

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 294 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西宁特殊钢集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，将评级展望调整为负面，并维持“13西宁特钢CP001” A-1的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

西宁特殊钢集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 负面
 上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 西宁特钢 CP001	4 亿元	2013/9/6-2014/9/6	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 3 月 6 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
现金类资产(亿元)	26.57	23.79	14.99	11.10
资产总额(亿元)	133.06	147.12	167.47	188.24
所有者权益(亿元)	44.11	47.65	47.61	47.92
短期债务(亿元)	58.11	58.80	60.63	71.77
全部债务(亿元)	73.75	81.15	90.01	105.49
营业收入(亿元)	70.53	82.15	68.80	47.86
利润总额(亿元)	3.20	4.88	0.52	0.67
EBITDA(亿元)	11.80	14.47	9.83	--
经营性净现金流(亿元)	1.17	7.89	-4.86	0.22
营业利润率(%)	18.84	19.87	17.15	18.56
净资产收益率(%)	5.26	7.72	0.37	--
资产负债率(%)	66.85	67.61	71.57	74.54
全部债务资本化比率(%)	62.58	63.01	65.41	68.77
流动比率(%)	63.84	55.70	44.66	43.75
全部债务/EBITDA(倍)	6.25	5.61	9.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.49	3.21	1.88	--
经营现金流流动负债比(%)	1.62	10.42	-5.65	--

注: 1. 2013 年三季度财务数据未经审计。

2. 公司发行的短期融资券在其他流动负债科目体现, 已调整计入公司短期债务

分析师

刘新泉 闫昱州

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

2012 年受中国经济增速放缓影响, 国内外用钢需求持续减弱、钢材售价波动下降, 钢铁行业景气度持续波动下行, 截至 2013 年底, 钢铁产品市场价格跌至四年来最低水平, 未来快速反弹难度较大。跟踪期内, 西宁特殊钢集团有限责任公司 (以下简称 “公司”) 钢材板块产品研发稳步推进、在行业景气度低迷阶段仍保持了较高的产能利用率和产销率水平; 但受产品价格波动下行影响, 公司收入规模有所下滑, 毛利率水平波动下降, 整体盈利规模大幅减少, 2013 年下半年以来公司主业经营持续亏损。跟踪期内, 因钢铁工艺设备升级、矿产资源深部开采和扩能改造等项目持续投资的影响, 公司债务规模持续上升, 财务弹性减弱, 债务负担呈加重趋势, 短期偿付压力进一步加重。

公司未来重点在建项目的建成投产以及房地产业务销售收入的实现, 将对未来整体收入及利润规模形成一定支撑。但同时, 特钢行业景气度波动下行, 未来回升缓慢, 公司未来投资规模较大, 债务结构不尽合理以及财务费用高企, 公司未来 1~2 年经营压力较大。

综合考虑, 联合资信评估有限公司 (以下简称 “联合资信”) 维持公司 AA 的主体长期信用等级, 调整评级展望为负面, 并维持 “13 西宁特钢 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 在钢铁行业景气度下行阶段, 公司钢铁板块仍保持了较高的产能利用率和产销率水平。
2. 跟踪期内, 公司资源板块铁精粉收入规模保持相对稳定, 主业盈利能力有所下滑但仍处于较好水平。
3. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对待偿还债券的保障程度较好。

关注

1. 跟踪期内，下游汽车、工程机械等行业增速放缓，并逐步向上游传导，特钢需求减弱，行业景气度持续下行，短期内景气度回升缓慢。
2. 跟踪期内，主业毛利规模下滑压缩了公司的利润空间，公司盈利规模同比大幅下滑；受钢铁产品价格大幅下滑以及财务费用快速上升影响，2013年下半年以来公司主业经营持续亏损。
3. 跟踪期内，公司经营性净现金流波动性大，公司债务负担呈加重趋势，且债务结构不尽合理，短期偿付压力大，整体偿债能力弱化。
4. 公司在建工程未来投资需求较大，房地产项目未来收入的实现受政策及市场影响波动性较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西宁特殊钢集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西宁特殊钢集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因西宁特殊钢集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由西宁特殊钢集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于西宁特殊钢集团有限责任公司主体长期信用及存续期内“13 西宁特钢 CP001”跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“公司”）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、中国信达资产管理公司实施债转股，将上述两家公司在公司的债权转为股权。经过多次增资扩股，截至 2013 年 9 月底公司注册资本为人民币 278900 万元，公司最终实际控制人为青海省国资委，股权结构见附件 1-1。

公司主要从事特殊钢产品的生产和销售及铁矿石采选业务，是西北地区唯一的特殊钢生产企业，产品涵盖 1400 多个规格、436 个牌号，截至 2013 年 9 月底公司具有 160 万吨特钢的年生产能力。

截至 2013 年 9 月底，公司下辖西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“西钢股份”）、青海西钢置业有限责任公司（以下简称“西钢置业”）2 个一级子公司、以及青海江仓能源发展有限责任公司等 15 个二级子公司。公司本部下设党群工作处、公司管理处、财务（审计）处、董事会秘书处、法律事务处等 7 个职能部门（详见附件 1-2），拥有在职员工 10158 人。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 167.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益 22.02 亿元）47.61 亿元。2012 年公司实现营业收入 68.80 亿元，利润总额 0.52 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司合并资产总额 188.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益

22.13 亿元）47.92 亿元。2013 年 1~9 月公司实现营业收入 47.86 亿元，利润总额 0.67 亿元。

公司法定代表人：陈显刚；公司住所：青海省西宁市柴达木西路 52 号。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为

168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上半年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，1 进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导

货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板

玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

2012 年中国特钢市场景气度整体呈现：一

季度弱势盘整、二三季度连续大幅下跌、四季度筑底后缓慢回升的格局。受此影响 2012 年中国特钢合计产量 9910 万吨，同比下降 1.10%，其中非合金钢、合金钢产量同比分别下滑 2.43%和 10.40%，低合金钢、不锈钢产量同比分别上升 6.68 个百分点和 8.48 个百分点。2013 年中国特钢合计产量 11808 万吨，较 2012 年增长 12.93%，各品种钢材占比较 2012 年变化不大。

表1 近年中国32家特钢企业钢材产量情况（单位：万吨）

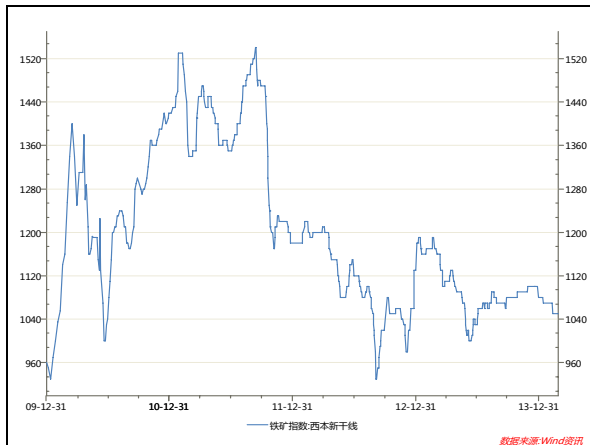
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
非合金钢	3956	4119	4019	4494
低合金钢	2674	3055	3259	3676
合金钢	2229	2433	2180	2391
不锈钢	401	448	486	669
合计	9260	10055	9944	11230

资料来源：中国特钢协会

注：合计中含

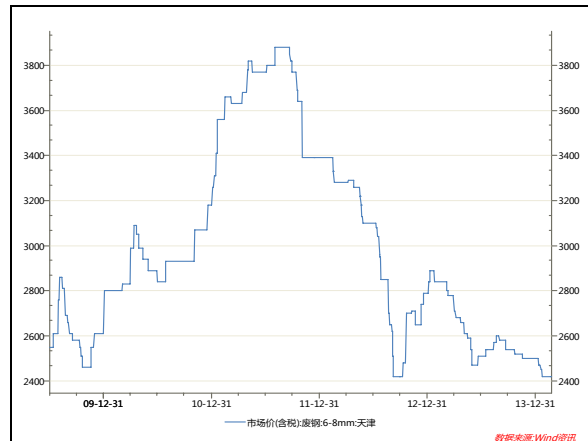
从原料价格走势看，铁矿石方面，2011 年三季度后，进口铁矿石价格指数快速回落，截至 2012 年 8 月仅为 99.70 点，较 2011 年 9 月累计跌幅约 43.03%。2012 年四季度以来，受基础和保障房建设拉动以及钢铁企业主动补库存的影响，进口铁矿石价格指数大幅反弹，2012 年全年累计跌幅仅 3.68%。2013 年初铁矿石价格延续了反弹态势，但 3 月份起，铁矿石价格指数持续波动下行，2013 年三季度起呈现弱势企稳态势。截至 2013 年 9 月，该指数达到 1060 点，较 2012 年 9 月累计涨幅约 11.58%。中国国内铁矿石价格指数与进口铁矿石价格指数变化趋势基本一致。

图2 中国铁矿石价格指数



资料来源: Wind 资讯

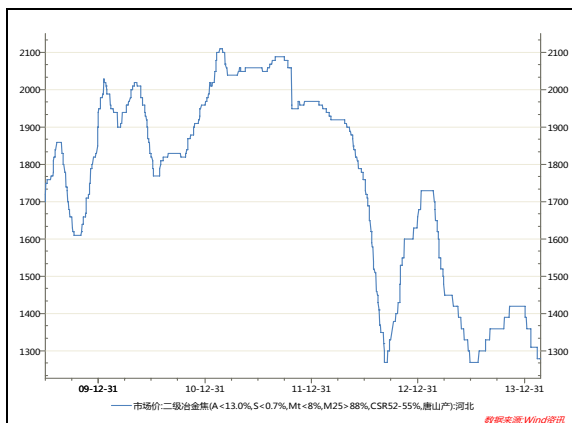
图4 近年6~8mm废钢价格走势情况



资料来源: wind资讯。

焦炭方面,唐山二级冶金焦价格于 2012 年 2 月后快速下跌,期间累计跌幅约 34.27%。2012 年三季度末至 2013 年初焦炭价格快速反弹,累计涨幅 28.30%。2013 年上半年,焦炭价格持续快速下跌,唐山二级冶金焦价格于 2013 年 6 月底跌至近四年来最低水平。2013 年下半年以来,唐山二级冶金焦价格波动收窄,截至 2014 年 2 月 24 日,其价格为 1280 元/吨,逼近四年来最低点。

图3 近年冶金焦炭价格情况 (单位:元/吨)

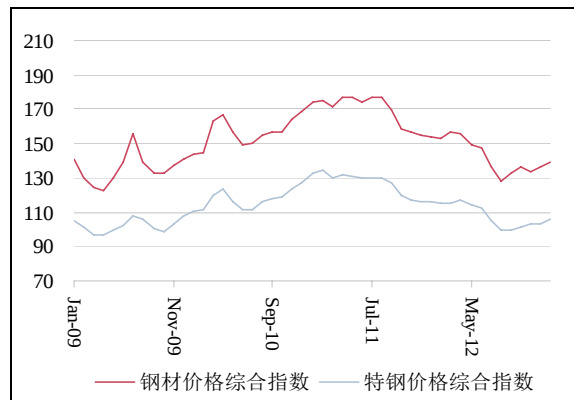


资料来源: wind资讯

废钢方面,2011年9月起废钢随铁矿石和钢材价格回落而显著下滑,最大累计跌幅约 36.59%,2012年四季度至2013年2月呈现反弹态势,随后后再次震荡下行。截至2014年2月24日,天津6-8mm废钢价格约2420元/吨,跌至近四年来最低水平。

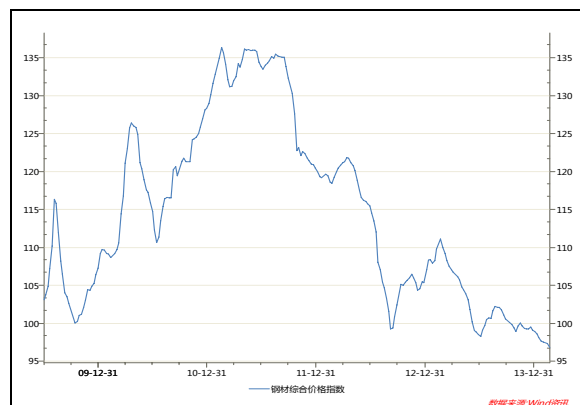
由于特钢技术门槛较高且行业产能过剩压力相对较小,近年来国内市场特钢价格波动幅度小于钢材价格波动幅度,但其波动趋势与钢材价格变动较为一致。

图5 近年钢材、特钢价格综合指数



资料来源: www.mysteel.com

图6 近年钢材价格综合指数



资料来源: 中国钢铁工业协会

从下游需求情况看,2012年以来下游汽车、工程机械等行业增速放缓、需求减弱,并逐步向上游传导,特钢价格震荡下行,并于2012年三季度呈现加速下跌趋势;2012年四季度至2013年2月,在汽车、工程机械产量企稳回升的带动下中国特钢价格指数企稳反弹;2013年二季度下游行业需求延续了一季度的好转趋势,但面对高企的产量,下游需求没有实质性好转,行业供需矛盾依旧突出;二季度钢价整体呈快速下滑趋势,截至2013年6月底,钢材价格跌至近四年新低。2013年三季度中国制造业采购经理人指数连续三个月实现增长,钢材的下游需求环境得到改善,钢材市场景气度较二季度明显回升。但从2013年9月份开始,传统的钢材消费旺季未按市场的广泛预期到来,同时受钢厂增产、铁矿石价格下行等支撑钢材价格的要素变化的影响,钢材价格回落并持续下滑,截至2014年2月底,钢材综合价格指数跌至近四年来最低点。

总体上看,钢材价格变动同上游铁矿石、废钢和焦炭的价格变动趋势较为同步,钢铁行业整体波动性较大。

从盈利情况看,根据钢铁行业协会的统计,2012年1~12月,全国重点大中型钢企实现收入35441亿元,同比下降4.30个百分点;实现利润15.80亿元,同比下降98.20个百分点。在普钢行业大幅亏损的背景下,众多特钢企业收入、利润也出现大幅下降。

从长期看,中国国内特钢产量占钢铁总产量的比重约为15%左右,与钢铁工业发达国家20%~25%的水平仍有较大差距。长期来看,随着未来经济结构转型下需求的强劲增长,伴随着国内汽车工业、高速铁路、国产大飞机、高端装备制造业等产业的稳步发展,中国特钢行业仍将存在较大的发展空间。

总体看,2012年受中国经济增速放缓影响,国内外主要用钢需求持续减弱、钢价大幅回落,钢铁行业景气度持续弱化,并于2012年三季度达到周期性低谷,其后呈现弱复苏态势;2013

年初中国特钢市场景气度延续2012年底回升态势,随即转弱震荡下行,进入三季度后呈现弱势企稳态势。2013年四季度,虽然汽车等下游行业对钢铁的需求有所增长,但影响和制约钢铁行业发展的基本面没有改变,钢铁行业产品出厂价格水平同比下跌3.5%,钢价继续处于低迷状态,化解产能过剩工作仍有待推进。预计未来一段时间内,铁路投资增速将明显增加,棚户区改造及市政配套基础设施、交通基础设施、城市基础设施和公共服务设施等领域的投资也将对钢材需求有一定的促进作用;但同时,由于货币政策的紧缩及国家对产能过剩行业的政策调整都将加剧钢铁行业的资金紧张局面。同时,自2013年10月以来,钢铁行业采购经理人指数低于50且持续下滑;整体看,钢铁和特钢行业在短期内景气度回升缓慢。

2. 区域经济环境

公司主要生产基地及销售市场集中在青海省省内及周边区域。

根据《青海省2012年国民经济和社会发展统计公报》,2012年,青海省生产总值1884.54亿元,按可比价格计算,较2011年增长12.30%,其中第二产业增加值1091.98亿元,同比增长14.10%;工业方面,工业生产稳步增长,全年规模以上工业增加值897.16亿元,同比增长15.00%;实现利润152.37亿元,同比下降26.50%,利润水平有所下滑;固定资产投资方面,2012年全社会固定资产投资1920.03亿元,同比增长33.90%,其中第二产业投资891.59亿元,同比增长33.40%。

总体看,2012年青海省经济继续保持平稳较快增长,为公司经营发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 企业规模

作为国内西北地区唯一的特钢生产企业,公司具有铁矿采选、煤焦化、钢铁冶炼加工的

完整纵向一体化产业链，特钢材产品区域竞争力强。公司于2013年12月被工信部列入第二批《符合钢铁行业规范条件企业名单》。

公司铁矿石、煤炭等资源储备较为丰富，截至2012年底已拥有2.1亿吨铁矿、6.4亿吨焦煤、2995万吨钒矿、1600万吨石灰石和68万吨铜铅锌矿的资源储备；公司具有较强的自主创新研发能力、主要设备技术水平在同行业处于较好水平；在税收优惠和获得探矿权、采矿权过程中公司获得的政府支持和资源倾斜力度较大。

2. 产品研发

2012年，公司共签订新产品技术协议111份，新开发品种数达75个，重点试制开发了装甲车柴油发动机用扭力轴用钢、新型电力机车用钢、高强抽油杆用钢及核电、叶片用钢及航空航天军工用钢等新产品。

总体看，跟踪期内公司钢板板块新产品研发稳步推进。

六、管理分析

2013年10月25日，公司根据四届董事会会议审议表决通过的《关于杨忠同志职务任命的董事会决议》（西钢集团董字【2013】27号文）。并报经青海省及省国资委同意，由青海省政府《关于杨忠通知任职的通知》（青政人【2013】15号文）批准，同意聘任杨忠同志为公司总经理。

杨忠，男，汉族，1968年11月出生，中共党员，研究生学历，高级工程师，历任西宁特殊钢股份有限公司技术质量部副部长、西宁特殊钢股份有限公司总经理助理、副总经理，青海矿冶科技公司总经理，西宁特殊钢股份有

限公司总经理，西宁特殊钢集团有限责任公司总经理助理，现任公司总经理。

跟踪期内，公司无其他管理体制、制度及股权结构等变化。

七、经营分析

1. 经营现状

钢铁板块方面，2012年受特钢材价格走低影响，板块收入有所下滑，滚珠钢、不锈钢、合工钢及弹簧钢毛利率受成本波动影响呈下行态势；碳结钢和合结钢因进行了长流程改造，受益于铁水勾兑量上升、能耗量下降，冶炼成本有所下降，产品毛利率保持相对稳定；2013年1~9月，公司主要特钢产品价格有所下降，原燃料方面，煤炭市场价格持续下跌而铁矿石价格上升，上述因素对公司钢材产品毛利率的影响基本能够相互抵消，而公司钢材产品综合毛利率水平较2012年实现了一定增长，主要是由于公司对成本控制的提升以及2013年上半年对2012年四季度低成本存货的消化。成本控制方面，2013年1~9月公司在生铁冶炼环节通过采用无电冶炼、减少进口块矿高炉配入量等措施，以及通过铁水冶炼替代废钢冶炼在入炉原料价格差和收得率高低差方面产生的效益，共计降低成本约1.4亿元。

资源板块方面，钢铁行业周期性波动导致公司焦炭及铁精粉毛利率呈下滑态势，但铁精粉毛利率仍较高，对公司整体毛利润的贡献较大。

总体看，跟踪期内公司钢铁板块收入及毛利率受行业周期性波动影响大，铁精粉及焦炭业务盈利水平受钢铁行业景气度影响呈下行态势，但铁精粉毛利率水平仍较高，从而使公司整体毛利率高于一般钢铁企业。

表2 公司2011~2013年9月主营业务产品情况（单位：亿元、%）

产 品	2011 年			2012 年			2013 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
特钢行业	68.25	85.06	10.90	57.13	86.29	9.42	37.80	84.08	13.10

煤炭行业	11.58	14.43	25.56	9.98	15.08	14.93	6.84	14.72	8.04
铁矿石采选行业	11.03	13.75	56.66	10.57	15.96	46.83	8.17	16.33	42.59
其他	0.62	0.77	14.52	0.65	0.98	7.69	0.44	0.98	11.36
减：产品之间内部抵消	11.24	14.01	--	12.12	18.31	--	7.35	16.11	--
合计	80.24	100.00	20.71	66.20	100.00	17.89	45.90	100.00	19.69

资料来源：公司提供

注：公司特钢产品主要外销，铁矿石产品受运距影响主要外销，煤炭产品主要用于特钢生产。

2. 钢铁板块

生产情况

产能方面，截至2013年9月底公司具有160万吨特钢坯、130万吨特钢材的年生产能力。

产量方面，跟踪期内，公司特钢材产量保持稳定，产能利用率较高；从产品构成来看，公司目前产品仍以结构钢为主，而工、模具钢和不锈钢份额占比较小。

表3 公司各类特钢产品产量情况

(单位：万吨、%)

产品	2011年	2012年	13年1-9月
碳结钢	31.56	32.37	21.38
碳工钢	1.05	0.56	0.18
合结钢	85.46	86.48	63.37
合工钢	1.30	1.03	0.79
弹簧钢	0.08	0.02	0.03
滚珠钢	7.63	8.67	4.96
不锈钢	3.02	2.52	1.72
特钢产量合计	130.10	131.65	92.42

资料来源：公司提供

原材料采购情况

跟踪期内，随着钢材产量稳定中略有增长，铁精粉、焦炭等主要原燃料采购量逐年有所上升；2013年1~9月，由于炉料变化导致生产环节对废钢使用量减少，公司炼钢环节产生的边角料及轧材过程中产生的废料能够完全循环自给，故2013年无废钢采购量；合金采购近年来保持相对稳定。

从原燃料采购价格走势看，2012年整体经济增速放缓导致钢材需求减弱，公司原燃料采购均价同比均有不同程度的下降，但因整体钢铁行业对上游的议价能力偏弱、价格向上传导

导较慢，主要原燃料铁精粉、焦炭及废钢的累计跌幅低于钢材产品跌幅，在景气度下行阶段，公司仍面临较大的成本控制压力。2013年1~9月，公司铁精粉采购价格较2012年有所上涨，焦炭延续下跌趋势，而公司部分主要钢材产品价格有所下降，未来公司仍面临较大的成本控制压力。

表4 公司原料采购及价格情况（不含税）

(单位：万吨、元/吨)

原料	项目	2011年	2012年	13年1-9月
铁精粉	采购量	141.89	153.23	124.63
	均价	953.15	773.19	789.10
焦炭	采购量	53.33	58.35	43.31
	均价	1367.72	1266.58	1072.42
废钢	采购量	26.71	15.16	—
	均价	3009.49	2694.80	—
镍板	采购量	0.09	0.11	0.09
	均价	150122	108675	92971
高铬	采购量	2.33	2.35	1.51
	均价	7414.19	6592.71	6276.86
硅铁	采购量	0.41	0.43	0.32
	均价	5964.50	5422.53	5371.46
钼铁	采购量	0.14	0.11	0.07
	均价	121049	98832	88998
锰铁	采购量	0.59	0.96	0.72
	均价	6723.81	5740.24	5448.93

资料来源：公司提供

注：铁精粉和焦炭采购量包括内采量

总体看，因钢铁行业对上游的议价能力偏弱、价格向上传导较慢，在2012年钢铁行业景气度下行阶段，公司面临较大的成本控制压力；2013年三季度，公司成本控制压力仍然存在。

产品销售情况

跟踪期内，公司各主要钢材产品产销率水平较高，2012年仍保持在98%以上。

销售价格方面，2012年钢材市场需求持续走低，对公司特钢材价格产生了一定的冲击，

除合金钢外的其余主要产品累计跌幅均超过16%，大于主要原燃料跌幅，导致公司利润空间不断被压缩；受2013年钢铁行业景气度3月份起波动下行影响，公司部分主要钢材产品（碳结钢和合结钢）的销售均价有所下降。

表5 公司主要产品销量及价格情况

(单位：元/吨（不含税）、万吨)

产品	项目	2011年	2012年	13年1-9月
碳结钢	平均价格	4401	3572	3350
	销量	31.40	32.47	21.19
碳工钢	平均价格	4888	4065	4269
	销量	1.06	0.56	0.17
合结钢	平均价格	5063	4150	4042
	销量	85.60	86.38	62.23
合工钢	平均价格	8386	8475	9176
	销量	1.31	1.02	0.79
弹簧钢	平均价格	5941	4034	4179
	销量	0.08	0.02	0.03
滚珠钢	平均价格	7411	5993	6686
	销量	7.58	8.54	4.76
不锈钢	平均价格	10264	8310	8466
	销量	3.09	2.52	1.68
生铁	平均价格			2278
	销量			0.57

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司主要产品销量保持基本稳定；行业景气度下行阶段公司仍保持了较高的产销率水平。

3. 资源板块

截至2012年底已拥有2.1亿吨铁矿、6.4亿吨焦煤、2995万吨钒矿、1600万吨石灰石和68万吨铜铅锌矿的资源储备，并具备年采铁矿490万吨、年产铁精粉156万吨、年采焦煤120万吨、年产焦炭70万吨的生产能力。

表6 公司下属资源子公司基本情况

名称	成立时间	地点	储量	产能(2012年底)	2012年产量
肃北博伦	2003年12月	甘肃肃北	铁矿1.03亿吨，钒矿2995万吨	年产铁精粉96万吨	铁精粉96.12万吨
哈密博伦	2004年9月	新疆哈密	铁矿4700万吨	年产铁精粉36万吨	铁精粉36万吨
江仓能源	2004	青海西宁	焦煤6.4亿吨	年产120万吨焦煤、	生产原煤60万吨、

(江仓煤业)	年3月			200万吨洗精煤、70万吨冶金焦炭	焦炭70万吨
西钢矿业	2007年8月	青海西宁	铁矿6000万吨，石灰石1600万吨，铜铅锌矿68万吨	年产石灰石70万吨；铁精粉24万吨	生产石灰石70万吨、铁精粉23.24万吨

资料来源：公司提供

2012年以来下游钢铁企业景气度及需求持续低迷，矿山铁精粉平均售价持续下滑，而平均成本持续小幅上涨，肃北博伦盈利水平有所下滑。

表7 肃北博伦铁精粉产销量及成本、售价情况

(单位：万吨、元/吨)

铁精粉	2011年	2012年	13年1-9月
产能	92	96	110
产量	92.00	96.12	72.96
销量	96.54	95.48	74.74
平均成本	306.37	319.44	337.16
平均售价	762.08	651.07	631.65

资料来源：公司提供。

跟踪期内，哈密博伦铁精粉平均成本波动上行；盈利能力主要受售价持续下滑影响而逐年下降。

表8 哈密博伦铁精粉产销量及成本、售价情况

(单位：万吨、元/吨)

铁精粉	2011年	2012年	13年1-9月
产能	31	36	36
产量	30.54	36.46	27.07
销量	29.98	36.64	25.56
平均成本	353.42	334.94	375.47
平均售价	732.90	647.28	578.97

资料来源：公司提供

2013年前三季度，肃北博伦和哈密博伦铁精粉生产成本较2012年均有一定程度的上升，主要是由于人工成本、运输成本（矿站至选厂之间需要汽车短途运输）的上升，以及铁矿逐步向深度开采过程中，工程设备投入转固造成折旧费用上升所致。

江仓能源生产的焦炭绝大部分内销用于高炉炼铁，产能与炼铁、炼钢规模相匹配，故产能利用率和产销率高；跟踪期内，公司焦炭平均成本小幅波动上行，售价却呈震荡下行趋势，其中2013年前三季度已低于平均成本，但考虑到焦化产品收入部分，2013年前三季度公司吨焦毛利润为97元。公司在建的娘姆特井供工程为江仓能源煤矿深部开采工程，工程建成后，江仓能源焦炭产量有望达到年产120万吨。

表9 江仓能源焦炭产销量及成本、售价情况

(单位：万吨、元/吨)

焦炭	2011年	2012年	13年1~9月
产能	70	70	70
产量	71.93	74.07	58.32
销量	72.70	72.69	56.49
平均成本	1164.02	1149.60	1151.31
平均售价	1349.44	1177.20	998.97

资料来源：公司提供

4. 在建及拟建项目

公司在建和投资项目围绕钢铁工艺装备升级改造、节能减排与资源综合利用水平提升和矿产资源生产能力提升。总体看公司在建项和投资项目有助于特钢材品质提升、结构调整和铁精粉经营规模的扩大，从而有助于提升公司整体盈利能力。

此外，根据宁房住【2010】26号《西宁市住房保障和房产管理局关于西宁特钢集团公司实施西宁钢厂保障性住房项目的函》和宁发改投资【2013】19号《西宁市发展和改革委员会关于青海西钢置业有限责任公司盛世华城建设项目（代可研）的批复》，西宁市政府决定对城北区柴达木路及湟水路沿线范围内符合政策可以纳入到城市棚户区改造条件的住房进行棚户区改造，并利用公司地区现有存量用地，新建商业住宅小区，并授权西钢置业负责盛世华城房地产项目的开发和建设。截至2013年9月底，项目处于建设期，未产生营业收入。项目一期为11栋保障房建设（棚户区改造项目），总建筑面积13万平方米，预计投资3亿元。盛世华城项目二期和三期正在建设幼儿园、派出所、商务会所及商业住宅，预计总收入20.89亿元，预期利润5.4亿元。未来盛世华城项目还将进行四期（写字楼）和五期（商业住宅）的开发建设。

公司商品房项目盛世华城未来资金投入需求较大，但未来房地产业务销售将成为公司收入和利润的重要补充。但联合资信关注到，房地产项目未来收入的实现受政策及市场影响波动性较大。

表14 截至2013年9月底公司重点在建及拟建工程项目概况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至13年9月已投入	2013年9~12月	2014年	2015年	2016年
精品特钢小棒材生产线	8.32	4.84	1.82	0.64	0.19	0.83
精品特钢大棒材生产线	8.53	0.5	3.89	1.78	1.51	0.85
白山泉铁矿140万吨/年采矿扩能改造项目	2.84	2.74	0.1			
七角井铁矿技术改造深部开采项目	6.73	3.84	0.39	2.5		
娘姆特井供工程	13.53	6.73	0.64	4.83	1.33	
格尔木磁铁山铁矿工程	1.93	1.91	0.02			
盛世华城项目	31.00	10.31	2.33	6.58	4.8	3.23
合计	72.88	30.87	9.19	16.33	7.83	4.91

资料来源：公司提供

公司计划投资规模较大，其中2013~2014年为公司投资高峰期。考虑到公司目前的盈利规模及经营现金流状况，项目投资资金除自有资金外，其余大部分需要外部筹集，公司未来对外融资需求或将有所上升。

八、重大事项

公司主要子公司西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“西钢股份”）于2014年1月29日发布了2013年年度业绩预亏公告。该公告中指出“经公司财务部门初步测算，预计2013年年度

经营业绩将出现亏损，实现归属于母公司所有者的净利润为-3000万元至-7000万元。具体数据以公司2013年年度报告为准。”造成业绩下降的主要原因是“受国内宏观经济下行的影响，钢材市场需求持续低迷，钢材价格大幅下滑，原燃材料价格下降幅度低于钢材产品降幅，加之公司正处于转型升级的关键时期，财务费用较高，导致公司2013年度归属于母公司所有者的净利润亏损。”由于西钢股份作为公司最主要的特钢和资源板块子公司，其经营状况对公司影响重大，联合资信将对此持续关注。

九、财务分析

公司提供的 2012 年财务报表已经国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

从合并范围变化看，2012 年新增三级子公司一家，2013 年前三季度公司合并范围内无变化。公司合并范围内规模变化不大，财务数据可比性较强。

1. 盈利能力

2012 年，经济增速放缓导致钢材需求大幅下滑并波及铁矿石采选行业，公司钢材、铁精粉售价下行，其中钢材售价降幅大于主要原燃料下降幅度，公司营业收入同比下降 16.25 个百分点，营业利润率降至 17.15%。

从期间费用看，受债务规模上升及人工工资、资源补偿款增长影响，2012 年期间费用占营业收入的比例升至 15.30%，公司期间费用控制能力有待进一步加强。

公司资产减值损失主要为坏账损失和存货跌价损失，2012 年铁精粉价格受钢铁行业景气度下行制约呈下滑态势，公司仅提取存货跌价准备 317.99 万元，对营业利润影响较大；2012 年，公司营业外收入主要为政府补助和其他利得。整体看，2012 年非经常性损益对公司利润总额影响较大。

受行业周期性波动影响，毛利规模大幅下滑压缩了公司的利润空间，2012 年公司仅实现利润总额 0.52 亿元，同比大幅回落 89.36%。

从盈利指标看，2012 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.93%和 0.37%，同比分别回落 2.42 个百分点和 7.35 个百分点。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 47.86 亿元，收入规模保持平稳，营业利润率为 18.56%，较 2012 年有所提升，实现利润总额 0.67 亿元。2013 年 1~6 月，公司实现营业收入 32.95 亿元，营业利润率为 19.74%，实现利润总额 0.97 亿元，对公司 2013 年 1~9 月盈利水平贡献大。2013 年上半年钢材产品毛利率水平有所提高，主要是受益于公司对 2012 年底低成本存货的消化以及公司成本控制能力的改善。受钢材价格大幅下滑、原燃材料价格下降幅度低于钢材产品降幅的影响，不断增长的债务规模导致公司的财务费用持续上升，2013 年下半年以来公司经营持续亏损。

总体看，公司收入及盈利状况随行业景气程度波动呈现波动态势，期间费用控制力度有待进一步加强；2012 年毛利规模下降压缩了公司的利润空间，公司盈利规模同比大幅回落；2013 年上半年公司盈利状况有所改善，进入下半年受市场景气度持续下行和财务费用上升的影响，公司经营持续亏损。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，随着收入规模的下滑，2012 年公司经营活动现金流入规模有所下降。因公司特钢材产品销售中票据结算比例较高，且该部分票据未计入现金流，故公司现金收入比较低，2012 年以来公司现金收入比波动下降，2013 年 1~9 月仅为 38.38%。2012 年经营性净现金流大幅降至-4.86 亿元，主要系公司预付土地款、保障性住房的开发成本支出及票据贴现规模下降所致（2012 年收到其他与经营活动有关现金较 2011 年增加部分为公司收到的保障性住房项目补贴款，计入专项应付款科目）。

从投资活动来看，2012 年投资活动净流出 7.69 亿元，以在建项目资本性支出为主，投资规模同比有所下降。

从筹资活动来看，随着公司经营活动获现能力的下降，2012 年公司筹资活动净流入 8.00 亿元，同比大幅增长 240.33%。

2013 年 1~9 月，公司经营性净现金流量 0.22 亿元；同期，公司投资活动产生的现金净流量为 -5.18 亿元，主要为对在建工程项目的投资；公司发行的 4 亿元短期融资券在取得借款收到的现金反映，发行的 5 亿元非公开定向债务融资工具在发行债券收到的现金反映，公司筹资活动产生现金流净额为 4.65 亿元。

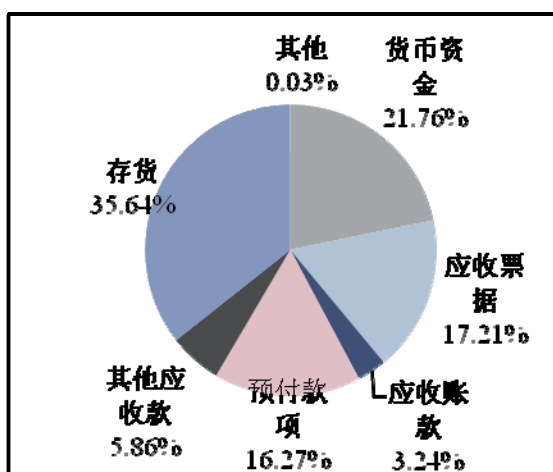
总体看，公司经营性净现金流波动较大，公司经营活动产生的现金流无法满足投资需求，面临持续的外部融资压力。

3. 资本及债务结构

截至 2012 年底，公司资产总额 167.47 亿元，其中非流动资产合计占 77.03%，公司资产构成以非流动资产为主，符合其所在的钢铁行业特征。

截至 2012 年底，公司流动资产 38.47 亿元，以存货、货币资金、应收票据和预付款项为主。

图7 截至2012年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2012 年，公司货币资金 8.37 亿元，同比下降 40.39%，主要系营业收入大幅下降并

受市场影响回款中现款比例下降，以及用于归还到期应付票据；公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，截至 2012 年底占比分别为 93.15% 和 6.84%。公司其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金；截至 2012 年底，公司应收票据余额为 6.62 亿元，其中银行承兑汇票占比 97.21%；2012 年公司已背书票据金额 23.31 亿元；公司预付款项为 6.26 亿元，主要为预付土地款及勘察费、材料款等，预付款以 1 年以内为主（占 98.14%）；2012 年，公司保障性住房的开发成本增加导致公司存货规模同比有所增长。公司仅计提 0.03 亿元存货跌价准备，计提比例偏低。由于公司存货以铁矿石等原燃料为主，在行业景气度下降阶段，公司存货面临一定的跌价风险。

截至 2012 年底，公司非流动资产 128.99 亿元，主要由固定资产、无形资产和在建工程构成。

因铁前工艺装备升级改造及小技改等项目分批转固，截至 2012 年底，公司固定资产同比大幅增长；固定资产原值 112.50 亿元，主要由房屋、建筑物（43.27%）和机器设备（52.43%）构成；公司固定资产累计计提折旧 28.70 亿元，计提减值准备 0.17 亿元，公司固定资产净值为 83.62 亿元，成新率 74.33%，成新率较高。

近年来公司加大了对节能、技改项目以及矿产资源板块建设项目投入，公司在建工程规模较高。截至 2012 年底，公司在建工程净额共计 30.00 亿元。

截至 2012 年底，公司无形资产合计 12.67 亿元，其中土地使用权占 67.71%、探矿权占 6.33%、采矿权占 25.96%。截至 2012 年底，公司无形资产累计摊销为 2.50 亿元；账面价值为 10.17 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司资产总额为 188.24 亿元，较 2012 年底增长 12.40%，主要是由于公司存货的增长与公司节能、技改项目以及矿产资源板块建设项目的持续投入导致固定资产和在建工程的增长所致。

截至 2012 年底,公司所有者权益合计 47.61 亿元(包含少数股东权益 22.02 亿元);归属于母公司所有者权益中,主要由实收资本构成。截至 2013 年 9 月底,公司所有者权益合计 47.92 亿元(包含少数股东权益 22.13 亿元),构成上较 2012 年底变化不大。总体上,考虑到少数股东权益占比较高,以及公司盈利稳定性随行业周期波动较大,公司所有者权益稳定性偏弱。

随着公司资本性支出的波动增长及产量增长后对营运资金需求的上升,公司负债总额增长较快,截至 2012 年底达到 119.86 亿元。

截至 2012 年底,公司流动负债为 86.16 亿元,主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他流动负债构成。受应付账款(2012 年公司加大了原料冬储采购的赊购金额)、短期借款和发行 3 亿元短期融资券(计入“其他流动负债”)影响,公司流动负债同比增长 13.76%。

因子公司西宁特钢 2012 年发行了 4.3 亿元公司债券,公司应付债券规模有所上升;专项应付款较 2011 年有大幅增长,主要是因为保障性住房项目 2.60 亿元的增加。公司其他非流动负债主要来自于政府的各项补助款项,2012 年底余额为 1.35 亿元。

跟踪期内,公司全部债务有所上升,债务构成以短期债务为主,但短期债务占比有所下降,债务结构不尽合理。

从债务指标情况看,2012 年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.57%、65.41%和 38.16%,整体债务负担呈加重趋势。

2013 年 1~9 月,由于公司发行了 4 亿元短期融资券和 5 亿元非公开定向债务融资工具,以及应付款项和专项应付款的增加的影响,公司负债总额较 2012 年底增长了 17.07%。截至 2013 年 9 月底,公司应付票据大幅增长是因为公司周期性办理汇票用以支付采购款造成;同期公司专项应付款较 2012 年底大幅增长是由于政府支付房地产投资项目补偿款所致。公司发行的 4 亿元短期融资券和 5 亿元非公开定向

债务融资工具分别在其他流动负债和应付债券反映。截至 2013 年 9 月底,公司负债总额为 140.32 亿元,负债结构方面仍然以流动负债为主,占负债总额的 71.11%。资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率小幅升至 74.54%、68.77%和 41.31%的水平。

总体看,跟踪期内,公司资产构成保持相对稳定。流动资产中存货占比高,计提跌价准备比例低,在行业景气度下行阶段存在一定的跌价风险;受资本支出及营运资金需求拉动,公司债务规模持续增长,整体负债水平呈加重趋势,且处于高位,债务结构不尽合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至 2012 年底,公司流动比率和速动比率分别为 44.66%和 28.74%,同比有较大幅度的下滑;2013 年 9 月底,两项指标下降至 43.75%和 19.80%,公司短期偿债指标较弱;公司经营性净现金流波动较大,2012 年和 2013 年前三季度分别为-4.86 亿元和 0.23 亿元。2012 年及 2013 年 1~9 月公司剔除受限资金后的现金类资产对短期债务的保障倍数分别为 0.24 倍和 0.14 倍。总体看,跟踪期内,公司短期偿债指标进一步弱化,公司短期偿付压力大。

从长期偿债能力指标看,2012 年,公司 EBITDA 仅 9.83 亿元,同比大幅回落 32.10%;EBITDA 利息倍数 1.88 倍,EBITDA 对利息保障能力有所下降;全部债务/EBITDA 倍数相应上升至 9.16 倍,EBITDA 对全部债务保护能力有所弱化。总体看,跟踪期内,公司对全部债务保障能力有所弱化,整体偿债能力一般。

截至 2013 年 9 月底,公司对外担保 1.60 亿元,担保比率 3.34%,被担保方为西部矿业集团公司。目前该公司经营状况正常,对外担保发生或有负债的风险较低。

截至 2013 年 9 月底,公司共获得中国银行、工商银行、建设银行等金融机构授信额度 98.65 亿元,未使用额度 19.76 亿元,公司间接融资

渠道畅通；此外，公司子公司西宁特殊钢股份有限公司作为A股上市公司具备较好的直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版），截至2013年11月20日，公司在1993年至2007年间存在123笔不良和关注类已结清贷款，主要是由于在此期间公司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。

6. 抗风险能力

公司是西北地区唯一的特钢生产企业，产业链完整、资源储备丰富，特钢材品种多样，具有较强的区域竞争优势；公司研发实力较强、获得的政府支持力度较大。2012年在行业景气度下行的背景下公司产销量保持稳定，产销率维持高水平。但同时，受钢铁行业产品价格大幅下跌以及财务费用上升的影响，公司2013年下半年以来持续亏损。

基于对行业运行情况、区域经济环境及外部支持、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，总体看，公司整体抗风险能力较强。

十、待偿还债券偿债能力

公司于2013年9月6日发行一年期4亿元短期融资券“13 西宁特钢 CP001”，公司存续期内待偿还债券额度共计4亿元。

2011~2012年，公司经营活动现金流入量分别为存续期内待偿还债券保护倍数的13.99倍和10.20倍；2011年公司经营性净现金流为待偿还债券的1.97倍，2012年经营性净现金流对待偿还债券没有保障能力。

截至2012年底和2013年9月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产分别为14.44亿元

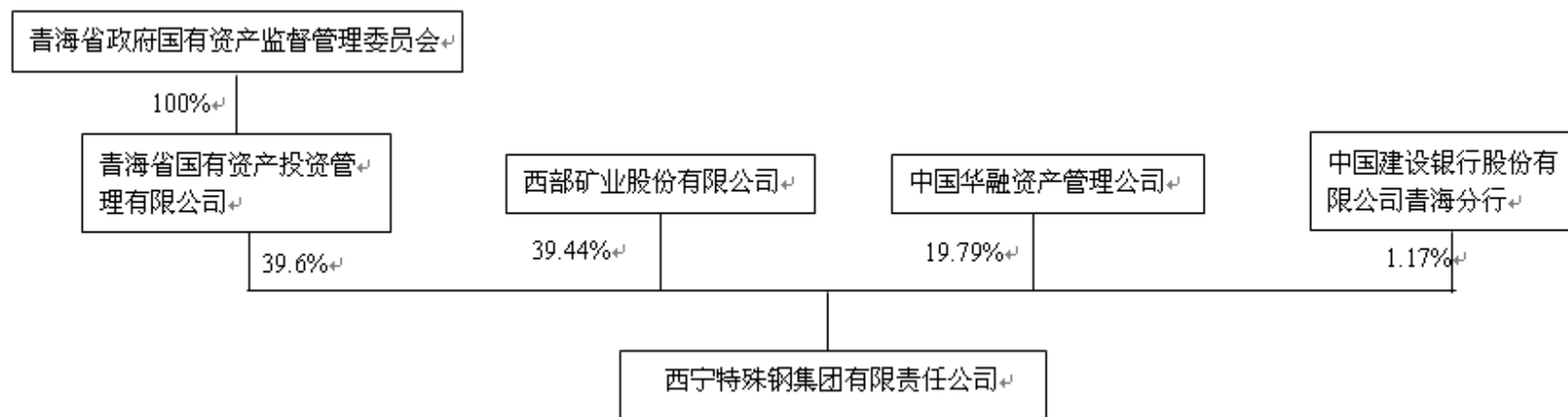
和10.05亿元，为存续期内待偿还债券保护倍数的3.61倍和2.51倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对待偿还债券的保障程度较好。

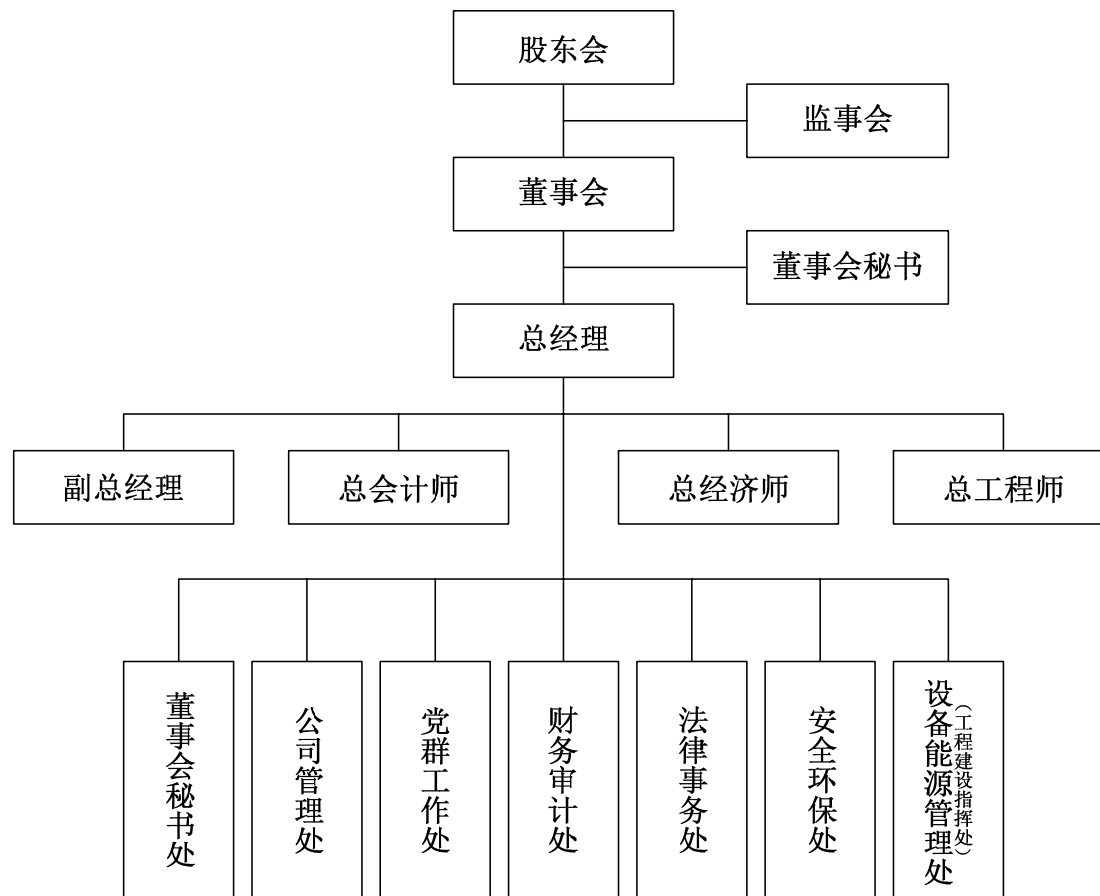
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，调整其评级展望为负面，并维持“13西宁特钢CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 公司合并范围内子公司

子公司名称	注册地	企业类型	公司持股比例%	公司享有的表决权比例%	层级机构
西宁特殊钢股份有限公司	西宁市	股份公司	49.87	49.87	一级
青海西钢置业有限责任公司	西宁市	有限责任公司	100	100	一级
青海钢城物业管理有限公司	西宁市	有限责任公司	100	100	二级
西宁市城北区钢城幼儿园	西宁市		100	100	二级
青海江仓能源发展有限责任公司	西宁市	有限责任公司	35.00	35.00	二级
肃北县博伦矿业开发有限责任公司	甘肃省	有限责任公司	70.00	70.00	二级
哈密博伦矿业有限责任公司	新疆哈密	有限责任公司	100.00	100.00	二级
青海西钢矿业开发有限责任公司	西宁市	有限责任公司	100.00	100.00	二级
青海腾博商贸有限公司	西宁市	有限责任公司	100.00	100.00	二级
西宁城北正维福利总厂	西宁市	有限责任公司	100.00	100.00	二级
青海西钢野马泉矿业开发有限责任公司	西宁市	有限责任公司	85	85	二级
青海西钢它温查汉西矿业开发有限责任公司	西宁市	有限责任公司	85	85	二级
湟中西钢矿业开发有限公司	湟中县	有限责任公司	100.00	100.00	二级
都兰矿业开发有限公司	都兰县	有限责任公司	100.00	100.00	二级
格尔木西钢矿业开发有限公司	格尔木	有限责任公司	100.00	100.00	二级
祁连西钢矿业开发有限公司	祁连	有限责任公司	100.00	100.00	二级
格尔木西钢商贸有限公司	格尔木	有限责任公司	100.00	100.00	二级

注：公司持有西宁特殊钢股份有限公司49.87%的股权，为其第一大股东，其董事长、财务总监等关键管理人员由公司委派，能够决定被投资单位的财务和经营决策，因此，将其纳入合并范围；公司能够决定青海江仓能源发展有限责任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。

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	127107.12	140415.26	83700.59	-18.85	82505.43
交易性金融资产					
应收票据	138580.70	97517.99	66222.99	-30.87	28464.28
应收账款	25514.28	14378.38	12478.22	-30.07	31617.45
预付款项	27638.83	26335.05	62581.15	50.47	31238.12
应收利息					
应收股利					
其他应收款	32654.89	33722.63	22538.09	-16.92	23728.13
存货	111199.30	109398.69	137109.26	11.04	238951.37
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	0.00	104.23	108.11		
流动资产合计	462695.11	421872.23	384738.40	-8.81	436504.78
非流动资产：					
可供出售金融资产	938.29	0.00	0.00	-100.00	
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	2000.00	2000.00	2000.00	0.00	2000.00
投资性房地产	0.00	0.00	282.74		1205.27
固定资产	631044.73	684222.88	836216.49	15.11	906960.09
在建工程	97664.42	231069.97	299951.09	75.25	379340.26
工程物资	1750.50	1058.60	2295.48	14.51	4510.32
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	103187.29	101413.07	101715.87	-0.72	98262.30
开发支出					
商誉	17175.85	17175.85	17175.85	0.00	17175.85
合并价差					
长期待摊费用	8239.95	7736.94	23511.07	68.92	25997.00
递延所得税资产	4151.12	3102.54	5394.44	14.00	9129.13
其他非流动资产	1732.18	1567.21	1402.24	-10.03	1278.51
非流动资产合计	867884.32	1049347.08	1289945.27	21.91	1445858.74
资产总计	1330579.43	1471219.31	1674683.68	12.19	1882363.52

注：2013 年三年财务数据未经审计

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	358800.00	502800.00	551100.00	23.93	597800.00
交易性金融负债					
应付票据	39329.91	45748.00	7047.98	-57.67	56358.17
应付账款	78709.73	93762.06	164287.90	44.47	197053.21
预收款项	24509.05	24065.57	40926.25	29.22	55220.77
应付职工薪酬	430.25	377.83	421.50	-1.02	517.28
应交税费	26958.01	25206.54	20038.13	-13.78	13475.78
应付利息	2838.82	4190.33	6105.02	46.65	4935.49
应付股利	0.00	0.00	300.00		
其他应付款	10253.27	21765.20	23186.25	50.38	8916.75
预计负债					
一年内到期的非流动负债	83000.00	39432.40	18200.00	-53.17	23700.00
其他流动负债	100000.00	0.00	29950.00	-45.27	39854.00
流动负债合计	724829.04	757347.92	861563.04	9.02	997831.45
非流动负债：					
长期借款	146342.40	124900.00	138900.00	-2.58	138800.00
应付债券	0.00	98663.33	141509.57		191517.95
长期应付款	10009.45	0.00	13400.16	15.70	6899.28
专项应付款	909.09	1859.09	27876.09	453.75	51498.76
预计负债	402.97	2427.94	1859.15	114.79	1859.15
递延收益					
递延所得税负债					1949.40
其他非流动负债	7020.08	9526.36	13502.36	38.69	12830.11
非流动负债合计	164683.99	237376.72	337047.32	43.06	405354.65
负债合计	889513.04	994724.64	1198610.36	16.08	1403186.10
所有者权益：					
实收资本(或股本)	278900.00	278900.00	278900.00	0.00	278900.00
资本公积	3270.72	3433.49	3433.49	2.46	3433.49
减：库存股					
专项储备	2556.10	1252.89	1392.11	-26.20	1761.90
盈余公积					
未分配利润	-25737.90	-21917.45	-27831.66	3.99	-26216.19
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	258988.92	261668.93	255893.94	-0.60	257879.20
少数股东权益	182077.48	214825.74	220179.38	9.97	221298.23
所有者权益合计	441066.40	476494.67	476073.32	3.89	479177.43
负债和所有者权益总计	1330579.43	1471219.31	1674683.68	12.19	1882363.52

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	705297.22	821504.75	688022.27	-1.23	478599.66
减: 营业成本	567625.20	652079.53	565487.34	-0.19	386747.68
营业税金及附加	4809.45	6228.20	4539.35	-2.85	3004.92
销售费用	20178.36	24437.95	27234.24	16.18	17157.85
管理费用	32128.09	30908.63	35499.75	5.12	28677.59
财务费用	34645.11	42776.13	42566.51	10.84	36381.16
资产减值损失	13713.79	19340.18	10802.91	-11.25	726.69
加: 公允价值变动收益					
投资收益	244.23	198.84	200.00	-9.51	240.00
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	32441.45	45932.98	2092.16	-74.61	6143.77
加: 营业外收入	2816.63	4984.60	5835.10	43.93	1709.08
减: 营业外支出	3259.54	2126.59	2736.95	-8.37	1179.90
其中: 非流动资产处置损失	852.23	876.01	1831.06	46.58	526.78
三、利润总额	31998.54	48790.99	5190.31	-59.73	6672.95
减: 所得税费用	8783.81	12028.14	3450.88	-37.32	1455.62
四、净利润	23214.73	36762.84	1739.43	-72.63	5217.33
其中: 归属于母公司的净利润	1988.59	4074.59	-5914.21		1615.47
少数股东损益	21226.14	32688.26	7653.64	-39.95	3601.86

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	425516.02	545665.03	362018.91	-7.76	183708.34
收到的税费返还	0.00	527.27	167.86		144.38
收到其他与经营活动有关的现金	10047.91	13347.88	45928.17	113.80	6257.54
经营活动现金流入小计	435563.93	559540.18	408114.95	-3.20	190110.26
购买商品、接受劳务支付的现金	268276.89	277370.33	280330.35	2.22	63705.27
支付给职工以及为职工支付的现金	56728.18	68134.88	67795.05	9.32	47956.24
支付的各项税费	58276.92	78686.66	57245.18	-0.89	44894.36
支付其他与经营活动有关的现金	40551.59	56452.36	51389.97	12.57	31369.51
经营活动现金流出小计	423833.58	480644.24	456760.55	3.81	187925.37
经营活动产生的现金流量净额	11730.35	78895.94	-48645.60		2184.89
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	3037.06	1099.90	0.00	-100.00	
取得投资收益收到的现金	244.23	200.00	200.00	-9.51	240.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现	715.27	29.41	811.00	6.48	120.73
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00		
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	1720.19	374.00		57.97
投资活动现金流入小计	3996.55	3049.49	1385.00	-41.13	418.70
购建固定资产、无形资产等支付的现金	59069.21	95555.88	77935.15	14.86	52144.70
投资支付的现金	6900.00	0.00	0.00	-100.00	
取得子公司等支付的现金净额	0.00	4597.19	0.00		
支付其他与投资活动有关的现金	504.74	577.66	335.58	-18.46	106.76
投资活动现金流出小计	66473.96	100730.73	78270.73	8.51	52251.47
投资活动产生的现金流量净额	-62477.40	-97681.24	-76885.74	10.93	-51832.76
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	65.10	0.00		
取得借款收到的现金	613337.40	673917.42	756000.00	11.02	605040.00
发行债券收到的现金	0.00	98500.00	72380.00		50000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	16724.76		1032.90
筹资活动现金流入小计	613337.40	772482.52	845104.76	17.38	656072.90
偿还债务支付的现金	474950.00	695646.67	703174.67	21.68	544730.87
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	37194.21	45965.89	58604.60	25.52	47916.75
支付其他与筹资活动有关的现金	10609.46	7357.00	3303.71	-44.20	16973.74
筹资活动现金流出小计	522753.67	748969.56	765082.99	20.98	609621.35
筹资活动产生的现金流量净额	90583.73	23512.96	80021.77	-6.01	46451.55
四、汇率变动对现金及现金等价物的影					
五、现金及现金等价物净增加额	39836.67	4727.67	-45509.57		-3196.33
加: 期初现金及现金等价物余额	78894.82	118755.92	123483.59	25.11	77974.02
六、期末现金及现金等价物余额	118731.49	123483.59	77974.02	-18.96	74777.69

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	23214.73	36762.84	1739.43	-72.63
加：资产减值准备	13713.79	19340.18	10802.91	-11.25
固定资产折旧及其他	39154.23	46711.31	49468.68	12.40
无形资产摊销	2618.24	3401.15	3507.86	15.75
长期待摊费用摊销	13196.86	4702.17	898.63	-73.91
处置固定资产、无形资产等损失	743.25	757.33	1204.42	27.30
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	34572.76	41479.84	44434.77	13.37
投资损失	-244.23	-198.84	-200.00	-9.51
递延所得税资产减少	1346.90	1048.58	-2291.90	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-12515.57	-2058.65	-24169.30	38.97
经营性应收项目的减少	-17683.20	7564.20	-53956.60	74.68
经营性应付项目的增加	-86387.42	-80614.17	-80084.50	-3.72
其他				
经营活动产生的现金流量净额	11730.35	78895.94	-48645.60	
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	105341.58	123483.59	77974.02	-13.97
减：现金的期初余额	13389.91	118755.92	123483.59	203.68
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	91951.66	4727.67	-45509.57	

附件 5 主要计算指标

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.55	5.95	7.22	--
存货周转次数(次)	4.83	5.91	4.59	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.59	0.44	--
现金收入比(%)	60.33	66.42	52.62	38.38
盈利能力				
营业利润率(%)	18.84	19.87	17.15	18.56
总资本收益率(%)	4.84	6.35	3.93	--
净资产收益率(%)	5.26	7.72	0.37	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	26.17	31.93	38.16	41.31
全部债务资本化比率(%)	62.58	63.01	65.41	68.77
资产负债率(%)	66.85	67.61	71.57	74.54
偿债能力				
流动比率(%)	63.84	55.70	44.66	43.75
速动比率(%)	48.49	41.26	28.74	19.80
经营现金流动负债比(%)	1.62	10.42	-5.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.49	3.21	1.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.25	5.61	9.16	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.07	-0.02	-0.14	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.63	-0.46	-3.20	--

注：2013 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 8 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息