

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 938 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AA的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“14西宁特钢MTN001”AA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: 负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 西宁特钢 MTN001	4.7 亿元	2014/3/19-2021/3/19	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.42	17.38	21.19	14.13
资产总额(亿元)	167.47	196.31	241.32	238.46
所有者权益(亿元)	47.61	46.72	57.31	56.36
短期债务(亿元)	60.63	90.86	96.55	92.00
全部债务(亿元)	90.01	114.53	144.47	142.64
营业收入(亿元)	68.80	72.55	73.15	11.69
利润总额(亿元)	0.52	0.20	2.22	-0.69
EBITDA(亿元)	10.21	11.64	13.67	--
经营性净现金流(亿元)	-4.86	-1.57	-1.31	0.27
营业利润率(%)	17.15	14.71	18.25	14.93
净资产收益率(%)	0.37	-1.47	1.40	--
资产负债率(%)	71.57	76.20	76.25	76.36
全部债务资本化比率(%)	65.41	71.03	71.60	71.68
流动比率(%)	44.66	39.65	51.19	48.61
全部债务/EBITDA(倍)	8.82	9.84	10.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	1.87	1.74	--
经营现金流负债比(%)	-5.65	-1.28	-0.97	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计;

2. 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; 现金类资产剔除受限货币资金。

分析师

谭心远 刘新泉

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

跟踪期内, 西宁特殊钢集团有限责任公司(以下简称“公司”)钢铁主业产品研发及转型升级稳步推进, 保持了较高的产能利用率和产销率水平; 但受钢铁行业景气度低迷影响, 公司经营压力继续加大; 此外公司转型升级资本支出规模大, 债务负担持续加重, 期间费用对经营性利润侵蚀大, 并存在较大的短期支付压力。

2014 年, 公司房地产板块收入规模和利润总额大幅增长, 对公司整体业绩形成支撑, 但公司钢铁主业经营效益的显现还有赖于市场对公司新线产品的逐步接纳以及特钢行业景气度的回升, 而公司较弱的财务弹性和较大的短期支付压力仍制约公司经营情况和信用质量的改善。

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, 评级展望维持负面, 并维持“14 西宁特钢 MTN001” AA 的信用等级。

优势

1. 公司钢铁主业保持了较高的产能利用率和产销率水平。
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。
3. 跟踪期内, 公司 EBITDA 和经营现金流入量对待偿还债券的保障程度较好。
4. 2014 年, 公司房地产板块收入规模和利润总额大幅增长, 对公司整体业绩形成支撑。

关注

1. 跟踪期内, 特钢行业景气度波动下行, 短期内景气度难有显著回升; 公司主要产品价格下降, 整体盈利水平持续下滑。
2. 公司转型升级资本支出规模大, 债务负担持续加重, 导致其期间费用对经营性利润

侵蚀大；债务结构不尽合理，短期偿付压力仍然很大，整体偿债能力持续弱化。

3. 跟踪期内，公司存货规模较大，并主要由原材料构成，在行业景气度持续低迷阶段存在一定的跌价风险。

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“14 西宁特钢 MTN001”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 年底公司注册资本为人民币 279420 万元。2014 年 6 月,根据西钢集团政字【2014】34 号“二〇一四年第一次临时股东大会决议”,五矿国际信托有限公司以信托资金权益性投资方式向公司增资人民币现金 100000 万元,并于 2014 年 11 月办理了变更登记,变更后的注册资本为人民币 379420 万元,五矿国际信托有限公司股权比例为 26.35%。公司最终实际控制人为青海省国资委。

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,是西北地区的龙头特殊钢生产企业,产品涵盖 1400 多个规格、436 个牌号,截至 2014 年底,公司具有 130 万吨特钢的年生产能力。

截至 2015 年 3 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”)一个一级子公司、以及青海江仓能源发展有限责任公司等 13 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,拥有在职员工 11239 人。

截至 2014 年底,公司合并资产总额 241.32

亿元,所有者权益(含少数股东权益 22.18 亿元)57.31 亿元。2014 年公司实现营业收入 73.15 亿元,利润总额 2.22 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司合并资产总额 238.46 亿元,所有者权益(含少数股东权益 21.80 亿元)56.36 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 11.69 亿元,利润总额-0.69 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

2014 年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值 636463 亿元,按可比价格计算,比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为,在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万,调查失业率稳定在 5.1%左右,居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%,城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元,比上年名义增长 12.0%(扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005 亿元,比上年名义增长 15.7%(扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。

全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

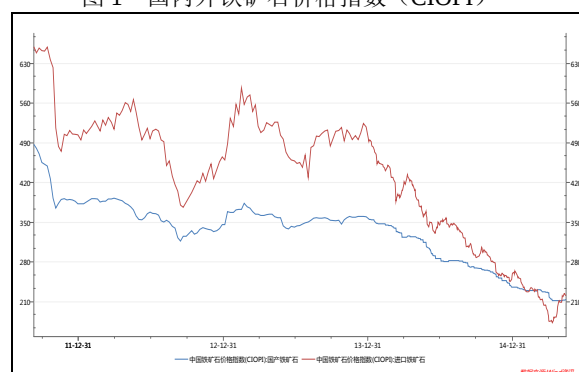
2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

2014 年，中国钢铁行业整体景气度持续低迷。受此影响，跟踪期内中国特钢市场景气度延续 2013 年低迷的总体态势。全年合计产量 11472 万吨，较 2013 年产量增长 2%，其中非合金钢增长 1%，低合金钢增长 3%，合金钢基本不变，不锈钢增长 9%，不锈钢增长速度相对较快，占比有所上升。

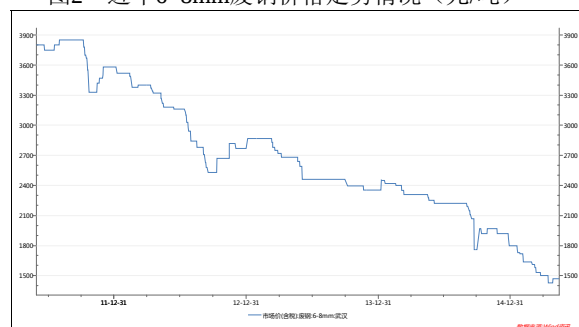
图 1 国内外铁矿石价格指数（CIOPI）



资料来源：Wind 资讯

跟踪期内，特钢主要原材料价格总体波动下行。有助于缓解钢材价格下行压力。

图2 近年6~8mm废钢价格走势情况（元/吨）



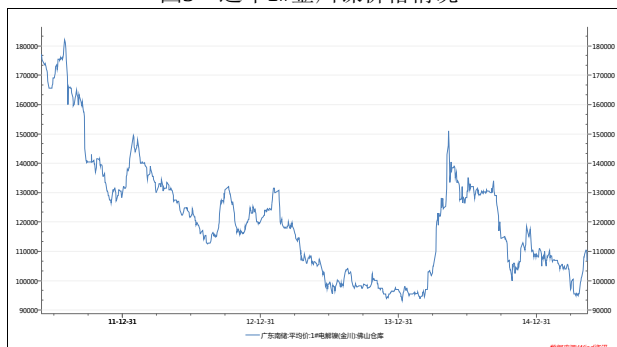
资料来源：wind资讯

2014 年，铁矿石价格指数总体呈现波动下降格局，其中进口铁矿石价格指数降幅大于国内铁矿石价格指数。2014 年全年，铁矿石价格指数变动基本与钢材价格指数变动趋势一致，但总体跌幅略大于钢材价格下跌幅度。2015 年 3 月起，国内铁矿石价格指数有所回升。

跟踪期内，中国铁矿石价格大幅波动，给铁矿石自给率不高的钢铁企业成本控制与风

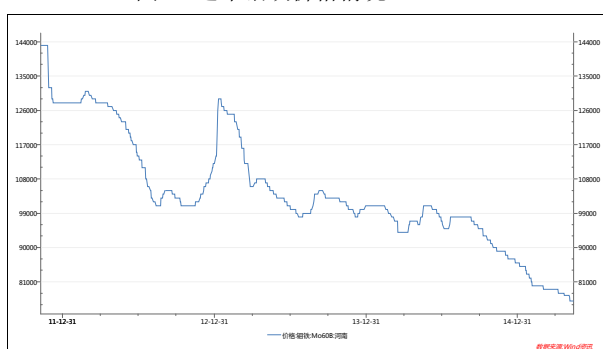
险管理带来压力和挑战。中国废钢价格变动趋势与钢材和铁矿石价格变动趋势基本一致。

图3 近年1#金川镍价格情况



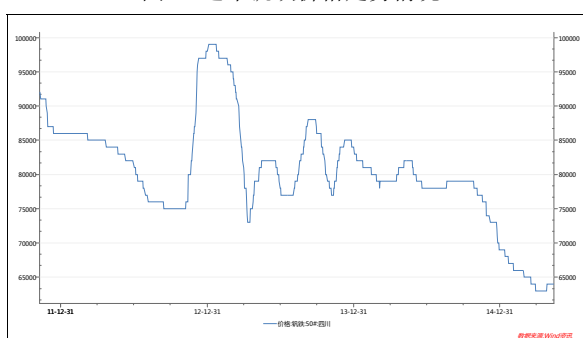
资料来源: wind资讯

图4 近年钼铁价格情况



资料来源: wind资讯

图5 近年钒铁价格走势情况



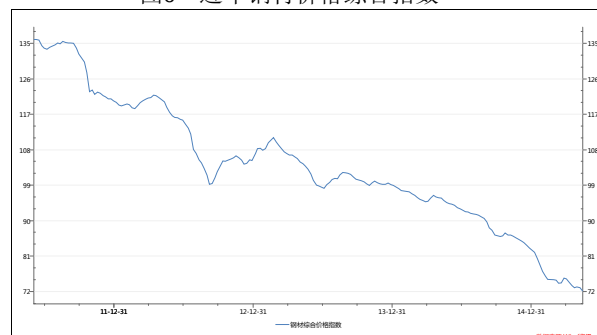
资料来源: wind 资讯

跟踪期内,镍价格波动较大。其他几种主要有色金属原料价格总体表现出波动下降的趋势。

2011年下半年起,下游汽车、工程机械等行业需求减弱,并逐步向上游传导,特钢产品价格持续下挫,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年二季度钢价整

体呈快速下滑趋势,2013年三季度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,2013年度,钢材价格均价同比持续下滑。截至2014年2月底,钢材综合价格指数跌至近四年来最低点。过后,下游市场有所回暖,特别是在汽车行业带动下特钢价格有所回升,但6月份以来不断走低。

图6 近年钢材价格综合指数



资料来源: 中国钢铁工业协会

目前,中国国内特钢产量占钢铁总产量的比重约为8%左右,与钢铁工业发达国家15%~20%的水平仍有较大差距。随着未来经济结构转型下需求的强劲增长,伴随着国内汽车工业、高速铁路、国产大飞机、高端装备制造业等产业的稳步发展,中国特钢行业仍将保持一定的增速水平。此外,目前中国特殊钢出口仅占国际市场不足2%的市场份额。依托“钢铁工业十二五发展规划”,随着中国生产企业不断增加特殊钢品种、提高质量、降低生产成本,中国特钢企业在国际市场的竞争力有望逐步提高,市场范围有望进一步扩大。

总体看,中国特钢行业相比普钢技术门槛较高,产能过剩压力相对较小,但存在一定的结构性的供需失衡现象;特钢行业对上游议价能力偏弱,受原材料价格波动影响较大;2014年中国特钢市场景气度整体延续颓势,预计未来一段时间内,随着世界经济的进一步恢复、十二五规划关于特钢政策的逐步实施、“一带

一路”战略、京津冀协同发展、核能发电及高速铁路等相关项目陆续通过审核，有望提振特钢行业下游需求；但同时，由于国家对产能过剩行业的政策调整将加剧钢铁行业的资金紧张局面。

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内及周边区域。

根据《青海省 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，2014 年，全年全省地区生产总值 2301.12 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%。分产业看，第一产业增加值 215.93 亿元，增长 5.2%；第二产业增加值 1232.11 亿元，增长 10.0%；第三产业增加值 853.08 亿元，增长 8.8%。第一产业增加值占全省地区生产总值的比重为 9.4%，第二产业增加值比重为 53.5%，第三产业增加值比重为 37.1%。人均地区生产总值 39633 元，比上年增长 8.2%。

总体看，2014 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较好良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 企业规模

截至2014 年底，公司注册资本为人民币 379420万元，公司最终实际控制人为青海省国资委。作为国内西北地区的龙头特钢生产企业，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》。

截至2014年底，公司具有年产铁130万吨、特殊钢160万吨、特钢材130万吨的生产能力

截至2014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；公司具有一定的品种结构的差

异化优势，产品竞争能力较强，如公司生产的铁路渗碳轴承市场占有率达到60%，主战坦克扭力轴用钢市场占有率达到90%等；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

2014 年，公司实施的新工艺、新技术、新材料、品种开发、质量攻关、过程控制、节能降耗等方面的科研项目共计 19 项，包括国家 863 科技项目 1 项、省级科技项目 3 项、对外合作项目 8 项、计划上报省部级项目 4 项。

总体看，跟踪期内公司特钢板块新产品研发稳步推进。

3. 技术与装备水平

公司目前在建的大、小棒材生产线情况如下。①新建从德国梅尔-西马克公司、奥地利布朗公司、法国斯坦因公司引进(设计并供货)的二十五机架小棒材(钢材规格 $\phi 16\sim\phi 100$)连轧生产线，在设定的产品结构下达到35万吨中、小规格高质量棒材生产能力。建成投产后，将替代已于2013年拆除的“650初轧—500中轧—300精轧”落后的横列式棒材生产线20万吨的产能。②新建从德国梅尔-西马克公司引进(设计并供货)的“1150初轧机+8机架连轧”大棒材(钢材规格 $\phi 100\sim\phi 280$)生产线，在设定的产品结构下达到70万吨中、大规格高质量棒材生产能力。建成投产后，将同步淘汰现有的“650初轧+6机架连轧”生产线50万吨钢材生产能力；同时淘汰750系统15万吨钢材生产能力，并将750系统改造成专门为新的小棒连轧线用钢锭及电渣锭开坯与供坯线。新的大、小棒线建成投产后，将替代已于2013年拆除的 $\phi 100$ 机组无缝钢管生产线10万吨的年生产能力和 $\phi 114$ 机组无缝钢管生产线10万吨年生产能力。大、小棒材生产线建成投产后，在淘汰落后产能以及产能优化升级的基础上，将使公司轧钢产能将由目前的150万吨/年提升至200万吨/

年，使其与公司粗钢产能更相匹配。

大、小棒材生产线建成投产后，将使公司的钢材质量水平以及规格、种类得到大幅度提升，全部产品实物质量达到国内先进水平，部分产品将达到国内领先水平；将更加有利于公司内部能源的综合利用，实现资源与能源节约、环境友好的可持续发展战略和清洁化生产目标；将有利于公司产品结构的进一步调整，实现高、中端产品(主要由新的大、小棒连轧线生产)与低端产品(主要由现行的小棒连轧线生产)的合理配置，从而有利于推进公司产品销售的差异化战略，增强对不断发展变化的钢材市场的差异化需求的适应能力。小棒线生产线预计于2015年9月份正式投产；大棒线生产线主体建设已完毕，已进入试生产阶段。

六、管理分析

跟踪期内，公司无重大高层管理人员、管理制度变化。

七、重大事项

1. 上交所纪律处分

公司上市子公司西宁特殊钢股份有限公司(简称“西宁特钢”)于2014年11月6日发布“西宁特殊钢股份有限公司关于受上海证券交易所纪律处分的公告”称，西宁特钢因未及时披露两项探矿权证转让重大事项于2014年10月28日收到上海证券交易所的纪律处分决定：对西宁特殊钢股份有限公司予以通报批评；对西宁特殊钢股份有限公司时任董事长陈显刚、时任董事汤巨祥予以通报批评。

2. 非公开发行股票

根据西宁特钢2015年5月发布的《西宁特殊钢股份有限公司2015年度非公开发行股票预案》，西宁特钢非公开发行股票计划募集资金总额不超过63.58亿元，扣除发行费用后全部用于偿还银行贷款。本次非公开发行的对象为青海发展投资、上海穆昭、青海机电、青

海物资产业、青海汽车运输、国华人寿、贵州中科、邓建宇、新疆泰达、西宁特钢第一期员工持股计划等10名特定投资者。

本次发行的背景：2014年西宁特钢转型升级项目大部分完成，预计到2015年底全部建成投产。随着升级改造项目逐步完工，西宁特钢将承担较大的固定资产折旧费用及财务费用压力。西宁特钢为了保持在市场中的竞争地位和优势，调整产品结构，加速转型升级，亟需补充资本金。本次非公开发行对于公司改善经营状况、实现转型升级目标具有重要意义。

本次发行前，公司持有股本总额的49.87%，为西宁特钢的控股股东，西宁特钢实际控制人为青海省国资委。本次发行后，公司持有公司股本总额的20.03%，仍为西宁特钢的控股股东，青海省国资委仍为西宁特钢实际控制人，因此本次发行不会导致西宁特钢的控制权发生变化。

本次非公开发行股票募集资金到位后，西宁特钢净资产规模将得到提升，资产负债率相应降低，流动比率和速动比率均有所上升，西宁特钢营运资金将得到改善，西宁特钢整体财务结构得到优化；募集资金偿还银行贷款后，西宁特钢利息支出将减少，盈利能力得到提升。

2015年5月22日，西宁特钢非公开发行A股股票已获得青海省国资委批准。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司房地产板块收入大幅增长，特钢及煤炭业务收入有所降低。2014年，公司实现主营业务收入70.21亿元，同比变化不大。

特钢板块方面，跟踪期内，在产销量较上年保持稳定的情况下，受产品价格下滑影响，板块收入有所下滑，2014年实现收入46.16亿元，同比下降13.00%。毛利率方面，2014年，特钢行业持续低迷，虽然铁精粉、焦炭等原燃

料价格持续下跌，但是公司受制于地理位置只能采购附近铁精粉，故无法采购价格更低的进口铁矿使得公司主要特钢产品价格有所下降且跌幅大于铁精粉的下跌幅度，导致公司特钢板块毛利率较2013年下跌2.09个百分点至9.80%。

资源板块方面，公司主要从事铁矿石和焦炭的生产销售，其中焦炭生产主要满足公司钢铁冶炼的生产需求，子公司肃北县博伦矿业开发有限责任公司（以下简称“肃北博伦”）和哈密博伦矿业有限责任公司（以下简称“哈密博伦”）铁精粉产品主要销售给酒泉钢铁集团公司和八一钢铁集团公司。近年来，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。2014年以来，特别是下

半年以来，进口铁矿石价格大幅下跌，拉低铁矿石的市场价格，受此影响，公司铁矿石采选板块毛利率较2013年水平下降3.95个百分点。

2014年，公司房地产板块实现收入12.04亿元，较上年大幅增长，主要是对盛世华城商铺和住宅项目的收入确认。虽然销售价格相对较低，但得益于较低的土地成本，公司房地产板块毛利率水平较高，2014年为37.96%。房地产板块对公司2014年收入规模和毛利率增长贡献较大。

2015年1~3月，主要受钢材产品、铁矿石和焦炭价格的下跌影响，公司实现主营业务收入11.44亿元，同比下降12.14%；由于毛利率水平较高的房地产板块确认收入较少，营业毛利率仅为15.56%。

表1 公司2013~2015年3月主营业务产品情况（单位：亿元、%）

产 品	2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产行业	2.24	3.20	-50.00	12.04	17.15	37.96	0.22	1.92	27.27
特钢行业	53.06	75.88	11.89	46.16	65.75	9.80	8.43	73.69	11.03
煤炭行业	9.27	13.26	8.41	7.52	10.71	2.09	1.59	13.90	3.77
铁矿石采选行业	15.04	21.51	46.57	10.59	15.08	42.62	1.79	15.65	40.22
其他	3.7	5.29	2.70	2.49	3.55	4.24	0.12	1.05	8.33
减：产品之间内部抵消	8.9	12.73		-8.59	-12.24		0.71	6.21	-
合计	69.93	100	15.77	70.21	100	19.68	11.44	100	15.56

资料来源：公司提供

注：1. 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. 其他业务中主要为销售房屋收入和贸易收入等。

总体看，公司钢铁板块主业突出，且铁精粉及焦炭业务盈利水平和稳定性与钢铁行业关联度强。2014年，受特钢行业景气度持续低迷影响，公司特钢板块收入及毛利率水平呈下降趋势。得益于房地产板块收入及毛利率的良好表现以及公司铁矿石采选板块仍保持较好水平，公司整体盈利能力和毛利率高于一般钢铁企业。

2. 钢铁板块

生产情况

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，较同比变化不大；结构钢中，由于碳结钢产品价格较合结钢相比跌幅较大，故公司相应地提高了合结钢的生产比重。

表2 公司各类特钢产品产量情况（单位：万吨）

产品	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
碳结钢	32.37	29.12	20.12	4.50
碳工钢	0.56	0.26	0.29	0.12
合结钢	86.07	91.65	97.53	19.77
合工钢	1.03	1.02	1.01	0.21

弹簧钢	0.02	0.04	0.02	0.03
滚珠钢	8.67	6.42	7.30	2.04
不锈钢	2.52	2.31	2.97	1.06
特钢产量合计	131.24	130.82	129.24	27.73

资料来源：公司提供

原材料采购情况

跟踪期内，随着钢材的稳定生产，铁精粉、焦炭等主要原燃料采购量小幅上升；2014 年，由于小棒线和三号电炉试生产期间，生产工序衔接不顺畅，炼钢原料不稳定，需要采购部份废钢作为稳定配料进行验证性生产，公司全年采购废钢 9.61 万吨，2015 年以来，生产环节运行逐步顺畅，公司充分利用自产废料，故不再采购废钢；公司合金采购跟踪期内保持相对稳定。

从原燃料采购价格方面，2014 年以来，公司铁精粉和焦炭采购均价有较大幅度下跌；但值得关注的是，由于进口铁矿石价格在进入 2014 年以来持续快速下跌，而公司受地理位置制约，只能就近采购国内铁矿石，且进入 2014 年下半年以来，公司采购国内铁矿石价格高于进口铁矿石价格，公司已无铁矿石成本优势，面临一定的成本控制压力。2015 年 1~3 月，公司铁精粉和焦炭采购价格较 2014 年均有所下滑。

表 3 公司原料采购及价格情况（不含税）
（单位：万吨、元/吨）

原料	项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
铁精粉	采购量	165.38	168.03	25.07
	均价	791.87	723.40	617.21
焦炭	采购量	60.64	66.10	10.59
	均价	1070.41	865.49	805.32
废钢	采购量	--	9.61	-
	均价	--	2211.98	-
镍板	采购量	0.12	0.12	0.03
	均价	90612.52	100155.91	89830.42
高铬	采购量	1.94	2.02	0.51
	均价	6241.12	5907.19	5694.04
硅铁	采购量	0.43	0.41	0.12
	均价	5342.73	5139.33	4584.26
钼铁	采购量	0.09	0.08	0.01
	均价	87969.17	80684.44	73848.66
锰铁	采购量	1.04	0.90	0.12
	均价	5425.86	5069.92	4512.19
电力	采购量	115501.13	125731.97	30427.74

	均价	0.408	0.422	0.409
--	----	-------	-------	-------

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，跟踪期内，公司原材料采购量有所上升，主要原材料价格均有不同程度下降，2014 年公司的原材料的综合采购成本得以降低；2015 年一季度，随着钢铁行业景气度进一步下行，公司主要原材料采购价格继续下行，但下滑幅度小于公司主要钢材产品的下滑程度，公司仍面临较大的成本控制压力。

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，保持在 99% 以上。公司的产品销售仍然以结构钢为主，占全部销量的 92.25%。

公司特钢产品销售的市场范围较广，并以西南、西北、华东为主要市场。近几年，西南、西北及华东地区的主营业务收入占比在 70% 左右，尤其西南地区占全部主营业务收入的 1/4 强。由于西南地区是重要的电子信息产业、机械（含汽车、航空航天）产业、冶金建材工业、石油化工产业基地之一，与公司的产品有很大的契合度、广泛的适用性和后续的延展性，故西南地区是公司重要的销售区域，也是公司未来产品销售开发和拓展延伸的重点区域。同时，公司产品价格和下游需求受该区域市场波动影响。

销售价格方面，2014 年，不同钢材产品的价格变动出现分化，碳工钢和弹簧钢价格出现了大幅上涨，而公司主要的钢材销售品种——结构钢价格持续下滑，价格跌幅超过 13%，导致整体产品价格进一步下跌。2015 年一季度，由于受市场行情影响，公司全线产品销售价格均出现不同程度的下跌，其中碳结钢、滚珠钢和碳工钢价格大幅下降。

表 4 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	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
碳结钢	平均价格	3321	2884	2384

	销量	29.12	19.93	4.16
碳工钢	平均价格	3932	4326	2818
	销量	0.26	0.28	0.12
合结钢	平均价格	3990	3431	3061
	销量	91.88	95.98	18.83
合工钢	平均价格	8385	7958	7424
	销量	1.02	0.98	0.21
弹簧钢	平均价格	4199	4421	3868
	销量	0.04	0.02	0.03
滚珠钢	平均价格	5914	6135	4535
	销量	6.56	7.17	1.84
不锈钢	平均价格	8091	7842	7113
	销量	2.29	2.77	0.86

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司在行业景气度低迷阶段仍保持了较高的产销率水平。跟踪期内，公司主要钢材产品价格下跌，公司深处内陆无法享受进口铁矿石价格下跌的红利，整体盈利水平下滑；公司装备升级、技改将使产品、种类、规格和整体档次得以丰富和提高，有助于公司未来整体经营竞争实力的增强。

3. 资源板块

截至2014年底，公司已拥有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600万吨、年产铁精粉164万吨、年采焦煤120万吨、年产焦炭70万吨的生产能力。

2014年，肃北博伦产能继续提升，平均开采成本及平均售价同比均有所下降，2015年一季度，平均成本及平均售价继续下跌。

表5 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	2013年	2014年	2015年1-3月
产能	101	106	27.5
产量	100.15	110.79	26.80
销量	100.40	112.31	24.30
平均成本	496.50	484.00	448.19

平均售价	629.68	614.89	446.52
------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供

注：平均成本为完全成本（含期间费用）

跟踪期内，哈密博伦产能提升至44万吨，并全面达产；公司严格控制人力成本，铁精粉平均成本略有下降；受全球铁精粉价格下降影响，公司平均售价同比大幅下降，公司面临较大成本管控压力。

表6 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	2013年	2014年	2015年1-3月
产能	36	44	11.0
产量	37.59	44.47	6.84
销量	37.20	40.66	7.56
平均成本	463.97	452.00	443.66
平均售价	657.70	503.00	401.71

资料来源：公司提供

注：平均成本为完全成本（含期间费用）

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；2014年，公司焦炭平均成本和平均售价均有所下降，2015年一季度保持相对稳定。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，江仓能源焦炭产量预计于2015年四季度首采工作面出煤，2016年6月份具备验收条件，2017年达产，届时有望达到年产120万吨。

表7 江仓能源焦炭产销量及成本、售价情况
(单位：万吨、元/吨)

焦炭	2013年	2014年	2015年1-3月
产能	70	70	70
产量	78.49	77.02	18.92
销量	77.09	77.45	16.94
平均成本	979.74	752.58	755.85
平均售价	994.33	779.65	768.10

资料来源：公司提供

注：平均成本为完全成本（含期间费用）

4. 房产销售板块

截至 2015 年 3 月底,公司已完工房地产开发项目共计 4 个,总建筑面积 51.80 万平方米,累计销售面积 39.62 万平方米,累计实现销售收入 13.48 亿元;2014 年,房地产板块实现收入 12.04 亿元,利润总额 3.90 亿元,对公司整体收入规模和利润总额贡献较大。2015 年 1~3 月公司住宅毛利率大幅上升主要系房地产业务结算周期影响。

表 8 房地产板块经营情况(单位:万元、%)

板块	项目	2014年	2015年1-3月
住宅	收入	80397.87	2201.90
	毛利率	15.89	29.74
商业办公	收入	38944.73	--
	毛利率	66.54	--
其他	收入	1057.18	
	毛利率	32.31	
合计	收入	120399.78	2201.90
	毛利率	37.96	29.74

资料来源:公司提供

表9 截至2015年3月底房地产开发已完工项目概况(单位:万元、万平方米)

项目名称	项目类别	可售面积	累计销售面积	累计销售金额	销售进度
盛世华城 H 区 11 栋保障房	住宅	13.33	13.33	19644	100%
盛世华城 CD 区	商铺、住宅	23.35	14.09	56727.98	64%
盛世华城 GH 区	商铺、住宅	12.61	9.69	54163.04	79%
盛世华城 H 区经适房	住宅	2.51	2.51	4217	100%
合计		51.80	39.62	134752.02	77.70%

资料来源:公司提供

未来三年,公司房地产板块主要在建及拟建项目总投资为 5.65 亿元,尚需投资 3.31 亿元。根据公司未来销售预测,项目销售现金回流能够基本满足项目建设投资,公司房地产板块对外融资压力不大。随着盛世华城项目的不断推进和实施,未来三年内将成为公司新的业绩增长点。

表 10 房地产板块未来投资计划与预计销售现金回流
(单位:万元)

项目	2015 年 4~12 月	2016 年	2017 年	2018 年
计划投资金额	4000	12400	9700	7000
预计销售现金回流	10000	28500	13900	19000

资料来源:公司提供

5. 在建及拟建项目

公司在建和拟建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;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,项目完成运营后有助于提升公司整体盈利能力。公司未来拟建项目主要为循环经济工业园

分厂矿渣微粉、钢渣处理工程,建成后年处理高炉渣 90 万吨、钢渣 36 万吨,项目投资总额 3.02 亿元。

公司投资高峰期已过,未来公司投资规模不大,预计公司债务规模大幅上升的可能性不大。

6. 未来发展

预计未来短期内钢铁需求的增长仍较有限,钢铁行业产能过剩和困难局面仍将持续;同时钢材库存仍然处于高位,消化库存将使钢材价格持续低迷。公司离目标销售市场较远,受运距影响公司主要产品将面临较大的市场竞争和争夺压力。

发展战略方面,公司未来将以质量提升和品种优化为销售工作的前提,扩大市场份额,确保合同饱满和毛利水平提升;调整区域内采购模式,通过各公司间建立市场信息沟通机制,并整合各公司供应商,提高采购集中度,降低采购成本;加强内部生产制造成本管控,进一

步完善计划成本核算体系和内部物流管理体系；加强资金支付预算管控，实施大额资金公司集中统一调度，通过付款模式调整合理占用资金，加强货款清收，降低经营风险和财务费用；持续开展产品技术创新、产品服务创新工作；严格按照环保政策要求，努力做好节能环保、循环经济的运行工作，化解行业政策风险等。

跟踪期内，特钢行业景气度持续低迷，公司经营效益有所下滑，与此同时公司进行了转型升级技术改造，由于项目建设规模大且较为集中，公司面临着持续较大的外部融资压力，负债率持续上升，债务负担不断加重。公司目前正处转型升级过程中的新旧生产线交替阶

段，在新工艺装备条件下品种结构调整到位以及公司新线产品产能逐步释放之前，公司还面临着很大的生产成本控制压力，公司转型升级经济效益的显现尚需时日。未来若西宁特钢非公开发行股票顺利实施后，公司权益规模将大幅上升，资本结构得到优化，降低债务负担，利息支出将减少，盈利能力得到提升。

2014年，房地产板块收入及利润规模大幅增长，并成为公司收入的有力补充，未来三年内将为公司钢铁主业提供一定的资金支持。但同时联合资信关注到，房地产项目未来收入的实现易受政策及市场影响，可能对目前财务杠杆水平处于高位的公司造成一定的资金周转压力。

表 11 截至 2015 年 3 月底公司重点在建及拟建工程项目概况（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资	未来投资计划			
			2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年
精品特钢小棒材生产线改造项目	8.32	7.44	0.21	0.83		
精品特钢大棒材生产线改造项目	8.53	5.86	0.89	0.55	0.98	0.25
七角井铁矿技术改造深部开采项目	6.73	6.51	0.93	0.48		
娘姆特井供工程	13.53	11.08	2.00	0.68		
合计	37.11	30.89	4.03	2.54	0.98	0.25

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2014 年财务报表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的审计结论。公司 2015 年一季度财务数据未经审计。公司合并范围未发生变化，财务数据可比性较强。

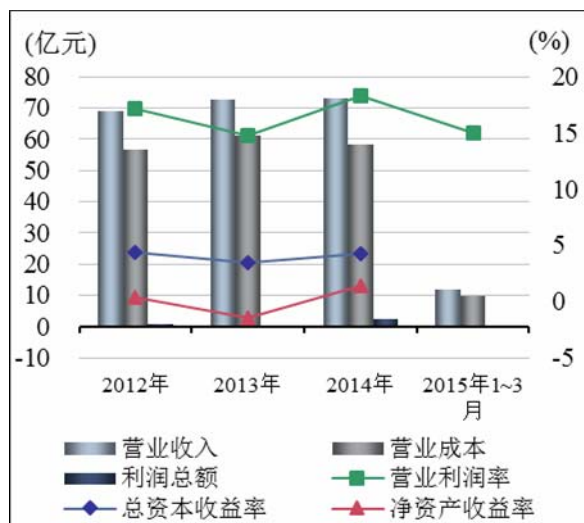
截至 2014 年底，公司合并资产总额 241.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益 22.18 亿元）57.31 亿元。2014 年公司实现营业收入 73.15 亿元，利润总额 2.22 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 238.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益 21.80 亿元）56.36 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 11.69 亿元，利润总额-0.69 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，钢铁行业景气度波动下行，公司特钢行业板块和资源板块收入规模均有所下降；盛世华城项目部分收入确认，公司房地产板块收入大幅增长。2014 年，公司实现营业总收入 73.15 亿元，同比增长 0.83%。2014 年公司营业利润率为 18.25%，同比上升了 3.54 个百分点，主要是由于毛利率较高的房地产板块收入规模大幅增加所致。2014 年，公司实现利润总额 2.22 亿元，同比增长 1037.45%；实现净利润 0.80 亿元，同比由负转正。

图7 近年来公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

期间费用方面，由于公司处于转型升级阶段，管理费用有所波动；同时随着新建项目的投入，融资规模加大，以及部分在建项目的完工并部分转固，导致财务费用持续增长。2014年，公司期间费用 11.60 亿元，期间费用占营业收入的比重为 15.86%。期间费用对经营利润侵蚀作用大。

从盈利指标看，2014 年，公司总资本收益率为 4.29%，同比上升 0.85 个百分点；净资产收益率为 1.40%，同比由负转正。

2015 年 1~3 月，受市场需求持续低迷影响，公司主要产品销售价格下跌影响，公司实现营业收入 11.69 亿元，较上年同期下降 12.11%；由于公司处于转型升级的时期，随着新建项目的投入，融资规模加大，财务费用较高，进而导致期间费用占营业收入比重大幅上升至 21.04%，导致营业利润亏损。2015 年 1~3 月，公司利润总额为-0.69 亿元，净利润为亏损 0.71 亿元，公司经营压力持续增大。

总体看，公司营业利润率水平受行业景气度低迷影响波动下行，由于公司处于转型升级时期且债务水平持续上升导致期间费用水平高，对公司经营性利润侵蚀作用加大；2014 年以来，公司钢铁主业呈亏损状态，整体盈利能力弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 40.44 亿元，同比增长 54.36%，主要系当期西钢置业商品房销售收入规模大幅增长所致，受此影响，公司经营活动现金流入量为 42.48 亿元，同比增长 28.65%；公司经营活动现金流出量为 43.79 亿元，同比增长 26.57%，增长主要来自于支付其他与经营活动有关的现金；公司经营活动产生的现金流量净额为-1.31 亿元，同比变化不大。2014 年，公司现金收入比为 55.29%，同比上升 15.9 个百分点。

从投资活动来看，2014 年投资活动净流出 6.36 亿元，以在建项目资本性支出为主，投资现金支出规模同比有所减少。

从筹资活动来看，随着公司收入实现质量上升，以及投资活动现金支出的减少，2013 年公司筹资活动净流入 5.95 亿元，同比减少 40.67%。

2015 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 10.52 亿元，同比增长 36.27%；购买商品、接受劳务支付的现金 8.13 亿元，同比大幅增长 114.81%，主要系当期西钢置业房地产业务开发支出增加所致；经营性净现金流量净额同比转负为正，达 0.27 亿元；同期，公司投资活动产生的现金净流量为流出 0.73 亿元，同比大幅减少，主要是在建工程投入的减少所致；公司筹资活动产生现金流净额为净流入 2.41 亿元。公司现金收入比为 89.99%，较 2014 年上升 34.7%。

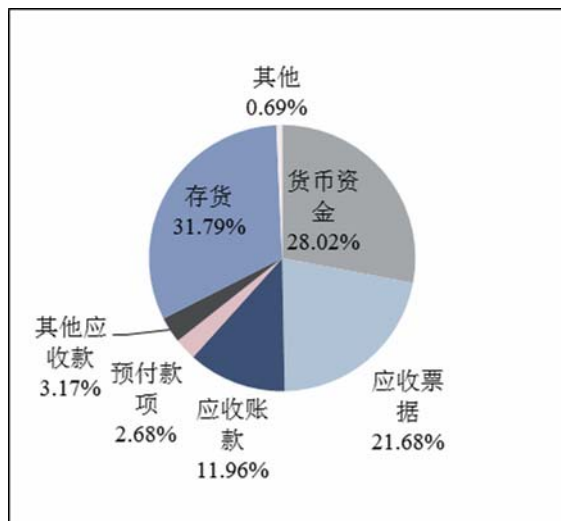
跟踪期内，公司经营性净现金流持续为负；公司经营活动产生的现金无法满足投资活动的资本性支出，对筹资活动现金流依赖程度较高。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 241.32 亿元，同比增长 22.93%。其中非流动资产合计占 71.53%，公司资产构成同比变化不大，以非流动资产为主，符合钢铁行业特征。

截至2014年底，公司流动资产68.69亿元，同比增长40.77%，主要是由于货币资金和应收账款增长所致，流动资产以货币资金、应收票据、存货和应收账款为主。

图8 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司货币资金19.25亿元，其中其他货币资金12.94亿元，主要系银行承兑汇票保证金。

截至2014年底，公司应收账款为8.22亿元，同比增长211.68%，主要系西钢置业销售房款及江仓能源应收焦炭款尚未结算所致。截至2014年底，公司应收账款综合计提比例4.76%；应收账款前五名总额为2.42亿元，占应收账款总额的28.08%；账龄在一年以内的应收账款占94.17%。

截至2014年底，公司应收票据余额为14.89亿元，其中银行承兑汇票占比99.95%，已质押应收票据0.22亿元。

截至2014年底，公司其他应收款2.18亿元，主要由业务往来款和融资租赁保证金构成，计提比例为0.31%，计提比例很低。

截至2014年底，公司存货账面余额为22.86亿元；公司计提1.02亿元存货跌价准备，计提比例为4.46%，计提比例偏低。考虑到公司存货中原材料和在产品占比56.96%，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2014年底，公司非流动资产172.62亿元，同比增长17.02%，主要是由于在建工程增长所致，非流动资产主要以固定资产、无形资产和在建工程为主。

截至2014年底，公司固定资产同比增长1.48%；固定资产原值130.68亿元，主要由房屋、建筑物（45.04%）和机器设备（50.38%）构成，公司固定资产净值为92.08亿元；截至2014年底，公司固定资产中通过融资租赁租入的固定资产0.13亿元。

截至2014年底，公司在建工程为61.21亿元，同比增长54.31%，主要系娘姆特井巷工程、轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造、十二五公司节能减排工程、肃北铁矿深部开采工程和铁前工艺装备升级改造等项目追加投资所致。

截至2014年底，公司无形资产10.71亿元。主要为土地使用权和采矿权。

截至2014年底，公司其他非流动资产4.35亿元，同比大幅增长61.60%，主要系子公司野马泉矿业公司和它温汉西矿业公司的勘察费增加所致。

截至2015年3月底，公司资产总额为238.46亿元，较2014年底减少1.18%，主要是应收票据的大幅减少所致；其中，非流动资产占73.58%，较2014年底略有增长。流动资产中，货币资金较2014年底增长7.69%，主要系公司融资资金到账所致；应收账款较2014年底增长19.09%，主要系公司外发钢材应收货款因结算周期影响尚未结算所致；应收票据较2014年底减少60.41%，主要系当期客户使用现金支付货款增加所致。在建工程较2014年底增长7.42%，主要系公司增加娘姆特井巷工程、轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造、十二五公司节能减排工程、肃北铁矿深部开采工程等项目投资所致。

跟踪期内，公司流动资产占比有所提升；流动资产中存货占比高，计提跌价准备比例低，在行业景气度低迷阶段存在一定的跌价风险，

公司整体资产质量尚可。

截至2014年底,公司所有者权益合计57.31亿元(包含少数股东权益22.18亿元);归属于母公司所有者权益中,股本37.94亿元,同比增加35.79%,主要系五矿国际信托有限公司以信托资金权益性投资方式向公司增资10亿元所致;未分配利润-3.34亿元。

截至2015年3月底,公司所有者权益有所下滑,较2014年底降低1.66%,为56.36亿元(包含少数股东权益21.80亿元),构成上较2014年底变化不大。

跟踪期内,公司在建项目的持续投入,公司负债总额增长较快,截至2014年底达到184.00亿元,同比增长23.00%;其中流动负债比重同比减少9.35%至72.93%,负债结构,有所好转,但仍然不尽合理。

截至2014年底,公司流动负债为134.20亿元,同比增长9.04%,主要是由于应付票据和应付账款增长所致。2014年底,公司流动负债主要由短期借款(占42.82%)、应付票据(占23.56%)和应付账款(占21.36%)构成。

截至2014年底,公司短期借款57.47亿元,同比降低14.22%,主要系归还到期银行借款及部分短期借款转为长期借款所致;公司短期借款主要为保证借款,占比77.07%。其他短期借款为信用借款、抵押借款和质押借款。

截至2014年底,公司应付账款和应付票据分别为28.66亿元和31.61亿元,同比分别增长21.95%和304.09%,应付账款大幅增长是由于公司在建项目投入持续推进,工程及原材料欠款增加所致,其中1年以内的占94.39%;应付票据大幅增长是由于公司办理票据支付采购款增加所致。

截至2014年底,公司一年内到期的非流动负债为4.47亿元,同比大幅减少62.89%,主要系公司长期借款到期偿付所致。

截至2014年底,公司其他流动负债3.48亿元,主要是2014年发行的短期融资券。

截至2014年底,公司非流动负债主要由应

付债券(占比63.78%)、长期借款(占比17.03%)和长期应付款(占比15.42%)构成。

截至2014年底,公司应付债券31.77亿元,同比增长65.75%,主要系2014年公司非公开定向发行公司债、“14 西宁特钢 MTN001”中票和下属子公司发行“14 江仓债”所致。

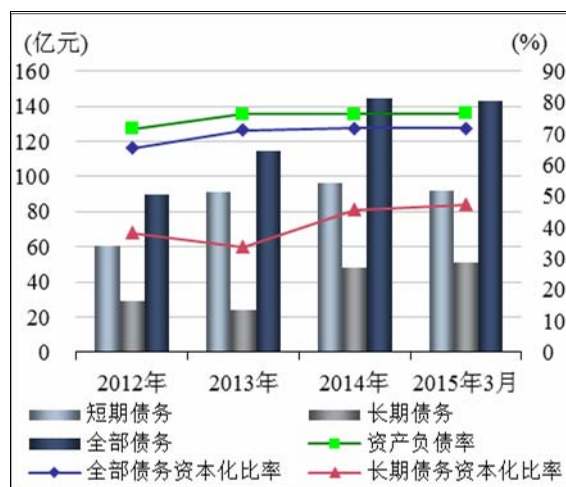
截至2014年底,公司长期借款8.48亿元,同比增长88.03%,主要系公司申请长期借款增加所致。

截至2014年底,公司新增长期应付款7.68亿元,主要是公司当期新增9亿元融资租赁业务所致。

有息债务方面,2014年,公司全部债务大幅上升至144.47亿元,同比增长26.14%,短期债务占全部债务的比重为66.83%,较去年降低10.50个百分点,债务结构有所好转;公司短期债务规模高达96.55亿元,高于当年营业收入和经营活动现金流入量,短期支付压力仍然很大。

从债务指标情况看,2014年公司资产负债率和全部债务资本化比率进一步上升至76.25%和71.60%,分别较上年增加0.05个百分点和0.41个百分点;长期债务资本化比率为45.54%,同比上升11.91个百分点,公司整体债务负担有所加重,财务杠杆比率依然较高。

图9 2012~2015年3月底公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至2015年3月底,公司负债总额182.10亿元,较2014年底减少1.03%,主要是应付票据和应付账款减少所致;其中流动负债占71.17%,负债结构变化不大。债务指标方面,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进一步上升,截至2015年3月底分别为76.36%、71.68%和47.33%,公司整体债务负担进一步加重,财务杠杆比率进一步上升。

总体看,跟踪期内,由公司受在建项目投资支出拉动,债务规模持续增长,整体负债水平有所上升,债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至2014年底,收公司流动资产增长的影响,公司流动比率和速动比率有所上升,分别为51.19%和34.91%,同比上升11.54个百分点和13.63个百分点;2014年3月底,两项指标略有降低,分别为48.61%和31.41%。2014年,公司经营性净现金流继续为负,对短期债务没有保障。2014年底及2015年3月底公司的现金类资产对短期债务的保障倍数分别为0.22倍和0.15倍。总体看,跟踪期内,公司短期偿债指标有所提升,公司短期偿债能力仍然较弱,债务结构不尽合理,短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看,2014年,公司EBITDA为13.67亿元,同比增长17.37%;随着债务规模的持续上升,EBITDA利息倍数降为1.74倍,EBITDA对利息保障能力持续下降;全部债务/EBITDA倍数相应上升至10.57倍。公司长期偿债能力持续弱化。总体看,跟踪期内,公司整体偿债能力有所弱化,但仍处于适宜范围。但考虑到公司控股股东青海省国资委对公司的政策支持和资源倾斜力度较大,对公司整体偿债能力形成一定支撑。

截至2015年3月底,公司对外担保3.00亿元,担保比率8.77%,被担保单位为西部矿业集团有限公司,担保到期日为2015年10月30日。

截至2015年3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98.16亿元,未使用额度6.01亿元,公司间接融资渠道有待拓宽;此外,公司拥有A股上市公司西宁特钢,具备直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》,截至2015年5月19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。除此之外,公司无其他已结清和未结清的不良或关注类贷款。

6. 抗风险能力

公司是西北地区龙头的特钢生产企业,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。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2014年3月发行了七年期4.7亿元中期票据“14西宁特钢MTN001”。

2014年,公司经营活动现金流入量为“14西宁特钢MTN001”的9.04倍;经营活动现金流量净额为负,对“14西宁特钢MTN001”无保障能力。

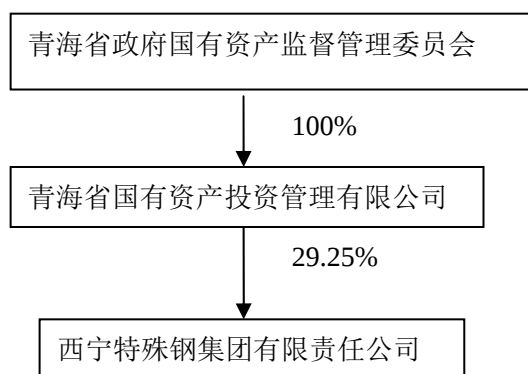
2014年,公司EBITDA为13.67亿元,为“14西宁特钢MTN001”的2.91倍。

总体看,公司经营活动现金流入量和EBITDA对“14西宁特钢MTN001”的保障程度较好。

十一、结论

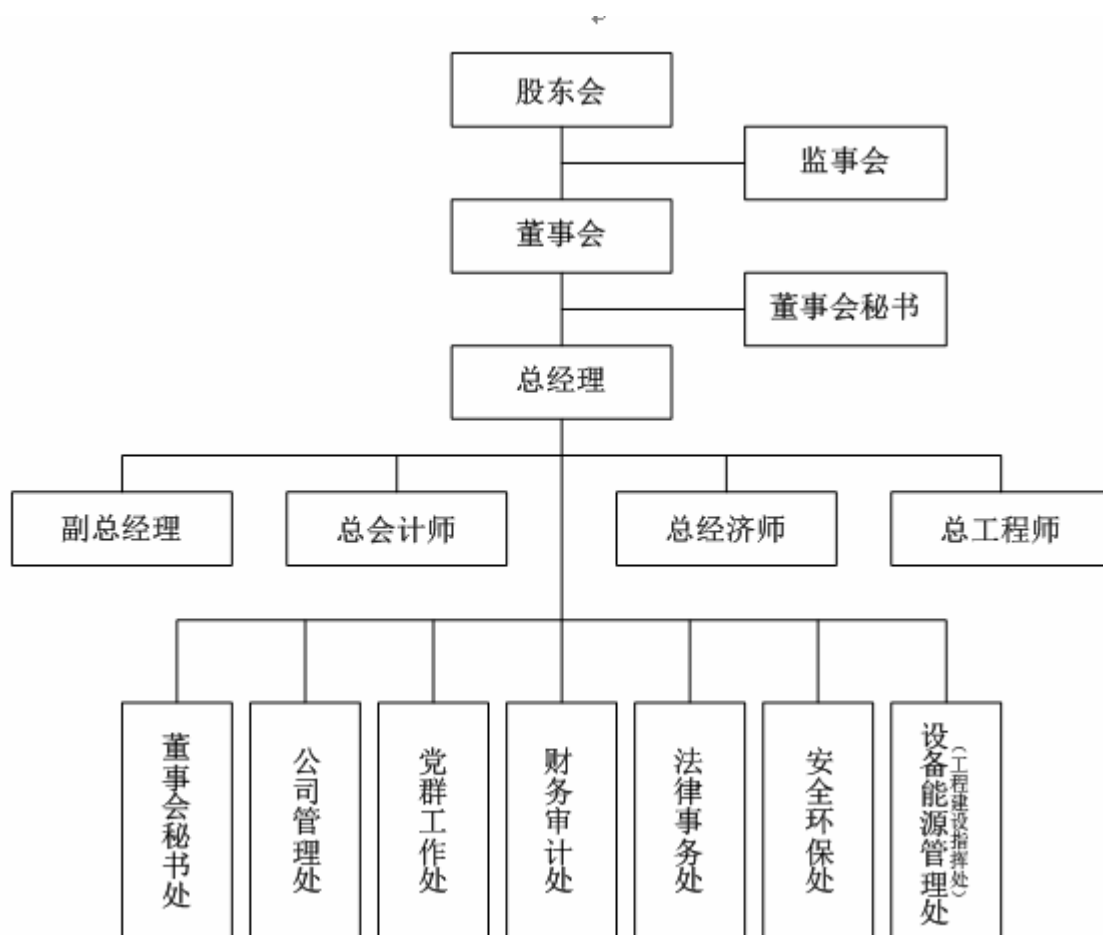
综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望维持负面，并维持“14西宁特钢MTN001”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



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	1109700000.00	29.25
西部矿业股份有限公司	1100000000.00	28.99
中国华融资产管理公司	552000000.00	14.55
中国建设银行股份有限公司	32500000.00	0.86
五矿国际信托有限公司	1000000000.00	26.35

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.42	17.38	21.19	14.13
资产总额(亿元)	167.47	196.31	241.32	238.46
所有者权益(亿元)	47.61	46.72	57.31	56.36
短期债务(亿元)	60.63	90.86	96.55	92.00
长期债务(亿元)	29.38	23.67	47.93	50.64
全部债务(亿元)	90.01	114.53	144.47	142.64
营业收入(亿元)	68.80	72.55	73.15	11.69
利润总额(亿元)	0.52	0.20	2.22	-0.69
EBITDA(亿元)	10.21	11.64	13.67	--
经营性净现金流(亿元)	-4.86	-1.57	-1.31	0.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.74	7.29	4.16	2.41
存货周转次数(次)	4.12	3.38	2.62	1.79
总资产周转次数(次)	0.41	0.40	0.33	0.19
现金收入比(%)	52.62	39.39	55.29	89.99
营业利润率(%)	17.15	14.71	18.25	14.93
总资本收益率(%)	4.42	3.44	4.29	-1.43
净资产收益率(%)	0.37	-1.47	1.40	--
长期债务资本化比率(%)	38.16	33.63	45.54	47.33
全部债务资本化比率(%)	65.41	71.03	71.60	71.68
资产负债率(%)	71.57	76.20	76.25	76.36
流动比率(%)	44.66	39.65	51.19	48.61
速动比率(%)	28.74	21.28	34.91	31.41
经营现金流动负债比(%)	-5.65	-1.28	-0.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	1.87	1.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.82	9.84	10.57	--

注：1. 公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；

2. 其他流动负债中的有息债务计入短期债务；长期应付款中的有息债务计入长期债务；现金类资产剔除受限货币资金。

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	
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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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
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%

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

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 4 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。