

信用等级公告

联合[2019]680 号

内蒙古包钢钢联股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对内蒙古包钢钢联股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

内蒙古包钢钢联股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

内蒙古包钢钢联股份有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

内蒙古包钢钢联股份有限公司 2019 年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次债券发行规模：不超过 50 亿元（含）

本次债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 5 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,414.40	1,466.42	1,488.01
所有者权益（亿元）	474.41	495.37	526.70
长期债务（亿元）	114.76	75.03	154.84
全部债务（亿元）	428.23	463.08	530.30
营业总收入（亿元）	310.28	536.84	671.88
净利润（亿元）	0.85	20.51	33.30
EBITDA（亿元）	44.74	79.16	98.68
经营性净现金流（亿元）	64.61	73.29	71.49
营业利润率（%）	8.02	15.08	15.10
净资产收益率（%）	0.18	4.23	6.52
资产负债率（%）	66.46	66.22	64.60
全部债务资本化比率（%）	47.44	48.32	50.17
流动比率（倍）	0.40	0.47	0.56
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.17	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	3.78	4.22	3.91
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.89	1.58	1.97

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、长期应付款已计入长期债务核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”或“包钢股份”）的评级，反映了公司作为西北地区大型上市钢铁企业，在产销规模、产品品种、原材料供应等方面具备竞争优势。近年来，受益于钢铁行业供给侧改革的推进，公司收入及盈利规模扩大，经营活动现金流状态良好。同时，联合评级也关注到公司处于周期性行业，业绩波动大，债务规模逐年增长且短期债务占比较高因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2017~2018 年，公司利用尾矿资源提炼稀土精矿，稀土精矿销售规模快速增长，为公司利润规模提供了较大支撑。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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 受益于钢铁行业供给侧改革以及地条钢取缔政策的落实，行业供需矛盾显著改善，钢铁价格大幅回升，公司收入及盈利规模大幅增长，经营活动现金流良好。

2. 公司是西北地区大型上市钢铁企业，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。

3. 公司通过整合包头钢铁（集团）有限责任公司下属矿产资源选铁相关资产，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，实现向上游选矿业务延伸，稀土精矿销售规模快速增长，产业链进一步完善。

关注

1. 公司进口铁矿石规模增长明显，公司盈利水平受铁矿石价格和人民币汇率影响较大；煤炭供给侧改革导致焦煤焦炭价格明显上升，且公司作为内陆钢铁企业，采购和销售运输成本较高，加大了公司成本控制压力。

2. 稀土精矿业务对公司利润贡献较大，公司钢材产品盈利能力有待进一步提高。

3. 公司货币资金受限资产比例较高，存货规模较大，资产流动性较弱。公司短期债务占比较高，存在一定短期偿债压力。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

周珂鑫

电话：010-85172818

邮箱：zhoukx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

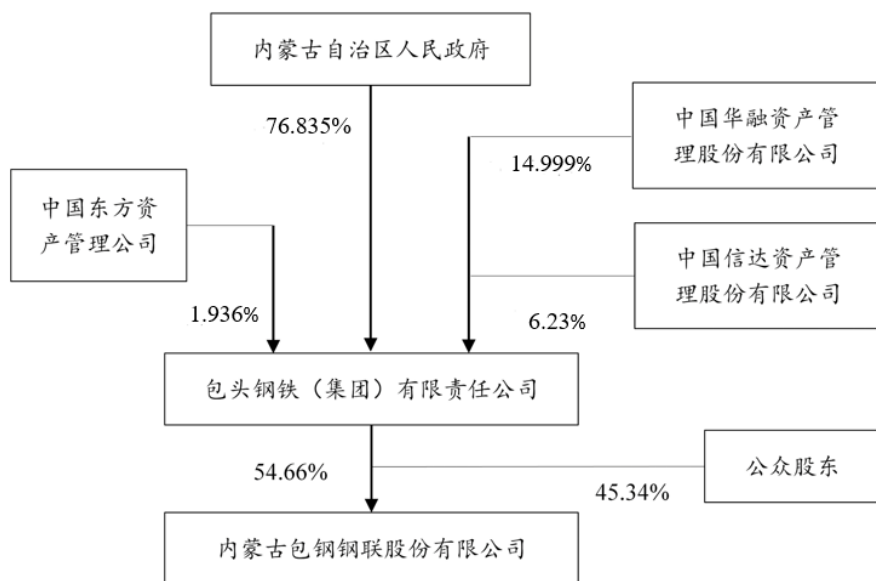


一、主体概况

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”）、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，设立时总股本为90,000.00万股。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35,000万股（股票简称“包钢股份”，股票代码“600010.SH”），公司总股本由90,000.00万股增至125,000.00万股。2007年8月，公司完成对包钢集团部分资产收购。2013年1月，公司非公开发行股票157,894.74万股购买包钢集团巴润矿业有限责任公司（以下简称“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1,655,555.56万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，2017年6月，上述中期利润分配及资本公积转增方案实施完毕，公司注册资本变更为45,585,032,648元。

截至2018年底，公司注册资本仍为45,585,032,648元，包钢集团为公司的控股股东（持股比例为54.66%），内蒙古自治区人民政府为公司实际控制人。

图1 截至2018年底公司股权关系图



资料来源：公司提供

公司主要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、焦炭及焦化副产品生产和销售、汽车货物运输、钢铁生产技术咨询等。

截至2018年底，公司下设综合部（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）等8个职能部门，纳入合并范围子公司9家；拥有在册员工29,097人。

截至2018年底，公司合并资产总额1,488.01亿元，负债合计961.31亿元，所有者权益（含少数股东权益）526.70亿元，其中归属于母公司所有者权益合计524.69亿元。2018年，公司实现营业收入671.88亿元，净利润（含少数股东损益）33.30亿元，归属于母公司净利润33.24亿元；经营活动现金流量净额为71.49亿元，现金及现金等价物净增加额2.95亿元。

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。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“内蒙古包钢钢联股份有限公司 2019 年公开发行公司债券”，发行规模为不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元）。本次债券期限为不超过 5 年（含 5 年），发行方式为面向合格投资者公开发行。本次公司债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务及补充流动资金。

三、行业分析

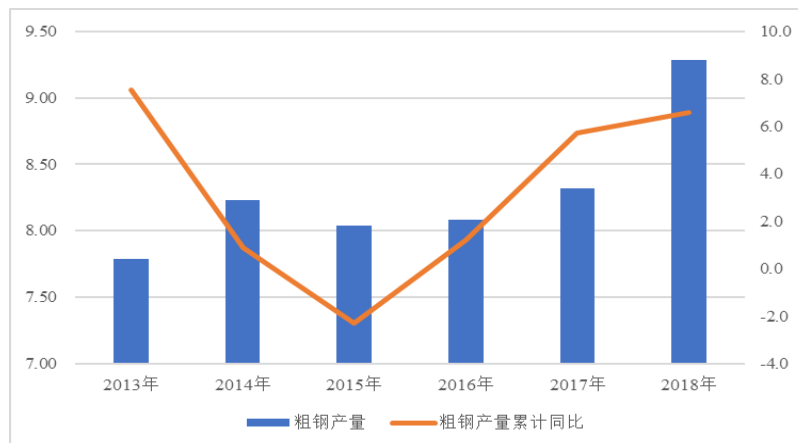
公司为国内大型钢铁企业之一，行业分析围绕钢铁行业展开。

1. 行业概况

由于全球经济增速放缓，以及国内紧缩政策影响，2011~2015 年，国内钢材总体需求呈回落趋势，钢铁行业进入周期性的低谷之中。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。粗钢产能利用率由 2015 年的 70% 提升至 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 6.6%，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 6.6%。

图 2 2013~2018 年国内粗钢产量情况（单位：亿吨，%）



资料来源：Wind，联合评级整理。

从钢材价格来看，以 Myspic 综合钢价指数¹为例，2010~2015 年，钢材价格累计下跌 56.56%。截至 2015 年底，Myspic 综合钢价指数为 73.03 点，较上年末下跌 32.81 点。2016 年初以来，随着钢铁行业供给侧改革的逐步实施，国内钢材价格出现一波大幅上涨的行情；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%。

总体看，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，有利于提高企业的盈利能力。

2. 上游供给

普碳钢生产主要原材料为铁矿石和焦炭。

(1) 铁矿石

铁矿石约占炼铁成本的 30%~40%，铁矿石价格的波动将直接影响钢材的生产成本。

近几年，我国铁矿石的对外依存度呈上升趋势，2015 年，国内铁矿石对外依存度首次突破 80%，达到了 83.57%。受海外矿山扩产以及国内钢铁企业所需铁矿石品位提升影响，国内铁矿石对外依存度进一步攀升。根据中钢协统计，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，2011 年 10 月开始，随着钢材市场需求减弱，钢材产量的增速降低，铁矿石供需紧张关系有所缓解。从国产和进口铁矿石价格走势来看，受四大国际矿业巨头产量井喷导致国际铁矿石价格大幅走低，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，但总体看处于近年来相对低位。

图 3 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

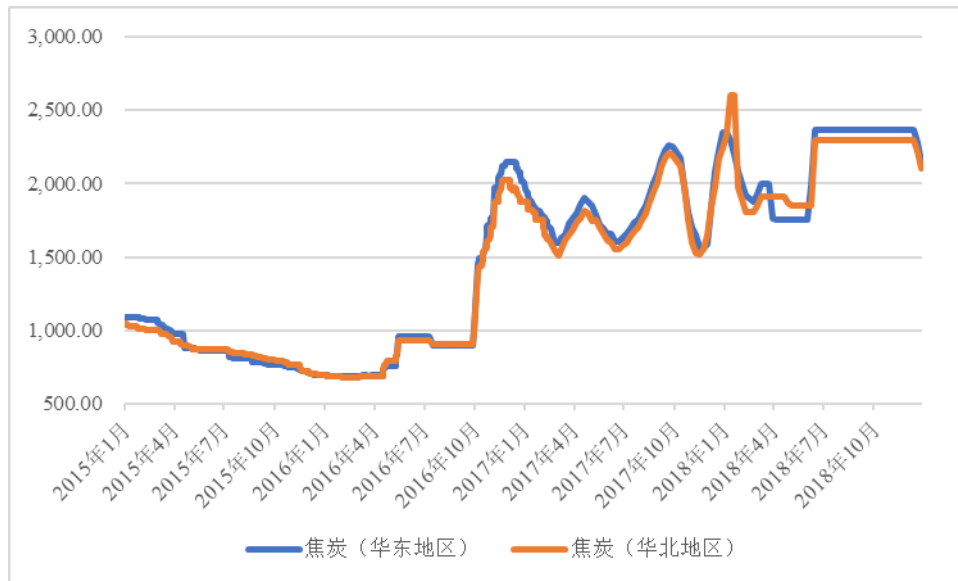
¹ Myspic 综合钢价指数考虑了长材和板材在中国钢材消费中的权重以及中国华东、华南、中南、华北、西南、东北和西北 7 个行政区域的钢材消费权重，是一个由品种和地区混合而成的加权价格指数。选择 2000 年 7 月份为 100 点，自此开始形成周指数。

（2）焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料，占铁水成本的 30~35%。

2012~2014 年，焦炭价格年均下降 18.98%，产量年均上涨 140.18%。进入 2015 年，随着我国经济增速放缓，焦炭价格随着钢铁价格进一步下跌。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 4 2015~2018 年主要地区焦炭价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

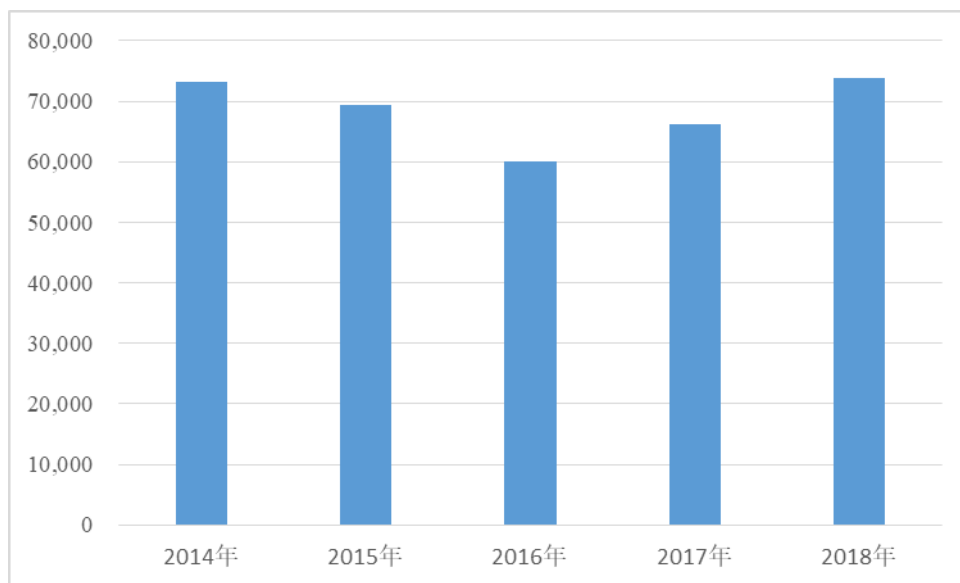
总体看，钢铁行业主要原材料为铁矿石，受钢铁行业回暖影响，铁矿石价格有所上涨，但整体处于近年来低位。相比而言，由于煤炭行业供给侧改革的推行，焦炭和煤炭价格大幅增长，加大了国内钢铁行业的成本控制压力。

3. 下游需求

（1）钢铁消费总量

我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。2015 年，我国粗钢表观消费量 69,467.16 万吨，同比减少 5.03%，粗钢消费量首次出现负增长；2016 年粗钢表观消费量进一步下降 13.50%至 60,089.34 万吨。随着下游需求回暖，2017~2018 年，我国粗钢表观消费量分别为 66,224.17 万吨和 73,929.52 万吨，同比增长 10.21%和 11.64%。整体看，近三年我国粗钢表观消费量持续增长，未来粗钢消费量仍有望保持稳定。

图 5 2014~2018 年我国粗钢表观消费量（单位：万吨）



资料来源：Wind，联合评级整理

（2）下游行业需求情况

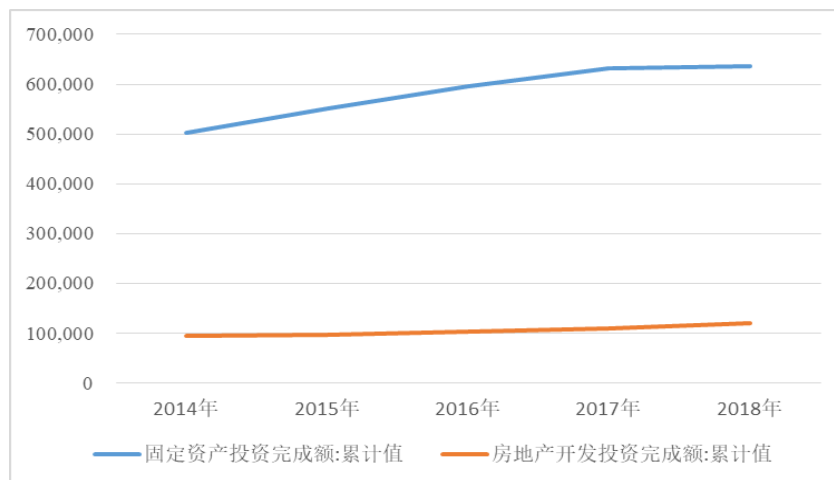
中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。其中，建筑类需求（基础设施建设和房屋建设）、机械、汽车、家电、电力和船舶七大行业所消费的钢材占钢材总消费量的比重达到了 80%~90%。建筑类需求是我国钢材消费的主要领域之一，消费量占比达钢材总产量的一半以上。

建筑业

2014 年以来，我国固定资产投资完成额逐年增长，但增速逐年下降，由 2014 年的 19.60%下降至 2018 年的 5.90%。

从房地产行业看，2015 年，受商品房去库存压力较大、土地市场低迷等因素的影响，房地产开发投资完成额增速仅为 1.00%，增速较上年下降 9.50 个百分点。2016~2018 年，全国房地产开发投资完成额逐年增长，且增速有所回升，分别为 6.90%、7.00%和 9.50%。

图 6 2014 年以来我国基础设施建设投资额及房地产投资完成额（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理。

制造业

2016~2018 年，全国工业增加值分别为 247,877.7 亿元、278,328.2 亿元和 305,160.0 亿元，增速分别为 4.81%、12.28%和 9.64%；其中，通用设备制造业增加值增速分别为 5.90%、10.50%和 7.20%，专用设备制造业增加值增速分别为 6.70%、11.80%和 10.90%，汽车制造业增加值增速分别为 15.50%、12.20%和 4.90%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值增速分别为 3.20%、6.20%和 5.30%。2018 年，工业增加值和设备制造增加值有所下降，但相对 2016 年仍有明显回升。

总体看，目前国内固定资产投资、房地产投资设备制造增加值稳步增长，带动钢铁产品需求增长；但近年国内经济增速有所放缓，投资高增长受到抑制，在一定程度上限制了钢材的需求。

4. 行业竞争

我国是钢铁生产大国，粗钢产量连续多年位居世界第一，近年来，我国粗钢产量在全球占比 50% 左右。

我国钢铁产业集中度提升速度缓慢。虽然，国家不断加大对钢铁产业的整合力度，但受客观因素影响，我国钢铁行业集中度水平仍然不高。粗钢生产企业平均规模不足 100 万吨，同时，各钢铁生产企业的市场占有率均不高。近几年，国家不断压减规模较小钢铁企业以及支持钢铁企业间并购重组等多项政策，提升钢铁行业集中度。

从行业集中度来看，近三年前 30 家企业产量占比均维持在 60%左右。

在当前行业竞争环境下，区位优势以及产品结构优势成为钢铁企业竞争力的关键因素。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；钢铁企业产品结构有领先优势，其相关产品在下游行业景气度下降的情况下，仍能保持较好的毛利率水平，对企业经营情况有一定的支撑。

总体看，我国钢铁行业处于深度调整期，受激烈竞争和产业结构调整影响，钢铁行业面临较大的兼并重组压力。同时，中央政府加大对钢铁行业的政策支持，以不断推进产业升级，提升钢铁行业集中度，未来我国钢铁行业竞争格局将大幅改善。

5. 行业政策

钢铁工业是国民经济的支柱产业，在我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，粗钢产能减少 1~1.3 亿吨，2016 年地方上报的压缩炼钢产能已达 8,630 万吨，超额完成 2016 年化解 4,500 万吨粗钢产能的目标任务。根据中联钢的数据显示，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 年压减钢铁产能 5,000 万吨左

右。

表 1 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》
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过剩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》

资料来源：公开资料、联合评级整理。

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 8,000 万吨级的钢铁集团 3~4 家、4,000 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 6 月，宝钢、武钢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，并带动国内行业集中度的提高。

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 5,000 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 3,000 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。

总体看，我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。

6. 行业关注

（1）煤炭价格上涨压力

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料，占铁水成本的 30%~35%左右。2016 年开始，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 9 月起大幅回升，给钢铁企业的成本控制带来一定压力。

（2）原材料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，我国铁矿石对外依存度处于较高水平，对外议价能力受一定影响。同时，我国铁矿石进口量较大，汇率波动对于铁矿石价格影响较大。

（3）钢铁行业产能过剩短期内难以逆转

2016 年下半年钢铁去产能进程明显提速，2016 年 10 月底已经提前完成全年去产能任务，但当年钢铁去产能主要为无效产能，随着供给侧结构性改革的推进，出清的过剩产能中有效产能的占比将逐步提升，产能压缩对产量压缩的传导效应将越来越显著，钢铁行业去产能进入“深水区”。

（4）去产能政策以及环保政策趋严

钢铁行业景气度下降，钢材价格不断下探，多数钢铁企业出现亏损，钢铁企业停工、停炉；伴随着多部委的去产能配套政策，同时鼓励企业主动去产能拨发奖补资金。同时，环保政策日益严苛，对钢铁企业的成本控制以及产能利用率产生一定影响。随着去产能政策以及环保政策的趋严，将对钢铁企业的盈利水平以及产能方面造成一定冲击。

总体看，钢铁行业目前集中度依然较低，国内企业对原材料采购议价能力有限；钢铁行业产能过剩短期内难以逆转，环保政策的趋严有可能进一步压缩钢铁行业利润水平。

7. 未来发展

（1）企业所处区域对钢企盈利能力影响加大

在当前行业竞争环境下，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。

（2）行业集中度逐步提高

随着钢铁行业去产能的逐步实施，未来我国钢铁企业重组步伐将不断加快，将形成宝武集团、河钢集团为首的几个产能达到 6,000 万吨以上的特大型钢铁企业及若干个产能在 1,000 万吨至 3,000 万吨级的大型钢铁企业，未来，我国钢铁产业集中度将逐步提高。

总体看，未来钢铁行业区域位置对盈利能力的影响加大，随着钢铁行业去产能的逐步实施，钢铁行业集中度将进一步提高。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是内蒙古最大的上市钢铁企业，已形成年产 1,650 万吨铁、钢、材配套能力，形成“板、管、轨、线”四条精品线的生产格局。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。

公司拥有 CSP、宽厚板、世界先进的 2,250mm 热轧及配套冷轧连退、镀锌等生产线，年生产能力 970 万吨，可生产汽车板、高级管线钢、高强结构钢等高档产品，广泛应用于风电、机械、桥梁、造船、石油、天然气、军工等领域，是我国西北地区最大的板材生产基地；拥有 5 条无缝管生产线，年生产能力 180 万吨，可生产石油套管、管线管等产品，广泛应用于国家大剧院、上海浦东机场、鸟巢等全国重点工程及中石油、中石化等各大油田，先后获得美、德等多国专业认证，是我国品种规格最为齐全的无缝管生产基地；拥有两条世界先进的万能轧机高速钢轨生产线，年生产能力 210 万吨，可生产国内外铁路用系列钢轨等产品，广泛运用于京沪高铁、京广高铁、青藏铁路等多条国家重要线路，是世界装备水平最高、能力最大的高速轨生产基地；拥有 4 条线棒材生产线，年生产能力 260 万吨，可生产热轧带肋钢筋、热轧光圆钢筋等产品，广泛应用于三峡工程、江阴大桥等国家重点工程，是我国西北地区高端线棒材生产基地。

公司拥有巴润矿业和包钢集团固阳矿山有限公司（以下简称“固阳矿山”）铁矿资源，控股股东包钢集团拥有白云鄂博主东矿，可对公司铁矿石供应提供一定保障。公司拥有的白云鄂博矿尾矿库，资源储量 2 亿吨，稀土储量（折氧化物）约 1,280 万吨，稀土储量据世界第二，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、钽、萤石等资源。白云鄂博矿中铁与稀土共生的资源优势造就了公司独有的“稀土钢”产品特色，钢中含稀土，坚韧度和强度更高。目前，公司具备高档汽车钢、高档家电钢、高钢级管线钢、高强结构钢等生产能力，填补了内蒙古和中西部地区空白。

2018 年，公司销售稀土精矿 27.2 万吨，实现销售收入 37.58 亿元，生产品位 83%以上的萤石精矿 16,913 吨，销售 10,480 吨，资源开发业务得到进一步发展。

总体看，公司生产规模较大、产品种类齐全，产品质量及认可度高，铁矿石供应具备一定保障。公司具备稀土资源优势，资源开发业务得到进一步发展。

2. 技术及装备水平

2016~2018 年，公司获得授权专利 147 项，其中发明专利 79 项、实用新型 68 项。公司积极与太原理工大学、中科院等高校、科研院所合作，系统掌握稀土在冶炼、轧制、产品性能中的研究和分析方法，同时开展新一代板、管、轨、线等高品质稀土钢产品研发，成功研制稀土钢高强耐磨板，推进热处理稀土轨形成系列化。对稀土钢产品标准化工作进行梳理，将冷轧稀土无取向电工钢等 7 个稀土钢企业标准申报内蒙古地方标准。

公司具备先进的冷轧和热轧薄板及宽厚板、无缝钢管、重轨及大型材、线棒生产线。板坯铸机关键技术、轧钢关键技术及设备 and 热处理生产线主要设备分别由意大利达涅利公司、德国西马克公司和德国 LOI 公司引进，为生产高质量板坯、钢板和专用板材提供设备及技术保证。目前，公司钢铁生产系统主要装备水平如下：

表 2 公司主要生产设备情况

老体系主要基础设施装备水平		
系统	基础设施及配置	生产能力（万吨）
焦化系统	6 座焦炉、3 套干熄焦装置，并辅以煤气处理、焦化副产品生产线	280
烧结系统	5 台烧结机	1,500

炼铁系统	5 座高炉	>900
炼钢系统	9 座转炉及炉外处理设备	>1,000
连铸系统	2 套方坯铸机、2 套方兼圆坯铸机、1 套方兼扁坯铸机、1 套异型坯铸机、1 套宽厚板铸机	860
轧钢系统	2 套万能轧机、4 套无缝钢管轧机及 2 套无缝管加工线、1 套板材轧机、2 套高速线材轧机、1 套热轧窄带轧钢兼棒材轧机、1 套 CSP 薄板坯连铸连轧机组、1 套冷轧薄板生产线 1 套棒材轧机、1 套硅钢生产线、1 套镀锌板生产线、1 套宽厚板轧机生产线	1,100
新体系主要基础设施装备水平		
系统	基础设施及配置	生产能力（万吨）
焦化系统	4 座焦炉、2 套干熄焦、并配套 2 套新型湿法熄焦装置备用	300
烧结系统	2 台 500m ² 烧结机	1,000
炼铁系统	2 座 4,150m ³ 高炉	720（炼钢铁水） 262.6（水渣）
炼钢系统	3 座转炉、2 台精炼炉	550（钢水）
连铸系统	2 台双流板坯连铸机、预留 1 台板坯连铸机	536（铸坯）
轧钢系统	1 套 2,250mm 热连轧机组、1 套 2,030mm 冷轧机组、2 套镀锌板机组	热轧：538，冷轧：475，镀锌：80

资料来源：公司提供

总体看，公司专利数量较多，设备水平先进，有利于公司产品质量的保证。

3. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 25 人，其中董事 14 人（含独立董事）、监事 6 人、非董事高级管理人员 5 人。

公司董事长李德刚先生，56 岁，曾任包钢轨梁厂电气车间副主任、主任，包钢轨梁厂副总工程师，包钢薄板坯连铸连轧厂副厂长、厂长，包钢集团总工程师、包钢集团副总经理兼科协主席、包钢西创董事等职。现任公司董事长。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有在职员工 29,097 人，按学历结构划分，本科以上占 2.17%，本科学历占 22.08%，专科学历占 22.29%，专科以下学历占 53.46%；按职能划分，生产人员占 88.79%，管理人员占 4.76%，技术人员占 5.00%，销售人员占 0.87%，其他人员占 0.58%；按年龄划分，46 岁以上占 18.13%，35~45 岁占 56.49%，35 岁以下占 25.38%。

总体看，公司管理层行业内经验丰富；公司人员构成素质符合公司行业特点。

五、公司管理

1. 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《中国共产党章程》和其他有关规定制订公司章程。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划，选举和

更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会的报告等职权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由十一至十五名董事组成，设董事长一人，可以设副董事长一人。董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案等职权。董事会设董事会秘书，作为公司与证券交易所之间的指定联络人。董事会秘书是公司高级管理人员，对公司和董事会负责。

公司设监事会，监事会由三至七名监事组成，监事会设主席一名。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3（一人）。股东担任的监事由股东大会选举或更换，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

公司设经理一名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟订公司内部管理机构设置方案等工作。

总体看，公司作为国有上市公司，法人治理结构完善，运行规范。

2. 管理制度

公司根据业务需要，建立了与公司业务性质和规模相适应的内部管理体制。

财务管理方面，公司通过全面预算手段和包括从财务、人事、物资供应、企业文化等方面在内的统一管理对各分公司进行控制。各分公司统一执行公司财务制度，并须依据该制度制订各分公司的会计核算制度及内部控制制度。公司对分公司实行内部审计制度。内部审计分为年度审计、离任审计、专项审计等三种类型。公司所聘任的审计机构，每年度需根据上市公司整体审计需要对各分公司进行年度审计。公司董事会定期组织相关部门对各分公司的运行情况进行考核，检查各分公司遵守公司财务管理制度情况，考核各分公司完成公司预算计划指标的情况，并根据其经营状况做出相应的奖罚。

关联交易管理方面，公司关联交易遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，保证交易的公允性和交易行为的透明度，不损害公司和其他股东的利益。公司经常性的关联交易主要包括日常性的关联采购、关联销售、向关联方提供劳务和接受关联方劳务，关联业务对公司利用控股股东内部的优势资源，完善公司的产业链，满足客户需求、扩大公司产销量具有积极意义。《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》等公司治理文件对关联交易公允决策程序作了明确规定。重大关联交易（指公司拟与关联人达成的总额高于 3,000.00 万元且高于上市公司最近一期经审计净资产值的 5.00%的关联交易）应由独立董事认可后，提交董事会讨论，并提交股东大会审议；独立董事做出判断前，可以聘请中介机构出具独立财务顾问报告，作为其判断的依据。公司在召开相关会议审议关联交易事项时，关联股东均回避表决。公司关联交易遵循市场化定价原则，公司与关联方之间的价格参照市场价格制定，在无市场可比价格的情况下，按照成本加成的方法确定。

子公司管理方面，公司认真贯彻《内蒙古包钢钢联股份有限公司对外投资及资产运营管理制度》、《内蒙古包钢钢联股份有限公司对子公司融资及担保的管理办法》等文件，规范子公司的贷款担保行为，对违反规定的单位负责人和财务负责人进行责任追究，造成经济损失的，给予相应的经济处罚，达到了控制财务风险的效果。

安全生产管理方面，公司制定完善的安全生产制度，制定安全生产责任制及考核办法，建立安全生产管理体系，明确各级行政领导、各职能部门的安全生产责任，公司所属各单位主要行政领导

为安全生产第一责任者，安全生产实行谁主管谁负责原则，职工在各自岗位上对安全生产负责，实行全员安全生产责任制。建立安全生产责任制考核体系，落实国务院 23 号文件，公司建立安全奖惩机制，实行安全生产绩效风险抵押金奖惩制度。公司制定重大事故应急救援预案，制定工伤事故救护程序，制定关于对伤亡事故有关责任人的处理办法，制定公司安全标识执行标准，对生产现场、办公室进行整理整顿。公司高度重视“三同时”工作，制定劳动安全卫生“三同时”运行程序，加强建设工程“三同时”管理，制定工程安全管理制度等一系列安全管理制度。

环保管理方面，按照国家环境管理法律法规要求，公司制定了较为完善的环保管理制度并严格执行。公司制定了环境保护监督管理办法，对环境保护、职业健康、放射性和危险废物及剧毒药品进行监督管理。生产部（安环部）是环保监督管理工作的主管部门，负责对全公司的环保监督管理和考核工作；各单位设立专职或兼职环保监督管理人员，主要负责本单位日常环保监督管理工作，业务上受生产部指导；生产部、各级单位及子公司的环保监督管理人员共同组成公司环保监督管理二级网络。公司制定了主要污染物总量减排统计、监测和考核管理办法；制定了重大环境污染事故应急救援预案，明确职责分工与处理程序；同时制定了危险物品管理办法，成立了危险物品安全环保管理领导小组，负责全公司危险物品安全环保组织领导工作。

总体看，公司管理运作规范，内控严密有效，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务以钢材的生产和销售为主。受益于钢铁行业供给侧改革带动，钢铁行业景气度回升，2016~2018 年，公司营业总收入分别为 310.28 亿元、536.84 亿元和 671.88 亿元，年均复合增长 47.15%；公司主营业务收入分别占营业收入的 98.73%、99.20%和 98.99%，公司主营业务突出。

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%、51.50%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、板材和线棒材收入逐年增长，年均复合增长率分别为 50.42%、51.30%和 101.00%；公司型材收入较为平稳，年均复合增长 3.80%。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，其他业务收入快速增长，年均复合增长 59.12%，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。2017~2018 年，公司分别实现稀土精矿销售收入 24.23 亿元和 37.58 亿元。

表 3 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	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
板材	154.66	50.49	6.64	274.24	51.50	10.40	354.05	53.24	10.52
型材	67.86	22.15	13.63	61.54	11.55	17.25	73.11	10.99	15.22
线棒材	22.99	7.50	4.80	61.94	11.63	12.80	92.88	13.97	13.48
其他	27.59	9.01	32.53	74.42	13.97	36.76	69.87	10.51	46.63
合计	306.34	100.00	8.72	532.55	100.00	15.25	665.06	100.00	15.38

资料来源：公司提供

从毛利率情况来看，2017 年，受钢铁行业景气度持续回升，钢材产品价格上升影响，公司管材、

板材、型材和线棒材毛利率分别较上年上升 19.93 个、3.76 个、3.62 个和 8.00 个百分点；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%。

总体看，公司收入以钢材产品销售为主，近三年，受益于钢铁行业供给侧改革，钢铁行业景气度回升，公司收入规模逐年增长，综合毛利率逐年上升；公司稀土精矿销售规模快速增长，对公司利润规模贡献较大。

2. 钢铁板块

(1) 生产

公司钢铁产品的生产流程为：采矿（或购矿）→烧结→炼铁→炼钢→连铸（模铸）→轧钢；其中，烧结、炼铁、炼钢过程为冶炼过程，连铸（模铸）、轧钢等为压延过程。

产能方面，2016~2018 年，公司各钢材产品产能保持稳定，管材、板材、型材和线棒材的产能分别为 177 万吨/年、970 万吨/年、210 万吨/年和 260 万吨/年。产量方面，公司以销定产，受市场需求增长影响，管材、板材、线棒材产量逐年增长，年均复合增长率分别为 7.73%、20.63%和 54.08%；公司型材产量根据订单指定，近三年呈波动下降趋势，分别为 182.63 万吨、167.99 万吨和 172.86 万吨，年均复合下降 2.71%。

表 4 公司钢铁板块产品生产情况

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

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%；型材产能利用率波动下降，分别为 86.97%、80.00%和 82.31%。

总体看，近三年，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、板材和线棒材产量逐年增长，产能利用率逐年上升；型材产量和产能利用率波动下降，但较为稳定。

(2) 采购

公司钢铁业务采购的主要原材料为铁矿石、焦煤、喷吹煤等。

采购流程方面，生产部门确定铁矿石、焦煤、喷吹煤等原燃料的采购数量，由采购部门负责原燃料和辅助材料的采购，其中进口铁矿石采购由国际贸易分公司进行。铁矿石、煤炭等原燃料实行集中采购，辅助材料推行总包（外包）采购。

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矿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。

2016~2018 年，公司铁矿石采购量（含自供）逐年增长，年均复合增长 20.32%，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，年均复合增长 3.66%；国内铁矿石采购量逐年下降，年均复合下降 20.86%，主要系调整铁矿石品位、加大进口铁矿石采购量所致；国外铁矿石采购量逐年快速增长，年均复合增长 124.71%，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。采购均价方面，国内外铁矿石采购均价整体呈上升趋势，铁矿石综合采购均价逐年上升，年均复合增长 8.13%。

表 5 公司铁矿石采购情况（单位：万吨、元/吨）

供应来源	2016 年		2017 年		2018 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
自供	316.24	444.79	439.87	426.61	339.81	413.93
国内采购	1,048.53	488.91	672.94	427.92	656.74	593.64
国外进口	271.82	534.96	990.76	640.18	1,372.53	598.30
合计	1,636.59	488.03	2,103.57	527.62	2,369.08	570.56

资料来源：公司提供

煤炭与焦炭采购方面，公司煤炭采购一部分来自蒙古国，此外，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，以月度订单或月度协议的形式进行月度调整，定价方面参考市场价格，以月度定价、随行就市为主。

2016~2018 年，随着产量增加，公司煤炭和焦炭采购量逐年增长，年均复合增长率分别为 30.45% 和 33.46%。采购均价方面，受煤炭供给侧影响，煤炭采购均价波动上升，年均复合增长 30.96%；焦炭采购均价呈逐年上升趋势，年均复合增长 42.53%。

表 6 公司煤炭采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2016 年	2017 年	2018 年
煤炭	采购量	736.06	1,277.42	1,252.62
	采购均价	609.26	1,170.44	1,044.92
焦炭	采购量	140.01	199.42	249.39
	采购均价	869.83	1,540.34	1,767.08

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。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。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，既环保又可以减少日常运输成本。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，近年由于铁路提价较高，采取水陆联运。

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。

采购集中度方面，2016~2018 年，公司前五大供应商稳定，前五大供应商采购额分别占年度采购总额的 20.00%、30.58% 和 22.22%，其中前五名供应商采购额中关联方采购额分别占年度采购总额的 8.90%、15.14% 和 22.22%。公司采购集中度不高，但关联方采购规模较大。

总体看，公司采购以铁矿石、煤炭为主，公司自有矿山为铁矿石供应提供了一定保障；近年来公司主要原材料采购均价明显上涨，公司面临一定的成本控制压力。

（3）销售

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。

公司将销售客户分为战略合同客户、专项代理协议客户、直供及协议客户、出口等不同类别，根据产品特点的不同采取了不同的销售定价及结算方式，基本情况如下：①战略合同客户：公司通过招投标方式与客户签订购销合同，并按照合同约定价格进行结算。②专项代理协议客户：公司部分钢轨产品销售给中国铁路总公司代理采购单位，销售价格由中国铁路总公司统一确定。③直供及协议客户：公司与直供及协议客户签订年度供货协议，采取“指导价订货，结算价结算”的定价结算模式，每月确定上月 16 号至本月 15 号的产品结算价格。对经客户验收无异议的商品，依据月度制定的结算价格确认收入。④出口产品：公司出口产品以取得出口货物的装船提单和离岸价结算。

销量方面，2016~2018 年，公司管材、板材和线棒材销量逐年增长，年均复合增长 8.09%、19.15% 和 47.71%，主要系钢铁供给侧改革带动钢铁供需改善，以及宏观经济、下游行业运行情况较好，公司上述产品需求增加所致；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。

销售均价方面，2016~2018 年，公司各钢材销售均价呈逐年上升趋势。其中，管材、板材和棒线材销售均价年均复合增长 39.15%、26.98% 和 36.08%，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。

表 7 公司钢材产品销售情况

产品	指标	2016 年	2017 年	2018 年
管材	销售量（万吨）	137.42	135.69	160.54
	销售均价（元/吨）	2,417.82	4,452.91	4,681.65
	产销率（%）	101.48	95.37	102.15
板材	销售量（万吨）	611.15	779.80	867.68
	销售均价（元/吨）	2,530.72	3,516.79	4,080.42
	产销率（%）	104.14	99.36	101.61

型材	销售量（万吨）	183.66	165.79	177.26
	销售均价（元/吨）	3,695.08	3,711.58	4,124.16
	产销率（%）	100.56	98.69	102.55
线棒材	销售量（万吨）	118.76	185.15	259.10
	销售均价（元/吨）	1,935.80	3,345.27	3,584.71
	产销率（%）	113.62	89.24	104.41

资料来源：公司提供

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。

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. 稀土精矿业务

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。公司通过收购包钢集团选矿厂，预计将为公司增加 1,200 万吨铁矿石的生产能力；通过收购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，铈金属氧化物、氟化物等；公司拟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。根据规划，公司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”）签订的《矿浆供应合同》，公司将承继包钢集团向包钢稀土供应尾矿（稀土矿浆）。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。

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，公司通过向北方稀土销售矿浆的方式实现预计利润。2017年，为降低尾矿资源开发利用成本，避免重复投资，公司以自有资金 71,126.43 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、选铈相关资产，全年实现稀土精矿销售 17.60 万吨，销售对象为关联方北方稀土，实现稀土精矿收入 24.23 亿元，实现净利润 13.36 亿元。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 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 14,000 元/吨（含税 16,380 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。

表 8 公司稀土精矿产销情况

指标	2017 年	2018 年
产能（万吨/年）	30.00	40.00
产量（万吨）	16.24	27.30
产能利用率（%）	54.14	68.25
销售量（万吨）	17.60	27.20
销售均价（元/吨）	13,767	14,000

资料来源：公司提供

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 120,302.54 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。

总体看，2017 年白云鄂博资源综合利用项目选稀土选铈相关资产完成交割并投入运行，稀土精矿生产和销售成为公司主要利润贡献点。

4. 在建项目情况

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，2019 年计划投资 1.27 亿元。

表 9 截至 2018 年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	开工时间	预计投产时间	计划总投资	截至 2018 年底已完成投资	2019 年计划投资
轨梁厂 2 号线配套百米精整加工线改造	2018 年	2019 年	12,000	10,653.70	1346.30
选矿 6、7、8、9 浮选机工艺改造及尾矿库围栏监控改造工程	2018 年	2019 年	5,000	4,027.83	972.17
仓储中心新增解冻库项目，	2018 年	2019 年	2,000	1,573.86	426.14
薄板厂新建冷轧预脱硅装置	2018 年	2019 年	1,200	1,103.30	96.70
79 变电所切改至 83 变电所工程	2018 年	2019 年	800	577.08	222.92
巴润西矿采场境界优化及胶带运输系统工程	2018 年	2019 年	500	284.91	215.09
包钢庆华煤气净化系统尾气处理工程	2018 年	2019 年	200	190.44	9.56
焦化厂煤气脱硫脱氨工艺改造及 VOC 治理项目	2018 年	2019 年	200	150.00	50.00
老体系轧钢系统供转炉煤气配套设施改造	2018 年	2019 年	200	147.14	52.86
巴润东采场北邦 33-39 线 1608-1572 段碳质板岩详勘及	2018 年	2019 年	200	108.49	91.51
其他	2018 年	2019 年	200,000	190,755.38	9,244.62
总计	--	--	222,300	209,572.13	12,727.87

资料来源：公司提供

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。

5. 关联交易

公司与集团公司及其子公司在原主材料、燃料动力供应、产品销售、基建施工、设备检修和后勤服务等方面存在着关联交易。

2018 年，公司向关联方采购商品、接受劳务产生的关联交易金额 170.38 亿元，占当期营业成本的 30.09%；公司向关联方销售商品、提供劳务产生的关联交易金额 144.12 亿元，占当期营业收入的 21.45%。

公司关联交易规模较大，但上述关联交易可以节约生产成本，符合公司生产经营的实际情况；包钢集团及其子公司购买公司钢材产品、尾矿等，用于正常的生产经营和基建技改，以维持其正常的生产经营。公司严格执行双方签订的各项关联交易合同，本着公平、合理的原则进行此类交易，并承诺在未来尽可能减少直至基本消除此类关联交易。

总体看，公司关联交易规模较大，但严格执行相关交易合同，较为公允。

6. 经营效率

受钢铁供给侧改革影响，钢铁行业供需改善、景气度回升，公司经营效率整体有所提升。2016~2018 年，公司应收账款周转率分别为 17.86 次、20.01 次和 19.10 次；存货周转率分别为 1.90 次、2.63 次和 2.81 次；公司总资产周转次数分别为 0.22 次、0.37 次和 0.45 次。与同行业公司相比，公司经营效率较低。

表 10 2018 年同行业公司经营效率指标（单位：次）

证券/公司简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
柳钢股份	227.17	8.15	1.97
马钢股份	78.49	6.20	1.10
沙钢股份	300.60	6.83	1.39
华菱集团	32.24	8.87	1.06
包钢股份	21.80	2.82	0.45

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司经营效率有所提升，但与同行业公司相比，公司经营效率仍较低。

7. 重要事项

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。

8. 经营关注

（1）钢材价格波动风险

我国钢铁行业处于完全竞争状态，钢材价格受市场供需影响很大。2016年以来，钢铁行业景气度回升，钢材价格上涨，但未来国际国内经济增长情况及钢铁上、下游行业发展存在较大不确定性，钢材价格仍存在较大波动的可能，从而对公司稳定盈利能力造成一定影响。

（2）原材料采购风险

近年，公司进口铁矿石规模持续增长，铁矿石价格波动、国际贸易形势变动、人民币汇率走低，将对公司铁矿石采购造成较大影响。随着煤炭供给侧改革的推进，焦煤焦炭价格明显增长，如焦煤焦炭价格持续上升，对公司成本控制造成一定压力。

（3）运输成本较高

公司作为内陆钢铁企业，运输方式以铁路和公路为主，采购和销售运输成本较高。

（4）环保风险

钢铁行业的能源耗费较大，生产过程中会产生废水、废气、噪音及固体废弃物等工业污染，对环境产生一定影响。2016年1月1日至2019年3月31日期间，公司受到的生态环境主管部门罚款金额在10万元以上的行政处罚事项，主要系公司未按规定排放污染物所致，公司已针对该等事项进行整改。根据包头市环境保护局昆区分局以及包头市生态环境局分别于2019年4月10日及2019年4月12日向公司出具的监管意见的回函，公司自2016年至相关函件出具之日，未发生因违反国家现行有效的环境保护法律法规的重大违法违规情形。未来若公司未能达到国家有关环保政策的要求，仍可能收到相关部门的处罚。为满足环保要求，公司在环保方面仍存在一定投入，增加公司资本支出及生产成本。

（5）关联交易

公司关联交易规模较大，且与北方稀土开展的稀土精矿业务对公司利润规模贡献程度高，关联交易对公司盈利能力及盈利规模影响大。

9. 未来发展

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1,460万吨、产钢1,500万吨、生产商品坯材1,404万吨，吨钢制造成本同口径相比降低10%以上。

公司将加强生产协同，应用新技术加强设备预知预防管理，推进维修标准化工作，以设备稳定运行保障降本创效；经济合理匹配动力介质，优化各工序能耗指标，淘汰高能耗设备，采用节能新技术、新设备，系统降低能源消耗；优化物流管控，统一管理调配，提高物流仓储的计划性、均衡性，减少倒运，简化环节，系统降低物流成本。公司将以延伸产业链、切入供应链、完善服务链为目标，围绕剪切配送、产品结构优化、低成本扩张等组建合资公司，进行合资合作的布局。充分利用煤炭资源丰富的地区优势，依托现有焦化资源，加速实施一批煤焦化副产资源深加工合作项目，做优做强煤化工产业。

总体看，公司经营战略围绕钢铁主业展开，切实可行，有利于公司未来发展。

七、财务分析

1. 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编制的最新会计准则编制。

会计政策变更方面，公司根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对财务报表格式进行了修订。根据财政部《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》，公司作为个人所得税的扣缴义务人，根据《中华人民共和国个人所得税法》收到的扣缴税款手续费在“其他收益”中填列，对可比期间的比较数据进行调整。采用上述准则未对公司财务状况和经营成果产生重大影响。

合并范围方面，2017 年公司纳入合并范围的子公司较 2016 年新增 1 家，为投资新设的包钢（吉林）稀土钢车用材料有限公司；2018 年度公司通过投资新设新增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 1,488.01 亿元，负债合计 961.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）526.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 524.69 亿元。2018 年，公司实现营业收入 671.88 亿元，净利润（含少数股东损益）33.30 亿元，归属于母公司净利润 33.24 亿元；经营活动现金流量净额为 71.49 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.95 亿元。

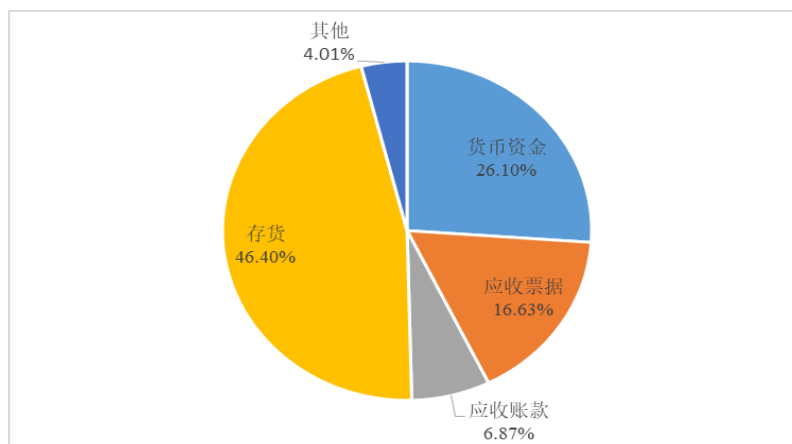
2. 资产质量

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 1,488.01 亿元，较年初增长 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，较年初增长 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 7 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

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 95.73 亿元，较年初增长 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 2017 年底，公司应收票据为 40.04 亿元，较年初下降 4.89%。截至 2018 年底，公司应收票据 74.55 亿元，较年初增长 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%。

2016~2018 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 40.63%。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 30.85 亿元，较年初增长 98.10%，主要系公司销售规模增长、应收货款增加所致。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 30.80 亿元，较年初下降 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，较年初增长 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。

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 1,039.59 亿元，较年初下降 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 2017 年底，公司固定资产账面价值为 715.42 亿元，较年初增长 15.15%，主要系在建工程完工转固新增房屋及建筑物以及通用设备所致。截至 2018 年底，公司固定资产 698.77 亿元，较年初下降 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，较年初增长 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。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 116.34 亿元，受限比例为 7.82%，构成如下表所示。

表 11 截至 2018 年底公司所有权或使用权受到限制的资产（单位：万元）

项目	年末账面价值	受限原因
货币资金	646,841.64	银行承兑汇票及借款保证金等
应收票据	516,584.21	票据质押借款及开具新票保证金等
合计	1,163,425.85	--

资料来源：公司年报

总体看，近三年，公司合并资产总额稳中有升，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，在目前钢铁行业景气度较高的情况下，资产的盈利能力较强。整体看，公司资产质量一般。

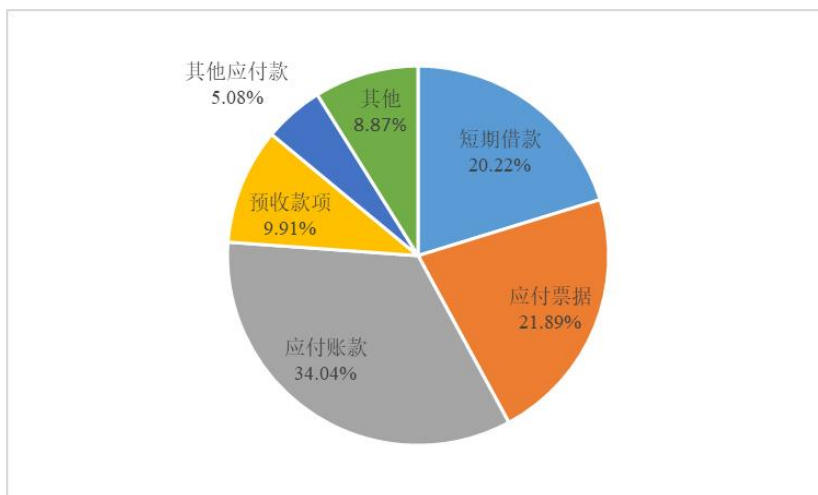
3. 负债及所有者权益

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 2017 年底，公司负债规模为 971.05 亿元，较年初增长 3.31%。截至 2018 年，公司负债规模为 961.31 亿元，较年初下降 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。

2016~2018 年，公司流动负债波动下降，年均复合下降 1.36%。截至 2017 年底，公司流动负债 888.82 亿元，较年初增长 8.28%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债 798.76 亿元，较年初下降 10.13%，主要系其他应付款²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。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 2.66%。截至 2017 年底，公司短期借款 140.50 亿元，较年初下降 17.56%，主要系公司偿还到期借款所致。截至 2018 年底，公司短期借款较年初增长 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，较年初增长 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 2017 年底，公司应付账款 263.63 亿元，较年初下降 38.17%，主要系应付工程款及备件采购款减少所致。截至 2018 年底，公司应付账款较年初增长 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

² 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。

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，较年初增长 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 2017 年底，公司其他应付款为 153.23 亿元，较年初增加 136.21 亿元，主要系与包钢集团的资金拆借大幅增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 40.60 亿元，较年初下降 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。

2016~2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 16.82%。截至 2017 年底，公司非流动负债 82.23 亿元，较年初减少 30.95%，主要系长期借款和应付债券减少所致。截至 2018 年底，公司非流动负债 162.55 亿元，较年初增长 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 2017 年底，长期借款 32.82 亿元，较年初下降 25.80%，主要系归还到期债务所致。截至 2018 年底，公司长期借款 61.16 亿元，较年初增长 86.37%；公司长期借款主要为信用借款（占 92.99%）。公司 1~2 年到期的长期借款 26.94 亿元、2~3 年到期的 10.00 亿元，3~4 年到期 0 元，公司长期借款到期集中度不高。

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 2017 年底，公司应付债券 20.00 亿元，较年初下降 59.97%，主要系偿还到期债券所致。截至 2018 年底，公司应付债券 66.94 亿元，较年初增长 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，2019~2024 年，公司到期债券金额分别为 20 亿元、6.94 亿元、10 亿元、0 亿元、50 亿元和 25 亿元。

表 12 截至本报告出具日公司存续债券情况（单位：万元）

债券简称	债券余额	到期日期
12 包钢 MTN1	200,000	2019-05-11
18 包钢 PPN001	100,000	2021-05-18
18 包钢 01	150,600	2023-05-21
18 包钢 02	300,000	2023-07-27
18 包钢 03	49,400	2023-09-21
19 包钢 MTN001	250,000	2024-04-22
花旗银行债	69,400	2020-12-27
合计	1,119,400	--

资料来源：公司年报、公开资料，联合评级整理。

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，较年初增长 20.41%，全部为应付融资租赁款，已计入债务核算。

2016~2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 11.28%。截至 2018 年底，公司全部债务为 530.30 亿元，较年初增长 14.52%，主要系长期债务增加所致；其中，短期债务占 70.80%，长期债务占 29.20%，短期债务占比较高。从债务指标看，2016~2018 年，公司资产负债率较为稳定，分别为 66.46%、66.22%和 64.60%；随着债务规模增长，公司全部债务资本化比率逐年上升，

分别为 47.44%、48.32%和 50.17%；公司长期债务资本化比率波动上升，分别为 19.48%、13.15%和 22.72%。公司债务负担有所上升，但处于可控水平；公司债务结构有待调整。

总体看，公司负债规模较为稳定，债务规模逐年增长，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，与其重资产结构不匹配，债务结构有待改善。

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，较年初增长 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，实收资本占 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。

总体看，公司所有者权益规模逐年增长，所有者权益稳定性好。

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%。2016 年，公司营业利润亏损 4.20 亿元，2017 年公司扭亏为盈，2017~2018 年，公司实现营业利润 28.29 亿元和 42.54 亿元。2016~2018 年，公司净利润分别为 0.85 亿元、20.51 亿元和 33.30 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，公司费用总额为 62.87 亿元，其中销售费用占 36.68%，财务费用占 39.82%，管理费用占 22.22%。近三年，公司费用收入比分别为 9.05%、9.13%和 9.36%，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 7.78 亿元、0.30 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。

从各项盈利指标来看，得益于钢铁行业景气度回升，近三年公司各项盈利能力指标均明显改善，其中总资产收益率分别为 0.74%、3.86%和 5.41%；总资产报酬率分别为 0.67%、3.12%和 4.58%，净资产收益率分别为 0.18%、4.23%和 6.52%。与同行业上市公司相比，公司盈利指标较差。

表 13 2018 年同行业公司盈利指标（单位：%）

证券/公司简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
柳钢股份	14.39	23.29	52.01
马钢股份	14.83	12.16	22.83
沙钢股份	22.41	27.94	29.99
华菱集团	16.52	8.67	11.96
包钢股份	15.72	4.50	6.53

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，2017 年以来受行业景气度回升影响，公司营业利润扭亏为盈，盈利规模明显增长，盈利指标大幅改善，但费用控制能力有待提升。

5. 现金流

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，考虑到票据结算方式，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。

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

从短期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 0.40 倍、0.47 倍和 0.56 倍，速动比率分别为 0.22 倍、0.25 倍和 0.30 倍，公司资产和负债结构不匹配；现金短期债务比分别为 0.33 倍、0.40 倍和 0.51 倍；公司短期偿债能力有所提升但仍处于较弱水平。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，随着公司盈利规模的逐年扩大，公司 EBITDA 分别为 44.74 亿元、79.16 亿元和 98.68 亿元，呈大幅增长态势。2018 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 30.21%）、计入财务费用的利息支出（占 25.60%）和利润总额（占 42.98%）构成。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.78 倍、4.22 倍和 3.91 倍，EBITDA 对利息的保障程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.10 倍、0.17 倍和 0.19 倍，考虑到公司债务期限较短，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。

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。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 4 月 23 日，公司无未结清不良信贷信息；已结清信贷中，有 4 笔不良类和关注类贷款，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。

总体看，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司融资渠道畅通，同时，作为西北地区大型上市钢铁生产企业，钢铁产业链完整、钢材品种齐全、规模优势突出，公司经营活动现金流情况良好，整体偿债能力极强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年底，公司全部债务 530.30 亿元，本次拟发行债券规模为 50.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行对公司负债水平影响一般。

以 2018 年底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 50.00 亿元，在其它因素不变的情况下，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将分别提高 1.15 个百分点、2.25 个百分点和 5.28 个百分点至 65.75%、52.42% 和 28.00%，债务负担将有所加重，但仍处可控范围。考虑到本次债券发行后，募集资金拟部分用于偿还公司债务，公司实际债务水平将低于上述预测值。

2. 本次及本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 98.68 亿元，为本次公司债券发行额度（50 亿元）的 1.97 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2018 年经营活动产生的现金流入 506.99 亿元，为本次公司债券发行额度（50 亿元）的 10.14 倍，公司经营活动现金流入规模对本次债券覆盖程度很高；经营活动产生的现金流量净额为 71.49 亿元，为本次公司债券发行额度（50 亿元）的 1.43 倍，经营活动现金流量净额对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为西北地区大型上市钢铁生产企业，钢铁产业链完整、钢材品种齐全、规模优势突出，公司经营活动现金流情况良好，联合评级认为，公司对本次债券的偿债能力极强。

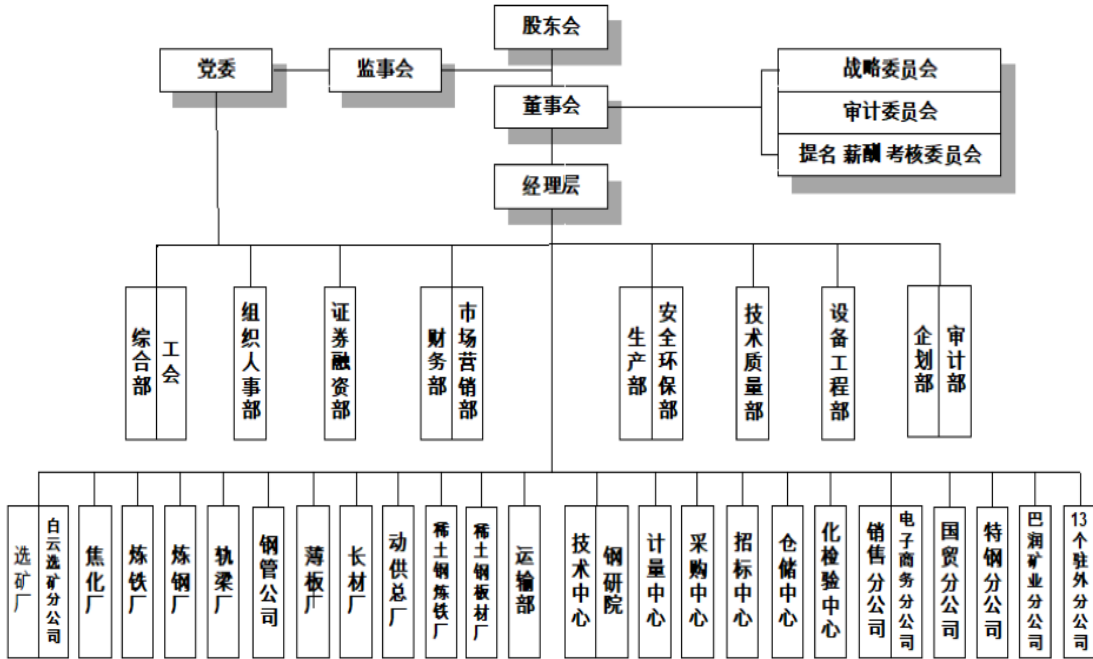
九、综合评价

公司作为西北地区大型上市钢铁企业，在产销规模、产品品种、原材料供应等方面具备竞争优势。近年来，受益于钢铁行业供给侧改革的推进，公司收入及盈利规模扩大，经营活动现金流状态良好。同时，联合评级也关注到公司处于周期性行业，业绩波动大，债务规模逐年增长且短期债务占比较高因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2017~2018 年，公司利用尾矿资源提炼稀土精矿，稀土精矿销售规模快速增长，为公司利润规模提供了较大支撑。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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 内蒙古包钢钢联股份有限公司 组织机构图



附件 2 内蒙古包钢钢联股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,414.40	1,466.42	1,488.01
所有者权益（亿元）	474.41	495.37	526.70
短期债务（亿元）	313.47	388.05	375.46
长期债务（亿元）	114.76	75.03	154.84
全部债务（亿元）	428.23	463.08	530.30
营业收入（亿元）	310.28	536.84	671.88
净利润（亿元）	0.85	20.51	33.30
EBITDA（亿元）	44.74	79.16	98.68
经营性净现金流（亿元）	64.61	73.29	71.49
应收账款周转次数（次）	17.86	20.01	19.10
存货周转次数（次）	1.90	2.63	2.81
总资产周转次数（次）	0.22	0.37	0.45
现金收入比率（%）	101.57	79.49	73.93
总资产收益率（%）	0.74	3.86	5.41
总资产报酬率（%）	0.67	3.12	4.58
净资产收益率（%）	0.18	4.23	6.52
营业利润率（%）	8.02	15.08	15.10
费用收入比（%）	9.05	9.13	9.36
资产负债率（%）	66.46	66.22	64.60
全部债务资本化比率（%）	47.44	48.32	50.17
长期债务资本化比率（%）	19.48	13.15	22.72
EBITDA 利息倍数（倍）	3.78	4.22	3.91
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.17	0.19
流动比率（倍）	0.40	0.47	0.56
速动比率（倍）	0.22	0.25	0.30
现金短期债务比（倍）	0.33	0.40	0.51
经营现金流动负债比率（%）	7.87	8.25	8.95
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.89	1.58	1.97

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、长期应付款已计入长期债务核算。

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 内蒙古包钢钢联股份有限公司 2019 年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年内蒙古包钢钢联股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

内蒙古包钢钢联股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。内蒙古包钢钢联股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注内蒙古包钢钢联股份有限公司的相关状况，如发现内蒙古包钢钢联股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如内蒙古包钢钢联股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至内蒙古包钢钢联股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送内蒙古包钢钢联股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一九年五月二十二日