

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 892 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将西宁特殊钢集团有限责任公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁻，评级展望为负面，并将“14西宁特钢MTN001” 的信用等级由AA调整为AA⁻。

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中期票据跟踪评级报告

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: 2016 年 6 月 16 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.38	21.12	11.48	5.30
资产总额(亿元)	196.31	241.32	258.42	252.61
所有者权益(亿元)	46.72	57.31	40.10	37.26
短期债务(亿元)	86.87	93.55	131.21	121.83
全部债务(亿元)	111.00	141.48	178.65	172.73
营业收入(亿元)	72.55	73.15	60.55	17.51
利润总额(亿元)	0.20	2.22	-16.91	-2.60
EBITDA(亿元)	11.64	13.67	-5.99	--
经营性净现金流(亿元)	-1.57	-1.31	-12.17	-4.28
营业利润率(%)	14.71	18.25	-2.09	-1.24
净资产收益率(%)	-1.47	1.40	-40.55	--
资产负债率(%)	76.20	76.25	84.48	85.25
全部债务资本化比率(%)	70.38	71.17	81.67	82.26
流动比率(%)	39.65	51.19	40.76	36.97
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	10.58	-29.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.07	1.92	-0.82	--
经营现金流流动负债比(%)	-1.28	-0.97	-7.22	--

注: 1. 2016 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

王冰 李博文

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”)采取订单式生产, 保持了高产销率水平, 但新生产线产能未完全释放, 产品结构调整尚需时日。此外, 公司位于西北地区, 物流成本高, 下游建筑、机械加工、汽车制造行业需求减弱导致钢材价格跌幅大, 公司钢铁主业持续亏损, 且亏损程度加大, 2015 年公司房地产对收入和利润的贡献大幅下降。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司亏损加剧、现金流恶化和债务负担很重等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

2016 年以来, 钢材价格有所反弹, 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行业景气度的持续回升, 而公司债务负担重、短期支付压力大, 仍制约其经营状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”)将公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁻, 评级展望为负面, 并将“14 西宁特钢 MTN001”的信用等级由 AA 调整为 AA⁻。

优势

1. 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。
2. 跟踪期内, 公司经营活动现金流入量对“14 西宁特钢 MTN001”的保障程度较好。

关注

1. 跟踪期内, 钢铁行业景气度明显下降, 公司受不利经济环境的影响, 出现大幅亏损。
2. 公司前期转型升级资本支出规模大, 同时新生产线产能尚未完全释放, 导致债务负担持续加重, 期间费用对经营性利润侵蚀大, 短期偿付压力很大, 整体偿债能力持

续弱化。

3. 公司经营活动现金流持续为负，且前期的投资支出规模较大，公司经营对外部融资依赖程度高，若融资环境发生不利变化，资金周转压力将进一步加大。
4. 公司在建工程规模大，若转入固定资产，折旧增加或对公司盈利产生较大影响。
5. 公司持有的子公司西宁特殊钢股份有限公司股权质押比例高。

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%。截至 2016 年 3 月底,青海省国有资产投资管理有限公司持有公司 29.25%的股份,为公司最大股东,公司最终实际控制人为青海省国有资产监督管理委员会。

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 2016 年 3 月底,公司具有 130 万吨特钢的年生产能力。

截至 2016 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。

截至 2015 年底,公司合并资产总额 258.42 亿元,所有者权益(含少数股东权益 13.50 亿元)40.10 亿元。2015 年公司实现营业收入 60.55 亿元,利润总额-16.91 亿元。

截至 2016 年 3 月底,公司合并资产总额 252.61 亿元,所有者权益(含少数股东权益 12.01 亿元)37.26 亿元。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 17.51 亿元,利润总额-2.60 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

2015 年,中国经济步入“新常态”发展阶段,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。初步核算,全年国内生产总值(GDP)67.7 万亿元,同比实际增长 6.9%,增速创 25 年新低;分季度看,GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%,经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长,但第三产业同比增速有所提高,表明中国在经济增速换挡期内,产业结构调整稳步推进。就业方面,2015 年末,中国城镇登记失业率 4.1%,较 2014 年末略有下降,就业形势总体稳定;全年城镇新增就业 1312 万人,完成城镇新增就业 1000 万人以上、城镇登记失业率控制在 4.5%以内的目标。

从消费、投资和进出口情况看,2015 年,我国消费需求整体上较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势。社会消费品零售总额 30.1 万亿元,比上年名义增长 10.7%,增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点。固定资产投资(不含农户)55.2 万亿元,同比名义增长 10.0%(扣除价格因素实际增长 12.0%,其中,基础设施建设投资增速较快,但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显,导致固定资产投资增速回落较大,成为经济增长的主要拖累。全年进出口总值 4.0 万亿美元,同比

下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2015 年，中国人民银行央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年底，广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。

四、行业及区域经济环境

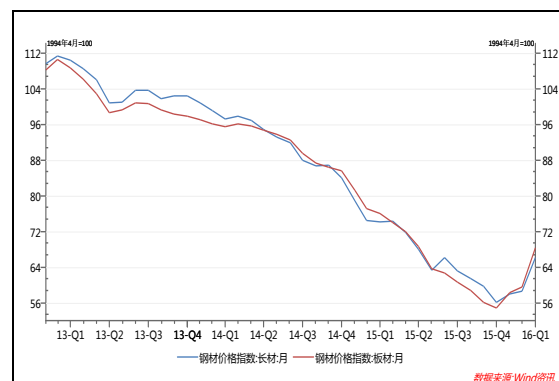
1. 行业分析

跟踪期内，钢铁行业整体景气度持续下行。2015 年，下游行业需求进一步减弱，行业竞争更为激烈，钢材价格持续波动下行，截至 2015 年 12 月，国内长材和板材价格指数分别为 56.24 和 55.05，较年初分别下降 28.74% 和 32.24%。2016 年一季度，受供给侧改革和投资需求增长提振，钢材价格指数显著上涨，2016 年 3 月上述指数分别上涨 66.20% 和 68.38%。

铁矿石方面，2014 年以来，受国内房地产、基建投资增速大幅下滑影响，中国铁矿石产量同比增速大幅下降，2015 年全年产量为 13.81 亿吨，比去年同期降低 7.69%。2015 年，全年

进口量为 9.53 亿吨，比去年同期增长 2.2%，2015 年，中国铁矿石对外依存度提高 5.5 个百分点至 84%，2016 年 1~2 月进一步提高至 86.7%。考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变，预计未来，中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

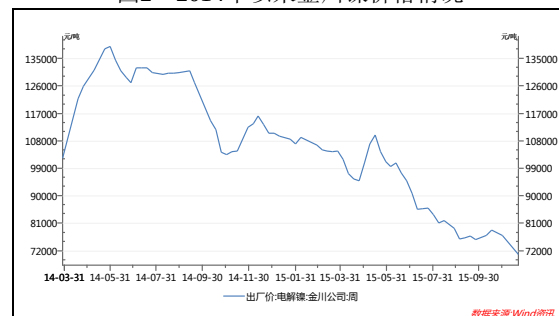
图1 近年长材和板材价格指数



资料来源：Wind资讯

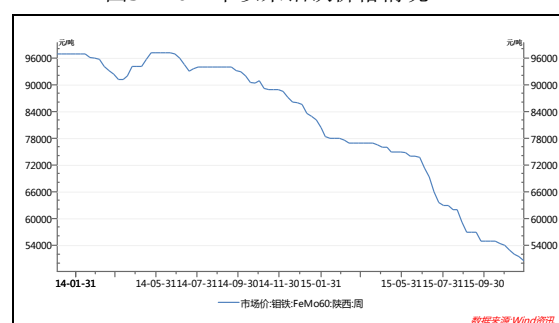
铁矿石价格方面，2014 年 12 月国产铁矿石平均价为 630 元/吨，同比下降 32%，2015 年持续下跌，2015 年 12 月均价为 451 元/吨。2016 年 3 月小幅反弹至 473 元/吨，反弹幅度小于钢材价格。

图2 2014年以来金川镍价格情况



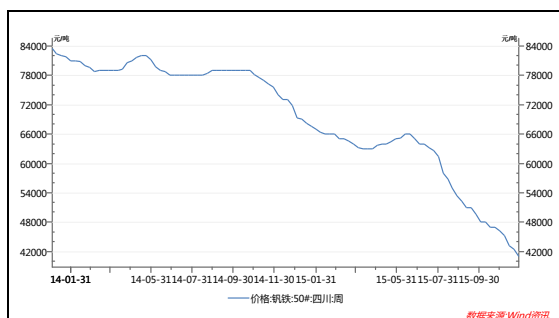
资料来源：wind资讯

图3 2014年以来钼铁价格情况



资料来源：wind资讯

图4 2014年以来钒铁价格走势情况

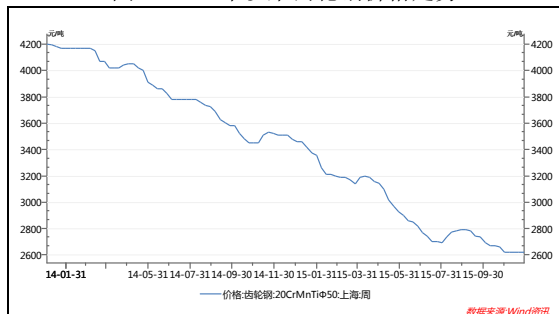


资料来源：wind 资讯

跟踪期内，镍、钒铁、钼铁等合金原料价格总体表现出波动下降的趋势，且跌幅较大。

特钢行业下游汽车、工程机械等行业需求减弱，并逐步向上游传导。以上海地区齿轮钢价格为例，2015 年呈现快速下跌趋势，价格从 2014 年底的 3746 元/吨下跌至 2015 年 11 月底的 2620 元/吨，跌幅达到 30.86%。碳结圆钢价格从 2015 年初的 2950 元/吨跌至年底的 2050 元/吨，跌幅 30.51%。

图5 2014年以来齿轮钢价格走势



资料来源：Wind资讯

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。目前特钢行业仍存在结构失衡的问题，大部分特钢企业并不具备生产高端特种钢材的能力，或者盈利能力强的品种占比很低，而技术含量低特钢品种价格下跌幅度大，加之生产成本较高，盈利能力较普钢产品并无优势。

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 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，全年全省地区生产总值 2417.05 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.2%。分产业看，第一产业增加值 208.93 亿元，增长 5.1%；第二产业增加值 1207.31 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 1000.81 亿元，增长 8.6%。第一产业增加值占全省地区生产总值的比重为 8.6%，第二产业增加值比重为 50.0%，第三产业增加值比重为 41.4%。人均地区生产总值 41252 元，比上年增长 7.2%。

总体看，2015 年青海省经济继续保持平稳较快增长，但该地区经济基础薄弱，公司发展的外部环境一般。

五、基础素质分析

1. 企业规模

截至2016年3月底，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》。

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，资源方面，公司拥有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。

科技研发方面，2015年度合计开展17项科研项目，其中2014年度延续项目4项、新开展项目13项。2015年度累计科研项目投入1.67亿元。公司新产品开发带动销售数量增加2.8万

吨。

过。

六、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员、管理制度无重大变化。

七、重大事项

1. 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》和后续的调整公告，西宁特钢非公开发行股票计划募集资金总额不超过 52.06 亿元，扣除发行费用后全部用于偿还银行贷款。本次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、邓建宇、新疆泰达、西宁特钢第一期员工持股计划等特定投资者。

本次发行的背景：2014 年西宁特钢转型升级项目大部分完成，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。

2016年3月31日，西宁特钢非公开发行A股股票已获得证监会发行审核委员会审核通

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，由于公司房地产项目处于建设期，钢材销量和销价大幅下降，2015年公司实现主营业务收入58.63亿元，同比下降16.49%。

特钢板块方面，跟踪期内，产销量和产品价格均大幅下滑，2015年实现收入33.01亿元，同比下降28.49%。毛利率方面，2015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，无法享受低价进口矿带来的成本优势，同时，公司新建大、小棒材生产线产能尚未完全释放，目前产品结构中低端产品占比较高，公司特钢板块毛利率较2014年下跌21.32个百分点至-11.52%。

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。2014年四季度以来，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2014年水平下降13.08个百分点。

2016年1~3月，受贸易业务增长影响，公司实现主营业务收入17.21亿元，同比增长50.44%，受钢材价格反弹影响，特钢行业减亏，营业毛利率为-4.06%。

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			2016 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	收入	占比	毛利率
房地产行业	2.24	3.20	-50.00	12.04	17.15	37.96	1.39	2.38	31.85	0.65	0.04	37.16

特钢行业	53.06	75.88	11.89	46.16	65.75	9.80	33.01	56.30	-11.52	8.96	0.52	-4.06
煤炭行业	9.27	13.26	8.41	7.52	10.71	2.09	5.41	9.22	-0.86	0.85	0.05	-6.14
铁矿石采选行业	15.04	21.51	46.57	10.59	15.08	42.62	6.72	11.46	29.54	0.60	0.04	-18.57
其他	3.7	5.29	2.70	2.49	3.55	4.24	19.04	32.46	0.41	10.58	0.61	1.07
减：产品之间内部抵消	8.9	12.73		-8.59	-12.24		-6.94	-11.83	-0.14	-4.44	-0.26	0.00
合计	69.93	100	15.77	70.21	100.00	19.68	58.63	100.00	-2.27	17.21	1.00	-1.01

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. 其他业务中主要为贸易收入等。

总体看，公司钢铁板块主业突出，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。2015 年，受房地产板块收入下降、钢材价格大幅下跌影响，公司营业收入规模大幅下降，出现大幅亏损。

2. 钢铁板块

生产情况

公司共拥有1080立方米高炉1座，450立方米高炉2座，高炉设计产能210万吨左右，目前在运行的为1080立方米高炉1座。产量方面，跟踪期内，公司特钢材产量保持稳定，但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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
碳结钢	29.12	20.12	14.57	3.29
碳工钢	0.26	0.29	0.17	0.08
合结钢	91.65	97.53	112.41	36.01
合工钢	1.02	1.01	0.81	0.22
弹簧钢	0.04	0.02	0.24	0.00
滚珠钢	6.42	7.30	4.49	1.20
不锈钢	2.31	2.97	2.08	0.33
特钢产量合计	130.82	129.24	134.77	41.13

资料来源：公司提供

原材料采购情况

跟踪期内，公司铁精粉、焦炭等主要原燃料采购量有所下降；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，2015 年以来，公司铁精粉和焦炭采购均价有较大幅度下跌；但公司受地理位置制约，只能就近采购国内铁矿石，价格高于进口铁矿石，公司已无铁矿石成本优势。2016 年 1~3 月，公司铁精粉和焦炭采购价格较 2015 年进一步下滑。

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	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
铁精粉	采购量	168.03	139.39	28.08
	均价	723.40	567.93	538.30
焦炭	采购量	66.10	45.52	15.70
	均价	865.49	787.71	552.23
废钢	采购量	9.61	--	--
	均价	2211.98	--	--
镍板	采购量	0.12	0.07	0.01
	均价	100155.91	80546.79	57918.84
高铬	采购量	2.02	1.24	0.28
	均价	5907.19	5855.07	5241.70
硅铁	采购量	0.41	0.33	0.08
	均价	5139.33	4406.58	3897.81
钼铁	采购量	0.08	0.02	0.003
	均价	80684.44	67111.84	47529.65
锰铁	采购量	0.90	0.55	0.13
	均价	5425.86	5069.92	3113.45
电力	采购量	115501.13	125731.97	--
	均价	0.408	0.422	--

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，受以销定产的生产模式影响，

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（包括碳结钢和合结钢）为主，占全部销量的94.21%。

公司特钢产品销售的市场范围较广，但受运距限制，公司主要在西北、西南地区销售，主营业务收入占比分别为60.99%和18.87%。由于近年产品价格下跌，公司的普通材料主要面向西北、西南地区的汽配市场，销售半径在1500公里以内，部分高端产品销往东北、华北、华东地区。

销售价格方面，2015年，所有品种钢材的平均售价降幅均在20%以上，其中碳结钢、合结钢降幅达到30%。2016年1~3月，公司产品价格进一步下跌，公司销售压力大。

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	2014年	2015年	2016年1-3月
碳结钢	平均价格	2884	1953	1867
	销量	19.93	14.49	3.21
碳工钢	平均价格	4326	3374	3259
	销量	0.28	0.16	0.08
合结钢	平均价格	3431	2323	2070
	销量	95.98	112.08	35.87
合工钢	平均价格	7958	6287	6159
	销量	0.98	0.79	0.23
弹簧钢	平均价格	4421	3529	3846
	销量	0.02	0.24	0.003
滚珠钢	平均价格	6135	4871	4675
	销量	7.17	4.47	1.26
不锈钢	平均价格	7842	6264	6539
	销量	2.77	2.12	0.28

资料来源: 公司提供

总体看，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，亏损程度加大；公司通过装备升级和技改以优化产品结构，但其效果仍有待观察。

3. 资源板块

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。

2015年，肃北博伦产销量有所下降，但毛利同比变化不大，2016年一季度，肃北博伦毛利显著下降。

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	2014年	2015年	2016年1-3月
产能	106	106	106
产量	110.79	94.83	14.15
销量	112.31	92.05	15.43
平均成本	484.00	310.56	329.58
平均售价	614.89	441.31	333.66

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，哈密博伦产销量显著下降，售价下跌程度大于成本下降程度，毛利润大幅下降，2016年一季度哈密博伦停产。

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	2014年	2015年	2016年1-3月
产能	44	44	44
产量	44.47	30.26	0.00
销量	40.66	33.33	0.82
平均成本	452.00	369.39	--
平均售价	503.00	387.62	361.20

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；2015年以来，公司焦炭平均成本已高于平均售价。

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	2014年	2015年	2016年1-3月
产能	70	70	70
产量	77.02	61.61	13.94
销量	77.45	59.82	10.36
平均成本	752.58	793.80	702.27
平均售价	779.65	721.38	602.94

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

2015 年, 公司主要项目处于建设期, 故仅实现销售收入 1.27 亿元, 同比降幅很大。截至 2016 年 3 月底, 公司已完工房地产开发项目共计 3 个, 可售面积 17.21 万平方米。公司已完工房地产开发项目共计 3 个, 总建筑面积 51.8 万平方米, 累计销售面积 38.91 万平方米, 累计实现销售收入 15.96 亿元; 2015 年, 房地产板块实现收入 1.27 亿元, 利润总额 0.057 亿元

表 8 房地产板块经营情况(单位: 万元、%)

板块	项目	2014年	2015年	2016年1-3月
住宅	收入	80397.87	12711.97	6145.09
	毛利率	15.89	31.45%	38.10%
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	12711.97	6145.09
	毛利率	37.96%	31.45%	38.10%

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。随着项目进入销售期, 2016 年房地产业务有望为公司贡献较多的利润。

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	2016年4~12月	2017年	2018年	2019年
计划投资金额	68757	39900	60100	94350
预计销售现金回流	105255	49900	85100	119350

资料来源: 公司提供

5. 在建项目和未来发展

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。公司投资高峰期已过, 未来公司投资规模不大。公司的大棒线、小棒线项目已进入试生产, 产能尚未完全释放, 对盈利的改善尚需时日。

九、财务分析

公司提供的 2014 年、2015 年财务报表已经瑞华会计师事务所¹(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 2016 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 2015 年底, 公司合并资产总额 258.42 亿元, 所有者权益(含少数股东权益 13.50 亿元)40.10 亿元。2015 年公司实现营业收入 60.55 亿元, 利润总额-16.91 亿元。

截至 2016 年 3 月底, 公司合并资产总额 252.61 亿元, 所有者权益(含少数股东权益 12.01 亿元)37.26 亿元。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 17.51 亿元, 利润总额-2.60 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内, 钢铁行业景气度下行, 且公司房地产板块收入贡献小, 2015 年公司实现营业收入 60.55 亿元, 同比下降 17.22%。2015 年公

¹日前, 证监会决定对瑞华会计师事务所等 6 家审计和评估机构正式启动立案调查的行政执法程序, 联合资信不保证其审计结果在所有重大方面按照会计准则的规定编制, 公允反应了公司的经营成果和现金流量。

司营业利润率为-2.09%，同比下降 20.34 个百分点，主要是由于特钢板块亏损，且房地产项目处于建设期，确认收入下降。2015 年，公司实现利润总额-16.91 亿元，亏损程度大。

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；同时随着新建项目建设完成，财务费用小幅下降。2015 年，公司期间费用 11.60 亿元，期间费用占营业收入的比重为 18.76%。期间费用对经营利润侵蚀大。

非经常性损益方面，公司计提资产减值损失 4.35 亿元，主要包括存货跌价损失 2.52 亿元、固定资产减值损失 0.86 亿元和在建工程减值损失 0.94 亿元。

从盈利指标看，2015 年，公司总资本收益率为-4.09%，同比下降 7.94 个百分点；净资产收益率-40.55%，同比下降 41.95 个百分点。

2016 年 1~3 月，钢材价格有所反弹，但公司主要产品销售价格较 2015 年全年平均水平仍小幅下跌，公司实现营业收入 17.51 亿元，同比增长 49.76%，主要源自贸易收入增长；公司实现利润总额-2.60 亿元，亏损同比扩大 1.91 亿元。

总体看，公司盈利能力受行业景气度低迷影响持续下降，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加大。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 52.87 亿元，同比增长 24.45%，其中收到企业与经营活动有关的现金 7.57 亿元，主要为收取的保证金及押金 6.42 亿元；公司经营活动现金流出量为 65.04 亿元，同比增长 48.54%，增长主要源自购买商品、接受劳务支付的现金；公司经营活动产生的现金流量净额为-12.17 亿元，净流出金额同比大幅增长。2015 年，公司现金收入比为 74.77%，同比有所 19.48 个百分点。

从投资活动来看，2015 年投资活动净流出

5.76 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，2015 年公司筹资活动净流入 18.30 亿元，同比增长 35.05%。2015 年公司支付其他与筹资活动有关的现金 24.01 亿元，主要为银行借款保证金。

2016 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-4.28 亿元、-0.61 亿元和 0.42 亿元。公司现金收入比为 19.88%，同比下降 70.11 个百分点。

跟踪期内，公司经营活动获现能力差，投资活动流出规模同比下降，对外部融资依赖程度高。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 258.42 亿元，同比增长 14.73%。其中非流动资产合计占 73.41%，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 2015 年底，公司流动资产 68.72 亿元，同比小幅增长，主要是由于货币资金增长所致，应收票据和应收账款同比下降。

截至 2015 年底，公司货币资金 33.29 亿元，其中其他货币资金 26.69 亿元，主要系银行承兑汇票保证金。

截至 2015 年底，公司应收账款为 5.90 亿元，同比下降 67.22%，公司应收账款计提坏账准备 0.45 亿元，计提比例 7.09%，账龄在一年以内的应收账款占 75.16%。公司应收票据余额为 4.88 亿元，同比下降 67.22%，年末已背书或贴现的金额为 58.07 亿元，同比增长 57.29%。

截至 2015 年底，公司其他应收款 2.72 亿元，主要由业务往来款和融资租赁保证金构成。

截至 2015 年底，公司存货账面余额为 19.47 亿元；公司计提 3.55 亿元存货跌价准备，计提比例为 15.43%。考虑到公司存货中原材料在产品占比 58.36%，在行业景气度持续低迷阶段，公司存货面临一定的跌价风险。

截至 2015 年底，公司非流动资产 189.70

亿元，同比增长 9.89%，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 2015 年底，公司固定资产同比增长 2.94%；固定资产原值 130.68 亿元，计提累计折旧 38.52 亿元，计提减值准备 0.88 亿元，公司固定资产账面价值为 92.08 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 74.32 亿元，同比增长 21.41%，主要系炼钢系统工艺装备升级改造投入。截至 2015 年底，公司无形资产 10.21 亿元。主要为土地使用权和采矿权。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 5.30 亿元，同比增长 22.03%，主要系子公司野马泉矿业公司和它温查汉西矿业公司的勘察费增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 252.61 亿元，较 2014 年底下降 2.25%，主要是货币资金的大幅减少所致，公司应收票据余额 35.16 亿元，较 2015 年底下降 38.11%，预付款项 7.56 亿元，较 2015 年底增长 28.14%，主要原因是公司增加票据贴现，用于预付钢坯、铁精粉和房地产工程款，以及偿还公司 2013 年发行的非公开定向债务融资工具。

跟踪期内，公司资产构成仍以非流动资产中的固定资产和在建工程为主，流动资产占比有所下降，流动资产中存货占比较高，在行业景气度低迷阶段存在一定的跌价风险，公司资产流动性有所下降，处于偏弱水平，整体资产质量尚可。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 40.10 亿元（包含少数股东权益 12.01 亿元）；归属于母公司所有者权益中，股本 37.94 亿元，未分配利润-11.82 亿元。

截至 2016 年 3 月底，亏损导致公司所有者权益进一步下降，为 37.26 亿元（包含少数股东权益 21.80 亿元），构成仍以股本为主。

跟踪期内，公司在建项目的持续投入和亏损加剧，公司负债总额增长较快，截至 2015 年底达到 215.35 亿元，同比增长 18.65%；其中流

动负债比重 77.23%，同比升高 4.30 个百分点，仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 168.61 亿元，同比增长 25.64%，主要是由于短期借款和应付票据增长。公司流动负债主要由短期借款（占 41.35%）、应付票据（占 26.73%）和应付账款（占 17.92%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 69.72 亿元，同比增长 21.32%；应付票据和应付账款分别为 45.07 亿元和 30.21 亿元，同比分别增长 42.56% 和 5.42%，应付票据大幅增长是由于公司办理票据融资增加所致；公司一年内到期的非流动负债为 13.42 亿元，同比大幅增长 200.25%，主要系子公司西宁特殊钢股份有限公司 2013 年 3 月 5 日和 2014 年 6 月 12 日发行的 2 期非公开定向债务融资工具，发行额度各 5 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债主要由应付债券（占比 44.06%）、长期借款（占比 17.08%）和长期应付款（占比 34.30%）构成。

截至 2015 年底，公司应付债券 21.90 亿元，主要包括“14 西宁特钢 MTN001”（额度 4.7 亿元，起息日 2014 年 3 月 19 日，期限为 5+2 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权）、“14 江仓债”（额度 3 亿元，起息日 2014 年 11 月 6 日，期限 2+1 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权）、“11 西钢债”（额度 10 亿元，根据公司 2016 年 5 月 7 日发布的公告，回售金额为 9.98 亿元，回售款到账日 2016 年 6 月 13 日）、“12 西钢债”（起息日 2012 年 7 月 16 日，期限 5+3 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权）、“13 西特钢 PPN001”（额度 5 亿元，起息日 2013 年 3 月 7 日，期限 3 年）和“和 14 西特钢 PPN001”（额度 5 亿元，起息日 2014 年 6 月 13 日，期限 2 年）。

截至 2015 年底，公司长期借款 8.49 亿元，同比变化不大；公司长期应付款 17.05 亿元，同比增长 122.05%，全部为融资租赁款。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 215.35 亿元，较 2015 年底减少 1.36%，主要是应付票据和一年内到期的非流动负债减少所致，其中流动负债占 71.17%，负债结构变化不大。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务大幅上升至 178.65 亿元，同比增长 26.28%，短期债务占全部债务的比重为 73.44%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 172.73 亿元，较 2015 年底减少 10.62 亿元，主要系应付票据下降和“13 西特钢 PPN001”已到期兑付所致。

从债务指标情况看，截至 2015 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.48%、81.67%和 54.20%，同比分别上升 8.23、10.50 和 8.66 个百分点。截至 2016 年 3 月底，上述指标分别为 85.25%、82.26%和 57.74%，均小幅上升。公司整体债务负担很重。

总体看，跟踪期内债务规模持续增长，负债规模持续上升，债务负担很重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率有所上升，分别为 40.76%和 29.21%，同比下降 10.43 个百分点和 5.70 个百分点；2016 年 3 月底，两项进一步下降，分别为 36.97%和 25.33%。2015 年，公司经营净现金流继续为负，对短期债务没有保障。截至 2015 年底和 2016 年 3 月底，扣除受限部分后公司现金类资产仅为 11.48 亿元和 5.30 亿元，公司短期偿债压力很大。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 为-5.99 亿元，对债务没有保障能力。整体看，公司偿债压力大。

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

截至 2016 年 3 月底，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 106.9 亿元，未使用额度 4.67 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；此外，公司拥有 A 股上市子公司西宁特钢（股票代码：SH600117），具备直接融资渠道。联合资信关注到，公司持有下属子公司西宁特钢 49.87%的股份，持股数量 36.97 亿股，其中 24.29 亿股已被质押，占其持有西宁特钢股本总数的 65.70%。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 4 月 15 日，公司在 1993 年至 2007 年间存在 130 笔不良和关注类已结清贷款，主要是由于在此期间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。公司无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，但公司处于西北地区，物流成本高。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一般。

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”。

2013~2015 年，公司经营活动现金流入量为“14 西宁特钢 MTN001”的保障倍数分别 7.03 倍、9.04 倍和 11.25 倍；EBITDA 对“14 西宁特钢 MTN001”的保障倍数分别为 2.40 倍、2.85 倍和 -1.28 倍；经营活动现金流量净额持续为负，对“14 西宁特钢 MTN001”无保障能力。

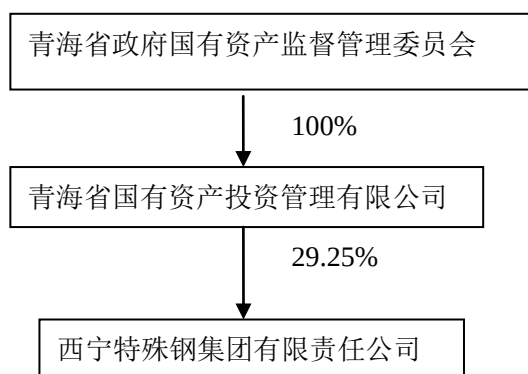
总体看，公司经营活动现金流入量对“14

西宁特钢 MTN001”的保障程度较好。

十一、结论

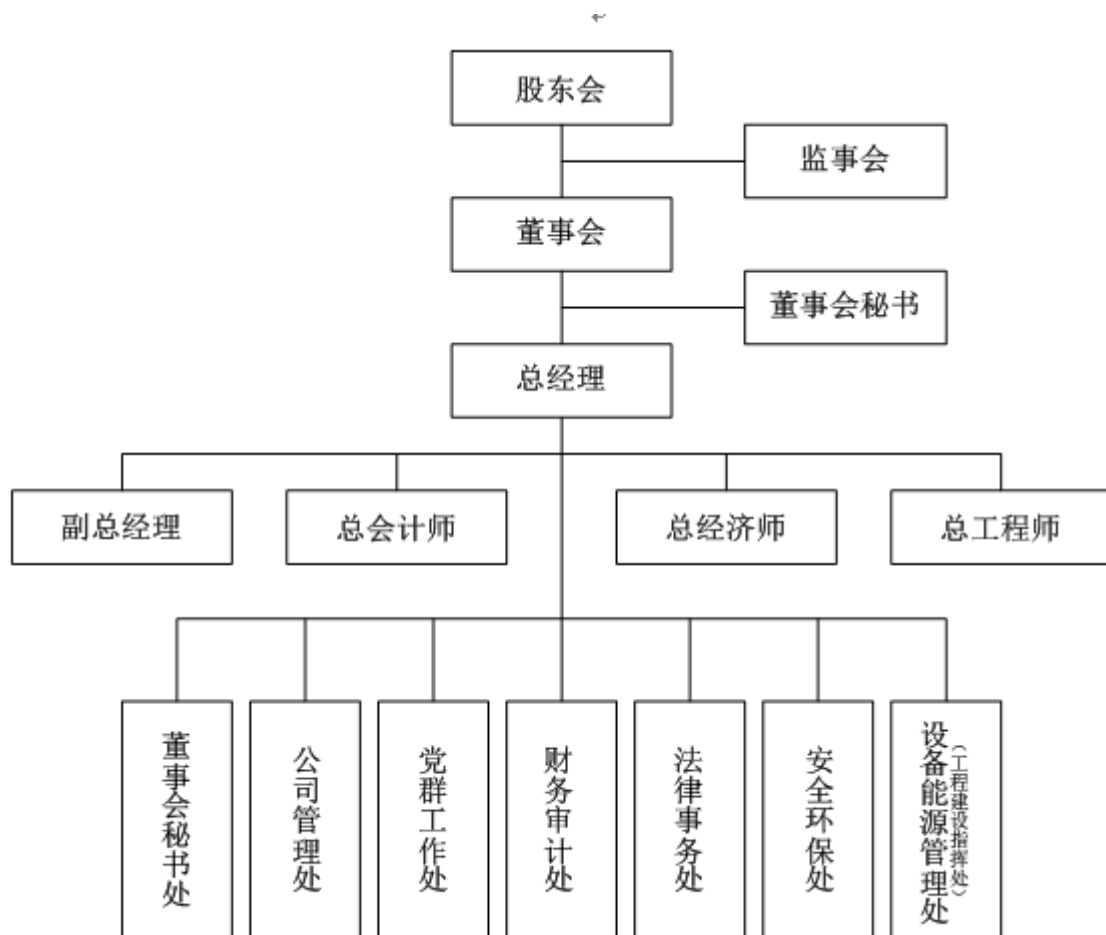
综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由AA调整为AA⁻，评级展望为负面，并将“14西宁特钢MTN001”的信用等级由AA调整为AA⁻。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.38	21.12	11.48	5.30
资产总额(亿元)	196.31	241.32	258.42	252.61
所有者权益(亿元)	46.72	57.31	40.10	37.26
短期债务(亿元)	86.87	93.55	131.21	121.83
长期债务(亿元)	24.14	47.93	47.45	50.91
全部债务(亿元)	111.00	141.48	178.65	172.73
营业收入(亿元)	72.55	73.15	60.55	17.51
利润总额(亿元)	0.20	2.22	-16.91	-2.60
EBITDA(亿元)	11.64	13.67	-5.99	--
经营性净现金流(亿元)	-1.57	-1.31	-12.17	-4.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.03	4.16	3.57	--
存货周转次数(次)	2.71	2.62	2.98	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.33	0.24	--
现金收入比(%)	39.39	55.29	74.77	19.88
营业利润率(%)	14.71	18.25	-2.09	-1.24
总资本收益率(%)	3.03	3.91	-4.09	--
净资产收益率(%)	-1.47	1.40	-40.55	--
长期债务资本化比率(%)	34.06	45.54	54.20	57.74
全部债务资本化比率(%)	70.38	71.17	81.67	82.26
资产负债率(%)	76.20	76.25	84.48	85.25
流动比率(%)	39.65	51.19	40.76	36.97
速动比率(%)	21.28	34.91	29.21	25.33
经营现金流动负债比(%)	-1.28	-0.97	-7.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.07	1.92	-0.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	10.58	-29.81	--

注：1. 公司 2016 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。