



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪269号

## 武汉钢铁股份有限公司：

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“武汉钢铁股份有限公司2014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，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月二十二日

**武汉钢铁股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2016）**

发行主体	武汉钢铁股份有限公司		
担保主体	武汉钢铁（集团）公司		
发行规模	人民币 70 亿元		
存续期限	2015/7/1~2018/7/1		
上次评级时间	2014/9/15		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

**概况数据**

武钢股份	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	407.73	365.79	285.94	286.34
总资产（亿元）	1,158.08	960.64	944.56	968.51
总债务（亿元）	537.57	428.32	492.39	487.14
营业总收入（亿元）	1,014.89	993.73	583.38	128.90
营业毛利率（%）	6.17	7.49	-1.52	8.35
EBITDA（亿元）	78.16	90.41	-14.90	-
所有者权益收益率（%）	1.43	3.53	-26.27	0.45*
资产负债率（%）	64.79	61.92	69.73	70.44
总债务/EBITDA（X）	6.88	4.74	-33.04	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.87	4.23	-0.90	-

武钢集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	792.99	543.43	455.91
总资产（亿元）	2,399.42	1,916.77	1,902.74
总债务（亿元）	1,218.69	1,016.35	1,078.13
营业总收入（亿元）	2,270.48	1,461.46	1,018.31
营业毛利率（%）	6.67	8.31	2.08
EBITDA（亿元）	137.70	35.48	2.35
所有者权益收益率（%）	0.51	-15.52	-25.04
资产负债率（%）	66.95	71.65	76.04
总债务/EBITDA（X）	8.85	28.64	459.34
EBITDA 利息倍数（X）	2.49	0.79	0.05

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、2016 年第一季度财务指标中带“\*”的为年化指标；  
3、2014 年数据采用 2015 年年初数。

**基本观点**

2015 年，武汉钢铁股份有限公司（以下简称“武钢股份”或“公司”）规模优势明显，产品结构持续优化，且注重技术创新，技术研发实力不断提升。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”）也关注到，国内钢铁行业景气度持续低迷，公司钢铁主业盈利能力受到较大负面影响以及公司债务期限结构有待优化，这些因素都将对公司未来的业绩表现和偿债能力带来一定影响。

综合以上分析，中诚信证评维持武汉钢铁股份有限公司主体信用级别 **AAA**，评级展望稳定，维持“武汉钢铁股份有限公司 2014 年公司债券”级别 **AAA**。该级别主要考虑了武汉钢铁（集团）公司（以下简称“武钢集团”）提供的无条件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**

- 规模优势明显。武钢股份是国内大型上市钢铁生产企业，2015 年，公司生产生铁 1,515.5 万吨、粗钢 1,539.6 万吨、钢材 1,434.0 万吨，钢材产量位列钢铁上市公司前列，规模优势显著。
- 注重技术创新，技术研发实力不断提升。公司冷轧硅钢产品的品种及性能达到世界一流水平，系我国冷轧硅钢片品种规格最齐全、规模最大、技术最先进的生产基地之一，也是全球最大的、最具竞争力的冷轧硅钢片供应商之一；此外，CSP 产线生产硅钢专有技术国际领先。
- 产品结构持续优化。公司重点发展高端板带材和高效钢材，2015 年公司在冷轧硅钢片、汽车用钢、高性能工程结构钢、精品长材四大战略产品领域开发生产新品种 120 多个，目前可供货新品种数量达到 460 余个，有力促进了产品结构的优化调整。

**关 注**

- 受行业周期性影响，公司钢铁主业盈利能力受到较大负面影响。钢铁行业产能过剩突出，下

分 析 师

胡辉丽 hlu@ccxr.com.cn

余 岑 cyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月22日

游需求乏力，钢材价格持续下跌，行业景气度持续低迷，受此影响，公司盈利能力大幅下滑，预计短期内主业盈利能力难有实质性改善。

- 短期债务规模较大，债务期限结构有待改善。截至2016年3月末，公司短期债务及长期债务分别为361.50亿元和125.64亿元，长短期债务比为2.88倍，整体看，公司现阶段债务仍集中于短期债务，具有一定的短期偿债压力，债务期限结构有待进一步改善。



## 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://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，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金使用情况

2015年7月1日,武钢股份以4.38%的票面利率共计发行公司债券(债券简称“14武钢债”)70亿元。2015年7月3日,此次发行的募集资金已全部到位,扣除承销费和保荐费等费用共计0.476亿元,公司净募集资金69.524亿元。截至2015年12月31日,上述募集资金已使用完毕,所募集的资金全部用于补充公司流动资金。

## 行业分析

### 2015年国内粗钢产量小幅下降,表观消费量有所回落,受下游需求乏力影响,钢材价格下跌明显,行业景气度持续低迷

钢铁工业是典型的周期性行业,其发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。中国宏观经济增速已连续三年放缓,带来终端需求增速较低,步入2015年以来,在外需不振、产能过剩和房地产市场调整等因素的作用下,国内经济增长步伐较去年同期进一步放缓。在宏观经济增速趋缓的态势下,中央管理层加大力度进行经济结构调整和转型升级,钢铁行业面临的政策压力和资金压力逐步加大。据中钢协统计,2015年全国粗钢产量8.04亿吨,同比下降2.3%,自1981年来首次出现下降;生铁产量6.9亿吨,同比下降3.5%。

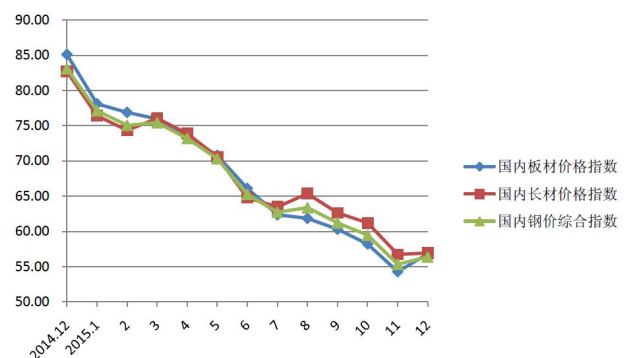
目前国内钢铁行业产能过剩严重,2015年3月20日,工信部就《钢铁产业调整政策》向社会公开征求意见,提出到2017年钢铁产能规模基本合理,产能利用率达到80%以上。受此影响,2015年我国钢铁工业固定资产投资有所下降,钢铁行业产能盲目扩张的态势得到一定程度遏制。据工信部统计,2015年钢铁工业完成固定资产投资4,523.89亿元,同比下降13.83%。

从下游需求看,2015年,我国经济增速继续放缓,GDP同比增长6.9%,增速同比回落0.4个百分点,为1992年来新低;经济增长对于钢材消费的带动作用逐步减弱,钢材消费强度下降明显。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。2015年受钢材消耗量大的固定资产投资、房地产开发投资增速持续回落,以及汽车

等行业产销增速放缓,钢铁需求减弱,2015年我国粗钢表观消费量为7亿吨,同比下降5.44%,连续两年出现下降,降幅扩大1.4个百分点。整体看,受限于下游建筑、机械、汽车、造船等行业发展乏力、需求不足、产能结构性过剩的影响,钢铁行业景气度持续低迷。

钢材价格方面,2011年下半年开始,受下游市场需求减弱等因素影响,国内钢材市场供过于求,钢材价格呈现持续下行态势。近年来钢铁行业产能过剩、供大于求的基本格局并无改观,钢材价格已连续4年下降,2015年跌幅加大,国内市场钢材价格大幅下跌。从全年看,各月国内钢价综合指数均低于上年同期,2015年各月CSPI平均值为66.43点,同比下降24.89点,降幅为27.26%,Myspic钢材综合价格指数由年初的81.91点下跌到56.37点,下降25.54点,降幅31.1%。进入2016年,钢价有所回升,3月末Myspic钢材综合价格指数为69.81,较上年末上升23.84%。但长期来看,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1: 2015年国内钢材价格指数走势



资料来源:中国钢铁工业协会,中诚信证评整理

由于国内市场竞争日益激烈,钢铁企业都力图拓展海外市场。2015年,我国钢材净出口量继续增加。据海关统计,全年累计出口钢材11,240万吨,同比增加19.9%;累计进口钢材1,278万吨,同比下降11.4%;折合粗钢净出口约10,338万吨,同比增加约1,897万吨,同比增加22.5%。同时随着国际贸易保护主义抬头,针对我国钢铁产品的反倾销、反补贴案件日趋增多,2015年发生37起,是前两年案件数量的总和,出口国际环境日趋严峻,出口难度不断增大。

## 铁矿石对外依存度居高不下，2015 年国际矿价持续震荡下跌，买方市场特征明显，但原料成本下降难以带动钢企盈利好转

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 年我国铁矿石对外依存度达 78.5%，2015 年我国铁矿石对外依存度已超 80%，铁矿石对外依存度居高不下。根据海关总署统计，2015 年我国铁矿砂及其精矿进口量为 9.53 亿吨，较上年增长 2.2%，进口量再创新高，铁矿石对外依存度较高的情形短期内不会发生太大变化。

虽然对外依存度较高，但是自 2014 年以来，国际铁矿石买方市场特征初显。作为典型的寡头垄断市场，世界铁矿石产能高度集中，全球约 75% 的高品位铁矿石产量和贸易量都集中在淡水河谷、力拓、必和必拓三大国际矿业巨头手中。港口库存方面，在 2014 年 6 月创出库存高位之后，受铁矿石价格持续快速下跌影响，国内钢厂加大了进口矿的采购比例，国际铁矿石港口库存持续下探；但随着国内钢铁企业纷纷减产，铁矿石需求有所下降，2015 年 7 月以来，港口铁矿石库存又呈持续增长态势。在钢铁行业铁矿石需求低迷而国际铁矿石供给量持续增加的情况下，进口矿价持续震荡下跌，2015 年全年，进口矿均价较上年全年平均已下跌约 40 美元/吨。中诚信证评认为，受外部供需矛盾影响，当前国际铁矿石显现供大于求的买方市场特征，短期内进口矿价仍将保持低位震荡态势。

图 2：近年来国内和进口铁矿石到岸价走势



资料来源：中国钢铁工业协会，中诚信证评整理

随着进口矿价格走低，国产铁矿石也基本呈现下降趋势，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。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将会增多。中诚信证评认为，虽然国际矿价震荡下跌有利于钢铁企业缓解成本压力，但考虑到当前钢材价格跌幅大于原燃料下降幅度，铁矿石价格下行难以从根本上改善钢铁企业利润水平，同时铁矿石价格的下跌还对国内矿石生产商造成一定经营压力。

## 行业整体陷入亏损，钢铁行业经营压力加大，部分钢企停减产现象较为突出，产业升级转型仍是脱困的必经之路

根据中钢协数据显示，2015 年中钢协会会员钢铁企业实现销售收入 2.89 万亿元，同比下降 19.05%；实现税金 632.31 亿元，同比下降 22%；实现利润总额-645.34 亿元，亏损面为 50.5%，同比上升 33.67 个百分点，特别是 2015 年 7 月份后钢铁行业始终处于亏损状态，并且亏损额逐步扩大，行业陷入整体亏损的局面。行业的大幅亏损，倒逼钢铁行业不得不采取停减产等措施自救，攀成钢、八一钢铁新疆基地、福建三钢、首钢长治、成渝钒钛、包钢、涟钢、新抚钢、宣钢、杭钢半山基地等钢厂已相继宣布将对生产线进行检修或永久关停，唐山地区如松汀钢铁等不少钢铁企业高炉停产。

中诚信证评认为在当下钢企普遍严重亏损的阶段，市场供大于求的矛盾仍然突出，钢材价格仍然面临下跌压力，减产并不能使得钢价止跌回升，而在减产的同时重新调整产业结构才是行业复苏的真正手段。未来如何在深层次上加快调整产业结构、尽快实施产业转型升级以解决我国钢铁行业发展方式上存在的问题将是各大钢铁企业谋求发展的重中之重。

## 业务运营

2015 年，全球经济呈现缓慢复苏格局，国内经济增幅继续收窄，钢铁行业景气度持续低迷，下游用钢需求呈现分化走势，钢铁产能依然严重过剩，国内钢价持续低迷，尤其是下半年以来，全行业出现严重亏损，公司生产经营遇到了前所未有的困难。受行业竞争加剧影响，2015 年公司生产生

铁 1,515.5 万吨、粗钢 1,539.6 万吨、钢材 1,434.0 万吨，分别较上年同比下降 22.32%、22.59% 和 22.78%。全年实现营业总收入 583.38 亿元，同比下降 41.29%。

**公司注重技术创新，持续推进新产品研发，技术研发实力不断提升；2015 年公司积极调整品种结构、加大高端产品的产销力度，但受行业景气度持续下滑影响，钢铁主业亏损**

公司注重新技术和新产品的研究开发，拥有国家级企业技术中心武钢研究院和国家工程技术研究中心武钢国家硅钢工程技术研究中心，技术方面保持行业领先地位。公司拥有专利 783 项，其中发明专利 371 项，全年完成科技成果鉴定 66 项次，78% 的成果达到国际先进水平。公司在冷轧硅钢片、汽车用钢、高性能工程结构钢、精品长材四大战略产品领域开发生产新品种 120 多个，目前可供货新品种数量达到 460 余个，有力促进了产品结构的优化调整。公司是国内冷轧硅钢片产品品种最齐全、规模最大的厂家，也是全球最大的、最具竞争力的冷轧硅钢片供应商之一，CSP 产线生产硅钢专有技术国际领先。

公司生产涉及炼焦、烧结、炼铁、炼钢和轧钢等完整的工艺流程，形成了以冷轧硅钢片、汽车板、高性能结构用钢、精品长材四大战略产品为重点的一批名牌产品，产品共计 7 大类、500 多个品种。主要产品有热轧板卷、中厚板、大型材、高速线材、棒材、冷轧及涂镀板（含冷轧薄板、镀锌板、镀锡板、彩涂板）、冷轧硅钢（含冷轧取向硅钢片、冷轧无取向硅钢片）等。

2015 年，面对下游用钢行业钢材需求增速明显放缓、铁矿石等原材料价格波动较大、钢铁供需矛盾不断加剧等众多不利因素，公司积极调整品种结构，加强高端产品营销，高端产品占比不断提升。公司高性能取向硅钢片在特高压直流应用领域实现突破，填补国内空白，首获国家电网特高压直流项目订单，并成为全球最大变压器生产商 ABB 公司海外工厂的唯一中国供应商；高牌号高效无取向硅钢、冷轧汽车专用钢销量同比分别增长 26%、5.5%；成功开发高难度品种槽型轨 60R2；薄规格

低温 HiB 钢宽板实现批量生产。

市场营销方面，公司产销协同围绕 QCDDS 要求提升服务水平，上海通用、奇瑞捷豹路虎、重庆长安和东风柳汽等重点用户满意度明显提高；大力发展直供客户，钢材直供比例达 54%；通过电子竞价与服务平台销售钢材，拓展营销渠道，有效增强了市场快速反应能力。

表 1：2015 年公司主要产品产销情况

单位：万吨，亿元

产品	产量	销量	营业收入
热轧产品	820.08	892.17	212.70
冷轧产品	612.59	609.30	230.02
合计	1,432.67	1,501.47	442.72

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年，公司实现主营业务收入 442.72 亿元，同比减少 42.89%。其中，热轧产品实现收入 212.70 亿元，同比减少 49.07%；冷轧产品实现收入 230.02 亿元，同比减少 35.68%。从毛利率来看，受国内钢材价格持续低迷的影响，公司主要产品平均销售价格大幅下跌，热轧产品和冷轧产品毛利率分别下降了 11.71 个百分点和 12.48 个百分点至 -8.80% 和 -0.52%，公司综合毛利率为 -1.52%。受销售收入及整体毛利率大幅下滑影响，2015 年公司出现收入成本倒挂，经营压力加大，钢铁主业呈现亏损。2016 年以来，公司各项降本降耗措施取得一定的成效，加之一季度钢材价格有所回升，2016 年 1~3 月综合毛利率上升至 8.35%。

**公司原材料集中采购，铁矿石原材料主要依靠外部采购，铁矿石等原材料价格降幅较大，在一定程度上缓解了企业资金及成本压力**

公司生产原料主要包括铁矿石、焦炭和煤炭等，由武钢集团国际经济贸易总公司（简称“国贸公司”）负责实施对生产所需资源的集中采购，有效降低公司采购成本，实现了战略采购的规模效应。



表 2：2015 年公司主要原材料采购情况

单位：万吨，元/吨		
产品	采购量	采购均价
铁矿石	2,952.12	392.13
焦炭	600.79	817.45
煤炭	287.81	682.28

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

铁矿石供应方面，在近两年产销规模缩减的情况下，公司采购需求下降，2015 年采购铁矿石 2,952.12 万吨，同比下降 30.18%。公司生产所需铁矿石全部来自外部采购，其中，国内矿采购量为 915.50 万吨，约占全部矿石采购量的 31.01%；进口矿采购量为 2,036.62 万吨，约占全部矿石采购量的 68.99%。从全年采购均价来看，2015 年公司铁矿石采购均价为 392.13 元/吨，较上年下降 16.49%。总体看，公司铁矿石主要依赖进口，对外依存度较高，随着铁矿石价格的下跌，一定程度上缓解公司资金及成本压力。

主要燃料采购方面，公司通过长期协议和集团参股投资等方式锁定优质焦煤资源，同时通过日常的库存管控、资源落实和物流衔接保障各炼铁单元的资源稳定供给，目前煤炭主要供应商为国有大型煤矿企业。此外，公司对中国平煤神马能源化工集团有限责任公司进行投资，并和鄂城钢铁合资组建武汉平煤武钢联合焦化有限责任公司，从而保障了公司煤炭资源采购渠道。2015 年公司焦炭采购量为 600.79 万吨，采购均价为 817.45 元/吨；煤炭采购量为 287.81 万吨，采购均价为 682.28 元/吨。

**在保证重点项目建设的基础上，未来公司将根据市场情况关停部分产能，2016 年钢材产量基本与上年持平**

2015 年公司重大建设项目有炼铁厂电除尘器改造、热轧总厂二分厂 1、2 号加热炉改造、热轧总厂二分厂高强钢改造工程、烧结厂电除尘器改造、武钢广州钢材加工配送中心二期项目、武钢武汉钢材加工配送中心二期项目、武钢国际激光拼焊公司续建项目等先后投产；炼钢总厂三分厂 2#连铸机改造、武钢国际激光拼焊公司新建项目，以及广州、常熟等重大项目正按计划推进，预计大部分项目将在 2016 年上半年投产。

目前公司已具备年产生铁 1,718 万吨、粗钢 1,854 万吨、钢材 1,691 万吨的综合生产能力。公司未来将以“去产能、控总量、调结构、市场差异化、管理精细化”作为未来发展的主要内容，计划在 2016 年内关停 1 座高炉（1×1536m<sup>3</sup>），关停 1 座转炉（1×90t），后续轧钢工序的棒材生产线关停，中厚板生产线采取减量集中生产确保满足特殊用途用钢的需求。2016 年公司钢材计划产量为 1,440 万吨，与 2015 年实际产量基本持平。

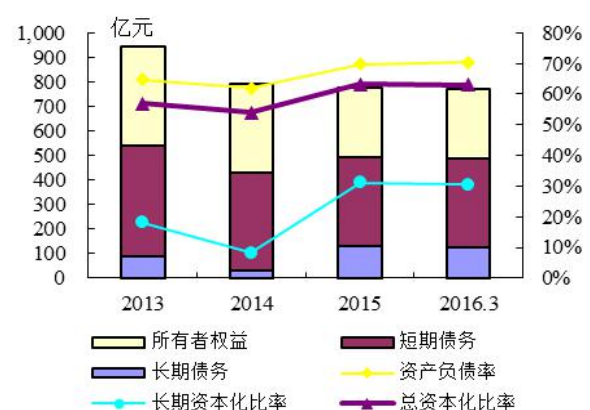
总体而言，受行业经营环境影响，公司 2015 年产品产销量同比有所回落，加之受钢材价格震荡下跌影响，当年营业收入及毛利率均下滑较大，钢铁主业亏损，其整体盈利能力下滑。中诚信证评认为，虽然 2016 年以来，钢铁行业逐渐回暖，但考虑到房地产、基础设施、汽车、造船、机械制造、家电等主要下游用钢行业未来发展以及钢材需求存在较大的不确定性，未来短时间内钢铁行业仍将处于产能过剩、竞争激烈态势，下游市场需求大幅增长的可能性较低，行业景气度依然低迷，这些因素将对公司的经营业绩增长形成一定制约。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013、2014 年财务报告；经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年财务报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

### 资本结构

图 3：2013~2016.Q1 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



2015年，公司资产规模小幅下降，截至当年末公司的资产规模为944.56亿元，较上年同比下降1.67%，主要由于公司当年增加固定资产累计折旧43亿元导致固定资产规模下降所致。就负债规模而言，由于2015年公司成功发行70亿公司债券，使得公司长期债务规模同比扩大，2015年末公司总债务规模上涨至492.39亿元。受经营亏损以及当年实现利润分配影响，2015年末公司所有者权益（含少数股东权益）为285.94亿元，同比减少21.83%。从财务杠杆比率来看，截至2015年12月31日，公司的资产负债率和总资本化比率分别为69.73%和63.26%，同比分别提升7.81和9.32个百分点。截至2016年3月31日，公司总资产为968.51亿元，总负债为682.17亿元，资产负债率及总资本化比率分别为70.44%和62.98%。

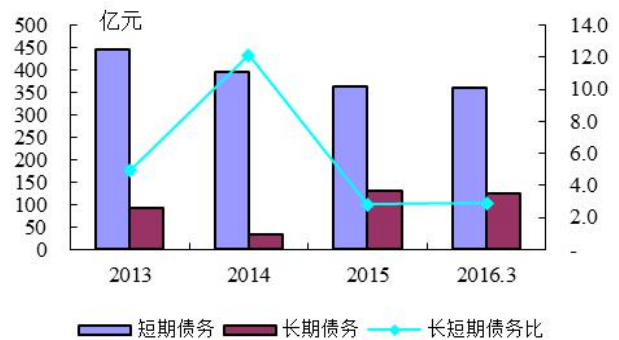
表3：截至2015年12月31日国内主要钢铁企业资本结构比较

	总资产（亿元）	资产负债率（%）
宝钢股份	2,341.23	47.83
河钢股份	1,788.12	74.50
包钢股份	1,449.32	67.36
<b>武钢股份</b>	<b>944.56</b>	<b>69.73</b>
鞍钢股份	885.96	50.70
马钢股份	624.54	66.79
重庆钢铁	392.28	89.78
安阳钢铁	322.27	83.20
凌钢股份	152.99	66.64

资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

从债务期限结构看，公司以短期债务为主。2015年7月，公司成功发行规模为70亿元的3年期公司债券，并偿还了部分短期债务，公司长短期债务比下降，债务期限结构有所优化。截至2016年3月31日，公司总债务为487.14亿元，其中短期债务361.50亿元，长期债务125.64亿元，长短期债务比为2.88倍，较2014年底大幅下降。

图4：2013~2016.Q1公司债务结构分析

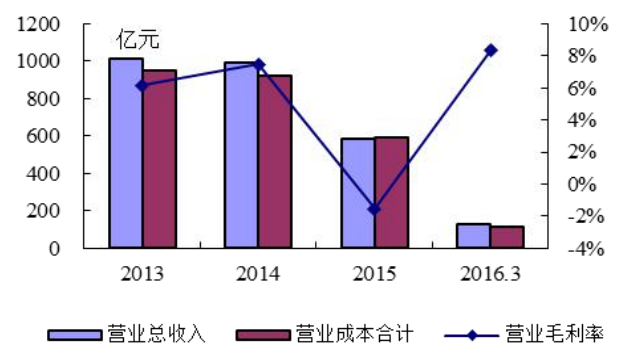


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体而言，受自有资本实力减弱及总债务规模增加影响，2015年公司财务杠杆比率随之上升，鉴于目前的行业整体环境，公司将投资重点转向安全生产、环保和技术研发，未来资本支出压力有限，负债规模或将维持现有水平。

## 盈利能力

图5：2013~2016.Q1公司营业毛利率情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年公司钢材销量及售价下滑，致使整体收入规模大幅下降，当年实现营业总收入583.38亿元，同比减少41.29%。受铁矿石价格下降等因素影响，公司的营业成本较上年降低，但降幅小于钢材价格降幅，使得当期营业毛利率继续下滑。2015年公司综合毛利率为-1.52%，同比降低9.01个百分点。2016年第一季度，公司实现营业收入128.90亿元，同比下降36.20%。公司2016年各项降本降耗措施取得一定的成效，加之一季度钢材价格有所回升，当期综合毛利率上升至8.35%。目前钢铁行业面临产能过剩突出、下游需求乏力，2016年钢材价格能否得到持续恢复和上涨仍有待观察，中诚信证评将对公司业务的获利能力予以持续关注。

注。

表 4：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

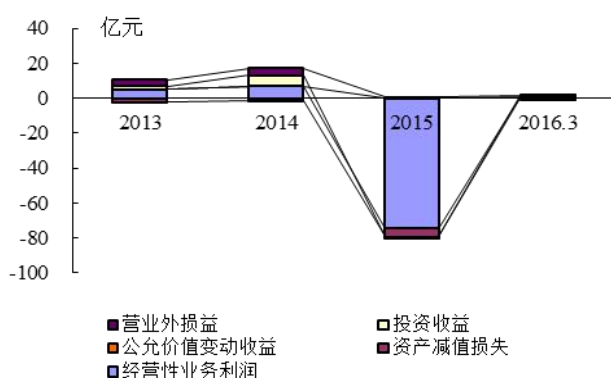
单位：亿元，%

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	9.66	9.94	8.93	1.22
管理费用	32.95	32.69	30.36	3.66
财务费用	13.00	21.64	24.38	4.66
三费合计	55.51	64.28	63.66	9.54
三费收入占比	5.47	6.47	10.91	7.40

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年公司期间费用为 63.66 亿元，同比小幅下降 0.96%。其中，公司当年精简人员，致使销售费用与管理费用均同比下降。财务费用方面，公司债务总额的增加使得利息支出同比上升，加之 2015 年汇兑损失增加，受此影响，公司财务费用持续增加。在营业收入下滑的情况下，2015 年公司三费收入占比上升至 10.91%；2016 年 1~3 月，公司期间费用支出合计 9.54 亿元，三费收入占比下降至 7.40%。总体看，公司三费收入占比较高，且其期间费用支出刚性较强，对盈利的侵蚀程度较大，公司期间费用控制水平有待进一步提高。

图 6：2013~2016.Q1 公司利润总额构成情况

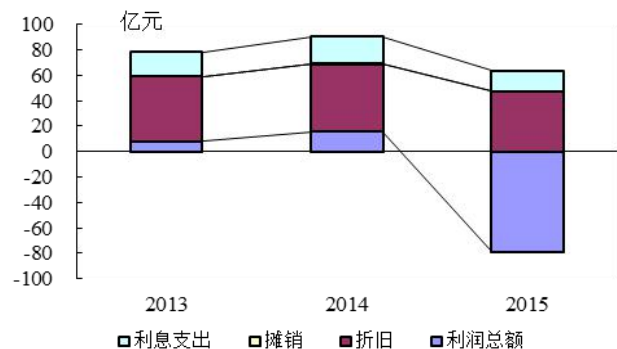


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，2015 年公司营业收入同比大幅减少，收入成本出现倒挂，而期间费用的支出具有一定刚性，使得公司当年经营性业务出现大幅亏损；同时，随着钢材价格的下滑，公司存货资产减值损失较大，全年计提资产减值损失 4.77 亿元。此外，投资收益、政府补助均有一定程度下降，全年实现利润总额 -78.79 亿元，净亏损额为 75.11 亿元。2016 年一季度，受益于毛利率提高，公司扭亏为盈，实现利润总额 1.30 亿元，净利润 0.32 亿

元。

图 7：2013~2015 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。由于 2015 年公司出现亏损状态，EBITDA 随利润总额大幅下降而波动。2015 年公司 EBITDA 规模同比大幅减少 105.31 亿元至 -14.90 亿元。

整体来看，受钢铁行业产能过剩，整体钢铁行业下游需求乏力，钢材价格震荡下跌影响，2015 年公司收入规模同比大幅缩减，毛利率亦下降，公司经营性业务处于亏损状态，盈利能力下滑，中诚信证评将持续关注公司后期的经营情况。

## 偿债能力

2015 年公司经营处于亏损状态，而业务发展的资金需求使得公司债务总额有所扩张，截至 2016 年 3 月 31 日，公司总债务为 487.14 亿元。

2015 年受经营大幅亏损影响，公司 EBITDA 规模下降明显，当年 EBITDA 利息保障倍数以及总债务/EBITDA 指标分别为 -0.90 和 -33.04 倍。现金流方面，2015 年公司经营性现金净流出 27.00 亿元，公司经营活动净现金流下降较为明显，主要由于钢铁行业下行压力加大，公司收入规模下降所致。同期经营活动净现金流/利息支出和经营活动净现金流/总债务分别为 -1.64 和 -0.05 倍。整体看，公司偿债能力指标趋弱。

表 5: 2013~2016.Q1 公司主要偿债指标

	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务 (亿元)	537.57	428.32	492.39	487.14
长期债务 (亿元)	90.68	32.66	129.49	125.64
短期债务 (亿元)	446.89	395.66	362.91	361.50
EBITDA (亿元)	78.16	90.41	-14.90	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.87	4.23	-0.90	-
总债务/EBITDA (X)	6.88	4.74	-33.04	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.67	3.60	-1.64	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.06	0.18	-0.05	0.05*

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

注: 2016 年第一季度财务指标中带“\*”的为年化指标。

银行授信方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司拥有银行授信额度 920 亿元, 其中已使用授信额度 343 亿元, 尚未使用额度为 577 亿元, 充沛的备用流动性可以在一定程度上满足公司资金需求, 为公司偿付债务提供较好的流动性支持。

或有负债方面, 公司对或有负债控制较为严格, 目前无对外担保等重大或有事项。

综合来看, 虽然受行业整体经营环境影响, 公司 2015 年大幅亏损, 整体盈利能力较弱, 偿债能力下降。但公司业务规模较大, 在行业中仍保持很强的规模优势及综合竞争实力, 且充足的备用流动性可为公司偿债能力提供一定支持。

## 担保实力

武钢集团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。

武钢集团的前身为武汉钢铁公司, 1955 年开工建设, 1958 年建成投产, 是新中国成立后兴建的第一个特大型钢铁联合企业。1992 年, 经国家批准更名为武汉钢铁(集团)公司。1999 年, 武钢集团被列为中央大型企业工委管理的 39 家国有重要骨干企业之一。目前, 武钢集团是国务院国有资产管理监督委员会履行国有出资人职责的大型(企业)集团之一。武钢集团是特大型钢铁联合生产企业集团, 产能规模位居我国钢铁行业前列。目前, 武钢集团钢铁主业资产主要分布于武汉钢铁股份有限公司、武钢集团昆明钢铁股份有限公司、广

西钢铁集团有限公司等控股子公司。

武钢集团产品生产涉及矿山采掘、烧结、炼铁、炼钢及轧钢等全部工艺流程, 主要产品包括冷轧薄板、冷轧硅钢、热轧板卷、中厚板、大型材、高速线材、棒材等。截至 2015 年底, 武钢集团已具备年产生铁 3,105 万吨、粗钢 3,349 万吨和钢材 2,966 万吨的生产能力, 2015 年, 武钢集团分别生产生铁、粗钢、钢材 2,552 万吨、2,578 万吨和 2,460 万吨。

资本结构方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 武钢集团总资产达到 1,902.74 亿元, 与上年基本持平。总债务规模为 1,078.13 亿元, 同比增长 6.08%。从杠杆比率来看, 截至 2015 年 12 月 31 日, 武钢集团资产负债率和总资本化比率分别为 76.04% 和 70.28%, 同比分别上升 4.39 和 5.12 个百分点, 财务杠杆比率处于较高水平。

盈利能力方面, 受行业景气度持续低迷、钢材价格大幅下跌影响, 2015 年武钢集团实现营业收入 1,018.31 亿元, 同比下滑 30.32%; 其中钢铁主业收入 996.52 亿元, 占营业收入的比重为 97.86%, 钢铁制品销售板块为其最主要的收入来源。毛利率方面, 尽管同期原材料价格呈现下降趋势, 但成本降幅小于营业收入的减少幅度, 使得营业毛利率由上年的 8.31% 下滑至 2.08%。受此影响, 2015 年武钢集团主营业务亏损面大幅扩张, 经营性业务亏损额由上年 19.39 亿元上升至 122.66 亿元。同期, 武钢集团获得政府补助、无形资产处置利得等营业外收入共计 6.71 亿元以及投资收益 8.96 亿元, 对其利润总额形成一定补充。2015 年, 武钢集团净亏损 114.14 亿元, 整体盈利能力弱化。

从偿债指标看, 受盈利状况大幅弱化的影响, 武钢集团主要偿债指标波动较大。2015 年武钢集团 EBITDA 利息保障倍数以及总债务/EBITDA 指标分别为 0.05 和 459.34 倍, EBITDA 对债务本息的覆盖能力大幅下降; 同期经营净现金流/利息支出和经营活动净现金流/总债务分别为-0.81 和-0.03 倍。整体看, 武钢集团偿债能力指标趋弱。



表 6: 2013~2015 年武钢集团部分财务指标

	2013	2014	2015
短期债务 (亿元)	898.23	828.46	904.16
长期债务 (亿元)	320.46	187.89	173.97
总债务 (亿元)	1,218.6	1,016.3	1,078.1
EBITDA (亿元)	137.70	35.48	2.35
总债务/EBITDA (X)	8.85	28.64	459.34
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.49	0.79	0.05
经营性净现金流 (亿元)	44.46	75.61	-37.27
经营净现金流/总债务 (X)	0.04	0.07	-0.03
经营净现金流/利息支出 (X)	0.80	1.67	-0.81

数据来源: 武钢集团定期报告, 中诚信证评整理

银行授信方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 武钢集团拥有银行授信额度 2,761 亿元, 其中已使用授信额度 898 亿元, 尚未使用额度为 1,863 亿元, 备用流动性充裕。

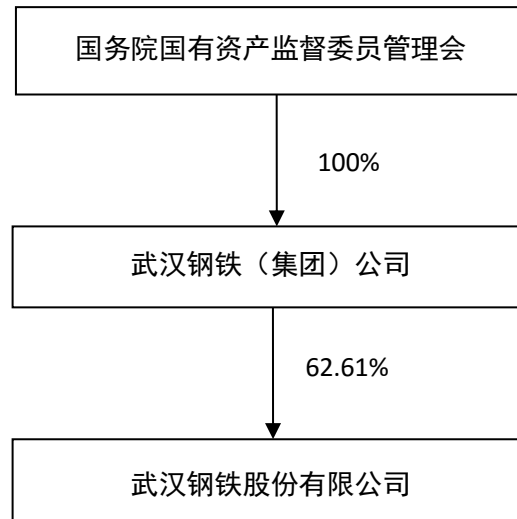
或有负债方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 武钢集团对外担保余额总计 9.00 亿元 (不包括对子公司担保), 占期末净资产的比重为 1.97%, 占比很小, 整体看, 公司因对外担保所形成的或有负债风险小。另截至 2015 年末, 公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

综合来看, 武钢集团规模优势明显, 行业地位突出。受行业经营环境的影响, 短期内其盈利能力下降明显, 但其仍具备极强的行业地位及业务实力, 未来随着矿石资源开发的深入和产品结构的进一步调整, 其业务运营能力和综合财务实力有望得到提升。中诚信证评认为武钢集团提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次公司债券按期偿还可提供有力保障。

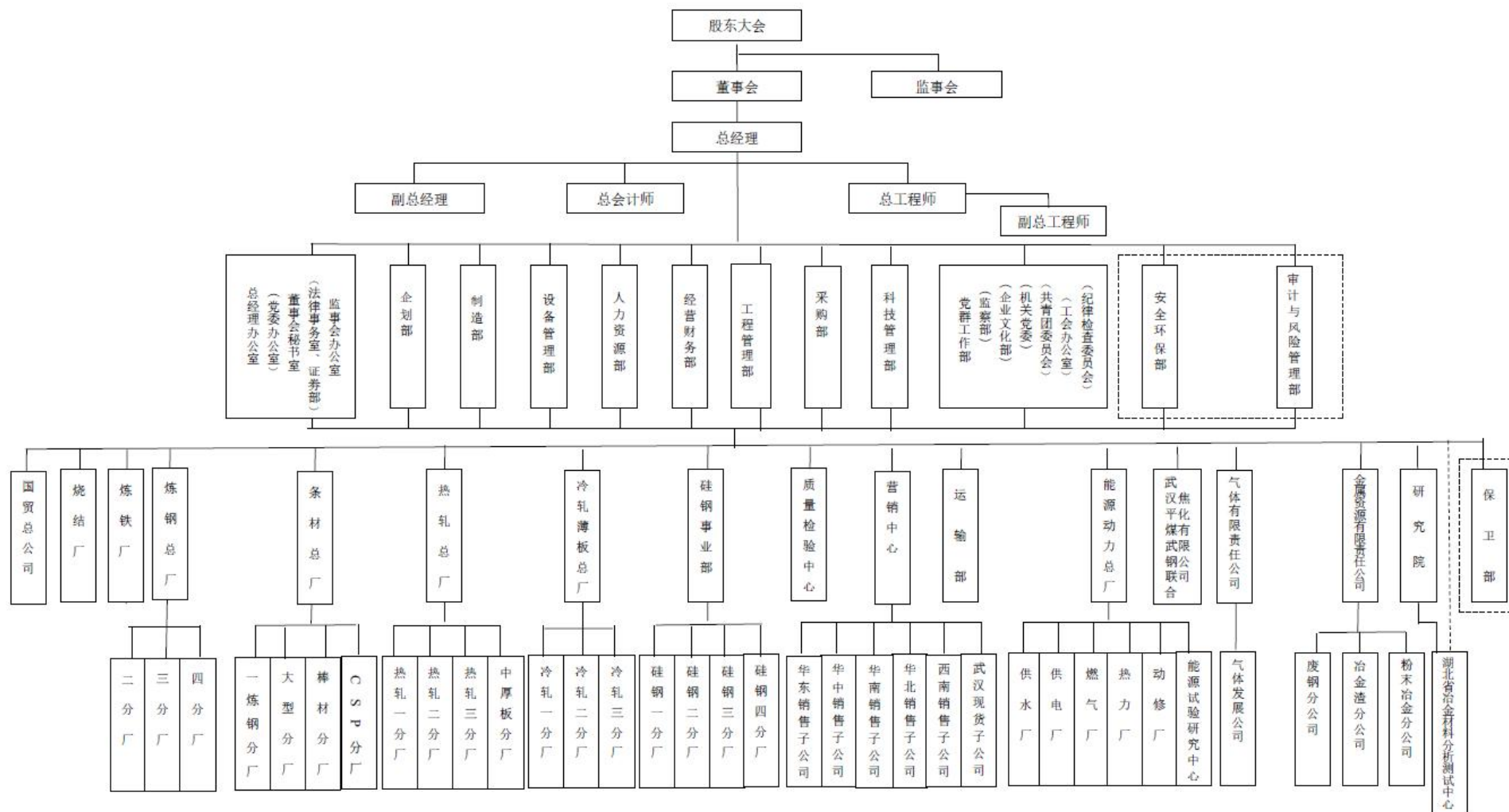
## 结 论

综上, 中诚信证评维持武汉钢铁股份主体信用等级为 **AAA**, 评级展望稳定; 维持“武汉钢铁股份有限公司 2014 年公司债券”的信用等级为 **AAA**。

附一：武汉钢铁股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：武汉钢铁股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）





**附三：武汉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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	351,887.99	303,176.56	446,766.04	382,068.99
应收账款	1,053,845.20	927,232.20	1,110,220.10	1,179,769.68
存货	1,415,461.57	1,149,636.12	1,105,088.20	1,246,260.57
流动资产	4,082,082.96	3,570,266.12	3,685,406.54	4,006,943.67
长期投资	680,696.56	582,351.93	579,622.37	579,538.83
固定资产合计	6,547,068.26	5,258,432.95	4,939,108.51	4,864,860.56
总资产	11,580,811.90	9,606,350.92	9,445,584.20	9,685,108.05
短期债务	4,468,903.61	3,956,579.12	3,629,091.18	3,615,004.03
长期债务	906,834.35	326,576.26	1,294,855.69	1,256,415.56
总债务（短期债务+长期债务）	5,375,737.96	4,283,155.38	4,923,946.88	4,871,419.60
总负债	7,503,540.15	5,948,438.64	6,586,191.43	6,821,719.44
所有者权益（含少数股东权益）	4,077,271.75	3,657,912.28	2,859,392.77	2,863,388.60
营业总收入	10,148,930.06	9,937,308.94	5,833,803.99	1,288,961.92
三费前利润	604,618.55	711,919.75	-108,072.39	105,987.19
投资收益	19,545.45	61,904.62	-1,040.35	3,194.15
净利润	58,331.58	129,259.73	-751,063.68	3,239.93
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	781,639.84	904,086.45	-149,043.77	59,597.55
经营活动产生现金净流量	336,885.61	770,404.12	-269,998.40	55,167.06
投资活动产生现金净流量	-469,086.30	-305,826.96	-124,734.71	-17,623.90
筹资活动产生现金净流量	217,407.93	-512,211.41	525,992.29	-94,021.12
现金及现金等价物净增加额	72,873.17	-48,711.43	143,589.48	-64,697.05
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	6.17	7.49	-1.52	8.35
所有者权益收益率（%）	1.43	3.53	-26.27	0.45*
EBITDA/营业总收入（%）	7.70	9.10	-2.55	-
速动比率（X）	0.41	0.43	0.49	0.51
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.18	-0.05	0.05*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	0.19	-0.07	0.06*
经营活动净现金/利息支出（X）	1.67	3.60	-1.64	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.87	4.23	-0.90	-
总债务/EBITDA（X）	6.88	4.74	-33.04	-
资产负债率（%）	64.79	61.92	69.73	70.44
总资本化比率（%）	56.87	53.94	63.26	62.98
长期资本化比率（%）	18.19	8.20	31.17	30.50

注：1、上述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；  
2、2016年第一季度财务指标中带“\*”的为年化指标。

**附四：武汉钢铁（集团）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	731,339.79	510,018.19	844,392.81
应收账款	820,322.62	773,971.19	784,751.72
存货	3,637,684.80	2,338,441.84	2,429,785.86
流动资产	7,257,289.61	4,915,274.78	4,963,751.77
长期投资	1,814,494.25	1,420,029.46	1,433,011.85
固定资产合计	10,887,062.28	9,108,207.81	8,899,334.46
总资产	23,994,207.66	19,167,679.67	19,027,441.09
短期债务	8,982,338.47	8,284,647.44	9,041,621.19
长期债务	3,204,599.94	1,878,859.33	1,739,674.09
总债务（短期债务+长期债务）	12,186,938.41	10,163,506.77	10,781,295.28
总负债	16,064,277.94	13,733,345.82	14,468,378.02
所有者权益（含少数股东权益）	7,929,929.73	5,434,333.85	4,559,063.07
营业总收入	22,704,780.78	14,614,635.89	10,183,092.34
三费前利润	1,452,647.24	1,161,381.48	165,209.93
投资收益	50,225.46	24,064.83	89,591.93
净利润	40,462.39	-843,180.23	-1,141,434.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,377,049.50	354,834.27	23,471.07
经营活动产生现金净流量	444,619.16	756,058.06	-372,726.91
投资活动产生现金净流量	-830,762.81	-761,972.80	-104,370.81
筹资活动产生现金净流量	435,558.97	-156,371.61	800,816.05
现金及现金等价物净增加额	23,473.95	-179,905.60	334,374.62
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	6.67	8.31	2.08
所有者权益收益率（%）	0.51	-15.52	-25.04
EBITDA/营业总收入（%）	6.07	2.43	0.23
速动比率（X）	0.29	0.23	0.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.07	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.05	0.09	-0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	0.80	1.67	-0.81
EBITDA 利息倍数（X）	2.49	0.79	0.05
总债务/EBITDA（X）	8.85	28.64	459.34
资产负债率（%）	66.95	71.65	76.04
总资本化比率（%）	60.58	65.16	70.28
长期资本化比率（%）	28.78	25.69	27.62

注：上述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。

**附五：基本财务指标的计算公式**

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。