞争力，增强其抗风险能力。

作为国内特大型钢铁生产企业之一，公司具备规模优势，目前优质钢材产能 3,526 万吨/年，钒产品产能 2.20 万吨/年，钛精矿产能 6.00 万吨/年，近年来产能保持稳定。

2020 年 4 月 23 日，河钢集团子公司宣钢集团

将所持河钢乐亭钢铁有限公司（以下简称“河钢乐亭”）100% 股权以 10.01 亿元出售给公司，河钢乐亭采取减量置换的方式建设产能转移项目，分为一期和二期建设，其中一期项目拟于乐亭建设生铁产能 732 万吨、粗钢产能 747 万吨，压减置换集团生铁产能 1,016 万吨、粗钢产能 1,039 万吨；二期项目拟建生铁产能 267 万吨、粗钢产能 405 万吨，压减置换集团生铁产能 334 万吨和粗钢产能 507 万吨。一期项目已于 2018 年 3 月开工，建设总投资 420 亿元，截至 2020 年 4 月 23 日已支付 136.74 亿元，建成后预计钢材年生产规模为 710 万吨，其中 410 万吨为精品板材，300 万吨为优特钢长材，但仍存在一定不确定性。除冷轧项目暂停外，其他项目计划于 2020 年 5~9 月陆续完工，完工后公司产能将进一步增加。

**表 2：宣钢产能转移项目计划**

	期数	一期项目				二期项目
		公司	宣钢	河钢股份承德分公司	舞钢	唐钢
淘汰	高炉	3200 立方米 1 座	2500 立方米 2 座	-	-	2000 立方米 1 座
	转炉	55 吨 2 座	150 吨 2 座	120 吨 1 座	-	150 吨 3 座
	电炉	-	-	-	90 吨 2 座	-
	生铁	267 万吨	749 万吨	-	-	334 万吨
	粗钢	180 万吨	620 万吨	140 万吨	99 万吨	507 万吨
新建	公司	河钢乐亭				河钢乐亭
	高炉	2922 立方米 3 座				3200 立方米 1 座
	转炉	100 吨 3 座（70%特钢）、200 吨 2 座				230 吨 1 座
	电炉	-				120 吨 2 座
	生铁	732 万吨				267 万吨
粗钢	747 万吨				405 万吨	

注：实际投资情况与计划投资情况或存在一定差异。

资料来源：河北省政府信息公开专栏、河北省工业和信息化厅，中诚信国际整理

目前公司装备优良，在钒钛冶炼和钒产品生产技术方面处于世界领先地位。2019年，公司生产生铁、粗钢、钢材和钒渣分别为2,712万吨、2,672万吨、2,532万吨和18.49万吨。

钢材产品方面，当前环保政策不断趋严的背景下，公司产量减少，钢材产能利用率下降。分品种来看，2019年，受益于基建行业需求旺盛，公司棒材、型材及线材产品产量同比增加；由于汽车行业景气度下行，板材产品产量有所下降；受公司产品结构调整影响，2019年以来公司不再生产窄带产品。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司主要钢材产品产量同比均有所下降。**中诚信国际关注到**，国家环保政策的变化或给公司正常稳定经营及经营的合规性带来不确定性，同时增加环保投入亦将加大公司资金压力。

**表 3：近年来公司产品产量情况（万吨）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
生铁	2,730	2,657	2,712	594
粗钢	2,692	2,680	2,672	569
钢材	2,638	2,578	2,532	564
钒渣	15.30	12.39	18.49	4.62

资料来源：公司提供

公司销售网络遍布全国，但主要销往华北地区，2019年收入占比为73.45%。区域内汽车、家电、造船、建筑、机械制造业发展迅猛，带动公司全年各钢材产品产销率均保持在100%左右。公司产品和客户结构逐步向中高端迈进，汽车板实现了强度级别的全覆盖，批量向宝马、奔驰等高端合资企业供货；高端钢板能够满足海尔、海信、美菱等客户的个性需求；此外公司还向雄安新区、国家高山滑雪中心和明珠湾大桥等国家重点工程项目直供钢材。

钒钛产品方面，受益于下游需求增加，2019年钒产品产销量大幅增长；钛精矿产品是钛白粉、高钛渣、海绵钛等下游钛产品生产的基础原料，近年来产销量较为稳定。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司钒钛产品产销量同比略有下降。

**表 4：近年来公司主要产品产销情况（万吨）**

	2017		2018		2019		2020.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
<b>钢材产品</b>	<b>2,638.20</b>	<b>2,542.63</b>	<b>2,577.95</b>	<b>2,558.97</b>	<b>2,531.66</b>	<b>2,526.99</b>	<b>564.09</b>	<b>560.24</b>
其中：板材	1,918.06	1,824.68	1,961.98	1,945.34	1,801.33	1,789.46	435.23	432.03
棒材及型材	511.94	509.70	489.00	487.68	611.05	616.96	118.64	117.89
线材	127.48	127.53	115.68	115.06	119.28	120.57	10.22	10.32
窄带	80.72	80.72	11.29	10.88	-	-	-	-
<b>钒钛产品</b>	<b>8.23</b>	<b>9.82</b>	<b>8.38</b>	<b>8.43</b>	<b>9.10</b>	<b>9.04</b>	<b>2.14</b>	<b>2.14</b>
其中：钒产品	1.33	1.14	0.95	0.73	1.66	1.40	0.37	0.37
钛精矿	6.90	8.68	7.43	7.70	7.45	7.64	1.77	1.77

资料来源：公司提供

2019年公司保持较大研发投入，占收入比重达到2.71%，研发成果显著，全年申请专利986项，获得专利授权532项，主持制定了2个国家标准和4个行业标准，获得省部级科技奖励15项。此外，公司参与研究的《高品质特殊钢绿色高效电渣重熔关键技术的开发和应用》获国家科学技术进步一等奖。

**中诚信国际认为**，公司规模优势突出、产品结构优良且拥有较好的研发实力。但同时中诚信国际关注到，环保趋严压力下，公司钢材产量逐年下降，未来设备若进行环保升级或为公司带来投资压力。此外，公司产品结构以板材为主，汽车行业景气度下行以及2020年新冠肺炎疫情或影响下游需求。

**多项在建项目建设接近尾声，未来资本支出压力不**

## 大

公司主要在建项目包括邯钢集团结构化产业升级总体项目、中厚板项目、厂区综合治理以及技

改造项目等，计划总投资 404.87 亿元，其中邯钢集团结构化产业升级总体项目预计建设期较长，每年投资压力不大；其余项目建设均已进入收尾阶段。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	工程累计投入占预算比例（%）	资金来源
邯钢集团结构化产业升级总体项目	303.56	79.07	自筹
厂区综合治理	15.31	99.71	自筹
小技改	18.60	96.12	自筹
炼铁厂烧结系统运行模式优化改造项目 2018-31 号	11.39	99.50	自筹
中厚板项目	56.02	98.00	自筹
<b>合计</b>	<b>404.87</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告，以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，2017~2019 财务数据均为审计报告期末数。

### 受 2019 年行业景气度下行和 2020 年疫情影响，公司钢铁主业收入和盈利水平下降

钢铁业务收入占营业总收入比重在 95% 左右，由于 2019 年钢材价格回落，公司钢铁业务收入略有下降，但受益于其他业务收入增加，营业总收入同比增长；同时受铁矿石价格上升影响，当年钢铁主业毛利率有所下滑，带动整体营业毛利率下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，营业总收入和毛利率同比均有所减少。

表 6：近年来公司收入和毛利率构成（亿元）

收入	2018	2019
板材	757.49	721.64
棒材及型材	186.51	207.73
线材、带钢等	46.11	40.73
钢坯	35.70	39.18
钒产品	17.16	17.94
气体、水电等其他产品	125.42	137.69
其他业务	41.18	50.04
<b>合计</b>	<b>1,209.57</b>	<b>1,214.95</b>
毛利率	2018	2019
板材	14.71	12.64
棒材及型材	13.77	14.75
线材、带钢等	9.80	13.92

钢坯	19.66	11.31
钒产品	49.71	39.74
气体、水电等其他产品	11.10	11.81
其他业务	4.42	6.77
<b>营业毛利率</b>	<b>14.30</b>	<b>13.06</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

虽然 2019 年公司主要产品销量下降，但销售费用同比有所上升，主要系下游汽车行业景气度下行，销售难度加大所致；同期财务费用随着债务规模的增加而增长，公司管理费用亦上升，全年期间费用和期间费用率均有所增加。2020 年一季度，公司研发费用同比有所下降，带动期间费用率小幅降至 9.70%。

经营性业务利润是公司利润总额的主要来源，受行业景气度影响，2019 年经营性业务利润同比下降，利润总额随之减少；投资收益为利润总额的有效补充，同比亦有所减少，主要系公司增加对河钢集团财务公司投资，下属唐山分公司投资司家营铁矿公司所致；受益于应收款项的顺利回收，全年资产减值损失较少，对利润总额影响不大。随着利润总额的减少，2019 年 EBIT 和 EBITDA 同比下降，EBITDA 利润率和总资产收益率均有所下滑。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，经营性业务盈利能力弱化，带动利润总额下降，同期投资收益较高。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	90.39	112.92	118.09	22.87
期间费用率(%)	8.29	9.34	9.72	9.70
经营性业务利润	39.22	52.93	34.71	2.86
资产减值损失	9.67	1.53	0.36	--
投资收益	1.40	2.17	1.94	0.82
利润总额	30.55	54.28	36.19	3.69
EBITDA 利润率(%)	10.55	12.67	12.18	--
总资产收益率(%)	3.08	4.34	3.46	--

注：中诚信国际将信用减值损失计入资产减值损失。  
 资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年资产和负债规模小幅增长，有息债务亦有所增加，回购股票使得权益规模小幅下降，财务杠杆仍处于高位

随着业务发展和经营积累，2019 年以来公司资产规模保持小幅增长态势。由于钢铁属于重资产行业，因此公司非流动资产占总资产比重较高，当年末为 67.99%，非流动资产规模随着在建项目投入呈增长态势。2019 年末公司流动资产规模上升，主要由于公司在对供应商付款时加大供应链金融工具“河钢铁信”<sup>1</sup>的使用力度后付现压力降低，应收票据贴现需求相应下降，应收款项大幅增长；同期末货币资金有所减少，主要由于公司资本支出、股票回购和现金分红导致资金流出；存货亦呈下降态势，主要由于铁矿石价格大幅上涨，公司减少了原材料备货，且钢材产量减少使得在产品规模下降；此外，受益于公司加大对往来款的回收，同期末其他应收款大幅减少。截至 2020 年 3 月末，为补充流动性，公司加大票据贴现力度，期末应收款项较年初有所降低；此外，受下游开工率下降影响，期末存货规模有所上升，带动流动资产规模增加。

公司总负债 2019 年以来保持增长，主要由有息债务构成，当年末债务规模同比有所增长，2020 年一季度公司加大债务偿付力度，期末总债务较年初下降；2019 年以来短期债务占比有所下降，2020 年 3 月末降至 79.77%，但以短期为主的债务期限结构仍有待优化。目前公司未受限货币资金及未使用

授信额度之和无法覆盖短期债务，面临一定短期偿付压力。

受益于利润的积累，2019 年末未分配利润和盈余公积均有所增长，但受部分子公司亏损影响，少数股东权益下降，加之当年公司回购部分股票，期末所有者权益规模降低。2020 年一季度，受益于公司及子公司利润积累，所有者权益规模较年初有所回升，资本结构有待改善。

公司财务杠杆随债务规模和所有者权益变化有所波动，2019 年末有所提高，2020 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别回落至 72.23% 和 66.54%，公司财务杠杆在钢铁行业中相对较高。

根据公司公告，为偿还有息负债，拟按每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东配股，募集资金总金额不超过人民币 80 亿元。目前配股申请已获得国资委和证监会批准，配股完成后预计公司资本实力有望增强，资本结构将有所优化，中诚信国际将对配股后续进展情况保持关注。

**表 8：近年来公司资产负债表主要情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	170.15	281.50	245.76	240.41
应收款项	88.34	131.76	183.98	171.80
存货	231.47	222.48	217.18	237.50
其他应收款	6.66	8.34	6.99	8.78
固定资产	1,110.39	1,183.87	1,248.15	1,227.76
在建工程	202.49	190.54	135.18	154.78
资产总额	1,901.48	2,087.46	2,119.36	2,129.67
短期债务	881.99	977.25	1,004.46	938.20
总债务	1,158.18	1,171.21	1,252.49	1,176.14
未分配利润	96.76	117.98	128.25	128.96
少数股东权益	18.32	25.77	22.41	22.48
所有者权益	476.59	589.51	588.36	591.43

注：应收款项包括应收票据、应收账款和应收款项融资；其他应收款包含应收股利和应收利息。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年公司经营活动净现金流有所下滑；投资活动现金净流出缺口有所收窄；筹资活动现金流转为净流出态势，部分偿债指标有所弱化

有限公司运营，具有附带贸易背景，可拆分，可流转，可在线上低成本融资，无开票费用、无需向银行缴纳保证金等特点。

<sup>1</sup>河钢铁信是河钢集团将集团成员单位采购贸易形成的反向保理业务设计封装为数字化债权确权凭证，明确双方真实贸易关系及兑付日期的一种类似商业承兑汇票的电子凭证。其由全资子公司河钢集团供应链管理

受钢铁行业景气度下行影响，2019年以来公司经营现金净流入有所下降，2020一季度受疫情影响，经营活动净现金流亦同比下滑；由于公司维持了一定规模的资本支出，用于产业升级、技术改造等项目等，2019年以来投资活动现金保持净流出态势，但敞口有所收窄；公司2019年现金分红和支付利息规模高于当年债务融资净增加额，且公司进行股票回购，筹资活动现金呈净流出态势。

由于公司盈利和经营获现水平下降，以及总债务增长，2019年EBITDA及经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均有所下降；剔除分配股利、利润或偿付利息支付的现金后的经营活动净现金流对债务覆盖能力亦降低；由于购建固定资产支出现金，FCF无法对总债务形成有效覆盖；同期EBITDA和经营活动净现金流能够对利息形成较好覆盖，但对总债务的覆盖能力仍有待提升。

**表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	164.07	99.85	98.08	50.71
投资活动净现金流	-136.31	-111.01	-109.26	-20.40
筹资活动净现金流	-12.73	96.28	-50.91	5.92
经营净现金流/总债务(X)	0.14	0.09	0.08	0.17*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.64	2.51	2.38	--
(CFO-股利)/总债务(%)	10.46	4.63	3.62	--
FCF/总债务(%)	-1.27	-4.84	-5.13	--
总债务/EBITDA(X)	10.07	7.64	8.46	--
EBITDA/利息支出(X)	3.25	3.85	3.59	--

注：加“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持，受限资产或在一定程度上影响资产流动性，公司或有事项风险较低

截至2020年3月末，公司共获得综合授信额度合计1,085.81亿元，其中尚未使用额度131.25亿元；同时，公司为A股上市公司，具有较强的财务弹性。

截至2020年3月末，公司受限资产合计为

238.41亿元，主要为保证金和用于抵押取得融资租赁的资产，其中保证金为91.76亿元，固定资产为146.64亿元，受限资产占总资产比重为11.19%，或在一定程度上影响资产流动性。

或有事项方面，截至2020年3月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼及对外担保事项。

**过往债务履约情况：**根据企业提供的中国人民银行出具的征信报告，2016~2020年1月15日，公司未发生债务违约，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录，除此之外公司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。

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。

## 外部支持

### 间接控股股东河钢集团抗风险能力突出，对公司具有很强的支持能力和支持意愿，河钢股份作为河北省最大的上市国有企业，亦可获得河北省政府支持

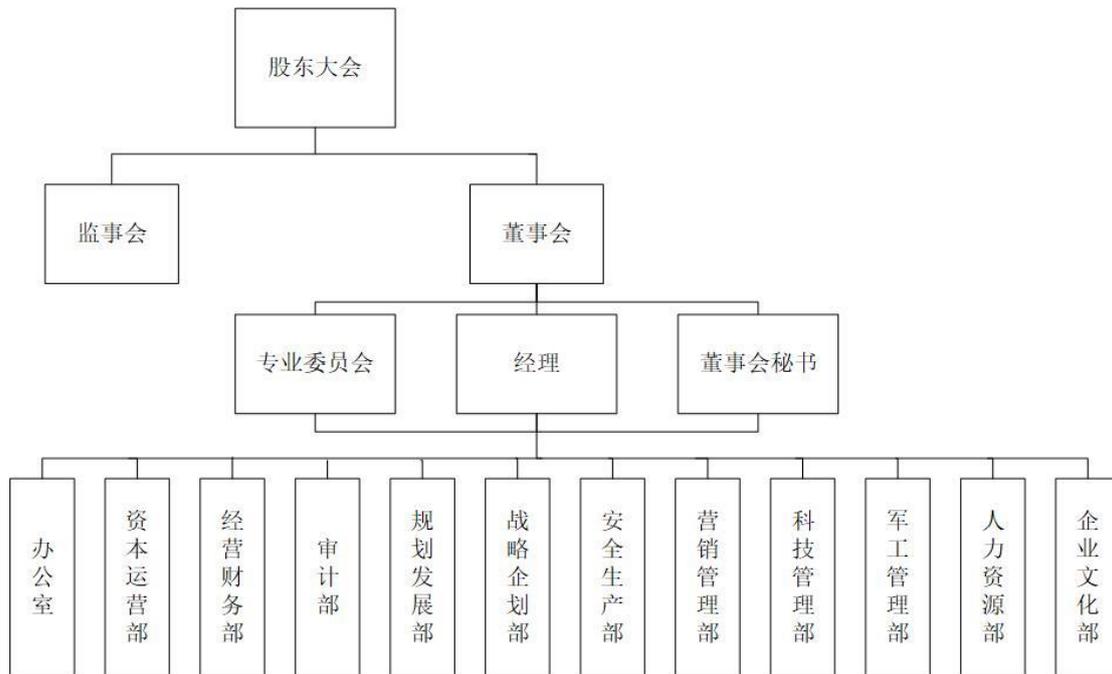
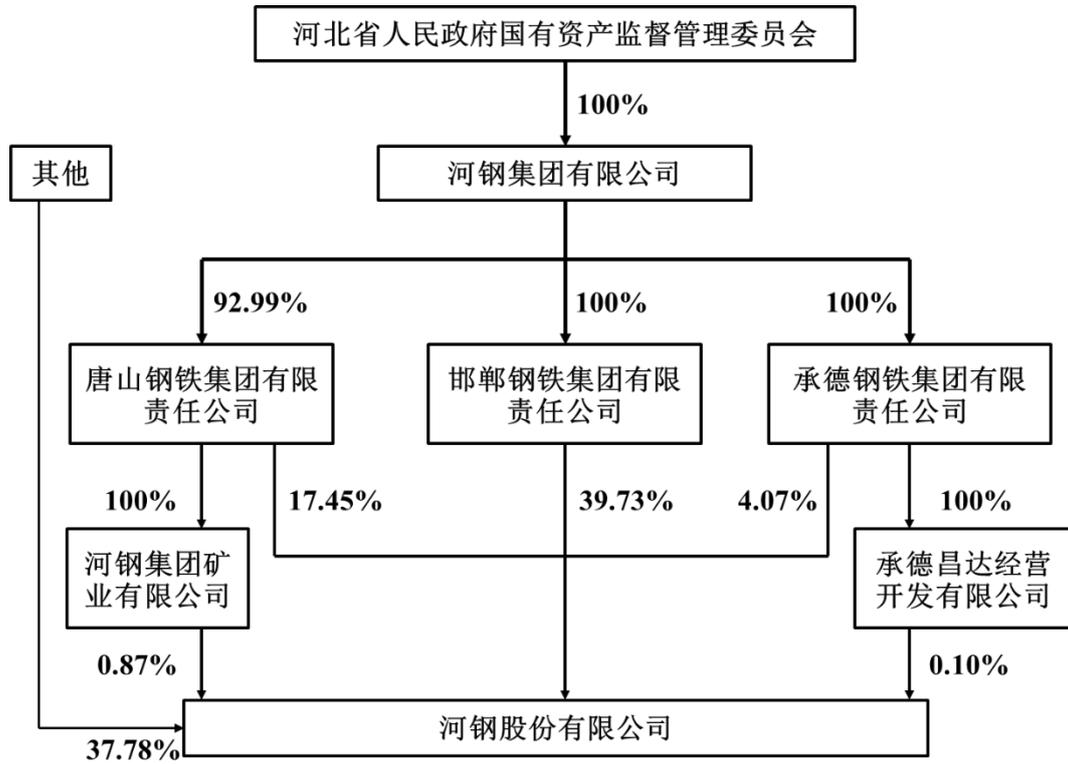
公司间接控股股东河钢集团作为国内特大型钢铁生产企业之一，钢铁主业已具备了5,000余万吨符合国家产业政策、具有世界先进装备水平、国内领先节能环保水平的优质产能。2019年生铁、粗钢以及钢材全球产量分别为4,258.55万吨、4,656.44万吨和4,396.59万吨，规模优势明显。同时，河钢集团非钢板块稳步发展，海外市场逐步拓展，现已形成了贸易、制造的全球化产业布局。2019年河钢集团营业总收入和净利润保持在较好水平，分别为3,547.15亿元和18.86亿元；同时融资渠道畅通，授信额度充足，整体抗风险能力突出，对公司的支持能力很强。公司为河钢集团钢铁主业的上市平台，集中了河钢集团的主要国内优质产能，河钢集团对公司具有很强的支持意愿。为避免同业竞争，目前河钢集团已将邯郸钢铁集团有限公司重轨资产组、唐山钢铁集团高强汽车板有限公司和邯钢集团衡水薄板有限责任公司委托给公司进行管理。

此外，公司作为河北省最大的上市国有企业，亦可获得河北省政府在政策和资金等方面的支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持河钢股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 河钢 Y1”和“18 河钢 Y2”的债项信用等级为 **AAA**。

### 附一：河钢股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：河钢股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,701,480.01	2,815,026.01	2,457,599.83	2,404,111.10
应收账款净额	254,323.18	401,924.70	471,544.09	542,067.71
其他应收款	66,566.98	83,401.51	69,914.56	87,839.77
存货净额	2,314,666.69	2,224,829.82	2,171,780.72	2,375,019.67
长期投资	308,886.22	330,676.13	387,747.06	395,925.59
固定资产	11,103,923.29	11,838,701.46	12,481,532.34	12,277,570.33
在建工程	2,024,878.54	1,905,352.82	1,351,776.87	1,547,835.10
无形资产	37,042.78	22,830.64	21,383.85	21,054.38
总资产	19,014,793.41	20,874,634.16	21,193,568.11	21,296,701.89
其他应付款	317,296.88	243,699.49	186,771.07	163,239.03
短期债务	8,819,948.52	9,772,465.00	10,044,613.13	9,382,005.80
长期债务	2,761,871.87	1,939,620.33	2,480,279.72	2,379,440.52
总债务	11,581,820.39	11,712,085.33	12,524,892.85	11,761,446.32
净债务	9,880,340.38	8,897,059.31	10,067,293.02	9,357,335.23
总负债	14,248,881.90	14,979,494.13	15,309,971.49	15,382,378.62
费用化利息支出	273,907.43	322,645.37	365,752.35	--
资本化利息支出	79,313.85	75,835.93	46,319.15	--
所有者权益合计	4,765,911.51	5,895,140.03	5,883,596.62	5,914,323.27
营业总收入	10,898,307.52	12,095,699.33	12,149,541.53	2,358,277.99
经营性业务利润	392,228.88	529,303.38	347,061.15	28,616.16
投资收益	14,002.06	21,651.25	19,435.66	8,178.53
净利润	212,584.34	438,127.96	287,311.85	23,396.29
EBIT	579,436.58	865,492.65	727,612.18	--
EBITDA	1,149,619.16	1,533,091.60	1,480,073.21	--
经营活动产生现金净流量	1,640,686.73	998,468.89	980,755.66	507,119.90
投资活动产生现金净流量	-1,363,101.65	-1,110,148.52	-1,092,551.18	-203,958.32
筹资活动产生现金净流量	-127,302.03	962,789.98	-509,071.57	59,152.31
资本支出	1,359,215.91	1,110,181.80	1,096,786.22	203,958.32
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	12.37	14.30	13.06	11.43
期间费用率(%)	8.29	9.34	9.72	9.70
EBITDA 利润率(%)	10.55	12.67	12.18	--
总资产收益率(%)	3.08	4.34	3.46	--
净资产收益率(%)	4.51	8.22	4.88	1.59*
流动比率(X)	0.46	0.51	0.52	0.54
速动比率(X)	0.26	0.34	0.35	0.35
存货周转率(X)	3.61	4.57	4.80	3.67*
应收账款周转率(X)	46.76	36.86	27.82	18.61*
资产负债率(%)	74.94	71.76	72.24	72.23
总资本化比率(%)	70.85	66.52	68.04	66.54
短期债务/总债务(%)	76.15	83.44	80.20	79.77
经营活动净现金流/总债务(X)	0.14	0.09	0.08	0.17*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.19	0.10	0.10	0.22*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.64	2.51	2.38	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.46	4.63	3.62	--
总债务/EBITDA(X)	10.07	7.64	8.46	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.16	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.25	3.85	3.59	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.64	2.17	1.77	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用；扣除未实现售后租回损益的一年内到期的递延收益不计入短期债务；将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务；3、2017-2019年资本化利息支出数据由公司提供，2020年一季度该数据未提供；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。