信用等级公告

联合〔2019〕1997号

联合资信评估有限公司通过对内蒙古包钢钢联股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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AAA，并维持“19包钢MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十七日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

内蒙古包钢钢联股份有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	余　额	期限	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 包钢 MTN001	25.00 亿元	2+2+1 年	2024/4/22	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	102.15	157.08	191.94	141.46
资产总额(亿元)	1414.40	1466.42	1488.01	1439.14
所有者权益合计(亿元)	474.41	495.37	526.70	531.94
短期债务(亿元)	313.47	388.05	397.44	387.18
长期债务(亿元)	134.55	114.90	154.84	142.13
全部债务(亿元)	448.02	502.94	552.28	529.31
营业收入(亿元)	310.28	536.84	671.88	134.42
利润总额 (亿元)	3.29	28.26	42.41	6.42
EBITDA(亿元)	44.74	64.57	94.60	--
经营性净现金流(亿元)	64.61	73.29	71.49	1.71
营业利润率(%)	8.02	15.08	15.10	15.41
净资产收益率(%)	0.18	4.14	6.32	--
资产负债率(%)	66.46	66.22	64.60	63.04
全部债务资本化比率(%)	48.57	50.38	51.19	49.88
流动比率(%)	40.04	46.57	56.14	53.25
全部债务/EBITDA(倍)	10.01	7.79	5.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	15.43	4.46	--
经营现金流动负债比(%)	7.87	8.25	8.95	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款有息部分计入短期债务，长期应付款中的应付融资租赁款计入长期债务

分析师：唐 岩　蒋智超
邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“包钢股份”或“公司”）作为西北地区大型钢铁上市企业，继续保持其在政府支持、生产规模、资源保障、研发能力以及区域竞争力等方面具备综合优势。跟踪期内，随着钢铁行业景气度回暖，公司钢材量价齐升及尾矿资源的开发利用影响，公司收入及盈利规模大幅增长，经营活动现金流良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存货规模较大，对公司资金形成一定占用，资产流动性较弱；公司有息债务规模持续增长，债务结构有待改善，且存在一定短期支付压力等因素对公司信用状况带来的负面影响。

公司经营活动现金流入量对“19 包钢 MTN001”保障能力很强。

未来，随着公司收购宝山矿业公司白云鄂博资源综合利用工程相关资产，将会加快公司尾矿库资源的开发利用，完善产业链，稀土板块将成为公司新的业绩增长点。随着公司产品结构的优化、资源保障程度的进一步提高和尾矿资源的进一步开发利用，公司盈利能力有望进一步提高。

综合评估，联合资信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AAA，并维持“19包钢MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是西北地区大型钢铁上市企业，获得政府支持力度大。
2. 跟踪期内，随着钢铁行业景气度回暖，公司收入及盈利规模大幅增长，经营活动现金流良好。
3. 公司通过对包钢集团下属矿产资源选铁相

关资产的整合，并收购宝山矿业公司白云鄂博资源综合利用工程选稀土、选铌相关资产，从而实现向上游选矿业务延伸，进一步完善产业链，稀土板块将成为公司新的业绩增长点。

关注

1. 公司存货规模较大，并以原材料和库存商品为主，对公司资金形成一定占用。公司货币资金受限比例高，资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，公司短期债务占比较高，债务结构有待改善，面临一定的短期偿付压力。
3. 跟踪期内，主要原材料铁矿石价格明显上升，公司外购及进口铁矿石规模较大，汇率波动对公司经营稳定性产生不利影响。

声　明

一、本报告引用的资料主要由内蒙古包钢钢联股份有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

内蒙古包钢钢联股份有限公司跟踪评级报告

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包钢股份的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司是经内蒙古自治区人民政府内政股批字（1999）6 号文批准，由包头钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“包钢集团”或“集团公司”）、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责任公司于 1999 年 6 月 29 日共同发起设立的股份有限公司。经中国证监会证监发字（2001）16 号文批准，公司于 2001 年 2 月 14 日在上海证券交易所公开发行人民币普通股 35000 万股（股票简称“包钢股份”，股票代码“600010.SH”）。公司于 2006 年 3 月完成股权分置改革。2007 年 8 月，公司完成对包钢集团相关资产收购。2013 年 1 月，公司非公开发行股票 157894.74 万股购买包钢集团巴润矿业股权和白云鄂博西矿矿权。2015 年 5 月，公司非公开发行股票 1655555.56 万股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和包钢集团尾矿库资产。公司于 2017 年 5 月 23 日公告以资本公积金向全体股东转增股本。转增后，截至 2019 年 3 月底，公司总股本 455.85 亿元，其中包钢集团持有公司 54.66%股权。公司实际控制人为内蒙古自治区人民政府。

公司主要从事矿产资源开发利用、钢铁产品的生产与销售。公司现有综合部（工会）、组织人事部、证券融资部、财务部（市场营销部）、生产部（安全环保部）、技术质量部、设备工程部和企划部（审计部）等 8 个职能部门。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1488.01 亿元，负债合计 961.31 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 2.01 亿元）526.70 亿元。2018 年，公司实现营业收入 671.88 亿元，利润总额 42.41 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1439.14 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 2.00）531.94 亿元；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 134.42 亿元，利润总额 6.42 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：李德刚。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2019 年 4 月 22 日发行额度为 25.00 亿元，期限为 2+2+1 年的中期票据。募集资金中 15 亿元用于偿还金融机构借款，10 亿元用于补充流动资金；后基于管理需要，公司将用于偿还金融机构借款中的 10 亿元由偿还“18 包钢 PPN001”变更为偿还“12 包钢 MTN1”。募集资金已全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物

价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值

30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

钢铁行业

1. 行业现状

2018 年，钢铁行业供给侧改革深入推进，

钢铁行业去产能接近尾声。“蓝天保卫战”、环保督查、专项大检查等项目的持续开展，有效防范了“地条钢”死灰复燃已化解的过剩产能复产及严禁违规新增产能，供给侧改革成效得到了较好的维护和巩固。钢铁行业景气程度处于较高水平。

产量方面，根据国家统计局数据，2018 年，中国生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，分别同比增长 3%、6.6%和 8.5%。

截至 2018 年底，钢铁行业已提前完成“十三五”确定的钢铁去产能 1.4~1.5 亿吨的上限指标。此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能。

整体来看，钢铁行业后期的去产能空间已经不大，主要集中于河北（河北省 2019 年预计将压减钢铁产能 1000 万吨）、江苏和山东等产钢大省，且未来去产能更多的涉及在产产能，去产能压力较大。此外，防止“地条钢”死灰复燃也对钢铁行业后期的健康发展具有重要意义。

2018 年 1 月 8 日，工信部印发了《钢铁行业产能置换实施办法》。置换比例方面，对京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例要执行不低于 1.25:1 的要求，其他地区由“等量置换”调整为“减量置换”。置换范围方面，只要建设内容涉及建设炼铁、炼钢冶炼设备，就须实施产能置换，简言之，即“建设炉子、就须置换”。产能置换是实现严禁新增产能和结构调整有机结合的重要手段。

钢铁行业集中度方面，《钢铁工业调整升级规划（2016－2020年）》再次明确了“十三五”期间，前10家钢铁企业产业集中度提高到60%的目标。截至2016年底，CR10为35.9%，同比增加1.7%，CR4上升为21.7%，同比增加3.1%，主要受2016年宝武合并所致。中国钢铁企业的重组有利于钢铁行业集中度的提高，有望在提升企业整体竞争水平、降低生产成本等方面起到一定积极作用。

从规模上看，钢铁行业具有典型的规模经济特征，规模较大的企业在现有市场的竞争中往往占据一定的优势。从所有制形式来看，国有企业规模大，产品结构丰富，技术水平高，市场占有率高，在市场竞争中处于有利地位；民营企业不但面临行业节能减排、淘汰落后产能的压力，还要在激烈的市场环境中求生存，整体面临的竞争更为激烈。从经营效益来看，民营企业因机制灵活、成本控制能力强、企业负担小，整体上效益比国有企业好。从产品来看，大型企业追求规模化，主要生产需求大、技术难度高、利润高的产品，中小型企业更多瞄准需求不大的细分市场。

2. 下游需求

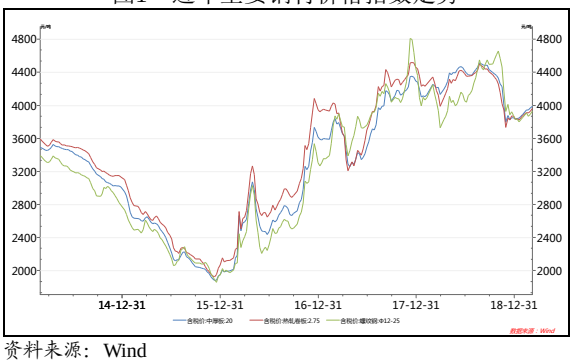
从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业，其他重要的行业包括造船、石油石化、集装箱和铁道等。

近年来，中国粗钢表观消费量总体呈上升趋势，2016 年为 7.09 亿吨，同比增长 2.0%，2016 年粗钢表观消费量得以增长主要由于基础设施、房地产和汽车行业的超预期增长，但造船、大型机械等制造业以及家电、能源等行业用钢需求有所减少；2017 年，全国粗钢表观消费量 7.68 亿吨，同比增长 8.2%，受益于全球经济超预期复苏，国内经济下滑趋缓，主要下游行业钢材消费量均保持良好增长态势；2018 年全国粗钢表观消费量 8.70 亿元，同比增长 13.3%，达到历史最高水平，其中国产自给率超过 98%。

从终端下游占比来看，超过 50%的钢材用于建筑业（房地产和基建），其次是近 20%的钢材用于机械。建筑业消耗过半的钢铁，同时建筑行业周期性强，因此其是钢铁需求最主要影响因子。建筑业与固定资产投资密切相关，2018 年全年全社会太固定资产投资 645675 亿元，同比增长 5.9%。2018 年以来，全国固定资产投资增速下滑明显，在当前国内固定资产投

资增速放缓的背景下，建筑业需求增速面临下滑。目前建筑业承接主要来自房地产和基建领域。房地产行业方面，2018 年以来，房地产行业各主要指标增速均处于下降趋势，楼市下行态势较大，直接影响建筑行业承揽情况。基建方面，虽然“补短板”和积极的财政政策促使基建投资增速在触底后发生反弹，但反弹空间有限。机械制造业方面，受国际经济总体走弱、产能过剩矛盾突出、工业品出厂价格持续下降、工业企业利润下降的影响，国内制造业企业投资意愿不足，全国制造业投资增速持续回落。

图1　近年主要钢材价格指数走势



资料来源：Wind

钢材价格方面，2017 年，受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响，中国主要钢材品种价格延续了 2016 年以来的上升趋势，在 3 月价格受短期供需矛盾影响由升转降后，从 4 月下旬开始稳步上涨。2018 年，受去产能政策、环保政策等因素影响，钢材价格有所波动，但整体仍维持了高位运行。根据 Wind 数据，截至 2019 年 2 月 22 日，螺纹钢（φ12-25）、中厚板（20）和热轧卷板（2.75）含税价分别为 3869.00 元/吨、3945.00 元/吨和 3909.00 元/吨，分别同比上涨 1.02%、2.92%和 2.06%。

3．原材料供给

从原材料情况看，钢铁生产主要原燃料包括铁矿石、焦炭等。

①铁矿石

铁矿石约占炼铁成本的 60%~70%，铁矿石价格的波动将直接影响钢材的生产成本。

近几年，中国铁矿石的对外依存度处于高位，易受进口铁矿石价格影响，2016—2018 年，我国铁矿石进口量分别为 10.24 亿吨、10.75 亿吨和 10.64 亿吨。全球 75%的高品位铁矿石产量和贸易量都集中在巴西淡水河谷公司（以下简称“淡水河谷”）、力拓集团、必和必拓公司、Fortescue Metals Group .Ltd（以下简称“FMG”）四大国际矿业巨头手中，资源高度垄断给铁矿石自给率不高的钢铁企业造成较大成本压力。

从铁矿石采购价格看，自 2014 年 1 月以来，进口铁矿石含税价持续低于国产铁矿石，导致更多国内钢铁企业选择进口铁矿石作为其冶炼原材料。2016 年初以来，国产铁矿石及进口铁矿石价格波动上涨。自 2016 年以来，铁矿石港口库存量持续上升，目前处于阶段性历史高位，显示铁矿石供给充分，且取缔“地条钢”将使得废钢流向正规钢企，从而一定程度减少铁矿石需求，铁矿石需求量趋于稳定，价格仍呈震荡态势。

图2　2014—2018年国产和进口铁矿石价格走势情况
（单位：元/吨）



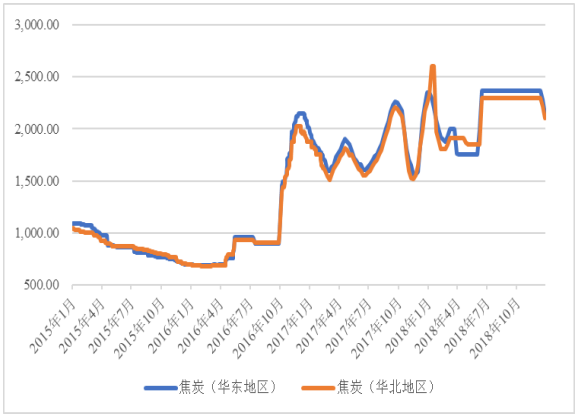
资料来源：Wind

②焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料，占钢铁成本的 15%~20%左右。

2016 开始，随着煤炭行业供给侧改革的逐步实施，煤炭价格有所回升，自当年 9 月起大幅回升至高位。2017 年以来，焦炭价格处于高位震荡，对钢铁企业成本控制带来一定压力。

图3　2015—2018年主要地区焦炭价格走势情况
（单位：元/吨）



资料来源：Wind

总体看，钢铁行业主要原材料为铁矿石，受钢铁行业回暖影响，铁矿石价格整体呈震荡态势。随着煤炭行业供给侧改革的逐步实施，焦炭和煤炭价格大幅增长，加大了国内钢铁行业的成本控制压力。

4．行业政策

2016年2月，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发【2016】6号），明确从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨的工作目标。

2016年7月，国务院印发的《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》以及《推动中央企业结构调整与重组的指导意见》公布，上述指导意见包括的目标，到2025年，中国钢铁产业60%~70%的产量将集中在10家左右的大集团内，其中包括8000万吨级的钢铁集团3~4家、4000万吨级的钢铁集团6~8家，和一些专业化的钢铁集团，同时巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批以及清理退出一批，推动供给侧结构性改革，坚持公有制主体地位，提升中央企业发展质量和效益，推动中央企业在市场竞争中不断发展壮大。

2016年11月，工业和信息化部印发了《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》（工信部规【2016】358号），从化解产能、创新驱动、绿色发展、智能制造、品种质量等5方面提出了引导性的调整升级目标。

2017年5月，国家发改委发布了《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》通知。在钢铁去产能方面，方案要求2017年6月30日前，“地条钢”产能依法彻底退出；加强钢铁行业有效供给，避免价格大起大落；2017年退出粗钢产能5000万吨左右；企业兼并重组迈出新步伐，取得实质性进展；严格履行职工安置程序，多方开辟职工安置途径，努力做到职工转岗不下岗、转业不失业；按照市场化、法治化原则妥善处置企业债务，明确资产处置政策；加快推进转型升级，促进产业布局进一步优化。

2018年4月，《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出，2018年退出粗钢产能3000万吨左右，基本完成“十三五”期间压减粗钢产能1.5亿吨的上限目标任务；由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主。落实钢铁煤炭行业化解过剩产能国有资产处置损失有关财务处理规定等政策，依法依规加快去产能企业国有资产处置；鼓励钢铁企业围绕钢材产品目标市场定位和根据下游企业需求，加强与下游企业的协作，实现钢铁材料制造供应商向材料解决方案综合服务商转变。

环保政策方面，《京津冀及周边地区2018—2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》的发布意味着取消统一的限产停工比例，具体方案：第一步（2018年6月11日至2018年8月19日）对京津冀及周边地区“2+26”城市开展“回头看”，重点排查“散乱污”企业整治、燃煤锅炉淘汰、部督办问题整改等情况，全面排查发现新的涉气环境问题。第二步（2018年8月20日至2018年11月11日）对京津冀及周边地区“2+26”城市和汾渭平原11城市全面督查，重点排查汾渭平原“散乱污”企业及燃煤锅炉淘汰改造建档立卡和自查整治情况；排查39个城市工业企业环保设施运行及达标排放情况；排查工业炉窑、矿山治理、小火电

淘汰、扬尘治理及秸杆焚烧等情况。第三步（2018 年 11 月 12 日至 2019 年 4 月 28 日）对京津冀及周边地区“2+26”城市、汾渭平原 11 城市、长三角地区落实减排措施和重污染天气应对措施，排查清洁取暖及燃煤替代情况，排查各城市错峰生产企业停限产措施落实情况，启动重污染天气预警时，排查重点区域重污染天气应急预案启动及相关措施落实情况。

5．行业关注

钢铁行业兼并重组

针对中国钢铁行业产能过剩的局面，以往也有兼并重组的案例，但多是由政府主导和推动，而并非市场化的重组，且地方政府意愿、财税体制、债权债务关系以及人员安置等种种问题增加了兼并重组的困难，重组后的企业多出现整而不合的局面，未能有效发挥优势互补，达到兼并重组的目的。与以往不同的是，2016 年以来的兼并重组，市场化特色明显。本轮兼并重组主要依托于行业内资金实力雄厚，竞争优势明显的龙头企业，有助于提升钢铁产业集中度，促进行业资源优化配置，最终引导行业转型升级、健康发展。

“后去产能”时代下，钢铁行业重点发展任务已转变为去杠杆和兼并重组。在相关钢铁产业整合基金的助力下、以及各地区整合计划实施下，钢铁行业的领袖企业将进一步提升整合优质产能的能力，加速推进兼并重组。2016 年国务院发布的“46 号文”，该《指导意见》设定的目标是，到 2025 年，中国钢铁产业 60~70%的产量将集中在 10 家左右的大集团内，其中包括 8000 万吨级的钢铁集团 3~4 家、4000 万吨级的钢铁集团 6~8 家。

钢铁行业去杠杆

目前钢铁企业负债主要为短期债务，期间费用（主要是财务费用和管理费用）对利润侵蚀十分严重，钢铁企业降杠杆的需求十分迫切。目前钢铁行业已签订债转股框架协议共涉及十家钢铁企业，整体规模较小，而真正实施债转股的仅有中钢集团等个别企业，仍属个例，大部分企业依旧停留在框架协议阶段。此轮债转股多为“明股实债”，虽然在一定程度上可以缓解企业短期流动性压力、降低企业的资金成本，但长期来看，“明股实债”的形式实际上是增加了企业的杠杆水平。债转股作为去杠杆的重要手段，在操作方式上仍有待完善，市场化去杠杆的途径有待进一步拓展。

联合资信认为，目前钢铁企业的盈利改善有助于企业自身进行资产负债表修复，达到去杠杆的目的。中钢协提出了通过 3~5 年努力，钢铁行业平均负债率要降到 60%以下的目标，要达到这一目标，对钢铁企业自我造血、持续盈利是有一定要求的。中国大型钢铁企业主要为国有企业，自身往往存在人员负担重，财务费用高等问题，这些因素对于钢铁企业的利润侵蚀严重。只有钢材价格保持在一定的水平，进而保证钢铁企业的盈利空间，才能从根本上解决钢铁企业债务负担重的局面，同时也有助于提升金融机构参与债转股的积极性。

钢铁企业转型升级

目前，中国钢铁行业正处与供给侧结构性改革的“后去产能”时代，去产能任务作为“三去”任务中的主线之一，钢铁行业去产能接近尾声，后期的去产能空间已经不大。钢铁行业由于供需结构性失衡、低端产品泛滥、高端产品依赖进口等制约因素的存在，迫切需要转型升级，才能满足中国经济稳中求进发展态势的要求。因此，加速钢铁企业产品结构调整、制造工艺提升、产业布局调整，是钢铁企业转型升级的主要方面。其中，产品结构调整：推进钢铁产品向中高端发展，改善中国长期存在的钢铁产品结构性产能过剩问题；制造工艺提升：发展智能制造，逐步探索和形成全行业可推广、可复制的智能制造新模式。加快普及先进适用的节能环保工艺技术装备，提升钢铁行业绿色发展水平，实现可持续发展；产业布局调整：抓好产能置换审核关，严禁以任何理由新增钢铁产能；调整中国钢铁“北重南轻”的布局；

同时，政府印发的关于钢铁工业调整升级规划（2016—2020 年）、《中国制造 2025》和《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》等相关文件，为钢铁企业的进一步转型发展提供了有力的政策支持。

在钢铁行业过度竞争、产品同质化较高、供需严重失衡的市场环境下，区位优势成为钢铁企业成本控制的关键因素。若钢铁企业位于沿海区域以及主要消费地，铁矿石以及钢材运输成本有一定优势。反之，则对企业盈利能力产生一定影响。随着钢铁行业去产能的逐步实施，未来中国钢铁企业重组步伐将不断加快，行业集中度逐步提高。

稀土行业

1、 行业概况

稀土是不可再生的重要战略资源，是改造传统产业、发展新兴产业及国防科技工业不可或缺的关键元素。作为稀土大国，我国稀土资源储量为世界第一，根据 USGS 统计数据，我国稀土储量约 4400 万公吨，占全世界稀土储量的 36%。

不同稀土资源类型，在地理分布上差异较为明显，我国稀土资源整体呈现南重北轻的特点。北方以白云鄂博矿为代表，主要生产轻稀土，其储量超过全国的 80%；包钢集团拥有其独家开采权，目前白云鄂博矿区、尾矿库已实现了全封闭式管理。南方矿点则比较分散，主要为分布于江西、广东、福建、湖南、广西等南方省区的离子型稀土矿，以重稀土为主，其储量占我国重稀土资源的 90%。我国已形成内蒙古包头、四川凉山轻稀土和以江西赣州为代表的南方五省中重稀土三大生产基地，具有完整的采选、冶炼、分离技术以及装备制造、材料加工和应用工业体系，可以生产 400 多个品种、1000 多个规格的稀土产品。

自 2013 年底以来，稀土相关产品价格不断下跌。尤其是 2014 年 3 月 26 日 WTO 裁定中国稀土出口管理措施违规，主要品种价格跌幅接近 50%。2014 年 8 月，受稀土收储消息影响，稀土相关产品价格出现小幅反弹，但随后迅速回落。

2015 年以来，进一步受经济持续低迷和下游需求疲软等因素影响，稀土价格呈震荡走低态势。2015 年初国家取消了长达 16 年的稀土出口配额，并于下半年取消了出口关税，一定程度上刺激了出口需求量。但由于国外进口商对我国稀土采购量较大，在价格上话语权较高，稀土价格一直维持在低位。加之 2015 年 8 月份以来人民币兑美元出现小幅贬值，中国稀土出口“量增价跌”的局面开始加剧，出口量由 2012 年的 1.63 万吨上升到 2015 年的 3.48 万吨，而出口均价却由 55.70 万美元/吨下降到 8.18 万美元/吨，跌幅达 85.41%。2015 第三季度出口均价整体相对于年初跌幅在 15%~20%。2015 年四季度以来，伴随着六大集团限产、稀土打黑等动作，我国稀土市场出现了小幅波动，以镨、钕等磁性材料为主的部分稀土产品价格持续回暖，而镧、铈等产能过剩或用量较少的稀土产品价格则仍持续下行走势。

2016 年初，随着商业性收储的陆续启动，主要稀土价格逐渐上升，截至 2016 年底，稀土综合价格指数为 1083.90。2017 年上半年，中国商务部等联合印发了《关于推进重要产品信息化追溯体系建设的指导意见》，明确要求稀土交易必须使用专用发票，并标明稀土产品来源，稀土行业打黑治违深入推进，导致稀土价格大幅上涨；2017 年下半年，稀土价格有所回落，截至 2017 年底，稀土综合价格指数为 1175.91。2018 年，受中美贸易摩擦以及国外稀土矿进口冲击国内市场等影响，稀土价格震荡下行，截至 2018 年底，稀土综合价格指数为 1070.45。2019 年一季度，稀土价格持续下降，截至 2019 年一季度底，稀土综合价格指数为 1002.02。

总体看，我国稀土资源储量、产量均居世界前列，整体呈现南重北轻的特点。稀土“打黑”工作带动稀土价格有所回升，但 2018 年稀土价格震荡下降。

2、下游需求

稀土下游应用主要包括永磁材料、催化材料、抛光材料和冶金材料等，永磁材料受益于新能源汽车、节能风电、节能空调、汽车 EPS、电子工业等前景较好领域的广泛应用而需求良好，在全球稀土消费领域占比最高，约占 35.9%；催化材料主要用于汽车尾气净化和石油硫化裂化等稀土传统应用领域，消费占比约为 15.2%。

稀土永磁材料是现在已知的综合性能最高的一种永磁材料，它比磁钢的磁性能高 100 多倍，比铁氧体、铝镍钴性能优越。稀土永磁分钐钴（SmCo）永磁体和钕铁硼（NdFeB）永磁体。钕铁硼系磁体的磁能积在 2750MGOe 之间，被称为“永磁王”，是目前磁性最高的永磁材料，主要应用于新能源汽车电机、风能发电、变频空调、计算机硬盘光驱、微特电机等领域。中国烧结钕铁硼产量占全球产量的 90%以上，为钕铁硼磁体第一生产大国。在低碳经济席卷全球的趋势下，新能源汽车、风力发电、节能家电等低碳经济产业加速发展，钕铁硼的需求量将稳步增长。同时随着未来镧铈钇替代镨钕的技术提升，低成本稀土磁性材料的经济性将推动铈或富铈磁体的产业化，有利于当前我国铈的去库存化和价格提升。

稀土抛光材料作为研磨抛光材料以其粒度均匀、硬度适中、抛光效率高、抛光质量好、使用寿命长以及清洁环保等优点，已广泛应用于光学玻璃、液晶玻璃基板以及触摸屏玻璃盖板的抛光。我国作为世界上最大的抛光粉生产应用基地，其用量占全球抛光粉用量的 70%左右。随着电子消费需求的拉动以及上游稀土原料价格的长期低位，抛光粉的需求有望保持稳步增长。

稀土催化材料主要应用于石油催化裂化（FCC 催化剂）、机动车尾气净化、工业有机废气净化、催化燃烧和固体氧化物燃料电池等方面，主要使用镧、铈、镨、钕等轻稀土元素。石油裂化催化剂 FCC 催化剂和机动车尾气净化催化剂的应用占比达 90%以上，国产石油裂化催化剂自给率超过 90%，目前全球石油裂化催化剂（FCC 催化剂）每年产量约 110 万吨，稀土含量约 3%，稀土需求量为 3 万多吨，主要是镧铈为主的轻稀土。其中中国产量约 20 万吨，稀土用量约 6,000 吨，仅占比 20%。由于我国目前大部分催化材料应用于石油裂化催化领域，按照目前催化材料每年 8%~10%的增速，预计到 2020 年我国石油裂化催化剂的稀土用量将达到 9500 吨，未来稀土催材料的需求有望保持稳步增长。

总体看，稀土下游应用产业持续发展，应用产业规模不断扩大，有利于稀土需求的稳步增长。

3、行业竞争

2014 年，工信部发布《大型稀土企业集团组建工作指引》，中国五矿集团公司（以下简称“五矿集团”）、中国铝业公司（以下简称“中铝公司”）、北方稀土、厦门钨业股份有限公司（以下简称“厦门钨业”）、中国南方稀土集团有限公司（以下简称“南方稀土”）、广东省稀土产业集团（以下简称“广东稀土”）六大稀土集团开始整合全国稀土矿山和冶炼分离企业，六大稀土集团包揽了全国生产总量控制计划。

总体看，国家实施稀土总量控制政策，未来除六家大型稀土企业集团外将不再新增稀土采矿权，未来稀土行业仍主要是六大集团的内部竞争。

4、行业政策

稀土作为国家战略资源，2000 年起我国开始对稀土实施严格开采配额制度，对稀土矿实行开采总量控制管理，相关总量控制指标由国土资源部下达。2007 年，国家将稀土生产纳入指令性生产计划管理，由工信部下达稀土矿产品及冶炼分离产品的指令性生产计划。2016 年 10 月，根据工信部稀土行业发展规划（2016—2020 年）部署，我国将加强对稀土资源勘查、

开发、利用的统一规划，根据资源形势和市场需求，到 2020 年稀土产能由 30 万吨降至 20 万吨，稀土年度开采量控制在 14 万吨以内。

2017 年，遵循稀土行业“十三五”发展规划，国家继续扶持和规范稀土行业发展，推进供给侧结构性改革，引导行业提档升级、创新绿色协调发展。工信部等多部委联合开展打击稀土违法违规专项行动，组建整顿行业秩序专家组在生产技术咨询、财务数据分析等方面提供支撑，在稀土开采、冶炼分离、资源综合利用、流通、出口等环节实现全覆盖，违法违规行为得到一定遏制，稀土市场秩序有所改善；环境保护部开展环保督查行动，对稀土开采和生产领域环保不达标、不合规企业进行督查，推进绿色发展，确保环保达标；严控新增稀土冶炼分离产能，简化稀土新材料及下游应用项目审批；推进稀有金属立法进程，健全法律基础；推动六大稀土集团组建走向深入，落实稀土大集团引导行业发展、稳定市场运行主体责任；加大资金投入支持稀土新材料及应用产业创新发展。

2018 年，为进一步规范行业市场秩序、营造良好发展环境、推动我国稀土行业高质量发展，工业和信息化部、发展改革委、自然资源部等 12 个稀有金属部际协调机制成员单位联合印发《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》（工信部联原〔2018〕265 号，下称《通知》），明确了加强稀土行业秩序整顿的任务分工、主要目标和落实举措，便于中央和各地形成部门合力，加强对违法违规行为的惩治力度。

总体上，国家进一步对于稀土行业进行规范和治理，有利于促进稀土行业健康有序发展。

5、行业关注

产能结构性矛盾突出

我国稀土行业产品结构不尽合理，上游冶炼分离低端产品产能过剩，企业间低端产品的过度竞争，而下游高端应用产品则因技术差距而存在较大缺口，尚不能完全国产化，需要依赖进口。行业结构性矛盾突出，元素应用不平衡，行业整体难以获得生产和研发上的规模效益，不利于行业整体竞争力的提升。

创新能力不强

我国稀土产业整体处于世界稀土产业链的中低端，高端材料和器件与先进国家仍存在较大差距，缺乏自主知识产权与技术，在重点稀土高端材料和器件产业领域持续创新能力不强，核心专利受制于人，基础研究整体实力有待提升。稀土产业整体需要由低成本资源和要素投入驱动转变为新技术、新产品和有效供给的创新驱动。

环保政策风险

随着国家经济增长模式的转变和可持续发展战略的全面实施，人们的环保意识逐步增强，国家环保政策日益完善，环境污染治理标准日益提高，但目前稀土行业的清洁生产水平尚不能满足国家生态文明建设要求，行业发展的安全环保压力和要素成本约束日益突出，提质增效、绿色可持续发展等任务艰巨。

稀土行业整治情况

目前我国以仅约 1/3 的稀土资源储量提供着世界超过 80%的稀土资源供给，大量出口初级加工产品，稀土过度消耗状况亟待改善。此外，私挖盗采、买卖加工非法稀土矿产品、违规生产等问题时有发生，加剧了稀土产品价格长期低迷甚至倒挂，未体现稀缺资源价值。稀土长期处于供大于求的状态，“黑稀土”是供给过剩的核心问题，稀土行业整治是改善稀土供需的本质问题。供给侧整治的深入力度、具体手段、制度建立对稀土行业价格走势及可持续发展均将产生较大影响。

6、未来发展

根据稀土“十三五”发展规划，到 2020 年末，行业工业增加值年均需增速提升 4 个百分点至 16.5%，行业利润率提升 6.2 个百分点至 12%，研发支出占主营收入比重提升 2 个百分点至 5%，冶炼分离产能下降 10 万吨到 20 万吨，

冶炼分离产量控制在 14 万吨以下，高端稀土功能材料及器件市场占有率提升 25 个百分点至 50%，出口产品初级原料占比下降 27 个百分点至 30%。为完成上述目标，稀土行业需要加强稀土资源管理，推动行业集约化和高端化发展，实现上下游产业协同发展，同时推动上游资源地产业转型升级，拓展下游稀土绿色化应用，推进稀土大集团化与国际化。

总体上，未来稀土产业在快速发展的同时，也面临着过剩产能化解，产业结构调整，行业绿色转型的格局，具有资源优势、高生产经营效率和强大技术创新能力的大集团企业将在竞争中处于有利地位。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司总股本455.85亿元，其中包钢集团持有公司54.66%股权。公司实际控制人为内蒙古自治区人民政府。

2. 企业规模

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，形成了炼铁1650万吨、炼钢1650万吨、管材177万吨、板材970万吨、型材210万吨、线棒材260万吨的产能规模。部分产品实物质量达到国际先进水平。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，重轨全国市场占有率达到26%；公司是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。公司在中国企业联合会、中国企业家协会发布的2017年“中国企业500强”中排名第397位，“中国制造业企业500强”中排名第195位。包钢股份是内蒙古最大的工业企业和中国西北地区最大的钢铁企业。

公司拥有储量巨大的尾矿库资源，并与包钢集团签订《排他性矿石供应协议》，轻稀土资源在全球具有绝对的储量优势、品位优势和成本优势，并拥有丰富的铌、钪、萤石等资源。

七、重大事项

公司于 2018 年 10 月 18 日召开第五届董事会第十八次会议，审议通过了《关于债转股相关事宜的议案》，同意依托其全资子公司内蒙古包钢金属制造有限责任公司（以下简称“金属制造公司”）为平台加快推进债转股相关事宜。

公司拟划转总资产 427.67 亿元至金属制造公司，形成公司对金属制造公司的投资 200 亿元、债权 221.44 亿元，其他债权人对金属制造公司的债权 6.23 亿元。金属制造公司吸收社会资金和债权，增资扩股。将社会资金和债权转化为对金属制造公司的股权，为保证公司对金属制造公司的绝对控制权，债转股最大规模不超过 200 亿元，本次债转股对公司股本结构和股本规模无影响，所吸收资金用于偿还对包钢股份的债务。包钢股份用收到的金属制造公司偿还资金偿还金融机构债务等。

本次债转股不会导致公司合并报表范围变更，不会对公司生产经营造成重大影响，且本次债转股完成后，公司仍为金属制造公司的实际控制人，对金属制造公司重大决策具有决定权。不存在损害上市公司及股东利益的情形。

上述事项在划转债务过程中，需取得债权人的同意，相关协议主体变更尚需取得协议双方的同意与配合，仍存在一定不确定性。

若此次债转股实施成功，公司将有效降低负债率，财务成本将明显降低，有利于增强公司盈利能力，降低风险，提升公司业绩，实现“三去一降一补”的目标。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营钢铁等产品的生产和销售，钢铁产品仍然是公司的主要收入及利润来源，产品结构上形成了板材、线棒材、型材、管材等钢

材板块。

收入方面，2016—2018 年，公司的主营业务收入快速增长，三年分别为 306.33 亿元、532.56 亿元和 665.06 亿元。从主营业务收入构成来看，板材是公司最大的收入来源，2016—2018 年，其收入分别占公司主营业务收入的 50.49%、51.49%和 53.24%；管材、型材、线棒材和其他收入占比较为平均。受钢铁行业景气度回升、钢材产品量价齐升影响，近三年，公司管材、板材和线棒材收入呈现逐年增长态势；公司型材收入较为平稳。公司其他板块业务主要包括稀土销售、钢坯销售和焦化副产品销售，近三年，其他业务收入波动增长，主要系公司于 2017 年利用尾矿资源提炼稀土精矿，实现稀土精矿销售收入，公司稀土精矿的交易对象为关联方中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司，稀土精矿生产和销售成为公司主要利润贡献点。焦化副产品为炼焦过程中副产品，成本低，销售价格高，附加值高，所以毛利率较高，但收入规模较小，对公司整体收入贡献有限。

从毛利率情况来看，除型材板块毛利率受市场价格影响小外，受益于钢铁行业景气度持续回升，钢材产品价格上升，近三年公司管材、板材和线棒材毛利率均呈上升趋势。2018 年，管材、板材和线棒材毛利率略有上升，分别为 11.72%、10.52%和 13.48%，型材毛利率下降 2.03 个百分点至 15.22%。公司其他业务毛利率较高，主要系稀土精矿毛利率高，以及板块中其它产品为炼焦过程中副产品，成本低、销售价格高、附加值高；2016—2018 年，公司其他业务毛利率逐年上升，分别为 32.53%、36.76%和 46.63%，主要系毛利率高的稀土精矿销售业务规模扩大所致。公司其他业务规模较小，但对利润规模贡献较大。综上，公司主营业务毛利率逐年上升，分别为 8.72%、15.25%和 15.38%。

2019 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 133.81 亿元，为 2018 年全年的 20.12%。公司 2019 年一季度总体毛利率为 16.29%，较 2018 年全年上升 0.91 个百分点，主要系管材和板材板块价格上升带动整体毛利率上升所致。

表1　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
管材	33.22	10.85	-8.70	60.42	11.35	11.23	75.16	11.30	11.72	9.30	6.95	24.35
板材	154.66	50.49	6.64	274.24	51.49	10.40	354.05	53.24	10.52	79.08	59.10	12.39
型材	67.86	22.15	13.63	61.54	11.56	17.25	73.11	10.99	15.22	16.62	12.42	16.98
线棒材	22.99	7.50	4.80	61.94	11.63	12.80	92.88	13.97	13.48	15.04	11.24	10.58
其他	27.60	9.01	32.53	74.42	13.97	36.76	69.87	10.51	46.63	13.78	10.30	38.61
合计	**306.33**	**100.00**	**8.72**	**532.56**	**100.00**	**15.25**	**665.06**	**100.00**	**15.38**	**133.81**	**100.00**	**16.29**

资料来源：公司提供

2.　钢铁业务

原燃料采购及保障

公司钢铁冶炼所需原料主要为铁矿石和煤炭等。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。白云鄂博西矿总储量约9亿吨，可开采矿石储量4.4亿吨（露天开采）。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。2015年，公司完成收购包钢集团拥有的选矿相关资产、白云鄂博矿产资源综合利用工程项目选铁相关资产以及尾矿库资产。随着上述项目的收购完成，公司铁矿石资源实现了一定量自给。此外，公司缺口铁精矿主要通过国内采购和进口途径解决。

2016—2018 年，随着公司产能的扩张，公司采购铁矿呈增长趋势，分别为 1636.59 万吨、2103.57 万吨和 2369.08 亿元，主要系公司产量增加带动铁矿石需求增加。自供铁矿石量波动增长，国内铁矿石采购量逐年下降，主要系调整铁矿石品位、提高高炉利用系数，加大进口铁矿石采购量所致；国外铁矿石采购量快速增长，主要系调整铁矿石配比以及进口矿石价格向国内矿石价格趋近所致。联合资信关注到公司外购进口铁矿石规模较大，铁矿石价格和人民币汇率波动对公司经营稳定性产生不利影响。2018 年公司采购废钢 83.70 万吨。2019 年一季度，公司铁矿石采购量为 534.54 万吨。

价格方面，2016—2018年，由于钢铁行业持续回暖及公司进口铁矿石量上升，导致铁矿石综合价格也呈持续增长趋势，公司铁矿石采购均价分别为488.03元/吨、527.62元/吨和570.56元/吨。2019年一季度，公司铁矿石采购均价有所上涨至588.39元/吨。

表2 公司铁矿石采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
铁矿石自供	采购量	316.24	439.87	339.81	115.80
	采购均价	444.78	426.61	413.93	511.13
铁矿石国内采购	采购量	1048.53	672.94	656.74	171.27
	采购均价	488.91	427.92	593.64	584.90
铁矿石国外进口	采购量	271.82	990.76	1372.53	247.47
	采购均价	534.96	640.18	598.30	626.96
合计采购量		**1636.59**	**2103.57**	**2369.08**	**534.54**
采购均价		**488.03**	**527.62**	**570.56**	**588.39**

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、神华集团等国内大型煤炭企业签订了长期供应协议，参考市场价格，采用谈判议价方式。受国内煤炭、焦炭行业去产能影响，2016年煤炭市场行情回暖，公司煤炭和焦炭采购价格呈上涨趋势。2016—2018 年，公司煤炭采购量波动上涨，2018 年公司采购煤炭 1252.62 万吨；2018 年，煤炭采购价格 1044.92 元/吨，较 2017 年略有下降。公司生产所需焦炭主要由公司自有焦化厂生产，部分焦炭通过外购平衡解决。近三年，公司焦炭采购持续上升，2018 年公司采购焦炭 249.39 万吨，采购均价为 1767.08 元/吨。

表3 公司其他原料采购数据

名称	2016 年	2017 年	2018 年
煤炭（万吨）	736.06	1277.42	1252.62
采购均价（元/吨）	609.26	1170.44	1044.92
焦炭（万吨）	140.01	199.42	249.39
采购均价（元/吨）	869.83	1540.34	1767.08
电力（亿千瓦时）	41.33	39.97	44.84
采购均价（元/千瓦时）	0.38	0.38	0.39

资料来源：公司提供

公司在采购运输方面，分为铁路运输、管道运输、海运和公路运输。现有80%依靠铁路运输，铁路运输由路场联合办公室协调。包钢白云鄂博铁矿供应给公司铁矿石采用铁路运输，通过铁路局采用专用货车以及专线运输，每月支付运费给铁路局，运输过程中未出现风险事件。包钢巴润矿业供应给公司的铁精矿通过管道运输，主要是把矿石破碎成粉状，用高压水通过管道运输，该管道是包钢集团投资建设，项目名称为“白云鄂博矿浆管道工程”，通过管道运输既环保又可以减少日常运输成本。该管道是迄今为止国内管径最大、输送能力最强、单极泵站输送距离最长的铁精矿矿浆输送管道。进口铁矿石通过海运，海轮抵达天津港后，由运输商安排运输，通过铁路运输到包头。周边地区用汽车运输，公司成立物流中心，分为原料物流和产成品物流。对于华东和中南（广州）等地区，近两年由于铁路提价较高，采取水陆联运。运费采用代收代付、先收取运费的方式。在运输风险的管理上，国内采购是在货物到达公司指定地点后才进行验货确认，通过

公路运输方式的，运输过程中发生风险由供货商承担；通过铁路运输的，运输过程中的风险由外部运输商承担，公司不承担运输过程中发生的风险。海外采购通过国际货运险对冲运输风险，海外采购国内运输部分的铁路运输风险由运输商承担。

钢材生产

2015 年，公司年产 550 万吨稀土钢板材生产线建成并投入使用；2016 年，该生产线全面达产，实现转型升级目标。截至 2018 年底，公司已形成炼铁 1650 万吨、炼钢 1650 万吨、管材 177 万吨、板材 970 万吨、型材 210 万吨、线棒材 260 万吨的产能规模。

表4　公司主要产品生产情况

产品	指标	2016 年	2017 年	2018 年
管材	产能（万吨/年）	177	177	177
	产量（万吨）	135.42	142.28	157.16
	产能利用率（%）	76.51	80.38	88.79
板材	产能（万吨/年）	970	970	970
	产量（万吨）	586.83	784.82	853.89
	产能利用率（%）	60.50	80.91	88.03
型材	产能（万吨/年）	210	210	210
	产量（万吨）	182.63	167.99	172.86
	产能利用率（%）	86.97	80.00	82.31
线棒材	产能（万吨/年）	260	260	260
	产量（万吨）	104.52	207.48	248.15
	产能利用率（%）	40.20	79.80	95.44

资料来源：公司提供

管材方面，公司Φ159mm、Φ460mm生产线于2012年建成投产，管材生产规模得到进一步扩大，产品种类进一步丰富。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。近三年，公司管材产量逐年增长。2016—2018年，公司管材产量持续上涨，2018年实现产量157.16万吨，同比增长10.46%。

板材方面，公司拥有当今世界钢铁工业前沿技术水平的薄板坯连铸连轧生产线（CPS），拥有的冷轧薄板生产线是国家和内蒙古自治区“十五”期间的重点项目，公司造船板、结构钢板、锅炉钢板等产品技术含量和附加值有所提升。2015年，公司新建550万吨稀土钢板材生产线投产，产品主要用于高端汽车板、家电板、工程机械用钢，该生产线于2016年实现全面达产。2016—2018年，公司板材产量大幅度上涨。2018年，公司板材产量为835.89万吨，同比增长6.51%。

型材方面，公司型材产品主要为铁道用钢材，公司是中国三大钢轨生产基地之一。2016—2018年，公司型材产量波动下降，2018年公司型材产量172.86万吨，同比增长2.90%。

近年来，公司线棒材产量受行业需求影响较大，2018年产量为248.15万吨，同比增长19.60%。

2016 年，公司按照“去产能”有关要求，淘汰 2 号 1800 立方米高炉，是全国钢铁行业推进去产能以来拆除最大的一座高炉，实现压减炼铁 130 万吨。也进一步提高了公司产能利用率，生产成本有所降低。产能利用率方面，近三年，公司管材、型材、线棒材产能利用率逐年上升，2018 年，公司管材、板材、线棒材产能利用率分别为 88.79%、88.03%和 95.44%；近三年，型材产能利用率波动下降，分别为 86.97%、80.00%和 82.31%。

跟踪期内，公司各钢材产品产能保持稳定。受钢铁行业景气度回升、主要钢材产品下游需求增长影响，公司管材、板材和线棒材产量快速增长，产能利用率有所上升；型材产量和产能利用率略有上升，但较为稳定。

产品销售

公司推进企业由生产型向以客户为中心的供应服务商转型，提出了以市场为导向来安排生产活动，提高直销比例，扩大周边和西部市场占有率；强化用户服务，细化合同交货期管理，主要钢材品种产销率维持较好水平。作为内蒙古自治区的重点企业，自治区也通过出台相关政策对公司进行支持，公司也成立自治区重点工程项目对接工作领导小组，加大沟通协

调力度；同时，公司也与中国铁建股份有限公司、神华物资集团有限公司等大型企业签订战略合作协议，直供直销比例达到50%以上。

从销售模式上看，在营销模式方面，主要有长期协议户和分区域销售分公司两种模式。签订长期协议的客户占比约70%，以销售分公司进行营销的约占30%。与公司签订长期协议的客户包括中铁、武矿、中石油、中石化等大型央企，签订时间为一年，保底金额视钢材品种和协议数量而定，金额区间为100万元至300万元。以销售分公司进行营销的，则由各地按区域划分的销售分公司开展产品的销售管理、市场开拓、客户服务、新产品开发。结算模式上，除重轨产品外，公司所有产品均采用先款后货的销售模式。先款后货的销售模式有两种形式：（1）指导价订货、结算价结算（即事后结算），对应的产品有品种钢高线、圆钢盘卷、棒材小圆坯、轴承钢、齿轮钢、合金钢、H型钢、热轧卷板、酸洗产品、冷轧硬卷板、冷轧卷板、无取向硅钢、热镀锌卷板、中板（普碳、低合金（风电除外）、优质碳结板、模具钢）、普碳高线、螺纹钢、普碳圆钢、盘螺（含调直）；（2）锁定价格（即事前结算），公司根据市场变化及竞争钢厂变化随时调整，有三种情况：i. 发货日当日价格，对应产品有焦化副产品、产品直供或重点工程项目；ii. 合同价，即遇涨不涨、遇降不降，对应主要品种有钢坯、方扁圆钢、工槽钢、角钢、铁路线杆、钢板桩、吊车轨、乙字钢、宽厚板品种钢、路外轨、棒材抽油杆、竞价、电商平台销售价格执行合同价；iii. 合同交货期内遇涨不涨、遇降不降；逾期合同遇涨不涨、遇降则降，对应产品有稀土钢板材厂生产品种钢（热轧卷板除普碳、低碳、低合金、花纹、双相钢、号钢、船卷、热轧结构钢外其他材质；酸洗产品除普碳、低合金、低碳外其他材质）。

从销售方式看，从2016年开始，公司销售采用“一票制结算”的销售制度代替过去的“两票制结算”。采用“一票制结算”后，公司需要为销售产品提供运输服务，运输的费用计入公司的销售费用，导致公司销售费用大幅度上涨，除型材中的重轨销售价格不含运费外，其他产品价格均包含运费。

2016—2018年，随着钢铁市场景气度回升，钢铁产品供需改善，公司钢材产品总体销量呈持续上升态势。2018年公司实现钢材产品销量1464.58万吨，同比增长15.65%。近三年，公司管材、板材和线棒材销量逐年增长，型材销量波动下降，其中2017年销量较上年下降9.73%，主要系当期订单减少所致。

其中，管材、板材和棒线材销售均价年均呈逐年上升态势，主要系打击“地条钢”、去产能、部分地区钢厂限产等因素，带动钢材价格上升所致；型材销售均价较为稳定，主要系部分型材价格由中国铁路总公司统一确定。产销率方面，由于公司实行以销定产，钢材产品产销率均处于较高水平。

2019年1—3月，公司销售钢材产品329.73万吨，占2018年全年22.51%，主要系公司钢材主要销售市场在华北和西北地区，一季度是上述地区低温寒冷时期，各类施工都处于冬歇期，钢材需求量明显少于其他季节，故一季度的产销率大幅低于全年平均水平。公司一季度管材产销率低主要系包钢股份已经与客户签订销售订单，但客户未要求发货所致。销售价格方面，公司管材产品的销售价格有所上涨，其他产品销售均价均有所回落。

销售结算方面，除重轨产品外，公司所有产品均采用先款后货的结算模式，以银行承兑汇票为主。

客户集中度方面，公司钢材产品的销售集中度较低，客户较为分散。

表5 公司主要产品销售情况（万吨、%、元/吨）

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价
管材	137.42	101.48	2417.82	135.69	95.37	4452.91	160.54	102.15	4681.65	18.43	48.25	5044.42
板材	611.15	104.14	2530.72	779.80	99.36	3516.79	867.68	101.61	4080.42	223.97	107.83	3530.90
型材	183.66	100.56	3695.08	165.79	110.21	3711.58	177.26	102.55	4124.16	42.49	85.60	3912.15
线棒材	118.76	113.62	1935.80	185.15	89.24	3345.27	259.10	104.41	3584.71	44.84	114.04	3353.86
合计	**1050.99**	--	--	**1266.43**	--	--	**1464.58**	--	--	**329.73**	--	--

资料来源：公司提供

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。从客户集中度看，2018年，华北地区、华东地区、西北地区和出口构成了公司主要钢材销售目标市场，分别占比49.57%、15.23%、9.43%和10.79%。

表6 公司主营业务区域分布（单位：%）

	2016年	2017年	2018年
华北地区	52.20	42.49	49.57
东北地区	2.85	3.49	1.54
华东地区	19.23	15.82	15.23
中南地区	1.51	1.62	2.08
西北地区	7.47	18.82	9.43
西南地区	1.78	2.43	5.27
华南地区	2.77	4.48	6.09
出口	12.19	10.85	10.79

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受钢铁供给侧改革影响，公司钢材销量增长，销售均价上升明显，产销率位于较高水平，销售情况良好。

3. 稀土板块

2015 年 5 月，公司通过非公开发行股票的方式募集资金收购了控股股东包钢集团拥有的选矿相关资产、白云鄂博矿产资源综合利用工程项目选铁相关资产以及尾矿库资产。（1）公司通过收购包钢集团选矿厂，预计为公司增加1200 万吨铁矿石的生产能力。（2）公司通过收购了包钢集团尾矿库资产，增加了公司资源的储备，该尾矿库尾矿资源储量为 1.97 亿吨，包含铁、稀土金属氧化物，铌金属氧化物、氟化物等。（3）公司充分利用收购的包钢集团白云鄂博资源综合利用项目生产线，加快尾矿资源的开发力度，按计划组织稀土精矿的生产，创造经济效益；同时加大选稀后选铌工艺的攻关力度，使科技成果加快转化为生产力，尽快生产出符合下一步应用要求的萤石精矿、铌精矿的产品，真正做到资源的综合利用。根据规划，将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。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，可继续用于选别铌、萤石等矿产资源。

2016 年，公司尾矿库资源开发利用工程由于受稀土行业管理及稀土生产指令性计划控制等因素限制，生产计划未能达到预期，公司通过销售矿浆的方式实现预计利润。公司交易对象为关联方中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司（以下简称“北方稀土”）。2018 年，公

司全年销售稀土精矿 27.20 万吨，实现稀土精矿销售收入 37.58 亿元，实现净利润 21.09 亿元。

公司稀土精矿以销定产，根据北方稀土的需求确定生产量。2017~2018 年，公司稀土精矿产能分别为 30.00 万吨/年和 40.00 万吨/年，产量分别为为 16.24 万吨和 27.30 万吨，产能利用率分别为 54.14%和 68.25%，产能利用率较低。

根据公司与北方稀土签订的《稀土精矿供应合同》约定，公司向北方稀土供应的稀土精矿价格根据实际情况可每半年重新确定一次。根据碳酸稀土的市场价格，扣除碳酸稀土制造费用及行业平均利润，同时考虑加工收率等因素，经双方协商，自 2017 年 9 月 1 日，稀土精矿交易价格调整为 14000 元/吨（含税 16380 元/吨）。截至 2018 年底，稀土精矿交易价格为 14000 元/吨（含税 16380 元/吨）。北方稀土于供应行为发生后的次月以支票或银行承兑汇票等方式向公司支付上月所供货款。

为降低尾矿资源开发利用成本，避免重复投资，2017 年 4 月 30 日，公司以自有资金 71126.43 万元，收购宝山矿业公司白云鄂博资源综合利用工程选稀土、选铌相关资产。2018 年 12 月 20 日，公司第五届董事会第二十一次会议审议通过了《关于收购北方稀土有关稀土选矿资产的关联交易公告》的议案，公司拟依据资产评估结果确定的价款总计 120302.54 万元（不含税），收购北方稀土与稀土选矿有关的实物资产及资源。截至 2018 年底，交割相关工作已全部完成。公司收购上述资产，可降低稀土精矿生产成本，提高公司在集团内部对稀土资源的掌控力，且避免了同业竞争。结合 2015 年收购的白云鄂博矿综合利用工程选铁相关资产，公司将形成铁精矿、稀土精矿、萤石精矿、铌精矿等产品的生产能力。随着宝山矿业公司白云鄂博资源综合利用工程投入运营，加快了公司尾矿库资源的开发利用，未来将成为公司新的业绩增长点。但同时联合资信也关注到公司稀土生产线未能按期投产和国家在稀土产业政策上面日趋严格，不断加强在稀土开采，生产和出口方面的管控，上述因素对公司稀土板块的运营和收益带来不确定性。

4. 经营效率

从经营效率来看，2016—2018 年，公司存货周转次数持续上升、总资产周转次数和销售债权周转次数波动上升，2018 年分别为 2.82 次、0.45 次和 7.62 次。整体看，公司资产经营效率尚可。

5. 在建工程及未来发展

截至 2018 年底，公司在建项目主要为生产线改造、技术改造、环保工程等项目，在建工程单体规模不大，均于 2018 年开工、预计于 2019 年投产；计划总投资 22.23 亿元，截至 2018 年底已完成投资 20.96 亿元，尚需投资 1.27 亿元。总体看，公司在建项目尚需投资规模不大，项目建成投产后，有利于公司生产能力和资源利用效率的提升。

随着国内钢材市场回暖，钢材产品的销量明显提升，价格也在稳步回升。公司调整了产品结构，将产能向盈利能力更强的产品倾斜；同时，公司通过各种措施，降本增效，公司的盈利能力有所改善。2017 年 4 月 30 日，公司完成收购宝山矿业公司白云鄂博资源综合利用工程相关资产，加快了公司尾矿库资源的开发利用，未来有望成为公司新的业绩增长点，同时也将为公司逐步向资源型企业转型，形成钢铁产品生产和矿产资源开发利用业务双轮驱动提供了重要的支撑。

2019 年，公司制定工作目标为：全年实现营业收入 618 亿元，实现利润 40.35 亿元；全年产铁 1460 万吨、产钢 1500 万吨、生产商品坯材 1404 万吨，吨钢制造成本同口径相比降低 10%以上。未来，公司将维持现有产能规模，做好存量优化和工序产能匹配，全面提高产品质量，适度扩展产品品种，进一步优化产品结构，提高资源利用率，降低生产成本；着力推

进资源开发利用，使资源优势转化为经济优势；深化创新驱动，提升企业竞争力；深化开放合作，实施“走出去”战略；以供给侧结构性改革为主线，全面深化改革；加强资金管理，防范资金风险；深化节能减排，提升绿色发展水平。积极落实“一带一路”国家战略，加快推进海外布局，包括资源、产能和深加工布局。“十三五”期间，公司将主要规划实施 6+1+2 工程，“6”是指提升稀土钢品牌、优化产品结构、提高产品质量、调整工艺结构、实施低成本制造和处置“僵尸企业”，“1”是指创新管理运营理念，“2”是指打造绿色社区钢厂和推进国际合作。未来公司将着重优化产品结构，快速推进做优做特钢铁产业。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2016—2018 年财务报表均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定进行确认和计量。

2018 年公司通过投资新设内蒙古包钢金属制造有限责任公司 1 家子公司。公司财务报表合并范围变动较小，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1488.01 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 2.01 亿元）526.70 亿元。2018 年，公司实现营业收入 671.88 亿元，利润总额 42.41 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1439.14 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 2.00）531.94 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 134.42 亿元，利润总额 6.42 亿元。

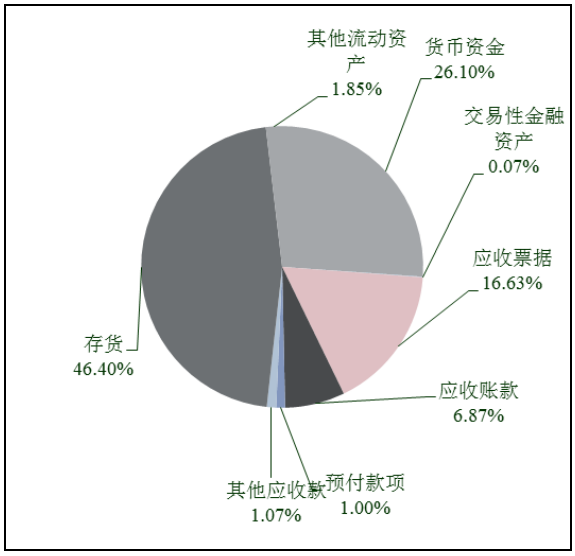
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 2.57%。截至 2018 年底，公司合并资产 1488.01 亿元，同比增长 1.47%；公司资产总额中流动资产占 30.14%，非流动资产占 69.86%，资产构成以非流动资产为主，符合钢铁行业重资产的特征。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 16.81%，主要系货币资金和存货逐年增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产为 448.42 亿元，同比增长 8.32%；流动资产主要由货币资金（占 26.10%）、应收票据（占 16.63%）、应收账款（占 6.87%）和存货（占 46.40%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 40.02%，主要系 2017 年公司产品销量大幅增长，销售回款增加所致。截至 2018 年底，公司货币资金 117.05 亿元，同比增长 0.34%；货币资金主要由银行存款（占 44.74%）和其他货币资金（占 55.26%）构成。公司其他货币资金主要由银行承兑汇票及短期借款保证金构成，全部为受限资产，公司货币资金受限资产占比高。

2016—2018 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 33.07%。截至 2018 年底，公司应收票据 74.55 亿元，同比增长 86.19%，主要系公司营业收入增长，以及票据结算规模增长

所致；公司应收票据余额中银行承兑汇票占86.53%，商业承兑汇票占13.47%。公司受限应收票据51.66亿元，受限比例为69.30%，受限比例高。

2016—2018年，公司应收账款波动增长，年均复合增长40.63%。截至2018年底，公司应收账款账面价值30.80亿元，同比下降0.17%；已计提坏账准备4.30亿元，综合计提比例为12.25%。按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为34.22亿元，全部采用余额百分比法计提坏账准备；其中，1年以内的账面余额占98.27%，账龄较短。公司应收账款前五名客户账面余额合计金额为9.68亿元，占比为27.58%，集中度一般。

2016—2018年，公司存货逐年增长，年均复合增长18.17%。截至2018年底，公司存货账面价值为208.05亿元，同比增长7.43%，主要系原材料增加所致；主要由原材料（占48.68%）、备品备件（占12.04%）、库存商品（占35.92%）构成。截至2018年底，公司已对存货计提跌价准备0.87亿元，但考虑到目前铁矿石、钢材价格处于高位，未来若发生价格波动，公司存货或存在跌价风险。

2016—2018年，公司其他流动资产快速下降，年均复合下降53.49%。截至2018年底，公司其他流动资产账面价值为8.32亿元，同比下降56.40%，系待抵扣进项税下降所致。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产规模逐年下降，年均复合下降2.15%。截至2018年底，公司非流动资产为1039.59亿元，同比下降1.22%，主要由固定资产（占67.22%）和其他非流动资产（占28.58%）构成。

2016—2018年，公司固定资产账面价值波动增长，年均复合增长6.05%。截至2018年底，公司固定资产698.77亿元，同比下降2.33%；公司固定资产主要由房屋、建筑物（占35.74%）、通用设备（占26.75%）和专用设备（占36.97%）构成。截至2018年底，固定资产累计计提折旧461.05亿元，整体成新率为60.34%，成新率一般；公司对固定资产累计计提减值准备2.66亿元。

2016—2018年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长1.11%。截至2018年底，公司其他非流动资产297.11亿元，同比增长1.40%；主要由尾矿资源（占95.69%）和未实现售后回租损益（占4.15%）构成。其中，尾矿资源于2015年7月完成资产交割，截至2018年底，尾矿资源预计可使用年限约为86年，除预计尾矿资源综合利用开发项目在下一年度要使用的尾矿资源转入存货外，剩余部分均作为长期资产在其他非流动资产科目中列报。

公司无形资产主要由采矿权构成，2016—2018年，公司无形资产有所下降，年均复合下降4.74%，截至2018年底，公司无形资产17.24亿元，同比下降4.89%。

2016—2018年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长26.02%,。截至2018年底，公司长期股权投资10.45亿元，同比增长34.66%，主要系对联营公司包头钢铁集团财务有限责任公司追加投资所致。

截至2018年底，公司受限资产合计116.34亿元，受限比例为7.82%，受限比例较低。

总体看，跟踪期内，公司合并资产总额逐年稳定，公司资产构成以非流动资产为主，符合行业特点。流动资产中，货币资金和存货规模较大，但货币资金受限比例较高，存货价格目前处于高位、存在一定的跌价风险；非流动资产中，公司固定资产和其他非流动资产（主要由尾矿资源构成）占比较高。公司资产流动性较弱，整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长5.37%，主要系未分配利润逐年增加所致。截至2018年底，公司所有者权益526.70亿元，同比增长6.32%；其中，归属于

母公司所有者权益524.69亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占86.88%、资本公积金占2.67%、未分配利润占7.56%。公司所有者权益稳定性好。

截至2019年3月底，公司所有者权益为531.95亿元，较2018年底增长1.00%，权益结构较上年变化不大。

总体看，公司股本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性好。

负债

2016—2018年，公司负债规模波动增长，年均复合增长1.13%。截至2018年，公司负债规模为961.31亿元，同比下降1.00%；其中，流动负债占83.09%、非流动负债占16.91%，以流动负债为主。

流动负债

2016—2018年，公司流动负债波动下降，年均复合下降1.36%。截至2018年底，公司流动负债798.76亿元，同比下降10.13%，主要系其他应付款[1]减少所致；公司流动负债以短期借款（占20.22%）、应付票据（占21.89%）、应付账款（占34.04%）、预收款项（占9.91%）和其他应付款（占5.08%）为主。

2016—2018年，公司短期借款波动下降，年均复合下降2.66%。截至2018年底，公司短期借款同比增长14.94%至161.49亿元，主要系公司扩大融资规模所致；公司短期借款由质押借款（占18.60%）、保证借款（占15.97%）和信用借款（占65.44%）构成。

2016—2018年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长22.57%，主要系公司业务规模增长所致。截至2018年底，公司应付票据为174.81亿元，同比增长7.65%；其中，银行承兑汇票占90.54%、商业承兑汇票占9.46%。

2016—2018年，公司应付账款波动下降，年均复合下降20.15%。截至2018年底，公司应付账款同比增长3.13%至271.88亿元，主要由应付材料款（占72.37%）和应付工程款及备件采购款（占22.29%）构成。

2016—2018年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长17.22%，主要系销售收入增长，以及钢铁景气度回升、预收执行力度提高所致。截至2018年底，公司预收款项为79.14亿元，同比增长3.36%。

2016—2018年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长54.46%。截至2018年底，公司其他应付款40.60亿元，同比下降73.51%，主要系为减少利息支出，归还包钢集团的资金拆借款所致；公司其他应付款主要由往来款（占84.69%）和押金及保证金（占5.58%）构成。

非流动负债

2016—2018年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长16.82%。截至2018年底，公司非流动负债162.55亿元，同比增长97.67%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占37.62%）、应付债券（占41.18%）和长期应付款（占16.45%）构成。

2016—2018年，公司长期借款波动增加，年均复合增长17.60%。截至2018年底，公司长期借款61.16亿元，同比增长86.37%；公司长期借款主要为信用借款（占92.99%）。

2016—2018年，公司应付债券规模波动增长，年均复合增长15.75%。截至2018年底，公司应付债券66.94亿元，同比增长234.68%，主要系新发行公司债券所致。公司存续债券情况如下表所示：

表7　截至2018年底公司应付债券明细

（单位：万元、年）

债券简称	面值	发行日期	债券期限	发行金额	2018年底余额
花旗银行债	100.00	2018-12-27	2.00	69357.00	69357.00
18包钢03	100.00	2018-09-19	5.00	49400.00	49400.00
18包钢02	100.00	2018-07-26	5.00	300000.00	300000.00

[1] 本报告中的“其他应付款”为不含应付利息、应付股利的其他应付款。

18 包钢 01	100.00	2018-05-17	5.00	150600.00	150600.00
18 包钢 PPN001	100.00	2018-05-16	3.00	100000.00	100000.00
12 包钢 MTN1	100.00	2012-05-10	7.00	200000.00	200000.00
减：一年内到期的应付债券					200000.00
合计					**669357.00**

2016—2018 年，长期应付款逐年增长，年均复合增长 14.01%，主要系应付融资租赁款逐年增加所致。截至 2018 年底，公司长期应付款为 26.75 亿元，同比增长 20.41%，全部为应付融资租赁款，已计入债务核算。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务不断增长，年均复合增幅 11.03%。截至 2018 年底公司全部债务 552.28 亿元，同比增长 9.81%。其中，短期债务占比为 71.96%，公司短期债务占比高，有一定的短期支付压力，债务结构有待改善。

从债务指标看，近三年，公司资产负债率保持下降趋势，三年加权均值为65.46%，截至2018年底为64.60%；公司全部债务资本化比率呈持续上升趋势，三年加权均值为50.42%，截至2018年底为51.19%；公司长期债务资本化比率近三年波动上升，三年加权均值为21.43%，截至2018年底为22.72%。公司整体债务负担适中。

截至2019年3月底，公司全部债务有所下降至529.31亿元。其中，短期债务占73.15%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.04%、49.88%和21.09%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模较快增长，债务负担仍处于可控水平，但公司债务中短期债务占比较高，债务结构有待改善。

4．盈利能力

2016—2018 年，随着钢铁行业景气度的回升，公司营业收入逐年增长，分别为 310.28 亿元、536.84 亿元和 671.88 亿元，年均复合增长 47.15%；营业成本分别为 283.59 亿元、453.54 亿元和 566.25 亿元，年均复合增长 41.30%。近年来公司营业利润率持续上升三年分别为 8.02%、15.08%和 15.10%。2016—2018 年，公司利润总额分别为 3.29 亿元、28.26 亿元和 42.41 亿元。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 49.67%。具体看，2016—2018 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 27.21%，主要系销售规模逐年扩大使得运输、装卸及出口相关费用增加所致；公司管理费用逐年增长，年均复合增长 47.11%，主要系土地租赁价格上涨、带动租赁费增加所致；公司财务费用逐年快速增长，年均复合增长 84.44%，主要系债务规模增长带动利息费用增加。2018 年，公司期间费用总额为 62.07 亿元，其中销售费用占 37.15%，财务费用占 40.34%，管理费用占 22.51%。近三年，公司费用收入比分别为 9.05%、9.13%和 9.24%，公司期间费用对利润仍存在一定程度的侵蚀。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 1.30 亿元、1.94 亿元和 0.50 亿元，主要为坏账损失和存货跌价损失。近三年，投资收益分别为 0.39 亿元、-3.89 亿元和 3.42 亿元，主要是权益法核算的长期股权投资中对于内蒙古包钢庆华煤化工有限公司的投资收益，随煤化工市场行情波动。近三年，公司营业外收入分别为 7.81 亿元、0.03 亿元和 0.06 亿元，其中 2016 年主要为财政贴息等政府补助，可持续性不强。整体看，公司非经常性损益规模不大，对公司利润贡献较低。

2016—2018 年，受益于钢铁行业景气度回暖、生产线达产及稀土销售的增加，公司利润总额大幅增长，分别为 3.29 亿元、28.26 亿元和 42.41 亿元。

从盈利指标看，近三年公司总资本收益率和净资产收益率均快速增长，三年加权均值分别为 3.36%和 4.44%，2018 年分别为 5.05%和 6.32%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 134.42

亿元，为 2018 年全年的 20.01%；同期，公司营业利润率为 15.41%，较 2018 年略有增加；同期利润总额为 6.42 亿元，为 2018 年全年的 15.14%。

总体看，跟踪期内，近年来受益于行业景气度回升，公司盈利规模明显增长，盈利指标改善明显。

5．现金流及保障

从经营活动来看，2016—2018 年，公司营业收入的逐年增长带动公司经营活动现金流入量快速增长，近三年分别为 325.40 亿元、436.85 亿元和 506.99 亿元，年均复合增长 24.82%；经营活动现金流出分别为 260.79 亿元、363.56 亿元和 435.50 亿元，年均复合增长 29.23%。近三年，公司经营活动产生的现金净流量为 64.61 亿元、73.29 亿元和 71.49 亿元。近三年，公司现金收入比分别为 101.57%、79.49%和 73.93%，公司收入实现质量逐年下降，考虑到票据结算的增长，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 100.88%，分别为 2.06 亿元、0.15 亿元和 8.32 亿元，其中 2018 年同比增加 8.18 亿元，主要系公司出售 3 套万立制氧机收到的现金增加所致。近三年，公司投资活动现金流出分别为 79.74 亿元、7.42 亿元和 24.72 亿元，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金波动所致。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-77.68 亿元、-7.27 亿元和-16.40 亿元。随着公司资本支出的下降，公司经营活动产生的现金流量净额对公司投资活动现金需求的覆盖程度有所提升。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 27.04%，分别为 270.79 亿元、355.71 亿元和 437.00 亿元，主要为取得借款、融资租赁款收到的现金；公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 24.29%，分别为 316.63 亿元、389.60 亿元和 489.14 亿元，主要为偿还债务支出。综上影响，2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-45.83 亿元、-33.89 亿元和-52.14 亿元。由于公司短期债务规模较大，主要依靠对外筹资来满足周转资金需求。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金净流量 1.71 亿元；公司投资活动现金净流量-8.66 亿元；公司筹资活动现金净流量 8.46 亿元。

总体看，公司经营活动现金净流入规模较大，经营活动所积累的资金对公司投资活动资金需求的覆盖程度有所提升；但公司短期债务规模大，公司仍存在一定资金周转压力。

6．偿债能力

短期偿债能力指标方面，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均持续上升，三年加权均值分别为 50.05%和 26.86%。截至 2018 年底，上述指标分别为 56.14%和 30.09%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 53.25%和 25.41%。近三年公司经营现金流动负债比持续增长，近三年分别为 7.87%、8.25%和 8.95%，公司经营活动获取的现金对流动负债的保障能力较弱。总体看，公司短期偿债指标弱，面临一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 分别为 44.74 亿元、66.57 亿元和 94.60 亿元，同期，EBITDA 利息保障倍数分别为 3.78 倍、15.43 倍和 4.46 倍；全部债务/EBITDA 三年分别为 10.01 倍、7.79 倍和 5.84 倍。随着钢材市场回暖，EBITDA 对全部债务的保障能力有所增强。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司获得各银行综合授信 398.84 亿元，已使用授信 299.15 亿元，剩余授信额度 97.29 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

7．过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业

信用报告》（银行版），截至 2019 年 4 月 23 日，公司未结清信贷中关注类贷款 2 笔，已结清信贷中关注类垫款 2 笔，不良和关注类贷款 2 笔，上述关注类贷款和垫款均为银行系统导致；根据公开市场数据，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。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 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。随着公司对包钢集团上游矿产资产的整合和相关资源的开发利用，未来有望继续扩大资源收益，并能分散目前单一钢铁行业的运营风险。整体看，公司整体抗风险能力极强。

9. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 1480.14 亿元，较上年底变化不大。资产构成方面，母公司非流动资产占比较高，母公司非流动资产主要由长期股权投资 239.01 亿元、294.06 亿元和其他非流动资产 290.43 亿元构成。截至 2018 年底，母公司所有者权益较上年底增长 5.82%至 525.96 亿元，主要为实收资本 455.85 亿元。截至 2018 年底，母公司负债总额 954.18 亿元，母公司负债主要由流动负债构成。母公司流动负债主要包含应付票据及应付账款 441.28 亿元和短期借款 160.89 亿元。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 64.47%。

2018 年，母公司实现营业收入 697.45 亿元，较上年大幅增长 30.67%，实现利润总额 38.77 亿元，同比大幅增长 33.20%。

2018 年，母公司经营活动现金流入量 503.23 亿元，较上年增长 17.94%。母公司经营活动净现金流基本与上年持平为 71.23 亿元。母公司投资活动现金流仍呈净流出状态，为-16.40 亿元。母公司筹资活动现金流仍呈净流出状态，为-52.12 亿元。

总体看，母公司资产总额平稳，母公司非流动资产占比较高。母公司公司盈利规模快速增长，经营活动现金流入情况较上年有所改善。

十、存续债券偿还能力分析

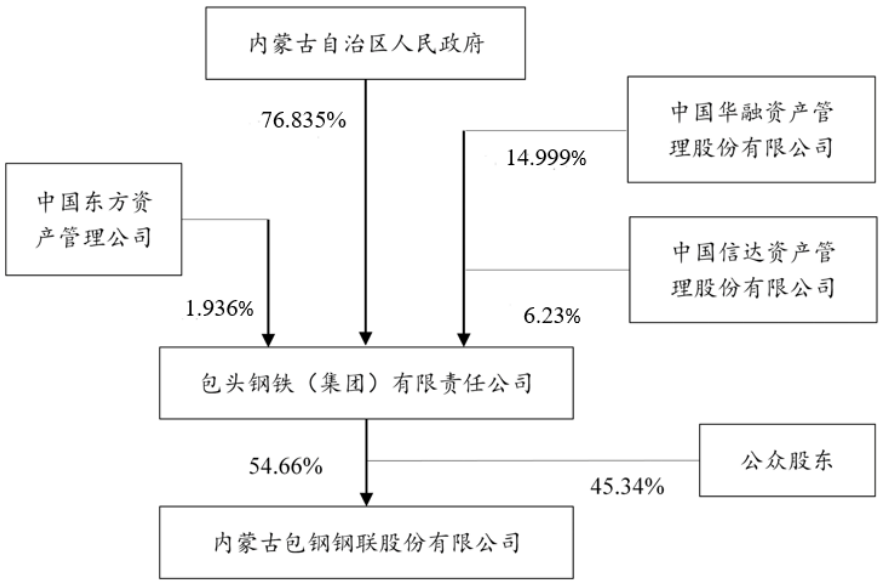
截至目前，公司经联合资信评定级别的存续债券为“19 包钢 MTN001”，余额 25.00 亿元。

截至 2018 年底，公司经营活动现金流入量 506.99 亿元，公司经营活动净现金流为 71.49 亿元，公司 EBITDA 为 94.60 亿元，分别为“19 包钢 MTN001”的 20.28 倍、2.86 倍和 3.78 倍。公司经营活动现金流入量对“19 包钢 MTN001”保障能力很强。

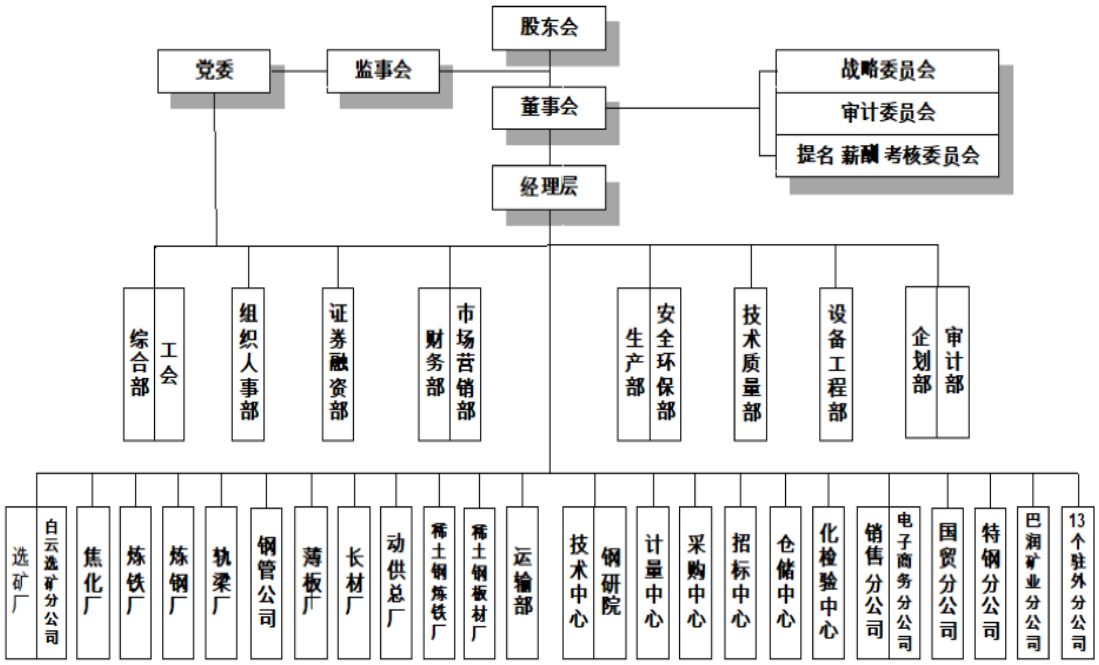
十一、结论

综合评估，联合资信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AAA，并维持“19包钢MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　截至 2018 年底公司子公司列表

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	直接持股比例(%)	取得方式
内蒙古包钢还原铁有限责任公司	乌拉特前旗	乌拉特前旗	还原铁生产销售	91.97	投资设立
包钢汽车专用钢销售有限责任公司	包头市	包头市	钢材的销售	70.00	投资设立
鄂尔多斯市包钢首瑞材料技术有限公司	鄂尔多斯市	鄂尔多斯市	钢材剪切、加工、销售	51.00	投资设立
河北包钢特种钢销售有限公司	河北省	河北省	钢材、建材销售	51.00	投资设立
内蒙古包钢利尔高温材料有限公司	包头市	包头市	耐火材料生产、销售	50.00	投资设立
BAOTOUSTEEL (SINGAPORE)PTE.,LTD	新加坡	新加坡	钢材的销售、进出口贸易	51.00	投资设立
包钢集团固阳矿山有限公司	固阳县	固阳县	矿石开采、加工	100.00	收购
包钢（吉林）稀土钢车用材料有限公司	长春市	长春市	矿石开采、加工汽车零部件（除发动机）制造、加工、配送	51.00	投资设立
内蒙古包钢金属制造有限责任公司	包头市	包头市	金属冶炼；轧制及延压加工产品、焦炭及焦化副产品、化工产品生产与销售	100.00	投资设立

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	102.15	157.08	191.94	141.46
资产总额(亿元)	1414.40	1466.42	1488.01	1439.14
所有者权益(亿元)	474.41	495.37	526.70	531.94
短期债务(亿元)	313.47	388.05	397.44	387.18
长期债务(亿元)	134.55	114.90	154.84	142.13
全部债务(亿元)	448.02	502.94	552.28	529.31
营业收入(亿元)	310.28	536.84	671.88	134.42
利润总额(亿元)	3.29	28.26	42.41	6.42
EBITDA(亿元)	44.74	64.57	94.60	--
经营性净现金流(亿元)	64.61	73.29	71.49	1.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.24	8.35	7.62	--
存货周转次数(次)	1.94	2.65	2.82	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.37	0.45	--
现金收入比(%)	101.57	79.49	73.93	67.99
营业利润率(%)	8.02	15.08	15.10	15.41
总资本收益率(%)	0.77	2.26	5.05	--
净资产收益率(%)	0.18	4.14	6.32	--
长期债务资本化比率(%)	22.09	18.83	22.72	21.09
全部债务资本化比率(%)	48.57	50.38	51.19	49.88
资产负债率(%)	66.46	66.22	64.60	63.04
流动比率(%)	40.04	46.57	56.14	53.25
速动比率(%)	21.89	24.79	30.09	25.41
经营现金流动负债比(%)	7.87	8.25	8.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	15.43	4.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.01	7.79	5.84	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款有息部分计入短期债务，长期应付款中的应付融资租赁款计入长期债务

附件 3　主要财务指标的计算公式

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	
主营业务收入年复合增长率	
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
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+一年内到期的非流动负债+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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变