信用等级公告

联合[2018]2012 号

联合资信评估有限公司通过对西宁特殊钢集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，维持“14 西宁特钢 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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：稳定

债项信用

名　称	额 度	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 西宁特钢 MTN001	4.7 亿元	2021/3/19	AA	AA

跟踪评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.17	41.53	34.98	35.06
资产总额(亿元)	258.42	283.12	298.33	299.02
所有者权益(亿元)	40.10	47.31	40.33	40.14
短期债务(亿元)	128.21	135.62	139.56	140.90
全部债务(亿元)	166.28	193.95	205.08	205.97
营业收入(亿元)	60.55	73.95	84.74	19.70
利润总额 (亿元)	-16.91	0.41	-6.86	0.05
EBITDA(亿元)	-5.99	10.30	2.89	--
经营性净现金流(亿元)	-12.17	-18.90	0.15	-2.38
营业利润率(%)	-2.09	12.80	8.14	16.27
净资产收益率(%)	-40.55	-0.24	-17.52	--
资产负债率(%)	84.48	83.29	86.48	86.58
全部债务资本化比率(%)	80.57	80.39	83.57	83.69
流动比率(%)	40.76	48.54	46.91	46.45
全部债务/EBITDA(倍)	-27.74	18.82	71.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.82	1.32	0.30	--
经营现金流动负债比(%)	-7.22	-10.77	0.08	--

注：1.2018 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；3、其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息部分已分别调整至短期债务和长期债务。

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：www.lhratings.com

评级观点

西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“公司”或“西钢集团”）作为中国西部地区最大的资源型特殊钢生产企业，在行业地位、技术装备水平、产业链布局等方面具备竞争优势。跟踪期内，公司采取订单式生产，保持了高产销率水平；特钢行业景气度有所回升，公司主要特钢产品价格上升明显，不过受原料成本大幅上涨影响，公司特钢板块毛利率仍略有下滑；受益于资源价格的上涨，公司资源板块亏损程度减轻。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到公司债务负担重、短期支付压力很大、经营获现能力较弱等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

钢铁行业供给侧结构性改革深入推进有利于公司钢铁板块实现脱困发展。作为青海省支柱企业，公司所获政府及省内金融机构支持力度较大，有利于公司维持经营稳定和保障资金安全。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“14 西宁特钢MTN001”的信用等级为AA。

优势

1. 作为青海省支柱企业，地方政府和大股东对公司支持力度大。
2. 受益于钢铁行业供给侧结构性改革，钢铁行业整体经营环境好转，同时特钢行业下游需求保持稳定增长，有利于公司特钢板块保持经营稳定。
3. 跟踪期内，公司特钢板块转型升级进程持续推进，大小棒轧生产线运行指标已基本稳定，随着产能利用率的提升，公司工艺技术和装备优势将逐渐释放。
4. 跟踪期内，公司保持了差异化的品种结构优势并在重点客户认证方面取得重大突破，产品结构进一步改善。

关注

1. 公司地处西北地区，物流成本高，原料采购和产品运销方面均较沿海钢企劣势明显。
2. 跟踪期内，受房地产业务结转收入减少、特钢业务毛利率下滑、财务费用大幅攀升以及非经常性损益较少等因素影响，公司利润总额由盈转亏，经营压力增大。
3. 公司债务负担重，短期偿付压力很大，整体偿债能力弱。
4. 公司收现质量较低，经营获现能力较弱，公司经营对外部融资依赖程度高。
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较高。

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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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2018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，钢铁产品涵盖1400多个规格、436个牌号，截至2018年3月底，公司具备年产160万吨铁水、160万吨粗钢和160万吨钢材的生产能力。

2017年，公司核心子公司西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“西钢股份”）将其所持有的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”）、哈密博伦矿业有限责任公司（以下简称“哈密博伦”）、格尔木西钢矿业开发有限公司（以下简称“格尔木西钢矿业”）和祁连西钢矿业有限公司（以下简称“祁连西钢矿业”）全部股权转让给公司，公司新增4家二级子公司（相应减少上述4家三级子公司），上述子公司股权划转对公司合并范围并无重大影响；另外，当期公司新设立1家二级子公司青海润德科创环保科技有限公司和1家三级子公司西宁特殊钢新材料科技有限公司。截至2018年3月底，公司下辖西钢股份、肃北博伦、哈密博伦、格尔木西钢矿业、祁连西钢矿业、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9家二级子公司，以及西钢股份旗下的9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2017年底，公司合并资产总额298.33亿元，所有者权益（含少数股东权益23.11亿元）为40.33亿元。2017年公司实现营业收入84.74亿元，利润总额-6.86亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额299.02元，所有者权益（含少数股东权益23.28亿元）为40.14亿元。2018年1～3月公司实现营业收入19.70亿元，利润总额0.05亿元。

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

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销

售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

四、行业分析

1. 行业现状

特钢是具有特殊化学成分、采用特殊生产工艺、具备特殊微观组织、满足特殊需求的钢种，与普钢相比，特钢具有更高的物理性能、化学性能、工艺性能。按照用途来分，特钢可分为结构钢（优质碳素结构钢和合金结构钢）、工具钢（碳素工具钢、合金工具钢和高速工具钢）以及特殊用钢（轴承钢、弹簧钢、不锈钢、高温合金等）。

产量方面，根据中国特钢企业协会发布的数据，2017 年我国特钢企业共生产钢材 1.14 亿吨，其中特钢 3021 万吨，同比增长 8.5%，在全国钢材产量增速回落的情况下，特钢生产方面保持了平稳增长态势。不过我国特钢产量占钢铁总产量的比重较低，与钢铁工业发达国家水平仍有较大差距。

产品结构方面，除不锈钢外，以非合金钢和低合金钢为代表的特钢为低端特钢品种，以合结钢和轴承钢、弹簧钢、齿轮钢为代表的合金钢为中端特钢品种，而以合金工模具钢、高速钢、高温合金钢、精密合金钢等为代表的高合金钢为高端特钢品种。根据 Mysteel 数据，我国高合金钢占特钢产量比例仅为 3%，中端合金钢占比为 55%，低端特钢占比达 24%，而日本高端特钢产量占比则达到 25%。我国高端

特钢占比较日美等发达国家差距较大，我国在高附加值特钢方面仍需大量进口以弥补供给缺口。

2. 下游需求

特钢下游应用领域较为广泛，在汽车、工业机械、电力、石油化工、国防军工、航空航天等领域均有广泛应用。与普钢主要应用于建筑领域不同，特钢应用领域更为高端，目前汽车和工业机械为特钢下游需求的两大领域，在我国优特钢消费结构中占比分别约为 40%和 20%。特钢在汽车领域主要应用于发动机、变速箱、各类轴杆等汽车关键零部件，应用品种包括合结钢、轴承钢、弹簧钢等，以中端特钢品种为主。特钢在工业机械领域应用较为分散，主要应用品种同样包括合结钢、轴承钢、弹簧钢、齿轮钢等，以中端特钢品种为主。2017 年，国内汽车和机械制造行业保持了较高景气度，汽车和机械制造行业持续发展拉动特钢需求，特钢下游需求保持了持续增长态势。

跟踪期内，钢铁行业整体延续了 2016 年以来持续回暖的趋势，在“去产能持续推进”、“清理地条钢”和“环保督查”等因素的综合影响下，钢铁行业供给侧结构性改革成效显著，钢铁行业整体景气度进一步回升，尤其是普碳钢方面受益于去产能和地条钢出清的影响更为明显，其价格表现更为突出。而特钢方面由于供需相对平衡，其价格波幅较普钢更为平缓，跟踪期内主要特钢品种价格涨幅均不及普钢产品。

图1 近年线材和合结钢价格同比增长率情况



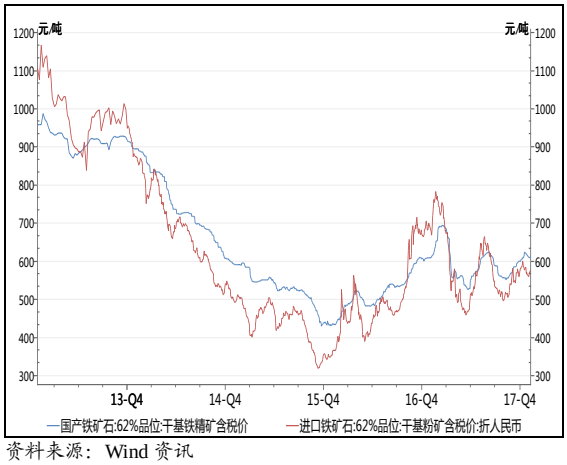
资料来源：Wind 资讯

以典型普钢品种（线材：HPB300Φ6.5mm）和典型中端特钢品种（合结钢：40CrΦ20mm）为例进行对比，2017 年，普通线材价格同比增幅始终高于合结钢价格同比增幅，全年同比增幅平均差异在 14%左右。截至 2017 年 12 月底，国内典型普钢品种（线材：HPB300Φ6.5mm）和特钢品种（合结钢：40CrΦ20mm）价格同比增幅分别为 34.95%和 23.50%。

3. 原材料采购

铁矿石原料方面，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）



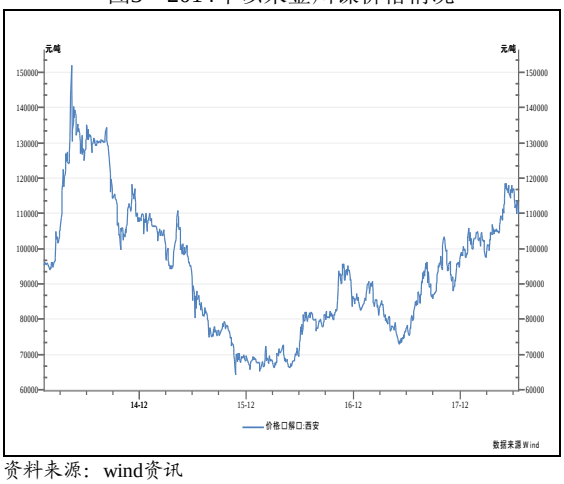
资料来源：Wind 资讯

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 年初至 2015 年末国内外铁矿石价格出现倒挂且两者价差不断扩大。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。

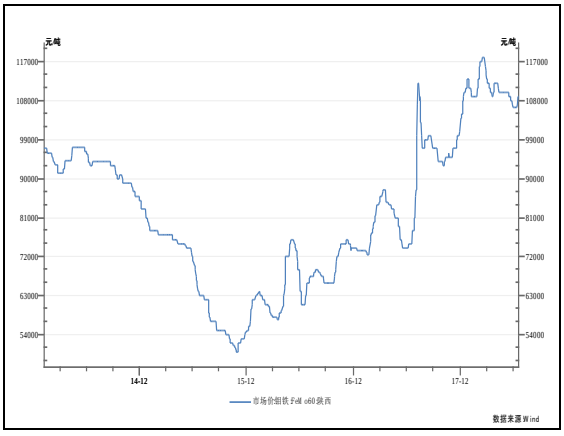
2016 年以来，随着国内钢铁需求回暖，铁矿石价格大幅反弹，国内外铁矿石价差逐渐缩小。2017 年年初，铁矿石价格保持了稳步增长，但 2 月下旬开始急速下跌，跌幅超过 40%，之后价格再次回升，并于 8 月下旬上涨至 79 美元/吨，随后又跌至 58 美元/吨，10 月开始，铁矿石价格一路上行，目前维持在 75 美元/吨。截至 2017 年底，国产铁矿石（62%品位，干基铁精矿）含税价为 601.53 元/吨，进口铁矿石（62%品位，干基粉矿）含税价为 569.23 元/吨。

图3　2014年以来金川镍价格情况



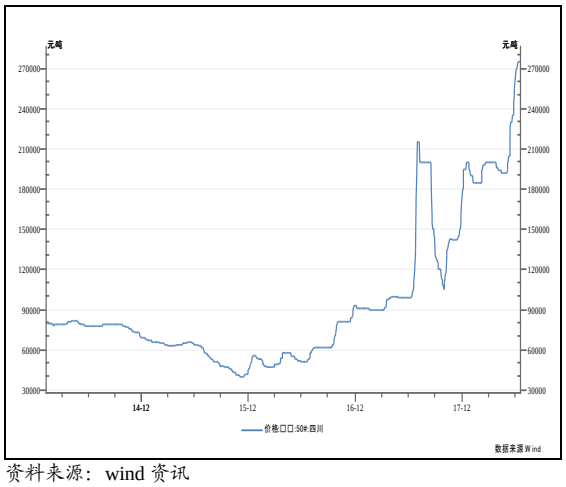
资料来源：wind资讯

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，特钢生产所需的镍、钼铁、钒铁等主要合金原料价格总体表现出快速上涨趋势，截至 2017 年底，电解镍（西安）、钼铁（FeMo60：陕西）和钒铁（50#：四川）价格分别为 9.71 万元/吨、10.10 万元/吨和 17.00 万元/吨。跟踪期内，合金原料价格大幅上涨对特钢企业生产经营带来了一定压力。

总体看，目前我国特钢产量占钢铁总产量的比重较低，且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；加之受生产工艺及原料要求等方面影响，特钢生产成本较普钢而言较高，成本涨幅更明显，而且成本控制难度更大，特钢产品盈利能力较普钢产品并无明显优势。

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至 2018 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160万吨、钢160万吨、材160万吨的生产能力。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3.25亿吨，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，现已形成年采选铁矿石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80万吨冶金焦的生产能力。

截至2018年3月底，公司在册人员合计10549人，在岗人员合计9854人。在岗人员中，按教育程度分类，本科及以上学历1200人，大专学历1799人，大专以下学历6855人；按年龄分类，30岁以下3136人，30至50岁5473人，50岁以上1245人。公司各生产板块人员配置方面，钢铁板块主工序中，炼铁1089人，炼钢1284人（不包含电渣炉配置的325人），轧钢1651人；煤焦化板块666人；铁多金属板块605人；地产开发板块499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，公司设有独立的研发部及工艺部，全面承担公司产品及工艺研发工作，公司组建的省级技术中心、循环经济研发中心、省级工程技术研究中心等机构是公司的研发主与创新平台。2014年至今，公司共获得各类奖项及成果7项，包括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14项；公司共取得国家授权专利16项（发明专利12项）；公司共参与制定国家及行业标准7项。其中，2017年，公司共取得省级科技进步二等奖1项、科学成果2项、申请专利4项。

产品竞争力方面，公司特钢产品主要应用在铁路、军工、汽车、石油等行业，公司在铁路轴承用钢、装甲车扭力轴用钢、合金结构钢CrMnSi系列、石油钻头用钢等十二个特钢品种方面在国内具备垄断地位，并构建了“常规产品-主导产品-核心产品-名牌产品”的产品结构体系，形成了差异化的品种结构优势，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。

客户认证方面，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，通过持续努力，2017年，公司获得舍弗勒德国总部授予的100Cr6轴承钢供货资格证书，取得卡特彼勒1E系列工程机械用钢和菲亚特高端乘用车变速箱齿轮用钢供货资格，全年共取得9家合格供货商资格，新产品开发完成5.65万吨，实现了认证工作的重大突破和产品结构调整工作的阶段性进展。

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。

为缓解公司资金压力，2016年底，省国投经过协调已将其中13.50亿元短期委托借款转为长期借款，借款期限调整为4.5年；2017年1月和3月，省国投及其子公司又将其中21.50亿元短期委托借款转为长期借款，借款期限调整为4.5年；另外剩余的9.70亿元到期后按展期处理。

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，同时叠加前期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。省国资委和大股东省国投也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。

目前公司已与债转股推进进度较好的建信资管、工银资管、信达资管等积极沟通协调，相关推进方案将逐步推出。同时，2017年以来，公司积极响应国家、青海省政府关于国有企业开展混合所有制改革的政策号召，拟通过混合所有制改革，引进资金实力雄厚、管理水平先进、与公司能够优势互补的战略投资者，目前该项工作仍在推进之中。

六、管理分析

2018 年 7 月 11 日，西钢股份发布《关于控股股东党委书记变更的公告》，公告称，根据青海省委、省政府关于调整西钢集团主要领导的相关决定，杨忠同志不再担任西钢集团党委书记，由西部矿业集团公司党委书记、董事长张永利兼任西钢集团党委书记，并作为董事长人选。

总体看，跟踪期内，公司党委书记变更对公司正常生产经营无重大影响，西部矿业核心高管兼任公司相应职务有利于西部矿业对公司提供资金支持，有利于保障公司资金安全。除此以外，公司在法人治理结构、其他高层管理人员及管理制度等方面无重大变化。

七、重大事项

1. 西钢股份划转下属四家矿业子公司股权至西钢集团

根据西钢股份 2017 年 3 月发布的《西宁特殊钢股份有限公司七届十九次董事会决议公告》，为有效改善公司经营局面，本着“缩减产业、精干主业”的发展原则，西钢股份拟适度缩减相关多元产业规模，拟将其所持有的肃北博伦（持股 70%）、哈密博伦（持股 100%）、格尔木西钢矿业（持股 100%）和祁连西钢矿业（持股 100%）全部股权转让给本公司（西钢集团）。上述决议内容已经青海省国资委批准及公司 2017 年第四次临时股东大会审议通过，上述四家子公司股权划转已于 2017 年底前全部完成。

2018年3月16日，西钢股份发布《关于终止重大资产重组的公告》，公告称西钢股份拟对外转让所持有的江仓能源35%股权，但由于

江仓能源另外两方股东兰州中煤和肥城矿业明确表态不放弃优先受让权，导致本次重大资产重组事项无法按计划继续推进，西钢股份决定终止筹划本次重大资产重组事项。

总体看，核心子公司西钢股份将下属四家矿业子公司划转至本公司有利于减轻西钢股份的经营压力，有利于突出公司钢铁主业，但对集团合并口径并无重大影响。

2. 西钢集团股权转让事宜

2018年1月26日，西钢股份发布《重大事项停牌公告》，公告称由于西钢集团筹划重大事项，该重大事项涉及西钢集团股权结构调整，可能导致西钢股份实际控制人发生变更，为避免公司股价异常波动，经申请，西钢股份股票自2018年1月26日起停牌。之后，西钢股份分别于2018年2月2日和2018年2月9日披露了该重大事项进展情况。

2018年7月13日，西钢股份再次发布《关于重大事项的进展公告》，公告称西钢集团混合所有制改革（以下简称“混改”）仍在推进之中，江西方大钢铁集团有限公司（以下简称“江西方大集团”）拟受让西钢集团相关股东所持有的西钢集团部分股权，并择机对西钢集团进行增资，以改善西钢集团资产负债结构，降低财务风险。目前江西方大集团已完成对西钢集团尽职调查工作，西钢集团审计、评估工作仍在进行中，不过混改双方尚未签署正式协议，相关事项也尚未取得青海省政府、青海省国资委等上级部门批准，江西方大集团受让公司股权事宜能否顺利实施存在较大不确定性。

公司表示青海省政府和青海省国资委对公司的股权转让计划仍在推进之中，联合资信将持续关注公司股权转让事宜进展情况，动态评估其对公司信用水平带来的影响。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，由于钢材价格上涨带动公司特钢板块收入增长，同时公司钢材贸易业务规模有所扩大，2017年公司实现主营业务收入82.42亿元，同比增长16.71%。

特钢板块方面，跟踪期内，随着公司特钢产品价格的回升，2017年实现收入51.28亿元，同比上涨12.75%。毛利率方面，2017年，受原料成本上涨影响，公司特钢板块毛利率为5.29%，同比下降1.61个百分点。由于进口矿采购运费高，公司受制于地理位置一般只采购附近铁精粉，铁精粉采购方面较沿海企业并无成本优势；同时，2017年以来省内及周边地区环保督查力度加大，铁精粉供给较为紧张，公司采购部分港口矿以保障生产顺行，铁料采购成本有所上涨。2017年，焦炭价格大幅上涨进一步推升了公司特钢板块生产成本。当前公司大、小棒材生产线产能仍未完全释放，公司特钢板块毛利率仍旧偏低。

地产板块方面，跟踪期内，受公司房地产项目开发周期影响，当期竣工交付面积较少，公司房地产业务收入为3.11亿元，同比大幅下降70.32%。毛利率方面，2017年，由于当期销售主要以商品房为主，商业地产销售面积较少，全年销售均价有所下滑，当期房地产业务毛利率下降至22.87%。

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，焦炭价格大幅回升，公司煤炭业务毛利率有所上升，2017年，公司煤炭业务收入增至8.63亿元，毛利率则为12.49%。2016年，受公司铁精粉产销量降低和单位成本上涨影响，公司铁矿石采选板块毛利率下跌至21.86%；2017年，由于公司铁精粉产销量回升及价格上涨影响，公司铁矿石采选板块毛利率回升至37.00%。

其他业务方面，2017年，受公司合结钢贸

易业务量增加影响，公司其他产品收入为48.17亿元，同比增长35.20%。

2018年1~3月，公司实现主营业务收入19.51亿元，主要为特钢板块收入15.35亿元，受钢材价格持续回升及公司产能利用率提升影响，公司特钢板块毛利率大幅上升至16.18%，带动公司主营业务整体毛利率上升至17.54%。

表 1　公司 2015~2018 年 3 月主营业务产品情况（单位：亿元、%）

产　品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	1.39	2.38	31.85	10.48	14.84	40.24	3.11	3.77	22.87	0.15	0.77	17.66
特钢行业	33.01	56.30	-11.52	45.48	64.40	6.90	51.28	62.22	5.29	15.35	78.68	16.18
煤炭行业	5.41	9.22	-0.86	5.52	7.81	11.11	8.63	10.47	12.49	1.76	9.02	8.57
铁矿石采选行业	6.72	11.46	29.54	4.30	6.09	21.86	6.07	7.37	37.00	1.61	8.25	41.00
其他	19.04	32.46	0.41	35.63	50.44	0.66	48.17	58.44	0.33	8.34	42.75	-0.12
减：产品之间内部抵消	-6.94	-11.83	-0.14	-30.79	-43.60	0.53	-34.84	-42.27	-0.14	-7.70	-39.47	-1.43
合计	**58.63**	**100.00**	**-2.27**	**70.63**	**100.00**	**12.72**	**82.42**	**100.00**	**8.44**	**19.51**	**100.00**	**17.54**

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. 其他业务主要为贸易收入。

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。2017 年，由于特钢产品价格上涨，公司特钢板块收入有所增长，同时当期贸易业务收入增长较快，带动公司主营业务收入同比增长；不过受当期地产销售业态变化以及特钢板块原料成本上涨影响，公司主营业务毛利率有所下滑。

2．钢铁板块

钢铁生产

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。跟踪期内，实现全年运行的为1座1080立方米高炉，停产的1座450立方米高炉于2017年9月25日开始恢复生产。

产量方面，跟踪期内，公司特钢材产量略有增长，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，2017年，公司合结钢产量为101.22万吨，较2016年保持了相对稳定；碳结钢产量则为16.48万吨，同比增长14.05%。

由于公司在2017年9月25日重启450立方米高炉，2018年1~3月，公司特钢材产量为34.19万吨，较2017年同期增长25.74%。随着450立方米高炉的重启和铁水供给量的提升，公司各品种钢材产能利用率均有所提高，公司预计2018年全年产量将达150万吨。

表 2　公司各类特钢材产品产量情况 （单位：万吨）

产品	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
碳结钢	14.57	14.45	16.48	5.14
碳工钢	0.17	0.17	0.59	0.04
合结钢	112.41	101.03	101.22	27.02
合工钢	0.81	0.91	0.96	0.29
弹簧钢	0.24	0.04	0.08	0.02
滚珠钢	4.49	6.53	5.49	1.18
不锈钢	2.08	1.68	1.97	0.49
特钢产量合计	**134.77**	**124.81**	**126.79**	**34.19**

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；2016 年以来合结钢产量中均不含贸易量。

原料采购

公司特钢生产主要采购原料包括铁料（主要为周边铁精粉和进口矿）、焦炭、合金和电力。

铁料采购方面，受地理位置制约，公司以就近采购周边铁矿石为主，周边铁矿石价格仍

大幅高于进口铁矿石，较沿海钢铁企业呈现成本劣势。2017 年公司铁精粉采购量为 114.34 万吨，较 2016 年下降 6.85%，公司铁料采购量下降主要系下半年周边矿山因环保督查导致产量受限，公司采购部分高品位进口矿保障生产所致。铁料采购均价方面，2017 年，公司铁料采购均价为 634.26 元/吨，较 2016 年上涨 5.85%。

焦炭采购方面，公司焦炭主要采购自江仓能源，自给率约 60%，价格方面参考市场价（乌海）进行定价，剩余部分自乌海地区采购。2017 年公司焦炭实际采购量为 57.25 万吨，较 2016 年增长 4.59%。焦炭采购价格则出现大幅上涨，2017 年采购均价为 1655.82 元/吨，较 2016 年上涨 99.56%。

废钢采购方面，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。2017 年，由于订单情况较好而铁水资源不足，公司三炼钢车间全年基本采用有电冶炼方式，按照工艺要求公司全年采购废钢 15.47 万吨，较 2016 年大幅增长 191.89%。

跟踪期内，公司合金采购保持相对稳定，合金价格则出现大幅上涨。由于跟踪期公司电炉采用了有电冶炼方式，当期电力采购量上升至 10.31 亿度；2017 年，受政府鼓励省内所发新能源电量优先省内消耗，并推出电价优惠措施影响，省内工商企业用电成本有所下降，采购均价降至 0.3823 元/度，公司用电成本较沿海钢铁企业具有明显优势。

2018 年 1~3 月，除废钢和电力外，公司主要采购原料价格均持续上涨，其中铁精粉采购均价较 2017 年全年增长 6.91%，焦炭采购均价较 2017 年全年增长 16.45%。

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	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
铁精粉	采购量	122.75	114.34	9.41
	均价	599.19	634.26	678.06
焦炭	采购量	54.74	57.25	14.33
	均价	829.75	1655.82	1928.26
废钢	采购量	5.30	15.47	2.35
	均价	1280.09	1953.17	1836.24
镍板	采购量	0.11	0.14	0.03
	均价	66285.94	76532.62	91253.83
高铬	采购量	1.42	1.37	0.39
	均价	5891.22	8759.89	7232.17
硅铁	采购量	0.37	0.33	0.20
	均价	3907.27	4809.74	6848.41
钼铁	采购量	0.02	0.04	0.01
	均价	56261.79	80260.09	96393.32
锰铁	采购量	0.88	0.95	0.28
	均价	4859.94	7113.72	7852.95
电力	采购量	9.80	10.31	2.80
	均价	0.4125	0.3823	0.4072

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，由于公司深处内陆无法享受进口铁矿石价格较低的红利，成本端较沿海钢铁企业劣势明显。跟踪期内，公司原材料采购价格上涨较快，导致原料成本涨幅高于公司钢材价格涨幅，公司成本控制压力较大。

产品销售

跟踪期内，受以销定产的生产模式影响，公司主要钢材产品产销率水平较高，保持在 98%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 92.73%。

销售价格方面，2017 年，除碳工钢外，公司各品种钢材售价均大幅上升，主要品类中合结钢价格涨幅较大，为 52.05%。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，应用领域较广。

2018 年 1~3 月，特钢行业景气度较高，公司主要产品价格进一步回升，其中占比最大的合结钢价格上涨幅度为 12.99%，碳结钢价格上涨幅度为 15.29%，对公司钢铁板块毛利率提升支撑较大。

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	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
碳结钢	平均价格	2568	3466	3996

	销量	14.37	16.49	5.15
碳工钢	平均价格	3514	3483	4400
	销量	0.21	0.59	0.04
合结钢	平均价格	2510	3817	4313
	销量	100.64	101.32	26.99
合工钢	平均价格	6649	8243	7714
	销量	0.93	0.95	0.29
弹簧钢	平均价格	5290	7318	6506
	销量	0.03	0.05	0.06
滚珠钢	平均价格	4867	7473	8792
	销量	6.39	5.71	1.21
不锈钢	平均价格	6823	8294	8376
	销量	1.82	1.94	0.44

资料来源：公司提供

销售区域方面，从合并抵消后的销售数据来看，公司产品主要销往西南、华东和东北地区。公司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。2017年以来，公司市场开发工作成效明显，在华东、东北市场的中高端产品销量提升，同时，公司主要钢材产品价格涨幅较大，带动公司在华东、东北地区销售收入同比实现大幅提升。

表 5　公司钢铁产品销售区域分布

（单位：万元、%）

项目	2017年		
	收入	占比	
西北地区	63964.38	12.47	
西南地区	148368.68	28.93	
华北地区	51393.13	10.02	
华东地区	102934.86	20.07	
中南地区	20283.79	3.96	
东北地区	125270.01	24.43	
出口	626.40	0.12	
合计	**512841.26**	**100.00**	

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司订单情况较好，保持了高产销率，主要钢材产品价格大幅上涨带动公司钢铁板块收入增长；公司市场开发工作成效明显，公司产品区域外市场占用率提升，市场竞争力增强。

3. 资源板块

公司作为西部地区最大的资源型特殊钢生产企业，拥有3.25亿吨铁矿、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170万吨、年采焦煤120万吨、年产焦炭80万吨的设计生产能力。公司铁矿石采选业务主要由肃北博伦和哈密博伦负责经营，公司煤炭业务（含采选和焦化）主要由江仓能源负责经营。2017年，肃北博伦和哈密博伦仍旧亏损，江仓能源盈利情况有所改善。

表 6　2017 年公司资源板块企业基本情况（单位：万元）

子公司	资产	负债	权益	收入	利润总额
肃北博伦	336394.06	281171.80	55222.26	47808.87	-3720.82
哈密博伦	84707	65962.78	18744.22	13999.38	-2273.99
江仓能源	343377.49	256058.65	87318.84	86582.26	4620.77

资料来源：公司提供

2017 年，受钢铁行业景气度带动及区域环保政策导致产量受限影响，区域内铁精粉市场回暖明显，肃北博伦铁精粉产能利用率有所提升，产销量同比均有所增长，铁精粉售价大幅回升至 554.10 元/吨，肃北博伦亏损程度大幅减轻。

2018 年 1~3 月，受春节假期及天气影响，肃北博伦排产较少，当期肃北博伦产销量同比均有所下滑，单位固定成本的上升导致当期平均成本大幅上涨至 584.60 元/吨；不过受益于铁精粉价格的快速上涨，当期肃北博伦扭亏为盈，经营状况明显改善。

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	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
核定产能	110.00	110.00	27.50
产量	75.75	82.04	17.05
销量	78.33	81.39	17.79
平均成本	555.34	527.66	584.60
平均售价	353.76	554.10	672.07

资料来源：公司提供

注：平均成本为完全成本（含期间费用）

2017 年，受区域内铁精粉市场回暖影响，哈密博伦开工情况较好，产能利用率大幅提升，完全成本同比大幅下降，铁精粉售价则回升至 475.98 元/吨，亏损程度大幅减轻。

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	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
核定产能	40.00	40.00	10.00
产量	12.21	29.52	6.70
销量	12.69	29.26	6.96
平均成本	727.89	520.17	636.00
平均售价	338.46	475.98	580.62

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，其炼焦所需原料煤全部外采，由于采购成本较高，江仓能源盈利能力较前期大幅下滑。2017 年以来，受环保政策影响，公司在省内外的多家炼焦煤供应商产量受限，同时受优先保障债务偿付影响，公司营运资金较为紧张，上述因素综合导致江仓能源炼焦煤采购量同比下降，其焦炭产销量均有所下滑；不过受益于焦炭价格的快速上涨，焦炭生产盈利空间有所扩大，江仓能源盈利情况实现改善。

未来随着江仓能源娘姆特井巷工程的完工，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 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	2016年	2017年	2018年1-3月
核定产能	70.00	70.00	17.50
产量	56.35	51.81	8.19
销量	57.40	49.14	8.75
平均成本	953.30	1537.64	1842.78
平均售价	961.31	1757.18	2013.90

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。2017 年，由于公司主要项目均处于建设期，年内仅竣工交付 1 处项目，导致公司结转收入大幅下降，当期实现结转收入仅为 2.40 亿元，其中以住宅项目实现收入 1.70 亿元，商业地产实现收入 0.58 亿元。

2017 年，房地产板块整体毛利率为 26%，受结转项目业态影响毛利率有所下滑，当期公司房地产板块实现利润 0.40 亿元。

销售及回款情况方面，2017 年，房地产板块实现销售面积 4.52 万平方米，销售回款 2.03 亿元。

表 10　房地产板块经营情况（单位：万元、%）

板块	项目	2016年	2017年	2018年1-3月
住宅	收入	60882.90	16984.37	565.54
	毛利率	26%	14%	38%
商业办公	收入	37022.08	5793.34	--
	毛利率	68%	72%	--
其他	收入	--	1220	82.86
	毛利率	--	-7.46	7%
合计	**收入**	**97904.98**	**23997.71**	**648.40**
	毛利率	**36%**	**26%**	**34%**

资料来源：公司提供

2017 年，公司仅实现竣工项目 1 个，竣工面积 3.53 万平方米，竣工面积大幅下降导致当

期公司结转收入规模下滑；2017 年，公司新开工项目 3 个，新开工面积 32.46 万平方米；截至 2018 年 3 月底，公司期末在建项目 4 个，期末在建面积合计 39.54 万平方米。

表 11　2016～2018 年 3 月公司房地产开发数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
新开工项目（个）	1	3	--
新开工面积（万平方米）	11	32.46	--
竣工项目（个）	4	1	--
竣工面积（万平方米）	19.66	3.53	--
期末在建项目（个）	1	4	4
期末在建面积（万平方米）	10.61	39.54	39.54

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司在售项目共计 2 个，总可售面积 9.65 万平方米，已售 7.51 万平方米，剩余可售面积 2.14 万平方米，尾盘压力不大，不过公司可售资源也较少。土地储备方面，截至 2018 年 3 月底，公司尚有与棚户区改造项目相置换的西钢西园二区 72 亩土地待开发。

表 12　房地产板块可售项目情况

项目	项目类型	总可售面积	累计销售面积	剩余可售面积
H 区五栋住宅	住宅	7.13	5.80	1.33
B 区住宅	住宅	2.52	1.71	0.81

资料来源：公司提供

未来三年，公司房地产板块计划总投资为 26.58 亿元，投资规模相对较大。根据公司未来销售预测，项目销售现金回流能够满足项目建设投资需求，公司房地产板块外部融资压力不大。不过由于房地产项目建设进度和销售回款受多方面因素影响，上述投资、回款预测及公司房地产业务收入实现仍存在一定不确定性。

表 13　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	2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年	2021 年
计划投资金额	45075	94350	60250	66135
预计销售现金回流	59300	106860	79200	87020

资料来源：公司提供

5. 在建项目

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竞争力。

截至 2017 年底，公司轧钢事业部大小棒轧生产线销售收入已能覆盖折旧和资本化利息等固定成本，按照会计准则要求公司对大小棒轧生产线进行了预转固。公司精品特钢大、小棒材生产线是公司“十二五”重点项目，采用了当今世界领先工艺技术及装备，是公司实现“特转精”战略的重要支撑。大棒线设计年产能为 80 万吨，主要产品包括汽车及工程机械用钢、轴承钢、煤机用钢、石油化工用钢和军工核电用钢；小棒线设计年产能为 45 万吨，主要产品包括高端汽车用钢、轴承钢、不锈钢等。2017 年，大棒线实际产量为 22.60 万吨，小棒线实际产量为 29.92 万吨，合计占公司钢材总产量的 41.42%。大小棒线当前设备运行、产品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开发等因素，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仍需时日。

截至 2017 年底，公司剩余主要在建项目为十二五公司节能减排工程和娘姆特井巷工程，已完成投资合计 45.26 亿元，剩余投资规划额度 2.11 亿元，公司投资高峰期已过，未来公司投资压力不大。

表 14　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	2017 年底已完成	预计投资	
				2018 年	2019 年及以后
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	27.41	1.51	--
娘姆特井巷工程	资源储量 2.12 亿吨，煤种主要为焦煤，矿井建设规模 120 万吨/年	18.28	17.84	0.60	--
合计	--	**33.82**	**45.25**	**2.11**	--

资料来源：公司提供

注：娘姆特矿井位于木里煤田，属于高海波、高寒矿井，由于矿区地质因素复杂、前期地质勘探资料不准确等因素，娘姆特井巷工程进度较为缓慢，实际投资支出大幅超出预期，公司在 2015 年公司根据工程建设实际情况对预计总投资额进行了调整（调整为 18.28 亿元，该项调整未经设计单位出具意见），2008 年由兰州煤炭设计院编制的工程造价概算投资额为 8.54 亿元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2016 年、2017 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 2018 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，跟踪期内，公司核心子公司西钢股份将其所持有的子公司肃北博伦、哈密博伦、格尔木西钢矿业和祁连西钢矿业全部股权转让给公司，上述子公司股权划转对公司合并范围并无重大影响；另外，公司新设立 1 家二级子公司青海润德科创环保科技有限公司和 1 家三级子公司西宁特殊钢新材料科技有限公司，整体看，跟踪期内公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

前期差错更正方面，五矿国际信托有限公司（以下简称“五矿信托”）在 2014 年 11 月以权益投资方式向本公司增资 10 亿元，公司已于当年将其计入股本并办理工商变更登记。根据增资协议约定，五矿信托投资期限为 8 年，前 4 年为持有期，后 4 年为回购期；投资期限内，公司需要按照 9.075%/年的溢价率回收股权，回购期间，公司还需要支付股权回购价款（股权回购价格=回购溢价款+本金，其中本金为每年 2.50 亿元）。公司认为五矿信托并未对公司拥有影响实际经营的权利，该笔投资具备明股实债性质，公司因此对上述前期差错进行了追溯调整，具体调整科目如表 15 所示。为增强财务数据可比性，本报告中 2016 年数据采用调整后的 2017 年期初数。

表 15　2016 年追溯调整科目明细（单位：万元）

项目	追溯重述前金额	追溯重述后金额	追溯重述影响额
其他应付款	63953.10	63704.47	-248.63
一年内到期的非流动负债	30132.26	30380.89	248.63
长期应付款	122605.15	222605.15	100000
未分配利润	-120203.28	-220203.28	-100000
财务费用	47608.74	56708.60	9099.86
净利润	7961.57	-1138.29	-9099.86

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司合并资产总额 298.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益 23.11 亿元）为 40.33 亿元。2017 年公司实现营业收入 84.74 亿元，利润总额-6.86 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 299.02 元，所有者权益（含少数股东权益 23.28 亿元）为 40.14 亿元。2018 年 1～3 月公司实现营业收入 19.70 亿元，利润总额 0.05 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 298.33 亿元，同比增长 5.37%。其中流动资产占比 29.75%，非流动资产占比 70.25%，资产构成较 2016 年变化不大。公司资产构成以非流动资产为主，符合钢铁行业特征。

截至2017年底，公司流动资产88.77亿元，同比增长4.24%，其中存货规模增长幅度较大。

截至 2017 年底，公司货币资金 27.02 亿元，同比下降 18.51%，主要系 2017 年公司债务净偿付规模增加所致。公司货币资金中受限资金合计 24.23 亿元，主要为银行承兑汇票保证金 19.97 亿元和银行借款保证金 3.13 亿元，公司货币资金受限程度高。

截至 2017 年底，公司应收票据为 7.97 亿元，同比下降 4.83%。公司应收票据包括银行承兑汇票 2.80 亿元和商业承兑汇票 5.17 亿元，其中已质押银行承兑汇票为 2.11 亿元，变现能力强、流动性好的银行承兑汇票受限程度较高。同期，公司已背书或贴现的应收票据到期金额为 44.32 亿元，公司 2017 年应收票据贴现或解付金额同比大幅提升。

截至 2017 年底，公司应收账款为 6.22 亿元，同比下降 21.70%，主要系公司加大应收账款清欠力度，减少资金占用所致。公司应收账款计提坏账准备 0.49 亿元，计提比例 7.26%；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 3.19 亿元，计提坏账准备 0.22 亿元，其中账龄在一年以内占 80.89%；按余额百分比法计提坏账准备的应收账款余额为 3.04 亿元，计提坏账准备 0.02 亿元。

截至 2017 年底，公司预付款项为 7.74 亿元，同比大幅增长 90.36%，主要系环保督查导致周边原料供给紧张，公司加大进口原料采购，导致采购成本上升，同时供应商要求“先款后货”所致。公司预付款项中账龄为一年以内的预付款余额为 6.70 亿元，占比 86.62%。

截至 2017 年底，公司其他应收款 8.91 亿元，同比下降 4.11%，主要系公司对应收都兰矿业公司往来款坏账计提比例由 4%上升至 8%所致。公司其他应收款中主要为应收都兰矿业公司 7.17 亿元往来款，系公司在 2016 年出售下属子公司都兰西钢矿业开发有限公司股权，存在的部分未抵消往来款；除此之外，公司其他应收款主要为融资租赁保证金。

截至2017年底，公司存货账面余额为30.66亿元，同比增长 31.95%，主要系公司地产项目处于开发期，货值规模上升，以及原料价格上涨带动存货结存成本上升所致。公司共计提 0.07 亿元存货跌价准备，存货账面价值为 30.59 亿元。存货构成方面，主要为原材料 9.54 亿元、在产品 3.85 亿元、开发成本 12.26 亿元和开发产品 3.36 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动资产 209.57 亿元，同比增长 5.86%，非流动资产主要以固定资产和在建工程为主。

截至 2017 年底，公司固定资产 124.09 亿元，同比增长 33.83%，主要系轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造工程转固所致。公司固定资产原值 177.71 亿元，计提累计折旧 53.11 亿元，计提减值准备 0.51 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 2017 年底，公司在建工程为 64.47 亿元，同比下降 24.01%，系轧钢、炼钢系统工艺装备升级改造工程转固所致。公司主要在建工程包括节能减排工程和娘姆特井巷工程。

截至 2017 年底，公司无形资产 9.36 亿元，同比下降 3.61%，主要为土地使用权和采矿权。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 6.36 亿元，同比增长 14.38%，主要系勘探费上升所致。公司其他非流动资产中勘探费 5.37 亿元，包括野马泉勘探费 2.52 亿元和温查汉西矿业勘探费 2.86 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 299.02 亿元，较 2017 年底变化不大，其中流动资产占比 29.60%，非流动资产占比 70.40%，资产结构与 2017 年底相比变化不大。公司流动资产以货币资金（占 27.02%）、应收票据（占 12.59%）和存货（占 34.83%）为主，非流动资产以固定资产（占 58.54%）和在建工程（占 31.49%）为主。

跟踪期内，公司资产构成仍以非流动资产为主，流动资产中货币资金规模大，但受限部分占比很高，公司整体资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计40.33亿元，同比下降14.75%，主要系2017年利润亏损导致未分配利润和少数股东权益减少所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益17.22亿元，其中实收资本37.94亿元，资本公积4.19亿元，未分配利润-24.98亿元；公司所有权权益中少数股权权益为23.11亿元。

截至2018年3月底，公司所有者权益为40.14亿元（其中少数股东权益为23.28亿元），公司归属于母公司权益构成与2017年底相比变化不大。

负债

截至2017年底，公司负债总额258.01亿元，同比增长9.41%；其中流动负债占比73.34%，非流动负债占比26.66%，流动负债占比同比略有下降。

截至2017年底，公司流动负债为189.22亿元，同比增长7.86%，构成上主要以短期借款（占59.44%）和应付账款（占18.44%）构成。

截至2017年底，公司短期借款112.47亿元，同比下降3.43%，主要系省国投和低碳基金为公司提供的短期委托借款置换成长期借款所致。公司短期借款主要为保证借款53.61亿元、信用借款16.69亿元和商业票据贴现形成借款25.21亿元。

截至2017年底，公司应付票据为9.13亿元，同比下降30.50%，系公司将部分应付票据重分类至短期借款所致。

截至2017年底，公司应付账款为34.90亿元，同比增长27.95%。公司应付账款主要为尚未结算货款、建设周期较长的技改与基建项目未结算工程款。

截至2017年底，公司其他应付款为10.10亿元，同比增长57.88%，主要系西部矿业和通用航空等对公司资金拆借增加所致。公司其他应付款主要包括资金拆借7.30亿元和往来款2.22亿元，其中资金拆借为有息债务，本报告分析时将其调整为短期债务。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为10.67亿元，同比大幅增长254.05%，系部分长期借款即将到期转入该科目核算所致。

截至2017年底，公司非流动负债合计68.79亿元，同比增长13.92%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比65.97%）、应付债券（占比7.57%）和长期应付款（占比21.70%）构成。

截至2017年底，公司长期借款45.38亿元，同比大幅增长68.13%，主要系省国投和低碳基金为公司提供的短期委托借款置换成长期借款所致；公司应付债券5.20亿元，同比大幅下降42.70%，主要系2012年西钢债（发行额度4.30亿元）回售3.90亿元所致；公司长期应付款14.93亿元，同比下降32.93%，主要系部分即将到期的应付融资租赁款转入一年内到期的非流动负债核算所致。

截至2018年3月底，公司负债总额258.89亿元，其中流动负债占比73.61%，非流动负债占比26.39%，公司负债构成变化不大。

有息债务方面，若将其他流动负债和长期应付款中的有息部分分别调整至短期债务和长期债务，截至2017年底，公司调整后全部债务上升至205.08亿元，同比增长5.74%，短期债务占全部债务的比重为68.05%。截至2018年3月底，公司全部债务为205.97亿元，其中短期债务占比68.41%。

从调整后的债务指标情况看，截至2017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86.48%、83.57%和61.90%，同比分别上升3.19、3.17和6.68个百分点。截至2018年3月底，上述指标分别为86.58%、83.69%和61.85%。

总体看，跟踪期内，由于债务规模的增长和权益规模的下降，公司债务指标下滑，公司债务负担重且短期偿债压力很大。

4. 盈利能力

由于钢材价格上涨及公司钢贸业务规模扩

大，2017 年公司实现营业收入 84.74 亿元，同比增长 14.59%。不过由于焦炭、铁料及合金等原材料成本的上涨，公司营业成本涨幅高于营业收入涨幅，2017 年公司营业利润率为 8.14%，同比下降 4.66 个百分点。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用中财务费用占比相对较高，且受债务规模较大及当期融资成本上升影响，公司财务费用同比大幅上升至 7.98 亿元，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 2.46%、4.29%和 9.41%，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。2017 年，由于存货跌价准备转销及主要原材料和钢材产品价格上涨，公司资产减值损失较少，仅为 0.32 亿元；同期，由于公司并未大幅处置持有的金融资产，公司投资收益大幅减少。

营业外收支方面，2017 年，公司实现营业外收入 0.30 亿元，较 2016 年同比大幅减少 1.09 亿元，公司营业外收入中固定资产处置利得 0.03 亿元，政府补助 0.25 亿元；同期，公司营业外支出为 0.04 亿元。

2017 年，受房地产业务结转收入减少、特钢业务毛利率下滑、财务费用大幅攀升以及非经常性损益较少等因素影响，公司利润总额大幅下滑至-6.86 亿元。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率为 1.05%，同比下降 2.14 个百分点；净资产收益率-17.52%，同比下降 17.28 个百分点。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 19.70 亿元，实现利润总额 0.05 亿元。

总体看，跟踪期内，受房地产板块结转收入大幅下降、特钢业务毛利率下滑、财务费用大幅攀升以及非经常性损益较少等因素影响，公司利润总额由盈转亏，经营压力增大。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入量 59.15 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 53.80 亿元，同比大幅增长 224.32%，主要系当期公司销售回款中现款比例增加，以及应收票据贴现及解付同比增加所致；公司经营活动现金流出量为 59.00 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 41.23 亿元，同比增长 65.13%，主要系当期公司采购结算中现款比例较高，同时公司应付票据到期解付增长所致；公司经营活动产生的现金流量净额为 0.15 亿元，公司经营活动净现金流实现回正。2017 年，公司现金收入比为 63.49%，同比上升 41.06 个百分点。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入量 0.08 亿元，同比大幅下降 98.35%，系当期公司并未处置子公司股权所致；公司投资活动现金流出量 2.16 亿元，同比大幅下降 76.30%，主要系在建工程投入大幅下降所致，其中构建固定资产、无形资产等支付的现金 2.19 亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入量233.74亿元，同比下降16.12%，主要系当期子公司西钢股份未进行非公开定向增发以及国投借款减少所致；同期，公司筹资活动现金流出量238.73亿元，主要为偿还债务支付的现金；同期，公司筹资活动现金净流量为-4.99亿元，呈现净流出。

2018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-2.38亿元、-1.62亿元和4.07亿元。公司现金收入比为44.69%，较2017年全年水平下降18.80个百分点。

跟踪期内，公司经营活动净现金流实现回正，资本支出压力减轻导致投资活动现金净流出规模下降，公司现金流状况有所好转。不过，公司经营获现能力仍较差，公司筹资活动现金

流量规模较大，对外部融资依赖程度依然较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率有所下降，分别为 46.91%和 30.75%；2018 年 3 月底，两项指标分别为 46.45%和 30.27%。2017 年，公司经营性净现金流实现回正，经营现金流动负债比率为 0.08%，公司经营活动现金流量净额对短期债务的保障能力仍较弱。截至 2017 年底，扣除受限部分后公司现金类资产仅为 8.64 亿元，公司现金类资产对短期债务覆盖倍数为 0.06 倍。总体看，公司短期偿债指标很弱，短期偿债压力很大。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.30 倍，EBITDA 已不能完全覆盖利息支出；全部债务/EBITDA 倍数为 71.01 倍。整体看，公司偿债压力大，偿债指标弱。

截至 2018 年 3 月底，公司无合并口径对外担保。

截至 2018 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、甘肃银行等银行授信额度 74.61 亿元（不含省国投及其子公司提供的委托贷款），已使用 72.11 亿元，未使用额度 2.50 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；此外，公司拥有 A 股上市子公司西钢股份（股票代码：SH600117），具备直接融资渠道。

联合资信关注到，截至 2018 年 7 月 3 日，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 2.11 亿股已被质押，占其持有西钢股份股本总数的 57.03%，公司所持西钢股份股权质押率较高，存在一定的股权质押风险。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 7 月 12 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。

8. 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，经营压力大。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”。

2015~2017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11.25倍、4.42倍和12.59倍；EBITDA对“14西宁特钢MTN001”的保障倍数分别为-1.28倍、2.19倍和0.61倍；公司经营活动现金流量净额近年持续为负且2017年回正后规模较小，对“14西宁特钢MTN001”基本无保障能力。

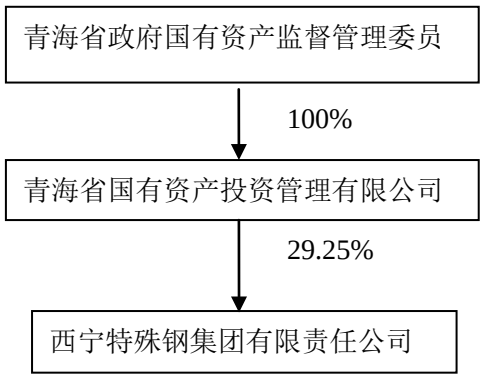
总体看，公司经营活动现金流入量对“14 西宁特钢 MTN001”的保障程度较好，但 EBITDA 对“14 西宁特钢 MTN001”的保障程度弱。

联合资信同时关注到“14 西宁特钢 MTN001”附有第 5 年末投资者回售选择权，若投资者要求全额回售，公司或将面临一定的兑付压力。联合资信将对“14 西宁特钢 MTN001”的行权情况和公司兑付资金安排情况保持关注。

十一、结论

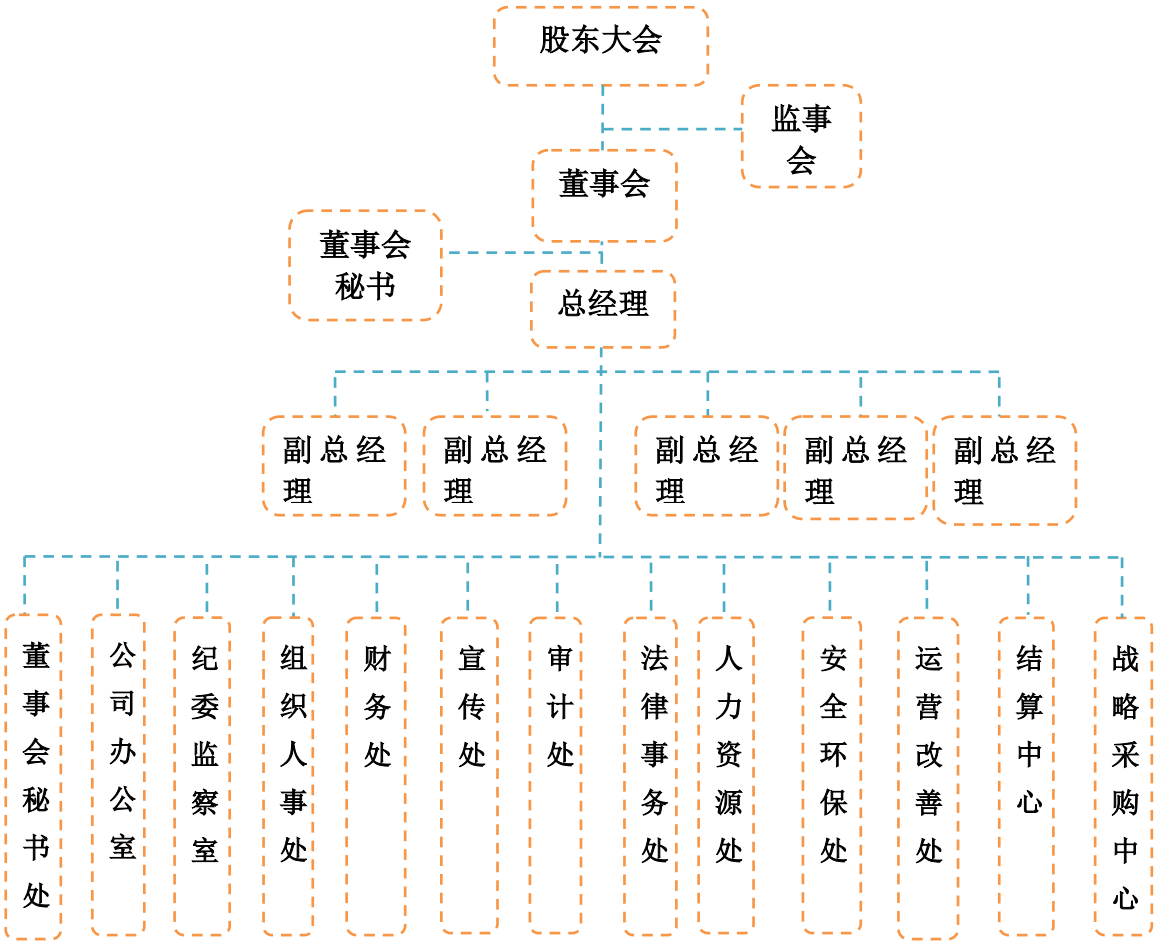
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14西宁特钢MTN001”的信用等级为AA。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.17	41.53	34.98	35.06
资产总额(亿元)	258.42	283.12	298.33	299.02
所有者权益(亿元)	40.10	47.31	40.33	40.14
短期债务(亿元)	128.21	135.62	139.56	140.90
长期债务(亿元)	38.07	58.33	65.51	65.07
全部债务(亿元)	166.28	193.95	205.08	205.97
营业收入(亿元)	60.55	73.95	84.74	19.70
利润总额(亿元)	-16.91	0.41	-6.86	0.05
EBITDA(亿元)	-5.99	10.30	2.89	--
经营性净现金流(亿元)	-12.17	-18.90	0.15	-2.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.57	5.46	5.56	--
存货周转次数(次)	2.98	3.07	2.93	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.27	0.29	--
现金收入比(%)	74.77	22.43	63.49	44.69
营业利润率(%)	-2.09	12.80	8.14	16.27
总资本收益率(%)	-4.33	3.19	1.05	--
净资产收益率(%)	-40.55	-0.24	-17.52	--
长期债务资本化比率(%)	48.71	55.22	61.90	61.85
全部债务资本化比率(%)	80.57	80.39	83.57	83.69
资产负债率(%)	84.48	83.29	86.48	86.58
流动比率(%)	40.76	48.54	46.91	46.45
速动比率(%)	29.21	36.02	30.75	30.27
经营现金流动负债比(%)	-7.22	-10.77	0.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.82	1.32	0.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	-27.74	18.82	71.01	--

注：1.公司 2018 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；3、其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息部分已分别调整至短期债务和长期债务。

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。