

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 328 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持内蒙古包钢钢联股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“14包钢CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年三月十八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

内蒙古包钢钢联股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 包钢 CP001	25 亿元	2014/9/19-2015/9/19	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 3 月 18 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
现金类资产(亿元)	102.99	118.44	97.67	153.48
资产总额(亿元)	497.33	724.85	879.24	984.74
所有者权益(亿元)	130.21	171.31	191.20	189.89
短期债务(亿元)	122.04	165.09	287.22	280.00
全部债务(亿元)	217.01	316.10	432.02	492.23
营业收入(亿元)	428.15	399.38	377.70	216.64
利润总额(亿元)	6.46	5.20	4.22	1.27
EBITDA(亿元)	40.83	50.29	32.37	--
经营性净现金流(亿元)	28.74	63.29	71.49	32.43
营业利润率(%)	6.46	7.40	7.42	7.29
净资产收益率(%)	3.81	2.31	1.30	--
资产负债率(%)	73.82	76.37	78.25	80.72
全部债务资本化比率(%)	62.50	64.85	69.32	72.16
流动比率(%)	96.74	79.86	52.77	61.55
全部债务/EBITDA(倍)	5.32	6.29	13.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.34	3.44	1.81	--
经营现金流流动负债比(%)	10.56	15.75	13.19	--

注: 1.2013~2014 年 9 月公司其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务; 公司长期应付款中的融资租赁款部分已计入长期债务;
2.2012 年数据为 2013 年期初数或上期数。

分析师

谭心远 盛东巍
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

2014 年前三季度钢材价格下行, 受此影响, 内蒙古包钢钢联股份有限公司 (以下简称“公司”) 收入及利润规模同比有所下降, 债务规模在资本支出带动下持续快速增长, 债务负担持续加重, 债务结构有待进一步改善。若剔除 2013 年度折旧会计估计变更影响, 公司出现一定规模经营亏损, 但公司经营性净现金流规模大, 较为充裕。

公司拟通过非公开发行购买包头钢铁 (集团) 有限责任公司 (以下简称“包钢集团”) 尾矿库资源等资产, 若该事项完成, 公司权益将得以充实, 资本结构将实现优化, 资源开发领域业务将得以丰富和拓展, 有助于公司整体盈利能力的改善。作为包钢集团铁、有色金属、煤炭等上游矿产资源及相应产品的唯一整合方, 公司未来业务领域有望向持续向上游资源领域延伸。未来公司有望实现较大规模的资源收益, 在分散目前单一钢铁行业运营风险的同时, 有助于公司盈利能力的持续改善。

公司经营活动现金流量和现金类资产对“14 包钢 CP001”的保障程度较高。

综合考虑, 联合资信评估有限公司确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“14 包钢 CP001”信用等级为 A-1。

优势

1. 公司产品系列齐全, 管材、重轨、板材、线棒材等钢材产能突破千万吨, 具有一定的规模经济优势。
2. 2013 年, 公司完成了非公开发行购买巴润矿业股权和白云鄂博西矿矿权事宜, 公司部分铁矿石资源实现了自给。
3. 公司拟通过非公开发行购买包钢集团尾矿库资源等资产, 若该事项完成, 公司权益将得以充实, 资本结构将实现优化, 资源

开发领域业务将得以丰富和拓展，有助于公司整体盈利能力的改善。

4. 跟踪期内，公司经营性现金流较为充裕。公司经营活动现金流量和现金类资产对“14 包钢 CP001”的保障程度较高。

关注

1. 跟踪期内行业景气度持续弱化，若剔除 2013 年公司折旧会计估计变更影响，公司出现一定规模经营亏损。2014 年 1~9 月，公司收入及利润规模持续下滑。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，短期债务规模增速快，整体债务负担持续加重，存在一定短期偿付压力。
3. 公司存货规模较大，并以原材料和库存商品为主，在行业景气度下行阶段存在一定的跌价风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与内蒙古包钢钢联股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与内蒙古包钢钢联股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因内蒙古包钢钢联股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由内蒙古包钢钢联股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 包钢 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于内蒙古包钢钢联股份有限公司主体长期信用及“14 包钢 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”或“包钢股份”）是由包头钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“包钢集团”）、山西焦煤集团有限责任公司、中国第一重型机械（集团）有限责任公司、中钢集团天津公司和包头市鑫垣机械制造有限公司于 1999 年 6 月 29 日共同发起设立的股份有限公司。公司于 2001 年 2 月 14 日在上海证券交易所上市。2007 年 8 月，公司完成对包钢集团钢铁主业资产收购。2013 年底，公司完成了非公开发行股票 60 亿元并购买包钢集团巴润矿业有限责任公司（以下简称“巴润矿业”）和白云鄂博西矿矿权事项。截至 2014 年 9 月底，公司总股本 160.05 亿元，其中包钢集团持有公司 50.77% 股权。公司实际控制人为内蒙古自治区国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：生产、销售：黑色金属及其延压加工产品、冶金机械、设备及配件，焦炭及焦化副产品（化工）生产和销售、冶金的投资、黑色金属冶炼、工业用氧、工业用氮、工业氢、纯氩、压缩空气、蒸汽、城市煤气经营、钢铁产品采购、耐火材料技术转让和施工服务、废钢铁加工、采购和销售、钢铁生产技术咨询、专有管理技术（高炉无料钟炉顶布料器等）、电力设备的施工、维护和检修以及电力技术服务、火车货物运输和工业用水；仓储（需前置审批许可的项目除外）；进出口贸易；铁矿采选。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 879.24 亿元，所有者权益 191.20 亿元（包含少数股东权益 2.00 亿元）；2013 年公司实现营业收

入 377.70 亿元，利润总额 4.22 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 984.74 亿元，所有者权益 189.89 亿元（包含少数股东权益 1.87 亿元）；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 216.64 亿元，利润总额 1.27 亿元。

公司注册地址：内蒙古包头市昆区河西工业区；法定代表人：周秉利。

三、宏观经济和政策环境

2014 年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长 7.5%，三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%，比上年同期提高 1.2 个百分点，高于第二产业 2.5 个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%，比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期

提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

根据国际钢铁协会（IISI）初步统计，进入 2000 年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致 2008、2009 年合计量阶段性下滑外，其余年份呈逐年稳步增长的态势；2013 年合计产量达到 16.07 亿吨，同比增长 4.03%；2013 年中国以 7.79 亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的 48.47%，产量同比增长 8.72 个百分点。从产能情况看，截至 2013 年底，中国粗钢产能约 10 亿吨，行业产能利用率有所降低，产能过剩情况有所加重。

行业集中度方面，2013 年，中国前十大钢

铁企业粗钢产量占全国粗钢产量比为 39.4%，较 2012 年下降 6.5 个百分点，钢铁行业集中度进一步下滑，行业竞争进一步加剧。中国经济增速有所放缓，钢铁行业产能过剩严重，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

表 1 2013 年中国钢铁企业粗钢产量排名（万吨、%）

排名	名称	粗钢产量	增长率
1	河北钢铁集团	4579	6.87
2	宝钢集团有限公司	4391	7.86
3	武汉钢铁(集团)公司	3931	7.93
4	江苏沙钢集团	3508	8.58
5	鞍钢集团公司	3369	11.42
6	首钢集团	3152	0.34
7	山东钢铁集团有限公司	2279	-0.92
8	渤海钢铁集团	1933	11.60
9	马钢(集团)控股有限公司	1879	8.40
10	本钢集团有限公司	1683	11.56
11	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1499	6.20
12	河北新武安钢铁集团	1481	6.03
13	北京建龙重工集团有限公司	1430	3.86
14	方大钢铁集团有限公司	1316	2.01
15	日照钢铁控股集团有限公司	1268	-0.08
16	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	1116	10.51
17	包头钢铁(集团)有限责任公司	1069	4.95
18	安阳钢铁集团公司	1032	33.32
19	河北纵横钢铁集团有限公司	1019	11.94
20	太原钢铁(集团)有限公司	999	-1.36

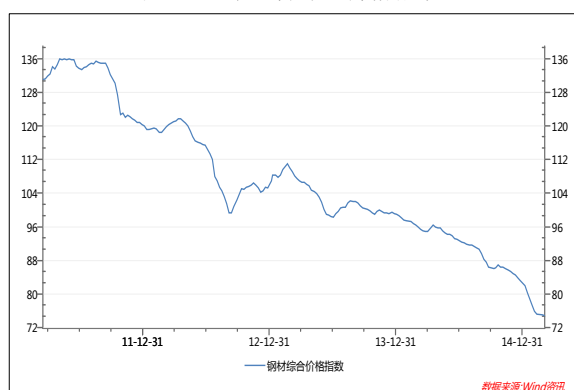
资料来源：联合资信根据公开资料整理

- 注：1、宝钢集团包括韶钢、宁钢和八一钢铁；河北钢铁集团包括唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢和石钢等；武钢集团包括柳钢；山东钢铁集团包括济钢集团、莱钢集团和张店钢铁总厂；鞍钢集团公司包括鞍钢、攀钢；安钢集团包括安钢股份公司、信阳钢铁公司、凤宝特钢公司和新普钢铁公司；本钢集团有限公司包含北营钢铁
- 2、河北新武安钢铁集团为河北省武安市近 20 家民营钢铁企业于 2006 年 1 月成立的联合体；渤海钢铁集团由天津钢管集团、天津天钢集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团于 2010 年整合重组成立；
- 3、统计数据可能与企业公布数据有出入。

跟踪期内钢铁行业整体景气度呈现大幅波动态势。2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从 2012 年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入 2013 年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，

但2013年3月份起,钢铁行业景气度再度转弱,钢材价格出现波动下调,于2013年7~9月小幅冲高后,持续下行。2014年前三季度,钢材价格延续了震荡走低的态势。总体看,钢铁行业产能过剩现象加剧,行业竞争更为激烈,钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱,短期内难以改善。

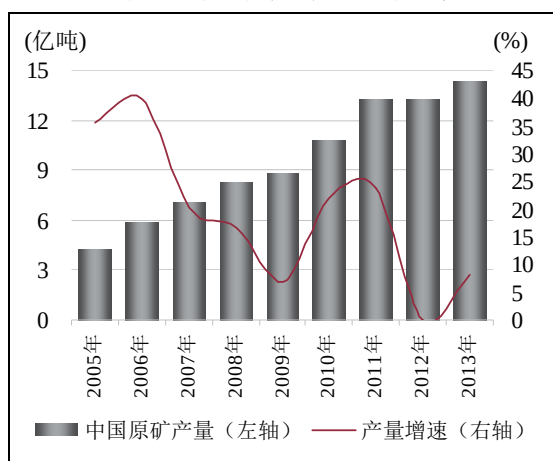
图1 近年钢材综合价格指数



资料来源: wind资讯

铁矿石方面,2012年,受国内房地产、基建投资增速大幅回落及欧债危机深化导致钢铁内外需求量下滑影响,中国铁矿石产量同比增速大幅下降与2011年产量基本持平。2013年中国铁矿石原矿产量为14.36亿吨,同比增长8.12%,产量增长速度有所反弹。

图2 中国铁矿石产量及增长率

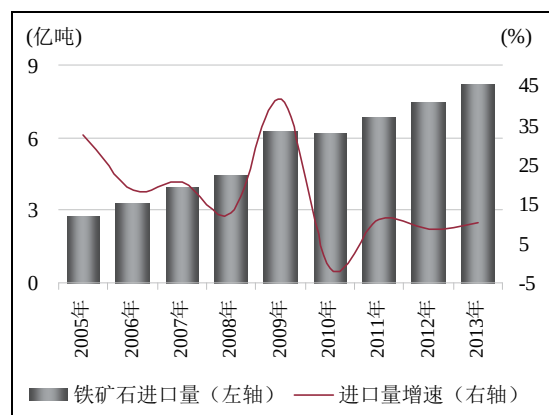


资料来源: wind 资讯

2012年,中国进口铁矿石7.44亿吨,同比增长8.45%。2013年为8.20亿吨,同比增长

10.04%,增速较2012年略有提升。考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变,预计未来,中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

图3 中国铁矿石进口量及增长率



资料来源: wind 资讯

2012年前三季度,中国铁矿石价格指数总体呈现波动下降格局。12年10月份起在中国钢材价格逐步反弹带动下出现快速反弹。随中国钢铁行业景气度的再度转弱,2013年3月起,中国铁矿石价格出现回调,但下降幅度缓于钢材价格下降速度。2013年全年,铁矿石价格指数变动基本与钢材价格指数变动趋势一致,但总体跌幅略缓于钢材价格下跌幅度。2014年3月,铁矿石价格指数出现大幅下滑,快于钢材价格下跌幅度。

从下游需求情况看,2011年上半年,中国钢材需求保持稳步增长,但自三季度起,受国家经济政策调整影响,下游主要用钢行业增速放缓,钢铁需求增速相应下滑。

建筑业方面,2012年,中国建筑业施工面积98.10亿平米,同比增长15.20%,增速下滑4.30个百分点;新开工面积44.59亿平米,同比仅增长3.50%,增速较2011年同期的11.90大幅回落8.40个百分点。2013年中国建筑业新开工面积增速有所波动,但总体大幅高于2012年同期水平,在建面积增速呈小幅下降走势。截至2013年底,中国建筑业新开工面积和施工面积分别为51.47亿平米和112.99亿平米,同比分别增长

14.94%和14.55%。

受中国上一轮刺激汽车消费政策退出影响，国内汽车市场产销量增速持续回落。在城市交通拥堵、环境污染和能源价格高企的大背景下，中国汽车市场告别高速增长进入平稳发展阶段。跟踪期内，主要家电产品产量呈现出相似变动趋势，冰箱、洗衣机等家电产品产量随政策刺激效果的逐步退出，产品产量增速持续放缓。中国钢铁需求短期内出现大幅增长的 가능성이较低。

行业政策方面，2013年10月6日，中国政府印发《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（以下简称《指导意见》），对化解产能严重过剩矛盾工作进行了总体部署，重点提出化解钢铁等行业产能严重过剩矛盾。提出重点推动山东、河北、辽宁、江苏、山西、江西等地区钢铁产业结构调整，充分发挥地方政府的积极性，整合分散钢铁产能，推动城市钢厂搬迁，优化产业布局，压缩钢铁产能总量8000万吨以上。《指导意见》强调，要按照尊重规律、分业施策、多管齐下、标本兼治的总原则，着力加强宏观调控和市场监管，坚决遏制产能盲目扩张；着力发挥市场机制作用，完善配套政策，分别“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”过剩产能。中国政府将对在建和已建成项目逐步展开清理。

2013年9月12日，中国国务院发布《大气污染防治行动计划》（以下简称《行动计划》），《行动计划》确定了经过五年努力，使全国空气质量总体改善，重污染天气较大幅度减少；京津冀、长三角、珠三角等区域空气质量明显好转的目标。加快企业技术改造，提高科技创新能力。严格投资项目节能环保准入，提高准入门槛，优化产业空间布局，严格限制在生态脆弱或环境敏感地区建设“两高”行业项目。生态环境倒逼的环境治理政治任务重，行业环保门槛和监管执法力度将持续加强，环保门槛的提高对有环境治理压力的企业将意味着大量资金的投入，这将加重部分行业企业的资金压

力，进一步促进落后产能的逐步退出。

2014年工业和信息化部发布了《工业和信息化部关于下达2014年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》（工信部产业〔2014〕148号），并分别于2014年7月和8月公告了《工业和信息化部公告2014年工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单（第一批）》以及《2014年工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单（第二批）》，并要求有关省（区、市）要采取有效措施，力争对于上述第一批和第二批列入公告名单内企业分别在2014年9月年底和2014年年底前关停其相关生产线，拆除相关主体设备，确保不得恢复生产和向其他地区转移。

总体看，钢铁行业产能过剩情况加剧，在经济增速放缓和减产压力作用下，行业景气度持续减弱，钢材价格波动下行。行业企业经营难度加大。短期内，行业需求难以大幅增长，行业景气度的提升有赖于国家对过剩产能的有效治理和部分产能的有序退出。作为国民经济基础行业，未来中国经济转型和结构调整和城市化进程的推进均将促进钢铁行业需求的持续增长，对行业需求形成持续支撑。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年9月底，公司总股本160.05亿元，其中包钢集团持有公司50.77%股权。公司实际控制人为内蒙古自治区国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模及竞争力

公司拥有烧结、焦化、炼铁、炼钢、轧钢等完整的钢铁生产流程及相关配套措施，形成了铁950万吨、粗钢1000万吨、钢材1175万吨的综合生产能力。能够生产48大类钢材品种，12182个规格的钢材产品，部分产品实物质量达到国际先进水平。公司是西北地区产量最大的钢铁上市公司。目前，公司已形成了一、二炼

钢两大体系，板、管、轨、线四条生产线的格局。公司是中国三大铁路用钢轨生产基地之一和品种规格较全的无缝钢管生产基地以及西北地区最大的板材生产基地，也是中国冶金企业中产品品种、规格较全的企业之一。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

截至目前，公司总经理尚未任命。联合资信将持续关注上述事项进展情况。

七、非公开发行与并购

2013年，公司完成了60亿元非公开发行及购买巴润矿业股权和白云鄂博西矿矿权事宜，公司部分铁矿石资源实现了自给，在减少关联交易的同时，公司整体对抗原燃料价格波动风险实力将有所提升。

2013年，公司完成了包钢集团固阳矿山有限责任公司（以下简称“固阳矿山公司”）100%股权及其涉及矿业权的收购。固阳矿山公司具有铁球团矿240万吨/年的生产规模，拥有公益明铁矿山采矿权证。矿山资源保有储量555.90万吨。2012年固阳矿山公司生产铁精矿23.16万吨、白云石87.73万吨，煅烧白云石18.45万吨。本次收购价格为5.91亿元。

2013年12月31日，公司发布董事会决议公告，计划通过非公开发行方式，发行A股股票不超过82.55亿股，发行价格3.61元/股¹，拟募集资金总额不超过298亿元（含发行费用）。募集资金将用于收购包钢集团选矿相关资产、包钢集团白云鄂博矿综合利用工程项目选铁相关资产、包钢集团尾矿库资源等公司母公司包钢集团的相关资产。拟收购资产经评估机构天健

兴业出具的资产评估报告书，上述拟收购资产价值合计290.10亿元²，评估价值已经内蒙古国资委备案。

根据公司2014年10月发布的《关于实施2014年中期利润分配方案后调整非公开发行股票发行价格和发行数量的公告》，公司本次非公开发行A股股票的发行价格调整为1.80元/股，公司本次非公开发行A股股票的发行数量上限调整为不超过165.56亿股。截至目前，非公开发行购买资产事项提案已经内蒙古国资委批准，已经股东大会表决通过，但尚待中国证监会等有权监管部门的批准或核准。

包钢集团选矿相关资产，评估价值为8.10亿元，主要为包钢集团选矿厂，该厂是包钢集团主要的铁精矿生产基地，具备年处理1200万吨铁矿石的生产能力。2012年合计处理白云鄂博铁矿石约1250万吨。生产铁精粉700万吨，提供尾矿相关资源380万吨。随着白云鄂博矿综合利用工程项目的建成投产，本次拟收购的选矿相关资产中的氧化矿选矿产能将转移至该项目实施。现有氧化矿选矿产能将实施优化设计利用，并将视生产工艺需要逐步改扩建为尾矿库资源开发利用工程项目的选矿设备。根据公司与包钢集团签订的《排他性矿石供应协议》，本次交易完成后，公司对包钢集团下属白云鄂博地区铁矿石及相关资源拥有排他性购买权，包钢集团供应的矿石经过包钢股份选矿后产生的尾矿归属于包钢股份。

白云鄂博矿综合利用工程项目，根据项目建设规划，建设周期为2年，拟于2014年中期建成。白云鄂博矿综合利用工程项目选铁相关资产包括选铁生产线、公辅设施及相应的尾矿库等，主要用于白云鄂博铁矿氧化矿的选矿生产，并贮存产生的尾矿资源。资产评估价值12.68亿元。项目拟在白云鄂博矿区实施，拟搬迁建设年处理氧化矿600万吨选铁能力的选矿生产线和选铁尾矿资源综合利用生产线，将形成铁精矿、稀土精矿、萤石精矿、铌精矿等产品。根

¹ 本次发行价格为3.61元/股，不低于定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价的90%（定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价=定价基准日前20个交易日公司A股股票交易总额/定价基准日前20个交易日公司A股股票交易总量），定价基准日为2013年12月31日。

² 评估基准日为2013年9月30日。

据规划，项目建成后每年将产生铁精矿（品位64.5%）约200万吨。此外，根据公司、包钢集团与包钢稀土签订的《矿浆供应合同》本次收购完成后，公司将承继包钢集团向包钢稀土供应尾矿（稀土矿浆），按照项目工艺设计，预计年尾矿数量超过350万吨，销售金额约15亿元。同时选别稀土精矿之后产生的尾矿仍归公司所有，可继续用于选别铈、萤石等矿产资源。

截至2015年1月底，选铁作业区已投入生产并趋于正常；选稀土作业区和综合利用作业区设备调试完成。

包钢集团尾矿库资产，评估价值269.31亿元。尾矿库资产主要包含尾矿资源。尾矿资源是包钢集团选矿厂选矿后排出的尾矿泥，经主管道分流至各个分管道，最终排入尾矿坝内的尾矿粉资源。根据内蒙古自治区第五地质矿产勘查开发院2013年12月编制的《白云鄂博铁矿尾矿库铁稀土多金属矿资源储量核实报告》，截至2013年11月30日，该尾矿库尾矿资源储量为19712.49万吨，包含铁、稀土金属氧化物，铈金属氧化物、氟化物等。

按照未来规划，公司将逐步开始实施尾矿库资产的尾矿库资源开发利用工程项目，产品包括铁精矿、稀土精矿、铈精矿、硫精矿和萤石精矿等。该项目预计2016年10月建成投产。项目总投资32.91亿元，计划形成铁精矿产能34.49万吨，稀土精矿31.25万吨、硫精矿4万吨、铈精矿2.99万吨、萤石精矿43.92万吨。

此外，根据包钢集团的《关于内蒙古包钢钢联股份有限公司与内蒙古包钢稀土（集团）高科技股份有限公司未来发展战略的实施规划》，包钢集团承诺包钢集团拥有的矿产资源及其开发项目将优先注入包钢股份，包钢股份为包钢集团铁、有色金属、煤炭等上游矿产资源及相应产品的唯一整合方。同时明确了公司拟收购尾矿库资产的尾矿资源开发利用工程的实施主体为公司，最终实现尾矿资源的综合开发利用。

若本次非公开发行购买相关资产事项完

成，公司所有者权益将大幅增长，有助于公司资本结构的改善。同时收购事项完成后，通过后续实施的尾矿库资源开发利用工程项目，公司将形成铁精矿、稀土精矿、萤石精矿、硫精矿及铈精矿等产品销售，有助于公司业务结构向资源产品领域延伸，分散公司钢铁行业经营风险，提升整体盈利能力。此外购买资产事项完成后，公司与包钢集团之间的铁精矿之间的关联交易金额将进一步下降，同时，本次收购也有利于进一步增强公司资产的完整性。但是，联合资信关注到，本次非公开发行购买资产事宜尚待中国证监会等有权监管部门的批准或核准。联合资信将持续关注上述事项进展情况，并动态分析上述事项对公司信用水平可能带来的影响。

八、经营分析

1. 经营分析

公司主营钢、铁等产品的生产和销售，近年来，钢铁产品构成了公司的主要的收入及利润来源。产品结构上形成了板材、线棒材、型材、管材等钢材板块。2011~2013年，受行业景气波动影响，公司收入及盈利规模有所下降。

2013年公司完成对巴润矿业收购，巴润矿业对包钢集团销售减少，对公司2013年度营业收入减少有一定影响。上述因素影响下，2013年，公司收入和利润规模同比持续下降。同期公司以“铁前降本，钢后增效”为重点，积极开展各项技术质量攻关工作，分解、细化攻关目标，对缓解销售价格下行对整体盈利冲击有一定积极作用。2013年公司主营业务毛利率为8.19%，但公司2013年折旧会计估计调整后，影响当期折旧13.48亿元，利润总额11.74亿元。同期公司实现营业利润3.82亿元，利润总额4.22亿元。若剔除折旧会计估计变更影响，2013年，公司经营有一定规模亏损。

2014年前三季度，由于行业整体表现依旧低迷，公司整体盈利能力持续下滑，实现营业

收入 216.64 亿元，较去年同期下降 23.40%；利润总额 1.27 亿元，较去年同期下降 55.59%；毛利率 7.94%，较去年同期变化不大，根据业绩公告，预计公司经营状况较去年变化不大。

表2 公司主要产品收入及主营业务利润率（单位：亿元、%）

产品	营业收入（亿元）			毛利率（%）		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
管材	46.62	45.19	56.56	0.38	0.92	1.45
板材	171.9	139.63	121.84	6.65	3.42	3.59
型材	46.53	50.22	62.99	7.85	26.48	27.6
线棒材	97.74	78	63.21	8.75	3.99	4.79
钢坯	14.91	3.61	3.64	6.65	11.01	11.57
焦副产品	7.44	7.09	6.4	17.09	12.01	12.94
其他	31.3	56.21	34.41	5.9	10.11	5.01
合计	416.44	379.95	349.05	6.71	7.63	8.19

资料来源：公司提供

注：2013年公司其他业务收入减少，主要底当期公司完成对巴润矿业收购，巴润矿业对包钢集团销售减少所致。

原燃料采购及保障

2013年，钢铁行业主要原燃料价格有所下降。公司原燃料价格呈现下降趋势。

铁矿石保障上，公司已经于2013年3月完成非公开发行股票购买巴润矿业股权以及白云鄂博西矿采矿权资产事宜。白云鄂博西矿地质储量表内矿7.13亿吨。2013年，巴润矿业铁矿石原矿处理量为1645万吨，铁精粉产量为480万吨。此外，2013年，公司完成了固阳矿山公司100%股权及其涉及矿业权的收购。固阳矿山公司具有铁球团矿240万吨/年的生产规模，拥有公益明铁矿山采矿权证。矿山资源保有储量555.90万吨。2013年固阳矿山公司生产铁精矿21万吨，生产球团矿215万吨。随公司对包钢集团部分铁矿石采选资产的收购完成，公司部分铁矿石资源实现了自给。

2013年，公司铁精粉自给量为501万吨（包含巴润矿业和固阳矿山公司产量）。外采铁精矿1100.59万吨，其中向包钢集团采购963.15万吨，进口113.74万吨，国内外采23.70万吨。相比2012年采购结构，包钢集团对公司铁矿石供应量有所增长，在采购总量中占比快速提升。关联交易定价方面，根据公司与包钢集团签订的《主要原辅料供应协议》，公司向集团公司采购的铁

精矿交易价格按照上月公司区内采购的同品位铁精矿市场价格执行。

表3 公司主要原材料采购数据

名称	2011 年	2012 年	2013 年
铁精矿（万吨）	1537.45	1506.37	1100.59
采购均价（元/吨）	853.21	726.48	586.77
煤炭（万吨）	855.29	820.36	805.10
采购均价（元/吨）	1271.76	1064.92	950.12
焦炭（万吨）	83.03	53.07	79.59
采购均价（元/吨）	1533.57	1235.81	1216.70
铁合金（万吨）	26.77	20.43	17.98
采购均价（元/吨）	10415.00	9540	11268.00
废钢（万吨）	92.62	85.17	89.43
采购均价（元/吨）	2855.00	2429	2548.02
电力（亿千瓦时）	33	35.05	34.31
采购均价（元/千瓦时）	0.42	0.49	0.51

资料来源：公司提供

煤炭方面，公司采用的焦煤和动力煤供应稳定，公司与山西焦煤集团公司、宁夏煤业集团公司、神华等国内大型煤炭企业签订了长期供应协议。2013年，公司煤炭和焦炭采购均价有所下降。2014年1~9月，采购价格进一步下降。

生产经营

2013 年，公司累计生产生铁 963.5 万吨，钢产量 1018.8 万吨，商品坯材 975.8 万吨。2014 年 1~9 月，公司累计生产生铁 678.72 万吨，钢产量 721.13 万吨，商品坯材 675.15 万吨。

表4 公司主要产品生产情况（单位：万吨）

产品	2011年	2012年	2013年	14年1-9月
钢坯	1020	1007.00	1018.80	721.13
管材	98	131.49	157.69	91.99
板材	396	429.22	385.61	327.98
型材	108	94.43	153.23	116.07
线棒材	269	253.50	206.05	128.88
焦副产品	27	26.10	23.12	4.56

资料来源：公司提供

注：公司钢坯主要用于自身钢材生产，外销比例小。

管材方面，公司Φ159mm、Φ460mm生产线于2012年建成投产，公司管材生产规模得到进一步扩大，产品种类进一步得到丰富。生产线经品种调试后生产的S135、G105钻杆料、P235GH高温承压、20H高压化肥管等新品种，弥补了公司无缝钢管的空白，提高了产品竞争力。2013年，公司无缝厂新建生产线产能逐步释放，公司管材产量持续增长，产量为157.69万吨。2014年1~9月公司管材产量91.99万吨。

板材方面，公司薄板厂完成了产能配套项目、无铬钝化改造工程、CSP超快冷升级改造等项目，整体装备水平有所提升，公司生产的低合金高强度结构钢热轧宽厚板获得冶金产品实物质量“金杯奖”，但板材产量同比有所减少，2013年和2014年1~9月公司板材产量分别为385.61万吨和327.98万吨；型材方面，2012年公司轨梁2号线投产，公司钢轨产能进一步扩大，行业地位得以巩固。2013年公司轨梁2号线产能逐步得以释放，公司型材产量同比快速增长，2014年1~9月，公司型材产量为116.07万吨。近年来，公司线棒材产量受行业需求减少影响产量持续下降，2014年1~9月，公司线棒材产量为128.88万吨。

产品销售

2013年，应对市场低迷态势，公司加强市

场开拓及产品结构调整，主要钢材品种产销率维持较好水平。公司钢坯主要用于下游钢材加工，外销比例较小；管材板块方面，公司加强市场开拓，2013年扭转了2012年产销率较低的局面，全年产销率达到98.10%；公司调整产品结构，板材产品产量有所下降，2013年整体产销率较上年有所提高；型材产品在铁路投资支持下保持了较高的产销率，2013年虽有所下降但仍达到94%左右；公司线棒材产品主要面向建筑市场，通用产品比例较高，因此经营中保持了一定库存，2013年公司加强库存管理，线棒材产品产销率达101.22%；公司其他钢种产销基本持平，销售势头保持良好。

销售渠道方面，公司已经形成了以包头为中心，辐射全国的营销网络，在国内设立了华北、华东、西北、西南四大销售区域及本部的钢材超市共13个销售分公司，建立了覆盖全国的营销网络体系，销售渠道顺畅。从公司市场构成看，华北、华东地区构成了公司主要钢材销售目标市场。

表5 公司主营业务区域分布

	2011年	2012年	2013年
华北地区	33.49%	39.83%	35.95%
东北地区	5.64%	4.50%	4.64%
华东地区	22.16%	21.74%	22.38%
中南地区	3.56%	2.82%	2.90%
西北地区	13.23%	11.56%	11.91%
西南地区	4.52%	3.96%	4.07%
华南地区	8.55%	5.54%	5.70%
出口	8.85%	10.06%	12.46%

资料来源：公司提供

公司科研项目取得重大突破。2013年累计生产新产品141.4万吨，开发品种192个；申请专利达到480项，新产品产量同比增长11.38%。公司稀土钢品牌成功申请入围工信部2013年品牌培育试点企业，成为自治区唯一一家试点企业。也是钢铁行业首批入围企业。

表6 公司主要产品销售情况（万吨、亿元）

产品	2011 年		2012 年		2013 年	
	销量	金额	销量	销量	销量	金额
钢坯	41	14.91	13.41	0.053	0.053	3.64
管材	94	46.62	108.03	34.65	34.65	56.56
板材	396	171.90	385.85	77.49	77.49	121.84
型材	108	46.53	105.94	29.80	29.80	62.99
线棒材	257	97.74	233.35	22.66	22.66	63.21
焦副产品	28	7.44	26.58	3.83	3.83	6.40

资料来源：公司提供

未来发展

近年，公司在淘汰部分落后产能同时，对现有生产线进行改造，同时新建生产线。根据项目实施计划，总建设期 4 年，总达产期 4 年，总经营期 18 年。2012 年 3 月份全面启动建设，建成后，公司生产规模将达到 1000 万吨/年以上。

截至 2014 年 9 月底，公司主要在建项目包括无缝 460 管项目、西区新建焦炉工程、转炉、高炉改造工程等项目等。上述投资规划项目计划总投资 255.04 亿元，截至 2014 年 9 月底已完成投资 207.2 亿元。根据公司投资规划，2014 年 9~12 月、2015 年和 2016 年公司投资金额分别为 20.79 亿元、18.44 亿元和 8.61 亿元，低于 2013 年公司投资规模，但支出规模仍维持在较高水平。

表7 公司未来投资规划（单位：亿元）

项目名称	建设内容	投资计划		
		2014 年 9~12 月	2015 年	2016 年
无缝 460 管	无缝 460 管工程建设规模为年生产品类热轧无缝钢管及管料 50 万吨	1.51	0.08	
西区新建四座焦炉工程	西区新建四座焦炉工程建设 2*55 孔 5.5 米捣固焦炉	4.6	5	1.64
热连轧机组改造工程	热连轧机组改造工程新建 4 座加热炉、定宽压力机粗轧机、精轧机、层流冷却等内容	2.43	2	1.72

转炉改造工程	转炉改造工程主要新建三座 240 吨转炉、一台 2150mm 连铸机及公辅设施	3.04	2	0.83
焦炉改造工程	焦炉改造工程主要新建 4*60 孔 7 米焦炉，干熄焦及电站、煤气净化、焦炉除尘设施、筒仓及辅助设施	3.3	1.56	1
高炉改造工程	高炉改造工程主要新建两座 4150 立高炉及配套 2 台高炉鼓风机	3.13	5	2.35
轨梁大 H 型钢线改造	轨梁大 H 型钢线改造工程主要建设万能轧机生产线及辅助配套设施	0.83	0.3	
氧气 3*40000 立/h 制氧工程	氧气 3*40000 立/h 制氧工程主要建设三台 4 万立制氧机及相应的制氮、氩设备	1.95	1.5	0.81
综合料场工程	新建综合料场工程主要新建各种原料供应场地		1	0.26
合计		20.79	18.44	8.61

资料来源：公司提供

总体看，公司项目建设投资与公司主业密切相关，项目的建设有助于公司进一步扩大生产规模，提高生产水平，改善产品结构，增强整体竞争力。但公司未来资本支出规模较大，具有一定外部融资需求。

近年随公司对包钢集团矿产资产的逐步收购，公司正从传统钢企逐步转型为资源型企业。根据包钢集团的《关于内蒙古包钢钢联股份有限公司与内蒙古包钢稀土（集团）高科技股份有限公司未来发展战略的实施规划》，包钢集团

承诺包钢集团拥有的矿产资源及其开发项目将优先注入包钢股份，包钢股份为包钢集团铁、有色金属、煤炭等上游矿产资源及相应产品的唯一整合方。同时明确了公司拟收购尾矿库资产的尾矿资源开发利用工程的实施主体为公司，最终实现尾矿资源的综合开发利用。随公司未来对包钢集团上游矿产资产的整合和相关资源的开发利用，有望实现较大规模的资源收益，在分散目前单一钢铁行业运营风险的同时，有助于公司盈利能力的改善。

九、财务分析

公司提供的 2011 年~2013 年财务报表已经北京立信大华会计师事务所有限公司（2011 年 8 月 31 日更名为“大华会计师事务所有限公司”）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2013 年，公司存在会计估计变更事项。2013 年，公司通过《内蒙古包钢钢联股份有限公司关于调整部分固定资产折旧年限的议案》，对各类固定资产实际使用年限重新进行核定后，调整了部分固定资产折旧年限，公司自 2013 年 1 月 1 日起按照调整后的折旧年限计提折旧。影响当期折旧费用 13.48 亿元，影响当期利润总额 11.74 亿元，影响未来会计期间利润总额 1.74 亿元。

表8 公司会计估计变更情况

资产类别	调整前折旧年限（年）	调整后折旧年限（年）
一、通用设备		
1.机械设备	9	14
2.动力设备	7	12
3.传导设备	7	12
4.工业炉窑	5	8
二、专用设备部分		
1.冶金工业专用设备	7	15
三、房屋建筑物部分		
1.房屋	19	30
2.建筑物	15	25

资料来源：公司提供

注：折旧年限调整后，固定资产净残值率仍维持3%。

2013 年因收购，公司合并范围新增巴润矿业。公司对巴润矿业按照分公司管理，并取得了相应营业执照，目前，巴润矿业法人营业执照正在办理注销。此外，公司因收购，合并范围新增固阳矿山公司，因投资设立新增 BAOTOU STEEL(SINGAPORE)PTE.,LTD.。

公司 2013 年合并范围变化对财务数据可比性有一定影响，财务分析中 2012 年数据为 2013 年审计报告期初数或上期数。

表9 公司合并范围变化影响概况

项目	2012 年	2013 年 期初/上期数
现金类资产(亿元)	110.68	118.44
资产总额(亿元)	637.59	724.85
所有者权益(亿元)	131.46	171.31
短期债务(亿元)	164.29	165.09
全部债务(亿元)	301.40	316.10
营业收入(亿元)	369.34	399.38
利润总额(亿元)	3.39	5.20
EBITDA(亿元)	45.24	50.29
经营性净现金流(亿元)	54.90	63.29
营业利润率(%)	7.19	7.40
净资产收益率(%)	1.96	2.31
资产负债率(%)	79.38	76.37
全部债务资本化比率(%)	69.63	64.85
流动比率(%)	77.38	79.86
全部债务/EBITDA(倍)	6.66	6.29
EBITDA 利息倍数(倍)	3.29	3.44
经营现金流负债比率(%)	14.90	15.75

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 879.24 亿元，所有者权益 191.20 亿元(包含少数股东权益 2.00 亿元)；2013 年公司实现营业收入 377.70 亿元，利润总额 4.22 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 984.74 亿元，所有者权益 189.89 亿元(包含少数股东权益 1.87 亿元)；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 216.64 亿元，利润总额 1.27 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 377.70 亿元，

同比下降 5.43%。公司收入规模下降主要受产品价格下降和当期巴润矿业纳入公司合并范围，2013 年对包钢集团销售减少所致。2013 年，公司以“铁前降本，钢后增效”为重点，积极开展各项技术质量攻关工作，分解、细化攻关目标，对缓解销售价格下行对整体盈利冲击有一定积极作用。同期公司营业利润率为 7.42%，但公司 2013 年折旧会计估计调整后，影响当期折旧 13.48 亿元，利润总额 11.74 亿元。同期公司实现营业利润 3.82 亿元，利润总额 4.22 亿元。若剔除折旧会计估计变更影响，2013 年，公司经营有一定规模亏损。

期间费用上，2013 年公司期间费用占营业收入比重为 6.17%，较 2012 年的 6.09% 略有上升。公司销售费用增长主要是运输费和职工薪酬增长带动。财务费用同比减少，主要是利息收入增加以及公司在建项目投资增加占用一般借款增加，更多利息支出资本化所致。

2013 年公司资产减值损失为 1.31 亿元，同比增长 67.93%，主要为存货跌价准备构成。（公司坏账准备减值准备金额为 -0.66 亿元）同期公司营业外收入为 1.26 亿元，主要由固定资产处置利得以及无法支付款项清理构成（分别为 0.77 亿元和 0.30 亿元）。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 216.64 亿元，营业利润 1.27 亿元，利润总额 1.27 亿元，分别占 2013 年全年水平的 57.36%、33.25% 和 30.09%，较去年同期分别减少 23.40%、63.19% 和 55.59%，营业利润率为 7.29%，较 2013 年下降 0.13 个百分点。2014 年 1~9 月，公司管理费用为 4.62 亿元，较去年同期变化不大；销售费用为 3.53 亿元，较去年同期大幅下降 50.42%，系仓储费、运费、港杂费等下降所致；财务费用为 6.77 亿元，较去年同期增长 39.88%，主要是公司债务增加所致。根据公司 2014 年度业绩预告，2014 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 18800 万 -26300 万元，预计为上年同期的 75%-105%。

总体看，公司产品竞争实力较强，但近年

公司整体盈利水平受上游原材料价格和下游需求波动影响较大。随着公司收购集团公司铁矿石资源的完成，公司部分铁矿石资源将实现自给，2013 年钢铁行业景气度持续低迷，剔除公司 2013 年折旧会计估计调整因素，公司实际出现一定规模经营亏损。2014 年 1~9 月公司收入及利润规模持续下降，短期内钢铁行业快速恢复可能性较小，公司整体盈利状况的持续改善仍面临较大挑战。公司作为包钢集团上游资源的整合主体，未来业务板块有望向铁、有色金属、煤炭等上游资源板块延伸，有助于分散单一行业经营风险和盈利能力的改善。

2. 现金流及保障

2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 449.69 亿元，同比减少 7.57%，略大于公司营业收入下降幅度。2013 年公司现金收入比为 119.06%，较 2012 年略有下降。同期公司经营活动现金流入量为 451.91 亿元，同比减少 9.22%。总体看，公司收入规模下降，影响公司经营活动现金流入规模有所减少，但收入实现质量基本维持稳定。2013 年公司经营活动现金流出量为 380.42 亿元，同比减少 13.59%，下降幅度大于经营活动现金流入下降幅度。同期，公司经营活动现金流量净额为 71.49 亿元，同比增加 12.96%。公司收到其他与经营活动有关的现金主要由存款利息，政府补助以及收取的客户购货保证金等构成。支付其他与经营活动有关的现金主要为综合服务费、手续费技术开发费等。

2013 年，公司投资活动现金流入规模相对较小。同期，公司投资活动现金流出规模大幅增长，主要是公司项目投资增加带动。2013 年公司投资活动现金流出量为 164.05 亿元同比增长 64.50%。投资活动现金流量净额为 -163.88 亿元，同比增长 68.68%。总体看，公司投资规模持续扩大，资本支出压力较大。

2013 年，公司筹资活动现金流入量和净流量分别为 263.12 亿元和 76.29 亿元，较 2012 年

快速增长。公司吸收投资收到的现金为公司非公开发行股票收到的现金。2013 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金为 32.37 亿元，主要为公司收到的融资租赁款（29.00 亿元）。同期公司支付其他与筹资活动有关的现金为 48.46 亿元，主要为公司收购巴润矿业股权收购款以及融资租赁保证金、手续费以及偿付的本金、利息等。

2014 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量为 270.54 亿元。同期公司经营活动现金流量净额为 32.43 亿元，公司现金收入比为 123.75%。公司经营活动现金流净额同比有所下降，但净流量维持在较大规模。2014 年 1~9 月，公司资本支出规模有所减少，公司投资活动净流出规模大幅减少，流出金额为 24.82 亿元。2014 年 1~9 月，公司筹资活动现金流入量为 240.64 亿元，筹资活动现金净流量为 27.20 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营现金净流入量有所减少，但仍维持了较大规模，保持了较强的经营获现能力。同时，公司资本支出规模有所波动，但仍维持在较大规模，公司外部筹资压力有所加重。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总计 879.24 亿元，较 2012 年底增长 21.30%，公司流动资产规模有所下降，非流动资产规模快速增长，公司非流动资产占比由 2012 年的 55.72% 上升至 67.47%。

截至 2013 年底，公司流动资产为 28.60 亿元，同比下降 10.91%，主要是货币资金、应收类款项以及存货的减少带动。公司货币资金减少主要是当期支付巴润矿业、固阳矿山公司、西区采矿权价款以及在建项目资本支出增加所致。公司应收账款减少，主要是公司采取预收款方式结算增加及通过票据收款增加所致。2013 年，钢材及铁矿石市场均价同比有所下降，同时公司全面推进清产和仓储管理工作，公司存货规模相应有所下降。

截至 2013 年底，公司货币资金 41.16 亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中受限资金 31.62 亿元，公司受限资金占比高。

截至 2013 年底，公司应收账款账面余额 14.76 亿元，坏账准备金额 2.29 亿元，应收账款净额为 12.46 亿元，主要以一年以内应收账款构成。

截至 2013 年底，公司存货为账面余额 164.35 亿元，跌价准备 1.10 亿元，账面价值为 163.25 亿元，主要由原材料和库存商品构成，占比分别为 38.89% 和 40.59%。2013 年公司计提存货跌价准备 1.85 亿元，主要是对库存商品计提的跌价准备。2013 年以来钢材和原燃料价格整体呈现波动下行趋势，公司存货存在一定的跌价风险。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 593.26 亿元，同比增长 46.89%，主要源自固定资产、在建工程和无形资产的增长。

截至 2013 年底，公司固定资产账面余额为 568.35 亿元，累计折旧 325.12 亿元，减值准备合计 1.70 亿元，固定资产账面价值合计 241.53 亿元。其中房屋及建筑物、通用设备、专用设备以及融资租赁固定资产占比分别为 29.07%、18.60%、32.93% 和 19.19%。公司固定资产同比快速增长，主要是公司西区焦化项目、无缝 460 项目、轨梁厂新线项目转固所致。

截至 2013 年底，公司在建工程合计 305.50 亿元，同比增长 57.25%，主要是公司项目投资增加所致。

表 10 截至 2013 年底公司主要在建工程情况

项目	项目总投资 (亿元)	期末数 (亿元)
无缝 460 管 1	24.89	7.60
中厚板热处理工程	15.50	7.27
热连轧机组改造工程	42.02	31.36
转炉改造工程	37.81	29.34
焦炉改造工程	31.60	23.93
高炉改造工程	40.20	29.37
轨梁大 H 型钢线改造 2	14.44	13.19

氧气 3*40000 立/h 制氧机工程	11.47	8.28
综合料场工程	16.06	15.49
合计	233.99	165.83

资料来源：审计报告

注：1、该项目 2013 年转固金额为 15.22 亿元

2、该项目 2013 年转固金额为 9.73 亿元

截至 2013 年底，公司无形资产为 23.20 亿元。主要由采矿权构成（20.85 亿元），为公司当期收购的白云鄂博西矿采矿权。

截至 2013 年底，公司长期待摊费用为 8.31 亿元，主要是白云鄂博西矿待摊销采矿剥离费用。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 984.74 亿元，较 2013 年底增长 12.00%，资产以非流动资产（占 63.67%）为主。非流动资产构成主要为在建工程（占 56.49%）、固定资产（占 36.39%）和无形资产（占 3.47%）；流动资产构成仍主要为存货（占 49.31%）、货币资金（占 22.73%）和应收票据（占 20.11%）。其中货币资金 81.30 亿元（包含受限货币资金 35.58 亿元），较 2013 年底大幅上涨 97.51%，主要系长期借款、发行公司债等筹集资金增加所致。

跟踪期内，公司资产规模持续快速增长。流动资产中存货规模较大，随着钢铁及铁矿石等原燃料的市场价格波动性的增强，面临一定跌价风险。非流动资产在公司项目投入增加带动下呈现快速增加态势。总体看来，公司资产质量尚可。

截至2013年底，公司所有者权益为191.20亿元(包含少数股东权益2.00亿元)。公司所有者权益主要由实收资本（80.03亿元）、资本公积（81.65）亿元和未分配利润（17.63亿元）构成。2013年实收资本增加为公司非公开发行股票导致的实收资本增长。

截至2014年9月底，公司所有者权益合计189.89亿元，较年初减少0.69%，公司所有者权益主要由实收资本（160.05亿元）、盈余公积（8.75亿元）和未分配利润构成（12.43亿元）。其中实收资本较2013年底大幅增加，资本公积

较2013年底大幅减少，主要是2014年9月公司对当年中期利润进行分配及资本公积转增股本所致。

2014年8月，公司第四届董事会第十一次会议审议通过《关于公司中期利润分配以及资本公积金转增股本的提案》，公司拟以2014年6月30日公司总股本8002591027股为基数，进行中期利润分配以及资本公积金转增股本，方案拟定为：以未分配利润向全体股东每10股送0.5股，共计派送400129551股，并向全体股东每10股派发现金红利0.125元（含税），共计派发100032387.84元；以资本公积金向全体股东每10股转增9.5股，共计转增76024614756股，本次中期利润分配及资本公积金转增股本后，公司的总股本将增至16005182054股。

总体看，跟踪期内，受公司中期利润分配及资本公积转增股本的影响，公司实收资本大幅增长，资本公积大幅减少，未分配利润小幅下降，但所有者权益总额保持相对稳定。

截至2013年底，公司负债总额为688.04亿元。其中流动负债占比78.77%。公司负债总额同比增长24.30%，主要源自流动负债的增长。公司流动负债占比有所上升。

截至 2013 年底，公司流动负债为 541.94 亿元，较 2012 年增长 34.83%，主要源自短期借款、应付账款、应付票据，一年内到期的非流动负债以及其他流动负债的增长。公司短期借款增长主要是公司补充流动资金带动的借款增加。应付票据增长，主要是 2013 年公司开具银行承兑汇票支付采购及工程款增加影响。公司应付账款增长主要是公司在建项目增加，应付工程款及集团往来款项增加所致。截至 2013 年底，公司其他非流动负债为 25 亿元，为公司发行的 2013 年第一期短期融资券。截至 2013 年底，公司其他应付款为 24.65 亿元，较 2012 年底略有减少。其他应付款构成上，公司应付母公司包钢集团 8.46 亿元，主要为代垫固阳球团投资款及往来款和固阳矿山公司股权收购价款。

截至 2013 年底，公司非流动负债为 146.10 亿元，同比略有减少。其中，长期应付款快速增长，主要是公司应付融资租赁款带动的增长。截至 2013 年底，公司其他非流动负债为 1.30 亿元，主要是政府补助相关递延收益。

截至 2013 年底，公司全部债务为 432.02 亿元（包含其他流动负债中的短期融资券和长期应付款中的应付融资租赁款）。债务结构上短期债务占比有所提升，2013 年底占比为 66.48%。公司债务规模增长主要源自固定资产投入增加带动，公司目前债务结构中短期债务占比略高，债务期限结构有待改善。

2013 年，公司负债水平持续上升，债务负担有所加重。公司资产负债率和全部债务资本化比率，2013 年底分别为 78.25% 和 69.32%。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额 794.85 亿元，较 2013 年底增长 15.52%，公司负债构成以流动负债为主，占 73.12%。其中，公司应付账款为 246.87 亿元，较 2013 年底增长 21.04%，主要系应付供应商货款增加所致。公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，分别上升至 80.72%、72.16% 和 52.78%。

跟踪期内，公司债务规模持续扩大，短期债务规模持续较快增长，债务规模的快速增长带动公司整体负债水平有所上升，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率持续下降，2013 年底分别为 52.77% 和 22.65%。销售债权周转次数为 5.13 次、存货周转次数为 2.10 次。同期，公司经营活动现金流动负债比维持在适宜水平，为 13.19%。截至 2014 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 61.55% 和 31.20%。

跟踪期内，公司流动资产对流动负债的覆盖程度持续下降，公司经营活动现金净流量规模对短期债务覆盖程度处于适宜水平，但考虑

到公司流动负债规模较大，短期债务规模大增快，公司短期偿债压力有所加重。

跟踪期内，公司债务规模持续快速增长，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所弱化。2013 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.81 倍，较 2012 年的 3.44 倍有所下降。公司全部债务/EBITDA 为 13.35 倍，较 2012 年的 6.29 倍快速上升。

跟踪期内，公司债务规模快速增长，盈利有所弱化，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度有所弱化。短期内钢铁行业快速恢复可能性较小，公司整体盈利状况的持续改善仍面临较大挑战。若公司非公开发行购买包钢集团尾矿库等资产事项完成，公司资本将得以快速充实、结构得以优化，上游资源开发业务将得到丰富和拓展，有助于公司盈利能力的改善。公司作为包钢集团上游资源的整合主体，未来业务板块有望向有色金属、煤炭等上游资源板块进一步延伸，有助于公司分散单一行业经营风险和盈利能力持续改善。

截至 2014 年 9 月底，公司无对外担保。

公司是 A 股上市公司，具备直接融资渠道。同时，公司与国内银行建立了较稳固的合作关系。截至 2014 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 343.82 亿元，其中未使用额度为 74.27 亿元。公司间接融资渠道通畅。

2013 年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为“14 包钢 CP001”的 18.08 倍和 2.86 倍。

截至 2013 年底，剔除受限货币资金后，公司现金类资产为“14 包钢 CP001”的 2.64 倍。

公司经营活动现金流和现金类资产对“14 包钢 CP001”的保障程度强。

截至 2014 年 9 月底，剔除受限货币资金后，公司现金类资产为“14 包钢 CP001”的 4.72 倍。

总体看，公司经营活动现金流量和现金类资产对“14 包钢 CP001”的保障程度较高。

5. 过往债务履约情况

根据公开市场数据，截至2015年3月16日，公司历次公开发行的债务融资工具均已按时还本、付息，无违约记录。

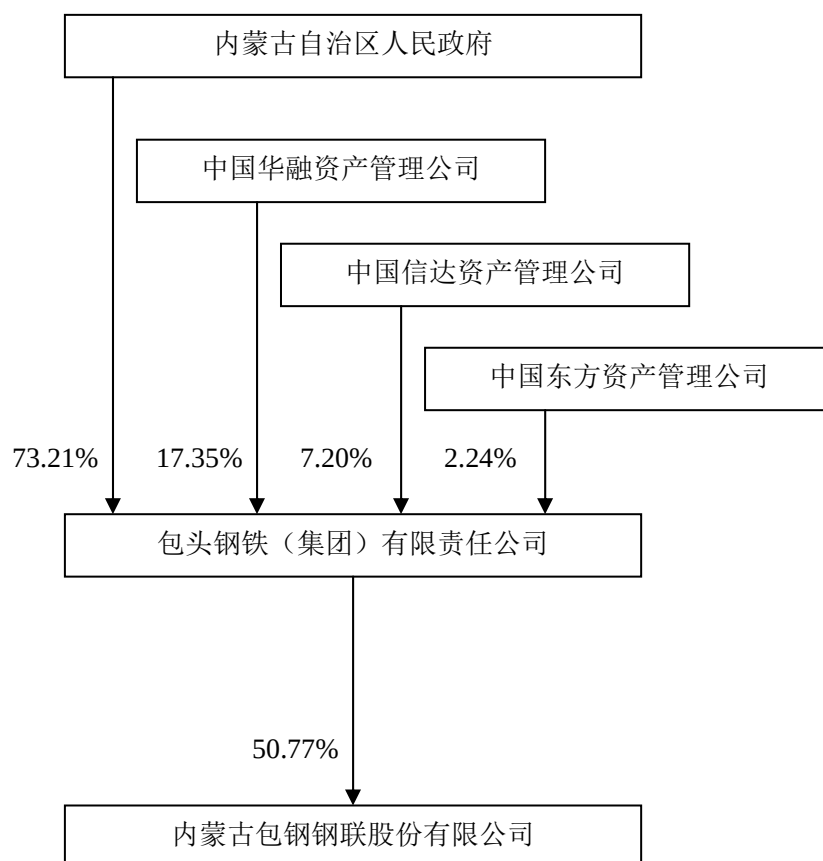
6. 抗风险能力

公司作为西北地区大型上市钢铁生产企业，规模与区域竞争优势突出，公司钢铁产业链完整、钢材品种齐全，在无缝钢管和轨道用材领域处于中国领先地位。随公司非公开发行和购买巴润矿业股权和白云鄂博西矿矿权事项完成，公司部分铁矿石资源将实现自己自给，公司作为包钢集团上游资源整合主体，业务领域有望向上游资源领域扩张，有助于公司单一行业经营风险的分散。整体看，公司整体抗风险能力较强。

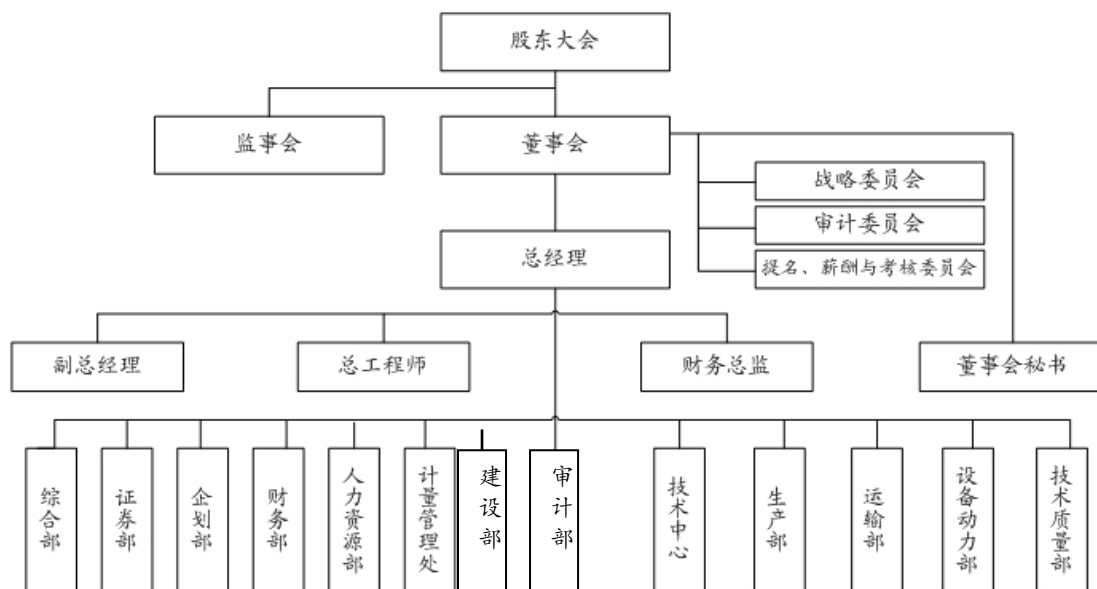
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14包钢CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	102.99	118.44	97.67	153.48
资产总额(亿元)	497.33	724.85	879.24	984.74
所有者权益(亿元)	130.21	171.31	191.20	189.89
短期债务(亿元)	122.04	165.09	287.22	280.00
长期债务(亿元)	94.97	151.01	144.80	212.22
全部债务(亿元)	217.01	316.10	432.02	492.22
营业收入(亿元)	428.15	399.38	377.70	216.64
利润总额(亿元)	6.46	5.20	4.22	1.27
EBITDA(亿元)	40.83	50.29	32.37	--
经营性净现金流(亿元)	28.74	63.29	71.49	32.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.26	5.29	5.13	--
存货周转次数(次)	3.22	2.41	2.10	--
总资产周转次数(次)	0.93	0.65	0.47	--
现金收入比(%)	93.56	121.81	119.06	123.75
营业利润率(%)	6.46	7.40	7.42	7.29
总资本收益率(%)	4.57	3.10	2.08	--
净资产收益率(%)	3.81	2.31	1.30	--
长期债务资本化比率(%)	42.18	46.85	43.09	52.78
全部债务资本化比率(%)	62.50	64.85	69.32	72.16
资产负债率(%)	73.82	76.37	78.25	80.72
流动比率(%)	96.74	79.86	52.77	61.55
速动比率(%)	46.30	37.96	22.65	31.20
经营现金流动负债比(%)	10.56	15.75	13.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.34	3.44	1.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.32	6.29	13.35	--

注：1.2013~2014 年 9 月公司其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务；公司长期应付款中的融资租赁款部分已计入长期债务；

2.2012 年数据为 2013 年年初数或上期数。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

中长期债券信用等级含义同主体长期信用等级含义。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
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