

# 跟踪评级公告

联合[2014] 1198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,维持“11太钢MTN1”、“11太钢MTN2”、“11太钢MTN3”和“13太钢MTN1”AAA的信用等级。

特此公告。



---

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 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 MTN1	15 亿元	2013/11/01-2018/11/01	AAA	AAA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 10 日

### 财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	125.58	103.22	80.02	83.34
资产总额(亿元)	1121.31	1196.84	1269.65	1320.56
所有者权益(亿元)	407.91	413.36	425.30	428.41
短期债务(亿元)	316.62	314.47	334.05	394.15
全部债务(亿元)	602.50	652.78	702.59	754.71
营业收入(亿元)	1270.20	1405.67	1460.40	364.30
利润总额(亿元)	20.17	4.02	5.02	0.81
EBITDA(亿元)	89.86	78.04	64.05	--
经营性净现金流(亿元)	62.83	68.61	60.63	2.82
营业利润率(%)	8.65	7.35	6.51	6.92
净资产收益率(%)	4.82	0.72	0.97	--
资产负债率(%)	63.62	65.46	66.50	67.56
全部债务资本化比率(%)	59.63	61.23	62.29	63.79
流动比率(%)	76.91	69.31	59.22	59.94
全部债务/EBITDA(倍)	6.71	8.36	10.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.64	2.44	2.21	--
经营现金流动负债比(%)	14.88	15.76	13.12	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

### 分析师

刘新泉 闫昱州

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、扩大出口和增加非钢板块收入等措施，在钢铁行业景气度下行阶段收入和利润规模同比保持相对稳定；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、公司整体盈利能力仍偏弱、债务负担随项目投资持续上升、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。

未来随着资源项目的逐步达产、产品技术水平的逐步提高、产品结构的持续优化，配合钢铁及贸易行业景气度的缓慢复苏，公司综合竞争实力得以进一步体现，未来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。

公司经营活动现金流入量对“11 太钢 MTN1”、“11 太钢 MTN2”、“11 太钢 MTN3”和“13 太钢 MTN1”保障程度高。

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 MTN1”AAA 的信用等级。

### 优势

1. 公司自有铁矿石储量充足，资源自给率高，2014 年一季度公司铁矿石自给率上升至 98%；在缅甸参股的镍矿资源项目跟踪期内逐步投产，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优势，跟踪期内，公司钢铁主业毛利率水平仍能基本维持稳定。
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. 受钢铁行业低迷、贸易环境景气度持续弱化影响，公司盈利指标有所减弱，公司整体盈利能力和盈利规模水平仍然偏低。
2. 跟踪期内，公司债务负担趋重，短期偿债指标弱化；公司大多数重点项目预计2014年投产，短期内资本性支出仍将保持较大规模，对外融资需求及债务负担或将进一步上升。
3. 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；镍、铬等主要原材料价格随着钢价回落波动下行趋势，使公司面临较大的计提原材料减值损失的压力。

## 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2014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2014年3月底，公司所属二级全资及控股子公司27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2013年底，公司合并资产总额为1269.65亿元，所有者权益合计为425.30亿元（其中少数股东权益125.11亿元）。2013年，公司实现营业收入1460.40亿元，利润总额5.02亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为1320.56亿元，所有者权益合计为428.41亿元；2014年1~3月，公司实现营业收入364.30亿元，实现利润总额为0.81亿元。

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

### 1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长

7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

## 2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增

发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年底升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

## 一、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；2013年合计产量达到16.07亿吨，同比增长4.03%；2013

年中国以7.79亿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8.72个百分点。全球前10名国家的粗钢产量占全球的83.2%，集中度较高。2013年全球粗钢产量首次超过13亿吨，比2012年增长3.5%，尽管包括美国、欧盟和南美洲各国的产钢量都出现了不同程度的下滑，但得益于以中、日为核心的亚洲国家以及非洲国家的增长还是促进了粗钢产量的再次增长。

从产能情况看，截至2013年底，中国粗钢产能约10亿吨，行业产能利用率有所降低，产能过剩情况有所加重。

行业整合方面，2013年，中国前十大钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量比为39.4%，较2012年下降6.5个百分点，钢铁行业集中度进一步下滑，行业竞争进一步加剧。中国经济增速有所放缓，钢铁行业产能过剩严重，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

表1 2013年中国钢铁企业粗钢产量排名（万吨、%）

排名	名称	粗钢产量	增长率
1	河北钢铁集团	4579	6.87
2	宝钢集团有限公司	4391	7.86
3	武汉钢铁(集团)公司	3931	7.93
4	江苏沙钢集团	3508	8.58
5	鞍钢集团公司	3369	11.42
6	首钢集团	3152	0.34
7	山东钢铁集团有限公司	2279	-0.92
8	渤海钢铁集团	1933	11.60
9	马钢(集团)控股有限公司	1879	8.40
10	本钢集团有限公司	1683	11.56
11	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1499	6.20
12	河北新武安钢铁集团	1481	6.03
13	北京建龙重工集团有限公司	1430	3.86
14	方大钢铁集团有限公司	1316	2.01
15	日照钢铁控股集团有限公司	1268	-0.08
16	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	1116	10.51
17	包头钢铁(集团)有限责任公司	1069	4.95
18	安阳钢铁集团公司	1032	33.32
19	河北纵横钢铁集团有限公司	1019	11.94
20	太原钢铁(集团)有限公司	999	-1.36

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：1、宝钢集团包括韶钢、宁钢和八一钢铁；河北钢铁集团包括唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢和石钢等；武钢集团包括柳钢；山东钢铁集团包括济钢集团、莱钢集团和张

- 店钢铁总厂；鞍钢集团公司包括鞍钢、攀钢；安钢集团包括安钢股份公司、信阳钢铁公司、凤宝特钢公司和新普钢铁公司；本钢集团有限公司包含北营钢铁
- 河北新武安钢铁集团为河北省武安市近 20 家民营钢铁企业于 2006 年 1 月成立的联合体；渤海钢铁集团由天津钢管集团、天津天钢集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团于 2010 年整合重组成立；
  - 统计数据可能与企业公布数据有出入。

中国钢铁产能巨大，受制于国内铁矿资源质量和产能供应，中国对铁矿石资源的外需程度高，2010 年国内矿山扩产和铁矿石定价机制改变影响了中国对进口矿石的需求，中国进口铁矿石增量出现首度下降；2012 年，中国进口铁矿石 7.44 亿吨，同比增长 8.45%。2013 年为 8.20 亿吨，同比增长 10.04%，增速较 2012 年略有提升。考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变，预计未来，中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

图 1 中国铁矿石进口量及增长率



资料来源：wind 资讯

2012 年前三季度，中国铁矿石价格指数总体呈现波动下降格局。2012 年 10 月份起在中国钢材价格逐步反弹带动下出现快速反弹。随中国钢铁行业景气度的再度转弱，2013 年 3 月起，中国铁矿石价格出现回调，但下降幅度缓于钢材价格下降速度。2013 年全年，铁矿石价格指数变动基本与钢材价格指数变动趋势一致，但总体跌幅略缓于钢材价格下跌幅度。2014 年 3 月，铁矿石价格指数出现大幅下滑，快于钢材价格下跌幅度。

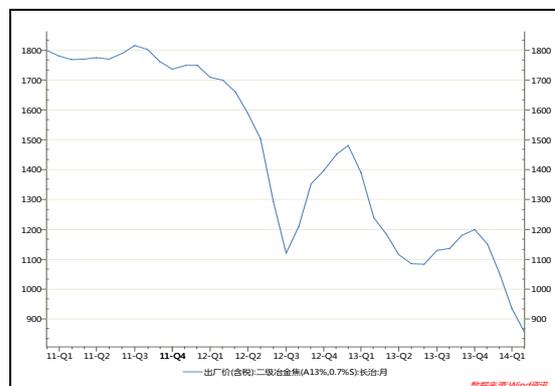
图 2 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数



资料来源：www.mysteel.com

跟踪期内钢铁行业整体景气度波动下滑态势。2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从 2012 年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入 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 1 季度，钢材价格延续了震荡走低的态势，3 月均价已接近 2007 年以来的历史低位。总体看，2013 年钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

图 3 长治二级冶金焦均价



资料来源：Wind 资讯

焦炭行业作为煤炭加工转化的重要环节，其中约80%左右的焦炭用于炼铁，20%用于有色金属冶炼、化工等行业。焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料，其产量的增幅变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。价格方面，2011年上半年均价为1979.03元/吨，同比增长6.95%。2011年10月后，焦炭价格震荡下行，截至2014年4月价格为855.71元/吨。

从下游需求情况看，2011年上半年，中国钢材需求保持稳步增长，但自三季度起，受国家经济政策调整影响，下游主要用钢行业增速放缓，2012年中国粗钢表观消费量6.64亿吨，增速同比大幅回落5.78个百分点至2.39%，根据预计，2013年中国粗钢表观消费量将小幅增长。

受中国上一轮刺激汽车消费政策退出影响，国内汽车市场产销量增速持续回落。在城市交通拥堵、环境污染和能源价格高企的大背景下，中国汽车市场告别高增长进入平稳发展阶段。2013年，主要家电产品产量呈现出相似变动趋势，冰箱、洗衣机等家电产品产量随政策刺激效果的逐步退出，产品产量增速持续放缓。

建筑业方面，2012年，中国建筑业施工面积98.10亿平米，同比增长15.20%，增速下滑4.30个百分点；新开工面积44.59亿平米，同比仅增长3.50%，增速较2011年同期的11.90%大幅回落8.40个百分点。2013年中国建筑业新开工面积增速有所波动，但总体大幅高于2012年同期水平，在建面积增速呈小幅下降走势。截至2013年底，中国建筑业新开工面积和施工面积分别为51.47亿平米和112.99亿平米，同比分别增长14.94%和14.55%。

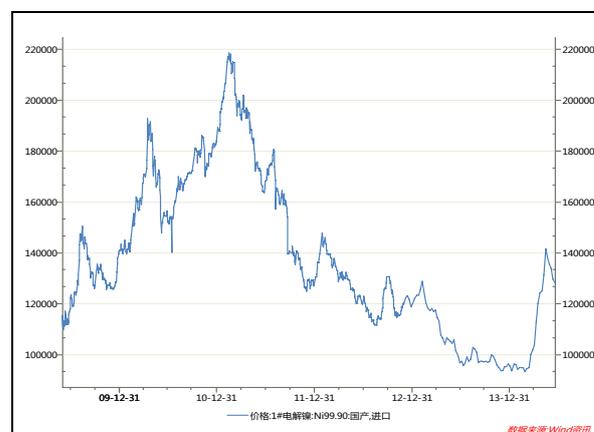
钢材进出口方面，2013年，受钢铁行业景气度下滑影响，中国累计进口钢材1407.76万吨，同比增长3.08%；累计钢材出口6233.75万吨，同比增长11.85%。进出口相抵后，2013年中国累计净出口钢材4825.99万吨，同比增长26.35%。

## 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，又称不锈耐酸钢，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。2013年，全球不锈钢粗钢总产量为3813万吨，其中中国不锈钢粗钢产量1898万吨，同比增长18.01%，占全球总量的49.8%。2013年中国不锈钢表观消费量为1482万吨，同比增长15.23%，处于产能过剩局面。2013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。

产能过剩及下游需求疲软，使得2013年不锈钢产品价格持续承压，延续2012年的下跌态势。以山西太钢不锈304/2B平板2.0mm不锈钢为例，2012年初价格在20200元/吨左右，但到2014年年初已跌至15000元/吨，处于历史最低水平，累计下跌了25%。

图4 近年国产1#电解镍价格走势（单位：元/吨）



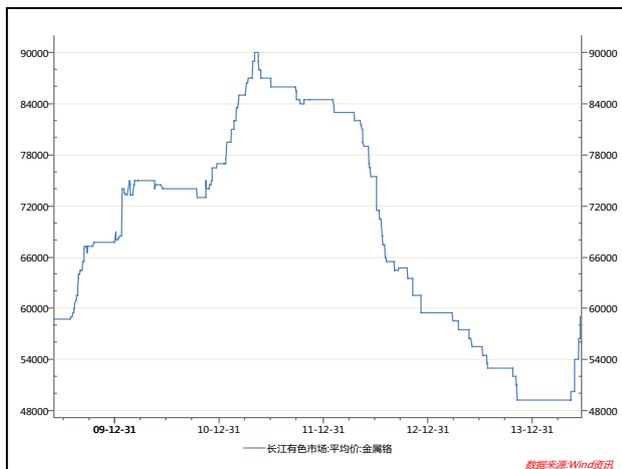
资料来源：wind资讯

不锈钢生产的合金辅料主要为镍、铬等。从国产1#点解镍价格走势看，其价格波动大：2009年下半年起，1#电解镍销售均价波动上升，至2010年12月底已上升至18.55万元/吨左右。进入2011年，镍价格继续波动上扬，但于2011年2月到达21.85万元/吨的高位后逐步震荡下跌，直到2013年底及2014年初，价格跌至10万元/吨以下。截至2014年3月底，均价为10.19万元/吨。随后价格快速反弹，截至2014

年6月20日，均价上升至12.82万元/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。从2011年一季度以来，铬的均价持续下跌，截至2014年3月底，铬下跌至近5年来新低49250元/吨。2014年二季度，铬价格略有回调，截至2014年6月20日，铬价格上升至59000元/吨。

图5 近年长江有色金属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，2013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、产品价格持续下跌等因素进一步降低了行业的利润空间，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，2013年10月6日，中国政府印发《关于化解产能严重过剩矛盾的指导

意见》（以下简称“指导意见”），对化解产能严重过剩矛盾工作进行了总体部署，重点提出化解钢铁等行业产能严重过剩矛盾。提出重点推动山东、河北、辽宁、江苏、山西、江西等地区钢铁产业结构调整，充分发挥地方政府的积极性，整合分散钢铁产能，推动城市钢厂搬迁，优化产业布局，压缩钢铁产能总量8000万吨以上。指导意见强调，要按照尊重规律、分业施策、多管齐下、标本兼治的总原则，着力加强宏观调控和市场监管，坚决遏制产能盲目扩张；着力发挥市场机制作用，完善配套政策，分别“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”过剩产能。中国政府将对在建和已建成项目逐步展开清理。

2013年4月2日，12月6日，中国工业和信息化部（以下简称工信部）分两批公示了《钢铁行业规范条件》（以下简称“规范条件”）的160家钢铁企业名单。支持规范企业开展兼并重组、淘汰落后、技术改造、节能减排等结构调整工作。对于那些不符合规范条件的企业，工信部将会同有关部门综合运用差别电价、财政奖励、考核问责等经济手段、法律手段和必要的行政手段，差别化的产业治理手段将有助于在现有政策框架下加速过剩和落后产能的逐步退出，促进化解过剩产能的最终实现。

2013年9月12日，中国国务院发布《大气污染防治行动计划》（以下简称“行动计划”），行动计划确定了经过五年努力，使全国空气质量总体改善，重污染天气较大幅度减少；京津冀、长三角、珠三角等区域空气质量明显好转的目标。加快企业技术改造，提高科技创新能力。五是严格投资项目节能环保准入，提高准入门槛，优化产业空间布局，严格限制在生态脆弱或环境敏感地区建设“两高”行业项目。生态环境倒逼的环境治理政治任务重，行业环保门槛和监管执法力度将持续加强，环保门槛的提高对有环境治理压力的企业将意味着大量资金的投入，这将加重部分行业

企业的资金压力，进一步促进落后产能的逐步退出。

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。

总体看，钢铁行业产能过剩情况加剧，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。行业企业经济难度加大。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推出。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

山西省 2013 年实现生产总值 1.26 万亿元，同比增长 8.9%，高于国内 GDP 增速；人均地区生产总值为 3.48 万元，在全国处于中等水平。山西省是资源大省，具备丰富的煤炭及其他矿产资源，现已查明煤炭资源储量达 2674 亿吨，约占全国查明煤炭资源储量的 20%。2013 年全省原煤产量 9.6 亿吨，同比增长 5.3%，占全国原煤总产量的 26.1%。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、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，依托于优越的资源禀赋，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 1110 万吨（其中不锈钢 300 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，随着袁家村铁矿投产，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。

跟踪期内，公司通过不断研发新产品以提升公司产品竞争实力。2013 年公司开发的镍基合金 800H、800L 连铸工艺，以及核电 AP1000 堆内构件用 304、304H 不锈钢板材，均为国内首家。自主研发超临界电站锅炉用 SUPER304H 和 HR3C 无缝钢管，达到国外同类产品先进水平，实现替代进口。公司生产的多种关键材料应用于神舟十号载人飞船、嫦娥三号月球探测器及运载火箭。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，2013 年，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建成投用，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投产，为更多居民家庭提供冬季取暖热源；增建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 2013 年各能耗及排放指标实际值均远小于国家规定的 2013 年年底前钢铁企业必须达到的标准。

表 2 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	2012 年公司实际值	2013 年公司实际值
----	------	-------------	-------------

吨钢综合能耗 (kg/t)	620	542	558
吨钢耗新水 (m <sup>3</sup> /t)	5.00	1.46	1.69
吨钢烟粉尘排放量 (kg/t)	1.19	0.74	0.38
吨钢二氧化硫排放量 (kg/t)	1.63	0.96	0.49

资料来源：公司提供

2013年，根据中国银行业监督管理委员会银监复[2013]号《中国银监会关于太钢集团财务有限公司开业的批复》，公司投资设立太钢集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）成立，财务公司注册资本为人民币10亿元，其中：太钢集团出资5.1亿元，持股51%；子公司山西太钢不锈钢股份有限公司出资4.9亿元，持股49%。财务公司充分发挥金融服务职能，2013年实现利息收入1.17亿元，业务不断拓展，功能逐步显现。

## 六、管理体制

跟踪期内，公司主要子公司太钢不锈原董事、总经理刘复兴先生由于年龄原因，提出申请辞去太钢不锈董事、总经理职务。由太钢不锈董事会聘任张志方担任太钢不锈总经理，并由股东大会选举其担任太钢不锈董事。

张志方先生，51岁，2000.12-2008.5任太钢不锈冷轧厂厂长、党委书记；2005.8-2013.4任太钢不锈副总经理；2013.4至今，任太钢不锈总经理；2013.5至今，任太钢不锈董事。

跟踪期内，公司无其他高管人员、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（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；2013年，贸易收入占非钢板块的70%左右），以新材料、工程技术和酒店服务为辅，作为主营业务收入的

有效补充，但钢铁主业仍是公司毛利润的主要来源（约占60~70%）。

2013年，公司营业收入中来源于不锈钢、普碳钢、钢坯的钢铁业务板块收入占全部营业收入的比重为39.21%，较2012年下降7.08个百分点，公司非钢业务收入占比上升较快，主要是由于公司贸易收入大幅增长所致。2013年，公司实现营业收入1459.23亿元，同比小幅增长3.81%，但主要来自非钢业务的增长，不锈钢及普碳钢受行业低迷影响，虽然销量同比保持基本稳定，但由于产品售价持续下滑，收入水平均有所下降。

2013年公司综合毛利率为6.59%，同比下降0.96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大幅上升以及普碳钢毛利率下降所致。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约为60%，不锈钢主业突出；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）及跟踪期内镍、铬价的大幅回落，使得不锈钢板块在市场低迷时期仍保持较为稳定的盈利能力；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，对宏观经济和铁精粉、焦炭等原燃料价格波动更为敏感，跟踪期内普钢和钢坯毛利率逐年有小幅下降；但铁矿石自给率提升使得公司普钢在行业低迷时期毛利率优于行业平均水平；贸易业务有效增厚了整体收入规模，但贸易环境的持续低迷拉低了整体盈利水平，公司整体盈利能力有所弱化。2014年1~3月，公司实现营业收入364.30亿元，同比基本保持稳定，收入结构亦较2013年变化不大，综合毛利率为7.02%，较2013年水平略有上升。

整体看，得益于公司较强的成本优势，公司钢铁板块毛利率虽受不利行业经营形势的影响有所减弱，但仍能基本维持稳定。

表3 2011~2014年1~3月公司营业收入构成及毛利率情况 (单位:亿元)

	2011年			2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
不锈钢	441.10	34.73%	10.29%	390.82	27.80%	11.48%	341.61	23.41%	11.65%
普通钢	266.44	20.98%	12.63%	224.03	15.94%	12.25%	200.85	13.76%	10.32%
钢坯	39.48	3.11%	1.57%	35.80	2.55%	0.79%	29.73	2.04%	0.65%
其他钢制品	214.45	16.88%	1.21%	233.14	16.59%	0.49%	189.88	13.01%	2.11%
非钢板块	282.31	22.23%	10.32%	505.07	35.93%	6.05%	685.48	46.98%	4.20%
其他业务	26.42	2.08%	6.98%	16.80	1.20%	11.32%	11.68	0.80%	23.21%
<b>合计</b>	<b>1270.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.92%</b>	<b>1405.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.55%</b>	<b>1459.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.59%</b>

资料来源:审计报告

注:其他钢制品为风水电气、废次材等其它商品销售

## 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高,约为70%左右。

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4 公司原燃料采购情况

(单位:万吨、万千瓦时、元/吨)

原燃料名称		2012年	2013年	变化率	2014年1-3月
铁矿石	采购量	691	255	-63.10	4
	采购均价	985	1031	4.67	1164
焦炭	采购量	68	61.13	-10.10	4.43
	采购均价	1572	1327.75	-15.54	987.82
煤炭	采购量	737	664.34	-9.86	202.22
	采购均价	938	750.9	-19.95	708.6
镍	采购量	5.46	4.4	-19.41	0.95
	采购均价	108530	92496.8	-14.77	81135
镍铁	采购量	70.56	78.45	11.18	21.26
	采购均价	11712	9982	-14.77	8916
铬铁	采购量	72.36	78.81	8.91	23.75
	采购均价	8597.33	8169	-4.98	7614
电力(外购)	采购量	399282	408120	2.21	33105
	采购均价	0.53	0.44	-16.98	0.44

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2014年3月底,公司拥有峨口铁矿、尖山铁矿、袁家村和二峰山4座铁矿,合计可

开采储量达到16.63亿吨。2013年随着袁家村铁矿投产后产能的逐步释放,铁矿石自给率得到大幅提升,达到80%,2014年一季度,公司铁矿石自给率进一步上升至98.75%。公司自有铁精粉保障程度得到进一步提升;若袁家村铁矿完全达产,公司铁精粉自给率将达到85%<sup>1</sup>。

表5 公司自有矿山情况

矿山名称	可采储量(亿吨)	原矿平均品位(%)	2012年铁精粉产量(万吨)	2013年铁精粉产量(万吨)	2014年一季度铁精粉产量(万吨)
峨口铁矿	2.95	18.85	226.80	221.61	53.81
尖山铁矿	1.21	34.41	367.70	378.06	97.87
袁家村	12.47	30.63	8.50	411.15	164.97
<b>合计</b>	<b>16.63</b>	<b>--</b>	<b>603.00</b>	<b>1010.82</b>	<b>316.65</b>

资料来源:公司提供

注:二峰山铁矿可采储量小且剩余年限短,故未在表中列示

表6 公司铁矿石自给情况

(单位:万吨、%、元/吨)

项目	2012年	2013年	2014年1-3月
自给量	621	1028	318
外购量	691	255	4

<sup>1</sup> 若保持现有钢铁产量,则袁家村铁矿投产后公司理论铁精粉自给率将达到100%,但因公司及国内铁矿石整体偏酸性、生产工艺需要配置部分碱性环境的海外铁精粉,则实际公司铁精粉最大自给率为85%。

合计	1312	1283	322
自给率	47.32	80.12	98.75
外购矿均价	985	1031	1164

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，2013 年外购量大幅减少，仅为 255 万吨，同比下降 63.10%。

### 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，2013 年焦炭自给率达到 70%，外采以焦煤为主，焦炭为辅。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 65% 以上公司煤炭供应商。公司目前两家参股的公司煤炭资源项目尚处在建状态。跟踪期内，公司焦炭和煤炭的外购量有所下降。价格方面，公司焦炭和煤炭采

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，2013 年实际产量为 2.78 万吨，2014 年 1~3 月为 1.71 万吨；2013 年已有部分产品发运回国供应给子公司太钢不锈钢，2014 年一季度供应量为 1.04 万吨。跟踪期内，公司对镍的采购还是在国内。

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；2013 年公司镍铁采购量同比上升 11.18%，纯镍采购量同比下降 19.41%。跟踪期内，纯镍和镍铁的采购价格均呈快速下降态势，一定程度上缓解了公司成本控制压力。

表 7 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司铬采购情况（单位：万吨、元/吨）

采购区域	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
国外采购	19.57	10126	32.59	8571	33.21	8100	4.74	7700
国内采购	47.18	9638	39.77	8619	45.60	8000	19.02	7600
合计	66.75	9781	72.36	8597	78.81	8042	23.75	7623

资料来源：根据公司提供资料整理

2013 年公司铬采购量 78.81 万吨，同比增长 8.91%。2013 年国内占比为 57.86%，同比增加 2.90 个百分点。从采购价格看，2013 年铬采购均价同比下降 4.98%，2014 年 1~3 月，价格进一步下降。

### 电力

公司 2 台 300MW 空冷燃煤抽凝式发电机

组已于 2012 年 1 月投入正式运营，再算上公司原有余热余压发电设备，2013 年公司电力自给率已达到 82%。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 0.298 元/度左右，较 0.44 元/度的外购均价每度低 0.142 元）。此外，公司部分下属子公司（矿山企业为主）于 2013 年成为山西省直供电企业，电力采购成本得以

降低。

总体看,跟踪期内,随着袁家村铁矿投产,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。同时,跟踪期内,煤炭、镍、铬等关键原材料的采购价格进一步下降,一定程度上缓解了公司成本控制压力;此外,公司采用自给电力以及低价资源部分替代纯镍的采购策略,也起到了有效降低原材料成本的作用。

### 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。2013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”重点项目建成投产,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。2013年公司生产不锈钢粗钢323万吨,同比增加3.86%,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,公司逐步增加400系不锈钢<sup>2</sup>的销售占比,2013年该比例已达到42.6%,2014年一季度达到49.7%,能够降低公司对镍的依赖程度,降低公司生产成本。

表8 2012~2013年及2014年1~3月公司钢产品产量情况 (单位:万吨)

产品	2012年	2013年	2014年1-3月
	产量	产量	产量
生铁	810	792	229
粗钢	1013	999	267
钢材	934.00	941.59	261.29
其中:不锈钢材	284.00	287.43	87.28

资料来源:根据公司提供资料整理

<sup>2</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。

### 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,2013年,普钢各产品的销售占比变化不大,公司以板材销售为主(占91.28%),总体销量基本保持稳定;价格方面,2013年普钢各类型产品的销售均价均有不同程度的下降,跌幅在6.8%~12.6%之间。

表9 公司主要普钢钢材产品销售情况 (单位:万吨、元/吨、%)

产品		2012年	2013年	变化率	14年1-3月
钢坯	销量	12.75	7.24	-43.22	2.71
	产量	11.46	4.3	-62.48	1.2
	销售均价	3349	3122	-6.78	3048
线材	销量	1.96	4.75	142.35	0.97
	产量	1.58	1.6	1.27	0.45
	销售均价	5005	4375	-12.59	4385
棒材	销量	40.08	44.72	11.58	26.43
	产量	41.85	52.62	25.73	9.89
	销售均价	4953	4494	-9.27	3306
板材	销量	599.97	593.81	-1.03	141.89
	产量	591.41	591.54	0.02	143.76
	销售均价	3880	3534	-8.92	3257

资料来源:公司提供

不锈钢产品方面,2013年销量较上年基本保持稳定,销售价格同比下降11.34%。2014年一季度,公司不锈钢销售均价进一步下降,较2013年均价下降13.83%。

表 10 公司钢铁产品中不锈钢销售情况  
(单位: 万吨、元/吨)

产品	2012 年	2013 年	变化率	14 年 1-3 月
不锈钢销量	286.59	284.42	-0.76%	80.79
不锈钢销价	13637.00	12091	-11.34%	10419

资料来源: 公司提供

表 11 2012~2013 年及 2014 年 1~3 月公司钢材产销情况  
(单位: 万吨、%)

	2012 年	2013 年	变化率	2014 年 1~3 月
产量	949.12	944.03	-0.54	261.29
销量	950.52	946.66	-0.41	250.01
产销率 (%)	100.1	100.28	--	95.68
直供	665.36	583.79	-12.26	154.04
出口	54.01	67.81	25.55	28.05
出口比例 (%)	5.68	7.16	--	11.22

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, 2013 年以来, 公司各品种钢材销售均价仍然延续了下跌的局面, 但降幅较 2012 年有所收窄; 2014 年 1~3 月, 公司钢材产品销售均价仍呈下降态势。

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, 公司加强自身营销平台的建设, 仍然维持着较高的产品直供比例以削减中间渠道对利润的侵蚀, 但是 2013 年公司直供数量仍有所下降。此外, 鉴于国内低迷的下游需求, 公司开拓国外市场, 扩大了产品的出口比例, 2013 年出口额同比增加 25.55%, 出口比例提高 1.48 个百分点, 对公司改善销售起到积极作用; 其中出口不锈钢 48.46 万吨, 比上年增长 39.09%, 为历史最好水平。2014 年 1~3 月, 产品销量为 250.01 万吨, 为 2013 年全年的 26.41%; 公司出口比例进一步扩大, 快速上升至 11.22%。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轧改造、硅钢冷轧改造、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峨口铁矿露天转地采等, 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 2013 年底, 公司在建及拟建项目共计总投资 185.43 亿元, 2014 年预计投资 52.90 亿元, 短期内公司投资规模较大。

表 12 截至 2013 年底公司主要在建项目情况

(单位: 万元)

项目名称	总投资	截至 2013 年底已投入	2014 年预计投资
烧结配套原料场工程	60000	39050	20950
硅钢冷轧及配套设施改造项目	548720	421955	126765
不锈钢冷轧及配套设施改造项目	685187	301080	170000
新增常化酸洗线项目	30000	431	13000
冶金除尘灰资源化工程制砖线工程	6400	4000	2400
热熔渣生产矿棉	40848	27120	13728
高速铁路用钢技术改造	121459	43800	77659
袁家村铁矿配套球团技术改造	121715	89200	32515
合计	1614329	926636	457017

资料来源: 公司提供

表 13 截至 2013 年底公司主要拟建项目投资情况

(单位: 万元)

序号	项目名称	总投资	2014 年预计投资	2015 年预计投资
1	年产 50 万平米水处理膜材料及膜组件的生产基地	50000	20000	30000
2	禄纬堡异地搬迁	20000	17000	3000
3	峨口铁矿露天转地采	170000	35000	50000
	合计	240000	72000	83000

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在行业景气度缓慢回升过程中持续增强；但同时，由于公司大多数主要在建工程预计在 2014 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、高速铁路用钢技术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和峨口铁矿露天转地采等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

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013 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 2014 年一季度财务数据未经审计。从合并范围看，2013 年，公司新增一级子公司 2 家，对整体财务数据可比性影响较小。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 1269.65 亿元，所有者权益合计为 425.30 亿元（其中少数股东权益 125.11 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 1460.40 亿元，利润总额 5.02 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 1320.56 亿元，所有者权益合计为 428.41 亿元；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 364.30 亿元，实现利润总额为 0.81 亿元。

### 2. 盈利能力

2013 年，公司实现营业总收入 1460.40 亿元，同比小幅增长 3.89%，但主要来自非钢业务的增长，不锈钢及普碳钢受行业低迷影响，虽然销量同比保持基本稳定，但由于产品售价持续下滑，收入水平均有所下降。2013 年公司营业利润率为 6.51%，同比下降 0.84 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大幅上升以及普碳钢毛利率下降所致。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 364.30 亿元，同比基本保持稳定，收入结构亦较 2013 年变化不大，营业利润率为 6.92%，较 2013 年水平略有上升；公司仅实现利润总额 0.81 亿元，同比下降 22.13%。

从期间费用看，2013 年公司期间费用率为 5.70%，同比下降 0.9 个百分点，主要得益于对管理费用和财务费用的控制，其中，随在建工程的推进使得资本化利息比例增加以及通过优化债务结构，财务费用在全部债务规模上升的情况下同比下降 27.08%。跟踪期内公司对期间费用控制水平有所提高，

2013 年公司资产减值损失 8.65 亿元，同比增长 17.58%，主要为存货跌价损失。由于处于行业景气度下行阶段，产品和原材料价格持续下跌，公司存货的跌价损失较大。

受钢铁行业低迷、贸易环境景气度持续弱化影响，2013 年公司利润总额为 5.02 亿元，虽同比增长 24.78%，但仍较 2011 年利润水平差距较大。

从盈利指标看，2013 年总资本收益率、净资产收益率仅分别为 1.87% 和 0.97%；虽然净利润水平同比有所增长使得净资产收益率同比略有上升，但随着公司资产规模的持续上升，在建项目经济效益尚未完全显现，总资本收益率同比进一步有所下降。公司整体盈利指标水平低。

总体看，跟踪期内，镍、铬等主要原材料价格随着钢价回落波动下行趋势，使公司面临较大的计提原材料减值损失的压力。受钢铁行业低迷、贸易环境景气度持续弱化影响，公司盈利指标有所减弱，公司盈利能力和盈利规模水平仍然偏低；若剔除 2012 年以来子公司太钢不锈固定资产折旧年限调整对合并后公司净利润的增厚，2012 年以来公司实质已呈现持续亏损态势。未来随着资源项目的逐步达产、产品技术水平的逐步提高、产品结构的持续优化，配合钢铁及贸易行业景气度的缓慢复苏，公司未来盈利水平或将得以恢复。

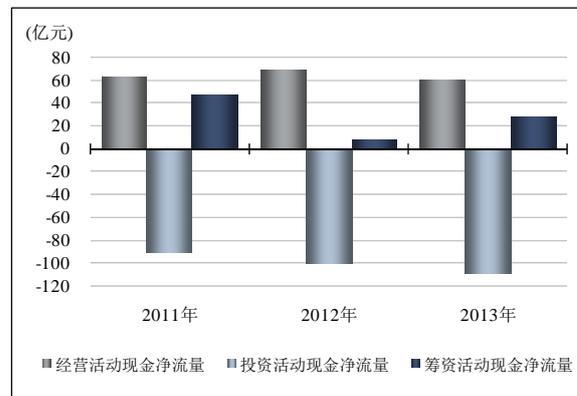
### 3. 现金流及保障

从经营活动来看，公司经营现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主，且增速与收入增速基本持平；公司钢材销售有一定的赊销比例，现金收入比保持基本稳定，2013 年为 94.71%；随着成本的现金支付上升，2013 年公司经营性净现金流（60.63 亿元）同比有所下降，但公司经营活动获现能力仍然较强。

从投资活动来看，2012 年以来公司资本性支出保持较高水平，投资净流出逐年规模增长，2013 年达到 108.55 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，筹资活动净现金流波动较大，2013 年为 28.32 亿元，同比大幅上升 267.36%。

图 6 公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

2014 年 1~3 月，公司现金收入比上升至 114.17%，受此影响，公司经营性净现金流同比大幅上升，为 2.82 亿元；同期，公司资本性支出保持较高水平，购建固定资产、无形资产等支付的现金 31.66 亿元，公司收到其他与投资活动有关的现金为 11.68 亿元，主要是袁家村铁矿投产试运行后产生的产品销售，投资净流出 21.62 亿元，相应筹资净流入 29.07 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营现金流入规模大，工程项目投资支出保持较大规模，随着 2014 年重点在建项目资本性支出的持续，公司仍将面临持续、较大的外部筹资压力。

### 4. 资产质量

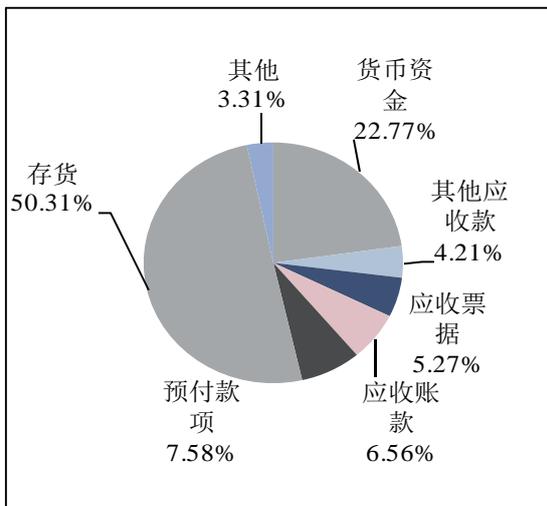
截至 2013 年底，公司资产总额 1269.65 亿元，同比增长 6.08%。其中非流动资产占 78.44%，公司资产构成以非流动资产为主，符合钢铁行业特征。

截至 2013 年底，公司流动资产为 273.73 亿元，同比下降 9.28%，主要是货币资金、应收票据和存货的下降所致；构成方面，较上年变化不大，主要由货币资金和存货等构成。

截至 2013 年底，公司货币资金 62.32 亿元，其中，受限资金为 2.11 亿元，主要系太钢不锈

信用证保证金；2013年底应收票据为14.42亿元，全部为银行承兑汇票，同比下降38.59%，主要是因为部分应收票据到期所致；应收账款同比基本保持稳定，2013年底为17.95亿元，其中有7.87亿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，其余部分中，1年以内的占84.11%；预付款项系太钢不锈的工程设备及原材料预付款，2013年底为20.76亿元，同比下降9.93%，其中1年以内的占86.48%；2013年底其他应收款11.53亿元，其中主要为对联营企业一中色镍业有限公司的借款5.57亿元，对山西城财钢铁有限公司和山西百一机械设备制造有限公司的借款分别为3.83亿元和1.78亿元；2013年底存货为137.71亿元，同比下降4.53%，其中原材料和库存商品分别占44.59%和30.73%，公司计提了8.28亿元的存货跌价损失，计提比率为5.91%。

图7 2013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，2013年底为995.92亿元，同比增长11.26%，主要来自于可供出售金融资产、固定资产和在建工程的增长。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，2013年底为46.41亿元，同比大幅增长197.34%，主要是由于公司将持有的上市公司山西证券股份有限公司16.97%股权于2013年1月1日开始由原先的长期股权投资转为可供出售金融资产列示所致，相应的长期股权投资有所下降；2013年底固定资产为464.20亿元，同比增长7.75%，在建工程转固带来的增加为72.82亿元，当年折旧40.80亿元（2012年6月起，子公司太钢不锈调整了固定资产可使用年限，导致2012年以来公司折旧计提有所减少），转固的在建工程主要有节能减排技术改造-炼钢系统提质增效工程、尖山铁矿采选扩建工程、冷轧光亮板产品结构调整工程和1549mm热连轧生产线提质增效改造工程等；随着公司在建项目的持续推进，公司在建工程快速增长，2013年底为262.15亿元，同比增长46.42%；公司无形资产保持相对稳定，2013年底为98.85亿元，主要为土地使用权和采矿权。

截至2014年3月底，公司资产总额为1320.56亿元，较上年年底增长4.01%。应收类资产较2013年底变化较大，应收票据进一步下降，而应收账款大幅上升；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，在行业景气度下行阶段存在一定的跌价风险；随着工程项目建设的持续推进，非流动资产规模稳步上升。

截至2013年底，公司所有者权益为425.30亿元，同比增长2.89%，主要来自于资本公积和未分配利润的增加；其中，资本公积增长7.34亿元，主要来自于将山西证券股份有限公司列示为可供出售金融资产后的公允价值变动。构成方面，截至2013年底，所有者权益中，实收资本占21.58%、资本公积占28.05%、盈余公积占20.26%、未分配利润占29.37%。2014年一季度，公司所有者权益规模和构成较2013年底变化不大。整体看，公司所有者权益结构

稳定性较好。

2013 年以来，公司负债规模不断增长，2013 年底总负债为 844.35 亿元，同比增长 7.77%，2014 年 3 月底继续增加至 892.15 亿元。公司负债以流动负债为主，2013 年底及 2014 年 3 月底，流动负债占比分别为 54.74% 和 58.06%，较 2012 年底分别变动-0.82 和 2.50 个百分点。

公司流动负债主要由短期借款、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。2013 年底，公司流动负债为 462.23 亿元，同比增长 6.18%。跟踪期内，公司短期借款增长较快，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；2013 年底短期借款 209.67 亿元，同比增长 26.43%，公司短期借款主要是信用借款，占比 84.82%；2013 年底公司应付账款 70.86 亿元，同比增加 13.44%，应付账款中账龄 1 年内的占比 91.88%，1~2 年的为 4.82%；一年内到期的非流动负债 2013 年底为 82.15 亿元，同比下降 27.19%，全部为一年内到期的长期借款；应付票据 40.82 亿元，同比增加 15.04%，全部为银行承兑汇票；预收款项 10.54 亿元，同比减少 44.28%，账龄 1 年以内的占比 94.85%。2014 年 3 月底，公司流动负债为 517.99 亿元，较 2013 年底增长 12.06%，主要来自于短期借款的增加。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2013 年底公司非流动负债 382.13 亿元，同比增加 9.76%。其中长期借款 268.53 亿元，同比增长 3.96%，长期借款中信用借款占 90.48%，保证借款占 8.27%；公司应付债券为 100 亿元，同比增长 25.00%，系 2013 年 3 月发行了 3 年期 20 亿元的非公开定向发行债务融资工具。2014 年 3 月底，公司非流动负债 374.16 亿元，较 2013 年底略有下降。

2013 年以来，公司有息债务持续上升，2013 年底为 702.59 亿元，同比增长 7.63%，其中短期债务占 47.54%。2014 年 3 月底有息债

务为 754.71 亿元，较 2013 年底增长 7.42%，其中短期债务占比上升至 52.22%。

从负债指标情况看，2013 年底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 46.42%、62.29% 和 66.50%，分别较上年上升 1.41、1.06 和 1.04 个百分点，债务负担略有加重。2014 年 3 月底，全部债务资本化比率和资产负债率有进一步有所上升。

总体看来，跟踪期内，公司在建项目持续投入、资金需求增加使得公司有息债务规模不断上升，债务负担有所加重，但仍处于行业较低水平。

## 5. 偿债能力

短期偿债能力方面，2013 年底，受短期债务增长影响，公司流动比率及速动比率均较 2012 年底有不同程度的下降，分别为 59.22% 和 29.43%，分别较 2012 年底下降 10.09 和 6.75 个百分点；2014 年 3 月底上述两项指标分别为 59.94% 和 32.99%，仍处于较低水平。2013 年经营现金流流动负债比为 13.12%，较 2012 年下降 2.64 个百分点。2013 年底和 2014 年 3 月底，公司现金类资产分别为 80.02 亿元和 83.34 亿元，对短期债务的覆盖倍数分别为 0.24 倍和 0.21 倍。跟踪期内，公司短期偿债能力有所弱化，且短期债务占比较高；但考虑到公司收入获取规模大，对短期债务保障较好，公司整体短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2013 年公司 EBITDA 为 64.05 亿元，同比下降 17.93%。受 EBITDA 下降和债务规模上升影响，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均较上年有所弱化，分别为 2.21 倍和 10.97 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 2014 年 3 月底，公司对外担保金额 33.51 亿元，担保比率 7.82%，其中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 22.25 亿元，对太钢哈斯科担保 0.6 亿元，对太原重型机械有限公司担保 8.4 亿元，

子公司太钢不锈对天津天管太钢焊管有限公司担保 2.26 亿元。其中，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，2013 年未产生营业收入，实现利润-8326 万元，截至 2013 年底资产总额 62.32 亿元，负债总额 52.42 亿元。目前其余各被担保方生产经营正常，其中太原重型机械集团有限公司（以下简称“太重集团”）于 2010 年 12 月发行的 10 年期 8.40 亿元“10 太重债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2013 年，太重集团资产总额 389.61 亿元，所有者权益 85.54 亿元；2013 年实现营业收入 205.61 亿元，利润总额 1.04 亿元。受益于销售机械产品板块、风电设备板块以及钢材、建材贸易板块规模的扩大，公司资产及收入规模快速增长，研发能力不断加强，产品结构更加完善；太重集团现金类资产和经营活动现金流入量对“10 太重债”保障程度较高。由于晋煤太钢尚处项目建设阶段，经营获利能力差且资产负债率水平高，公司存在一定的或有负债风险。

2013 年公司 EBITDA 为 64.05 亿元，为“11 太钢 MTN1”、“11 太钢 MTN2”、“11 太钢 MTN3”和“13 太钢 MTN1”本金总额度的 0.75 倍；2013 年公司经营活动现金流入量和净流量分别为 1394.47 亿元和 60.63 亿元，分别为“11 太钢 MTN1”、“11 太钢 MTN2”、“11 太钢 MTN3”和“13 太钢 MTN1”本金合计的 16.41 倍和 0.71 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 2014 年 3 月底，公司在各银行授信总额共计 1332 亿元（未包括发行债务融资工具的授信额度），其中未使用额度 818 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。

## 6. 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》（编号 B201406110035817216），截至 2014 年 6 月 11 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。

## 7. 抗风险能力

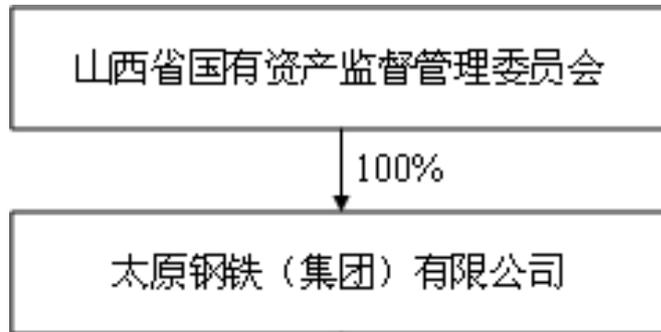
公司作为中国特大型钢铁生产企业和全球产能最大的不锈钢生产企业，钢铁产业链完整、铁矿石资源储备丰富、自给率高，其中不锈钢产品规模优势突出、技术装备处于全球最先进水平、科研实力行业领先、产品品质优良、品牌认知度较高，国内市场占有率多年位居行业第一位，具有较强的市场竞争优势；依托现有钢铁产业链的延伸，公司非钢产业快速增长有效于分散单一行业的周期波动风险。

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。

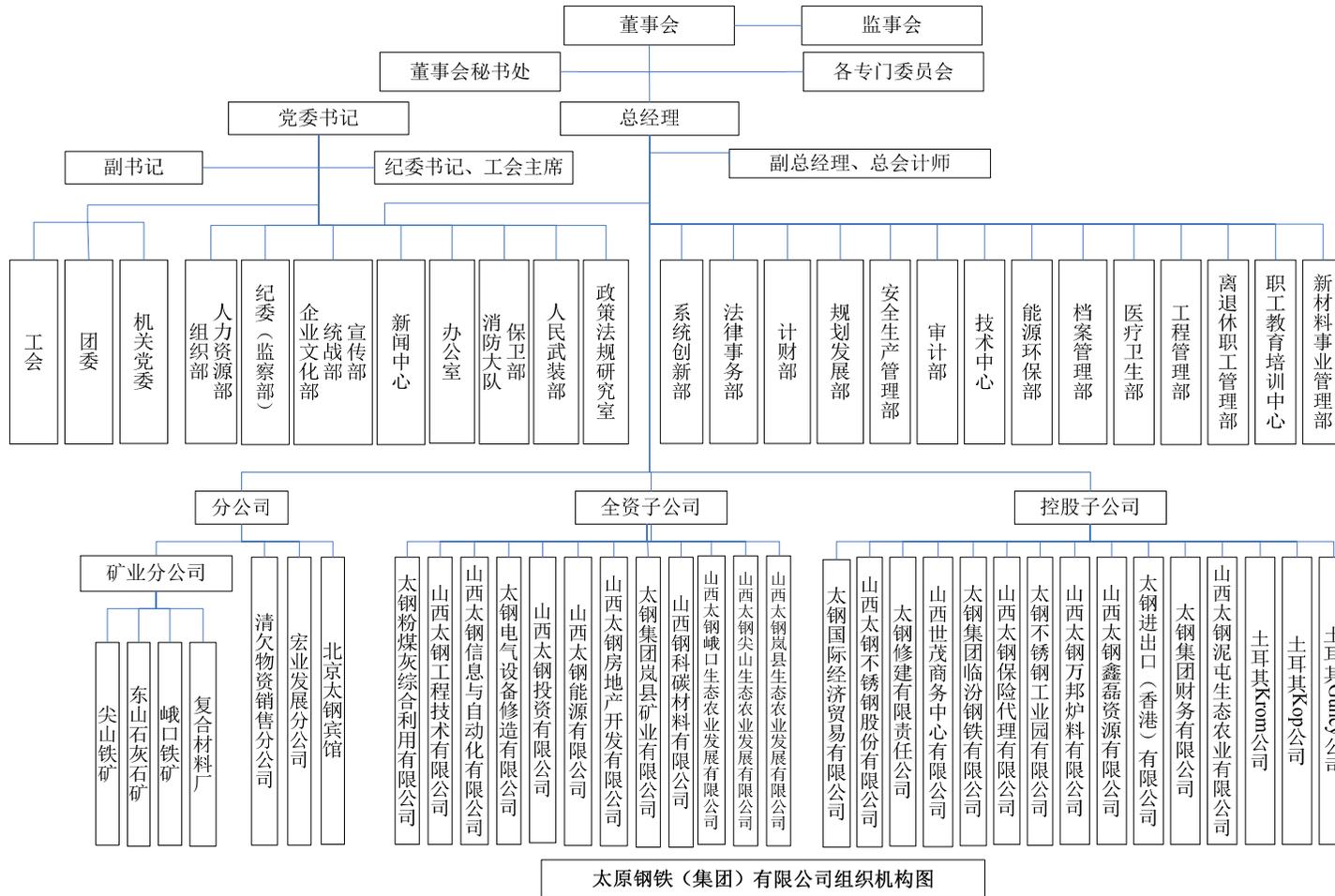
## 十、结论

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 MTN1”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



**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	125.58	103.22	80.02	83.34
资产总额(亿元)	1121.31	1196.84	1269.65	1320.56
所有者权益(亿元)	407.91	413.36	425.30	428.41
短期债务(亿元)	316.62	314.47	334.05	394.15
长期债务(亿元)	285.88	338.31	368.53	360.56
全部债务(亿元)	602.50	652.78	702.59	754.71
营业收入(亿元)	1270.20	1405.67	1460.40	364.30
利润总额(亿元)	20.17	4.02	5.02	0.81
EBITDA(亿元)	89.86	78.04	64.05	--
经营性净现金流(亿元)	62.83	68.61	60.63	2.82
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	37.61	37.00	42.05	--
存货周转次数(次)	7.75	8.70	9.67	--
总资产周转次数(次)	1.21	1.21	1.18	--
现金收入比(%)	97.07	96.07	94.71	114.17
营业利润率(%)	8.65	7.35	6.51	6.92
总资本收益率(%)	3.91	2.50	1.87	--
净资产收益率(%)	4.82	0.72	0.97	--
长期债务资本化比率(%)	41.21	45.01	46.42	45.70
全部债务资本化比率(%)	59.63	61.23	62.29	63.79
资产负债率(%)	63.62	65.46	66.50	67.56
流动比率(%)	76.91	69.31	59.22	59.94
速动比率(%)	40.33	36.18	29.43	32.99
经营现金流动负债比(%)	14.88	15.76	13.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.64	2.44	2.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.71	8.36	10.97	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

## 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。