跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1522 号

西宁特殊钢股份有限公司：

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

西宁特殊钢股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

西宁特殊钢股份有限公司公开发行的“12 西钢债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　评级展望：列入评级观察

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
12 西钢债	0.40 亿元	8（5+3）年	AA	AA	2019.2.12

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：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	270.70	242.87	235.20	228.15
所有者权益（亿元）	35.93	37.05	16.64	16.80
长期债务（亿元）	43.67	50.33	53.40	47.63
全部债务（亿元）	196.17	159.57	173.86	147.18
营业收入（亿元）	73.90	74.34	67.87	18.86
净利润（亿元）	0.42	0.75	-20.38	0.11
EBITDA（亿元）	10.61	10.19	-7.95	--
经营性净现金流（亿元）	-18.57	4.16	-2.36	-0.12
营业利润率（%）	12.76	7.89	-0.77	10.90
净资产收益率（%）	1.56	2.06	-75.92	0.66
资产负债率（%）	86.73	84.74	92.93	92.64
全部债务资本化比率（%）	84.52	81.16	91.27	90.29
流动比率（倍）	0.39	0.45	0.43	0.57
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.06	-0.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.58	1.39	-0.89	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	26.47	25.41	-19.84	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	283.12	298.33	247.16
所有者权益（亿元）	47.31	40.33	13.85
营业收入（亿元）	73.95	84.74	75.05
净利润（亿元）	-0.11	-7.06	-26.64
经营性净现金流（亿元）	-18.90	0.15	-2.94
资产负债率（%）	83.29	86.48	94.40

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、2019 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；3、其他应付款和其他流动负债中的有息债务计入短期债务，长期应付款计入长期债务；4、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、市场开发能力等方面保持较强的竞争优势。2018 年 7 月以来，公司在青海省政府大力支持下全面启动改革脱困计划，积极开展精干特钢主业、剥离低效的铁前资产以及辅助业务、精简分流人员、扩大生产规模以及调整产品结构等各项措施；省内债权银行在为期三年的改革脱困过渡期内将公司借款授信调整为续贷和无还本付息方式，公司积极筹划市场化债转股事项。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处区域环境对经营制约较大、经营业绩大幅亏损、债务负担重以及短期支付压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司大力推进改革脱困举措与债务化解措施，公司整体竞争力有望得到提升。

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

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，并将其移出评级观察名单，评级展望为“稳定”；同时，维持“12 西钢债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．受供给侧结构性改革影响，国内钢铁行业经营环境有所好转，行业景气程度有所提升。国家将深入推进钢铁行业供给侧结构性改革，此举将有益于公司的经营发展。

2．在青海省政府大力支持下，公司全面启动改革脱困计划，积极开展精干特钢主业、剥离低效的铁前资产以及辅助业务、精简分流人员、扩大生产规模以及调整产品结构等各项措施。

3．省内债权银行在为期三年的改革脱困过渡期内将公司借款授信调整为续贷和无还本付息方式；同时，公司积极筹划市场化债转股事项。

4．“12 西钢债”的存续本金 0.40 亿元，公司较大的现金类资产、经营活动现金流入量对其覆盖程度很高。

关注

1．青海省较为严苛的环保政策会对公司经营活动产生较大的影响。

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

3．跟踪期内，公司经营业务呈大额亏损态势，所有者权益大幅下降。

4．公司债务负担较重，短期偿债压力较大，运营资金高度依赖于外部资金的筹措。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

卢　瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

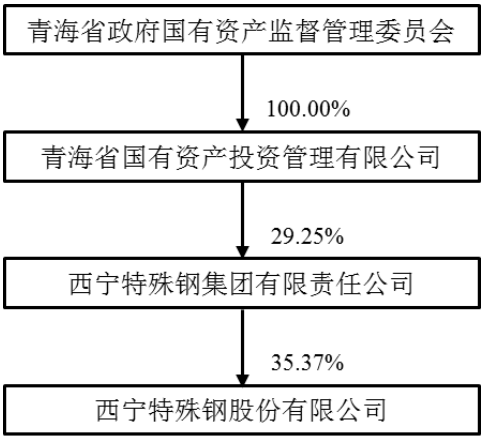
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“公司”或“西宁特钢”）成立于1997年10月，是由西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“西钢集团”）为主要发起人，联合青海省创业集团公司、青海铝厂、兰州碳素有限公司、吉林碳素股份有限公司、冶金工业部包头钢铁设计研究院和吉林铁合金厂共同发起，采取社会募集方式设立的股份有限公司。公司股票于1997年10月在上海证券交易所上市（股票代码为“600117.SH”，股票简称“西宁特钢”）。公司已于2006年3月23日实施股权分置改革。截至2018年底，公司总股本104,511.83万股，控股股东西钢集团持股比例为35.37%，公司实际控制人为青海省国有资产监督管理委员会。截至2019年6月14日，公司被质押股份合计31,060.00万股，占公司总股本的29.71%；其中控股股东西钢集团质押公司21,060.00万股股份，占总股本的20.15%，占其持有股份数的56.97%。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2018年，公司主要业务仍为特殊钢的冶炼和金属压延加工业务；公司组织结构和部门设置未发生重大变化；截至2018年底，公司共有员工6,668人。

截至2018年底，公司合并资产总额235.20亿元，负债合计218.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计16.64亿元，归属于母公司的所有者权益10.89亿元。2018年，公司实现营业收入67.87亿元，净利润（含少数股东损益）-20.38亿元，归属于母公司所有者的净利润-20.46亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.36亿元，现金及现金等价物净增加额1.08亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额228.15亿元，负债合计211.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计16.80亿元，归属于母公司的所有者权益11.10亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入18.86亿元，净利润（含少数股东损益）0.11亿元，归属于母公司所有者的净利润0.16亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.12亿元，现金及现金等价物净增加额2.82亿元。

公司注册地址：西宁市柴达木西路52号；法定代表人：尹良求。

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年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券已于2011年7月11日于上海证券交易所上市（证券简称：“11西钢债”，证券代码“122077.SH”）。本期债券由西钢集团提供全额不可撤销的连带责任担保。

根据《西宁特殊钢股份有限公司关于“11西钢债”回售实施结果的公告》，截至2016年6月20日，“11西钢债”的回售数量为987.66万张，回售金额为9.88亿元，剩余托管量为0.12亿元，回售资金已于2016年6月15日按时足额发放。回售结束后，公司选择上调本期债券票面利率100基点至6.75%，本期债券后3年票面利率为6.75%并保持不变。本期公司债券于2011年6月15日正式起息，公司于2019年6月17日兑付了本期公司债券的本金和最后一个年度利息。

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年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券已于2012年8月21日于上海证券交易所上市（证券简称：“12西钢债”，证券代码“122158.SH”）。本期债券由西钢集团提供全额不可撤销的连带责任担保。

根据《西宁特殊钢股份有限公司关于“12西钢债”回售实施结果的公告》，截至2017年7月17日，“12西钢债”的回售数量为389.91万张，回售金额为3.90亿元，剩余托管量为0.40亿元，回售资金已于2017年7月17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6.50%，本期债券后3年票面利率为6.50%并保持不变。本期公司债券于2012年7月16日正式起息，公司于2018年7月16日支付了自2017年7月16日至2018年7月15日期间利息。截至2018年底，“12西钢债”募集资金已全部用于偿还银行借款和补充流动资金。

三、行业分析

1．行业概况

伴随着国内经济发展进入“新常态”，供需关系面临着结构性失衡。在此背景下，我国政府提出了以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点任务的供给侧结构性改革；2018年，行业超额完成全年压减钢铁产能3,000万吨目标任务，提前两年完成钢铁去产能“十三五”规划1.5亿吨上限目标。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度依然持续回升，企业盈利持续增强；2018年，我国生铁、粗钢和钢材产量分别为7.71亿吨、9.28亿吨和11.06亿吨，同比分别增长3.00%、6.00%和8.50%；2018年，Myspic 综合钢材价格指数平均指数为153.14点，同比上升11.82点，其中1~10月高于上年同期，11~12月同比有所下降；进入2019年，钢材价格较年初有所上行，2019年4月24日指数为150.04点，较年初增长了9.52点。2018年，中钢协会员企业实现工业总产值3.46万亿元，同比增长14.67%；实现销售收入4.11万亿元，同比增长13.04%；盈利2,862.72亿元，同比大幅增长41.12%；资产负债率65.02%，同比下降2.63个百分点。

2．上游供给

钢铁行业上游原材料主要包括铁矿石和炼焦煤。由于国内钢铁行业景气度回升，铁矿石价格较上年略有回升；以进口62%铁矿石为例，2018年，铁矿石含税均价为606.16元/吨，较2017年均价上涨1.90%。从2018年全年层面来看，铁矿石价格运行特征为：价格波动，总体上行。以进口62%铁矿石为例，截至2018年底，铁矿石含税价为614.84元/吨，较年初小幅增长14.88元/吨；2018年年内最大价差约为95.26元/吨，波动幅度达到了16.75%。受淡水河谷矿难、高炉环保放开复产、三大矿山下调19年目标发运量影响，进入2019年以来，铁矿石价格上涨幅度较大；以进口62%铁矿石为例，截至2018年3月末，铁矿石含税价为646.15元/吨，较年初增长29.98元/吨，增幅为4.64%。

2018年，焦煤因部分限产而供给相对趋紧，国内炼焦煤价格居于高位，整体波动不大，价格呈上涨态势。2018年，中南地区主焦煤平均价格为1,458.88元/吨，较2017年均价上涨4.25%。2018年全年，炼焦煤价格变动不大；截至2018年底，中南地区主焦煤平均价格为1,490.00元/吨，较年初的1,440.00元/吨上涨3.47%；进入2019年，中南焦煤价格较为稳定，均价基本保持在1,490.00元/吨。

3．下游需求

2018年，国内固定资产投资完成额为63.56万亿元，同比增长5.90%，增速较上年下降1.3个百分点；固定资产投资增速的放缓是中国经济增速换挡的具体反映，符合宏观调控的预期。尽管投资增速放缓，但国内固定资产投资规模庞大对促进国内经济平稳协调发展发挥着关键作用。从基础设施建设层面看，受金融监管收紧、对融资平台监管以及 PPP 清理影响，2018年，国内基建投资完成额为17.62万亿元，同比增长1.79%，增速较上年大幅下降13.14个百分点。2019年以来，城投融资政策边际放松、地方政府专项债限额增加、更大规模的减税以及逆周期调节力度加大的背景下，预计基建投资有望持续回升。从房地产开发层面来看，2018年，国内房地产开发投资完成额为12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年上升2.50个百分点；国内房屋施工面积增长率为3.90%；国内房屋新开工面积增长率为17.20%，为2018年钢铁产业发展提供了良好的市场基础。进入2019年，房地销售增速同比大幅下行，预计会带动房地产投资增速下行，或对钢铁市场产生较大的不利影响。

4．行业竞争

国内钢铁行业集中度偏低，且提升速度缓慢；2017年，国内钢铁行业集中度（CR10）为36.9%，较2016年回升1.0个百分点，距60%的钢铁产业集中度目标仍有很大的差距。2018年以来，河北、江苏、河南等地陆续出台钢铁产业整合规划。而钢铁行业并购基金逐渐成为钢铁产业整合的市场化、资本化运作主体。继2017年中国宝武集团联合 WL 罗斯公司、中美绿色基金、招商局集团设立四源合钢铁产业结构调整基金整合重庆钢铁资产以来，另有长城河钢产业发展基金、山西钢铁产业结构调整基金、华宝冶金资产管理有限公司等三个并购基金陆续成立。钢铁行业并购基金依托钢铁以及上下游产业链整合拓展为重点，在钢铁产业并购重组中的作用逐渐显现，将加速全国钢铁产业集中度提升与整体产业优化升级。

5．行业关注

（1）2018年，房地产等行业需求的持续增长，推动钢铁行业继续回暖；预计2019年我国 GDP 增速将低于6.50%，房地产热度、汽车销售量有所下降，或对钢材的需求将带来较大影响，钢材或均价略有下移，钢铁企业利润将逐渐回归至理性区间。

（2）随着钢铁企业效益好转，新增产能、“地条钢”死灰复燃和已化解产能复产冲动仍然存在，

环保不再“一刀切”，部分环保达标的钢铁企业将释放产能。同时，随着电炉钢产能大幅度增加并不断释放，已基本弥补了清理“地条钢”出清的产能，这对钢铁行业供需基本平衡的局面带来一定冲击，给保持钢材价格在合理区间增加难度。

（3）三大矿山下调2019年目标发运量以及焦化行业去产能和行业整合继续推进，铁矿石和焦炭供应整体上呈偏紧态势，铁矿石价格预计会有所持续上行，焦炭价格仍有望高位震荡运行，钢铁企业制造成本呈上涨趋势。

（4）环保政策日益严苛，对钢铁企业的成本控制以及产能利用率产生一定影响。随着去产能政策以及环保政策的趋严，将对钢铁企业的盈利水平以及产能方面造成一定冲击。

6．行业政策

2018年，供给侧结构性改革仍是国内钢铁行业政策的核心，政策要求基本完成“十三五”期间压减粗钢产能1.5亿吨的上限目标任务；由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主。落实钢铁煤炭行业化解过剩产能国有资产处置损失有关财务处理规定等政策，依法依规加快去产能企业国有资产处置；鼓励钢铁企业围绕钢材产品目标市场定位和根据下游企业需求，加强与下游企业的协作，实现钢铁材料制造供应商向材料解决方案综合服务商转变。

7．未来发展

钢铁行业去产能任务提前完成，钢铁行业脱困发展成效明显，但行业集中度较低、企业生产专业化不足、产品结构失衡等问题长期存在。推动钢铁行业兼并重组，提高产业集中度、建立高质量供给体系、提升行业防范风险能力、减轻区域环境压力是钢铁行业实现高质量发展、规模化效益的必由之路，加速推动钢铁行业兼并重组将是未来改革工作重点。

四、管理分析

2018年，公司董事长郭海荣、董事杨忠、董事兼总经理黄斌、副总经理徐宝宁、副总经理程新峰和副总经理张伟因工作原因离任；董事会选举尹良求为公司董事长，选举张伟为公司董事兼总经理，公司聘任于斌、张伯影为公司副总经理，聘任周泳为财务总监。

尹良求，男，汉族，1966年9月出生，湖南邵东人，中共党员，硕士研究生学历，高级工程师。历任公司销售部部长、营销部第一副部长、供销部副部长、安全环保部副部长、物资管理部副部长、副总经理、七届董事会董事长。现任西宁特殊钢股份有限公司八届董事会董事长。

张伟，男，汉族，1973年10月出生，河北获鹿人，中共党员，硕士研究生学历，高级工程师。历任公司炼钢分厂厂长助理、副厂长、铁钢轧分厂厂长、总经理助理、营销部部长、副总经理、总经理、七届董事会董事。现任西宁特殊钢股份有限公司八届董事会董事、总经理。

公司管理制度未发生重大变化。

五、经营分析

1．经营概况

2018年，公司主营业务范围未发生变动，公司主营产品亦未发生变动，主营业务收入占比98.47%，主营业务突出。2018年，公司实现营业收入67.87亿元，较上年下降8.71%，主要系房地产、矿石采选与其他行业收入下降所致；实现营业利润为-17.40亿元，再次陷入亏损，公司实现净利润-20.38亿

元，主要系主要系投资收益同比大幅下降、焦炭及合金价格大幅上涨、下半年集中安排主要产线检修、在建工程转固导致折旧大幅提高、借款利息停止资本化、对冬储材料计提减值以及对部分固定资产进行了报废处理所致。

从收入构成来看，2018年，公司地产板块收入1.52亿元，较上年减少51.13%，主要系受地产板块开发节奏影响，本期公司地产项目结转规模下降所致；公司钢铁行业板块收入62.85亿元，较上年增长22.56%，主要系销量增加所致；公司煤炭行业收入为9.67亿元，较上年增长12.04%，主要系煤炭价格上涨所致。受上述因素影响，2018年，公司房地产板块收入占比为2.28%，较上年下降1.90个百分点；钢铁板块收入占比为94.06%，较上年提升25.07个百分点；煤炭行业收入占比为14.48%，较上年提高2.86个百分点。除此之外，矿石采选以及其他行业收入占比仍然较低，变动不大。

从毛利率来看，2018年，公司地产板块毛利率15.79%，较上年下降7.08个百分点，主要系尾盘销售价格较低所致；公司钢铁板块毛利率为-2.60%，较上年下降7.89个百分点，主要系销售钢材价格下降以及废钢、铁矿砂、钼铁、钒铁和焦炭采购成本提高所致；公司煤炭行业毛利率为11.86%，较上年变动不大。综合上述因素，2018年，公司综合毛利率为-0.02%，较上年下行8.85个百分点。

表 1　近年来公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产板块	10.48	14.19	40.24	3.11	4.18	22.87	1.52	2.28	15.79
钢铁行业	45.48	61.55	6.90	51.28	68.99	5.29	62.85	94.06	-2.60
煤炭行业	5.52	7.47	11.11	8.63	11.62	12.49	9.67	14.48	11.86
矿石采选	4.30	5.82	21.86	5.36	7.21	35.00	0.19	0.28	31.72
其他行业	35.57	48.14	0.55	39.17	52.69	0.25	20.72	31.01	0.38
内部抵销数	-30.79	--	--	-34.84	--	--	-28.13	--	--
合计	**70.57**	**95.50**	**12.67**	**72.70**	**97.80**	**8.83**	**66.83**	**100.00**	**-0.02**

资料来源：公司年报，联合评级整理。

2019年1~3月，公司营业收入为18.86亿元，同比增加13.89%，主要系按照青海省政府、国资委各项改革部署中“提产达效、统筹生产”安排，公司钢铁产量提高所致；公司实现营业利润412.86万元，同比下降70.88%，主要系控股子公司江仓能源公司焦炭销售价格下降导致毛利率同比减少所致；公司实现净利润0.11亿元，同比下降17.42%。

总体看，2018年，公司钢铁板块收入增幅较大，但是受原料采购价格大幅上涨影响，钢铁板块毛利率大幅下降，导致综合毛利率大幅下降；公司煤炭和其他行业销售收入有所增长，毛利率仍保持在较高水平。

2．特钢板块业务运营

（1）原料采购

公司主营业务突出，2018年，主要原材料采购品种较上年无变化。采购数量方面，2018年，公司无烟煤、焦炭、铁精粉和电力采购量均有所增长，主要系公司当年钢材产量增长所致；铁精粉采购量有所下降，主要系区域内铁矿石资源供应能力下降以及公司增加使用废钢炼钢所致。公司无烟煤和焦炭采购价格增幅较大，主要系煤炭行业供给侧改革导致煤炭价格高位运行以及公司本年度采购冬储原料时间推后所致；公司铁精粉采购价格较上年采购均价提高83.18元/吨，主要系青海和甘肃祁连山地区矿山受环保政策趋严影响，开工不足，公司不得不大量从港口采购进口铁矿所致。

表 2　近年来公司原燃料采购情况

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
无烟煤	采购量（万吨）	4.15	4.37	9.83
	不含税采购均价（元/吨）	654.20	1,027.46	973.25
焦炭	采购量（万吨）	54.74	57.25	62.60
	不含税采购均价（元/吨）	829.75	1,655.82	2,003.47
铁精粉	采购量（万吨）	122.75	157.50	214.81
	不含税采购均价（元/吨）	599.19	634.26	717.44
电力	采购量（亿千瓦时）	9.80	10.31	11.44
	含税采购均价（元/千瓦时）	0.4125	0.3823	0.3960

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2018年，公司前五名供应商采购额28.40亿元，占年度采购总额的28.86%，采购集中度尚可。

2019年以来，青海和甘肃祁连山地区矿山企业逐步完成环保整改，复产进程加快，供应能力快速增长；公司已与重点铁矿企业签订框架协议锁定省内原料资源255万吨，提升了区域内铁矿资源保障能力。

总体看，受青海及祁连山地区环保政策趋严影响，公司铁精粉采购价格大幅增长，采购量有所下降；受煤炭供给侧改革影响，公司无烟煤和焦炭采购价格有所提高；进入2019年，青海及祁连山地区矿山复产进度加快，公司与重点矿山签订协议锁定铁矿石供应，公司铁矿石采购相对成本会有所下降。

（2）产品生产

公司的特钢产品主要应用在铁路、军工、汽车、石油等行业，其中铁路轴承套圈用钢、铁路轴承滚子料、Cr13型不锈钢棒材、合金结构钢 CrMnSi 系列、模铸轴承钢、高端钎具用钢、康明斯及雷诺发动机凸轮轴用钢、高质量汽车齿轮钢、装甲车扭力轴用钢、氧化铝及煤化工行业棒磨料用钢、石油化工耐腐蚀用钢、石油钻头用钢十二个品种在国内市场具有垄断地位。

2018年，公司采取以销定产和以产定销的生产、销售策略，加大生产量以提高产能利用率，从而降低吨钢完全成本，提高经营效益。2018年，公司生铁、粗钢产能较上年未发生变化，钢材产能增长40万吨/年；生铁、粗钢和钢材产量较上年分别增长了21.50%、15.49%和15.52%；受上述因素影响，公司生铁、粗钢产能利用率均大幅提高；钢材产能利用率为73.19%，较上年有所下降。

表 3　近年来公司主要钢铁业务产能产量情况

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
生铁	产量（万吨）	96.61	102.43	124.45
	产能（万吨）	160	160	160
	产能利用率（%）	60.38	64.02	78.00
粗钢	产量（万吨）	114.87	119.56	138.08
	产能（万吨）	160	160	160
	产能利用率（%）	71.79	74.73	87.00
钢材	产量（万吨）	124.81	126.71	146.38
	产能（万吨）	160	160	200
	产能利用率（%）	78.01	79.19	73.19

资料来源：公司提供，联合评级整理。

具体产品来看，2018年，公司加大了销售价格有所增长的合结钢和碳结钢的生产力度，亦加大了价格下降幅度较小的不锈钢和滚珠钢生产力度；减少了价格下降幅度较大的合工钢和弹簧钢产量。（具体数据如下表所示）

表 4　近年来公司主要特钢产品产量情况

产品	2016 年	2017 年	2018 年
合结钢（万吨）	101.03	101.22	117.28
合工钢（万吨）	0.91	0.96	0.83
不锈钢（万吨）	1.68	1.97	2.26
弹簧钢（万吨）	0.04	0.08	0.07
滚珠钢（万吨）	6.53	5.49	7.11
碳工钢（万吨）	0.22	0.59	0.21
碳结钢（万吨）	14.40	16.48	18.62

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司积极响应国家去产能政策，淘汰落后设备，2018年，公司拆除一炼产线35T 电炉及配套设施属、平立式轧机装备、四座150m^{3}白灰竖窑等，计提固定资产处置损失2.62亿元。

总体看，2018年，公司采取以销定产和以产定销相结合的生产、销售策略，公司钢材产量大幅增长，产能利用率大幅提高；当年公司加大了合结钢、滚珠钢和不锈钢的生产力度，公司拆除一炼产线，固定资产处置损失较大。

（3）产品销售

2018年，公司聚焦重点行业、重点品种，紧密结合产线产量和产线规模，建立产品开发战略，特别是针对高质量齿轮钢、轴承钢、工模具钢等产品，实施“靶向开发”，对重点客户实施分档分类管理。公司将产品按照毛利水平划分为八个档次，持续做好产品的减亏增盈调整，深化销售体制机制改革，充分发挥技术服务的功能。公司采用以销定产和以产定销的生产、销售模式，2018年，公司加大了主要产品的市场推广力度；受特钢市场细分产品市场供需影响，合结钢、碳工钢和碳结钢销售价格有所增长，合工钢、不锈钢、弹簧钢销售价格有所下降，滚珠钢销售价格较为稳定。公司合结钢、不锈钢、碳结钢和弹簧钢销量均实现较大幅度的增长，碳工钢和合工钢销量有所下降；公司各类产品产销率均处较高水平。（具体数据见下表所示）

表 5　近年来公司主要特钢产品销售情况

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
合结钢	销量（万吨）	146.36	101.32	115.39
	销售均价（元/吨）	2,510.31	3,817.00	4,211.60
	产销率（%）	99.28	100.10	98.39
合工钢	销量（万吨）	0.93	0.95	0.75
	销售均价（元/吨）	6,649.03	8,243.00	7,915.02
	产销率（%）	98.77	98.96	90.37
不锈钢	销量（万吨）	1.82	1.94	2.01
	销售均价（元/吨）	6,823.05	8,294.00	7,959.22
	产销率（%）	97.77	98.48	88.94
弹簧钢	销量（万吨）	0.03	0.05	0.10
	销售均价（元/吨）	5,289.97	7,318.00	6,550.94

	产销率（%）	71.46	62.50	142.86
滚珠钢	销量（万吨）	6.39	5.71	6.80
	销售均价（元/吨）	4,867.04	7,473.00	7,412.96
	产销率（%）	94.54	104.01	95.64
碳工钢	销量（万吨）	0.21	0.59	0.21
	销售均价（元/吨）	3,514.49	3,483.00	4,459.98
	产销率（%）	94.38	100.00	100.00
碳结钢	销量（万吨）	14.37	16.49	18.35
	销售均价（元/吨）	2,568.02	3,466.00	3,737.59
	产销率（%）	99.51	100.06	98.55

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2018年，公司前五名客户销售额9.96亿元，占年度销售总额的14.90%，客户集中度较低。

2019年以来，公司拟调整销售区域结构，加大西北、西南、陕豫等就近区域钢材销售量，降低运输成本；调整产品结构，提高产品附加值，瞄准高端齿轮钢、非调质钢、高标轴承、军工、工程机械、石油化工、海洋工程、高端钎具等行业，提升高端产品规模；调整用户结构，加大高端用户开发力度，推进二、三方认证进度；加强过程成本管控、优化工艺，提高生产效率，增加效益。

总体看，2018年，特钢产品细分市场价格涨跌互现，公司主要产品合结钢和碳结钢价格有所增长，销量亦有所增长；弹簧钢和合工钢价格有所下降，销量亦有所下降；公司产品产销率处于较高水平；2019年以来，公司调整产品销售及开发策略，未来公司销售业绩有望得到改善。

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，其所开发房地产业务、收储土地均集中于西宁市。2018年，公司无新开工项目，主要以存量项目建设和销售为主，2018年公司房地产业务签约销售额为3.12亿元，签约销售面积为5.78万平方米；截至2018年末，公司在建面积合计39.54万平方米。

表 6　近年来公司房地产板块基本情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工项目（个）	1	3	--
新开工面积（万平方米）	11	32.46	--
竣工项目（个）	4	1	--
竣工面积（万平方米）	19.66	3.53	--
期末在建项目（个）	1	4	4
期末在建面积（万平方米）	10.61	39.54	39.54

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2018年，公司未有新项目开工，主要以存量项目的建设与销售为主；公司签约销售金额3.12亿元，可以为公司未来盈利提供一定保证。

4．重大事项

改革增效

2018年7月以来，在青海省委省政府支持下，公司加大改革增效力度，大幅压缩机构编制、管理

人员和领导干部编制，非生产人员特别是辅助及管理人员压缩50%，将人员和力量充实到基层生产一线，推动形成“小机关、大基层”的管理格局。同时，以各部门、各生产单位为主体，打破传统定员观念，重新梳理岗位定员，大幅精简用工数量，提高劳动生产率。力争2019年特钢主业用工从2018年7月的8,029人降至4,000人以内，3年内使实物劳动生产率达到较高水平。

资产剥离

2018年7月以来，大股东西钢集团在青海省委省政府支持下，启动全面改革脱困计划，其核心内容即精干特钢主业、剥离辅助业务、精简分流人员、扩大生产规模、调整产品结构、筹划以市场化债转股为主的一系列股权及资本运作，率先实现上市公司健康良性发展。置出低效的铁前、检修、物业、福利厂等资产及股权即是改革脱困计划中的一部分措施，体现了大股东西钢集团对公司的全力支持。

2018年，经公司董事会七届三十一次会议审议通过，公司设立了司青海西钢矿冶科技有限公司（以下简称“矿冶公司”），将公司铁水产线资产注入矿冶公司。经七届三十三次董事会及2018年第五次临时股东大会审议通过，同意将铁前资产及配套债权、债务、人员以资产组形式转入矿冶公司。经公司七届三十八次董事会审议通过，并于2019年3月11日召开2019年度第一次临时股东大会，同意以2018年12月31日为基准，将公司持有的矿冶公司51%的股权协议转让给大股东西钢集团，交易对价6.16亿元；经公司七届三十八次董事会审议通过，同意将公司持有的矿冶公司19.5%的股权通过产权交易市场公开拍卖，关联法人西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”）以2.36亿元竞买。截至2019年3月末，矿冶公司已归还公司借款2.70亿元，尚剩余11.31亿元，矿冶公司计划9月底前将所有借款偿还。

经公司七届董事会三十次会议审议通过，公司将所持有的西宁城北福利厂（以下简称“福利厂”）100%股权转让给大股东西钢集团。经双方协商按审计评估结果完成交易，交易对价为2,762.10万元，公司产生投资收益9.93万元。

经公司七届董事会三十次会议审议通过，公司将青海西钢置业有限责任公司持有的物业公司100%股权转让给大股东西钢集团。经双方协商按审计评估结果完成交易，交易对价为1,240.00万元，公司产生投资收益113.02万元。

经公司七届二十九次董事会审议通过，公司将持有的青海西钢野马泉矿业开发有限责任公司（以下简称“野马泉”）85%的股权、青海西钢它温查汉西矿业开发有限责任公司（以下简称“它温查汉西”）85%的股权在青海省产权交易市场按评估结果公开挂牌转让。经挂牌交易，交易对价合计1,668.78万元，公司产生投资收益10.76万元。

经公司七届三十次董事会审议通过，公司将持有的检修作业区65项通用设备资产转让给大股东西钢集团的下属全资子公司建安公司。经双方协商按审计评估结果完成交易，交易对价454.31万元，公司产生投资收益7.09万元。

经公司七届三十四次董事会审议通过，公司将下属控股子公司青海西钢置业有限责任公司所持有的商品混凝土站搅拌站部分固定资产转让给大股东西钢集团的下属全资子公司建安公司。经双方协商按审计评估结果完成交易，交易对价1,157.53万元，公司产生投资收益10.22万元。

债务化解

公司与相关债权银行达成一致意见，2019年1月24日公司债委会会议通过“省内债权银行在2019年~2021年为期三年的改革脱困过渡期内，借款授信全部调整为续贷和无还本付息方式”，公司后续拟通过中票、短融等融资方式，以及筹划债转股等运作方式，置换高成本借款及临时补充倒贷资金。

总体看，2018年以来，公司从内部优化生产组织方式、向大股东和关联股东剥离低效资产以及

债务负担化解三方面，落实改革脱困措施；未来随着公司继续落实改革脱困各项措施，公司经营业绩有望得到持续改善。

5．经营关注

（1）公司地处青藏高原，青藏高原地区经济基础薄弱，区域内钢材消化能力有限，严重的制约了公司周边区域销售钢材的能力。

（2）受地理环境的限制，公司原料采购和产品销售面临较高的运输成本，一方面削弱公司产品的价格竞争力，另一方面对公司盈利构成一定侵蚀。

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

（4）青海省地处三江源地区有所谓“中华水塔”之称，青海省“十三五规划纲要”将构筑国家生态安全保障放在规划的首位，钢铁及其上游是污染较为严重的行业，未来较为严苛的地区环保政策会对公司经营产生较大影响。

6．未来发展

2019年，公司将全力促进公司各产线全面提产增效、提质增效，持续深化高度计划高度管控模式，发挥体制机制改革优势，发挥计划引导、考核保障作用，调动各单位自主管理、自我完善的积极性和主动性，不断降低公司综合运行成本，大幅提升全要素生产效率，力争全面完成各项生产经营目标。2019年生产经营总体目标：生产钢175万吨，钢材170万吨，焦炭70万吨，完成商品房开发面积55万平方米。

总体看，公司以加强内部管理、降低综合运行成本、提升全要素生产效率的经营战略，有助于公司全面改革脱困。

六、财务分析

公司所提供的 2018 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司所提供的 2019 年 1~3 月财务报表未经审计。公司财务报表的编制依据最新会计准则完成。2018 年，纳入公司合并范围的子公司共 9 户，减少了子公司福利厂、野马泉和它温查汉西，同时增加了子公司青海西钢再生资源综合利用开发有限公司、青海西钢矿冶科技有限公司、青海西钢新材料有限公司，公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较好。

截至2018年底，公司合并资产总额235.20亿元，负债合计218.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计16.64亿元，归属于母公司的所有者权益10.89亿元。2018年，公司实现营业收入67.87亿元，净利润（含少数股东损益）-20.38亿元，归属于母公司所有者的净利润-20.46亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.36亿元，现金及现金等价物净增加额1.08亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额228.15亿元，负债合计211.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计16.80亿元，归属于母公司的所有者权益11.10亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入18.86亿元，净利润（含少数股东损益）0.11亿元，归属于母公司所有者的净利润0.16亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.12亿元，现金及现金等价物净增加额2.82亿元。

1．资产质量

截至2018年底，公司资产合计235.20亿元，较年初减少3.16%；其中，流动资产69.74亿元（占

29.65%），非流动资产165.46亿元（占70.35%），资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计69.74亿元，较年初增长2.59%，较年初变化不大；流动资产主要由货币资金（占37.29%）、应收账款（占5.81%）、预付款项（占5.34%）和存货（占46.91%）构成。

截至2018年底，公司货币资金为26.01亿元，较年初大幅增长23.87%，主要系向非银机构增加借款所致；使用受到限制的货币资金合计22.46亿元（占86.35%），主要为票据保证金和预售房资金监管。公司应收账款账面价值为4.05亿元，较年初大幅减少18.68%，主要系公司加大应收账款清欠力度，减少资金占用所致；公司对应收账款计提坏账准备0.42亿元，综合计提比例为7.84%；公司按欠款方归集的年末余额前五名应收账款汇总金额为0.60亿元（占11.17%），应收账款集中度不高。公司预付款项账面价值为3.72亿元，较年初大幅减少41.27%，系2017年末公司为锁定资源，支付了供应商货款，2018年到货结算，导致预付账款下降；公司按预付对象归集的年末余额前五名预付账款汇总金额为3.16亿元（占49.90%），预付款项集中度较高。公司存货账面价值为32.72亿元，较年初大幅增长8.69%，主要系原材料价格增长带动了原材料与在产品规模增加所致；公司存货主要由原材料（占30.39%）、在产品（占12.81%）、开发成本（占40.73%）和开发产品（占3.35%）构成；公司计提存货跌价准备3.56亿元，由于钢材、铁矿石、焦炭以及合金等原材料及产成品波动幅度较大，公司存货将面临一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计165.46亿元，较年初减少5.39%；非流动资产主要由固定资产（占75.79%）和在建工程（占18.56%）构成。

截至2018年底，公司固定资产账面价值为125.39亿元，较年初大幅增长22.02%，主要系在建工程转固所致；公司对固定资产累计计提折旧45.58亿元，固定资产成新率为73.35%，成新率尚可。公司在建工程账面价值为30.70亿元，较年初大幅减少45.81%，主要系已完工项目转固所致。

截至2018年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计69.20亿元，占公司资产总额的比重为29.42%，占比较高；其中受限货币资金规模为22.46亿元，占公司货币资金总额的比重为86.35%，受限情况较为严重。

截至2019年3月底，公司资产规模合计228.15亿元，较年初下降3.00%，整体变动不大；其中，流动资产85.71亿元（占37.57%），较上年末增长22.90%，主要系货币资金与应收账款增长所致；非流动资产142.44亿元（占62.43%），较上年末下降13.91%，主要系公司处置固定资产所致。

总体看，2018年公司资产规模变动不大，资产构成仍以非流动资产为主。货币资金存在较大规模使用受到限制的情况，较大的存货规模亦对公司资金构成一定占用，存在一定存货跌价风险；固定资产成新率尚可。综合看，公司资产质量一般。

2．负债

截至 2018 年底，公司负债合计 218.56 亿元，较年初增长 6.19%；其中，流动负债 161.84 亿元（占 74.05%），非流动负债 56.72 亿元（占 25.95%），负债结构以流动负债为主。

（1）流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债合计 161.84 亿元，较年初增长 6.22%；流动负债主要由短期借款（占 50.69%）、应付账款（占 18.95%）和其他应付款（占 17.08%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 82.04 亿元，较年初减少 4.61%，主要系信用借款大幅减少所

致。公司应付账款为 30.67 亿元，较年初减少 1.87%，较年初变化不大。公司其他应付款为 27.64 亿元，较年初大幅增长 103.71%，主要系大幅增加非金融机构借款所致；其他应付款主要由资金拆借（占 92.93%）构成，资金拆借债权单位主要是中国华融资产管理股份有限公司甘肃省分公司、青海国有资产投资管理有限公司、昆仑信托有限责任公司、中融国际信托有限公司和西钢集团等。公司一年内到期的非流动负债为 5.04 亿元，较年初大幅减少 49.72%，主要系归还借款所致。

（2）非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 56.72 亿元，较年初大幅增长 6.11%，主要系长期借款和长期应付款增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 82.71%）、长期应付款（占 10.73%）和递延收益（占 5.57%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 46.92 亿元，较年初增长 4.53%，主要由保证借款构成。公司应付债券为 0.40 亿元，较年初大幅减少 23.53%，主要系“11 西钢债”转至一年内到期的非流动负债所致。公司长期应付款为 6.08 亿元，较年初大幅增长 23.43%，主要系国家开发基金有限公司提供长期资金所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 173.86 亿元，公司短期债务为 120.46 亿元（占 69.29%），较年初增长 10.27%，主要系其他应付款中的资金拆款增加所致；公司长期债务为 53.40 亿元（占 30.71%），较年初增长 6.09%，主要系国家开发基金提供的长期资金增加所致。2017~2018 年，公司资产负债率分别为 84.74%和 92.93%，全部债务资本化比率分别为 81.16%和 91.27%；长期债务资本化比率分别为 57.60%和 76.25%；受当年公司大额亏损以及有息债务增加影响，公司债务大幅增加，债务负担很重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 211.35 亿元，较上年末下降 3.30%，整体变动不大；其中，流动负债 151.66 亿元（占 71.75%），较上年末下降 6.29%，主要系其他应付款下降所致；非流动负债 59.70 亿元（占 28.25%），较上年末增长 5.25%，主要系长期应付款增长所致。全部债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 156.14 亿元，较上年末下降 10.19%；其中，短期债务 99.55 亿元，较上年末下降 10.80%；长期债务 56.59 亿元，较上年末增长 5.97%。债务指标方面，截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 92.64%、90.29%以及 77.11%；较上年末变动不大。

总体看，2018 年，公司负债规模小幅上涨，受当年大额亏损以及有息债务增加影响，公司债务大幅增加，债务负担很重。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 16.64 亿元，较年初大幅减少 55.10%，主要系当年亏损所致；其中，归属于母公司的所有者权益占 65.43%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（10.45 亿元）、资本公积金（20.42 亿元）、专项储备（9.84 万元）和盈余公积金（1.92 亿元）和未分配利润（-21.92 亿元）构成；公司尚处于大额亏损态势，未分配利润为-21.92 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 16.80 亿元，较上年末增长 0.97%；公司所有者权益结构变动不大。

总体看，2018 年，受公司业绩大幅亏损影响，公司所有者权益规模大幅下降。

3．盈利能力分析

2018 年，公司实现营业收入 67.87 亿元，较上年减少 8.71%，主要系房地产及其他行业业务收入下降所致；公司实现营业利润-17.40 亿元，实现净利润-20.38 亿元，主要系投资收益同比大幅下降、

焦炭及合金价格大幅上涨、下半年集中安排主要产线检修、在建工程转固导致折旧大幅提高、借款利息停止资本化、对冬储材料计提减值以及对部分固定资产进行了报废处理所致。

从期间费用来看，2018 年，公司销售费用为 2.07 亿元，较上年增长 2.18%，主要系运输费用增加所致；研发费用为 0.27 亿元，较上年大幅增长 187.93%，主要系公司加大研发投入力度所致。管理费用为 2.59 亿元，较上年下降 19.57%，管理费用的下降主要得利于公司内部费用压缩；公司财务费用为 9.39 亿元，较上年大幅增长 32.85%，主要系公司融资成本提高以及工程项目转固后借款利息费用化增加所致。2017~2018 年，公司费用收入比分别为 16.56%和 20.70%，公司费用控制能力亟待改善。

2018 年，公司取得的投资收益为 130.18 万元，较上年的 7.20 亿元大幅下降，主要系上年处置四家二级子公司实现投资收益规模较大所致。公司其他收益为 0.98 亿元，较上年大幅增长 3.30 倍，主要系当年收到的税收返还增长所致。公司营业外支出 2.64 亿元，较上年大幅增长 2.62 亿元，主要系环保升级改造、化解过剩产能及淘汰落后装备，对部分固定资产进行了报废处置所致。公司资产减值损失为 3.57 亿元，主要系对冬储材料计提减值所致。

2018 年，公司营业利润率为-0.77%，较上年下降 8.65 个百分点；2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率以及净资产收益率分别为-10.55%、-5.41%和-75.92%，亏损情况较为严重。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.86 亿元，同比增长 13.91%，主要系按照青海省政府、国资委各项改革部署中“提产达效、统筹生产”安排，公司钢铁产量增加所致；公司实现净利润 0.11 亿元，同比下降 17.42%，主要系控股子公司江仓能源公司焦炭价格下降导致毛利同比减少所致；其中，归属于母公司所有者的净利润 0.16 亿元。

总体看，2018 年，受投资收益大幅下降、对冬储材料计提减值、上游原材料焦炭及合金价格大幅上涨、下半年集中安排主要产线检修等因素影响，导致公司经营业绩大幅亏损。

4．现金流分析

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 36.29 亿元，同比下降 24.30%，主要系营业收入下降以及所致；经营活动现金流出为 38.65 亿元，同比下降 11.71%。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动现金净流出为 2.36 亿元，现金收入比为 47.24%，较上年下降 10.39 个百分点，处于较低水平。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 0.59 亿元，同比下降-92.69%，主要为上年处置子公司所得现金规模较大所致；公司投资活动现金流出为 0.30 亿元，同比减少-86.54%，主要系固定资产投资支出同比减少所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金流净额为 0.29 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 153.03 亿元，同比减少 29.88%，主要系借款规模同比减少所致；公司筹资活动现金流出为 149.87 亿元，同比减少 36.33%。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动现金流净额为 3.15 亿元；整体而言，公司筹资力度有所削减。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出为-0.12 亿元，投资活动现金净流入 1.47 亿元，筹资活动现金净流入 1.46 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流呈净流出态势，收入实现质量有所下降且处于较低水平；由于公司主要在建工程已经完工投产，公司未来由投资导致的资金压力不大。公司债务融资规模有所下降，融资力度有所减弱。

5．偿债能力分析

从短期偿债能力指标来看，2018 年，公司流动比率由上年的 0.45 倍下降至 0.43 倍；公司速动比率由上年的 0.25 倍下降至 0.23 倍；主要系其他应付款增加所致；公司现金短期债务比为 0.22 倍，与年初无变化；公司短期偿债压力仍然很大。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为-7.95 亿元，较上年减少 18.14 亿元，主要系大额亏损所致。公司 2018 年 EBITDA 主要由利润总额-20.01 亿元、计入财务费用的利息支出 7.07 亿元，折旧 4.74 亿元以及摊销 0.24 亿元构成。2018 年，受公司大额亏损影响，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.07 倍下降至-0.05 倍，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.25 倍下降至-1.12 倍；公司长期偿债能力弱。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼；对外担保规模合计 7.90 亿元，都是对 2017 年公司向大股东西钢集团所出售的子公司哈密博伦矿业和肃北矿业的担保，公司或有债务风险小

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度为 64.03 亿元，其中已使用额度为 59.72 亿元，未使用额度 4.31 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 6 月 11 日，公司存在关注类尚未还清贷款 12 笔，余额合计 11.80 亿元，根据公司提供青海银行、建设银行与中国银行提供的说明，以上关注类均为银行贷款风险调整，无公司主动违约情况；已结清信贷中存在 1 笔不良/违约类贷款，39 笔关注类贷款，以及 6 笔关注类票据贴现业务，但均已正常结清。

总体看，公司偿债指标弱，但考虑到公司的行业地位、技术水平、经营规模、改革增效决心、股东背景、青海省政府支持力度以及省内授信银行对其债务调整，公司整体偿债能力仍很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产达 29.61 亿元，约为“12 西钢债”剩余本金合计（0.40 亿元）的 70.03 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达 16.80 亿元，约为债券本金合计（0.40 亿元）的 42.00 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12 西钢债”剩余本金的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为-7.95 亿元，对“12 西钢债”剩余本金覆盖程度弱。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 36.29 亿元，约为债券本金合计（0.40 亿元）的 90.73 倍，公司经营活动现金流入量对债券剩余本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，公司作为中国西北地区最大的特钢生产企业，在行业地位、技术水平等方面保持较强的竞争优势，同时考虑到公司落实改革增效、股东背景、青海省政府对其支持和省内授信银行对其债务调整。联合评级认为，公司对“12 西钢债”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

公司发行的“12 西钢债”由西钢集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1．主体概况

西钢集团的前身为西宁钢厂，始建于 1964 年，1969 年 10 月起陆续投产。1996 年，根据建立现代企业制度的需要，经国家经济贸易委员会（以下简称“国家经贸委”）与青海省人民政府批准，西宁钢厂整体改制为国有独资公司。后历经多次注资、股权变更，截至 2018 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 7　截至 2018 年底西钢集团股权结构情况（单位：亿元、%）

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青海省分行	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：公司提供，联合评级整理。

2．经营概况

西钢集团主营业务基本由西宁特钢负责运营，经营分析见上文。

3．财务概要

截至 2018 年底，西钢集团合并资产总额 247.16 亿元，负债合计 233.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 13.85 亿元，归属于母公司的所有者权益 5.70 亿元。2018 年，西钢集团实现营业收入 75.05 亿元，净利润（含少数股东损益）-26.64 亿元，归属于母公司所有者的净利润-13.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.08 亿元。

4．担保效果评价

以 2018 年底财务数据测算，“12 西钢债”剩余本金合计（0.40 亿元）占担保方西钢集团资产总额的 0.16%、所有者权益总额的 2.89%、经营活动现金流入量的 0.97%，整体占比低；2018 年，西钢集团出现较大幅度亏损，其 EBITDA 无法对公司债券本金的偿付形成保障。

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

九、综合评价

跟踪期内，西宁特钢作为中国西北地区最大的特钢生产企业，在行业地位、市场开发能力等方面保持较强的竞争优势。2018 年 7 月以来，公司在青海省政府大力支持下全面启动改革脱困计划，积极开展精干特钢主业、剥离低效的铁前资产以及辅助业务、精简分流人员、扩大生产规模以及调整产品结构等各项措施；省内债权银行在为期三年的改革脱困过渡期内将公司借款授信调整为续贷和无还本付息方式，公司积极筹划市场化债转股事项。同时，联合评级也关注到公司所处区域环境对经营制约较大、经营业绩大幅亏损、债务负担重以及短期支付压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来，随着公司大力推进改革脱困举措与债务化解措施，公司整体竞争力有望得到提升。

“12 西钢债”由控股股东西钢集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；西钢集团对上述债项的担保一定程度上体现了其对公司的支撑。但由于西钢集团主要业务均由西宁特钢承担，其经营成果以及财务状况高度依赖于西宁特钢，其所提供的担保对“12 西钢债”的信用水平影响有限。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，并将其移出评级观察名单，评级展望为“稳定”；同时，维持“12 西钢债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　西宁特殊钢股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	270.70	242.87	235.20	228.15
所有者权益（亿元）	35.93	37.05	16.64	16.80
短期债务（亿元）	152.50	109.24	120.46	99.55
长期债务（亿元）	43.67	50.33	53.40	56.59
全部债务（亿元）	196.17	159.57	173.86	156.14
营业收入（亿元）	73.90	74.34	67.87	18.86
净利润（亿元）	0.42	0.75	-20.38	0.11
EBITDA（亿元）	10.61	10.19	-7.95	--
经营性净现金流（亿元）	-18.57	4.16	-2.36	-0.12
应收账款周转次数（次）	10.27	10.70	13.77	--
存货周转次数（次）	2.98	2.54	1.04	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.29	0.28	0.08
现金收入比率（%）	22.38	57.63	47.24	38.28
总资本收益率（%）	2.21	2.37	-6.96	--
总资产报酬率（%）	1.85	1.98	-5.41	--
净资产收益率（%）	1.56	2.06	-75.92	0.66
营业利润率（%）	12.76	7.89	-0.77	10.90
费用收入比（%）	15.30	16.56	20.70	13.99
资产负债率（%）	86.73	84.74	92.93	92.64
全部债务资本化比率（%）	84.52	81.16	91.27	90.29
长期债务资本化比率（%）	54.86	57.60	76.25	77.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.58	1.39	-0.89	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.06	-0.05	--
流动比率（倍）	0.39	0.45	0.43	0.57
速动比率（倍）	0.27	0.25	0.23	0.38
现金短期债务比（倍）	0.24	0.22	0.22	0.30
经营现金流动负债比率（%）	-9.82	2.73	-1.46	-0.08
EBITDA/待偿本金合计	26.47	25.41	-19.84	--

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、2019 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；3、其他应付款和其他流动负债中的有息债务计入短期债务，长期应付款计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　西宁特殊钢集团有限责任公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	283.12	298.33	247.16
所有者权益（亿元）	47.31	40.33	13.85
短期债务（亿元）	133.62	139.56	119.84
长期债务（亿元）	36.07	50.58	52.51
全部债务（亿元）	169.69	190.15	172.35
营业收入（亿元）	73.95	84.74	75.05
净利润（亿元）	-0.11	-7.06	-26.64
EBITDA（亿元）	9.39	2.89	-10.95
经营性净现金流（亿元）	-18.90	0.15	-2.94
应收账款周转次数（次）	9.97	11.16	11.97
存货周转次数（次）	2.75	2.86	2.16
总资产周转次数（次）	0.27	0.29	0.28
现金收入比率（%）	22.43	63.49	49.01
总资本收益率（%）	1.50	-0.99	-8.42
总资产报酬率（%）	1.35	-0.69	-6.23
净资产收益率（%）	-0.26	-16.12	-98.34
营业利润率（%）	12.80	8.14	1.95
费用收入比（%）	15.70	16.16	24.82
资产负债率（%）	83.29	86.48	94.40
全部债务资本化比率（%）	78.20	82.50	92.56
长期债务资本化比率（%）	43.26	55.64	79.13
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	0.29	-0.89
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.02	-0.06
流动比率（倍）	0.49	0.47	0.44
速动比率（倍）	0.36	0.31	0.24
现金短期债务比（倍）	0.31	0.25	0.23
经营现金流动负债比率（%）	-10.77	0.08	-1.79

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

附件 3　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 4　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。