

# 跟踪评级公告

联合[2015] 1274 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持太原钢铁(集团)有限公司主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,并维持“11太钢MTN1”、“11太钢MTN2”、“11太钢MTN3”和“13太钢MTN001”AAA的信用等级。

联合资信评估有限公司  
二零一五年七月二十日



---

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>

## 太原钢铁（集团）有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定  
上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 太钢 MTN1	20 亿元	2011/2/24-2016/2/24	AAA	AAA
11 太钢 MTN2	20 亿元	2011/4/20-2016/4/20	AAA	AAA
11 太钢 MTN3	30 亿元	2011/9/28-2016/9/28	AAA	AAA
13 太钢 MTN001	15 亿元	2013/11/01-2018/11/01	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 20 日

### 财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	103.22	82.20	72.39	89.95
资产总额(亿元)	1196.84	1253.85	1307.39	1331.97
所有者权益(亿元)	413.36	387.72	432.08	426.78
短期债务(亿元)	314.47	332.81	444.50	516.61
全部债务(亿元)	652.78	701.15	722.04	748.58
营业收入(亿元)	1405.67	1460.33	1401.34	243.10
利润总额(亿元)	4.02	5.21	2.06	-0.98
EBITDA(亿元)	78.04	67.13	81.77	--
经营性净现金流(亿元)	68.61	58.79	79.25	8.67
营业利润率(%)	7.35	6.51	7.16	9.08
净资产收益率(%)	0.72	1.05	-0.12	--
资产负债率(%)	65.46	67.32	66.95	67.96
全部债务资本化比率(%)	61.23	63.12	62.56	63.69
流动比率(%)	69.31	60.67	45.69	44.30
全部债务/EBITDA(倍)	8.36	10.45	8.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.44	2.26	2.20	--
经营现金流流动负债比(%)	15.76	12.86	13.88	5.35

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；2. 现金类资产计算已剔除受限货币资金；3. 2013 年数据采用 2014 年年初数。

### 分析师

谭心远 刘新泉 马 栋

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

太原钢铁（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为中国特大型钢铁生产企业和全球单体产能最大的不锈钢生产企业，在产业链完整度、资源储备及保障、技术装备与研发等方面具备显著优势。跟踪期内，公司铁矿石自给率大幅提升，并通过积极调整产品结构、控制原材料成本和增加出口比例等措施，在钢铁行业景气度持续低迷阶段保持了较高的产销率水平；同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司钢铁产品价格持续下降、公司整体盈利能力偏弱、债务规模随项目投资持续增长、存在一定的短期资金压力等因素对公司经营和财务状况带来的不利影响。

未来随着公司产品技术水平的逐步提高、产品结构的持续优化，公司综合竞争实力得以进一步体现，盈利水平或将得以恢复。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 太钢 MTN1”、“11 太钢 MTN2”、“11 太钢 MTN3”和“13 太钢 MTN001”AAA 的信用等级。

### 优势

1. 公司自有铁矿石储量充足，跟踪期内，铁矿石自给率大幅提升；在缅甸参股的镍矿资源项目跟踪期内产量逐步增加，公司整体对抗原料价格波动风险实力有所提升。
2. 跟踪期内，随着重点工程项目的投入运行，公司技术装备水平得到提高；产品研发和节能减排取得一定进展。
3. 得益于公司较强的成本和技术优势，跟踪期内，公司不锈钢产品毛利率水平略有上升。
4. 公司经营活动现金流入量对公司待偿还债

务的保障程度高。

#### 关注

1. 受钢铁行业景气度低迷、贸易环境持续弱化影响，公司整体盈利能力和盈利规模水平仍然偏低。
2. 跟踪期内，公司债务规模有所增长，短期偿债指标弱化；公司在建工程仍维持较大规模，对外融资需求或将进一步上升。
3. 跟踪期内，公司存货规模虽有减少但仍然处于较高水平，占流动资产比例高，并以原材料和库存商品为主，且计提比例偏低，面临一定的存货跌价风险。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与太原钢铁（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与太原钢铁（集团）有限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，未因太原钢铁（集团）有限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太原钢铁（集团）有限公司提供，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（以下简称“联合资信”）关于太原钢铁（集团）有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

太原钢铁（集团）有限公司（以下简称“公司”或“太钢集团”）前身为西北炼钢厂，始建于1932年；1996年1月改制为国有独资公司，更名为太原钢铁（集团）有限公司；1998年由公司作为独家发起人，对其下属的不锈钢生产主体三钢厂、五轧厂、七轧厂和金属制品厂等经营性资产进行重组，向社会公开募集股份，组建了山西太钢不锈钢股份有限公司（以下简称“太钢不锈”）。1998年10月，太钢不锈股票在深交所上市（股票代码：000825）。2006年，经山西省人民政府国有资产监督管理委员会《关于太原钢铁（集团）有限公司钢铁主业重组整体上市的批复》（晋国资产函[2006]42号）及中国证券监督管理委员会《关于核准山西太钢不锈钢股份有限公司向太原钢铁（集团）有限公司发行新股购买资产的通知》（证监公司字[2006]109号）核准，公司钢铁主业实现了整体上市。截至2015年3月底，公司注册资本64.79亿元，山西省国资委为公司实际控制人，公司股权结构图见附件1-1。

公司是中国特大型钢铁生产企业和全球单体产能最大的不锈钢生产企业，现有山西太原本部和山西临汾两个钢铁生产基地，具备生铁760万吨、粗钢965万吨、钢材1093万吨（其中不锈钢270万吨）的年生产能力，已形成以板材为主导，管、棒、型、线适度发展的产品结构，主导产品不锈钢、不锈复合板等23项产品国内市场占有率持续保持第一。

截至2015年3月底，公司所属二级全资及控股子公司28家，其中上市公司1家，为太钢不锈；公司下设能源环保部、安全生产管

理部、计财部、规划发展部、技术中心等22个职能部门，公司组织结构图见附件1-2。

截至2014年底，公司合并资产总额为1307.39亿元，所有者权益合计为432.08亿元（其中少数股东权益103.37亿元）。2014年，公司实现营业收入1401.34亿元，利润总额2.06亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为1331.97亿元，所有者权益合计为426.78亿元（其中少数股东权益100.83亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入243.10亿元，实现利润总额为-0.98亿元。

公司注册及办公地址：山西省太原市尖草坪2号；法定代表人：李晓波。

## 三、宏观经济和政策环境

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

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除

价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005 亿元,比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增加 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增加 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860 亿元,比上年增加 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增加 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增加 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M<sub>2</sub> 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右,居民消费价格涨幅 3% 左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5% 以内,进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首

要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 普钢行业分析

根据国际钢铁协会(IISI)初步统计,进入 2000 年以来,世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致 2008、2009 年合计量阶段性下滑外,其余年份呈逐年稳步增长的态势。2014 年合计产量达到 16.37 亿吨,同比增长 3.48%;2014 年中国以 8.13 亿吨粗钢位列全球产量首位,占全球粗钢产量的 48.47%,产量同比增长 4.90%。从产能情况看,截至 2014 年底,中国粗钢产能约 11.60 亿吨,行业产能利用率 71%,同比小幅下降,产能过剩情况有所加重。

跟踪期内,钢铁行业整体景气度持续下行。2013 年初,钢材价格基本维持了反弹上涨态势,但 2013 年 3 月份起,钢铁行业景气度再度转弱,钢材价格出现波动下调,于 2013 年 7~9 月小幅冲高后,持续下行。2014 年下半年以来,钢材价格延续了震荡走低的态势,铁矿石价格跌幅扩大,下跌幅度大于钢材价格。总体看,2014 年钢铁行业产能过剩现象持续,行业竞争仍然激烈,钢材价格承压下行。铁矿石价格较快下跌缓解了钢铁企业的成本压力。

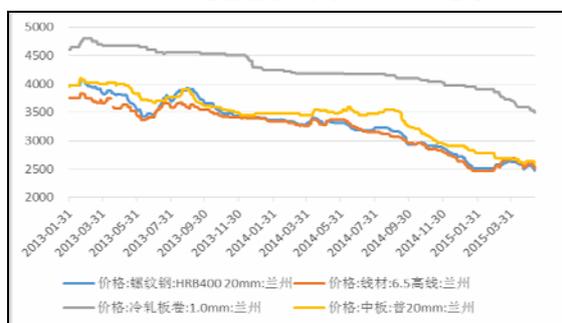
图1 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数比较



资料来源: www.mysteel.com

2014年，以兰州地区为例，主要钢材品种如螺纹钢、线材、冷轧板卷、中板等均呈下降趋势，其中冷轧板卷下跌幅度较小，价格高于其余品种。

图2 兰州地区主要钢材品种价格走势



资料来源: Wind 资讯

铁矿石方面，2014年，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，2014年铁矿石原矿产量14.98亿吨，同比增长4.32%，增长率同比下降3.80个百分点。

2014年，中国进口铁矿石9.33亿吨，同比增长13.78%。2013年为8.20亿吨，同比增长10.04%。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。

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4月均价为550元/吨。进口铁矿石价格方面，2014年12月进口铁矿石到岸价为68.66美元/吨，同比下降50.30%，2015年4月进一步下跌至50.67美元/吨。

跟踪期内，铁矿石价格大幅下跌，且其下跌幅度超过钢材价格下降幅度，大幅缓解了钢铁企业的成本压力。

从下游需求情况看，自2011年起，受国家经济政策调整影响，下游主要用钢行业增速放缓，钢铁需求增速相应下滑。

房地产开发投资方面，2014年中国房地产开发投资完成投资额95036亿元，同比增长10.49%，增速较2013下降9.30个百分点。从中

国建筑业施工面积来看，2014年建筑业施工面积为9.19亿平方米，同比增长21.22%，增速同比下降3.6个百分点。

总体看钢铁行业下游需求仍然疲弱，短期内难以大幅回升。

从钢铁行业企业经营业绩看，截至2014年底，钢铁行业企业家数为233家，同比减少37家，亏损企业占比为21.03%，同比变化不大。2014年产品销售收入8056.94亿元，同比下降5.62%，亏损企业亏损总额78.27亿元，同比大幅增长93.12%，利润总额49.50亿元，同比大幅下降40.18%。

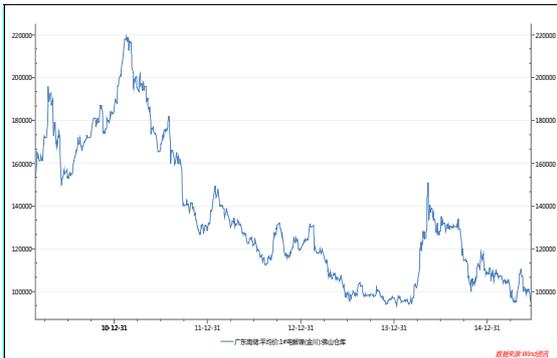
钢材进出口方面，2014年，受国内钢铁产能过剩的影响，中国累计进口钢材1442.95万吨，同比增长2.50%；累计钢材出口9378万吨，同比增加50.5%。出口增速大幅提升。

## 2. 不锈钢市场分析

不锈钢是指耐空气、蒸汽、水等弱腐蚀介质和酸、碱、盐等化学腐蚀性介质腐蚀的钢，又称耐酸钢，属于钢铁产品中的中高端产品。2006年以来，中国不锈钢粗钢产量一直位居全球第一。2014年，全球不锈钢粗钢总产量为4170万吨，其中中国不锈钢粗钢产量2169.20万吨，同比增长14.27%，占全球总量的52.02%。2014年中国不锈钢表观消费量为1606.30万吨，同比增长8.36%。2014年由于供应增速超过需求增速，不锈钢行业产能过剩程度有所上升。

2014年，不锈钢产品价格全年波动较大。以山西太钢不锈304/2B冷轧2.0mm不锈钢板为例，2014年初其价格在14000元/吨左右，二季度开始，随着镍价格的上涨其价格开始攀升，到2014年5月达到最高点21000元/吨，此后波动回落，到2015年5月，为12800元/吨。

图3 近年国产1#电解镍价格走势（单位：元/吨）

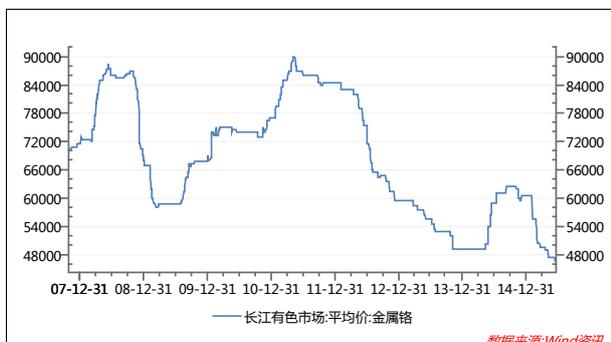


资料来源：wind资讯

不锈钢生产的合金辅料主要为镍、铬等。从2014年国产1#点解镍价格走势看，其价格波动大：2014年年初，镍价格延续2013年的低迷态势，价格在96000元/吨左右；二季度开始，镍价格快速攀升，2014年5月到达最高点，为151000元/吨；此后镍价格有所回落，但仍保持在较高水平至2014年9月，价格在130000元/吨左右；随后镍价快速回落，至2014年10月为100000元/吨左右；之后镍价格继续震荡，截至2015年3月底，均价为105000元/吨。

同样，与特钢生产密切相关的铬铁价格同样出现大幅波动，为特钢企业成本控制增加了难度。2014年一季度，铬价格维持2013年的低价态势，2014年第二季度开始大幅上涨，保持较高水平至2014年第三季度末，此后各价格迅速回落，至2015年6月，铬下跌至近5年来新低46500元/吨。

图4 近年长江有色市场金属铬平均价格情况（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯

从不锈钢行业竞争格局来看，2014年国内主要的不锈钢企业主要是太钢不锈、宝山钢铁股份有限公司、张家港浦项不锈钢有限公司、广州联众不锈钢有限公司、酒泉钢铁（集团）有限责任公司等企业，前10家企业集中度60%左右，行业集中度相对较高，不锈钢行业竞争环境相对优于整体钢铁行业的竞争环境。

综合来看，虽然不锈钢的行业竞争环境优于整体行业，但是产能过剩、原材料价格波动等因素使企业盈利能力受到很大影响。预计未来几年内，不锈钢行业供大于求的格局仍然不会有较大改善，不锈钢企业的盈利水平实现较大回升仍有难度。

### 3. 钢铁行业政策

行业政策方面，2014年，国家发展改革委、环境保护部、工业和信息化部联合修编发布了《钢铁行业清洁生产评价指标体系》；7月，环保部、发改委等6部委联合发布《大气污染防治行动计划实施情况考核办法（试行）实施细则》。《施细则》内容十分丰富，这是近年来最详细、最严格的环保考核方案。按照《工业和信息化部关于下达2014年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》（工信部产业〔2014〕148号）要求，各省、自治区、直辖市已将2014年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务分解落实到企业，并在当地政府门户网站公告了相关企业名单。2014年，工信部发布了第三批符合《钢铁行业规范条件》（以下简称“规范条件”）的钢铁企业名单，至此，工业和信息化部历时三年分三批公告了305家规范企业名单，促进了钢铁行业规范经营和产能过剩矛盾化解。

联合资信认为，近年国家针对钢铁行业产能严重过剩情况，密集出台相关产业政策，特别是2013年以来随着环境治理等任务的并轨执行，过剩产能的治理手段和相应的政府执行力度有望得到强化，有助于行业整体产能的控制和落后、过剩产能的逐步退出，缓解行业产

能过剩压力，但产能退出将是长期过程，短期内难以改善钢铁行业供求状况。

总体看，钢铁行业面产能过剩情况加剧，在经济增速放缓和减产压力作用下，行业景气度持续减弱，钢材价格波动下行。短期内，行业需求难以大幅增长，行业景气度的提升有赖于国家对过剩产能的有效治理和部分产能的有序退出。长期来看，钢铁行业作为国民经济基础行业，未来中国经济转型和结构调整和城市化进程的推进均将促进钢铁行业需求的持续增长，对行业需求形成持续支撑。

#### 4. 区域经济分析

2014年，山西全省生产总值12759.4亿元，按可比价格计算，比上年增长4.9%。其中，第一产业增加值788.1亿元，增长3.8%，占生产总值的比重6.2%；第二产业增加值6343.3亿元，增长3.7%，占生产总值的比重49.7%；第三产业增加值5628.0亿元，增长7.0%，占生产总值的比重44.1%。2014年，山西全省公共财政收入1820.1亿元，增长7.0%。税收收入1133.8亿元，下降0.3%；公共财政支出3096.3亿元，增长2.2%。固定资产投资价格下降0.4%。工业生产者出厂价格下降8.6%，其中生产资料价格下降9.0%，生活资料价格上涨1.3%。工业生产者购进价格下降3.8%。农业生产资料价格下降0.8%。2014年，山西全社会固定资产投资12354.5亿元。其中，固定资产投资（不含跨省、农户）11977.0亿元，增长11.5%。

目前，山西省已经形成了以煤炭、焦化、冶金、电力、化工、建材为重点支柱产业，并积极发展先进装备制造业、现代煤化工、新型材料工业、特色食品工业等新兴产业的良好格局。总体来看，依托于优越的资源，山西省为当地企业的发展提供了良好的区位优势。

#### 五、基础素质分析

公司是中国特大型钢铁生产企业和全球

单体产能最大、工艺技术装备最先进的不锈钢企业。公司产业链较长，拥有铁矿采选、煤焦化、钢铁冶炼加工的完整体系。

公司现有山西太原本部和山西临汾两个钢铁生产基地，随着跟踪期内公司在建项目的投产或试运行，公司生产能力有所提升，截至2014年3月底，公司具备生铁792万吨、粗钢1110万吨、钢材1040万吨（其中不锈钢400万吨）的年生产能力。

公司自有铁矿山储量充足，资源自给率高。跟踪期内，袁家村铁矿生产规模扩大，公司铁矿石的自给率大幅提高；公司参股的中色镍业公司海外镍铁矿的投产以及土耳其铬矿项目的推进，使得公司对不锈钢重要原材料的保障能力得到提升。

2014年，公司共获得受理专利380件，连续八年保持山西省第一，授权专利287件，累计授权专利达到2093件。2014年，公司发明专利申请181件，占全年申请专利数量的48%，表明专利申请质量得到提升。同时，在第八届国际发明展览会上，公司职务发明专利共获9个奖项，其中金奖2项。公司获得国家科学技术奖3个项目，冶金科学技术奖5个项目，山西省科学技术奖5个项目，冶金矿山科学技术奖3个项目，冶金医学奖3个项目，冶金行业优秀工程设计奖4个项目，山西省优秀工程勘察设计项目奖2个项目。公司科研实力雄厚，具备较强的可持续发展优势。

节能减排方面，跟踪期内，公司加强节能减排技术创新及建设，2×300MW发电机组脱硫石膏处理线年可消化电厂脱硫石膏25万吨，生产建筑石膏及水泥缓凝剂18万吨；2×300MW空冷余热回收项目和高炉冲渣水余热回收项目为更多居民家庭提供冬季取暖热源；工业废水回收膜处理工程投运，每天可多处理工业废水4.8万吨。深化环保工作，吨钢污染物排放量较上年显著下降。在行业内率先启动PM2.5减量工作，减少PM2.5污染危害。公司2014年各能耗及排放指标实际值均远小于国

家规定的 2014 年年底前钢铁企业必须达到的标准。

表 1 近年来公司主要能耗指标与国家标准对标情况

指标	国家标准	2013 年公司实际值	2014 年公司实际值
吨钢综合能耗 (kg/t)	620	558	589
吨钢耗新水 (m <sup>3</sup> /t)	5.00	1.69	2.23
吨钢烟粉尘排放量 (kg/t)	1.19	0.38	0.38
吨钢二氧化硫排放量 (kg/t)	1.63	0.49	0.46

资料来源：公司提供

## 六、管理体制

跟踪期内，公司无高管人员、管理体制、股权结构等重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营现状

公司主业为钢铁业务，产品包括不锈钢和普钢。在稳定主业的同时，公司积极拓展非钢业务，非钢收入以贸易为主，新材料、工程技术和酒店服务为辅。公司利用自身大宗原燃料采购平台和营销网络优势，积极开展与钢铁相关的非钢贸易服务业，贸易品种包括铁矿石、镍、铬、煤炭及钢材。2014 年，公司非钢业务收入占营业总收入的 57.38%，较上年的 60.78% 减少 3.40 个百分点，主要系公司有意识的减少贸易业务所致；虽然非钢业务收入占比比较大，但钢铁主业仍是公司毛利润的主要来源，约占 80%。

2014 年，公司实现营业收入 1401.00 亿元，同比小幅下降 4.04%。其中，不锈钢、普通钢、钢坯等钢铁主业收入为 597.07 亿元（占比 42.61%），同比上升 4.35%，主要来自于不锈钢收入的增长；非钢板块收入为 803.93 亿元，

同比下降 9.36%。总的来看，跟踪期内，在公司不锈钢产品收入增加推动下，公司钢铁主业收入略有增长；但公司非钢板块收入有所减少，公司营业总收入小幅下降。

2014 年公司综合毛利率为 7.29%，同比上升 0.70 个百分点，主要原因是公司不锈钢产品毛利率上升所致。从钢铁主业构成看，公司作为国内不锈钢龙头企业，不锈钢收入在钢铁主业收入中的比重为 64.31%，不锈钢主业突出。跟踪期内，煤炭、铁矿石等原材料价格下降，公司不锈钢因规模优势明显、议价能力较强，依托于新产品研发、产品结构的优化调整（逐步增加 400 系不锈钢的销售占比）、降本措施（采购镍铁合金替代纯镍板），使得公司不锈钢产品在市场低迷时期盈利能力有所提升。公司普钢及钢坯产品相对不锈钢同质性较强议价能力偏弱，在市场景气度持续低迷的大环境下，2014 年，公司普钢产品和钢坯毛利率均有所下降。公司非钢板块有效增厚了整体收入规模，但毛利率同比下降，主要系贸易市场环境普遍恶化所致。2015 年 1~3 月，钢铁行业景气度继续下行，公司实现营业收入 243.00 亿元，同比减少 33.24%；收入结构方面，公司钢铁主业收入占比大幅提升，其中不锈钢业务收入占比上升明显；毛利率方面，公司钢铁主业毛利率较上年均有所下降，但非钢板块毛利率较 2014 年上升 5.00 个百分点，主要系贸易业务周期性影响所致。受此影响，公司综合毛利率为 9.20%，较 2014 年上升 1.91 个百分点。

整体看，得益于公司不锈钢产品的规模及成本优势，跟踪期内，公司钢铁主业整体盈利能力在钢铁行业持续低迷的大环境下，仍有所增长。

表 2 2013~2015 年 1~3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

	2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
不锈钢	341.61	23.41%	11.65%	383.95	27.41%	13.11%	90.65	37%	12.05%
普通钢	200.85	13.76%	10.32%	180.00	12.85%	7.84%	40.96	17%	7.20%
钢坯	29.73	2.04%	0.65%	33.12	2.36%	0.53%	1.11	0%	0.50%

非钢板块	886.98	60.78%	4.20%	803.93	57.38%	2.40%	110.3	45%	7.40%
合计	1459.23	--	6.59%	1401.00	--	7.29%	243.00	--	9.20%

资料来源：审计报告

## 2. 原燃料采购

公司所需的主要原材料是铁矿石、煤炭、镍、铬等合金以及电力，镍、铬合金作为不锈钢生产的重要原料，在不锈钢产品生产成本中占比较高，约为70%。

跟踪期内，行业景气度下滑，公司在原燃料采购上通过加快在建工程进度（铁矿石、白灰等）、缩短周期小批量采购、增大镍铁采购比例等方式应对不利局面。

表3 公司主要原燃料采购情况

(单位：万吨、万千瓦时、元/吨)

原燃料名称		2013年	2014年	2015年1-3月
铁矿石	采购量	255	11.44	1.96
	采购均价	1031	901.75	738.57
焦炭	采购量	61.13	16.55	--
	采购均价	1327.75	802.24	--
煤炭	采购量	664.34	802.53	186.01
	采购均价	750.9	631.56	562.71
镍金属	采购量	14.08	14.76	4.01
	采购均价	79090	90216	88536.79
铬铁	采购量	78.81	98.14	25.96
	采购均价	8169	7325.87	7094.49
电力(外购)	采购量	408120	214118	63681.73
	采购均价	0.44	0.41	0.41

资料来源：公司提供

### 铁矿石/铁精粉

从铁矿石采购情况看，公司自有铁矿储备充足，截至2015年3月底，公司拥有峨口铁矿、尖山铁矿、二峰山、袁家村等4座铁矿，合计可开采储量达到16.63亿吨。2014年随着袁家村铁矿产能的逐步释放，公司铁矿石自给率得到大幅提升，达到99.12%，2015年一季度，公司铁矿石自给率保持相对稳定。

表4 公司自有矿山情况

矿山名称	可采储量(亿吨)	原矿平均品位(%)	2013年铁精粉产量(万吨)	2014年铁精粉产量(万吨)	2015年一季度铁精粉产量(万吨)
峨口铁	2.95	18.85	221.61	211.20	54.14

矿山名称	2013年	2014年	2015年1-3月		
尖山铁矿	1.21	34.41	378.06	388.58	92.87
袁家村	12.47	30.63	411.15	675.39	171.42
合计	16.63	--	1010.82	1275.17	318.43

资料来源：公司提供

注：二峰山铁矿产量很小未在此表列示。

表5 公司铁矿石自给情况

(单位：万吨、%、元/吨)

项目	2013年	2014年	2015年1-3月
自给量	1028	1286.77	320.22
外购量	255	11.44	1.96
合计	1283	1298.21	322.18
自给率	80.12%	99.12%	99.39%
外购均价	1031	901.75	738.57

资料来源：公司提供

注：1. 公司自给量大于3大矿山产量部分为二峰山铁矿的自给量；

2. 上述铁矿石自给率没有考虑到需配置部分碱性环境的海外铁精粉部分。

公司铁矿石供应商为淡水河谷、必和必拓和南非KUMBA，采取长协协议锁定供应量，随着公司自产矿的增加，对其依赖程度在不断减小，2014年外购量大幅减少，仅为11.44万吨，同比下降95.51%；采购均价901.75元/吨，采购价格较高，主要系公司采购时间点在2014年年初，铁矿石处于一年中高点所致。

### 煤炭、焦炭采购

煤炭采购方面，公司地处煤炭资源大省——山西省，具有较强的先天采购和运输优势，公司自身拥有炼焦厂，2014年焦炭基本实现自给，外采以煤炭为主。公司与省内大型煤炭企业山西焦煤集团、山西西山煤电股份有限公司和山西焦化股份有限公司等形成了长期战略合作关系，采取协议价方式锁定供应量，三者供应额度占比达到70%。公司目前参股两家煤炭公

司，其项目尚处在建状态。跟踪期内，公司煤炭的外购量有所上升，焦炭采购量有所下降，主要系公司改进生产工艺，在烧结过程中能产生一部分焦炭所致。价格方面，公司煤炭采购价格跟踪期内持续下滑。

### 镍、铬采购

镍方面，公司目前持有中国最大的镍生产企业——金川集团有限公司 4.87% 的股权，并加强与国际最大的镍生产供应商——加拿大 Inco 公司、古巴镍业公司的合作，以进一步保障纯镍的供应。此外，海外资源项目方面，公司参股中色镍业公司 40% 的股权，在缅甸拥有镍矿石量 3414.46 万吨，规划镍铁年产量 8.5 万吨，由于尚未完全达产，2014 年实际产量为 7.10 万吨，2015 年 1~3 月为 1.04 万吨；2014 年对公司的供应量为 6.6 万吨，2015 年 1~3 月对公司的供应量为 1.04 万吨，2014 年公司采购镍国内占比 69.94%。

由于纯镍价格较高，公司利用含镍生铁替代纯镍的策略，使得纯镍使用量大幅下降，有效降低了镍的平均采购成本；2014 年公司镍金属采购量为 14.76 万吨，同比上升 4.83%。跟踪期内，镍金属的采购价格呈上涨态势，一定程度上加大了公司成本控制压力。

2014 年公司铬采购量 98.14 万吨，同比增长 24.53%；采购价格方面，2014 年铬采购均价为 7325.87 元/吨，同比下降 10.33%，国内采购占比 75.30%。2015 年 1~3 月，公司铬采购量为 25.96 万吨，采购均价进一步下降，为 7094.49 元/吨。

### 电力

公司拥有 2 台 300MW 空冷燃煤抽凝式发电机及余热余压发电设备，2014 年公司电力自给率达到 73.60%。由于自备电厂发电成本较低，公司在电力采购上具有较强的成本优势（自备电厂的发电成本在 0.25 元/度左右，较 0.41 元/度的外购均价每度低 0.16 元）。此外，公司部分下属子公司（矿山企业为主）为山西

省直供电企业，电力采购成本相对较低。

总体看，跟踪期内，随着袁家村铁矿生产规模扩大，公司铁矿石的自给率大幅提高；采用自给电力降低生产成本；公司参股的中色镍业公司海外镍铁矿的投产以及土耳其铬矿项目的推进，使得公司对不锈钢重要原材料的保障能力得到提升。但是，跟踪期内，关键原材料镍的采购价格有所上升，一定程度上加重了公司成本控制压力。

### 3. 产品生产

钢铁行业属于典型的重资产行业，装备规模及水平对企业竞争力至关重要。2014 年，公司中频感应炉、免酸洗板生产线、铬钢专用酸洗线等“十二五”重点项目达产，不锈钢冷连轧、硅钢冷连轧、高速铁路用钢技术改造等重点项目稳步推进，装备水平得到进一步提升。2014 年公司生产不锈钢粗钢 342.62 万吨，同比增加 19.20%，仍然是世界上最大的单体不锈钢生产企业，具备很强的规模优势及市场地位。

跟踪期内，公司继续增加 400 系不锈钢<sup>1</sup>的销售占比，2014 年该比例已达到 46.80%。能够降低公司对镍的依赖程度，从而减轻公司生产成本控制压力。

表 6 2013~2015 年及 2015 年 1~3 月公司钢产品产量情况  
(单位:万吨)

产品	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
	产量	产量	产量
生铁	792	910.48	196.92
粗钢	999	1072.32	244.71
钢材	941.59	1003.82	235.76
其中: 不锈钢材	287.43	342.62	87.17

资料来源：根据公司提供资料整理

### 4. 产品销售

公司产品应用领域方面，公司棒材和线材主要应用于石油和食品行业等；板材主要用于

<sup>1</sup> 400 系不锈钢产品不含或含少量镍，其成本较 300 系低，盈利能力强于 300 系，其性能优异，在诸多领域可取代 300 系不锈钢。

造船、汽车板、海洋平台等；钢管主要用于中石油、中石化的油气管道运输等；不锈钢以不锈钢板为主，主要应用于大型设备、建筑装饰、交通运输、厨房设备等领域。公司普碳钢方面，销售半径为 600 公里以内，主要销售区域：华北、山东、陕西、河南；区域内面临的主要竞争对手为中国首钢集团和安阳钢铁集团公司；优势产品有碳钢热轧卷板和冷轧硅钢。不锈钢方面，主要下游销售区域在东部沿海地区。

普钢产品方面，2014 年，公司仍以板材销售为主（占 89.02%），总体销量基本保持稳定；价格方面，2014 年普钢各类型产品的销售均价均有不同程度的下降，其中棒材及板材跌幅较大，分别下降 21.64% 和 17.12%，公司普钢产品盈利空间继续收缩。

表 7 公司主要普钢钢材产品销售情况  
(单位：万吨、元/吨)

产品		2013 年	2014 年	变化率	15 年 1-3 月
钢坯	销量	7.24	15.05	181.20%	4.96
	产量	4.3	691.83	2.29%	147.69
	销售均价	3122	2591.08	-12.68%	2240.89
线材	销量	4.75	1.88	14.63%	0.50
	产量	1.6	1.96	22.62%	0.46
	销售均价	4375	4164.35	-4.74%	3963.60
棒材	销量	44.72	45.74	2.27%	10.86
	产量	52.62	42.38	-19.33%	9.38
	销售均价	4494	3521.00	-21.64%	2832.31
板材	销量	593.81	507.90	-14.47%	100.32
	产量	591.54	509.41	-13.88%	95.52
	销售均价	3534	2928.97	-17.12%	2650.84

资料来源：公司提供

不锈钢产品方面，2014 销量较上年大幅增长 17.94%，为 335.44 万吨，销售均价同比下降 5.33%，为 11446 元/吨。2015 年一季度，公司销量为 81.50 万吨，占 2014 年全年的 24.30%，不锈钢销售均价进一步下降，较 2014 年均价下降 2.83%。

表 8 公司钢铁产品中不锈钢销售情况  
(单位：万吨、元/吨)

产品	2013 年	2014 年	变化率	15 年 1-3 月
不锈钢销量	284.42	335.44	17.94%	81.5
不锈钢销价	12091	11446	-5.33%	11122

资料来源：公司提供

表 9 2013~2014 年及 2015 年 1~3 月公司钢材产销情况  
(单位：万吨、%)

	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产量	944.03	1003.82	235.76
销量	946.66	996.68	228.37
产销率 (%)	100.28	99.29	96.87
出口比例 (%)	7.16	12.70	12.00

注：此处钢材是指公司最终对外销售的产品，不同于中间产品粗钢

资料来源：根据公司提供资料整理

总体看来，2014 年以来，在钢铁行业景气度持续低迷的影响下，公司各品种钢材销售均价仍然延续了下跌的局面。

面对钢材产品价格持续下跌的局面，公司采取了相应措施来应对行业风险。一方面，公司开拓国外市场，扩大了产品的出口比例，2014 年出口比例提高 5.54 个百分点，至 12.70% 对公司改善销售起到积极作用；另一方面，公司积极调整产品结构，加大了常规产品、同质化产品向特色产品、高端产品的转变，增加了超薄、超宽、超厚等极限规格产品和高端、特色产品的销售比重。同时拓宽销售领域，推动产品进入城市轻轨、核电、“长征”系列火箭、“神舟”系列飞船等新兴行业。

## 6. 在建项目及未来发展规划

公司目前重点在建及拟建项目有不锈钢冷连轧改造、硅钢冷连轧改造、高速铁路用钢技术改造、袁家村铁矿配套球团技术改造项目和太钢万邦 30 万吨高碳铬铁项目等，项目集中于钢材技术改造、产品结构调整和铁精粉资源保障。未来公司在建项目的投产，有利于公司加快产品结构的调整，提升产品品质以增强公司持续竞争实力，有利于公司节能环保水平的持续改善，同时将进一步提升铁精粉自给水

平，有效控制钢铁主业成本，提升钢铁主业盈利能力。截至 2015 年 3 月底，公司在建及拟建项目共计总投资 215.96 亿元，2015 年 4~12 月预计投资 41.82 亿元，短期内公司投资规模较大。

表 10 截至 2015 年 3 月底公司主要在建项目情况  
(单位：万元)

项目名称	总投资	截至 2015 年 3 月底已投入	2015 年 4~12 月预计投资
硅钢冷连轧及配套技术改造项目	384611	270792	113819
不锈钢冷连轧及配套技术改造项目工程	647700	561775	85925
热熔渣生产矿棉	42559	33628	8931
冷轧硅钢常化酸洗生产线技术改造项目	33316	6055	27261
太钢万邦 30 万吨高碳铬铁项目	122900	134800	5000
T800 级碳纤维产业化项目	59000	52890	6110
袁家村铁矿配套球团及普明铁路专用线工程	121715	99715	22000
高炉煤气高效综合利用项目	66360	54781	11579
高速铁路用钢技术改造	121459	83848	37611
<b>合计</b>	<b>1599620</b>	<b>1298284</b>	<b>318236</b>

资料来源：公司提供

注：已投与预计投资之和超出总投资后继续追加投资所致。

表 11 截至 2015 年 3 月底公司主要拟建项目投资情况  
(单位：亿元)

序号	项目名称	总投资	2014 年 4~12 月预计投资	2015 年预计投资	2016 年预计投资
1	棒线材改造工程	11.00	2.00	4.00	5.00
2	不锈钢线材技术改造工程	11.00	3.00	5.00	3.00
3	不锈钢热轧技术改造工程	34.00	5.00	7.00	7.00
	<b>合计</b>	<b>56.00</b>	<b>10.00</b>	<b>16.00</b>	<b>15.00</b>

资料来源：公司提供

未来，公司将在“钢铁主业、产业链延伸、多元化发展和绿色经济”四个方面推动公司业务全面发展。

钢铁主业方面，公司将加快实施不锈钢无缝钢管、高强度精密带钢、取向硅钢、高等级

特钢型材、高强度热轧板卷、碳钢冷轧板卷等的产品研发和技术改造，持续优化产品结构，提升差异化竞争能力，保持不锈钢行业领导者地位。

产业延伸方面，公司将逐步向上游资源延伸产业链，包括国内及海外铁矿、镍矿、铬矿等资源，拓展能源、新材料等领域。

多元化产业方面，坚持“依托主业、服务主业、与主业共同发展”的方针，积极实施钢铁贸易、金融、工程技术及现代服务业等相关行业的适度多元化经营，完善钢铁主业与多元化协同发展的集群型产业结构。

绿色经济方面，实施冶金除尘灰回收利用、矿渣超细粉等节能减排、资源综合利用项目，探索高碳行业低碳发展的新途径，使绿色经济、低碳经济成为公司新的发展方式、新的效益增长点和竞争力，使公司成为冶金行业绿色发展、低碳发展的示范企业。

跟踪期内，公司产品技术不断提升，未来随着公司重点项目的建成投产，公司的产品技术性优势和差异化战略将得到进一步加强，公司综合竞争力和盈利能力有望持续增强；但同时，由于公司大多数主要在建工程预计在 2015 年完工，公司短期内投资支出较大，对外融资需求及债务负担或将进一步上升。

随着不锈钢冷连轧改造、硅钢冷连轧改造等项目的逐步完工，未来公司产品品质与结构将持续提升和优化，推动公司普钢产品不断向高端拓展，并巩固不锈钢的行业龙头地位；袁家村铁矿配套球团技术改造项目将使公司产业链逐步向上游延伸，提升钢铁板块原燃料自给率、有效降低钢铁生产成本，改善钢铁主业的盈利水平。

## 八、财务分析

公司提供的 2014 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015

年一季度财务数据未经审计。从合并范围看，2014年，公司新增山西太钢峨口生态农业发展有限公司等5家子公司，剔除太钢集团保税物流中心有限公司等2家子公司，合并范围对整体财务数据可比性影响较小。2014年，公司执行新的会计准则，并对2013年期末数进行了调整，故财务分析中2013年数据采用2014年期初数。

截至2014年底，公司合并资产总额为1307.39亿元，所有者权益合计为432.08亿元（其中少数股东权益103.37亿元）。2014年，公司实现营业收入1401.34亿元，利润总额2.06亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为1331.97亿元，所有者权益合计为426.78亿元（其中少数股东权益100.83亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入243.10亿元，实现利润总额为-0.98亿元。

### 1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入1401.34亿元，同比小幅减少4.04%，减少主要是公司有意识减少非钢板块中贸易服务业务规模所致。同期，在不锈钢产品收入增长推动下，公司钢铁主业收入同比有所增加。

2014年公司营业利润率为7.16%，同比上升0.65个百分点，主要原因是公司低毛利率水平的非钢业务收入占比有所下降以及不锈钢产品收入占比和毛利率上升所致。

从期间费用看，2014年公司期间费用占营业收入的比重为6.47%，同比上升0.78个百分点；其中公司财务费用22.57亿元，同比大幅增长37.12%；管理费用48.45亿元，同比减少2.30%。跟踪期内，随着在建工程的稳步推进，公司债务规模持续增长，财务费用的快速增长；管理费用维持在较高水平，对公司经营性利润有一定侵蚀。

2014年，公司资产减值损失19.33亿元，同比增长123.38%，主要为坏账损失和长期股

权投资减值损失。

2014年，公司投资收益9.89亿元，同比大幅增加，增长主要系公司及旗下子公司出售股票取得的投资收益。

受公司财务费用和资产减值损失大幅增长影响，2014年公司实现利润总额2.06亿元，同比大幅减少60.39%

图5 近年来公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2014年总资本收益率、净资产收益率仅分别为2.11%和-0.12%；较2013年分别上升0.04个百分点和下降1.17个百分点。公司整体盈利指标水平低。

2015年1~3月，钢铁行业景气度持续低迷，公司实现营业收入243.10亿元，同比减少33.27%；收入结构较2014年变化不大；营业利润率为9.08%，较2014年水平小幅上升。同期，受管理费用和财务费用同比增长影响，公司实现利润总额-0.98亿元，净利润-1.34亿元，同比均由正转负。

总体看，跟踪期内，不锈钢产品主要原材料镍的价格有所上升，加重了公司成本控制压力；此外，受钢铁行业持续低迷影响，公司盈利规模有所减少，盈利能力仍然偏弱，公司盈利状况对投资收益依耐性大。未来随着资源项目生产规模的扩大、产品技术水平的逐步提高、产品结构的持续优化，公司未来盈利水平或将得以恢复。

## 2. 现金流及保障

从经营活动来看, 2014年, 公司经营现金流入量为1159.69亿元, 同比减少16.71%, 以销售商品、提供劳务收到的现金为主, 为1149.44亿元; 2014年, 公司钢材销售有一定的赊销比例, 现金收入比同比有所下降, 为82.02%; 2014年, 公司经营活动现金流出量为1080.44亿元, 同比减少18.98%, 以购买商品、接受劳务支付的现金为主, 2014年公司经营性净现金流为79.25亿元, 同比有所增加, 但公司经营活动获现能力较强。

从投资活动来看, 2014年, 公司投资活动现金流入量为24.37亿元, 其中收回投资收到的现金22.24亿元, 同比增长615.15%, 主要系当期公司出售所持有的山西证券及金钼股份股票所致; 2014年, 公司投资活动现金流出量为77.23亿元, 其中构建固定资产、无形资产等支付的现金71.21亿元, 同比减少38.48%; 2014年, 公司资本性支出有所减少, 投资活动仍表现为净流出, 公司投资活动产生的现金流净额为-52.86亿元。

从筹资活动来看, 公司筹资活动现金流入主要来自银行借款以及债务融资工具; 筹资活动现金流出主要来自于偿还债务支付的现金; 2014年, 公司筹资活动净现金流为-32.45亿元, 同比由正转负。

2015年1~3月, 公司现金收入比大幅上升至136.81%, 受此影响, 公司经营性净现金流同比大幅上升, 为8.67亿元, 公司收到其他与经营活动有关的现金、支付其他与经营活动有关的现金分别为15.20亿元、14.50亿元, 主要由集团公司与子公司之间资金划拨构成; 同期, 公司资本性支出大幅增长, 购建固定资产、无形资产等支付的现金10.31亿元, 投资净流出8.50亿元; 筹资净流入20.01亿元。

总体看, 跟踪期内公司经营现金流入规模大, 工程项目投资支出有所减少, 但仍保持较大规模, 公司仍将面临一定的外部筹资压力。

## 3. 资本及债务机构

截至2014年底, 公司资产总额1307.39亿元, 同比增长4.27%。其中非流动资产占80.04%, 公司资产构成以非流动资产为主, 符合钢铁行业特征。

截至2014年底, 公司流动资产为260.92亿元, 同比下降5.90%, 主要是货币资金、预付款项和存货的下降所致; 构成方面, 较上年变化不大, 主要由货币资金、应收账款和存货等构成。

截至2014年底, 公司货币资金55.43亿元, 同比下降12.26%, 其中, 受限资金为4.10亿元, 主要系子公司质押借款保证金和银行承兑汇票保证金等。

截至2014年底, 公司应收票据为16.13亿元, 全部为银行承兑汇票, 同比增长11.82%, 主要是业务量增加所致。

截至2014年底, 公司应收账款30.61亿元, 同比增长68.97%, 其中按账龄分析法计提的应收账款账余额13.18亿元, 账龄在一年以内的占70.16%; 此外, 其它无回收风险的款项18.42亿元, 为太钢不锈单独进行减值测试后认为不存在回收风险的客户欠款(包括使用信用证结算的客户和中国造币公司等大型国企)。应收账款增加主要系其他无回收风险的款项大幅增长所致。应收账款综合计提比例为5.67%。

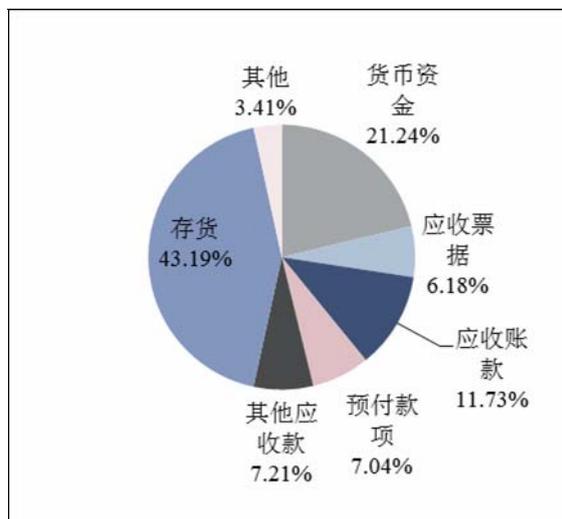
预付款项系太钢不锈的工程设备及原材料预付款, 截至2014年底为18.36亿元, 同比下降20.97%, 其中1年以内的占97.33%。

截至2014年底, 公司其他应收款18.81亿元, 主要为对联营企业的借款, 同比增长31.90%, 主要由对晋煤太钢的委托贷款和对城北热力的供热资产转让费构成。按账龄分析法计提的其他应收款中账龄在一年以内的占92.26%, 公司其他应收款综合计提比例为38.09%, 计提比例较为充分。

截至2014年底, 公司存货为112.69亿元, 同比下降17.06%, 其中原材料、半成品和库存商品分别占25.10%、22.31%和41.24%, 公司计

提了2.65亿元的存货跌价损失，计提比率为2.30%，计提比例偏低，在钢铁行业景气度持续低迷的大环境下，公司面临一定存货跌价风险。

图6 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

公司非流动资产不断增长，2014年底为1046.46亿元，同比增长7.16%，主要来自于可供出售金融资产、固定资产和无形资产的增加。

公司可供出售金融资产主要系公司持有的金钼股份（601958）、光大银行（601818）、广深铁路（601333）、交通银行（601328）、山西焦化（600740）、山西证券（002500）六支股票以及全资子公司一山西太钢投资有限公司持有的股票和基金，2014年底为99.79亿元，同比大幅增长36.85%，主要是系公司持有的上市公司山西证券股份有限公司的股票价值大幅上涨所致。

截至2014年底，公司固定资产为602.92亿元，主要由机器设备、房屋及建筑物构成，同比大幅增长30.05%，主要系袁家村铁矿项目、节能减排技术改进工程-高炉改造和不锈钢冷连轧二钢配套技术改造工程等在建工程转固所致。公司固定资产当期折旧共计36.14亿元。

截至2014年底，公司在建工程158.43亿

元，公司在建工程以产品转型升级、产业链延伸项目为主，同比大幅减少39.57%，主要系当期在建工程转固所致。

截至2014年底，公司无形资产84.65亿元，主要为土地使用权和采矿权，同比增长26.52%，主要系袁家村铁矿探矿权转采矿权共计12.30亿元所致。

截至2015年3月底，公司资产总额为1331.97亿元，较上年年底增长1.88%。流动资产方面，货币资金和存货有所增加；非流动资产方面变化不大。

整体看，跟踪期内，公司存货规模较大，占流动资产比例高，并以原材料和库存商品为主，在行业景气度低迷阶段存在一定的跌价风险；可供出售金融资产的增加推动非流动资产规模稳步上升。

截至2014年底，公司所有者权益合计432.08亿元（其中少数股东权益103.37亿元），同比增长5.46%，主要来自于其他综合收益的增加，2014年底，公司其他综合收益主要由当期出售股票所得的投资收益构成。构成方面，截至2014年底，所有者权益中，实收资本占20.31%、资本公积占19.59%、盈余公积占19.53%、未分配利润占26.78%。2015年一季度，公司所有者权益325.95亿元，较2014年底变化不大。整体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

跟踪期内，公司负债规模不断增长，截至2014年底为875.30亿元，同比增长3.69%，2014年一季度增加至905.19亿元。公司负债以流动负债为主，2014年底及2015年3月底，流动负债占比分别为54.74%和58.06%。

截至2014年底，公司流动负债571.03亿元，主要由短期借款、应付账款、一年内到期非流动负债、应付票据及其他应付款等构成。2014年底，公司流动负债同比增长24.93%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。

截至2014年底，公司短期借款231.99亿

元，主要由信用借款构成（占 77.77%），同比增长 11.35%，公司短期借款增长，主要是因为在建工程投入、行业低迷等因素使得公司对短期资金需求增加。

截至 2014 年底，公司应付账款 65.14 亿元，同比减少 7.51%，应付账款中账龄 1 年内的占比 87.86%。

截至 2014 年底，公司应付票据 60.28 亿元，全部为银行承兑汇票，同比增长 47.68%，主要为公司业务往来产生。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 149.43 亿元，同比大幅增长 81.89%，增长主要来自于信用借款和一年内到期的应付债券。

截至 2014 年底，公司其他应付款 23.30 亿元，同比变化不大，主要由集团对各子公司的业务往来款构成，账龄在 1 年以内的占 57.21%。

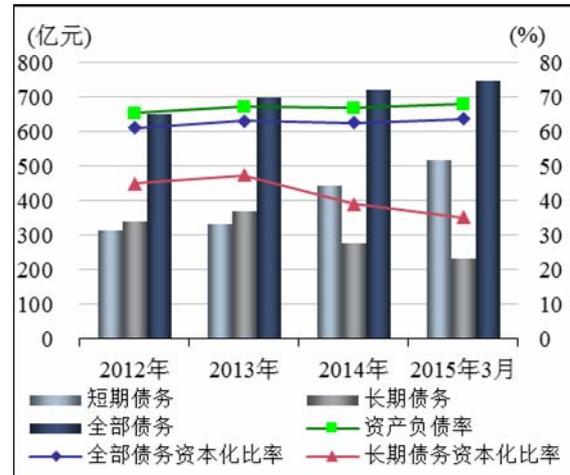
2015 年 3 月底，公司流动负债为 648.63 亿元，较 2014 年底增长 13.59%，主要来自于短期借款和一年内到期的非流动负债的增加。

截至 2014 年底，公司非流动负债 304.27 亿元，同比减少 21.39%，主要系长期借款和应付债券减少所致。

截至 2014 年底，公司长期借款 217.54 亿元，同比减少 18.93%，其中信用借款占 82.86%；公司应付债券为 60 亿元，同比减少 40.00%，主要系共计 40 亿元的应付债券转为一年内到期的非流动负债所致。

截至 2015 年 3 月底，公司非流动负债 256.56 亿元，较 2014 年底下降 15.68%，主要来自于长期借款和应付债券的减少。

图 7 2012~2015 年 3 月公司债务情况



资料来源：公司年报

2014 年，公司有息债务规模有所上升，截至 2014 年底为 722.04 亿元，同比增长 2.98%，其中短期债务占 61.56%，短期债务占比同比有所提高。截至 2015 年 3 月底，公司有息债务为 748.58 亿元，较 2014 年底增长 3.68%，其中短期债务占比上升至 69.01%。

从负债指标情况看，受益于公司所有者权益的大幅增长，2014 年底公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 39.11%、62.56% 和 66.95%，分别较上年下降 8.23、0.55 和 0.37 个百分点，债务负担有所减轻。2015 年 3 月底，全部债务资本化比率和资产负债率有所上升。

总体看来，跟踪期内，公司有息债务规模有所上升，债务负担略有减轻，但债务结构有所弱化。

#### 4. 偿债能力

短期偿债能力方面，2014 年底，受短期债务增长影响，公司流动比率及速动比率均较 2013 年底有不同程度的下降，分别为 45.69% 和 25.96%，分别较 2013 年底下降 14.98 和 4.98 个百分点；2015 年 3 月底上述两项指标分别为 44.30% 和 25.54%，仍处于较低水平。2014 年经营现金流流动负债比为 13.88%，较 2013 年上升 1.02 个百分点。2014 年底和 2015 年 3 月

底,公司现金类资产分别为 72.39 亿元和 89.95 亿元,对短期债务的覆盖倍数分别为 0.16 倍和 0.17 倍。跟踪期内,公司短期偿债能力有所弱化,且短期债务占比加大;但考虑到公司经营活动现金流入量规模较大,对短期债务保障较好,公司整体短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面,2014 年公司 EBITDA 为 81.77 亿元,同比上升 21.81%。受公司债务规模上升影响,EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均较上年有所弱化,分别为 2.20 倍和 8.83 倍。跟踪期内,公司长期偿债能力有所弱化,但仍处于适宜范围。

截至 2015 年 3 月底,公司对外担保金额 21.52 亿元,担保比率 4.98%,同比有所下降,主要为对太原重型机械集团有限公司(以下简称“太重集团”)担保 8.4 亿元和对山西晋煤太钢能源有限责任公司(以下简称“晋煤太钢”)担保 11.33 亿元。

晋煤太钢为公司参股子公司,持股比例为 49%,由于目前晋煤太钢仍处于项目建设期,截至 2014 年底,晋煤太钢资产总额 66.46 亿元,净资产 13.86 亿元;2014 年实现营业收入 173.19 万元,净利润-1.22 亿元。

太重集团于 2010 年 12 月发行的 10 年期 8.40 亿元“10 太重债”,公司为其提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2014 年,太重集团资产总额 377.38 亿元,净资产 77.57 亿元;2014 年实现营业收入 181.27 亿元,利润总额 -1.02 亿元。联合资信评定太重集团最新主体长期信用等级为 AA,评级展望为负面。

总的来看,2014 年,公司主要对外担保企业经营状况不佳,债务负担重,公司存在一定的或有负债风险。

2014 年公司 EBITDA 为 81.77 亿元,为“11 太钢 MTN1”、“11 太钢 MTN2”、“11 太钢 MTN3”和“13 太钢 MTN001”本金总额度的 0.96 倍;2014 年公司经营活动现金流入量和净流量分别为 1159.69 亿元和 79.25 亿元,分别为“11 太钢 MTN1”、“11 太钢 MTN2”、“11 太钢 MTN3”和

“13 太钢 MTN001”本金合计的 13.64 倍和 0.93 倍。公司经营活动现金流入量对存续期债券保障程度高。

公司与国内多家银行建立了较稳固的合作关系,截至 2015 年 3 月底,公司在各银行授信总额共计 1353 亿元,其中未使用额度 834 亿元,公司间接融资渠道畅通;公司控股子公司山西太钢不锈钢股份有限公司为 A 股上市公司,公司直接融资渠道畅通。

## 5. 过往债务履约情况

根据《中国人民银行征信中心企业信用报告》,截至 2015 年 5 月 27 日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录;近三年发行的债务融资工具均已按时付息。总体看,公司过往债务履约情况良好。

## 6. 抗风险能力

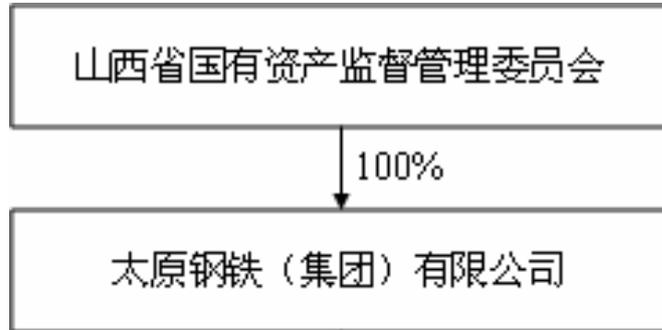
公司作为中国特大型钢铁生产企业和全球产能最大的不锈钢生产企业,钢铁产业链完整、铁矿石资源储备丰富、自给率高,其中不锈钢产品规模优势突出、技术装备处于全球最先进水平、科研实力行业领先、产品品质优良、品牌认知度较高,国内市场占有率多年位居行业第一位,具有较强的市场竞争优势;依托现有钢铁产业链的延伸,公司非钢产业快速增长有效于分散单一行业的周期波动风险。

基于对行业运行情况,区域经济环境,公司基础素质,经营情况和财务风险的综合判断,公司整体抗风险能力强。

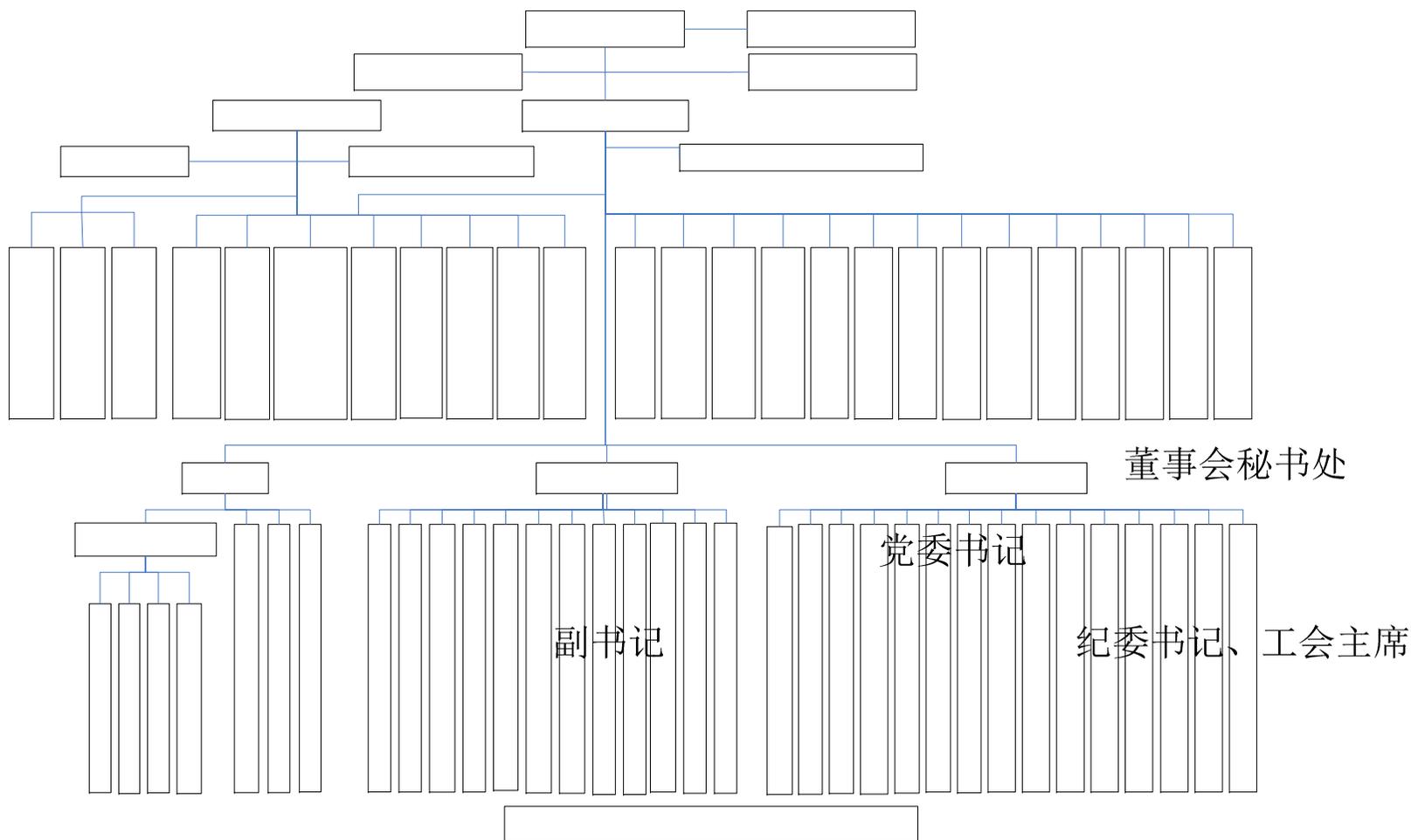
## 十、结论

综合考虑,联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“11 太钢 MTN1”、“11 太钢 MTN2”、“11 太钢 MTN3”和“13 太钢 MTN001”AAA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



董事

总经理

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	103.22	82.20	72.39	89.95
资产总额(亿元)	1196.84	1253.85	1307.39	1331.97
所有者权益(亿元)	413.36	387.72	432.08	426.78
短期债务(亿元)	314.47	332.81	444.50	516.61
长期债务(亿元)	338.31	368.34	277.54	231.97
全部债务(亿元)	652.78	701.15	722.04	748.58
营业收入(亿元)	1405.67	1460.33	1401.34	243.10
利润总额(亿元)	4.02	5.21	2.06	-0.98
EBITDA(亿元)	78.04	67.13	81.77	--
经营性净现金流(亿元)	68.61	58.79	79.25	8.67
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	34.60	39.91	35.43	21.33
存货周转次数(次)	9.01	9.73	10.38	7.53
总资产周转次数(次)	1.17	1.19	1.09	0.74
现金收入比(%)	96.07	94.69	82.02	136.81
营业利润率(%)	7.35	6.51	7.16	9.08
总资本收益率(%)	2.47	2.07	2.11	2.03
净资产收益率(%)	0.72	1.05	-0.12	--
长期债务资本化比率(%)	45.01	47.34	39.11	35.21
全部债务资本化比率(%)	61.23	63.12	62.56	63.69
资产负债率(%)	65.46	67.32	66.95	67.96
流动比率(%)	69.31	60.67	45.69	44.30
速动比率(%)	36.18	30.94	25.96	25.54
经营现金流动负债比(%)	15.76	12.86	13.88	5.35
EBITDA 利息倍数(倍)	2.44	2.26	2.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.36	10.45	8.83	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；  
 2. 现金类资产计算已剔除受限货币资金；  
 3. 2013 年数据采用 2014 年期初数。

**附件 3 有关计算指标的计算公式**

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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/主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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。