

信用等级公告

联合〔2019〕2689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长期信用状况及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据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，内蒙古包钢钢联股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十二月十日



内蒙古包钢钢联股份有限公司

2020年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行额度5亿元，发行额度上限10亿元

本期中期票据期限：5年（附第2个、第4个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：偿还金融机构借款及补充营运资金

评级时间：2019年12月10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在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	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	3
		基础素质	3
		企业管理	1
		经营分析	3
财务风险	F1	资产质量	3
		资本结构	1
		盈利能力	2
		现金流量	2
		偿债能力	2
调整因素和理由			调整子级

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标评级结果

评级观点

内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”）是西北地区大型钢铁上市企业，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。近年来，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。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。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。

公司经营活动产生的现金流入量及EBITDA对本期中期票据偿还保障能力强。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

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. 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。
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、选铈相关资产，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。
4. 公司经营活动产生的现金流入量及EBITDA对本期中期票据偿还保障能力强。

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

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. 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. 近三年，铁矿石、煤炭价格明显上升，公司外购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。

财务数据

项目	合并口径			
	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	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1405.88	1457.73	1480.14	1423.59
所有者权益（亿元）	475.22	497.01	525.96	530.61
全部债务(亿元)	406.05	440.22	328.14	314.86
营业收入(亿元)	308.82	533.75	697.45	177.93
利润总额(亿元)	4.93	29.17	38.77	5.78
资产负债率（%）	66.20	65.90	64.47	62.73
全部债务资本化比率(%)	46.08	46.97	38.42	37.24
流动比率（%）	39.49	46.08	78.81	76.21
经营现金流动负债比(%)	7.95	8.12	8.99	--

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

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/7/17	唐岩 蒋智超	钢铁行业企业信用评级方法 (2018 年)	阅读全文
AAA	稳定	2018/7/13	郭昊 李博文 李小建	钢铁行业企业信用评级方法 (2017 年)	阅读全文
AA+	稳定	2011/12/28	闫昱州	--	阅读全文
AA	--	2008/2/20	张晓斌 孙炜	--	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，并非某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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年度第一期中期票据信用评级报告

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”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。

二、本期中期票据概况

公司已于2018年注册额度100亿元的中期票据，本期拟发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行额度为5亿元，发行金额上限为10亿元，期限5年（附第2个、第4个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）。募集资金用于偿还金融机构借款及补充营运资金。本期中期票据每年付息一次，到期一次还本。

本期中期票据无担保。

三、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，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中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，中国国内生产总值（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（PIRM）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。

表 1 2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	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
4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速
5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同

期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设和投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设和投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零

售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，中国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、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，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较

有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019 年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在 6.2% 左右。

四、行业分析

钢铁行业

1. 行业现状

2018 年以来，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。钢铁行业运行总体保持了比较平稳的发展态势。

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%。2019 年 1—9 月，根据工信部数据，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 6.12 亿吨、7.48 亿吨、9.09 亿吨，同比分别增长 6.3%、8.4% 和 10.6%。

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。2019年5月，国家发展改革委、工业和信息化部等三部门联合印发《2019年钢铁化解过剩产能工作要点》（以下简称“《要点》”），《要点》列出了2019年钢铁化解过剩产能工作的20个要点，包括坚决处置“僵尸企业”、依法依规退出落后产能等。值得注意的是，《要点》提出，力争在2019年全面完成化解过剩产能目标压减任务。促进京津冀等重点区域钢铁产能有序向外转移，降低区域钢铁总量，优化空间布局结构。

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。目前，巩固去产能成果、加快钢铁行业转型升级成为重中之重。

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。2019年9月，中国宝武与马钢实现重组，进一步提高产业集中度。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，2019年上半年限商政策松动促使新开工提速明显，受益于房企加大开

工力度，房地产开发投资增速仍保持较强韧性；受房地产调控持续深化影响，上半年房地产销售额和销售面积增速依然处于下行通道，楼市下行态势较大，未来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9月底，螺纹钢（Φ12-25）、中厚板（20）和热轧卷板（2.75）含税价分别为3790.00元/吨、3802.00元/吨和3817.00元/吨，分别较年初下降1.04%、0.73%和0.42%。

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。

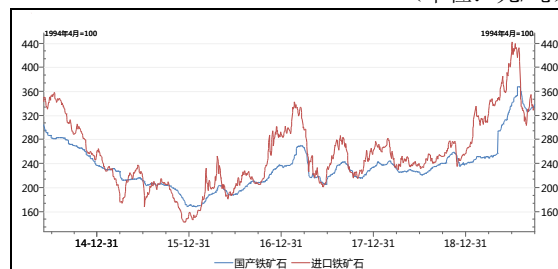
近几年，中国铁矿石的对外依存度处于高

位，易受进口铁矿石价格影响，2016—2018年，中国铁矿石进口量分别为10.24亿吨、10.75亿吨和10.64亿吨，2019年1—9月铁矿石进口量为7.84亿吨。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。进入2019年，国外主要三大矿山频繁遭遇事故导致供应超预期的大幅减少，国内钢厂在限产解禁和高利润刺激下生铁产量的超预期的增长，对于2019年原本供需紧平衡的铁矿石市场，供给的超预期下降和需求的超预期上升，导致铁矿石价格大幅上涨。但随着矿山陆续复产以及生铁产量下降等影响，铁矿石价格明显回落。

图2 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

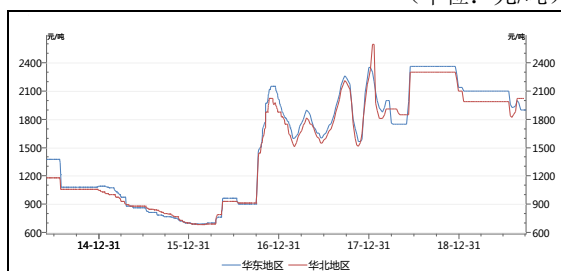
②焦炭

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，焦化行业去产能和行业整合的大背景下，焦炭的供应整体上呈偏紧态势，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 近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，受供给侧改革的深入和持续偏紧的环保政策影响，钢铁行业主要原材料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，焦化行业去产能和行业整合的大背景下，加大了国内钢铁行业的成本控制压力。

4. 行业政策

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。

2019 年 5 月，国家发改委等三部门发布 2019 年钢铁化解过剩产能工作要点提出，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。

环保政策方面，2019 年 4 月，生态环境部等 5 部门联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，推动现有钢铁企业超低排放改造，到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。

2019 年 8 月，环境部印发《关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见》，对钢铁、焦化、铸造、玻璃、石化等 15 个行业明确了绩效分级指标以及差异化应急减排措施，原则上，被列为 A 级的企业在重污染期间不作为减排重点，并减少监督检查频次。这与以往限产政策相比，尚属首次。

2019 年 10 月，《京津冀及周边地区 2019—2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》要求京津冀及周边地区秋冬季期间（2019 年 10 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日）PM2.5 平均浓度同比下降 4%，重度及以上污染天数同比减少 6%。

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，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，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。

钢铁行业兼并重组

未来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。已经实施债转股的有中钢集团和华菱钢铁等企业。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。

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，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。同时随着未来镧铈钪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钪或富钪磁体的产业化，有利于当前我国钪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《大型稀土企业集团公司组建工作指引》，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。

五、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，并拥有丰富的铈、钐、萤石等资源。

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。

总经理李晓先生，48 岁，曾任包钢无缝厂 $\phi 180$ 轧钢车间主任、包钢连轧钢管厂轧钢车间主任兼党支部书记、包钢连轧钢管厂生产部部长兼党支部书记、包钢无缝钢管厂生产技术部部长兼党支部书记、包钢无缝厂技术品种质量部部长、包钢无缝厂新机组筹备组组长，包钢无缝厂副厂长、包钢钢联无缝钢管厂厂长、包钢生产部（安环部）副部长、包钢钢管公司副总经理，包钢钢管公司总经理、包钢股份副总经理等职，现任包钢股份董事。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有在职员工 29097 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%。

总体来看，公司高级管理人员相关行业经验丰富，在职员工构成符合所在行业特点，可满足公司日常运营。

4. 技术水平

公司技术中心始建于 1958 年，前身为“中央实验室”，1995 年 8 月经国家经贸委批准，目前基本形成集工艺研究、品种开发、能源、环保监测及评价、情报信息收集、化检验分析为一体的企业科研机构。技术中心下设 5 个管理部门和炼钢研究所、炼铁研究所、长型材研究所、板材研究所、环保研究所、信息研究所、化检验中心、同位素室和能源测试中心。

在炼铁方面，BG 型无钟炉顶布料器是公司专利产品，达到世界先进水平；新型冷却壁和冷却技术、夺环布料技术和高炉煤气干法除尘技术等。公司近年加大在炼铁方面降本增效的科研攻关，并取得了显著地成绩：“提高高炉自产矿入炉配比攻关工作”成效显著，入炉自产矿比例由 51.4% 提高到 60.07%，降低炼铁成本数亿元。“500m² 大型烧结机烧结工艺及烧结矿质量优化”的研究，实现了特殊矿在大型烧结机上的成功应用，降低烧结配矿成本约 4000 多万元。“624m² 带式球团焙烧机合理配矿及生产工艺参数优化研究”，为包钢大型带式焙烧机顺利投产提供合理配矿方案以及适宜的生产工艺参数。“与产钢 1650 万吨配套的炼焦新煤种新资源开发与配煤试验研究”，为包钢大型高炉提供低成本优质焦炭，为高炉稳定顺行打下了坚实的基础。“捣固焦及捣固焦炉达产技术研究”，实现了低成本煤炼焦技术的成功应用，为包钢建成西部最大的捣固焦基地提供了技术支撑。

在炼钢方面，拥有一大批处于国内领先水平的核心技术，如镁基铁水脱硫扒渣技术、转炉溅渣护炉技术、结晶器液位自动控制技术、全程无氧化保护浇筑技术、连铸坯热送热装技术、转炉高效化冶炼技术、12 孔底枪转炉冶炼技术和转炉自动炼钢技术等。

在轧钢方面，轧制工业控制系统控制技术、AGC 自动控制技术等国内领先，万能轧机 AGC 液压自动控制技术国际领先，CSP（紧凑式钢带生产线）生产过程创造了多项世界第一。通过“重载线路用贝氏体钢轨生产技术”的研究，

包钢实现在钢轨重载领域对高强度与高韧性研究方面的突破，2014 年顺利通过中国铁路总公司组织的 75N 贝氏体钢轨中南通试铺评审，并成功铺设于中国唯一一条 30 吨轴重的中南通，2016 年又进一步推广试铺到中国运量最大的重载线路大秦线上。2014 年随着轨梁厂在线热处理钢轨生产线的建成与投产，2015 年包钢生产的 U75V 60Kg/m 百米热处理钢轨，在呼和浩特试铺一年并通过总重 1.5 亿吨，各项考核指标达到用户要求，2016 年 7 月顺利取得 CRCC 认证证书。

在动力系统方面，公司鼓风机仪控系统 DCS 计算机控制系统在汽轮发电机组上的应用成果获内蒙古自治区科技进步二等奖。公司电力调度自动化系统的运用成果获内蒙古科学技术进步三等奖。

公司通过了 GB/T19001-2000-ISO9001：2000 版质量管理体系认证。公司主要产品低合金高强度结构钢热轧板及钢带、碳素结构钢热轧板及钢带、低中压锅炉用无缝管等 10 多个产品荣获国家冶金产品实物质量“金杯奖”，重轨产品获中国名牌产品称号，无缝钢管被授予 2005 年度国家免检产品。

新产品开发上，针对 4×4 特种越野车方仓开发的 BT700E 高强度钢板，为公司创造了很好的吨钢效益，成为薄板厂宽厚板生产线盈利能力最强的产品。Q345GJ~Q420GJ 高建钢，Q345q、Q370q 桥梁钢，50W1300~50W600 硅钢均已实现稳定供货。07 系列压力容器用钢通过国家容标委的技术评审和生产许可。公司还开发研制了高强度稀土微合金化热采井专用套管 BT100H 和 BT80S 钢级石油套管，并通过了相关的测试。12Cr1MoVG 高压锅炉管于 2016 年 8 月中旬顺利通过东方锅炉股份有限公司材料研究所的评定试验、Q125 石油套管于 2016 年 8 月底在湖北页岩气公司顺利完成首次下井实验、22mm 厚 X80 管线钢于 2016 年 2 月通过测试，在 7 月份中标中石油“陕经四线和中靖线”天然气管线工程，顺利与中石油签订了

2.3 万吨销售合同。

稀土开发方面，国家重点科技支撑计划“包头稀土资源综合利用关键技术研究”，经过“十二五”期间的不断优化，流程改进，药剂优选，最终确定了白云鄂博氧化矿尾矿资源综合利用工艺流程，建成了年处理尾矿 380 万吨资源综合回收生产线，可实现包括铈精矿、钕精矿、萤石精矿、稀土精矿、铁精矿和硫精矿在内的六种原料产品的综合回收，目前生产线的各流程正在调试中。另外，铈精矿冶炼铈钛合金生产技术以及钕精矿中提取 99.9% 高纯氧化钕技术的突破为产业延伸提供了技术支持。

总体来看，公司较强的技术、研发能力为企业中长期发展奠定基础。

5. 环境保护

公司严格执行了包钢集团制定的环境管理制度，建立了健全的环境管理机构、完善的企业环境管理制度和环保档案管理制度，设有专门的环境保护机构、专职环保技术人员和规范的环境监测机构。积极推进清洁生产审核工作，积极引进高效节能环保设备和工艺。公司明确提出打造“特色包钢、绿色包钢、人文包钢”的管理理念。为贯彻上述理念，公司严格落实《固体废弃物污染环境防治法》、《水污染防治法》和《大气污染防治法》，把加快发展与加强资源综合利用、保护环境有机地结合起来，按照科学发展观的要求，努力做到“少索取、多产出、少排废”，积极建设资源节约型和环境友好型企业。经过多年在节能环保方面的投入，相关指标已经大为改善。

公司近年注重生产基础设施及设备的环保改造，并在工艺及原材料选择方面亦重视环保考量。但由于环保新政新规的密集出台、行业监管规定及排放标准的突发性提升及立即执行等，公司仍存在部分生产设施不满足日益严格的环保监管要求。2016—2018 年度，公司因污染物超标排放而被环境保护主管部门处以 10 万元以上罚款的情形共计 56 次，其中罚款金额

为 10 万元的共计 54 次，罚款金额为 25 万元的共计 2 次。公司因其有关污染物超标排放而受到环境保护部门的处罚，公司已针对涉及处罚的相关事项进行了整改。

公司近年注重生产基础设施及设备的环保改造，并在工艺及原材料选择方面亦重视环保考量。近年来，公司主要基础设施环境治理改造、生产系统及设备的环保改造投入，重视生产基础设施及设备的环保技改。2016—2018 年度公司环保技改投资共计 33.73 亿元，主要集中于高炉上料系统、尾矿库环境治理及脱硫脱硝等项目。

总体看，公司已针对涉及处罚的相关事项进行了整改。包钢集团对环境保护重视程度较高，公司作为包钢集团重要子公司，环境因素对公司经营产生不良影响的风险较小，且随着公司循环经济体系建设的推进，有利于公司资源利用效率的提高和生产成本的降低。

6. 安全生产

按照《中华人民共和国安全生产法》《建设工程安全生产管理条例》《安全生产许可证条例》《职业病防治法》《特种设备管理条例》《生产安全事故应急预案管理办法》等法律、法规、政策、条例和行政规定的要求，公司建立健全了以《安全生产管理办法》为核心的安全管理制度。由公司生产部负责公司的安全培训管理。公司各厂厂长为公司安全生产第一责任者，对公司安全文明生产负责，定期主持召开安全生产专题会议，及时解决重大问题，认真组织实施。公司各厂安全管理部门负责公司的安全教育工作，并对车间安全教育与安全技术培训工作进行检查。根据公司生产部下发的培训计划要求，负责公司特种作业人员的培训复审工作。公司各厂安全管理部门在厂安全委员会的指导下检查、监督、指导生产现场安全设施和安全标志实施，并负责公司伤亡事故的调查、审查、核实和统计上报工作。

7. 外部环境

公司是中国西部地区规模最大、产品品种规格最全的钢铁联合企业，是自治区最大的工业企业，多年来在财政、税收、政策等多方面受到自治区和包头市政府的大力支持，自治区、包头市的重点工程在同等条件下优先使用包钢产品。近年来，政府给予包钢股份财税、政策扶持方面的补贴，2016 年公司获得政府补助 7.60 亿元。

总体看，公司作为内蒙古自治区的大型国有企业，在促进地方就业、税收和保持社会稳定方面具有重要的作用；同时，公司享受自治区政策红利，获得大额财政补贴，政府支持强化了公司的综合抗风险能力。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

目前公司党委由 7 名委员组成，董事长李德刚兼任党委书记。公司重大决策事项须经党委会讨论通过，涉及生产经营的事项还需经总经理办公会通过。根据公司章程及交易所的相关规定，需提交董事会、股东大会审议的，由董事会、股东大会审议通过后实施。如有必要，党委会根据需讨论决策的事项具体内容，召集由相关负责人参加的党委扩大会议。

股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事、监事，审议批准年度财务决算方案，资源整合方案等。股东大会确保所有股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。公司董事会由 14 名董事组成，设董事长 1 人，董事 8 人，其中独立董事 5 人。董事会是公司的决策机构，对股东大会负责；在规定的职责范围内行使经

营决策权，并负责公司内部控制体系的建立和监督，对公司内部控制制度的制定和有效执行负责。

监事会是公司的监督机构，监事会由 6 名监事组成，其中 3 名为职工代表。监事会严格按照《公司章程》及《监事会议事规则》等制度履行对公司董事和高管的行为进行监督、检查公司财务、对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、向股东大会提出提案等职权。

从业务独立方面来看，购买包钢集团相关资产后，公司主要业务从钢铁生产的终端业务流程扩大到炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢等完整的钢铁生产业务流程，并拥有完善的能源动力等相关辅助配套设施，减少了与包钢集团的大量关联交易，进一步增强公司业务经营的独立能力。另外，包钢集团的钢铁主业资产注入公司后，公司拥有独立的采购、生产和销售系统，独立制定、执行和完成业务计划。

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；选矿厂、焦化厂、炼铁厂、轨梁厂、钢管公司、薄板厂、长材厂、稀土钢炼铁厂等 20 余个生产经营单位；8 家一级子公司、4 家合营企业和 3 家联营企业。

总体来看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理水平

公司自上市以来，严格按照《公司法》《证券法》等法律法规的规定及建立现代企业制度的要求，致力于内部控制制度的制定、细化和完善，使内部控制制度能更有效地服务于公司的各项经营管理。

从机构独立方面来看，公司设有综合部（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）。以上机构与包钢集团的管理机构从人员、职能、办公场所等方面完全分开，并在公司管理制度规定的职权范围独立行使管理职权。

从财务独立方面来看，公司设立独立财务部门，并建立独立、完整的会计核算体系和财务管理制度，实行月计划、旬安排、日调度，保证资金的合理使用，不存在与包钢集团共用银行账户的情况，也不存在资金存入包钢集团账户的情况。

年度计划制定方面，总经理负责制定公司年度计划，并向董事会汇报，讨论通过后，提交年度股东大会审议批准。总经理负责组织实施审议通过后的年度经营计划，并在年终向董事会汇报生产经营计划完成情况和决算方案。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理办法》，其中规定，对外担保由公司统一管理，未经公司批准，下属子公司及分公司不得对外提供担保，不得相互提供担保，也不得请外单位为子公司提供担保。公司对外担保必须于事前经公司董事会或者股东大会按照其各自的权限审议批准。

高级管理人员考评方面，每年年终，公司薪酬与考核委员会按照绩效评价标准和程序，对高管人员进行绩效评价；根据绩效评价结果及薪酬分配政策提出高管人员的报酬和奖励方式，表决通过后，报董事会审议批准。

质量控制方面，公司认真贯彻落实 ISO9001-2000 版质量管理体系标准，建立健全质量保证体系，强化质量监督管理。公司针对不同顾客需求加强合同评审和产品实现的策划，以满足各类顾客需求，并且对关键工序重点控制和定期监督抽查，采用数理统计技术分析控制，在公司建立了质量信息反馈系统。

整体看，公司法人治理结构基本完善，管理水平较高。

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。

根据公司 2019 年 10 月 1 日披露的《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》，投资人可通过增资还债、收债转股、以股抵债、通过认购标的公司发行的 A 类可转债、通过认购标的公司发行的 B 类可转债 5 种方式参与债转股。首批参与债转股的投资人包括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、自治区基金和标的公司管理层。投资人拟参与的债转股总金额为 77.33 亿元。根据公司 2019 年 12 月 6 日披露的《内蒙古包钢钢联股份有限公司关于债转股投资人资金全部到账的公告》，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、金属公司管理层的资金全部到账，共计 77.35 亿元。

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，联合

资信将持续关注该事项的进程。

若此次债转股实施成功，公司将有效降低债务规模及负债率，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2 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矿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2369.08万吨，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3 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4 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260万吨的年产能规模。

表5 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%。

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。

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6 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7 公司主营业务销售区域分布（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，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

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、铈金属氧化物、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；同时加大选稀后选铈工艺的攻关力度，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、铈精矿的产品，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。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、选铈相关资产。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、萤石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。整体看来，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。

近三年公司财务报表合并范围无重大变化。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。

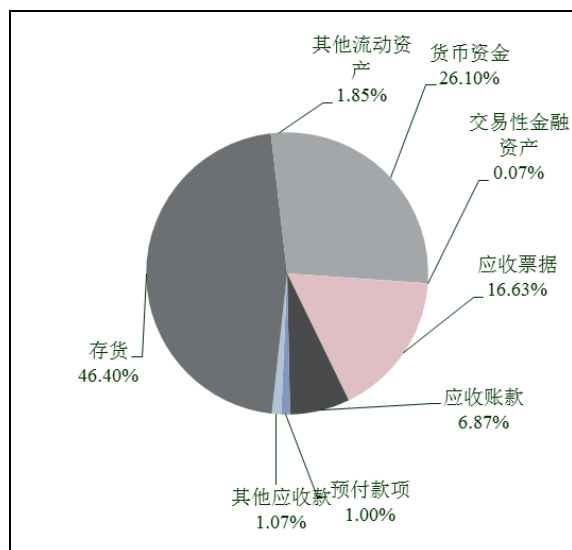
2. 资产质量

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 2017 年底，公司固定资产账面价值为 715.42 亿元，同比增长 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，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，近三年，公司合并资产总额逐年增长，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，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。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 531.94 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

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。

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 2017 年底，公司短期借款 140.50 亿元，同比下降 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 2017 年底，公司其他应付款为 153.23 亿元，同比增加 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，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 2017 年底，公司非流动负债 82.23 亿元，同比下降 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，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 2017 年底，长期借款 32.82 亿元，同比下降 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，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 2017 年底，公司应付债券 20.00 亿元，同比下降 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，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 8 截至 2018 年底公司应付债券明细（单位：元/张、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
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，近三年，公司债务规模逐年增长，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，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，公司费用总额为 62.07 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 9.24%，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，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入量 1.71 亿元；公司投资活动现金净流入量 -8.66 亿元；公司筹资活动现金净流入量 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，公司流动比率波动增长，速动比率持续上升，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。近三年，公司现金类资产/短期债务分别为 0.33 倍、0.40 倍和 0.48 倍。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、64.57 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 10 月 24 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

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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司拟发行 2020 年第一期中期票据，基础发行额度为 5 亿元、发行金额上限为 10 亿元，按发行金额上限计算（以下均按发行金额上限计算），分别占 2019 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 7.04%和 1.89%，本期中期票据的发行对公司整体债务结构有一定影响。

截至 2019 年 3 月底，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%。以公司 2019 年 3 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，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上升至 63.29%、50.34%和 22.24%，公司债务负担仍处合理范围内。考虑到公司本期中期票据部分募集资金用于偿还金融机构借款，公司实际债务比率或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 325.40 亿元、436.85 亿元和 506.99 亿元，分别为本期拟发行中期票据额度的 32.54 倍、43.69 倍和 50.70 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为 64.61 亿元、73.29 亿元和 71.49 亿元，分别为本期中期票据额度的 6.46 倍、7.33 倍和 7.15 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

近三年，公司 EBITDA 分别为 44.74 亿元、64.57 亿元和 94.60 亿元；分别为本期中期票据的 4.47 倍、6.46 倍和 9.46 倍，对本期中期票据保障能力强。

若本期中期票据及“19 钢联 03”“19 包钢联”“19 包钢 MTN001”和“19 包钢 MTN002”全部于同年兑付，公司当年需偿还的债券总额将达 115 亿元，达到单年需偿还债券的峰值（以下简称“峰值偿还额度”）。近三年，公司经营活动产生的现金流入量分别为峰值偿还额度的 2.83 倍、3.80 倍和 4.41 倍；公司 EBITDA 分别为峰值偿还额度的 0.39 倍、0.56 倍和 0.82 倍。公司存在一定的集中兑付压力。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据偿还保障能力强。

十一、结论

公司钢铁主业产品系列较为齐全、规模优势显著。公司作为内蒙古自治区的大型国有企业，在促进地方就业、税收和保持社会稳定方面具有重要的作用；同时，公司享受自治区政

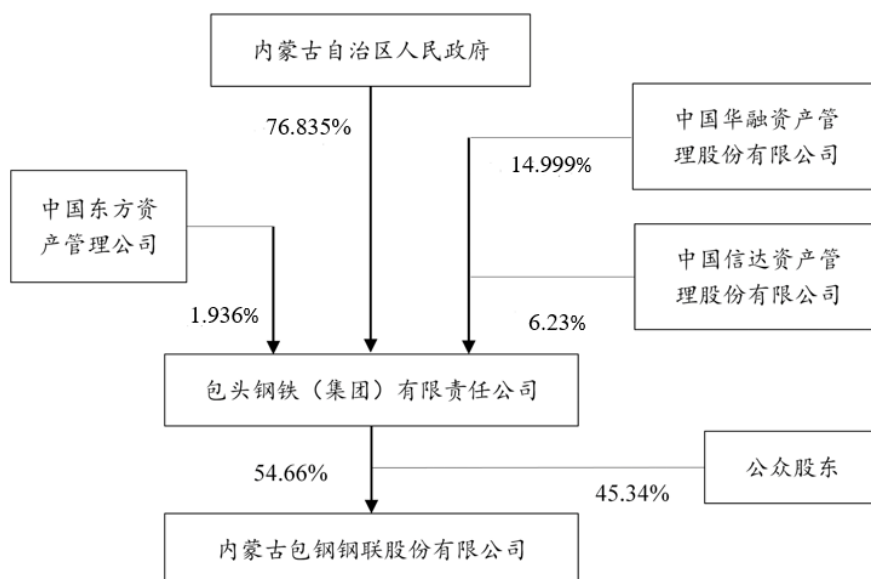
策红利，政府支持强化了公司的综合抗风险能力。近年来，随着钢铁行业景气度回暖，公司钢材量价齐升及尾矿资源的开发利用影响，公司收入及盈利规模大幅增长，经营活动现金流良好。随着公司收购宝山矿业公司白云鄂博资源综合利用工程相关资产，将会加快公司尾矿库资源的开发利用，完善产业链，稀土板块也将成为公司新的业绩增长点。公司资产流动性较弱，存货规模较大，债务结构有待改善，存在一定短期支付压力。

公司经营活动产生的现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据偿还保障能力强。

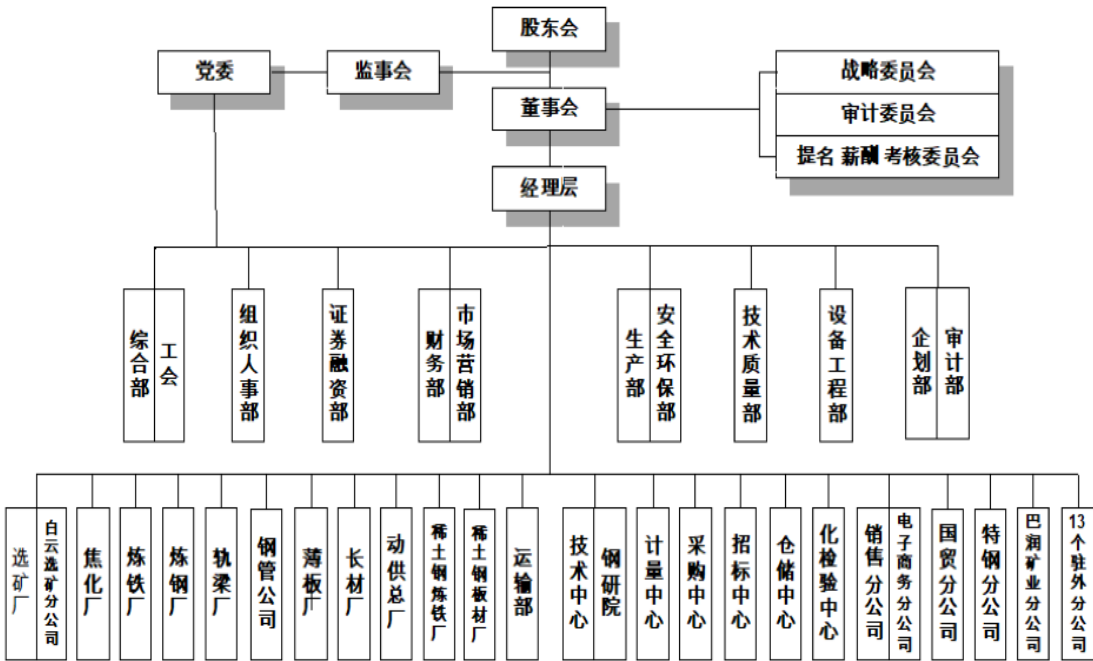
未来随着公司产品结构的优化、资源保障程度的进一步提高和尾矿资源的进一步开发利用，公司盈利状况有望改善，进而对公司信用基本面提供支撑。

综合看，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

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（合并口径）

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 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	98.67	152.97	187.54	138.07
资产总额(亿元)	1405.88	1457.73	1480.14	1423.59
所有者权益(亿元)	475.22	497.01	525.96	530.61
短期债务(亿元)	311.86	387.41	200.05	194.17
长期债务(亿元)	94.19	52.82	128.09	120.69
全部债务(亿元)	406.05	440.22	328.14	314.86
营业收入(亿元)	308.82	533.75	697.45	177.93
利润总额(亿元)	4.93	29.17	38.77	5.78
经营性净现金流(亿元)	64.51	71.37	71.23	2.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.16	8.38	7.84	--
存货周转次数(次)	2.04	2.73	3.24	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.37	0.47	--
现金收入比(%)	99.36	78.38	71.03	54.96
营业利润率(%)	8.06	14.93	13.47	10.17
净资产收益率(%)	0.53	4.31	5.86	--
长期债务资本化比率(%)	16.54	9.61	19.58	18.53
全部债务资本化比率(%)	46.08	46.97	38.42	37.24
资产负债率(%)	66.20	65.90	64.47	62.73
流动比率(%)	39.49	46.08	78.81	76.21
速动比率(%)	21.94	24.59	55.82	52.14
经营现金流流动负债比(%)	7.95	8.12	8.99	--

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
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 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

联合资信评估有限公司关于 内蒙古包钢钢联股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

内蒙古包钢钢联股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

内蒙古包钢钢联股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对内蒙古包钢钢联股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，内蒙古包钢钢联股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注内蒙古包钢钢联股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现内蒙古包钢钢联股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对内蒙古包钢钢联股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如内蒙古包钢钢联股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对内蒙古包钢钢联股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与内蒙古包钢钢联股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。