

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1272 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持内蒙古包钢钢联股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11包钢MTN1”和“12包钢MTN1” AA⁺的信用等级。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月十七日

评级业务专用章

1101030046109

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）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

内蒙古包钢钢联股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 包钢 MTN1	20 亿元	2011/3/10-2016/3/10	AA ⁺	AA ⁺
12 包钢 MTN1	20 亿元	2012/5/11-2019/5/11	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2015 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	118.44	97.67	129.84	147.51
资产总额(亿元)	724.85	879.24	1036.66	1043.16
所有者权益(亿元)	171.31	191.20	191.57	191.48
短期债务(亿元)	165.09	287.22	307.03	325.55
全部债务(亿元)	316.10	432.02	495.26	440.74
营业收入(亿元)	399.38	377.70	297.92	65.69
利润总额(亿元)	5.20	4.22	4.22	0.80
EBITDA(亿元)	50.29	32.37	38.16	--
经营性净现金流(亿元)	63.29	71.49	29.65	7.11
营业利润率(%)	7.40	7.42	10.32	8.60
净资产收益率(%)	2.31	1.30	1.05	--
资产负债率(%)	76.37	78.25	81.52	81.64
全部债务资本化比率(%)	64.85	69.32	72.11	69.71
流动比率(%)	79.86	52.77	53.21	52.37
全部债务/EBITDA(倍)	6.29	13.35	12.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.44	1.81	1.84	--
经营现金流负债比(%)	15.75	13.19	4.53	--

注：1、长期应付款中的融资租赁款计入长期债务；
2、其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；
3、2015 年一季度财务数据未经审计；
4、2012 年财务数据采用 2013 年审计报告期初数或上期数。
5、现金类资产计算已剔除受限货币资金。

分析师

谭心远 孙晨歌

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”）继续加大技术改造力度，提高产品附加值；完成了 298 亿元非公开发行及收购包钢集团公司选矿相关资产、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，本次定增完成后，公司将从传统钢企逐步转型为资源型企业，综合实力进一步增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到钢材价格持续走低，公司收入规模有所下降，短期债务规模在资本支出带动下快速增长，债务结构有待进一步改善等因素对公司经营及偿债能力带来的影响。

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11包钢MTN1”和“12包钢MTN1”信用等级为AA⁺。

优势

1. 公司是中国西北地区大型上市钢铁企业，区域规模优势显著。
2. 2015 年公司完成 298 亿元定向增发，进一步实现对包钢集团下属矿产资源相关资产的整合，并向上游选矿业务延伸，完善公司产业链，并实现公司产业转型。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流量对“11包钢 MTN1”和“12 包钢 MTN1”的保障程度较高。

关注

1. 跟踪期内，钢材价格持续下降，公司盈利能力有所弱化。
2. 跟踪期内，公司短期债务规模快速增长。
3. 公司存货规模较大，并以原材料和库存商品为主，在行业景气度下行阶段存在一定的跌价风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与内蒙古包钢钢联股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与内蒙古包钢钢联股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因内蒙古包钢钢联股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由内蒙古包钢钢联股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于内蒙古包钢钢联股份有限公司主体长期信用及“11 包钢 MTN1”和“12 包钢 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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”）。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 3 月底，公司完成了非公开发行股票 60 亿元并购买母公司巴润矿业股权和白云鄂博西矿矿权事项。2014 年公司再次采用非公开发行方式收购包钢集团公司选矿相关资产、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，已经获证监会审核通过，尚未获取发行核准文件。截至 2015 年 3 月底，公司总股本 160.05 亿元，其中包钢集团持有公司 50.77% 股权。公司最终实际控制人为内蒙古自治区人民政府（以下简称“内蒙古人民政府”）。

公司经营范围：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，汽车货物运输，焦炭及焦化副产品（化工）生产和销售、冶金的投资、黑色金属冶炼、工业用氧、工业用氮、工业氢、纯氩、压缩空气、蒸汽、城市煤气经营、钢铁产品采购、耐火材料技术

转让和施工服务、废钢铁加工、采购和销售、钢铁生产技术咨询、专有管理技术（高炉无料钟炉顶布料器等）、电力设备的施工、维护和检修以及电力技术服务、火车货物运输和工业用水；仓储（需前置审批许可的项目除外）；进出口贸易；铁矿采选（仅限分支机构经营）等业务。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 1036.66 亿元，所有者权益 191.57 亿元（包含少数股东权益 2.02 亿元）；2014 年公司实现营业总收入 297.92 亿元，利润总额 4.22 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1043.16 亿元，所有者权益 191.48 亿元（包含少数股东权益 1.93 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 65.69 亿元，利润总额 0.80 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：周秉利。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M₂余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就

业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

根据国际钢铁协会（IISI）初步统计，进入2000年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致2008、2009年合计量阶段性下滑外，其余年份呈逐年稳步增长的态势。2014年合计产量达到16.37亿吨，同比增长3.48%；2014年中国以8.13亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的48.47%，产量同比增长4.90%。从产能情况看，截至2014年底，中国粗钢产能约11.60亿吨，行业产能利用率71%，同比小幅下降，产能过剩情况有所加重。

行业集中度方面，2014年12月份，前10大钢铁企业粗钢产量占全国总量份额约为36.59%，与2013年12月的42.36%相比，下降了5.77个百分点，钢铁行业集中度进一步下滑，行业竞争进一步加剧。中国经济增速有所放缓，钢铁行业产能过剩严重，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

表1 2014年中国钢铁企业粗钢产量排名（单位：百万吨、%）

排名	名称	粗钢产量	增长率
1	河北钢铁集团	47.1	5.0
2	宝钢集团有限公司	43.3	-1.4
3	江苏沙钢集团	35.3	0.8
4	鞍钢集团公司	34.3	1.8
5	武汉钢铁(集团)公司	33.1	-15.8
6	首钢集团	30.8	-2.2
7	山东钢铁集团有限公司	23.3	2.2
8	马钢(集团)控股有限公司	18.9	--
9	渤海钢铁集团	18.5	-4.1
10	本钢集团有限公司	16.3	-3.0

资料来源：中国钢铁新闻网

注：1、宝钢集团包括韶钢、宁钢和八一钢铁；河北钢铁集团包括

唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢和石钢等；武钢集团包括柳钢；山东钢铁集团包括济钢集团、莱钢集团和张店钢铁总厂；鞍钢集团公司包括鞍钢、攀钢；本钢集团有限公司包含北营钢铁；

2、统计数据可能与企业公布数据有出入。

跟踪期内钢材价格延续了震荡走低的态势，铁矿石价格跌幅扩大，下跌幅度大于钢材价格。总体看，2014 年钢铁行业产能过剩现象持续，行业竞争仍然激烈，钢材价格承压下行。铁矿石价格较快下跌缓解了钢铁企业的成本压力。

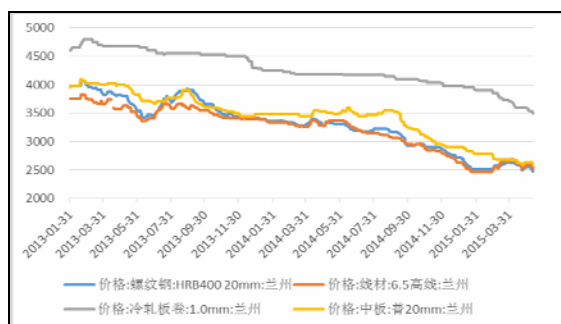
图1 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数比较



资料来源：www.mysteel.com

2014 年，以兰州地区为例，主要钢材品种如螺纹钢、线材、冷轧板卷、中板等均呈下降趋势，其中冷轧板卷下跌幅度较小，价格高于其余品种。

图2 兰州地区主要钢材品种价格走势



资料来源：Wind资讯

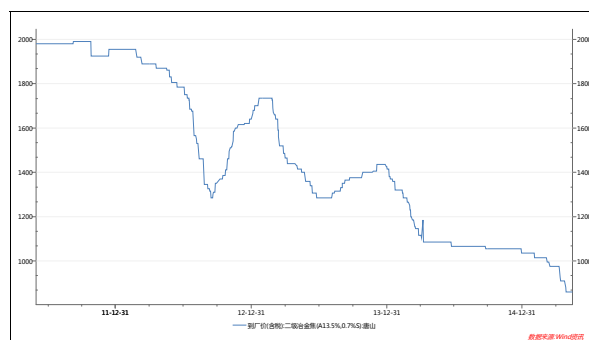
铁矿石方面，2014 年，受国内房地产、基建投资增速大幅下滑影响，中国铁矿石产量同比增速大幅下降，2014 年铁矿石原矿产量 14.98 亿吨，同比增长 4.32%，增长率同比下降 3.80 个百分点。

铁矿石价格方面，2014 年 12 月国产铁矿石平均价为 630 元/吨，同比下降 32%，2015 年持续下跌，2015 年 4 月均价为 550 元/吨。进口铁矿石价格方面，2015 年 12 月进口铁矿石到岸价为 68.66 美元/吨，同比下降 50.30%，2015 年 4 月进一步下跌至 50.67 美元/吨。

进口铁矿石方面，中国钢铁产能巨大，受制于国内铁矿资源质量和产能供应，中国对铁矿石资源的外需程度高。2014 年，中国进口铁矿石 9.33 亿吨，同比增长 13.78%。考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变，预计未来，中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

焦炭方面，唐山二级冶金焦价格于2012年2月后快速下跌，期间累计跌幅约34.27%。2012 年三季度末至2013年初焦炭价格快速反弹，累计涨幅28.30%。2013年上半年，焦炭价格持续快速下跌；2013年下半年小幅回升后又再次快速下跌，截至2014年9月，其价格为1065元/吨；2014年初，唐山二级冶金焦价格持续下降，截至2015年5月底为860元/吨，跌至近年来最低水平。

图3 近年唐山二级冶金焦炭价格情况（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯

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煤炭、造船、石油石化、集装箱和铁道等；中国建筑用钢中，城镇住宅约占 35%，城镇非住宅（城市建设、商业地产）及其他建筑工程（铁路公路桥梁、工业设施、水电建设）分别

占到建筑用钢的 41%和 21%。

建筑业方面，2012年，中国建筑业施工面积98.10亿平米，同比增长15.20%，增速下滑4.30个百分点；新开工面积44.59亿平米，同比仅增长3.50%，增速较2011年同期的11.90大幅回落8.40个百分点。2013年中国建筑业新开工面积增速有所波动，但总体大幅高于2012年同期水平，在建面积增速呈小幅下降走势。2014年中国房地产开发投资完成投资额95036亿元，同比增长10.49%，增速较2013下降9.30个百分点。从中国建筑业施工面积来看，2014年建筑业施工面积为9.19亿平方米，同比增长21.22%，增速同比下降3.6个百分点。

受中国上一轮刺激汽车消费政策退出影响，国内汽车市场产销量增速持续回落。在城市交通拥堵、环境污染和能源价格高企的大背景下，中国汽车市场告别高增长进入平稳发展阶段。2013年，主要家电产品产量呈现出相似变动趋势，冰箱、洗衣机等家电产品产量随政策刺激效果的逐步退出，产品产量增速持续放缓。

总体看，钢铁行业下游需求仍然疲弱，短期内难以大幅回升。

行业政策方面，2013年9月12日，中国国务院发布《大气污染防治行动计划》（以下简称《行动计划》），《行动计划》确定了经过五年努力，使全国空气质量总体改善，重污染天气较大幅度减少；京津冀、长三角、珠三角等区域空气质量明显好转的目标。加快企业技术改造，提高科技创新能力。严格投资项目节能环保准入，提高准入门槛，优化产业空间布局，严格限制在生态脆弱或环境敏感地区建设“两高”行业项目。生态环境倒逼的环境治理政治任务重，行业环保门槛和监管执法力度将持续加强，环保门槛的提高对对环境治理压力的企业将意味着大量资金的投入，这将加重部分行业企业的资金压力，进一步促进落后产能的逐步退出。

2014年工业和信息化部发布了《工业和信

息化部关于下达2014年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》（工信部产业〔2014〕148号），并分别于2014年7月和8月公告了《工业和信息化部公告2014年工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单（第一批）》以及《2014年工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单（第二批）》，并要求有关省（区、市）要采取有效措施，力争对于上述第一批和第二批列入公告名单内企业分别在2014年9月年底和2014年年底前关停其相关生产线，拆除相关主体设备，确保不得恢复生产和向其他地区转移。

总体看，钢铁行业产能过剩情况加剧，在经济增速放缓和减产压力作用下，行业景气度持续减弱，钢材价格波动下行。行业企业经营难度加大。短期内，行业需求难以大幅增长，行业景气度的提升有赖于国家对过剩产能的有效治理和部分产能的有序退出。作为国民经济基础行业，未来中国经济转型和结构调整和城市化进程的推进均将促进钢铁行业需求的持续增长，对行业需求形成持续支撑。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年3月底，公司总股本160.05亿元，其中包钢集团持有公司50.77%股权。公司实际控制人为内蒙古人民政府。

2. 企业规模及竞争力

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，形成了铁950万吨、粗钢1000万吨、钢材1175万吨的综合生产能力。能够生产48大类钢材品种，12182个规格的钢材产品，部分产品实物质量达到国际先进水平。公司是西北地区产量最大的钢铁上市公司。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和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。

六、管理分析

跟踪期内，公司总经理孟志泉先生工作变动，提请辞去公司总经理职务。由于工作岗位变化，刘锐先生提请辞去现任公司副总经理职务。此外，孟志泉等5名董事应工作变动原因请求辞去公司董事职务，由于连任期满，张巨林等2名独立董事提请辞去公司独立董事职务。公司选举王胜平等4人为公司董事非独立董事，选举郑东等2人为公司独立董事，任命李春龙先生为公司新任总经理。

公司总经理李春龙先生，2010年4月至2010年6月任包钢（集团）公司总经理、党委副书记、董事兼技术中心主任；2010年6月至2011年4月任包钢（集团）公司总经理、党委副书记、董事、包钢股份董事兼技术中心主任；2011年4月至今任包钢（集团）公司总经理、党委副书记、董事、包钢股份副董事长。

公司在管理体制和管理制度等方面无重大变化。

七、重大事项

2013年12月31日，公司发布董事会决议公告，计划通过非公开发行方式，发行A股股票不超过82.55亿股，发行价格3.61元/股¹，拟募集资金总额不超过298亿元（含发行费用）。募集资金将用于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、包钢集团尾矿库资源等公司母公司包钢集团的相关资产。拟收购资产经评估机

¹本次发行价格为3.61元/股，不低于定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价的90%（定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价=定价基准日前20个交易日公司A股股票交易总额/定价基准日前20个交易日公司A股股票交易总量），定价基准日为2013年12月31日。公司2013年度利润分配方案及2014年中期利润分配方案实施完成后，本次非公开发行股票的发行价格调整为1.80元/股。

构天健兴业出具的资产评估报告书，上述拟收购资产价值合计290.10亿元²，评估价值已经内蒙古国资委备案。目前公司已收到中国证券监督管理委员会《关于核准内蒙古包钢钢联股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2015〕772号），本次发行的165.56亿股新增股份的登记托管及限售手续于2015年5月26日由中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成。

收购资产介绍

（1）包钢集团选矿相关资产，评估价值为8.10亿元，主要为包钢集团选矿厂，该厂是包钢集团主要的铁精矿生产基地，具备年处理1200万吨铁矿石的生产能力。2012年合计处理白云鄂博铁矿石约1250万吨。生产铁精粉700万吨，提供尾矿相关资源380万吨。随着白云鄂博矿综合利用工程项目的建成投产，本次拟收购的选矿相关资产中的氧化矿选矿产能将转移至该项目实施。现有氧化矿选矿产能将实施优化设计利用，并将视生产工艺需要逐步改扩建为尾矿库资源开发利用工程项目的选矿设备。根据公司与包钢集团签订的《排他性矿石供应协议》，本次交易完成后，公司对包钢集团下属白云鄂博地区铁矿石及相关资源拥有排他性购买权，包钢集团供应的矿石经过包钢股份选矿后产生的尾矿归属于包钢股份。

（2）白云鄂博矿综合利用工程项目，根据项目建设规划，计划建设周期为2年。白云鄂博矿综合利用工程项目选铁相关资产包括选铁生产线、公辅设施及相应的尾矿库等，主要用于白云鄂博铁矿氧化矿的选矿生产，并贮存产生的尾矿资源。资产评估价值12.68亿元。项目拟在白云鄂博矿区实施，拟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，将形成铁精矿、稀土精矿、萤石精矿、铌精矿等产品。根据规划，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

²评估基准日为2013年9月30日。

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，可继续用于选别钕、萤石等矿产资源。

(3)包钢集团尾矿库资产，评估价值 269.31 亿元。尾矿库资产主要包含尾矿资源。尾矿资源是包钢集团选矿厂选矿后排出的尾矿泥，经主管道分流至各个分管道，最终排入尾矿坝内的尾矿粉资源。根据内蒙古自治区第五地质矿产勘查开发院 2013 年 12 月编制的《白云鄂博铁矿尾矿库铁稀土多金属矿资源储量核实报告》，截至 2013 年 11 月 30 日，该尾矿库尾矿资源储量为 19712.49 万吨，包含铁、稀土金属氧化物、铈金属氧化物、氟化物等。

收购项目最新建设情况

包钢集团选矿相关资产选矿区域占地约 1650 亩，三角河尾矿堆场区域占地约 7000 亩。选矿生产用水取自包头输送至白云西矿高位水池的黄河水；选矿生产用电新建 110KV 变电站，两路 110 kV 电源引自望海 220kV 变电站；选矿生产供热采用热电联产系统，建设 2 台 130 吨锅炉（2015 年建设第三台锅炉）及三台背压发电机组；其它公辅设施利用白云西矿、主东矿和沃尔特选矿厂现有设施。铁选矿流程于 2014 年底建成，目前已经投入生产，稀土和铈选矿生产线设备安装全部结束，目前正在进行单体试车、联动试车，计划 2015 年下半年正式投产运行。其它公辅设施全部完成。

白云鄂博矿综合利用工程项目：包钢氧化矿选矿搬迁及白云鄂博矿资源综合利用工程将原包钢选矿厂氧化矿系列和稀土选矿厂搬迁至白云鄂博，就地进行选矿生产，同时增加了铈精矿和萤石精矿的回收。年处理白云鄂博铁矿

主、东矿氧化矿石 600 万吨，由铁选矿厂、稀土选矿厂、铈选矿厂、热电站 4 个工程单元组成，主体设备包括破碎机、球磨机、振动筛、旋流器、磁选机、浮选机、过滤机、浓缩机、搅拌槽、输送泵站等。

本次发行后，公司将进一步实现对包钢集团下属矿产资源相关资产的整合，并向上游选矿业务延伸，完善公司产业链；同时，本次发行有利于提升公司未来的发展潜力，实现公司产业转型，提高公司的盈利水平，增强公司的核心竞争能力。

八、经营分析

1. 经营分析

公司主营钢、铁等产品的生产和销售，近年来，钢铁产品构成了公司的主要的收入及利润来源。产品结构上形成了板材、线棒材、型材、管材等钢材板块。

2014 年钢铁市场持续低迷，钢材销售价格继续下跌，虽然公司强化管理、加大降本增效力度，但仍无法弥补钢材价格下降及国内钢材市场疲软等客观因素影响。2014 年公司实现营业收入 297.92 亿元，同比下降 21.12%，利润总额 4.22 亿元，与去年持平。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 65.69 亿元，利润总额 0.80 亿元，营业利润率 8.60%，公司经营情况较去年同期有所改善。毛利率方面，2014 年除焦副产品外公司各产品的毛利率较上年均有小幅上升，主要由于市场上钢材等产品销售价格降幅远低于煤及铁矿石等原材料下降幅度，同时公司以降本增效为重点，提升管理水平和应变能力，通过降低转炉钢铁料消耗、增加自产矿比例和西部煤配比、提高铁路货运车静载重等措施，降低生产成本导致。

表2 公司主要产品收入及主营业务利润率（单位：亿元、%）

产品	营业收入（亿元）				毛利率（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
管材	45.19	56.56	42.21	7.58	0.92	1.45	3.24	3.15

板材	139.63	121.84	121.40	15.47	3.42	3.59	6.61	6.49
型材	50.22	62.99	59.96	10.23	26.48	27.6	28.25	27.37
线棒材	78.00	63.21	46.73	3.44	3.99	4.79	5.58	2.96
钢坯	3.61	3.64	0.91	--	11.01	11.57	16.22	--
焦副产品	7.09	6.4	4.35	--	12.01	12.94	12.18	--
其他	56.21	34.41	8.87	--	10.11	5.01	10.49	--
合计	379.95	349.05	284.43	59.56	7.63	8.19	10.64	9.94

资料来源：公司提供

原燃料采购及保障

公司钢铁冶炼所需原燃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。白云鄂博西矿地质储量表内矿7.13亿吨。2014年，巴润矿业铁矿石原矿处理量为1649.74万吨，铁精粉产量为474.17万吨。此外，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。矿山资源保有储量555.90万吨。2014年固阳矿山公司生产铁精矿101.33万吨，生产球团矿213.52万吨。2014年随公司对包钢集团部分铁矿石采选资产的收购完成，公司部分铁矿石资源实现了自给。另外，公司缺口精铁矿主要为包钢集团供应，部分通过国内采购和进口解决。

2014年，公司铁精粉自给量为806.85万吨（包含巴润矿业和固阳矿山公司产量）。外采铁精矿839.73万吨，其中向包钢集团采购370.81万吨，进口222.74万吨，国内采购246.18万吨。相比2013年采购结构，包钢集团对公司铁矿石供应量有所下降。根据公司与包钢集团签订的《主要原辅料供应协议》，集团公司保证将依照公司发出订单向公司供应铁精矿等主要原材料，交易价格按照市场价格确定。

表3 公司主要原材料采购数据

名称	2012年	2013年	2014年	15年1~3月
铁精矿（万吨）	1506.37	1100.59	1646.58	73.37
采购均价（元/吨）	726.48	586.77	665.67	364.44
煤炭（万吨）	820.36	805.10	686.99	220.07
采购均价（元/吨）	1064.92	950.12	735.79	626.06
焦炭（万吨）	53.07	79.59	140.02	42.50

采购均价（元/吨）	1235.81	1216.70	961.08	957.45
铁合金（万吨）	20.43	17.98	15.53	3.91
采购均价（元/吨）	9540.00	11268.00	12343.79	11508.63
废钢（万吨）	85.17	89.43	63.15	5.30
采购均价（元/吨）	2429.00	2548.02	1979.00	1653.00
电力（亿千瓦时）	35.05	34.31	40.70	--
采购均价（元/千瓦时）	0.49	0.51	0.38	--

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、神华等国内大型煤炭企业签订了长期供应协议。2014年公司采购煤炭686.99万吨，采购均价下降至950.12元/吨。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。2014年公司采购焦炭140.02万吨，采购均价为961.08元/吨。

2015年1~3月，公司各原材料采购均价均有所下降，在一定程度上缓解了公司的成本压力。

生产经营

2014年公司累计生产生铁1000.33万吨，钢产量1026.68万吨，商品坯材961.47万吨。2015年1~3月，公司累计生产生铁283.80万吨，钢产量269.80万吨，商品坯材263.90万吨。

表4 公司主要产品生产情况（单位：万吨）

产品	2012年	2013年	2014年	15年1~3月
钢坯	1007.00	1018.80	1026.68	--
管材	131.49	157.69	139.81	31.54
板材	429.22	385.61	381.97	180.80
型材	94.43	153.23	153.77	43.60
线棒材	253.50	206.05	164.68	24.40
焦副产品	26.10	23.12	19.38	--

资料来源：公司提供

注：公司钢坯主要用于自身钢材生产，外销比例小。

管材方面，公司Φ159mm、Φ460mm生产线于2012年建成投产，公司管材生产规模得到进一步扩大，产品种类进一步得到丰富。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。2014年，公司管材产量为139.81万吨。2015年1~3月公司管材产量31.54万吨。

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。2014年和2015年1~3月公司板材产量分别为381.97万吨和180.80万吨，同比均有所下降。

型材方面，2012年公司轨梁2号线投产，公司钢轨产能进一步扩大，行业地位得以巩固。2014年公司型材产量同比保持相对稳定为153.77万吨，2015年1~3月，公司型材产量为43.60万吨。近年来，公司线棒材产量受行业需求减少影响产量持续下降，2014年产量为164.68万吨，2015年1~3月，公司线棒材产量为24.40万吨。

产品销售

2014年，应对市场低迷态势，公司加强市场开拓及产品结构调整，主要钢材品种产销率维持较好水平。公司钢坯主要用于下游钢材加工，外销比例较小；管材板块方面，2014年由

于市场不景气全年产销率下降至87.30%；2014年公司板材产品产量有所下降，但销量大幅上升，2014年产销率达到了101.23%，解决了去年积压的部分产品；型材产品在铁路投资支持下保持了较高的产销率，2014年为98.34%；公司线棒材产品主要面向建筑市场，通用产品比例较高，因此经营中保持了一定库存，2014年公司加强库存管理，线棒材产品产销率达101.13%；公司其他钢种产销略有下降，但产销率仍维持在较高水平。

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。

表5 公司主营业务区域分布

	2012年	2013年	2014年
华北地区	34.81%	35.95%	34.87%
东北地区	4.88%	4.64%	4.17%
华东地区	23.55%	22.38%	21.87%
中南地区	3.05%	2.89%	2.60%
西北地区	12.53%	11.91%	9.87%
西南地区	4.29%	4.07%	4.11%
华南地区	6.00%	5.70%	5.43%
出口	10.90%	12.46%	17.08%

资料来源：公司提供

表6 公司主要产品销售情况（万吨、亿元）

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	销量	金额	均价	销量	金额	均价	销量	金额	均价	销量	金额	均价
钢坯	13.41	3.61	2692.02	13.74	3.64	2649.20	3.43	0.91	2653.06	--	--	--
管材	108.03	45.19	4183.10	154.70	56.56	3656.11	122.06	42.21	3458.14	24.39	7.94	3255.43
板材	385.85	139.63	3618.76	363.23	121.84	3354.35	386.67	121.41	3139.63	147.60	34.20	2317.07
型材	105.94	50.22	4740.42	143.79	62.99	4380.69	151.22	59.96	3965.08	30.95	12.02	3883.68
线棒材	233.35	78.00	3342.62	208.56	63.21	3030.78	166.54	46.73	2805.93	22.68	5.48	2416.23
焦副产品	26.58	7.09	2667.42	22.91	6.40	2793.54	17.96	4.35	2422.05	--	--	--

资料来源：公司提供

未来发展

近年，公司在淘汰部分落后产能同时，对现有生产线进行改造，同时新建生产线。根据项目实施计划，总建设期 4 年，总达产期 4 年，总经营期 18 年。2012 年 3 月份全面启动建设，建成后，公司生产规模将达到 2000 万吨/年左右。

截至 2014 年底，公司主要在建项目情况见表 7。公司投资规模较大的在建项目包括无缝

460 管项目、西区新建焦炉工程、转炉、高炉改造工程等项目等。总体看，公司计划投资项目与公司主业密切相关，项目的建设有助于公司进一步扩大生产规模，提高生产水平，改善产品结构，增强整体竞争力。但公司未来资本支出规模较大，具有一定外部融资需求。下列投资规划项目计划总投资 361.35 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 306.50 亿元。

表7 公司未来投资规划（单位：亿元）

项目名称	建设内容	投资计划		
		2015 年 4~12 月	2016 年	2017 年
无缝 460 管	无缝 460 管工程建设规模为年生产各类热轧无缝钢管及管料 50 万吨	1.00	0.10	--
西区新建四座焦炉工程	西区新建四座焦炉工程建设 2*55 孔 5.5 米捣固焦炉	4.60	5.00	0.60
热连轧机组改造工程	热连轧机组改造工程新建 4 座加热炉、定宽压力机粗轧机、精轧机、层流冷却等内容	2.00	1.50	0.81
转炉改造工程	转炉改造工程主要新建三座 240 吨转炉、一台 2150mm 连铸机及公辅设施	2.50	1.50	0.39
焦炉改造工程	焦炉改造工程主要新建 4*60 孔 7 米焦炉，干熄焦及电站、煤气净化、焦炉除尘设施、筒仓及辅助设施	2.00	2.50	0.31
高炉改造工程	高炉改造工程主要新建两座 4150 立高炉及配套 2 台高炉鼓风机	5.00	3.00	1.77
轨梁大 H 型钢线改造	轨梁大 H 型钢线改造工程主要建设万能轧机生产线及辅助配套设施	0.85	--	--
氧气 3*40000 立/h 制氧机工程	氧气 3*40000 立/h 制氧机工程主要建设三台 4 万立制氧机及相应的制氮、氩设备	2.00	1.00	0.66
综合料场工程	新建综合料场工程主要新建各种原料供应场地	1.00	0.26	--
热电 CCPP 工程	该项目建设 2 台 150MW 煤气循环发电设施及公辅设施	2.00	1.00	0.19
冷轧工程	该项目建设一条 2,230mm 冷轧机组及配套连退、镀锌机组等生产线	16.00	10.00	5.53
烧结机工程	该项目新建 2 台 500 平米烧结机	12.80	3.00	0.27
新建 500 万吨带式球团生产线工程	该工程建设 500 万吨带式球团生产线、平衡高炉用料	7.25	5.00	1.08
铁路接轨及工厂站	该项目主要建设包钢铁路工厂站、连接包北站、包西站	5.44	5.00	1.54
合计		60.44	38.86	13.15

资料来源：公司提供

总体看，新体系项目建设投资与公司主业密切相关，项目的建设有助于公司进一步扩大生产规模，提高生产水平，改善产品结构，增强整体竞争力。但公司未来资本支出规模较大，具有一定外部融资需求。

近年随公司对包钢集团矿产资源的逐步收购，公司正从传统钢企逐步转型为资源型企业。根据包钢集团的《关于内蒙古包钢钢联股份有限公司与内蒙古包钢稀土（集团）高科技股份有限公司未来发展战略的实施规划》，包钢集团承诺包钢集团拥有的矿产资源及其开发项目将优先注入包钢股份，包钢股份为包钢集团铁、

有色金属、煤炭等上游矿产资源及相应产品的唯一整合方。同时明确了公司拟收购尾矿库资产的尾矿资源开发利用工程的实施主体为公司，最终实现尾矿资源的综合开发利用。随着公司未来对包钢集团上游矿产资源的整合和相关资源的开发利用，有望实现较大规模的资源收益，在分散目前单一钢铁行业运营风险的同时，有助于公司盈利能力的改善。

2. 经营效率

从经营效率来看，2012~2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转

次数持续下降。2014 年分别为 3.59 次、1.67 次和 0.31 次，整体看来，公司资产经营效率尚可。

九、财务分析

公司提供的 2014 年财务报表已经大华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年第一季度财务数据未经审计。

2013 年公司合并范围新增 2 家子公司，因收购新增固阳矿山公司，因投资设立新增 BAOTOU STEEL(SINGAPORE)PTE.,LTD。公司 2013 年合并范围变化对财务数据可比性有一定影响，故财务分析中 2012 年数据为 2013 年审计报告期初数或上期数。

截至 2014 年底，公司合并范围内共 7 家子公司，2014 年公司合并范围与 2013 年相比未发生变化。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 1036.66 亿元，所有者权益 191.57 亿元(包含少数股东权益 2.02 亿元)；2014 年公司实现营业总收入 297.92 亿元，利润总额 4.22 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1043.16 亿元，所有者权益 191.48 亿元（包括少数股东权益 1.93 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 65.69 亿元，利润总额 0.80 亿元。

1. 盈利能力

公司收入规模和整体盈利状况随行业景气度的波动而有所波动。

跟踪期内，受钢材下游行业持续低迷，售价下降影响，公司营业收入规模下降明显。2014 年，公司实现营业收入 297.92 亿元，同比下降 21.12%。但同时随销售下降及生产用料采购价格的下跌，公司营业成本也在不断降低。

从期间费用看，2014 年，公司期间费用有所下降，但占营业收入比重有所上升，为 7.54%。其中，管理费用和销售费用同比均有所下降，但财务费用同比有所增加，主要是源于

公司有息债务的增加所致。总体看，期间费用控制仍有待改善。

2014 年公司资产减值损失为 3.73 亿元，同比增长 184.14%，主要由存货跌价损失（2.78 亿元）和坏账损失（0.94 亿元）构成。同期公司营业外收入为 0.27 亿元，主要由固定资产处置利得以及政府补助构成（分别为 0.09 亿元和 0.13 亿元）。

2014 年，公司实现营业利润 5.19 亿元，同比有所上升；但公司利润总额同比持平，为 4.22 亿，主要受营业外收入下降和支出增加的影响。

从盈利指标看，2014 年，公司营业利润率同比上升 2.9 个百分点至 10.32%；总资本收益率上升 0.06 个百分点至 1.78%；净资产收益率下降 0.25 个百分点至 1.05%，主要受净利润下降影响。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 65.69 亿元，实现利润总额 0.80 亿元，分别占 2014 年全年总额的 22.05%和 18.96%。2015 年一季度，公司营业利润率为 8.60%，较 2014 年下降 1.72 个百分点。

总体看，公司产品竞争实力较强，但近年公司整体盈利水平受上游原材料价格和下游需求波动影响较大。短期内钢铁行业快速恢复可能性较小，公司整体盈利状况的改善仍面临较大挑战。但随着公司收购集团公司铁矿石资源的完成，公司部分铁矿石资源将实现自给，同时公司作为包钢集团上游资源的整合主体，未来业务板块有望向铁、有色金属、煤炭等上游资源板块延伸，有助于分散单一行业经营风险和盈利能力的改善。

2. 现金流及保障

2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 360.04 亿元，同比下降 19.94%，略小于公司营业收入下降幅度。2014 年公司现金收入比为 120.85%，同比保持基本稳定。同期公司经营活动现金流入量为 362.80 亿元，同比下降 19.72%。总体看，公司收入规模下降，影响公

司经营活动现金流入规模有所减少，但收入实现质量基本维持稳定。2014 年公司经营活动现金流出量为 333.15 亿元，同比下降 12.43%，下降幅度小于经营活动现金流入下降幅度。同期，公司经营活动现金流量净额为 29.65 亿元，同比下降 58.53%。经营活动产生的现金流量净额减少主要是由于钢材价格下跌，收入减少及原材料的采购支出减少所致。

2014 年，公司投资活动现金流入规模为 0.36 亿元，相对较小。同期，公司投资活动现金流出规模也大幅下降，主要是公司在建项目的现金支出减少所致。2014 年公司投资活动现金流出量为 27.64 亿元。2014 年，公司投资活动现金流量净额为-27.28 亿元，总体看，公司投资规模大幅缩小，资本支出压力减轻。

2014 年，公司筹资活动现金流入量为 287.91 亿元，同比增长 9.42%；公司筹资活动现金流出量为 287.46 亿元，同比大幅增长 53.86%，主要系公司偿还债务支出的现金同比大幅增长所致；受此影响，公司筹资活动现金流量净额为 0.44 亿元，同比大幅下降 99.42%。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 90.05 亿元，占 2014 年全年的 24.82%，公司现金收入比为 135.41%，比 2014 年底增长 14.56 个百分点，现金收入实现质量高。公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为 7.11 亿元、-3.24 亿元和 6.03 亿元。

总体来看，公司经营现金净流入量有所减少，但仍维持了较大规模，公司经营获现能力尚可。同时，公司资本支出规模快速下降，公司外部筹资压力有所减轻。

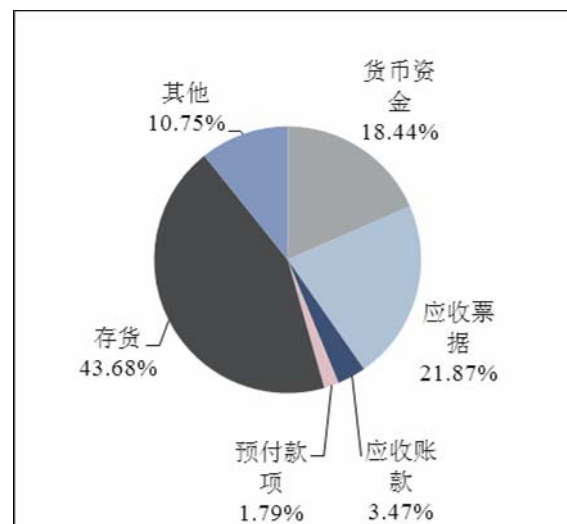
3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总计 1036.66 亿元，较 2013 年底增长 17.90%，其中，流动资产占 33.61%，非流动资产占 66.39%。流动资产构成上，货币资金、应收类款项和存货占比大。公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构

成。

截至 2014 年底，公司货币资金 49.34 亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中受限资金 38.88 亿元，占货币资金的 78.80%，公司受限资金占比高。

图 4 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

截至2014年底，公司应收票据为80.12亿元，较2013年底大幅增加，主要是部分客户购货款结算方式改变所致。

截至2014年底，公司应收账款账面余额 20.10亿元，本期计提坏账准备金额2.83亿元，应收账款账面价值为17.27亿元。从账龄分析来看，1年以内的应收账款占91.01%。1~2年的占3.01%，2~3年的占2.27%，3年以上的占3.70%。应收账款中，期末余额前五名占比57.23%，应收账款集中度较高。

截至2014年底，公司存货为账面余额 157.50亿元，跌价准备2.78亿元，账面价值为 154.72亿元，主要由原材料和库存商品构成，占比分别为42.15%和33.13%。2014年公司计提存货跌价准备全部是对库存商品计提的跌价准备，系2014年以来钢材价格整体呈现波动下行趋势，公司存货存在一定的跌价风险，存货周转率有所下降。

截至2014年底，公司其他应收款为7.67亿元，同比增加89.26%。其他应收款主要为保证

金、代垫款项和单位往来款。从账龄分析来看，1年以内的其他应收款占52.15%，1~2年的占45.21%，2~3年的占1.32%，3年以上的占1.32%。其他应收款中，期末余额前五名占比46.63%。

截至2014年底，公司其他流动资产为34.12亿元，同比大幅增加，主要系增值税留抵扣额、理财产品和预缴增值税等增加所致。

截至2014年底，公司长期股权投资为5.75亿元，主要系对包钢中铁轨道有限责任公司、北京包钢金属材料有限公司和无锡包钢钢联特钢有限公司等企业的股权投资。

截至2014年底，公司固定资产账面原值为583.57亿元，累计折旧338.31亿元，减值准备合计1.70亿元，固定资产账面价值合计243.56亿元。其中房屋及建筑物、通用设备、专用设备、以及融资租赁固定资产占比分别为28.64%、20.25%、30.45%和20.46%。公司固定资产与2013年底相比变化不大。

截至2014年底，公司在建工程合计398.07亿元，同比增长30.30%，主要是公司项目投资增加所致。

表9 截至2014年底公司主要在建工程情况

项目	项目预算数 (亿元)	期末数 (亿元)
热连轧机组改造工程	43.77	41.56
转炉改造工程	40.75	37.88
焦炉改造工程	31.60	29.92
高炉改造工程	40.20	36.36
综合料场工程	20.24	18.20
热电CCPP工程	19.38	15.72
冷轧工程	50.30	16.48
烧结机工程	14.97	14.20
氧气3*40000立/h制氧机工程	11.47	9.29
新建500万吨带式球团生产线工程	10.54	6.12
无缝460管 ¹	24.90	4.70
中厚板热处理工程 ²	--	6.84
铁路接轨及工厂站	11.14	7.04
无缝159管 ³	--	39.56
其他项目 ⁴	--	149.82
合计	319.26	398.07

资料来源：审计报告

注：1、该项目2014年转固定资产金额为2.93亿元；

2、该项目2014年转固定资产金额为0.43亿元；

3、该项目2014年转固定资产金额为2.12亿元；

4、该项目2014年转固定资产金额为17.62亿元。

截至2014年底，公司无形资产为21.79亿元。主要由土地使用权（2.76亿元）和采矿权（19.02亿元）构成。

截至2014年底，公司长期待摊费用为8.02亿元，为西矿基建剥岩费。

截至2015年3月，公司资产总额合计1043.16亿元，较上年底增长0.63%，其中，流动资产364.92亿元，占34.98%，非流动资产678.23亿元，占65.02%，资产构成较2014年底基本保持稳定。

跟踪期内，公司资产规模持续增长。流动资产中存货规模较大，随着钢铁及铁矿石等原材料的市场价格的波动性增强，公司存货面临一定跌价风险。非流动资产在公司项目投入增加的带动下呈现快速增长态势。总体来看，公司资产构成符合行业特点。

截至2014年底，公司所有者权益为191.57

亿元(包含少数股东权益2.02亿元)。公司所有者权益主要由股本(83.55%)、盈余公积(4.57%)和未分配利润(7.24%)构成。2014年股本增加是公司进行中期利润分配以及资本公积金转增股本(2014年9月17日,公司召开第二次临时股东大会,审议通过《关于公司中期利润分配以及资本公积金转增股本的提案》:以2014年6月30日公司总股本80.03亿股为基数,进行中期利润分配以及资本公积金转增股本:以未分配利润向全体股东每10股送0.50股,共计派送4.00亿股,并向全体股东每10股派发现金红利0.125元(含税),共计派发1.00亿元。以资本公积金向全体股东每10股转增9.5股,共计转增76.02亿股。2014年9月,上述中期利润分配及资本公积转增方案实施完毕,本公司股本变更为160.05亿元。)所致。

截至2015年3月底,公司所有者权益为191.48亿元,较2013年底下降了0.09亿元,主要源自专项储备的下降所致。

跟踪期内,受中期利润分配以及资本公积金转增股本事项的影响,公司所有者权益构成发生了较大变化,但所有者权益稳定性较好,其规模继续保持增长趋势。

截至2014年底,公司负债总额为845.09亿元。其中流动负债占比77.49%。公司负债总额同比增长22.83%,主要源自流动负债的增长。

截至2014年底,公司流动负债为654.90亿元,较2013年增长20.84%,主要源自短期借款、应付票据和应付账款的增长。

截至2014年底,公司短期借款为111.48亿元,其中质押借款占20.09%,抵押借款占9.94%,保证借款占27.02%,信用借款占42.95%,公司短期借款增长的原因主要是公司补充流动资金带动的借款增加;公司应付票据为127.09亿元,同比增长31.57%,主要是本期开具银行承兑汇票支付采购及工程款增加所致。

截至2014年底,公司应付账款为265.65亿元,主要是是公司在建项目投资增加,应付

工程款项及集团往来款项增加所致。

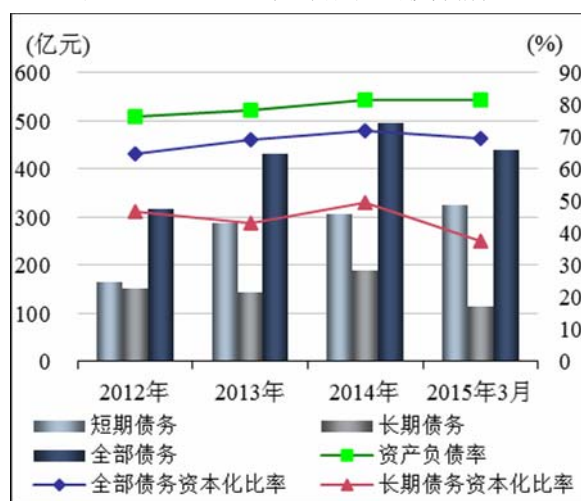
截至2014年底,公司预收账款为54.99亿元,系预收购货款。

截至2014年底,公司其他流动负债为25.00亿元,为公司发行的2014年第一期短期融资券。

截至2014年底,公司非流动负债为190.20亿元。其中,应付债券快速增长,主要是公司于2014年3月发行了第一期公司债券,面值为30亿元。截至2014年底,公司长期借款为80.48亿元,同比增长15.94%,主要为信用借款、质押借款和抵押借款;公司长期应付款为37.85亿元,全部为应付融资租赁款。

有息债务方面,截至2014年底,公司全部债务为495.26亿元(包含其他流动负债中的短期融资券和长期应付款中的应付融资租赁款)。债务结构上短期债务占比有所下降,2014年底占比为61.99%。公司债务规模增长主要源自固定资产投资增加带动,公司目前债务结构中短期债务占比较高,债务期限结构有待改善。跟踪期内,公司负债水平持续上升,债务负担有所加重。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均有所上升,2014年底分别为81.52%、72.11%和49.56%。

图5 2012~2015年3月底公司债务情况



资料来源：审计报告

截至2015年3月底,公司负债合计851.68亿元,较2014年底增长6.59亿元,主要源自

一年内到期的非流动负债的增长。截至 2015 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 81.64%、69.71% 和 37.56%，与 2014 年相比，长期债务资本化比率明显下降，资产负债率和全部债务资本化比率基本持平。

总体来看，跟踪期内，公司短期债务规模持续扩大，公司整体负债水平有所上升，债务负担有所加重；但考虑到 2015 年 5 月公司定向增发成功，公司负债水平及债务负担将会有所改善。

4. 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率有所上升，2014 年底分别为 53.21% 和 29.59%。同期，公司经营活动现金流动负债比显著下降，8.66 个百分点至 4.53%。截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 52.37% 和 29.49%。

跟踪期内，公司流动资产对流动负债的覆盖程度略有上升，公司经营活动现金净流量规模对短期债务覆盖程度显著下降，考虑到公司流动负债规模较大，公司短期偿付压力有所加重，存在一定的短期支付压力。

跟踪期内，公司债务规模持续快速增长，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度保持相对稳定。2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.84 倍。公司全部债务/EBITDA 为 12.98 倍，较 2013 年的 13.55 倍有所下降。

跟踪期内，公司债务规模快速增长，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度略有提升。短期内钢铁行业快速恢复可能性较小，公司整体盈利状况的持续改善仍面临较大挑战。但随着公司非公开发行购买包钢集团尾矿库等资产事项完成，公司资本将得以快速充实、结构得以优化，上游资源开发业务将得到丰富和拓展，有助于公司盈利能力的改善。公司作为包钢集团上游资源的整合主体，未来业务板块有望向有色金属、煤炭等上游资源板块进一步延伸，

有助于公司分散单一行业经营风险。总体看，公司整体偿债能力强。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

公司是 A 股上市公司，具备直接融资渠道。同时，公司与国内银行建立了较稳固的合作关系。截至 2014 年底，公司共获得银行授信额度 371.43 亿元，其中未使用额度为 93.62 亿元。公司间接融资渠道畅通。

2014 年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为单年待偿还债券的 18.14 倍和 1.48 倍；公司 2014 年 EBITDA 为单年待偿还债券的 1.90 倍。公司经营活动现金流入量对“11 包钢 MTN1”和“12 包钢 MTN1”的保障程度强。

5. 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 2015 年 3 月 16 日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录；根据公开市场数据，公司历次公开发行的债务融资工具均已按时还本、付息，无违约记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

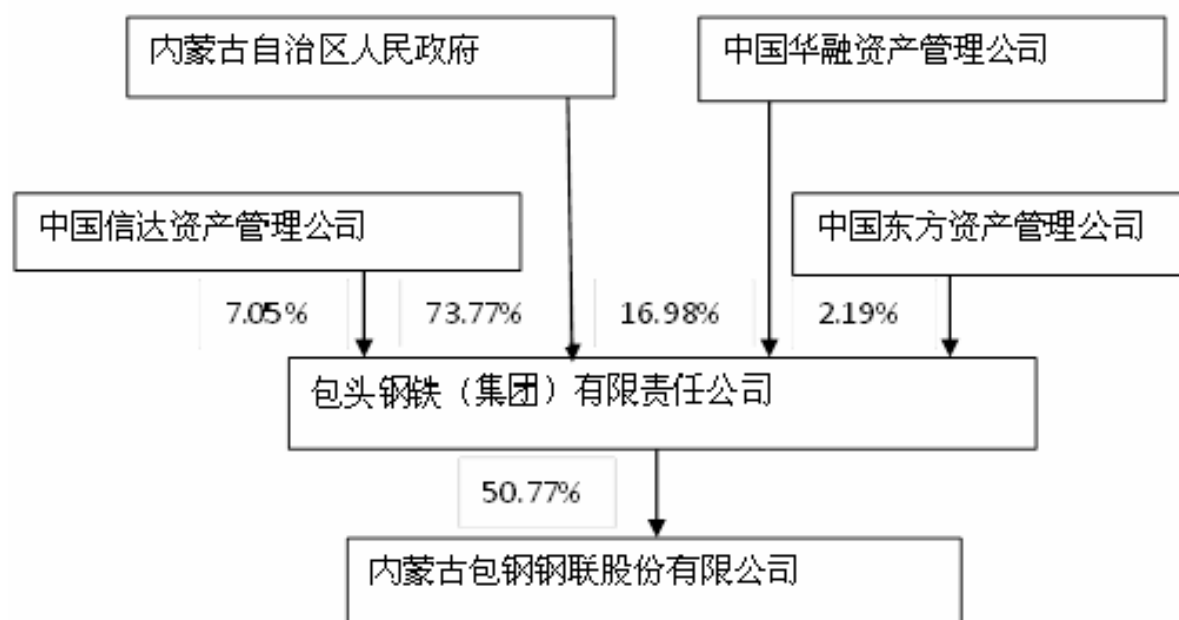
6. 抗风险能力

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。随公司非公开发行和购买巴润矿业股权和白云鄂博西矿矿权事项完成，公司部分铁矿石资源将实现自己自给，公司作为包钢集团上游资源整合主体，业务领域有望向上游资源领域扩张，有助于公司单一行业经营风险的分散。整体看，公司整体抗风险能力较强。

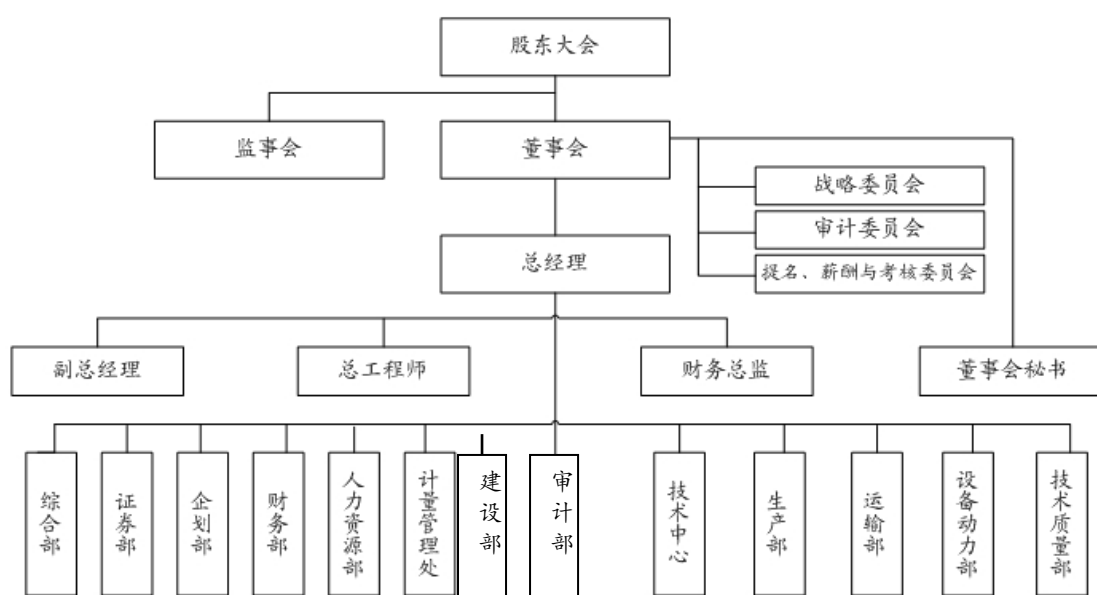
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺ 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 包钢 MTN1”和“12 包钢 MTN1” AA⁺ 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	118.44	97.67	129.84	147.51
资产总额(亿元)	724.85	879.24	1036.66	1043.16
所有者权益(亿元)	171.31	191.20	191.57	191.48
短期债务(亿元)	165.09	287.22	307.03	325.55
长期债务(亿元)	151.01	144.80	188.22	115.19
全部债务(亿元)	316.10	432.02	495.26	440.74
营业收入(亿元)	399.38	377.70	297.92	65.69
利润总额(亿元)	5.20	4.22	4.22	0.80
EBITDA(亿元)	50.29	32.37	38.16	--
经营性净现金流(亿元)	63.29	71.49	29.65	7.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.08	5.13	3.59	--
存货周转次数(次)	2.18	2.10	1.67	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.47	0.31	--
现金收入比(%)	121.81	119.06	120.85	135.41
营业利润率(%)	7.40	7.42	10.32	8.60
总资本收益率(%)	2.85	1.72	1.78	--
净资产收益率(%)	2.31	1.30	1.05	--
长期债务资本化比率(%)	46.85	43.09	49.56	37.56
全部债务资本化比率(%)	64.85	69.32	72.11	69.71
资产负债率(%)	76.37	78.25	81.52	81.64
流动比率(%)	79.86	52.77	53.21	52.37
速动比率(%)	37.96	22.65	29.59	29.49
经营现金流动负债比(%)	15.75	13.19	4.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.44	1.81	1.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.29	13.35	12.98	--

注：1、长期应付款中的融资租赁款计入长期债务；
 2、其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；
 3、2015 年一季度财务数据未经审计；
 4、2012 年财务数据采用 2013 年审计报告期初数或上期数；
 5、现金类资产计算已剔除受限货币资金。

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	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+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+一年内到期的长期负债+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
 企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

中长期债券信用等级含义同主体长期信用等级含义。