

跟踪评级公告

联合[2018]758号

西宁特殊钢股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

西宁特殊钢股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

西宁特殊钢股份有限公司发行的“11 西钢债”和“12 西钢债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二零一八年六月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

西宁特殊钢股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
11 西钢债	0.12 亿元	8 (5+3) 年	AA	AA	2017.6.9
12 西钢债	0.40 亿元	8 (5+3) 年	AA	AA	2017.6.9

担保方：西宁特殊钢集团有限责任公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 6 月 8 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	270.70	242.87	244.48
所有者权益 (亿元)	35.93	37.05	37.19
长期债务 (亿元)	31.41	45.40	45.40
全部债务 (亿元)	182.93	154.65	162.03
营业收入 (亿元)	73.90	74.34	16.56
净利润 (亿元)	0.42	0.75	0.13
EBITDA (亿元)	10.61	10.19	--
经营性净现金流 (亿元)	-18.57	4.16	-2.49
营业利润率 (%)	12.76	7.89	15.53
净资产收益率 (%)	1.56	2.06	0.36
资产负债率 (%)	86.73	84.74	84.79
全部债务资本化比率 (%)	83.58	80.67	81.33
流动比率 (倍)	0.39	0.45	0.45
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.07	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.30	1.03	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	20.41	19.59	--

担保方

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	283.12	298.33
所有者权益 (亿元)	47.31	40.33
营业收入 (亿元)	73.95	84.74
净利润 (亿元)	-0.11	-7.06
经营性净现金流 (亿元)	-18.90	0.15
资产负债率 (%)	83.29	86.48

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2018 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“公司”或“西宁特钢”）作为中国西北地区最大的特钢生产企业，在行业地位、市场开发能力等方面保持较强的竞争优势。2017 年，受益于公司钢材销售价格提升以及子公司处置，公司盈利得以维系。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司产能利用率不高、主营地产板块经营稳定性较弱、债务水平仍然偏高以及短期支付压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“十三五”期间，国家深入推进钢铁行业供给侧结构性改革，此举将有益于公司的经营发展。

“11 西钢债”和“12 西钢债”均由公司控股股东西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“西钢集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。由于西钢集团核心业务均由西宁特钢承担，其经营成果以及财务状况高度依赖于西宁特钢，其所提供的担保对“11 西钢债”和“12 西钢债”的信用水平影响有限。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时，维持“11 西钢债”和“12 西钢债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2017 年，受供给侧结构性改革影响，国内钢铁行业经营环境有所好转，行业景气程度有所提升。国家将深入推进钢铁行业供给侧结构性改革，此举将有益于公司的经营发展。

2. 公司是西北地区唯一的特钢企业，作为青海省支柱企业，当地政府对公司的重视程度高，有利于公司经营稳定性的保持。

3. 公司产品主要应用于铁路、军工、汽车和石油等行业，部分产品在细分行业内具有

垄断地位。2017年，公司特钢板块转型升级进程持续推进，产品技术认证方面取得一定突破，产品结构持续得到优化。

4. “11西钢债”和“12西钢债”的存续本金0.52亿元，公司较大的现金类资产、经营活动现金流入量以及EBITDA对其覆盖程度很高。

关注

1. 虽然中国钢铁行业的产能利用率有所提高，但产能过剩矛盾仍然突出，行业竞争激烈，公司钢铁板块的产能利用率依然不高。

2. 公司地处青藏高原，区域内钢材消纳能力有限；较高的运输成本一定程度上削弱了公司产品的竞争力。

3. 公司收入实现质量很低，经营性现金流仍呈净流出状态。

4. 公司债务负担较重，短期偿债压力较大，运营资金高度依赖于外部资金的筹措。同时，由于公司银行授信额度已基本全部使用，其间接融资空间狭窄。

分析师

王越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

徐益言

电话：010-85172818

邮箱：xuyy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

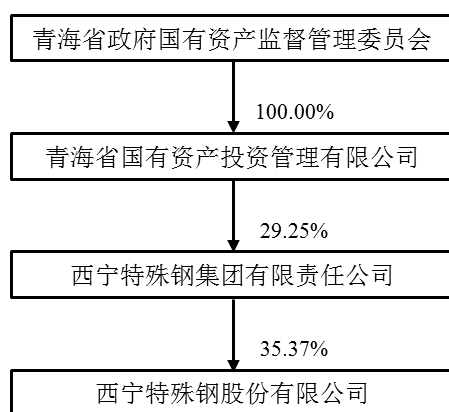


联合信用评级有限公司

一、主体概况

西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“公司”或“西宁特钢”）成立于1997年10月，是由西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“西钢集团”）为主要发起人，联合青海省创业集团公司、青海铝厂、兰州碳素有限公司、吉林碳素股份有限公司、冶金工业部包头钢铁设计研究院和吉林铁合金厂共同发起，采取社会募集方式设立的股份有限公司。公司股票于1997年10月在上海证券交易所上市（股票代码为“600117.SH”，股票简称“西宁特钢”）。公司已于2006年3月23日实施股权分置改革。截至2017年底，公司总股本104,511.83万股，控股东西钢集团持股比例为35.37%，公司实际控制人为青海省国有资产监督管理委员会。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2017年，公司主要业务仍为特殊钢的冶炼和金属压延加工业务；公司组织结构和部门设置未发生变化；截至2017年底，公司共有员工10,605人，员工结构未发生重大变化。

截至2017年底，公司合并资产总额242.87亿元，负债合计205.82亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计37.05亿元，归属于母公司的所有者权益31.35亿元。2017年，公司实现营业收入74.34亿元，净利润（含少数股东损益）0.75亿元，归属于母公司所有者的净利润0.60亿元；经营活动产生的现金流量净额4.16亿元，现金及现金等价物净增加额-7.16亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额244.48亿元，负债合计207.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计37.19亿元，归属于母公司的所有者权益31.47亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入16.56亿元，净利润（含少数股东损益）0.13亿元，归属于母公司所有者的净利润0.11亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.49亿元，现金及现金等价物净增加额0.13亿元。

公司注册地址：西宁市柴达木西路52号；法定代表人：黄斌。

二、债券发行及募集资金使用情况

1. “11 西钢债”

根据《西宁特殊钢股份有限公司2011年公司债券发行公告》，经中国证监会“证监许可〔2011〕874号文”文件核准批复，本期债券发行总额为人民币10.00亿元，发行价格为每张100元，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的发行方式。本期债券发行工作已于2011年6月17日结束，实际发行规模10.00亿元，最终票面利率为5.75%，债券期限为8年期，在

第5年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券已于2011年7月11日于上海证券交易所上市（证券简称：“11西钢债”，证券代码“122077.SH”）。本期债券由西钢集团提供全额不可撤销的连带责任担保。

根据《西宁特殊钢股份有限公司关于“11西钢债”回售实施结果的公告》，截至2016年6月20日，“11西钢债”的回售数量为987.66万张，回售金额为9.88亿元，剩余托管量为0.12亿元，回售资金已于2016年6月15日按时足额发放。回售结束后，公司选择上调本期债券票面利率100基点至6.75%，本期债券后3年票面利率为6.75%并保持不变。本期公司债券于2011年6月15日正式起息，公司于2017年6月15日支付了自2016年6月15日至2017年6月14日期间利息。截至2017年底，“11西钢债”募集资金已全部用于偿还银行借款和补充流动资金。

2. “12西钢债”

根据《西宁特殊钢股份有限公司2012年公司债券发行公告》，经中国证监会“证监许可（2012）831号文核准”文件核准批复，本期债券发行总额为人民币4.30亿元，发行价格为每张100元，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的发行方式。本期债券发行工作已于2012年7月18日结束，实际发行规模4.30亿元，最终票面利率为5.50%，债券期限为8年期，在第5年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券已于2012年8月21日于上海证券交易所上市（证券简称：“12西钢债”，证券代码“122158.SH”）。本期债券由西钢集团提供全额不可撤销的连带责任担保。

根据《西宁特殊钢股份有限公司关于“12西钢债”回售实施结果的公告》，截至2017年7月17日，“12西钢债”的回售数量为389.91万张，回售金额为3.90亿元，剩余托管量为0.40亿元，回售资金已于2017年7月17日按时足额发放。回售结束后，公司选择上调本期债券票面利率100基点至6.50%，本期债券后3年票面利率为6.50%并保持不变。本期公司债券于2012年7月16日正式起息，公司于2017年7月17日支付了自2016年7月16日至2017年7月15日期间利息。截至2017年底，“12西钢债”募集资金已全部用于偿还银行借款和补充流动资金。

三、行业分析

1. 行业概况

伴随着国内经济发展进入“新常态”，供需关系面临着结构性失衡。在此背景下，我国政府提出了以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点任务的供给侧结构性改革。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度持续回升；2017年，我国生铁、粗钢和钢材产量分别为7.11亿吨、8.32亿吨和10.48亿吨，同比分别增长1.8%、5.7%和0.8%；截至2017年底，Myspic综合钢价指数上涨至158.42点，较年初上涨30.68点，涨幅为24.02%。

总体看，在政府大力推行供给侧结构性改革的背景下，2017年，国内钢铁行业景气度明显回升。

2. 上游供给

钢铁行业上游原材料主要包括铁矿石和炼焦煤。由于国内钢铁行业景气度回升，铁矿石价格较上年明显回升；以进口62%铁矿石为例，2017年，铁矿石含税均价为590.22元/吨，较2016年上涨21.66%。从2017年全年层面来看，铁矿石价格运行特征为：整体下行，波动剧烈。以进口62%铁矿石为例，截至2017年底，铁矿石含税价为569.23元/吨，较年初下跌约100元/吨，跌幅为14.46%；2017

年年内最大价差约为325元/吨，波动幅度达到了50%。2017年，国内炼焦煤价格居于高位，整体波动不大。相较于2016年，炼焦煤价格则呈现大幅上涨态势，主要系供给侧结构性改革所致；2017年，主要港口炼焦煤平均价格为1,166.74元/吨，较2016年的均价上涨55.33%。2017年全年，炼焦煤价格变动不大；截至2017年底，主要港口炼焦煤平均价格为1,201元/吨，较年初的1,187元/吨上涨1.18%。

总体看，在行业回暖的背景下，铁矿石均价呈现回升态势；但从全年角度看，2017年，铁矿石价格仍呈下行态势。焦煤价格在供给侧结构性改革背景下，呈现大幅上涨态势。

3. 下游需求

2017年，国内固定资产投资完成额为63.17万亿元，同比增长7.2%，增速较上年下降0.9个百分点；固定资产投资增速的放缓是中国经济增速换挡的具体反映，符合宏观调控的预期。尽管投资增速放缓，但国内固定资产投资规模庞大对促进国内经济平稳协调发展发挥着关键作用。从基础设施建设层面看，2017年，国内基建投资完成额为17.31万亿元，同比增长14.93%，增速较上年下行0.78个百分点。全国范围内的去杠杆工作以及金融协调监管政策收紧等因素都会影响投资资金来源；此外，对融资平台公司的管理以及PPP项目的清理均可能影响到地方政府的融资能力进而影响基础建设投资。从房地产开发层面来看，2017年，国内房地产开发投资完成额为10.98万亿元，同比增长7.0%，增速较上年上行0.1个百分点；国内房屋施工面积增长率为3.00%；国内房屋新开工面积增长率为7.00%。国内庞大的基建和地产投资规模对钢材需求构成良好的支撑，2017年，国内重点钢铁企业钢材销售量为5.85亿吨，同比增长3.84%，增速较上年提高4.00个百分点。

总体看，国内固定资产投资规模庞大对促进国内经济平稳协调发展发挥着关键作用；作为钢铁行业下游，2017年，庞大的基建和地产投资规模对钢材需求构成良好的支撑。

4. 行业竞争

国内钢铁行业集中度偏低，且提升速度缓慢；2017年，国内钢铁行业集中度（CR10）为36.9%，较2016年回升1.0个百分点。钢铁行业集中度偏低很大程度上导致行业内恶性竞争频繁、产品档次难以提升以及整体利润率不高等问题。在此背景下，区位优势以及产品结构优势成为决定钢铁企业竞争力的关键因素。位于沿海、华东地区的钢铁企业在铁矿石以及钢材运输成本方面具备一定优势；产品结构有优良的钢铁企业，在下游景气度疲弱的情况下，仍能保持较好的毛利率水平，对企业经营情况有一定的支撑。

总体看，2017年，国内钢铁行业集中度有所提升；区位条件以及产品结构仍然是行业内企业竞争优势之一。

5. 行业关注

(1) 2017年，基础设施建设和房地产等行业需求的稳定增长，推动钢铁行业继续回暖；但从长期来看，下游主要行业以及固定资产投资增速的持续放缓，钢铁行业结构性产能过剩问题依然突出。

(2) 钢铁企业集中程度直接影响钢铁生产的规模效应，企业较分散不利于行业长期发展，同时还会造成结构性的产能浪费，削弱我国钢铁行业的国际竞争力。

(3) 中国铁矿石进口数量不断增长，铁矿石对外依存度处于较高水平，对外议价能力受严重影响。同时，汇率波动对于铁矿石价格影响较大。

(4) 环保政策日益严苛，对钢铁企业的成本控制以及产能利用率产生一定影响。随着去产能政策以及环保政策的趋严，将对钢铁企业的盈利水平以及产能方面造成一定冲击。

6. 行业政策

2017年，供给侧结构性改革仍是国内钢铁行业政策的核心；改革目标是用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨，行业兼并重组取得实质性进展，产能利用率趋于合理。去产能层面，2016~2017年，国内钢铁行业累计压减产能1.15亿吨，已经初步完成“十三五”去产能目标；如果考虑地条钢产能，钢铁行业去产能整体规模已超过2.2亿吨。去库存层面，2017年，钢材社会库存有所增加，但仍处于历史低位。去杠杆层面，2017年，钢铁行业盈利水平和经营活动现金流的大幅好转，带动资产负债率和带息债务资本化比率显著下行，去杠杆效果开始显现。兼并重组方面，考虑到中央对钢铁行业“多兼并重组，少破产清算”治理方案不变，行业集中度的提高主要依赖于大型钢铁企业的兼并重组。

总体看，2017年，钢铁行业供给侧结构性改革在各方面都取得较大成就，钢铁行业景气度有望得到支撑。

7. 未来发展

随着中国供给侧改革以及去产能政策不断深入，中国钢铁行业市场环境有望改善。从短期看，基建投资将对中国钢材市场形成有力支撑，带动钢铁行业阶段性回暖；2017年以来，钢材价格上涨空间不大，但将维持震荡态势。从长期看，钢铁行业景气度的有赖于过剩产能有序退出和置换产能的逐步推进。未来我国经济转型和结构调整、城镇化进程的推进、“一带一路”战略的发展都将促进市场对钢材需求的增长，以上均对钢铁行业景气度回升形成有力支撑。

四、管理分析

2017年，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司主营业务范围未发生变动，公司主营产品亦未发生变动。受钢铁行业景气度回升影响，公司钢铁板块持续收入回升；受地产板块开发节奏影响，公司房地产板块收入显著回落；其他板块业务收入均有所增长。2017年，公司实现营业收入74.34亿元，较上年增长0.60%；实现营业利润为0.93亿元，实现扭亏；公司实现净利润0.75亿元，较上年增长77.88%。

从收入构成来看，2017年，公司地产板块收入3.11亿元，较上年减少70.38%，主要系受地产板块开发节奏影响，本期公司地产竣工可售项目显著下降所致；公司钢铁行业板块收入51.28亿元，较上年增长12.75%，主要系产品销量和销售均价增长所致；公司煤炭行业收入为8.63亿元，较上年增长56.47%，主要系煤炭价格上涨所致。受上述因素影响，2017年，公司房地产板块收入占比为4.18%，较上年下降10.01个百分点；钢铁板块收入占比为68.99%，较上年提升7.44个百分点；煤炭行业收入占比为11.62%，较上年提高4.15个百分点。除此之外，矿石采选以及其他行业收入占比仍然较低，变动不大。

从毛利率来看，2017年，公司地产板块毛利率22.87%，较上年下降17.38个百分点，主要系尾盘销售，商业房产可售房源不足，主要以商品房为主，商品房价格低于商业房产价格所致；公司钢铁板块毛利率为5.29%，较上年下降1.61个百分点，主要系存货跌价转销所致；公司煤炭行业毛利率为12.49%，较上年变动不大。综合上述因素，2017年，公司综合毛利率为8.97%，较上年下行4.93个百

分点。

表1 2016~2017年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%、百分点)

项目	2016年			2017年			变动情况	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率
房地产板块	10.48	14.19	40.24	3.11	4.18	22.87	-70.38	-17.38
钢铁行业	45.48	61.55	6.90	51.28	68.99	5.29	12.75	-1.61
煤炭行业	5.52	7.47	11.11	8.63	11.62	12.49	56.47	1.38
矿石采选	4.30	5.82	21.86	5.36	7.21	35.00	24.56	13.15
其他行业	35.57	48.14	0.55	39.17	52.69	0.25	10.10	-0.30
内部抵销数	-30.79	--	--	-34.84	--	--	--	--
主营业务合计	70.57	95.50	12.67	72.70	97.80	8.83	3.02	-3.84
非主营业务	3.32	4.50	39.94	1.63	2.20	14.92	-50.89	-25.02
合计	73.90	100.00	13.90	74.34	100.00	8.97	0.60	-4.93

资料来源:公司年报,联合评级整理。

2018年1~3月,公司营业收入为16.56亿元,同比增加42.53%,主要系钢铁行业回暖,产品销售价格上行以及产品销量增长所致;公司实现营业利润0.14亿元,同比增加63.20%;公司实现净利润0.13亿元,同比增加58.35%。

总体看,2017年,受钢铁行业回暖影响,公司主营钢材业务收入规模出现较大幅度增长;但由于本年公司地产竣工可售项目明显下降;公司收入规模较上年仅呈现小幅增长。

2. 特钢板块业务运营

(1) 原料采购

公司主营业务突出,2017年,主要原材料采购品种较上年无变化。采购数量方面,2017年,公司主要原材料采购数量均较上年有所提升;铁矿石采购量下行,主要原因系受四季度周边矿山限产影响,公司采购部分高品位的进口铁矿石所致。2017年,公司生产所需原燃料(除电力以外)价格较上年呈现不同程度的提升;特别是受供给侧结构性改革影响,公司煤炭、焦炭采购均价大幅上升。

表2 2016~2017年公司原燃料采购情况

产品	项目	2016年	2017年	变动情况
无烟煤	采购量(万吨)	4.15	4.37	5.30
	不含税采购均价(元/吨)	654.2	1,027.46	57.06
焦炭	采购量(万吨)	54.74	57.25	4.59
	不含税采购均价(元/吨)	829.75	1,655.82	99.56
铁精粉	采购量(万吨)	122.75	114.34	-6.85
	不含税采购均价(元/吨)	599.19	634.26	5.85
电力	采购量(亿千瓦时)	9.80	10.31	5.20
	含税采购均价(元/千瓦时)	0.4125	0.3823	-7.32

资料来源:公司提供,联合评级整理。

2017年,公司前五名供应商采购额36.29亿元,较上年减少23.89%;公司前五名供应商采购额占年度采购总额34.36%,该比例较上年下降16.25个百分点。

总体看,受钢铁行业景气性回升以及供给侧结构性改革影响,公司原材料采购平均成本呈现一

定幅度上涨；其中，用煤成本上涨明显。公司采购集中度有所下行，但公司仍面临一定程度采购集中度风险。

(2) 产品生产

公司的特钢产品主要应用在铁路、军工、汽车、石油等行业，其中铁路轴承套圈用钢、铁路轴承滚子料、Cr13型不锈钢棒材、合金结构钢 CrMnSi 系列、模铸轴承钢、高端钎具用钢、康明斯及雷诺发动机凸轮轴用钢、高质量汽车齿轮钢、装甲车扭力轴用钢、氧化铝及煤化工行业棒磨料用钢、石油化工耐腐蚀用钢、石油钻头用钢十二个品种在国内市场具有垄断地位。

2017年，公司生铁、粗钢和钢材产能较上年未发生变化，生铁、粗钢和钢材产量分别为102.43万吨、119.56万吨和126.71万吨，分别较上年增长6.02%、4.08%和1.52%；整体变动不大。由于公司执行以销定产的排产制度，公司竭力拓展下游客户，推动公司订单数量有所上升，公司钢材产量较上年小幅增长。

表 3 2016~2017 年公司主要钢铁业务产能产量情况

产品	项目	2016年	2017年	变动情况
生铁	产量(万吨)	96.61	102.43	6.02
	产能(万吨)	160	160	-
	产能利用率(%)	60.38	64.02	3.64
粗钢	产量(万吨)	114.87	119.56	4.08
	产能(万吨)	160	160	--
	产能利用率(%)	71.79	74.73	2.94
钢材	产量(万吨)	124.81	126.71	1.52
	产能(万吨)	160	160	--
	产能利用率(%)	78.01	79.19	1.18

资料来源：公司提供，联合评级整理。

具体产品来看，2017年，在合结钢产量整体维持不变的情况下，公司加大了不锈钢、弹簧钢、碳工钢以及碳结钢产品的生产。

表 4 2016~2017 年公司主要特钢产品产量情况

产品	2016年	2017年	变动情况(%)
合结钢(万吨)	101.03	101.22	0.19
合工钢(万吨)	0.91	0.96	5.49
不锈钢(万吨)	1.68	1.97	17.26
弹簧钢(万吨)	0.04	0.08	100.00
滚珠钢(万吨)	6.53	5.49	-15.93
碳工钢(万吨)	0.22	0.59	168.18
碳结钢(万吨)	14.4	16.48	14.44

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，受钢铁行业景气度复苏影响，公司承接订单数量增长，公司特钢产品产量总体呈现上升态势。

(3) 产品销售

市场开发方面，公司优化整合技术资源，组建12个矩阵式高端产品市场开发项目组，梳理识别出13类高端产品，以立项方式组织产品开发，取得了一定成果。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，实现重大突破。

公司采用订单模式生产，按照合同品种排布生产计划和采购计划进行生产，公司产销率维持在较高水平。2017年，受钢铁行业景气度上行影响，除合结钢和滚珠钢外，公司主要产品销量均有所增长。公司合结钢产品销量明显下滑，主要系公司调整产品销售生产结构所致。其他产品定制化程度高，销量较低，因此，当年订单数量对相关产品销量变动水平影响很大。钢铁行业景气度大幅回升，主要钢材产品价格大幅回升；公司特钢产品价格也出现相应上涨。

表5 2016~2017年公司主要特钢产品销售情况

产品	项目	2016年	2017年	变动情况
合结钢	销量(万吨)	146.36	101.32	-30.77
	销售均价(元/吨)	2,510.31	3,817.00	52.05
	产销率(%)	99.28	100.10	0.82
合工钢	销量(万吨)	0.93	0.95	2.15
	销售均价(元/吨)	6,649.03	8,243.00	23.97
	产销率(%)	98.77	98.96	0.19
不锈钢	销量(万吨)	1.82	1.94	6.59
	销售均价(元/吨)	6,823.05	8,294.00	21.56
	产销率(%)	97.77	98.48	0.71
弹簧钢	销量(万吨)	0.03	0.05	66.67
	销售均价(元/吨)	5,289.97	7,318.00	38.34
	产销率(%)	71.46	62.50	-8.96
滚珠钢	销量(万吨)	6.39	5.71	-10.64
	销售均价(元/吨)	4,867.04	7,473.00	53.54
	产销率(%)	94.54	104.01	9.47
碳工钢	销量(万吨)	0.21	0.59	180.95
	销售均价(元/吨)	3,514.49	3,483.00	-0.90
	产销率(%)	94.38	100.00	5.62
碳结钢	销量(万吨)	14.37	16.49	14.75
	销售均价(元/吨)	2,568.02	3,466.00	34.97
	产销率(%)	99.51	100.06	0.55

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2017年，公司前五名客户销售额28.94亿元，较上年减少42.76%；公司前五名客户销售额占年度销售总额39.80%，该比例较上年下降31.83个百分点。

总体看，进入2017年后，随着钢铁行业景气度的回升，公司主要产品的产销量均明显回升，同时，公司主要产品销售价格出现回升，对公司经营业绩的改善形成有效支持。

3. 房地产板块

公司的房屋收入全部来自于青海西钢置业有限责任公司（以下简称“西钢置业”）。公司于2014年10月收购西钢置业，其所开发房地产业务、收储土地均集中于西宁市。受开发节奏影响，2017年，公司地产板块主要项目均于年内开工并处于在建期；年内，西钢置业竣工项目仅1处，竣工面积为3.53万平方米，较上年减少16.13万平方米。截至2017年底，西钢置业期末在建面积为39.54万平方米，较

上年增长28.93%。

表 6 2016~2017 年公司房地产板块基本情况

项目	2016 年	2017 年	变动情况
新开工项目（个）	1	3	2
新开工面积（万平方米）	11	32.46	21.46
竣工项目（个）	4	1	-3
竣工面积（万平方米）	19.66	3.53	-16.13
期末在建项目（个）	1	4	3
期末在建面积（万平方米）	10.61	39.54	28.93

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，受建设周期影响，2017年地产板块收入和利润贡献能力较2016年显著下行；未来随着在建项目竣工销售，地产板块有望对公司主业贡献较大规模利润。

4. 重大事项

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，适度缩减相关多元产业规模。公司决定转让所持有的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”）、祁连西钢矿业开发有限公司（以下简称“祁连西钢矿业”）全部股权，以便进一步集中财力、物力、人力做精做强钢铁主业。公司七届十九次董事会和2017年第四次临时股东大会审议通过《西宁特殊钢股份有限公司转让四家子公司股权暨关联交易的议案》，同意公司向西钢集团转让所持有的肃北博伦70%股权、哈密博伦100%股权、格尔木西钢矿业100%股权、祁连西钢矿业100%股权事项；截至2017年4月底，公司与西钢集团签署股权转让协议并完成股权交割。

2018年3月16日，公司发布《关于终止重大资产重组的公告》，披露公司拟对外转让公司所持有的青海江仓能源发展有限责任公司（以下简称“江仓能源”）35%股权，但由于江仓能源另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，使本次重大资产重组事项无法按计划继续推进实施；公司决定终止筹划本次重大资产重组事项。

总体看，公司重大资产重组主要涉及低效子公司处置，未来，相关产业缩减后将有望进一步减轻公司经营负担。相关子公司主要产品系公司钢铁主业原材料，因此，相关子公司受让予西钢集团后，公司关联交易规模将上升。

5. 经营关注

(1) 受地理环境的限制，公司采购销售导致较高的运输成本，一方面削弱公司产品的价格竞争力，另一方面对公司盈利构成一定侵蚀。

(2) 受供给侧改革影响，部分大型钢铁企业转型“普转优”、“优转特”，使得特钢行业供大于求的矛盾短期内仍难以改变，公司面临着行业竞争加剧和产品价格下滑的风险。

(3) 铁行业环保压力加大，公司围绕城市钢厂建设，需进一步加强对环保项目投产后的达效评估和运维状态评估，预计未来公司环保成本支出将会提高。

(4) 由于房地产板块业务规模大幅提升受建设周期影响，该板块为公司持续提供营业收入、利润以及现金流的波动较大。

6. 未来发展

2018年，公司将大力推进体制机制改革，加快实现内部市场化改革；扎实推进改革创新，实现生产能力、产品档次、产品质量新的提升；坚持“高度计划、高度管控”原则，实现生产组织、运行衔接的科学高效；精准谋划结构调整，实现盈利能力的提升；搭建资源保供平台，实现降本增效新的突破；坚定推进体系落地，实现自主规范管理；着力加强队伍建设，实现人力资源的需求保障；严格履行主体责任，实现企业持续健康稳定发展。2018年，公司生产经营总体目标：生产铁145.5万吨、钢165万吨、钢材150万吨、焦炭70万吨、商混22万立方米、销售住宅500套。

六、财务分析

公司所提供的2017年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司所提供的2018年1~3月财务报表未经审计。公司财务报表的编制依据最新会计准则完成。2017年，公司通过协议股权转让的方式，将其下属4家子公司让与控股东西钢集团，不再纳入合并范围；公司通过投资新设西宁特殊钢新材料科技有限公司，并将其纳入合并报表范围。整体看，2017年，公司合并范围有所变动，但公司新纳入或不再纳入合并范围的子公司规模均较小，且对公司主营业务影响不大；因此，合并范围变化对公司财务报表的可比性影响较小。

截至2017年底，公司合并资产总额242.87亿元，负债合计205.82亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计37.05亿元，归属于母公司的所有者权益31.35亿元。2017年，公司实现营业收入74.34亿元，净利润（含少数股东损益）0.75亿元，归属于母公司所有者的净利润0.60亿元；经营活动产生的现金流量净额4.16亿元，现金及现金等价物净增加额-7.16亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额244.48亿元，负债合计207.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计37.19亿元，归属于母公司的所有者权益31.47亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入16.56亿元，净利润（含少数股东损益）0.13亿元，归属于母公司所有者的净利润0.11亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.49亿元，现金及现金等价物净增加额0.13亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产合计242.87亿元，较年初减少10.28%；其中，流动资产67.98亿元（占27.99%），非流动资产174.89亿元（占72.01%），资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计67.98亿元，较年初减少7.64%；流动资产主要由货币资金（占30.88%）、应收账款（占7.32%）、预付款项（占9.33%）和存货（占44.28%）构成。

截至2017年底，公司货币资金为21.00亿元，较年初减少36.62%，主要系合并范围内子公司减少导致货币资金减少，以及归还到期借款所致；使用受到限制的货币资金合计15.27亿元（占72.73%），主要为银行承兑汇票保证金。公司应收账款账面价值为4.98亿元，较年初减少37.32%，主要系公司加大应收账款清欠力度，减少资金占用所致；公司对应收账款计提坏账准备0.42亿元，综合计提比例为7.84%；公司按欠款方归集的年末余额前五名应收账款汇总金额为0.60亿元（占11.17%），应收账款集中度不高。公司预付款项账面价值为6.34亿元，较年初增长56.03%，主要系受环保督查影响，原材料供应紧张，公司加大进口原材料采购所致；公司按预付对象归集的年末余额前五名预付账款汇总金额为3.16亿元（占49.90%），预付款项集中度较高。公司存货账面价值为30.10亿元，较年初大幅增长37.22%，主要系由于房地产板块处于开发期，尚未决算销售，同时材

料价格上涨带动存货结存成本上升及存货跌价准备转回所致；公司存货主要由原材料（占 30.39%）、在产品（占 12.81%）、开发成本（占 40.73%）和开发产品（占 3.35%）构成；由于钢材价格波动幅度较大，公司存货将面临跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 174.89 亿元，较年初大幅减少 11.26%；非流动资产主要由固定资产（占 58.76%）和在建工程（占 32.40%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 102.76 亿元，较年初增长 10.85%；2017 年，公司固定资产构成变动较大，系因处置四家子公司的全部股权导致合并范围发生变化，公司固定资产账面价值减少 21.96 亿元；同时，公司在建工程转入，导致公司固定资产账面价值增长 36.56 亿元。公司对固定资产累计计提折旧 46.50 亿元，固定资产成新率为 66.98%，成新率一般。公司在建工程账面价值为 56.66 亿元，较年初大幅减少 33.22%，主要系轧钢系统工艺装备升级工程转固所致。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 29.50 亿元，占公司资产总额的比重为 12.15%。虽然，公司受限资产整体规模较低，但其中存在 15.27 亿元受限货币资金，占公司货币资金总额的比重为 72.73%，受限情况较为严重。

截至 2018 年 3 月底，公司资产规模合计 244.48 亿元，较上年末增长 0.66%，整体变动不大；其中，流动资产 68.85 亿元（占 28.16%），较上年末增长 1.28%，主要系应收账款增长所致；非流动资产 175.63 亿元（占 71.84%），较上年末增长 0.42%。

总体看，2017 年，公司资产规模变动不大，资产构成仍以非流动资产为主。货币资金存在较大规模使用受到限制的情况，较大的存货规模亦对公司资金构成一定占用；固定资产成新率一般。综合看，公司资产质量一般。

2. 负债

截至 2017 年底，公司负债合计 205.82 亿元，较年初大幅减少 12.33%；其中，流动负债 152.36 亿元（占 74.03%），非流动负债 53.46 亿元（占 25.97%），负债结构以流动负债为主。

（1）流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债合计 152.36 亿元，较年初大幅减少 19.41%；流动负债主要由短期借款（占 56.44%）、应付账款（占 20.52%）、其他应付款（占 8.91%）和一年内到期的非流动负债（占 6.58%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 86.00 亿元，较年初减少 26.16%，主要系保证借款和信用借款大幅减少所致。公司应付账款为 31.26 亿元，较年初增长 14.65%，主要系原材料价格上升以及采购规模增加所致。公司其他应付款为 13.57 亿元，较年初大幅减少 33.44%，主要系归还非金融机构借款所致；其他应付款主要由资金拆借（占 82.00%）构成。公司一年内到期的非流动负债为 10.03 亿元，较年初增长 232.73%，主要系将一年内到期的长期借款、长期应付款重分类到一年内到期的非流动负债所致。

（2）非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 53.46 亿元，较年初大幅增长 16.94%；非流动负债主要由长期借款（占 83.96%）、长期应付款（占 9.22%）和递延收益（占 5.53%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 44.88 亿元，较年初增长 66.28%，主要系公司将青海省国有资产管理集团有限公司（以下简称“青海国投”）委托借款置换成长期借款所致。公司应付债券为 0.52 亿元，较年初大幅减少 88.13%，主要系“12 西钢债”本期内完成回售所致。公司长期应付款为 4.93

亿元，较年初大幅减少 59.79%，主要系公司将一年内到期的长期应付款重分类到一年内到期的非流动负债以及归还融资租赁款所致。

截至 2017 年底，公司短期债务为 109.24 亿元（占 70.96%），较年初减少 27.91%，主要系应付票据和短期借款大幅减少所致；公司长期债务为 45.40 亿元（占 29.19%），较年初增长 44.56%，主要系长期借款大幅增加所致。2016~2017 年，公司资产负债率分别为 86.73% 和 84.74%，全部债务资本化比率分别为 83.72% 和 80.76%；长期债务资本化比率分别为 46.64% 和 55.06%。公司债务负担有所减轻，但仍属较重；债务结构改善明显。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 207.29 亿元，较上年末增长 0.71%，整体变动不大；其中，流动负债 154.30 亿元（占 74.44%），较上年末增长 1.27%，主要系其他应付款增长所致；非流动负债 52.99 亿元（占 25.56%），较上年末减少 0.88%。全部债务方面，截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 162.03 亿元，较上年末增长 4.77%，主要系短期债务增长所致；其中，短期债务 116.62 亿元，较上年末增长 6.76%，主要系融资租赁规模大幅上升所致；长期债务 45.40 亿元，较上年末无变动。债务指标方面，截至 2018 年 3 月底，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 84.79%、81.33% 以及 54.97%；较上年末变动不大。

总体看，2017 年，虽然公司负债规模有所下降，但其财务杠杆仍然很高；公司承担较为沉重财务负担，短期债务压力很大。

（3）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 37.05 亿元，较年初增长 3.13%，整体变动不大；其中，归属于母公司的所有者权益占 84.62%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 33.33%）、资本公积金（占 65.14%）、专项储备（占 0.02%）和盈余公积金（占 6.14%）构成；公司尚处于扭亏期间，未分配利润账面价值仍然为负。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 37.19 亿元，较上年末增长 0.36%；公司所有者权益结构变动不大。

总体看，2017 年，公司所有者权益较上年度变动不大，权益结构稳定性尚可。

3. 盈利能力分析

2017 年，公司实现营业收入 74.34 亿元，较上年增长 0.60%，公司整体经营稳定；公司实现营业利润 0.93 亿元，实现净利润 0.75 亿元；公司营业利润和净利润规模均较上年增长明显，相关收益主要来自于处置子公司产生投资收益。

从期间费用来看，2017 年，公司销售费用为 2.03 亿元，较上年增长 0.47%；管理费用为 3.31 亿元，较上年减少 11.69%，管理费用的下降主要内退人员减少计提内退费用减少所致；公司财务费用为 7.07 亿元，较上年增长 27.46%，财务费用仍出现大幅增长，一方面系公司借款规模维持高位，另一方面公司边际融资成本上升。2016~2017 年，公司费用收入比分别 15.30% 和 16.69%，公司费用控制能力亟待改善。

2017 年，公司所取得的投资收益为 7.20 亿元，为当年公司营业利润的 7.72 倍。投资收益主要为公司出售肃北博伦、哈密博伦、格尔木矿业以及祁连矿业所确认的投资收益。相关收入可持续性差，未来公司持续盈利仍有待于钢铁主业的加强。

2017 年，公司营业利润率为 7.89%，较上年下降 4.87 个百分点，主要系西钢置业 2017 年处于建设期、公司铁精粉以及煤炭采购成本大幅上升所致；2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率以及净资产收益率分别为 2.38%、1.98% 和 2.06%，均较上年变动不大。

2018年1~3月，公司实现营业收入16.56亿元，同比增长42.53%，主要系钢材销售价格、销售量高于去年同期所致；公司实现净利润0.13亿元，同比增长58.35%；其中，归属于母公司所有者的净利润0.11亿元。

总体看，2017年，受钢铁行业回暖，各类钢材产品价格回升影响，对公司盈利形成一定支撑。公司处置子公司所取得的投资收益，对公司2017年的盈利起到较大支撑；由于公司区位优势的存在，公司盈利的可持续性有待观察。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入为47.94亿元，同比增长132.01%，主要系本年度公司货款回笼中现款比例增加，以及应收票据贴现及解付同比增加所致；经营活动现金流出为43.78亿元，同比增长11.60%。受上述因素影响，2017年，公司经营活动现金流净额为4.16亿元，现金收入比为57.63%，较上年提高35.25个百分点，但仍处于较低水平。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入8.02亿元，同比增长165.47%，主要为处置子公司所收到得现金；公司投资活动现金流出为2.19亿元，同比减少75.81%，主要系固定资产投资支出同比减少所致。受上述因素影响，2017年，公司投资活动现金流净额为5.82亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入为218.23亿元，同比减少21.76%，主要系青海国投借款同比减少所致；公司筹资活动现金流出为235.37亿元，同比减少6.24%。受上述因素影响，2017年，公司筹资活动现金流净额为-17.14亿元；整体而言，公司筹资力度有所削减。

2018年1~3月，公司经营活动现金流净额为-2.49亿元，净流出规模较上年扩大2.03亿元；公司投资活动现金流净额为-0.08亿元，净流出规模较上年缩小63.64%；公司筹资活动现金流净额为2.70亿元。

总体看，2017年，公司经营活动现金流量净额有所增长，但收入实现质量很低；通过处置子公司取得了公司投资活动现金流呈净流入状态，由于公司主要在建工程已经完工投产，公司未来由投资导致的资金压力不大。考虑到公司存在较大债务规模，未来，公司经营收现能力将是公司减轻债务负担的主要来源。

5. 偿债能力分析

从短期偿债能力指标来看，2017年，公司流动比率较上年提高0.06倍至0.45倍；公司速动比率较上年下降0.02倍至0.25倍；主要系公司偿还短期债务，并调整债务结构所致；公司现金短期债务比率较上年下降0.02倍至0.22倍；公司短期偿债压力仍然很大。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA分别为10.19亿元，较上年减少4.01%，主要系折旧大幅减少所致。公司2017年EBITDA主要由利润总额（占9.26%），计入财务费用的利息支出（占40.54%），折旧（占45.66%）以及摊销（占4.53%）构成。2017年，公司EBITDA全部债务比由上年的0.06倍提高至0.07倍；2017年，公司EBITDA利息倍数为1.03倍，较上年下降0.27倍，主要系公司边际融资成本上升所致。

截至2017年底，公司无重大未决诉讼。

截至2017年底，公司共获得银行授信额度为96.96亿元，其中已使用额度为87.62亿元，未使用额度9.34亿元；公司间接融资渠道有待拓展。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2018年5月10日，公司存在两笔关注类贷款信息；已结清信贷中存在1笔不良/违约类贷款，22笔关注类贷款，以及6笔关注类票据贴

现业务，但均已正常结清。

总体看，公司偿债指标较弱，但考虑到公司的行业地位、经营规模、股东背景以及技术水平，公司整体偿债能力仍较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产达 23.53 亿元，约为“11 西钢债”和“12 西钢债”剩余本金合计（0.52 亿元）的 44.88 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达 36.01 亿元，约为债券本金合计（0.52 亿元）的 70.92 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“11 西钢债”、“12 西钢债”剩余本金的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 10.19 亿元，约为“11 西钢债”和“12 西钢债”剩余本金合计（0.52 亿元）的 19.42 倍；对债券剩余本金覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 47.94 亿元，约为债券本金合计（0.52 亿元）的 91.43 倍，公司经营活动现金流入量对债券剩余本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，公司作为中国西北地区最大的特钢生产企业，在行业地位、上游资源等方面保持较强的竞争优势。联合评级认为，公司对“11 西钢债”和“12 西钢债”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

公司发行的“11 西钢债”和“12 西钢债”均由西钢集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 主体概况

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，经国家经济贸易委员会（以下简称“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。后历经多次注资、股权变更，截至 2017 年底，西钢集团注册资本 37.94 亿元；西钢集团的股权结构如下表所示。

表 7 截至 2017 年底西钢集团股权结构情况（单位：亿元，%）

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	11.10	29.25
西部矿业股份有限公司	11.00	28.99
中国华融资产管理公司	5.52	14.55
中国建设银行股份有限公司	0.33	0.86
五矿国际信托有限公司	10.00	26.35
合计	37.94	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2. 经营概况

西钢集团核心业务基本由西宁特钢负责运营，经营分析见上文。

3. 财务概要

截至 2017 年底，西钢集团合并资产总额 298.33 亿元，负债合计 258.01 亿元，所有者权益（含

少数股东权益)合计 40.33 亿元, 归属于母公司的所有者权益 17.22 亿元。2017 年, 西钢集团实现营业收入 84.74 亿元, 净利润(含少数股东损益)-7.06 亿元, 归属于母公司所有者的净利润-2.96 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 0.15 亿元, 现金及现金等价物净增加额-6.92 亿元。

4. 担保效果评价

以 2017 年底财务数据测算, “11 西钢债”和“12 西钢债”剩余本金合计(0.52 亿元)占担保方西钢集团资产总额的 0.17%、所有者权益总额的 1.29%、经营活动现金流流入量的 0.88%, 整体占比低; 2017 年, 西钢集团出现较大幅度亏损, 其 EBITDA 对公司债券本金合计的覆盖倍数为 5.55 倍。

总体看, 由于西钢集团主要业务均由西宁特钢承担, 其经营成果以及财务状况高度依赖于西宁特钢, 其所提供的担保对“11 西钢债”和“12 西钢债”的信用水平影响有限。

九、综合评价

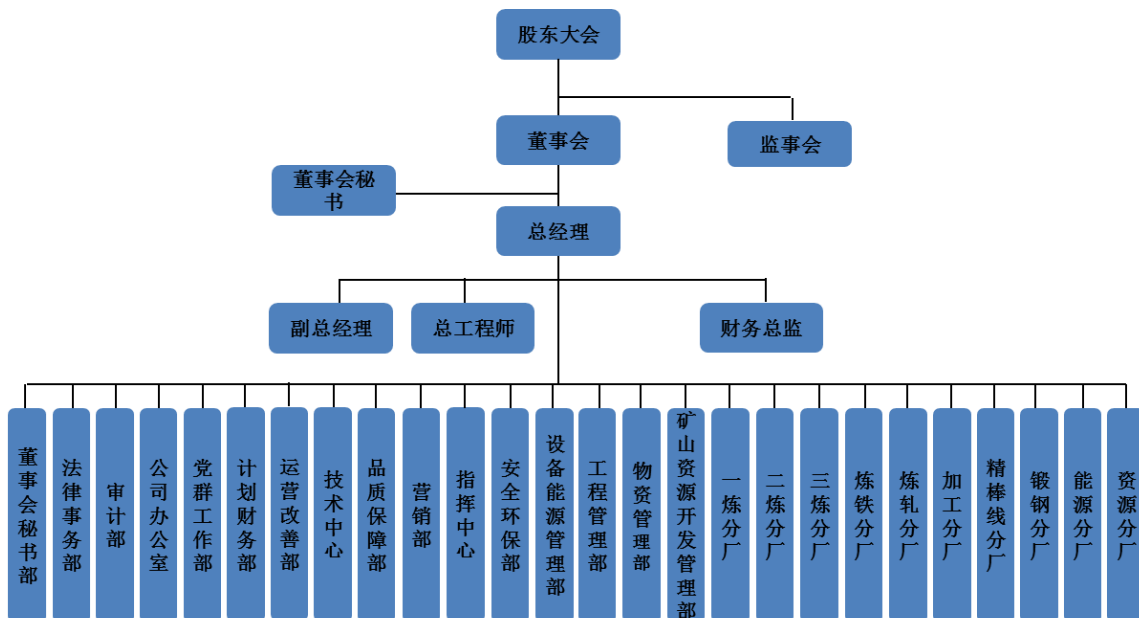
跟踪期内, 西宁特钢作为中国西北地区最大的特钢生产企业, 在行业地位、市场开发能力等方面保持较强的竞争优势。2017 年, 受益于公司钢材销售价格提升以及子公司处置, 公司盈利得以维系。同时, 联合评级也关注到公司产能利用率不高、主营地产板块经营稳定性较弱、债务水平仍然偏高以及短期支付压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“十三五”期间, 国家深入推进钢铁行业供给侧结构性改革, 此举将有益于公司的经营发展。

“11 西钢债”和“12 西钢债”均由公司控股东西钢集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。由于西钢集团核心业务均由西宁特钢承担, 其经营成果以及财务状况高度依赖于西宁特钢, 其所提供的担保对“11 西钢债”和“12 西钢债”的信用水平影响有限。

综上, 联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”, 评级展望为“稳定”; 同时, 维持“11 西钢债”和“12 西钢债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 西宁特殊钢股份有限公司 组织结构图



附件 2 西宁特殊钢股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	270.70	242.87	244.48
所有者权益 (亿元)	35.93	37.05	37.19
短期债务 (亿元)	151.53	109.24	116.62
长期债务 (亿元)	31.41	45.40	45.40
全部债务 (亿元)	182.93	154.65	162.03
营业收入 (亿元)	73.90	74.34	16.56
净利润 (亿元)	0.42	0.75	0.13
EBITDA (亿元)	10.61	10.19	--
经营性净现金流 (亿元)	-18.57	4.16	-2.49
应收账款周转次数 (次)	10.27	10.70	--
存货周转次数 (次)	2.75	2.54	--
总资产周转次数 (次)	0.28	0.29	0.07
现金收入比率 (%)	22.38	57.63	34.83
总资本收益率 (%)	2.22	2.38	--
总资产报酬率 (%)	1.85	1.98	--
净资产收益率 (%)	1.56	2.06	0.36
营业利润率 (%)	12.76	7.89	15.53
费用收入比 (%)	15.30	16.69	14.92
资产负债率 (%)	86.73	84.74	84.79
全部债务资本化比率 (%)	83.58	80.67	81.33
长期债务资本化比率 (%)	46.64	55.06	54.97
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.30	1.03	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.07	--
流动比率 (倍)	0.39	0.45	0.45
速动比率 (倍)	0.27	0.25	0.25
现金短期债务比 (倍)	0.24	0.22	0.20
经营现金流动负债比率 (%)	-9.82	2.73	-1.61
EBITDA/待偿本金合计	20.41	19.59	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 西宁特殊钢集团有限责任公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	283.12	298.33
所有者权益 (亿元)	47.31	40.33
短期债务 (亿元)	137.00	139.56
长期债务 (亿元)	36.07	50.58
全部债务 (亿元)	173.08	190.15
营业收入 (亿元)	73.95	84.74
净利润 (亿元)	-0.11	-7.06
EBITDA (亿元)	10.30	2.89
经营性净现金流 (亿元)	-18.90	0.15
应收账款周转次数 (次)	10.28	11.16
存货周转次数 (次)	2.98	2.86
总资产周转次数 (次)	0.28	0.29
现金收入比率 (%)	22.43	63.49
总资本收益率 (%)	2.06	-0.98
总资产报酬率 (%)	1.70	-0.69
净资产收益率 (%)	-0.35	-16.12
营业利润率 (%)	12.80	8.14
费用收入比 (%)	15.70	16.16
资产负债率 (%)	83.29	86.48
全部债务资本化比率 (%)	78.53	82.50
长期债务资本化比率 (%)	43.26	55.64
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.15	0.30
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.02
流动比率 (倍)	0.49	0.47
速动比率 (倍)	0.36	0.31
现金短期债务比 (倍)	0.30	0.25
经营现金流负债比率 (%)	-10.77	0.08

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA/待偿本金合计	EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。