

跟踪评级公告

联合[2017]611 号

西宁特殊钢股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

西宁特殊钢股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

西宁特殊钢股份有限公司发行的“11 西钢债”和“12 西钢债”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月九日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

西宁特殊钢股份有限公司 公司债券 2017 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：AA- 评级展望：负面

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
11 西钢债	0.12 亿元	8 年	AA-	AA	2016.6.28
12 西钢债	4.3 亿元	8 年	AA-	AA	2016.6.28

担保方：西宁特殊钢集团有限责任公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017 年 6 月 9 日

主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	253.80	270.70	280.94
所有者权益（亿元）	18.18	35.93	36.01
长期债务（亿元）	38.00	48.46	53.47
全部债务（亿元）	166.21	181.08	170.08
营业收入（亿元）	60.53	73.90	11.62
净利润（亿元）	-16.75	0.42	0.08
EBITDA（亿元）	-3.38	13.95	--
经营性净现金流（亿元）	-11.96	-18.57	-0.46
营业利润率（%）	-2.11	12.76	23.45
净资产收益率（%）	-63.02	1.56	0.24
资产负债率（%）	92.84	86.73	87.18
全部债务资本化比率（%）	90.14	83.44	82.53
流动比率（倍）	0.34	0.39	0.45
EBITDA 全部债务比（倍）	-0.02	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.31	1.22	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	-0.76	3.16	--

担保方

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	258.42	283.12
所有者权益（亿元）	40.10	57.31
营业收入（亿元）	60.55	73.95
净利润（亿元）	-16.26	0.80
经营性净现金流（亿元）	-12.17	-18.90
资产负债率（%）	84.48	79.76

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、2017 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

跟踪期内，西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“公司”或“西宁特钢”）作为中国西北地区最大的特钢生产企业，在行业地位、上游资源等方面保持较强的竞争优势。2016 年，受益于公司钢铁板块的毛利率提升、房地产业务收入大幅增长、以及处置矿产，公司实现扭亏。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到钢铁行业竞争依然激烈，公司产能利用率不高、经营现金流持续大额流出、债务水平仍然偏高以及短期支付压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016 年，公司非公开定向发行 A 股股票所募集资金 17.31 亿元全部用于偿还银行贷款；一定程度上缓解了公司资金压力，同时增强了公司的资本实力及抗风险能力。

2017 年，国家将深入推进钢铁行业供给侧结构性改革，此举将有益于公司的经营发展。

“11 西钢债”和“12 西钢债”均由公司控股股东西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“西钢集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。由于西钢集团主要业务均由西宁特钢承担，其经营成果以及财务状况高度依赖于西宁特钢，其所提供的担保对“11 西钢债”和“12 西钢债”的信用水平影响有限。

综上，联合评级将公司的主体长期信用等级调整为“AA”，评级展望调整为“稳定”；同时，将“11 西钢债”和“12 西钢债”的债项信用等级调整为“AA”。

优势

1. 2016 年，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。2017 年，国家将深入推进钢铁行业供给侧结构性改革，此举将有益于公司的经营发展。

2. 公司是西北地区唯一的特钢企业，作为青海省支柱企业，当地政府对公司的重视程度高，有利于公司经营稳定性的保持。

3. 公司产品主要应用于铁路、军工、汽车和石油等行业，部分产品在细分行业内具有垄断地位。2016 年，公司特钢板块转型升级进程持续推进，装备、技术水平得到不断提升，产品结构持续得到优化。

4. “11 西钢债”和“12 西钢债”的存续本金 4.42 亿元，公司较大的现金类资产、经营活动现金流入量以及 EBITDA 对其覆盖程度较高。

关注

1. 虽然中国钢铁行业的产能利用率有所提高，但产能过剩矛盾仍然突出，行业竞争激烈，公司钢铁板块的产能利用率依然不高。

2. 公司地处青藏高原，区域内钢材消纳能力有限；较高的运输成本一定程度上削弱了公司产品的竞争力。

3. 公司收入实现质量很低，经营性现金流仍呈净流出状态。

4. 公司债务负担较重，短期偿债压力较大，运营资金高度依赖于外部资金的筹措。同时由于公司银行授信额度已基本全部使用，间接融资空间狭窄。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其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：



任岩永

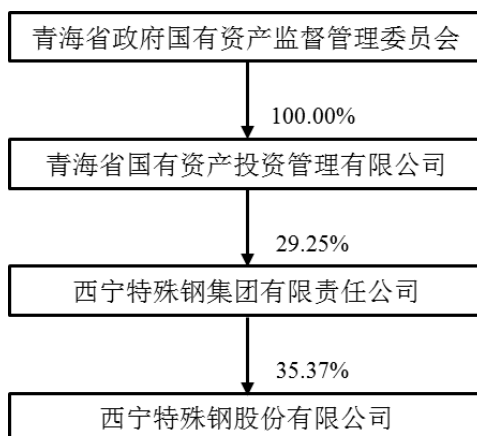
联合信用评级有限公司

一、主体概况

西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“公司”或“西宁特钢”）成立于1997年10月，是由西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“西钢集团”）为主要发起人，联合青海省创业集团公司、青海铝厂、兰州碳素有限公司、吉林碳素股份有限公司、冶金工业部包头钢铁设计研究院和吉林铁合金厂共同发起，采取社会募集方式设立的股份有限公司。公司股票于1997年10月在上海证券交易所上市（股票代码为“600117.SH”，股票简称“西宁特钢”）。公司已于2006年3月23日实施股权分置改革。

截至2016年底，公司总股本104,511.83万股，控股东西钢集团持股比例为35.37%，公司实际控制人为青海省国有资产监督管理委员会。

图1 截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2016年，公司主要业务仍为特殊钢的冶炼和金属压延加工业务。

2016年，公司组织结构和部门设置发生较大变化（详见“四、管理分析”）。截至2016年底，公司共有员工8,557人，员工结构未发生重大变化。

截至2016年底，公司合并资产总额270.70亿元，负债合计234.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计35.93亿元，归属于母公司的所有者权益28.74亿元。2016年，公司实现营业收入73.90亿元，净利润（含少数股东损益）0.42亿元，归属于母公司所有者的净利润0.69亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.57亿元，现金及现金等价物净增加额3.27亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额280.94亿元，负债合计244.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计36.01亿元，归属于母公司的所有者权益28.84亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入11.62亿元，净利润（含少数股东损益）0.08亿元，归属于母公司所有者的净利润0.11亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.46亿元，现金及现金等价物净增加额-1.84亿元。

公司注册地址：西宁市柴达木西路52号；法定代表人：黄斌。

二、债券发行及募集资金使用情况

1. “11 西钢债”

根据《西宁特殊钢股份有限公司2011年公司债券发行公告》，经中国证监会“证监许可〔2011〕

874号文”文件核准批复，本期债券发行总额为人民币10.00亿元，发行价格为每张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询价配售相结合的发行方式。本期债券发行工作已于2011年6月17日结束，实际发行规模10.00亿元，最终票面利率为5.75%，债券期限为8年期，在第5年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券已于2011年7月11日于上海证券交易所上市（证券简称：“11西钢债”，证券代码“122077.SH”）。

根据《西宁特殊钢股份有限公司关于“11西钢债”回售实施结果的公告》，截至2016年6月20日，“11西钢债”的回售数量为987.66万张，回售金额为9.88亿元，剩余托管量为0.12亿元，回售资金已于2016年6月15日按时足额发放。回售结束后，公司选择上调本期债券票面利率100基点至6.75%，本期债券后3年票面利率为6.75%并保持不变。本期公司债券于2011年6月15日正式起息，公司于2016年6月15日支付了自2015年6月15日至2016年6月14日期间利息。截至2016年底，“11西钢债”募集资金已全部用于偿还银行借款和补充流动资金。

2. “12 西钢债”

根据《西宁特殊钢股份有限公司2012年公司债券发行公告》，经中国证监会“证监许可（2012）831号文核准”文件核准批复，本期债券发行总额为人民币4.30亿元，发行价格为每张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询价配售相结合的发行方式。本期债券发行工作已于2012年7月18日结束，实际发行规模4.30亿元，最终票面利率为5.50%，债券期限为8年期，在第5年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券已于2012年8月21日于上海证券交易所上市（证券简称：“12西钢债”，证券代码“122158.SH”）。

本期公司债券于2012年7月16日正式起息，公司于2016年7月16日支付了自2015年7月16日至2016年7月15日期间利息。截至2016年底，“12西钢债”募集资金已全部用于偿还银行借款和补充流动资金。

三、行业分析

1. 行业概况

2015年，受下游需求持续疲弱影响，中国钢铁行业经营环境持续恶化；全行业出现较大规模亏损。2016年，受供给侧结构性改革以及房地产等下游行业景气度超预期回升影响，中国钢铁行业景气度有所回升。2016年，中国钢材价格出现一波大幅上涨行情；截至2016年底，Myspic综合钢价指数回升至127.74点，较年初增长54.71点。2017年以来，中国钢材价格震荡上行；截至2017年3月底，综合钢价指数132.56点，较年初增长4.79点。

总体看，2016年，主要受供给侧结构性改革影响，中国钢铁行业景气度有所回升。

2. 行业上游供给

钢铁行业上游原材料主要包括铁矿石和焦炭。中国钢铁企业生产所需铁矿石主要来自于进口。2016年，中国铁矿石对外依存度上升至87.3%，中国铁矿石需求对外依赖程度持续提升；2016年，中国铁矿石进口量为10.24亿吨，较上年增长0.71亿吨。铁矿石价格主要受市场供需影响，呈现出很强的周期性。2016年，钢材价格上涨带动铁矿石价格上涨；截至2016年底，进口62%品位干基铁精矿含税价675.76元/吨，较2015年底上涨320.58元/吨；国产铁矿石价格以跟随国际矿石价格变动为主。2017年1~3月，有所波动，但整体相对稳定；截至2017年3月底，进口62%品位干基铁精矿含税价672.71

元/吨。

2016年，钢铁行业回暖，带动相关原材料价格以及需求量增长，全年焦炭产量为4.49亿吨，较上年增长0.30%。2017年1~3月，焦炭产量继续上行，中国焦炭累计产量为1.07亿吨，较上年同期增长4.26%。截至2016年底，焦炭现货结算价上升至1,500.00元/吨，年初大幅增长136.59%。2016年，焦炭价格大幅上涨主要受到国家限产政策影响；同时，焦炭价格上涨也一定程度受钢铁行业景气程度回升影响。2017年1~3月，焦炭价格小幅下跌；截至2017年3月底，焦炭现货均价1,440.00元/吨。

总体看，2016年，中国铁矿石对外依存度较高且呈上升态势，焦炭供应量稳定。受行业钢铁行业景气度回升以及供给侧结构性改革影响，铁矿石和焦炭价格呈现不同程度的增长。

3. 行业下游需求

2016年，国内房地产开发投资完成额10.26万亿元，较上年增长6.88%；国内房屋施工面积增长率为3.20%；国内房屋新开工面积增长率为8.10%。房地产行业景气度上升对于钢材的需求量有一定的支撑。在促投资稳增长政策措施带动下，2016年，中国基础设施建设投资完成额为15.20万亿元，较上年增长15.77%。2016年，能源、交通、环保、市政等基础设施以及公用事业领域 PPP 项目数量以及累计投资额逐步增长，亦带动国内钢材需求量增长。

2016年，全国规模以上工业增加值同比增长6.0%，增速连续5年下滑，但部分行业增速有所提升。2016年，采矿业增加值降低1.00%，增速比2015年回落3.70点；金属制品业增长8.20%，通用设备制造业增长5.90%，专用设备制造业增长6.70%，增速较2015年分别提高0.80、3.00、3.30个百分点。2016年，在购置税优惠以及新能源推广政策等多因素的影响下，全国汽车产量2,811.9万辆，同比增长14.5%；全国汽车销量2,802.8万辆，同比增长13.7%。

总体看，2016年，钢铁行业下游需求有所回升，将对钢材需求形成一定支撑。

4. 行业竞争

中国钢铁行业集中度偏低，且提升速度缓慢。2016年，受供给侧结构性改革影响，钢铁行业 CR10、CR20以及 CR30均较上年有所增加，但增幅较小。钢铁行业集中度偏低很大程度上导致行业内恶性竞争频繁、产品档次难以提升以及整体利润率不高等问题。在此背景下，区位优势以及产品结构优势成为决定钢铁企业竞争力的关键因素。位于沿海、华东地区的钢铁企业在铁矿石以及钢材运输成本方面具备一定优势；产品结构有优良的钢铁企业，在下游景气度疲弱的情况下，仍能保持较好的毛利率水平，对企业经营情况有一定的支撑。

综合看，2016年，中国钢铁行业竞争依然激烈。但随着中央政府加大改革政策力度，以不断推进产业升级，未来中国钢铁行业竞争格局将有所改善。

5. 行业关注

(1) 2016年，房地产、基建等行业需求的超预期回升，带动钢铁行业阶段性回暖；长期来看，下游行业超预期增长可持续性不强，钢铁行业结构性产能过剩问题依然突出。

(2) 钢铁企业集中程度直接影响钢铁生产的规模效应，企业较分散不利于行业长期发展，同时还会造成结构性的产能浪费，削弱我国钢铁行业的国际竞争力。

(3) 中国铁矿石进口数量不断增长，铁矿石对外依存度处于较高水平，对外议价能力受严重影响。同时，汇率波动对于铁矿石价格影响较大。

(4) 环保政策日益严苛，对钢铁企业的成本控制以及产能利用率产生一定影响。随着去产能政

策以及环保政策的趋严，将对钢铁企业的盈利水平以及产能方面造成一定冲击。

6. 行业政策

2016年，供给侧结构性改革系中国钢铁行业政策的核心。改革目标是用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨，行业兼并重组取得实质性进展，产能利用率趋于合理。随后，国内形成了一系列钢铁行业供给侧改革相关配套政策，有利于缓解国内钢铁产能严重过剩带来的市场压力，改善钢铁企业无序竞争的局面，提高企业生产经营效益。从产能压缩目标完成情况来看，截至2016年底，各地方上报的压缩炼钢产能已达8,630万吨，超额完成2016年化解4,500万吨粗钢产能的目标任务；但2016年各省淘汰的炼钢产能主要为“无效产能”。2017年是钢铁行业去产能的攻坚之年。2017年3月，政府工作报告提出，今年压减钢铁产能5,000万吨左右。

表 1 2016 年钢铁行业供给侧改革相关行业政策

纲领文件	国务院	2月	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
		4月	《贯彻实施质量发展纲要 2016 年行动计划》
金融支持	财政部	5月	《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》
	人民银行等八部委	2月	《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》
	人民银行、银监会、证监会	4月	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
土地资源	国土部	3月	《国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
环保要求	环保部	5月	《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》
质量把控	国家质检总局	4月	《关于化解钢铁行业过剩产能实现脱困发展的意见》
人员安置	人社部和发改委等七部门	4月	《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》

资料来源：公开资料，联合评级搜集整理。

总体看，中国对钢铁行业供给侧改革以及兼并重组重视程度较高，未来政策将引导钢铁行业继续推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，提升钢铁行业行业集中度，实现产品结构优化升级，推动钢铁行业全面、协调和可持续健康的发展。

7. 未来发展

随着中国供给侧改革以及去产能政策不断深入，中国钢铁行业市场环境有望改善。从短期看，基建投资将对中国钢材市场形成有力支撑，带动钢铁行业阶段性回暖；2017年以来，钢材价格上涨空间不大，但将维持震荡态势。从长期看，钢铁行业景气度的有赖于过剩产能有序退出和置换产能的逐步推进。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”战略的发展都将促进市场对钢材需求的增长，以上均对钢铁行业景气度回升形成有力支撑。

8. 特钢行业

作为钢铁行业的细分子行业，特钢与普钢的行业周期具有一定的相关性。但因为特钢技术门槛较高且行业产能过剩压力相对较小，近年来国内市场特钢价格波动幅度小于钢材价格波动幅度。特钢行业下游汽车、工程机械等行业需求减弱，并逐步向上游传导。

表2 2015~2016年重点优特钢企业钢材分品种生产情况（单位：万吨、%）

产品分类	2015 年	2016 年	变动情况
钢材合计	11,126.30	9,768.40	-12.20
大型钢材	98.22	58.85	-40.09

中小型钢材	27.96	24.14	-13.66
棒材	2,295.00	2,188.87	-4.62
其中：锻挤压材	66.70	65.70	-1.50
热轧钢材	2,220.83	2,113.85	-4.82
冷轧钢材	7.48	9.33	24.74
其中：扁钢	167.75	177.41	5.75
钢筋	2,131.06	1,694.92	-20.47
线材：（盘条）	1,773.72	1,679.66	-5.30
其中：不锈钢线	41.47	42.38	2.18
特厚板	266.19	294.67	10.70
厚板	715.51	579.34	-19.03
中板	663.11	481.08	-27.45
薄板	52.20	12.41	-76.23
其中：不锈钢板	4.99	5.69	13.88
热轧薄板	33.10	0.45	-98.64
冷轧薄板	19.10	11.96	-37.42
钢带	2,415.15	2,146.17	-11.14
热轧钢带	1,708.18	1,494.72	-12.50
冷轧钢带	706.98	651.45	-7.85
无缝钢管	565.20	508.94	-9.96
焊接钢管	11.69	9.36	-19.96
其他钢材	111.29	90.00	-19.13
模块	0.49	0.48	-2.58
钢丝合计	5.38	5.64	4.81

资料来源：兰格钢铁，联合评级搜集整理。

从上游原材料情况来看，目前，特钢企业主原料是废钢，部分特钢企业以铁水为主原料。辅助有色金属主要以镍、钼、钒铁等为主。由于特钢技术门槛较高且行业产能过剩压力相对较小，近年来国内市场特钢价格波动幅度小于钢材价格波动幅度，但其波动趋势与钢材价格变动较为一致，近年来价格不断下滑。2016年，受供给侧结构性改革影响，国内重点优特钢企业钢材分品种产量主要呈现下滑态势。

受供给侧结构性改革以及钢铁行业回暖等综合因素影响，2016年，除永兴特钢和久立特材以外，其他上市公司营业收入均较上年有所回升。净利润方面，除抚顺特钢净利润出现明显下滑以外，其他上市特钢企业净利润明显增长；其中，除西宁特钢实现扭亏。

表3 国内特钢上市公司2016年基本概况比较（单位：亿元、%）

代码	证券简称	营业收入			净利润		
		2015年	2016年	增长率	2015年	2016年	增长率
600117.SH	西宁特钢	60.53	73.90	22.08	-16.75	0.42	--
600507.SH	方大特钢	81.48	89.24	9.52	1.15	6.94	505.28
000708.SZ	大冶特钢	61.97	63.93	3.15	2.70	2.93	8.24
600399.SH	抚顺特钢	45.58	46.78	2.63	1.97	1.11	-43.46
002756.SZ	永兴特钢	33.60	31.63	-5.86	2.22	2.54	14.45
002318.SZ	久立特材	27.21	26.98	-0.85	1.13	1.59	40.55

资料来源：Wind 资讯，联合评级搜集整理。

总体看，2016年，受供给侧结构性改革影响，国内重点特优钢企业钢材产量呈下降态势；同期，钢铁行业景气度回升，特钢企业经营整体向好。

四、管理分析

根据公司2016年8月16日发布的“西宁特殊钢股份有限公司2016年第三次临时股东大会决议公告”（编号：临2016-070）披露：公司通过了“关于王大军先生辞去公司七届董事会董事职务”的议案，王大军先生不再担任公司董事一职；公司通过了“关于选举钟新宇先生为公司七届董事会董事”的议案，目前，钟新宇先生担任公司七届董事会董事，兼任公司财务总监。

钟新宇先生，1973年出生，中共党员，大专学历，审计师，注册税务筹划师。钟先生历任公司财务资产部科员，科长，财务企管部部长助理，副部长，财务资产部副部长，部长，公司财务副总监；现任为公司七届董事会董事，财务总监。

2016年，为激发基层经营活力，实现制造单元向经营单元转变；同时，提高要素资源配置效率，实现内部制造与市场对接；公司拟使各生产单元由制造型向经营型转变，以事业部的形式划分生产经营各工序和环节。事业部运行机制已于2017年初开始在全公司范围内推行。

总体看，2016年，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常；目前，公司正在推行业务部运行机制，未来该机制对公司经营效率的激发有待观察。

五、经营分析

1. 经营概况

2016年，公司主营业务范围未发生变动，公司主营产品未发生变动。受国内钢铁行业下游需求回暖，公司钢铁板块收入明显回升；同时，公司房地产板块实现预售，并结转收入，公司房地产板块收入较上年大幅提升。2016年，公司实现营业收入73.90亿元，较上年增长22.08%；公司营业利润亏损由上年的17.45亿元收窄至0.42亿元。2016年，公司实现净利润0.42亿元，实现扭亏。

从收入构成来看，2016年，公司地产板块收入为10.48亿元，较上年增长652.68%，主要系本期公司地产竣工可售项目较多，房地产销量大幅增长所致；公司钢铁行业板块收入为45.48亿元，较上年增长37.78%，主要系产品销量和销售均价增长所致；公司煤炭行业收入为5.52亿元，较上年增长2.02%，整体变动不大；公司矿石采选业务收入为4.30亿元，较上年减少35.97%，主要系公司主要矿石产品产量和销售均价出现不同程度下降所致；公司其他行业收入为35.57亿元，较上年增长86.88%，主要系腾博商贸公司本期销售量增加所致。受上述因素影响，2016年，公司房地产板块收入占比为14.86%，较上年提升12.48个百分点；公司钢铁行业收入占比为64.45%，较上年提升8.15个百分点；除此之外，煤炭行业和矿石采选收入占比仍然较低，变动不大。

从毛利率来看，2016年，公司地产板块毛利率为40.24%，较上年提高8.40个百分点，主要系西宁地区房地产价格上涨所致；公司钢铁行业毛利率为6.90%，较上年提高18.42个百分点，公司实现毛利率扭亏；公司煤炭行业毛利率为11.11%，较上年提升11.97个百分点，主要系煤价上涨所致；公司矿石采选实现毛利率21.86%，较上年下降7.68个百分点，主要系矿石销售均价下跌所致；另外，公司其他行业毛利率水平变动不大。

表4 2015~2016年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			收入 较上年变动	毛利率 较上年变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
房地产板块	1.39	2.38	31.85	10.48	14.86	40.24	652.68	8.40
钢铁行业	33.01	56.30	-11.52	45.48	64.45	6.90	37.78	18.42
煤炭行业	5.41	9.22	-0.86	5.52	7.82	11.11	2.02	11.97
矿石采选	6.72	11.46	29.54	4.30	6.10	21.86	-35.97	-7.68
其他行业	19.04	32.46	0.41	35.57	50.40	0.55	86.88	0.14
内部抵销数	-6.94	-11.83	-0.14	-30.79	-43.63	0.53	343.86	0.67
合计	58.63	100.00	-2.27	70.57	100.00	12.67	20.36	14.95

资料来源：公司年报，联合评级整理。

2017年1~3月，公司营业收入为11.62亿元，较上年同期减少33.63%，主要系其他行业收入减少所致；公司实现营业利润0.08亿元，较上年同期实现扭亏（上年同期亏损2.82亿元）；公司实现净利润0.08亿元，较上年同期实现扭亏（上年同期亏损2.76亿元）。

总体看，2016年，受钢铁行业回暖影响，公司主营钢材业务收入规模和毛利水平均出现较大幅度上升；同时，由于本年公司地产竣工可售项目较多，房地产板块盈利水平大幅提升，对公司综合毛利水平的提升贡献较大。

2. 特钢板块业务运营

（1）原料采购

公司通过产业链延伸，在周边地区控制了较大规模的铁矿、煤矿资源。铁矿产品虽不直接供公司使用，但有利于降低周边铁精粉市场价格波动、同时保障采购供应量和一定的价格影响力。2016年，公司生产所需原燃料（除电力以外）价格较上年呈现不同程度的提升。

表5 2015~2016年公司原燃料采购情况

产品	项目	2015 年	2016 年	变动情况
无烟煤	采购量（万吨）	7.75	4.15	-46.45%
	不含税采购均价（元/吨）	607.88	654.2	7.62%
焦炭	采购量（万吨）	54.19	49.90	-7.92%
	不含税采购均价（元/吨）	763.11	868.85	13.86%
铁精粉	采购量（万吨）	139.39	122.75	-11.94%
	不含税采购均价（元/吨）	567.93	599.19	5.50%
电力	采购量（万千瓦时）	102,324.34	97,982.28	-4.24%
	含税采购均价（元/千瓦时）	0.416	0.4125	-0.84%

资料来源：公司提供

铁精粉除了由子公司肃北县博伦矿业开发有限责任公司（简称“肃北博伦”）满足小部分供应外，公司主要就近从青藏地区采购。2016年，公司铁精粉采购量较上年减少11.94%至122.75万吨。受钢铁行业景气度回升影响，铁精粉采购均价（不含税）上升5.50%至599.19元/吨。

公司焦炭主要采自子公司青海江仓能源发展有限责任公司（以下简称“江仓能源”），使公司在焦炭成本控制方面具有一定优势。2016年，公司焦炭采购量较上年减少7.92%至49.90万吨，采购均价（不含税）上升13.86%至868.85元/吨。

公司的能源主要为电力，2016年，公司采购电量为97,982.28万千瓦时，较上年减少4.24%；采购

价格变化不大。公司所使用主要燃料还包含无烟煤，2016年，公司无烟煤采购量较上年减少46.45%至4.15万吨，采购均价（不含税）较上年提高7.62%至654.20元/吨。

2016年，公司前五名供应商采购额47.68亿元，占年度采购总额50.61%。

总体看，受钢铁行业景气性回升以及供给侧结构性改革影响，公司原材料采购平均成本呈现一定幅度上涨。公司采购集中度出现较大幅度上升，公司面临一定程度采购集中度风险。

（2）产品生产

为响应国家供给侧结构性改革号召，公司主动淘汰450立方米高炉1座，压缩炼铁产能50万吨；截至2016年底，公司拥有450立方米高炉1座、1,080立方米高炉1座，炼铁实际年产能为160万吨。公司拥有35吨超高功率电炉2座、40吨超高功率电炉1座，年产能18万吨；110吨超高功率康斯迪电炉2座，年产能120万吨；65吨氧气顶吹转炉1座，年产能72万吨；合计具备炼钢设计产能160万吨。目前，公司整体生产工艺及技术在行业中处于领先水平，公司对工艺装备进行了全面升级改造，先后建成110吨 Consteel 电炉、410×530mm 三机三流大方坯连铸机、精品特钢大棒材生产线、精品特钢小棒材生产线；其中，精品特钢大、小棒材生产线采用目前顶尖工艺技术及装备，达到国际钢铁工业的先进水平。

2016年，公司从原燃料采购、优化配料结构、物流衔接到生产制造全流程，对成本和质量进行了重点管控，成本控制能力得到一定程度提升。钢铁制造板块生产成本与去年同期相比，降本2.5亿元，吨钢制造成本降低217元；铁多金属板块持续推进全面预算管理，铁精粉完全成本降低37.68元/吨。

2016年，公司生铁、粗钢和钢材产量分别为96.61万吨、114.87万吨和124.81万吨，分别较上年增长-14.72%、-4.71%和14.04%。公司钢材产量高于粗钢和生铁产量，主要系公司特钢冶炼压延过程中会通过加入废钢已调整炉温以及钢材化学物理特性所致。由于公司执行以销定产的排产制度，受下游需求回升，订单数量上升影响，公司钢材产量较上年增长明显。

2017年1~3月，公司生铁、粗钢和钢材产量分别为21.87万吨、25.11万吨和28.22万吨。受产能淘汰影响，公司生铁、粗钢和钢材产能利用率较上年均呈现不同程度的提高。

表 6 2015~2016 年公司主要钢铁业务产能产量情况（单位：万吨、%）

项目	2015 年			2016 年			产量变动情况	产能利用率变动情况
	产量	产能	产能利用率	产量	产能	产能利用率		
生铁	113.29	210	53.95	96.61	160	60.38	-14.72	6.43
粗钢	120.55	210	57.4	114.87	160	71.79	-4.71	14.39
钢材	109.44	200	54.72	124.81	160	78.01	14.04	23.29

资料来源：公司提供，联合评级整理。

具体产品来看，2016年，由于合结钢应用相对广泛，下游需求复苏导致公司合结钢产量大幅增长16.03%至101.03万吨；其他特钢产品产量较上年波动明显，但由于总体产量小，其对公司整体钢材产量影响较小。

表 7 2015~2016 年公司主要特钢产品产量情况（单位：吨、%）

产品	2015 年	2016 年	较上年变动
合结钢	87.07	101.03	16.03
合工钢	0.81	0.91	12.35
不锈钢	2.08	1.68	-19.23

弹簧钢	0.24	0.04	-83.33
滚珠钢	4.49	6.53	45.43
碳工钢	0.17	0.22	29.41
碳结钢	14.57	14.40	-1.17

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，受钢铁行业景气度复苏影响，公司承接订单数量增长，公司特钢产品产量总体呈现上升态势。

（3）产品销售

公司的特钢产品主要应用在铁路、军工、汽车、石油等行业，其中铁路轴承套圈用钢、铁路轴承滚子料、Cr13型不锈钢棒材、合金结构钢 CrMnSi 系列、模铸轴承钢、高端钎具用钢、康明斯及雷诺发动机凸轮轴用钢、高质量汽车齿轮钢、装甲车扭力轴用钢、氧化铝及煤化工行业棒磨料用钢、石油化工耐腐蚀用钢、石油钻头用钢十二个品种在国内市场具有垄断地位。2016年，公司据市场需求结合自身经营特点完成新品开发3.34万吨，并通过舍弗勒 POT 审核等9家国内外知名企业的认证，产品结构和市场知名度得到提升。

公司依订单模式生产，按照合同品种排布生产计划和采购计划进行生产，公司产销率维持在较高水平。2016年，公司不锈钢、弹簧钢和碳结钢销量有所下降；由于相关产品定制化程度高，销量较低，因此，当年订单数量对相关产品销量变动水平影响很大。合结钢为公司主要特钢产品，但其特钢属性相对较低，2016年，合结钢销量较上年增长30.59%至146.36吨，主要系钢铁行业景气度回升所致。2016年，公司特钢产品销售均价均呈现不同程度上涨，主要系钢铁行业景气度回升所致。

表 8 2015~2016 年公司主要特钢产品销售情况

产品	项目	2015 年	2016 年	变化率
合结钢	销量（吨）	112.08	146.36	30.59%
	销售均价（元/吨）	2,323.19	2,510.31	8.05%
	产销率（%）	99.26	99.28	0.02
合工钢	销量（吨）	0.79	0.93	17.72%
	销售均价（元/吨）	6,287.09	6,649.03	5.76%
	产销率（%）	94.55	98.77	4.22
不锈钢	销量（吨）	2.12	1.82	-14.15%
	销售均价（元/吨）	6,263.54	6,823.05	8.93%
	产销率（%）	91.93	97.77	5.84
弹簧钢	销量（吨）	0.24	0.03	-87.50%
	销售均价（元/吨）	3,528.72	5,289.97	49.91%
	产销率（%）	99.52	71.46	-28.06
滚珠钢	销量（吨）	4.47	6.39	42.95%
	销售均价（元/吨）	4,871.20	4,867.04	-0.09%
	产销率（%）	95.09	94.54	-0.55
碳工钢	销量（吨）	0.16	0.21	31.25%
	销售均价（元/吨）	3,374.07	3,514.49	4.16%
	产销率（%）	94.60	94.38	-0.22
碳结钢	销量（吨）	14.49	14.37	-0.83%
	销售均价（元/吨）	1,952.94	2,568.02	31.50%
	产销率（%）	99.37	99.51	0.14

资料来源：公司提供

2016年，公司在我国西部地区的销售收入占比在70%左右，并以西北地区为主，其全年销售额占全部主营业务收入的59.41%。受运输半径较大影响，公司产品在华北、中南和东北地区不具备成本优势，故该三区域销售收入占比较小。

表 9 2015~2016 年公司销售区域分布情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比
华北地区	70,985.12	12.11	61,339.83	8.69
华东地区	56,541.44	9.64	77,343.67	10.96
西南地区	109,255.46	18.63	81,762.47	11.59
中南地区	38,900.36	6.63	48,688.06	6.90
西北地区	296,596.37	50.58	419,266.76	59.41
东北地区	13,088.92	2.23	16,803.44	2.38
出口	973.62	0.17	526.35	0.07
合计	586,341.29	100.00	705,730.58	100.00

资料来源：公司提供

2016年，公司前五名客户销售额50.55亿元，占年度销售总额71.63%，客户集中度风险较高。

总体看，公司产品主要应用于铁路、军工、汽车和石油等行业，部分产品在细分行业内据垄断地位；公司为西北地区唯一的特钢生产企业，西北地区对公司产品的消化能力强，有利于公司经营业绩的保持、提高。进入2016年后，随着钢铁行业景气度的回升，公司主要产品的产销量均明显回升，对公司经营业绩的改善形成有效支持。

3. 矿产和煤炭板块

截至2017年3月底，公司已拥有3.53亿吨铁矿、6.4亿吨焦煤、6,468万吨钒矿、2,000万吨石灰石和73.8万吨铜铅锌矿的资源储备，并具备年采铁矿600万吨、年产铁精粉150万吨、年采焦煤120万吨、年产焦炭78万吨的生产能力。公司主要矿产板块业务仍主要由肃北博伦和哈密博伦；公司煤炭板块主要由江仓能源负责经营。

表 10 2016 年公司矿产和煤炭板块基本经营情况（单位：万元）

子公司	总资产	负债	净资产	收入	净利润
江仓能源	334,576.52	251,032.98	83,543.54	55,423.88	751.07
哈密博伦	85,076.98	64,613.65	20,463.33	6,310.92	-3,557.47
肃北博伦	350,796.17	292,577.30	58,218.87	34,974.87	-10,656.72

资料来源：公司提供

2016年，江仓能源焦炭销量为57.30万吨，较上年减少4.05%，整体变动不大。受供给侧结构性改革影响，焦炭价格明显上升；2016年，江仓能源焦炭销售均价为961.31元/吨，较上年增长33.26%。2016年，江仓能源实现净利润751.07万元。

2016年，哈密博伦铁精粉销量为12.69万吨，较上年减少61.93%，主要系铁精粉市场低弥，公司上半年关停矿山待下半年陆续复产所致。得益于公司在2016年1~6月关停矿山，哈密博伦铁精粉销售均价为338.46元/吨，较上年下跌5.00%，整体变动不大。2016年，哈密博伦净利润亏损3,557.47万元。

2016年，肃北博伦铁精粉销量为78.33万吨，较上年减少14.90%，主要系铁精粉市场低弥，公司调减铁精粉产量所致。2016年，肃北博伦铁精粉销售均价为353.76元/吨，较上年下降7.20%。2016

年，肃北博伦净利润亏损1.07亿元。

整体看，2016年，公司矿产版块受下游需求影响依然较大；受供给侧改革影响，公司焦炭销售价格明显增长，支撑江仓能源实现盈利；但由于公司地处内陆，区域铁矿石消纳能力有限，铁精粉销售均价仍呈下跌状态，铁精粉板块出现较大净利润亏损。

4. 房地产板块

公司的房屋收入全部来自于青海西钢置业有限责任公司（以下简称“西钢置业”）。公司于2014年10月收购西钢置业，其所开发房地产业务、收储土地均集中于西宁市。2015年，公司房地产业务因只有少量尾盘实现销售，多数楼盘处于开发阶段，全年仅实现销售收入1.39亿元；2016年，公司地产板块进入销售阶段，全年销售收入大幅提升7.54倍至10.48亿元。受全国地产行情上扬影响，西宁市商品房均价亦有所提升；公司地产板块毛利率由2015年的31.85%提升至2016年的40.24%。2016年，公司地产板块对公司营业收入和盈利规模提供了较大补充。

2017年1~3月，公司无竣工项目，新开工项目1个，开工面积为14.05万平方米；截至2017年3月底，公司在建项目2个合计在建面积为24.66万平方米；受建设周期影响，公司预计年内可售面积将较上年出现明显下降，预计地产板块对公司营业收入贡献程度有限。

表 11 2015~2017 年 3 月公司房地产板块基本情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
新开工项目（个）	2	1	1
新开工面积（万平方米）	16.94	11.00	14.05
竣工项目（个）	--	4	--
竣工面积（万平方米）	--	19.66	--
期末在建项目（个）	2	1	2
期末在建面积（万平方米）	16.94	10.61	24.66

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2016年，由于可售房源充沛，房地产板块业务规模大幅提升，对公司收入规模以及盈利水平的带动作用明显提升。但受建设周期影响，2017年，该板块为公司持续提供营业收入和利润的可能性较小。

5. 重大在建项目

公司重大在建项目如下表所示。公司在建和拟建投资项目围绕钢铁工艺装备升级改造、节能减排与资源综合利用水平提升和矿产资源生产能力提升；有助于特钢材品质提升、结构调整和铁精粉经营规模的扩大，项目完成运营后有助于提升公司整体盈利能力。截至2016年底，公司重大在建项目已完成投资81.07亿元，未来三年尚需4.34亿元、1.88亿元和1.22亿元。

表 12 截至 2016 年底公司重大项目基本情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	截至 2016 年底 已完成投资	工程进度	未来投资计划		
				2017 年	2018 年	2019 年
轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造	26.55	34.03	95.00	0.63	--	--
十二五公司节能减排工程	15.54	21.02	88.00	1.25	--	--
娘姆特井供工程	8.54	15.80	86.00	1.00	0.80	0.44
肃北铁矿深部开采工程	12.03	4.56	80.00	1.08	1.08	0.78

小技改	3.02	3.85	98.00	0.25	--	--
焦化干熄焦工程	1.87	1.80	95.00	0.13	--	--
合计	67.55	81.07	--	4.34	1.88	1.22

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在建项目较少，资本支出压力不大；在建项目未来完工后将有助于改善公司产品结构，提升公司收入规模和盈利水平。

6. 重大事项

（1）非公开发行股票

根据公司2016年11月24日发布的“西宁特殊钢股份有限公司非公开发行股票发行结果暨股份变动公告”（编号：临2016-093）披露：公司于2016年7月21日收到中国证监会《关于核准西宁特殊钢股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2016〕1229号），核准公司非公开发行不超过90,389.90万股新股。截至2016年11月17日，西宁特钢实际发行了人民币普通股（A股）303,89.90万股，每股发行价格5.76元，募集资金总额人民币17.50亿元，减除发行费用后，募集资金净额为人民币17.31亿元，资金于2016年11月17日全部到位。根据公司2016年1月25日发布的“西宁特殊钢股份有限公司2015年度非公开发行股票预案（二次修订稿）”（编号：临2016-016）披露：公司本次非公开发行股票所募集资金扣除发行费用后全部用于偿还银行贷款。

总体看，公司净资产规模明显增长，有助于提升公司资本实力，提高公司抵御财务风险和经营风险的能力，保证公司的可持续发展。

（2）子公司股权转让

根据公司2016年11月15日发布的“西宁特殊钢股份有限公司关于拟转让全资子公司100%股权的公告”（编号：临2016-090）披露，公司为有效改善公司经营局面，拟适度缩减相关多元产业规模，决定对外转让全资子公司都兰西钢矿业开发有限公司（以下简称“都兰矿业”）100%股权。根据公司2016年12月14日发布的“西宁特殊钢股份有限公司转让全资子公司100%股权的进展公告”（编号：临2016-102）披露，甘肃中新房国创实业有限公司（以下简称“国创实业公司”）于2016年12月8日以人民币24,000万元竞得都兰矿业100%的股权。2016年12月12日，公司与国创实业公司签署了《股权转让协议》。截至2016年12月13日，公司已收到本次交易的全部股权转让价款并取得青海省产权交易市场出具的《产权交易凭证》，通过本次股权出让公司确认投资收益2.69亿元，促进公司当期营业利润大幅增长。

总体看，公司处置盈利能力较低的资产，符合公司产业结构调整和优化要求，有利于集中力量发展公司核心产业，推进公司资产结构调整和优化。

7. 外部支持

公司是青海省支柱企业，对青海省经济增长、职工就业和社会稳定影响较大。受经济发展增速放缓影响，进入2015年后，由于钢铁行业普遍经营业绩下滑，加之由于历史原因，公司存在较大的债务负担，使得公司经营业绩大幅下滑。青海省人民政府（以下简称“青海省政府”）对公司所面临的经营问题高度重视；自2016年以来，青海省国资委多次牵头组织关于化解公司以及控股东西钢集团债务危机等有关问题的专题会议。近期，青海省国资委表示全力协调公司及西钢集团债转股事宜；同时，要求省属企业要在增信支持、资金周转、股权质押担保方面对西钢集团予以支持。

总体看，公司作为青海省支柱企业之一，得到当地政府较大力度支持；同时，青海省国资委在

支持公司调整资产负债结构、化解资金压力方面也提供较大力度支撑。

8. 经营关注

(1) 受地理环境的限制,公司采购销售导致较高的运输成本,一方面削弱公司产品的价格竞争力,另一方面对公司盈利水平构成一定侵蚀。

(2) 受供给侧改革影响,部分大型钢铁企业转型“普转优”、“优转特”,使得特钢行业供大于求的矛盾短期内仍难以改变,公司面临着行业竞争加剧和产品价格下滑的风险。

(3) 铁行业环保压力加大,公司围绕城市钢厂建设,需进一步加强对环保项目投产后的达效评估和运维状态评估,预计未来公司环保成本支出将会提高。

(4) 由于房地产板块业务规模大幅提升受建设周期影响,2017年,该板块为公司持续提供营业收入和利润的可能性较小。

9. 未来发展

2017年系公司全面实施“十三五”规划的重要一年,从国家政策来看,钢铁行业去产能将继续深入推进;从下游需求上来说,基建、汽车行业将成为我国钢铁需求的增长点,钢铁行业总体将趋好运行。公司将贯彻落实《推进工业领域供给侧结构性改革实施意见》,通过深化管理体制机制改革、推进管理转型升级、加快释放产业与装备优势、推进工艺技术和产品升级、并推进自身素质提升和结构调整工作,努力提高盈利能力和资产经营效率。从经营总体目标来看,2017年,公司将完成生产铁132万吨、钢132.3万吨、钢材140.0万吨、铁精粉104.0万吨、焦炭60.59万吨以及商混25.0万立方米和44.6万平方米的地产开发项目、销售住宅350套。

总体看,公司对自身发展机遇有清晰认识,公司的经营目标稳妥可行。

六、财务分析

公司2016年度财务报告已经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留审计意见的审计报告,2017年1~3月财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2016年,公司通过股权处置不再将都兰西钢矿业开发有限公司纳入合并范围,通过本次股权转让公司确认投资收益2.69亿元。会计估计方面,2016年,公司及各子公司对各类固定资产重新核定了实际使用年限;公司决定从2016年4月1日起调整固定资产折旧年限;其中,房屋建筑物折旧年限由20~30年调整至30~40年,机器设备折旧年限由10~15延长至15~20年;本次会计估计变更后,2016年公司固定资产折旧减少1.72亿元,所有者权益及净利润增加1.69亿元。2016年,公司合并范围变更未导致公司利润规模发生重大变化;同时,会计估计变更亦对公司净利润产生较大影响。

截至2016年底,公司合并资产总额270.70亿元,负债合计234.77亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计35.93亿元,归属于母公司的所有者权益28.74亿元。2016年,公司实现营业收入73.90亿元,净利润(含少数股东损益)0.42亿元,归属于母公司所有者的净利润0.69亿元;经营活动产生的现金流量净额-18.57亿元,现金及现金等价物净增加额3.27亿元。

截至2017年3月底,公司合并资产总额280.94亿元,负债合计244.93亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计36.01亿元,归属于母公司的所有者权益28.84亿元。2017年1~3月,公司实现营业收入11.62亿元,净利润(含少数股东损益)0.08亿元,归属于母公司所有者的净利润0.11亿元;经营活动产生的现金流量净额-0.46亿元,现金及现金等价物净增加额-1.84亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产合计270.70亿元，较年初增长6.66%，主要系流动资产和非流动资产均有所增长所致；其中流动资产73.61亿元（占27.19%），非流动负债197.09亿元（占72.81%），资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产合计73.61亿元，较年初大幅增长13.44%，主要系应收票据、应收账款和预付款项增长所致；流动资产主要由货币资金（占45.00%）、应收账款（占10.79%）、预付款项（占5.52%）和存货（占29.80%）构成。

截至2016年底，公司货币资金账面价值为33.13亿元，较年初减少0.33%，整体变动不大；由预售房资金监管资金及票据保证金构成的受限货币资金为23.47亿元（占70.85%），受限比例较高。公司应收账款账面价值为7.94亿元，较年初增长34.67%；西钢置业公司房产本期处于竣工销售期，销售面积大幅增加，商品房销售以个人为主，办理公积金贷款或按揭贷款需要一定时间，导致应收账款较年初增加；同时钢铁板块本期销售由于结算周期影响，应收账款较年初增加；公司对应收账款计提0.54亿元坏账准备，计提比例为6.85%；公司前五大应收账款余额合计1.24亿元（占14.58%），集中度不高。公司预付款项为4.06亿元，较年初大幅增长127.32%，主要系公司为锁定铁精粉资源，预付的铁精粉款增加所致。公司存货为21.94亿元，较年初增长12.75%，主要系钢材价格回暖，公司转回存货跌价所致；公司存货主要由原材料（占30.80%）、在产品（占9.20%）、库存商品（占19.68%）和开发成本（占38.72%）构成；公司对存货累计计提跌价准备1.27亿元（占5.48%），计提充分。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产合计197.09亿元，较年初增长4.33%；非流动资产主要由固定资产（占47.04%）、在建工程（占43.05%）和无形资产（占5.39%）构成。

截至2016年底，公司固定资产账面价值为92.70亿元，较年初减少2.19%，整体变动不大；固定资产主要由房屋及建筑物（占56.48%）和机器设备（占41.99%）构成；公司对固定资产累计计提折旧48.91亿元，计提比例为34.33%；公司固定资产成新率为66.29%，成新率尚可。公司在建工程为84.84亿元，较年初大幅增长14.16%，主要系公司对轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造以及“十二五”公司节能减排工程增加投入所致；公司对在建工程计提减值准备0.64亿元，计提比例较低。公司无形资产账面价值为10.62亿元，较年初减少4.73%，主要系本期摊销所致；公司对无形资产累计摊销2.84亿元（占21.10%）。

截至2016年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计35.02亿元（占12.94%），受限比例较低。

总体看，2016年，公司资产规模变动不大，资产构成仍以非流动资产为主；现金类资产仍然充裕，应收账款以及存货规模较大，对公司资金构成一定占用；固定资产成新率尚可；公司资产受限比例较低。综合看，公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

截至2016年底，公司负债规模合计234.77亿元，较年初减少0.36%，其中流动负债189.05亿元（占80.53%），非流动负债45.71亿元（占19.47%），负债结构以流动负债为主。

流动负债

截至2016年底，公司流动负债合计189.05亿元，较年初减少0.79%；流动资产主要由短期借款（占61.61%）、应付票据（占6.95%）、应付账款（占14.42%）和其他应付款（占10.78%）构成。

截至2016年底，公司短期借款为116.47亿元，较年初增长67.04%，主要系公司短期借款融资规模增加所致。公司应付票据为13.14亿元，较年初减少70.84%，主要系商业票据贴现重分类到短期借款及到期兑付所致。公司应付账款为27.26亿元，较年初减少9.75%，主要系公司支付上年度应付账款规模较大所致。公司其他应付款为20.38亿元，较年初大幅减少13.16%，主要系处置都兰矿业股权及偿还部分控股股东借款所致。

非流动负债

截至2016年底，公司非流动负债合计45.71亿元，较年初增长1.43%；非流动资产主要由长期借款（占59.04%）、应付债券（占9.66%）和长期应付款（占26.82%）构成。

截至2016年底，公司长期借款为26.99亿元，较年初大幅增长217.90%，主要系长期借款融资规模增加所致；其中，1~2年到期的长期借款为3.00亿元（占11.12%），2~3年到期的长期借款为0.85亿元（占3.15%），3年以上长期借款为23.14亿元（占85.74%）。公司应付债券为4.42亿元，较年初大幅减少74.39%，主要系公司本期偿付投资者回售“11西钢债”金额以及偿付2013、2014年非定向债务融资工具所致。公司长期应付款账面价值为12.26亿元，较年初大幅减少28.10%，主要系归还租金所致。

截至2016年底，公司全部债务合计181.08亿元，较年初增长8.94%；其中，短期债务占73.24%，长期债务为占26.76%。公司短期债务规模较大，短期内公司面临较大偿付压力。截至2016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86.73%、83.44%和57.42%，分别较年初下降6.11个百分点、6.70个百分点和10.21个百分点；公司债务指标较年初均有明显下降。总体看，虽然公司债务结构有所改善，但公司整体债务负担仍属较重。

截至2017年3月底，公司负债合计244.93亿元，较年初增长4.33%，短期负债占比有所下降。截至2017年3月底，公司全部债务为170.08亿元，较年初减少6.07%；其中，短期债务占68.56%，长期债务占31.44%，短期债务占比有所下降。截至2017年3月底，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87.18%、82.53%和59.76%，较年初变化不大。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计35.93亿元，较年初大幅增长97.60%，主要系公司非公开发行股票导致公司股本和资本公积增长所致。其中归属于母公司的所有者权益占79.98%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（或股本）（占36.37%）、资本公积金（占63.71%）和盈余公积金（占6.70%）构成；未分配利润占比较低，权益稳定性尚可。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计36.01亿元，较年初增长0.21%。

总体看，公司负债规模有所下降，但公司债务负担仍属较重，且短期债务规模较大；所有者权益结构稳定性尚可。

3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入73.90亿元，较上年增长22.08%，主要系公司地产项目进入销售阶段促进公司营业收入增长，同时，钢铁行业景气度回升导致公司钢材产品销售收入增长所致。公司营业利润亏损0.42亿元，亏损规模较上年的17.45亿元大幅缩减；一方面由于公司地产项目销售毛利较高，另一方面系公司处置矿产取得较高投资收益所致。2016年，由于公司收到0.75亿元的政府补助，同时通过债务重组取得债务重组利得0.51亿元，使得公司利润总额和净利润均实现扭亏，分别达到0.94亿元和0.42亿元；公司盈利对于营业外收入依赖程度很高。2016年，公司实现归属于母公司的净利润为0.69亿元。

从期间费用看，2016年，公司期间费用总额为11.31亿元，同比减少4.53%。其中，销售费用为2.02亿元，较上年减少16.52%，主要系运费及矿管费减少所致；管理费用为3.75亿元，较上年增长6.75%，主要系计提内退人员相关费用所致；财务费用为5.55亿元，较上年减少6.32%，主要系公司丰富筹资手段，降低综合融资成本所致。2016年，公司费用收入比为15.30%，较上年压缩4.26个百分点。综合看，虽然公司费用控制成果较为显著，但公司期间费用规模仍然较大，特别是较高的财务费用对公司利润形成一定侵蚀，公司费用控制能力一般。

从盈利能力指标看，2016年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.34%、1.99%和1.56%；由于2015年公司经营出现较大规模亏损，因此盈利能力指标不具备可比性。公司盈利能力有所改善。

2017年1~3月，公司营业收入为11.62亿元，较上年同期减少33.63%，主要系公司贸易收入下降所致；公司实现营业利润0.08亿元，较上年同期实现扭亏（亏损2.82亿元，大幅扭亏）；公司实现净利润0.08亿元，较上年同期实现扭亏（亏损2.76亿元，增长2.84亿元）。

总体看，2016年，受钢铁行业回暖，各类钢材产品价格回升影响，公司盈利能力有所增强。由于钢铁行业产能过剩问题依然存在，公司盈利的可持续性有待观察。

4. 现金流

从经营活动看，2016年，公司经营活动现金流入合计20.66亿元，较上年减少60.89%；公司经营活动现金流出合计39.23亿元，较上年减少39.45%；公司经营活动现金流入和流出均较上年大幅减少，主要系本期公司销售回款以银行承兑汇票居多，同时，公司以银行承兑汇票贴现方式补充了必要的现金支出所致。受上述因素影响，2016年公司经营活动产生的现金流量净额为-18.57亿元，净流出规模较上年扩大55.25%。从收入实现质量来看，2016年，公司的现金收入比为22.38%，较上年下降52.38个百分点，公司收入实现质量很低。

从投资活动看，2016年，公司投资活动现金流入合计3.02亿元，较上年增长3,977.46%，主要系处置子公司收到现金所致。2016年，公司投资活动现金流出量为9.07亿元，较上年增长55.47%，主要系公司重点新建项目及技改项目的投资所致。受上述因素影响，2016年，公司投资活动净流出6.05亿元，净流出规模扩大5.04%。

从筹资活动看，2016年，公司筹资活动现金流入额为278.92亿元，较上年增长109.95%；公司筹资活动现金流出量为251.04亿元，较上年增长118.73%；公司筹资活动现金流入和流出额均较上年明显增长，主要系公司不断加大筹资力度所致，公司筹融资管理中存在一定短债长投的倾向。受上述因素影响，2016年，公司筹资活动现金净流入27.88亿元，较上年增长54.22%。

2017年1~3月，公司经营活动现金净流出0.46亿元；投资活动现金净流出0.22亿元；筹资活动现金净流出1.16亿元。

总体来看，2017年，公司经营活动现金流量规模明显缩小，收入实现质量很低；公司经营活动现金流量持续为负，公司筹资压力很大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年，公司流动比率由2015年的0.34倍提高至0.39倍；速动比率由2015年的0.24倍提高至0.27倍。2016年，公司现金短期债务比为0.27倍，较上年无变化；公司经营现金流对流动负债比率仍然为负，公司经营净现金流对流动负债无保障能力。整体看，公司短期偿债能力较弱。

长期偿债能力指标看，2016年，公司EBITDA为10.98亿元，较上年增长16.79亿元；主要由折旧

（占47.95%）、摊销（占4.47%）、计入财务费用的利息支出（占38.99%）和利润总额（占8.59%）构成。2016年，公司 EBITDA 利息倍数由2015年的-0.31倍提高至1.22倍，EBITDA 对利息的保障程度明显回升；公司 EBITDA 全部债务比由2015年的-0.02倍提高至0.08倍，EBITDA 对全部债务的保障程度有所改善，但仍然较低。公司整体长期偿债能力较弱。

截至2016年底，公司无重大未决诉讼。

截至2016年底，公司共获得银行授信额度为96.96亿元，其中已使用额度为87.62亿元，未使用额度9.34亿元；公司间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2017年5月18日，公司存在两笔关注类贷款信息；已结清信贷中存在1笔不良/违约类贷款，22笔关注类贷款，以及6笔关注类票据贴现业务，但均已正常结清。

总体看，公司偿债指标较弱，但考虑到公司的行业地位、经营规模、股东背景以及技术水平，公司整体偿债能力仍较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年3月底，公司现金类资产达40.82亿元，约为“11西钢债”和“12西钢债”剩余本金合计（4.42亿元）的9.24倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达36.01亿元，约为债券本金合计（4.42亿元）的8.15倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“11西钢债”、“12西钢债”剩余本金的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司 EBITDA 为13.95亿元，约为“11西钢债”和“12西钢债”剩余本金合计（4.42亿元）的3.16倍；对本期债务覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入20.66亿元，约为债券本金合计（4.42亿元）的4.67倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司作为中国西北地区最大的特钢生产企业，在行业地位、上游资源等方面保持较强的竞争优势。联合评级认为，公司对“11西钢债”和“12西钢债”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

公司发行的“11西钢债”和“12西钢债”均由西宁特殊钢集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 主体概况

西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“集团”或“西钢集团”）的前身为西宁钢厂，始建于1964年，1969年10月起陆续投产。1996年，根据建立现代企业制度的需要，经国家经济贸易委员会（以下简称“国家经贸委”）与青海省人民政府批准，西宁钢厂整体改制为国有独资公司。后历经多次注资、股权变更，截至2016年底，西钢集团注册资本37.94亿元；西钢集团的股权结构如下表所示。

表 13 截至 2016 年底西钢集团股权结构情况（单位：万元、%）

股东名称	出资金额	持股比例
青海省国有资产投资管理有限公司	110,970.00	29.25

西部矿业股份有限公司	110,000.00	28.99
中国华融资产管理公司	55,200.00	14.55
中国建设银行股份有限公司	3,250.00	0.86
五矿国际信托有限公司	100,000.00	26.35
合计	379,420.00	100.00

资料来源：西钢集团提供

2. 业务运营

西钢集团主营业务基本由西宁特钢负责运营，经营分析见上文。

3. 财务概要

截至2016年底，集团合并资产总额283.12亿元，负债合计225.82亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计57.31亿元，归属于母公司的所有者权益31.58亿元。2016年，集团实现营业收入73.95亿元，净利润（含少数股东损益）0.80亿元，归属于母公司所有者的净利润0.71亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.90亿元，现金及现金等价物净增加额3.10亿元。

4. 担保效果评价

以2016年底财务数据测算，“11西钢债”和“12西钢债”剩余本金合计（4.42亿元）占担保方西钢集团资产总额的1.56%、所有者权益总额的7.71%、经营活动现金流入量的21.29%，整体占比较低；2016年，西钢集团实现扭亏，其 EBITDA 对公司债券本金合计的覆盖倍数为2.33倍。

总体看，由于西钢集团主要业务均由西宁特钢承担，其经营成果以及财务状况高度依赖于西宁特钢，其所提供的担保对“11西钢债”和“12西钢债”的信用水平影响有限。

九、综合评价

跟踪期内，西宁特钢作为中国西北地区最大的特钢生产企业，在行业地位、上游资源等方面保持较强的竞争优势。2016年，受益于公司钢铁板块的毛利率提升、房地产业务收入大幅增长、以及处置矿产，公司实现扭亏。同时，联合评级也关注到钢铁行业竞争依然激烈，公司产能利用率不高、经营现金流持续大额流出、债务水平仍然偏高以及短期支付压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

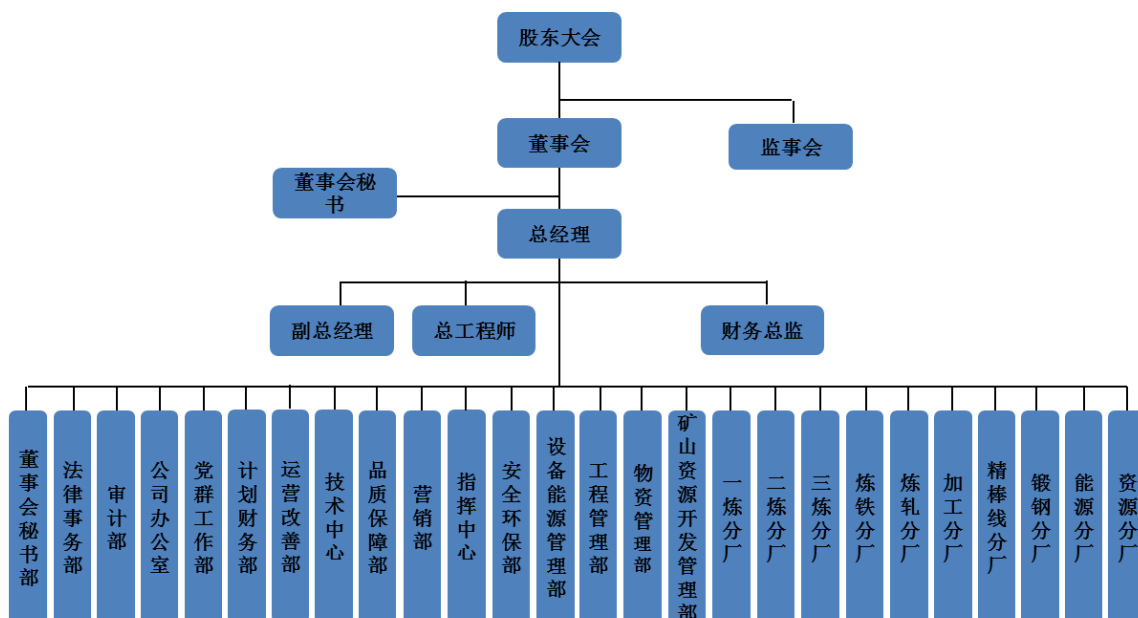
2016年，公司完成非公开定向发行A股股票，所募集资金17.31亿元全部用于偿还银行贷款；本次非公开发行股票扩大了公司股本及净资产规模，增强了公司的抗风险能力。

2017年，国家将深入推进供给侧结构性改革，大力推进钢铁行业化解过剩产能并着力提高行业集中度，可对国有钢铁企业经营状况的改善形成有力支持。此外，公司是西北地区唯一的特钢企业，作为青海省支柱企业，当地政府对公司的重视程度高，有利于公司的经营稳定性的保持。

“11西钢债”和“12西钢债”均由公司控股东西钢集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。由于西钢集团主要业务均由西宁特钢承担，其经营成果以及财务状况高度依赖于西宁特钢，其所提供的担保对“11西钢债”和“12西钢债”的信用水平影响有限。

综上，联合评级将公司的主体长期信用等级调整为“AA”，评级展望调整为“稳定”；同时，将“11西钢债”和“12西钢债”的债项信用等级调整为“AA”。

附件 1 西宁特殊钢股份有限公司 组织结构图



附件 2 西宁特殊钢股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	253.80	270.70	280.94
所有者权益（亿元）	18.18	35.93	36.01
短期债务（亿元）	128.21	132.62	116.61
长期债务（亿元）	38.00	48.46	53.47
全部债务（亿元）	166.21	181.08	170.08
营业收入（亿元）	60.53	73.90	11.62
净利润（亿元）	-16.75	0.42	0.08
EBITDA（亿元）	-3.38	13.95	--
经营性净现金流（亿元）	-11.96	-18.57	-0.46
应收账款周转次数（次）	7.54	8.47	--
存货周转次数（次）	2.66	2.70	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.28	0.04
现金收入比率（%）	74.76	22.38	60.14
总资本收益率（%）	-5.84	4.13	--
总资产报酬率（%）	-4.36	3.13	--
净资产收益率（%）	-63.02	1.56	0.24
营业利润率（%）	-2.11	12.76	23.45
费用收入比（%）	19.57	15.30	--
资产负债率（%）	92.84	86.73	87.18
全部债务资本化比率（%）	90.14	83.44	82.53
长期债务资本化比率（%）	67.64	57.42	59.76
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.32	1.36	--
EBITDA 全部债务比（倍）	-0.02	0.08	--
流动比率（倍）	0.34	0.39	0.45
速动比率（倍）	0.24	0.27	0.32
现金短期债务比（倍）	0.27	0.27	0.35
经营现金流动负债比率（%）	-6.28	-9.82	-0.26
EBITDA/待偿本金合计	-0.76	3.16	--

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、2017 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。

附件 3 西宁特殊钢集团有限责任公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	258.42	283.12
所有者权益（亿元）	40.10	57.31
短期债务（亿元）	128.61	134.51
长期债务（亿元）	30.39	36.07
全部债务（亿元）	159.01	170.58
营业收入（亿元）	60.55	73.95
净利润（亿元）	-16.26	0.80
EBITDA（亿元）	-5.99	10.30
经营性净现金流（亿元）	-12.17	-18.90
应收账款周转次数（次）	8.09	9.97
存货周转次数（次）	2.68	2.75
总资产周转次数（次）	0.24	0.27
现金收入比率（%）	74.77	22.43
总资本收益率（%）	-6.31	1.89
总资产报酬率（%）	-5.23	1.69
净资产收益率（%）	-33.38	1.63
营业利润率（%）	-2.09	12.80
费用收入比（%）	18.76	14.47
资产负债率（%）	84.48	79.76
全部债务资本化比率（%）	79.86	74.85
长期债务资本化比率（%）	43.12	38.63
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.82	1.50
EBITDA 全部债务比（倍）	-0.04	0.06
流动比率（倍）	0.41	0.49
速动比率（倍）	0.29	0.36
现金短期债务比（倍）	0.30	0.31
经营现金流负债比率（%）	-7.22	-10.77

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。

附件 4 有关计算指标的计算公式

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