

跟踪评级公告

联合[2016]760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发行的“11 西钢债”和“12 西钢债”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由“AA”调整为“AA-”，评级展望为“负面”

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

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁学伟

二零一六年六月二十八日

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>

西宁特殊钢股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA-

上次评级结果：AA

债项信用等级

评级展望：负面

评级展望：负面

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
11 西钢债	0.12 亿元	8 年	AA	AA-	2015 年 6 月 9 日
12 西钢债	4.3 亿元	8 年	AA	AA-	2015 年 6 月 9 日

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：2016 年 6 月 28 日

主要财务数据：

发行人

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	226.87	253.80	249.21
所有者权益（亿元）	34.99	18.18	15.42
长期债务（亿元）	43.29	42.79	29.06
全部债务（亿元）	154.17	194.88	148.26
营业收入（亿元）	73.14	60.53	17.51
净利润（亿元）	0.72	-16.75	-2.76
EBITDA（亿元）	13.61	-5.81	-2.75
经营性净现金流（亿元）	-1.05	-11.96	-4.23
营业利润率（%）	18.25	-2.11	-1.24
净资产收益率（%）	2.04	-63.02	--
资产负债率（%）	84.58	92.84	93.81
全部债务资本化比率（%）	81.50	91.47	90.58
流动比率（倍）	0.37	0.34	0.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	-0.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.81	-1.29	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.08	-1.31	--

担保方

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	241.32	258.42
所有者权益（亿元）	57.31	40.10
营业收入（亿元）	73.15	60.55
净利润（亿元）	0.80	-16.26
经营性净现金流（亿元）	18.25	-2.09
资产负债率（%）	76.25	84.48

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2016 年一季度财务数据未经审计、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，新收购的房地产业务起到一定分散经营风险的作用。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，受钢铁行业景气度低迷，主要钢铁产品价格进一步下跌影响，公司收入大幅下滑；期间费用对公司经营性利润侵蚀较大、2015 年公司出现较大规模亏损、债务负担进一步加重以及短期支付压力大等因素对公司信用水平的不利影响。

公司非公开定向发行 A 股股票申请已于 2016 年 3 月 30 日经中国证券监督管理委员会核准，但公司尚未收到书面核准文件。如果本次非公开发行股票完成，将扩大公司股本及净资产规模，改善公司财务结构，增强公司的抗风险能力。

虽然钢铁行业去产能政策逐步落实，但行业产能过剩的局面短期内难以得到改善，公司 2016 年一季度仍然是亏损状态。综合考虑上述因素，联合评级对公司的评级展望为“负面”。

“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，跟踪期内，西钢集团出现较大规模亏损，其主要收入来源来自于西宁特钢，其所提供的担保对“11 西钢债”和“12 西钢债”的信用水平的提升有限。

综上，联合评级将公司的主体长期信用等级调整为“AA-”，评级展望为“负面”；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. 公司是西北地区唯一的特钢企业，作为青海省支柱企业，易得到政府政策的支持和资源的倾斜，跟踪期内仍具有区域水、电、矿产等资源价格优势。

2. 跟踪期内，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。

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，同时需求下降导致行业亏损额加大。受行业下行趋势影响，2015 年公司钢铁业务收入水平继续下滑，经营出现较大规模亏损。

2. 公司经营性现金流仍呈净流出状态，债务负担进一步加重，短期偿债压力较大，公司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，进一步加重了公司的资金压力。

3. 目前，担保方西钢集团的主营业务均由公司负责。受公司经营亏损影响，西钢集团经营也出现较大规模亏损，经营出现较大困难。西钢集团对公司债券信用水平的提升有限。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

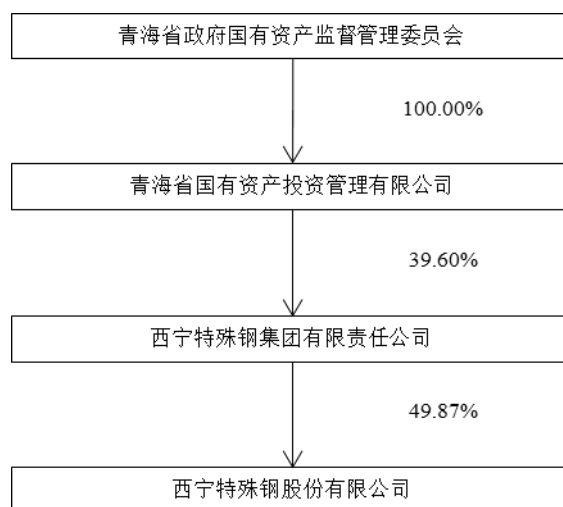
一、主体概况

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”，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。

2014年10月，公司通过同一控制下企业合并，以现金4.09亿元收购控股东西钢集团所持有青海西钢置业有限责任公司（以下简称“西钢置业”）的100%股权。根据北京中科华资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（中科华评报字【2014】第131号），西钢置业在评估基准日2014年8月31日的总资产账面价值15.08亿元，评估价值15.89亿元，增值率5.37%；总负债账面值12.52亿元，评估价值11.80亿元，减值率5.72%；股东全部权益价值账面值2.56亿元，评估值4.09亿元，增值率59.51%。2014年1~8月西钢置业实现营业收入0.21亿元，净利润0.12亿元。

截至2015年底，公司总股本74,121.93万股，控股东西钢集团持股比例为49.87%，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2015年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司以钢铁的冶炼加工为主营业务。公司主要经营范围包括特殊钢冶炼及压延、来料加工、副产品出售（包括合结钢、碳结钢、滚珠钢、不锈钢、合工钢等特殊钢产品及铁精粉、石灰石、铁矿石等矿产品），房屋销售等。

2015年，公司组织结构和部门设置未发生重大变化。截至2015年底，公司共有员工8,752人，员工结构未发生重大变化。

截至2015年底，公司合并资产总额253.80亿元，负债合计235.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）18.18亿元，其中归属于母公司所有者权益10.72亿元。2015年，公司实现合并营业收入60.53亿元，净利润（含少数股东损益）-16.75亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-16.19亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.96亿元，现金及现金等价物净增加0.36亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额249.21亿元，负债合计233.79亿元，所有者权益（含少

数股东权益) 15.42亿元, 其中归属于母公司所有者权益8.17亿元。2016年1~3月, 公司实现合并营业收入17.51亿元, 净利润(含少数股东损益)-2.76亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润为-2.55亿元; 经营活动产生的现金流量净额-4.23亿元, 现金及现金等价物净增加-4.47亿元。

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”)。

本期公司债券于2011年6月15日正式起息, 公司于2015年6月15日支付了自2014年6月15日至2015年6月14日期间利息。截至2015年底, 本期公司债募集资金已全部用于偿还银行借款和补充流动资金。

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。

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”)。

本期公司债券于2012年7月16日正式起息, 公司于2015年7月16日支付了自2014年7月16日至2015年7月15日期间利息。截至2015年底, 本期公司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, 钢铁行业下游行业普遍去库存导致用钢需求不振, 除房地产行业库存增速仍处高位之外, 其他主要下游行业产成品库存均出现负增长。2015年, 钢材价格大幅下跌, 钢铁企业呈现大面积亏损, 加上资金紧张, 钢铁行业形势加速恶化。

2015年, 全国钢材产量增速为0.43%, 较2014年进一步下滑; 全国粗钢产量出现了自1990年以来的首次下滑, 全年增速为-1.57%。从行业需求来看, 全国钢材和粗钢的表观消费量分别为

102,432.09万吨和69,467.16万吨,较2014年分别下降1.49个百分点和5.03个百分点;近年来, Myspic 综合钢价指数¹下降幅连续下跌5年,累计下跌56.56%,截至2015年底, Myspic 综合钢价指数为73.03点,较上年末下跌32.81点。从钢铁行业库存情况来看,据中国钢铁协会统计,12月底会员企业钢材和粗钢的库存分别为1,417.87万吨和297.40万吨;钢材库存水平同比增长10.00%,粗钢的库存同比下降23.42%,但仍然处于历史较高水平。

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

2. 原料供给

钢铁生产主要原料包括铁矿石和焦炭。

(1) 铁矿石

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

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

(2) 焦炭

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

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

3. 下游需求

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

(1) 基础设施建设

2015年,在促投资稳增长政策措施带动下,基础设施建设投资完成额为13.13万亿元,同比增长17.02%,增幅较去年下滑2.80个百分点。其中,铁路运输业、水上运输业、管道运输业等用钢

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

量较大的基础设施建设行业的投资完成额均呈现负增长态势。

（2）房地产开发

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

（3）制造业企业

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

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

4. 行业竞争

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

总体看，钢铁行业价格竞争激烈，行业内恶性竞争的经营现状未得到根本性改变。

5. 行业关注

（1）产能过剩矛盾恶化

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

（2）行业集中度过低

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

（3）产品结构不合理

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

不断紧缩；同时，技术升级和产品结构调整也将给钢铁企业带来较大的资本支出压力。

（4）环保成本上升

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

6. 行业政策

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

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

7. 行业发展

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

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1 2014年~2015年我国特钢产量情况（单位：万吨、%）

品种	2014 年	2015 年	变动率
非合金钢	4,531.12	5,017.65	11.00

低合金钢	3,804.44	3,194.40	-16.00
合金钢	2,386.60	2,397.18	0.00
不锈钢	749.85	605.03	-19.00

资料来源：我的钢铁网

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。2015年，由于钢铁行业低价格、低效益、低利润的局面仍在持续，当下国内废钢市场观望情绪增长。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。

2015年，在钢铁行业产能过剩形势依然明显的大环境下，特钢企业经营形势普遍出现下滑。2015年，从特钢行业内主要上市公司经营情况看，特钢企业营业收入均较2014年有所下滑，多数上市特钢企业净利润出现下滑。除西宁特钢出现较大规模亏损外，其他特钢上市公司保持盈利。

表 2 国内特钢上市公司 2015 年基本概况比较（单位：亿元、%）

代码	证券简称	营业收入			净利润		
		2014 年	2015 年	增长率	2014 年	2015 年	增长率
600117.SH	西宁特钢	71.67	60.30	-15.87	0.42	-16.19	--
600507.SH	方大特钢	114.43	81.11	-29.12	5.69	1.05	-81.52
000708.SZ	大冶特钢	73.39	61.69	-15.94	2.68	2.70	0.87
600399.SH	抚顺特钢	54.34	45.32	-16.60	0.47	1.97	318.94
002756.SZ	永兴特钢	39.94	33.49	-16.15	2.64	2.22	-16.11
002318.SZ	久立特材	28.94	27.10	-6.37	1.90	1.23	-35.35

资料来源：Wind 资讯，联合评级搜集整理。

总体看，在我国钢铁行业产能的严重过剩的背景下，特钢企业经营也受到一定冲击。但特钢行业整体未陷入大面积亏损。

四、管理分析

2016年5月27，经七届一次董事会决议，公司选举郭海荣为公司七届董事会董事长；聘任黄斌为公司总经理、法定代表人，聘任杨凯为公司董事会秘书，聘任彭加霖、梁煜忠、吴玉飞、肖飞虎、徐宝宁、张宏庆、张伟、尹良求为公司副总经理，聘任陈列为公司总工程师，聘任钟新宇为公司财务总监。

郭海荣先生，1965年出生，本科学历，高级工程师。郭海荣先生曾历任公司设备能源管理部部长，副总经理，总经理，公司第五届、第六届董事会董事。自2016年1月起，郭海荣先生任公司董事长。

黄斌先生，1972年出生，材料科学与工程专业博士，高级工程师。黄斌先生曾历任公司生产销售部部长，副总经理，公司第四届、第五届董事会董事。自2016年1月起，黄斌先生任公司总经理，第六届董事会董事。

目前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。

五、经营分析

1. 经营概况

2015年，国内经济增速放缓，下游行业需求进一步萎缩，行业内竞争加剧，钢材价格不断走低，受以上因素影响公司生产经营面临较大压力。2015年，公司实现营业收入60.53亿元，同比减少17.24%；营业利润-17.45亿元，出现较大幅度亏损；净利润-16.75亿元，较上年减少17.48亿元；其中归属于母公司所有者的净利润-16.19亿元，较上年减少16.61亿元。2015年，公司亏损主要系2015年以来，钢材价格整体较年初下滑，且财务费用较高等因素的综合影响所致。

从收入构成来看，2015年，为公司贡献较高营业收入和毛利润的房地产板块营业收入下滑严重，地产板块实现营业收入1.39亿元，较上年下降88.43%，地产板块收入占营业收入的比重下降15.17个百分点至1.98%，主要系公司子公司西钢置业因房地产建设周期影响可售项目不足，导致地产板块收入大幅减少所致。公司特钢产品中除合结钢和弹簧钢的营业收入较上年增加，其他特钢品种的营业收入均出现不同程度的下降；2015年，公司特钢板块实现营业收入54.86亿元，较上年下降4.90%。

表3 2014~2015年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014年			2015年			营业收入 同比增长	毛利率 变动情况
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率		
销售房屋	119,342.60	17.00	37.95	12,711.97	1.81	31.45	-89.35	下降 6.50 个百分点
物业服务	1,001.80	0.14	41.49	1,216.78	0.17	35.98	21.46	下降 5.51 个百分点
学前教育	55.38	0.01	-5.13	--	--	--	--	--
地产板块小计	120,399.78	17.15	37.96	13,928.74	1.98	31.85	-88.43	下降 6.11 个百分点
焦炭及化产品	75,210.70	10.71	2.09	54,086.20	7.70	-0.86	-28.09	下降 2.94 个百分点
煤炭板块小计	75,210.70	10.71	2.09	54,086.20	7.70	-0.86	-28.09	下降 2.94 个百分点
合结钢	329,357.44	46.91	9.78	373,784.18	53.24	-8.07	13.49	下降 17.85 个百分点
弹簧钢	94.59	0.01	9.21	841.64	0.12	-10.83	789.81	下降 20.05 个百分点
碳结钢	57,465.97	8.18	8.36	28,298.07	4.03	-13.89	-50.76	下降 22.24 个百分点
铁精粉	112,882.64	16.08	38.70	105,082.08	14.97	17.52	-6.91	下降 21.18 个百分点
滚珠钢	43,972.83	6.26	10.57	21,775.76	3.10	-9.56	-50.48	下降 20.13 个百分点
不锈钢	21,686.30	3.09	11.34	13,303.20	1.89	-9.06	-38.66	下降 20.40 个百分点
合工钢	7,831.66	1.12	12.88	4,988.24	0.71	-8.63	-36.31	下降 21.51 个百分点
碳工钢	1,196.90	0.17	9.75	538.96	0.08	-12.76	-54.97	下降 22.51 个百分点
铁合金	2,401.70	0.34	1.44	--	--	--	--	--
特钢板块小计	576,890.02	82.16	15.42	548,612.14	78.14	-3.57	-4.90	下降 18.99 个百分点
石灰石	3,850.71	0.55	42.80	4,320.32	0.62	41.45	12.20	下降 1.35 个百分点
铁矿石	1,015.57	0.14	60.45	403.31	0.06	51.30	-60.29	下降 9.15 个百分点
球团	5,628.04	0.80	1.25	--	--	--	--	--
块矿	--	--	--	353.95	0.05	0.50	--	--
采矿板块小计	10,494.32	1.49	22.23	5,077.58	0.72	39.38	-51.62	提高 17.15 个百分点
其他	5,059.21	0.72	2.73	34,005.16	4.84	0.55	572.14	下降 2.18 个百分点
内部抵销数	-85,938.78	-12.24	0.64	-69,368.53	-9.88	-0.14	-19.28	下降 0.78 个百分点
合计	702,115.24	100.00	19.68	586,341.29	83.51	-2.27	-16.49	下降 21.95 个百分点

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从细分产品看，2015年，公司收入占比较大的业务来自于合结钢、铁精粉、焦炭及化产品和

碳结钢。合结钢、铁精粉、焦炭及化产品的毛利率分别为-8.07%、17.52%和-0.86%，较上年分别下降17.85、22.24和2.94个百分点；主要系原材料成本下降幅度小于产品售价下降幅度，导致收入成本倒挂。虽然公司采矿板块和地产板块毛利水平较高，但两个板块收入合计占公司营业收入比重不足3%，对公司盈利规模的支持作用不明显。

2015年，毛利率较高的业务分别来自于房屋销售、铁精粉、石灰石和铁矿石；除铁精粉占公司营业收入比重较大以外，其余业务占比较小，对公司整体利润水平贡献度不高。2015年，公司铁精粉毛利率17.52%，较上年下降21.18个百分点，主要系钢铁行业景气程度很低，钢铁企业对原材料需求量大幅下降，导致铁精粉价格大幅下滑所致。基于同样的原因，公司其余钢制产品毛利率均出现不同程度的下滑。2015年公司主营业务综合毛利率为-2.27%，较上年下降21.95个百分点。

2016年1~3月，由于钢铁价格止跌回升，公司实现营业收入17.51亿元，同比增加49.74%；利润总额为-2.75亿元，亏损规模较上年同期减少0.76亿元；净利润-2.76亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-2.54亿元。受市场影响，公司主要产品钢材、铁精粉、焦炭销售价格回升缓慢，公司亏损规模依然较大。

总体看，受行业景气度下降、产品价格持续走低影响，公司钢铁板块经营业绩下滑明显；同时，公司西钢置业可售项目不足，公司房地产板块收入大幅下降。公司经营业绩出现较大规模亏损。

2. 业务运营

(1) 原料采购

公司对大宗物资普遍采用区域内采购以及集中采购模式，与同行业其他公司相同。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。2015年，主要原材料平均采购价格较2014年均呈下降趋势，采购价格下降使得公司营业成本下降2.14亿元，较上年减少5.13%。

表4 2014~2015年公司原燃料采购情况

产品	项目	2014 年	2015 年	变动率(%)
无烟煤	采购量(万吨)	7.06	7.75	9.77
	不含税采购均价(元/吨)	725.77	607.88	-16.24
焦炭	采购量(万吨)	66.10	45.52	-31.13
	不含税采购均价(元/吨)	865.49	787.71	-8.99
铁精粉	采购量(万吨)	168.03	139.39	-17.04
	不含税采购均价(元/吨)	723.40	567.93	-21.49
电力	采购量(万千瓦时)	125,731.97	102,324.34	-18.62
	含税采购均价(元/千瓦时)	0.422	0.416	-1.42

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”）和哈密博伦矿业有限责任公司（简称“哈密博伦”）满足小部分供应外，公司主要就近从青藏地区采购。2015年，公司铁精粉采购量较上年减少17.04%至139.39万吨；主要系下游订单减少，公司所需铁精粉下降所致。受下游钢铁行业不景气影响，铁精粉采购均价（不含税）下降21.49%至567.93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”），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。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，使公司在焦炭成本控制方面具有一定优势。2015年，公司焦炭采购量较上年减少31.13%至45.52万吨，采购均价（不含税）减少8.99%至787.71元/吨。

公司的能源主要为电力，2015年，公司采购电量为102,324.34万千瓦时，较上年下降18.62%；采购价格变化不大。公司所使用主要燃料还包含无烟煤，2015年，公司无烟煤采购量较上年增长9.77%至7.75万吨，采购均价（不含税）较上年减少16.24%至607.88元/吨。

表5 公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

年度	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2014 年	四川运亨实业股份有限公司	39,233.64	6.32
	青海百生洗煤有限公司	20,983.76	3.38
	乌海市正丰洗煤有限责任公司	18,774.45	3.03
	紫金矿业集团青海有限公司	17,338.84	2.79
	嘉峪关旭泰物资贸易有限责任公司	16,705.74	2.69
合计		113,036.43	18.21
2015 年	陕钢集团汉中钢铁有限责任公司	148,402.96	32.8
	陕西煤业化工国际物流有限责任公司西安浐灞分公司	46,960.59	10.38
	四川运亨实业股份有限公司	44,705.31	9.88
	中国铁路物资西安有限公司	15,002.19	3.32
	内江市富运经贸有限公司	9,497.72	2.1
合计		264,568.76	58.48

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2015年，公司前五大供应商采购金额占比为58.45%，较2014年上升40.27个百分点；主要系公司与供应商建立一体化对接联动机制，统一整合采购平台，减少采购中间环节，降低采购成本所致。2015年，公司采购集中度上升幅度较大，公司存在一定采购集中风险。

总体看，受钢铁行业景气性下降的影响，公司原材料采购成本均价出现较大幅度下降，有利于公司控制营业成本。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

截至2015年底，公司拥有450M³高炉2座、1080M³高炉1座，炼铁实际年产能为210万吨。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210万吨。2015年，公司未进行产能压缩，实际产量为134.76万吨。未来公司根据地方政府的总体安排，决定是否实施压减产能的计划。

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。公司生产设备运行稳定。2015年公司结合钢产量较上年增长16.26%至112.41万吨；弹簧钢产量较上年增长1,008.16%至2,394.52吨；主要系公司大小棒线生产线产量逐步上升且弹簧钢订单大幅上升所致；其他产品产量均出现下降。截至2015年底，公司主要产品库存均较上年有一定程度增长。

表 6 2014~2015 年公司各类特钢产品产情况（单位：吨、%）

产品	项目	2014 年	2015 年	变化率
结合钢	产量	966,916.01	1,124,119.33	16.26
	库存	5,060.65	6,597.10	30.36
合工钢	产量	10,087.39	8,125.31	-19.45
	库存	266.44	302.26	13.44
不锈钢	产量	29,675.19	20,845.03	-29.76
	库存	2,259.47	1,775.32	-21.43
弹簧钢	产量	216.08	2,394.52	1,008.16
	库存	2.14	9.37	337.85
滚珠钢	产量	72,999.50	44,883.29	-38.52
	库存	2,127.22	2,265.69	6.51
碳工钢	产量	2,913.83	1,688.55	-42.05
	库存	0	21.61	--
碳结钢	产量	199,544.34	145,740.26	-26.96
	库存	81.84	356.78	335.95

资料来源：公司提供

总体看，受订单减少影响，公司特钢产品产量总体呈现下降态势。

（3）产品销售

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。2015年，公司特钢产品仅合结钢和弹簧钢销量较上年出现增长。其中合结钢销量较上年增长16.78%，销售均价较上年减少32.30%；主要系公司出于稳定市场份额、维持客户合作关系等方面的考虑，接受较多中低端产品订单所致。2015年，公司其他特钢产品销量均出现较大幅度下滑，主要系下游需求缩减，订单减少所致。2015年第3、4季度，钢铁市场行情大幅度下滑，受此影响，公司特钢产品销售价格出现较大幅度下跌，以致公司利润规模大幅萎缩。

表 7 2014~2015 年公司各类特钢销售情况

产品	项目	2014 年	2015 年	变化率
合结钢	销量（吨）	959,804.89	1,120,814.49	16.78
	销售均价（元/吨）	3,431.50	2,323.19	-32.30
	产销率（%）	99.26	99.71	0.44
合工钢	销量（吨）	9,840.71	7,934.10	-19.37
	销售均价（元/吨）	7,958.43	6,287.09	-21.00
	产销率（%）	97.55	97.65	0.09
不锈钢	销量（吨）	27,654.35	21,239.10	-23.20
	销售均价（元/吨）	7,841.91	6,263.54	-20.13
	产销率（%）	93.19	101.89	8.70
弹簧钢	销量（吨）	213.94	2,385.12	1014.85
	销售均价（元/吨）	4,421.28	3,528.72	-20.19
	产销率（%）	99.01	99.61	0.60
滚珠钢	销量（吨）	71,669.21	44,703.07	-37.63
	销售均价（元/吨）	6,135.53	4,871.20	-20.61
	产销率（%）	98.18	99.60	1.42
碳工钢	销量（吨）	2,766.75	1,597.37	-42.27
	销售均价（元/吨）	4,325.99	3,374.07	-22.00
	产销率（%）	94.95	94.60	-0.35
碳结钢	销量（吨）	199,259.17	144,899.78	-27.28
	销售均价（元/吨）	2,883.98	1,952.94	-32.28
	产销率（%）	99.86	99.42	-0.43

资料来源：公司提供

2015年，公司在我国西部地区的销售收入占比在80%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60%以上。但受到下游需求大幅下降影响，公司收入规模较上年大幅减少16.49%；销售收入下滑较大的地区分布在华东、中南和东北地区，主要系运输半径较大，公司产品在以上三地不具备成本优势所致。

表 8 2014~2015 年公司销售区域分布情况（单位：万元、%）

区域		2014 年		2015 年		收入变动	占比变动
		销售收入	占比	销售收入	占比		
国内销售	华北地区	56,044.09	7.98	70,985.12	12.11	26.66	4.13
	华东地区	92,375.47	13.16	56,541.44	9.64	-38.79	-3.52
	西南地区	132,471.02	18.87	109,255.46	18.63	-17.53	-0.24
	中南地区	58,864.63	8.38	38,900.36	6.63	-33.92	-1.75
	西北地区	428,195.85	60.99	365,964.90	62.41	-14.53	1.42
	东北地区	19,421.39	2.77	13,088.92	2.23	-32.61	-0.54
出口		681.57	0.1	973.62	0.17	42.85	0.07
内部抵消		85,938.78	--	69,368.53	--	-19.28	--
合计		702,115.24	100	586,341.29	100	-16.49	--

资料来源：公司提供

2015年公司前五大销售客户分别为陕西煤业化工国际物流有限责任公司西安浐灞分公司、陕钢集团汉中钢铁有限责任公司、陕西集团韩城钢铁有限责任公司、四川铁投广润物流有限公司和中国铁路物资西安有限公司。公司前五大销售客户合计占销售收入比重为33.26%，较上年提高16.89个百分点，客户集中度尚可。

总体看，公司销售收入大幅下降，主要系行业下游需求不振，导致相关产品价格下跌所致。公司销售区域仍以青海周边的西南和西北地区为主，客户集中度风险较小。

3. 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月收购西钢置业公司，公司所开发房地产业务、收储土地均集中于西宁市。

表 9 截至 2015 年公司房地产开发情况

项 目	2014 年	2015 年	变动水平
房地产开发完成投资（万元）	42,938.00	24,741.00	-42.38%
房屋施工面积（万平方米）	20.80	8.00	-61.54%
房屋竣工面积（万平方米）	38.07	--	--
房屋销售面积（含预售）（万平方米）	24.73	3.50	-85.85%
土地储备情况（万平方米）	15.40	--	--
商品房销售均价（元/平方米）	4,100.00	4,100.00	0.00%
实际确认收入销售额（万元）	119,342.60	12,711.96	-89.35%

资料来源：公司提供

2015年，公司房地产业务因只有少量尾盘实现销售，实现销售面积3.5万平方米，较2014年减少21.19万平方米。2015年，公司房地产开发板块收入和盈利大幅下滑，房地产板块营业收入同比下降88.43%，毛利率同比减少6.11个百分点。

总体看，公司为降低业务集中风险，通过同一控制下的企业合并，注入房地产业务。由于可售房源不足的原因，进入2015年后，受建设周期影响，该板块业务规模明显萎缩，对公司收入规

模以及盈利水平的带动作用明显下降。

4. 在建项目

截至2015年底，公司重大项目有精品特钢小棒材生产线改造项目、精品特钢大棒材生产线改造项目、七角井铁矿技术改造深部开采项目和娘姆特井供工程。除娘姆特井供工程以外，其他重大项目已经建成投产，剩余项目内容主要为生产线的调整，后续投资规模相对较小。截至2015年底，公司完成重大项目投资32.71亿元。公司的投资项目主要是技术改造和为生产服务的配套设施建设及综合利用项目，项目建成后可大幅改善公司产品结构，提高生产效率和综合利用率，降低生产成本；相关项目完成后，将促使公司盈利水平得到一定的提升。

截至2015年底，公司已投产的精品特钢小棒材生产线改造项目和精品特钢大棒材生产线改造项目尚未转入固定资产，主要因为公司需要对已建成产线进行试生产和调试整备，从而导致实际完成时间超出预计。考虑到钢铁企业通常以在建项目尾期尚未完工、项目未进行最终决算等原因，推迟转入固定资产的时间，减少应计提折旧金额，提高企业利润水平。联合评级认为，应关注公司在建工程转入固定资产后一次性计提较大规模折旧对公司未来利润构成的侵蚀。截至2015年底，公司娘姆特井工工程实际投资已超预算，且后续还需投入一定资本；主要原因系矿区地质因素较地勘资料更加复杂，地质条件变化大，施工难度加大，需要边施工边摸索甚至二次施工，加之施工队伍不稳定更换频繁和数次意料外停工的影响，造成井工掘进工程建设投资超预算。最终，公司在建项目对于公司产品结构、生产效率和盈利水平的改善仍有待观察。

表 11 截至 2015 年底公司重大项目基本情况（单位：亿元）

项目名称	建设计划	计划 投资总额	截至 2015 年末 已完成投资	未来投资计划		
				2016 年	2017 年	2018 年
精品特钢小棒材生 产线改造项目	2012 年 8 月 ~2013 年 10 月	8.32	7.49	0.83	--	--
精品特钢大棒材生 产线改造项目	2013 年 10 月 ~2014 年 10 月	8.53	6.55	1.00	0.98	--
七角井铁矿技术改 造深部开采项目	2010 年 5 月 ~2014 年 12 月	6.73	7.73	--	--	--
娘姆特井供工程	2008 年 10 月 ~2016 年 12 月	13.53	15.5	1.88	--	--
合计		37.11	37.27	3.71	0.98	0.00

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在建项目较少，资金压力不大；在建项目未来完工后将改善公司产品结构，提升公司收入规模和盈利水平，但其效果仍有待观察。

5. 重大事项

2015年4月23日，公司公告正在筹划的非公开发行股票相关事宜。2016年3月30日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发行审核委员会对公司非公开发行 A 股股票申请进行审核。根据会议审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申请获得发行审核委员会无条件通过。根据《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）》，本次非公开发行股票的数量不超过90,389.90万股（含本数），募集资金总额不超过52.06亿元，扣除发行费用后全部用于偿还银行贷款。

本次发行前，西钢集团持有公司36,966.92股股份，占公司股本总额的49.87%，为公司的控股股东。本次发行后，西钢集团持有公司股本总额的22.47%，仍为公司的控股股东，青海省国资委

仍为公司实际控制人，因此本次发行不会导致公司的控制权发生变化。

表 12 公司非公开发行股票认购方案（单位：万元、万股、%）

认购对象	认购金额	认购数量	认购比例
青海省发展投资有限公司	不超过 144,000	不超过 25,000	27.66
上海穆昭投资合伙企业（有限合伙）	不超过 115,200	不超过 20,000	22.13
青海机电国有控股有限公司	不超过 57,600	不超过 10,000	11.06
青海省物资产业集团总公司	不超过 57,600	不超过 10,000	11.06
青海省汽车运输集团有限公司	不超过 57,600	不超过 10,000	11.06
邓建宇	不超过 57,600	不超过 10,000	11.06
新疆泰达新源股权投资有限公司	不超过 28,800	不超过 5,000	5.53
西宁特钢第一期员工持股计划	不超过 2,245.824	不超过 389.90	0.43
合计	不超过 520,645.824	不超过 90,389.90	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司本次非公开发行股票将扩大公司股本及净资产规模；改善公司财务结构，增强抗风险能力；满足公司日益增长的营运资金需求，为各项业务发展提供支持。截至2016年5月31日，公司尚未收到中国证监会的书面核准文件，公司将在收到中国证监会予以核准的正式文件后另行公告。联合评级将持续关注此事项的进展。

6. 经营关注

（1）由于主要钢材产品价格下跌，同时公司深处内陆运输成本高、无法享受铁矿石价格下跌的红利；导致亏损程度加大。

（2）公司的小棒线、大棒线项目属于国际先进、国内一流的装备，新技术的熟练掌握与运用还需要过程，其经营效益的体现仍需一段时间。

（3）2015年1月新《环保法》施行，钢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）2015年国内钢铁企业经营环境持续恶化，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。

7. 未来发展

未来几年，为应对行业低迷、经营业绩下滑的局面，公司将积极采取以下措施，提升公司效益水平。第一，公司将加强资本运作，通过股权融资方式给公司增加权益性资金，改善公司资产负债结构；同时，通过资金统一调配，提高资金运行效率，确保公司资金安全高效运行。第二、公司将在关键制造工序上进行标准化作业，以开展保质提效工作，促进公司产品质量提升。在关键技术保证上，公司将尽快发挥新工装性能优势。在关键体系认证上，公司将加快与斯凯孚、卡特彼勒等企业的合作步伐，确保顺利取得高端企业的质量体系认证。第三，在采购方面，公司将发挥采购专业作用和集团采购优势，主要目的是保障合理高效的询价、议价机制，并依靠物联网发展降低运输成本。在资源有效利用上，公司将通过自行开发、技术改进等方式，研制生产出有效益潜力的循环经济新产品，实现资源价值最大化。

公司未来的发展战略为：全面贯彻落实科学发展观，按照建设全国重要特种钢生产基地的战略部署，以科学发展为主题，以加快转变发展方式为主线，以创新改革为动力，以结构调整为抓手

手，做精做强钢铁主业，做大做实矿产资源开发产业，坚持延伸发展、协同发展、绿色发展、和谐发展，形成具有特色优势的核心竞争力和发展力，成为自主创新型、资源节约型、环境友好型，倍受社会尊重，具有强大综合实力的一流钢铁联合企业。公司将紧紧围绕技术、工艺、装备升级，质量、品种、操作升级，节能、减排、环保升级，人才培养，管理升级五条主线全面提升企业核心竞争力，提高企业的经济效益和盈利水平。

总体看，公司扭转经营困境的手段较为丰富，但以上措施具体落实情况有待进一步关注。公司发展战略符合国家的产业政策，坚持科技、创新、节能、环保的科学发展观，有利于公司的长期可持续发展。

六、财务分析

公司2015年度财务报告已经由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留审计意见。2016年一季度财务报表未经审计。2015年公司减少合并单位1家，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额253.80亿元，负债合计235.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）18.18亿元，其中归属于母公司所有者权益10.72亿元。2015年，公司实现合并营业收入60.53亿元，净利润（含少数股东损益）-16.75亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-16.19亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.96亿元，现金及现金等价物净增加0.36亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额249.21亿元，负债合计233.79亿元，所有者权益（含少数股东权益）15.42亿元，其中归属于母公司所有者权益8.17亿元。2016年1~3月，公司实现合并营业收入17.51亿元，净利润（含少数股东损益）-2.76亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-2.55亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.23亿元，现金及现金等价物净增加-4.47亿元。

1. 资产及负债结构

（1）资产

截至2015年底，公司资产总额253.80亿元，较年初增加11.87%，流动资产和非流动资产均出现一定程度增长。资产总额中，流动资产占比25.57%，非流动资产占比74.43%，其中流动资产占比小幅增长1.32个百分点；非流动资产占比较大，符合钢铁企业以固定资产为主的资产结构。

截至2015年底，公司流动资产合计64.89亿元，较年初增长17.96%，主要系货币资金增长所致；流动资产主要由货币资金（占比为51.22%）、应收账款（占比为9.09%）和存货（占比为29.98%）为构成。

截至2015年底，公司货币资金合计33.23亿元，较年初增加73.12%，主要系公司融资规模增加所致。货币资金中存在部分银行存款、银行承兑汇票保证金、信用证保证金等使用受限资金共计26.76亿元（占比80.51%），占比较高。

截至2015年底，公司应收账款账面价值为5.90亿元，较年初减少28.23%，主要系2014年西钢置业公司销售房款及青海江仓能源发展有限责任公司（以下简称“江仓公司”）应收焦炭款收回减少所致。公司对应收账款合计计提坏账准备0.44亿元，计提比例为7.07%；公司前五大客户应收账款期末余额为2.17亿元（占比34.18%），集中度较低。

截至2015年底，公司存货账面价值为19.46亿元，较年初减少10.92%，主要系公司对原材料计提大规模跌价准备所致。公司存货主要由原材料（占比27.83%）、在产品（占比19.50%）、库存商品（占比15.52%）和自制半成品（占比35.96%）构成，公司对存货计提减值准备合计3.55亿元

（计提比例为15.42%）。在行业景气度持续低迷阶段，公司存货面临一定的跌价风险。

截至2015年底，公司非流动资产合计188.91亿元，较年初增长9.92%，主要系在建工程增长所致；非流动资产主要由固定资产（占比为50.71%）、在建工程（占比为39.34%）和无形资产（占比5.90%）构成。

截至2015年底，公司固定资产账面价值为94.78亿元，较年初增长2.94%，主要由房屋建筑物（占比55.98%）和机器设备（占比42.37%）构成。公司固定资产中存在账面价值10.35亿元的机器设备用于借款抵押担保。公司固定资产累计折旧44.63亿元，并计提0.94亿元减值准备；成新率为68.94%，成新率尚可。

截至2015年底，公司在建工程账面价值为74.32亿元，较年初增长21.41%，主要系轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造项目投入较大所致。公司对在建工程累计计提0.93亿元减值准备，计提比例为1.24%。

截至2015年底，公司无形资产账面净值为11.15亿元，较年初减少4.45%，主要系摊销所致；公司对无形资产累计摊销2.51亿元。公司无形资产主要由土地使用权（占比77.13%）和采矿权（占比22.87%）构成。

截至2016年3月底，公司资产总计249.21亿元，较年初减少1.81%；其中，流动资产57.37亿元，较年初减少11.59%，主要系货币资金大幅减少所致；非流动资产191.84亿元，较年初增长1.55%。截至2016年3月底，公司流动资产占比23.02%，非流动资产占比76.08%；公司资产结构变动不大。

总体看，公司使用受到限制的货币资金占比较大；受钢材与原材料价格持续下行影响，存货面临一定跌价风险，且对公司资金形成一定占用；公司固定资产规模较大，成新率尚可。综合看，公司资产质量一般。

（2）负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计235.62亿元，较年初增长22.79%，主要系流动负债大幅增长所致。其中，流动负债占比80.87%，非流动负债占比19.13%；公司资产负债结构不合理。

截至2015年底，公司流动负债合计190.55亿元，较年初增长29.87%，以短期借款（占比36.59%）、应付票据（占比23.65%）、应付账款（占比15.85%）、其他应付款（占比12.32%）和一年内到期的非流动负债（7.04%）为主。

截至2015年底，公司短期借款合计69.72亿元，较年初增加21.32%，主要系公司通过短期的间接融资维持日常经营所致。公司短期借款由质押借款（占比5.40%）、抵押借款（占比2.73%）、保证借款（占比69.18%）和信用借款（占比22.70%）构成。

截至2015年底，公司应付票据合计45.07亿元，较年初增长42.56%，主要受2015年度宏观经济下行压力的影响，企业资金困难，采用票据结算的规模扩大增加所致。公司应付票据由银行承兑汇票（占比15.36%）和商业承兑汇票（占比84.64%）构成。

截至2015年底，公司应付账款合计30.21亿元，较年初增长5.41%，变动不大，公司应付账款主要由货款、建设周期较长的技改与基建项目未结算工程款构成。

截至2015年底，公司其他应付款合计23.47亿元，较年初增加39.28%，主要系公司向控股股东借款增长所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债合计13.42亿元，较年初增加200.25%，主要系公司2013年、2014年发行10亿元非公开定向债务融资工具将在一年内到期²，公司将该部分债务重

² 其中，“西宁特殊钢股份有限公司2013年度第一期非公开定向债务融资工具”发行金额5.00亿元，已于2016年3月到期；其中，“西宁

分类所致。

截至2015年底，公司非流动负债合计45.07亿元，较年初减少0.21%，基本保持稳定；公司非流动负债主要由长期借款（占比18.84%）、应付债券（占比38.28%）和长期应付款（占比37.84%）构成。

截至2015年底，公司长期借款合计8.49亿元，较年初增长0.12%。公司长期借款由抵押借款（占比16.35%）、保证借款（占比37.55%）和信用借款（占比46.10%）构成。公司长期借款中2017年年内到期的金额为7.94亿元（占比93.52%）、2018年年内的到期的金额为0.55亿元（占比6.48%），公司还款压力集中在2017年。

截至2015年底，公司应付债券合计17.25亿元，较年初减少36.40%，其中3.00亿元的“14江仓债”³将于2017年到期、10亿元债务将于2019年到期、4.30亿元债务将于2020年到期。

截至2015年底，公司长期应付款合计17.05亿元，较年初增加122.05%，主要系公司本期新增售后回租业务12.5亿元所致。

截至2015年底，公司全部债务合计194.88亿元，较年初增加26.40%；其中，短期债务占比78.04%，长期债务占比21.96%。公司短期债务规模很大，短期内公司存在很大的支付压力。2015年，公司资产负债率由2014年的84.58%上升至92.84%，较上年提高8.26个百分点；公司全部债务资本化比率由2014年的81.50%上升至91.47%，较上年提高9.96个百分点；长期债务资本化比率由2014年的55.30%上升至70.18%，较上年提高14.88个百分点。2015年，公司债务指标进一步恶化，且各项指标均处于很高水平。总体看，公司债务负担很重。

截至2016年3月底，公司负债合计233.79亿元，较年初减少0.77%；其中流动负债185.29亿元，较年初减少2.76%，主要系应付票据减少所致；非流动负债48.50亿元，较年初增长7.62%，主要系长期借款大幅增加所致。公司流动负债占比79.25%，非流动负债占比20.75%；公司资产负债结构失衡的情况未得到改善。截至2016年3月底，全部债务合计148.26亿元，较年初减少23.92%；其中，短期债务占比80.40%，长期债务为占比19.60%。截至2016年3月底，公司资产负债率为93.81%，公司全部债务资本化比率为90.58%，长期债务资本化比率为65.34%。

截至2015年底，公司所有者权益合计18.18亿元，较年初减少48.03%；归属于母公司所有者权益合计10.72亿元（占比58.95%），其中，实收资本占比69.15%，资本公积占比37.31%、盈余公积占比17.96%；由于2015年公司陷入亏损，其未分配利润为负。实收资本和资本公积占比高，但考虑到少数股东权益占比较高，公司权益结构的稳定性一般。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计15.42亿元，较年初减少15.21%；归属于母公司所有者权益合计8.17亿元，较年初减少23.76%。

总体看，公司负债规模大幅提升。债务负担进一步加重，资产负债结构严重失衡；短期内面临很高的风险。公司权益结构的稳定性一般。

2. 盈利能力

受国内钢铁行业产能过剩、供需不平的矛盾影响，公司2015年实现营业收入60.53亿元，同比减少17.24%。同时，受原材料价格下降幅度小于特钢产品价格下降幅度的影响，2015年，公司营业成本为61.58亿元，同比增长5.58%；以致公司经营出现成本倒挂的情况，公司当年营业利润亏损17.45亿元，净利润亏损16.75亿元，其中归属于母公司所有者的净利润亏损16.19亿元。

特殊钢股份有限公司2014年度第一期非公开定向债务融资工具”发行金额5.00亿元，已于2016年6月到期。

³ “14江仓债”的发行主体为青海江仓能源发展有限责任公司。公司持有青海江仓能源发展有限责任公司35%的股份，由于公司能够决定该公司财务和经营政策，从而对其实施控制；因此将其认定为子公司，纳入合并财务报表的合并范围。

2015年，公司期间费用总额为11.85亿元，同比增长1.27%，费用收入比为19.57%。其中，销售费用为2.42亿元，同比增长14.65%，主要系公司营销费用增加所致；财务费用为5.92亿元，同比减少2.32%；管理费用合计3.51亿元，较上年减少0.57%。2015年，公司期间费用中销售费用占比20.40%，财务费用占比49.97%，管理费用占比29.63%；其中计入财务费用的利息支出占公司期间费用总额的38.04%，公司利润因此受到较大侵蚀。总体看，由于公司债务负担沉重，以致财务费用支出规模较大，进一步加重了公司亏损的程度。

从盈利指标来看，由于公司2015年呈亏损状态，公司当年净资产收益率、总资产收益率、销售毛利率均较上年出现大幅下滑，分别为-63.02%、-6.09%和-2.11%。与同行业上市公司相比，公司净资产收益率、总资产收益率、销售毛利率处于行业最低水平；总体上看，2015年公司盈利能力指标大幅下滑，整体盈利能力弱。

表 13 2015 年特钢行业上市公司盈利指标情况（单位：%）

企业名称	净资产收益率	总资产收益率	销售毛利率
方大特钢	4.21	2.73	11.25
抚顺特钢	10.73	4.64	21.90
永兴特钢	9.67	10.06	9.66
久立特材	5.05	4.13	19.43
常宝股份	7.08	5.98	15.53
大冶特钢	7.93	6.17	10.81
以上企业均值	7.45	5.62	14.76
西宁特钢	-85.94	-5.09	-2.12

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

进入2016年1~3月，公司所处经营困境未得到改善，营业收入为17.51亿元，同比增加47.94%；利润总额为亏损2.75亿元，亏损额度同比增加1.99亿元；净利润为亏损2.76亿元，亏损额度较上年同期增加1.99亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为亏损2.55亿元，亏损额度较上年同期增加1.76亿元。

总体上看，受行业不景气影响，公司营业收入大幅下滑。受生产成本收入倒挂和期间费用规模较大影响，公司出现较大规模亏损。

3. 现金流

从经营活动来看，2015年，公司经营活动现金流入52.83亿元，同比增长24.56%，主要系公司收到退回保证金及押金以致收到其他与经营活动有关现金规模增加所致；公司经营活动现金流出64.79亿元，同比增长49.05%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致。2015年，公司购买商品、接受劳务支付的现金45.57亿元，较上年大幅增加136.79%，主要原因是2014年以来，公司与供应商达成协议以商业汇票进行往来结算，2015年陆续到期，导致公司大量资金支付。受上述因素影响，2015年，公司经营活动现金净流出11.96亿元，净流出规模较上年扩大1,035.25%；经营活动导致的现金流缺口大幅扩大。2015年，公司现金收入比为74.76%，较上年上升19.48个百分点；公司收入实现能力一般。

投资活动方面，2015年，公司投资活动产生现金流呈净流出状态，净流出规模为5.76亿元，净流出规模较上年减少9.40%。2015年，公司投资活动现金流出主要用于前期未完成的轧钢、炼钢系统工艺装备改造工作。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动现金流入合计132.85亿元，较上年增加24.32%，主

要系公司大幅增加融资规模所致，公司 2015 年筹资活动现金流入主要为借款所得。2015 年，公司筹资活动现金流出合计 114.77 亿元，较上年增加 15.42%，主要系公司支付大量借款保证金所致。受上述因素影响，2015 年，公司筹资活动现金净流入 18.08 亿元，同比增加 143.41%。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-4.23 亿元，同比减少 1,420.07%，主要系公司亏损，且应收账款上升现金回款减少所致；公司投资活动现金流量净额为-0.61 亿元，同比变动不大；公司筹资活动现金流量净额 0.38 亿元，同比减少 84.45%，主要系公司偿还 2013 年所发行非公开定向债务融资工具所致。

总体来看，2015 年，公司整体资金缺口大，自身资金周转严重依赖于外部资金的筹措，整体现金流状况较差。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率由 2014 年的 0.37 倍下降至 0.34 倍；由于公司对存货计提较大跌价准备，公司存货增长幅度较小，公司速动比率由 2014 年的 0.23 倍上升至 0.24 倍。受融资规模增加影响，公司现金短期债务比由 2014 年的 0.18 倍上升为 0.23 倍；但考虑到公司货币资金中使用受到限制的情况较高，公司短期偿债能力较差。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，由于公司亏损，公司 EBITDA 为-5.81 亿元，较上年减少 19.40 亿元。其中，折旧为 6.62 亿元、摊销为 0.47 亿元、计入财务费用的利息支出为 4.51 亿元，利润总额为-17.41 亿元；综合考虑到公司经营活动现金流量处于净流出状态，公司长期偿债能力较差。

截至 2015 年底，公司获得各银行授信合计 103.37 亿元，已使用 102.24 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年底，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

根据代码为 G10330324000045604 的人民银行征信报告，截至 2016 年 5 月 23 日，公司未结清信贷信息记录中存在 7 笔关注类贷款；公司已结清信贷信息记录中存在 12 笔关注类贷款、1 笔不良贷款和 6 笔关注类票据贴现，均已结清。

总体看，公司资产使用受到限制的规模较大，资产负债率很高，公司经营活动现金流呈持续净流出、且净流出规模较大，短期偿债压力较大，且整体债务负担很重。综合看，公司偿债能力较差。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产达 24.13 亿元，约为“11 西钢债”、“12 西钢债”剩余本金合计（4.42 亿元）的 5.46 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达 15.42 亿元，约为债券本金合计（4.42 亿元）的 3.49 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，2015 年，公司 EBITDA 为-5.81 亿元，对本期债券的偿付无保障作用。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 52.83 亿元，约为债券本金合计（4.42 亿元）的 11.95 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

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。公司对“11 西钢债”、“12 西钢债”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

公司分别于2011年7月11日和2012年8月21日发行的“11西钢债”、“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（以下简称“华融资产”）、中国信达资产管理公司实施债转股，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（以下简称“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（以下简称“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（以下简称“西矿集团”）签署的《增资扩股协议》的规定，青海国投投资5.34亿元、西部矿业集团有限公司投资11.000亿元，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。

2013年12月，根据“西钢集团2013年度股东会决议（西钢集团政字【2013】107号）”，通过了关于国有冶金矿山企业发展专项资金增加西钢集团注册资本的议案，将青海省2013年国有冶金矿山企业发展专项资金520万元增加青海省国有资产投资管理有限公司投入的注册资本，并于2014年1月办理了变更登记，变更后西钢集团的注册资本为人民币27.94亿元。

2014年6月，根据“西钢集团2014第一次临时股东大会决议（西钢集团政字【2014】34号）”，通过了五矿国际信托有限公司以信托资金权益性投资方式向西钢集团增资人民币现金10.00亿元，并于2014年11月办理了变更登记，变更后西钢集团的注册资本为人民币37.94亿元。截至2015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 14 截至 2015 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	11.10	29.25
西部矿业股份有限公司	11.00	28.99
中国华融资产管理公司	5.52	14.55
中国建设银行股份有限公司	0.33	0.86
五矿国际信托有限公司	10.00	26.35
合计	37.94	100.00

资料来源：西钢集团提供

2. 业务运营情况

2014年10月，西宁特钢通过同一控制下企业合并收购了西钢集团下属西钢置业。至此西钢集

团主营的钢铁业务和房地产开发业务均已由西宁特钢负责运营，经营分析见上文。

3. 财务状况

(1) 财务概况

西钢集团提供的2015年度审计报告已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）青海分所审计，并出具了标准无保留意见审计意见。在合并范围方面，由于西钢集团于2015年内出资设立青海卡约初禾生态农业科技有限公司，因此合并范围中新增该单位，由于该单位资产规模和收入规模较低，西钢集团2015年财务报告的可比性强。

截至2015年底，西钢集团合并资产总额258.42亿元，负债合计218.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.10亿元，其中归属于母公司所有者权益26.59亿元。2015年，西钢集团实现合并营业收入60.55亿元，净利润（含少数股东损益）-16.26亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-7.58亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.17亿元，现金及现金等价物净增加0.37亿元。

(2) 资产

截至2015年底，集团资产总额258.42亿元，较年初增长7.09%，主要系非流动资产增长所致。资产总额中，流动资产占比26.59%，非流动资产占比73.41%，流动资产占比略有下降；非流动资产占比较大，符合制造型企业以固定资产和在建工程为主的资产结构。

流动资产方面，截至2015年底，集团流动资产合计68.72亿元，较年初变化不大。集团流动资产主要由货币资金（占比48.44%）、应收票据（占比7.10%）、应收账款（占比8.58%）和存货（占比28.33%）构成。

截至2015年底，集团货币资金合计33.29亿元，较年初增长72.95%，主要系集团融资规模增加所致。货币资金中存在较大规模的银行承兑汇票保证金、信用证保证金、安全生产保证金等使用受限资金共计26.69亿元（占比80.17%），占比较高。

截至2015年底，集团应收票据余额为4.88亿元，较年初减少67.22%，主要系集团加强应付票据贴现力度所致。集团应收票据由银行承兑汇票（占比91.51%）和商业承兑汇票（占比8.49%）构成。

截至2015年底，集团应收账款账面价值为5.90亿元，较年初减少28.23%，主要系2014年西钢置业公司销售房款及青海江仓能源发展有限责任公司（以下简称“江仓公司”）应收焦炭款收回减少所致。集团对应收账款合计计提坏账准备0.45亿元，计提比例为7.07%；集团前五大客户应收账款期末余额为2.17亿元（占比34.18%），集中度较低。

截至2015年底，集团存货账面价值为19.47亿元，较年初减少10.87%，主要由于原材料价格大幅下跌，公司对原材料大规模计提跌价准备所致。集团存货主要由原材料（占比27.81%）、在产品（占比19.48%）、库存商品（占比15.51%）和开发成本（占比35.94%）构成，集团对存货计提减值准备合计3.55亿元（计提比例为15.41%）。集团对存货计提跌价准备规模较年初增加246.29%，主要系原材料价格下跌幅度较大所致。在行业景气度持续低迷阶段，集团存货面临一定的跌价风险。

非流动资产方面，截至2015年底，集团非流动资产合计189.70亿元，较年初增长9.89%，主要系在建工程大幅增长所致。集团非流动资产主要由固定资产（占比为49.97%）、在建工程（占比为39.18%）和无形资产（占比5.38%）构成。

截至2015年底，集团固定资产账面价值为94.79亿元，较年初增长2.94%，变化幅度小，主要由房屋建筑物（占比55.97%）和机器设备（占比42.37%）构成。集团固定资产中存在账面价值10.35

亿元的机器设备用于借款抵押担保。集团固定资产累计折旧44.63亿元，并计提0.94亿元减值准备；成新率为68.94%，成新率一般。

截至2015年底，集团在建工程账面价值为74.32亿元，较年初增长21.41%，主要系子公司西宁特钢轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造项目投入较大所致。

截至2015年底，集团无形资产账面价值为10.21亿元，较年初减少4.65%，主要系摊销所致；集团无形资产主要由土地使用权（占比75.03%）和采矿权（占比14.79%）构成。

总体看，集团货币资金中使用受限部分所占比重较大；集团存货规模较大，受钢材与原材料价格持续下行影响，存货面临较大跌价风险；集团固定资产规模较大，成新率一般。综合看，集团资产质量一般。

（3）负债和所有者权益情况

截至2015年底，集团负债合计218.33亿元，较年初增长18.65%，主要系流动负债大幅增长所致。集团负债中，流动负债占比77.23%，非流动负债占比22.77%；集团资产负债结构不合理。

流动负债方面，截至2015年底，集团流动负债合计168.61亿元，较年初增长25.64%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致；其中，以短期借款（占比41.35%）、应付票据（占比26.73%）、应付账款（占比17.92%）和一年内到期的非流动负债（7.96%）为主。

截至2015年底，公司短期借款合计69.72亿元，较年初增加21.32%，主要系子公司西宁特钢通过短期的间接融资维持日常经营所致。

截至2015年底，集团应付票据合计45.07亿元，较年初增长42.56%，主要公司受2015年度宏观经济下行压力的影响，企业资金困难，采用票据结算的规模扩大增加所致。

截至2015年底，集团应付账款合计30.21亿元，较年初增长5.42%，变动不大，集团应付账款主要由货款、建设周期较长的技改与基建项目未结算工程款构成。

截至2015年底，集团一年内到期的非流动负债合计13.42亿元，较年初增长200.25%，主要系集团子公司西宁特钢2013年、2014年发行10亿元非公开定向债务融资工具将在一年内到期，集团将该部分债务转到一年内到期的非流动负债所致。

非流动负债方面，截至2015年底，集团非流动负债合计49.72亿元，较年初减少0.17%，基本保持稳定；集团非流动负债主要由长期借款（占比17.08%）、应付债券（占比44.06%）和长期应付款（占比34.30%）构成。

截至2015年底，集团长期借款合计8.49亿元，较年初减少变化不大。公司长期借款由抵押借款（占比16.35%）、保证借款（占比37.55%）和信用借款（占比46.10%）构成。集团长期借款中2017年年内到期的金额为7.94亿元（占比93.52%）、2018年年内的到期的金额为0.55亿元（占比6.48%），公司还款压力集中在2017年。

截至2015年底，集团应付债券合计21.90亿元，其中3.00亿元的“14江仓债”将于2017年到期、10亿元债务将于2019年到期、4.70亿元的“14西宁特钢 MTN001”将于2021年到期、4.30亿元债务将于2020年到期。

截至2015年底，集团长期应付款合计17.05亿元，较年初增加122.05%，主要系集团子公司西宁特钢本期新增售后回租业务12.5亿元所致。

截至2015年底，集团全部债务合计176.06亿元，较年初增长21.46%；其中，短期债务为128.61亿元（占比73.05%），长期债务为47.45亿元（占比26.95%）。集团短期债务规模很大，短期内集团存在较高的支付压力。截至2015年底，集团资产负债率由年初的76.25%上升至84.48%；集团全

部债务资本化比率由年初的71.66%上升至81.45%；长期债务资本化比率由年初的45.54%上升至54.20%；集团债务指标进一步恶化。总体看，集团债务负担较重。

截至2015年底，集团所有者权益合计40.10亿元，较年初减少30.04%；归属于母公司所有者权益合计26.59亿元（占比66.32%），其中，实收资本占比142.68%，资本公积占比1.29%、专项储备占比0.48%；由于2015年集团陷入亏损，其未分配利润为负，占比-44.45%，未弥补亏损规模较大。集团权益的稳定性一般。

总体看，公司负债规模大幅提升，债务负担进一步加重，资产负债结构严重失衡；短期内面临很高的风险。

（4）盈利能力

2015年，西钢集团盈利来源主要来自于西宁特钢。2015年集团实现营业收入60.55亿元，较上年减少17.22%；主要系受到国内钢铁行业处于产能过剩、供需不平的矛盾态势的影响，集团营业成本和收入倒挂所致。集团2015年呈亏损状态，其中营业利润为-16.95亿元，较上年减少17.60亿元；净利润为-16.26亿元，较上年减少17.06亿元；其中归属于母公司所有者的净利润为-7.58亿元，较上年减少7.97亿元。

从期间费用来看，2015年集团费用总额为11.36亿元，较上年减少2.08%，主要系财务费用下降所致。其中，销售费用为2.42亿元，同比增长14.65%，主要系集团营销费用增加所致；财务费用为5.27亿元，同比减少9.18%，集团计入财务费用的利息支出较高；管理费用合计3.67亿元，较上年减少0.48%，管理费用控制较好。2015年，集团期间费用中销售费用占比21.28%，财务费用占比46.42%，管理费用占比32.30%；其中计入财务费用的利息支出占集团期间费用总额的33.81%，集团利润因此受到较大侵蚀。总体看，由于集团债务负担沉重，以致财务费用支出规模较大，进一步加重了集团亏损的程度。

从盈利指标来看，由于集团2015年呈亏损状态，集团净资产收益率由2014年的2.80%下降至-33.38%；总资产收益率由2014年的5.50%下降至-6.31%；营业利润率较2014年18.25%下降至-2.09%。总体上看，2015年集团盈利能力指标大幅下滑，整体盈利能力弱。

总体上看，受行业不景气影响，公司营业收入大幅下滑。受生产成本收入倒挂和期间费用规模较大影响，公司出现较大规模亏损。

（5）现金流

2015年集团经营活动现金流入较上年增长了24.45%，达到52.87亿元，主要系公司收到退回保证金及押金以致收到其他与经营活动有关现金规模增加所致。由于购买商品、接受劳务支付的现金大幅上升，以致集团2015年现金活动现金流出量大幅增加48.54%至65.04亿元，并致使集团经营活动产生的现金流缺口进一步扩大。2015年，集团经营活动现金流净流出12.17亿元，净流出量较上年增加10.86亿元。集团2015年现金收入比为74.77%，较上年有所提升，但收入实现质量较差。

投资活动方面，2015年，集团投资活动产生现金流呈净流出状态，净流出规模为5.76亿元，净流出规模较上年减少9.40%。2015年，集团投资活动现金流出主要用于集团子公司西宁特钢前期未完成的轧钢、炼钢系统工艺装备改造工作。

筹资活动方面，2015年，集团筹资活动现金流入合计132.85亿元，较上年增长14.51%，主要系集团融资规模大幅增加所致。集团筹资活动现金流出合计114.55亿元，较上年增长4.08%，主要系集团支付大量借款保证金所致。受上述因素影响，2015年，集团筹资活动现金净流入18.30亿元，同比增长207.41%。

总体来看，2015年，集团整体资金缺口大，自身资金周转严重依赖于外部资金的筹措，整体现金流状况较差。

（6）偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，西钢集团流动比率由年初的0.51倍下降至0.41倍；速动比率为由年初的0.35倍下降至0.29倍；主要系短期借款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。截至2015年底，集团现金短期债务比由年初的0.35倍下降至0.30倍，主要系短期债务大幅上升所致。西钢集团短期偿债能力指标进一步恶化，已处于较低水平。

从长期偿债能力指标看，2015年西钢集团 EBITDA 为-5.99亿元，EBITDA 对利息和全部债务保障能力较弱。西钢集团长期偿债能力较差。

截至2016年3月底，西钢集团对外担保3.00亿元，担保比率8.05%，被担保单位为西部矿业集团有限公司，担保到期日为2016年11月4日。

截至2016年3月底，西钢集团共获得中国银行、工商银行、建设银行等金融机构授信额度106.9亿元，未使用额度4.67亿元，西钢集团间接融资渠道有待拓宽。

根据西钢集团提供的《企业信用报告》，截至2016年4月15日，西钢集团在1993年至2007年间存在130笔不良和关注类已结清贷款，主要是由于在此期间西钢集团根据青海省人民政府批准，接受了华融资产管理公司和信达资产管理公司的债转股，并将原有贷款进行了债转股处置，最终已全部正常收回；近三年到期的债务融资工具均已按时还本付息。西钢集团无未结清的不良或关注类贷款。

总体看，西钢集团偿债能力较差。

4. 担保效果评价

以2015年底财务数据测算，“11西钢债”、“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1.71%、所有者权益总额的11.02%、经营活动现金流入量的8.36%，整体占比较低；但由于西钢集团2015年经营出现较大规模亏损，西钢集团EBITDA不能对公司债券起到保障作用。

综合来看，西钢集团经营状况下行，且整体资产质量一般，资产负债率较高；同时，由于西钢集团经营出现较大规模亏损，西钢集团对公司债券担保实力一般，该担保对“11西钢债”、“12西钢债”的保障作用有限。

九、综合评价

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，新收购的房地产业务起到一定分散经营风险的作用。同时，联合评级也关注到，受钢铁行业景气度低迷影响，公司收入大幅下滑；公司主要钢铁产品价格进一步下跌，同时，期间费用对公司经营性利润侵蚀较大、2015年公司出现较大规模亏损、债务负担进一步加重以及短期支付压力大等因素对公司信用水平的不利影响。

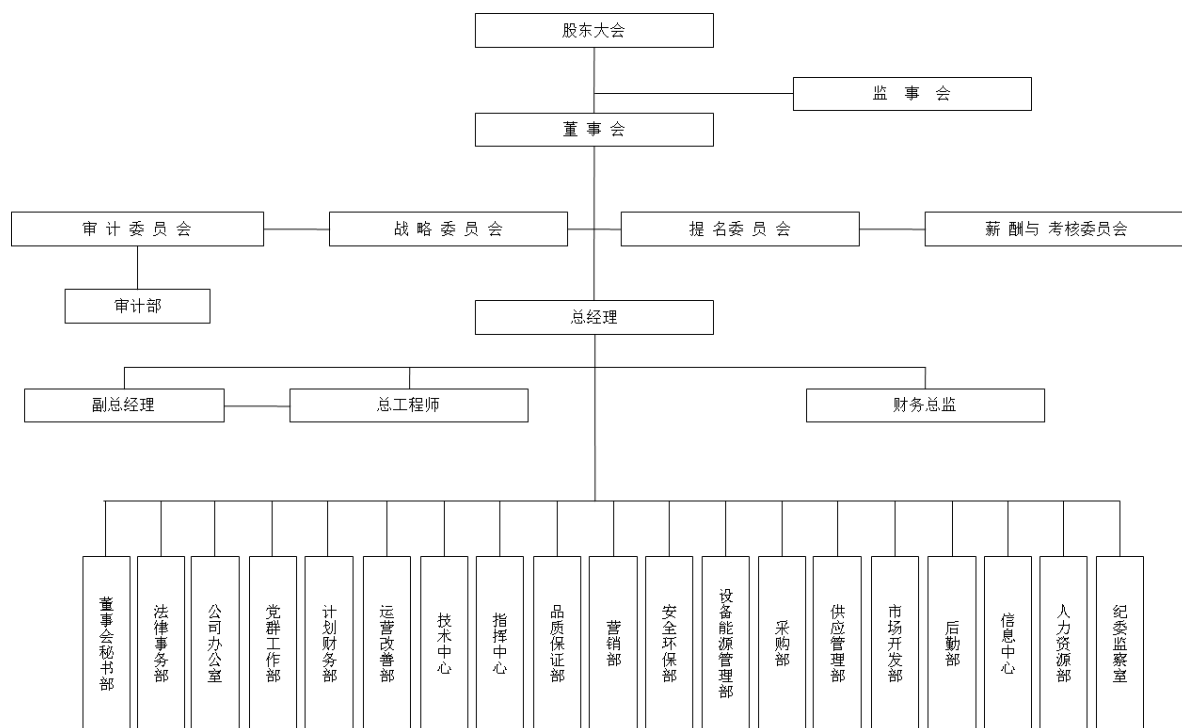
公司非公开定向发行 A 股股票申请已于 2016 年 3 月 30 日经中国证券监督管理委员会核准，但公司尚未收到书面核准文件。如果本次非公开发行股票完成，将扩大公司股本及净资产规模，改善公司财务结构，增强公司的抗风险能力。

虽然钢铁行业去产能政策逐步落实，但行业产能过剩的局面短期内难以得到改善，公司 2016 年一季度仍然是亏损状态。综合考虑上述因素，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

“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，跟踪期内，西钢集团出现较大规模亏损，其主要收入来源来自于西宁特钢，其所提供的担保对“11 西钢债”和“12 西钢债”的信用水平的提升有限。

综上，联合评级将公司的主体长期信用等级由“AA”调整为“AA-”，评级展望为“负面”，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	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	226.87	253.80	249.21
所有者权益（亿元）	34.99	18.18	15.42
短期债务（亿元）	110.89	152.09	119.19
长期债务（亿元）	43.29	42.79	29.06
全部债务（亿元）	154.17	194.88	148.26
营业收入（亿元）	73.14	60.53	17.51
净利润（亿元）	0.72	-16.75	-2.76
EBITDA（亿元）	13.61	-5.81	-2.75
经营性净现金流（亿元）	-1.05	-11.96	-4.23
应收账款周转次数(次)	13.62	1.63	--
存货周转次数（次）	3.23	2.69	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.25	--
现金收入比率（%）	55.29	74.76	19.87
总资本收益率（%）	7.26	-3.78	--
总资产报酬率（%）	6.65	-3.44	--
净资产收益率（%）	2.04	-63.02	--
营业利润率（%）	18.25	-2.11	-1.24
费用收入比（%）	15.99	19.57	14.79
资产负债率（%）	84.58	92.84	93.81
全部债务资本化比率（%）	81.50	91.47	90.58
长期债务资本化比率（%）	55.30	70.18	65.34
EBITDA 利息倍数（倍）	2.81	-1.29	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	-0.03	--
流动比率（倍）	0.37	0.34	0.31
速动比率（倍）	0.23	0.24	0.21
现金短期债务比（倍）	0.18	0.23	-2.28
经营现金流动负债比率（%）	-0.72	-6.28	--
EBITDA/待偿本金合计	3.08	-1.31	--

注：1、2016 年一季度年报表未经审计，指标未年化；

2、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	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	241.32	258.42
所有者权益（亿元）	57.31	40.10
短期债务（亿元）	97.03	128.61
长期债务（亿元）	40.25	30.39
全部债务（亿元）	137.27	159.01
营业收入（亿元）	73.15	60.55
净利润（亿元）	0.80	-16.26
EBITDA（亿元）	13.37	-5.99
经营性净现金流（亿元）	-1.31	-12.17
应收账款周转次数(次)	16.96	1.63
存货周转次数（次）	5.10	2.68
总资产周转次数（次）	0.61	0.24
现金收入比率（%）	55.29	74.77
总资本收益率（%）	5.50	-6.31
总资产报酬率（%）	5.62	-5.23
净资产收益率（%）	2.80	-33.38
营业利润率（%）	18.25	-2.09
费用收入比（%）	15.86	18.76
资产负债率（%）	76.25	84.48
全部债务资本化比率（%）	70.55	79.86
长期债务资本化比率（%）	41.25	43.12
EBITDA 利息倍数（倍）	2.94	-0.82
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	-0.04
流动比率（倍）	0.51	0.41
速动比率（倍）	0.35	0.29
现金短期债务比（倍）	0.35	0.30
经营现金流动负债比率（%）	-0.97	-7.22

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。