

信用等级公告

联合[2011]010 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西宁特殊钢股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2011 年公司债券进行综合分析和评估, 确定:

西宁特殊钢股份有限公司主体长期信用等级为 AA

西宁特殊钢股份有限公司拟发行的 2011 年不超过人民币 10 亿元公司
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:

分析师: 何芳芳 张永

二零一一年四月二十二日

地址: 天津市河西区解放南路 256 号泰达大厦 10 层 E 座

电话: 022-23201199

传真: 022-23201738

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

西宁特殊钢股份有限公司

2011 年不超过 10 亿元公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保方: 西宁特殊钢集团有限责任公司

担保方式: 无条件不可撤销的连带责任保证担保

发行规模: 不超过 10 亿元

债券期限: 不超过 10 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2011 年 4 月 22 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
资产总额(亿元)	102.86	104.96	119.96
所有者权益(亿元)	30.07	29.20	31.07
长期债务(亿元)	8.46	13.72	14.63
全部债务(亿元)	47.41	57.14	72.75
营业收入(亿元)	69.73	51.86	70.52
净利润(亿元)	3.36	0.63	3.29
EBITDA(亿元)	10.66	9.16	12.99
经营性净现金流(亿元)	4.20	1.79	1.49
营业利润率(%)	16.35	14.56	18.83
净资产收益率(%)	11.17	2.14	10.90
资产负债率(%)	70.77	72.18	74.10
全部债务资本化比率(%)	61.19	66.18	70.07
流动比率(%)	0.54	0.50	0.47
EBITDA 全部债务比	0.22	0.16	0.18
EBITDA 利息倍数(倍)	3.12	2.78	3.56
EBITDA 偿债倍数(倍)	1.07	0.92	1.30

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
资产总额(亿元)	113.12	114.05	130.06
所有者权益(亿元)	40.78	40.00	41.11
营业收入(亿元)	69.78	51.87	70.53
净利润(亿元)	3.36	0.66	2.32
资产负债率(%)	63.95	64.93	68.39

注: ①发行人与担保方于 2007 年开始执行新会计准则; ②2009 年根据财政部关于安全费用会计政策调整的规定, 发行人和担保方对 2008 年财务报表相应均做了追溯调整, 此处 2008 年财务数据引用 2009 年调整期初数; ③本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对西宁特殊钢股份有限公司(以下简称“公司”或“西宁特钢”)的评级反映了公司作为国内西北地区唯一的特钢生产企业, 在行业地位、技术水平、上游资源等方面的显著优势。公司具有稳定的采购和销售渠道, 2010 年以来得益于旺盛的下游市场需求, 整体收入和利润水平增长幅度较快。

公司资产规模较大, 资产质量及现金流状况良好, 盈利能力较强, 债务负担和偿债能力正常。未来随着公司在建的钒矿、铁矿及焦煤等资源项目的完工, 整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司评级展望为稳定。

本期债券由西宁特殊钢集团有限责任公司(以下简称“西钢集团”)提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。西钢集团是公司控股股东, 除上市公司外其本身无实体经营业务, 主要收入及利润来源均来自于西宁特钢, 上述保证措施体现了股东对公司发展的信心和支持力度, 但对本期债券信用状况提升水平有限。

综合来看, 本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

优势

1. 特殊钢是未来钢铁行业发展的重要方向之一, 随着国内装备制造、工程机械、铁路建设等需求的进一步发展, 整体行业发展面临良好市场前景。

2. 公司是西北地区唯一的特钢生产企业, 产品线丰富、技术研发实力较强、部分产品市场占有率高, 区域竞争优势明显。

3. 公司近几年来积极将产业链向上游延伸, 先后控股四家资源类子公司, 特钢冶炼业务原燃料自给率较高。

4. 未来随着在建的铁矿、钒矿和焦煤资源的逐步完工投产，公司可持续发展潜力大，整体竞争实力有望进一步增强。

关注

1. 作为钢铁行业的细分子行业，特钢行业具有较强的周期性，受国内宏观经济基本面影响较大。

2. 公司目前有息负债额度较大，债务以流动负债为主，债务结构有待进一步改善。

3. 公司期间费用占比较大，尤其财务费用支出额度较大，相关费用控制力度有待加强。

4. 除资源类项目外，近年来公司还加大了技术创新和环保投资力度，随着在建项目的陆续投入，公司面临一定的资本支出压力。

分析师

何苗苗

电话 022-23201199-812

邮箱 hemiaomiao@lianhecris.com

张兆新

电话 022-23201199-813

邮箱 zhangzhaoxin@lianhecris.com

传真：022-23201738

地址：天津市河西区解放南路 256 号泰达大厦 10 层
E 座（300042）

Http: // www.lianhecreditrating.com

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与西宁特殊钢股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与西宁特殊钢股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因西宁特殊钢股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

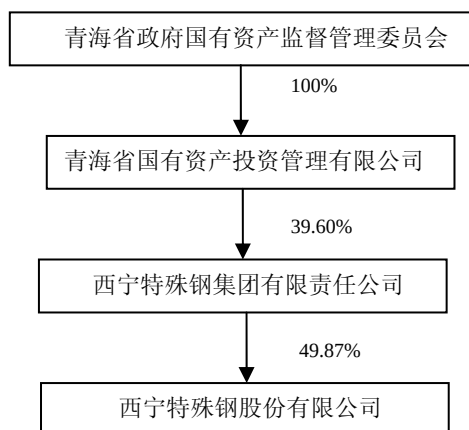
本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由西宁特殊钢股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

西宁特殊钢股份有限公司 2011 年公司债信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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、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”，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 2010 年底，公司注册资本 74,121.93 万元，控股东西钢集团持有公司 49.87% 的股份，无其他持股在百分之十以上的法人股东。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司年报。

公司属钢铁行业，主营业务为特殊钢冶炼及压延等，是西北地区唯一的特殊钢生产企业。目前公司具有年产铁 130 万吨、特殊钢 150 万吨、钢材 130 万吨、焦煤 120 万吨、焦炭 70 万吨、采选铁矿 360 万吨、铁精粉 120 万吨的综合生产能力，主要产品有碳素结构钢、碳素工具钢、合金结构钢、合金工具钢、轴承钢、弹簧钢、不锈钢、高工钢等八大类特殊钢。

截至 2010 年底，公司下辖四个全资¹或控股子公司。公司本部下设党群工作部、公司管理部、财务部、安全环保部、生产销售部、设备能源管理部、技术质量部、炼钢分厂、加工分厂等 13 个职能部门及生产机构（见附件 12）。公司拥有在职员工 8,474 名。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 1,199,611.64 万元，负债合计 888,943.86 万元，所有者权益（含少数股东权益）310,667.78 万元。2010 年公司实现营业收入 705,193.69 万元，净利润 32,852.00 万元；经营活动产生的现金流量净额 14,925.68 万元，现金及现金等价物净增加额 33,439.99 万元。

公司注册地址：西宁市柴达木西路 52 号；法人代表：杨忠。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2011 年西宁特殊钢股份有限公司公司债券”，预计发行规模为不超过人民币 10 亿元，债券期限为不超过 10 年。本期公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利。

2. 本期债券募集资金用途

2011 年 4 月 14 日公司 2010 年度股东大会决议公告通过了关于公司发行不超过人民币 10 亿

¹ 由于所在地纳税的需要，公司注册于江仓煤业，实际与江仓能源为同一家经营主体。

元公司债券的特别决议案，本期债券募集资金将用于偿还银行借款和补充流动资金。

三、行业分析

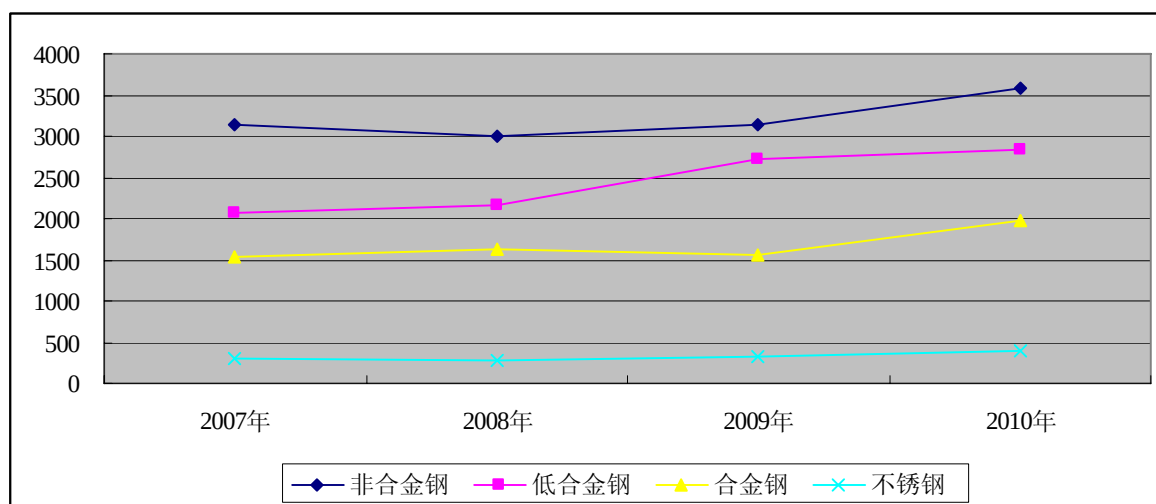
公司主营特殊钢（以下简称“特钢”）产品的生产和销售，属于钢铁行业。钢铁产品分为普钢和特钢，特钢是衡量一个国家能否成为钢铁强国的重要标志。特钢是具有特殊的化学成分（合金化）、采用特殊的工艺生产、具备特殊的组织和性能、能够满足特殊需要的钢材。目前特钢主要应用于汽车、机械制造，电子信息，国防军工，航天航空等领域，其特点是专业性强，细分市场多，市场需求小品种、多批量。目前机械制造和汽车制造是我国特钢最主要的下游行业，消费量占国内特钢总产量的比重分别约为25%和35%。

1. 行业概况

作为钢铁行业的细分子行业，特钢与普钢的行业周期存在一定的相关性。2007年至2008年上半年，受国内下游投资需求的拉动，国内特钢行业经历了一段繁荣行情，产品价格快速增长，特钢综合指数曾于2008年6月达到158.8点的历史最高点。2008年下半年受金融危机的影响，行业产销量大幅下降，价格快速下跌，低迷状态一直持续到2009年4月。2009年下半年以来，受国家一系列经济刺激措施的提振，特钢产品行情逐步提升。2010年得益于国内宏观经济的进一步企稳回升，国内特钢企业盈利状况普遍提升。如图2，根据中国特钢企业协会统计，截至2010年底，我国主要32家特钢企业合计生产钢材8,787万吨，较2009年的7,731万吨增加了1,056万吨，增长率为13.66%；较2008年的7,049万吨增加了1,738万吨，增长率为24.66%。2010年全国特钢企业的产品构成中，非合金钢占40.38%，低合金钢占32.27%，合金钢占22.52%，不锈钢占4.38%。

图2 2007年~2010年我国32家特钢企业产量情况

单位：万吨



资料来源：中国特钢协会。

从国外发达国家经验来看，特钢的消费提速一般滞后于普钢，其行业发展特点如下：第一，一国钢铁需求基本达到饱和之后，其特钢的需求量才会出现大幅上升；第二，城镇化进程放缓时，特钢的需求大幅增加；第三，特钢在钢总产量中的占比一般在18%左右；第四，专业化分工和向高附加值倾斜的结构调整是特钢产业发展方向。从国际上已完成工业化国家特钢产量占钢铁总产量比例来看，日本为18.9%，德国25.3%，欧盟16.4%；而2009年及2010年我国特钢产品占钢铁总产量的比率分别约为11%和14%，目前我国特钢行业发展阶段和日本20世纪70年代类似，与世界先进水平仍存在一定差距。

从国内发展情况来看，目前我国特钢盈利已呈赶超普钢之势：金融危机之后，特钢的销售净利率已超越普钢，目前恢复到约4%左右，而普钢的平均行业销售净利率仅约为3%，其较金融危机之前的6~8%的水平有较大下降。在目前房地产受宏观调控景气度有所下降，而汽车和机械行业景气度较高的背景下，下游行业的差异和原材料基本构成的一致使得特钢企业的盈利优势凸显。

2. 产品及技术水平

特钢产品按不同分类有不同类别（如表1所示）。特钢产品中，碳素结构钢为低端产品，合金结构钢为中端产品，目前我国上述两类产品的产量超过了总量的一半，而技术水平高、附加值高的工模具钢、高速钢、镍基合金、高温合金、高合金钢等重要产品产量微小。即使是同一特钢品种中，我国产品也大多是低档的普通商品，比如轴承钢，国内主要生产低端GCr15；而高端的高温轴承钢等均大量依靠进口，其它如高品质的窄淬透性齿轮钢、经济类双相不锈钢、高压锅炉钢管、高精度模具钢、高磁感冷轧取向硅钢等均属上述情况。

表1 特钢产品分类情况

分类方法	产品种类	备注
按成分和质量	特殊质量非合金钢、特殊质量低合金钢、特殊质量合金钢和不锈钢	低合金钢与合金钢的区别在于合金元素含量（以5%为界），不锈钢本属合金钢，因其重要性而单列一类
按交货状态	棒材、线材、板带材和管材	我国棒材占大多数，该比例超过60%，板带材和管材分别用于生产各种合金钢板和钢管
按用途	结构钢、轴承钢、工具钢、模具钢、弹簧钢、冷镦钢、特种合金等	结构钢用于各类工业机械传动件、紧固件、结构件等；轴承钢用于生产机械用滚珠、轴承和轴承套；模具钢主要用来制造各类切削刀具、刃具、量具及模具；特种合金是满足特殊性能要求的合金材料，常用于航空航天、核能、军工产品中。除结构钢多为板材和锻件外，其他品种多为棒线材形式交货。

资料来源：联合评级搜集整理。

传统的特钢冶炼大多采用电（弧）炉冶炼，原因在于电能可以提供熔化大量合金和废钢所需的高热量，由于其流程简单故称为“短流程”炼钢。但随着近年来铁水预处理、二次精炼等技术的发展，转炉（“长流程”）炼钢也发展起来，日本新日铁以及国内的石家庄钢铁、淮钢、西宁特钢等都是这方面代表，转炉和电炉生产特钢各有优劣。此外，近年来不断涌现的新技术和新应用对特钢形状和冶炼提出了更高要求，真空感应炉、电渣重熔、电子束冶炼等新兴工艺应运而生并得到推广，它们统称为特种冶炼方法。

目前我国很多特钢生产设备只相当于国际先进国家上世纪90年代水平，生产效率不高，所能生产的品种有限，在技术进步和技术创新上跟不上国际步伐。此外，我国特钢产品质量的控制能力和水平严重欠缺，主要源于我国企业传统上对后部工序的不重视，主要包括：热处理、在线检测、精整、探伤等，它们是质量以及稳定性的决定性环节。上述问题制约了我国高端特钢产品短期内的供给能力。

表2 特钢三种冶炼方式比较

工艺	设备	原料*	流程	优点	缺点	适宜品种
电炉冶炼	电炉	50%废钢 +50%生铁	电炉→二次 精炼→连铸 →轧制	工艺灵活、生产高合金钢方面具有明显优势，热效率高	冶炼周期长、生产效率低、电价昂贵、成本高、炉容小	适合小批量、多品种以及中、高碳和高合金钢；难以生产氮含量低

						的产品
转炉	高炉+转炉	90%铁水 +10%废钢	高炉→铁水 预处理→转 炉→二次精 炼→连铸→ 轧制	纯净度和质量 稳定性高；渣 钢反应平衡； 钢水气体含量 低	温度控制与冶 金过程密切相 关，工艺灵活 性较差	适宜低/超高低 碳、低残余元 素钢种，尤其 是批量大、合 金含量低的钢 种
特种冶炼	真空感应炉、 电渣炉、真空 电弧炉等	钢坯、铁合金	真空感应冶 炼、电渣重 熔、等离子熔 炼等→模铸 →锻造、轧 制、挤压	主要用于生产 大型锻件	成本高、设备 要求先进	适用于冶炼高 合金化、高性 能、高稳定性 的品种

资料来源：联合评级搜集整理。*注：此处原料配置为西宁特钢工艺，业内其他企业可能会有一定差异。

3. 市场竞争

由于特钢生产技术壁垒相对较高，相对于国内众多普钢生产企业而言，国内大型特钢企业数量相对不多，目前国内特钢生产逐步形成了多个区域性大型特钢集团和三个专业化特钢企业为核心的生产格局。其中，区域性的大型特钢集团包括，西北地区——西宁特钢集团；东北地区——东北特钢集团（包括大连金牛、抚顺特钢、北满特钢）；华东地区——宝钢股份特殊钢公司（原上钢五厂，以下简称“宝钢特钢”）和江苏沙钢集团（包括淮钢特钢）；华东及中南地区——中信泰富特钢集团（包括兴澄特钢、湖北新冶）。三大专业化特钢企业为：不锈钢专业化企业——太原钢铁（集团）公司（太钢不锈）；合金钢中厚板专业化企业——舞阳钢铁有限责任公司（以下简称“舞阳钢铁”）；合金钢管专业化企业——天津钢管集团股份有限公司（以下简称“天津钢管”）。

目前国内的特钢产能主要集中在32家企业，前十大生产企业的集中度约为60%，产能释放秩序和应对市场需求的变化较易掌控。根据中国特钢企业协会统计，2009年度国内特钢生产企业中低合金钢产量居前三位的企业分别是沙钢集团、太钢集团和南钢集团；合金钢产量居前三位的企业分别是兴澄特钢、沙钢集团和湖北新冶。国内主要特钢企业主要优势产品及生产情况参见表3。

表3 国内主要特钢企业产品基本信息一览（2009年）

名称	成立时间	地区	生产能力	优势产品
东北特钢	2004年	辽宁大连	特钢250万吨	不锈钢长型材、轴承钢、工模具钢、汽车用钢、高温合金、精密合金、高强钢、特殊钢丝、银亮材、大型锻件
大冶特钢	1993年	湖北黄石	特钢125万吨	齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、工模具钢、航空航天用钢、铁路汽车用钢、工程机械用钢、石油锅炉用钢
兴澄特钢	1994年	江苏江阴	特钢350万吨	高标准轴承钢、高级齿轮钢、合金弹簧钢、合金管坯钢、高级系泊链钢、易切削非调质钢、电渣钢
宝钢特钢	2005年	上海	09年生产特钢87万吨	特种冶金、不锈钢、结构钢等三大核心以及模具钢、轴承钢、冷轧辊芯棒及不锈钢棒线等四大体系
石钢	1957年	石家庄	年产260万吨钢	齿轮钢、轴承钢、合金结构钢、弹簧钢、易切削非调质钢、优质碳素结构钢
沙钢淮钢	1970年	江苏淮安	09年特钢287万吨	弹簧钢、轴承钢、船用锚链钢、合金管坯钢、汽车用钢
西宁特钢	1997年	青海西宁	特钢120万吨	不锈钢、工模具钢、高温合金钢、汽车用钢、弹簧钢、银亮材、高强度抽油杆用钢、非调质钢、核电风电用钢、高标准轴承钢、高端钎具钢
方大特钢	1999年	江西南昌	2009年产量233万吨	弹簧钢、汽车用线、优线、棒材

巨能特钢	2002年	山东寿光	棒材150万吨、石油套管25万吨	CrMo系列合金结构钢、轴承钢、锚链钢、油井管坯钢、高中低压锅炉管坯钢
------	-------	------	------------------	-------------------------------------

资料来源：联合评级搜集整理。注：由于多数特钢企业为非上市公司，2010年相关信息尚未有公开资料，为保证比较信息具有代表性，此处仍以2009年数据为主。

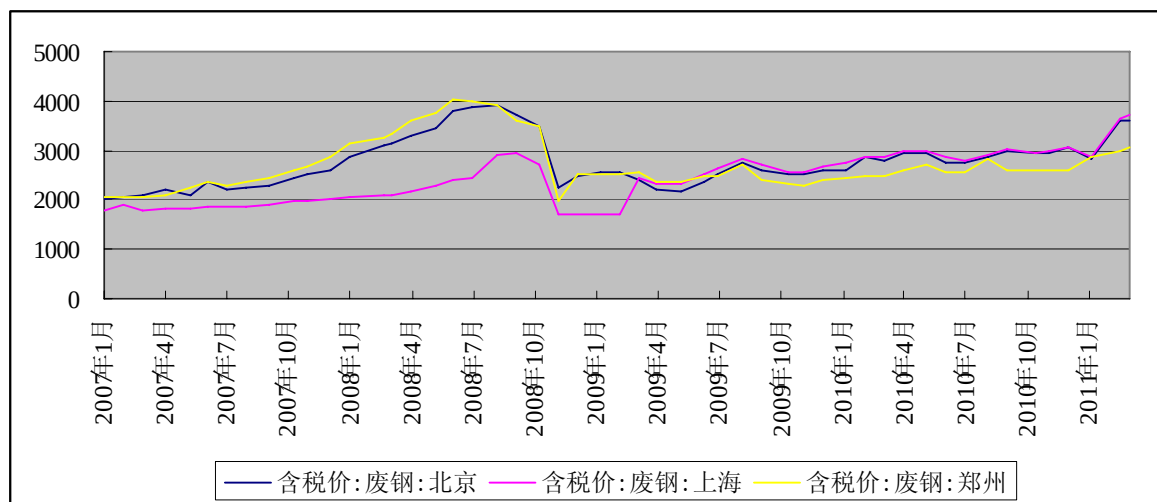
4. 上游原料分析

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。

① 废钢及铁矿石

废钢价格与钢材价格走势敏感度高。2007年以后，废钢价格处于上升通道，并于2008年8月左右达到近4,000元/吨历史高点；受金融危机的影响，废钢价格随后直线下滑，至2008年末跌至2006年均价水平，约2,200元/吨；进入2009年以来，随着库存水平下降、下游需求回升以及铁矿石价格的上涨，国内钢材价格开始振荡上行，2009年12月末约为2,650元/吨。2010年以来，废钢价格一路开始震荡上行，截至2010年12月末重新回到3,500元/吨附近。

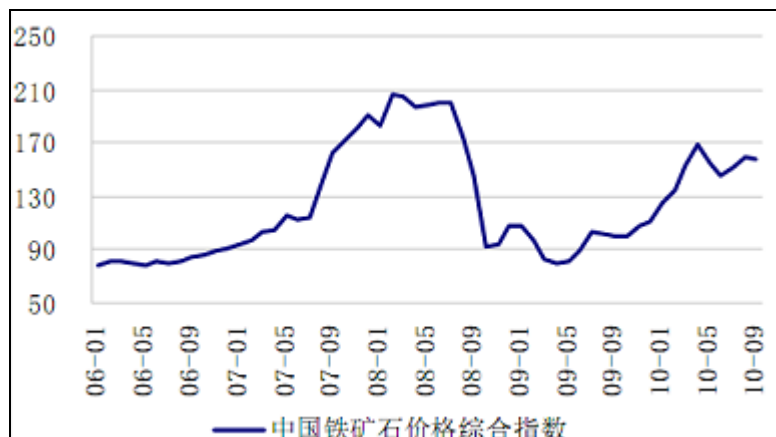
图3 2007年~2010年废钢价格走势情况 单位：元/吨



资料来源：wind资讯。

铁矿石是粗钢主要原料，铁矿石价格的变动将直接影响粗钢、铁水的成本。从中国进口铁矿石价格指数看，2007年以来，进口铁矿石价格指数一路攀升，2008年3月达到历史最高点246点，但受钢铁限产及金融危机等因素影响，2008年下半年以来，进口铁矿石价格指数迅速下降，2008年11月进口铁矿石价格指数仅为96.7点，较最高值下降149.3点。2009年以来，进口铁矿石价格指数继续下跌，2009年6月以后开始反弹，2009年12月为114.5点，较2009年1月增长26.6点。进入2010年以来，随着全球大宗商品市场的复苏，尤其是欧美市场已经从去年的低谷走出来，国际油价持续上涨及国内进口出现回暖，2010年末进口铁矿石价格指数重新回到180点附近。目前我国国内铁精粉价格指数与中国进口铁矿石价格指数变化趋势基本一致。

图4 2007年~2010年中国铁矿石价格综合指数



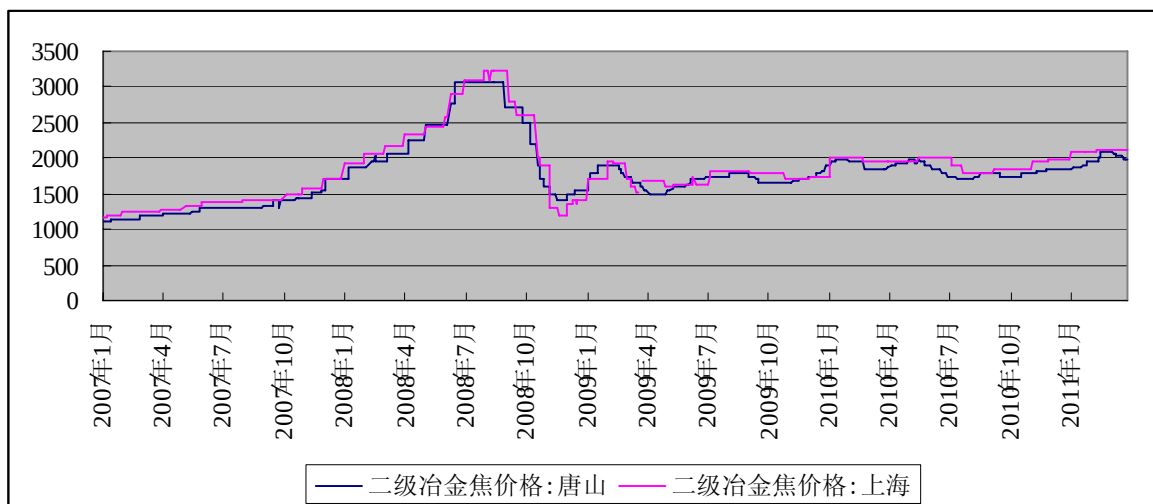
资料来源：上海有色金属网。

②焦炭

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。近几年来，焦炭价格受市场供需影响波动较大。2007年以来受国内钢铁行业景气度回升的带动，焦炭下游需求量增加，焦炭价格从2006年初的低谷上涨到2007年底的1,700/吨，这种上涨行情一直持续至2008年上半年。2008年下半年以来，受金融危机及钢铁企业限产影响，焦炭价格大幅下滑，2008年底唐山二级冶金焦的销售均价在1,550元/吨左右，较2008年最高3,060元/吨左右下降近1,500元/吨左右。

2009年唐山二级冶金焦的销售均价有所反弹，全年价格一直在1,500元/吨~2,000元/吨区间运行。进入2010以来，焦炭价格仍在2009年的波动区间中震荡，4月份上触全年高点1,925元/吨，随后一路下滑，至7月初触及1,650元/吨后逐渐反弹，2010年底为1,900元/吨，2011年3月底焦炭价格约为2,000元/吨，较年初小幅上涨。

图5 2007年~2010年焦炭价格指数 单位：元/吨



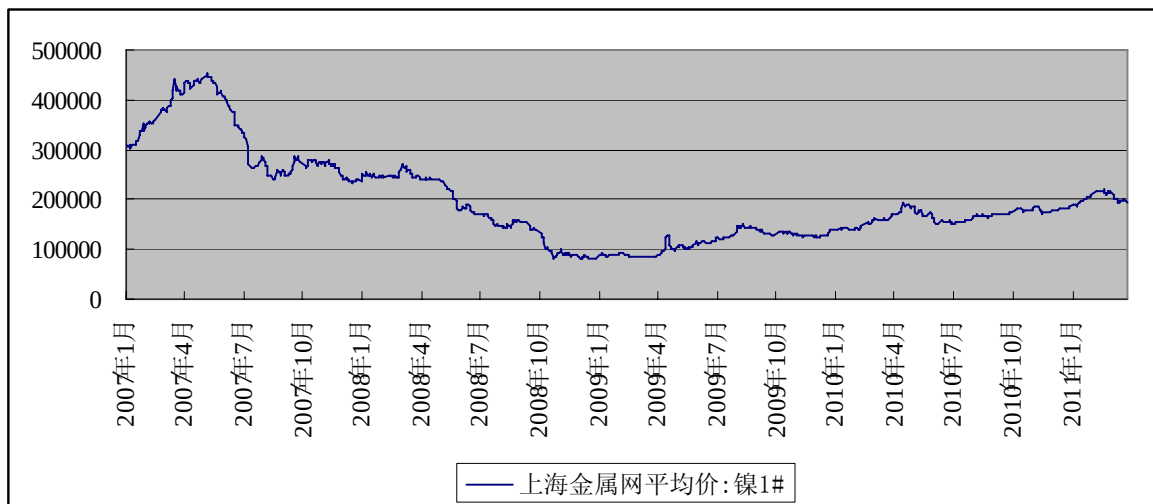
资料来源：wind资讯。

③有色金属

特钢生产辅助有色金属主要以镍、钼、钒铁等为主。从1#电解镍的销售均价看，2007年以来，

1#电解镍销售价格在2007年4月达到月43.40万元/吨后，受下游需求减弱影响，1#电解镍销售均价呈现下降趋势，并在2008年11月跌破10万元/吨，较最高价下跌近3/4；进入2009年，1#电解镍销售均价开始逐月回升，至2010年12月底已上升至18.55万元/吨左右。进入2011年，镍价格继续波动上扬，2011年3月底价格已达到19.45万元/吨。

图6 2007年~2011年1#镍价格情况 单位：元/吨



同样，与特钢生产密切相关的钼（MoO₃）、钼铁（60%）、钼铁（80%T2）价格同样出现波动（见图7、图8），为特钢企业成本控制增加了难度。

图7 2007年~2011年钼价格情况

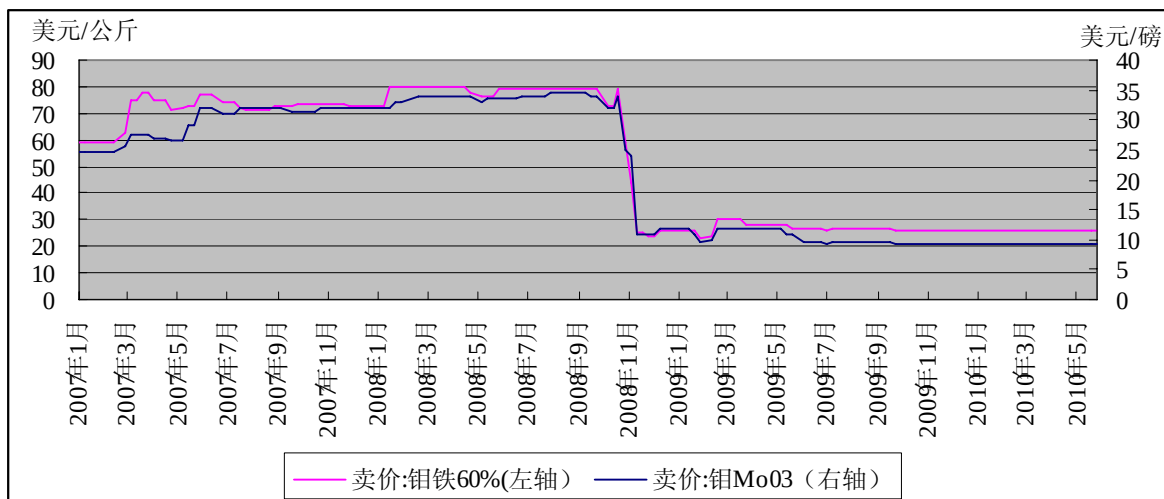
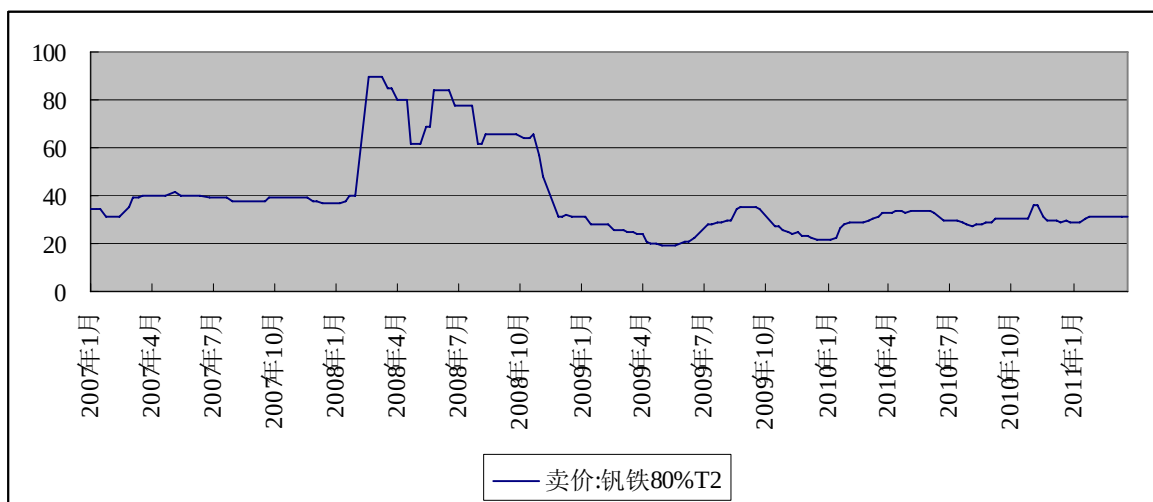


图8 2007年~2011年钒铁价格情况 单位：美元/公斤



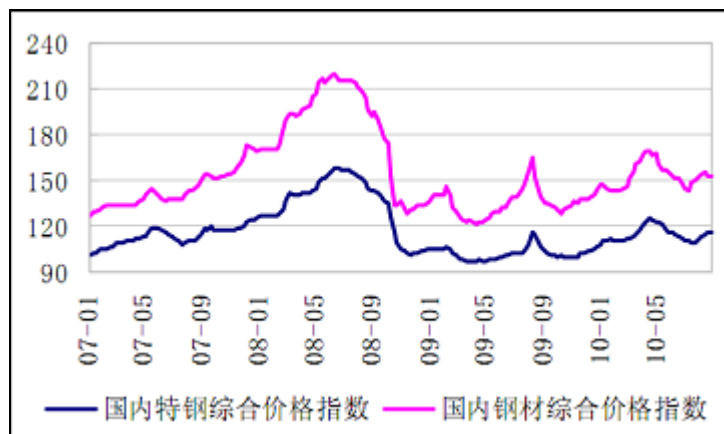
总体看，受市场流动性过剩和国际大宗物资商品涨价的影响，近年来废钢、铁矿石、焦炭以及镍、钼、钒铁等有色金属及原燃料价格呈现不同程度的波动上涨，对特钢生产企业生产造成了很大影响，对特钢企业的成本控制提出了挑战。

5. 产品价格及下游情况

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。2007年~2010年8月国内特钢价格指数最大波幅为60.62%，而同期内钢材价格综合指数最大波幅达到了77.64%（见下图）。

如图9所示，我国特钢价格综合指数从2007年9月以后一直上行；2008年以来，由于废钢、有色金属价格的上涨和下游需求的增加，我国特钢价格呈现快速增长趋势，钢材价格综合指数于2008年6月达到158.8点的历史最高点，以后呈现快速下降趋势，2009年4月为97.7点，以后略有反弹，2009年7月至2009年9月间，特钢价格波动起伏较大，综合价格指数从100点左右急升至最高117.5点，随后又迅速回落到100点附近，从2009年10月份开始，价格指数又开始震荡上行，截至2010年12月末再次回到125点上方。

图9 2007年~2010年钢材、特钢价格综合指数



近年来，在汽车工业和制造业发展的带动下，国内特钢需求也实现了较快增长。但由于特钢本身小批量、多品种、多规格的特点，其规模效应相对较弱。在过去几年国内钢铁行业固定资产投资规模大幅增长阶段，国内钢厂是将投资更多集中于普钢生产领域，特钢产能增速相对较缓，因此现阶段较普钢行业明显的产能过剩比，特钢行业过剩压力较小。但值得注意的是，国内特钢行业存在一定结构性的供需不平衡，高端产品供给不足，仍大量依赖进口，而部分技术含量较低特钢产品则存在一定过剩倾向，市场竞争较为激烈。

从海关进口情况看，2010年我国全年共进口特钢306万吨，其中各类中厚板、薄板、钢带254万吨，占特钢进口总量的比例高达79%，在进口金额上也占到了77%。从进出口量和价格的比较显示，几乎所有品种的进口平均单价均显著高于出口单价（平均高出近60%），其中板带材表现尤为明显。表明我国进口的大多为高附加值和高档次产品，而出口的主要是低端产品。其中进口板带材的附加值又明显高于长材，反映出我国特钢生产结构的不合理及高端供应能力的不足。

目前国内特钢产量占钢铁总产量的比重仍处于较低水平，未来随着国内汽车工业、高速铁路、国产大飞机、高端装备制造业等产业的快速发展，国内的特钢需求仍有望保持较快的增速。但同时，在目前普钢行业产能严重过剩，利润率大幅波动的背景下，众多的普通钢生产商可能会转向利润率相对更稳定的特钢生产领域，特钢行业的产能增长也可能会进入一个较快的增长阶段。

6. 行业政策

《钢铁产业发展政策》中提出，国家支持钢铁企业向集团化方向发展，通过强强联合、兼并重组和互相持股等方式进行战略重组，减少钢铁生产企业数量，实现钢铁工业组织结构调整、优化和产业升级。针对特钢企业，《钢铁产业发展规划》中指出：特钢企业要向集团化、专业化方向发展，鼓励采用以废钢为原料的短流程工艺，不支持特钢企业采用电炉配消耗高、污染重的小高炉工艺流程。鼓励特钢企业研发生产国内需求的军工、轴承、齿轮、工模具、耐热、耐冷、耐腐蚀等特种钢材，提高产品质量和技术水平。

2009年2月，根据公布的《钢铁产业调整和振兴规划》，我国对钢铁淘汰落后产能提出了更高目标。除按期完成淘汰300立方米及以下高炉产能和20吨及以下转炉、电炉产能，还将采取问责制并提高现有淘汰标准，力争用三年时间再淘汰落后炼铁能力7,200万吨、炼钢能力2,500万吨。未来三年，我国将严格控制新增产能，不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目，所有项目必须以淘汰落后为前提。

同时，在《钢铁产业调整和振兴规划》中明确指出，实施钢铁产业技术进步与技术改造专项，对国防军工、航天航空关键材料生产企业，给予重点支持；对发展高速铁路用钢、高磁感取向硅钢、高强度机械用钢等关键钢材品种，推广高强度钢筋使用和节材技术，发展高温高压干熄焦、烧结余热利用、烟气脱硫等循环经济和节能减排工艺技术，以及提升开发利用低品位、难选冶铁矿等技术，给予重点支持。

7. 行业关注

①产业结构不够合理，特钢产品的深加工及延伸不够

目前我国特钢产品结构现状是中低端产品（碳结钢及合金结钢）比例大约占90%以上，以不锈钢冷轧薄板和合金工模具钢为代表的高端产品不足10%，与发达国家差距较大。由于部分中低端产品产能相对过剩，其对价格敏感度高，竞争相对较为激烈。

特钢的深加工产品是高附加值产品，也是高技术含量的产品，其实质是特钢企业为用户服务的延伸。特钢企业向特钢深加工产品延伸是国外特钢产业发展的趋势，有助于稳定和扩大市场，

同时也能够降低生产成本，提高钢材的商品化率。目前国内的特钢企业仍多以特钢材料为最终产品，特钢深加工发展严重不足。

②工艺及装备技术水平有待进一步提升

近年来，尽管各特钢企业不同程度地对各自的生产线进行了改造和完善，但与国外先进流程相比，仍缺乏完整性，系统工艺技术及工序界面技术需要提高。虽然部分国内企业基本上建成了“四位一体”²的生产线，生产成本仍然较高，产品难以达到专业化生产。

目前国内特钢的生产在高速钢专业化、合金钢线材专业化、不锈钢专业化、精密合金专业化、高温合金和钛合金专业化、大棒材专业化、合金钢中厚板专业化、合金钢管材专业化、合金钢丝（制品）专业化等方面需进一步提高，工艺技术需进一步创新。此外，在降低钢材生产成本方面，有待进一步完善开发连铸连轧技术、控轧控冷技术；在降低零件加工成本方面，有待完善开发易切削技术、非调质技术和在线退火技术等。对于提高产品质量和性能，高纯净度、高均匀度、高晶粒度技术、高表面质量技术等方面需进一步提高。

③原料价格的上涨给特钢生产企业带来成本压力

根据特钢协会的统计，目前我国电炉钢生产成本大约有55%来自于废钢；而基于冶炼的实际要求，很多高碳、高合金钢种必须通过电炉才能冶炼，废钢是决定特钢生产成本的主要因素。长久以来，我国废钢价格整体呈上涨趋势并给特钢企业生产带来较大压力。废钢价格上涨主要由于我国废钢积累量较少，一方面在于我国钢铁行业发展历史较短，另一方面在于我国钢材消费中建筑用钢材占比较大，而这部分废钢的回收期比工业用钢长很多。此外，近年来铁矿石价格也持续处于高位，铁合金和电力价格也有继续上涨空间，给国内特钢生产企业均带来了较大成本压力。

8.未来发展

未来在市场竞争中，国内可生存的特殊钢企业将逐步形成以下五种类型：①生态质量型特钢精品生产企业；②规模效益型特钢生产企业；③普特结合型特钢生产企业；④专业化型特钢生产企业；⑤多品种小批量特钢生产企业。特钢重点品种需求主要为：高强度齿轮钢、耐压齿轮钢、冷锻齿轮钢、长寿命弹簧钢、螺旋悬挂弹簧钢、耐延迟断裂高强度钢、微合金非调质钢、易切削钢和石油天然气工业用钢等。上述市场竞争的导向使得规模大、专业化强的特钢企业相对其他企业具有明显竞争优势。

目前，我国国内特钢产量占钢铁总产量的比重约为10%左右，与钢铁工业发达国家20%~25%的水平仍有较大差距。随着未来经济结构转型下需求的强劲增长，伴随着国内汽车工业、高速铁路、国产大飞机、高端装备制造业等产业的快速发展，我国特钢行业已进入生命周期的成长期，必将迎来一段高速增长期。此外，目前我国特殊钢出口仅占国际市场不足2%的市场份额，随着我国生产企业不断增加特殊钢品种、提高质量、降低生产成本，我国特钢企业在国际市场的竞争将逐步提高，市场范围有望进一步扩大。

《钢铁产业调整和振兴规划》的公布，对钢铁行业提供了新的发展规划，其中明确提出支持特钢产业的发展，同时行业结构调整力度将加大，调整过程中行业集中度将会提高，优势企业将凭借高端产品和完善的产业链，在行业整合、利润获取、技术升级方面具有相对优势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司前身为1964年冶金部抽调本溪钢厂部分设备和人员在青海西宁成立的西宁钢厂。经过近

² 即“超高功率电炉—炉外精炼—连铸—连轧”流程生产线

50 年的发展，目前已发展成为西北地区唯一的特殊钢生产企业。公司主导产品为各类特殊钢产品，产品包括八大类特钢的锻材、热轧材、热轧管材、冷拔材共 1,400 多个规格、436 个牌号的优质钢材及部分高温合金钢，具有年产特钢 150 万吨的生产能力。其中，电渣钢生产能力 4 万吨，是全国最大电渣钢生产基地；27SiMn 煤矿用液压支柱管市场占有率在 70% 以上，排行业第一位；G20 铁路渗碳轴承钢市场占有率约 70%，排同行业第一位；铁路轴承四级精度冷拔材为国内独家生产。如表 4 所示，从 2010 年特钢行业内主要上市公司比较情况看，公司规模在同行业处于前列。

表 4 国内特钢上市公司 2010 年基本概况一览 单位：亿元

证券代码	证券简称	资产总计	负债合计	所有者权益合计	营业收入	净利润	经营性净现金流
600117.SH	西宁特钢	119.96	88.89	31.07	70.52	3.29	1.49
600507.SH	方大特钢	74.97	52.29	20.68	121.60	3.01	2.85
600399.SH	抚顺特钢	64.07	47.43	16.63	52.82	0.31	1.45
000708.SZ	大冶特钢	45.37	19.98	25.39	78.93	5.62	3.86

资料来源：联合评级搜集整理。

在开发特钢产品的同时，公司还实施了纵向一体化战略，向上游产业延伸，先后控股 3 家铁矿公司和 1 家煤矿公司，目前拥有 2.1 亿吨铁矿资源、6.4 亿吨焦煤资源，已具备年采铁矿 360 万吨、年产铁精粉 120 万吨、年采焦煤 120 万吨、年产焦炭 70 万吨的生产能力。公司丰富的资源储备有效增强了原材料自给能力和成本控制能力，在同行业中具有较强竞争优势。

公司成立以来，先后荣获中国企业联合会、中国企业家协会、中国企业评价中心发布的“中国制造业 500 强”、“中国 500 家最大工业企业”等荣誉，在国内特殊钢行业规模排名中，公司一直保持前列地位。

总体来看，公司是国内特殊钢行业的主要生产企业之一，也是西北地区唯一的特殊钢生产企业，整体竞争实力较强。

2. 技术及装备水平

公司设有专门的技术研发中心，并与北京科技大学、重庆大学、钢铁研究总院等科研机构进行长期合作，进行相关技术项目开发。近年来公司主要研发方向为工艺流程再造、工艺技术创新、标准化操作、质量管理等相关技术。在较高技术水平的带动下，公司特殊钢产品的化学成分、高低倍检验合格率、氧含量、钢材组织与硬度合格率、包装质量合格率等质量特性较 2009 年有大幅度提高；公司《转炉冶炼特殊钢技术开发》获 2010 年国家冶金科技进步三等奖；2010 年共签订新产品技术协议 48 份，新开发品种数达 50 个，重点试制开发了非调质钢、装甲车柴油发动机用扭力轴用钢、新型电力机车用钢、高端钎具用钢、风电轴承用钢、高强抽油杆用钢及核电、叶片用钢、航空航天军工用钢等新产品。

目前公司拥有国内一流的冶炼加工设备。经过多年基本建设及技术改造，先后建成和购置了国内第一台 60 吨超高功率节能环保型康斯迪电炉、60 吨 LF 精炼炉、国内第一台合金钢大方坯连铸机，已形成了完整的“大电炉—精炼炉合金钢—大方坯连铸机—连续式轧机”四位一体的先进的生产工艺。公司的产品测试装备齐全，拥有国内先进水平的 X 荧光分析仪、电子探针、大型直读光谱仪、气体分析仪等检测设备以及高温持久、蠕变疲劳、拉力、冲击、多冲、高频疲劳等多种材料实验机和在线无损探伤检测装置，为钢材的性能检测、质量分析和研究开发提供了必要手段。公司还拥有用于电炉粉尘治理、烟尘治理、废水沉淀循环等污染治理的环保设备，有效保证了公司生产、生活区的环境质量。

总体看，公司注重主导产品研发工作，具有较强的自主创新能力；主要设备技术水平在同行业处于较高水平。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员 9 名，其中总经理 1 名，副总经理 6 名，均为大学以上学历，从事相关业务和管理工作多年。

公司董事长陈显刚先生，56 岁，高级工程师，历任西宁钢厂一炼钢车间主任、三炼钢车间主任、西宁钢厂副总工程师兼经销处处长、西宁特钢集团公司副总经理、总经理、西宁特钢股份公司董事、总经理；公司总经理杨忠先生，42 岁，历任公司技术质量中心主任、总经理助理、副总经理，青海矿冶科技公司总经理。

截至 2010 年底，公司共有员工 8,474 人，其中管理人员 508 人，占比 6%；销售人员 233 人，占比 3%；财务人员 84 人，占比 1%；生产人员 7,609 人，占比 90%。员工中本科学历人员 510 人，占比 6%；大专学历 1,834 人，占比 22%；技校、高中及以下学历员工 6,130 人，占比 72%。

总体来看，公司领导层从业经验丰富，整体素质较高。员工中生产人员占比较大，符合公司所属行业特点；员工素质基本能够满足目前生产需要。

4. 外部环境

青海省境内矿产资源丰富，境内储量较大的有色金属有铅、锌和铬等，此外，镍、钴、钼、钨、锡也有相当大的储量，上述矿产资源为公司经营提供了良好的外部经营环境。青海也是国家后备战略生产基地和西部大开发的重点区域，得到了国家政策的大力支持。目前玉树灾后重建以及铁路、油气管道等基础设施投资的加大，带动了机械制造及相关行业的复苏，区域市场对于特钢的需求也稳步扩大，公司业务发展面临良好的市场前景。

公司地处我国西北地区，外地钢厂受资源和运输成本限制，进入难度大，公司区域市场较为稳定。目前公司周边相临地区的大型钢厂主要包括新疆八一钢铁集团公司、酒泉钢铁集团公司和西南地区的攀枝花钢铁（集团）公司等钢铁企业，但上述钢铁企业主要产品为普通钢材，与公司直接竞争关系较小。

总体来看，虽然地处西部地区，但公司拥有良好的资源环境，拥有独有的竞争优势，外部经营环境良好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照国家《公司法》、《证券法》、中国证监会有关法律法规的要求、上海证券交易所的上市规则的要求积极完善公司法人治理结构，建立现代企业制度，规范公司运作。

目前公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权利机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。公司董事会由 9 名董事组成，包括 6 名执行董事及 3 名独立非执行董事，董事会下设战略与发展委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会四个专门委员会，并制定了各委员会的议事规则，严格按规定运作。监事会监督董事和经理的行为，向股东会负责。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理受董事会的委托负责日常的经营管理并接受董事会和监事会的监督。

根据 2011 年 3 月深圳市鹏城会计师事务所有限公司（以下简称“深圳鹏城”）发布的《西宁特殊钢股份有限公司内部控制鉴证报告》，公司已经按照财政部的《企业内部控制基本规范》及相关规定于 2010 年底在所有重大方面保持了有效的内部控制。公司根据基本规范、评价指引及其他相关法律法规的要求，不仅建立健全了各项管理控制制度，而且针对各体系、各层级、各岗位制定了明确的工作职责和权限，同时制订了相应的职能管理手册和员工工作手册，逐步规范和完善

各项制度、标准和流程。未来公司将根据有关法律法规对一系列尚需完善的内控制度进行修订与补充，使得公司的内控制度更加完善与实用，保障上市公司治理水平不断优化与提高。

总体看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全，整体运行情况良好。

2. 管理体制

目前公司下辖 4 个控股公司，3 个生产分厂，实行三级科室管理制度。由各高管直接担任各职能部门中层干部，减少了管理级次。公司本部设有公司管理部、党群工作部、财务资产部、法律事务部、安全环保部、设备能源管理部、技术质量部、生产销售部、物资管理部等职能部门。近年来公司将原来的职能部门进行优化合并，结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。目前公司已建立起总部职能部门统筹，对下属子公司直属管理的模式，通过向各下属子公司派出高管人员、财务主管统一贯彻公司的相关业务管理制度。

采购管理方面，2009 年公司改变了原来的招标采购方式，开始对主要原材料实行集中采购。公司和资质良好的原料供应商签订长期战略合作协议，商定供应商的全年供应量，价格在市场价的基础上以一定折扣作为相应回报。从实际执行情况来看，在大宗资源类商品价格波动上涨的行情下，公司此种采购方式保证了稳定的原料供应，并在价格方面获得一定优惠。每年四季度公司都要召开经营工作会议对全年的采购工作进行统筹计划和预算，并将具体采购计划下发至月度，每月月底下属生产实体都要根据具体使用情况报送下月原料的采购计划，财务部会配合采购部对采购种类及数量进行核实和查验。公司管理部对采购工作实行事前、事中和事后及时跟踪和监督，严格控制采购成本。

生产管理方面，公司实行“总部—分厂—作业区”三级生产管理结构。除四个控股子公司外，公司以总部为职能管理中心，建立了由总部统筹协调管理，下属各生产分厂具体执行生产计划，并将计划下分至各作业区的生产管理模式。每年年底公司管理部会牵头，协同生产、销售、采购、财务及设备能源等职能部门联合进行经营预算，在形成统一生产计划目标后上报至董事会并下发执行。公司注重生产质量控制，由专门的技术质量部负责生产工艺执行和产品质量检验，并由设备能源部控制生产物料能耗。公司注重安全生产管理，除每年修订相应的安全生产制度外，还成立了专门的安全生产委员会，由 1 名公司高管直接负责安全生产。从实际情况看，公司近年来生产一直平稳运行，未出现重大安全生产事故。

环保工作方面，近年来公司不断引进先进设备以及对原有设备进行技术改造，注重循环经济和可持续发展，构建节约型企业。公司设立了专门的水、电、气、煤气、计量等五个专业稽查组，通过能源稽查、过程管控，合理调配等手段实现了增产降耗，部分能源消耗指标处于同行业先进水平。在减排方面，公司强化环保设施运行管理，坚持日巡回检查，确保了环保设施随主体生产设备同步运行率达 99.7%，烟尘、粉尘、化学需氧量、悬浮物排放量全部完成上级部门下达的指标。公司还进一步完善废旧物资回收再利用管理网络，形成了规范的废旧物资、固体废弃物管理体制，固体废弃物利用实现了效益最大化。2010 年公司环保工作实现了年初制定的重大环境污染事故为零的目标，污染物处理率 100%，岗位有害因素污染源监测率 100%。公司球团项目、5 套在线监测系统通过环保验收，循环经济园区取得环评批复；公司已连续四年通过了中环联合（北京）认证公司对公司 ISO14000 环境管理体系的评审，并取得资质证书。

销售管理方面，公司特钢产品销售由总部的生产销售部统筹进行规划管理。每年公司会结合市场情况制定当年的销售政策，由生产销售部下发至国内 12 个销售办事处统一执行。每月月底，各销售办事处会与客户进行沟通了解市场需求，并上报至总部进行统一销售价格评审，价格确定

后与客户签订销售合同并协同生产部进行生产安排。公司在内部大力倡导“服务营销”理念，以客户需求为最终导向，重视后期产品服务管理，定期与客户进行信息沟通。公司与各销售客户均签订合同，按照合同约定方式进行付款与结算，并由专门的风险控制室对客户信用风险进行评价跟踪。公司重视销售回款管理，重视销售回款率指标考核，不断加大应收账款回收力度，收入实现质量较高。

财务管理方面，公司对下属子公司财务实行直属管理，但对子公司赋予了一定自由度。下属子公司可以自行安排日常资金使用，并有一定的信贷自主权，但上述行为需在总部统一监管下执行。每月公司财务部会对各生产分厂和子公司资金使用情况进行检查核算，并由集团的内审部协助公司每月定期对子公司财务状况进行审核。公司重视生产成本管理，在财务部成立了专门的成本核算中心，由财务部、管理部、设备能源部等部门共同参与成本核算工作。

人力资源管理方面，公司由管理部牵头，对除总经理外的员工实行全员绩效考核，考核按月进行，与员工的每月薪酬水平直接挂钩。员工每月薪酬由“基本工资+绩效工资”两部分组成，绩效工资根据每位员工的考核情况进行制定。针对不同的职能部门员工，公司制定了不同的考核标准。除董事会的年度专门考核外，由于高管兼任中层干部，公司还根据实际情况将高管的考核与月度公司经营状况直接挂钩，进行高管薪酬的发放。结合西部地区人才易流失的现状，公司注重内部员工挖潜，每年制定相应的人才培养计划，保持员工队伍的稳定性。

从实际情况看，公司管理结构较为扁平化，在服务于客户需求大方向的指导方针下，以最优统筹协调为首要理念。每个部门的职能摆脱了单一的职能配置，具有较大的综合性，协调机制顺畅。公司高管人员兼任中层干部减少了管理级次，提高了工作效率。此外，联合评级也注意到目前公司部分职能部门还兼任了集团的管理职能，公司这部分职能的分工有待改进。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事特钢产品的生产与销售，近三年产能与产量逐年增长。2008年下半年以来，受金融危机的影响，国内特钢市场行情出现下行，但得益上半年的良好业绩，全年仍保持了较高的盈利水平。2009年特钢市场行情逐步复苏，下半年呈现企稳回升状态，但由于滞后效应的影响，2009年全年盈利较上年下降幅度较大。2010年受下游强劲需求带动，公司产量和销量均较上年平稳增长，经营业绩创造了历史最好水平。

如下表 5-1 所示，2010 年公司实现主营业务收入 687,858.20 万元，实现销售毛利 135,218.13 万元，分别较上年增长了 35.87%和 68.60%，显示出良好的盈利能力。2010 年业务收入构成中，钢铁业务收入达到了 585,907.22 万元，较上年增长了 40.41%，其收入及毛利在总体业务中占比分别达到 85.18%和 81.12%，主营业务地位突出。由于焦煤及其生产的焦炭产品大部分满足自用，煤炭业务处于从属地位，近年来收入规模增长幅度不大。

表 5-1 公司近三年主营业务情况（按行业）

主营业务	主营业务收入（万元）			主营业务成本（万元）			毛利率（%）		
	08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年
钢铁行业	579,495.50	417,294.07	585,907.22	497,275.88	356,242.45	476,212.87	14.19	14.63	18.72
煤炭行业	103,035.74	88,965.00	101,950.98	57,506.25	69,816.29	76,427.19	44.19	21.52	25.04
合计	682,531.24	506,259.07	687,858.20	554,782.13	426,058.74	552,640.07	18.72	15.84	19.66

资料来源：公司年报。注：煤炭行业包括焦煤和焦炭两大部分，焦炭是最终产品，煤炭业务主要由焦炭收入构成。

表 5-2 公司近三年主营业务情况（按产品种类，内部交易抵消前）

项目	营业收入（万元）			营业成本（万元）			毛利率（%）		
	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
生铁铁水	292,522.18			289,379.67			1.07		
铁精粉	87,290.69	37,611.05	78,611.63	34,150.68	23,555.35	35,746.39	60.88	37.37	54.53
合结钢	280,571.04	258,559.70	361,651.83	271,557.92	231,832.48	324,026.40	3.21	10.34	10.40
碳结钢	177,185.38	117,968.70	134,658.53	181,880.33	110,693.36	122,706.97	-2.65	6.17	8.88
滚珠钢	68,432.82	41,304.65	51,090.35	59,417.10	35,916.85	44,126.91	13.17	13.04	13.63
不锈钢	29,261.49	26,100.23	33,575.59	24,815.04	21,285.72	27,133.32	15.20	18.45	19.19
合工钢	8,081.38	10,976.68	11,467.78	7,490.20	9,416.40	9,525.52	7.32	14.21	16.94
碳工钢	2,402.56	3,190.20	4,870.02	2,220.47	2,584.99	4,154.84	7.58	18.97	14.69
弹簧钢	220.23	118.50	106.42	178.20	99.68	81.61	19.08	15.88	23.31
焦碳	101,246.05	86,415.99	101,950.98	56,914.33	66,743.51	76,427.19	43.79	22.76	25.04
原煤	1,789.69	2,549.01	5.34	591.92	3,072.79		66.93	-20.55	100.00
石灰石	1,701.50	2,996.71	3,098.57	1,348.48	1,735.50	1,531.04	20.75	42.09	50.59
石灰	2,434.01			2,287.43			6.02		
合计	1,053,139.02	587,791.40	781,087.04	932,231.77	506,936.62	645,460.18	11.49	13.76	17.36

资料来源：公司年报。注：由于核算口径的差异，生铁铁水 2008 年之后不再单独归类，2010 年原煤产品成本在焦炭中核算。

从细分产品看，如 5-2 所示，除煤炭产品外，2010 年以来公司各类主导产品收入均出现了不同程度的增长，其中增长幅度最大的来自于铁精粉，主要得益于钢铁行业逐步复苏以及公司特钢产量增长的带动。2010 年收入构成中，占比最大的分别来自于合结钢（46.30%）、碳结钢（17.24%）和焦炭（13.05%）；毛利率较高的特钢产品分别来自于弹簧钢（23.31%）、不锈钢（19.19%）和滚珠钢（13.63%）；毛利率最低的产品为碳结钢（8.88%）。

2. 原料采购

公司目前采购原料主要为铁精粉、废钢、焦炭及各类合金产品等，另有少部分的喷吹煤和粗粉。其中，铁精粉除了由子公司肃北博伦和哈密博伦满足部分供应外，公司还就近从青藏地区采购；废钢主要从青海本省和甘肃进行采购；焦炭主要由子公司江仓能源供应。由于地处高原，运输不便，公司每年会在秋冬季节进行部分原料的冬储以满足生产需要。从实际情况看，公司总部与子公司间采购以市场公允价结算为主，由于肃北博伦和哈密博伦地处外地，公司会综合运费和周边市价以孰低原则择机采购。

2009 年开始，公司与主要大宗原料供应商签订长期战略合作协议，在经济合理、互惠互利的前提下，稳定供需和协作关系，保证了原材料的充分供应。结算方式上，废钢和煤炭等原料主要采取货到验收合格挂账付款方式，其它物资则采取“T+10~30”方式，即货到检验合格后 10~30 天内付款，原料采购以票据结算为主。从原料储存情况看，公司铁精粉正常需要保持 2 个月左右的库存需求，废钢则需要保持 20~30 天的库存供应需求，而铁合金则主要满足 10 天的供应需求。

如下表 6 所示，除了铁精粉和废钢之外，各类合金产品的采购量平均增长 30%左右。从价格方面来看，受 2008 年上半年价格高企的影响，各类原料采购价格均处于高位，铁精粉和废钢平均采购价格分别达到了 1,171 元/吨和 3,053 元/吨；2009 年平均采购价格均出现大幅下降，钼铁和锰铁的下降幅度最大，分别达到了 56.08%和 43.11%。2010 年在受国内需求拉动的影响，各类原料价格均出现不同程度的上涨，其中镍板和高铬的涨幅最大，分别达到了 44.71%和 28.30%。

表 6 公司原料采购及价格情况（不含税） 单位：元/吨 万吨

原料	项目	2008 年	2009 年	2010 年	09 较上年增长	10 较上年增长
铁精粉	采购量	133.80	135.33	112.78	1.14	-16.66
	均价	1,171.00	671.00	778.00	-42.70	15.95
焦炭	采购量	47.53	49.55	50.66	4.25	2.24
	均价	1,532.00	1,210.00	1,423.00	-21.02	17.60
废钢	采购量	38.32	31.88	30.46	-16.81	-4.45
	均价	3,053.00	2,186.00	2,335.00	-28.40	6.82
镍板	采购量	0.08	0.09	0.11	12.50	25.56
	均价	161,425.00	96,856.00	140,162.00	-40.00	44.71
高铬	采购量	2.30	1.68	2.12	-26.77	25.86
	均价	14,189.00	7,259.00	9,313.00	-48.84	28.30
硅铁	采购量	0.55	0.37	0.37	-32.67	0.65
	均价	6,549.00	4,613.00	5,535.00	-29.56	19.99
钼铁	采购量	0.08	0.10	0.14	20.63	48.29
	均价	247,885.00	108,882.00	122,539.00	-56.08	12.54
锰铁	采购量	0.91	0.46	0.62	-49.75	35.34
	均价	13,298.00	7,565.00	8,209.00	-43.11	8.51

资料来源：公司提供。

从实际情况看，公司主要从以下三方面控制采购成本：（1）通过大型物料集中规模化采购，提高公司整体议价能力从而降低成本；（2）公司生产及销售部门形成联动机制，在测算盈亏平衡点的基础上严格控制采购成本；（3）利用公司的内部信息系统，及时追踪最新市场信息，保证以最优价格采购。

3. 生产情况

随着近几年不断的技术更新和工艺改进，公司产能不断增长，由最早的年产 80 万吨增长至现在的 130 万吨，产能利用率一直保持较高水平。由于特钢产品的多品种、小批量特征，公司主要采取定单生产模式。如下表所示，受 2008 年下半年金融危机的影响，2009 年除合结钢、碳工钢和合工钢之外公司各类产品产量均有不同程度的回落。2010 年得益于良好市场行情，各类产品产量呈现大幅度增长。全年共生产铁 111.7 万吨，比上年增长 1.9%；钢 137.3 万吨，比上年增长 8.37%；钢材 126.64 万吨，比上年增长 11.2%。从近三年公司产品构成来看，公司目前产品仍以中档的碳结钢和合结钢为主，较为高端的模具钢和高合金钢份额占比较小。2010 年主导产品中，合结钢的产量为 78.41 万吨，在各类产品中数量占比达到了 61.92%，是占比份额最大的主导产品。近年来，公司已经展开对风电配件、高铁配件等高端产品的开发研究，未来将在提高产品附加值方面加大工作力度，创造新的利润增长点。

表 7 近三年公司各类特钢产品产量情况 单位：万吨 %

产品	2008 年	2009 年	2010 年	09 年较上年增长	10 年较上年增长
碳结钢	38.93	36.67	35.32	-5.81	-3.68
碳工钢	0.4	0.77	1.12	92.50	45.45
合结钢	51.31	65.47	78.41	27.60	19.76
合工钢	0.85	1.26	1.35	48.24	7.14
弹簧钢	0.04	0.02	0.02	-50.00	0.00
滚珠钢	9.51	7.39	6.88	-22.29	-6.90
不锈钢	3.24	3.19	3.55	-1.54	11.29
特钢产量合计	104.29	114.78	126.64	10.06	10.33
特钢产能合计	104	120	127	9.62	11.40
产能利用率（%）	约 100	约 100	约 100		

资料来源：公司提供。

公司注重产品成本控制，不断从优化产品工艺、降低产品物料能耗等方面降低产品生产成本。

2010 年公司吨钢综合能耗为 625 元/吨，较上年下降了 2.66%，低于同行业平均 650 元/吨的水平。受原料上涨的影响，近年来公司各类产品生产成本增长较快，其中碳结钢 2010 年平均生产成本达到了 3,483.63 元/吨，较上年增长了 15.47%；滚珠钢平均生产成本达到 6,334.71 元/吨，较上年增长 29.23%；不锈钢平均生产成本达到了 7,797.23 元/吨，较上年增长 22.09%。由于滚珠钢和不锈钢的生产量较小，规模效应不明显，使得其成本增长幅度较大。

表 8 近三年公司各类产品平均成本情况 单位：元/吨 %

	2008 年	2009 年	2010 年	09 年较上年增长	10 年较上年增长
碳结钢	4,397.85	3,016.83	3,483.63	-31.40	15.47
碳工钢	4,970.99	3,471.05	3,725.56	-30.17	7.33
合结钢	5,444.97	3,703.39	4,186.15	-31.99	13.04
合工钢	10,592.29	8,574.40	8,253.56	-19.05	-3.74
滚珠钢	6,563.99	4,901.93	6,334.71	-25.32	29.23
弹簧钢	4,748.88	4,076.27	4,419.79	-14.16	8.43
不锈钢	8,838.94	6,386.40	7,797.23	-27.75	22.09
铁水、生铁	3,136.23	2,151.69	2,370.13	-31.39	10.15

资料来源：公司提供。

从生产成本构成情况来看，2010 年公司原料及燃料成本占比达到 77%，人工成本占比约为 5%，制造费用占比约为 9%，能源动力约为 9%，原燃料成本占比最大。公司下属子公司江仓能源的焦炭产品主要用于满足自身原料供应，每吨价格较市价低约 20 元，焦炭成本控制方面具有一定优势；主产铁矿的子公司（两家博伦公司的铁矿产品）由于距离较远，运费成本相应较大，公司会视具体情况择优从市场上采购。虽然在能源价格大幅增长的市场行情下，公司仍面临着一定的成本压力，但随着公司在建的胜利、洪水河等铁矿及钒矿资源的逐步开采建成，公司在成本转嫁上也会具有一定优势。

4. 市场销售

公司销售方式分为直销和经销两种，对于大额重要客户和特殊产品，公司实行直销模式，保证最大利润水平和稳定客户群；其余产品则选择具有一定资质的经销商进行代理销售，目前直销和经销的比例份额分别约为 60%和 40%。公司与下游客户的结算方式分为三种：（1）长期稳定用户采用预付 50%，货到后再付余款；（2）大企业直销用户采用“T+1”模式，即货到后 1 周内付清全款；（3）重点品种用户及新用户采用全额预付方式。上述结算方式保证了公司销售资金的高速周转，收入实现水平较高。

由于公司地处青海，考虑到合理的销售半径（约 1,500 公里），公司销售区域主要分布在青海周边的西南和西北地区，如下表所示，2010 年两大区域的销售占比达到了 25.43%和 24.49%，从 2010 年前五大销售客户来看，西南地区客户占了四成。为适应客户的服务需求，公司一直保持着较高水平的交货周期，大宗特殊商品平均交货期为 45 天，而普通商品的交货期约为 10 天。得益于公司服务至上的营销理念，目前公司拥有如东风汽车公司、瓦房店轴承、宝鸡法士特等知名稳定客户群。2010 年公司前五大销售客户合计实现销售量 177,692.11 吨，占总销量比重为 14%；合计实现销售额 87,118.19 万元，占总销售额比重为 12.67%，客户集中度不明显。

表 9 公司销售区域分布情况 单位：万元 %

销售地区	营业收入	占比情况
华北地区	83,693.62	12.17
华东地区	126,393.53	18.37
西南地区	174,921.85	25.43
中南地区	106,225.22	15.44

西北地区	168,480.56	24.49
东北地区	27,216.48	3.96
出口	926.93	0.13
合计	687,858.20	100.00

资料来源：公司年报。

销售价格方面，由于特钢行业目前主要为几家大型企业垄断，而公司又在西北地区具有较强的竞争优势。除行情低迷的 2008 年下半年外，公司主要是根据成本情况确定结算价格，在价格上具有较强的主导权。除碳工钢及合工钢价格略有下降外，2010 年公司各项产品价格均呈现了不同程度的上涨，其中滚珠钢增长幅度最快，涨幅达到 27.05%，平均价格达到了 7,220 元/吨。销量方面，除碳结钢小幅下降 3% 之外，其余主导产品都实现了增长，最高涨幅来自于碳工钢，由于上年基数较小，涨幅达到了 53%，但在份额中占比很小。

表 10 公司主要产品销量及价格情况 单位：元/吨（不含税） 万吨

产品	项目	2008 年	2009 年	2010 年	09 较上年增长	10 较上年增长
碳结钢	平均价格	4,556.00	3,254.00	3,813.00	-28.58	17.18
	销量	38.89	36.37	35.28	-6.48	-3.01
碳工钢	平均价格	5,854.00	4,309.00	4,262.00	-26.39	-1.09
	销量	0.41	0.74	1.14	81.22	53.57
合结钢	平均价格	5,528.00	3,985.00	4,601.00	-27.91	15.46
	销量	50.76	65.04	78.50	28.15	20.69
合工钢	平均价格	9,317.00	8,985.00	8,307.00	-3.56	-7.55
	销量	0.87	1.23	1.38	41.41	12.48
弹簧钢	平均价格	5,003.00	4,940.00	5,680.00	-1.26	14.98
	销量	0.04	0.02	0.02	-45.45	-20.83
滚珠钢	平均价格	7,268.00	5,683.00	7,220.00	-21.81	27.05
	销量	9.42	7.29	7.07	-22.56	-3.07
不锈钢	平均价格	9,224.00	8,162.00	9,476.00	-11.51	16.10
	销量	3.17	3.21	3.54	1.13	10.32

资料来源：公司提供。

5. 关联交易

公司的关联交易主要来自与股东西钢集团的相关资金往来，由于西钢集团没有实体经营业务，公司实际关联交易很少。为支持上市公司的发展，2010 年 4 月西钢集团与公司进行了资产置换，公司以 47,770.10 万元应收账款置换了西钢集团的 33 宗土地（评估价约 5 亿元，主要为公司生产用地），目前上述的产权变更手续已经完成。除此之外，近年来公司没有其他相关关联交易。

6. 资源板块

近年来公司在坚持特钢主业发展的同时，积极实施“纵向一体化”战略，向上游相关资源产业延伸，先后控股三家铁矿公司（肃北博伦、哈密博伦和西钢矿业）和一家煤矿公司（江仓能源），截至 2010 年底拥有 2.1 亿吨铁矿资源和 6.4 亿吨焦煤资源储量，已具备年采铁矿 360 万吨、年产 120 万吨铁精粉、年产 120 万吨焦煤、年产 70 万吨焦炭的生产能力。

表 11 公司下属资源子公司基本情况

名称	成立时间	地点	储量	产能	10 年产量	备注
肃北博伦	2003 年 12 月	甘肃肃北	铁矿 1.03 亿吨，钒矿 2,995 万吨	年产铁精粉 70 万吨	铁精粉 83 万吨	采矿权证已办理完毕，目前正在进行七角井铁矿开发及钒矿的开发，预计 2011 年钒矿试生产
哈密博伦	2004 年 9 月	新疆哈密	铁矿 4,700 万吨	年产铁精粉 50 万吨	铁精粉 37 万吨	采矿权证已办理完毕，目前进行现有铁矿的开发

江仓能源 (江仓煤 业)	2004 年 3 月	青海 西宁	焦煤 6.4 亿吨	年产 120 万吨 焦煤、200 万吨 洗精煤、70 万 吨冶金焦炭	生产原煤 60 万吨 ³ 、 焦炭 67 万 吨	正在办理采矿权证, 正进行 现有资源的开采
西钢矿业	2007 年 8 月	青海 西宁	铁矿 6,000 万 吨, 石灰石 1,600 万吨	年产石灰石 70 万吨	生产石灰石 70 万吨	目前进行胜利、洪水河等四 个铁矿的开采, 预计 2011 年有 20 万吨产能释放

资料来源: 公司提供。

(1) 四个子公司概况

肃北县博伦矿业开发有限责任公司(肃北博伦)

肃北博伦立于 2003 年 12 月 1 日, 目前注册资本为 9,243 万元, 其中西宁特钢出资 6,470 万元, 股权比例为 70%; 甘肃威斯特矿业勘查有限公司(以下简称“威斯特”)出资 2,773 万元, 股权比例为 30%。2009 年 7 月西宁特钢与威斯特达成协议, 威斯特以其持有的钒矿探矿权作价入股到肃北博伦, 实现双方互赢合作。钒矿位于甘肃省肃北蒙古族自治县七角井矿区, 目前保有资源储量为 2,995.72 万吨, 评估可采储量为 1,669.01 万吨, 2010 年 8 月 3 日取得由甘肃省国土资源厅颁发的七角井钒及铁矿采矿许可证。

肃北博伦主要开发建设七角井铁矿, 该矿位于甘肃肃北县境内, 储量约 1.03 亿吨, 海拔 1,800 米左右, 铁矿品位约为 38%。公司拥有年采选铁精粉 70 万吨的生产能力。截至 2010 年底, 肃北博伦资产总计 149,346 万元, 负债总计 110,933 万元, 净资产 38,413 万元。全年累计生产铁精粉 835,343 吨, 实现销售收入 55,447 万元, 实现净利润 7,426 万元。

哈密博伦矿业有限责任公司(哈密博伦)

哈密博伦成立于 2004 年 9 月 29 日, 注册地为新疆维吾尔自治区哈密市天山北路。该公司目前注册资本为 5,490 万元, 西宁特钢持有其 100%股权, 主要开发建设白山泉铁矿。上述矿位于新疆哈密县境内, 储量约 4,700 万吨, 海拔 2,000 米左右, 铁矿品位约为 31%。哈密博伦拥有年采选铁精粉 50 万吨的生产能力, 于 2004 年 11 月 12 日取得新疆维吾尔自治区国土资源厅颁发的采矿许可证, 证号为 6500000422365, 有效期限为 2004 年 11 月至 2018 年 8 月。

截至 2010 年底, 哈密博伦资产总计 66,125 万元, 负债总计 42,489 万元, 净资产 23,635 万元。2010 年累计生产铁精粉 370,509 吨, 实现销售收入 23,771 万元, 实现净利润 4,045 万元。

青海江仓能源发展有限责任公司(江仓能源)

江仓能源成立于 2004 年 3 月 12 日, 注册资本为 2.4 亿元。其中西宁特钢投资 8,400 万元, 占 35%; 山东肥城矿业集团公司投资 7,800 万元, 占 32.5%; 兰州中煤支护材料有限公司投资 7,800 万元, 占 32.5%。江仓能源主营业务为炼焦、发电、煤化工产品销售等, 主要开发青海省木里煤田江仓矿区第 III、IV 勘探区煤炭资源。目前江仓能源控制的焦煤资源量达 6.4 亿吨, 其中 90% 为优质焦煤, 现已形成年产 120 万吨焦煤、200 万吨洗精煤、70 万吨冶金焦炭的生产能力。目前江仓能源已经取得煤矿探矿权证, 采矿权证正在办理之中。

截至 2010 年底, 江仓能源资产总计 143,867 万元, 负债总计 75,199 万元, 净资产 68,668 万元。2010 年累计生产原煤 601,806 吨、焦炭 667,559 吨, 实现销售收入 103,155 万元, 实现净利润 10,803 万元。

青海西钢矿业开发有限责任公司(西钢矿业)

西钢矿业成立于 2007 年 8 月 10 日, 注册地址青海省西宁市城北区柴达木西路 52 号, 注册资本 5,000 万元, 西宁特钢持有 100%股份。西钢矿业经营范围为矿产资源勘探、采选冶炼等, 目前

³ 由于开采成熟度不够, 公司目前焦煤产能尚未全部发挥。

拥有储量 1,000 万吨的石灰石矿资源，并负责开发建设青海省大沙龙（探矿）、磁铁山（探矿）、洪水河（采矿）、胜利（采矿）等四个铁矿。截至 2010 年底，西钢矿业已获得上述四个铁矿的探矿权和采矿权证，计划到 2011 年投产，形成年产铁精粉 70 万吨的生产能力。

截至 2010 年底，西钢矿业资产总计 41,820 万元，负债总计 26,603 万元，净资产 15,217 万元。2010 年累计生产石灰石 701,779 吨，实现营业收入 3,608 万元，净利润 136 万元。

(2) 四个子公司投资计划

表 12 公司资源板块未来三年项目投资情况一览

项目名称及内容	投资计划(年)			合计
	2011 年	2012 年	2013 年	
七角井铁矿深部开采及钒矿冶炼	10,000	16,000	10,000	36,000
七角井钒矿采矿及冶炼	10,000	10,000	10,000	30,000
肃北博伦合计	20,000	26,000	20,000	66,000
白山泉铁矿二期	6,000	6,000	0	12,000
哈密博伦合计	6,000	6,000	0	12,000
洪水河铁矿矿山建设	0	0	2,400	2,400
洪水河选矿厂扩能改造	0	0	1,500	1,500
磁铁山铁矿矿山建设	10,000	6,000	2,500	18,500
新增铁矿资源勘查、石灰	0	0	600	600
西钢矿业合计	10,000	6,000	7,000	23,000
娘姆特矿区项目（四井田 120 万吨/年主井、副井、风井建设）	20,000	20,000	5,000	45,000
可可赛矿区项目（三井田 120 万吨/年主井、副井、风井建设）	0	0	30,000	30,000
江仓能源合计	20,000	20,000	35,000	75,000
资源板块合计	56,000	58,000	62,000	176,000

资料来源：公司提供。

未来公司计划做大做强资源板块，将现有产业链向上游延伸，以形成公司新的利润增长点。如表 12 所示，公司提供了资源板块未来三年的投资计划，计划资源板块投资总额约为 17.60 亿元，目前大部分项目已经在建设过程中。从实际情况看，目前西钢矿业的洪水河铁矿工程一期进度已经达到 90%，肃北博伦钒矿一期工程进度已经达到 95%，铁矿一期选矿工程进度达到 70%，预计在 2011 年均可以实现生产。

两个博伦公司（哈密博伦和肃北博伦）目前铁精粉合计销量约为 120 万吨，钒矿一期工程在建。2011 年~2013 年在钒矿产能释放的情况下，预计未来三年的五氧化二钒年产量有望达到 500~3,000 万吨，铁精粉未来三年销量在现有 120 万吨/年的基础上可增长至 130 万吨/年，形成新的利润来源。

西钢矿业目前的洪水河、磁铁山四个铁矿正处于开发状态，2011 年可以形成部分产能释放，2011 年~2013 年铁精粉产能可达到 20~30 万吨，以满足公司部分铁精粉需求。江仓能源在现有产能的基础上，考虑到焦煤项目的开发进度（2010 年底为 30%），其焦煤产量有望在 2012 年实现 40 万吨的提升，较现有焦煤 60 万吨、焦炭 67 万吨年产量基础上提升至 100 万吨和 70 万吨。

从下属子公司的资源储备情况来看，公司未来资源板块的开发潜力巨大。根据公司的十二五

规划，十二五期间公司在完成江仓能源现有的 120 万吨的四井田矿井（即井供工程）的建设后，还计划在十二五末初步完成第二座 120 万吨/年规模的三井田矿井建设，力争在十二五末期形成年产原煤 240 万吨的生产能力，同时建设江仓矿区 120 万吨/年规模的储运和选煤厂，提高原煤供应能力，满足钢铁板块冶金焦炭需求。

总体来看，目前公司所拥有的焦煤、铁矿资源在特钢行业中位于前列，资源优势明显。随着公司资源板块在建工程的顺利运行，未来焦煤、铁矿和钒矿产量有望实现较大幅度的增长，形成新的利润增长点。良好的资源禀赋使得公司可持续发展潜力巨大，整体竞争实力有望进一步增强。

7. 经营效率

如表 13 所示，从 2010 年行业比较情况来看，公司各项营运指标大都处于行业中中等水平。近年来公司加大了应收账款管理力度，并减少存货资金占用，使得经营效率不断提高。2010 应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数指标均较上年有所提高，分别达到了 24.14 次、4.83 次和 0.63 次。总体看，2010 年公司经营效率有所提高，较 2009 年有较大改善。

表 13 国内特钢上市公司 2010 年营运能力一览 单位：次

证券代码	证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
000708.SZ	大冶特钢	7.18	46.66	1.90
600117.SH	西宁特钢	4.83	30.92	0.63
600399.SH	抚顺特钢	2.94	10.87	0.89
600507.SH	方大特钢	8.78	55.28	1.74

资料来源：联合评级搜集整理。注：此处数据引用至 wind 资讯，本报告同行业比较中部分财务指标计算口径与后面附件 5 有一定差异，其中应收账款以净额计算。

8. 经营优势

（1）行业前景良好

特钢行业是未来钢铁行业发展的重要方向之一，随着国内工程机械、铁路建设需求的进一步发展，行业发展面临良好市场前景。

（2）较强的区域竞争优势

公司是西北地区唯一的特钢生产企业，具有较强的区域竞争优势。

（3）资源优势明显

公司近年来积极将产业链向上游延伸，先后控股四家资源子公司，原料自给率较高。

（4）发展前景良好

随着在建铁矿和钒矿资源的完工，公司整体竞争实力将得以进一步增强。

9. 经营关注点

（1）行业具有较强周期性

作为钢铁行业的细分行业，特钢行业具有较强的周期性，受国内宏观经济基本面影响较大。

（2）有息负债额度较大

公司目前有息负债额度较大，债务结构以短期为主，有待进一步改善。（详见本报告“财务分析”部分）

（3）期间费用占比较大

公司期间费用占比在同业中处于较高水平，尤其财务费用支出额度较大，相关费用控制力度有待加强。（详见本报告“财务分析”部分）

（4）有一定资本支出压力

未来随着在建项目的继续投入，公司面临一定的资本支出压力。（详见本报告“未来发展”部分）

10. 未来发展

未来公司将以不断调整结构、提高自主创新能力为核心，提升企业适应市场经济发展需求能力，以加快矿山项目建设为重点，巩固企业新的经济增长点。公司还将以完善循环经济体系为突破口，促进节能减排工作取得新进展。管理方面，公司将以完善业绩考核评价机制为抓手，不断提高企业人才技术力量储备与开发水平。根据未来的发展目标，公司结合自身情况制定了十二五发展规划，分别从钢铁制造板块、煤炭焦化板块、铁矿采选板块三大方面就设定了具体发展目标。

钢铁制造板块方面，公司计划在已有特钢冶炼的基础上，以高附加值的特殊钢关键品种为主导，以完善现有钢铁制造板块循环经济与节能减排措施为目标，实施工艺流程、技术装备和环保设施等升级改造工作，未来形成 200 万吨特钢的生产规模。同时，全力调整品种结构、用户结构和销售区域结构，使重点品种比例达到 50% 以上。

煤炭焦化板块方面，公司将在完成江仓能源现有的 120 万吨的四井田矿井的建设后，还计划在十二五末初步完成第二座 120 万吨/年规模的三井田矿井建设，力争在十二五末形成年产原煤 240 万吨的生产能力，同时建设江仓矿区 120 万吨/年规模的储运和选煤厂，以及 25 公里 200 万吨的铁路或皮带运输转运线，提高原煤供应能力，再配合钢铁制造板块产能提升实施焦化项目扩建。

铁矿采选板块方面，西钢矿业公司将以省内洪水河、磁铁山铁矿为主体，加快铁矿、石灰石等资源开采步伐，满足钢铁主业板块的原料就近供应。两个博伦公司将以现有的项目建设为重点，加快实施管控一体化的数字化矿山建设。

公司计划在未来三年陆续投资 32.60 亿元以支持上述钢铁及资源板块的发展，除前述资源板块计划投资 17.60 亿元外，公司总部钢铁板块的节能环保及技术升级工程等计划投资 15 亿元。从全部投资项目计划看，目前公司尚有较大资金缺口，有一定的资金支出压力，公司计划通过自筹资金或外部融资完成资金筹措。从实际情况看，目前公司自有货币资金及应收票据共 19 亿元，除去正常的流动资金周转需求外，仍有一定的可支配资金用于项目投资。2010 年公司实现经营净利润 3 亿元，公司预测未来三年每年净利润水平有望达到甚至超过 5 亿元。为适应企业发展需求，公司计划减少分红，将更多的利润积累用于满足投资所需。此外，如果此次债券发行成功，应该能在一定程度上缓解项目投资的资金压力。

总体来看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。未来随着公司总部特钢产能的提升、资源板块开采项目的顺利运行，公司现有整体竞争力有望进一步增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2008 年~2010 年度财务报告均已经深圳鹏城审计，均出具了无保留审计意见，2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。2009 年公司根据财政部财会[2009]8 号文件《财政部关于印发企业会计准则解释第 3 号的通知》，对安全生产费、维简费等采取了新会计政策进行核算，并对 2008 年财务报表相应进行了追溯调整，同年公司注销了原有的青海矿冶科技有限责任公司，不再将其纳入合并范围。除此之外，公司未有其他重大会计政策及合并范围变化，财务可比性强。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 1,199,611.64 万元，负债合计 888,943.86 万元，所有者权益（含少数股东权益）310,667.78 万元。2010 年公司实现营业收入 705,193.69 万元，净利润（含少数

股东损益) 32,852.00万元; 经营活动产生的现金流量净额14,925.68万元, 现金及现金等价物净增加额33,439.99万元。

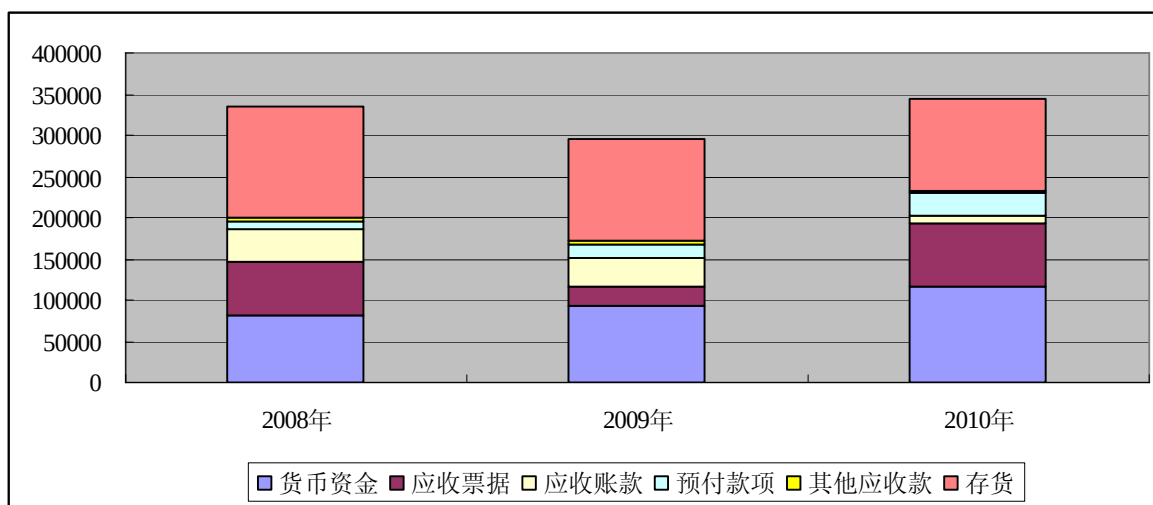
2. 资产质量

随着近年来投资规模的扩大, 近三年公司资产以年均 7.99%的增长率逐年增长。公司资产构成以非流动资产为主, 符合其所在的钢铁行业特征。截至 2010 年底, 公司流动资产合计占 28.63%, 非流动资产合计占 71.37%。

流动资产

2010 年底公司流动资产达到 343,461.74 万元, 较上年增长了 16.27%, 主要来自于经营规模扩大带来的应收票据的增长。公司流动资产以货币资金、存货和应收票据为主, 近三年构成情况如下图所示。

图 10 近三年公司流动资产增长情况 单位: 万元



数据来源: 公司年报。

近三年来公司货币资金逐年增长, 截至 2010 年底余额为 117,325.78 万元, 占流动资产比例为 34.16%, 货币资金规模较 2009 年增加了 27.56%。货币资金中, 承兑汇票保证金占比为 18.55%。

由于公司结算方式以承兑汇票为主, 随着近年来经营规模的扩大, 应收票据规模也相应增长。截至 2010 年底, 公司应收票据余额为 74,580.70 万元, 较 2009 年底增长了 2 倍, 主要为银行承兑汇票 (占比 94.20%)。

为支持上市公司的发展, 西钢集团与公司于 2010 年 4 月进行了资产置换, 公司以 47,770.10 万元应收账款置换了西钢集团 33 宗土地, 使得公司应收账款规模较上年下降较快。截至 2010 年底, 公司应收账款账面余额达到 13,342.61 万元, 主要是待结算货款。公司按照应收账款的不同特征分“单项金额重大并单项计提”、“账龄组合计提”和“单项金额虽不重大但单项计提”三种分别进行了坏账准备, 截至 2010 年底已累计提取 3,080.22 万元坏账准备, 坏账准备计提充足。从实际情况看, 公司对应收账款管理较为严格, 严格控制结算周期, 有效减小了应收账款回收风险。

公司预付款项主要来自于预付的原材料及构件设备的采购款项, 截至 2010 年底公司预付款项为 27,638.83 万元, 较 2009 年底增长 75.07%, 主要为 1 年以内的预付款项 (占比 99.84%)。

截至2010年底, 公司存货账面余额111,199.30万元, 其中原材料占比66.96%, 在产品占比22.36%, 产成品占比6.92%, 原材料占比较大。2010年公司转销了年初计提的131.62万元跌价准备, 由于年底不存在成本低于可变现净值的情况, 公司未计提存货跌价准备。2010年12月28日, 公司将价值33,295.91万元的存货质押给深圳发展银行佛山城南支行做为1亿元借款的债务质押担保, 上

述存货占比为29.94%。

非流动资产

随着近年来技改及相关投资规模的扩大，公司非流动资产增长幅度较快。截至2010年底，公司非流动资产合计856,149.90万元，较2009年底增长13.51%。非流动资产中，占比较大的为固定资产（占73.71%）、无形资产（占12.80%）、在建工程（占11.41%）。

截至2010年底，公司固定资产原值8,346,76.95万元，较2009年增长14.04%，其中房屋建筑物占38.71%，机器设备占53.82%，其他运输工具等占7.47%。截至2010年底，公司固定资产累计计提折旧201,550万元，计提减值准备2,082.22万元，固定资产成新率为75.60%，成新率一般。

随着近年来公司节能技术和技术升级的建设投入完成转入固定资产，公司在建工程规模有所下降。截至2010年底，公司在建工程净额共计97,664.42万元，较年初下降18.30%，目前在建工程主要来自于下属子公司的钒矿和铁矿工程。

由于置换了西钢集团约5亿元的33宗土地资产，近年来公司无形资产增长幅度较快。截至2010年底，公司无形资产原值金额共计118,075.22万元，较上年增长92.27%，主要来自于土地使用权（占比65.34%）和探、采矿权（占比34.66%）。截至2010年底，公司无形资产累计计提摊销8,508.21万元。

截至2010年底，公司长期待摊费用为8,239.95万元，主要来自于下属子公司江仓能源、哈密博伦及肃北博伦开采煤矿、铁矿所发生的土石方采剥费用和铁矿前期勘探费。

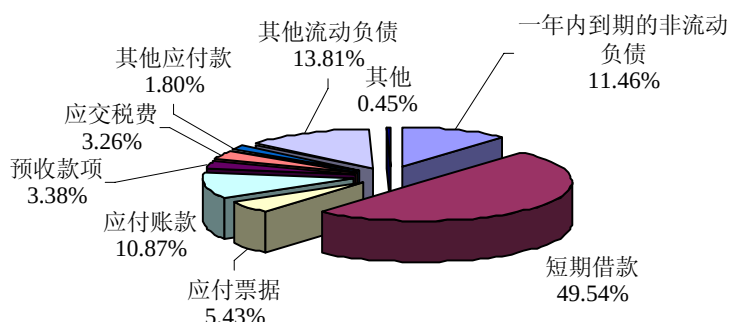
总体看，公司资产规模较大，资产构成以非流动资产为主，符合所在钢铁行业特征，整体资产质量较高较好。

3. 负债及所有者权益

2010年底公司整体负债较上年增长了17.33%，主要来自于流动负债的增长。截至2010年底，公司负债合计888,943.86万元，其中流动负债占81.47%，非流动负债占18.53%，流动负债占绝对比例。

截至2010年底，公司流动负债为724,259.87万元，较上年增长了22.97%，流动负债以短期借款（占比49.54%）、应付账款（占比10.87%）、其他流动负债（占比13.81%）和一年内到期的非流动负债（占比11.46%）为主，构成情况如下图所示。

图 11 2010 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报。

近几年公司一直保持着较高的短期借款规模，2010年底短期借款达到358,800万元，较上年小幅下降4.33%，其中保证借款占59.69%，信用借款占23.64%，抵质押占16.67%。此外，公司

利用多种债务融资工具，2010 年底发行了 100,000 万元短期融资券，相应计入了“其他流动负债”项目。

2010 年底公司应付票据有所上升，增幅达 17.40%。截至 2010 年底，公司应付票据 39,329.91 万元，全部为银行承兑汇票。

由于主要采用了票据结算方式，近三年公司应付账款逐年下降，应付账款主要来自于应付的原料采购款项。截至 2010 年底，公司应付账款 78,709.73 万元，较年初下降 11.08%。

公司预收款项主要来自于预收的销售货款，截至 2010 年底公司预收账款为 24,509.05 万元，较上年增长了 25.08%，其中一年以内的预收款项占比达到了 97.74%。

截至 2010 年底，公司其他应付款 13,008.38 万元，较上年下降 60.62%，主要来自于与相关企业的往来款项等；长期应付款 10,009.45 万元，较上年下降 57.65%，主要来自于应付中国外贸租赁有限公司的融资租赁款。公司其他非流动负债主要来自于政府的各项补助款项，2010 年底余额为 7,020.08 万元。

2008 年下半年以来，国家大幅降低了贷款利息，根据这一变化，公司调整了负债结构，相应增加了长期借款。截至 2010 年底，公司长期借款额度达到了 146,342.40 万元，较上年增长了 6.66%。公司一年内到期的长期借款达到 83,000.00 万元，全部反映至“一年内到期的非流动负债”项目中。

从实际情况看，公司采取了借款、短债、信托、融资租赁和外部借款等方式满足自身融资需求，使得有息负债偿还压力较大。截至 2010 年底，公司债务总额 727,472.31 万元，较上年增长了 27.32%，其中短期债务占 79.88%，长期债务占 20.12%，短期债务占比较大，债务结构有待进一步改善。从财务构成情况看，近三年公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率逐年增长，2010 年分别为 32.02%、70.07%和 74.10%，处于行业平均水平。总体来看，公司债务结构有待进一步改善。

近三年公司所有者权益波动增长，截至 2010 年底，公司所有者权益合计 310,667.78 万元，其中归属于母公司所有者权益占比 82.17%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 29.04%，资本公积占 27.68%，盈余公积占 6.92%，未分配利润占 35.36%。由于近年来公司致力于技术升级改造和子公司资源开采，投资需求较大，相应减少了现金分红。

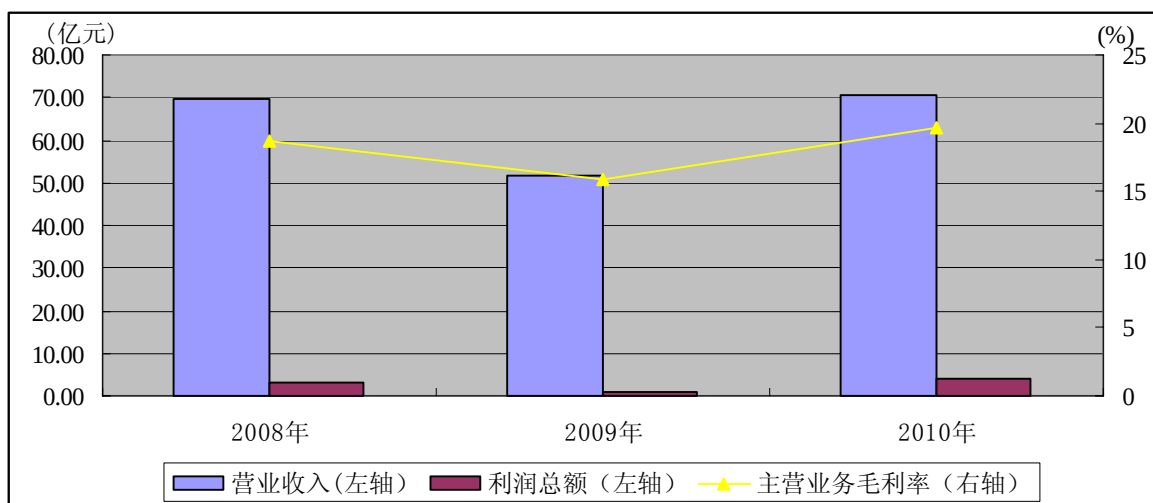
4. 盈利能力

钢铁是典型的周期性行业，随着金融危机后国内宏观经济的逐步向好，公司盈利状况也由 2009 年的最低谷逐步回升。2010 年公司实现营业收入 705,193.69 万元，较上年增长了 35.97%；2010 年公司实现利润总额和净利润分别为 41,635.82 万元和 32,852.00 万元，分别较上年增长了 3.90 倍和 4.18 倍，利润的增长幅度远远大于收入增长幅度，反映了公司盈利增长质量较高。

从期间费用看，随着销售收入的增长，公司销售费用、管理费用和财务费用相应提高，2010 年上述三项费用分别较上年增长了 38.92%、23.03%和 22.74%，其中销售费用的增长高于收入的增长幅度。公司销售费用的增长主要来自于运费成本以及下属子公司缴纳的“矿管费”标准的提高。

由于有息债务规模较大，近三年公司财务费用一直保持较高水平，2010 年财务费用达到了 37,332.13 万元，是三项期间费用中占比最大的支出来源。近三年公司费用收入比分别为 11.25%、13.52%和 12.54%，虽然 2010 年指标有所下降，但仍有待进一步改进。

图 12 近三年公司盈利情况



资料来源：公司提供。注：此处主营业务毛利率=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入。

如下表 14 所示，从 2010 年行业比较情况来看，公司销售毛利率处于行业领先，但由于期间费用比率较高，公司整体的盈利水平在同行业优势并不明显。2010 年公司各项指标均较上年呈现良好增长态势。

表 14 国内特钢上市公司 2010 年盈利能力一览 单位：%

证券代码	证券简称	净资产收益率	销售毛利率	销售期间费用率	销售净利率
000708.SZ	大冶特钢	24.52	10.24	2.49	7.12
600117.SH	西宁特钢	9.34	19.51	12.54	4.66
600399.SH	抚顺特钢	1.89	7.70	6.70	0.59
600507.SH	方大特钢	15.68	8.94	5.00	2.58

资料来源：联合评级搜集整理。

总体看，2010 年以来随着国内宏观经济的回暖，公司盈利状况不断改善，收入和利润水平较上年增长幅度较快，盈利能力提升较快，但有待加强期间费用控制力度。近年来公司不断致力于技术更新和工艺改造，加之随着产能和经营规模的进一步扩大，未来公司盈利状况有望进一步提升。

5. 现金流

2010 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 425,412.49 万元，较上年增长了 11.36%；经营活动产生的现金流量净额为 14,925.68 万元，较 2009 年下降 16.75%，主要来自于支付的税费和相关其他与经营活动有关的现金的增长。从收入实现质量来看，由于票据结算规模较大，2010 年公司现金收入比由原来的 73.66% 下降到 60.33%，但实际收入实现质量较好。

从投资活动来看，2009 年及 2010 年公司分别支付了 35,000 万元和 6,900 万元用于收购子公司哈密博伦和肃北博伦的少数股东的股权，相应的投资支出放入“投资支付现金”中，而购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金近年来变化不大。2010 年公司投资活动现金流量净额为人民币-65,755.35 万元，流出规模较 2009 年有所下降。

从筹资活动来看，2009 年公司收到了设备融资租赁款和西钢集团⁴的借款，使得收到其他与

⁴ 2009 年 6 月公司与中国外贸金融租赁公司签订协议，将净值为 2 亿元设备进行融资租赁；并向西钢集团拆借 3.55 亿元借款，详细情况见公司年报。

筹资活动有关的现金达到了 33,560.00 万元。2010 年公司继续增加了外部融资规模，由于收到其他与筹资活动有关的现金较上年有所下降，使得筹资活动现金流入较上年仅小幅增长 4.19%，小于筹资活动现金流出的增长，筹资活动现金流量净额达到 84,269.66 万元，较上年减少了 25.86%。2009 年公司筹资活动前现金流量净额由原来的-82,323.57 万元减少至-50,829.67 万元，目前经营活动现金尚不能够覆盖投资支出，公司对外筹资依赖性较大。

总体看，公司经营活动现金流状况较上年有所好转，但目前经营活动产生的现金流量净额尚不能够满足投资需求，仍有较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

2010 年公司流动资产与流动负债均有所增长，但流动负债增长幅度相对较快，使得近年来公司流动比率指标有所下降，2010 年为 0.47，速动比率指标略有增长，2010 年为 0.32，处于行业较低水平。2010 年底公司现金短期债务比为 0.33，较上年有所增强。总体看，公司短期偿债能力有待进一步提升。

受益于 2010 年公司经营活动现金流情况的改善，公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数和筹资活动前现金流量净额利息偿还能力均较上年有所增强，但仍为负值，2010 年分别达到了 -0.07 倍和 -1.39 倍；2010 年公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比指标有所增强，分别为 3.56 和 0.18，公司对全部债务保护能力也有待进一步提升。如下表 15 所示，从 2010 年同行业比较情况来看，虽然公司整体盈利状况已较 2009 年有很大提升，但公司各项偿债指标在同行业中仍有待提升。

总体看，公司整体偿债能力正常。

表 15 国内特钢上市公司 2010 年偿债能力一览

证券代码	证券简称	流动比率	速动比率	资产负债率	EBIT / 利息费用	经营性净现金流 / 流动负债
000708.SZ	大冶特钢	1.24	0.60	44.04	85.23	0.22
600117.SH	西宁特钢	0.47	0.32	74.10	2.28	0.02
600399.SH	抚顺特钢	0.88	0.48	74.04	1.26	0.03
600507.SH	方大特钢	0.67	0.39	69.74	5.23	0.06

资料来源：联合评级搜集整理。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2010 年底，公司债务总额为 727,472.31 万元，本期拟发行公司债额度为 100,000 万元，此次债券发行募集资金将用于偿还银行借款，故对公司整体债务负担影响有限。

以 2010 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 64.89%、72.70% 和 76.10%，负债水平有所上升，有一定债务负担。从实际情况看，考虑到本期债券筹集资金中有部分将用于偿还银行借款，现有债务负担变化不大，但本期债券发行后，有助于改善公司债务结构。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2010 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行 100,000 万元公司债的保护倍数分别为 1.30 倍、4.35 倍和 0.15 倍。总体看，虽然 EBITDA、经营活动现金净流量对本期债券的覆盖程度一般，但经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度良好。

截至 2010 年底，公司存在 2 笔对外担保（合并口径）3.25 亿元，被担保企业为四川运亨实业股份有限公司（2,500 万元）和西部矿业集团有限公司（3 亿元），其中四川运亨为公司合作伙伴，西部矿业集团为公司股东之一，目前两家经营正常能够正常履行偿债义务，公司代偿风险小。

截至 2010 年底，公司不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至 2010 年底，公司及其控股子公司共获得银行授信额度 68 亿元，尚有 9 亿元未使用。公司作为 A 股上市公司，具有在资本市场融资的便利条件，直接融资渠道畅通。

综合来看，本期债券的发行对于公司继续优化负债结构，补充经营所需资金具有重大意义，同时也将对提升企业竞争力产生积极的影响。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据西钢集团为本期债券向债券持有人出具的担保函，西钢集团为公司本期拟发行的不超过 10 亿元公司债券的还本付息提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。发行人如未能根据《募集说明书》承诺的时间和数额偿付债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用及其他应支付的费用，债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债券受托管理人有权代表债券持有人要求保证人履行保证责任。

2. 担保人分析

（1）西钢集团概况

西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“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。2002 年，经国家经贸委与青海省人民政府批准，由中国华融资产管理公司（下简称“华融资产”）、中国信达资产管理公司（下简称“信达资产”）实施债转股，将上述两家公司在西钢集团的债权转为股权。2003 年根据青海省国有资产管理委员会（下简称“青海省国资委”）青国资委（2003）9 号等相关文件的规定，西钢集团实施了主辅分离，将部分辅助性资产进行了剥离。

2006 年 9 月青海省国有资产投资管理有限公司（下简称“青海国投”）向西钢集团投入注册资本 2 亿元，并于 2007 年 5 月办理变更验资；2007 年 11 月，根据西钢集团与青海国投、华融资产、中国建设银行股份有限公司青海省分行、西部矿业集团有限公司（下简称“西矿集团”）签署的《增资扩股协议》的规定，青海国投投入注册资本 53,387.61 万元、西部矿业集团有限公司投入注册资本 110,000 万元，西钢集团于 2007 年 12 月办理变更验资，变更后注册资本 278,900 万元。

2008 年根据西钢集团政字【2008】61 号股东会决议和青海省国资委青国资产【2008】186 号“关于转让西部矿业集团有限公司持有西宁特殊钢集团有限责任公司 39.44% 股权的批复”，西钢集团第二大股东西矿集团将其持有的 39.44% 的股份转让给西部矿业股份有限公司（下简称“西部矿业”）。如下表所示，截至 2010 年底，青海省国资委和西部矿业股份有限公司分别持有西钢集团 39.60% 和 39.44% 的股份比例。

表 16 西钢集团股权结构情况

股东名称	注册资本（万元）	所占比例
青海省国有资产投资管理有限公司	110,450	39.60%
西部矿业股份有限公司	110,000	39.44%
中国华融资产管理公司	55,200	19.79%
中国建设银行股份有限公司青海省分行	3,250	1.17%
合计	278,900	100.00%

资料来源：西钢集团提供。

从实际情况看，西钢集团母公司除了西宁特钢外并未有其他合并范围内的公司，自身除了管理职能之外并未有实体经营业务，其主要利润来源主要来自于对西宁特钢的投资收益。

截至 2010 年底，西钢集团注册资本 278,900.00 万元；注册地址：西宁市柴达木西路 52 号；法定代表人：陈显刚。

（2）西钢集团财务分析

财务概况

西钢集团提供了 2008 年~2010 年度审计报告，其中 2008 年由北京五联方圆会计师事务所有限公司青海分所审计，2009~2010 年由国富浩华会计师事务所有限公司青海分所审计，近三年会计师均出具了无保留意见。2007 年西钢集团开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，2008 年由于西宁特钢关于安全维简费的会计政策发生变化，西钢集团会计报表相应进行了追溯调整，近三年集团财务数据可比性强。

截至 2010 年底，西钢集团合并资产总额 1,300,579.43 万元，负债合计 889,513.04 万元，所有者权益（含少数股东权益）411,066.40 万元。2010 年西钢集团实现营业收入 705,297.22 万元，净利润（含少数股东损益）23,214.73 万元；经营活动产生的现金流量净额 11,730.35 万元，现金及现金等价物净增加额 39,836.67 万元。

资产及负债情况

近三年来西钢集团资产规模逐年增长，2010 年底资产总额较年初增长 14.04%，主要来自于流动资产的增加。资产总额中流动资产占 33.27%，非流动资产占 66.73%，非流动资产占比较大。

现金类资产的快速增长带动了集团流动资产的增长。截至 2010 年底，西钢集团流动资产合计 432,695.11 万元，较年初增长 31.60%，主要为存货（占比 25.70%）、货币资金（占比 29.38%）、应收票据（占比 32.03%）。2010 年底集团现金类资产总额为 265,687.82 万元，占总资产比重达到了 20.43%。

随着西宁特钢近年来投资建设规模的不断增大，西钢集团的非流动资产也逐年增长。截至 2010 年底，西钢集团非流动资产合计 867,884.32 万元，较年初增长 6.93%，主要为固定资产（占比 72.71%）、在建工程（占比 11.25%）和无形资产（占比 11.89%）。集团固定资产主要来自于设备及房屋建筑物；在建工程主要来自于西宁特钢的在建项目；无形资产主要来自于土地使用权、探矿权及采矿权等。除西钢股份拥有的无形资产外，集团在西宁高新区拥有一块约 300 亩的土地资产，账面余额为 4,896.66 万元。

近三年西钢集团所有者权益数额变化不大，由于存在历史亏损，近三年集团一直处于弥补亏损状态。截至 2010 年底，西钢集团所有者权益合计 411,066.40 万元，较上年增长 2.76%，其中归属于母公司所有者权益占比 55.71%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 121.80%，资本公积占 1.43%，专项储备占 1.12%，未分配利润占-24.34%。

截至 2010 年底，西钢集团负债合计 889,513.04 万元，较上年增长了 20.13%。集团负债主要

来自于流动负债(占比 81.49%),负债结构有待改善。集团流动负债主要为短期借款(占比 49.50%)、其他流动负债(占比 13.80%)、一年内到期的非流动负债(占比 11.45%),非流动负债主要来自于长期借款(占比 88.86%)和长期应付款(占比 6.08%)。

由于近三年集团保持了较大的有息负债规模,相应债务负担水平也有所增长。截至 2010 年底,西钢集团资产负债率为 68.39%,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.90%和 26.25%,较年初均有所增长,但目前仍处于正常水平范围内。西钢集团债务以短期债务为主,短期债务规模达到了 581,129.91 万元,短期债务占比达到 79.88%,债务结构有待进一步改善。

总体来看,西钢集团资产规模较大,资产以非流动资产为主;随着近年来有息负债规模的增长,集团整体债务负担有所增加,但目前仍处于正常范围内。

盈利能力

西钢集团母公司自身并未有实体经营,除了少部分代办业务收入外,其盈利来源主要来自于对西宁特钢的投资收益。从合并口径看,随着近年来国内宏观经济的复苏,西钢集团整体盈利状况提升较快。2010 年西钢集团实现营业收入 705,297.22 万元,较上年增长 35.97%;集团利润总额和净利润分别为 31,998.54 万元和 23,214.73 万元,分别较上年增长了 264.33%和 250.74%。从盈利指标看,得益于西宁特钢盈利状况的提升,2010 年西钢集团总体盈利指标也相应有所提高,总资产收益率和净资产收益率分别为 5.14%和 5.72%,但集团盈利能力仍有待进一步提升。

总体看,随着近年来宏观经济的企稳向好,特钢行业整体景气度也相应提升,带动 2010 年集团整体盈利相应增长。未来随着集团技术改造带来的产能提升,加之下属子公司矿产资产产能的释放,预计集团整体盈利能力有望进一步增强。

现金流

2010 年西钢集团销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别较上年分别增长了 11.36%和 6.25%,分别达到 425,516.02 万元和 435,563.93 万元。由于经营活动现金流出增长幅度相对较大,使得 2010 年西钢集团经营活动现金流净额较上年下降了 65.38%,达到 11,730.35 万元,从收入实现指标看,由于票据结算额度较大,2010 年西钢集团现金收入比为 60.33%,较上年有所下降,但实际收入实现情况较高。

从投资活动看,由于购建固定资产、无形资产和其他长期资产及投资支付的现金数额较大,西钢集团 2010 年投资活动现金流出达 66,473.96 万元,超过投资活动现金流入 3,996.55 万元,使得 2010 年集团投资活动产生的现金流量净额呈净流出。2010 年西钢集团筹资活动前现金流量净额为 -50,747.06 万元,自有经营现金流对投资需求保障程度有待改善。

从筹资活动看,西钢集团 2010 年筹资活动现金流入 613,337.40 万元,较 2009 年增长 6.92%,主要是取得银行借款收到的现金;筹资活动现金流出小计为 522,753.67 万元;相应筹资活动产生的现金流量净额为 90,583.73 万元。

总体看,2010 年西钢集团整体现金流状况良好,但由于自有经营现金流尚不能满足投资需求,对外部融资仍有较大的依赖性。

偿债能力

从短期偿债能力指标看,2010 年底西钢集团流动比率为 0.60,速动比率为 0.44,现金短期债务比为 0.46,虽然指标值均较上年有所改善,但短期偿债能力仍有待进一步提升。

从长期偿债能力指标看,2010 年西钢集团 EBITDA 利息倍数为 3.49 倍,利息支付能力一般;2010 年 EBITDA 全部债务比为 0.16,EBITDA 对全部债务的保障能力有待进一步提高。整体来看,西钢集团偿债能力正常。

截至2010年底，除公司提供的对外担保外，西钢集团无其他对外担保和重大法律诉讼事件。

西钢集团为西宁特钢本期拟发行的不超过 10 亿元公司债券提供不可撤销的连带责任保证担保，考虑到公司为西钢集团的合并报表子公司，该笔担保对西钢集团整体债务结构无影响。

作为专业从事特钢生产经营的大型企业集团，西钢集团资源、规模和区域竞争优势明显，其资产规模较大、资产质量及现金流情况良好，近年来盈利能力提升较快。但由于其主要收入及利润主要来源于西宁特钢，其担保对本期债券信用状况提升效果不大。

十、综合评价

特殊钢行业是国民经济和国防建设的重要基础产业，也是钢铁行业政策重点支持发展的行业。随着我国装备制造产业的不断升级和发展，相关行业对特殊钢需求将不断提高。同时，特殊钢行业的市场竞争激烈程度明显低于普通钢行业，行业风险相对较小。作为国内西北地区唯一的特钢生产企业，公司在行业地位、技术水平、原料资源等方面具有显著优势。公司具有稳定的采购和销售渠道，近年来得益于旺盛的下游市场需求，整体收入和利润水平增长幅度较快。未来随着公司在建的钒矿和铁矿等资源的投产，整体竞争实力有望进一步增强。联合评级综合评定公司信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”。

本期债券由西钢集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。西钢集团是公司控股股东，其本身未有实体经营业务，主要收入及利润来源均来自于西宁特钢，上述保证措施体现了股东对公司发展的信心和支持力度，但对本期债券信用状况提升水平有限。联合评级综合评定西钢集团信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”。

整体看，公司对本期拟发行的不超过 10 亿元公司债券具有较强的偿还能力，债券到期不能偿付风险很小。

附件 1-1 西宁特殊钢股份有限公司
2008 年~2010 年公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	81,669.98	91,977.79	117,325.78	19.86
交易性金融资产				
应收票据	65,927.04	24,787.91	74,580.70	6.36
应收账款	39,520.76	35,353.02	10,262.39	-49.04
预付款项	8,177.41	15,787.28	27,638.83	83.85
应收利息				
应收股利				
其他应收款	3,561.19	3,790.34	2,454.75	-16.98
存货	134,880.49	123,714.86	111,199.30	-9.20
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	333,736.87	295,411.21	343,461.74	1.45
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	2,000.00	2,000.00	2,000.00	0.00
投资性房地产				
固定资产	546,995.16	559,425.83	631,044.73	7.41
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	93,200.58	119,539.76	97,664.42	2.37
工程物资	1,675.47	1,364.96	1,750.50	2.21
固定资产清理				
无形资产	30,294.65	55,120.10	109,567.00	90.18
开发支出				
商誉	1,555.26			-100.00
长期待摊费用	11,222.82	9,385.23	8,239.95	-14.31
递延所得税资产	5,852.06	5,498.02	4,151.12	-15.78
其他非流动资产	2,062.12	1,887.59	1,732.18	-8.35
非流动资产合计	694,858.13	754,221.49	856,149.90	11.00
资产总计	1,028,595.00	1,049,632.70	1,199,611.64	7.99

附件 1-2 西宁特殊钢股份有限公司
2008 年～2010 年公司合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	291,955.00	375,034.00	358,800.00	10.86
交易性金融负债				
应付票据	69,787.70	33,500.00	39,329.91	-24.93
应付账款	145,317.98	88,521.76	78,709.73	-26.40
预收款项	23,231.41	19,594.18	24,509.05	2.71
应付职工薪酬	642.83	429.44	430.25	-18.19
应交税费	14,812.33	11,639.88	23,626.26	26.29
应付利息	721.83	1,562.72	2,838.82	98.31
应付股利			7.47	
其他应付款	41,105.81	33,030.85	13,008.38	-43.75
一年内到期的非流动负债	27,850.00	25,636.68	83,000.00	72.63
其他流动负债			100,000.00	
流动负债合计	615,424.89	588,949.50	724,259.87	8.48
非流动负债：				
长期借款	84,550.00	137,205.00	146,342.40	31.56
应付债券				
长期应付款	21,697.86	23,632.42	10,009.45	-32.08
专项应付款	1,000.00	1,000.00	909.09	-4.65
预计负债	108.97	176.47	402.97	92.30
递延所得税负债				
其他非流动负债	5,147.25	6,708.19	7,020.08	16.78
非流动负债合计	112,504.08	168,722.09	164,683.99	20.99
负债合计	727,928.96	757,671.59	888,943.86	10.51
所有者权益：				
股本	74,121.93	74,121.93	74,121.93	0.00
资本公积	93,401.01	75,237.70	70,658.60	-13.02
减：库存股				
专项储备	4,520.88	6,095.33	2,556.10	
盈余公积	16,422.79	16,537.52	17,668.47	3.72
未分配利润	68,461.60	71,801.43	90,276.73	14.83
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	256,928.21	243,793.91	255,281.82	-0.32
少数股东权益	43,737.83	48,167.20	55,385.96	12.53
所有者权益合计	300,666.04	291,961.11	310,667.78	1.65
负债和所有者权益总计	1,028,595.00	1,049,632.70	1,199,611.64	7.99

附件 2 西宁特殊钢股份有限公司 2008 年~2010 年公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、营业收入	697,267.52	518,625.51	705,193.69	0.57
减: 营业成本	578,259.36	439,129.40	567,621.20	-0.92
营业税金及附加	5,025.11	3,987.14	4,803.34	-2.23
销售费用	17,171.04	14,525.19	20,178.36	8.40
管理费用	24,326.84	25,153.76	30,946.68	12.79
财务费用	36,940.86	30,415.35	37,332.13	0.53
资产减值损失	5,061.90	394.41	2,405.11	-31.07
加: 公允价值变动收益 (损失以 “-” 号填列)				
投资收益 (损失以 “-” 号填列)		80.00	120.00	
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以 “-” 号添列)				
二、营业利润 (亏损以 “-” 号填列)	30,482.40	5,100.25	42,026.85	17.42
加: 营业外收入	1,696.97	4,259.50	2,778.86	27.97
减: 营业外支出	2,601.63	856.14	3,169.89	10.38
其中: 非流动资产处置损失		240.66	849.04	
三、利润总额 (亏损总额以 “-” 号填列)	29,577.74	8,503.61	41,635.82	18.65
减: 所得税费用	-4,003.97	2,164.13	8,783.81	
四、净利润 (净亏损以 “-” 号填列)	33,581.71	6,339.48	32,852.00	-1.09
其中: 归属于母公司所有者的净利润	838.66	3,476.82	23,312.34	427.23
少数股东损益	32,743.05	2,862.66	9,539.66	-46.02
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.01	0.05	0.31	456.78
(二) 稀释每股收益	0.01	0.05	0.31	456.78
六、其他综合收益	-1,103.46			
七、综合收益总额	32,478.25	6,339.48	32,852.00	--
归属于母公司所有者的综合收益总额	-264.80	3,476.82	23,312.34	--
归属于少数股东的综合收益总额	32,743.05	2,862.66	9,539.66	--

附件 3 西宁特殊钢股份有限公司
2008 年~2010 年公司合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	347,290.01	382,016.83	425,412.49	10.68
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	2,623.13	9,258.94	9,384.55	89.15
经营活动现金流入小计	349,913.14	391,275.77	434,797.04	11.47
购买商品、接受劳务支付的现金	191,906.16	248,290.28	268,272.90	18.23
支付给职工以及为职工支付的现金	35,814.74	42,011.24	56,680.48	25.80
支付的各项税费	53,657.94	47,687.53	55,094.30	1.33
支付其他与经营活动有关的现金	26,520.98	35,358.83	39,823.68	22.54
经营活动现金流出小计	307,899.82	373,347.88	419,871.36	16.78
经营活动产生的现金流量净额	42,013.32	17,927.90	14,925.68	-40.40
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金		80.00	120.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	106.61	275.28	598.61	136.96
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	106.61	355.28	718.61	159.63
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	92,372.24	65,606.75	59,069.21	-20.03
投资支付的现金		35,000.00	6,900.00	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金			504.74	
投资活动现金流出小计	92,372.24	100,606.75	66,473.96	-15.17
投资活动产生的现金流量净额	-92,265.63	-100,251.47	-65,755.35	-15.58
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	510.00			-100.00
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	424,567.96	555,105.00	613,337.40	20.19
收到其他与筹资活动有关的现金	1,396.80	33,560.00		-100.00
筹资活动现金流入小计	426,474.76	588,665.00	613,337.40	19.92
偿还债务支付的现金	365,209.15	426,705.00	474,950.00	14.04
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	49,090.07	32,216.72	39,042.56	-10.82
支付其他与筹资活动有关的现金	6,829.40	16,083.19	15,075.19	48.57
筹资活动现金流出小计	421,128.62	475,004.91	529,067.74	12.09
筹资活动产生的现金流量净额	5,346.14	113,660.09	84,269.66	297.02
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-44,906.17	31,336.52	33,439.99	
加: 期初现金及现金等价物余额	89,079.81	44,173.64	75,510.16	-7.93
六、期末现金及现金等价物余额	44,173.64	75,510.16	108,950.15	57.05

附件 4 西宁特殊钢股份有限公司
2008 年～2010 年公司现金流量表补充
 （单位：人民币万元）

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	33,581.71	6,339.48	32,852.00
加：资产减值准备	5,061.90	394.41	2,405.11
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	32,808.06	37,141.13	39,111.88
无形资产摊销	991.71	1,189.00	2,220.59
长期待摊费用摊销	11,400.55	15,391.40	13,199.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	843.86	140.37	740.48
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）			
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）			
财务费用（收益以“－”号填列）	34,934.32	33,299.23	37,251.35
投资损失（收益以“－”号填列）		-80.00	-120.00
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	4,026.04	354.04	1,346.90
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）			
存货的减少（增加以“－”号填列）	-35,790.05	14,907.99	-12,515.57
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	6,851.14	37,279.49	-11,786.17
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-52,695.94	-128,428.65	-89,780.79
其他			
经营活动产生的现金流量净额	42,013.32	17,927.90	14,925.68
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产	1,732.00	20,000.00	0.00
3. 现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	44,173.64	75,510.16	95,560.23
减：现金的期初余额	89,079.81	44,173.64	75,510.16
加：现金等价物的期末余额			13,389.91
减：现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-44,906.17	31,336.52	33,439.99

附件 5 西宁特殊钢股份有限公司 主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	14.21	11.02	24.14
存货周转次数(次)	4.17	3.34	4.83
总资产周转次数(次)	0.68	0.50	0.63
盈利能力			
总资本收益率(%)	8.44	4.36	7.00
净资产收益率(%)	11.17	2.14	10.90
主营业务毛利率(%)	18.72	15.84	19.66
营业利润率(%)	16.35	14.56	18.83
费用收入比(%)	11.25	13.52	12.54
财务构成			
资产负债率(%)	70.77	72.18	74.10
全部债务资本化比率(%)	61.19	66.18	70.07
长期债务资本化比率(%)	21.95	31.97	32.02
偿债能力			
EBITDA(亿元)	10.66	9.16	12.99
短期债务(亿元)	38.96	43.42	58.11
长期债务(亿元)	8.46	13.72	14.63
全部债务(亿元)	47.41	57.14	72.75
EBITDA 利息倍数	3.12	2.78	3.56
EBITDA 全部债务比	0.22	0.16	0.18
经营现金债务保护倍数	0.09	0.03	0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	-0.14	-0.07
流动比率(%)	0.54	0.50	0.47
速动比率(%)	0.32	0.29	0.32
现金短期债务比	0.38	0.27	0.33
经营现金流动负债比率(%)	6.83	3.04	2.06
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.47	-2.49	-1.39
现金流			
现金收入比率(%)	49.81	73.66	60.33
筹资活动前产生的现金流量净额(亿元)	-5.03	-8.23	-5.08
本期公司债券偿债能力			
EBITDA 偿债倍数	1.07	0.92	1.30

附件 6-1 西宁特殊钢集团有限责任公司
 2008 年~2010 年合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	82,387.93	95,362.45	127,107.12	24.21
交易性金融资产				
应收票据	65,927.04	54,796.07	138,580.70	44.98
应收账款	39,520.76	35,353.02	25,514.28	-19.65
预付款项	8,177.41	15,787.28	27,638.83	83.85
应收利息	1,500.00			-100.00
应收股利				
其他应收款	48,818.78	3,791.22	2,654.89	-76.68
存货	134,880.49	123,714.86	111,199.30	-9.20
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	381,212.42	328,804.90	432,695.11	6.54
非流动资产：				
可供出售金融资产	545.85	3,838.24	938.29	31.11
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	2,500.00	2,000.00	2,000.00	-10.56
投资性房地产				
固定资产	547,041.76	559,862.12	631,044.73	7.40
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	93,200.58	119,539.76	97,664.42	2.37
工程物资	1,675.47	1,364.96	1,750.50	2.21
固定资产清理				
无形资产	67,175.12	91,116.63	103,187.29	23.94
开发支出				
商誉	18,731.11	17,175.85	17,175.85	-4.24
长期待摊费用	11,222.82	9,385.23	8,239.95	-14.31
递延所得税资产	5,852.06	5,498.02	4,151.12	-15.78
其他非流动资产	2,062.12	1,887.59	1,732.18	-8.35
非流动资产合计	750,006.89	811,668.41	867,884.32	7.57
资产总计	1,131,219.31	1,140,473.30	1,300,579.43	7.22

附件 6-2 西宁特殊钢集团有限责任公司
2008 年~2010 年合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	291,955.00	375,034.00	358,800.00	10.86
交易性金融负债				
应付票据	69,787.70	33,500.00	39,329.91	-24.93
应付账款	145,340.87	88,521.76	78,709.73	-26.41
预收款项	23,231.41	19,594.18	24,509.05	2.71
应付职工薪酬	1,056.92	429.44	430.25	-36.20
应交税费	15,153.22	11,718.81	26,958.01	33.38
应付利息	721.83	1,562.72	2,838.82	98.31
应付股利				
其他应付款	5,840.49	15,746.01	10,253.27	32.50
一年内到期的非流动负债	27,850.00	25,636.68	83,000.00	72.63
其他流动负债			100,000.00	
流动负债合计	580,937.44	571,743.61	724,829.04	11.70
非流动负债：				
长期借款	84,550.00	137,205.00	146,342.40	31.56
应付债券				
长期应付款	21,697.86	23,632.42	10,009.45	-32.08
专项应付款	1,005.88	1,000.00	909.09	-4.93
预计负债	30,108.97	176.47	402.97	-88.43
递延所得税负债				
其他非流动负债	5,147.25	6,708.19	7,020.08	16.78
非流动负债合计	142,509.95	168,722.09	164,683.99	7.50
负债合计	723,447.39	740,465.69	889,513.04	10.88
所有者权益：				
股本	278,900.00	278,900.00	278,900.00	0.00
资本公积	13,821.08	5,413.27	3,270.72	-51.35
减：库存股				
专项储备	4,520.88	6,095.33	2,556.10	
盈余公积				
未分配利润	-59,739.66	-57,726.49	-55,737.90	-3.41
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	237,502.29	232,682.11	228,988.92	-1.81
少数股东权益	170,269.63	167,325.49	182,077.48	3.41
所有者权益合计	407,771.92	400,007.61	411,066.40	0.40
负债和所有者权益总计	1,131,219.31	1,140,473.30	1,300,579.43	7.22

附件 7 西宁特殊钢集团有限责任公司

2008 年~2010 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、营业收入	697,844.58	518,720.00	705,297.22	0.53
减: 营业成本	578,884.82	439,136.44	567,625.20	-0.98
营业税金及附加	5,025.11	3,987.14	4,809.45	-2.17
销售费用	17,171.04	14,525.19	20,178.36	8.40
管理费用	26,426.46	26,988.79	32,128.09	10.26
财务费用	33,338.73	27,777.81	34,645.11	1.94
资产减值损失	5,125.73	433.90	13,713.79	63.57
加: 公允价值变动收益 (损失以 “-” 号填列)				
投资收益 (损失以 “-” 号填列)	402.66	206.68	244.23	-22.12
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以 “-” 号添列)				
二、营业利润 (亏损以 “-” 号填列)	32,275.34	6,077.41	32,441.45	0.26
加: 营业外收入	1,706.77	4,331.92	2,816.63	28.46
减: 营业外支出	4,381.93	1,626.44	3,259.54	-13.75
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以 “-” 号填列)	29,600.17	8,782.89	31,998.54	3.97
减: 所得税费用	-4,003.97	2,164.13	8,783.81	
四、净利润 (净亏损以 “-” 号填列)	33,604.14	6,618.76	23,214.73	-16.88
其中: 归属于母公司所有者的净利润	440.67	2,013.17	1,988.59	112.43
少数股东损益	33,163.47	4,605.59	21,226.14	-20.00
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				
六、其他综合收益	--	661.34	141.05	
七、综合收益总额	--	7,280.10	23,355.78	
归属于母公司所有者的综合收益总额	--	2,674.51	2,129.64	
归属于少数股东的综合收益总额	--	4,605.59	21,226.14	

附件 8 西宁特殊钢集团有限责任公司

2008 年~2010 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	349,314.13	382,111.32	425,516.02	10.37
收到的税费返还	41.66	0.00	0.00	-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	5,896.24	27,845.97	10,047.91	30.54
经营活动现金流入小计	355,252.03	409,957.29	435,563.93	10.73
购买商品、接受劳务支付的现金	191,911.88	248,297.32	268,276.89	18.23
支付给职工以及为职工支付的现金	35,837.86	42,030.37	56,728.18	25.81
支付的各项税费	54,049.37	48,725.40	58,276.92	3.84
支付其他与经营活动有关的现金	27,500.75	37,016.96	40,551.59	21.43
经营活动现金流出小计	309,299.86	376,070.05	423,833.58	17.06
经营活动产生的现金流量净额	45,952.17	33,887.24	11,730.35	-49.48
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	105.00	378.43	3,037.06	437.81
取得投资收益收到的现金	402.66	198.93	244.23	-22.12
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	106.61	275.28	715.27	159.03
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	614.26	852.64	3,996.55	155.07
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	92,372.24	65,606.75	59,069.21	-20.03
投资支付的现金	71.00	38,000.00	6,900.00	885.81
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金			504.74	
投资活动现金流出小计	92,443.24	103,606.75	66,473.96	-15.20
投资活动产生的现金流量净额	-91,828.98	-102,754.11	-62,477.40	-17.52
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	510.00			-100.00
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	398,705.00	555,105.00	613,337.40	24.03
收到其他与筹资活动有关的现金	1,396.80	18,560.00		-100.00
筹资活动现金流入小计	400,611.80	573,665.00	613,337.40	23.73
偿还债务支付的现金	365,209.15	426,705.00	474,950.00	14.04
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	48,790.07	32,216.72	37,194.21	-12.69
支付其他与筹资活动有关的现金	6,829.40	11,873.19	10,609.46	24.64
筹资活动现金流出小计	420,828.62	470,794.91	522,753.67	11.45
筹资活动产生的现金流量净额	-20,216.82	102,870.09	90,583.73	
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-66,093.63	34,003.22	39,836.67	
加: 期初现金及现金等价物余额	110,985.22	44,891.59	78,894.82	-15.69
六、期末现金及现金等价物余额	44,891.59	78,894.82	118,731.49	62.63

附件 9 西宁特殊钢集团有限责任公司

2008 年~2010 年现金流量表补充

(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	33,604.14	6,618.76	23,214.73	-16.88
加: 资产减值准备	5,125.73	433.90	13,713.79	63.57
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	32,814.33	37,147.40	39,154.23	9.23
无形资产摊销	1,985.21	2,072.93	2,618.24	14.84
长期待摊费用摊销	11,400.55	15,391.40	13,196.86	7.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	2,284.38	140.37	743.25	-42.96
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	32,860.85	31,223.06	34,572.76	2.57
投资损失(收益以“-”号填列)	-402.66	-206.68	-244.23	-22.12
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	4,026.04	354.04	1,346.90	-42.16
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)	-34,342.99	14,907.99	-12,515.57	-39.63
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	8,546.24	85,110.94	-17,683.20	
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-51,949.66	-159,306.88	-86,387.42	28.95
其他				
经营活动产生的现金流量净额	45,952.17	33,887.24	11,730.35	-49.48
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	44,891.59	78,894.82	105,341.58	53.19
减: 现金的期初余额	110,985.22	44,891.59	78,894.82	-15.69
加: 现金等价物的期末余额			13,389.91	
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-66,093.63	34,003.22	39,836.67	

附件 10 西宁特殊钢集团有限责任公司

主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	11.49	8.83	12.05
存货周转次数(次)	4.17	3.34	4.83
总资产周转次数(次)	0.62	0.46	0.58
盈利能力			
总资本收益率(%)	7.23	3.66	5.14
净资产收益率(%)	8.24	1.64	5.72
主营业务毛利率(%)	18.38	15.84	19.66
营业利润率(%)	16.33	14.57	18.84
费用收入比(%)	11.02	13.36	12.33
财务构成			
资产负债率(%)	63.95	64.93	68.39
全部债务资本化比率(%)	53.76	58.82	63.90
长期债务资本化比率(%)	17.17	25.54	26.25
偿债能力			
EBITDA(亿元)	10.60	9.07	11.80
短期债务(亿元)	38.96	43.42	58.11
长期债务(亿元)	8.46	13.72	14.63
全部债务(亿元)	47.41	57.14	72.75
EBITDA 利息倍数	3.26	2.93	3.49
EBITDA 全部债务比	0.22	0.16	0.16
经营现金债务保护倍数	0.10	0.06	0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.10	-0.12	-0.07
流动比率(%)	0.66	0.58	0.60
速动比率(%)	0.42	0.36	0.44
现金短期债务比	0.38	0.35	0.46
经营现金流动负债比率(%)	7.91	5.93	1.62
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.41	-2.22	-1.50
现金流			
现金收入比率(%)	50.06	73.66	60.33
筹资活动前产生的现金流量净额(亿元)	-4.59	-6.89	-5.07

附件 11 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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	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 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
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 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

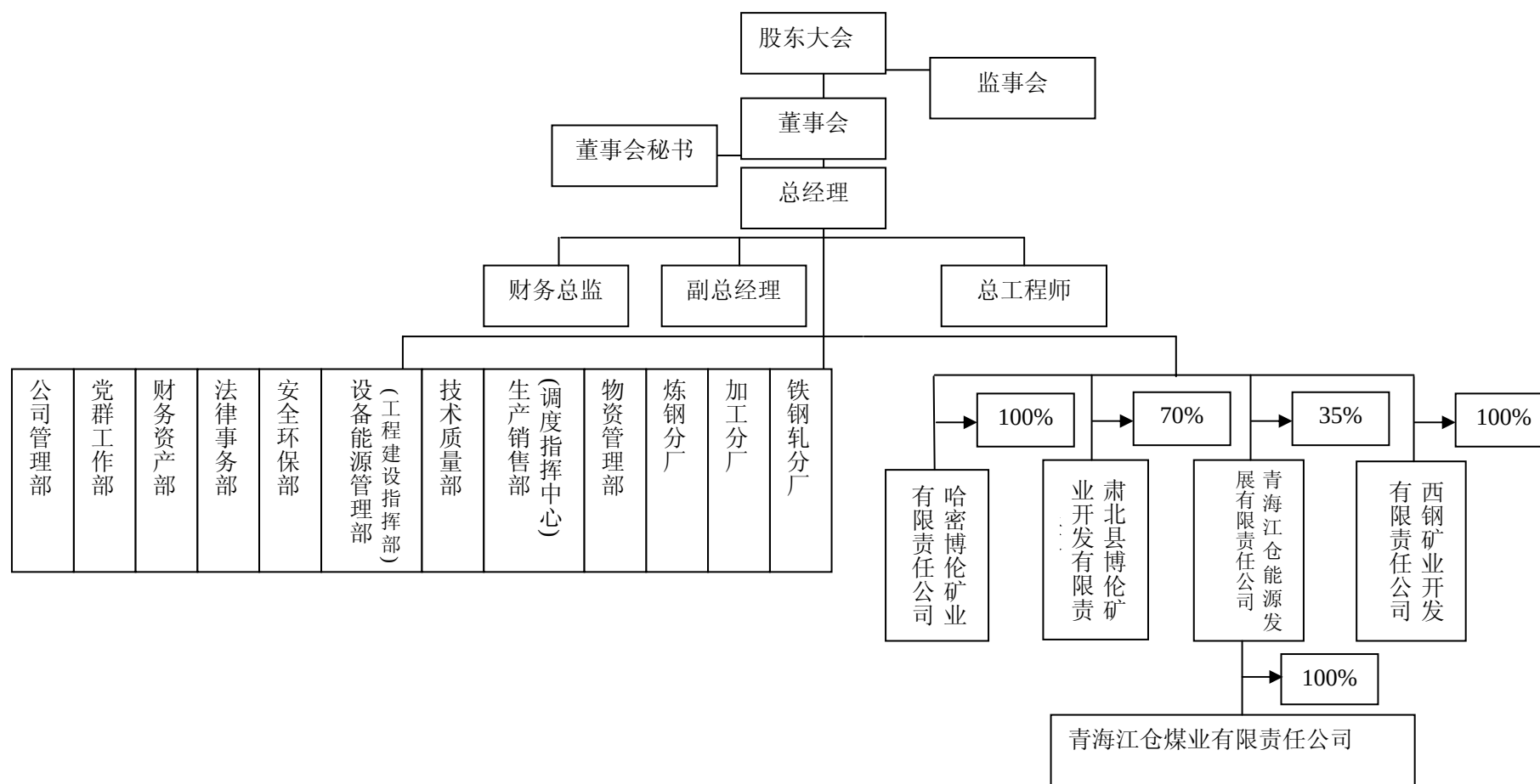
短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

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 12 西宁特殊钢股份有限公司组织结构图



```

    graph LR
      subgraph Inputs
        A[烧结]
        B[球团]
        C[废钢]
      end
      A --> D[高炉]
      B --> D
      C --> E[电炉]
      D --> F[脱硫站]
      F --> G[转炉]
      G --> H[钢包精炼炉]
      H --> I[小方坯连铸机]
      I --> J[连铸坯]
      J --> K[18架连轧机]
      K --> L[轧材]
      E --> D
      E --> M[钢包精炼炉 LF]
      M --> N[真空脱气炉 VD]
      N --> O[浇注]
      O --> P[大方坯连铸机]
      O --> Q[钢锭]
      O --> R[电渣锭]
      P --> S[连铸坯]
      S --> T[锻机]
      S --> U[750 轧机]
      S --> V[650 轧机]
      S --> W[穿管机]
      S --> X[650 轧机]
      U --> Y[轧材]
      V --> Z[平立六架连轧机]
      Z --> AA[轧材]
      W --> AB[轧管机]
      AB --> AC[管材]
      X --> AD[300/500 轧机]
      AD --> AE[冷拉机]
      AE --> AF[冷拉材]
      Q --> AG[电渣炉]
      AG --> R
  
```

附件 14 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。

联合信用评级有限公司关于 西宁特殊钢股份有限公司 2011 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年西宁特殊钢股份有限公司年报公告后的一个月进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

西宁特殊钢股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。西宁特殊钢股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注西宁特殊钢股份有限公司及本期债券担保方的经营管理状况及相关信息，如发现西宁特殊钢股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如西宁特殊钢股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至西宁特殊钢股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送西宁特殊钢股份有限公司、监管部门、交易机构等。

