

# 跟踪评级公告

联合[2016]626号

---

内蒙古包钢钢联股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对内蒙古包钢钢联股份有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**内蒙古包钢钢联股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**内蒙古包钢钢联股份有限公司发行的“13包钢 03”和“13包钢 04”公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁海峰

二零一六年六月十六日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 内蒙古包钢钢联股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告



主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13包钢03	15亿元	3年	AAA	AA+	2015年6月26日
13包钢04	15亿元	3年	AAA	AA+	2015年6月26日

担保方式：包头钢铁（集团）有限责任公司担保方：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2016年6月16日

主要财务数据：

发行人

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额（亿元）	1,051.04	1,449.32	1,411.09
所有者权益（亿元）	204.91	473.04	467.54
长期债务（亿元）	150.37	87.60	84.95
全部债务（亿元）	457.40	504.71	459.84
营业收入（亿元）	326.55	225.01	54.26
净利润（亿元）	11.66	-33.02	-5.59
EBITDA（亿元）	51.96	-4.64	-7.08
经营性净现金流（亿元）	29.65	-9.75	2.34
营业利润率（%）	13.66	-15.02	-14.05
净资产收益率（%）	5.89	-9.74	--
资产负债率（%）	80.50	67.36	66.87
全部债务资本化比率（%）	69.06	51.62	49.59
流动比率	0.55	0.43	0.40
EBITDA 全部债务比	2.40	-0.35	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.11	-0.01	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.73	-0.15	--

担保方

项目	2014年	2015年
资产总额（亿元）	1,566.25	1,615.22
所有者权益（亿元）	327.93	324.82
营业收入（亿元）	393.81	322.90
净利润（亿元）	-17.51	-120.08
经营性净现金流（亿元）	-8.84	-15.24
资产负债率（%）	79.06	79.89
流动比率	0.70	0.56

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、2016年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”或“包钢股份”）的跟踪评级反映了公司受钢铁行业整体走弱的影响，经营出现较大规模亏损，同时公司在建项目持续推进导致公司债务负担较重，且债务结构不合理。随着公司收购控股股东包头钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“集团”或“包钢集团”）尾矿等资源，并对其进行整合的逐步推进，公司财务结构有望得到优化，产业链得以进一步完善。2015年5月，公司完成非公开发行股票，进一步提升资本实力和整体抗风险能力，资产负债率下降，债务负担有所下降。

跟踪期内，“13包钢03”和“13包钢04”的担保方包钢集团资源储备丰富，经营规模较大；虽然，受钢铁和稀土行业下行的影响，包钢集团也出现重大亏损，但其担保对“13包钢03”和“13包钢04”的信用状况仍具有一定影响。

综上，联合评级下调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持为“稳定”；同时下调“13包钢03”和“13包钢04”的债项信用评级为“AA+”。

优势

1. 公司是中国西北地区大型上市钢铁企业，区域规模优势仍然显著。

2. 2015年5月，公司完成298亿元定向增发，公司完成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，进一步完善了公司产业链，进一步提升资本实力和整体抗风险能力。

## 关注

1. 跟踪期内，受我国经济结构调整的影响，钢铁行业下游需求全面缩减，导致钢铁行业整体走弱，公司出现较大规模亏损，给公司经营带来较大压力。

2. 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。

3. 公司债务负担较重，债务结构不合理，短期偿付压力较大。

4. 受跟踪期内的钢铁产品供求关系变化及稀土产品市场价格波动影响，担保方包钢集团经营出现重大亏损。

## 分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

徐益言

电话：010-85172818

邮箱：xuyy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



## 一、主体概况

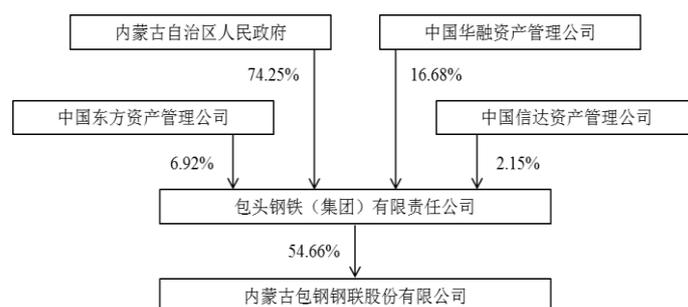
内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”或“包钢股份”）是经内蒙古自治区人民政府内政股批字（1999）6号文批准，由包头钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“集团”或“包钢集团”）、山西焦煤集团有限责任公司、包头市鑫垣机械制造有限公司、中国第一重型机械（集团）有限责任公司、中国钢铁炉料华北公司等五家股东共同发起组建的股份有限公司，初始注册资本为9.00亿元。2001年2月，经中国证监会证监发字（2001）16号文批准，公司公开发行人民币普通股35,000万股，并于2001年3月在上海证券交易所上市交易，股票简称为“钢联股份”，交易代码为“600010”。本次发行完成后，公司总股本由90,000万股增至125,000万股。

2006年~2007年，公司完成股权分置改革，并向包钢集团发行303,200万股普通股购买其钢铁主业相关资产。2009年，公司公开发行的五年期可转换公司债券到期，其中99.95%的债券转换为公司股票。2012年10月16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[2012]136号）文件核准公司非公开发行不超过165,000万股新股，发行价格3.80元/股，2013年1月25日，公司实际发行157,894.74万股A股股票，募集资金600,000万元。2014年9月，包钢股份召开第二次临时股东大会，审议通过了《关于公司中期利润分配以及资本公积金转增股本的提案》。公司以2014年6月30日总股本800,259.10万股为基数，以未分配利润向全体股东每10股送0.5股，共计派送40,012.96万股；向全体股东每10股派发现金红利0.125元（含税），共计派发10,003.24万元；以资本公积金向全体股东每10股转增9.5股，共计转增760,246.15万股。

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1,655,600万股新股，发行价格为1.80元/股。2015年5月26日，公司实际发行1,655,555.56万股A股股票，募集资金29,800,00.00万元。

截至2015年12月31日，公司股本总数3,256,073.76万股，注册资本3,256,073.76万元。公司控股股东为包头钢铁（集团）有限责任公司，其直接持有公司54.66%的股权，公司最终控制人为内蒙古自治区人民政府。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司的主要经营范围为：黑色金属及其延压加工产品、冶金机械、设备及配件，焦炭及焦化副产品（化工）生产和销售、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、钢铁产品采购等。

截至2015年底，公司合并资产总额1,449.32亿元，负债合计976.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）473.04亿元，其中归属母公司所有者权益合计470.97亿元。2015年，公司实现合并营业收入225.01亿元，实现净利润（含少数股东损益）-33.02亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-33.06亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.75亿元，现金及现金等价物净增加额为64.12亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额1,411.09亿元，负债合计943.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）467.54亿元，其中归属母公司所有者权益合计465.57亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入54.26亿元，实现净利润（含少数股东损益）-5.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-5.50亿元；经营活动产生的现金流量净额2.34亿元，现金及现金等价物净增加额为-62.12亿元。

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。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

### 1. “13包钢01”

根据《内蒙古包钢钢联股份有限公司2013年公司债券（第一期）发行公告》，本期债券发行总额为30亿元，发行价格每张100元，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式发行。债券发行工作于2014年3月10日结束。债券期限为2年；计息期限为自2014年3月6日起至2016年3月5日止；票面利率为6.45%，固定不变。债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。证券简称“13包钢01”，证券代码“122290”。

截至2015年底，本期债券所募集资金已用于补充流动资金。2016年3月7日，公司支付了本期债券本金合计30亿元和自2015年3月6日起至2016年3月5日期间的利息合计1.94亿元。本期债券已于2016年3月7日摘牌。

### 2. “13包钢03”

根据《内蒙古包钢钢联股份有限公司公开发行2013年公司债券（第二期）发行公告》，内蒙古包钢钢联股份有限公司2013年公司债券（第二期）发行规模为15亿元，每张面值为人民币100元，共计1,500万张，发行价格为100元/百元面值，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式发行。债券发行工作已于2015年1月28日结束。债券期限为3年，计息期限自2015年1月26日起至2018年1月25日止；票面利率为4.98%。债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。证券简称“13包钢03”，证券代码“122342”。

截至2015年底，本期债券所募集资金已用于补充流动资金。2016年1月26日，公司支付了自2015年1月26日至2016年1月25日期间的利息合计0.75亿元。

### 3. “13包钢04”

根据《内蒙古包钢钢联股份有限公司公开发行2013年公司债券（第三期）发行公告》，内蒙古包钢钢联股份有限公司2013年公司债券（第三期）发行规模为15亿元，每张面值为人民币100元，共计1,500万张，发行价格为100元/百元面值，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式发行。债券发行工作已于2015年4月23日结束。债券期限为3年，计息期限自2015年4月21日起至2018年4月20日止；票面利率为4.75%。债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。证券简称“13包钢04”，证券代码“122369”。

截至2015年底，本期债券所募集资金已用于补充流动资金。2016年4月21日，公司支付了自2015年4月21日至2016年4月20日期间的利息合计0.71亿元。

### 三、行业分析

#### 1. 行业概况

2015年，钢铁行业下游行业普遍去库存导致用钢需求不振，除房地产行业库存增速仍处高位之外，其他主要下游行业产成品库存均出现负增长。2015年，钢材价格大幅下跌，钢铁企业呈现大面积亏损，加上资金紧张，钢铁行业形势加速恶化。

2015年，全国钢材产量增速为0.43%，较2014年进一步下滑；全国粗钢产量出现了自1990年以来的首次下滑，全年增速为-1.57%。从行业需求来看，全国钢材和粗钢的表观消费量分别为102,432.09万吨和69,467.16万吨，较2014年分别下降1.49个百分点和5.03个百分点；近年来，Myspic综合钢价指数<sup>1</sup>下降幅连续下跌5年，累计下跌56.56%，截至2015年底，Myspic综合钢价指数为73.03点，较上年末下跌32.81点。从钢铁行业库存情况来看，据中国钢铁协会统计，12月底会员企业钢材和粗钢的库存分别为1,417.87万吨和297.40万吨；钢材库存水平同比增长10.00%，粗钢的库存同比下降23.42%，但仍然处于历史较高水平。

总体来看，跟踪期内，我国钢铁行业去产能的力度不足以抵消需求端的大幅萎缩，整个行业供过于求的矛盾依然严峻。

#### 2. 原料供给

钢铁生产主要原料包括铁矿石和焦炭。

##### (1) 铁矿石

近几年，我国铁矿石的对外依存度呈现上升趋势；2015年，中国铁矿石的对外依存度已达84.0%，较2014年的78.5%上升5.5个百分点。2013~2015年，我国铁矿石进口量分别为81,941.36万吨、93,251.46万吨和95,272.29万吨，年均复合增长7.87%。全球75%的高品位铁矿石产量和贸易量都集中在淡水河谷、力拓、必和必拓、FMG四大国际矿业巨头手中，资源高度垄断给铁矿石自给率不高的钢铁企业造成较大成本压力。

铁矿石价格方面，2012~2013年，国内外铁矿石价格受世界范围内供需变化等因素影响，价格波动剧烈；进入2014年之后，受国际四大矿企铁矿石供应量不断提升以及国内外钢铁行业景气度持续走弱的影响，国内外铁矿石价格呈现大幅下跌形态。2015年，国产和进口铁矿石价格分别下跌27.94%和34.50%，跌幅较2014年有所减缓。

##### (2) 焦炭

由于钢材市场需求下滑，加之焦炭行业自身也存在产能过剩的情况，近年来，焦炭价格持续走低。2012年~2014年，焦炭价格年均下降18.98%，产量年均上涨140.18%。进入2015年，随着我国经济增速放缓，焦炭价格随着钢铁价格进一步下跌。截至2015年末，焦炭价格较上年末下降37.84%，产量同比下降6.68%。综合看，由于上游焦煤市场弱势持稳，下游钢铁行业需求较为疲软，预计未来一段时间内焦炭价格将处于弱势盘整状态。

总体看，我国铁矿石供应对外依存度较高，但由于供求关系的改变，铁矿石价格大幅下降；焦炭价格处于历史低位，受行业供求关系影响，未来价格的上涨缺乏有效支撑。原材料总体价格走低对钢铁行业生产带来利好，有助于钢铁企业缓解成本压力。

<sup>1</sup> Myspic综合钢价指数考虑了长材和板材在中国钢材消费中的权重以及中国华东、华南、中南、华北、西南、东北和西北7个行政区域的钢材消费权重，是一个由品种和地区混合而成的加权价格指数。选择2000年7月份为100点，自此开始形成周指数。

### 3. 下游需求

2015年,我国国内生产总值为67.67万亿元,同比增长6.9%,增速同比回落0.4个百分点。第二产业生产总值27.43万亿元,同比增长6%,增速同比回落1.3个百分点;第二产业生产总值占GDP比重为40.53%,其中工业占GDP的比重为33.84%,建筑业占GDP的比重为6.86%,创5年以来新低。2015年,我国全社会固定资产投资完成额55.60万亿元,同比增长10.00%,增速同比回落5.7个百分点。第二产业投资同比增长8.0%,增速同比较上年下降5.2个百分点。

#### (1) 基础设施建设

2015年,在促投资稳增长政策措施带动下,基础设施建设投资完成额为13.13万亿元,同比增长17.02%,增幅较去年下滑2.80个百分点。其中,铁路运输业、水上运输业、管道运输业等用钢量较大的基础设施建设行业的投资完成额均呈现负增长态势。

#### (2) 房地产开发

受房地产去库存压力较大、土地市场低迷等因素的影响,房地产开发企业投资意愿不足,房地产开发投资增长乏力。2015年,全国房地产开发投资9.59万亿元,同比名义增长1%,增速同比回落9.5个百分点。房屋新开工面积同比下降14%,土地购置面积同比下降31.7%;截至2015年末,商品房待售面积71,853万平方米,同比增加13.48%。

#### (3) 制造业企业

2015年,受国际经济总体走弱、产能过剩矛盾依然突出、工业品出厂价格持续下降、工业企业利润下降的影响,国内制造业企业投资意愿不足,全国制造业投资增速持续回落。2015年规模以上工业增加值同比仅增长6.1%,增速同比回落2.2个百分点,连续4年增速下滑。具体来看,2015年,采矿业增加值增长2.7%,金属制品业增长7.4%,通用设备制造业增长2.9%,专用设备制造业增长3.4%,增速比2014年分别回落1.8个百分点、4.2个百分点、6.2个百分点和3.5个百分点;同期,全国新承接船舶订单量3,126万载重吨,同比下降47.86%;全国汽车产量2,483.80万辆,同比仅增长4.69%。

总体看,由于国内经济转型导致钢铁行业下游行业增速持续放缓,投资拉动型增长受到抑制,钢铁行业下游需求持续萎缩。

### 4. 行业竞争

近年来,钢铁行业集中度不断下滑;产量前十的钢铁企业产量合计占行业总产量的比例由2011年末的29.0%下降到2014年末的18.6%。进入2015年,钢铁行业集中度恶化的局面得到一定程度控制;产量前十的钢铁企业产量合计占行业总产量的比例为18.5%,较上年末下降0.1个百分点。截至2015年末,全国钢铁行业企业数量为1,0071家,较上年末减少493家,缩减4.67%。近年来,MySpic综合钢价指数下降幅连续下跌5年,累计下跌56.56%;截至2015年末,MySpic综合钢价指数为73.03点,较上年末下跌32.81点。

总体看,钢铁行业价格竞争激烈,行业内恶性竞争的经营现状未得到根本性改变。

### 5. 行业关注

#### 产能过剩矛盾恶化

据中国钢铁工业协会统计,2015年,我国粗钢产能约12亿吨,产能利用率不足67%。受投资惯性影响,前期新增产能将继续释放,产能将进一步增加。但我国经济发展已进入新常态,每单位GDP对钢材的消耗量将保持下降趋势。我国经济发展对钢材的需求量将进入下降通道,钢材产能、产量和需求严重失衡的局面存在恶化的可能。

### 行业集中度过低

目前我国钢铁行业产业集中度过低，钢铁企业价格竞争激烈，导致钢材价格的持续下跌。由于行业集中度低，直接导致钢铁企业在原燃料采购谈判时处于不利地位；钢铁企业集中程度偏低也影响钢铁生产的规模效应，导致钢铁企业生产成本控制较为困难。钢铁行业整体效益改善难度较大。

### 产品结构不合理

我国经济稳定增长的同时，国内用钢需求也开始由低端逐步转向中高端领域，国内钢铁企业开始推广技术升级和产品结构调整。在此期间，钢铁企业依然保持较高的开工率，已维持一定规模现金流。随着钢铁企业亏损面进一步扩大，部分钢铁企业将会逐步关停低端产能，导致现金流不断紧缩；同时，技术升级和产品结构调整也将给钢铁企业带来较大的资本支出压力。

### 环保成本上升

钢铁行业作为大气污染排放最为严重的行业之一，在新一轮的大气环保治理过程中成为集中整治的焦点之一。各级政府对钢铁、水泥、石化、化工、有色金属冶炼等大气污染物排放企业进行全面排查。环评达标将给钢铁行业带来上百亿生产成本，钢铁企业的利润空间被进一步挤压。

## 6. 行业政策

2015年，为进一步加强钢铁行业管理，建立统一开放、竞争有序的市场体系，强化环保节能，优化产业结构，促进钢铁产业转型升级，根据《国务院办公厅关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》（国办发【2010】34号）和《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发【2013】41号）、相关法律法规及标准，工业和信息化部对《钢铁行业规范条件（2012年修订）》进行了修订，发布了《钢铁行业规范条件（2015年修订）》和《钢铁行业规范企业管理办法》。规范条件强化了环保节能约束，对新建、改造钢铁企业提出了要求，强化了对钢铁企业的事中事后监管；管理办法旨在对规范企业进行事中事后管理，对规范企业在年度审查、变更、整改和撤销资格方面进行监管。2015年8月，工业和信息化部颁布《钢铁产业结构调整政策》明确指出未来的政府在指导钢铁产业调整的工作要点：一是化解过剩产能，重在市场退出机制；二是法律与监管手段均已成熟，环保倒逼钢铁转型升级；三是加快体制改革，促进中国企业走出去。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出“供给侧结构性改革”概念。2016年2月，国务院印发的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》公布，中央将着眼于推动钢铁行业供给侧结构性改革。在近几年，淘汰落后钢铁产能的基础上，用5年时间再压减粗钢产能1亿~1.5亿吨，行业兼并重组取得实质性进展，产能利用率趋于合理。该政策有利于缓解国内钢铁产能严重过剩带来的市场压力，改善钢铁企业无序竞争的局面，提高企业生产经营效益。

总体看，在我国钢铁行业产能的严重过剩，政策重心偏向于淘汰落后、强化环保节能、优化产业结构。

## 7. 行业发展

近年来，由于宏观经济增速放缓，钢铁企业需要逐步适应我国经济发展的新常态。从短期看，钢铁行业景气度仍将在低位徘徊；钢材价格进一步下行空间不大，但将维持低位波动态势；钢铁企业面临的困难形势依然严峻。从长期看，钢铁行业景气度有赖于过剩产能的有序退出和置换产能的逐步推进。钢铁行业是国民经济的基础，未来我国经济转型和结构调整、城镇化进程的推进、“一带一路”战略、核能电力的发展都将促进市场对钢材需求的增长，将对钢铁行业形成有力支撑。

#### 四、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;同期,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。

公司董事长魏栓师先生,出生于1964年,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。

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;截至2016年6月3日,其他董事、监事和高级管理人员暂无变化。目前,公司高管及核心技术人员稳定,主要管理制度连续,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。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司主营业务为钢、铁的冶炼,钢材的加工、生产和销售,生产的主要产品为板材、管材、型材、线棒材四大类;2015年,公司主营业务范围较2014年无变化。2015年,公司实现营业收入225.01亿元,同比减少31.09%,主要系公司主要产品售价及销量较去年同期降低所致。2015年,公司营业利润为-59.94亿元,较上年减少78.00亿元。2015年,由于公司收到17.64亿元政府补助,公司利润总额为-43.54亿元,较上年减少60.02亿元。通过递延所得税费用抵扣调整,最终公司净利润为-33.02亿元,其中归属母公司所有者净利润为-33.06亿元。2015年,公司出现较大规模亏损,给公司经营带来较大压力。

表1 2014~2015年公司营业收入构成和毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2014年			2015年			营业收入 同比增长	毛利率 变动情况
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率		
管材	422,114.10	14.17	3.24	336,710.46	14.96	-24.81	-20.23	下降 28.05 个百分点
板材	1,214,046.39	40.75	6.61	910,709.94	40.47	-16.76	-24.99	下降 23.37 个百分点
型材	599,640.75	20.13	28.25	512,053.27	22.76	-0.52	-14.61	下降 28.77 个百分点
线棒材	467,339.71	15.69	5.58	280,358.32	12.46	-24.33	-40.01	下降 29.92 个百分点
<b>主营钢铁产品小计</b>	<b>2,703,140.96</b>	<b>90.73</b>	<b>10.71</b>	<b>2,039,831.99</b>	<b>90.66</b>	<b>-15.96</b>	<b>-24.54</b>	<b>下降 26.66 个百分点</b>
其他钢铁产品	141,109.18	4.74	9.33	161,804.33	7.19	43.26	14.67	上升 33.93 个百分点
<b>主营业务小计</b>	<b>2,844,250.14</b>	<b>95.47</b>	<b>10.64</b>	<b>2,201,636.32</b>	<b>97.85</b>	<b>-13.32</b>	<b>-22.59</b>	<b>下降 23.96 个百分点</b>
其他业务	134,939.22	4.53	16.51	48,465.32	2.15	55.94	-64.08	上升 39.43 个百分点
<b>合计</b>	<b>2,979,189.36</b>	<b>100.00</b>	<b>10.90</b>	<b>2,250,101.65</b>	<b>100.00</b>	<b>-12.49</b>	<b>-24.47</b>	<b>减少 23.39 个百分点</b>

资料来源:公司年报,联合评级整理。

从营业收入构成来看，公司主营业务较为突出，2015年公司钢铁类产品占营业收入比重进一步上升至97.85%，较2014年上升2.38个百分点；主要系公司其他业务板块营业收入大幅下降所致。受国内经济增速回落、钢铁行业产能过剩以及市场需求不足等因素影响，2015年，公司钢铁产品收入继续大幅度下滑。2015年，公司管材产品销售收入为33.67亿元（占比14.96%），同比减少24.81%；板材产品销售收入为91.07亿元（占比40.47%），同比减少24.99%；型材产品销售收入为51.21亿元（占比22.76%），同比减少14.61%；线棒材产品销售收入为28.03亿元（占比12.46%），同比减少40.01%。2015年，公司主要钢铁产品收入构成变动不大，型材产品收入占比较上年上升2.63个百分点，主要系公司型材市场竞争力较强，收入下降幅度相对较小所致；线棒材产品收入占比较上年下降3.23个百分点，主要系下游建筑业需求下降所致。

从综合毛利率上看，2015年，公司营业毛利率为-12.49%，较上年下降23.39个百分点，主要系钢铁产品价格降幅大于原材料价格下降幅度，导致收入成本倒挂所致。具体来看，2015年，公司管材产品毛利率为-24.81%，较上年下降28.05个百分点；公司板材产品毛利率为-16.76%，较上年下降23.37个百分点；公司型材产品毛利率为-0.52%，较上年下降28.77个百分点；公司线棒材产品毛利率为-24.33%，较上年下降29.92个百分点。2015年，公司型材产品毛利率水平出现大幅下滑，但未出现严重亏损，主要系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，公司在此板块保持较强的竞争和议价能力；同时，由于该类产品订单主要来自于政府工程，价格相对稳定。

2016年1~3月，由于钢铁价格止跌回升，公司实现营业收入54.26亿元，同比增加5.26%；营业利润-10.80亿元，净利润-5.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-5.50亿元，亏损规模依然较大。

总体来看，受钢铁行业不景气影响，公司钢铁产品收入大幅下降；同时，由于成本收入出现倒挂，导致公司经营出现较大亏损，公司经营存在较大压力。

## 2. 业务运营

### （1）采购情况

公司钢铁冶炼所需原材料主要为铁矿石。公司在2013年完成对包钢集团巴润矿业有限责任公司（以下简称“巴润矿业”）股权和包钢集团白云鄂博矿综合利用工程矿权的收购后，部分铁矿石资源实现了自给；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1,307.58万吨，较2014年增长6.18%，主要系进口铁矿石价格下降幅度较大，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，出于降低成本考虑，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。公司铁矿石采购价格大幅下滑的主要原因是国际铁矿石供应量大幅上涨，国内铁矿石价格跟随下跌；同时，国内钢铁行业下行，导致国内铁矿石需求萎缩。

表2 公司采供及价格情况

项目	2014年	2015年	变动率	
铁矿石自供	采购量（万吨）	370.45	361.64	-2.38%
	采购均价（元/吨）	592.81	472.66	-20.27%
	支出金额（万元）	219,605.78	170,932.74	-22.16%
铁矿石国内采购	采购量（万吨）	828.13	785.03	-5.21%
	采购均价（元/吨）	660.72	484.14	-26.73%

	支出金额（万元）	547,163.76	380,062.89	-30.54%
铁矿石国外进口	采购量（万吨）	32.88	160.92	389.37%
	采购均价（元/吨）	882.27	748.39	-15.17%
	支出金额（万元）	29,011.37	120,428.81	315.11%

资料来源：公司年报，联合评级整理。

跟踪期内，公司使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757.7万吨，同比增加10.29%，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，同比增加3.42%，采购均价为767.46元/吨，同比下降20.15%。公司煤炭和焦炭采购均价大幅下降，主要因为国内煤炭、焦炭和钢铁行业同处于产能严重过剩行业，近年煤炭和焦炭价格呈持续走低趋势。2015年，公司电力采购量为42.52亿千瓦时，同比变化不大，采购均价无变化。

表3 公司其他主要原材料采购数据

项目		2014年	2015年	同比变动情况
煤炭	采购量（万吨）	686.99	757.70	10.29%
	采购均价（元/吨）	735.79	590.97	-19.68%
焦炭	采购量（万吨）	140.02	144.81	3.42%
	采购均价（元/吨）	961.08	767.46	-20.15%
电力	采购量（亿千瓦时）	40.70	42.52	4.47%
	采购均价（元/千瓦时）	0.38	0.38	0.00%

资料来源：公司提供，联合评级整理。

在采购集中度方面，2015年，公司前五大供应商采购金额占比为12.02%，较2014年下降4.68个百分点。2015年，公司采购集中度风险较小。

表4 2014~2015年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商	2014年		供应商	2015年	
	采购金额	占当期采购发生额的比例		采购金额	占当期采购发生额的比例
第一名	17.02	5.80	第一名	13.50	4.84
第二名	13.87	4.73	第二名	8.71	3.12
第三名	6.30	2.15	第三名	4.07	1.46
第四名	7.40	2.52	第四名	3.65	1.31
第五名	4.40	1.50	第五名	3.61	1.29
合计	49.00	16.70	合计	33.54	12.02

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，受钢铁行业不景气影响，公司原材料采购成本均价出现较大幅度下降，有利于公司控制生产成本。公司采购集中度较低，风险较小。

## （2）生产情况

从生产成本来看，公司钢铁冶炼和生产的成本主要由原燃料、人工和其他成本（主要为制造费用）构成。2015年，公司生产过程中的原燃料成本较上年减少4.09%至160.70亿元；主要系公司所采购煤炭和焦炭均价大幅下降所致。2015年，公司人工成本为26.92亿元，较上年减少4.22%，主要系公司降低员工薪酬所致。

表 5 2014~2015 年公司钢材业务生产成本情况 (单位: 亿元、%)

成本构成项目	2014 年		2015 年		成本变动比例
	金额	占比	金额	占比	
原燃料	167.54	63.12	160.70	62.62	-4.09
人工	28.11	10.59	26.92	10.49	-4.22
其他	69.79	26.29	69.00	26.89	-1.13
<b>合计</b>	<b>265.43</b>	<b>100.00</b>	<b>256.62</b>	<b>100.00</b>	<b>-3.32</b>

资料来源: 公司年报, 联合评级整理。

公司实行“以销定产、以效定产”的生产模式, 结合市场需求的变化和自身产能水平, 并积极调整了产品结构。管材方面, 公司Φ159mm和Φ460mm生产线于2012年建成投产, 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年公司管材产能为166万吨, 同比减少10.75%; 管材产量为113.25万吨, 同比减少19.00%, 主要系下游需求下降所致; 由此公司管材产品库存量较上年减少12.59%至24.24万吨。2015年, 公司管材产能利用率较上年下降6.94个百分点至68.22%。

板材方面, 公司拥有目前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较高。2015年公司板材产能为966万吨, 同比大幅增长132.21%, 主要系公司完成稀土钢板材项目改造所致; 板材产量为386.53万吨, 较上年增长1.19%; 库存水平较上年增长16.20%至130.07万吨, 主要系2015年公司未对市场行情做出准确判断, 导致库存量大幅提升。2015年, 公司板材产能利用率较上年下降51.81个百分点至40.01%, 主要系公司板材产线技改导致前期产能较低所致。

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。2015年公司型材产能没有发生变化, 产量下降至133.92万吨, 较上年减少12.91%; 公司型材产品库存水平较上年增长9.84%至17.97万吨, 主要系公司年末备货所致。2015年, 公司型材产品的产能利用率下降9.59个百分点至64.70%。

2015年, 公司线棒材产能没有变化, 但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, 同比减少21.91%, 主要系下游建筑行业需求减弱所致; 公司线棒材库存水平有所下降。2015年, 公司线棒材产能利用率较上年下降9.35个百分点。

表 6 2014~2015 年公司主要产品产量、库存和产能情况 (单位: 万吨、%)

项目	2014 年				2015 年				产量变化率	库存变化率
	产量	库存	产能	产能利用率	产量	库存	产能	产能利用率		
管材	139.81	27.73	186	75.17	113.25	24.24	166	68.22	-19.00	-12.59
板材	381.97	111.94	416	91.82	386.53	130.07	966	40.01	1.19	16.20
型材	153.77	16.36	207	74.29	133.92	17.97	207	64.70	-12.91	9.84
线棒材	164.68	23.23	294	56.01	137.20	21.70	294	46.67	-16.69	-6.59

资料来源: 公司年报, 联合评级整理。

总体看, 由于上游原材料价格下行等因素影响, 公司钢材业务生产成本有所降低。受下游需求萎缩影响, 公司管材、型材和线棒材类产品的产量出现较大幅度下降; 公司板材类产品产量基本未发生变化。公司主要钢材产品产能利用率均出现较大幅度下降。

### (3) 产品销售

受市场持续低迷影响,2015年,公司主要产品中管材、板材、型材和线材销量均有所下滑。2015年,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年公司管材销售量减少4.37%至116.73万吨;由于公司合理控制管材产品产量,严格执行以销定产的经营策略,2015年,公司管材产品实现103.07%的产销率,较上年上升15.77个百分点。2015年,公司板材销售量为368.40万吨,较上年减少4.72%,变动不大;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。

表7 2014~2015年公司各类产品销量情况(单位:万吨、%)

产品	2014年			2015年			销量同比增减下滑	产销率同比增减
	产量	销售量	产销率	产量	销售量	产销率		
钢坯	1,026.68	3.43	0.33	1,185.79	6.3	0.53	83.67	0.20
管材	139.81	122.06	87.30	113.25	116.73	103.07	-4.37	15.77
板材	381.97	386.67	101.23	386.53	368.4	95.31	-4.72	-5.92
型材	153.77	151.22	98.34	133.92	132.31	98.80	-12.50	0.46
线棒材	164.68	166.54	101.13	137.2	134.24	97.84	-19.39	-3.29
焦副产品	19.38	17.96	92.67	42.89	21.37	49.83	18.99	-42.85

资料来源:公司年报,联合评级整理。

从产品销售均价来看,公司各类产品销售均价均出现有所下降。公司管材产品销售均价下降16.59%至2,884.44元/吨,主要系基础设施用钢、管道用钢需求大幅下降所致。公司板材销售均价下跌21.26%至2,472.04元/吨,主要系国内经济结构正处于转型期,国内制造业企业投资意愿不足,需求量大幅萎缩所致。公司线棒材产品销售均价下降27.98%至2,020.85元/吨,主要系下游建筑行业用钢需求回落所致。公司型材产品销售均价下降幅度较小,主要系型材产品主要为政府主导铁路工程用钢,价格相对稳定。

表8 2014~2015年公司主要产品销售均价情况(单位:元/吨、万吨)

产品	2014年		2015年		销售均价同比变动
	销售均价	销售量	销售均价	销售量	
管材	3,458.14	122.06	2,884.44	116.73	-16.59%
板材	3,139.63	386.67	2,472.04	368.4	-21.26%
型材	3,965.08	151.22	3,870.13	132.31	-2.39%
线棒材	2,805.93	166.54	2,020.85	134.24	-27.98%

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,2015年,华北地区(占比37.45%)、华东地区(占比23.49%)和西北地区(占比10.60%)构成了公司主要钢材销售目标市场。

表 9 2014~2015 年公司主营业务区域分布情况 (单位: 亿元、%)

项目	2014 年		2015 年		营业收入区域 占比变动
	营业收入	占比	营业收入	占比	
华北地区	99.18	34.87	82.45	37.45	2.58
东北地区	11.86	4.17	9.86	4.48	0.31
华东地区	62.2	21.87	51.71	23.49	1.62
中南地区	7.4	2.60	6.15	2.79	0.19
西北地区	28.07	9.87	23.34	10.60	0.73
西南地区	11.69	4.11	9.72	4.41	0.30
华南地区	15.44	5.43	12.84	5.83	0.40
出口	48.58	17.08	24.10	10.95	-6.13
合计	<b>284.42</b>	<b>100.00</b>	<b>220.16</b>	<b>100.00</b>	--

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

在销售集中度方面, 2015 年, 公司前五大客户销售金额占比为 15.80%, 较 2014 年下降 1.35 个百分点。2015 年, 公司销售集中度未出现较大变化, 公司与主要客户合作稳定。

表 10 2014~2015 年公司主要销售客户的情况 (单位: 亿元、%)

客户名称	2014 年		客户名称	2015 年	
	收入	占公司营业收入的比例		收入	占公司营业收入的比例
第一名	24.38	8.18	第一名	18.27	8.12
第二名	7.12	2.39	第二名	5.89	2.62
第三名	6.99	2.35	第三名	4.48	1.99
第四名	6.87	2.3	第四名	4.44	1.97
第五名	5.74	1.93	第五名	2.48	1.10
合计	<b>51.09</b>	<b>17.15</b>	合计	<b>35.56</b>	<b>15.80</b>

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

总体看, 受下游市场需求不振影响, 公司各主要产品销量和销售均价均出现一定程度下降; 公司销售半径仍然为华北地区、华东地区和西北地区。

#### (4) 重大在建项目

公司目前的重大在建项目有冷轧工程、热连轧机组改造工程、高炉改造工程、转炉改造工程等。目前, 公司的重大在建工程系 2015 年之前为提升产能、升级改造而新设的项目, 2015 年公司无新增项目和拟建工程。公司在建工程预计总投资额为 366.73 亿元, 目前在建项目综合进度为 85.17%。公司在建工程总投资额较大, 前期较高的资本性支出导致公司积累了较大的债务规模。目前, 公司已累计投入 312.35 亿元, 未来两年公司还将投入 37.77 亿元和 16.61 亿元。

表 11 2015 年公司重大在建项目情况 (单位: 亿元、%)

项目名称	建设内容	预计总投资额	进度	投资计划	
				2016 年	2017 年
无缝 460 管	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	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	新建 4 座加热炉、定宽压力机粗轧机、精轧机、层流冷却等	42.02	94.03	1.50	1.01
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	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	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	主要建设万能轧机生产线及辅助配套设	14.44	98.68	0.19	--
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 CCGP 工程	建设 2 台 150MW 煤气循环发电设施及公辅设	19.38	93.86	1.00	0.19
冷轧工程	建设一条 2,230mm 冷轧机组及配套连退、镀锌机组等生产	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	16.07	86.68	2.14	--
500 万吨带式球团生产线工程	建设 500 万吨带式球团生产线、平衡高炉用	13.33	70.97	2.87	1.00
铁路接轨及工厂	建设包钢铁路工厂站、连接包北站、包西	8.98	69.15	1.77	1.00
<b>合计</b>		<b>366.73</b>	<b>85.17</b>	<b>37.77</b>	<b>16.61</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司在建项目较多，主要是围绕主营业务的扩张产能、技改和高端产品项目。公司大部分项目工程进度已接近尾声，但仍面临着一定的资本支出压力。

### 3. 重大事项

2015年4月，中国证券监督管理委员会以《关于核准内蒙古包钢钢联股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可【2015】772号），核准公司非公开发行不超过165.56亿股新股，募集资金298.00亿元。公司本次非公开发行股票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，公司因收购目标资产及其新增投入资产共向包钢集团支付价款286.12亿元。

表 12 2015 年公司收购资产盈利情况（单位：亿元）

项目	本年已审实现数	年度预测数	差异
白云鄂博矿综合利用工程项目选铁相关资产	5.52	6.80	-1.28
选矿相关资产	3.71	3.39	0.32
<b>合计</b>	<b>9.23</b>	<b>10.18</b>	<b>-0.95</b>

资料来源：公司公告，联合评级整理。

综合看，公司非公开发行股票募集资金所收购的矿产，对于完善公司产业链、扩大公司生产能力、增强公司竞争力有较大促进作用。同时，非公开发行股票提升了公司的资本实力，一定程度降低了公司资产负债率，优化了公司资产负债结构，提升了公司整体抗风险能力。

### 4. 经营关注

#### 产能过剩矛盾恶化

据中国钢铁工业协会统计，2015年，我国粗钢产能约12亿吨，产能利用率不足67%。我国经济发展已进入新常态，每单位 GDP 对钢材的消耗量将保持下降趋势。2015年，公司主要钢铁产品产能利用率较上年均出现不同程度的下降，各类钢铁产品产能利用率不足70%。由于我国经济发展对钢材的需求量处于下降通道中，公司钢材产能、产量过剩的局面仍然难以扭转。

#### 行业集中度过低

公司所处钢铁行业产业集中度过低，钢材价格竞争激烈，公司主要钢材产品价格持续下跌。钢铁行业集中度低，也导致公司在原燃料采购谈判时处于不利地位，导致公司生产成本控制较为困难。受行业集中度过低影响，公司整体效益改善难度较大。

#### 产品结构不合理

在国家大力提倡淘汰落后产能，加快结构调整背景下，国内其它钢铁企业正在通过设备更新、生产工艺改进、新产品开发等手段增加高端钢材产品产量，使得高端钢材产品市场的竞争不断加剧，从而增加了公司的经营风险。同时，进一步技术升级和产品结构调整也将给公司带来较大的资本支出压力。

## 环保成本上升

公司在生产过程中污染物排放量较高，属于新一轮的大气和环保治理集中整治的焦点之一；各级政府正在对钢铁大气污染物排放企业进行全面排查。公司需要进一步提高环保能力，加大对环保新建或技改项目的投入力度，由此增加的费用成本，会对公司经营产生一定影响。

## 5. 未来发展

未来几年，公司将继续推进产品结构由中低端向特色化中高端转型，打造精特钢铁。产品方面，公司未来几年将着力打造世界最强最大钢轨基地，开发高档汽车用钢，重点发展石油天然气行业特殊用途高附加值无缝钢管。产业链方面，同时，公司将推进由一钢独大向适度多元协调转型。近年随公司对包钢集团矿产资产的逐步收购，收购完成后，公司将从传统钢企逐步向资源型企业转型；公司将充分发挥资源优势，加快资源综合利用的步伐，使之早日成为公司新的利润增长点。管理创新方面，公司将逐渐适应产品高端化要求，按照“先期研发介入、后续跟踪改进”的模式，加强与下游用户对接；要深化管理创新。适应智能制造要求，打造制造执行系统、能源管理系统、供应链管理系统等集成信息化管理体系。

总体来看，公司的发展战略切实可行，随着公司技术水平的提高和产品结构的改善，公司在市场的整体竞争力将有所提高。

## 六、财务分析

公司 2015 年财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，公司 2016 年一季度财务报表未经审计。2015 年，公司通过同一控制下的吸收合并，将控股股东包钢集团选矿相关资产及其有关的流动资产和负债纳入合并范围。公司相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1,449.32 亿元，负债合计 976.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）473.04 亿元，其中归属母公司所有者权益合计 470.97 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 225.01 亿元，实现净利润（含少数股东损益）-33.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-33.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.75 亿元，现金及现金等价物净增加额为 64.12 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 1,411.09 亿元，负债合计 943.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）467.54 亿元，其中归属母公司所有者权益合计 465.57 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 54.26 亿元，实现净利润（含少数股东损益）-5.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-5.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.34 亿元，现金及现金等价物净增加额为-62.12 亿元。

### 1. 资产及负债结构

#### （1）资产

截至 2015 年底，公司资产总额 1,449.32 亿元，较年初增加 37.89%，主要系非流动资产大幅上升所致。其中，流动资产占比 25.50%，非流动资产占比 74.50%，流动资产占比下降较快；非流动资产占比较大，符合钢铁企业以固定资产为主的资产结构。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产合计 369.58 亿元，以货币资金（占比 28.17%）、

应收票据（占比 12.70%）、存货（占比 38.64%）和其他流动资产（占比 13.06%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金合计 104.13 亿元，较年初增加 111.04%，主要系公司非公开发行股票募集资金所致。货币资金中银行承兑汇票保证金、短期借款保证金等使用受限资金共计 27.66 亿元（占比 26.56%），货币资金受限程度一般。

截至 2015 年底，公司应收票据合计 46.93 亿元，较年初大幅减少 41.42%，主要系公司变更结算方式所致；其中银行承兑汇票占比 94.11%，商业承兑汇票占比 5.89%。其中，公司已质押的应收票据金额为 35.09 亿元（占比 74.77%），质押比例较高。

截至 2015 年底，公司存货账面价值为 142.81 亿元，较年初减少 13.82%，主要系原材料和库存商品储备减少以及计提较大规模存货跌价准备所致。公司存货主要由原料及主要材料（占比 53.61%）和库存商品（占比 32.27%）构成。截至 2015 年底，公司累计计提存货跌价准备 5.40 亿元，较上年增加 93.89%，计提比例为 3.64%；考虑到钢铁行业下行，原材料价格波动较大等因素，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2015 年底，公司其他流动资产合计 48.25 亿元，较年初增加 41.41%，主要系增值税留抵税额增加所致。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产合计 1,079.74 亿元，以固定资产（占比 50.81%）、在建工程（占比 17.96%）和其他非流动资产（占比 26.68%）为主。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 548.65 亿元，较年初增加 122.21%，主要系在建工程竣工转入以及非公开发行股票募集资金购买资产所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占比 30.20%）和专用设备（占比 60.44%）构成。公司固定资产中存在账面价值 74.02 亿元的机器设备用于借款抵押担保；公司固定资产累计折旧 368.28 亿元；成新率为 52.44%，成新率较低。

截至 2015 年底，公司在建工程账面价值为 193.96 亿元，较年初减少 51.27%，主要系在建工程转固规模较大所致。公司工程建设的主要资金来源为银行借款。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产账面余额为 288.09 亿元，较年初大幅增加 3,440.96%，主要系公司非公开发行股票募集的资金部分用于收购尾矿资源，公司将取得的尾矿资源合计 280.42 亿元计入其他非流动资产所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 1,411.09 亿元，较年初减少 2.64%；主要系公司货币资金大幅减少所致。公司流动资产占比 23.47%，非流动资产占比 76.53%；公司流动资产占比进一步降低，主要系公司偿还“13 包钢 01”公司债券所致。

总体看，公司流动资产中货币资金规模较大，但部分货币资金使用受限；公司存货规模较大，受钢材与原材料价格持续下行影响，存货面临一定跌价风险；公司固定资产规模较大，成新率较低。公司整体资产质量有待提升。

## （2）负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 976.29 亿元，较年初增加 15.38%，主要系流动负债大幅增加所致。其中，流动负债占比 87.20%，非流动负债占比 12.80%；公司资产负债结构有待优化。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 851.28 亿元，较年初增加 29.78%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。公司流动负债以短期借款（占比 16.15%）、应付票据（占比 14.54%）、应付账款（占比 42.32%）、预收款项（占比 5.50%）和一年内到期的非流动负债（占比 15.37%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 137.50 亿元，较年初增加 23.34%，主要系公司资金需求扩

大所致；主要由信用借款（占比 54.76%）、保证借款（占比 20.31%）、抵押借款（占比 12.89%）和质押借款（占比 12.04%）构成，其中质押借款是公司以应收票据作为质押从银行取得的借款。

截至 2015 年底，公司应付票据合计 123.75 亿元，较年初减少 2.63%，波动较小。公司应付票据由银行承兑汇票（占比 54.54%）和商业承兑汇票（占比 45.46%）构成。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 360.28 亿元，较年初增加 35.14%，主要系应付工程款增加和购买资产剩余收购款尚未完全支付所致。

截至 2015 年底，公司预收款项合计 46.85 亿元，较年初减少 14.80%；公司预收款项完全由预收货款构成，公司预收货款规模较大主要系公司预收客户批量购货款所致。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 130.87 亿元，较年初增长 201.09%；主要系公司对长期借款和应付债券重分类划入所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 125.00 亿元，较年初减少 34.28%，主要系长期借款和应付债券大幅减少所致。公司非流动负债以长期借款（占比 30.14%）、应付债券（占比 39.94%）和长期应付款（占比 26.21%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款合计 37.68 亿元，较年初减少 53.18%，主要系部分长期借款划入一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款由抵押借款（占比 13.01%）、保证借款（占比 5.05%）和信用借款（占比 81.94%）构成。公司长期借款还款压力集中在 2017 和 2018 年。

截至 2015 年底，公司应付债券合计 49.93 亿元，较年初减少 28.57%，主要系部分到期期限不满一年的应付债券重分类至一年内到期的非流动负债所致；其中，30 亿元公司债券和 20 亿元中期票据已于 2016 年 3 月到期，公司尚存在 30 亿元公司债券将于 2018 年初到期，尚存在 20 亿中期票据将于 2019 年 5 月到期，公司面临着一定的集中偿付压力。

截至 2015 年底，公司长期应付款合计 32.76 亿元，较年初减少 13.46%，公司长期应付款由融资租赁款构成。

截至 2015 年底，公司全部债务合计 504.71 亿元，较年初增加 10.34%；其中，短期债务占比 82.64%，长期债务为占比 17.36%。公司短期债务规模很大，公司面临着较大的短期支付压力；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%、51.62%和 15.63%，较年初分别下降 13.14 个百分点、17.44 个百分点和 26.70 个百分点；公司债务负担有所下降，主要系公司非公开发行股票募集资金以及后续收购母公司资产所致，但公司整体债务负担仍处于较高水平，债务结构有待调整。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 473.04 亿元，较年初增加 130.85%，其中，归属于母公司所有者权益合计 470.97 亿元（占比 99.56%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 69.14%，资本公积占比 30.62%、专项储备占比 0.33%、盈余公积占比 1.86%、未分配利润占比-1.95%。由于实收资本和资本公积占比高，公司权益结构稳定性较强。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 943.56 亿元，较年初减少 3.35%；主要系非流动负债下降所致。公司流动负债占比 88.04%，非流动负债占比 11.96%，较年初变动不大。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 467.54 亿元，权益结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，由于公司成功完成非公开发行股票，公司债务负担有所减轻，但债务结构有待调整，面临着较大的短期支付压力；公司所有者权益大幅增长，权益结构稳定性较高。

## 2. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 225.01 亿元，同比大幅减少 31.09%，主要是行业景气度低迷，产

品平均销售价格持续下降所致。由于原材料成本下降幅度小于产品销售价格下降幅度，公司陷入亏损。2015年，公司实现营业利润-59.94亿元。2015年，公司营业外收入为17.80亿元，同比大幅增长6,595.98%，主要系政府对公司提供较大规模的财政贴息和环境治理补贴所致，受此影响，公司实现利润总额-43.54亿元；净利润-33.02亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-33.06亿元。

从期间费用看，2015年，公司期间费用总额共计21.19亿元。由于公司财务费用大幅下降，导致公司期间费用总额较2014年减少9.69%。2015年，公司销售费用6.69亿元，较上年增长6.72%，主要系物流成本大幅上升所致；管理费用6.36亿元，较上年增长5.88%，变化不大；财务费用8.14亿元，较上年大幅减少27.24%，主要系央行降低利率水平，公司利息支出相应下降所致。2015年公司费用收入比为9.42%，较上年提高2.24个百分点，公司期间费用对公司营业利润形成一定侵蚀。

从盈利能力指标看，2015年，由于公司经营出现较大规模亏损，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为-2.91%、-2.75%和-9.47%，较上年分别下降6.57个百分点、5.64个百分点和15.63个百分点。

总体看，跟踪期内，受行业产能严重过剩影响，公司产品销售收入大幅下降，公司出现较大规模亏损，整体盈利能力有待提高。

### 3. 现金流

从经营活动来看，2015年，公司经营活动现金流入合计323.91亿元，同比减少10.72%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金300.48亿元，同比减少16.54%，主要系公司营业收入的大幅下降所致；收到其他与经营活动有关的现金23.41亿元，同比大幅上涨753.25%，主要系公司收到大量政府补助所致。2015年，经营活动现金流出合计333.66亿元，同比增加0.05%，变动不大。2015年，公司经营活动现金净流出9.75亿元，较上年减少39.39亿元。从收入实现质量来看，2015年，公司的现金收入比为133.54%，较上年提高23.58个百分点，总体仍处于较高水平，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2015年，公司投资活动现金流入合计2.17亿元，同比增加510.44%，主要系公司收回投资收到的现金大幅上升所致。同期，公司投资活动现金流出量为256.59亿元，同比大幅增加828.42%，主要系公司非公开发行股票收购包钢集团资产所致。2015年，公司投资活动表现为净流出254.42亿元，公司投资活动净流出规模较上年增加832.57%。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动现金流入额为549.25亿元，同比增加90.77%，主要系公司加大债务和股权融资力度所致。同期，公司筹资活动现金流出量为220.97亿元，同比减少23.13%，主要系公司偿还债务支付的现金大幅增长所致。2015年，公司筹资活动现金净流入328.28亿元，同比增长73,738.44%。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为2.34亿元，较上年同期减少67.03%，主要系公司票据结算方式增加所致，公司投资活动产生的现金净流出为66.06亿元，较上年同期增加1,945.20%，主要系公司支付剩余收购项目款所致，公司筹资活动产生的现金流量净额为1.59亿元，较上年同期减少75.25%，主要系公司偿还借款所致。

总体来看，2015年，公司受行业环境不利影响，经营活动和投资活动现金流均呈现净流出状况；公司对筹资活动的依赖性很高。

### 4. 偿债能力

短期偿债能力指标看，截至2015年底，公司流动比率由上年末的0.55倍下降至0.43倍；速动比率由上年末的0.30倍下降至0.27倍；公司流动比率和速动比率较年初均有所下降，主要系公司流

动负债大幅上升所致。2015年，公司现金短期债务比由上年的0.42倍下降至0.36倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度有所下降，主要系公司短期借款和一年内到期的非流动负债大幅上升所致。整体看，公司短期偿债能力有待提高。

长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA为-4.64亿元，较上年减少56.60亿元。其中，折旧为27.58亿元，摊销为2.17亿元，计入财务费用的利息支出为9.15亿元，利润总额为-43.54亿元。2015年，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比均为负值，公司EBITDA对其利息和全部债务的保障能力低。综合公司的收入规模和盈利质量来看，公司长期偿债能力较差。

截至2015年底，公司无对外担保。

截至2015年底，公司不存在对公司经营成果及财务状况构成重大不利影响的诉讼或索赔事项。

截至2015年底，公司与多家商业银行建立了良好的合作关系；公司获得授信总额为人民币431.93亿元，其中未使用的授信额度127.11亿元，间接融资渠道较为通畅。

根据人民银行企业信用报告，截至2016年6月2日，公司无已结清和未结清不良信息，过往债务履约情况良好。

整体看，由于公司经营出现亏损，公司整体偿债能力有待提高。考虑到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，并能分散目前单一钢铁行业的运营风险，公司偿债能力仍属较强。

## 七、债权保护条款分析

包钢集团为本次债券的还本付息出具了担保函，担保人承担保证的方式为全额的无条件的不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本次债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。

### 1. 包钢集团概况

包钢集团的前身包头钢铁公司于1954年建厂，是国家“一五”期间建设的156个重点项目之一，1998年按现代企业制度要求改制为包头钢铁（集团）有限责任公司。目前，包钢集团旗下拥有内蒙古包钢股份和中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司（以下简称“北方稀土”，股票代码“600111”）两家上市公司。2015年5月，包钢股份非公开发行股票165.56亿股，共募集资金298.00亿元，其中包钢集团认购96.71亿股，认购金额174.08亿元，占比58.42%。2015年7月28日，包钢集团股东大会审议通过《关于减资回购中国华融资产管理股份有限公司等三家金融机构股权的议案》，回购包钢集团部分股权，减资回购金额为4.00亿元，共计9,569.38万股，注册资本由148.71亿元减少至147.76亿元。截至2015年底，包钢集团注册资本为147.76亿元，内蒙古自治区人民政府持有公司74.246%的股份，为实际控制人。

包钢集团是我国重要的钢铁工业基地之一和最大的稀土工业基地，是内蒙古自治区最大的工业企业。目前，钢铁产业已形成“板、管、轨、线”齐全的生产格局，是全国四大钢轨生产基地之一和品种规格较为齐全的无缝钢管生产基地。包钢集团拥有全国最大的稀土生产、科研基地和重要的稀土信息中心，具备年产稀土精矿20万吨、稀土产品折合氧化物6万吨以上的生产能力；同时，包钢集团拥有的白云鄂博矿是铁、稀土等多元素共生矿，稀土、铌、钽储量十分丰富。2015年，包钢集

团稀土产品产量均全国第一位。

截至2015年底，包钢集团合并资产总额1,615.22亿元，负债合计1,290.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）324.82亿元，其中归属母公司所有者权益合计41.76亿元。2015年，包钢集团实现合并营业收入322.90亿元，实现净利润（含少数股东损益）-120.08亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-102.88亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.24亿元，现金及现金等价物净增加额为43.21亿元。

包钢集团注册地址：内蒙古自治区包头市昆区河西工业区；法定代表人：魏栓师。

## 2. 经营概况

2015年以来我国经济持续下行，钢铁产业产能过剩，经营状况日趋恶化，钢材价格持续下跌导致集团产生重大亏损。根据《包头钢铁（集团）有限责任公司关于2015年度发生超过净资产10%以上重大亏损事项的公告》，受环保投入、融资、税负不断加重等因素影响，包钢集团经营成本和三项费用均出现不同程度的上升，对企业的利润造成较为严重侵蚀。集团2015年末的净资产为324.82亿元，2015年度净利润为-120.08亿元，集团经营出现重大亏损，亏损金额达到净资产的36.61%。目前，集团拟采取一系列降本、创效措施，努力实现扭亏为盈。

2015年，集团营业收入较上年下降了18.01%；集团的主要业务收入来源自钢铁类产品和稀土类产品销售，收入占比分别为68.29%和20.18%。2015年，集团钢铁类产品营业收入为220.17亿元，较上年减少22.31%，主要系国内钢材市场需求低迷所致；钢铁类产品占集团营业收入比重下降3.78个百分点。2015年，集团稀土类产品营业收入为65.05亿元，较上年增加12.39%，主要系集团大力拓展稀土市场所致；稀土类产品集团营业收入比重上升5.46个百分点。其他业务占集团营业收入比重下降1.68个百分点至11.53%，占比较低。

从毛利率情况来看，2015年包钢集团的营业毛利率较上年下降22.75个百分点至-7.49%。集团钢铁类产品板块毛利率下降幅度较大，全年下降24.35个百分点至-15.60%，主要系受钢铁产品需求下降及原材料价格波动影响所致。集团稀土类产品毛利率虽然维持较高水平但下降幅度较大，2015年同比减少14.47个百分点至23.35%，主因为我国稀土行业供需端发展失衡，导致稀土产品价格继续低位徘徊，进而导致全行业毛利率水平下降。

表 13 2014~2015 年包钢集团营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			营业收入 同比增长	毛利率变动情况
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
钢铁类产品	283.37	72.07	8.75	220.17	68.29	-15.60	-22.31	下降 24.35 个百分点
稀土类产品	57.88	14.72	37.82	65.05	20.18	23.35	12.39	下降 14.47 个百分点
<b>主营业务小计</b>	<b>341.26</b>	<b>86.79</b>	<b>13.68</b>	<b>285.22</b>	<b>88.47</b>	<b>-6.71</b>	<b>-16.42</b>	<b>下降 20.40 个百分点</b>
材料销售	8.39	2.13	14.39	17.04	5.28	-25.57	103.02	下降 39.96 个百分点
租赁业务	0.54	0.14	59.20	3.21	1.00	45.12	495.50	下降 14.08 个百分点
提供劳务	6.17	1.57	12.90	5.28	1.64	4.22	-14.42	下降 8.68 个百分点
其他	36.85	9.37	29.81	11.64	3.61	-19.99	-68.40	下降 49.80 个百分点
<b>其他业务小计</b>	<b>51.95</b>	<b>13.21</b>	<b>25.61</b>	<b>37.18</b>	<b>11.53</b>	<b>-13.48</b>	<b>-28.44</b>	<b>下降 39.09 个百分点</b>
<b>合计</b>	<b>393.21</b>	<b>100.00</b>	<b>15.26</b>	<b>322.40</b>	<b>100.00</b>	<b>-7.49</b>	<b>-18.01</b>	<b>下降 22.75 个百分点</b>

资料来源：包钢集团年报，联合评级整理。

总体看，跟踪期内，受下游需求下降及产品价格下跌影响，包钢集团收入和毛利率水平均有所下降，经营出现重大亏损。

## 3. 稀土类产品经营概况

北方稀土是以包钢集团所属稀土三厂及选矿厂稀选车间为基础，联合其他发起人以募集方式，

经内蒙古自治区人民政府内政股批字（1997）第1号文批准，改建设立的股份有限公司。1997年8月经中国证监会批准于1997年9月24日在上海证券交易所挂牌交易。截至2015年底北方稀土注册资本人民币36.33亿元，其中包钢集团持股比例为38.92%，是北方稀土第一大股东，对其实施实际控制。

2015年度，北方稀土营业收入65.49亿元，同比增长12.18%；实现归属于母公司所有者的净利润3.26亿元，同比下降49.35%。北方稀土主营收入主要来源于稀土原料产品和稀土功能材料产品的销售，其中稀土原料产品的生产与销售在国家指令性计划额度内进行，稀土原材料产品收入比增加21.64%，稀土功能材料产品收入略微增加0.48%。2015年，受我国稀土行业供需失衡影响，稀土产品价格继续低位徘徊，导致国内稀土行业内企业毛利率下降。

表14 2014~2015年北方稀土营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2014年			2015年			营业收入同比增长	毛利率变动情况
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率		
稀土原料产品	367,237.13	62.91	40.55	446,706.85	68.21	25.75	21.64	下降14.80个百分点
稀土功能材料	191,205.28	32.75	20.10	192,123.97	29.34	17.16	0.48	下降2.94个百分点
其他	25,340.24	4.34	15.98	16,049.72	2.45	35.88	-36.66	提高19.90个百分点
合计	583,782.64	100.00	32.78	654,880.54	100.00	23.48	12.18	下降9.30个百分点

资料来源：北方稀土年报，联合评级整理。

截至2015年底，北方稀土合并资产总额145.37亿元，负债合计46.31亿元，所有者权益99.06亿元，归属于母公司所有者权益合计83.16亿元。2015年北方稀土实现营业收入65.48亿元，净利润0.57亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.26亿元；经营活动产生的现金流量净额为27.08亿元，现金及现金等价物净增加额3.76亿元。

#### 4. 财务状况

包钢集团2015年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2015年，包钢集团因投资新设将包钢集团环境监测有限责任公司纳入合并报表范围；因转让股权不再将包钢集团第三职工医院纳入合并范围。包钢集团合并范围变化较小，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2015年底，包钢集团合并资产总额1,615.22亿元，负债合计1,290.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）324.82亿元，其中归属母公司所有者权益合计41.76亿元。2015年，包钢集团实现合并营业收入322.90亿元，实现净利润（含少数股东损益）-120.08亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-102.88亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.24亿元，现金及现金等价物净增加额为43.21亿元。

##### （1）资产

截至2015年底，包钢集团资产总额1,615.22亿元，较年初增加3.13%，主要系非流动资产增长所致。资产总额中，流动资产占比37.22%，非流动资产占比62.78%，流动资产占比下降较快；非流动资产占比较大，符合钢铁企业以固定资产为主的资产结构。

截至2015年底，包钢集团流动资产合计601.16亿元，较年初减少10.29%，主要系集团存货大幅减少所致。包钢集团流动资产主要由货币资金（占比为28.44%）、应收票据（占比9.83%）、应收账款（占比5.73%）、其他应收款（占比7.14%）、存货（占比33.51%）和其他流动资产（占比

为 12.75%) 构成。

截至 2015 年底, 包钢集团货币资金合计 170.94 亿元, 较年初增加 23.98%, 主要系集团子公司包钢股份非公开发行股票债券募集资金所致。货币资金中银行承兑汇票保证金、存放中央银行法定准备金等使用受限资金共计 46.24 亿元 (占比 27.05%), 货币资金受限程度一般。

截至 2015 年底, 包钢集团应收票据合计 59.10 亿元, 较年初大幅减少 37.73%, 主要系包钢集团变更结算方式所致; 应收票据主要由银行承兑汇票 (占比 95.09%) 构成。截至 2015 年底, 包钢集团已质押的应收票据金额为 48.55 亿元 (占比 82.15%), 质押比例较高。

截至 2015 年底, 包钢集团应收账款为 34.44 亿元, 较年初减少 39.46%, 主要系行业钢铁行业不景气, 包钢集团改变销售策略所致。包钢集团依照主要依据账龄组合和余额百分比法计提坏账准备, 合计计提 4.69 亿元坏账准备, 计提比例为 11.99%。

截至 2015 年底, 包钢集团其他应收账款账面价值为 42.92 亿元, 较年初减少 2.31%, 变化不大。

截至 2015 年底, 包钢集团存货账面价值为 201.47 亿元, 较年初减少 24.99%, 主要系库存商品储备减少, 同时, 计提较大规模存货低价准备所致。包钢集团对存货累计计提跌价准备 15.95 亿元, 计提比例为 7.33%。包钢集团存货主要由原料及主要材料 (占比 44.19%) 和库存商品 (占比 42.48%) 构成。考虑到钢铁行业下行, 原材料价格波动较大等因素, 集团存货跌价风险较大。

截至 2015 年底, 包钢集团其他流动资产合计 76.65 亿元, 较年初增加 39.99%, 主要系增值税留抵扣额大幅增加所致。

截至 2015 年底, 包钢集团非流动资产合计 1,014.05 亿元, 较年初增加 13.16%, 主要系固定资产增加所致。包钢集团非流动资产主要由固定资产 (占比 63.33%)、在建工程 (占比 20.68%)、无形资产 (占比 4.55%) 和其他非流动资产 (占比 4.39%) 构成。

截至 2015 年底, 包钢集团固定资产账面价值为 642.25 亿元, 较年初增加 79.34%, 主要由房屋建筑物 (占比 27.95%)、机器设备 (占比 23.31%) 和专用设备 (占比 46.64%) 构成。其中, 账面价值 42.60 亿元的固定资产进行抵押借款。截至 2015 年底, 包钢集团固定资产累计折旧 440.10 亿元, 计提减值准备 5.30 亿元; 成新率为 53.64%, 成新率较低。

截至 2015 年, 包钢集团在建工程账面价值为 209.66 亿元, 较年初减少 49.76%, 主要系本期建成本期转入固定资产的在建工程规模较大所致。集团在建工程未计提减值准备; 集团工程建设的主要资金来源为银行借款。

截至 2015 年, 包钢集团无形资产账面价值合计为 46.14 亿元, 较年初略有减少, 变动幅度不大; 无形资产主要由土地使用权构成。

截至 2015 年底, 包钢集团其他非流动资产为 44.50 亿元, 较年初大幅增加 223.49%; 主要系集团子公司包钢股份非公开发行股票募集的资金部分用于收购尾矿资源, 公司将取得的尾矿资源合计 280.42 亿元计入其他非流动资产所致。

总体看, 跟踪期内, 包钢集团流动资产中货币资金规模较大, 但部分货币资金使用受限; 存货规模较大, 受钢材与原材料价格持续下行影响, 存货面临较大跌价风险; 包钢集团非流动资产中固定资产规模较大, 成新率较低。包钢集团整体资产质量有待提升。

## (2) 负债及所有者权益

截至 2015 年底, 包钢集团负债合计 1,290.39 亿元, 较年初增加 4.21%, 主要系流动负债增加所致。其中流动负债占比 83.34%, 非流动负债占比 16.66%; 包钢集团资产负债结构有待改善。

截至 2015 年底, 包钢集团流动负债合计 1,075.44 亿元, 较年初增加 13.10%, 主要系其他流动

负债和应交税费增长所致。包钢集团流动负债主要由短期借款（占比 22.63%）、应付票据（占比 10.63%）、应付账款（占比 21.11%）、预收款项（占比 5.29%）、一年内到期的非流动负债（占比 12.98%）和其他流动负债（占比 16.27%）为构成。

截至 2015 年底，包钢集团短期借款合计 243.39 亿元，较年初增加 14.00%，主要系包钢集团为满足日常周转短期拆借资金量上升所致。包钢集团短期借款由信用借款（占比 63.03%）、保证借款（占比 20.45%）、抵押借款（占比 7.28%）和质押借款（占比 7.83%）构成。

截至 2015 年底，包钢集团应付票据合计 114.32 亿元，较年初减少 20.37%。包钢集团应付票据由银行承兑汇票（占比 65.61%）和商业承兑汇票（占比 34.39%）构成。

截至 2015 年底，包钢集团应付账款合计 226.98 亿元，较年初减少 3.83%，主要系应付款项未到结算期所致。

截至 2015 年底，包钢集团预收款项合计 56.91 亿元，较年初减少 6.41%，主要由预收货款构成。由于包钢集团预收客户批量购货款，货物分批发送，导致部分订单尚未完全发货。

截至 2015 年底，包钢集团一年内到期的非流动负债合计 139.58 亿元，较年初增长 59.93%；主要系包钢集团对长期借款和应付债券重分类所致。

截至 2015 年底，包钢集团其他流动负债为 175.00 亿元，较年初增加 40.00%，主要系短期融资融券筹资金额增加。

截至 2015 年底，包钢集团非流动负债合计 214.95 亿元，较年初减少 25.21%，主要系长期借款和应付债券下降所致；其中，长期借款（占比 28.69%）、应付债券（占比 37.18%）、长期应付款（占比 14.90%）、长期应付职工薪酬（占比 6.97%）和递延收益（占比 8.26%）为主。

截至 2015 年底，包钢集团长期借款合计 61.68 亿元，较年初减少 42.75%，主要系部分长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致；主要由抵押借款（占比 3.55%）、保证借款（占比 7.86%）和信用借款（占比 88.60%）构成。

截至 2015 年底，包钢集团应付债券合计 79.93 亿元；其中，30 亿元公司债券和 20 亿元中期票据已于 2016 年 3 月到期，包钢集团尚存在 30 亿元公司债券将于 2018 年初到期，尚存在 20 亿中期票据将于 2019 年 5 月到期。

截至 2015 年底，包钢集团长期应付款合计 32.04 亿元，较年初减少 16.17%，主要由融资租赁款构成。

截至 2015 年底，包钢集团递延收益主要由政府补助构成，合计 17.76 亿元。

截至 2015 年底，包钢集团全部债务合计 845.94 亿元，较年初增加 3.77%；其中，短期债务占比 79.47%，长期债务为占比 20.53%，包钢集团短期债务规模很大，存在较大的短期偿付压力；包钢集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.89%、72.26%和 34.84%，较上年末变化不大，债务负担仍处于较高水平，但仍属可控，债务结构有待调整。

截至 2015 年底，包钢集团所有者权益合计 324.82 亿元，较年初减少 0.95%，其中归属于母公司所有者权益合计 41.76 亿元（占比 12.86%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本为 147.76 亿元，资本公积为 35.35 亿元、专项储备为 4.72 亿元、盈余公积为 9.54 亿元、未分配利润为-157.54 亿元。由于少数股东权益占比高以及未分配利润为大额负值，包钢集团权益结构稳定性较差。

总体看，跟踪期内，包钢集团债务负担仍然较重，债务结构不合理，存在较大的短期支付压力；所有者权益结构稳定性较差。

### (3) 盈利能力

2015年,包钢集团实现营业收入322.90亿元,同比减少18.01%,主要是行业景气度仍低迷,产品销量和平均销售价格持续下降所致。由于成本收入倒挂等因素影响,2015年包钢集团继续亏损,实现营业利润-104.57亿元,亏损幅度较上年扩大371.97%。2015年,包钢集团实现营业外收入23.24亿元,其中22.02亿元为政府补助;包钢集团收到的政府补助一定程度上弥补了亏损。2015年,包钢集团净利润为-120.08亿元,亏损幅度较上年扩大585.61%;其中,归属于母公司的净利润为-102.88亿元,亏损幅度较上年扩大597.23%。

从期间费用看,2015年,由于包钢集团管理费用大幅下降,导致包钢集团期间费用总额较2014年减少0.67%。2015年,包钢集团销售费用10.06亿元,较上年增长11.46%,主要系物流成本大幅上升所致;管理费用30.86亿元,较上年减少9.54%;财务费用28.19亿元,较上年增加6.64%,主要系集团借款增加,导致集团所支付利息相应增加所致。2015年包钢集团费用收入比为21.40%,较上年提高3.73个百分点,包钢集团期间费用规模庞大,对其利润形成一定侵蚀。

从盈利能力指标看,2015年,包钢集团利润总额和净利润均出现大幅亏损,其总资本收益率由2014年的2.70%下降至-7.22%;总资产报酬率由2014年的2.30%下降至-2.96%;净资产收益率由2014年的-4.76%进一步下降至-36.79%。

总体看,跟踪期内,受行业产能严重过剩影响包钢集团产品销售收入有所下降,出现严重亏损,整体盈利能力有待提高。

### (4) 现金流

从经营活动来看,2015年,包钢集团经营活动现金流入合计450.14亿元,同比减少1.68%;其中,销售商品、提供劳务收到的现金426.26亿元,同比减少1.34%,主要系包钢集团营业收入的大幅下降所致;收到其他与经营活动有关的现金21.54亿元,同比减少12.53%。2015年,包钢集团经营活动现金流出合计465.38亿元,同比较少0.28%;变动不大。受上述因素影响,包钢集团经营活动现金流量净额为-15.24亿元,净流出额同比增加72.36%。从收入实现质量来看,2015年,包钢集团的现金收入比为132.01%,较上年上升22.30个百分点,收入实现质量较高。

从投资活动来看,2015年,包钢集团投资活动现金流入合计2.08亿元;同期,包钢集团投资活动现金流出量为84.16亿元,同比减少11.55%,主要系包钢集团购置较大规模新设备所致。受上述因素影响,2015年,包钢集团投资活动现金净流出82.09亿元,净流出规模较上年减少13.05%。

筹资活动方面,2015年,包钢集团筹资活动现金流入额为902.22亿元,同比增加67.01%,主要系集团加大融资力度所致。2015年,包钢集团筹资活动现金流出量为761.82亿元,同比增加73.52%,主要系包钢集团偿还借款所致。受上述因素影响,2015年,包钢集团筹资活动现金净流入140.40亿元,同比增长38.77%。

总体来看,跟踪期内,包钢集团受行业环境不利影响,经营活动和投资活动现金流均呈现净流出状况;包钢集团需要外部筹资满足其经营活动和投资活动的资金需求。

### (5) 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2015年,包钢集团流动比率由2014年的0.70倍下降至0.56倍;速动比率由2014年的0.42倍下降至0.37倍,主要系包钢集团其他流动负债和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。2015年,包钢集团现金短期债务比由2014年的0.41倍下降至0.35倍,包钢集团现金类资产对短期债务的覆盖程度有所下降。整体看,包钢集团短期偿债能力进一步下降。

长期偿债能力指标看，2015年，包钢集团 EBITDA 为-8.64 亿元，较上年减少 73.71 亿元，其中，折旧为 36.76 亿元，摊销为 1.62 亿元，计入财务费用的利息支出为 36.59 亿元，利润总额为-83.61 亿元。2015 年，包钢集团 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比均为负值，包钢集团 EBITDA 对其利息和全部债务保障能力较弱。整体看，包钢集团长期偿债能力进一步下降，处于较差水平。

截至 2015 年底，包钢集团无对外担保。

截至 2015 年底，包钢集团无重大未决诉讼。

截至 2015 年底，包钢集团与多家商业银行建立了良好的合作关系；公司获得授信总额为人民币 464.21 亿元，其中未使用的授信额度 190.43 亿元，间接融资渠道较为通畅。

综合来看，2015 年受宏观经济景气度下降影响，钢铁产品和稀土产品价格走低，包钢集团经营出现重大亏损。但考虑包钢集团旗下两个重要的经营主体包钢股份和北方稀土均为上市公司，资源优势明显，综合竞争力较强，包钢集团整体偿债能力仍属很强。

#### 4. 担保效果评价

以 2015 年底财务数据测算，“13 包钢 03”和“13 包钢 04”本金合计（30.00 亿元）占担保方包钢集团资产总额的 1.86%、所有者权益总额的 9.24%；整体占比较低。2015 年，包钢集团经营活动现金流入量为“13 包钢 03”和“13 包钢 04”本金合计（30.00 亿元）的 15.00 倍；包钢集团经营活动现金流量对公司债券覆盖倍数较高。2015 年，包钢集团 EBITDA 为-8.64 亿元，为“13 包钢 03”和“13 包钢 04”本金合计（30.00 亿元）-0.28 倍，对债券本金的保障较弱。

总体看，包钢集团的担保对“13 包钢 03”和“13 包钢 04”的信用状况仍有一定影响。

### 八、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 151.39 亿元，约为“13 包钢 03”、“13 包钢 04”公司债券合计（30.00 亿元）的 5.05 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 473.04 亿元，约为债券本金合计（30.00 亿元）的 15.77 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“13 包钢 03”、“13 包钢 04”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为-4.64 亿元，约为债券本金（30.00 亿元）的-0.15 倍，公司 EBITDA 不能对公司债券本金予以保护。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 323.01 亿元，约为债券本金合计（30.00 亿元）的 10.77 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高。

综合以上分析，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。公司对“13 包钢 03”、“13 包钢 04”的偿还能力仍属较强。

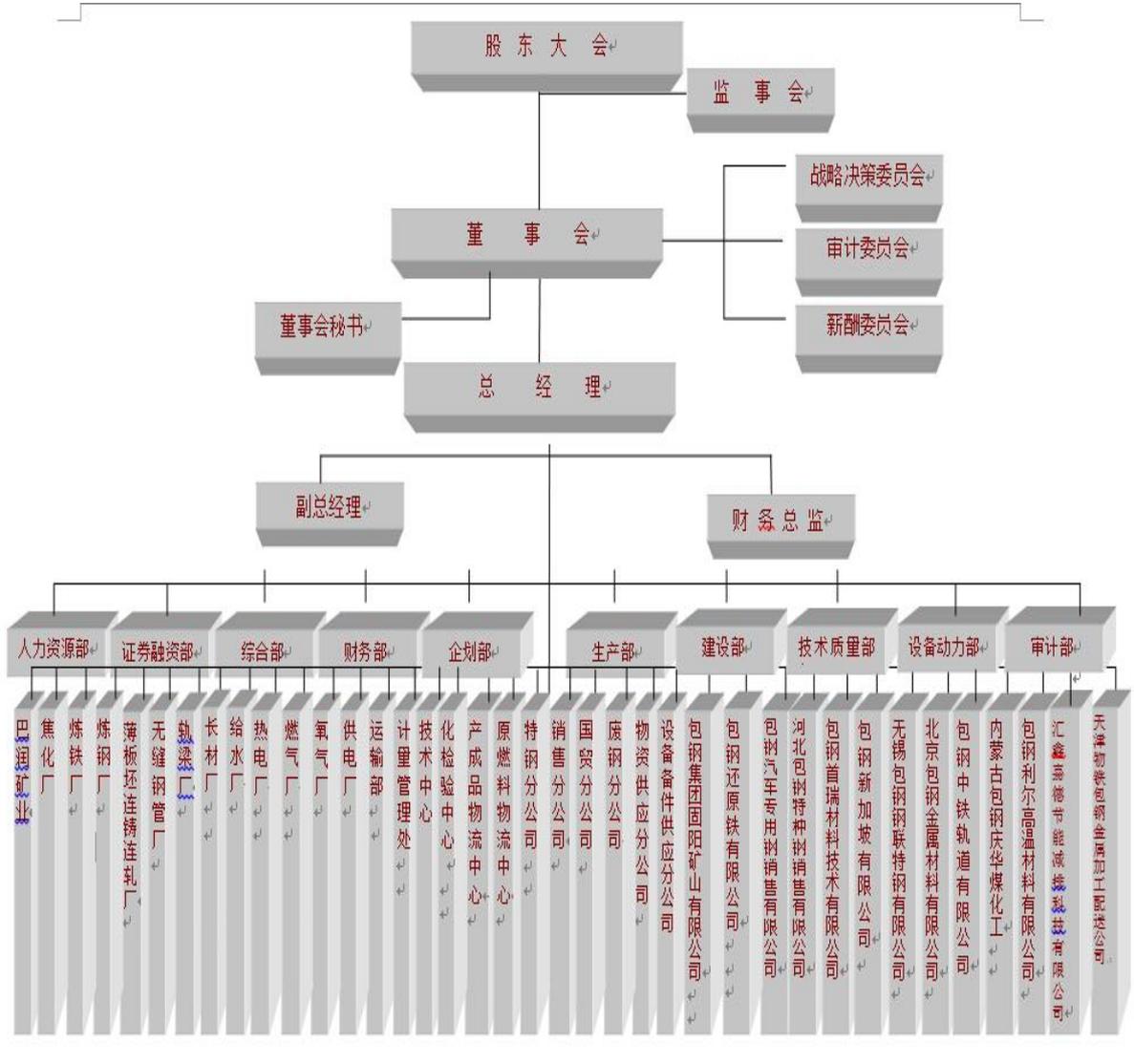
### 九、综合评价

跟踪期内，公司受钢铁行业整体走弱的影响，经营出现较大规模亏损，同时公司在建项目持续推进导致公司债务负担较重，且债务结构不合理。随着公司对控股股东包钢集团尾矿等资源整合、收购的逐步推进，公司财务结构有望得到优化，产业链得以进一步完善。2015 年 5 月，公司完成非公开发行股票，进一步提升资本实力和整体抗风险能力，资产负债率下降，债务负担有所下降。

跟踪期内，担保方包钢集团资源储备丰富，经营规模较大；但受钢铁和稀土行业下行的影响，包钢集团也出现重大亏损，但综合来看，包钢集团的担保对本次债券的信用状况仍有一定影响。

综上，联合评级调整公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望维持为稳定；同时调整“13 包钢 03”和“13 包钢 04”的债项信用评级为 AA+。

附件 1 内蒙古包钢钢联股份有限公司组织结构图



## 附件2 内蒙古包钢钢联股份有限公司 主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	1,051.04	1,449.32	1,411.09
所有者权益(亿元)	204.91	473.04	467.54
短期债务(亿元)	307.03	417.11	374.89
长期债务(亿元)	150.37	87.60	84.95
全部债务(亿元)	457.40	504.71	459.84
营业收入(亿元)	326.55	225.01	54.26
净利润(亿元)	11.66	-33.02	-5.59
EBITDA(亿元)	51.96	-4.64	-7.08
经营性净现金流(亿元)	29.65	-9.75	2.34
应收账款周转次数(次)	18.74	1.56	--
存货周转次数(次)	1.68	1.62	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.18	--
现金收入比率(%)	110.26	133.54	108.39
总资本收益率(%)	3.66	-2.91	--
总资产报酬率(%)	2.89	-2.75	--
净资产收益率(%)	5.89	-9.74	--
营业利润率(%)	13.66	-15.02	-14.05
费用收入比(%)	7.18	9.42	12.08
资产负债率(%)	80.50	67.36	66.87
全部债务资本化比率(%)	69.06	51.62	49.59
长期债务资本化比率(%)	42.32	15.63	15.38
EBITDA利息倍数(倍)	2.40	-0.35	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.11	-0.01	--
流动比率(倍)	0.55	0.43	0.40
速动比率(倍)	0.30	0.27	0.22
现金短期债务比(倍)	0.42	0.36	0.29
经营现金流流动负债比率(%)	4.52	-1.15	--
EBITDA/待偿本金合计	1.73	-0.15	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 附件3 包头钢铁（集团）有限责任公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	1,566.25	1,615.22
所有者权益（亿元）	327.93	324.82
短期债务（亿元）	569.34	672.29
长期债务（亿元）	245.84	173.64
全部债务（亿元）	815.19	845.94
营业收入（亿元）	393.81	322.90
净利润（亿元）	-17.51	-120.08
EBITDA（亿元）	65.07	-8.64
经营性净现金流（亿元）	-8.84	-15.24
应收账款周转次数(次)	8.28	1.61
存货周转次数（次）	1.15	1.39
总资产周转次数（次）	0.26	0.20
现金收入比率（%）	109.71	132.01
总资本收益率（%）	2.70	-7.22
总资产报酬率（%）	2.30	-2.96
净资产收益率（%）	-4.76	-36.79
营业利润率（%）	14.56	-8.31
费用收入比（%）	17.67	21.40
资产负债率（%）	79.06	79.89
全部债务资本化比率（%）	71.31	72.26
长期债务资本化比率（%）	42.85	34.84
EBITDA 利息倍数（倍）	1.11	-0.21
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	-0.01
流动比率（倍）	0.70	0.56
速动比率（倍）	0.42	0.37
现金短期债务比（倍）	0.41	0.35
经营现金流流动负债比率（%）	-0.93	-1.42

## 附件4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转率	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。