信用等级公告

联合〔2020〕2454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，维持“19 包钢 MTN001”“19 包钢 MTN002”和“20 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

二〇二〇年七月二十四日

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2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
内蒙古包钢钢联股份有限公	AAA	稳定	AAA	稳定
19 包钢 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 包钢 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 包钢 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 包钢 MTN001	25.00 亿元	25.00 亿元	2024/4/22
19 包钢 MTN002	30.00 亿元	30.00 亿元	2024/7/19
20 包钢 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/3/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“19 包钢 MTN001”发行期限为 2+3 年，首次行权日为 2021 年 4 月 22 日；“19 包钢 MTN002”发行期限为 2+3 年，首次行权日为 2021 年 7 月 19 日；“20 包钢 MTN001”发行期限为 2+3 年，首次行权日为 2022 年 3 月 11 日

评级时间：2020 年 7 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司钢铁企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司钢铁企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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“公司”）作为西北地区大型钢铁上市企业，保持其在政府支持、生产规模、产品品种、资源保障、研发能力以及区域竞争力等方面具备综合优势。公司债转股于 2019 年 10 月实施，且参与首批债转股的投资人资金全部到账；债务负担指标有所下降。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营状况受行业周期和原材料价格影响波动大、公司资产流动性仍较弱，存在一定短期偿债压力等因素对公司信用状况带来的负面影响。未来，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。

公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度高。

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的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 包钢 MTN001”“19 包钢 MTN002”和“20 包钢 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司保持其规模优势和铁矿石资源优势。**公司是西北地区大型上市钢铁企业，公司产销规模大，产品品种齐全，铁路用钢轨地位领先，自有矿山为公司铁矿石供应提供一定保障。
2. **2019 年，公司债转股实施，债务指标有所下降。**公司债转股于 2019 年 10 月实施，且参与首批债转股的投资人资金全部到账；截至 2019 年底，公司债务负担指标较 2018 年底有所下降。

关注

1. **受行业周期和原材料价格影响，公司业绩波动大。**2019 年，受铁矿石价格上涨和钢材价格走弱等因素影响，公司营业收入有所下降、利润规模大幅下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司净利润出现亏损。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AAA
评价内容	评价结果		评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司是内蒙古自治区最大的工业企业，获得政府及股东支持力度较大。				+1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：蒋智超　王皓　张葛
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

2　跟踪期内，公司资产流动性仍较弱，存在一定短期偿债压力。公司货币资金受限比例较高，存货规模较大，资产流动性较弱。2019 年，公司经营活动现金流量净额由上年的大额净流入转为净流出。公司短期债务占比较高，存在一定短期偿债压力。

财务数据

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	157.08	191.94	125.55	90.26
资产总额(亿元)	1466.42	1488.01	1470.87	1424.82
所有者权益合计(亿元)	495.37	526.70	609.81	607.04
短期债务(亿元)	388.05	397.44	347.85	341.29
长期债务(亿元)	114.90	154.84	173.50	182.85
全部债务(亿元)	502.94	552.28	521.35	524.14
营业收入(亿元)	536.84	671.88	633.97	132.12
利润总额 (亿元)	28.26	42.41	13.90	-1.93
EBITDA(亿元)	64.57	94.60	68.96	--
经营性净现金流(亿元)	73.29	71.49	-3.87	-13.15
营业利润率(%)	15.08	15.10	11.69	10.58
净资产收益率(%)	4.14	6.32	1.47	--
资产负债率(%)	66.22	64.60	58.54	57.40
全部债务资本化比率(%)	50.38	51.19	46.09	46.34
流动比率(%)	46.57	56.14	60.72	59.51
全部债务/EBITDA(倍)	7.79	5.84	7.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.43	4.46	3.42	--
经营现金流动负债比(%)	8.25	8.95	-0.57	--

公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1457.73	1480.14	1384.85	1330.04
所有者权益（亿元）	497.01	525.96	522.80	517.78
全部债务(亿元)	440.22	328.14	500.04	502.16
营业收入(亿元)	533.75	697.45	630.75	109.40
利润总额(亿元)	29.17	38.77	2.01	-4.77
资产负债率（%）	65.90	64.47	62.25	61.07
全部债务资本化比率(%)	46.97	38.42	48.89	49.23
流动比率（%）	46.08	78.81	75.55	74.13
经营现金流动负债比(%)	8.12	8.99	-1.25	--

注：1. 2020 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

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 包钢 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/12/10	唐岩 蒋智超	钢铁行业企业信用评级方法 V3.0.201907	阅读全文
19 包钢 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/6/19	唐岩 蒋智超	钢铁行业企业信用评级方法 2018	阅读全文
19 包钢 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/7/17	唐岩 蒋智超	钢铁行业企业信用评级方法 2018	阅读全文
19 包钢 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/8/22	郭昊 蒋智超 李小建	钢铁行业企业信用评级方法 2017	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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2020年跟踪评级报告

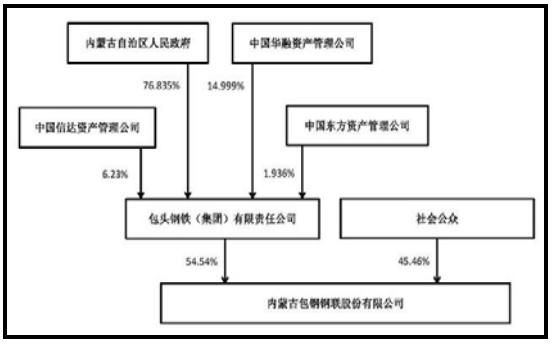
一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”）及相关债券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 [1]和包头市鑫垣机械制造有限责任公司 [2]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有限责任公司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 年底，公司总股本 455.85 亿元，其中包钢集团持有公司 54.54%股份。公司实际控制人为内蒙古自治区人民政府。

图 1　截至 2019 年底，公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2019 年底，公司合并资产总额 1470.87 亿元，所有者权益合计 609.81 亿元（含少数股东权益 82.74 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 633.97 亿元，利润总额 13.90 亿元，

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1424.82 亿元，所有者权益合计 607.04 亿元（含少数股东权益 83.38 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 132.12 亿元，利润总额-1.93 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

截至目前，公司经联合资信评定的存续中期票据3只，余额65.00亿元，募集资金已全部使用完毕并正常付息。

[1] 已更名为中钢集团天津有限公司
[2] 已更名为内蒙古益锋盛华实业有限公司”

表 1　公司经联合资信评级的存续期内债券明细

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 包钢 MTN001	25.00 亿元	25.00 亿元	2024/4/22
19 包钢 MTN002	30.00 亿元	30.00 亿元	2024/7/19
20 包钢 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/3/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“19 包钢 MTN001”发行期限为 2+3 年，首次行权日为 2021 年 4 月 22 日；“19 包钢 MTN002”发行期限为 2+3 年，首次行权日为 2021 年 7 月 19 日；“20 包钢 MTN001”发行期限为 2+3 年，首次行权日为 2022 年 3 月 11 日
资料来源:Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全

国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地

专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政

策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

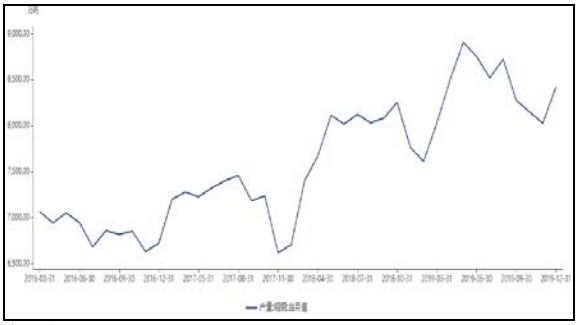
1. 行业概况

近几年，随着钢铁行业供给侧改革及地条钢取缔政策的实施，产能过剩情况有所改善，钢铁价格大幅回升。2019 年，由于产量增加、库存高企，主要钢材品种价格小幅下降，但相比供给侧改革前仍处于较高水平。

随着钢铁行业供给侧改革逐步实施，2016 年以来，全国累计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上，提前两年超额完成了“十三五”确定的上限目标；合计取缔地条钢企业 700 多家，取缔产能 1.4 亿吨/年。粗钢产能利用率由 2015 年的 70%提升至 2018 年的 80%以上，已基本进入合理区间。

2016－2018 年，国内粗钢产量分别为 8.08 亿吨、8.32 亿吨和 9.28 亿吨，年均复合增长 7.16%。2018 年，国内钢铁行业景气度持续高涨，同时，下游用钢需求的较快增长也推动国内粗钢产量跨越 9 亿吨大关。2018 年，国内粗钢产量同比增长，但考虑到此前未纳入统计的“地条钢”被取缔后，市场需求由合规企业填补，粗钢产量实际增速可能低于测算指标。2019 年，国内粗钢和钢材产量分别达到 9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 7.3%和 9.8%，增速同比上升 0.7 个和 1.3 个百分点。

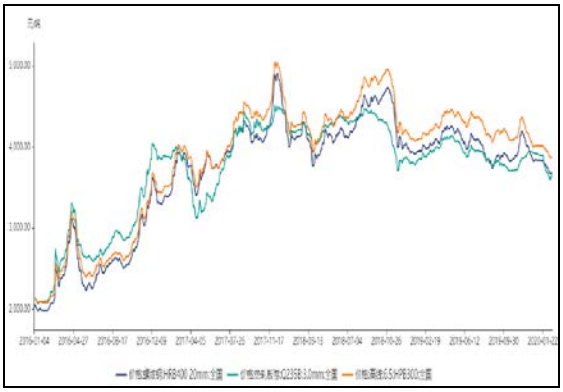
图 2　国内粗钢产量情况



资料来源：Wind

从钢材价格来看，以 Myspic 综合钢价指数[3]为例，截至 2015 年底，Myspic 综合钢价指数为 73.03 点，较上年底下跌 32.81 点。2016 年初以来，随着钢铁行业供给侧改革的逐步实施，国内钢材价格大幅上涨；Myspic 综合钢价指数从 2015 年 12 月 11 日的最低 69.82 点跃升至 2018 年 8 月 21 日的 164.80 点，涨幅达 136.04%。随后钢材价格在高位震荡后快速下行，Myspic 综合钢价指数于 2018 年 11 月 28 日跌至 139.60 点。受冬季限产影响，钢材价格震荡上行至 2019 年 5 月，而后呈下行趋势。截至 2019 年底，国内螺纹钢（HRB400 20mm）均价下跌至 3833.00 元/吨，较年初下降 2.53%；螺纹钢价格自 2017 年 12 月中旬上涨至阶段性的高位后持续波动下跌，已累计下跌约 20%。

图 3　国内主要钢材品种价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2. 下游需求

目前国内保障房建设逐步推进以及高速铁路建设投资规模稳步增加，对上游钢铁产品过剩的局面有一定缓解作用。但近年国内经济增速连年放缓，投资高增长受到抑制，下游需求仍存在下滑风险。

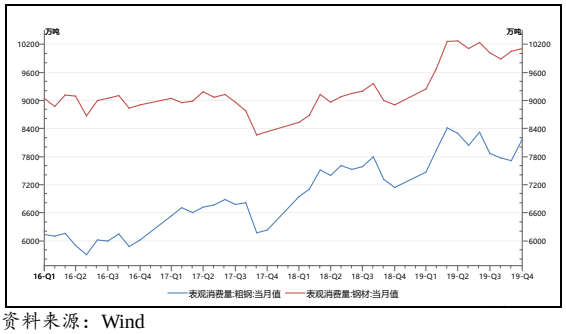
（1）钢铁消费总量

中国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2016 年以来钢铁行业下游逐步回暖，2017－2019 年，中国月均粗钢表观消费量分别为 6622.42 万吨、

[3] Myspic 综合钢价指数考虑了长材和板材在中国钢材消费中的权重以及中国华东、华南、中南、华北、西南、东北和西北 7 个行政区域的钢材消费权重，是一个由品种和地区混合而成的加权价格指数；选择 2000 年 7 月份为 100 点，自此开始形成周指数

7392.95 万吨和 8172.07 万吨；月均钢材表观消费量分别为 8870.97 万吨、9002.63 万吨和 10112.90 万吨。

图4　中国粗钢和钢材表观消费量情况（单位：万吨）

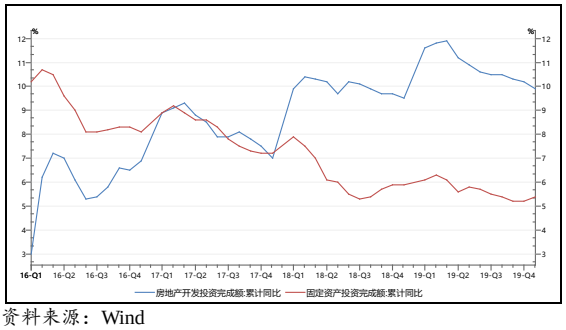


资料来源：Wind

（2）下游行业需求情况

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。其中，建筑类需求（基础设施建设和房屋建设）、机械、汽车、家电、电力和船舶等行业所消费的钢材占钢材总消费量的比重达到了 80%~90%。建筑类需求是中国钢材消费的主要领域之一，消费量占比达钢材总产量的一半以上。

图5　中国固定资产投资完成额及房地产投资完成额累计同比（单位：%）



资料来源：Wind

从终端下游占比来看，建筑业消耗过半的钢铁，呈强周期性，为钢铁需求最主要的影响因子。建筑业与固定资产投资密切相关，2019 年全国固定资产投资（不含农户）551478 亿元，比上年增长 5.4%。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。目前建筑业业务承接主要来自房地产和基建领域。房地产行业方面，2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处于高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，未来将会直接影响建筑行业业务承揽情况。基建方面，以基建补短板为抓手引导有效投资，稳基建和补短板是未来基建发展趋势。

3．原材料供给

钢铁行业主要原材料为铁矿石和焦炭，2019 年上半年铁矿石价格大幅上升，对钢铁企业盈利水平产生不利影响。由于煤炭行业供给侧改革的推行，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。

从原料情况看，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 50%~60%，铁矿石价格的波动将直接影响钢铁的生产成本。

根据中国钢铁协会（以下简称“中钢协”）统计，2017－2019 年，中国铁矿石进口量分别为 10.75 亿吨、10.64 亿吨和 10.69 亿吨。全球 75%的高品位铁矿石产量和贸易量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，2016－2018 年，国产铁矿石及进口铁矿石价格波动上涨，但总体看仍处于近年来相对低位。2019 年上半年，受到淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，铁矿石价格持续上升。2019 年 7 月初，进口铁矿石价格指数上升至 442.47，较年初的 254 大幅上升。由于国外矿山陆续复工，进口铁矿石价格开始下降，2019 年底进口铁矿石价格指数下降至 334.43。铁矿石价格的快速上升对钢铁企业成本控制造成较大压力，并进而对钢铁企业盈利水平产生明显不利影响。

2019 年初，国内港口铁矿石库存小幅上升，主要港口铁矿石库存维持在 1.47 亿吨水平；4

月后，冬季采暖季限产结束，高炉逐步复产，生产企业铁矿石补库需求增加，叠加淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，国外矿山发货量不足、供应放缓，国内港口库存持续下降；6 月底国内港口铁矿石库存下降至 1.16 亿吨，较上年同期下降 25.77%。

图6　近年国产和进口铁矿石价格走势情况

（单位：元/吨）



资料来源：Wind

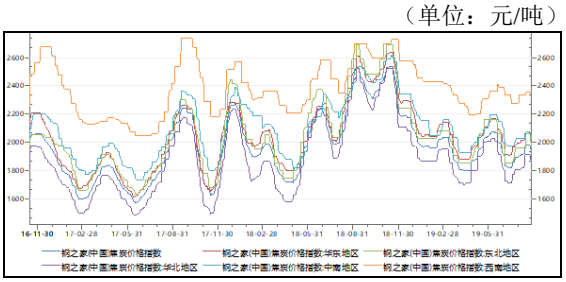
（2）焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料，占钢铁成本的 20%~30%左右。

2016 年，随着煤炭行业供给侧改革的逐步实施，煤炭价格自当年 9 月起大幅回升。2017 年，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。2018－2019 年，焦炭价格震荡下行，但整体仍维持高位。

图7　近年主要地区焦炭价格走势情况

（单位：元/吨）



资料来源：Wind

4．行业政策

中国政府对钢铁行业供给侧改革以及兼并重组重视程度较高，未来政策将引导钢铁行业继续推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，提升钢铁行业集中度，实现产品结构优化升级，推动钢铁行业全面、协调和可持续健康的发展。

钢铁工业是国民经济的支柱产业，在中国推进工业化和城镇化进程中发挥着重要作用。近年来，国家为加强钢铁行业管理，规范钢铁企业生产经营秩序，不断推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，出台了一系列的相关钢铁行业政策，以促进钢铁工业的全面、协调和可持续健康发展。

2016 年 2 月，国务院印发的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》公布，中央将着眼于推动钢铁行业供给侧结构性改革。在近几年淘汰落后钢铁产能的基础上，用 5 年时间再压减粗钢年产能 1~1.5 亿吨，行业兼并重组取得实质性进展，产能利用率趋于合理。随后，国内逐步形成了以《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》为纲领的一系列钢铁行业供给侧改革相关配套政策，有利于缓解国内钢铁产能严重过剩带来的市场压力，改善钢铁企业无序竞争的局面，提高企业生产经营效益。

依据“十三五”时期钢铁工业调整升级主要指标，粗钢年产能减少 1~1.3 亿吨，2016 年地方上报的压缩炼钢年产能已达 8630 万吨，超额完成了 2016 年化解 4500 万吨/年粗钢产能的目标任务。根据中国联合钢铁网的数据显示，2016 年各省压减的炼钢产能中，超过七成为长期停产的“无效产能”。2017 年对钢铁行业是去产能的攻坚之年，2017 年 3 月，政府工作报告提出，2017 年压减钢铁年产能 5000 万吨左右。

表 3　钢铁行业供给侧改革相关行业政策

国务院	2016 年 2 月	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
	2016 年 4 月	《贯彻实施质量发展纲要 2016 年行动计划》
	2016 年 7 月	《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》、《推动中央企业结构调整与重组的指导意见》

财政部	2016 年 5 月	《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》
人民银行等八部委	2016 年 2 月	《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》
人民银行、银监会、证监会	2016 年 4 月	《关于支持钢铁煤炭行业化解产能实现脱困发展的意见》
国土部	2016 年 3 月	《国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
环保部	2016 年 5 月	《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》
国家质检总局	2016 年 4 月	《关于化解钢铁行业过剩产能实现脱困发展的意见》
人社部和发改委等七部门	2016 年 4 月	《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》
国家发改委	2017 年 5 月	《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》
国家发改委等六部门	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》
国家发改委等三部门	2019 年 5 月	《2019 年钢铁化解过剩产能工作要点》

资料来源：公开资料、联合资信整理

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，上述指导意见目标包括：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，以及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 6 月，宝钢集团有限公司、武汉钢铁（集团）公司合并组建中国宝武钢铁集团有限公司，成为中国第一大、全球第二大钢铁企业，并带动了国内钢铁行业集中度的提高。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。

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，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 年退出粗钢年产能 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 年退出粗钢年产能 3000 万吨左右，基本完成“十三五”期间压减粗钢年产能 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。

2019 年 5 月，国家发改委等三部门发布了《2019 年钢铁化解过剩产能工作要点》（以下简称“《要点》”）。《要点》提出积极稳妥推进企业兼并重组；按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，积极推动钢铁行业战略性重大兼并重组，有关地区要指导和协助企业做好兼并重组中的职工安置、资产债务处置和历史遗留问题处理。

5. 行业关注

铁矿石采购议价能力有限以及汇率波动风险影响较大

2014 年以来，国产和进口铁矿石价格倒挂导致更多国内钢铁企业选择进口铁矿石作为其冶炼原料，进口铁矿石采购量不断增长，中国铁矿石对外依存度处于较高水平，对外议价能

力有限。同时，中国铁矿石进口量较大，汇率波动对于铁矿石价格影响较大。

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。债转股项目的落地将完善内部治理与强化外部约束相结合，帮助企业资产负债率尽快回归合理水平，并长期规范资产负债结构。

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，对钢铁企业自我造血、持续盈利能力提出了一定要求。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，期间费用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问题，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，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，产品结构调整表现为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；制造工艺提升表现为发展智能制造，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；产业布局调整表现为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；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、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不利影响。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，行业集中度将逐步提高。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年底，公司总股本455.85亿元，其中包钢集团持有公司54.54%股份。公司实际控制人为内蒙古自治区人民政府。

2. 企业规模

跟踪期内，公司保持其西北地区大型上市钢铁企业的行业位置，产品品种齐全。

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，截至 2019 年底，公司管材、板材、型材和线棒材的产能分别为 164 万吨/年、1034 万吨/年、207 万吨/年和 273 万吨/年。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、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、法人治理结构等方面无重大变化，核心管理人员稳定。

八、重大事项

1. 转债股实施

公司债转股事项实施，有利于公司降低负债率，降低财务成本，有利于增强公司盈利能力，降低风险，实现“三去一降一补”的目标。2019 年，金属制造公司未达到承诺净利润，公司进行现金补偿，联合资信将持续关注金属制造公司业绩承诺实现情况。

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。

2019 年 10 月 1 日，公司发布公告《内蒙古包钢钢联股份有限公司关于引进投资人实施市场化债转股并签署相关关联交易协议的公告》，包钢股份、金属制造公司、包钢集团与首批投资人签订相关协议，参与首批债转股的投资人和管理层增资还债、以股抵债方式进行的债转股规模 77.33 亿元。

包钢集团和包钢股份承诺：标的公司 2019 年度、2020 年度、2021 年度、2022 年度和 2023 年度对应的经审计后的净利润（以下简称“承诺净利润”）应分别不低于 14.1 亿元、17.6 亿元、19.9 亿元、21.4 亿元和 21.4 亿元。若截至 2019 年 11 月 30 日签署交易协议的参与本次债转股的投资人投资总额超过 77.33 亿元的，则相应调增 2019 年度至 2023 年度对应的标的公司承诺净利润。包钢股份及标的公司承诺交割审计基准日后 36 个月内投资人退出前标的公司的净利润不得低于标的公司的承诺净利润。若标的公司实际净利润低于标的公司承诺净利润，则差额部分由包钢股份和包钢集团以现金方式在每年审核报告出具之日起 30 个工作日内对标的公司进行补足。投资人持有标的公司股权期间，各方同意标的公司任一会计年度形成的可供分配利润的 90%将全部用于分红，且包钢集团及包钢股份承诺，各股东的预期目标分红率为 6.5%/年，从付款日（增资还债、认购 A 类可转债）、投资先决条件满足之日（收债转股、以股抵债）（含该日）至触发以下任一事项（均不含该日，以孰早为准）。

在交割审计基准日后 36 个月内，经投资人与包钢股份协商一致，可选择资本市场实现投资人持有的标的公司股权退出。当触发任一回购条件时，除经投资人另行书面同意外，投资人有权要求包钢集团或其指定的第三方按照回购价格计算标准受让投资人所持有的标的公司股权（包括已转股的 A 类可转债及 B 类可转债）、受让未进行可转债转股的 A 类可转债及未进行可转债转股的 B 类可转债。在投资人持有标的公司股权期间，若标的公司在支付投资人的分红后仍有盈余资金及股东会决议减资退出的，则标的公司需进行减资，并协调债权人落实减资事宜。依据上述原则制定减资方案，股东会对该等方案进行表决时，则包钢股份应在标的公司股东会上投赞成票。

参与本次债转股投资人的关联银行，对包钢集团和/或实际债务人（包钢集团的控股公司）的部分债权到期日调整至不早于 2024 年 12 月 31 日，债务利率调整为一年至五年期基准贷款利率 4.75%/年的 90%，即 4.275%/年。包钢集团、实际债务人承诺，在上述期间内原债务担保方式不得改变。投资人承诺在 2024 年 12 月 31 日前不降低对包钢集团和/或实际债务人的贷款余额和授信规模。

截至 2019 年 12 月 5 日，参与首批债转股的中银金融资产投资有限公司、工银金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司、中国东方资产管理股份有限公司、内蒙古转型升级基金投资中心（有限合伙）、金属制造公司管理层的资金全部到账，共计 77.35 亿元。

2019 年，金属制造公司实际完成净利润 9.71 亿元，承诺净利润 14.10 亿元，差额 4.39 亿元。公司从资本公积中以现金的方式对投资者补偿 4.39 亿元，金属制造公司按照协议规定将相应业绩承诺款项以吸收投资款方式计入资本公积。

2. 控股股东增持

2020 年，控股股东增持公司股份，有助于稳定股价，提升投资者信心。

公司于 2020 年 5 月 7 日披露了《关于控股股东增持公司股份计划的公告》，控股股东包钢集团基于对公司未来持续发展的信心和对公司长期投资价值的认可，计划自 2020 年 5 月 7 日起 12 个月内，通过上海证券交易所集中竞价交易系统以自有及自筹资金增持公司股份。增持计划总金额不低于 20 亿元、不高于 40 亿元，不设价格区间。2020 年 5 月 27 日，包钢集团通过上海证券交易所集中竞价交易系统增持公司股份 14500000 股，占公司总股本的 0.032%，本次增持为增持计划的首次增持。

3. 股份回购

2020 年 5 月，公司完成股份回购计划，股份回购有利于稳定股价，增强投资者信心。

公司于 2019 年 11 月 20 日召开第五届董事会第三十二次会议，审议并通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的方案》，同意公司使用自有资金以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购股份资金总额不低于人民币 1 亿元，不超过人民币 2 亿元，回购价格不超过人民币 2 元/股。2020 年 3 月 23 日，公司实施了首次回购，公司通过集中竞价交易方式首次回购股份数量为 9313500 股，占公司总股本的 0.02%，成交的最低价格为 1.13 元/股,成交的最高价格为 1.14 元/股，支付的总金额为 10532175 元。2020 年 5 月 28 日，公司完成回购，已实际回购公司股份 180090400 股，占公司总股本的 0.395%，回购最高价格 1.16 元/股，回购最低价格 1.07 元/股，回购均价 1.11 元/股，使用资金总额 19993.60 万元。

九、经营分析

1. 经营现状

2019 年，公司收入仍以钢材产品销售为主。受钢材价格下降影响，公司营业收入规模有所下降，主营业务毛利率有所下降。2020 年一季度，受新冠肺炎影响，公司净利润亏损。

公司业务以钢材的生产和销售为主。2019年，公司的主营业务收入下降至627.68亿元，主要系部分钢材品种收入下降所致。从主营业务收入构成来看，板材仍是公司最大的收入来源，2019年，其收入占公司主营业务收入的52.43%；管材、型材、线棒材和其他收入占比较为平均。2019年，公司管材收入保持稳定；板材、型材和线棒材销售收入较上年分别下降7.05%、19.03%和8.10%，主要系钢材价格下降所致。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，2019年，公司其他收入较上年增长11.71%，主要系进口铁矿石贸易收入增加所致。

从毛利率情况来看，2019年，公司管材毛利率较上年上升3.48个百分点；线棒材毛利率较上年下降3.50个百分点，主要系销售均价有所下降所致；板材和型材毛利率略有下降。2019年，公司其他业务毛利率下降23.50个百分点至23.13%，主要系稀土精矿销售价格有所下降，以及炼焦副产品价格下降所致。综上，公司主营业务毛利率12.59%，较上年下降2.79个百分点。

2020年1－3月，公司实现营业收入132.12亿元，较上年同期下降1.72%，变化不大；实现主营业务收入130.23亿元。受新冠肺炎疫情影响，公司实现净利润-2.65亿元，由上年同期的4.87亿元转为亏损。

表4　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2017年			2018年			2019年			2020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	60.42	11.35	11.23	75.16	11.30	11.72	75.98	12.10	15.20	10.49	8.05	1.76
板材	274.24	51.49	10.40	354.05	53.24	10.52	329.10	52.43	10.03	78.31	60.13	12.69
型材	61.54	11.56	17.25	73.11	10.99	15.22	59.20	9.43	13.31	12.45	9.56	8.61
线棒材	61.94	11.63	12.80	92.88	13.97	13.48	85.36	13.60	9.98	15.10	11.59	3.20
其他	74.42	13.97	36.76	69.87	10.51	46.63	78.05	12.43	23.13	13.88	10.66	22.14
合计	**532.56**	**100.00**	**15.25**	**665.06**	**100.00**	**15.38**	**627.68**	**100.00**	**12.59**	**130.23**	**100.00**	**11.33**

资料来源：公司提供

2. 钢铁业务

原燃料采购及保障

2019年，公司自有矿山仍为铁矿石供应提供了一定保障；铁矿石价格上涨和煤炭价格上涨对公司成本控制造成压力。

铁矿石供应方面，公司独资拥有巴润矿业和包钢集团固阳矿山有限公司铁矿资源，拥有白云鄂博西矿采矿权，并收购获得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，部分铁矿石可以实现自给。此外，公司缺口铁精矿主要通过包钢集团供应、国内采购和进口三种途径解决。国外采购来源主要是力拓、必和必拓等大型铁矿石供应商，定价方式多为月度平均普氏指数定价。国内铁矿石采购主要来自内蒙古、河北等地，定价方式为月度定价，签订年度采购合同或协议，以月度订单或月度协议的形式进行月度调整，价格随行就市，以调价报告的形式进行变更。

2019年，公司铁矿石采购量（含自供）较上年下降5.67%；其中，自供量较上年增长31.79%、国内采购量较上年增长25.57%，国外进口采购量较上年下降29.89%，主要系淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，进口铁矿石供应紧张且价格上升，公司扩大自供量和国内采购量所致。采购均价方面，国内外铁矿石采购均价均有所上升，国内采购和国外进口采购均价分别较上年上升19.14%和25.40%。2020年一季度，公司自供铁矿石采购均价略有下降，国内采购和国外进口铁矿石采购均价较上年变化不大。

2019年，公司废钢采购量和采购均价分别为122.93万吨2157.69元/吨。

表5　公司铁矿石采购情况（单位：万吨、元/吨）

供应来源	供应量	供应单价	供应量	供应单价
	2017年		2019年	
自供	439.87	426.61	447.85	520.04
国内采购	672.94	427.92	824.68	707.28
国外进口	990.76	640.18	962.34	750.28
合计	**2103.57**	--	**2234.87**	--
供应来源	**供应量**	**供应单价**	**供应量**	**供应单价**
	2018年		2020年1-3月	
自供	339.81	413.93	108.77	491.60
国内采购	656.74	593.64	179.56	707.32
国外进口	1372.53	598.30	245.35	785.09
合计	**2369.08**	-	**533.68**	-

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、神华集团有限责任公司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。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。煤炭及焦炭采购以承兑或现金方式支付，原则上实行先货后款，部分单位先款后货。

煤炭与焦炭采购方面，2019 年，煤炭采购量较上年增长 8.33%，采购均价较上年上升 13.05%；焦炭采购量下降 23.21%，采购均价较上年下降 1.08%。2020 年一季度，公司煤炭及焦炭采购价格较上年变化不大。

采购结算方面，公司进口铁矿石采购主要采用信用证等方式，国内铁矿石采购以承兑或现金方式支付；煤炭及焦炭采购以承兑或现金方式支付，原则上实行先货后款，部分单位先款后货。

表6　公司其他原料采购数据

名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
煤炭（万吨）	1277.42	1252.62	1356.96	304.57
采购均价（元/吨）	1170.44	1044.92	1181.25	1107.13
焦炭（万吨）	199.42	249.39	191.50	21.46
采购均价（元/吨）	1540.34	1767.08	1748.01	1765.15
电力（亿千瓦时）	39.97	44.84	44.89	11.50
采购均价（元/千瓦时）	0.38	0.39	0.41	0.42

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，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

2019 年，公司各钢材产品产能较为稳定，公司管材和型材产量有所下降，板材和线棒材产量有所增长；型材产能利用率较上年有所下降且处于一般水平。

截至 2019 年底，公司管材、板材、型材和线棒材的产能分别为 164 万吨/年、1034 万吨/年、207 万吨/年和 273 万吨/年。

表7　公司主要产品生产情况

产品	指标	2017 年	2018 年	2019 年
管材	产能（万吨/年）	164	164	164
	产量（万吨）	142.28	157.16	150.58
	产能利用率（%）	86.76	95.83	91.82
板材	产能（万吨/年）	1034	1034	1034
	产量（万吨）	784.82	853.89	875.76
	产能利用率（%）	75.90	82.58	84.70
型材	产能（万吨/年）	207	207	207
	产量（万吨）	167.99	172.86	151.69
	产能利用率（%）	81.15	83.51	73.28
线棒材	产能（万吨/年）	263	273	273
	产量（万吨）	207.48	248.15	273.32
	产能利用率（%）	78.89	90.90	100.12

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。2019年实现产量150.58万吨，同比下降4.19%。

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。2019年，公司板材产量为875.76万吨，同比增长2.56%。

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。2019年公司型材产量151.69万吨，同比下降12.25%，主要系2019年型材生产线大修所致。

2019年，公司线棒材产量为273.32万吨，同比增长10.14%。

受益于钢铁行业“去产能”及公司主要钢材产品产量的扩大，近三年，公司板材和线棒材产能利用率逐年上升，管材的产能利用率波动上升。2019年受型材生产线大修影响，公司型材产能利用率较上年有所下降且处于一般水平。

产品销售

2019年，公司主要钢材品种销售价格有所下降，型材销量下降明显。

销量方面，2019年，公司管材和板材销量较上年分别增长2.64%和3.66%；型材销量较上年下降15.72%，主要系2019年型材生产线大修所致；线棒材销量较为稳定。

销售均价方面，2019年，公司管材销售均价较为稳定，板材、型材和线棒材销售均价分别较上年下降10.33%、3.92%和7.62%，主要系市场供给增加以及需求疲软所致。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325.08万吨，相当于2019年全年22.09%。受新冠肺炎疫情及公司钢材主要销售市场施工处于冬歇期影响，一季度的产销率低于全年平均水平。销售价格方面，除型材外，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8　公司主要产品销售情况

产品	指标	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
管材	销售量（万吨）	135.69	160.54	164.78	25.43
	销售均价（元/吨）	4452.91	4681.65	4610.95	4123.00
	产销率（%）	95.37	102.15	109.43	82.96
板材	销售量（万吨）	779.80	867.68	899.47	219.34
	销售均价（元/吨）	3516.79	4080.42	3658.76	3570.00
	产销率（%）	99.36	101.61	102.71	96.38
型材	销售量（万吨）	165.79	177.26	149.39	33.80
	销售均价（元/吨）	3711.58	4124.16	3962.61	3685.00
	产销率（%）	98.69	102.55	98.48	89.93
线棒材	销售量（万吨）	185.15	259.10	257.75	46.51
	销售均价（元/吨）	3345.27	3584.71	3311.59	3246.00
	产销率（%）	89.24	104.41	94.30	95.05

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。公司主要出口区域为欧美、韩国、日本等传统区域，此外，公司重点开辟“一带一路”沿线国家的市场，以现有东南亚、中东、南美、非洲市场为立足点，向南亚、西亚各国辐射，突出重点市场区域加大出口。

从区域集中度看，2019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45.60%、20.24%、9.04%和12.91%。

表9　公司主营业务销售区域分布（单位：%）

	2017年	2018年	2019年
华北地区	42.49	49.57	45.60
东北地区	3.49	1.54	1.47
华东地区	15.82	15.23	20.24
中南地区	1.62	2.08	2.49
西北地区	18.82	9.43	9.04
西南地区	2.43	5.27	4.54
华南地区	4.48	6.09	3.71
出口	10.85	10.79	12.91

资料来源：公司提供

总体看，受钢铁供给侧改革影响，公司钢材销量逐年增长，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

受北方稀土需求波动影响，公司稀土精矿收入波动下降，销售价格波动下降，若未来稀土价格进一步下降，可能对公司稀土板块盈利规模产生不利影响。

公司稀土精矿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”)。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—2019年，公司稀土精矿产能分别为30.00万吨/年、40.00万吨/年和33.00万吨/年，产量分别为为16.24万吨、27.30万吨和20.34万吨，产能利用率分别为54.14%、68.25%和61.64%，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。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。

表10　公司稀土精矿产销情况

指标	2017年	2018年	2019年
产能（万吨/年）	30.00	40.00	33.00
产量（万吨）	16.24	27.30	20.34
产能利用率（%）	54.14	68.25	61.64
销售量（万吨）	17.60	27.20	16.31
销售均价（元/吨）	13767.00	14000.00	12600.00
销售收入（亿元）	24.23	38.08	20.55

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2019年，公司资产经营效率一般。同行业对比方面，公司周转效率在所选企业中处于较低水平。

表11　2019年同行业企业规模及经营效率情况

（单位：亿元、次）

证券/公司简称	资产总额	营业收入	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
攀钢集团	976.18	793.79	14.93	10.66	0.80
柳钢集团	865.34	1013.62	11.97	6.53	1.25
华菱集团	1059.53	1330.93	15.59	10.29	1.23
包钢股份	**1470.87**	**633.97**	**8.79**	**2.72**	**0.43**

资料来源：Wind

5. 在建工程及未来发展

截至2020年3月底，公司无重大在建工程项目，亦不存在重大拟建工程项目。

2020年，公司制定工作目标为：计划生产生铁1513万吨，生产粗钢1560万吨，生产商

品坯材 1459 万吨；生产稀土精矿 20 万吨；生产萤石精矿 3 万吨；实现营业收入 612.9 亿元，营业利润 13.41 亿元。

公司将以提升质量为重心，构建有管控力的管理机制，加强体系管理的有效性和企业标准管理。公司将加强原燃料质量管控，逐步打造从原燃料→铁水→钢材产品的精品线试行模式，深入推进标准化作业，强化工序质量管理，提高工序控制的稳定性，树立各工序为下工序服务理念。公司将实施重点产品内控标准，加强产品认证和创奖工作，提升重点产品品牌影响力。

同时，公司将以技术创新为动力，以高效益高附加值产品开发为导向，以稀土钢产品研发为重点，提升稀土钢品牌影响力，努力实现高端产品占比 70%以上、高效益产品达到 80%以上。公司将加强与科研院所的合作共建，借助外部力量和资源，加速科研力量的培养和科技攻关、技术创新能力的提升。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2019 年合并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。2020 年一季度财务数据未经审计。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。

2019 年，公司合并范围通新设新增 1 家子公司、通过处置股权减少 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 2019 年底，公司合并资产总额 1470.87 亿元，所有者权益合计 609.81 亿元（含少数股东权益 82.74 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 633.97 亿元，利润总额 13.90 亿元，

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1424.82 亿元，所有者权益合计 607.04 亿元（含少数股东权益 83.38 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 132.12 亿元，利润总额-1.93 亿元。

2. 资产质量

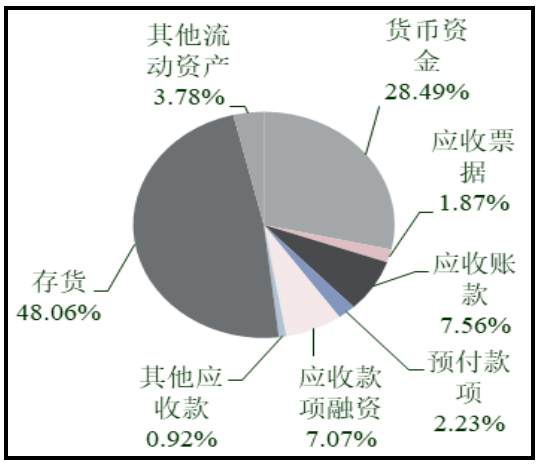
截至 2019 年底，公司资产规模较为稳定，资产构成以非流动资产为主，符合行业特点。流动资产中货币资金和存货规模较大，但货币资金受限比例较高，存货未来可能存在一定的跌价风险；非流动资产固定资产和其他非流动资产（主要由尾矿资源构成）占比较高。整体看，公司资产流动性仍较弱，资产质量较弱。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1470.87 亿元，较上年底下降 1.15%，其中，流动资产占 28.09%，非流动资产占 71.91%。公司资产以非流动资产为主，符合钢铁行业重资产的特征。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 413.19 亿元，较上年底下降 7.86%，主要系应收票据减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 28.49%）、应收账款（占 7.56%）、应收款项融资（占 7.07%）和存货（占 48.06%）构成。

图 8　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金 117.71 亿元，较上年底增长 0.56%，较上年底变化不大；货币资金中有 58.86 亿元受限资金，受限比例为 50.00%，主要为银行承兑汇票及短期借款保证金等。

截至2019年底，公司应收账款31.24亿元，较上年底增长1.45%，较上年底变化不大。应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账3.83亿元；应收账款前五大欠款方合计余额为15.38亿元，占比为43.86%，集中度较高。

截至2019年底，公司应收款项融资29.23亿元，为公司需要将一部分票据进行背书或贴现，将部分票据分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。

截至2019年底，存货账面价值198.56亿元，较上年底下降4.56%；存货主要由原材料（占54.03%）和库存商品（占25.97%）构成，累计计提跌价准备0.98亿元。考虑到铁矿石、钢材价格波动，公司存货或存在跌价风险。

非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产1057.67亿元，较上年底增长1.74%，公司非流动资产主要由固定资产（占64.75%）和其他非流动资产（占30.28%）构成。

截至2019年底，公司固定资产账面价值684.82亿元，较上年底下降2.00%，较上年底变化不大；固定资产主要由房屋及建筑物、通用设备和专用设备构成，累计计提折旧494.43亿元；固定资产成新率58.16%，成新率一般。

截至2019年底，其他非流动资产320.29亿元，较上年底增长7.80%，主要系稀土尾矿资源增加所致。

公司无形资产主要由采矿权构成，截至2019年底，公司无形资产24.26亿元，较上年底增长40.76%，主要系购置土地使用权所致。

截至2019年底，公司长期股权投资11.32亿元，较上年底增长8.33%，系增加对联营企业内蒙古包钢轴承科技发展有限公司的投资所致。

截至2019年底，公司所有权或使用权受限资产合计124.45亿元，占公司资产总额的8.46%，受限比例较低。

表12　截至2019底公司所有权或使用权受限资产情况

（单位：亿元）

受限资产名称	受限规模	受限原因
货币资金	58.86	银行承兑汇票及借款保证金等
应收款项融资	9.41	票据质押借款
固定资产	56.19	融资租赁
合计	**124.45**	--

资料来源：公司年报

截至2020年3月底，公司资产总额1424.82亿元，较上年底下降3.13%。公司资产构成较上年底变化不大，以非流动资产为主。2020年3月底，公司货币资金81.29亿元，较上年底下降30.94%，主要系一季度受新冠肺炎影响，公司销售回款较少所致。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2019年底，受少数股东权益大幅增加影响，公司所有者权益规模有所增长，归母所有者权益稳定性好。

截至2019年底，公司所有者权益为609.81亿元，较上年底增长15.78%，主要系未分配利润增加及债转股落地导致少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为86.43%，少数股东权益占比为13.57%。归属于母公司所有者权益527.08亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占86.49%、2.43%和8.18%。归属于母公司所有者权益结构稳定性好。

截至2020年3月底，公司所有者权益为607.04亿元，较上年底下降0.45%。其中，归属于母公司所有者权益占比为86.26%，少数股东权益占比为13.74%。归属于母公司所有者权益结构较上年底变动不大。

负债

2019年，受益于债转股资金落地，公司债务指标有所下降；整体债务负担处于可控水平，但公司债务中短期债务占比较高，债务结构有待改善。

截至 2019 年底，公司负债总额 861.05 亿元，较上年底下降 10.43%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 79.03%，非流动负债占 20.97%。公司负债结构以流动负债为主。

流动负债

截至 2019 年底，公司流动负债 680.46 亿元，较上年底下降 14.81%，主要系短期借款、应付账款和应付票据减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 18.32%）、应付票据（占 21.66%）、应付账款（占 32.72%）、预收款项（占 8.32%）和一年内到期的非流动负债（占 14.21%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 124.63 亿元，较上年底下降 22.83%。公司短期借款主要由信用借款（占 68.56%）、保证借款（占 19.60%）和质押借款（占 11.72%）构成。

截至 2019 年底，公司应付票据 126.52 亿元，较上年底下降 27.62%，主要系票据支付方式减少所致。

截至 2019 年底，公司应付账款 225.25 亿元，较上年底下降 17.15%，主要系应付货款减少所致。

受钢铁景气度波动及预收款项执行力度减弱影响，截至 2019 年底，公司预收款项 56.63 亿元，较上年底下降 28.44%

截至 2019 年底，公司其他应付款 29.37 亿元，较上年底下降 27.66%，主要系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 85.87%）和押金及保证金（占 7.66%）构成。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 96.70 亿元，较上年底增长 146.97%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。

非流动负债

截至 2019 年底，公司非流动负债 180.60 亿元，较上年底增长 11.10%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 6.67%）、应付债券（占 78.02%）和长期应付款（占 11.37%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 12.05 亿元，较上年底下降 80.29%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期借款主要由信用借款（占 68.65%）和质押借款（占 29.23%）构成。

截至 2019 年底，应付债券 140.91 亿元，较上年底增长 110.51%，主要系公司当期新发行公司债券和中期票据所致。

截至 2020 年 3 月底，公司存续债券情况如下表所示：

表 13　截至 2020 年 3 月底公司应付债券明细

（单位：年、%、万元）

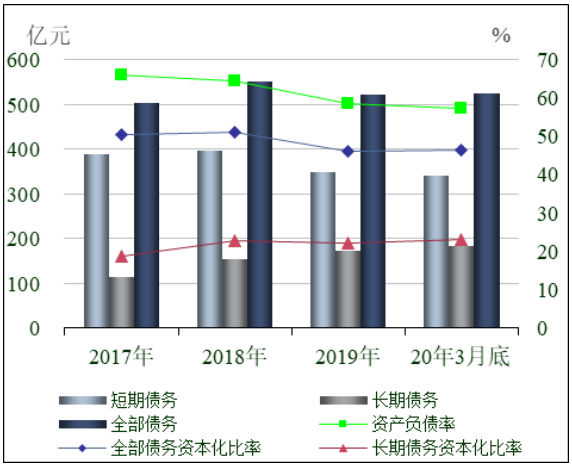
债券简称	发行日期	期限	票面利率	发行金额	余额
19 钢联 03	2019-09-18	5.00	5.92	332000.00	332000.00
19 包钢联	2019-08-20	5.00	6.38	168000.00	168000.00
19 包钢 MTN002	2019-07-17	5.00	6.50	300000.00	300000.00
19 包钢 CP002	2019-07-12	1.00	4.97	150000.00	150000.00
19 包钢 CP001	2019-06-05	1.00	4.77	150000.00	150000.00
19 包钢 PPN001	2019-05-15	3.00	5.50	150000.00	150000.00
19 包钢 MTN001	2019-04-18	5.00	6.10	250000.00	250000.00
18 包钢 03	2018-09-19	5.00	5.50	49400.00	3000.00
18 包钢 01	2018-05-17	5.00	6.50	150600.00	85600.00
18 包钢 PPN001	2018-05-16	3.00	6.50	100000.00	25000.00
花旗银行债	2018-12-27	2.00	7.95	68894.00	68894.00
合计				**1868894.00**	**1682494.00**

资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司长期应付款 20.54 亿元，较上年底下降 23.20%，主要系部分应付融资租赁款转入一年内到期的非流动负债所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 521.35 亿元，较上年底下降 5.60%。其中，短期债务占 66.72%，长期债务占 33.28%，债务结构以短期债务为主。其中，2020 年到期 352.11 亿元，2021 年到期 22.21 亿元，2022 年到期 32.05 亿元，2023 年到期 114.98 亿元，公司 2020 年到期数额较大，存在一定集中偿付压力。

图 9　公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

从债务指标看，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.54%、46.09%和 22.15%，较上年底分别下降 6.06 个百分点、下降 5.10 个百分点和下降 0.57 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 817.78 亿元，较上年底下降 5.03%。其中，流动负债占 76.77%，非流动负债占 23.23%。公司负债结构以流动负债为主，较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 524.14 亿元，较上年底增长 0.53%，较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.40%、46.34%和 23.15%，较上年底分别下降 1.15 个百分点、提高 0.25 个百分点和提高 1.00 个百分点。

4．盈利能力

2019 年，受铁矿石价格上涨、钢材价格走弱及公司债转股资金落地综合影响，公司盈利指标波动下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司呈现亏损状态。

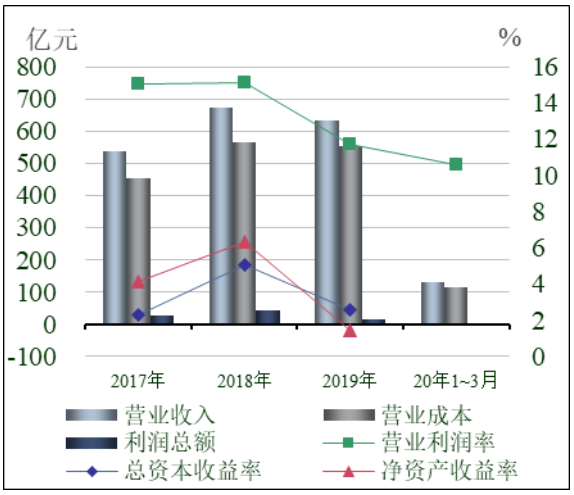
2019 年，公司实现营业收入 633.97 亿元，较上年下降 5.64%，主要系部分钢材品种收入下降所致。营业成本为 552.44 亿元，较上年下降 2.44%，较上年变化不大。

从期间费用看，2019 年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 39.18%、21.95%、0.96%和 37.91%。公司费用收入比为 9.76%，公司期间费用对利润仍存在一定程度的侵蚀。

2019 年，公司实现投资收益 1.11 亿元，较上年下降 67.47%，主要系参股公司收益下降所致；投资收益占营业利润比重为 8.08%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 0.43 亿元，较上年增长 19.71%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为 3.09%，对营业利润影响不大。整体看，公司非经常性损益规模不大，对公司利润贡献较低。

2019 年，受钢铁行业景气度波动及稀土矿销售的波动影响，公司利润总额 13.90 亿元，同比下降 67.22%。

图 10　公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报表

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 11.69%，较上年下降 3.41 个百分点；2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.57%和 1.47%。

同行业对比方面，公司盈利指标在所选取的对比企业中处于较低水平。

表 14　2019 年同行业企业盈利指标情况（（单位：%）

公司名称	营业利润率	净资产收益率
鞍钢集团	14.32	2.26
柳钢股份	8.95	14.23

华菱集团	11.63	17.62
包钢股份	**11.69**	**1.47**

资料来源：Wind

2020年1－3月，公司实现营业收入132.12亿元，较上年同期下降1.72%，较上年同期变化不大；受新冠肺炎疫情影响，公司实现净利润-1.93亿元，由上年同期的6.42亿元转为亏损。

5．现金流

2019年，受原材料价格采购价格上涨影响公司经营活动现金流由净流入转为净流出，无法覆盖投资活动资金需求，且公司短期债务规模较大，公司仍存在一定资金周转压力。

从经营活动来看，2019年，受票据结算规模下降影响，公司经营活动现金流入593.49亿元，较上年增长17.06%；经营活动现金流出597.36亿元，较上年增长37.16%，主要系采购的现金支出以及支付各项税费的现金增加所致。2019年，公司经营活动现金净流出3.87亿元，由上年的净流入转为净流出。2019年，公司现金收入比为92.85%，较上年提高18.91个百分点。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入0.13亿元，较上年下降98.41%，主要系上年公司出售3套万立制氧机收到的现金增加所致；投资活动现金流出19.64亿元，较上年下降20.54%，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减少所致。2019年，公司投资活动现金净流出19.51亿元，净流出规模较上年增长18.98%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入501.81亿元，较上年增长14.83%，主要系债转股事项使得吸收投资收到的现金增加所致；筹资活动现金流出471.82亿元，较上年下降3.54%。2019年，公司筹资活动现金净流入29.99亿元，由上年净流出转为净流入。

2020年1－3月，公司经营活动现金流净额为-13.15亿元，投资活动现金流净额为-4.08亿元，筹资活动现金流净额为-9.74亿元。

表15　公司近年来现金流量情况（单位：亿元）

指标	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流净额	73.29	71.49	-3.87
投资活动现金流净额	-7.27	-16.40	-19.51
筹资活动现金流净额	-33.89	-52.14	29.99

资料来源：公司提供

6．偿债能力

总体看，公司短期偿债指标弱，面临一定的短期支付压力。

短期偿债能力指标方面，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为60.72%和31.54%。截至2020年3月底，公司流动比率、速动比率分别为59.51%和28.22%。2019年，公司经营现金流动负债比为-0.57%，公司经营活动获取的现金对流动负债的保障能力较弱。截至2019年底，公司现金类资产/短期债务为0.36倍。从长期偿债能力指标看，2019年，受利润水平波动影响，公司EBITDA下降至68.96亿元。同期，EBITDA利息保障倍数下降至3.42倍；全部债务/EBITDA升至7.56倍。EBITDA对利息及全部债务的保障能力有所下降。

截至2019年底，公司无对外担保。

截至2019年底，包钢股份在各商业银行及包钢财务公司获得综合授信共计404.75亿元，已使用额度为281.31亿元，未使用额度为123.44亿元，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2020年4月27日，公司无未结清不良信贷信息，已结清信贷中关注类贷款4笔，主要系公司于2015年和2016年一季度亏损，公司贷款被列为关注类。

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

公司本部资产和净资产规模大，负债仍以流动负债为主，母公司债务负担较重。2019 年，公司本部净利润微亏，经营活动现金由上年的大额净流入转为净流出。

截至2019年底，母公司资产总额1384.85亿元，较上年底下降6.44%。其中，流动资产515.02亿元（占37.19%）非流动资产869.83亿元（占62.81%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占18.41%）、应收账款（占10.49%）、应收款项融资（占5.61%）、其他应收款（合计）（占26.32%）和存货（占33.59%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占26.14%）、固定资产（占34.04%）和其他非流动资产（占36.16%）。截至2019年底，母公司货币资金为94.81亿元。

截至2019年底，母公司所有者权益为522.80亿元，较上年底下降0.60%。其中，实收资本为455.85亿元（占87.19%）、资本公积合计25.59亿元（占4.89%）、未分配利润合计26.76亿元（占5.12%）、盈余公积合计12.33亿元（占2.36%）。

截至2019年底，母公司负债总额862.05亿元，较上年底下降9.65%。其中，流动负债681.65亿元（占79.07%），非流动负债180.40亿元（比20.93%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占18.20%）、应付票据（占18.54%）、应付账款（占32.87%）、预收款项（占8.29%）和一年内到期的非流动负债（占14.19%）构成，非流动负债主要由长期借款（占6.68%）、应付债券（占78.11%）和长期应付款（占11.39%）构成。截至2019年底，母公司资产负债率为62.25%，较上年底下降2.22个百分点。母公司全部债务资本化比率为48.89%。

2019年，母公司营业收入为630.75亿元，净利润为-0.02亿元。

2019年，母公司经营活动现金流净流出8.53亿元，由上年的71.23亿元转为净流出。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据偿还保障能力强。

截至 2020 年 6 月 27 日，公司 2021 年需偿还的债券总额达 108 亿元（到期和回售），达到单年需偿还债券的峰值；2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 593.49 亿元，为单年需偿还债券的峰值的 5.50 倍；公司 EBITDA 为 68.96 亿元，为单年需偿还债券的峰值的 0.64 倍。

2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 593.49 亿元，为“19 包钢 MTN001”“19 包钢 MTN002”和“20 包钢 MTN001”的 9.13 倍；公司 EBITDA 为 68.96 亿元，为“19 包钢 MTN001”“19 包钢 MTN002”和“20 包钢 MTN001”的 1.06 倍。

表 16 截至 2020 年 6 月 27 日，公司存续债券明细

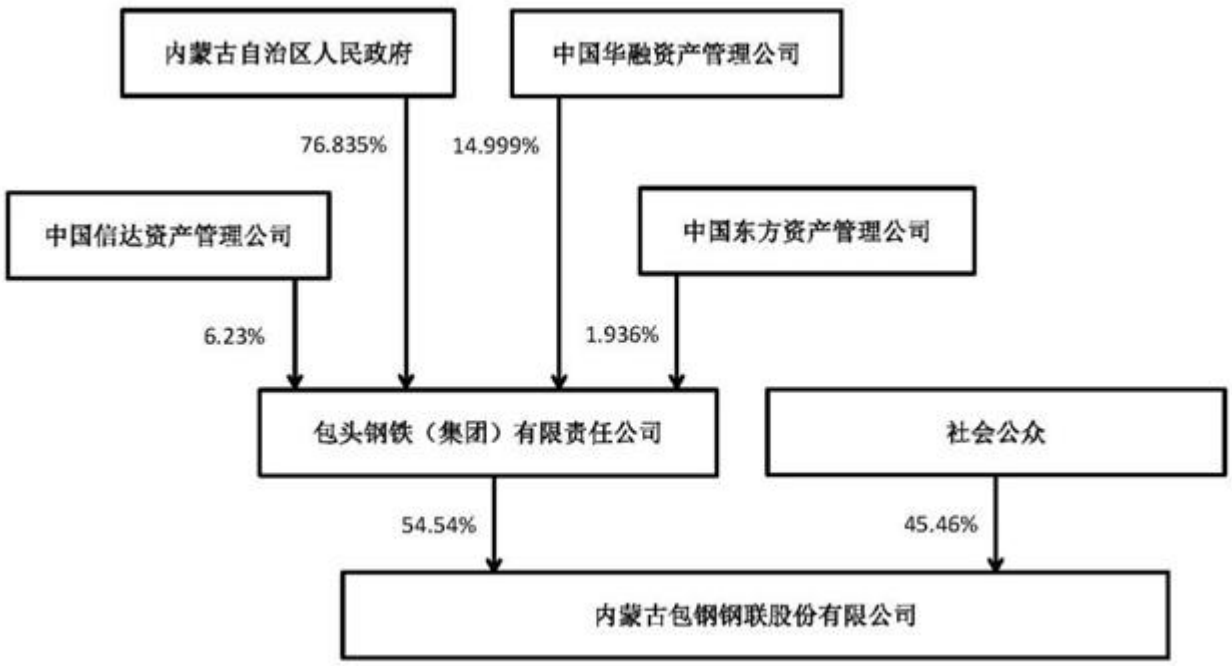
债券名称	债券类型	到期日	行权日	债券余额(亿)
20 包钢 MTN001	一般中期票据	2025-03-11	2022-03-11	10
19 钢联 03	一般公司债	2024-09-20	2021-09-20	33.2
19 包钢联	一般公司债	2024-08-22	2022-08-22	16.8
19 包钢 MTN002	一般中期票据	2024-07-19	2021-07-19	30
19 包钢 MTN001	一般中期票据	2024-04-22	2021-04-22	25
18 包钢 03	私募债	2023-09-21	2020-09-21	0.3
18 包钢 01	私募债	2023-05-21	2021-05-21	2.3
19 包钢 PPN002	定向工具	2022-10-30	2020-10-30	6
19 包钢 PPN001	定向工具	2022-05-16	2021-05-16	15
18 包钢 PPN001	定向工具	2021-05-18	--	2.5
19 包钢 CP002	一般短期融资券	2020-07-16	--	15

资料来源：Wind

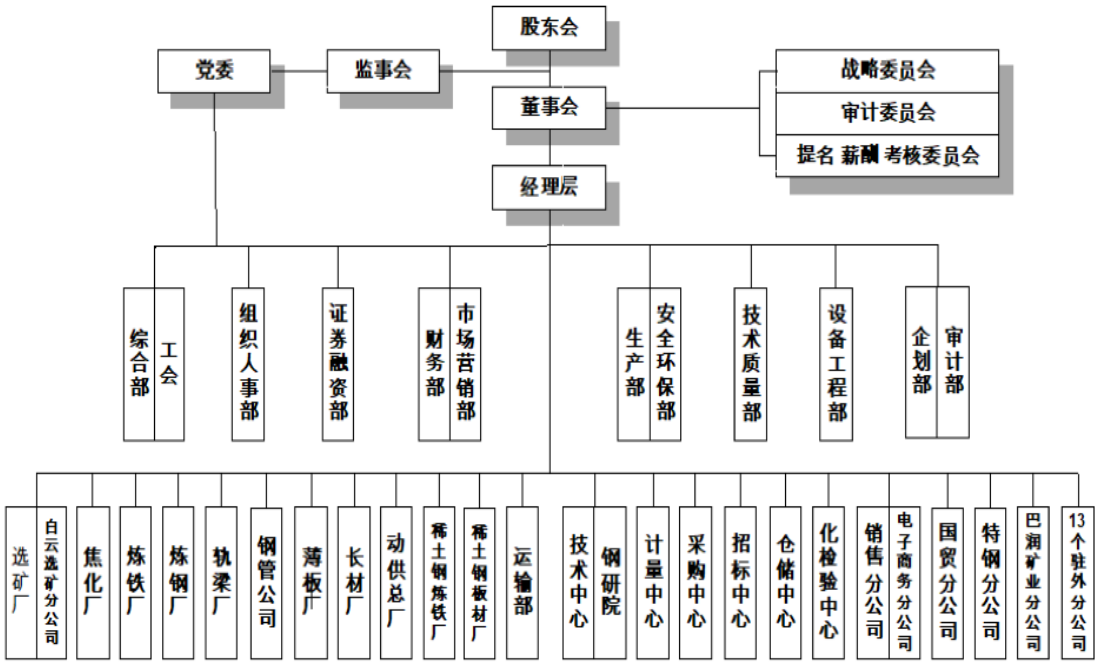
十一、结论

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的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 包钢 MTN001”“19 包钢 MTN002”和“20 包钢 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 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 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司列表

序号	子公司名称	注册地	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	内蒙古包钢还原铁有限责任公司	乌拉特前旗	49803.03	91.97
2	包钢汽车专用钢销售有限责任公司	包头	1000.00	70.00
3	鄂尔多斯市包钢首瑞材料技术有限公司	鄂尔多斯	15,000.00	51.00
4	内蒙古包钢利尔高温材料有限公司[注1]	包头	15000.00	50.00
5	包钢新加坡公司	新加坡	300.00 万美元	51.00
6	包钢集团固阳矿山有限公司	固阳	13283.20	100.00
7	包钢（吉林）稀土钢车用材料有限公司	长春	1000.00	51.00
8	内蒙古包钢金属制造有限责任公司	包头	1000000.00	72.65
9	内蒙古包钢特种钢管有限公司	包头	30000.00	60.00

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	157.08	191.94	125.55	90.26
资产总额(亿元)	1466.42	1488.01	1470.87	1424.82
所有者权益(亿元)	495.37	526.70	609.81	607.04
短期债务(亿元)	388.05	397.44	347.85	341.29
长期债务(亿元)	114.90	154.84	173.50	182.85
全部债务(亿元)	502.94	552.28	521.35	524.14
营业收入(亿元)	536.84	671.88	633.97	132.12
利润总额(亿元)	28.26	42.41	13.90	-1.93
EBITDA(亿元)	64.57	94.60	68.96	--
经营性净现金流(亿元)	73.29	71.49	-3.87	-13.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.35	7.62	8.79	--
存货周转次数(次)	2.65	2.82	2.72	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.45	0.43	--
现金收入比(%)	79.49	73.93	92.85	82.13
营业利润率(%)	15.08	15.10	11.69	10.58
总资本收益率(%)	2.26	5.05	2.57	--
净资产收益率(%)	4.14	6.32	1.47	--
长期债务资本化比率(%)	18.83	22.72	22.15	23.15
全部债务资本化比率(%)	50.38	51.19	46.09	46.34
资产负债率(%)	66.22	64.60	58.54	57.40
流动比率(%)	46.57	56.14	60.72	59.51
速动比率(%)	24.79	30.09	31.54	28.22
经营现金流动负债比(%)	8.25	8.95	-0.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.43	4.46	3.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.79	5.84	7.56	--

注：1. 2020 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　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	152.97	187.54	102.05	80.92
资产总额(亿元)	1457.73	1480.14	1384.85	1330.04
所有者权益(亿元)	497.01	525.96	522.80	517.78
短期债务(亿元)	387.41	200.05	347.08	340.50
长期债务(亿元)	52.82	128.09	152.96	161.66
全部债务(亿元)	440.22	328.14	500.04	502.16
营业收入(亿元)	533.75	697.45	630.75	109.40
利润总额(亿元)	29.17	38.77	2.01	-4.77
经营性净现金流(亿元)	71.37	71.23	-8.53	-2.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.38	7.84	7.46	--
存货周转次数(次)	2.73	3.24	3.24	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.47	0.44	--
现金收入比(%)	78.38	71.03	93.06	107.43
营业利润率(%)	14.93	13.47	8.20	6.75
净资产收益率(%)	4.31	5.86	0.00	--
长期债务资本化比率(%)	9.61	19.58	22.64	23.79
全部债务资本化比率(%)	46.97	38.42	48.89	49.23
资产负债率(%)	65.90	64.47	62.25	61.07
流动比率(%)	46.08	78.81	75.55	74.13
速动比率(%)	24.59	55.82	50.18	46.27
经营现金流动负债比(%)	8.12	8.99	-1.25	--

注：母公司 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　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-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+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 5-1　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 5-2　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 5-3　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