跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1437 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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发行的“19 包钢联”和“19 钢联 03”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：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级：

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 包钢联	16.80 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2019.05.22
19 钢联 03	33.20 亿元	5(2+2+1)年	AAA	AAA	2019.09.11

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,466.42	1,488.01	1,470.87	1,424.82
所有者权益（亿元）	495.37	526.70	609.81	607.04
长期债务（亿元）	75.03	154.84	173.50	182.85
全部债务（亿元）	463.08	530.30	521.35	524.14
营业收入（亿元）	536.84	671.88	633.97	132.12
净利润（亿元）	20.51	33.30	8.94	-2.65
EBITDA（亿元）	79.16	94.60	68.96	--
经营性净现金流（亿元）	73.29	71.49	-3.87	-13.15
营业利润率（%）	15.08	15.10	11.69	10.58
净资产收益率（%）	4.23	6.52	1.57	--
资产负债率（%）	66.22	64.60	58.54	57.40
全部债务资本化比率（%）	48.32	50.17	46.09	46.34
流动比率（倍）	0.47	0.56	0.61	0.60
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.18	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.22	4.46	3.42	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.58	1.89	1.38	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3. 公司长期应付款计入长期债务核算；4. 2020 年一季度财务数据未经审计，部分指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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”）的跟踪评级，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、原材料供应等方面仍具备竞争优势。公司债转股于2019年10月实施，且参与首批债转股的投资人资金全部到账，公司债务规模和债务负担有所下降。同时，联合评级也关注到公司业绩受钢材和铁矿石波动影响大，2019年，公司净利润规模大幅下降、经营活动现金流量净额由上年的大额净流入转为净流出，以及短期债务占比较高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AAA，评级展望维持“稳定”；维持“19包钢联”和“19钢联03”的债项信用等级为AAA。

优势

1. **规模优势和铁矿石资源优势较大。**公司是西北地区大型上市钢铁企业，跟踪期内，产销规模大，产品品种齐全，铁路用钢轨地位领先，自有矿山为公司铁矿石供应提供一定保障。

2. **债转股实施，债务负担有所下降。**公司债转股于 2019 年 10 月实施，且参与首批债转股的投资人资金全部到账；截至 2019 年末，公司债务规模和债务负担有所下降。

关注

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

2. **关联交易规模大。**公司关联交易规模大，稀土关联交易额变动对公司利润影响大。

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

分析师

周珂鑫　登记编号（R0040218060004）
张文韬　登记编号（R0040219120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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责任公司于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4,558,503.26万元。

截至2020年3月底，公司注册资本仍为4,558,503.26万元，包钢集团为公司的控股股东（持股比例为54.54%），内蒙古自治区人民政府为公司实际控制人。截至2020年4月28日，包钢集团共质押公司股票1,153,413.40万股，占其持有总额的46.39%。

跟踪期内，公司经营范围仍以钢铁产品的生产和销售为主；公司组织机构未发生重大变动。截至2019年末，纳入合并范围子公司9家；拥有在册员工28,041人。

截至2019年末，公司合并资产总额1,470.87亿元，负债合计861.05亿元，所有者权益609.81亿元，其中归属于母公司所有者权益527.08亿元。2019年，公司实现营业收入633.97亿元，净利润8.94亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润6.68亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.87亿元，现金及现金等价物净增加额6.48亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,424.82亿元，负债合计817.78亿元，所有者权益607.04亿元，其中归属于母公司所有者权益523.66亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入132.12亿元，净利润-2.65亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.24亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.15亿元，现金及现金等价物净增加额-26.81亿元。

公司注册地址：内蒙古自治区包头市昆区河西工业区；法定代表人：李德刚。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于2019年8月发行“内蒙古包钢钢联股份有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”（债券简称：“19包钢联”，债券代码“155638.SH”），债券信息如下表所示。“19包钢联”所募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用。

公司于2019年9月发行“内蒙古包钢钢联股份有限公司2019年公开发行公司债券（第二期）品种二”（债券简称：“19钢联03”，债券代码“155712.SH”），债券信息如下表所示。“19钢联03”所募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用。

表1　本次跟踪评级受评债券概况（单位：亿元、%、年）

债券简称	债券代码	起息日期	发行规模	票面利率	发行期限	到期日
19包钢联	155638.SH	2019-08-22	16.80	6.38	5(3+2)	2024-08-22

19 钢联 03	155712.SH	2019-09-20	33.20	5.92	5（2+2+1）	2024-09-20

资料来源：联合评级整理

“19 包钢联”附第 3 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；“19 钢联 03”附第 2 年末和第 4 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

跟踪期内，“19 包钢联”和“19 钢联 03”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务属于钢铁行业，行业分析围绕钢铁行业展开。

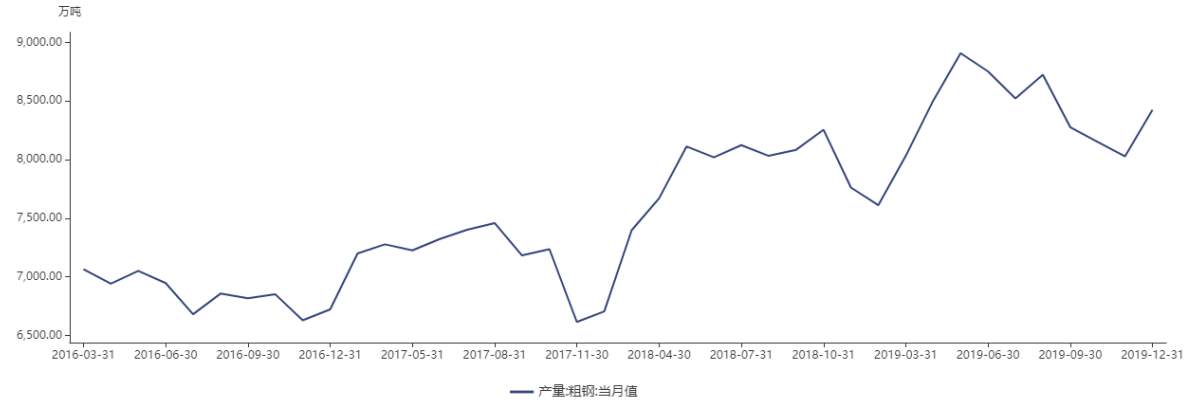
1．行业概况

近几年，随着钢铁行业供给侧改革及地条钢取缔政策的实施，产能过剩情况有所改善，钢铁价格大幅回升。2019 年，由于产量增加、库存高企，主要钢材品种价格下降，但相比供给侧改革前仍处于较高水平。2020 年，新冠疫情短期内对钢铁行业景气度造成一定冲击。

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%。2019 年，国内粗钢和钢材产量分别达到 9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 7.3%和 9.8%，增速同比上升 0.7 个和 1.3 个百分点。

图 1　国内粗钢产量情况



资料来源：Wind

从钢材价格来看，以 Myspic 综合钢价指数[1]为例，2010－2015 年，钢材价格累计下跌 56.56%。

[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

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%。随后钢材价格在高位震荡后快速下行，Myspic 综合钢价指数于 2018 年 11 月 28 日跌至 139.60 点。受冬季限产影响，钢材价格震荡上行至 2019 年 5 月，而后整体呈下行趋势。截至 2019 年底，国内螺纹钢（HRB400 20mm）均价下跌至 3,833.00 元/吨，较年初下降 2.53%；螺纹钢价格自 2017 年 12 月中旬上涨至阶段性的高位后持续波动下跌至今，已累计下跌约 20%。2020 年初，新冠肺炎疫情导致春节后钢铁下游复工进度缓慢，下游需求减少，叠加交通运输不畅等原因，主要钢材品种价格均出现下降趋势。新冠疫情在短期内对钢铁需求造成明显冲击。

图 2　国内主要钢材品种价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2. 上游供给

钢铁行业主要原材料为铁矿石，2019 年上半年铁矿石价格大幅上升，对钢铁企业盈利水平产生不利影响。由于煤炭行业供给侧改革的推行，焦炭和煤炭价格处于高位，加大了国内钢铁行业的成本控制压力。

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。

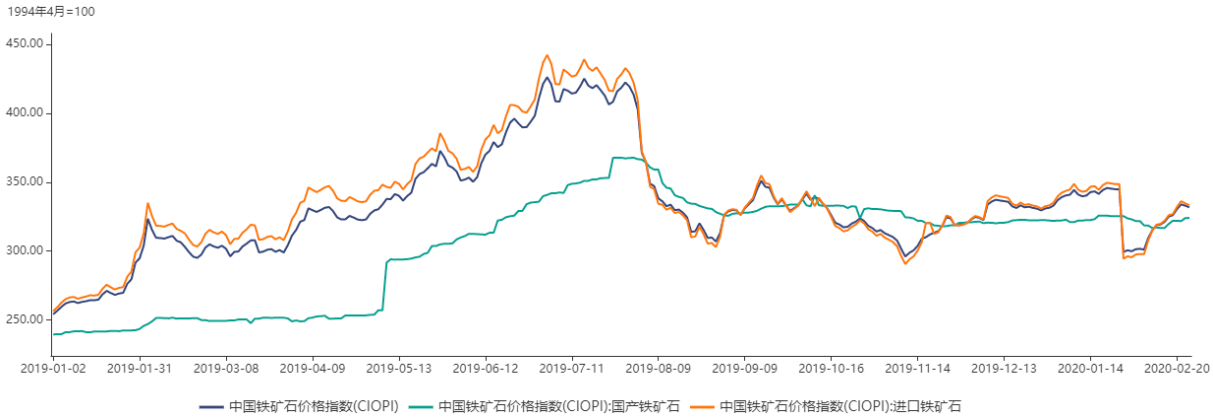
我国铁矿石的对外依存度呈上升趋势，2015 年，国内铁矿石对外依存度首次突破 80%，达到了 83.57%。受海外矿山扩产以及国内钢铁企业所需铁矿石品位提升影响，国内铁矿石对外依存度进一步攀升。根据中钢协统计，2016－2018 年，我国铁矿石进口量分别为 10.24 亿吨、10.75 亿吨和 10.64 亿吨。全球 75%的高品位铁矿石产量和贸易量都集中在巴西淡水河谷公司（以下简称“淡水河谷”）、力拓集团、必和必拓公司、Fortescue Metals Group.Ltd（以下简称“FMG”）四大国际矿业巨头手中，资源高度垄断给铁矿石自给率不高的钢铁企业造成较大成本压力。

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。2016－2018 年，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。2019 年上半年，受到淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，铁矿石价格持续上升。2019 年 7 月初，进口铁矿石价格指数上至 442.47，较年初的 254 大幅上升。

由于国外矿山陆续复工影响，进口铁矿石价格开始下降，2019 年底进口铁矿石价格指数下降至334.43。铁矿石价格的快速上升对钢铁企业成本控制造成较大压力，并进而易对钢铁企业盈利水平产生明显不利影响。

2019 年初，国内港口铁矿石库存较上年底小幅上升，2019 年 3 月，主要港口铁矿石库存维持1.47 亿吨水平。4 月后，冬季采暖季限产结束，高炉逐步复产，铁矿石补库需求增加，叠加淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，国外矿山发货量不足、供应放缓，国内港口库存持续下降，6 月底国内港口铁矿石库存快速下降至 1.16 亿吨，较上年同期下降 25.77%。

图 3　铁矿石价格走势情况



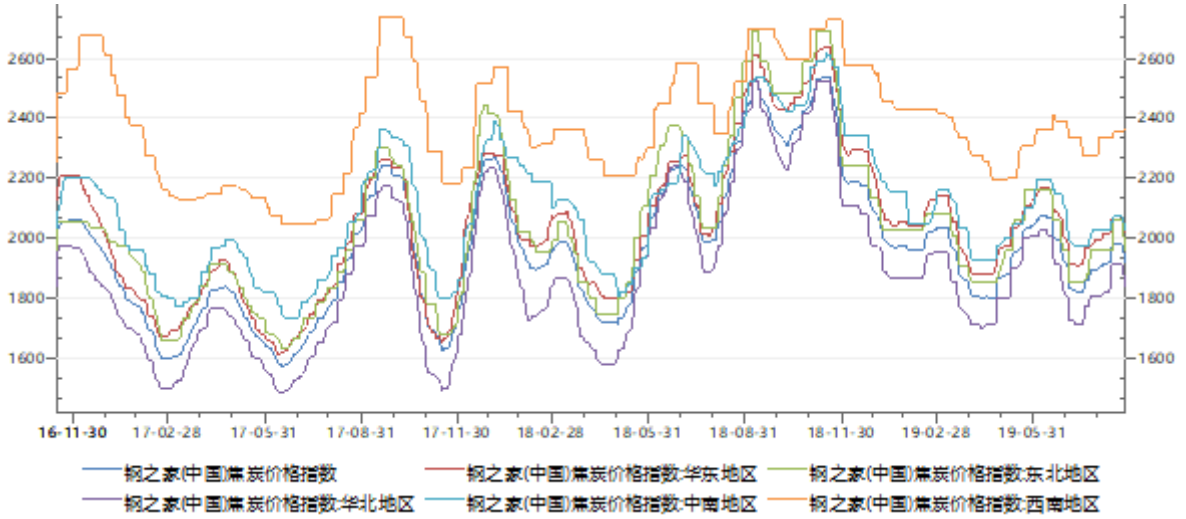
资料来源：Wind

（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。自 2017 年，焦炭价格处于高位震荡，对钢铁企业成本控制带来一定压力。2018－2019 年，焦炭价格震荡下行，但整体仍维持高位。

图 4　焦炭价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

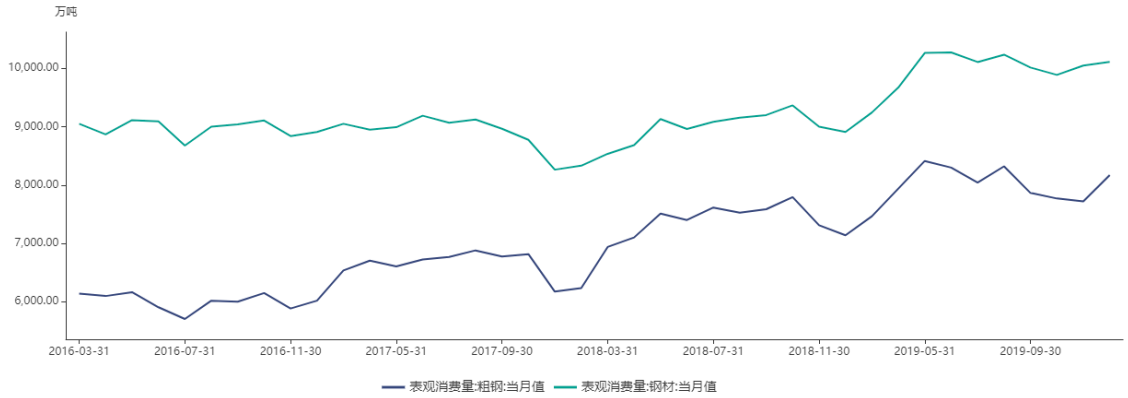
3. 下游需求

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

（1）钢铁消费总量

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。2016 年以来，随着钢铁行业下游回暖，2016－2018 年，我国月均粗钢表观消费量为 6,008.93 万吨、6,622.42 万吨和 7,392.95 万吨；月均钢材表观消费量为 8,970.16 万吨、8,870.97 万吨和 9,002.63 万吨。2019 年，我国月均粗钢和钢材表观消费量分别为 8,000.87 万吨和 9,986.19 万吨，较上年分别上升 8.22%和 10.93%。

图 5　我国粗钢和钢材表观消费量情况（单位：万吨）



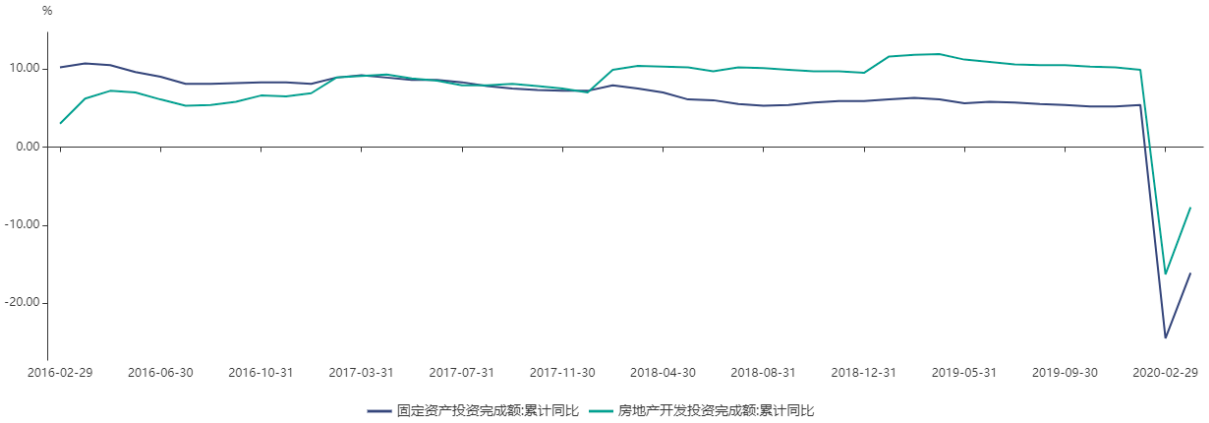
资料来源：Wind

（2）下游行业需求情况

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。

2016－2018 年，我国固定资产投资完成额逐年增长，分别为 59.65 万亿元、63.17 万亿元和 63.56 万亿元，同比增速分别为 8.10%、7.20%和 5.90%，增速逐年下降。2016－2018 年，房地产投资完成额分别为 10.26 万亿元、10.98 万亿元和 12.02 万亿元，同比增速分别为 6.90%、7.00%和 9.50%，增速逐年上升。2019 年，全国固定资产投资（不含农户）55.15 万亿元，同比增长 5.40%，增速同比下降 0.50 个百分点；房地产开发投资累计完成额 13.22 万亿元，同比增长 9.90%，增速同比上升 0.40 个百分点。2020 年一季度，受新冠疫情停工影响，全国固定资产投资完成额和房地产开发投资累计完成额同比下降 16.10%和 7.70%。

图 6　我国固定资产投资完成额及房地产开发投资完成额累计同比（单位：%）



资料来源：Wind

4. 行业竞争

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，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。

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。为提升钢铁行业集中度，国家陆续发布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。

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。位于沿海区域以及主要消费地的钢铁企业，在铁矿石以及钢材运输成本方面有一定优势；产品结构有领先优势的钢铁企业，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。

5. 行业政策

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、协调和可持续健康发展。

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、协调和可持续健康发展。

2016 年 2 月，国务院印发的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》公布，中央将着眼于推动钢铁行业供给侧结构性改革。在近几年，淘汰落后钢铁产能的基础上，用 5 年时间再压减粗钢产能 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 2　钢铁行业供给侧改革相关行业政策

发布部门	发布时间	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产能实现脱困发展的意见》
国土部	2016 年 3 月	《国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
环保部	2016 年 5 月	《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》
国家质检总局	2016 年 4 月	《关于化解钢铁行业过剩产能实现脱困发展的意见》
人社部和发改委等七部门	2016 年 4 月	《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》
国家发改委	2017 年 5 月	《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》
国家发改委等六部门	2018 年 4 月	《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》
国家发改委等三部门	2019 年 5 月	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
国家发改委、工信部	2020 年 1 月	《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》

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。

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。

2020 年 1 月，国家发展改革委办公厅、工业和信息化部办公厅发布《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》，明确各地区自 2020 年 1 月 24 日起，不得再公示、公告新的钢铁产能置换方案，不得再备案新的钢铁项目。各地区要全面梳理 2016 年以来备案的钢铁产能项目（中央钢铁企业项目由所在地一并梳理），并开展自查自纠，确保项目符合安全、环保、能耗、质量、用地、产业政策和产能置换等相关要求，其中已投产的要确保被置换产能全部拆除到位。以上相关要求不落实的，已投产的项目要责令立即停产整顿，整顿不到位不得复产；已开工的项目要责令立即停建整顿，在整顿到位前不得继续建设。尚未开工的项目一律暂停建设，在确认以上相关要求落实到位前不得开工。

6. 行业关注

（1）煤炭价格上涨压力

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，给钢铁企业的成本控制带来一定压力。

（2）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，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）新冠肺炎疫情对钢铁行业的影响

2020 年，新冠肺炎导致一季度钢铁下游需求不足，钢材累库情况严重，钢材价格下降，在短期内对钢铁行业造成一定冲击。二季度随着下游企业复工复产，钢材去库存速度明显提升，但钢铁行业的供需和价格变动趋势仍需要持续关注宏观经济调节政策的落地情况。

7. 未来发展

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。

（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。

四、管理分析

公司核心管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

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

公司业务以钢材的生产和销售为主。2019年，公司营业收入633.97亿元，较上年下降5.64%，主要系部分钢材品种收入下降所致；公司主营业务收入占营业收入的99.01%，公司主营业务突出。2019年，受铁矿石价格上涨、钢材价格走弱，以及其他业务中的稀土精矿销量、销售均价下降影响，公司实现营业利润13.77亿元，较上年下降67.62%；实现净利润8.94亿元，较上年下降73.15%。

从主营业务收入构成来看，板材仍是公司最大的收入来源，2019年，其收入占公司主营业务收入的52.43%；管材、型材、线棒材和其他收入占比较为平均。2019年，公司管材收入保持稳定；板材、型材和线棒材销售收入较上年分别下降7.05%、19.03%和8.10%，主要系钢材价格下降所致。公司其他板块业务主要包括稀土销售、钢坯销售和焦化副产品销售，2019年，公司其他收入较上年增长11.71%，主要系进口铁矿石贸易收入增加所致。

表 3　公司主营业务收入构成以及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
管材	60.42	11.35	11.23	75.16	11.30	11.72	75.98	12.10	15.20
板材	274.24	51.50	10.40	354.05	53.24	10.52	329.10	52.43	10.03
型材	61.54	11.55	17.25	73.11	10.99	15.22	59.20	9.43	13.31
线棒材	61.94	11.63	12.80	92.88	13.97	13.48	85.36	13.60	9.98
其他	74.42	13.97	36.76	69.87	10.51	46.63	78.05	12.44	23.13
合计	**532.55**	**100.00**	**15.25**	**665.06**	**100.00**	**15.38**	**627.68**	**100.00**	**12.59**

资料来源：公司提供，联合评级整理

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

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

2. 钢铁主业

（1）生产

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

产能方面，截至 2019 年末，管材、板材、型材和线棒材的产能分别为 164 万吨/年、1,034 万吨/年、207 万吨/年和 273 万吨/年，由于统计口径原因较上年末略有变动。产量方面，公司以销定产，管材和型材产量较上年同比下降 4.19%和 12.25%，其中型材产量下降较为明显主要系轨梁厂 2 号线于年内进行大规模检修所致；板材和线棒材产量较上年同比增长 2.56%和 10.14%。

表 4　公司钢铁板块产品生产情况

产品	指标	2017 年	2018 年	2019 年
管材	产能（万吨/年）	177	177	164
	产量（万吨）	142.28	157.16	150.58
	产能利用率（%）	80.38	88.79	91.82
板材	产能（万吨/年）	970	970	1,034
	产量（万吨）	784.82	853.89	875.76
	产能利用率（%）	80.91	88.03	84.70
型材	产能（万吨/年）	210	210	207
	产量（万吨）	167.99	172.86	151.69
	产能利用率（%）	80.00	82.31	73.28
线棒材	产能（万吨/年）	260	260	273
	产量（万吨）	207.48	248.15	273.32
	产能利用率（%）	79.80	95.44	100.12

资料来源：公司提供

产能利用率方面，2019 年，公司管材和线棒材产能利用率较上年有所上升，板材和型材产能利用率较上年有所下降且处于一般水平。

（2）采购

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

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

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

表 5　公司铁矿石采购情况（单位：万吨、元/吨）

供应来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
自供	439.87	426.61	339.81	413.93	447.85	520.04
国内采购	672.94	427.92	656.74	593.64	824.68	707.28
国外进口	990.76	640.18	1,372.53	598.30	962.34	750.28
合计	**2,103.57**	**527.62**	**2,369.08**	**570.56**	**2,234.87**	**688.27**

资料来源：公司提供

煤炭与焦炭采购方面，2019 年，煤炭采购量较上年增长 8.33%，采购均价较上年上升 13.05%；焦炭采购量下降 23.21%，采购均价较上年下降 1.08%。

表 6　公司煤炭采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2017 年	2018 年	2019 年
煤炭	采购量	1,277.42	1,252.62	1,356.96
	采购均价	1,170.44	1,044.92	1,181.25
焦炭	采购量	199.42	249.39	191.50
	采购均价	1,540.34	1,767.08	1,748.01

资料来源：公司提供

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，2019 年，前五名供应商采购额占年度采购总额 26.34%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额 21.17%。公司采购集中度不高，但关联方采购规模较大。

（3）销售

2019 年，公司主要钢材品种销售价格有所下降，型材销量下降明显。

公司已经形成了以包头为中心，辐射全国的营销网络。销量方面，2019 年，公司管材和板材销量较上年分别增长 2.64%和 3.66%；型材销量较上年下降 15.72%，主要系下游需求下降、公司型钢产线维修以及公司调整产品结构所致；线棒材销量较为稳定。

销售均价方面，2019 年，公司管材销售均价较为稳定，板材、型材和线棒材销售均价较上年下降 10.33%、3.92%和 7.62%，主要系市场供给增加以及需求疲软所致。产销率方面，由于公司实行以销定产，钢材产品产销率均处于较高水平。

表 7　公司钢材产品销售情况

产品	指标	2017 年	2018 年	2019 年
管材	销售量（万吨）	135.69	160.54	164.78
	销售均价（元/吨）	4,452.91	4,681.65	4,610.95
	产销率（%）	95.37	102.15	109.43
板材	销售量（万吨）	779.80	867.68	899.47
	销售均价（元/吨）	3,516.79	4,080.42	3,658.76
	产销率（%）	99.36	101.61	102.71
型材	销售量（万吨）	165.79	177.26	149.39
	销售均价（元/吨）	3,711.58	4,124.16	3,962.61
	产销率（%）	98.69	102.55	98.48

线棒材	销售量（万吨）	185.15	259.10	257.75
	销售均价（元/吨）	3,345.27	3,584.71	3,311.59
	产销率（%）	89.24	104.41	94.30

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。

3. 稀土精矿业务

2019 年，公司稀土精矿收入仍全部来自关联交易，销量和交易价格有所下降，稀土销售实现净利润下降明显；若未来稀土价格进一步下降，可能对公司稀土板块盈利规模产生不利影响。

公司稀土精矿全部销售给关联方中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司（以下简称“北方稀土”），根据北方稀土的需求确定生产量。2019 年，公司稀土精矿产能为 33.00 万吨/年，较上年下降 7 万吨/年，主要系统计口径变动所致；产量较上年下降 25.49%，销量较上年下降 40.04%。2019 年，稀土精矿销售实现净利润 9.77 亿元，较上年的 21.09 亿元下降明显。

根据公司与北方稀土签订的《稀土精矿供应合同》约定，在综合考虑碳酸稀土市场价格，扣除碳酸稀土制造费用及行业平均利润，同时考虑加工收率及稀土精矿品质要求等因素基础上确定，自 2019 年 1 月 1 日起稀土精矿交易价格为 12,600 元/吨（不含税），较上年有所下降。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	2019 年
产能（万吨/年）	30.00	40.00	33.00
产量（万吨）	16.24	27.30	20.34
产能利用率（%）	54.14	68.25	61.64
销售量（万吨）	17.60	27.20	16.31
销售均价（元/吨）	13,767.00	14,000.00	12,600.00

资料来源：公司提供

4. 关联交易

公司关联交易规模较大，关联交易严格执行相关交易合同。

公司与集团公司及其子公司在原材料、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。

2019 年，公司向关联方采购商品、接受劳务产生的关联交易金额 148.22 亿元，主要为向内蒙古包钢庆华煤化工有限公司采购非炼焦煤和焦炭、向包钢集团采购铁矿石、溶剂料等，占当期营业成本的 26.83%；公司向关联方销售商品、提供劳务产生的关联交易金额 146.07 亿元，主要为向包港展博国际商贸有限公司销售钢材、向内蒙古包钢庆华煤化工有限公司销售焦煤、板材、向北方稀土销售稀土精矿等，占当期营业收入的 23.04%。

公司关联交易规模较大，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。

5. 经营效率

2019 年，公司经营效率略有下降，存货周转率较低。

2019 年，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 18.06 次、2.70 次和 0.43 次，较上年的 19.08 次、2.81 次和 0.45 次略有下降。

表 9　2019 年同行业公司经营效率指标（单位：次）

证券简称/公司名称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
华菱钢铁	31.49	11.63	1.36
中天钢铁集团有限公司	108.58	7.94	1.63
江苏永钢集团有限公司	27.72	8.67	1.23
包钢股份	**20.44**	**2.72**	**0.43**

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 数据
资料来源：Wind

6．重要事项

公司债转股事项实施，有利于公司降低负债率，降低财务成本，有利于增强公司盈利能力，降低风险，提升公司业绩，实现“三去一降一补”的目标。2019 年，内蒙古包钢金属制造有限责任公司未达到承诺净利润，公司进行现金补偿，联合评级将持续关注其业绩承诺实现情况。

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

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

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

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

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

在交割审计基准日后 36 个月内，经投资人与包钢股份协商一致，可选择资本市场实现投资人持有的标的公司股权退出。当触发任一回购条件时，除经投资人另行书面同意外，投资人有权要求包

钢集团或其指定的第三方按照回购价格计算标准受让投资人所持有的标的公司股权（包括已转股的A类可转债及B类可转债）、受让未进行可转债转股的A类可转债及未进行可转债转股的B类可转债。在投资人持有标的公司股权期间，若标的公司在支付投资人的分红后仍有盈余资金及股东会决议减资退出的，则标的公司需进行减资，并协调债权人落实减资事宜。依据上述原则制定减资方案，股东会对该等方案进行表决时，则包钢股份应在标的公司股东会上投赞成票。

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

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

截至2019年末，金属制造公司实际完成净利润9.71亿元，承诺净利润14.1亿元，差额4.39亿元。公司从资本公积中以现金的方式对全部投资者补偿4.39亿元，其中公司享有3.19亿元，少数股东享有1.2亿元。金属制造公司按照协议规定将相应业绩承诺款项以吸收投资款方式计入资本公积。

7．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2019年钢材价格走弱，未来国际国内经济增长情况及钢铁上、下游行业发展存在不确定性，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。2019年上半年受淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，铁矿石价格明显上升。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9月30日期间，公司收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、污染源自动监控设备未按规定正式投入使用等所致，公司已针对该等事项进行整改。根据包头市生态环境局昆都仑区分局以及包头市生态环境局分别于2019年11月22日及2020年1月23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。

8．未来发展

公司经营战略围绕钢铁主业展开，有利于公司未来发展。

2020 年，公司制定工作目标为：粗钢产量突破 1,560 万吨，实现营业收入 594 亿元，实现利润 3 亿元。

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

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

六、财务分析

公司提供的 2019 年财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具了标准无保留审计意见。2020 年一季度财务数据未经审计。2019 年，公司合并范围通过新设新增 1 家子公司、通过处置股权减少 1 家子公司。总体看，公司合并范围变动不大，涉及子公司规模较小且主营业务未发生改变，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,470.87 亿元，负债合计 861.05 亿元，所有者权益 609.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益 527.08 亿元。2019 年，公司实现营业收入 633.97 亿元，净利润 8.94 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.48 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,424.82 亿元，负债合计 817.78 亿元，所有者权益 607.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 523.66 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 132.12 亿元，净利润-2.65 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.24 亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.15 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.81 亿元。

1．资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模较为稳定，公司资产构成以非流动资产为主，符合行业特点。流动资产中，货币资金和存货规模较大，但货币资金受限比例较高，存货未来可能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。整体看，公司资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,470.87 亿元，较年初下降 1.15%，较年初变化不大。其中，流动资产占 28.09%，非流动资产占 71.91%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

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

货（占 48.06%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 117.71 亿元，较年初增长 0.56%，较年初变化不大；货币资金中有 58.86 亿元受限资金，受限比例为 50.00%，主要为银行承兑汇票及短期借款保证金等。截至 2019 年末，公司应收账款 31.24 亿元，较年初增长 1.45%，较年初变化不大。应收账款余额账龄以 1 年以内为主（占 95.54%），累计计提坏账 3.83 亿元；应收账款前五大欠款方合计余额为 15.38 亿元，占比为 43.86%，集中度较高。截至 2019 年末，公司应收款项融资 29.23 亿元，为公司需要将一部分票据进行背书或贴现，将部分票据分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。截至 2019 年末，存货账面价值 198.56 亿元，较年初下降 4.56%；存货主要由原材料（占 54.03%）和库存商品（占 25.97%）构成，累计计提跌价准备 0.98 亿元。考虑到铁矿石、钢材价格波动，公司存货或存在跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 1,057.67 亿元，较年初增长 1.74%，公司非流动资产主要由固定资产（占 64.75%）和其他非流动资产（占 30.28%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值 684.82 亿元，较年初下降 2.00%，较年初变化不大；固定资产主要由房屋及建筑物、通用设备和专用设备构成，累计计提折旧 494.43 亿元；固定资产成新率 58.16%，成新率一般。其他非流动资产 320.29 亿元，较年初增长 7.80%，主要系稀土尾矿资源增加所致。

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

表 10　截至 2019 末公司所有权或使用权受限资产情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司年报，联合评级整理

2. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债和债务规模均有所下降，债务负担有所减轻，但公司债务中短期债务占比较高，与其重资产结构不匹配。

截至 2019 年末，公司负债总额 861.05 亿元，较年初下降 10.43%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 79.03%，非流动负债占 20.97%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债 680.46 亿元，较年初下降 14.81%，主要系短期借款、应付账款和应付票据减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 18.32%）、应付票据（占 18.59%）、应付账款（占 33.10%）、预收款项（占 8.32%）和一年内到期的非流动负债（占 14.21%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 124.63 亿元，较年初下降 22.83%，主要系公司偿还借款所致；公司短期借款主要由信用借款（占 68.56%）、保证借款（占 19.60%）和质押借款（占 11.72%）构成。

截至 2019 年末，公司应付票据 126.52 亿元，较年初下降 27.62%，主要系票据结算方式减少所致。截至 2019 年末，公司应付账款 225.25 亿元，较年初下降 17.15%，主要系应付货款减少所致。

截至2019年末，公司预收款项56.63亿元，较年初下降28.44%，主要系公司要求降低商品库存、加快结算所致。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债96.70亿元，较年初增长146.97%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。

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

截至2019年末，公司长期借款12.05亿元，较年初下降80.29%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期借款主要由信用借款（占68.65%）和质押借款（占29.23%）构成。从期限分布看，2021年到期的5.57亿元、2022年到期3.45亿元、2023年及以后到期3.03亿元，长期借款集中偿付压力小。

截至2019年末，应付债券140.91亿元，较年初增长110.51%，主要系公司当期新发行公司债券所致。从期限分布看，2021年到期2.50亿元、2022年到期21.00亿元、2023年到期8.86亿元、2024年及以后到期105.00亿元，2021－2023年应付债券集中到期压力一般。

截至2019年末，公司长期应付款20.54亿元，较年初下降23.20%，主要系部分应付融资租赁款转入一年内到期的非流动负债所致；其中11.78亿元于2021年到期。

截至2019年末，公司全部债务521.35亿元，较年初下降1.69%，较年初变化不大。其中，短期债务占66.72%、占比较年初下降4.08个百分点，长期债务占33.28%，以短期债务为主。截至2019年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.54%、46.09%和22.15%，较年初分别下降6.06个百分点、下降4.08个百分点和下降0.57个百分点。

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

（2）所有者权益

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

截至2019年末，公司所有者权益为609.81亿元，较年初增长15.78%，主要系公司实施市场化债转股、吸收投资导致少数股东权益大幅增长，以及未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为86.43%，少数股东权益占比为13.57%，少数股东权益占比较年初上升13.19个百分点。归属于母公司所有者权益527.08亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占86.49%、2.43%和8.18%。归属于母公司所有者权益结构稳定性好。

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

3. 盈利能力

2019年，公司收入规模有所下降，受铁矿石价格上涨、钢材价格走弱，以及稀土精矿销量和销售均价下降影响，公司净利润规模大幅下降。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司净利润亏损。

2019 年，公司实现营业收入 633.97 亿元，较上年下降 5.64%，主要系部分钢材品种收入下降所致。营业成本为 552.44 亿元，较上年下降 2.44%，较上年变化不大。2019 年，受铁矿石价格上涨、钢材价格走弱，以及稀土精矿销量和销售均价下降影响，公司实现营业利润 13.77 亿元，较上年下降 67.62%；实现净利润 8.94 亿元，较上年下降 73.15%，

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 61.87 亿元，较上年下降 1.59%，较上年变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 39.18%、21.95%、0.96%和 37.91%。其中，销售费用为 24.24 亿元，较上年增长 5.12%；管理费用为 13.58 亿元，较上年下降 2.80%；研发费用为 0.59 亿元，较上年下降 26.45%；财务费用为 23.46 亿元，较上年下降 6.30%。2019 年，公司费用收入比为 9.76%，较上年提高 0.40 个百分点。

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

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 11.69%，较上年下降 3.41 个百分点；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.66%、2.30%和 1.57%，较上年分别下降 2.75 个百分点、下降 2.00 个百分点和下降 4.94 个百分点。公司各盈利指标有所下降。

表 11　2019 年同行业公司盈利指标（单位：%）

证券简称/公司名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
华菱钢铁	13.52	11.02	19.20
中天钢铁集团有限公司	6.88	7.36	13.97
江苏永钢集团有限公司	12.32	11.12	20.99
包钢股份	**12.86**	**2.49**	**1.27**

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 数据
资料来源：Wind

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

4. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流由净流入转为净流出，无法覆盖投资活动资金需求，且公司短期债务规模较大，公司仍存在一定资金周转压力。

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

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 0.13 亿元，较上年下降 98.41%，主要系上年公司出售 3 套万立制氧机收到的现金增加所致；投资活动现金流出 19.64 亿元，较上年下降 20.54%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 19.51 亿元，净流出规模较上年增长 18.98%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 501.81 亿元，较上年增长 14.83%，主要系

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

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

5. 偿债能力

公司偿债能力指标表现较弱，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，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率由年初的 0.56 倍和 0.30 倍分别提高至 0.61 倍和提高至 0.32 倍，流动资产对流动负债的保障程度较低。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.51 倍下降至 0.44 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较低。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 68.96 亿元，较上年下降 27.11%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 48.63%）、计入财务费用的利息支出（占 29.25%）、利润总额（占 20.16%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.46 倍下降至 3.42 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍下降至 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2019 年末，公司无对外担保，无重大未决诉讼。

截至2019年末，包钢股份在各商业银行及包钢财务公司获得综合授信共计404.75亿元，已使用额度为281.31亿元，未使用额度为123.44亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

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 2020 年 1 月 9 日，公司无未结清不良信贷信息；已结清信贷中，有 4 笔关注类贷款和 19 笔欠息，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，欠息主要系银行系统等原因造成、非公司主观故意造成。

6. 母公司财务分析

母公司单体财务数据方面，公司本部资产和净资产规模大，负债仍以流动负债为主。2019 年，公司本部净利润微亏，经营活动现金由上年的大额净流入转为净流出。

截至2019年末，母公司资产总额1,384.85亿元，较年初下降6.44%。其中，流动资产515.02亿元（占37.19%），非流动资产869.83亿元（占62.81%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占18.41%）、应收账款（占10.49%）、应收款项融资（占5.61%）、其他应收款（合计）（占26.32%）和存货（占33.59%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占26.14%）、固定资产（占34.04%）和其他非流动资产（占36.16%）。截至2019年末，母公司货币资金为94.81亿元。

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

截至2019年末，母公司所有者权益为522.80亿元，较年初下降0.60%。其中，实收资本为455.85

亿元（占87.19%）、资本公积合计25.59亿元（占4.89%）、未分配利润合计26.76亿元（占5.12%）、盈余公积合计12.33亿元（占2.36%）。

2019年，母公司营业收入为630.75亿元，同比下降9.56%；净利润为-0.02亿元，由上年的30.81亿元转为亏损。

2019年，母公司经营活动现金净流出8.53亿元，由上年的净流入71.23亿元转为净流出；投资活动现金净流出16.45，较上年变动不大；筹资活动现金净流入12.03亿元。

七、公司债券偿还能力分析

公司现金类资产、净资产、EBITDA 和经营活动现金流入对“19 包钢联”和“19 钢联 03”本金覆盖程度高，同时，作为西北地区大型上市钢铁生产企业，公司钢铁产业链完整、钢材品种齐全、规模优势突出，公司对“19 包钢联”和“19 钢联 03”的偿还能力极强。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产（含应收款项融资）为 154.77 亿元，为“19 包钢联”和“19 钢联 03”本金（50.00 亿元）的 3.10 倍，公司现金类资产对“19 包钢联”和“19 钢联 03”本金的覆盖程度较高；截至 2019 年末，公司净资产为 609.81 亿元，为“19 包钢联”和“19 钢联 03”本金（50.00 亿元）的 12.20 倍，公司净资产对“19 包钢联”和“19 钢联 03”本金的覆盖程度很高。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 68.96 亿元，为“19 包钢联”和“19 钢联 03”本金（50.00 亿元）的 1.38 倍，公司 EBITDA 对“19 包钢联”和“19 钢联 03”本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 593.49 亿元，为“19 包钢联”和“19 钢联 03”本金（50.00 亿元）的 11.87 倍，公司经营活动产生的现金流入对“19 包钢联”和“19 钢联 03”本金的覆盖程度很高。

八、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、原材料供应等方面仍具备竞争优势。公司债转股于2019年10月实施，且参与首批债转股的投资人资金全部到账，公司债务规模和债务负担有所下降。同时，联合评级也关注到公司业绩受钢材和铁矿石波动影响大，2019年，公司净利润规模大幅下降、经营活动现金流量净额由上年的大额净流入转为净流出，以及短期债务占比较高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AAA，评级展望维持“稳定”；维持“19包钢联”和“19钢联03”的债项信用等级为AAA。

附件1 内蒙古包钢钢联股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,466.42	1,488.01	1,470.87	1,424.82
所有者权益（亿元）	495.37	526.70	609.81	607.04
短期债务（亿元）	388.05	375.46	347.85	341.29
长期债务（亿元）	75.03	154.84	173.50	182.85
全部债务（亿元）	463.08	530.30	521.35	524.14
营业收入（亿元）	536.84	671.88	633.97	132.12
净利润（亿元）	20.51	33.30	8.94	-2.65
EBITDA（亿元）	79.16	94.60	68.96	--
经营性净现金流（亿元）	73.29	71.49	-3.87	-13.15
应收账款周转次数(次)	20.01	19.08	18.06	--
存货周转次数（次）	2.63	2.81	2.70	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.45	0.43	--
现金收入比率（%）	79.49	73.93	92.85	82.13
总资本收益率（%）	4.00	5.41	2.66	--
总资产报酬率（%）	3.12	4.31	2.30	--
净资产收益率（%）	4.23	6.52	1.57	--
营业利润率（%）	15.08	15.10	11.69	10.58
费用收入比（%）	9.13	9.36	9.76	11.82
资产负债率（%）	66.22	64.60	58.54	57.40
全部债务资本化比率（%）	48.32	50.17	46.09	46.34
长期债务资本化比率（%）	13.15	22.72	22.15	23.15
EBITDA 利息倍数（倍）	4.22	4.46	3.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.18	0.13	--
流动比率（倍）	0.47	0.56	0.61	0.60
速动比率（倍）	0.25	0.30	0.32	0.28
现金短期债务比（倍）	0.40	0.51	0.44	0.36
经营现金流动负债比率（%）	8.25	8.95	-0.57	-2.09
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.58	1.89	1.38	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3. 公司长期应付款计入长期债务核算；4. 2020 年一季度财务数据未经审计，部分指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　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=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+拆入资金

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 3　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。