跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1053 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，评级展望为稳定，并将“14西宁特钢MTN001”的信用等级由AA-调整为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十三日

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：稳定
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：2017 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	34.14	38.17	41.53	43.97
资产总额(亿元)	241.32	258.42	283.12	293.71
所有者权益(亿元)	57.31	40.10	57.31	57.30
短期债务(亿元)	93.55	128.21	135.62	119.61
全部债务(亿元)	134.26	166.28	188.74	189.49
营业收入(亿元)	73.15	60.55	73.95	11.63
利润总额 (亿元)	2.22	-16.91	1.32	0.25
EBITDA(亿元)	13.37	-5.99	10.30	--
经营性净现金流(亿元)	-1.31	-12.17	-18.90	-2.60
营业利润率(%)	18.25	-2.09	12.80	23.48
净资产收益率(%)	1.40	-40.55	1.39	--
资产负债率(%)	76.25	84.48	79.76	80.49
全部债务资本化比率(%)	70.08	80.57	76.71	76.78
流动比率(%)	51.19	40.76	48.54	56.29
全部债务/EBITDA(倍)	10.04	-27.74	18.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.92	-0.82	1.50	--
经营现金流动负债比(%)	-0.97	-7.22	-10.77	--

注：1.2017 年一季度财务数据未经审计；
2.现金类资产中未剔除受限部分。

分析师

唐 岩　卢谋华　孙 鑫

邮箱：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）
网址：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”或“西钢集团”）采取订单式生产，保持了高产销率水平，受益于房地产结转收入的增加、非经常性损益较多及会计估计变更等因素，公司实现扭亏为盈；但受制于产品结构中低端产品占比较高、原料成本偏高、人员负担重等因素，公司主业钢铁板块仍旧亏损。跟踪期内，随着子公司西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“西钢股份”）非公开发行的完成，公司权益规模有所增长，资本实力增强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到公司钢铁主业疲弱、收现质量差、现金流呈现大规模净流出、债务负担重、短期支付压力大等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

2017年以来，随着钢材价格的回升及采购结算成本的下降，公司钢铁板块毛利率提升明显。公司所获政府及省内金融机构支持力度加大，且目前公司正在进行债转股工作，债转股事项的加快推进有助于公司降低财务杠杆目标的实现。

综合考虑，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）确定将公司主体长期信用等级由AA$^-$调整为AA，评级展望为稳定，并将“14西宁特钢MTN001”的信用等级由AA$^-$调整为AA。

优势

1. 地方政府和大股东对公司支持力度大。
2. 跟踪期内，公司特钢板块转型升级进程持续推进，公司装备、技术水平得到提升。
3. 跟踪期内，公司重点客户认证工作初获进展，产品结构有所改善。
4. 跟踪期内，公司实现扭亏为盈，盈利能力有所增强。
5. 跟踪期内，子公司西钢股份完成了非公开

发行股票，公司权益规模增长，资本实力增强。

关注

1. 跟踪期内，受制于产品结构中低端产品占比较高、原料成本偏高、人员负担重等因素，公司钢铁板块仍旧亏损，钢铁主业较为疲弱。
2. 跟踪期内，公司期间费用占比较高，对经营性利润侵蚀大，且非经常性损益对利润贡献大，盈利稳定性弱。
3. 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，导致债务负担加重，短期偿付压力很大，整体偿债能力较弱。
4. 公司经营活动净现金流持续为负，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。
5. 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。
6. 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。

声　明

一、本报告引用的资料主要由西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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”或“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 2017 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，是西部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 2017 年 3 月底，公司具备 160 万吨特钢的年生产能力。

截至 2017 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”）、青海卡约初禾生态农业科技有限公司、青海西钢物资有限公司和青海西易实业有限公司共计 4 家二级子公司，以及青海江仓能源发展有限责任公司、肃北县博伦矿业开发有限责任公司、哈密博伦矿业有限责任公司、青海西钢置业有限责任公司等 11 家三级子公司。公司本部下设董事会秘书处、公司办公室、财务处、审计处、法律事务处、战略采购中心、运营改善处等 13 个职能部门。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 283.12 亿元，所有者权益为 57.31 亿元（含少数股东权益 25.72 亿元）。2016 年公司实现营业收入 73.95 亿元，利润总额 1.32 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 293.71 亿元，所有者权益为 57.30 亿元（含少数股东权益 25.77 亿元）。2017 年 1～3 月公司实现营业收入 11.63 亿元，利润总额 0.25 亿元。

公司住所：青海省西宁市柴达木西路 52 号；公司法定代表人：杨忠。

三、存续债概况及募集资金使用情况

公司存续债为 2014 年 3 月 19 日发行的“14 西宁特钢 MTN001”，期限 7 年，票面利率 9.50%，共募集资金 4.7 亿元，“14 西宁特钢 MTN001”还附有第 5 年末发行人票面利率调整和投资者回售选择权。

“14 西宁特钢 MTN001”所募资金已按照募集计划进行使用，其中 4.01 亿元用于归还证券公司委托贷款本息，0.69 亿元用于归还下属子公司银行贷款。“14 西宁特钢 MTN001”余额 4.7 亿元，截至目前付息情况正常。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指

数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

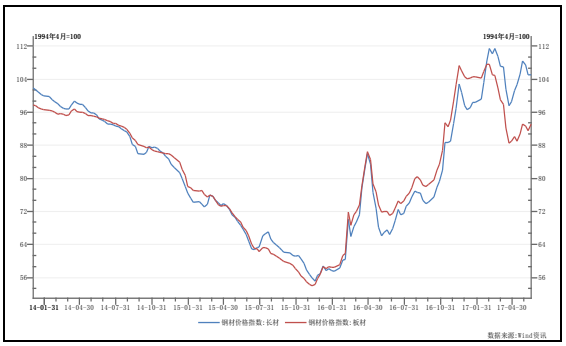
展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增

长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

图1 近年长材和板材价格指数



资料来源：Wind 资讯

跟踪期内，钢铁行业整体景气度快速回升。2016 年，下游用钢行业需求回暖，钢材价格波动上行，截至 2016 年 12 月底，国内长材和板材价格指数分别为 97.60 和 104.60，较年初分别上升 71.47%和 84.19%。2017 年一季度，钢材价格指数高位震荡，2017 年 3 月底上述指数分别为 107.22 和 99.09。

铁矿石方面，由于优质铁矿资源稀缺，矿山开采难度大，国内铁矿石开采企业生产成本较高，与海外矿企相比不具备竞争力，中国钢铁行业生产所需铁矿石主要依赖于进口。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 2 铁矿石价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

从国内外铁矿石价格表现上看，2014 年以前国产铁矿石价格低于进口铁矿石价格，但随着淡水河谷、力拓和必和必拓三大矿山铁矿石供应量不断提升，进口铁矿石供大于求的市场环境逐步显现，加之国内矿山普遍开采难度较大，矿石品位有限导致开采成本较高，2014 年以来国内外铁矿石价格出现倒挂，且两者价差存在不断扩大的趋势。2015 年，国内铁矿石矿山企业受进口铁矿石价格低廉的影响，多数企业经营亏损甚至停产。加之国内钢铁行业景气度持续低迷，国内外铁矿石价格持续下跌，至 2015 年底跌至低点，截至 2015 年底，国产铁矿石（62%品位，干基铁精矿）含税价为 438.14 元/吨，进口铁矿石（62%品位，干基粉矿）含税价为 355.18 元/吨。对于下游钢铁企业，近年来国内外铁矿石市场低迷在一定程度上减轻了企业生产成本，但对于在国内拥有铁矿石资源、铁矿石自给率高的钢铁企业，已经不能再将其当作经营优势来看待。

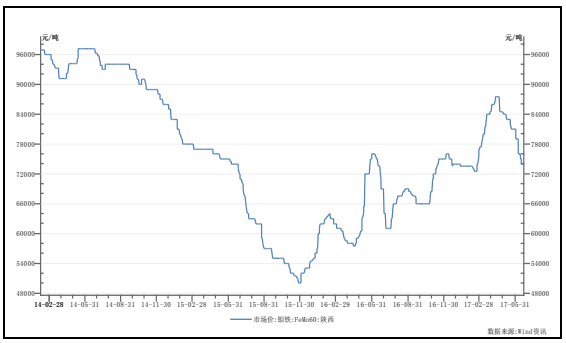
2016 年以来，随着国内钢铁需求回暖，铁矿石价格大幅反弹，截至 2016 年底，国产铁矿石（62%品位，干基铁精矿）含税价为 606.30 元/吨，进口铁矿石（62%品位，干基粉矿）含税价为 675.76 元/吨，分别较年初增长 38.38%和 90.26%。2017 年以来，国内外铁矿石延续上涨态势，截至 2017 年 2 月底价格分别为 654.59 元/吨和 760.26 元/吨。

图3　2014年以来金川镍价格情况



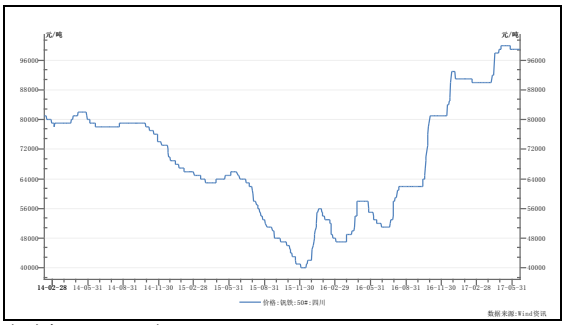
资料来源：wind资讯

图4　2014年以来钼铁价格情况



资料来源：wind资讯

图5　2014年以来钒铁价格走势情况

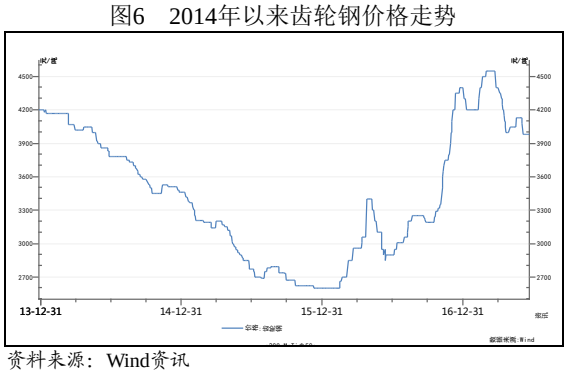


资料来源：wind 资讯

跟踪期内，镍、钒铁、钼铁等合金原料价格总体表现出波动上行趋势，受电解镍原料进口多元化及国内不锈钢需求增速不及预期等因素影响，电解镍价格反弹程度不大；而钒铁、钼铁价格反弹幅度较大。

特钢行业下游汽车、工程机械等行业需求回暖，并逐步向上游传导。以上海地区齿轮钢价格为例，2016 年呈现快速上涨趋势，价格从 2015 年底的 2600 元/吨上涨至 2016 年 12 月底的 4400 元/吨，涨幅达到 69.23%。碳结圆钢价格从 2015 年底的 2030 元/吨上涨至 2016 年底的 3900 元/吨，涨幅为 92.12%。

图6　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，而技术含量低的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 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，全年全省地区生产总值 2572.49 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%。分产业看，第一产业增加值 221.19 亿元，增长 5.4%；第二产业增加值 1249.98 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 1101.32 亿元，增长 8.0%。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 48.6%，第三产业增加值比重为 42.8%。人均地区生产总值 43531 元，比上年增长 7.1%。

总体看，2016 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. 产权关系

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为人

民币 379420 万元，其中青海省国有资产投资管理有限公司持股 29.25%，为公司第一大股东，西部矿业股份有限公司持股 28.99%，五矿国际信托有限公司持股 26.35%，中国华融资产管理公司持股 14.55%，公司最终实际控制人为青海省国资委（详见附件 1-1）。

2．企业规模

公司是国内四大特钢企业集团之一，西部地区最大、西北地区唯一的特钢生产企业。作为国内西部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》。

钢铁制造板块，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。铁多金属板块，目前公司拥有青海省内磁铁山、大沙龙、格尔木野马泉、它温查汉西、沙丘LM1和新疆哈密白山泉、甘肃肃北七角井等9座铁多金属矿，以及湟中县门旦峡石灰岩矿一座，共计拥有铁矿资源3.53亿吨，钒矿资源6468万吨，多金属矿73.8万（铜铅锌矿），石灰岩矿2000万吨，现已形成年采选矿石600万吨的生产能力，铁多金属板块是公司最具发展潜力的产业板块。煤焦化板块，公司拥有木里煤田储量为6.4亿吨的焦煤资源，以青海江仓能源发展有限责任公司为开发主体，从事煤炭资源开采、炼焦加工，目前已形成年产78万吨冶金焦炭、2.51万吨煤焦油、0.77万吨粗苯、0.48万吨硫铵的生产能力。

截至2017年3月底，公司在册人员合计9545人，在岗人员合计8920人。在岗人员中，按教育程度分类，本科及以上学历1128人，大专学历1943人，大专以下学历5849人；按年龄分类，30岁以下3287人，30至50岁5415人，50岁以上734人。公司各生产板块人员配置方面，钢铁板块主工序中，炼铁984人，炼钢1114人（不包含电渣炉配置的303人），轧钢1663人；煤焦化板块667人；铁多金属板块520人；地产开发板块183人。

3．技术水平与产品竞争力

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中处于较好水平，特别是“十二五”期间，公司对工艺装备进行了全面升级改造，先后建成110吨Consteel电炉、410×530mm三机三流大方坯连铸机、精品特钢大棒材生产线、精品特钢小棒材生产线。尤其是精品特钢大、小棒材生产线采用了当今世界顶尖工艺技术及装备，达到国际钢铁工业的先进水平。

科技研发方面，2016年度合计开展15项科研项目，其中2015年度延续项目1项、新开展项目14项。公司共获得国家科学技术进步二等奖1项、冶金科学技术进步奖一等奖1项、省级科技进步（成果）奖等5项。2016年度累计科研项目投入1.80亿元，公司新产品开发带动销售数量增加4.2万吨。

产品竞争力方面，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。产品认证方面，公司将潜在客户划分为重点突破、重点培育、供应商资格等类别，锁定目标、精准施策，通过一年努力，成功通过了舍弗勒POT审核，取得了9家供应商资格，实现了产品结构调整工作的阶段性突破。

4．政府与股东支持

股东支持

公司第一大股东为青海省国有资产投资管理有限公司（以下简称“省国投”），2016年，省国投及其子公司合计为公司提供长短期委托借款44.70亿元，有力保证了公司到期债务的顺利偿付。

政府支持

按照青海省政府建设“中国重要特种钢生

产基地”的总体要求，公司在“十二五”期间累计投入127亿元对工艺装备进行升级改造，资本支出规模大，且其中大部分资金均以短贷长投方式取得，同时叠加钢铁行业景气度下行，造成了公司当前债务负担重、短期支付压力大、财务成本高、资金运行紧张的局面。

公司作为青海省支柱企业之一，对青海省经济增长、就业和社会稳定影响较大。自2016年以来，省政府、省国资委及大股东省国投多次召开关于化解公司债务困境的专题会议。2016年，省国资委通过下属多家子公司认购西钢股份非公开发行股票，以充实公司资本及缓解资金压力。近期，省国资委和大股东省国投表示将全力协调公司债转股事宜，以调整公司资本结构，扩展融资渠道。

2017年3月，省银监局和省金融办带领省内主要银行业金融机构赴公司调研并召开专题会议，会议要求各银行业金融机构要按照风险可控、商业可持续的原则，通过联合授信、收回再贷、展期续贷、差别化信贷、市场化债转股等方案继续支持公司融资需求，支持公司实现脱困发展。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高层管理人员及管理制度等方面均无重大变化。

七、重大事项

1. 非公开发行股票

根据西钢股份 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，西钢股份非公开发行股票发行数量不超过 90389.90 万股，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 年公司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，公司将承担较大的固定资产折旧费用及财务费用压力。公司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。

2016年3月31日，西钢股份非公开发行A股股票已获得证监会发行审核委员会审核通过。2016年7月21日，西钢股份收到收到证监会《关于核准西宁特殊钢股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2016】1229号），核准公司非公开发行不超过90389.90万股。

2016年11月24日，西钢股份公告本次非公开发行结果，西宁特钢完成了向青海机电、青海物资产业、邓建宇和西宁特钢第一期员工持股计划四位特定投资者非公开30389.90万股，合计募集资金17.50亿元，扣除发行费用0.19亿元后，净募集资金17.31亿元。经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的瑞华验字（2016）第48120011号《验字报告》审验，上述募集资金已全部到位。本次非公开发行后，西钢股份股本增加3.04亿元，资本公积增加14.27亿元。

本次非公开发行完成后，西钢集团持有西钢股份的股权比例由49.87%下降至35.37%，西钢集团按增资前后在西钢股份账面净资产中份额的差额调增资本公积5.21亿元，同时增加少数股东权益12.10亿元。

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竣工销售期，公司房地产业务收入大幅增长，同时钢材价格上涨带动公司特钢板块收入增长，2016年公司实现主营业务收入70.63亿元，同比增长20.47%。

特钢板块方面，跟踪期内，随着特钢产品

价格的回升，2016年实现收入45.48亿元，同比上涨37.78%。毛利率方面，2016年，钢铁行业回暖带动公司特钢板块毛利率回升至6.90%，较2015年上升18.42个百分点。由于进口矿采购运费高，公司受制于地理位置只能采购附近铁精粉，铁精粉采购方面仍无成本优势，同时，公司新建大、小棒材生产线产能尚未完全释放，且目前产品结构中低端产品占比仍较高，2016年公司特钢板块毛利率仍旧偏低。

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。由于焦炭消费依赖于钢铁行业运行，焦炭价格与钢铁价格高度相关，近年来，钢铁行业波动导致公司焦炭毛利率波动较大，但铁精粉毛利率仍维持相对高位。2015年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2015年铁矿石采选板块毛利率较2014年水平下降13.08个百分点，至29.54%；2016年，由于公司铁精粉产销量的降低和单位成本的上涨，公司铁矿石采选板块毛利率进一步下跌至21.86%。

其他业务方面，2016年受公司合结钢贸易业务量增加影响，公司其他产品收入大幅增长86.88%，至35.63亿元。

2017年1~3月，公司实现主营业务收入11.42亿元，主要为特钢板块收入10.60亿元，受钢材价格持续回升及铁精粉采购结算价格下跌影响，公司特钢板块毛利率大幅回升至22.10%，带动公司主营业务整体毛利率回升至24.34%。

表 1　公司 2014~2017 年 3 月主营业务产品情况（单位：亿元、%）

产　品	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	12.04	17.15	37.96	1.39	2.38	31.85	10.48	14.84	40.24	0.11	1.00	12.42
特钢行业	46.16	65.75	9.80	33.01	56.30	-11.52	45.48	64.40	6.90	10.60	92.79	22.10
煤炭行业	7.52	10.71	2.09	5.41	9.22	-0.86	5.52	7.81	11.11	1.88	16.43	12.38
铁矿石采选行业	10.59	15.08	42.62	6.72	11.46	29.54	4.30	6.09	21.86	0.72	6.26	25.08
其他	2.49	3.55	4.24	19.04	32.46	0.41	35.63	50.44	0.66	2.25	19.71	0.52
减：产品之间内部抵消	-8.59	-12.24	--	-6.94	-11.83	-0.14	-30.79	-43.60	0.53	-4.13	-36.18	0.00
合计	**70.21**	**100.00**	**19.68**	**58.63**	**100.00**	**-2.27**	**70.63**	**100.00**	**12.72**	**11.42**	**100.00**	**24.34**

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。2016 年，受房地产板块收入贡献较多、钢材价格回升影响，公司营业收入规模有所增长，毛利率实现回正且增幅较大。

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1座（原有2座450立方米高炉，2016年由于去产能退出1座450立方米高炉），高炉设计产能合计160万吨，目前在运行的为1080立方米高炉1座。产量方面，跟踪期内，公司特钢材产量有所增长，产品结构方面仍以结构钢为主，而工、模具钢和不锈钢份额占比较小；结构钢中，2015年公司合结钢产量为112.41万吨（含贸易量25.34万吨），而2016年公司将贸易量45万吨单独列示，不含贸易量的合结钢实际产量为101.03万吨，较2015年增加13.96万吨。

表 2　公司各类特钢材产品产量情况（单位：万吨）

产品	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
碳结钢	20.12	14.57	14.45	3.57
碳工钢	0.29	0.17	0.17	0.12
合结钢	97.53	112.41	101.03	21.53
合工钢	1.01	0.81	0.91	0.19
弹簧钢	0.02	0.24	0.04	0.01
滚珠钢	7.30	4.49	6.53	1.35
不锈钢	2.97	2.08	1.68	0.42
特钢产量合计	**129.24**	**134.77**	**124.81**	**27.19**

资料来源：公司提供

注：2015 年公司合结钢产量中包含 25.34 万吨贸易量，2015 年特钢材实际产量为 109.44 万吨。

原材料采购情况

跟踪期内，由于去产能退出一座 450 立方米高炉和铁水产量的下降，公司主要原燃料需求有所降低。

铁精粉采购方面，2016 年公司铁精粉采购结算量为 122.75 万吨，较 2015 年下降 11.94%。

焦炭采购方面，2015 年公司焦炭实际采购量为 54.19 万吨，实际结算量为 45.52 万吨，年末未结算量为 8.67 万吨；2016 年实际采购量为 46.67 万吨，实际结算量为 54.74 万吨（含 2015 年末未结算量），年末未结算量 0.6 万吨，2016 年焦炭实际采购量较 2015 年下降 13.88%。

废钢采购方面，2015 年，公司三炼钢车间有 9 个月时间实际采用无电冶炼方式，剩下 3 个月采用有电冶炼方式，有电冶炼所消耗的废钢也均为前期废钢库存，故 2015 年公司未采购废钢；2016 年，由于三炼钢车间有近半年时间采用有电冶炼方式，按照工艺要求公司全年采购废钢 5.30 万吨。近年来，由于公司按照有电、无电冶炼工艺要求采购废钢，导致各年度废钢采购量波动较大。

跟踪期内，公司合金采购保持相对稳定。电力采购量则下降至 9.80 亿度，降幅为 4.20%。

从原燃料采购价格方面，2016 年以来，公司铁精粉和焦炭采购价均有所回升；受地理位置制约，公司只能就近采购周边铁矿石，跟踪期内价格仍大幅高于进口铁矿石，较沿海钢铁企业呈现成本劣势。2017 年 1~3 月，公司铁精粉采购价格较 2016 年水平下降 60 元/吨，降幅为 10.05%，主要系一季度省内主要矿山停工，公司铁精粉由都兰地区西旺公司独家供应，供应价格为前期锁定价格，同时公司也结算了前期储备的部分低价铁精粉所致，铁料成本的降低是当期公司钢铁板块毛利率快速上升的重要原因。2017 年 1~3 月，公司焦炭采购价格则较 2016 年快速上升至 1627.22 元/吨，采购价格涨幅为 96.11%。

表 3　公司原料采购及价格情况（不含税）

（单位：万吨、元/吨、亿千瓦时、元/千瓦时）

原料	项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
铁精粉	采购量	139.39	122.75	13.01
	均价	567.93	599.19	539.00
焦炭	采购量	45.52	54.74	11.36
	均价	787.71	829.75	1627.22
废钢	采购量	--	5.30	2.97
	均价	--	1280.09	1617.20
镍板	采购量	0.07	0.11	0.03
	均价	80546.79	66285.94	77287.81
高铬	采购量	1.24	1.42	0.35
	均价	5855.07	5891.22	9053.78
硅铁	采购量	0.33	0.37	0.10
	均价	4406.58	3907.27	4829.73
钼铁	采购量	0.02	0.02	0.01
	均价	67111.84	56261.79	64676.20
锰铁	采购量	0.55	0.88	0.19
	均价	5069.92	4859.94	7347.03
电力	采购量	10.23	9.80	2.36
	均价	0.4160	0.4125	0.3838

资料来源：公司提供

注：1、铁精粉和焦炭采购量包括内采量；

2、铁精粉和焦炭的采购量和采购价为实际结算量和结算价。

总体看，跟踪期内，公司原材料采购价格有所回升，公司面临一定的成本控制压力。

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 92.46%。

销售区域方面，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 103.05%和11.59%，其中西北销售额超过收入总

额主要系公司本部炼钢所用原燃料从合并范围内关联方采购，而公司本部及关联方注册地均在西北地区，导致公司西北地区未抵消的销售收入超过合并收入总额。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，2016 年，各品种钢材售价均有回升，主要品类中碳结钢价格涨幅较大，为 31.49%，而占比最大的合结钢价格涨幅较小，涨幅仅为 8.05%。2017 年 1~3 月，公司产品价格进一步回升，其中占比最大的合结钢价格回升幅度大，为 48.29%，对公司钢铁板块毛利率提升支撑较大，主要系一季度特钢行业景气度回升及公司合结钢品种结构有所提升所致。公司合结钢主要品种包括 20MnSi、CrMo、Cr、CrMnTiH、C38N2 等，主要应用于建筑、汽车、机械制造、电子信息、国防军工、航空航天等领域。

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	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
碳结钢	平均价格	1953	2568	3227
	销量	14.49	14.37	3.55
碳工钢	平均价格	3374	3514	3271
	销量	0.16	0.21	0.12
合结钢	平均价格	2323	2510	3722
	销量	112.08	100.64	21.35
合工钢	平均价格	6287	6649	8715
	销量	0.79	0.93	0.19
弹簧钢	平均价格	3529	5290	6023
	销量	0.24	0.03	0.01
滚珠钢	平均价格	4871	4867	6291
	销量	4.47	6.39	1.51
不锈钢	平均价格	6264	6823	8259
	销量	2.12	1.82	0.42

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持续回升，带动公司钢铁板块收入增长和毛利率回正；公司深处内陆无法享受进口铁矿石价格较低的红利，成本端仍旧承压；公司通过装备升级和技改以优化产品结构，但其效果仍有待进一步深化。

3. 资源板块

公司已拥有3.53亿吨铁矿、6.4亿吨焦煤、6468万吨钒矿、2000万吨石灰石和73.8万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150万吨、年采焦煤120万吨、年产焦炭78万吨的生产能力。

由于进口矿供给量的大幅提升和铁矿石供需矛盾的日益突出，近年来国内铁精粉市场持续低迷，国内矿山企业出现全行业亏损，博伦公司受地域限制影响更为突出，为了减少现金亏损，博伦公司实施了主动减产。2016 年，肃北博伦产销量同比下降。

由于主动减产，肃北博伦单产的固定成本和期间费用上升，导致 2016 年肃北博伦完全成本的上涨；同期，铁精粉市场价格上涨较为缓慢，而且肃北博伦铁精粉采购商只有酒钢集团一家，公司议价能力低，导致 2016 年肃北博伦铁精粉销售均价较 2015 年仍有所下滑；2016 年，由于完全成本的上涨和销售均价的下降，肃北博伦亏损程度进一步扩大。

2017 年以来，铁精粉市场回暖明显，肃北博伦铁精粉售价回升至 403.56 元/吨，肃北博伦亏损程度有所减小。

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	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
产能	106	106	26
产量	94.83	75.75	18.69
销量	92.05	78.33	12.21
平均成本	485.89	555.34	550.50
平均售价	381.19	353.76	403.56

资料来源：公司提供

注：平均成本为完全成本（含期间费用）

2016 年，由于哈密博伦在 1-6 月实施了全面停产，哈密博伦产销量显著下降，仅 7-12 月生产铁精粉 12.21 万吨。由于上半年停产导致了平均成本的大幅上涨，哈密博伦亏损程度扩大。

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	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
产能	44	44	11
产量	30.26	12.21	4.83
销量	33.33	12.69	2.50
平均成本	458.49	727.89	515.66
平均售价	356.28	338.46	342.11

资料来源：公司提供

注：1、平均成本为完全成本（含期间费用）；

2、2016 年平均成本中包含停产中的期间费用 269.54 元/吨，剔除停产期间费用后的单产完全成本为 458.35 元/吨。

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，江仓能源因自有露天开采煤矿闭坑，自有焦煤出现阶段性断供，江仓能源炼焦所需原料煤全部外采，由于采购成本较高，公司焦炭平均成本高于平均售价，江仓能源出现利润亏损；2016 年，受益于下半年以来焦炭价格的快速上涨，公司焦炭板块成本价格倒挂局面得到扭转，公司焦炭生产实现盈利；2017 年一季度，焦炭价格处于历史高位，公司焦炭生产盈利空间有所扩大。

未来随着江仓能源井巷工程的完工，自有井工煤开始供应后焦炭生产成本将大幅下降，公司焦炭生产盈利空间将进一步提升。

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	2015年	2016年	2017年1-3月
产能	70	70	17
产量	61.61	56.35	12.75
销量	59.82	57.40	10.82
平均成本	793.80	953.30	1613.94
平均售价	721.38	961.31	1734.25

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

受公司房地产项目开发周期影响，近年来公司房地产收入波动较大，2016 年，公司主要项目在四季度实现竣工结转，当年实现结转销售收入 9.79 亿元，同比降增很大，其中住宅项目实现收入 6.09 亿元，商业地产实现收入 3.70 亿元；2016 年，房地产板块整体毛利率为 36%，维持较高水平，实现毛利润 4 亿元。

表 8　房地产板块经营情况（单位：万元、%）

板块	项目	2015年	2016年	2017年1-3月
住宅	收入	12711.97	60882.90	660.48
	毛利率	31.45%	26%	29%
商业办公	收入	--	37022.08	--
	毛利率	--	68%	--
其他	收入	--	--	--
	毛利率	--	--	--
合计	**收入**	**12711.97**	**97904.98**	**660.48**
	毛利率	**31.45%**	**36%**	**29%**

资料来源：公司提供

2016 年，公司实现竣备项目 4 个，竣工面积 19.66 万平方米，竣备项目集中结转收入带动 2016 年公司房地产板块收入大幅增长；2016 年，公司新开工项目 1 个，新开工面积 11 万平方米，2017 年 1~3 月，公司新开工项目 1 个，新开工面积 14.05 万平方米；截至 2017 年 3 月底，公司期末在建项目 2 个，期末在建面积合计 24.66 万平方米。

表 9　2014～2017 年 3 月公司房地产开发数据

项目	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
新开工项目（个）	2	1	1
新开工面积（万平方米）	16.94	11	14.05
竣工项目（个）	--	4	--
竣工面积（万平方米）	--	19.66	--
期末在建项目（个）	2	1	2
期末在建面积（万平方米）	16.94	10.61	24.66

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在售项目共计 4 个，总可售面积 37.78 万平方米，已售 36.23 万

平方米，合同销售进度 96%，累计实现销售收入 15.99 亿元，剩余可售面积 1.55 万平方米，尾盘压力不大，但同时可售资源也较少。土地储备方面，截至 2017 年 3 月底，公司无土地储备。

未来三年，公司房地产板块计划总投资为 25.46 亿元，投资规模相对较大。根据公司未来销售预测，项目销售现金回流不能完全满足项目建设投资需求，公司房地产板块存在一定的外部融资压力。

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	2017 年 4~12 月	2018 年	2019 年	2020 年
计划投资金额	39900	60100	94350	60250
预计销售现金回流	12475	21275	29837	26312

资料来源：公司提供

5. 在建项目和未来发展

公司在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。截至 2017 年 3 月底，公司主要在建项目已完成投资合计 58.56 亿元，剩余投资规划额度 1.88 亿元，公司投资高峰期已过，未来公司投资压力不大。

公司轧钢事业部大小棒轧生产线经过一年多的生产运行实践，包括设备运行、质量指标等在内的各项运行指标已基本稳定，但受制于铁水资源和市场需求，产能尚未完全释放，大小棒轧生产线达产达效、实现对钢铁板块盈利改善还尚需时日。

表 11　公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	项目介绍	规划总投资额	2016 年底已完成	2017 年 3 月底已完成	预计投资	
					2017 年	2018 年及以后
轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造	主要包含精品特钢小棒材生产线以及精品特钢大棒材生产线	26.55	34.04	37.22	0.63	--
十二五公司节能减排工程	主要包括炼钢系统节能环保工艺装备升级改造等	15.54	21.02	21.35	1.25	--
合计	--	**42.09**	**55.06**	**58.56**	**1.88**	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2015 年、2016 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 2017 年一季度财务数据未经审计。跟踪期内，公司处置一家子公司都兰矿业，公司合并范围变化较小，财务数据可比性强。

会计估计变更方面，公司通过对各类固定资产实际使用年限的重新核定，决定从 2016 年 4 月 1 日起，延长固定资产的使用年限，将房屋建筑物由 20~30 年延长至 30~40 年，将机器设备由 10~15 年延长至 15~20 年，本次会计估计变更采用未来适用法进行会计处理，不做追溯调整。经测算，本次会计估计变更后，2016 年公司固定资产折旧减少 1.72 亿元，所有者权益及净利润增加 1.69 亿元。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 283.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益 25.72 亿元）为 57.31 亿元。2016 年公司实现营业收入 73.95 亿元，利润总额 1.32 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 293.71 元，所有者权益（含少数股东权益 25.77

亿元）为 57.30 亿元。2017 年 1～3 月公司实现营业收入 11.63 亿元，利润总额 0.25 亿元。

1. 盈利能力

受益于国家去产能政策的实施、钢铁价格回升以及房地产项目实现竣工结算，2016 年公司实现营业收入 73.95 亿元，同比增长 22.14%。2016 年公司营业利润率为 12.80%，同比增长 14.89 个百分点。2016 年，公司实现利润总额 1.32 亿元。

期间费用方面，2016 年，公司期间费用中财务费用占比相对较高，公司销售费用、管理费用、财务费用占同期营业收入的比重分别为 3.99%、5.31%和 6.44%，期间费用对公司盈利空间造成了一定程度的侵蚀。

非经常性损益方面，2016 年，公司计提资产减值损失 2.00 亿元，主要包括存货跌价损失 1.27 亿元、坏账损失 0.37 亿元和固定资产减值损失 0.35 亿元；公司实现投资收益 3.19 亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益 2.69 亿元，处置可供出售金融资产取得的投资收益 0.46 亿元；公司实现营业外收入 1.38 亿元，其中债务重组利得 0.51 亿元，政府补助 0.75 亿元。

从盈利指标看，2016 年，公司总资本收益率为 3.12%，同比提升 7.45 个百分点；净资产收益率 1.39%，同比增长 41.94 个百分点。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 11.63 亿元，同比下降 33.58%，公司实现利润总额 0.25 亿元。

总体看，跟踪期内，受益于前期房地产项目实现收入结转、非经常性损益较多及会计估计变更，公司实现扭亏为盈，但公司钢铁主业仍旧亏损，公司盈利稳定性较弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2016 年，公司经营活动现金流入量 20.76 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 16.59 亿元，同比下降 63.35%，主要系近年来公司销售回款以银行承兑汇票为主，2015 年公司将收到的银行承兑汇票贴现以补充必要的现金支出导致现金回款较多，而 2016 年并未进行大额贴现所致；公司经营活动现金流出量为 39.66 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 24.97 亿元，同比下降 45.22%，主要系公司前期开出的银行承兑汇票于 2015 年到期解付较多，导致 2015 年付现规模较大，同时 2016 年公司减少了现金支付比例，货款结算采取票据支付方式为主所致；公司经营活动产生的现金流量净额为-18.90 亿元，净流出金额同比增长 55.21%。2016 年，公司现金收入比为 22.43%，同比下降 52.33 个百分点。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入量 4.84 亿元，其中处置子公司及其他单位收到的现金 3.00 亿元，主要为出售都兰西钢矿业开发有限公司收到的股权转让款；公司投资活动现金流出量 9.11 亿元，其中构建固定资产、无形资产等支付的现金 8.13 亿元。

从筹资活动来看，2016年，公司筹资活动现金流入量278.65亿元，其中吸收投资收到的现金17.34亿元，主要为子公司西钢股份非公开发行募集资金所致，取得借款收到的现金214.08亿元；同期，公司筹资活动现金流出量252.38亿元，主要为偿还债务支付的现金。

2017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-2.60亿元、-0.22亿元和1.32亿元。公司现金收入比为60.38%，较2016年全年水平增长了37.94个百分点。

跟踪期内，公司经营活动获现能力差，投资活现金流量规模较小，筹资活动现金流量规模较大，对外融资需求较高。

3. 资本及债务结构

截至 2016 年底，公司资产总额 283.12 亿元，同比增长 9.56%。其中非流动资产合计占 69.92%，同比下降 3.49 个百分点。公司资产构成以非流动资产为主，符合钢铁行业特征。

截至2016年底，公司流动资产85.15亿元，同比增长23.92%，其中其他应收款规模增长幅度较大。

截至2016年底，公司货币资金33.15亿元，同比保持稳定，其中其他货币资金23.31亿元，主要系银行承兑汇票保证金。

截至2016年底，公司应收账款为7.94亿元，同比增长34.68%，公司应收账款计提坏账准备0.54亿元，计提比例6.41%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为4.67亿元。计提坏账准备0.27亿元，其中账龄在一年以内占87.58%。同期，公司应收票据余额为8.37亿元，同比增长71.52%，银行承兑汇票中年末已贴现未到期金额1.47亿元，已背书未到期的金额为17.48亿元。

截至2016年底，公司其他应收款9.29亿元，同比增长242.09%，主要系2016年公司出售下属子公司都兰西钢矿业开发有限公司股权，未抵消往来款所致。同期，公司其他应收款主要包括应收都兰矿业公司6.33亿元往来款和融资租赁保证金1.94亿元。

截至2016年底，公司存货账面余额为21.96亿元，同比增长12.83%，公司共计提1.27亿元存货跌价准备。存货构成方面，主要为原材料、开发成本、库存商品和在产品。

截至2016年底，公司非流动资产197.97亿元，同比增长4.35%，非流动资产主要以固定资产和在建工程为主。

截至2016年底，公司固定资产92.72亿元，同比下降2.18%；固定资产原值142.49亿元，计提累计折旧48.91亿元，计提减值准备0.86亿元。公司固定资产主要以房屋建筑物及机器设备为主。

截至2016年底，公司在建工程为84.84亿元，同比增长14.16%，公司在建工程主要为节能减排工程、娘姆特井巷工程和轧钢炼钢系统工艺装备升级改造。

截至2016年底，公司无形资产9.71亿元，同比下降4.96%，主要为土地使用权和采矿权。

截至2016年底，公司其他非流动资产5.56亿元，同比增长4.89%，其中勘探费4.78亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额为293.71亿元，较2016年底增长3.74%，其中流动资产占比31.43%，非流动资产占比68.57%，资产结构与2016年底相比变化不大。公司流动资产以货币资金（占40.39%）、存货（占25.67%）、应收账款（占9.68%）和其他应收款（占9.93%）为主，非流动资产以固定资产（占45.54%）和在建工程（占44.24%）为主。

跟踪期内，公司资产构成仍以非流动资产为主，流动资产占比小幅增长，流动资产中货币资金规模大，但保证金占比高，整体资产流动性一般。

截至2016年底，公司所有者权益合计57.31亿元，同比增长42.92%，主要来自少数股东权益的增长，公司少数股东权益为25.72亿元，同比增长90.52%，主要系子公司西钢股份向不包含公司在内的四位特定对象非公开发行股票募集资金所致；归属于母公司所有者权益31.58亿元，其中实收资本37.94亿元，资本公积5.56亿元，未分配利润-12.02亿元。

截至2017年3月底，公司所有者权益为57.30亿元，少数股东权益为25.77亿元，归属母公司权益构成与2016年底相比变化不大。

截至2016年底，公司负债总额225.82亿元，同比增长3.43%；其中流动负债占比77.69%，非流动负债占比22.31%，同比变化不大。

截至2016年底，公司流动负债为175.44亿元，同比增长4.05%，构成上主要以短期借款（占66.39%）、应付账款（占15.55%）和应付票据（占7.49%）构成。

截至2016年底，公司短期借款116.47亿元，同比增长67.04%，主要系为保证债务偿付省国投和低碳基金为公司提供委托借款31.26亿元及公司年末将已贴现未到期的银行承兑汇票19.87亿元转入短期借款科目核算所致；应付票据和应付账款分别为13.14亿元和27.27亿

元，同比分别下降 70.84%和 9.73%，应付票据大幅下降主要系公司归还到期银行承兑汇票 29.17 亿元所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债主要由应付债券（占比 18.03%）、长期借款（占比 53.57%）和长期应付款（占比 24.34%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 26.99 亿元，同比大幅增长 217.90%，主要系大股东省国投通过城中建行为公司提供 5 年期长期委托借款 13.44 亿元及西钢置业公司新增国开行“棚户区改造”项目借款 4.20 亿元所致；公司应付债券 9.08 亿元，同比大幅下降 58.54%，主要系 14 江仓债到期偿付（发行额度 3 亿元）全部回售、2011 年西钢债（发行额度 10 亿元）回售 9.98 亿元及两期发行额度合计 10 亿元非公开定向债务融资工具转入一年内到期非流动负债核算所致；公司长期应付款 12.26 亿元，同比下降 28.10%，主要系融资租赁款下降所致。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 236.41 亿元，其中流动负债占比 69.37%，非流动负债占比 30.63%，非流动负债占比较 2016 年底增长了 8.32 个百分点，主要系长期借款大幅增长所致，截至 2017 年 3 月底，公司长期借款为 49.10 亿元，较 2016 年底增长 81.92%。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务上升至 188.74 亿元，同比增长 13.51%，短期债务占全部债务的比重为 71.86%。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 189.49 亿元，其中短期债务占比 63.12%。。

从债务指标情况看，截至 2016 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 79.76%、76.71%和 48.11%，同比分别下降 4.72、3.86 和 0.60 个百分点。截至 2017 年 3 月底，上述指标分别为 80.49%、76.78%和 54.94%，均小幅上升。

总体看，跟踪期内，受益于少数股东权益规模的增长，公司债务指标有所好转，但整体债务规模仍呈增长趋势，公司债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率有所上升，分别为 48.54%和 36.02%，同比增长 7.78 个百分点和 6.81 个百分点；2017 年 3 月底，两项指标进一步上升，分别为 56.29%和 41.84%。2016 年，公司经营性净现金流继续为负，对短期债务没有保障。截至 2016 年底和 2017 年 3 月底，扣除受限部分后公司现金类资产仅为 18.06 亿元和 14.48 亿元，公司短期偿债压力很大。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.50 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 18.32 倍。整体看，公司偿债压力大。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保 3.00 亿元，担保比率 5.24%，被担保单位为西部矿业集团有限公司，担保到期日为 2017 年 11 月 10 日。

截至 2017 年 3 月底，公司（集团合并口径）共获得中国银行、工商银行、建设银行、中信银行等金融机构授信额度 95.82 亿元，未使用额度 10.85 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钢股份 35.37%的股份，持股数量约 3.70 亿股，其中 3.29 亿股已被质押，占其持有西钢股份股本总数的 89.12%，公司所持西宁特钢股权质押率高，存在较大的股权质押风险。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2017 年 5 月 18 日，公司已结清债务中存在 123 笔不良和关注类贷款、4 笔欠息记录和 3 笔银行承兑汇票垫款，主要是由于在 1993~2007 年期间，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”。

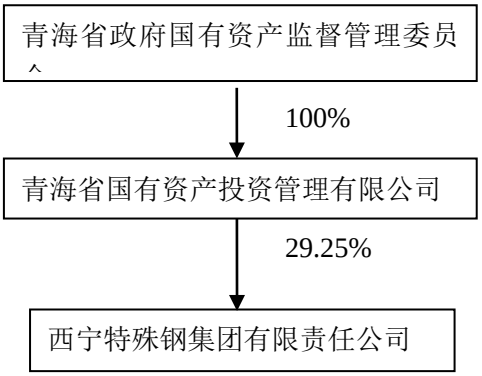
2014~2016年，公司经营活动现金流入量为“14西宁特钢MTN001”的保障倍数分别9.04倍、11.25倍和4.42倍；EBITDA对“14西宁特钢MTN001”的保障倍数分别为2.85倍、-1.28倍和2.19倍；公司经营活动现金流量净额持续为负，对“14西宁特钢MTN001”无保障能力。

总体看，公司经营活动现金流入量对“14西宁特钢 MTN001”的保障程度尚可。

十一、结论

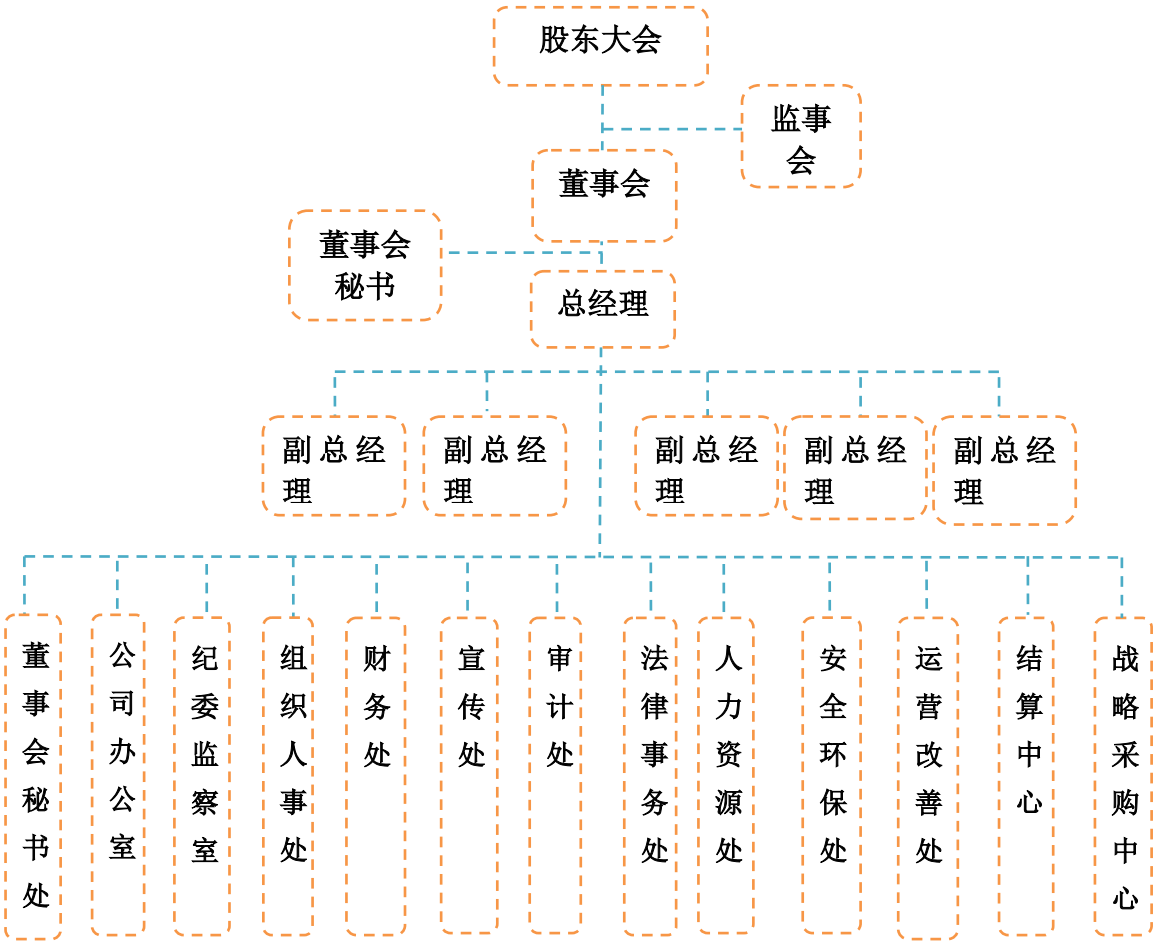
综合考虑，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并确定“14西宁特钢MTN001”的信用等级为AA。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.14	38.17	41.53	43.97
资产总额(亿元)	241.32	258.42	283.12	293.71
所有者权益(亿元)	57.31	40.10	57.31	57.30
短期债务(亿元)	93.55	128.21	135.62	119.61
长期债务(亿元)	40.71	38.07	53.13	69.88
全部债务(亿元)	134.26	166.28	188.74	189.49
营业收入(亿元)	73.15	60.55	73.95	11.63
利润总额(亿元)	2.22	-16.91	1.32	0.25
EBITDA(亿元)	13.37	-5.99	10.30	--
经营性净现金流(亿元)	-1.31	-12.17	-18.90	-2.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.17	3.57	5.46	--
存货周转次数(次)	2.67	2.98	3.07	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.24	0.27	--
现金收入比(%)	55.29	74.77	22.43	60.38
营业利润率(%)	18.25	-2.09	12.80	23.48
总资本收益率(%)	4.05	-4.33	3.12	--
净资产收益率(%)	1.40	-40.55	1.39	--
长期债务资本化比率(%)	41.53	48.71	48.11	54.94
全部债务资本化比率(%)	70.08	80.57	76.71	76.78
资产负债率(%)	76.25	84.48	79.76	80.49
流动比率(%)	51.19	40.76	48.54	56.29
速动比率(%)	34.91	29.21	36.02	41.84
经营现金流动负债比(%)	-0.97	-7.22	-10.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.92	-0.82	1.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.04	-27.74	18.32	--

注：1.公司 2017 年 1 季度财务数据未经审计；
2.现金类资产中未剔除受限部分。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用。