# 信用等级公告

联合[2018] 1571 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将内蒙古包钢钢联股份有限公司主体长期信用等级由 $AA^+$上调为 AAA，“12 包钢 MTN1”债券信用等级由 $AA^+$上调为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA$^+$　　评级展望：稳定

**债项信用**

| 债券简称 | 余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 12 包钢 MTN1 | 20 亿元 | 2019/5/11 | AAA | AA$^+$ |

**跟踪评级时间：**2018 年 7 月 13 日

**财务数据**

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 151.39 | 102.15 | 157.08 | 140.33 |
| 资产总额(亿元) | 1449.32 | 1414.40 | 1466.42 | 1465.11 |
| 所有者权益(亿元) | 473.04 | 474.41 | 495.37 | 501.66 |
| 短期债务(亿元) | 417.11 | 313.47 | 388.54 | 383.12 |
| 长期债务(亿元) | 125.46 | 134.55 | 114.90 | 128.03 |
| 全部债务(亿元) | 542.57 | 448.02 | 502.94 | 511.15 |
| 营业收入(亿元) | 225.01 | 310.28 | 536.84 | 129.87 |
| 利润总额 (亿元) | -43.54 | 3.29 | 28.26 | 8.39 |
| EBITDA(亿元) | -4.64 | 44.74 | 64.57 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -9.75 | 64.61 | 73.29 | 13.39 |
| 营业利润率(%) | -15.02 | 8.02 | 15.08 | 17.71 |
| 净资产收益率(%) | -6.98 | 0.18 | 4.14 | -- |
| 资产负债率(%) | 67.36 | 66.46 | 66.22 | 65.76 |
| 全部债务资本化比率(%) | 53.42 | 48.57 | 50.38 | 50.47 |
| 流动比率(%) | 43.41 | 40.04 | 46.57 | 48.02 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -117.03 | 10.01 | 7.79 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -0.35 | 3.78 | 15.43 | -- |
| 经营现金流动负债比(%) | -1.15 | 7.87 | 8.25 | -- |

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债计入短期债务，长期应付款中的应付融资租赁款计入长期债务。

**分析师**

郭 昊　李博文　李小建

**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

**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，受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，收入规模大幅增加；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，2017 年公司实现营业收入 536.84 亿元，同比增长 73.02%；利润总额 28.26 亿元，同比增长 758.97%；稀土利润贡献大，未来也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”）也关注到公司处于内陆地区，在进口铁矿石采购方面处于劣势；资产流动性较弱，存货规模较大，对公司资金形成一定占用，受限资产比例较高，债务结构有待改善，存在一定的短期支付压力等因素带来的负面影响。

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，获得较大政府支持；公司积极参与自治区重点工程项目，并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。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。

公司现金类资产、经营活动现金流入量和净流量对“12 包钢 MTN1”的保障能力高。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA$^+$上调为 AAA，评级展望为稳定，将“12 包钢 MTN1”的信用等级由 AA$^+$上调为 AAA。

优势

1. 受供给侧结构性改革影响，国内钢铁行业经营环境有所好转，行业景气程度有所提升。
2. 公司经营效益明显好转，2017年营业收入和利润总额大幅度增长。
3. 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。公司年产550万吨稀土钢板材生产线达产，产能规模进一步扩大。
4. 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、选铌相关资产，从而实现向上游选矿业务延伸，进一步完善产业链。
5. 跟踪期内，公司现金类资产、经营活动现金流入量和净流量对“12包钢MTN1”的保障能力高。

关注

1. 跟踪期内，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。公司受限资产比例较高，资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，稀土贡献利润大，公司整体盈利能力仍较弱。
3. 跟踪期内，公司存在因污染物超标排放而被环境保护主管部门罚款的情况，随着环保排放的趋严，公司或面临较大环保监管及投入压力。
4. 公司债务结构有待改善，面临一定的短期偿付压力。
5. 公司处于内陆地区，在进口铁矿石采购方面处于劣势，且自有矿山生产成本较高。

# 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。

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，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 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。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2018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；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。

截至2017年底，公司合并资产总额1466.42亿元，所有者权益合计495.37亿元（其中少数股东权益2.01亿元）。2017年，公司实现营业收入536.84亿元，利润总额28.26亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额1465.11亿元，所有者权益合计501.66亿元（其中少数股东权益1.94亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入129.87亿元，利润总额8.39亿元。

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。

## 三、存续债券概况及募集资金使用情况

内蒙古包钢钢联股份有限公司2012年度第一期中期票据（“12包钢MTN1”，代码：1282150）于2012年5月11日发行，发行额度20.00亿元，2019年5月11日到期。债券募集资金中12亿元用于补充营运资金；8亿元用于偿还公司银行贷款，优化融资结构。2018年5月11日公司已正常付息。

## 四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非

制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险;通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统

劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 行业现状

2017 年，中国钢铁行业延续了 2016 年以来持续回暖的趋势，在“去产能持续推进”、“清理地条钢”和“环保督查”等因素的综合影响下，钢铁行业供给侧结构性改革成效显著，钢铁行业景气度进一步回升。

产量方面，根据国家统计局数据，2017 年，中国粗钢累计产量为 8.32 亿吨，同比增长 5.70%；钢材累计产量为 10.48 亿吨，同比增长 0.8%，增速同比回落 1.5 个百分点。

2017 年《政府工作报告》中提出在去年已经压缩 6500 万吨钢铁产能的基础上要再压减钢铁产能 5000 万吨左右，目前已超额完成目标。在不到两年时间内，中国已累计压减钢铁产能超过 1.15 亿吨，李克强总理署名文章《开放经济造福世界》明确了，计划在 3 至 5 年内，钢铁产能压减 1.4 亿吨的目标，以 1.4 亿吨测算，至少已经完成了去产能目标任务的 82.14%。此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能，这带来了钢铁行业经营情况的全面好转。

整体来看，2018 年及后期的去产能空间已经不大，主要集中于河北（河北省 2018 年将压减钢铁产能 600 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。此外，防止“地条钢”死灰复燃也对钢铁行业后期的健康发展具有重要意义。

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“十二五”发展规划》曾提出，到“十二五”末，前10家钢铁企业产业集中度要提高到60%的目标。但“十二五”期间中国前10家钢铁企业产业集中度不升反降，由2010年的49%下降至2015年的34%。因此，《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。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。

表 1　2017 年中国钢铁企业粗钢产量排名

（万吨、%）

| 序号 | 单位名称 | 粗钢产量 | 增幅 |
|---|---|---|---|
| 1 | 中国宝武钢铁集团 | 6539.27 | 11.81 |
| 2 | 河钢集团有限公司 | 4406.29 | -1.91 |
| 3 | 江苏沙钢集团 | 3834.73 | 15.32 |
| 4 | 鞍钢集团公司 | 3421.98 | 3.09 |
| 5 | 首钢集团 | 2762.90 | 3.11 |
| 6 | 山东钢铁集团有限公司 | 2167.88 | -5.82 |
| 7 | 北京建龙重工集团有限公司 | 2026.13 | 23.14 |
| 8 | 湖南华菱钢铁集团有限责任公司 | 2014.64 | 11.41 |
| 9 | 马钢（集团）控股有限公司 | 1971.40 | 5.82 |
| 10 | 本钢集团有限公司 | 1576.94 | 9.50 |
| 11 | 方大钢铁集团有限公司 | 1511.10 | 10.49 |
| 12 | 日照钢铁控股集团有限公司 | 1498.23 | 8.13 |
| 13 | 包头钢铁(集团)有限责任公司 | 1420.01 | 15.42 |
| 14 | 河北新武安钢铁集团 | 1382.45 | 1.14 |
| 15 | 广西柳州钢铁集团有限公司 | 1229.90 | 11.29 |
| 16 | 河北津西钢铁集团 | 1171.93 | 6.05 |
| 17 | 福建省三钢(集团)有限责任公司 | 1119.41 | 7.75 |
| 18 | 太原钢铁(集团)有限公司 | 1050.26 | 2.15 |
| 19 | 河北敬业集团有限责任公司 | 1040.61 | -5.51 |
| 20 | 中天钢铁集团有限公司 | 1035.95 | 12.16 |
| 21 | 陕西钢铁集团有限公司 | 1023.80 | 40.19 |
| 22 | 安阳钢铁集团公司 | 1005.74 | -4.06 |

资料来源：联合资信根据公开数据整理

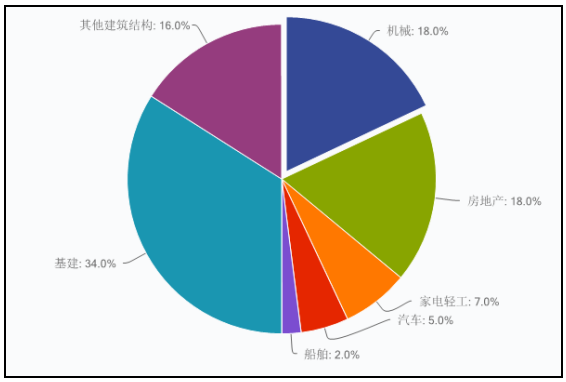
注：1、表中仅列示粗钢产量大于 1000 万吨的企业

2、统计数据可能与企业公布数据有出入。

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。

图 1　钢材主要消费行业



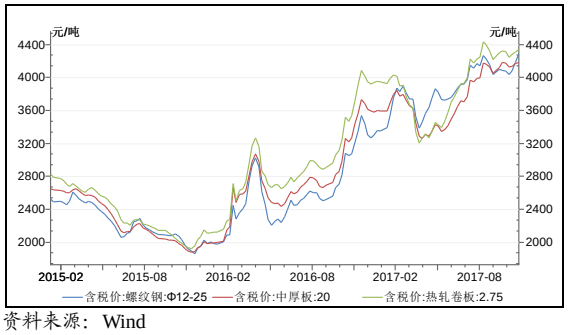

资料来源：Wind

多年以来，中国粗钢表观消费量持续呈上升趋势，但 2015 年中国粗钢表观消费量出现下降，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，但需要注意造船、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 1~11 月，全国粗钢表观消费量 7.65 亿吨，同比增长 5.7%。

建筑行业与固定资产投资密切相关，2011 年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，2012 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。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%。2016 年全年全社会固定资产投资 606466 亿元，比上年增长 7.9%，扣除价格因素，实际增长 8.6%。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）631684 亿元，比上年增长 7.2%。相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增

长态势。2017 年上半年建筑业实现增加值 22326 亿元，比上年同期增长 5.30%，增速低于国内生产总值增速 1.60 个百分点。

图2　近年主要钢材价格指数走势




资料来源：Wind

钢材价格方面，2015 年，受中国经济增速进一步减缓、下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降等因素影响，国内主流钢材价格均呈快速下滑态势，全年价格平均下跌 30%左右的幅度。2016 年，中国经济下滑趋缓，固定资产投资、基础设施建设投资、房地产投资增速均保持在较高的水平，钢材需求有所回升，带动钢材价格出现较大力度的反弹。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。根据中钢协数据，截至 2017 年 12 月 31 日，螺纹钢（φ 12-25）、中厚板（20）和热轧卷板（2.75）含税价分别为 4447.00 元/吨、4294.00 元/吨和 4460 元/吨，分别较年初上涨 36.08%、19.61%和 13.78%。

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

铁矿石费用占炼铁成本的比重较高，铁矿石价格的波动，将直接影响钢材的生产成本。

在中国铁矿石的主要来源构成中，国内矿和进口矿占比大致各占一半左右，其中澳洲、印度和巴西是中国铁矿石进口的主要地区。

**国内铁矿石**

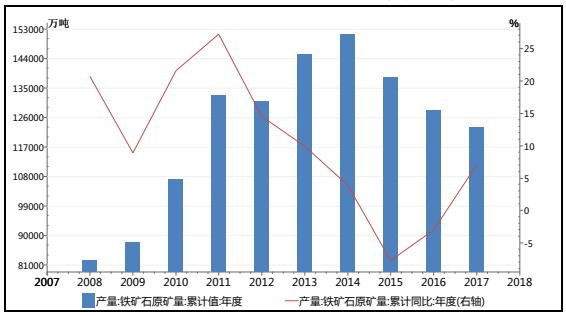
中国铁矿主要分布在东北（主要分布在鞍山矿区）、华北（主要分布在河北宣化、迁安和邯郸、邢台地区）、中南（主要分布在湖北大冶矿区）、华东（主要分布在安徽省芜湖至南京一带）以及西南、西北地区各省。中国铁矿资源有两个特点，一是贫矿多，贫矿初储量约占总储量的 80.00%；二是多元素共生的复合矿石较多，矿体复杂。

据中国国土资源部出版的《中国矿产资源报告 2017》，截至 2017 年中国已探明铁矿石储量约为 841 亿吨，同比下降 1.2%。

据冶金工业信息中心公布，2015 年，中国铁矿石原矿产量为 13.8 亿吨，延续了前一年增速放缓的趋势，累计同比减少 7.70%。2016 年受去产能、国内外铁矿石价格倒挂等因素综合影响，全年产量为 12.8 亿吨，累计同比减少 3.00%。2017 年受国内铁矿石市场价格回暖，同时下游钢铁价格持续攀升，铁矿石需求量增加，全年产量为 12.3 亿吨，累计同比增长 7.10%。

图 3　2008~2017 年中国铁矿石产量及增长率

（单位：万吨、%）




资料来源：Wind 资讯

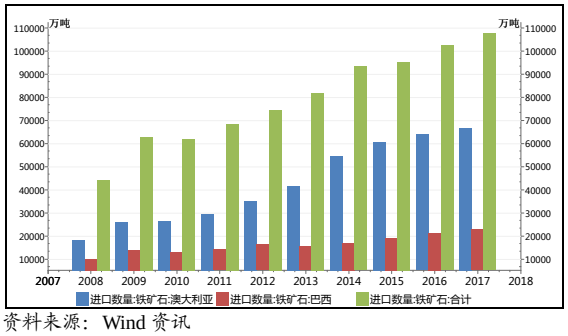
**进口铁矿石**

中国钢铁产能巨大，受制于国内铁矿资源品质、开采难度及产能供应，中国对铁矿石资源的外需程度高。2015 年，全年进口量为 9.53 亿吨，比去年同期增长 2.17%；2016 年，全年进口量为 10.24 亿吨，比去年同期增长 7.49%；2017 年，全年进口量为 10.75 亿吨，比去年同期增长 4.98%。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。

图 4　2008~2017 年中国铁矿石进口量

（单位：万吨、%）




资料来源：Wind 资讯

**铁矿石价格**

受下游传统工业制造业景气度低迷，2012~2013 年，国内外铁矿石价格整体呈现波动下滑趋势；而进入 2014 年之后，受淡水河谷、力拓和必和必拓国际三大矿山铁矿石供应量不断提升以及国内钢铁行业景气度持续低迷的影响，国内外铁矿石价格走势呈现滑梯式下跌形态，直到 2015 年 12 月进口铁矿石价格下跌出现阶段性极值并随后开始缓慢回升。随后在 2016 年第四季度出现一波快速反弹，但随着价格快速反弹，厂商生产热情开始回升，增加了市场供给，进口铁矿石价格自 2017 年第一季度末期出现快速下跌，已接近国产铁矿石价格水平；随后中国环保制约因素加强，带动加快去产能的红利，铁矿石在下游钢材的价格上涨以及利润颇丰的刺激下，价格不断走高。

图 5　近年国内外铁矿石价格走势（单位：元/吨）




资料来源：Wind

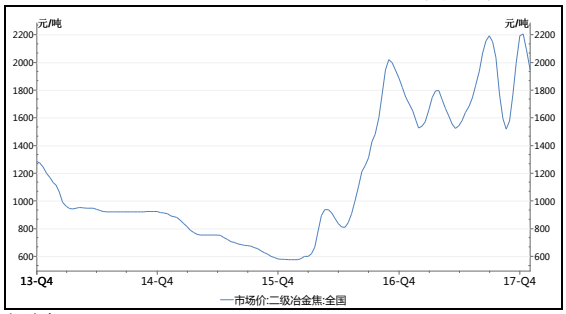
以 62%品位的干基铁精粉矿含税价为例，2014 年 1 月，国产铁矿石价格为 904.76 元/吨，进口铁矿石价格为 914.07 元/吨，同比分别下降 3.01%和 7.91%。从国内外铁矿石价格表现上看，2014 年以前国产铁矿石价格长期低于进口铁矿石价格，但随着进口铁矿石供大于求的市场环境逐步显现，加之国内矿山普遍开采难度较大，矿石品位有限导致开采成本较高，2014 年初至 2015 年末国内外铁矿石价格出现倒挂且两者价差不断扩大，自 2016 年初至今两者价格差额逐渐缩小。2017 年年初，铁矿石价格稳步增长，但 2 月下旬开始急速下跌，跌幅超过 40%，之后价格再次回升，并于 8 月下旬上涨至 79 美元/吨，随后又跌至 58 美元/吨，10 月开始，铁矿石价格一路上行，目前维持在 75 美元/吨。钢强矿弱的局面导致钢矿价差扩大，钢铁企业承压有所减轻，利润水平有望持续增加。

②焦炭

焦炭行业作为煤炭加工转化的重要环节，其中约 80%左右的焦炭用于炼铁，20%用于有色金属冶炼、化工等行业。焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料，其产量的增幅变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。

图6　全国二级冶金焦日市场价

（单位：元/吨）




资料来源：Wind

价格方面，焦炭价格波动较大，自 2016 年开始总体呈上升趋势，全国二级冶金焦市场价从 2016 年初的 580 元/吨的水平大幅回升，2016 年 11 月底已达到 2020 元/吨。随后的冬季限产使得钢厂的库存较为充足，焦煤价格随之承压下跌；2017 年，焦炭市场价格呈“V”走势，1~6 月中旬，焦炭市场承压。钢厂开工率维持低位，又因之前采购力度较大，钢厂现库存已至饱和状态，采购积极性较弱，焦炭市场整体

呈弱势运行；6 月中旬至 9 月中旬，焦炭价格呈上涨趋势；9~11 月，受钢铁行业进入需求淡季，钢企库存压力增大，开工率降低，后期有减产迹象，钢厂焦炭库存居高不下，使得焦炭价格逐渐回落；11~12 月，随着环保限产的持续推进，焦化企业开工率下降，焦炭大幅走高。进入 2018 年，下游钢厂补库基本阶段性完成，对焦炭采购需求回落。焦炭市场价格已经达到一个高度，继续上行空间十分有限，预计后期焦炭价格或将稳中下调。

4．行业政策

2016年2月4日，国务院发文《国务院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），明确从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨的工作目标。

2016年11月14日，工业和信息化部印发了《钢铁工业调整升级规划（2016~2020年）》（工信部规【2016】358号），从化解产能、创新驱动、绿色发展、智能制造、品种质量等5方面提出了引导性的调整升级目标。

表 2　“十三五”时期钢铁工业调整升级主要指标

| 序号 | 指标 | 2015 年 | 2020 年 | “十三五”累计增加 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 工业增加值增速（%） | 5.4 | 6.0 左右（年均增速） | / |
| 2 | 粗钢产能（亿吨） | 11.3 | 10 以下 | 净减少 1-1.5 |
| 3 | 产能利用率（%） | 70 | 80 | 10 个百分点 |
| 4 | 产业集中度（前 10 家）（%） | 34.2 | 60 | 25 个百分点以上 |
| 5 | 钢铁智能制造示范试点（家） | 2 | 10 | 8 |
| 6 | 主业劳动生产率(吨钢/人 年) | 514 | 1000 以上 | 486 以上 |
| 7 | 能源消耗总量 | / | / | 下降 10%以上 |
| 8 | 吨钢综合能耗(千克标煤) | 572 | ≤560 | 降低 12 以上 |
| 9 | 吨钢耗新水量(立方米) | 3.25 | ≤3.2 | 降低 0.05 以上 |
| 10 | 污染物排放总量 | / | / | 下降 15%以上 |
| 11 | 吨钢二氧化硫排放量（千克） | 0.85 | ≤0.68 | 降低 0.17 以上 |
| 12 | 钢铁冶炼渣综合利用率（%） | 79 | 90 以上 | 11 个百分点以上 |
| 13 | 研发投入占主营业务收入比重（%） | 1 | ≥1.5 | 0.5 个百分点以上 |
| 14 | 钢结构用钢占建筑用钢比例（%） | 10 | ≥25 | 15 个百分点以上 |

资料来源：根据《钢铁工业调整升级规划（2016~2020 年）》整理

环保政策方面，环保政策持续收紧，且执行力度往往是从严执行。2017 年 3 月 23 日，环保部等部委联合印发了《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，2017 年 8 月 21 日，再次印发了《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求“2+26”城市各地实施钢铁企业分类管理，按照污染排放绩效水平，制定错峰限停产方案，石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50%。2018 年钢铁行业将面临更加严峻的环保趋势，《环境保护税法》和《水污染防治法》均已于 2018 年 1 月 1 日起开始实行，钢铁企业的环保成本将进一步上升，钢铁行业所面临的环保形势更加严峻。

5．行业关注

**钢铁行业兼并重组**

针对中国钢铁行业产能过剩的局面，以往也有兼并重组的案例，但多是由政府主导和推动，而并非市场化的重组，且地方政府意愿、财税体制、债权债务关系以及人员安置等种种问题增加了兼并重组的困难，重组后的企业多出现整而不合的局面，未能有效发挥优势互补，达到兼并重组的目的。与以往不同的是，2016 年以来的兼并重组，市场化特色明显。本轮兼并重组主要依托于行业内资金实力雄厚，竞争优势明显的龙头企业，有助于提升钢铁产业集中度，促进行业资源优化配置，最终引导行业转型升级、健康发展。

**钢铁行业去杠杆**

根据公布数据，2016 年全国共化解粗钢产能超过 6500 万吨，2017 年再压减钢铁产能 5000 万吨的目标也已经基本完成，并且目前部分省份也表示“十三五”钢铁去产能任务已经完成，可以说钢铁行业“十三五”规划设定的“用 5 年时间再压减粗钢产能 1~1.5 亿吨”的目标基本实现，去杠杆或将成为下一步供给侧改革的重点。

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。目前钢铁行业已签订债转股框架协议共涉及十家钢铁企业，整体规模较小，而真正实施债转股的仅有中钢集团等个别企业，仍属个例，大部分企业依旧停留在框架协议阶段。此轮债转股多为“明股实债”，虽然在一定程度上可以缓解企业短期流动性压力、降低企业的资金成本，但长期来看，“明股实债”的形式实际上是增加了企业的杠杆水平。债转股作为去杠杆的重要手段，在操作方式上仍有待完善，市场化去杠杆的途径有待进一步拓展。

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**

目前中国钢铁产能过剩主要体现为结构性产能过剩，低端产品竞争激烈，高端产品仍需进口。同时考虑到环保及安全政策趋严，对钢铁企业生产工艺提升提出一定要求。在国家大力推进供给侧结构性改革、坚定不移化解钢铁过剩产能、三令五申严禁新增产能的背景下，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。

联合资信认为未来钢铁企业转型升级主要体现为以下三方面，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。同时调整中国钢铁“北重南轻”的布局。

经过 2016 年以来的去产能政策影响，中国已经累计压减钢铁产能超过 1.15 亿吨，同时还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能，未来去产能空间有限。后期钢铁行业工作重心或将转向行业兼并重组、去杠杆、产品转型升级等。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态。

6. 区域经济分析

2017 年，内蒙古自治区全区实现地区生产总值 16103.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 4.0%。其中，第一产业增加值 1647.2 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 6408.6 亿元，增长 1.5%；第三产业增加值 8047.4 亿元，增长 6.1%；三次产业比例为 10.2：39.8：50.0。第一、二、三产业对生产总值增长的贡献率分别为 10.3%、14.8%和 74.9%。人均生产总值达到 63786 元，比上年增长 3.6%。全年全社会固定资产投资总额 14404.6 亿元，比上年下降 6.9%。其中，500 万元以上项目完成固定资产投资 14219.3 亿元，下降 7.0%。全年完成一般公共预算收入 1703.4 亿元，比上年下降 14.4%，如果剔除 2016 年虚增因素，比上年增长 14.6%；一般公共预算支出 4523.1 亿元，比上年增长 0.2%。

总体看，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。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2018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，形成了炼铁1590万吨、炼钢1750万吨、管材200万吨、板材960万吨、型材210万吨、线棒材244万吨的产能规模。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，并拥有丰富的铌、钪、萤石等资源。

### 3. 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。2015~2017 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。2015~2017 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。

## 七、管理分析

2018 年 1 月公司董事会收到董事长魏栓师

先生的书面辞呈。魏栓师先生由于工作调整原因，申请辞去公司董事长职务，同时一并辞去公司董事会战略委员会主任委员职务。魏栓师先生的辞呈自送达董事会起生效，公司董事会接受魏栓师先生的辞职申请。辞去上述职务后，魏栓师先生将继续担任公司董事职务。公司董事会于 2018 年 1 月 15 日收到公司副董事长孙国龙先生的书面辞呈。孙国龙先生由于工作调整原因，申请辞去公司副董事长职务。孙国龙先生的辞呈自送达董事会起生效，公司董事会接受孙国龙先生的辞职申请。辞去上述职务后，孙国龙先生将继续担任公司董事职务。

根据第五届董事会第八次会议、第五届董事会第十次会议及 2018 年第一次临时股东大会，新任李德刚先生、石凯先生、刘振刚先生、李晓先生、张小平先生、翟金杰先生及白宝生先生为公司董事。

董事长李德刚先生，男，汉族，1962 年 10 月出生。本科学历，正高级工程师，曾任包钢轨梁厂电气车间副主任，主任，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)公司总工程师，诚信达监理公司董事长，包钢西创董事，包钢股份董事；包钢(集团)公司副总经理兼包钢股份董事，包钢西创董事。现任包钢(集团)公司副总经理兼包钢股份董事长，党委书记，包钢西创董事。

总经理李晓先生，男，汉族，1970 年 12 月出生。本科硕士，正高级工程师。毕业于北京科技大学金属压力加工专业，曾任包钢无缝厂Φ180 轧管车间筹各办副主任、φ 180 轧钢筹各办副主任；包钢无缝厂φ 180 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各组组长；包钢无缝厂副厂长兼新机组筹各组组长；包钢无缝钢管厂厂长；包钢生产部(安环部)副部长；包钢股份钢管公司党委委员、总经理;包钢股份副总经理。现任包钢(集团)公司董事兼包钢股份总经理。

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方面重大变化。

## 八、重大事项

**发行股票偿还股东借款**

2018 年 4 月，公司公告将筹划非公开发行股票，本次非公开发行对象为包钢集团，包钢集团以现金全额认购本次非公开发行的股份。本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过人民币 1000000 万元（含本数），且发行股份总数不超过本次发行前总股本的 20%，即 9117006529 股（含本数）。9117006529 股为本次发行的上限，最终发行数量依据本次非公开发行价格确定。2018 年 5 月 10 日，公司收到内蒙古自治区人民政府国有资产监督管理委员会《关于包钢股份非公开发行股票有关事宜的批复》（内国资产权字〔2018〕81 号），内蒙古自治区人民政府国有资产监督管理委员会同意包钢股份非公开发行股票，募集总额不超过人民币 100 亿元，发行对象为包钢集团。本次非公开发行股票事项尚需获得公司股东大会批准和中国证监会核准后方可实施。联合资信将持续关注该事项对公司的影响。

## 九、经营分析

1. 经营现状

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。

收入方面，2015~2017 年，公司的主营业务收入别为 220.16 亿元、306.33 亿元和 532.56 亿元。2015 年，公司虽然 550 万吨生产线建成，但是受新设备调试的影响，该生产线没有全面达产。2016 年，随着 550 万吨生产线全面达产，

产能充分释放，产量大幅增加；同期，钢材市场回暖，公司销售政策的改变共同促使公司钢材销量持续上升。随着产销量上升，2016 年，公司实现主营业务收入达 306.33 亿元，同比增长 39.14%。2017 年，随着板材和管材销量及钢材市场需求回暖影响，主营业务收入达 532.56 亿元，同比增长 73.85%。从各钢材品种营业收入构成看，2017 年，公司应对市场需求积极调整产品结构，盈利能力最强的型材营业收入占比大幅下降，盈利能力较强的板材营业收入同比大幅增长，盈利能力相对较弱的管材和线棒材营业收入同比均大幅增长，占比明显上升；板材受量价齐升的影响，该板块收入同比大幅增长占比同比变化不大。总体看，公司产品结构大幅改善。

从毛利率看，2015~2017 年，公司整体毛利率大幅增长。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。2016 年，公司产品的吨钢成本大幅度下降，整体毛利率由 2015 年的-15.37%大幅增长至 8.72%。毛利率增长主要由于以下几点原因：（1）公司开展了一系列降本增效措施，降低了山西煤配比、烧结矿铁料配加低价矿等攻关，打通高硫蒙古矿再磨浮选脱硫工艺，全力降低铁水成本。同时，公司还通过优化原燃料结构配比，降低生产成本；优化铁路、公路运输组合方式，降低物流成本；实施电力多边交易，降低用电成本；清退外委劳务、实行内部劳动力市场调剂，降低人工成本；（2）公司加强了设备维护保养，提高了设备的使用寿命，公司对各类固定资产的预计使用年限进行重新确定，减少了设备折旧成本。2016 年，公司固定资产折旧年限变化增加了 6.45 亿元利润。通过以上措施，公司产品的吨钢成本明显下降，毛利率大幅度提升。分品种看，管材毛利率上升 24.29 个百分点至-8.70%，板材毛利率上升 26.77 个百分点至 6.64%，型材毛利率上升 14.16 个百分点至 13.63%，线棒材毛利率上升 36.96 个百分点至 4.80%。2017 年，公司受钢铁行业持续回暖，产品售价均出现不同程度上升，售量除型材和管材外均同比大幅增长，同时叠加公司全方位控制营业成本，主营业务成本增长率小于主营业务收入的增长率，受上述综合因素影响公司整体毛利率同比增长至 15.25%。分产品来看，管材和板材毛利率分别同比增长至 11.23%和 10.40%，主要系销售均价同比大幅增长所致；型材毛利率同比增长 3.62%，主要系型材平均销售价格上涨而平均成本有所下降所致；线棒材毛利率大幅增长至 12.80%，主要系量价齐升所致。

公司其他业务主要包括钢坯销售、焦化副产品销售和稀土销售收入，2017 年公司利用尾矿资源提炼、销售的稀土精矿实现尾矿资源业绩承诺，全年实现稀土精矿生产和销售 17.60 万吨，销售稀土精矿收入 24.23 亿元，实现净利润 13.36 亿元，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。且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，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，但受 2017 年白云鄂博资源综合利用项目选稀土选铌相关资产完成交割并投入运行，稀土精矿生产和销售成为公司主要利润贡献点。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 129.09 亿元，同比增长 44.54%，主要由于钢材量价同比上升所致，公司 2018 年一季度总体毛利率为 18.36%，较 2017 年全年上升 3.11 个百分点，主要系管材、板材及其他板块毛利率上升所致。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 产品 | 2015 年 | | | 2016 年 | | | 2017 年 | | | 2018 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 | 33.67 | 15.29 | -32.99 | 33.22 | 10.85 | -8.70 | 60.42 | 11.35 | 11.23 | 14.24 | 11.03 | 15.78 |
| 板材 | 91.07 | 41.37 | -20.13 | 154.66 | 50.49 | 6.64 | 274.24 | 51.49 | 10.40 | 71.82 | 55.64 | 14.33 |
| 型材 | 51.21 | 23.26 | -0.53 | 67.86 | 22.15 | 13.63 | 61.54 | 11.56 | 17.25 | 15.27 | 11.83 | 17.80 |
| 线棒材 | 28.04 | 12.74 | -32.16 | 22.99 | 7.50 | 4.80 | 61.94 | 11.63 | 12.80 | 14.23 | 11.02 | 12.23 |
| 其他 | 16.18 | 7.34 | 30.22 | 27.60 | 9.01 | 32.53 | 74.42 | 13.97 | 36.76 | 13.53 | 10.48 | 49.50 |
| **合计** | **220.16** | **100.00** | **-15.37** | **306.33** | **100.00** | **8.72** | **532.56** | **100.00** | **15.25** | **129.09** | **100.00** | **18.36** |

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铁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包钢集团供应、国内采购和进口三种途径解决。

2015~2017年，随着公司产能的扩张，公司采购铁矿呈增长趋势，分别为1308.59万吨、1636.59万吨和2103.57万吨。2016年，公司共计采购铁矿石1636.59万吨，较2015年增长25.16%，主要系公司产能扩大及加大国内铁矿石和进口优质铁矿石采购所致；2017年，公司共计采购铁矿石2103.57万吨，较2016年增长28.53%，主要系公司钢材产量大幅增长及加大国外进口优质铁矿石所致。由于国外进口铁矿石品位相对于国内铁矿石和自供铁矿石较高，可降低公司冶炼成本，2015~2017年，公司减少了自产铁矿石的采购，加大了进口铁矿石的采购力度。2017年，公司20.91%的铁矿石采购来自控股股东包钢集团。2017年，公司采购进口铁矿石990.76万吨，国外进口铁矿石数量占公司总采购量的比重也由2016年的16.61%上升至2017年的47.10%。

2015~2017年，由于钢铁行业持续回暖，导致铁矿石价格也呈波动增长趋势，公司铁矿石采购均价呈波动增长趋势，分别为513.48元/吨、488.03元/吨和527.62元/吨。2017年，公司铁矿石采购均价较上年有所增长，公司自供铁矿石采购均价较上年下降4.09%至426.61元/吨；公司国内采购铁矿石均价较上年下降12.48%至427.91元/吨；进口铁矿石采购均价较上年增长19.67%至640.18元/吨。

表5 公司铁矿石采购情况（单位：万吨、元/吨）

| 项目 | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|---|
| 铁矿石自供 | 采购量 | 361.64 | 316.24 | 439.87 |
| | 采购均价 | 472.66 | 444.78 | 426.61 |
| 铁矿石国内采购 | 采购量 | 785.03 | 1048.53 | 672.94 |
| | 采购均价 | 484.14 | 488.91 | 427.92 |
| 铁矿石国外进口 | 采购量 | 160.92 | 271.82 | 990.76 |
| | 采购均价 | 748.39 | 534.96 | 640.18 |
| **合计采购量** | | **1308.59** | **1636.59** | **2103.57** |
| **采购均价** | | **513.48** | **488.03** | **527.62** |

资料来源：公司年报

注：公司2015年的原材料部分用于550万吨新生产线试生产。

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。2015~2017 年，受产能扩大及产量增长的影响，煤炭采购量波动上涨，2017 年公司采购煤炭 1277.42 万吨；采购价格大幅增长，2017 年，煤炭采购价格 1170.44 元/吨，较 2016 年大幅上涨。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，公司焦炭采购大幅下降，2017 年公司采购焦炭 24.58 万吨，同比大幅下降，主要系煤炭采购量增加，相对采用焦炭的量减少，采购均价为 1720.46 元/吨。

表6 公司其他原料采购数据

| 名称 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 煤炭（万吨） | 757.70 | 736.06 | 1277.42 |
| 采购均价（元/吨） | 590.97 | 609.26 | 1170.44 |
| 焦炭（万吨） | 144.81 | 140.01 | 24.58 |
| 采购均价（元/吨） | 767.46 | 869.83 | 1720.46 |
| 电力（亿千瓦时） | 42.52 | 41.33 | 39.97 |
| 采购均价（元/千瓦时） | 0.38 | 0.38 | 0.38 |

资料来源：公司提供
注：公司2015年的原材料部分用于550万吨新生产线试生产。

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 2017 年底，公司已形成管材 200 万吨、板材 960 万吨、型材 210 万吨、线棒材 244 万吨的产能规模。2017 年公司累计生产生铁 1403.00 万吨，钢产量 1420.00 万吨，商品坯材产量 1304.00 万吨。

表7 公司主要产品生产情况（单位：万吨）

| 产品 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 商品钢坯 | 771.00 | 1152.11 | 1304.00 |
| 管材 | 113.25 | 135.42 | 142.28 |
| 板材 | 386.53 | 586.83 | 784.82 |
| 型材 | 133.92 | 182.63 | 167.99 |
| 线棒材 | 137.20 | 104.52 | 207.48 |
| 焦副产品 | 42.89 | 36.04 | 31.67 |

资料来源：公司提供
注：公司商品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，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，公司管材产量逐年上升。2016年，随着钢材市场回暖，公司管材产量为135.42万吨，同比增加19.58%，产能利用率76.51%。2017年，公司管材产量142.28万吨，同比增加5.07%，产能利用率80.23%，同比有所上升。

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。2015~2017年，随着产能扩大，公司板材产量大幅度上涨。2017年，公司板材产量为784.82万吨，同比增长33.74%，产能利用率80.91%，增长的主要原因是550万吨板材生产线经过调试后全面达产所致。

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。2015~2017年，公司型材产量波动上升，2017年公司型材产量167.99万吨，同比下降8.02%，产能利用率80.00%。

近年来，公司线棒材产量受行业需求影响较大，2017年产量为207.48万吨，同比增长98.51%，产能利用率79.80%。

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、包头市地铁投资(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“二票制结算”。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。

2015~2017年，公司产品销量持续上升。随着2016年钢铁市场回暖，公司产品的销量也大幅度上涨。2017年，公司产品销售1298.19万吨，较2016年上涨21.05%。公司产品中钢坯主要用于公司钢材加工，外销比例较小；管材板块方面，2017年公司管材销量同比变化不大，为135.69万吨，产销率均维持在高位，2017年为95.37%。公司板材产品销量增加27.60%至779.80万吨，主要系新生产线2016年全面达产，产量提高所致，板材产销率为99.36%。公司型材产品销量下降9.73%至167.99万吨，主要系管材、板材及建筑用线棒材销售价格较上年有较大幅度的上升，公司从效益最大化原则出发，增加了板材和线棒材的产量，降低了型材产销量，型材产品产销率为110.21%，较上年有所增加。公司线棒材产品主要面向建筑市场，通用产品比例较高，受公司调整产品结构的影响，2017年公司线棒材产品销量增长55.90%至185.15万吨，公司线棒材产品产销率为89.24%，较上年变化不大。

从销售价格看，2015~2017年，公司产品价格呈上升趋势。2016年，钢材价格整体维持上涨趋势，但是受年初价格低谷的影响，除板材外，公司各品种钢材2016年平均销售价格均有所下降，管材2016年销售均价下降16.18%，线棒材2016年销售均价下降4.20%，型材产品2016年销售均价下降4.52%。板材2016年销售均价小幅上涨2.37%，主要原因是，公司板材为稀土钢板，主要生产高档汽车板、家电板等产品，产品的附加值较之前有所提升。2017年，由于钢铁行业整体回暖，钢材价格整体出现较大幅度增长，除型材售价同比增长幅度较小外，其管材、板材及线棒材均出现大幅增长，分别同比增长84.17%、38.96%和72.81%。

2018年1~3月，公司销售钢材产品311.44万吨，占2017年全年23.99%。同期，产销率均大幅下降，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。销售价格方面，受钢材市场持续回暖影响，公司各钢材产品的销售价格均有所上涨。

表8　公司主要产品销售情况（万吨、%、元/吨）

| 产品 | 2015年 | | | 2016年 | | | 2017年 | | | 2018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 | 116.73 | 103.07 | 2884.44 | 137.42 | 101.48 | 2417.82 | 135.69 | 95.37 | 4452.91 | 31.04 | 75.99 | 4587.13 |
| 板材 | 368.40 | 95.31 | 2472.04 | 611.15 | 104.14 | 2530.72 | 779.80 | 99.36 | 3516.79 | 191.95 | 86.94 | 3741.83 |
| 型材 | 132.31 | 98.80 | 3870.13 | 183.66 | 100.56 | 3695.08 | 165.79 | 110.21 | 3711.58 | 39.65 | 86.76 | 3850.74 |
| 线棒材 | 134.24 | 97.84 | 2020.85 | 118.76 | 113.62 | 1935.80 | 185.15 | 89.24 | 3345.27 | 40.76 | 78.29 | 3491.35 |
| 焦副产品 | 21.37 | 49.83 | 1625.01 | 21.46 | 59.54 | 1625.04 | 21.84 | 68.96 | 2093.38 | 6.04 | 69.43 | 2374.27 |
| **合计** | **773.05** | -- | -- | **1072.45** | -- | -- | **1298.19** | -- | -- | **311.44** | -- | -- |

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，2017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42.49%、15.82%、18.82%和10.85%。

表9 公司主营业务区域分布

| | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|---|---|---|---|
| 华北地区 | 37.45% | 52.20% | 42.49% |
| 东北地区 | 4.48% | 2.85% | 3.49% |
| 华东地区 | 23.49% | 19.23% | 15.82% |
| 中南地区 | 2.79% | 1.51% | 1.62% |
| 西北地区 | 10.60% | 7.47% | 18.82% |
| 西南地区 | 4.41% | 1.78% | 2.43% |
| 华南地区 | 5.83% | 2.77% | 4.48% |
| 出口 | 10.95% | 12.19% | 10.85% |

资料来源：公司提供

总体看，受新建成 550 万吨稀土钢板材生产线全面达产影响，公司板材产能规模大幅扩大，公司也顺利实现转型升级目标，产品结构得到优化；同时受下游需求增加影响，公司钢材产销量及售价整体大幅增加，且公司通过控制成本和调整产品结构，有效的改善了公司盈利的能力。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，在原料成本控制方面需要加强。但是公司所在的内蒙古地区，煤炭资源丰富，有利于公司以较低的价格采购煤炭。

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，预计将为公司增加 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，铌金属氧化物、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；同时加大选稀后选铌工艺的攻关力度，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、铌精矿的产品，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，可继续用于选别铌、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。2017 年全年实现稀土精矿生产和销售 17.60 万吨，销售稀土精矿收入 24.23 亿元，实现净利润 13.36 亿元，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

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、选铌相关资产。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、铌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，2015~2017 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数持续上升、总资产周转次数波动上升，三年均值分别为 6.32 次、2.25 次和 0.31 次。2017 年分别为 8.35 次 2.65 次和 0.37 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 3 月底，公司主要在建工程已全部转固，公司转固项目与公司主业密切相关，项目的转固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。

随着国内钢材市场回暖，公司产能提升，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。

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。

## 十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2016 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供了 2017 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2017 年审计报告中致同会计师事务所（特殊普通合伙）将以下事项列为关键审计事项，1.重大关联交易核算；2.存货跌价准备的计提；3.辞退福利的确认；4.关联方关系及其交易披露的完整性。2018 年一季度财务报表未经审计。

近三年公司财务报表合并范围无重大变化。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1466.42 亿元，所有者权益合计 495.37 亿元（其中少数股东权益 2.01 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 536.84 亿元，利润总额 28.26 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1465.11 亿元，所有者权益合计 501.66 亿元（其中少数股东权益 1.94 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 129.87 亿元，利润总额 8.39 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年公司资产规模保持相对稳定，三年复合增长率为 0.59%。截至 2017 年底，公司资产总额为 1466.42 亿元，同比增长 3.68%，主要由于货币资金和应收账款的增长所致。从资产构成看，流动资产占比 28.23%，非流动资产占比 71.77%，公司资产以非流动资产为主，符合钢铁行业特点。

**流动资产**

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长率为 5.83%。截至 2017 年底，公司流动资产为 413.96 亿元，同比增长 25.95%，主要由货币资金（占 28.18%）、应收票据（占 9.67%）和存货（占 46.78%）构成。

2015~2017 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 5.85%。截至 2017 年底，公司货币资金为116.66亿元，同比增长95.39%，主要系公司 2017 年产品销售量增大所致。其中，受限资金 67.25 亿元，主要为银行承兑汇票及短期借款保证金，受限资金占比 57.64%，公司受限资金规模大，占比高。

2015~2017 年，公司应收票据持续下降，年均复合下降 7.63%。截至 2017 年底，公司应收票据为 40.04 亿元，同比下降 4.89%。主要由于公司应收银行承兑汇票小幅减少所致。公司应收票据中已质押的应收票据为 19.48 亿元，占比 48.65%，使用受限票据占比较高。

2015~2017 年，公司应收账款规模快速增长，年复合增长 49.48%。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 30.85 亿元，同比增长 98.10%，主要由于公司应收产品购货款项增长所致。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 34.28 亿元，1 年以内的占 95.19%，1~2 年的占 1.70%，2~3 年的占 1.89%，3 年以上的占 1.22%，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 1.00 亿元。从集中度看，应收账款前五名占比 31.07%，集中度适宜。截至 2017 年底，公司应收账款已计提坏账准备 1.74 亿元。

2015~2017 年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降 27.74%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 4.76 亿元，同比下降 45.15%，主要是保证金、代垫款项和往来款等。

2015~2017 年，公司存货规模快速增长，年均复合增长 16.45%。截至 2017 年底，公司存货为 193.66 亿元，同比增长 30.00%，主要由于原料及主要材料和库存商品增长所致。公司存货中原材料账面余额 93.12 亿元，已计提跌价准备 0.15 亿元；在产品 4.51 亿元，未计提跌价准备；库存商品 75.20 亿元，已计提跌价准备 0.50 亿元。总体看，公司存货规模较大，且原材料和库存商品占比较高。

2015~2017 年，公司其他流动资产规模快速下降，年均复合增长率-37.12%。截至 2017 年底，公司其他流动资产 19.08 亿元，同比下降 50.38%，其中，待抵扣进项税额 16.65 亿元，预缴增值税 2.04 亿元。

**非流动资产**

2015~2017 年，公司非流动资产保持相对稳定，年均复合下降 1.27%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 1052.46 亿元，同比下降 3.06%，主要由固定资产（占 67.98%）和其他非流动资产（占 27.84%）构成，结构保持相对稳定。

2015~2017 年，公司长期股权投资不断增长，年均复合增长 11.86%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 7.76 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。

2015~2017 年，公司固定资产规模不断增长，年均复合增长率为 14.19%。截至 2017 年底，公司固定资产为 715.42 亿元，同比增长 15.15%，主要由于在建工程完工转固新增房屋及建筑物以及通用设备等所致。公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占 35.25%，通用设备占 26.56%，专用设备占 37.63%，运输工具占比 0.56%，截至 2016 年底，公司固定资产已计提折旧 399.92 亿元，成新率 60.68%，已计提减值准备 2.66 亿元。2016 年，公司调整了固定资产折旧年限，累计折旧减少了 6.45 亿元，对公司利润有较大影响。固定资产中受限资产 42.10 亿元，主要是抵押借款的抵押物。截至 2017 年底，公司固定资产已计提折旧 432.63 亿元，已计提减值准备 2.66 亿元，公司 2017 年按照固定资产国家分类标准对固定资产进行了重新分

类，本次对固定资产的重新分类不涉及折旧年限的改变，不影响当期损益。

2015~2017 年，公司在建工程规模快速下降，年均复合下降 82.87%，主要为在建工程持续转入固定资产所致。截至 2017 年底，公司在建工程为 5.69 亿元，同比下降 95.55%，主要由于部分在建工程转入固定资产所致。

2015~2017 年，公司无形资产有所下降，年均复合下降 4.58%。2017 年底，公司无形资产为 18.12 亿元，同比下降 4.59%，主要由于摊销所致，公司无形资产主要是采矿权（2016 年底账面价值 15.34 亿元）。

2015~2017 年，公司其他非流动资产规模保持相对稳定，年均复合增长率为 0.85%。2017 年，公司其他非流动资产 293.02 亿元，同比变化不大。公司其他非流动资产主要包括未实现售后回租损益、预付土地使用权费用和尾矿资源等。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1465.11 亿元，较 2017 年底变化不大，公司资产总额中流动资产占比 28.43%，非流动资产占比 71.57%，资产构成较 2017 年底变化不大。

总体看，受收购包钢集团尾矿资源的影响，公司的资产规模小幅上升，结构保持稳定。流动资产中的货币资金和应收票据受限比例较高；流动资产中存货规模较大，并以原材料和库存商品为主，对公司资金形成一定占用，并存在一定跌价风险。2016 年，公司调整了固定资产折旧年限，对于公司利润有一定的影响。公司资产流动性较弱，符合钢铁行业特点，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

**所有者权益**

2015~2017年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长率为2.33%，主要源自实收资本和未分配利润的增长。截至2017年底，公司所有者权益为495.37亿元，同比增长4.42%，主要来自实收资本和未分配利润的增长。由于2016年公司实现扭亏为盈，公司未分配利润逐年增长，由2015年底的-9.18亿元增加至2017年底的11.78亿元。截至2017年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占99.59%，少数股东权益占0.41%；归属于母公司所有者权益中，股本占92.40%、资本公积占2.84%、未分配利润占2.39%。

截至2018年3月底，公司所有者权益为501.66亿元，较2017年底增长1.27%，主要由于盈利导致未分配利润进一步增加所致。

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**

2015~2017年，公司负债规模有所波动，年复合增长率为-0.27%。截至2017年底，公司负债总额为971.05亿元，同比增长3.31%。其中，流动负债占比91.53%，非流动负债占比8.47%。公司负债以流动负债为主。

**流动负债**

2015~2017年，公司流动负债规模有所波动，年均复合增长率为2.18%。截至2017年底，公司流动负债为888.82亿元，同比增长8.28%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2015~2017年，公司短期借款波动增长，年均复合增长率为1.09%。截至2017年底，公司短期借款为140.50亿元，同比下降17.56%，主要由于公司2017年偿还大量保证借款以及质押借款所致，其中，抵押借款19.55亿元、保证借款2.12亿元、信用借款9.98亿元。

2015~2017年，公司应付票据规模波动中有所增长，年均复合增长14.56%。截至2017年底，公司应付票据162.40亿元，同比增长39.57%，其中，商业承兑汇票126.65亿元、银行承兑汇票35.75亿元。

2015~2017年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合增长-14.46%。截至2017年底，公司应付账款为263.63亿元，同比下降38.17%，

主要因为公司公司偿还供应商欠款和重分类所致，其构成主要为应付材料款和工程款。

2015~2017年，公司预收款项快速增长，年均复合增长率27.84%。截至2017年底，公司预收款项为76.56亿元，同比上升32.94%，主要是预收购货款。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长215.41%。截至2017年底，公司其他应付款153.23亿元，同比大幅增长，主要由于公司应付往来款及应付押金及保证金增加以及重分类所致，其构成主要是往来款、押金及保证金和经营代收款等。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降19.33%。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债85.15亿元，同比大幅增长，其中，1年内到期的长期借款37.50亿元、1年内到期的长期应付款17.65亿元、1年内到期的应付债券30.00亿元。

**非流动负债**

2015~2017年，公司非流动负债规模快速下降，年均复合下降18.89%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2017年底，公司非流动负债为82.23亿元，同比下降30.95%，主要由于长期借款和应付债券减少所致。

2015~2017年，公司长期借款波动中有所下降，年均复合下降6.67%。截至2017年底，公司长期借款为32.82亿元，同比下降25.80%，公司于2017年新增约16.49亿元信用类长期借款，但由于亦存在37.50亿元长期借款将于一年内到期，故长期借款余额较2016年末有所下降。

2015~2017年，公司应付债券波动下降，年均复合下降36.71%。截至2017年底，公司应付债券为20.00亿元，较2016年底下降59.97%，主要由于公司分别于2015年1月26日和2015年4月21日发行的“13包钢03”和“13包钢04”已于2018年6月到期，故上述两笔债券已按面值30.00亿元重分类至一年内到期的非流动负债核算。

2015~2017年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降17.65%。截至2017年底，公司长期应付款22.21亿元，同比增长7.95%，均为应付融资租赁款。

有息债务方面，将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调整至有息债务以后，2015~2017年，公司全部债务波动下降，三年分别为542.57亿元、448.02亿元和502.94亿元，其中，短期债务占比分别为76.88%、69.97%和77.16%，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，三年均值为66.52%，截至2017年底为66.22%；公司全部债务资本化比率呈波动下降趋势，三年均值为50.45%，截至2017年底为50.38%；公司长期债务资本化比率近三年波动下降，三年均值为20.23%，截至2017年底为18.83%。公司整体债务负担较轻。

截至2018年3月底，公司负债总额963.45亿元，较2017年底下降0.78%。同期，公司全部债务511.15亿元，其中，短期债务占74.95%，长期债务占25.05%；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65.76%、50.47%和20.33%。

总体看，公司负债规模有所波动，整体债务负担较轻；但有息债务中短期债务规模较大，有一定的短期支付压力，债务结构有待改善。

4．盈利能力

2015~2017 年，受钢材市场的影响和新生产线投产，产能扩张的双重影响，公司营业收入快速增长，三年分别为 225.01 亿元、310.28 亿元和 536.84 亿元。2017 年，公司实现营业收入 536.84 亿元，同比大幅增长，主要由于产品销量及价格均较 2016 年上涨所致。营业成本方面，同期公司营业成本同步快速增长，三年分别为 257.11 亿元、283.59 亿元和 453.54 亿元。2017 年，公司营业成本 453.54 亿元，同比增长

59.93%，营业成本增长速度远小于营业收入增速，公司也因此实现了利润总额扭亏为盈。2015~2017 年，公司营业利润率波动下降，三年分别为-15.02%、8.02%和 15.08%。2015 年，受钢铁行业不景气的影响，公司营业利润率为负。2016~2017 年，随着钢材市场回暖和公司生产成本下降，公司营业利润率由负转正且增幅较大。

2015~2017 年，公司期间费用波动增长，三年分别为 21.19 亿元、28.07 亿元和 49.02 亿元，主要由于运费结算方式由“两票制结算”改为“一票制结算”和公司增加出口钢材而导致出口运费增加及财务费用增加所致。近三年，公司期间费用占营业收入的比重有所波动，三年分别为 9.42%、9.05%和 9.13%，公司成本控制能力有待提高。

2015~2017 年，公司分别计提减值损失 5.37 亿元、1.30 亿元和 1.94 亿元，主要由于钢材价格大幅下跌，公司计提存货跌价准备以及坏账损失。2017 年，公司共计提资产减值损失 1.94 亿元，较 2016 年增长 49.34%，其中，存货跌价损失 0.63 亿元、坏账损失 1.31 亿元。近三年，公司分别实现投资收益 0.46 亿元、0.39 亿元和 -3.89 亿元，主要是权益法核算的长期股权投资收益中对于内蒙古包钢庆华煤化工有限公司的投资收益。内蒙古包钢庆华煤化工有限公司于 2013 年 6 月 3 日取得注册号 150823000019230 企业法人营业执照，注册资本人民币 94000.00 万元，实收资本 30000.00 万元，为内蒙古庆华集团有限公司以货币资金出资缴付首期资本金。根据内蒙古包钢庆华煤化工有限公司公司章程约定，股份利润及权益分享按照实际出资额分配，至 2016 年 12 月 31 日，本公司出资尚未到位，故 2016 年度财务报表未确认对内蒙古包钢庆华煤化工有限公司利润及权益享有。2017 年本公司以实物方式出资 30000.00 万元，实收资本 60000.00 万元，故本期本公司确认对内蒙古包钢庆华煤化工有限公司利润及权益享有。

截至 2017 年底，公司其他收益为 2.16 亿元，主要系将营业外收入中的政府补助重新分类至该科目所致。2015~2017 年，公司营业外收入快速下降。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。2016 年，公司实现营业外收入 7.81 亿元，其中政府补助 7.60 亿元。2015~2017 年，公司营业外支出波动下降，分别为 1.39 亿元、0.44 亿元和 0.06 亿元。其中 2015~2016 年，公司营业外收入对于损益影响大。

2015~2017 年，受钢铁行业景气度回暖、生产线达产及稀土销售的增加影响，公司利润总额大幅增长，分别为-43.54 亿元、3.29 亿元和 28.26 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大幅增长，三年均值分别为 0.89%和 0.73%，2017 年分别为 2.26%和 4.14%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 129.87 亿元，为 2017 年全年的 24.19%；同期，公司营业利润率为 17.71%，较 2017 年略有增加；同期利润总额为 8.39 亿元。期间费用率 11.68%，较 2017 年期间费用率增长 2.55 个百分点。

总体看，2016 年以来，受行业景气度回升和生产线达产的影响，钢材销量及价格增加，公司营业收入上涨；另一方面，公司通过降本增效措施，调整产品结构，在两方面的共同作用下，公司扭亏为盈且盈利能力大幅上升。但是，2015~2016 年营业外收入对公司利润总额贡献较大，2017 年稀土销售收入贡献利润较大，公司整体盈利能力仍较弱。未来，尾矿库资源的开发利用有助于提升公司盈利能力。

5. 现金流及保障

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入快速增长，三年复合增长 16.13%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金。2017 年，公司经营活动现金流入量 436.85 亿元，同比增加 34.25%，其中，销售商品、提供劳务收到的

现金 426.72 亿元，同比增长 35.40%，同期，收到其他与经营活动有关的现金 4.04 亿元，主要是存款利息收入、政府补助、收取的客户购货保证金、代收代缴款项等。2015~2017 年，公司经营活动现金流出波动增长，三年复合增长 4.39%。2017 年，公司经营活动现金流出 363.56 亿元，同比增长 39.41%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 317.09 亿元，较 2016 年增长 47.54%。2015~2017 年，公司经营性净现金流大幅增长。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 73.29 亿元，同比增长 13.44%。

从收入实现质量方面看，近三年公司的现金收入比大幅下降，三年均值为 96.92%，2017 年为 79.49%。公司收入实现质量一般，主要系公司近年加大无缝钢管的销售，该产品的主要客户为央企，现款结算较少。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入量快速下降，三年复合下降 74.14%。2016 年，公司投资活动现金流入 2.06 亿元，其中，收到其他与投资活动有关的现金 2.04 亿元，主要为理财产品赎回，2017 年，公司投资活动现金流入 0.15 亿元。2015~2017 年，公司投资活动现金流出量快速下降，三年分别为 256.59 亿元、79.74 亿元和 7.42 亿元， 2016 年，公司投资活动现金流出 79.74 亿元，同比大幅下降 68.92%，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 79.73 亿元，同比大幅下降 67.85%；2017 年，公司投资活动现金流出 7.42 亿元，同比大幅下降，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 7.29 亿元，同比大幅下降。2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为-254.42 亿元、-77.68 亿元和-7.27 亿元，公司对外投资资金需求对外依赖度较高。

筹资活动现金流方面，受对外投资规模变化影响，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量变化较大，三年分别为 549.25 亿元、270.79 亿元和 355.71 亿元。2015 年，筹资活动现金流入主要为非公开发行股票收到现金 294.98 亿元和取得借款收到现金 237.05 亿元。2016 年，公司筹资活动现金流入为 270.79 亿元，主要为取得借款收到现金 222.47 亿元，2017 年，公司筹资活动现金流入为 355.71 亿元，主要为取得借款收到现金 206.80 亿元；2015~2017 年，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长率为 32.78%。2017 年，公司筹资活动现金流出 389.60 亿元，主要是偿还债务支出现金和支付其他与筹资活动有关的现金，其中支付其他与筹资活动有关的现金主要为银行承兑汇票保证金、借款保证金及融资租赁偿还本金及利息。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 328.28 亿元、-45.83 亿元和-33.89 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 13.39 亿元，其中，经营活动现金流入 90.07 亿元，经营活动现金流出 76.69 亿元；投资活动现金流量净额-4.82 亿元；筹资活动现金流量净额-32.00 亿元。

总体看，公司经营现金净流入量随营业收入的增长而快速增长，流入规模大。随着钢铁市场回暖，公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加。投资方面，由于公司大部分项目工程已经转固，资本支出压力有所降低。

6．偿债能力

短期偿债能力指标方面， 2015~2017 年，公司流动比率波动增长，速动比率波动下降，三年均值分别为 43.98%和 24.29%。截至 2017 年底，上述指标分别为 46.57%和 24.79%。近三年公司经营现金流动负债比持续增长，三年分别为-1.15%、7.87%和 8.25%，公司经营活动获取的现金对流动负债的保障能力较弱。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 48.02%和 22.99%，和 2017 年底相比，流动比率上升 1.45 个百分点，速动比率下降 1.79 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。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为-4.64 亿元、44.74 亿元和

64.57 亿元。同期，EBITDA 利息保障倍数分别为-0.35 倍、3.78 倍和 15.43 倍；全部债务/EBITDA 三年分别为-117.03 倍、10.01 倍和 7.79 倍。随着钢材市场回暖，公司 EBITDA 对利息的保护程度大幅度提高，EBITDA 对全部债务的保护能力有所增强。

截至2018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 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 391.95 亿元，其中未使用额度为 106.76 亿元。公司间接融资渠道畅通。

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 2018 年 4 月 12 日，公司未结清信贷中关注类贷款 2 笔，已结清信贷中关注类垫款 2 笔，不良和关注类贷款 2 笔，上述关注类贷款和垫款均为银行系统导致；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。

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。

## 十一、存续期债券偿还能力

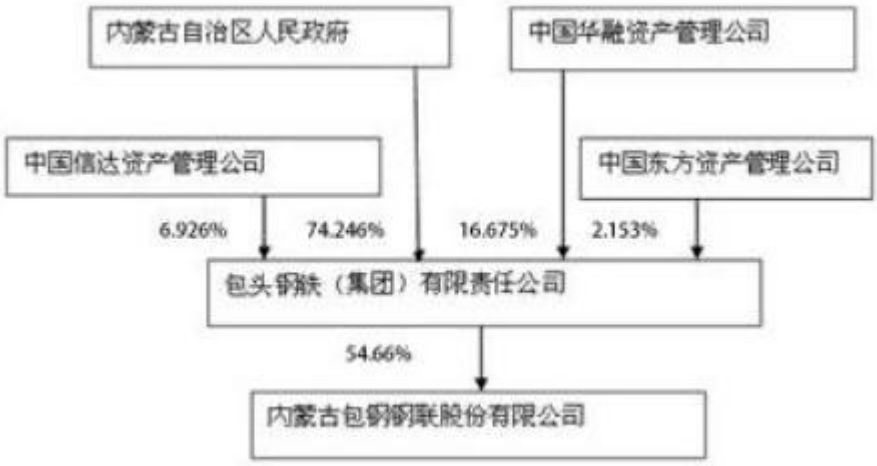
公司存续期中期票据为“12 包钢 MTN1”，发行额度为 20 亿元，将于 2019 年 5 月 11 日到期。 2017 年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 436.85 亿元和 73.29 亿元，分别为“12 包钢 MTN1”的 21.84 倍和 3.66 倍。截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产合计 140.33 亿元，为“12 包钢 MTN1”的 7.02 倍。

总体看，公司现金类资产、经营活动现金流入量和净流量对“12 包钢 MTN1”的保障能力高。

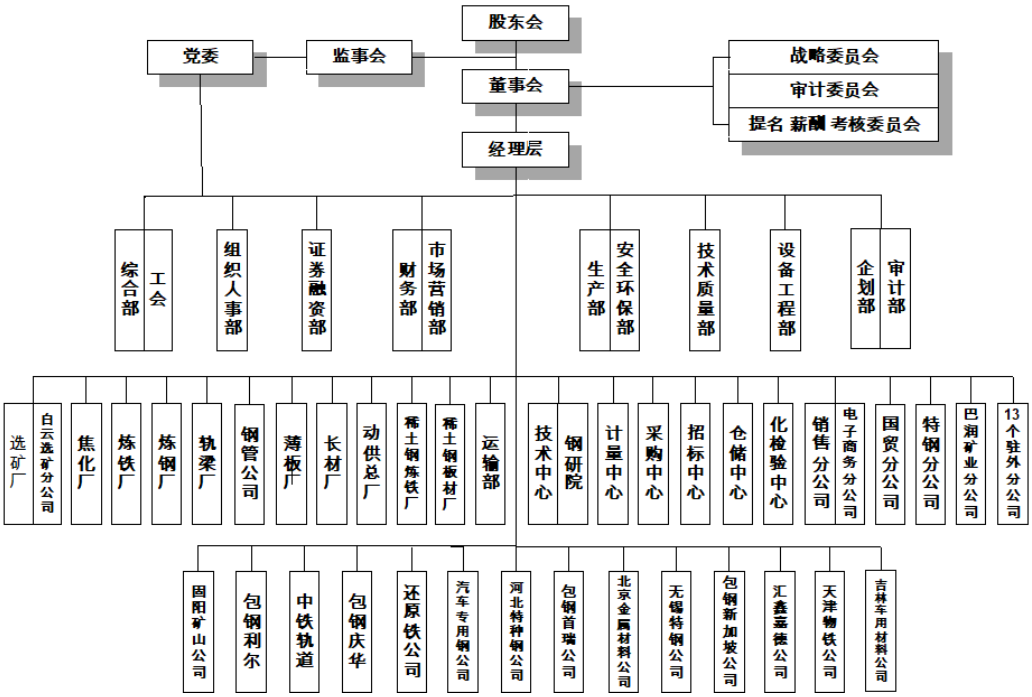
## 十二、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为AAA，评级展望为稳定，将“12包钢MTN1”的信用等级上调为AAA。

# 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 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 151.39 | 102.15 | 157.08 | 140.33 |
| 资产总额(亿元) | 1449.32 | 1414.40 | 1466.42 | 1465.11 |
| 所有者权益(亿元) | 473.04 | 474.41 | 495.37 | 501.66 |
| 短期债务(亿元) | 417.11 | 313.47 | 388.05 | 383.12 |
| 长期债务(亿元) | 125.46 | 134.55 | 114.90 | 128.03 |
| 全部债务(亿元) | 542.57 | 448.02 | 502.94 | 511.15 |
| 营业收入(亿元) | 225.01 | 310.28 | 536.84 | 129.87 |
| 利润总额(亿元) | -43.54 | 3.29 | 28.26 | 8.39 |
| EBITDA(亿元) | -4.64 | 44.74 | 64.57 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -9.75 | 64.61 | 73.29 | 13.39 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 2.85 | 5.24 | 8.35 | -- |
| 存货周转次数(次) | 1.73 | 1.94 | 2.65 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.29 | 0.22 | 0.37 | -- |
| 现金收入比(%) | 133.54 | 101.57 | 79.49 | 67.58 |
| 营业利润率(%) | -15.02 | 8.02 | 15.08 | 17.71 |
| 总资本收益率(%) | -2.35 | 0.77 | 2.26 | -- |
| 净资产收益率(%) | -6.98 | 0.18 | 4.14 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 20.96 | 22.09 | 18.83 | 20.33 |
| 全部债务资本化比率(%) | 53.42 | 48.57 | 50.38 | 50.47 |
| 资产负债率(%) | 67.36 | 66.46 | 66.22 | 65.76 |
| 流动比率(%) | 43.41 | 40.04 | 46.57 | 48.02 |
| 速动比率(%) | 26.64 | 21.89 | 24.79 | 22.99 |
| 经营现金流动负债比(%) | -1.15 | 7.87 | 8.25 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -0.35 | 3.78 | 15.43 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -117.03 | 10.01 | 7.79 | -- |

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；
2. 其他流动负债计入短期债务，长期应付款中的应付融资租赁款计入长期债务

# 附件 3　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%<br>（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

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 4-1　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 4-2　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 |

# 附件 4-3　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。