



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2015】114 号

大公国际资信评估有限公司通过对山西太钢不锈钢股份有限公司及“12 太钢 01”、“12 太钢 02”、“12 太钢 03”的信用状况进行跟踪评级，确定山西太钢不锈钢股份有限公司的主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望维持稳定，“12 太钢 01”、“12 太钢 02”、“12 太钢 03”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年五月二十一日



山西太钢不锈钢股份有限公司主体与相关债项 2015 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】114 号

主体信用

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

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
12 太钢 01	25	5	AAA	AAA
12 太钢 02	10	3	AAA	AAA
12 太钢 03	15	5	AAA	AAA

担保方式：**连带责任保证**担保单位：**太原钢铁（集团）有限公司**

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.3	2014	2013	2012
总资产	779.13	763.06	758.11	694.67
所有者权益	259.62	259.51	261.37	259.03
营业收入	170.64	867.66	1,050.20	1,035.15
利润总额	0.05	3.06	5.06	10.02
经营性净现金流	8.76	54.21	39.96	69.12
资产负债率 (%)	66.68	65.99	65.52	62.71
债务资本比率 (%)	60.70	60.47	59.43	55.68
毛利率 (%)	9.03	7.79	6.34	7.43
总资产报酬率 (%)	-	1.85	2.10	3.19
净资产收益率 (%)	0.00	1.07	1.91	3.86
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	2.93	2.46	4.24
经营性净现金流/总负债 (%)	1.71	10.84	8.57	16.40

注：2012 年末和 2013 年末资产负债表数据分别采用 2014 年审计报告对 2013 年初和 2013 年末的追溯重述数据。

评级小组负责人：**薛 祯**评级小组成员：**曾庆彪 赵一统**联系电话：**010-51087768**客服电话：**4008-84-4008**传 真：**010-84583355**Email：**rating@dagongcredit.com**

跟踪评级观点

山西太钢不锈钢股份有限公司（以下简称“太钢不锈”或“公司”）主要从事不锈钢和普碳钢的生产及销售业务。评级结果反映了公司在不锈钢领域规模及技术优势依然明显、行业地位突出、原燃料供给保障程度较高、产品结构优化调整、产品出口大幅上升等有利因素，同时也反映了公司收入及利润下降、有息债务上升等不利因素。太原钢铁（集团）有限公司（以下简称“太钢集团”）对公司 2012 年度第一、二期公司债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

综合分析，大公对公司“12 太钢 01”、“12 太钢 02”、“12 太钢 03”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司是全球最大的不锈钢生产企业，规模及技术优势仍然明显，行业地位十分突出；
- 公司在铁矿石、焦煤、镍、铬等上游关键资源上仍享有较高等度的保障；
- 公司继续调整优化产品结构，增加高效产品比重，有利于产品利润的提升；
- 公司加大国外市场开拓力度，产品出口数量及占比大幅上升；
- 太钢集团为公司 2012 年度第一、二期公司债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

不利因素

- 2014 年以来，钢铁行业依然低迷，公司主要产品价格继续下跌，收入及利润受到影响；
- 公司有息债务规模继续上升，占总负债比重仍然很高，且一年内到期有息债务占比较高。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的山西太钢不锈钢股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

太钢不锈（股票代码：000825）是经山西省人民政府晋政函【1997】125号文批准，由太钢集团为独家发起人，以其拥有的从事不锈钢生产与经营业务的三钢厂、五轧厂、七轧厂、金属制品厂等经营性资产募集设立的股份有限公司。截至2015年3月末，公司总股本56.96亿股，太钢集团持有公司国家股36.59亿股，持股比例为64.24%，为公司控股股东。太钢集团是山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）直属的国有独资公司，公司实际控制人为山西省国资委。

公司形成了不锈钢和普碳钢两大系列、近千种钢铁品种的生产格局，主要产品为冷轧不锈钢薄板、其他不锈钢、热轧普通中卷板、普通钢坯及其他钢铁产品。公司具备年产400万吨不锈钢的生产能力，2014年公司产钢1,072万吨，其中不锈钢381万吨。公司不锈钢产销量连续多年保持全球第一，规模技术优势明显，在不锈钢行业处于龙头地位。

宏观经济和政策环境

2014年以来，国民经济运行总体保持平稳，经济增速有所放缓，但主要指标仍在合理区间；短期内，我国经济下行压力仍较大，长期来看仍将在中高速区间内持续运行

2014年，我国实现国内生产总值636,463亿元，同比增长7.4%，增速同比回落0.3个百分点。分产业看，第一产业增加值58,332亿元，比上年增长4.1%；第二产业增加值271,392亿元，增长7.3%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长8.3%，增速同比回落1.4个百分点，工业生产继续运行在合理区间；第三产业增加值306,739亿元，增长8.1%，占国内生产总值的比重为48.2%，比上年提高1.3个百分点，高于第二产业5.6个百分点，产业结构更趋优化。2015年一季度，我国实现国内生产总值140,667亿元，按可比价格计算，同比增长7.0%，增速同比回落0.4个百分点，环比下降0.3个百分点，一季度国民经济运行总体仍保持平稳。分产业看，第一产业增加值7,770亿元，同比增长3.2%；第二产业增加值60,292亿元，增长6.4%；第三产业增加值72,605亿元，增长7.9%。从产业结构看，第三产业比

重进一步提高。整体来看，2014年以来，我国经济增速有所回落，但主要指标仍在合理区间，结构调整仍稳步推进，转型升级步伐势头良好。

从经济景气度看，2015年3月份中国制造业PMI终值为50.1%，比上月回升0.2个百分点，重回扩张区间。分企业规模看，大型企业表现依然稳定，PMI为51.5%，比上月上升1.1个百分点，稳中有升，是制造业生产增长的有力支撑；中、小型企业PMI双双回落，持续低于临界点，生产经营过程中的困难依然较大。虽然PMI小幅回升，但涨幅低于往年同期水平，同时新订单指数和新出口订单指数均小幅回落，国内外市场需求仍显偏弱，制造业存在一定下行压力。非制造业商务活动指数为53.7%，虽比上月小幅回落0.2个百分点，但近期走势总体稳健，表明我国非制造业继续保持平稳增长态势。

从外部环境来看，全球经济仍处于深刻的再平衡调整期，总体温和复苏，但增长动力依然不足，主要经济体经济表现和宏观政策分化明显，地缘政治等非经济扰动因素增多。具体来看，美国经济复苏势头较为强劲，欧元区经济整体走弱且面临通缩压力，日本经济受政策影响波动明显，新兴市场经济体增长普遍放缓。

针对经济下行压力增大，2014年四季度以来，国家加大货币政策定向调控。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。

总的来看，我国经济仍处在增速放缓、转型提质的“新常态”。传统产业的去库存化、去产能化还需要一个过程，新生动力的成长和接续也需要一个过程，短期内经济下行压力仍较大。长期来看，随着新型工业化、城镇化、农业现代化和信息化协同推进，宏观政策的调控方式的创新和完善，我国经济仍将在中高速区间内持续运行。

行业及区域经济环境

2014年以来，钢铁行业产能过剩依然严重，行业利润水平有所回升，但盈利能力仍然极弱，预计短期内钢铁行业的景气度难以有较大提升

2014年以来，我国钢铁产业产能过剩状况依然严峻，截至2014年末，我国粗钢产能达到11.6亿吨，但当年粗钢产量为8.2亿吨，产能利用率仅为70.7%，较2013年下降1.3个百分点。钢铁市场方面依然低迷，需求不足，全年粗钢表观消费量为7.4亿吨，同比下降4%。

从产业集中度来看，由于钢铁行业效益不佳，企业兼并重组意愿不足，2014年粗钢产量前10名的企业产量占总产量的36.6%，同比下

降 2.8 个百分点，产业集中度持续下降。从钢材价格来看，2014 年以来仍然延续下跌局势，中钢协钢材综合价格指数从 2014 年初的 98.9 跌至 2015 年 5 月初的 72.9，累计下跌比例为 26.3%。

从上游原燃料来看，2014 年铁矿石价格持续下行，年初西本新干线铁矿石价格指数为 1080 点，之 2015 年 5 月降至 570 点，累计跌幅达到 47.2%；2014 年年初太原炼焦煤交易价格指数为 91.4，2015 年 5 月跌至 64.9，累计下跌 29.0%。上游原燃料价格的持续下跌，很大程度上平衡了钢材价格下跌的困境。

从钢铁企业的经营效益来看，截至 2014 年 12 月末，国内大中型钢铁企业累计销售收入为 3.59 万亿元，累计同比减少 2.7 个百分点；累计利润总额为 304.44 亿元，累计同比增加 33.02%；销售利润率 0.85%，盈利较 2013 年有所好转，主要受益于铁矿石价格降幅高于同期钢材价格降幅，但行业整体利润率仍处于极低水平。进入 2015 年，由于钢铁价格继续下滑，行业再度步入亏损局面，2015 年 1~3 月，大中型钢铁企业亏损 9.87 亿元，前景堪忧。

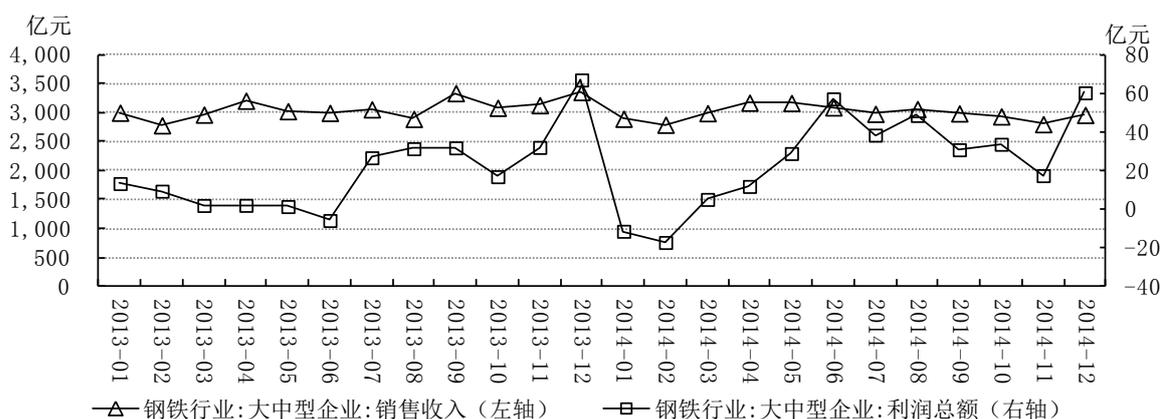


图 1 2013 年以来全国大中型钢铁企业月销售收入及利润总额情况 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯

综合来看，2014 年以来，钢铁产业过剩依然严重，产业集中度下降，市场依然低迷，钢铁企业盈利略有好转，但盈利能力极低，预计 2015 年，钢材市场供大于求的状况难以改变，价格仍将低位徘徊，企业盈利状况仍然不容乐观。

2014 年国内不锈钢产能过剩程度有所上升，不锈钢产品价格受镍价影响波动下滑，企业盈利空间进一步被压缩，但竞争环境仍好于整个钢铁行业

中国是不锈钢产量最大的国家，2014 年我国不锈钢粗钢产量为 2,169 万吨，同比增长 14.27%。不锈钢表观消费量为 1,606 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 年我国不锈钢业仍处于产能过剩局面，且由于供应增速超过需求增速，产能过剩程度有一定程度上升。2014 年我国

不锈钢出口 385 万吨，同比增加 45.12%，占整个不锈钢产量的 17.75%，一定程度上弥补了国内的需求不足局面。

从 2014 年以来不锈钢的价格走势来看，总体上与 2013 年持平，但在 2014 年 4 月由于受印尼政府宣布禁止出口镍矿石以及俄罗斯镍矿生产商可能面临制裁影响，原材料镍矿石市场供应紧张，镍价大幅上升，不锈钢价格出现了一个短暂的价格飙升局面，一度达到 22,000 元/吨，但很快到 6 月份就回落至 18,000 元/吨左右，2015 年 1 月继续降至 14,600 元/吨。从不锈钢的主要原材料镍的价格走势看，从 2014 年 3 月出现了一个快速上升，到 5 月达到最高点 21,000 美元/吨，持续震荡至 9 月，开始大幅回落，至 2015 年 5 月为 14,100 美元/吨左右。

2014 年镍价的大幅提升，而不锈钢价格程度的升幅不及镍价，加大了不锈钢企业的成本压力，从而压缩了企业的利润空间。

从竞争格局看，国内的主要不锈钢生产主要集中在太钢不锈、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）有限责任公司等几家公司，行业集中度相对较高，竞争压力小于整个钢铁行业。

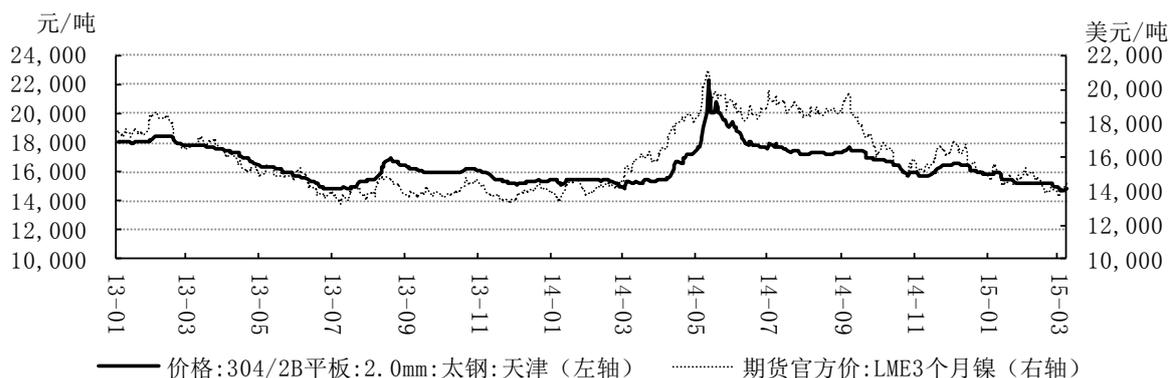


图 2 2013 年以来国内不锈钢价格及 LME 3 个月镍价格走势

数据来源: Wind 资讯

综合来看，2014 年国内不锈钢产业总体竞争环境优于整个钢铁行业，但也面临产能过剩压力且过剩程度有所加剧。2014 年 3~9 月镍价的大幅上扬加大了不锈钢产业的生产成本，同时受到整个钢铁产业需求不旺影响，产品价格呈波动下滑态势，企业盈利水平较低。预计 2015 年，不锈钢产业仍将处于弱势运行状态。

山西省煤炭等资源禀赋突出，冶金产业为山西省 6 大重点支柱产业之一，当地钢铁企业的发展具备较好的区位优势

山西省 2014 年实现生产总值 1.28 万亿元，同比增长 4.9%，低于

¹ 不锈钢价格以天津市场太钢生产的 304/2B 平板: 2.0mm 为代表，镍价格以伦敦期货交易市场的 LME3 个月镍期货价为代表。

国内 GDP 增速；人均地区生产总值为 3.50 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 2,674 亿吨，约占全国查明煤炭资源储量的 20%。2014 年，山西煤炭产量达 9.78 亿吨，同比增长 1.47%，超过内蒙古成为国内煤炭产量最大的省份。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。

钢铁产业属于冶金产业主要分支，重点支柱产业的地位有利于获得政策上的扶持，同时依托于当地优越的煤炭资源禀赋，原燃料获取上具备较强优势。总的来看，当地钢铁企业的发展具备较好的区位优势。但同时我们注意到，2014 年山西省经济发展一定程度上受到修复治理前期恶化之政治生态的影响，经济增速偏低，可能对当地企业产生一定影响。

经营与竞争

公司收入及利润仍主要来源于不锈钢和普碳钢等钢铁业务，非钢业务规模大幅下降，钢铁业务对营业收入及毛利润的贡献率上升；2014 年公司营业收入有一定程度下滑，低毛利率的非钢业务收入占比下降促使综合毛利率水平有所回升

2014 年以来，公司营业收入及毛利润仍主要来源于不锈钢及普碳钢等钢铁业务²。为控制经营风险，公司大幅削减了贸易类的非钢业务³，提升了钢铁主业地位，2014 年公司钢铁业务营业收入占比为 67.52%，同比上升了 13.04 个百分点；钢铁业务毛利润占比为 94.43%，同比也上升了 3.25 个百分点。

2014 年公司实现营业收入 867.66 亿元，同比下降 17.38%，主要是受钢铁行业持续低迷钢材价格下跌影响及公司大幅削减非钢业务所致；实现毛利润 67.58 亿元，同比增长 3.03%，主要是因为盈利能力较强的钢铁业务占比上升所致。分类别看，钢铁业务收入和毛利润同比增长 2.39%和 4.97%，非钢业务收入及毛利润同比分别大幅减少 41.04%和 34.58%。

从毛利率来看，2014 年公司综合毛利率 7.79%，同比上升 1.45 个百分点，主要是由于低毛利率的非钢业务收入占比大幅下降，同时公司优化产品结构，提高高附加值不锈钢产品比重所致。分具体业务来看，不锈钢产品市场竞争压力相对较小，价格下降幅度低于铁矿石、焦煤等原材料价格下降幅度，不锈钢冷轧薄板和其他不锈钢毛利率同比均上升了 1.52 个百分点，但是热轧普通中板卷由于产品同质化，市场竞争激烈，价格下降幅度较大使得毛利率同比下降了 2.48 个百分点。

² 钢铁业务的统计口径为不锈钢冷轧薄板、其他不锈钢、热轧普通中卷板、普通钢坯四大产品系列。

³ 非钢业务的统计口径为风水电气、废次材、原燃料等及其它业务。

表 1 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年 1~3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	170.64	100.00	867.66	100.00	1,050.20	100.00	1,035.15	100.00
不锈钢冷轧薄板	46.90	27.48	193.21	22.27	181.95	17.33	209.51	20.24
其它不锈钢	43.74	25.63	190.74	21.98	159.66	15.20	181.31	17.52
热轧普通中卷板	37.09	21.74	168.77	19.45	200.85	19.12	224.03	21.64
普通钢坯	4.81	2.82	33.12	3.82	29.73	2.83	35.80	3.46
风水电气、废次材、原燃料等	26.26	15.39	167.05	19.25	189.88	18.09	143.92	13.90
其它 ⁴	11.84	6.93	114.77	13.23	288.13	27.44	240.58	23.24
毛利润	15.41	100.00	67.58	100.00	66.59	100.00	76.86	100.00
不锈钢冷轧薄板	6.62	42.96	27.28	40.37	22.93	34.43	24.99	32.51
其它不锈钢	5.27	34.20	23.05	34.11	16.87	25.33	19.87	25.85
热轧普通中卷板	2.90	18.82	13.23	19.58	20.73	31.13	27.44	35.70
普通钢坯	0.02	0.13	0.18	0.27	0.19	0.29	0.28	0.36
风水电气、废次材、原燃料等	0.43	2.79	2.76	4.09	4.00	6.01	2.94	3.83
其它	0.17	1.10	1.08	1.60	1.87	2.81	1.34	1.74
综合毛利率	9.03		7.79		6.34		7.43	
不锈钢冷轧薄板	14.12		14.12		12.60		11.93	
其它不锈钢	12.05		12.09		10.57		10.12	
热轧普通中卷板	7.82		7.84		10.32		12.25	
普通钢坯	0.42		0.54		0.65		0.79	
风水电气、废次材、原燃料等	1.64		1.65		2.11		2.04	
其它	1.44		0.94		0.65		0.56	

数据来源: 根据公司提供资料整理

2015 年 1~3 月, 受钢材产品继续下滑影响, 公司营业收入、毛利润分别同比下降 15.26% 和 9.14%; 综合毛利率上升 0.61 个百分点, 主要是公司不锈钢产品毛利率同比有所上升。

综合来看, 不锈钢及普碳钢等钢铁业务仍然是公司收入及利润的主要来源, 公司削减非钢业务进一步突出了钢铁业务核心地位。受钢铁行业低迷影响, 公司营业收入有所下降, 但是由于盈利能力较强的钢铁业务部分替代了低盈利能力的非钢业务, 综合毛利率水平有所上升。由于国内钢铁产能过剩局面短期内难以根本改变, 预计未来 1~2 年, 钢铁行业的持续低迷将一定程度影响公司收入及利润规模的上升, 但非钢业务的削减有利于公司毛利率水平的提高。

⁴ 主要为化工产品、备品备件等方面业务。

控股股东太钢集团拥有自有矿山并对镍、铬资源生产企业进行参股投资，依托母公司的支持及公司地处焦煤资源丰富省份的区位优势，公司在上游关键资源的保障方面仍具备很强的优势；铁矿石、主焦煤及铬价格的下行，一定程度上降低了产品成本，抵消钢材产品价格下行风险

公司的主要原燃料包括铁矿石、焦煤及镍、铬等有色金属，约占公司年总采购金额的60%左右。铁矿石供应方面，公司能够获得来自控股股东太钢集团的支持。矿山资源。太钢集团拥有尖山铁矿、峨口铁矿以及在建的袁家村铁矿等自有矿山资源，目前上述3座铁矿仍然是公司铁矿石的最主要来源，供应了公司85%以上的铁矿石需求。在采购价格上，相对市场价格拥有一定优势。剩余的铁矿石主要来自国外供应商，主要包括南非库博、巴西淡水河谷、澳大利亚BHP等公司。公司地处煤炭大省山西省，在焦煤等资源获取方面具备明显的区位优势，采购运输等成本相对较低，并且与山西焦煤集团有限公司形成了战略合作关系。镍、铬等不锈钢关键原材料上，金川股份集团有限公司（以下简称“金川集团”）为公司供应一定数量纯镍、而太钢集团参股金川集团4.87%股份，在镍采购上也享有一定优势。

随着产量增加，2014年公司铁矿石及煤炭的采购数量金额分别同比增长23.80%和12.97%，采购金额同比分别变动6.59%和-15.28%，从价格看，分别同比下降13.90%和25.00%，2015年1~3月采购均价继续下降，持续的原材料价格下降有利于公司降低生产成本，部分抵消钢材产品价格下跌风险。

表2 2012~2014年及2015年1~3月公司主要原材料采购情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

项目	2015年1~3月			2014年			2013年			2012年		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价	数量	金额	均价	数量	金额	均价
铁矿石	284	16.80	592	1,264	88.50	700	1,021	83.03	813	979	86.52	813
煤炭	188	10.69	569	819	49.14	600	725	58.00	800	728	72.62	800
合计	-	87.25	-	-	342.76	-	-	315.77	-	-	338.9	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司镍主要在国内采购，2014年公司镍采购量为14.77万吨，同比增长4.90%，其中国外采购同比增长57.45%，国内采购有所下降。从价格来看，2014年由于受印尼出口政策及俄罗斯政治因素影响，镍供应减少，使得采购均价同比增长14.06%。由于纯镍价格较高，公司对不锈钢炼钢工序实施标准炉料结构，大量配加低价资源，降低纯镍的使用量。2015年1~3月，公司镍采购量同比增长47.51%，采购均价同比上升19.88%，一定程度上将增加公司不锈钢生产成本。

表 3 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司镍采购情况（单位：万吨、万元/吨）

采购区域	2015 年 1~3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
国外采购	1.65	8.83	4.44	9.84	2.82	8.90	3.25	10.59
国内采购	2.79	9.60	10.33	8.67	11.26	7.66	9.07	9.17
其中：对金川集团	0.19	9.05	1.71	10.48	0.88	9.32	1.31	10.73
合计	4.44	9.31	14.77	9.02	14.08	7.91	12.32	9.54

数据来源：根据公司提供资料整理

公司铬采购也主要来自国内，2014 年公司铬采购量 98.13 万吨，同比增长 24.51%，其中国内采购同比增长 62.04%，国外采购同比减少 27.01%，国内采购占比达到 75.30%。从价格看，2014 年铬采购均价同比下降 8.90%，国内及国外价格相差不大。2015 年 1~3 月，公司铬采购量同比增长 9.31%，采购均价同比下降 6.93%。

表 4 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司铬采购情况（单位：万吨、元/吨）

采购区域	2015 年 1~3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
国外采购	7.78	7,060	24.24	7,340	33.21	8,100	32.59	8,571
国内采购	18.18	7,109	73.89	7,321	45.60	8,000	39.77	8,619
合计	25.96	7,094	98.13	7,326	78.81	8,042	72.36	8,597

数据来源：根据公司提供资料整理

在采购策略上，公司继续采用集中采购、战略采购、招标采购等多种方式有效降低重点产品的采购成本。

总体来看，公司在上游主要原材料上仍具备很强的资源保障优势，2014 年以来，主要原材料价格的下行，同时公司通过配加低价资源，实施集中采购策略等措施，降低了公司的产品成本，一定程度上抵消了钢材产品价格下跌的风险。

公司不锈钢产量仍居全球第一，规模优势明显、行业地位依然突出；2014 年以来，公司主要产品销售价格继续下滑，公司通过调整产品结构，增加高效产品的比重以提升产品利润空间，同时加大国外销售力度以弥补国内需求不足，产品出口大幅上升

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 年以来，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”重点项目投产后稳定运行，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按计划节点推进，热连轧 EPS 工程、加工厂 2 号超细粉生产线工程被评为“2014 年度冶金行业优质工程”，整体装备实力进一步提升。2014 年公司生产粗钢 1,072 万吨，同比增加 7.34%，其中不锈粗钢 381 万吨，同比增长 17.80%。2014 年公司不锈钢和碳钢市场占有率分别较 2013 年上升 0.78 个百分点。

点和 0.21 个百分点和 0.84%，达到 20.10%。公司仍然是世界上最大的不锈钢生产企业，具备很强的规模优势及市场地位。

在行业整体盈利水平较低的环境下，公司积极调整产品结构，扩大了不锈钢等高附加值产品的产量，不锈粗钢占比继续上升，由 2013 年的 32.33% 上升到 2014 年的 35.48%，上升 3.15 个百分点，高效产品比重不断上升有利于提升公司产品的利润空间。2014 年钢铁行业产能过剩依然十分严重，公司实施了阶段性限产，公司生铁及粗钢产能利用率有所下降。2015 年 1~3 月，公司不锈粗钢产量同比增长 1.05%，普碳粗钢同比下降 13.63%，高附加值的不锈粗钢占比进一步上升。

表 5 2013~2014 年及 2015 年 1~3 月公司主要产品产能、产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	2015 年 1~3 月	2014 年			2013 年		
	产量	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生铁	190	895	884	98.73	792	792	100.00
粗钢	245	1,210	1,072	88.62	1,110	999	90.00
不锈粗钢	97	400	381	95.13	300	323	107.67
普碳粗钢	148	810	692	85.41	810	676	83.46

数据来源：根据公司提供资料整理

从公司主要钢材产品销售价格来看，2014 年以来，公司主要钢材产品仍然延续了下跌的局面，其中碳钢轧材的跌幅更为明显，同比下降 23.43%，不锈中板及不锈冷板下降幅度不大。2015 年 1~3 月，除不锈中板外，其他主要主要产品销售均价仍呈下降态势。

表 6 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司主要产品销售价格（单位：元/吨）

产品	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
不锈冷板	13,217	14,241	15,053	16,861
不锈热卷	10,536	11,619	13,198	16,011
不锈中板	19,069	19,388	19,524	22,218
碳钢卷板	3,076	3,559	4,012	4,542
碳钢轧材	3,109	3,719	4,857	5,373
碳钢中板	3,801	4,149	4,521	4,506
硅钢	4,746	5,421	5,973	6,218

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年，公司实现销量 992.78 万吨，同比增长 4.87%，产销率略有下降。公司国内销售通过直供和经销商两种模式进行，为减少中间渠道对公司利润的侵蚀，公司继续加大直供客户开发力度。在国内钢铁产品需求低迷的背景下，公司继续加大国外市场拓展力度，充分发挥海外公司平台作用，加强与国家贸易商及全球 500 强企业合作，不断提高产品出口比例，2014 年公司产品出口 127.65 万吨，同比大增 88.25%，出口比例达到 12.86%，同比上升了 5.70 个百分点。国外销售

比例的上升，有利于降低公司的经营风险，通过出口来替代国内销售。在具体产品的销售上，公司通过优化产品结构来扩大高效产品销量，提升产品利润空间。2014年公司铬钢销售同比提高4.20个百分点，430不锈钢、超纯铁素体、双相不锈钢、罐箱行业用钢、铁路货车用钢、高等级管线钢、无磁钢、纯铁、取向硅钢等高效品种均实现显著增长。

2015年1~3月，公司实现销量228.82万吨，同比下降8.48%，产销率同比略有下降，但出口比例仍维持在较高的水平。

表7 2012~2014年及2015年1~3月公司钢材产销情况（单位：万吨、%）

年份	产量	销量	产销率	出口	出口比例
2015年1~3月	234.83	228.82	97.44	28.65	12.52
2014年	1,004.57	992.78	98.83	127.65	12.86
2013年	944.03	946.66	100.28	67.81	7.16
2012年	949.12	950.52	100.10	54.01	5.68

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。

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司装备能力进一步提升，在不锈钢领域规模优势仍然十分明显，行业地位突出。2014年以来，公司主要产品价格下跌，公司通过调整产品结构来提升利润空间，同时加大国外销售力度，有利于抗风险能力的提升。

2014年以来，公司加大研发力度，开发出系列国内领先产品，取得多项技术创新成果，巩固了公司在国内不锈钢领域的技术领先地位；公司主要节能环保指标仍然处于国内钢铁行业领先水平

公司是国内最先进的不锈钢生产企业，被认定为全国55家“国家技术创新示范企业”之一，公司技术中心在国家认定的企业技术中心中名列第四。公司形成了以不锈钢为主的核心技术700多项，其中部分自有知识产权技术处于国际领先水平。

2014年公司加大研发力度，研发支出22.94亿元，占营业收入比重2.64%，较2013年提高0.5个百分点。2014年公司在产品研发及技术创新上取得系列成果，主要包括：产品研发上生产出国内最薄的0.02mm的精密带钢，填补了国内高端不锈钢精密带钢空白；开发出了强塑积超过30GPa的第三代汽车用钢；在国内首家开发出铁素体耐热钢中板实现替代进口，并成功开发CAP1000、CAP1400核岛堆内构件等关键不锈钢材料。在技术创新方面，2014年主持完成的“先进铁素体不锈钢关键制造技术与系列品种开发”项目获得国家科技进步二等奖；参与完成的“600℃超超临界火电机组钢管创新研制与应用”项目、“高等级中厚钢板连续辊式淬火关键技术、装备及应用”项目分别获国家科技进步一等奖和二等奖；公司“跨海大桥用双相不锈钢钢筋及应用技术开发”项目获国家冶金科技成果一等奖。

在环保节能方面，公司继续推行绿色钢厂发展战略。2014年主要

节能环保指标继续保持行业领先水平，实施了高炉冲渣水余热回收、高炉煤气综合利用、工业废水回收膜技术改造工程，国内首条高炉热熔制棉生产线开始试车，开辟了固体废弃物资源化循环利用新途径。

表 8 公司节能环保指标和国家规定指标对比

指标	国家标准	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
吨钢综合能耗 (Kgce/t)	605	574	541	542	542
吨钢新水消耗 (m ³ /t)	4.10	2.05	1.96	1.45	1.46
吨钢烟粉尘排放量 (Kg/t)	1.19	0.37	0.37	0.38	0.38
吨钢二氧化硫排放量 (Kg/t)	1.62	0.47	0.46	0.49	0.50

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，2014 年以来公司产品开发及技术创新能力继续稳步提升，取得系列成果，巩固了公司在不锈钢领域的技术领先地位。公司实施绿色钢厂发展战略，主要节能环保指标在国内钢铁行业仍处于领先水平。

公司治理与管理

截至 2015 年 3 月末，公司总股本 56.96 亿股，控股股东为太钢集团，实际控制人为山西省国资委。作为上市公司，公司按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《企业内部控制基本规范》等有关法律法规，建立了相对完善法人治理结构并结合实际情况不断进行完善。公司内部控制制度规范完整，能够有效降低经营及财务风险。

公司的长期战略目标是建设成为全球最具竞争力的不锈钢生产企业，不断提升绿色发展水平，成为全球绿色钢厂典范。在产品发展方面，公司将围绕不锈钢做强、做精、做细、做大。在产业链方面，公司未来将向上游镍铬资源、下游钢铁产品加工及配送等产业领域进行延伸。2014 年，公司推行经营机制的市场化改革，变革经济责任制考核方式，由考核内部利润变为考核市场利润，实现价值经营。推行营销和技术服务“双经理制”，促进市场、技术、生产、服务深度融合。生产安全方面，2014 年公司未发生重大安全事故。

作为全球最大的不锈钢生产商，公司拥有突出的市场地位和规模优势，在原材料供应保障、生产装备水平、科研等方面均处于行业内领先水平。受钢铁行业景气度低迷影响，公司主要产品价格持续下跌，盈利能力受到影响。公司通过提高装备水平、调整产品结构、扩大产品出口等措施积极化解行业下行风险。整体来看，公司仍拥有极强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2014 年及 2015 年 1~3 月财务报表。立信会计师事务所

所（特殊普通合伙）对公司 2014 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司根据财政部 2014 年发布的《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》等八项会计准则编制 2014 年度财务报表，并对资产负债表 2013 年期初和 2013 年期末相关科目进行追溯重述。本报告 2012 年末和 2013 年末资产负债表数据分别采用 2014 年审计报告中 2013 年初和 2013 年末的重列数据。公司 2015 年 1~3 月财务报表未经审计。

2014 年度公司财务合并报表范围减少了子公司山西新临钢钢铁有限公司。

资产质量

2014 年以来公司资产规模小幅增长，资产仍以非流动资产为主，存货占比较高；加大信用销售使得公司应收账款增加，应收账款周转效率下降

2014 年以来，公司资产规模小幅扩大，2014 年末及 2015 年 3 月末分别为 763.06 亿元和 779.13 亿元，仍以非流动资产为主，非流动资产占比分别为 74.88%和 73.25%，高于 2013 年末。

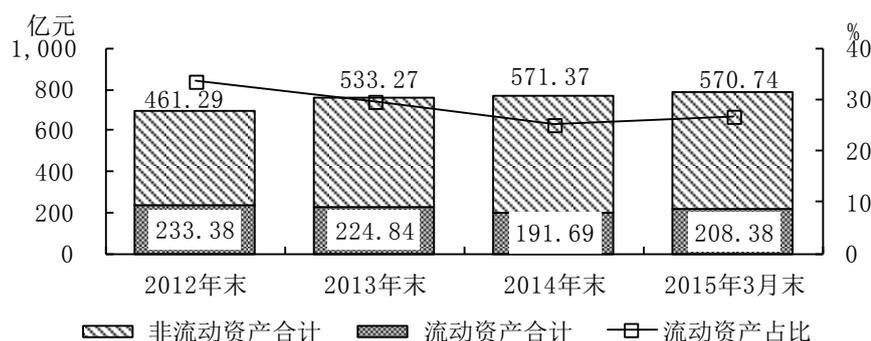


图 3 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司资产结构

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款、预付款项、应收票据等构成，其中存货占比较高。

2014 年末，公司流动资产 191.69 亿元，同比减少了 14.74%。其中存货为 86.73 亿元，主要是原材料、库存商品、在产品及自制半成品等，同比减少 26.20%，主要是公司加强库存管理，大幅降低了原材料的储备，公司本期计提了 7.08 亿元的存货跌价准备，转销 7.24 亿元，年末存货跌价准备为 1.85 亿元；货币资金 44.60 亿元，与 2013 年末基本持平，主要是银行存款，其中作为保证金而受限的货币资金 0.64 亿元；公司应收账款为 33.25 亿元，同比增长 38.88%，主要是因为公司放宽了信用政策以扩大产品销售使得应收出口钢材款及国内客户钢材款增加，2014 年公司计提了 0.74 亿元的坏账准备；公司预付款项 15.94 亿元，主要是预付原燃料款，同比减少 34.78%，账龄 1 年以内的 99.33%；2014 年末应收票据为 9.93 亿元，全部为银行承兑汇票，

同比减少 17.72%。2015 年 3 月末，公司流动资产较 2014 年末增加 16.69 亿元，主要来源于货币资金及存货的增加，其中存货占比 45.02%，仍然较高。

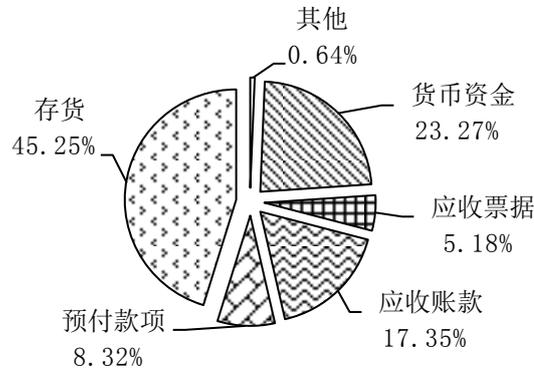


图 4 2014 年末公司流动资产结构

公司非流动资产仍主要由固定资产及在建工程组成。2014 年末，公司非流动资产 571.37 亿元，同比增长 7.14%。其中，固定资产 432.12 亿元，主要由专用及通用设备、生产用房屋建筑及电气设备等构成，固定资产同比增加 44.26 亿元，其中在建工程转入 83.10 亿元，本期计提折旧 36.00 亿元，计提减值准备 0.22 亿元。在建工程 121.51 亿元，主要是硅钢冷连轧、不锈钢冷连轧等技术改造工程组成，同比小幅下降 4.38%，主要是高炉技术改造工程转固金额较大所致。2015 年 3 月末，公司非流动资产 570.74 亿元，与 2014 年末相比基本持平。

2014 年末⁵，公司受限资产总共为 15.46 亿元，占总资产比重 2.03%，其中受限货币资金 0.64 亿元，受限固定资产账面价值 14.82 亿元。

2014 年及 2015 年 1~3 月，公司应收账款周转天数分别为 11.87 天和 17.81 天，钢铁行业市场低迷导致周转效率持续下降；存货周转天数分别为 45.95 天及 52.34 天，与 2013 年相比基本维持稳定。

综合来看，2014 年以来公司资产规模有所上升，仍以非流动资产为主，存货在公司流动资产中占比较高。在行业低迷环境下，为了稳定公司销售，公司放宽信用政策导致应收账款继续上升，应收账款周转效率持续下降。预计未来 1~2 年，公司资产规模将会继续上升，钢铁行业下游需求持续低迷仍将使得公司应收账款周转效率难以有效改善。

资本结构

公司负债继续上升，依然以流动负债为主，流动比率及速动比率仍较低；公司有息债务继续上升，占总负债比重仍较高，且一年内到期的有息债务占比较高

⁵ 公司未提供 2015 年 3 月末受限资产数据。

2014年以来，公司负债规模继续上升，2014年末及2015年3月末总负债为503.54亿元和519.50亿元。公司负债以流动负债为主，2014年末及2015年3月末，流动负债占比分别为73.91%和74.21%，2014年末流动负债占比同比上升了10.80个百分点。

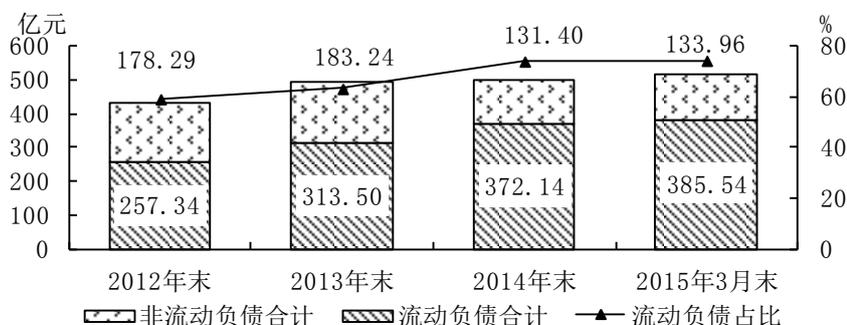


图5 2012~2014年末及2015年3月末公司负债结构

公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款、应付票据等构成。

2014年末，公司流动负债为372.14亿元，同比增长18.71%。其中短期借款136.75亿元，同比增长20.63%，主要是因为在建工程投入及经营需要对短期资金需求增加所致，发行短期融资券及超短期融资券所致，公司短期借款中信用借款128.99亿元，占比94.33%；一年内到期的非流动负债2014年末为83.67亿元，其中一年内到期的长期借款73.67亿元，一年内到期的应付债券10.00亿元，同比增加29.11亿元，主要是长期借款转入所致；应付账款75.26亿元，主要为应付原燃料款，同比小幅增长4.25%，应付账款中账龄1年以内的占比92.36%；应付票据51.32亿元，因公司签发票据上升同比增长32.87%，主要为银行承兑汇票。

2015年3月末，公司流动负债为385.54亿元，较2014年末增加13.40亿元，主要短期借款和应付账款有所增加。

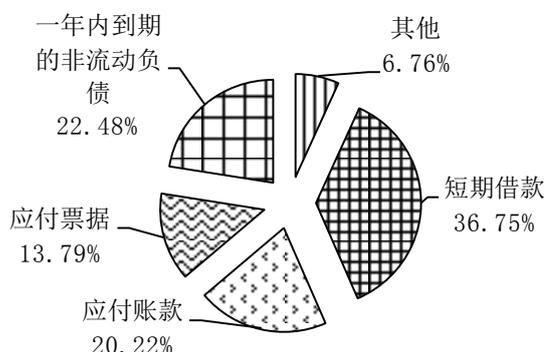


图6 2014年末公司流动负债结构

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2014年末公司

非流动负债 131.40 亿元,同比下降 28.29%。其中长期借款 85.16 亿元,同比减少 41.16 亿元,主要是部分长期借款转为一年内到期的非流动负债所致,公司长期借款中信用借款为 52.55 亿元,保证借款 17.41 亿元,抵押借款 15.21 亿元;公司应付债券为 40 亿元,为公司分别于 2012 年 4 月及 9 月发行的总计 40 亿元的公司债券 12 太钢 01、12 太钢 02 和 12 太钢 03。2015 年 3 月末,公司非流动负债 133.96 亿元,较 2014 年末略有增加。

2014 年以来,公司有息债务继续上升,发行短融及超短融产品使公司短期债务增加上升较快,长期有息债务下降,有息债务占总负债比重仍处于很高的水平,2015 年 3 月末为 77.17%。

表 9 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司总有息债务及其构成情况 (单位:亿元、%)

项目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	273.15	271.74	206.55	153.68
长期有息债务	127.77	125.16	176.32	171.73
总有息债务	400.92	396.91	382.87	325.41
总有息债务占总负债比重	77.17	78.82	77.08	74.70

从 2015 年 3 月末有息债务到期期限结构看,公司 1 年内到期有息债务占比较高。

表 10 截至 2015 年 3 月末公司总有息债务期限结构 (单位:亿元、%)

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	>5 年	合计
金额	273.15	29.30	71.19	10.93	5.18	400.92
占比	68.12	7.31	17.76	2.73	1.29	100.00

2014 年末及 2015 年 3 月末,公司所有者权益分别为 259.51 亿元和 259.62 亿元,其中 2014 年末同比减少 1.86 亿元,其中少数股东权益减少 5.35 亿元,主要是因为公司于 2014 年 7 月对子公司新临钢所拥有的 51.00%股权进行了出售所致。

2014 年以来,由于公司流动负债快速上升,2014 年末,公司流动比率及速动比率同比均有一定程度下降,且处于较低水平,分别为 0.52 倍及 0.28 倍,公司短期偿债能力较弱。2015 年 3 月末,公司流动比率及速动比率分别为 0.54 倍和 0.30 倍。公司资产负债率继续上升,2013 年末及 2015 年 3 月末,分别为 65.99%和 66.68%。

截至 2015 年 3 月末,公司无对外担保。债券担保方面,公司为子公司天津太钢天管不锈钢有限公司 2015 年 4 月 28 日发行的 4 亿元 1 年期短期融资券 15 津太钢 CP001 提供无条件不可撤销连带责任担保。

综合来看,2014 年以来,公司流动负债增长较快,导致流动比率及速动比率进一步下降,资产负债率有所上升。公司短期有息债务上升较快,总有息债务继续增加,占总负债比重仍处于较高水平,且 1 年内到期有息债务占比较高。

盈利能力

受钢铁行业持续低迷影响，2014年以来公司营业收入及利润水平继续下滑；虽然公司毛利率有所回升，但整体盈利能力仍下降且较弱

钢铁行业持续低迷使得公司2014年营业收入同比下降17.38%，为867.66亿元，公司调整产品结构以及非钢业务收入占比大幅下降等因素使得毛利率同比上升了1.45个百分点。

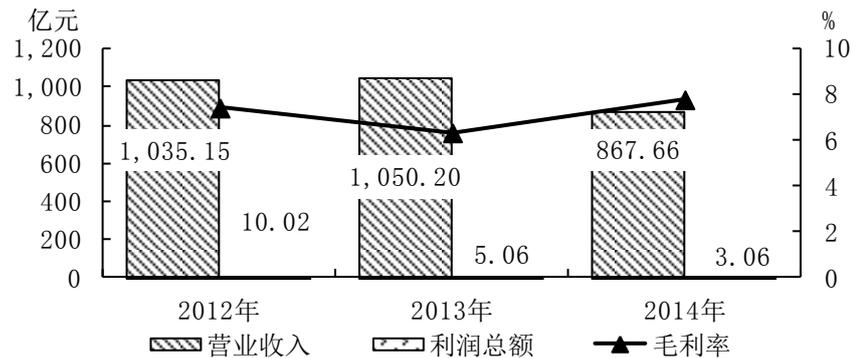


图7 2012~2014年公司收入及盈利情况

2014年公司期间费用率6.69%，同比上升1.60个百分点，销售费用率、管理费用率及财务费用率均有不同程度上升，但财务费用率上升更为明显。2015年1~3月，公司期间费用率为7.84%，同比上升0.97个百分点，其中管理费用率同比上升0.56个百分点。

表11 2012~2014年及2015年1~3月公司期间费用率情况（单位：%）

项目	2015年1~3月	2014年	2013年	2012年
销售费用率	2.26	1.97	1.36	1.29
管理费用率	3.59	3.44	2.90	3.20
财务费用率	1.99	1.28	0.83	1.10
期间费用率	7.84	6.69	5.09	7.84

销售规模的下降以及期间费用的上升，使得公司2014年营业利润、利润总额及净利润分别为同比分别下降了48.35%、39.46%和44.38%，分别为2.34亿元、3.06亿元和2.78亿元。从主要盈利指标来看，利润大幅下降使得2014年公司盈利能力进一步弱化，且处于较低水平。

表12 2012~2014年公司主要盈利指标情况（单位：%）

项目	2014年	2013年	2012年
营业利润率	0.27	0.43	0.92
总资产报酬率	1.85	2.10	3.19
净资产收益率	1.07	1.91	3.86

2015年1~3月，公司营业收入170.64亿元，同比减少15.26%，

主要是因为钢材价格继续下跌及非钢业务同比下降较大所致；毛利率为 9.03%，同比增长 0.61 个百分点；营业利润、利润总额、净利润分别为 0.05 亿元、0.05 亿元和 0.01 亿元，同比分别下降 95.37%、95.73% 和 99.12%，主要是收入规模下降同时，期间费用率同比上升较多所致。。

综合来看，在钢铁行业持续低迷背景下，公司销售规模受到一定影响，毛利率水平同比有所上升，但由于销售收入下降，期间费用上升等因素影响，公司利润水平及盈利能力呈继续下滑态势。

现金流

2014 年公司经营性净现金流水平提升，对负债的保障程度有所提高，EBIT 及 EBITDA 对利息的保障能力偏弱

2014 年，公司经营性净现金流为 54.21 亿元，同比增加 14.26 亿元，主要是公司原材料及库存商品大幅下降，同时，公司增加了对上游供应商的应付账款及应付票据金额，从而减少了对经营性现金的占用。

2014 年公司投资性净现金流为-38.96 亿元，净流出规模较 2013 年下降了 30.28 亿元，主要是公司部分较大的技术改造项目已进入完工阶段，从而相应减少了公司的资本性投入。

2014 年公司筹资性净现金流为-13.85 亿元，由 2013 年的净流入转变为净流出，主要因为公司 2014 年偿还债务及分配股利所支付的现金较多所致，分别为 328.29 亿元和 20.85 亿元，而 2013 年同期分别是 203.66 亿元和 16.41 亿元。

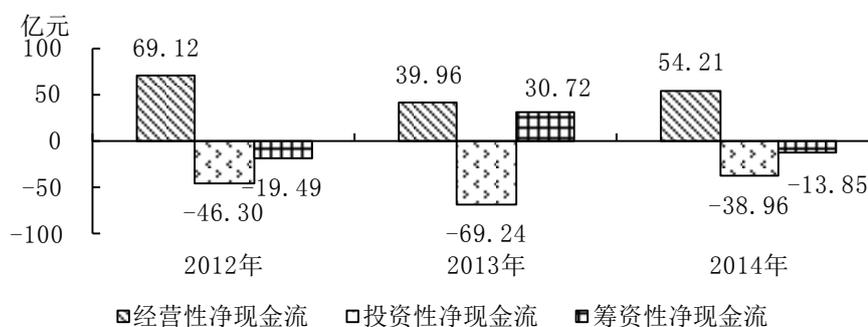


图 8 2012~2014 年公司现金流情况

2015 年 1~3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流、筹资性净现金流分别为 8.58 亿元、-7.34 亿元和 8.05 亿元，同比分别变动 -72.97%、18.92%及-28.46%。

截至 2015 年 3 月末，根据公司规划，公司在建项目 2015~2017 年剩余投资规模约 45 亿元，但由于大部分项目集中在 2015 年到期，预计 2015 年公司投资性资本支出仍具有一定规模，存在对外部的筹资性需求。

表 13 截至 2015 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	项目期限	累计投资	剩余投资
不锈钢冷连轧技术改造工程	64.77	2012 年~2015 年	39.86	24.91
硅钢冷连轧技术改造工程	38.46	2012 年~2015 年	27.12	11.34
高速铁路用钢技术改造工程	6.99	2012 年~2016 年	4.62	2.37
硅钢常化酸洗线技术改造项目	4.42	2012 年~2017 年	0.61	3.81
工业废水回收膜处理技术改造项目	1.01	2012 年~2015 年	1.06	0.02
高炉煤气高效综合利用项目	7.14	2012 年~2015 年	5.72	1.42
高炉热渣制棉综合利用技术改造项目	4.26	2012 年~2015 年	2.42	1.84
合计	127.04	-	81.40	45.70

数据来源：根据公司提供资料整理

从主要偿债指标看，2014 年以来，经营性净现金水平的上升使得其对负债的保障程度上升，但较低的盈利水平仍然使得 EBIT 及 EBITDA 对利息的保障能力较差。

表 14 2012~2014 年公司主要偿债指标

偿债指标	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债（%）	15.81	14.00	28.36
经营性净现金流/总负债（%）	10.84	8.57	16.40
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	2.93	2.46	4.24
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.76	0.98	1.36
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.73	3.03	3.74

偿债能力

从债务来看，2015 年 3 月末，公司总负债为 519.50 亿元，其中有息债务 400.92 亿元，有息债务占总负债比重为 77.17%，占比较高，且 1 年内到期的有息债务占比 68.12%，短期内存在一定流动性压力。公司资产负债率近 2 年基本稳定，总体处于一般水平。公司流动比率及速动比率继续下降，且处于偏低水平。公司收入规模有一定程度下降，但由于原燃料价格大幅下降及钢铁业务占比上升，毛利率水平有所上升。受期间费用上升影响，主要盈利指标 2014 年仍有一定程度下降，利润水平下降幅度较大。公司经营性净现金处于较好水平，2014 年净流入规模同比增加 14.26 亿元，对负债的保障程度有一定程度提升，但 EBIT 及 EBITDA 对利息的保障能力较弱。

公司与银行保持着良好的合作关系，获得银行授信能力较强。公司是上市公司，在债券市场发行过多期债券，资本市场直接融资渠道较为通畅，外部流动性很强。综合分析，受行业低迷影响，虽然公司部分财务指标有所弱化，但在行业中仍处于较好水平，公司仍然具备极强的偿债能力。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2015 年 4 月 23 日，公司本部无信贷违约记录。公司本部及子公司于债券市场发行了多期债券及债务融资工具，截至本报告出具日，已到期债券和债务融资工具均按期兑付本息。

担保分析

太钢集团为太钢不锈 2012 年度第一、二期公司债提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用

太钢集团前身为西北炼钢厂，始建于 1934 年；1950 年 4 月，更名为太原钢铁厂，隶属重工业部；1958 年 8 月，更名为太原钢铁公司；1994 年 7 月，更名为太原钢铁（集团）公司；1995 年 12 月改制为国有独资公司，更名为太原钢铁（集团）有限公司。截至 2015 年 3 月末，太钢集团总股本 66.75 亿元，山西省国资委为公司实际控制人。

太钢集团主业为钢铁生产及销售业务，此外还从事资源开发、产品深加工、工程技术、新材料、资本运营、国际贸易、酒店管理、房地产开发等其他多种业务。太钢集团是中国特大型钢铁联合企业之一，同时也是全球产能最大、工艺技术装备最先进的不锈钢生产企业，具备年产 1,210 万吨粗钢（其中不锈钢 400 万吨）的能力，行业地位十分显著。

截至 2014 年末，太钢集团总资产为 1,307.39 亿元，总负债为 875.30 亿元，所有者权益为 432.08 亿元，资产负债率为 66.95%。2014 年太钢集团实现营业收入 1,401.34 亿元，利润总额 2.06 亿元，净利润-0.54 亿元，经营性现金净流量为 79.25 亿元。

根据太钢集团未经审计的 2015 年一季度财务报表，截至 2015 年 3 月末，太钢集团的总资产为 1,331.97 亿元，总负债为 905.19 亿元，所有者权益为 426.78 亿元，资产负债率为 67.96%。2015 年 1~3 月太钢集团实现营业收入为 243.10 亿元，利润总额-0.98 亿元，净利润-1.34 亿元，经营性现金净流量为 8.67 亿元。

太钢集团拥有山西太原本部和山西临汾两个钢铁生产基地，生产的主要产品有不锈钢、冷轧硅钢、碳钢热轧卷板、火车轮轴钢、合金模具钢、军工钢等，目前已形成了以不锈钢、冷轧硅钢、高强韧系列钢材为主的高效节能长寿型产品集群，重点产品批量进入石油、化工、造船、集装箱、铁路、汽车、城市轻轨、大型电站、“神舟”系列飞船等重点领域和新兴行业。铁路行业用钢、双相钢、耐热钢、车轴钢、9%Ni 钢等 20 多个品种国内市场占有率第一。太钢集团技术研发能力很强，所拥有的太钢技术中心 2014 年在全国 887 家国家认定企业技术中心中排名第四位，近年来不断开发出新产品满足市场需求。太钢集团

先后获得“山西省质量奖”、“全国质量奖”，“太钢牌”不锈钢获得“中国名牌产品”荣誉称号。2014年，太钢集团生产粗钢1,072万吨，其中不锈钢380万吨，粗钢产量位居中国钢铁企业第17名，不锈钢产量位于全球第1名；2014年公司在中国企业500强中位列102位，中国制造业500强中第36位。近几年，太钢集团的资产规模不断扩大，营业收入增加。

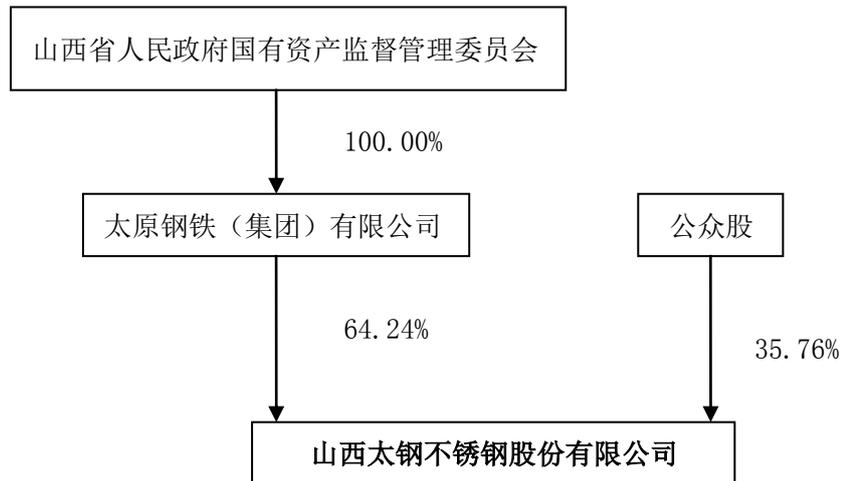
预计未来1~2年，随着太钢集团业务的不断开展，其资产规模将进一步扩大，由其为太钢不锈发行的2012年度第一、二期共计50亿元的公司债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

结论

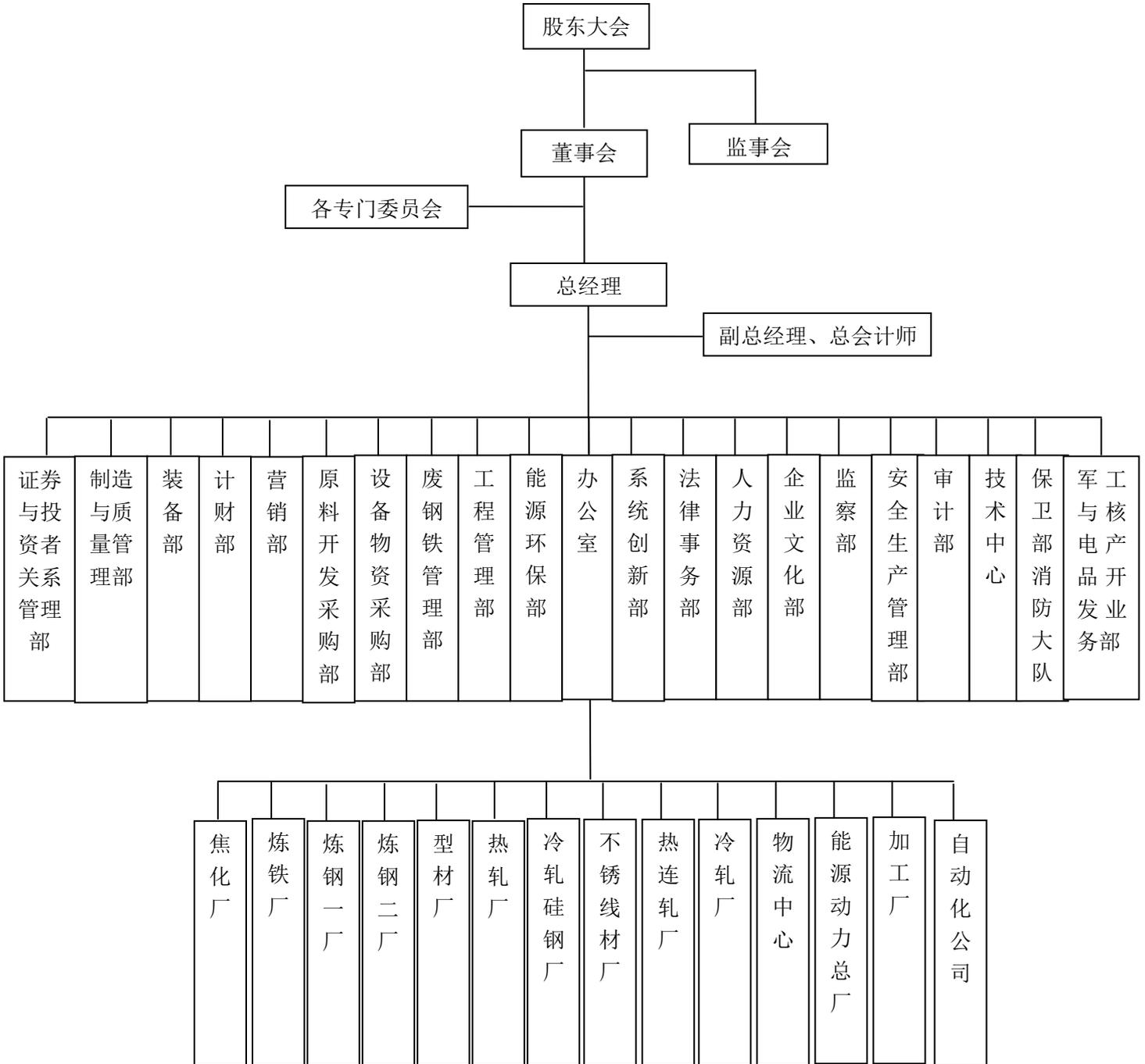
2014年以来，钢铁行业继续延续产能过剩、下游需求低迷，钢材价格持续下降局面，行业仍处于不景气周期。公司作为世界上最大的不锈钢生产商，在规模、技术等方面仍具备很强的优势，行业地位十分突出。2014年以来，公司在上游关键资源的保障上仍具备较强优势，同时铁矿石、煤炭等主要原材料价格大幅下跌，降低了公司生产成本。公司通过调整优化产品结构提升利润空间，不断加大国外市场开发力度，产品出口大幅上升，提升了公司抵抗经营风险的能力。公司在装备水平及技术创新能力方面也继续加强，有利于公司未来竞争力的进一步提升。预计随着公司主要技术改造项目逐步投入生产，公司钢铁主业将继续增强。

综合分析，大公对公司“12太钢01”、“12太钢02”、“12太钢03”信用等级维持AAA，主体信用等级维持AAA，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2015 年 3 月末山西太钢不锈钢股份有限公司股权结构图



附件2 截至2015年3月末山西太钢不锈钢股份有限公司组织结构图



附件 3 山西太钢不锈钢股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015年3月 (未经审计)	2014年	2013年	2012年
资产类				
货币资金	536,989	446,019	450,622	421,029
应收票据	119,873	99,296	120,679	230,861
应收账款	342,912	332,513	239,430	163,766
预付款项	134,695	159,421	244,436	223,676
其他应收款	9,834	10,500	6,596	6,777
存货	938,183	867,329	1,175,225	1,282,129
流动资产合计	2,083,822	1,916,933	2,248,430	2,333,794
长期股权投资	95,272	94,257	90,546	81,873
固定资产	4,223,609	4,321,165	3,878,531	3,631,089
在建工程	1,304,699	1,215,065	1,270,788	801,658
无形资产	23,936	24,611	37,917	36,505
非流动资产合计	5,707,449	5,713,651	5,332,712	4,612,875
总资产	7,791,271	7,630,585	7,581,142	6,946,670
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.89	5.85	5.94	6.06
应收票据	1.54	1.30	1.59	3.32
应收账款	4.40	4.36	3.16	2.36
预付款项	1.73	2.09	3.22	3.22
其他应收款	0.13	0.14	0.09	0.10
存货	12.04	11.37	15.50	18.46
流动资产合计	26.75	25.12	29.66	33.60
长期股权投资	1.22	1.24	1.19	1.18
固定资产	54.21	56.63	51.16	52.27
在建工程	16.75	15.92	16.76	11.54
无形资产	0.31	0.32	0.50	0.53
非流动资产合计	73.25	74.88	70.34	66.40

附件 3 山西太钢不锈钢股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
负债类				
短期借款	1,435,730	1,367,477	1,133,632	380,321
应付票据	444,922	513,249	386,267	271,233
应付账款	832,520	752,562	721,909	646,303
预收款项	138,550	106,752	171,670	244,516
一年内到期的非流动负债	850,895	836,720	545,651	885,237
其他应付款	93,313	96,202	111,851	108,939
流动负债合计	3,855,405	3,721,445	3,135,001	2,573,422
长期借款	877,699	851,619	1,263,195	1,217,286
应付债券	400,000	400,000	500,000	500,000
非流动负债合计	1,339,644	1,313,991	1,832,435	1,782,930
负债合计	5,195,049	5,035,437	4,967,435	4,356,352
占负债总额比 (%)				
短期借款	27.64	27.16	22.82	8.73
应付票据	8.56	10.19	7.78	6.23
应付账款	16.03	14.95	14.53	14.84
预收款项	2.67	2.12	3.46	5.61
其他应付款	1.80	1.91	2.25	2.50
一年内到期的非流动负债	16.38	16.62	10.98	20.32
流动负债合计	74.21	73.91	63.11	59.07
长期借款	16.89	16.91	25.43	27.94
应付债券	7.70	7.94	10.07	11.48
非流动负债合计	25.79	26.09	36.89	40.93
权益类				
实收资本（股本）	569,625	569,625	569,625	569,625
资本公积	680,105	680,105	672,328	667,909
盈余公积	196,137	196,137	187,447	179,465
未分配利润	1,054,465	1,052,675	1,034,258	1,007,748
归属于母公司所有者权益	2,500,716	2,497,973	2,463,005	2,425,616
少数股东权益	95,506	97,175	150,701	164,701
所有者权益合计	2,596,223	2,595,148	2,613,707	2,590,317

附件 3 山西太钢不锈钢股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
损益类				
营业收入	1,706,372	8,676,644	10,502,032	10,351,528
营业成本	1,552,253	8,000,856	9,836,127	9,582,908
销售费用	38,505	170,696	142,471	133,616
管理费用	61,318	298,240	304,708	330,806
财务费用	33,965	111,247	87,082	114,176
资产减值损失	19,156	73,545	80,769	81,298
投资收益	1,015	2,923	1,813	-49
营业利润	503	23,446	45,392	95,626
营业外收支净额	-23	7,177	5,191	4,560
利润总额	479	30,624	50,583	100,186
净利润	121	27,762	49,918	99,864
归属于母公司所有者的净利润	1,790	44,196	62,974	110,572
占营业收入比 (%)				
营业成本	90.97	92.21	93.66	92.57
销售费用	2.26	1.97	1.36	1.29
管理费用	3.59	3.44	2.90	3.20
财务费用	1.99	1.28	0.83	1.10
营业利润	0.03	0.27	0.43	0.92
利润总额	0.03	0.35	0.48	0.97
净利润	0.01	0.32	0.48	0.96
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	87,573	542,139	399,582	691,236
投资活动产生的现金流量净额	-73,378	-389,634	-692,427	-463,006
筹资活动产生的现金流量净额	80,531	-138,520	307,226	-194,891
财务指标				
EBIT	-	141,125	159,110	221,483
EBITDA	-	504,005	493,284	609,242
总有息债务	4,009,246	3,969,066	3,828,745	3,254,077

附件 3 山西太钢不锈钢股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
毛利率 (%)	9.03	7.79	6.34	7.43
营业利润率 (%)	0.03	0.27	0.43	0.92
总资产报酬率 (%)	-	1.85	2.10	3.19
净资产收益率 (%)	0.00	1.07	1.91	3.86
资产负债率 (%)	66.68	65.99	65.52	62.71
债务资本比率 (%)	60.70	60.47	59.43	55.68
长期资产适合率 (%)	68.96	68.42	83.37	94.81
流动比率 (倍)	0.54	0.52	0.72	0.91
速动比率 (倍)	0.30	0.28	0.34	0.41
保守速动比率 (倍)	0.17	0.15	0.18	0.25
存货周转天数 (天)	52.34	45.95	44.97	49.34
应收账款周转天数 (天)	17.81	11.87	6.91	4.70
经营性净现金流/流动负债 (%)	2.31	15.81	14.00	28.36
经营性净现金流/总负债 (%)	1.71	10.84	8.57	16.40
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	2.93	2.46	4.24
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	0.76	0.98	1.36
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.73	3.03	3.74
现金比率 (%)	13.93	11.99	14.37	16.36
现金回笼率 (%)	117.44	106.02	108.82	103.51
担保比率 (%)	0.00	0.28	0.97	1.59

附件 4 太原钢铁（集团）有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015年3月 (未经审计)	2014年	2013年	2012年
资产类				
货币资金	755,115	554,267	623,207	797,357
交易性金融资产	42,413	49,355	46,074	0
应收票据	143,109	161,279	144,201	234,820
应收账款	301,304	306,128	179,468	171,500
其他应收款	177,796	188,137	115,254	117,389
预付款项	198,718	183,590	207,600	230,488
存货	1,216,439	1,126,928	1,377,059	1,507,309
流动资产合计	2,873,353	2,609,238	2,737,288	3,017,310
可供出售金融资产	953,342	997,894	464,055	156,066
长期股权投资	314,907	299,405	469,652	752,008
固定资产	5,911,127	6,029,183	4,641,977	4,307,929
在建工程	1,633,593	1,584,283	2,621,520	1,790,432
无形资产	846,785	846,547	988,529	970,224
长期待摊费用	36,763	35,524	43,065	46,361
递延所得税资产	67,010	61,403	70,596	65,208
非流动资产合计	10,446,319	10,464,647	9,959,200	8,951,094
总资产	13,319,673	13,073,885	12,696,488	11,968,404
占资产总额比 (%)				
货币资金	5.67	4.24	4.91	6.66
交易性金融资产	0.32	0.38	0.36	0.00
应收票据	1.07	1.23	1.14	1.96
应收账款	2.26	2.34	1.41	1.43
其他应收款	1.33	1.44	0.91	0.98
预付款项	1.49	1.40	1.64	1.93
存货	9.13	8.62	10.85	12.59
流动资产合计	21.57	19.96	21.56	25.21
固定资产	44.38	46.12	36.56	35.99
在建工程	12.26	12.12	20.65	14.96
无形资产	0.20	0.16	7.79	8.11
非流动资产合计	6.36	6.48	78.44	74.79

附件 4 太原钢铁（集团）有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年份	2015年3月 (未经审计)	2014年	2013年	2012年
负债类				
短期借款	2,770,252	2,319,950	2,096,708	1,658,454
应付票据	590,068	602,803	408,181	354,817
应付账款	694,124	651,379	708,620	624,659
预收款项	174,506	89,120	105,386	189,135
应付职工薪酬	72,243	73,453	96,530	93,505
其他应付款	191,053	232,995	220,558	222,099
流动负债合计	6,486,328	5,710,302	4,622,278	3,625,839
长期借款	1,914,923	2,175,437	2,685,326	2,583,118
递延所得税负债	123,046	128,946	50,050	22,245
其他非流动负债	74,484	74,484	85,529	76,072
非流动负债合计	2,565,552	3,042,736	3,821,253	3,481,435
负债合计	9,051,880	8,753,038	8,443,531	6,331,606
占负债总额比 (%)				
短期借款	30.60	26.50	24.83	26.19
应付票据	6.52	6.89	4.83	5.60
应付账款	7.67	7.44	8.39	9.87
预收款项	1.93	1.02	1.25	2.99
其他应付款	2.11	2.66	2.61	3.51
流动负债合计	71.66	65.24	54.74	57.27
长期借款	21.15	24.85	31.80	40.80
非流动负债合计	28.34	34.76	45.26	54.99
权益类				
少数股东权益	1,008,321	1,033,690	1,251,133	1,257,598
实收资本股本	667,468	667,468	647,929	647,929
资本公积	617,038	644,016	842,070	768,716
盈余公积	637,047	641,927	608,281	602,048
未分配利润	893,824	880,210	881,536	847,751
归属于母公司所有者权益	3,259,471	3,287,158	3,001,823	2,876,032
所有者权益合计	4,267,792	4,320,847	4,252,956	4,133,631

附件 4 太原钢铁（集团）有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年份	2015年3月 (未经审计)	2014年	2013年	2012年
损益类				
营业收入	2,431,014	14,013,421	14,604,034	14,056,682
营业成本	2,205,803	12,992,029	13,630,604	12,994,857
销售费用	44,166	196,226	170,157	175,512
管理费用	111,683	484,527	496,766	525,122
财务费用	79,825	225,728	165,278	226,428
投资收益	30,072	98,950	7,721	2,013
营业利润	-7,523	2,353	40,380	34,489
利润总额	-9,843	20,636	50,186	40,218
所得税	3,583	26,025	9,041	10,286
净利润	-13,426	-5,388	41,144	29,932
归属于母公司所有者的净利润	-5,320	16,349	41,295	30,307
占营业收入比 (%)				
营业成本	90.74	92.71	93.33	92.45
销售费用	1.82	1.40	1.17	1.25
管理费用	4.59	3.46	3.40	3.74
财务费用	3.28	1.61	1.13	1.61
营业利润	-0.31	0.02	0.28	0.25
利润总额	-0.40	0.15	0.34	0.29
净利润	-0.55	-0.04	0.28	0.21
归属于母公司所有者的净利润	-0.22	0.12	0.28	0.22
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	86,741	792,532	606,302	686,121
投资活动产生的现金流量净额	-85,047	-528,600	-1,085,501	13,504,352
筹资活动产生的现金流量净额	200,092	-324,540	283,218	77,095
财务指标				
EBIT	-	-	-	-
EBITDA	-	-	-	-
总有息债务	7,451,467	7,192,519	7,011,763	6,524,726

附件 4 太原钢铁（集团）有限公司主要财务指标（续表 3）

年份	2015年3月 (未经审计)	2014年	2013年	2012年
毛利率 (%)	9.26	7.29	6.67	7.55
营业利润率 (%)	-0.31	0.02	0.28	0.25
总资产报酬率 (%)	-	-	-	-
净资产收益率 (%)	-0.31	-0.12	0.97	0.72
资产负债率 (%)	67.96	66.95	66.50	52.90
债务资本比率 (%)	63.58	62.47	62.25	61.22
长期资产适合率 (%)	65.41	70.37	81.07	85.07
流动比率 (倍)	0.44	0.46	0.59	0.83
速动比率 (倍)	0.26	0.26	0.29	0.42
保守速动比率 (倍)	0.15	0.13	0.18	0.28
存货周转天数 (天)	47.81	36.50	38.09	42.27
应收账款周转天数 (天)	11.24	6.24	4.33	3.94
经营性净现金流/流动负债 (%)	1.42	16.98	14.70	17.49
经营性净现金流/总负债 (%)	0.97	10.51	8.21	10.19
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	-	-	-
现金比率 (%)	12.30	10.57	14.48	21.99
现金回笼率 (%)	136.81	82.02	94.71	96.07
担保比率 (%)	-	-	-	-

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁶ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁷ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

⁶ 一季度取 90 天。

⁷ 一季度取 90 天。

21. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 6 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 7 短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。