跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1625 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：

二〇二〇年十月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www. unitedratings.com.cn

西宁特殊钢股份有限公司
公司债券 2020 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：稳定

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	2019.6.21

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：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	242.87	235.20	210.08	212.33
所有者权益（亿元）	37.05	16.64	48.93	48.13
长期债务（亿元）	50.33	53.40	53.84	53.78
全部债务（亿元）	162.90	177.01	124.63	120.99
营业收入（亿元）	74.34	67.87	98.46	16.96
净利润（亿元）	0.75	-20.38	1.43	-0.85
EBITDA（亿元）	10.19	-7.95	11.21	--
经营性净现金流（亿元）	4.16	-2.36	3.87	-2.17
营业利润率（%）	7.89	-0.77	13.25	9.28
净资产收益率（%）	2.06	-75.92	4.35	--
资产负债率（%）	84.74	92.93	76.71	77.33
全部债务资本化比率（%）	81.47	91.41	71.81	71.54
流动比率（倍）	0.45	0.43	0.68	0.69
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	-0.04	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.39	-0.89	2.02	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	25.47	-19.89	28.04	--

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	298.33	247.16	228.44
所有者权益（亿元）	40.33	13.85	45.40
营业收入（亿元）	84.74	75.05	97.86
净利润（亿元）	-7.06	-26.64	0.92
经营性净现金流（亿元）	0.15	-2.94	8.47
资产负债率（%）	86.48	94.40	80.13

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. 2020 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；3. 公司和担保方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。2019 年，公司改革增效成效显著，钢材销量大幅增长，收入增加，扭亏为盈，经营活动现金流转正，引入战略投资者减轻了公司债务负担。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、在建工程有一定减值风险、货币资金受限比例高、关联交易规模大、债务负担较重、债务结构有待调整等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司继续推进提质增效改革，公司整体竞争力有望得到保持。

“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，其所提供的担保对“12 西钢债”的信用水平有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，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. 区域内保持较强的竞争力。公司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持续保持较强的区域竞争优势。

2. 钢材板块效益明显好转。公司 2019 年推行改革增效控制成本，公司钢材销量增加，收入增加，毛利率提升。

3. 扭亏为盈、现金流改善、债务负担减轻。2019 年，公司实现盈利，经营活动现金流转为净流入。此外，公司引入战略投资者，募集

资金 30 亿元用于偿还债务，有效减轻了公司债务负担。

关注

1．青海省环保政策严格，且运输成本高。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。青海及周边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。

2. 关联交易规模大，且有一定依赖性。2019 年，公司将铁前资产划入青海西钢矿冶科技有限公司（以下简称“矿冶公司”）并将其剥离，剥离后公司铁水全部从该公司采购，原材料采购上对该公司有一定依赖。

3．在建工程减值风险。在建工程中娘姆特井巷工程仍处于停滞状态，受地质条件影响施工难度较高，投资已超预算，该项目未来不确定性风险较大，有一定减值风险。

4．部分财务指标仍表现不佳。公司货币资金受限比例高；资产流动性较弱；存货和预付款占用资金较多；债务负担较重，2020 年和 2021 年债务集中到期。

分析师

闫　欣 登记编号（R0040219070001）
张文韬 登记编号（R0040219120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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。

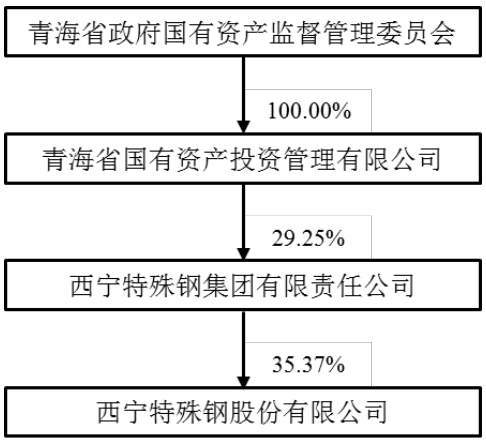
分析师：

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2020年3月底，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（以下简称“青海国资委”）。截至2020年5月27日，控股股东西钢集团质押公司16,060.00万股股份，占其持有股份数的43.44%。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司年报，联合评级整理

2019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。2019年，公司推行减员增效改革，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。截至2019年底，公司共有员工3,965人，较上年的6,668人大幅减少40.54%。

截至2019年末，公司合并资产总额210.08亿元，负债合计161.15亿元，所有者权益48.93亿元，其中归属于母公司所有者权益13.70亿元。2019年，公司实现营业收入98.46亿元，净利润1.43亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.96亿元；经营活动产生的现金流量净额3.87亿元，现金及现金等价物净增加额-1.91亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额212.33亿元，负债合计164.20亿元，所有者权益48.13亿元，其中归属于母公司所有者权益12.77亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入16.96亿元，净利润-0.85亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.98亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.17亿元，现金及现金等价物净增加额-0.79亿元。

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

经中国证监会“证监许可〔2012〕831号文核准”文件核准批复，公司发行总额为人民币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。公司于2019年7月16日支付了自2018年7月16日至2019年7月15日期间利息。截至2019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

近几年，随着钢铁行业供给侧改革及地条钢取缔政策的实施，产能过剩情况有所改善，钢铁价格大幅回升。2019 年，由于产量增加、库存高企，主要钢材品种价格下降，但相比供给侧改革前仍处于较高水平。2020 年，新冠疫情短期内对钢铁行业景气度造成一定冲击。

由于全球经济增速放缓，以及国内紧缩政策影响，2011－2015 年，国内钢材总体需求呈回落趋势，钢铁行业进入周期性的低谷之中。随着钢铁行业供给侧改革逐步实施，2016 年以来，全国累计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上，提前两年超额完成了“十三五”确定的上限目标；合计取缔地条钢企业 700 多家，取缔产能 1.4 亿吨。粗钢产能利用率由 2015 年的 70%提升至 80%以上，已基本进入合理区间。2019 年，国内粗钢和钢材产量分别达到 9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 7.3%和 9.8%，增速同比上升 0.7 个和 1.3 个百分点。

图 2　国内粗钢产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

截至 2019 年底，国内螺纹钢（HRB400 20mm）均价下跌至 3,833.00 元/吨，较年初下降 2.53%；螺纹钢价格自 2017 年 12 月中旬上涨至阶段性的高位后持续波动下跌至今，已累计下跌约 20%。2020

年初，新冠肺炎疫情导致春节后钢铁下游复工进度缓慢，下游需求减少，叠加交通运输不畅等原因，主要钢材品种价格均出现下降趋势。新冠疫情在短期内对钢铁需求造成明显冲击。

图 3　国内主要钢材品种价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2. 上游供给

钢铁行业主要原材料为铁矿石，2019 年上半年铁矿石价格大幅上升，对钢铁企业盈利水平产生不利影响。焦炭价格 2019 年总体呈下行趋势。

普碳钢生产主要原材料为铁矿石和焦炭。

（1）铁矿石

铁矿石约占炼铁成本的 30%~40%，铁矿石价格的波动将直接影响钢材的生产成本。

2019 年上半年，受到淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，铁矿石价格持续上升。2019 年 7 月初，进口铁矿石价格指数较年初的 254 大幅上升至 442.47，。由于国外矿山陆续复工影响，进口铁矿石价格开始下降，2019 年底进口铁矿石价格指数下降至 334.43。铁矿石价格的快速上升对钢铁企业成本控制造成较大压力，并进而易对钢铁企业盈利水平产生明显不利影响。

2019 年初，国内港口铁矿石库存较上年底小幅上升，2019 年 3 月，主要港口铁矿石库存维持 1.47 亿吨水平。4 月后，冬季采暖季限产结束，高炉逐步复产，铁矿石补库需求增加，叠加淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，国外矿山发货量不足、供应放缓，国内港口库存持续下降，6 月底国内港口铁矿石库存快速下降至 1.16 亿吨，较上年同期下降 25.77%。

（2）焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料，占铁水成本的 30%~35%。

2018 年末起，焦炭市场因需求回落，而供应增加，出现明显供需错配行情，导致焦炭价格快速回落。采暖季限产结束后，钢厂原料需求开始恢复，下游铁水产量持续增加，需求支撑焦炭价格上涨。进入 7 月，原料煤焦矿成本上扬，钢厂成本不断增加，而终端成材出现下跌，市场预期转弱，煤焦价格受到压制；另一方面唐山地区高炉开工受限，导致需求转弱，在此前提下钢厂开始打压焦炭及焦煤价格。7 月初小幅下跌后，焦企利润水平迫近盈亏线附近，贸易商趁机抄底焦企库存，焦企开始提涨。国庆前后焦化企业与钢铁企业均受限产影响，双方稳价观望为主，焦炭进入一段较长时间的平稳期。进入 2020 年，一季度新冠疫情影响焦炭价格快速下行。

图 4　焦炭价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

3. 下游需求

2019 年钢材表观消费量同比增长，钢材消耗较大的房地产行业开发投资额同比增长，钢铁行业下游需求良好。

2019 年，我国表观粗钢消费量为 8,172.07 万吨，同比增长 14.46%。表观钢材消费量为 10,112.90 万吨，同比增长 13.50%。中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。其中，建筑类需求（基础设施建设和房屋建设）、机械、汽车、家电、电力和船舶七大行业所消费的钢材占钢材总消费量的比重达到了 80%~90%。建筑类需求是我国钢材消费的主要领域之一，消费量占比达钢材总产量的一半以上。

2019 年，全国固定资产投资（不含农户）55.15 万亿元，同比增长 5.40%，增速同比下降 0.50 个百分点；房地产开发投资累计完成额 13.22 万亿元，同比增长 9.90%，增速同比上升 0.40 个百分点。2020 年一季度，受新冠疫情停工影响，全国固定资产投资完成额和房地产开发投资累计完成额同比下降 16.10%和 7.70%。

4. 行业竞争

我国钢铁行业处于深度调整期，受激烈竞争和产业结构调整影响，钢铁行业面临较大的兼并重组压力。同时，政府加大对钢铁行业的政策支持，以不断推进产业升级，提升钢铁行业集中度，未来我国钢铁行业竞争格局将大幅改善。

我国是钢铁生产大国，粗钢产量连续多年位居世界第一，近年来，我国粗钢产量在全球占比 50%左右。

我国钢铁产业集中度提升速度缓慢。虽然国家不断加大对钢铁产业的整合力度，但受客观因素影响，我国钢铁行业集中度水平仍然不高。粗钢生产企业平均规模不足 100 万吨，同时，各钢铁生产企业的市场占有率均不高。为提升钢铁行业集中度，国家陆续发布压减规模较小钢铁企业以及支持钢铁企业间并购重组等多项政策。

在当前行业竞争环境下，区位优势以及产品结构优势成为钢铁企业竞争力的关键因素。位于沿海区域以及主要消费地的钢铁企业，在铁矿石以及钢材运输成本方面有一定优势；产品结构有领先优势的钢铁企业，其相关产品在下游行业景气度下降的情况下，仍能保持较好的毛利率水平，对企业经营情况有一定的支撑。

5. 行业政策

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

钢铁工业是国民经济的支柱产业，在我国推进工业化和城镇化进程中发挥着重要作用。近年来，国家为加强钢铁行业管理，规范钢铁企业生产经营秩序，不断推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，出台了一系列的相关钢铁行业政策，以促进钢铁工业的全面、协调和可持续健康发展。

表 1　近年钢铁行业供给侧改革相关行业政策

发布部门	发布时间	政策
国家发改委	2017 年 5 月	《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》
国家发改委等六部门	2018 年 4 月	《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》
国家发改委等三部门	2019 年 5 月	发布 2019 年钢铁化解过剩产能工作要点提出，积极稳妥推进企业兼并重组
国家发改委、工信部	2020 年 1 月	《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》

资料来源：公开资料、联合评级整理

2019 年 5 月，国家发改委等三部门发布 2019 年钢铁化解过剩产能工作要点提出，积极稳妥推进企业兼并重组。按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，积极推动钢铁行业战略性重大兼并重组，有关地区要指导和协助企业做好兼并重组中的职工安置、资产债务处置和历史遗留问题处理。

2020 年 1 月，国家发展改革委办公厅、工业和信息化部办公厅发布《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》，明确各地区自 2020 年 1 月 24 日起，不得再公示、公告新的钢铁产能置换方案，不得再备案新的钢铁项目。各地区要全面梳理 2016 年以来备案的钢铁产能项目（中央钢铁企业项目由所在地一并梳理），并开展自查自纠，确保项目符合安全、环保、能耗、质量、用地、产业政策和产能置换等相关要求，其中已投产的要确保被置换产能全部拆除到位。以上相关要求不落实的，已投产的项目要责令立即停产整顿，整顿不到位不得复产；已开工的项目要责令立即停建整顿，在整顿到位前不得继续建设。尚未开工的项目一律暂停建设，在确认以上相关要求落实到位前不得开工。

6. 行业关注

（1）铁矿石采购议价能力有限以及汇率波动风险影响较大

2014 年以来，国产和进口铁矿石价格倒挂导致更多国内钢铁企业选择进口铁矿石作为其冶炼原料，进口铁矿石采购量不断增长，我国铁矿石对外依存度处于较高水平，对外议价能力受一定影响。同时，我国铁矿石进口量较大，汇率波动对于铁矿石价格影响较大。

（2）钢铁行业产能过剩短期内难以逆转

2016 年下半年钢铁去产能进程明显提速，2016 年 10 月底已经提前完成全年去产能任务，但当年钢铁去产能主要为无效产能，随着供给侧结构性改革的推进，出清的过剩产能中有效产能的占比将逐步提升，产能压缩对产量压缩的传导效应将越来越显著，钢铁行业去产能进入“深水区”。

（3）新冠肺炎疫情对钢铁行业的影响

2020 年，新冠肺炎导致一季度钢铁下游需求不足，钢材累库情况严重，钢材价格下降，在短期

内对钢铁行业造成一定冲击。二季度随着下游企业复工复产，钢材去库存速度明显提升，但钢铁行业的供需和价格变动趋势仍需要持续关注宏观经济调节政策的落地情况。

7. 未来发展

未来，钢铁行业区域位置对盈利能力的影响加大，随着钢铁行业去产能的逐步实施，钢铁行业集中度将进一步提高。

（1）企业所处区域对钢企盈利能力影响加大

在当前行业竞争环境下，区位优势成为钢铁企业成本控制的关键因素。若钢铁企业位于沿海区域以及主要消费地，铁矿石以及钢材运输成本有一定优势。反之，则对企业盈利能力产生一定影响。

（2）行业集中度逐步提高

随着钢铁行业去产能的逐步实施，未来我国钢铁企业重组步伐将不断加快，将形成宝武集团、河钢集团为首的几个产能达到 6,000 万吨以上的特大型钢铁企业及若干个产能在 1,000 万吨至 3,000 万吨级的大型钢铁企业，未来，我国钢铁产业集中度将逐步提高。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理层未发生变化，各项管理制度连续。

五、经营分析

1．经营概况

2019年，受合并范围变化、房地产达到销售周期、以及钢材销量增加的共同影响，公司收入规模同比大幅增加；由于产量提升摊薄固定成本以及生产流程管理的提升，钢材毛利率水平显著提升。2020年一季度，受疫情影响，公司净利润为亏损状态。

2019年，公司实现主营业务收入94.87亿元，较上年大幅增加28.04亿元，主要系三方面影响所致：处置原子公司青海西钢矿冶科技有限公司（以下简称“矿冶公司”），公司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”）销售原材料焦炭予矿冶公司，此部分导致营业收入增加7.22亿元；房地产达到销售周期增加销售收入7.59亿元；钢材收入增加10.44亿元。2019年，公司实现营业利润为1.36亿元，较上年扭亏为盈。

从收入构成来看，2019年，公司地产板块收入较上年大幅增长，主要系“西钢盛世华城”项目交付结转收入所致。钢铁行业板块收入较上年增长23.82%，主要系销量增加所致。公司煤炭行业收入较上年变化不大。其他行业的收入主要为商贸和各类再生资源的回收销售等，2019年收入同比下降17.52%，主要系商贸收入减少所致。

从毛利率来看，2019年，公司地产板块毛利率22.49%，较上年上升6.70个百分点，主要系当年结转项目有毛利较高的商业物业以及住宅结转单价同比上涨所致。公司钢铁板块毛利率较扭亏为盈，一是产量提升，固定费用摊薄所致；二是加强内部管理，开展行业对标挖潜，加工工序过程的材料、能源消耗大幅降低，制造费用同比大幅降低所致；三是公司深入推进特钢品种开发，拓展高附加值品种所致。公司煤炭焦化毛利率为4.60%，较上年下降7.26个百分点，主要系焦煤采购价格上升所致。综合上述因素，2019年，公司综合毛利率为14.68%，较上年扭亏为盈。

表 2　近年来公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢铁行业	51.28	68.99	5.29	62.85	94.06	-2.60	77.82	82.02	13.51
房地产板块	3.11	4.18	22.87	1.52	2.28	15.79	9.46	9.97	22.49
煤炭行业	8.63	11.62	12.49	9.67	14.48	11.86	9.78	10.31	4.60
矿石采选	5.36	7.21	35.00	0.19	0.28	31.72	0.42	0.44	43.59
其他行业	39.17	52.69	0.25	20.72	31.01	0.38	17.09	18.01	2.34
内部抵销数	-34.84	--	--	-28.13	--	--	-19.71	--	-1.27
合计	**72.70**	**97.80**	**8.83**	**66.83**	**100.00**	**-0.02**	**94.87**	**100.00**	**14.68**

资料来源：公司年报，联合评级整理

2020年1－3月，公司营业收入为16.96亿元，受新冠肺炎疫情影响，同比下降10.11%；实现营业利润-0.80亿元，上年同期为412.86万元。

2．特钢板块业务运营

（1）原料采购

2019年，公司将铁前资产剥离，直接采购铁水，原材料采购品种发生变化，公司对矿冶公司有较大依赖；公司焦煤和电力采购量变化不大，焦煤采购价格有所上升；采购集中度尚可。公司采购结算以预付款为主，对资金占用较多。

为有效改善公司经营局面，公司调整产业结构，剥离低效的铁前资产，将铁前资产及配套债权、债务、人员以资产组形式装入矿冶公司，组建后的矿冶公司依托公司进行生产经营，是公司冶炼特殊钢所需主要原材料（铁水）的唯一来源。2019年，公司向控股股东西钢集团转让所持有的矿冶公司51%股权，以便进一步回归特钢主业。同时在青海省产权交易市场公开挂牌转让所持有的矿冶公司19.5%股权，矿冶公司不再纳入公司合并范围。铁前资产剥离后，公司直接从矿冶公司采购铁水，不再直接采购铁精粉、焦炭、无烟煤等炼铁原材料。公司采购焦煤主要用于生产焦炭供予矿冶公司。公司对矿冶公司在铁水采购上有较大依赖。

2019年，公司焦煤和电力采购量变化不大，采购价格方面，公司焦煤采购价格同比上涨3.56%，电力采购价格变化不大。

表 3　近年来公司原燃料采购情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
铁水	采购量（万吨）	--	--	151.87
	不含税采购均价（元/吨）	---	-	2,458.18
焦煤	采购量（万吨）	67.71	69.84	67.63
	不含税采购均价（元/吨）	719.33	995.42	1,030.90
电力	采购量（亿千瓦时）	7.28	7.86	8.88
	含税采购均价（元/千瓦时）	0.3823	0.3960	0.3865

注：2017－2019 年电力采购量不含矿冶公司用量
资料来源：公司提供

2019年，公司前五名供应商采购额50.77亿元，占年度采购总额的30.94%，采购集中度尚可。其中从矿冶公司采购金额为33.67亿元。公司采购铁水和焦煤主要采用预付款方式，对资金占用较多。

（2）产品生产

2019年，受部分钢材下游需求增加影响，公司产量和产能利用率较上年提升；具体品类上，合结钢产量提升明显。

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。

由于特钢销售的特点是品种多、数量较小且分散，所以公司主要采用以销定产的生产模式。2019年，公司粗钢和钢材产能较上年分别增长11.77%和22.97%，主要系工艺技术改进优化所致；受销售驱动影响，粗钢和钢材产量和产能利用率较上年均有所提升。

表 4　近年来公司主要钢铁业务产能产量情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
粗钢	产量（万吨）	119.56	138.08	200.00
	产能（万吨）	160.00	160.00	178.83
	产能利用率（%）	74.73	87.00	111.83
钢材	产量（万吨）	126.71	146.38	180.00
	产能（万吨）	160.00	200.00	180.56
	产能利用率（%）	79.19	73.19	99.68

资料来源：公司提供

具体产品来看，2019年，公司合结钢和碳结钢产量同比增长，主要系订单量增加所致。其他品种因需求减少，产量相应减少。

表 5　近年来公司主要特钢产品产量情况

产品	2017 年	2018 年	2019 年
合结钢（万吨）	101.22	117.28	152.71
合工钢（万吨）	0.96	0.83	0.80
不锈钢（万吨）	1.97	2.26	0.37
弹簧钢（万吨）	0.08	0.07	0.07
滚珠钢（万吨）	5.49	7.11	3.75
碳工钢（万吨）	0.59	0.21	0.13
碳结钢（万吨）	16.48	18.62	22.73

资料来源：公司提供

（3）产品销售

2019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销量同比增长，但价格有所下降；其他品种价格涨跌不一，但销量较少；公司客户集中度依然较低。

2019年，公司加大了主要产品的市场推广力度，公司合结钢、合工钢和碳结钢销量同比增长，其中合结钢大幅增长；其余品种销量同比下降。受特钢市场细分产品市场供需影响，不锈钢和滚珠钢销售价格大幅增长，合结钢、合工钢、碳工钢销售价格有所下降，弹簧钢和碳结钢价格变化不大。由于公司以销定产，公司各类产品产销率均处较高水平。

表 6　近年来公司主要特钢产品销售情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
合结钢	销量（万吨）	101.32	115.39	152.50
	销售均价（元/吨）	3,817.00	4,211.60	3,951.42
	产销率（%）	100.10	98.39	99.86
合工钢	销量（万吨）	0.95	0.75	0.79
	销售均价（元/吨）	8,243.00	7,915.02	6,204.05
	产销率（%）	98.96	90.37	98.75
不锈钢	销量（万吨）	1.94	2.01	0.55
	销售均价（元/吨）	8,294.00	7,959.22	10,022.73
	产销率（%）	98.48	88.94	148.64
弹簧钢	销量（万吨）	0.05	0.10	0.07
	销售均价（元/吨）	7,318.00	6,550.94	6,600.00
	产销率（%）	62.50	142.86	100
滚珠钢	销量（万吨）	5.71	6.80	3.51
	销售均价（元/吨）	7,473.00	7,412.96	10,143.25
	产销率（%）	104.01	95.64	93.60
碳工钢	销量（万吨）	0.59	0.21	0.13
	销售均价（元/吨）	3,483.00	4,459.98	4,064.62
	产销率（%）	100.00	100.00	100
碳结钢	销量（万吨）	16.49	18.35	22.90
	销售均价（元/吨）	3,466.00	3,737.59	3,642.78
	产销率（%）	100.06	98.55	100.74

资料来源：公司提供

2019年，公司前五名客户销售额16.58亿元，占年度销售总额的16.84%，较上年上升1.94个百分点，客户集中度依然较低。公司向贸易商的销售以先款后货为主，直供销售以先货后款为主，账期一般为3个月以内。

3．房地产板块

公司房地产业务规模较小，新开工和竣工情况波动较大，期末在建面积下降，未来收入持续性一般。

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。2019年，公司新开工项目2个；竣工项目4个，当年结转收入主要来自“西钢盛世华城”项目。截至2019年底，公司尚有3个项目在建。

表 7　近年来公司房地产板块基本情况（单位：个、万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工项目	3	--	2
新开工面积	32.46	--	18.95
竣工项目	1	--	4
竣工面积	3.53	--	25.35
期末在建项目	4	4	3
期末在建面积	39.54	39.54	21.96

资料来源：公司提供

4．关联交易

矿冶公司出表导致公司关联交易规模明显上升，关联采购相对营业成本占比较高，公司对矿冶公司有一定依赖。公司从关联方获得一定借款支持。

2019年，公司从关联方购买商品、接受劳务35.24亿元，较上年的0.43亿元大幅上升，主要系矿冶公司不再纳入合并范围所致。矿冶公司控股股东为青海国资委，与公司为同一控制下企业。公司铁水全部从矿冶公司采购。关联采购占公司营业成本的40.61%，占比较高。

2019年，公司向关联方出售商品、提供劳务12.15亿元，较上年的0.49亿元大幅上升，主要为向矿冶公司出售焦炭、能源、材料和白灰窑等产品，以及向青海西易实业有限公司出售焦炭。关联销售占公司营业收入的12.34%，占比一般。

2019年，公司从关联方拆借资金25.72亿元，拆出0.15亿元。拆入资金主要来自间接控股股东青海省国有资产投资管理有限公司。

5．经营效率

2019年，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为17.03次、2.81次和0.44次，较上年分别上升3.27次、0.78次和0.16次，经营效率有明显提升。

6．在建工程

公司在建工程中娘姆特井巷工程投资较大，且仍处于停滞状态，其累计投资已超过调整后预算数，未来该项目的不确定性风险较高。

截至2019年底，公司重要在建工程情况如下表。其中娘姆特井项工程自2017年以来处于停滞状态，主要由于环保政策导致，待政府有关部门验收通过后可继续下一阶段的矿井建设。公司近几年按照省政府部署安排，基本完成企业承担的井田生态环境综合整治各项目标任务，恢复生态已取得积极成效和政府的认可，目前在等待环境整治验收。娘姆特井巷工程地处高原，属于高寒地带，冬季十分寒冷，地表1.0—1.5m以下为常年不化的永冻层，冻层厚度平均为70m左右，增加了工程施工的难度。根据工程建设实际投入额度，2015年，公司将该工程预算投入由8.54亿元增至18.28亿元。截至目前，该项目累计投入已超过调整后的预算数，该工程大幅超出预算且效益不达预期的可能很大。

其他在建工程已基本完成，尚需投入支出不大。

表8　公司重要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	累计投入
娘姆特井巷工程	18.28	20.11
小技改	2.14	2.33
轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造	5.78	5.21
合计	**26.20**	**27.65**

资料来源：Wind

7．重大事项

（1）引进战略投资者

为了改变公司资产负债率高，债务风险较高的问题，公司于2019年正式实施债转股方案，具体框架为以青海西港新材料有限公司（以下简称“新材料公司”）作为平台，引入战略投资者，募集资金约30亿。2年后以此股权转换为西宁特钢的股票，然后从二级市场退出。2019年6－12月公司先

后引入工银金融资产投资有限公司、青海金助企业管理有限公司、国新建信股权投资基金（成都）合伙企业（有限公司）和中银金融资产投资有限公司，获得投资30亿元。引入新股东后，各股东的持股比例为工银资产持股16.77%、金助公司持股23.96%、国新建信持股23.96%、中银资产持股7.19%，西宁特钢的持股比例下降为28.12%。本次增资协议中约定了业绩承诺，即新材料公司2019－2021年承诺的业绩指标不低于2.5亿元、3.49亿元、3.93亿元。2019年，新材料公司实现净利润1.71亿元，低于当年业绩指标。根据增资协议，当年实现可分配利润小于当年承诺业绩的，公司应当自年度审计报告盖章出具之日起30日内采取包括但不限于提高分红比例、让渡分红权益、对累计未分配利润向增资方进行优先分配等合法有效方式使其达成当年年度分红目标。如标的公司达成当年度分红目标确有困难的，经增资方书面同意，标的公司可于下一会计年度优先进行差额补足

联合评级将持续关注新材料公司的业绩补偿实施情况以及后续业绩完成情况。

（2）收到上交所问询函

2020年5月29日，公司收到上海证券交易所关于年度报告的问询函，其中对公司营业收入和毛利率增长的原因、营业收入的季节波动情况、向矿冶公司的预付款项情况、债转股的子公司情况等一系列情况提出问题。公司于2020年6月12日公告了对该问询函的回复。

8．未来发展

2020年，公司依然将提高质量和降低成本作为工作重心，并制定了具体的生产目标。

2020年公司将围绕“提升产品实物质量、着力调整品种结构、全面对标挖潜降本、合理盘活存量资源、精准聚焦风险防控”五大工作重心，进一步统一广大干部职工思想，协同各方力量，完成2020年生产经营任务。2020年公司生产经营总体目标：生产钢190万吨、钢材180万吨、焦炭60万吨、完成商品房开发面积33万平方米。

六、财务分析

公司所提供的 2019 年财务报表由大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司所提供的 2020 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。2019 年，公司处置一家子公司青海西钢矿冶科技有限公司，其 2018 年底总资产为 33.60 亿元，规模较大，对公司财务数据可比性有较大影响。2020 年 1－3 月，公司合并范围无变化。总体看，公司财务数据可比性一般。

截至2019年末，公司合并资产总额210.08亿元，负债合计161.15亿元，所有者权益48.93亿元，其中归属于母公司所有者权益13.70亿元。2019年，公司实现营业收入98.46亿元，净利润1.43亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.96亿元；经营活动产生的现金流量净额3.87亿元，现金及现金等价物净增加额-1.91亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 212.33 亿元，负债合计 164.20 亿元，所有者权益 48.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 12.77 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 16.96 亿元，净利润-0.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.79 亿元。

1．资产质量

2019 年公司资产规模有所下降，资产构成仍以非流动资产为主。货币资金受限比例高，较大的

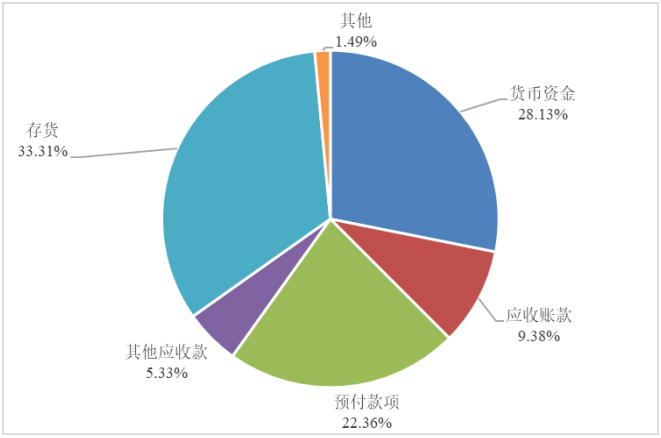
存货和预付款项规模亦对公司资金构成一定占用，存货有一定跌价风险；非流动资产中固定资产成新率尚可，在建工程未来有一定减值风险。整体看，公司资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 210.08 亿元，较年初下降 10.68%，主要系矿冶公司不再纳入合并范围导致固定资产减少所致。其中，流动资产占 33.61%，非流动资产占 66.39%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至2019年末，公司流动资产70.60亿元，较年初增长1.24%，变化不大。公司流动资产构成如下图。

图5　截至2019年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2019年末，公司货币资金19.86亿元，较年初下降23.63%，主要系当期偿还借款较多所致。货币资金中有18.04亿元受限资金，受限比例为90.84%，主要为银行承兑汇票保证金（14.91亿元），受限比例高。

截至2019年末，公司应收账款6.62亿元，较年初增长63.57%，主要系2019年销售的商铺及商品房应收款由于购房贷款未办理完成或房屋尾款未交清所致。应收账款账龄以1年以内为主（占80.66%），累计计提坏账0.48亿元。应收账款前五大欠款方合计金额为2.15亿元，占比为30.29%，集中度一般。

截至2019年末，公司预付款项15.79亿元，较年初增长323.87%，主要系矿冶公司不再纳入合并范围，公司向其支付铁水采购预付款所致。矿冶公司为青海地区唯一铁水生产企业，公司按照就近采购原则从矿冶公司采购铁水。地处高原地区的矿山企业受季节影响每年11月份到次年5月需要停产，故下游铁水生产企业需要冬储4个月左右铁料来保证正常生产，经与矿冶公司协商，矿冶公司需每月保证公司14万吨左右的铁水供应，公司需支付约12亿元资金以保障矿冶公司平稳高效运行。预付款项对公司资金占用较大。矿冶公司生产经营稳定，按照订单满负荷生产，公司预付账龄均在一年以内，减值风险不大。

截至2019年末，公司其他应收款3.76亿元，较年初增长125.60%，主要系转让矿冶公司股权，尚未全部收到西钢集团公司的股权款所致。

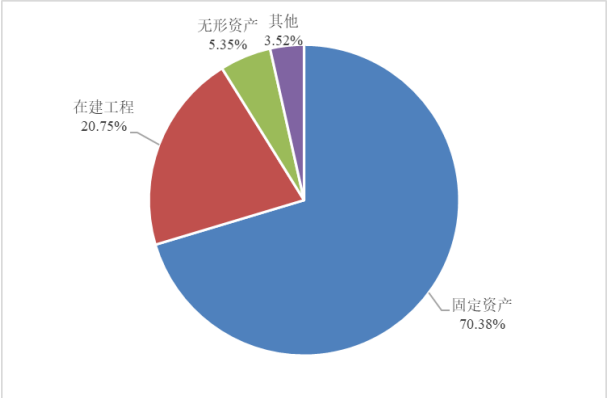
截至2019年末，公司存货23.52亿元，较年初下降28.12%，主要系钢材销量增加所致。存货主要为原材料（占13.56%）、在产品（占10.39%）、开发产品（占25.35%）、开发成本（占41.78%）。存货累计计提跌价准备0.15亿元。由于钢材、铁矿石、焦炭以及合金等原材料及产成品波动幅度较

大，公司存货将面临一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至2019年末，公司非流动资产139.48亿元，较年初下降15.70%，主要系固定资产减少所致。公司非流动资产构成如下。

图6　截至2019年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2019年末，公司固定资产98.16亿元，较年初下降21.72%，主要系处置矿冶公司所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占46.87%）和机器设备（占52.12%）构成，累计计提折旧37.58亿元；固定资产成新率72.28%，成新率尚可。固定资产累计计提减值准备635.90万元。

截至2019年末，公司在建工程28.94亿元，较年初下降5.74%，主要系部分转入固定资产所致。在建工程未计提减值准备，但在建工程中娘姆特井巷工程建设进展和总预算不确定性较高，未来可能面临一定减值风险。

截至2019年末，公司无形资产7.47亿元，较年初下降3.17%；公司无形资产主要为土地使用权7.42亿元。无形资产累计摊销2.70亿元，未计提减值准备。

截至2019年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计62.84亿元，占公司资产总额的比重为29.91%，占比较高。受限资产情况如下。

表9　截至2019年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	18.04	各类保证金
应收账款	1.06	保理融资
应收款项融资	0.40	银行承兑汇票质押借款
投资性房地产	0.09	抵押借款
固定资产	31.52	抵押借款
无形资产	4.71	抵押借款
在建工程	7.02	抵押借款
合计	**62.84**	--

资料来源：公司年报

截至2020年3月末，公司合并资产总额212.33亿元，较上年末增长1.07%，较年初变化不大。其中，流动资产占34.80%，非流动资产占65.20%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

2．负债及所有者权益

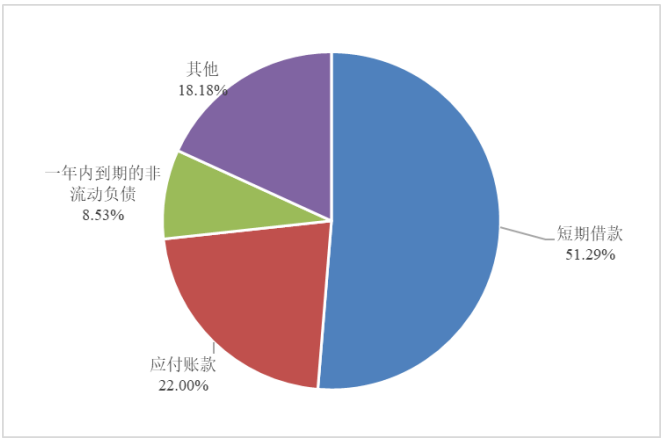
2019 年，公司负债总额下降，但流动负债占比依然高；公司债务负担有所减轻，但整体仍较重，存在集中到期偿付压力；少数股东权益占比高，权益稳定性弱。

截至 2019 年末，公司负债总额 161.15 亿元，较年初下降 26.27%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 64.51%，非流动负债占 35.49%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

（1）流动负债

截至 2019 年末，公司流动负债 103.96 亿元，较年初下降 35.76%，主要系短期借款和其他应付款减少所致。公司流动负债构成如下。

图 7　截至 2019 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司短期借款 53.32 亿元，较年初下降 35.19%，主要系到期偿还所致。短期借款中信用借款占 6.62%，质押借款占 1.69%，抵押借款占 13.97%，保证借款占 22.82%，票据贴现形成的借款占 54.84%。

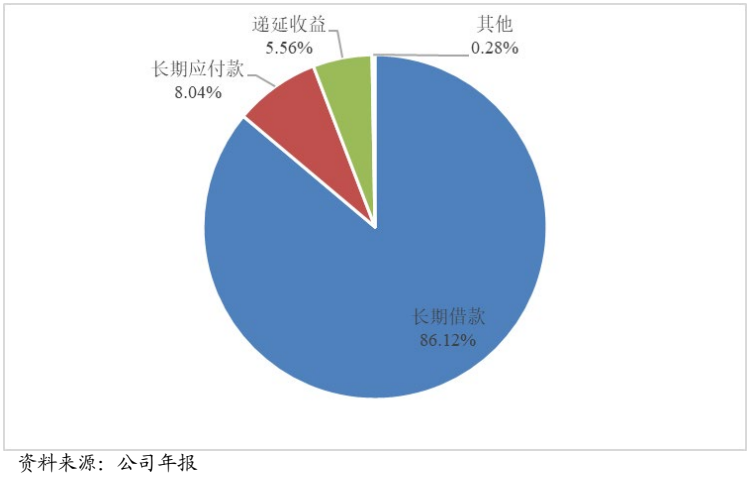
截至 2019 年末，公司应付账款 22.87 亿元，较年初下降 25.45%，主要系公司提升产量，为保证原材料充足供应，按合同按月及时付款，并清欠了部分账款所致。应付账款账龄 1 年以内的占 93.66%。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 8.87 亿元，较年初增长 72.96%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

（2）非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债 57.19 亿元，较年初增长 0.82%，较年初变化不大。公司非流动负债构成如下图。

图 8　截至 2019 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司长期借款 49.25 亿元，较年初增长 4.97%。长期借款中无信用借款。从期限分布看，2021 年到期的占 89.83%，其余均于 2024 年到期。长期借款有集中到期压力。

截至 2019 年末，公司长期应付款 4.60 亿元，较年初下降 24.44%，主要系转入一年内到期所致。长期应付款为国家开发基金有限公司的明股实债借款以及应付融资租赁款，计入长期债务计算。

截至 2019 年末，公司递延收益 3.18 亿元，较年初增长 0.61%，较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司全部债务 124.63 亿元，较年初下降 29.59%，主要系短期债务减少所致。其中，短期债务占 56.80%，长期债务占 43.20%。短期债务 70.79 亿元，较年初下降 42.73%。长期债务 53.84 亿元，较年初增长 0.83%，较年初变化不大。截至 2019 年末，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 76.71%、71.81%和 52.39%，较年初分别下降 16.22 个百分点、下降 19.60 个百分点和下降 23.86 个百分点。公司债务负担下降明显，但仍属于较重水平。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 120.99 亿元，较上年末下降 2.93%，较年初变化不大。其中，短期债务 67.20 亿元（占 55.55%），较年初下降 5.06%。长期债务 53.78 亿元（占 44.45%），较年初下降 0.11%，较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，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 77.33%、71.54%和 52.77%，较年初分别上升 0.62 个百分点、下降 0.27 个百分点和上升 0.38 个百分点。从下表来看，公司 2020 年和 2021 年存在较大的偿债压力。

表 10　截至 2020 年 3 月底公司有息债务到期情况（单位：亿元，%）

科目	2020 年 4－12 月到期	2021 年到期	2022 年及以后到期	小计
短期借款	53.04	1.90	--	**54.94**
应付票据	3.76	--	--	**3.76**
一年内到期的非流动负债	7.71	0.79	--	**8.50**
长期借款	0.93	41.24	7.57	**49.74**
长期应付款	--	3.44	0.61	**4.05**
合计	**65.44**	**47.37**	**8.18**	**120.99**
占比	**54.09**	**39.15**	**6.76**	**100.00**

资料来源：公司提供

（3）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 48.93 亿元，较年初增长 194.11%，主要系子公司新材料公司引入战略投资者导致少数股东权益大幅增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 27.99%，少数股东权益占比为 72.01%。归属于母公司所有者权益 13.70 亿元，实收资本、资本公积、

其他综合收益和未分配利润分别占 76.30%、162.19%和-153.02%。公司未分配利润尚处于大额亏损状态。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 48.13 亿元，较上年末下降 1.64%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 26.52%，少数股东权益占比为 73.48%。归属于母公司所有者权益 12.77 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 81.87%、174.03%和-171.86%。

3．盈利能力分析

2019 年，公司营业收入规模大幅增长，营业利润较上年的大幅亏损扭亏为盈，但利润中其他收益贡献较大且不具有可持续性；费用控制能力和盈利指标有明显提升。2020 年一季度，受疫情影响，公司净利润为亏损状态。

2019 年，公司实现营业收入 98.46 亿元，较上年增长 45.09%，钢材和房地产销售收入增加所致；实现营业成本 84.33 亿元，较上年增长 24.53%，增幅小于营业收入增幅，主要系公司推行改革增效，提高生产效率所致。2019 年，公司营业利润 1.38 亿元，较上年的-17.40 亿元扭亏为盈。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 11.59 亿元，较上年下降 19.02%，主要系财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 24.59%、16.25%、4.58%和 54.58%，以财务费用为主。其中，销售费用为 2.85 亿元，较上年增长 37.67%，主要系钢材销售量增加从而运费增加所致，销售费用中运费占 77.54%，公司位于青海省，省内和周边地区对钢材消化能力有限，区域外销售发生的运输费用较多；管理费用为 1.88 亿元，较上年下降 27.16%，主要系公司大幅压缩机构编制、管理人员和领导干部编制所致；研发费用为 0.53 亿元，较上年增长 96.57%，主要系当年研发项目同比增加所致；财务费用为 6.33 亿元，较上年下降 32.60%，主要系有息债务减少所致。2019 年，公司费用收入比为 11.78%，较上年下降 9.32 个百分点，公司费用控制能力明显提升。

2019 年，公司实现投资收益-1.44 亿元，对营业利润影响较大，主要系联营企业矿冶公司本期受市场影响利润亏损所致。2019 年，公司实现其他收益 1.50 亿元，较上年增长 53.54%，主要系当年收到稳岗补贴以及确认棚改补助同比增加所致。其他收益占营业利润比重为 109.19%，对营业利润影响较大，且不具有持续性。

2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.57%、2.89%和 4.35%，较上年分别上升 10.34 个百分点、上升 8.30 个百分点和上升 80.27 个百分点。公司各盈利指标有明显提升。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 16.96 亿元，较上年同期下降 10.11%，主要系新冠肺炎疫情影响所致；实现营业成本 15.20 亿元，同比下降 8.34%。实现营业利润-0.80 亿元，上年同期为 412.86 万元。

4．现金流分析

2019 年，受销售增加影响，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，公司票据背书结算较多，现金收入比仍然很低；投资活动现金流净额规模较小；由于公司偿还债务规模增加，筹资活动现金流由净流入转为净流出。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 40.11 亿元，较上年增长 10.52%，主要系销售增加所致；经营活动现金流出 36.24 亿元，较上年下降 6.23%，主要系上年收回票据保证金较多所

致。2019 年，公司经营活动现金净流入 3.87 亿元，由上年净流出转为净流入。2019 年，公司现金收入比为 37.19%，较上年下降 10.06 个百分点。公司采购环节主要以票据背书进行结算，导致现金收入比低。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 2.31 亿元，较上年增长 293.83%，主要系收到转让矿冶公司部分股权款所致；投资活动现金流出 1.55 亿元，较上年增长 425.40%，主要系固定资产投入增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流入 0.76 亿元，较上年增长 160.23%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 165.16 亿元，较上年增长 7.93%，主要系取得借款增加所致；筹资活动现金流出 171.70 亿元，较上年增长 14.56%，主要系偿还借款增加所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 6.54 亿元，较上年净流入转为净流出。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出为 2.17 亿元，投资活动现金净流入 2.70 亿元，筹资活动现金净流出 1.33 亿元。

5．母公司财务分析

母公司承担了大部分经营业务和融资功能，财务特征和合并报表相似，账面货币资金规模尚可，但负债率极高。

截至 2019 年末，母公司资产总额 137.95 亿元，较年初下降 23.66%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产 57.42 亿元（占比 41.62%），非流动资产 80.54 亿元（占比 58.38%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 28.37%）、预付款项（占 26.50%）、其他应收款（占 30.59%）、存货（占 9.04%）；非流动资产主要由长期股权投资（占 23.33%）、固定资产（占 64.19%）、无形资产（占 8.10%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 16.29 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 133.83 亿元，较年初下降 24.59%。其中，流动负债 84.23 亿元（占 62.94%），非流动负债 49.59 亿元（占 37.06%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 57.40%）、应付账款（占 17.83%）、预收款项（占 7.88%）、一年内到期的非流动负债（占 7.18%）；非流动负债主要由长期借款（占 92.14%）和长期应付款（占 6.72%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 97.01%，较年初下降 1.19 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 4.13 亿元，较年初增长 26.67%。其中，实收资本为 10.45 亿元（占 253.09%）、资本公积合计 22.94 亿元（占 555.52%）、未分配利润合计-31.19 亿元（占-755.22%）、盈余公积合计 1.92 亿元（占 46.61%）。

2019 年，公司经营活动现金流量净额为 2.58 亿元，投资活动现金流量净额为 0.51 亿元，筹资活动现金流量净额为-4.22 亿元。

2019 年，母公司营业收入为 117.78 亿元，投资收益为 0.72 亿元，净利润为-0.04 亿元。

6．偿债能力分析

公司偿债指标表现一般，但考虑到公司作为西北地区的主要特钢企业，作为上市公司具备直接融资渠道，股东对公司流动性提供了一定支持，公司整体偿债能力仍很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 0.43 倍和 0.23 倍分别上升至 0.68 倍和上升至 0.45 倍，流动资产对流动负债的保障程度较低。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.22 倍上升至 0.29 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 11.21 亿元，较上年下降 240.98%。从构成

看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 40.14%）、计入财务费用的利息支出（占 45.78%）、利润总额（占 11.63%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的-0.89 倍上升至 2.02 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司 EBITDA 全部债务比由上年的-0.04 倍上升至 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力指标表现一般。

截至 2019 年底，公司无重大未决诉讼和对外担保。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度为 38.71 亿元，较上年末的 64.03 亿元大幅收窄，主要系公司引入战略投资者资金用于偿还债务，银行借款偿还后授信额度相应压缩所致；其中已使用额度为 35.96 亿元，未使用额度 2.75 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 9 日，公司存在关注类尚未还清贷款 5 笔；已结清信贷中存在 61 笔关注类贷款，1 笔不良类贷款。根据公司提供的说明，关注类贷款均系银行贷款风险调整，不良类贷款系银行工作人员失误所致，公司无主动违约情况。

七、公司债券偿债能力分析

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。联合评级认为，公司对“12 西钢债”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产达 19.19 亿元，约为“12 西钢债”剩余本金合计（0.40 亿元）的 47.98 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高，但货币资金受限比例高；净资产达 48.13 亿元，约为“12 西钢债”剩余本金（0.40 亿元）的 120.33 倍，覆盖倍数很高。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 11.21 亿元，约为“12 西钢债”剩余本金（0.40 亿元）的 28.03 倍，覆盖倍数很高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 40.11 亿元，约为债券本金合计（0.40 亿元）的 100.28 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。

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 2019 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 11　截至 2019 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	110,970	29.25
西部矿业股份有限公司	110,000	28.99
五矿国际信托有限公司	100,000	26.35

中国华融资产管理股份有限公司	55,200	14.55
中国建设银行股份有限公司青海省分行	3,250	0.86
合计	**379,420**	**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 2019 年底，西钢集团合并资产总额 228.44 亿元，负债合计 183.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 45.40 亿元，归属于母公司的所有者权益 6.58 亿元。2019 年，西钢集团实现营业收入 97.86 亿元，净利润（含少数股东损益）0.92 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.96 亿元。

4．担保效果评价

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，考虑到西钢集团是地方国企，易获得地方政府的支持，因此其所提供的担保对“12 西钢债”的信用水平有一定的积极影响。

以 2019 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 0.18%、所有者权益总额的 0.88%、经营活动现金流入量的 0.69%，整体占比低。

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。2019 年，公司改革增效成效显著，钢材销量大幅增长，收入增加，扭亏为盈，经营活动现金流转正，引入战略投资者减轻了公司债务负担。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、在建工程有一定减值风险、货币资金受限比例高、关联交易规模大、债务负担较重、债务结构有待调整等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司继续推进提质增效改革，公司整体竞争力有望得到保持。

“12 西钢债”由公司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，其所提供的担保对“12 西钢债”的信用水平有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	242.87	235.20	210.08	212.33
所有者权益（亿元）	37.05	16.64	48.93	48.13
短期债务（亿元）	112.57	123.61	70.79	67.20
长期债务（亿元）	50.33	53.40	53.84	53.78
全部债务（亿元）	162.90	177.01	124.63	120.99
营业收入（亿元）	74.34	67.87	98.46	16.96
净利润（亿元）	0.75	-20.38	1.43	-0.85
EBITDA（亿元）	10.19	-7.95	11.21	--
经营性净现金流（亿元）	4.16	-2.36	3.87	-2.17
应收账款周转次数（次）	10.70	13.77	17.03	--
存货周转次数（次）	2.54	2.04	2.81	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.28	0.44	--
现金收入比率（%）	57.63	47.24	37.19	43.12
总资本收益率（%）	2.25	-6.76	3.57	--
总资产报酬率（%）	1.98	-5.41	2.89	--
净资产收益率（%）	2.06	-75.92	4.35	--
营业利润率（%）	7.89	-0.77	13.25	9.28
费用收入比（%）	16.69	21.10	11.78	13.91
资产负债率（%）	84.74	92.93	76.71	77.33
全部债务资本化比率（%）	81.47	91.41	71.81	71.54
长期债务资本化比率（%）	57.60	76.25	52.39	52.77
EBITDA 利息倍数（倍）	1.39	-0.89	2.02	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	-0.04	0.09	--
流动比率（倍）	0.45	0.43	0.68	0.69
速动比率（倍）	0.25	0.23	0.45	0.45
现金短期债务比（倍）	0.21	0.22	0.29	0.29
经营现金流动负债比率（%）	2.73	-1.46	3.72	-2.02
EBITDA/待偿本金合计（倍）	25.47	-19.89	28.04	--

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. 2020 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	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	298.33	247.16	228.44
所有者权益（亿元）	40.33	13.85	45.40
短期债务（亿元）	143.25	124.08	76.05
长期债务（亿元）	65.51	66.10	63.84
全部债务（亿元）	208.77	190.17	139.90
营业收入（亿元）	84.74	75.05	97.86
净利润（亿元）	-7.06	-26.64	0.92
EBITDA（亿元）	2.89	-10.95	12.53
经营性净现金流（亿元）	0.15	-2.94	8.47
应收账款周转次数（次）	11.16	11.97	11.05
存货周转次数（次）	2.86	2.16	2.86
总资产周转次数（次）	0.29	0.28	0.41
现金收入比率（%）	63.49	49.01	51.89
总资本收益率（%）	-0.91	-7.74	3.30
总资产报酬率（%）	-0.69	-6.23	2.65
净资产收益率（%）	-16.12	-98.34	3.10
营业利润率（%）	8.14	1.95	9.78
费用收入比（%）	16.16	25.17	13.30
资产负债率（%）	86.48	94.40	80.13
全部债务资本化比率（%）	83.81	93.21	75.50
长期债务资本化比率（%）	61.90	82.67	58.44
EBITDA 利息倍数（倍）	0.29	-0.89	1.88
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	-0.06	0.09
流动比率（倍）	0.47	0.44	0.69
速动比率（倍）	0.31	0.24	0.48
现金短期债务比（倍）	0.24	0.22	0.26
经营现金流动负债比率（%）	0.08	-1.79	7.34

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. 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

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+销售费用+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

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。