跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1445 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^+，评级展望由稳定调整为负面，并维持“12包钢MTN1”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（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中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：负面
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
12 包钢 MTN1	20 亿元	2012/5/11-2019/5/11	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 19 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	97.67	129.84	88.64	108.73
资产总额(亿元)	879.24	1036.66	1449.32	1411.09
所有者权益(亿元)	191.20	191.57	473.04	467.54
短期债务(亿元)	287.22	307.03	417.11	374.89
全部债务(亿元)	432.02	495.26	537.47	483.02
营业收入(亿元)	377.70	297.92	225.01	54.26
利润总额 (亿元)	4.22	4.22	-43.54	-7.08
EBITDA(亿元)	32.37	38.16	-4.64	--
经营性净现金流(亿元)	71.49	29.65	-9.75	2.34
营业利润率(%)	7.42	10.32	-15.02	-14.05
净资产收益率(%)	1.30	1.05	-6.98	--
资产负债率(%)	78.25	81.52	67.36	66.87
全部债务资本化比率(%)	69.32	72.11	53.19	50.81
流动比率(%)	52.77	53.21	43.41	39.86
全部债务/EBITDA(倍)	13.35	12.98	-115.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.81	1.84	-0.22	--
经营现金流动负债比(%)	13.19	4.53	-1.15	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；3. 长期应付款中的融资租赁款计入长期债务；4. 2013~2015 年现金类资产已剔除使用受限货币资金与已质押应收票据。

分析师

张小平　郭 昊

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

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。跟踪期内，公司完成了非公开定向发行股票及收购包头钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“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，本次定增完成后，公司资产和所有者权益规模大幅扩张；同时，公司建成年产 550 万吨稀土板材生产线，产能规模进一步扩大，产品结构得到优化。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，公司钢材主业量价齐跌，收入规模大幅下降，钢材主业成本倒挂，盈利状况恶化，2015 年利润总额亏损 43.54 亿元。

公司收购包钢集团选矿厂、尾矿库和白云鄂博矿产资源综合利用选铁相关资产后，目前已成为全球拥有轻稀土资源量最大的企业。跟踪期内，公司在建工程转固 301.77 亿元，随着固定资产折旧的计提，将进一步加重公司成本压力。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望由稳定调整为负面，并维持“12 包钢 MTN1”AA^+的信用等级。

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，跟踪期内，公司建成年产550万吨稀土板材生产线，产能规模进一步扩大。
2. 2015 年 5 月公司完成非公开发行股票，共计募集资金 298 亿元，并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，公司产业链进一步

完善。

3. 非公开发行完成后，公司资产和所有者权益规模大幅增长，债务指标大幅改善。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“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，公司营业收入快速下降，而营业成本下降幅度较小，公司钢铁主业成本倒挂，2015 年利润总额亏损 43.54 亿元，公司经营压力加大。
2. 跟踪期内，公司大额在建工程转固，固定资产折旧将大幅增长，考虑到钢铁行业下游需求依然低迷，公司成本压力将进一步加重。
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。
4. 2016 年，公司将进入中长期债务集中偿付期，公司短期偿债指标弱，短期支付压力较大。
5. 公司处于内陆地区，在进口铁矿石采购方面处于劣势，且自有矿山成本较高。

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“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”）。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。截至 2016 年 3 月底，公司总股本 325.61 亿元，其中包钢集团持有公司 54.66%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 2015 年底，公司合并资产总额 1449.32 亿元，所有者权益合计 473.04 亿元（其中少数股东权益 2.06 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 225.01 亿元，利润总额-43.54 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 1411.09 亿元，所有者权益合计 467.54 亿元（其中少数股东权益 1.97 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 54.26 亿元，利润总额-7.08 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：魏栓师。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年底，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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

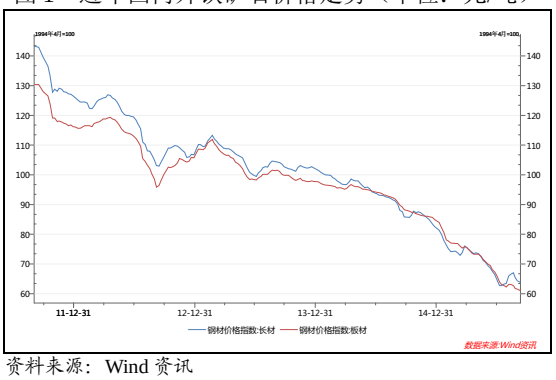
1. 行业分析

根据国际钢铁协会 2016 年 1 月 25 日发布的统计数据，2015 年全球粗钢产量达到 16.23 亿吨，同比下降 2.8%。分地区来看，仅有全球钢产量最低的地区大洋洲粗钢产量同比保持增长，全球其他地区均出现下滑。其中：北美地区下滑幅度最大，其次是独联体，降幅均高于全球平均水平，南美、亚洲和欧盟 28 国也均有下滑，中东和非洲地区则是略有下降。2015 年，

亚洲地区生产粗钢 11.138 亿吨，同比下降 2.3%。亚洲占全球粗钢产量的比重为 68.6%，较上年的 68.2%略有上升，其中中国粗钢产量达到 8.04 亿吨，同比略增 0.9%，在全球所占比重由上年的 49.7%降至 49.5%。

跟踪期内，钢铁行业整体景气度持续下行。2015 年，下游行业需求进一步减弱，行业竞争更为激烈，钢材价格持续波动下行，截至 2015 年 12 月，国内长材和板材价格指数分别为 56.24 和 55.05，较年初分别下降 28.74%和 32.24%。2016 年一季度，受供给侧改革和投资需求增长提振，钢材价格指数显著上涨，2016 年 3 月上述指数分别为 66.20 和 68.38。

图 1　近年国内外铁矿石价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

铁矿石方面，2014 年以来，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，2015 年全年产量为 13.81 亿吨，比去年同期降低 7.69%。2015 年，全年进口量为 9.53 亿吨，比去年同期增长 2.2%，2015 年，中国铁矿石对外依存度提高 5.5 个百分点至 84%，2016 年 1~2 月进一步提高至 86.7%。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。

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 12 月均价为 451 元/吨。2016 年 3 月小幅反弹至 473 美元/吨，反弹幅度小于钢材价格。

从下游需求情况看，房地产开发投资方面，2015 年全年全社会固定资产投资 562000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%，增速同比下降 2.9 个百分点。从中国建筑业施工面积来看，2015 年全年全社会建筑业增加值 46456 亿元，比上年增长 6.8%，增速同比下降 2.1 个百分点。总体看钢铁行业下游需求仍然疲弱，短期内难以大幅回升。

从钢铁行业企业经营业绩看，截至 2015 年 10 月底，炼钢企业家数为 203 家，同比减少 30 家，亏损企业占比为 33.99%。2015 年 1~10 月产品销售收入 5464.40 亿元，同比下降 21.23%，亏损企业亏损总额 134.94 亿元，同比大幅增长 122.45%，行业利润总额-51.62 亿元。

2016 年 2 月 5 日，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]6 号，以下简称“国发 6 号文”），提出了今后一个时期化解钢铁行业过剩产能、推动钢铁企业实现脱困发展的总体要求、主要任务、政策措施，并就加强组织领导、推进组织实施作出了具体部署，坚持市场倒逼、企业主体，地方组织、中央支持，突出重点、依法依规，综合运用市场机制、经济手段和法治办法，因地制宜、分类施策、标本兼治，积极稳妥化解过剩产能，促进钢铁行业提质增效。其中，国发 6 号文明确了“十三五”期间钢铁去产能的任务目标，即从 2016 年开始，在近年来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 亿-1.5 亿吨；同时还要求钢铁行业严禁新增产能，对违法违规建设的，要严肃问责。

总体看，钢铁行业产能过剩严重，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。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，但产能退出将是长期过程，短期内难以改善钢铁行业供求状况。

2. 区域经济分析

2015 年，内蒙古自治区实现地区生产总值 18032.8 亿元，按可比价格计算，比上年增长

7.7%。其中，第一产业增加值 1618.7 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 9200.6 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 7213.5 亿元，增长 8.1%。人均生产总值达到 71903 元，比上年增长 7.4%，按年均汇率计算折合为 11547 美元。全区三次产业比例为 9：51：40。全年全社会固定资产投资总额 13824.8 亿元，比上年增长 14.5%。其中，500 万元以上项目完成固定资产投资 13651.7 亿元，增长 14.5%。全年完成一般公共预算收入 1964.4 亿元，一般公共预算支出 4290.1 亿元，分别比上年增长 6.5%和 10.6%。财政收入在增收困难较大的情况下，顺利完成了全年增长目标。

总体看，跟踪期内，内蒙古自治区国民经济保持较快增长，为区内企业的发展提供了良好环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年3月底，公司总股本325.61亿元，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，形成了管材166万吨、板材966万吨、型材207万吨、线棒材294万吨的产能规模。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。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。公司是中国四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。2015年，公司获得“全国质量奖”，是内蒙古自治区首家获得该奖项的企业。

公司拥有储量巨大的尾矿库资源，并与包钢集团签订《排他性矿石供应协议》，轻稀土资源在全球具有绝对的储量优势、品位优势和成本优势，并拥有丰富的铌、钪、萤石等资源。

六、管理分析

2015 年 6 月，于绪刚先生由于任期届满已离任公司独立董事一职；刘向军先生出任公司独立董事。

经包钢股份第四届董事会第二十七次会议决定，2016 年 5 月，魏栓师先生出任公司董事长，李德刚先生、孙国龙先生出任公司董事；周秉利不再担任公司董事长一职，李春龙先生和潘瑛先生不再担任公司董事一职。

魏栓师先生，1964 年生，高级经济师，研究生学历。魏先生于 1986 年参加工作，于 1986 年 7 月至 1998 年 6 月，分别任包钢计划处干事，副科长，计划财务处副科长；于 1998 年 6 月至 1999 年 8 月，出任包钢办公厅秘书科副科级秘书；于 1999 年 8 月至 2002 年 6 月担任包钢董事会秘书处副处长；于 2002 年 6 月至 2003 年 12 月，担任包钢办公厅主任兼董事会秘书处处长；于 2003 年 12 月至 2004 年 12 月，担任包钢办公厅主任、机关工委书记兼董事会秘书处处长；于 2004 年 12 月至 2006 年 5 月，担任包钢（集团）公司党委常委、纪委书记；于 2006 年 5 月至 2009 年 5 月，担任包钢（集团）公司党委常委、纪委书记兼包钢矿业监事会主席；于 2009 年 5 月至 2012 年 6 月，担任包钢（集团）公司党委副书记兼包钢矿业监事会主席；于 2012 年 6 月至 2015 年 4 月，担任内蒙古自治区国资委党委委员、副主任兼内蒙古国有资产运营有限公司董事长；于 2015 年 4 月至 2016 年 4 月，担任内蒙古自治区国资委党委书记、主任。2016 年 4 月起，魏先生任包钢（集团）公司董事长、党委书记；并于 5 月出任包钢股份董事长。

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及

高层管理人员等方面无其他重大变化。

总体看，跟踪期内公司董事、监事和高级管理人员完成换届选举，换届选举工作未对公司日常经营管理产生重大影响，整体管理运作水平正常。

七、重大事项

2015年5月，公司非公开发行1655555.56万股新增股份，募集资金298.00亿元。本次募集资金用于收购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（以下简称“目标资产”），公司因收购目标资产及其新增投入资产共需向包钢集团支付价款286.12亿元。截至2015年7月23日，目标资产中选矿相关资产、白云鄂博矿产资源综合利用工程项目选铁相关资产、尾矿库资产已经全部交割完成并由公司运营。截至2016年3月10日，上述相关资产中所涉及房产、车辆等资产的过户手续已全部办理完成，相关资产已经全部过户至公司。至此，本次非公开发行股票所涉及资产转移工作已经全部完成。

收购资产介绍

（1）包钢集团选矿相关资产，交易价格为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，拥有 8 个自产矿生产系列和 2 个铁精矿再磨再选生产系列，分别处理白云鄂博的氧化矿石、磁铁矿石及其他矿石等，具备年处理 1200 万吨铁矿石的生产能力。随着白云鄂博矿综合利用工程项目的建成投产，本次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，收购价款合计 20.22 亿元。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。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，可继续用于选别铌、萤石等矿产资源。

（3）包钢集团尾矿库资产，交易价格为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，铌金属氧化物、氟化物等。

本次收购后，公司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，本次收购所获得的稀土资源将为公司，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

公司主营钢、铁等产品的生产和销售，2015

年非公开发行股票完成后，公司将从传统钢企逐步向资源型企业转型，但目前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。

跟踪期内，钢材市场持续低迷，钢材销售价格继续下跌，2015 年，公司实现主营业务收入 220.16 亿元，同比下降 22.60%，主要由于钢材价格与钢材产销量同时下降所致。从各钢材品种营业收入构成看，2015 年，营业能力较强的型材营业收入占比略有上升，盈利能力较弱的线棒材营业收入占比明显下降，管材和板材营业收入占比同比变化不大，总体看，公司产品结构略有改善。

从毛利率看，2015 年，公司钢材生产业务成本倒挂，整体毛利率由 2014 年的 10.64%大幅下降至-15.37%，远低于行业平均水平，主要原因在于：（1）由于大额在建工程转固，公司折旧费用增加；（2）2015 年，公司铁矿石采购中进口铁矿石比重增加，而进口铁矿石成本高于自产和国内采购铁矿石成本；（3）2015 年，公司试轧新产品增加，受工艺不稳定等因素影响，废品率上升；（4）由于下游需求低迷，小批量订单合同增多，不利于成本控制。分品种看，管材毛利率下降 36.23 个百分点至-32.99%，板材毛利率下降 26.74 个百分点至-20.13%，型材毛利率下降 28.78 个百分点至-0.53%，线棒材毛利率下降 37.74 个百分点至-32.16%。公司其他产品毛利率较高，但收入规模较小，对公司整体收入和利润贡献有限。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 54.26 亿元，同比下降 24.23%，主要由于钢材价格同比仍然下跌所致，但钢材价格较 2015 年底有所企稳，公司 2016 年一季度总体毛利率较 2015 年全年小幅回升至-13.34%。

表1　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
管材	56.56	16.20	1.45	42.21	14.84	3.24	33.67	15.29	-32.99
板材	121.84	34.91	3.59	121.40	42.68	6.61	91.07	41.37	-20.13
型材	62.99	18.05	27.6	59.96	21.08	28.25	51.21	23.26	-0.53
线棒材	63.21	18.11	4.79	46.73	16.43	5.58	28.04	12.74	-32.16
其他	44.45	12.73	6.70	14.11	4.97	9.33	16.18	7.34	30.22
合计	**349.05**	**100.00**	**8.19**	**284.43**	**100.00**	**10.64**	**220.16**	**100.00**	**-15.37**

资料来源：公司年报

1. 钢铁业务

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。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铁相关资产以及尾矿库资产。近年来，随着公司对部分铁矿石采选资产的收购完成，公司铁矿石资源实现了一定自给。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。

2015年，公司25.46%的铁矿石采购来自控股股东包钢集团。2015年，公司共计采购铁矿石1307.58万吨，较2014年增长6.18%，主要系公司加大进口优质铁矿石采购所致；由于国内铁矿石品位低，导致公司冶炼成本较高，同时，2015年进口铁矿石价格大幅下跌，公司减少了自有矿开采和国内采购。国外进口铁矿石数量

占公司总采购量的比重由2014年的2.67%上升至2015年的12.31%。

公司铁矿石采购均价较上年有所下降，2015年，公司自供铁矿石采购均价较上年下降20.27%至472.66元/吨；公司国内采购铁矿石均价较上年下降26.73%至484.14元/吨；进口铁矿石采购均价下降15.17%至748.39元/吨。

表2　公司铁矿石采购情况

项目		2014 年	2015 年
铁矿石自供	采购量（万吨）	370.45	361.64
	采购均价（元/吨）	592.81	472.66
铁矿石国内采购	采购量（万吨）	828.13	785.03
	采购均价（元/吨）	660.72	484.14
铁矿石国外进口	采购量（万吨）	32.88	160.92
	采购均价（元/吨）	882.27	748.39

资料来源：公司年报

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，参考市场价格，采用谈判议价方式。2015 年公司采购煤炭 757.70 万吨，采购均价下降至 590.97 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。2015 年公司采购焦炭 144.81 万吨，采购均价为 767.46 元/吨。跟踪期内，受国内煤炭、焦炭行业产能严重影响，公司煤炭和焦炭价格呈下降趋势。

表3　公司其他原材料采购数据

名称	2013 年	2014 年	2015 年
煤炭（万吨）	805.10	686.99	757.70
采购均价（元/吨）	950.12	735.79	590.97
焦炭（万吨）	79.59	140.02	144.81
采购均价（元/吨）	1216.70	961.08	767.46
电力（亿千瓦时）	34.31	40.70	42.52
采购均价（元/千瓦时）	0.51	0.38	0.38

资料来源：公司提供

钢材生产

跟踪期内，公司建成年产 550 万吨稀土板材生产线，板材产能从 2014 年的 416 万吨大幅增长至 966 万吨。截至 2015 年底，公司已形成管材 166 万吨、板材 966 万吨、型材 207 万吨、线棒材 294 万吨的产能规模。2015 年公司累计生产生铁 867 万吨，钢产量 788 万吨，商品坯材 771 万吨。

表4　公司主要产品生产情况（单位：万吨）

产品	2013 年	2014 年	2015 年
钢坯	1018.80	1026.68	1185.79
管材	157.69	139.81	113.25
板材	385.61	381.97	386.53
型材	153.23	153.77	133.92
线棒材	206.05	164.68	137.20
焦副产品	23.12	19.38	42.89

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。2015年公司管材产量为113.25万吨，同比下降19.00%，产能利用率68.22%。

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，公司新建成550万吨稀土板材生产线，产品主要用于高端汽车板、家电板、工程机械用钢。2015年，公司板材产量为386.53万吨，同比增长1.19%，产能利用率40.01%，由于新投产稀土板材生产线未充分达产，公司板材产能利用率低。

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。随着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。2015年公司

型材产量133.92万吨，同比下降12.91%，产能利用率64.70%。

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，2015年产量为137.20万吨，同比下降16.69%，产能利用率46.67%。

产品销售

2015年，公司强化营销管理，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。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，2015年公司管材产量下降幅度较大，产销率达到103.07%，消化了2014年积压的部分库存。公司板材产品的产销率下降幅度较大，较上年下降5.92个百分点至95.31%，形成了一定产品积压。公司型材产品销量减少12.50%至132.31万吨，主要系2015年我国铁路建设规模出现一定程度萎缩所致；公司型材产品产销率维持在98.80%，较上年变动不大。公司线棒材产品主要面向建筑市场，通用产品比例较高；受下游需求大幅下滑影响，2015年公司线棒材产品销量减少19.39%至134.24万吨；公司线棒材产品产销率为97.84%，较上年下降3.29个百分点。

从销售价格看，受行业整体价格下降影响，公司各品种钢材平均销售价格均有所下降，管材销售均价下降16.59%，板材销售均价下跌21.26%，线棒材销售均价下降27.98%。型材产品销售均价下降幅度较小，主要原因是，公司型材主要是钢轨用钢，国内生产厂家数量少，市场竞争程度弱于其他品种，且钢轨用钢由政府主导定价。

表5　公司主要产品销售情况（万吨、亿元、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 年		
	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价
钢坯	13.74	1.35	2649.20	3.43	0.33	2653.06	6.30	0.53	1764.34
管材	154.70	98.10	3656.11	122.06	87.30	3458.14	116.73	103.07	2884.44
板材	363.23	94.20	3354.35	386.67	101.23	3139.63	368.40	95.31	2472.04
型材	143.79	93.84	4380.69	151.22	98.34	3965.08	132.31	98.80	3870.13
线棒材	208.56	101.22	3030.78	166.54	101.13	2805.93	134.24	97.84	2020.85
焦副产品	22.91	99.01	2793.54	17.96	92.67	2422.05	21.37	49.83	1625.01

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，前五名销售客户累计销售收入35.56亿元，占总营业收入的16.15%。

表6　公司主营业务区域分布

	2013年	2014年	2015年
华北地区	35.95%	34.87%	37.45%
东北地区	4.64%	4.17%	4.48%
华东地区	22.38%	21.87%	23.49%
中南地区	2.89%	2.60%	2.79%
西北地区	11.91%	9.87%	10.60%
西南地区	4.07%	4.11%	4.41%
华南地区	5.70%	5.43%	5.83%
出口	12.46%	17.08%	10.95%

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受新建成 550 万吨稀土板材生产线投产影响，公司产能规模大幅扩大，产品结构得到优化，但受下游需求低迷影响，公司钢材产销量均有所下降，产品销售价格亦大幅下降，对公司盈利能力造成不利影响。公司处于内陆地区，距离港口较远，在进口铁矿石采购方面处于劣势，且公司自有铁矿资源选矿和冶炼难度大，不利于原燃料成本的控制。

2. 未来发展

近年，公司在淘汰部分落后产能的同时，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 2016 年 3 月底，公司主要在建项目情况见下表。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。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。下列投资规划项目计划总投资 366.73 亿元，总投资进度已达到 85.17%，2016 年与 2017 年，分别计划投资 37.77 亿元和 16.61 亿元。

表7　公司未来投资规划（单位：亿元）

项目名称	建设内容	预计总投资（亿元）	投资进度（%）	投资计划		
				2016 年	2017 年	2018 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	24.90	96.39	0.90	--	--
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	36.52	73.93	5.00	4.52	--
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	42.02	94.03	1.50	1.01	--
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	37.81	93.84	1.50	0.83	--
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	31.61	92.88	1.50	0.75	--
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	40.20	82.56	5.00	2.01	--
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	14.44	98.68	0.19	--	--
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	11.47	71.40	2.40	0.88	--
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	19.38	93.86	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	70.00	76.54	12.00	4.42	--
烧结机工程	该项目新建 2 台 500 平米烧结机	16.07	86.68	2.14	--	--
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	13.33	70.97	2.87	1.00	--
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	8.98	69.15	1.77	1.00	--
合计		**366.73**	**85.17**	**37.77**	**16.61**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司完成了非公开发行股票收购集团公司选矿厂、尾矿库和白云鄂博矿产资源综合利用选铁相关资产，使公司成为全球拥有轻稀土资源量最大的企业，随着上述资源的逐步开发利用，将为公司创造新的业绩增长点，同时也将使公司逐步向资源型企业转型，从而形成钢铁产品生产和矿产资源开发利用业务双轮驱动。

总体看，公司通过收购包钢集团的稀土资源，为公司未来发展提供了新的增长点，但对公司未来发展的影响有待观察。

3. 经营效率

从经营效率来看，2013~2015 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数持续下降，截至 2015 年分别为 2.85 次和 0.18 次；2013~2015 年，存货周转次数波动下降，截至 2015 年底为 1.73 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 2015 年财务报告经大华会计师事务所（特殊普通合伙）[1]审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2016 年一季度财务报表未经审计。

2015 年，公司财务报表合并范围较 2014 年无变化。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1449.32 亿元，所有者权益合计 473.04 亿元（其中少数股东权益 2.06 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 225.01 亿元，利润总额-43.54 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 1411.09 亿元，所有者权益合计 467.54 亿元（其中少数股东权益 1.97 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 54.26 亿元，利润总额-7.08 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 225.01 亿元，同比下降 24.47%，主要由于产品价格和销量下降所致。营业成本方面，2015 年，公司营业成本 257.11 亿元，同比下降 3.14%，营业成本下降速度远慢于营业收入，导致当年营业成本大于营业收入，发生成本倒挂。2015 年，公司营业利润率由正转负，较 2014 年的 10.32%大幅下降 25.34 个百分点至-15.02%。

从期间费用看，2015 年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）合计 21.19 亿元，同比下降 5.64%，主要由于财务费用下降所致，期间费用占营业收入的比重为 9.42%，受营业收入同比下降影响，期间费用占营业收入的比重较 2014 年上升 1.88 个百分点。

2015 年，公司发生资产减值损失 5.37 亿元，其中，存货跌价损失 4.90 亿元，坏账损失 0.08 亿元，固定资产减值损失 0.24 亿元，无形资产减值损失 0.16 亿元。公司实现投资收益 0.46 亿元，主要是权益法核算的长期股权投资收益。2015 年，公司实现营业外收入 17.80 亿元，其中政府补助 17.64 亿元；公司营业外支出 1.39 亿元，其中固定资产处置损失 1.38 亿元。

2015 年，公司利润总额-43.54 亿元，同比下降 1131.11%，近三年首次利润总额为负。从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率均由正转负，2015 年分别为-2.36%和-6.98%，分别较 2014 年下降 4.14 个百分点和 8.03 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 54.26 亿元，同比下降 24.23%，主要由于产品价格和销量同比下降所致；同期，公司营业利润率为-14.05%，较 2015 年全年略有回升；利润总额为-7.08 亿元，公司利润总额继续亏损。

总体看，跟踪期内，受钢材价格大幅下降和钢材销量下降影响，公司营业收入下降幅度较大；2015 年，公司生产经营成本倒挂，利润总额发生大额亏损，且营业外收入对公司利润总额贡献较大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入量 323.91 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 300.48 亿元，同比下降

[1] 2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。

16.54%，低于营业收入下降幅度，同期，收到其他与经营活动有关的现金 23.41 亿元，主要是政府补助。2015 年，公司经营活动现金流出 333.66 亿元，与 2014 年基本持平，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 280.85 亿元，支付给职工以及为职工支付的现金 36.62 亿元，均与 2014 年基本持平。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.75 亿元，同比由正转负。从收入实现质量看，2015 年现金收入比为 133.54%，较 2014 年的 120.85%有所改善。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入 2.17 亿元，其中，收回投资收到的现金 1.89 亿元。2015 年，公司投资活动现金流出 256.59 亿元，同比大幅增长 828.42%，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 247.96 亿元，同比大幅增长 858.34%，主要是购买包钢集团选矿厂、尾矿库和白云鄂博矿产资源综合利用选铁相关资产支付现金。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为和-254.42 亿元。

2015 年，公司筹资活动现金流入为 549.25 亿元，其中，吸收投资收到现金 294.98 亿元，系非公开发行股票收到现金，取得借款收到现金 237.05 亿元；同期，公司筹资活动现金流出 220.97 亿元，主要是偿还债务支出现金。2015 年，公司筹资活动现金流量净额为 328.28 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 2.34 亿元，其中，经营活动现金流入 63.39 亿元，经营活动现金流出 61.05 亿元；投资活动现金流入净额-66.06 亿元；公司筹资活动现金流量净额 1.59 亿元。

总体看，跟踪期内，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速下降，而经营活动现金流出维持相对稳定，公司近三年来首次出现经营活动现金净流出。同时，公司通过非公开发行股票，筹集资金较好地满足了对包钢集团资产的收购。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 1449.32 亿元，同比增长 39.81%，主要由于非公开发行股票购买包钢集团资产所致。从资产构成看，流动资产占比 25.50%，非流动资产占比 74.50%，公司资产以非流动资产为主，符合钢铁行业特点。

截至 2015 年底，公司流动资产为 369.58 亿元，同比增长 6.06%，主要由货币资金（占 16.18%）、应收票据（占 16.56%）、应收账款（占 3.96%）、存货（占 45.00%）和其他流动资产（占 13.06%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 104.13 亿元，同比增长 111.04%，主要由于非公开发行股票滞留资金所致，其中，受限资金 27.66 亿元，受限资金占比 26.56%，剔除非公开发行股票获得资金后，公司受限资金规模较大，占比较高。

截至 2015 年底，公司应收票据为 46.93 亿元，同比下降 41.42%。主要是营业收入规模同比下降所致。公司应收票据中已质押的应收票据为 35.09 亿元，占比 74.77%，使用受限票据占比较高。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 13.81 亿元，同比下降 20.07%，主要由于营业收入规模同比下降所致。其中，按信用风险特征组合计提坏账准备（全部按账龄分析法）的应收账款账面余额 15.34 亿元，1 年以内的占比 80.25%，1~2 年的占比 16.88%，2~3 年的占比 1.63%，3 年以上的占比 1.24%，公司应收账款账龄结构较短；单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款账面余额 1.04 亿元。从集中度看，应收账款前五名占比 44.19%，集中度适宜。公司应收账款已计提坏账准备 2.57 亿元，计提比例为 15.69%。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 9.11 亿元，同比增长 18.80%，主要是保证金、代垫款项和往来款等。

截至 2015 年底，公司存货为 142.81 亿元，同比下降 7.70%，主要由于原材料库存下降以及计提存货跌价准备所致。公司存货中原材料账面余额 79.45 亿元，已计提跌价准备 0.48 亿元；在产品 3.08 亿元，未计提跌价准备；库存商品 47.82 亿元，已计提跌价准备 4.92 亿元。总体看，公司存货规模较大，且原材料占比较高，考虑到行业景气持续低迷，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 48.25 亿元，同比增长 41.41%，其中，增值税留抵扣额 35.79 亿元，理财产品 2.00 亿元，预缴增值税 10.08 亿元。

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年均增长 34.91%，主要由于收购包钢集团尾矿资源所致，截至 2015 年底为 1079.74 亿元，同比增长 56.89%，主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 6.20 亿元，主要包括对包钢中铁轨道有限责任公司、包头钢铁集团财务有限责任公司等的股权投资。

截至 2015 年底，公司固定资产为 548.65 亿元，同比增长 125.26%，主要由于在建工程转固 301.77 亿元所致。公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占比 30.20%，通用设备占比 9.28%，专用设备占比 60.44%，运输工具占比 0.08%，截至 2015 年底，公司固定资产已计提折旧 368.28 亿元，成新率 59.66%，已计提减值准备 2.67 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 193.96 亿元，同比下降 51.27%，主要由于部分在建工程转入固定资产所致。截至 2015 年底，公司在建工程主要包括冷轧工程改造（期末余额 36.99 亿元）、综合料场工程（期末余额 15.58 亿元）、新建 500 万吨带式球团生产线工程（期末余额 9.64 亿元）、热电 CCPP 工程（期末余额 9.93 亿元）、中厚板热处理工程（期末余额 9.61 亿元）和其他项目（期末余额 87.07 亿元）等。

2015 年底，公司无形资产为 19.91 亿元，同比下降 8.63%，主要由于摊销所致，公司无形资产主要是采矿权（2015 年底账面价值 17.20 亿元）。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 288.09 亿元，同比大幅增长 3440.96%，主要由于收购包钢集团尾矿资源 280.42 亿元所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 1411.09 亿元，较 2015 年底下降 2.64%，主要由于偿付到期债券以及支付包钢集团资产收购款，导致货币资金较 2015 年底大幅下降 48.54%所致，公司资产总额中流动资产占比 23.47%，非流动资产占比 76.53%，资产构成较 2015 年年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司非公开发行股票购买包钢集团资产，非流动资产规模大幅增长；公司大额在建工程转固，固定资产大幅增长，未来折旧费用的增长将加重公司成本压力；公司流动资产中存货金额较大，存在一定跌价风险。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为473.04亿元，同比大幅增长146.93%，主要来自股本和资本公积的增长。2015年5月5日，中国证监会以《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）文件核准公司非公开发行不超过1655600万股新股。公司实际发行16555555552股A股股票，募集资金29799999993.60元。本次增发完毕后，公司新增注册资本165.56亿元，实际募集资金净额与新增注册资本的差额129.43亿计入资本公积-股本溢价。由于2015年亏损金额较大，公司未分配利润由2014年底的13.88亿元下降至2015年底的-9.18亿元。截至2015年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占99.56%，少数股东权益占0.44%；归属于母公司所有者权益中，股本占69.14%、资本公积占30.62%、专项储备占0.33%、盈余公积占1.86%、未分配利润占-1.95%。

截至2016年3月底，公司所有者权益为467.54亿元，较2015年底下降1.16%，主要由于亏损导致未分配利润进一步下降所致。

总体看，非公开发行股票使公司所有者权益规模大幅扩张，股本和资本公积占比提高，所有者权益稳定性提高。经营亏损对公司所有者权益形成侵蚀，但非公开发行缓解了其对权益的侵蚀作用。

负债

截至2015年底，公司负债总额为976.29亿元，同比增长15.52%。其中，流动负债占比87.20%，非流动负债占比12.80%。公司负债以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债为851.28亿元，同比增长29.99%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。截至2015年底，公司短期借款为137.50亿元，同比增长23.34%，其中，抵押借款16.55亿元、质押借款17.72亿元、保证借款27.93亿元、信用借款75.29亿元。截至2015年底，公司应付票据123.75亿元，同比下降2.63%，其中，商业承兑汇票56.25亿元、银行承兑汇票67.50亿元。截至2015年底，公司应付账款为360.28亿元，同比增长35.62%，增长较快主要是新增应付资产收购款所致。截至2015年底，公司预收款项为46.85亿元，同比下降14.80%，主要是预收购货款。截至2015年底，公司其他应付款15.40亿元，同比下降13.94%，主要是往来款、押金及保证金和经营代收款等。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债130.87亿元，同比大幅增长201.09%，其中，1年内到期的长期借款67.77亿元、1年内到期的应付债券49.98亿元、1年内到期的长期应付款13.11亿元。截至2015年底，公司其他流动负债25.00亿元，均为应付短期融资券。

截至2015年底，公司非流动负债为125.00亿元，同比下降34.28%，主要由于长期债务转入一年内到期的非流动负债所致。截至2015年底，公司长期借款为37.68亿元，同比下降53.18%，其中，抵押借款4.90亿元、保证借款1.90亿元、信用借款30.87亿元。截至2015年底，公司应付债券为49.93亿元，同比下降28.57%，主要包括2013年公司债券（第二期）15亿元、2013年公司债券（第三期）15亿元、中信银行中期票据20亿元。截至2015年底，公司长期应付款32.76亿元，同比下降13.46%，均为应付融资租赁款。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部债务（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）537.47亿元，同比增长8.52%。其中，短期债务417.11亿元（占比77.61%），同比增长35.85%，长期债务120.36亿元（占比22.39%）。同比下降36.05%。

从债务指标看，受非公开发行股票的影响，公司债务负担大幅减轻，截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.36%、53.19%和20.28%，分别较2014年底下降14.16个百分点、18.92个百分点和29.28个百分点。

截至2016年3月底，公司负债总额943.56亿元，较2015年底下降3.35%。同期，公司全部债务483.02亿元，其中，短期债务占比77.61%，长期债务占比22.39%；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进一步下降至66.87%、50.81%和18.78%。

总体看，跟踪期内，受非公开发行股票影响，公司债务指标明显改善，但受规模较大的中长期债务将于一年内到期影响，公司短期债务规模增长较快，短期债务占比进一步上升，面临债务集中偿付压力。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率为 43.41%，较 2014 年底下降 9.80 个百分点；速动比率为 26.64%，较 2014 年底下降 2.95 个百分点；经营现金流动负债为-1.15%，同比由正转负。截至 2016 年 3 月底，

公司流动比率、速动比率分别为 39.86%、21.93%，和 2013 年底相比，分别进一步下降 3.55 和 4.72 个百分点。总体看，公司短期偿债指标弱，面临一定的短期支付压力。

从长期偿债指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为-4.64 亿元，对有息债务无保障能力。

截至2016年3月底，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 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 464.21 亿元，其中未使用额度为 190.43 亿元。公司间接融资渠道畅通。

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 2016 年 6 月 2 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，有望实现较大规模的资源收益，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较强。

十、存续期债券偿还能力

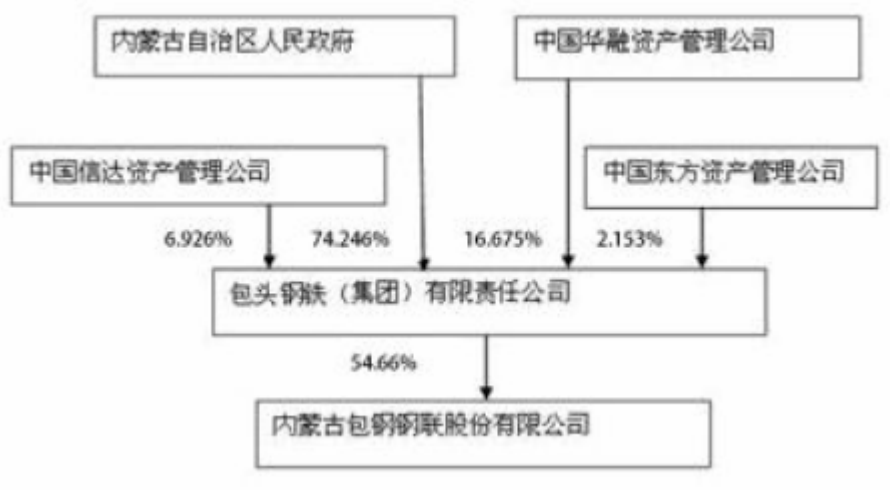
公司存续期中期票据为“12 包钢 MTN1”，发行额度为 20 亿元。2015 年，公司 EBITDA 为-4.64 亿元，对“12 包钢 MTN1”不具备保障能力，2015 年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 323.91 亿元和-9.75 亿元，分别为“12 包钢 MTN1”的 16.20 倍和-0.49 倍。公司经营活动现金流入量对“12 包钢 MTN1”的保障能力强。

总体看，公司经营活动现金流入量对“12 包钢 MTN1”的保障能力较高。

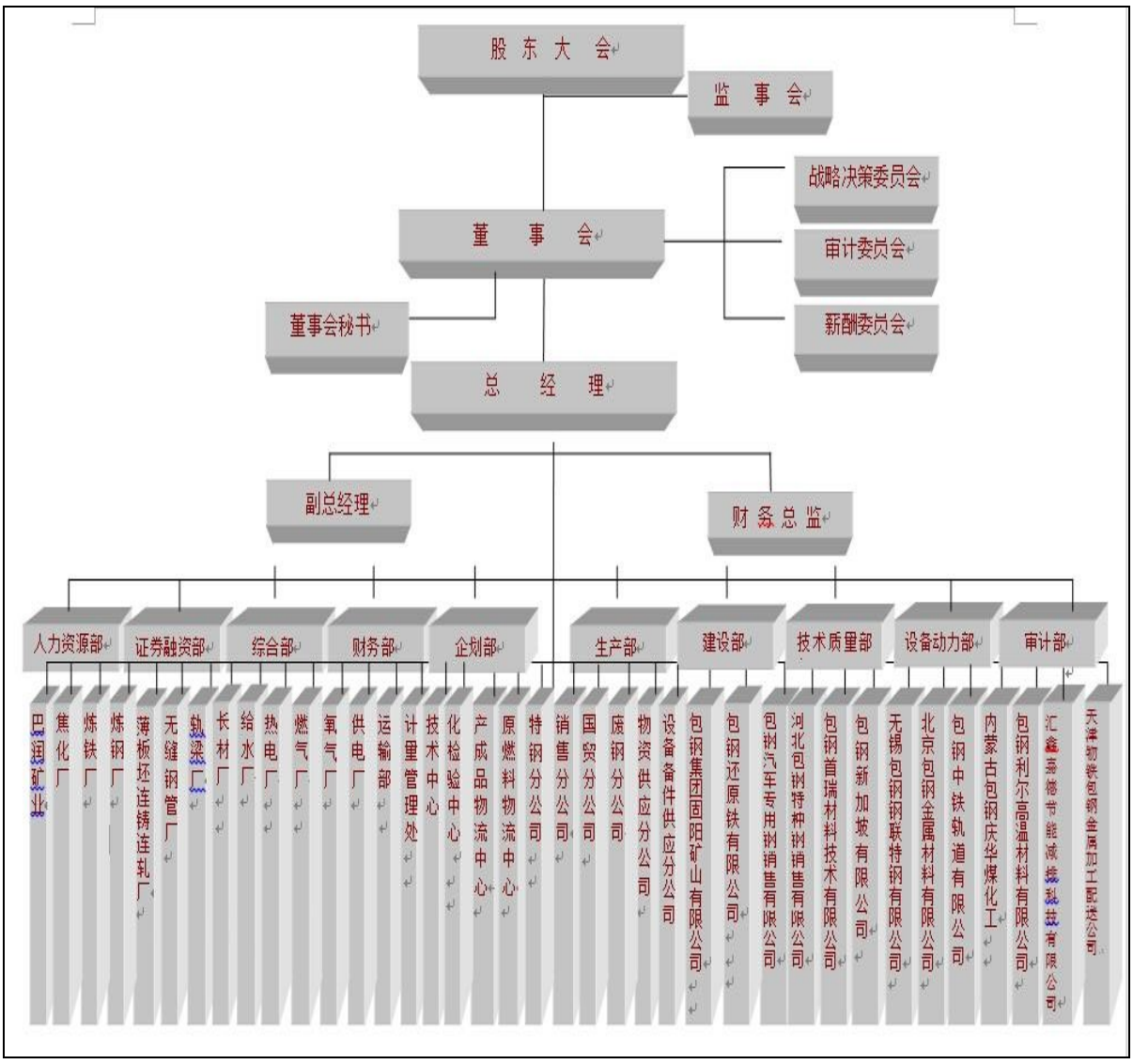
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望由稳定调整为负面，并维持“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　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	62.89	47.57	88.64	108.73
资产总额(亿元)	879.24	1036.66	1449.32	1411.09
所有者权益(亿元)	191.20	191.57	473.04	467.54
短期债务(亿元)	287.22	307.03	417.11	374.89
长期债务(亿元)	144.80	188.22	120.36	108.13
全部债务(亿元)	432.02	495.26	537.47	483.02
营业收入(亿元)	377.70	297.92	225.01	54.26
利润总额(亿元)	4.22	4.22	-43.54	-7.08
EBITDA(亿元)	32.37	38.16	-4.64	--
经营性净现金流(亿元)	71.49	29.65	-9.75	2.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.13	3.59	2.85	--
存货周转次数(次)	2.10	1.67	1.73	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.31	0.18	--
现金收入比(%)	119.06	120.85	133.54	108.39
营业利润率(%)	7.42	10.32	-15.02	-14.05
总资本收益率(%)	1.72	1.78	-2.36	--
净资产收益率(%)	1.30	1.05	-6.98	--
长期债务资本化比率(%)	43.09	49.56	20.28	18.78
全部债务资本化比率(%)	69.32	72.11	53.19	50.81
资产负债率(%)	78.25	81.52	67.36	66.87
流动比率(%)	52.77	53.21	43.41	39.86
速动比率(%)	22.65	29.59	26.64	21.93
经营现金流动负债比(%)	13.19	4.53	-1.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.81	1.84	-0.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.35	12.98	-115.93	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；
3. 长期应付款中的融资租赁款计入长期债务；
4. 2013~2015 年现金类资产已剔除使用受限货币资金与已质押应收票据。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。