

太原钢铁（集团）有限公司 2020 年面向合格投资者公 开发行永续期公司债券（第三期）跟踪评级报告(2020)

项目负责人：商思仪 syshang@ccxi.com.cn

项目组成员：高 洁 jgao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 30 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2278 号

太原钢铁（集团）有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 太钢 Y3”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月三十日

评级观点：中诚信国际维持太原钢铁（集团）有限公司（以下简称“太钢集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 太钢 Y3”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司不锈钢产能规模显著及产品市场竞争力很强、上游原料资源供应保障良好和财务弹性很强等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持作用。同时，中诚信国际也关注到合金价格波动、钢材价格下行、公司盈利能力受到影响及面临一定资本支出压力等因素可能对公司经营及整体信用水平产生的影响。

概况数据

太钢集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,327.19	1,281.06	1,284.68	1,314.51
所有者权益合计（亿元）	493.35	515.62	546.66	565.12
总负债（亿元）	833.84	765.44	738.02	749.39
总债务（亿元）	663.28	618.18	583.89	592.23
营业总收入（亿元）	809.57	785.58	797.15	176.28
净利润（亿元）	40.52	46.34	31.93	3.05
EBIT（亿元）	67.64	76.78	57.62	--
EBITDA（亿元）	118.67	128.32	108.18	--
经营活动净现金流（亿元）	136.25	103.85	78.11	12.58
营业毛利率(%)	19.23	20.30	17.69	14.37
总资产收益率(%)	5.15	5.89	4.49	--
资产负债率(%)	62.83	59.75	57.45	57.01
总资本化比率(%)	57.35	54.52	51.65	51.17
总债务/EBITDA(X)	5.59	4.82	5.40	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.83	5.33	4.79	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **钢铁综合产能规模较大，且不锈钢主体装备全球领先。**公司是集矿山采掘和钢铁生产、加工、配送、贸易为一体的特大型钢铁联合企业，也是全球不锈钢行业的领军企业，目前钢铁主业已形成年产 1,294 万吨钢的生产能力，其中不锈钢 450 万吨，规模国内排名第二，且不锈钢设备、工艺技术行业领先。

■ **不锈钢产品品种规格齐全，并具备较强的市场竞争力。**目前，公司形成了以不锈钢、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，其中不锈钢产品实现了品种规格全覆盖，且现有 16 个产品系国内市场独有、21 个产品国内市场占有率第一、30 多个品种成功替代进口。

同行业比较

部分钢铁企业主要指标对比表

公司名称	2019 年粗钢产量 (万吨)	2020 年 3 月末资产 总额 (亿元)	2020 年 3 月末资产 负债率(%)	2019 年度营业总收 入 (亿元)	2019 年度净利润 (亿元)
攀钢集团	1,038	992.53	62.17	793.79	16.95
柳钢集团	1,250	921.94	65.24	1,013.62	44.94
本钢集团	1,617	1,587.02	73.59	612.86	2.31
太钢集团	1,086	1,314.51	57.01	797.15	31.93

注：“攀钢集团”为“攀钢集团有限公司”简称；“柳钢集团”为“广西柳州钢铁集团有限公司”简称；“本钢集团”为“本钢集团有限公司”简称。资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	债券余额	存续期
20 太钢 Y3	AAA	AAA	10.00 亿元	10.00 亿元	2020/05/07~2023/05/07 (3+N)

■ **资源供应优势。**公司旗下 3 个铁矿矿山合计铁矿石基础储量达到 15.30 亿吨，铁精粉品位及生产规模均能满足钢铁主业生产需求，近年铁矿石自给率均在 90% 以上；同时公司地处煤炭资源丰富的山西省，具备天然的煤炭采购和运输成本优势；镍、铬等原料通过参股供应商股权等方式来获得较为稳定的供应，上游关键原料均享有较高度保障。

■ **财务弹性很强。**截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度合计 1,388.95 亿元，其中未使用额度为 918.70 亿元，具有一定的备用流动性；同时下属子公司山西太钢不锈钢股份有限公司（以下简称“太钢不锈”）为国内主板上市公司，可有效利用资本市场获得资金支持，融资渠道较为顺畅。

关注

■ **镍、铬合金价格波动带来成本压力。**公司原材料采购中镍、铬合金占比较高，且近年来合金采购价格波动幅度较大，对公司成本控制造成一定的不利影响。

■ **钢材价格波动，公司盈利能力受到一定影响。**2019 年以来钢材下游需求减弱，对公司盈利能力和经营获现造成一定影响，净利润及经营活动净现金流有所下滑。

■ **资本支出压力。**截至 2020 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目规划总投资 92.54 亿元，已投资 17.78 亿元，未来面临一定的资本支出压力。

评级展望

中诚信国际认为，太原钢铁（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**受行业产量继续上升等因素影响，钢材价格超预期下行、镍铁等合金材料价格超预期上涨，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅扩大，偿债能力显著弱化。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2020年5月，公司发行“20太钢Y3”，募集资金总额为10.00亿元，用于偿还公司债务本金及利息，已全部使用完毕。

宏观经济与政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1~2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要

经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来钢铁行业下游需求较为稳定，但受供给增加以及铁矿石成本上升影响，行业内企业盈利空间有所压缩；2020 年一季度，受新冠疫情影响，钢铁企业利润普遍下行

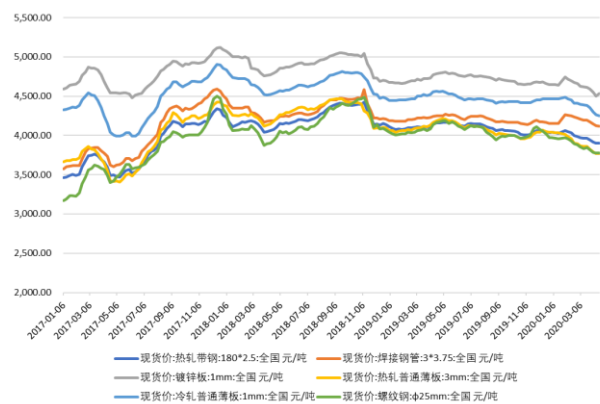
随着钢铁行业景气度的回升，较高的利润驱动下，钢铁企业生产意愿强烈，并通过技术手段提高生产效率，粗钢产量明显上升，2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 5.3%、8.3% 和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。由于钢铁生产属于重资产行业，生产需要较高的资本投入且进入平稳生产需要较长的时间，在存在吨钢毛利润的情况下，钢铁企业就不会减少产量或关停设备，故产量上升的趋势短期内难以改变，或将出现供给过剩的局面。

需求方面，国家出台了一系列政策来保障基建投资领域融资渠道畅通，2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8%。同时，中诚信国际也关注到，汽车行业受前期透支需求影响，2019 年汽车销量下滑 8.2%，预计 2020 年或将保持下行趋势。

钢材出口方面，由于中美贸易摩擦加剧，2019 年钢材出口仍处于较为疲软的态势，2019 年累计出口钢材 6,429.3 万吨，同比下降 7.3%；累计出口金额 537.6 亿美元，同比减少 11.3%，我国钢材出口压力仍然较大，中诚信国际也将对国际形势变化对钢材需求的影响保持关注。

价格方面，由于 2018 年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，2019 年钢材价格总体呈窄幅波动走势，其中中国钢材价格指数 5 月初达到最高 113.1 点，10 月底震荡下降至年内最低 104.3 点。全年中国钢材价格指数均值为 107.98 点，同比下降 6.77 点，降幅为 5.9%。但整体来看，钢材价格仍维持在 3,700 元/吨以上，高于 2017 年水平，行业仍然维持一定利润。2020 年 1~4 月，中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势，4 月底降至 97.0 点，同比降幅为 13.91%，钢铁企业利润空间进一步压缩。

图 1：近年来我国部分钢材品种价格走势

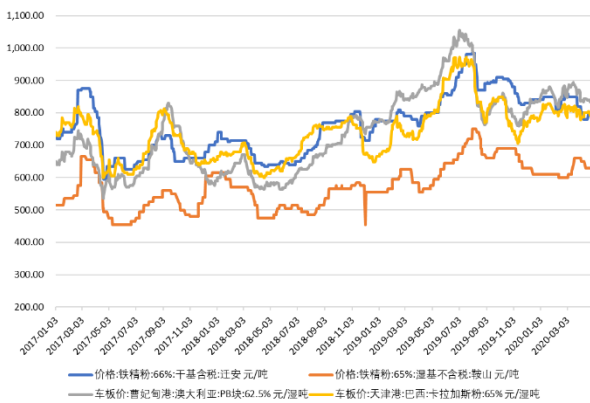


资料来源：choice，中诚信国际整理

原燃料供给方面，虽然对外依存度较高，但目前国际铁矿石买方市场特征初显。2019 年以来，受巴西淡水河谷发生溃坝、天气及运输条件变化等突发事件影响，约有 9,280 万吨/年的铁矿石生产因矿难影响而暂停。铁矿石价格方面，受天气影响铁矿石供给持续紧缩，带动上半年铁矿石价格急剧上升，6 月 28 日进口铁矿石 62% 品位干基粉矿到岸价格为 110.79 美元/吨，同比上涨 71.1%，较年初上涨 41.6 美元/吨，涨幅 60.0%。6 月以来，随着海外矿山恢复

生产并加大供应，铁矿石价格出现回落，钢铁企业成本在三季度缓解，铁矿石价格回落至90美元/吨左右。整体来看，2019年全国铁矿石产量为84,435.6万吨，同比增长4.9%，但由于国内铁矿石品位偏低加之产量有限，尚无法完全替代进口铁矿石。同期我国进口铁矿石10.7亿吨，同比增长0.5%，全年进口铁矿石平均价格为94.8美元/吨，同比增加34.3%，进口总量保持稳定的同时，进口价格大幅上涨，对下游钢铁制造业利润影响较大。2020年1~4月，进口铁矿石平均价格于高位小幅震荡，仍对钢铁企业的成本控制造成一定压力。

图 2：近年来国内外铁精粉价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

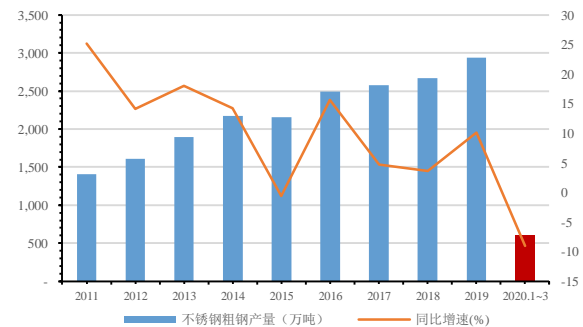
由于钢铁产量增幅加快，钢材价格呈窄幅波动下行走势，铁矿石等原燃材料价格上涨等因素影响，钢铁企业经济效益大幅回落。2019年中国钢铁工业协会会员钢铁企业实现销售收入4.27万亿元，同比增长10.1%；实现利润1,889.94亿元，同比下降30.9%；累计销售利润率4.43%，同比下降2.63个百分点。随着去产能任务趋近完成，供给端对价格的边际拉动影响将削减，加之钢材价格持续处于较高水平，钢材价格或将面临一定的下行压力。

中诚信国际也注意到，2020年一季度受新冠疫情影响，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，生产成本及下游需求均有一定负面影响，钢铁企业利润进一步下行，中诚信国际将持续关注疫情过后行业的恢复情况以及钢铁企业盈利情况的变化。

不锈钢产量持续增长，且价格处于高位震荡，但受镍铁等合金材料上升影响，面临较大的成本压力

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，又称不锈钢耐酸钢，属于钢铁产品中的中高端产品。根据中国特钢企业协会不锈钢分会最新统计数据，近年来中国不锈钢粗钢产量保持增长，从2011年的1,409.1万吨增长到2019年的2,940.0万吨，中国不锈钢产量世界占比大幅提高，成为不锈钢生产大国。2020年1~3月我国不锈钢粗钢累计产量为607.99万吨，同比减少9.04%。分不锈钢系列来看，根据中国特钢企业协会不锈钢分会数据显示，2019年200系/300系不锈钢增量显著，同比分别增长23.80%和5.26%，而400系产量则小幅增长0.65%。但整体来看，各系列产品产量占比相对稳定。

图 3：近年来我国不锈钢粗钢产量及增速情况



资料来源：中诚信国际整理

2019年国内不锈钢产能为3,724万吨，产能利用率仅为78.9%，且截至2020年3月末在建及规划不锈钢产能1,478万吨，若全部建成投产，我国不锈钢总产能将突破5,000万吨，不锈钢产能利用率趋于降低，市场竞争态势或将加剧。不锈钢终端应用领域广泛，其中金属制品、建筑和工程机械是不锈钢的主要下游，占比分别达到27.61%、24.57%和18.40%；其他交通、电力机械与机动车辆和部件占比分别达11.09%、11.04%、7.29%。从需求端来看，近年来钢材需求增长主要来自建筑及工程机械等行业景气度上升或换代需求的增长，而汽车等需求或面临一定下行压力，但整体而言，由于下游需求

较为广泛，不锈钢行业整体稳定性较强。

从不锈钢行业竞争格局来看，目前国内主要的不锈钢企业主要是以太钢不锈、宝钢德盛、酒泉钢铁（集团）有限责任公司、广州联众不锈钢有限公司等为代表的国有企业和以青山控股集团、江苏德龙、北海诚德为代表的民营企业，前10家企业集中度60%以上，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。

不锈钢价格走势方面，2019年1~4月不锈钢价格出现一波小幅度反弹，进入5~6月，价格一路下跌出现历史低点价格；8月末随着原料价格不断上涨，不锈钢价格不断拉涨；10月后，前期拉涨的原料价格开始回落，叠加消费无起色，不锈钢价格重回跌势；2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，不锈钢价格继续下行，并于当年4月出现小幅回升，但仍处于较低水平。

图4：2016年以来不锈钢价格指数走势情况

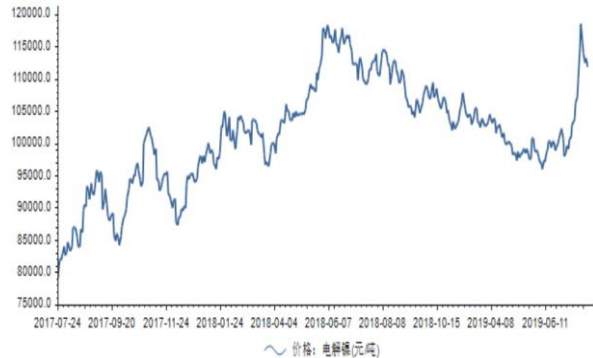


资料来源：choice，中诚信国际整理

生产不锈钢需要大量的镍、铬等原料，而我国的镍、铬等资源主要依赖进口。镍资源方面，印度尼西亚、马来西亚、菲律宾等国是我国红土镍矿的主要来源国，其中印度尼西亚占60%。铬资源方面，铬为钢灰色金属，铬矿常被加工成铬铁，90%以上用于不锈钢的生产。世界铬铁矿资源总量超过120亿吨，在全球分布极不均衡，主要分布在南非、哈萨克斯坦、津巴布韦、芬兰、印度、巴西等国。我国铬矿资源很大程度依赖进口，其中南非、土耳其和津巴布韦是我国铬矿的主要进口国。

镍价格方面，2019年电解镍价格下跌走势延续到6月，进入7月，在下游备货提振作用下，电解镍价格迅速提升，而后市场回归理性，镍价开始回落。

图5：电解镍价格走势情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

此外，2020年1月1日，印度尼西亚政府开始执行禁止所有红土镍矿的出口政策，考虑到菲律宾环保政策趋严、新喀里多尼亚运费较高，部分镍矿资源或将面临短缺，并将影响国内镍铁行业的原料供应，镍价格或将进一步推高，对未来国内镍铁行业及相关公司带来较大影响。

综合来看，有别于普钢行业，不锈钢行业整体稳定性较强，受钢铁行业周期性影响较小，但仍处于产能过剩状态，且不锈钢生产需要依赖进口合金材料，金融属性较强的镍及铬的价格波动会很大程度影响行业内企业的盈利水平，2019年以来镍价格有所上升，给企业带来一定成本压力。

环保要求逐步提升，钢铁企业面临环保投资及环保运营成本增加的压力

环保限产是解决当下大气环境的手段之一，但绿色升级改造才是实现钢铁行业可持续发展的重中之重。“十三五”初期，随着落后产能的不断压缩以及地条钢的取缔，供需失衡的主要矛盾有所缓解，展望“十三五”后期发展，钢铁行业供给侧改革的重点将转为绿色升级改造。

2019年4月29日，生态环境部、国家发改委、工信部等五部委员联合发布《关于推进实施钢铁行

业超低排放的意见》(以下简称“《意见》”),钢铁企业超低排放是指对所有生产环节(含原料场、烧结、球团、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢、自备电厂等,以及大宗物料产品运输)实施升级改造。同时,《意见》也对大气污染物有组织排放、无组织排放以及运输过程均提出了明确要求,且达到超低排放的钢铁企业每月至少 95% 以上时段小时均值排放浓度满足上述要求。此外,《意见》安排了具体推进时间,到 2020 年底前,重点区域钢铁企业超低排放改造须取得明显进展,力争 60% 左右产能完成改造,有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作;到 2025 年底前,重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成,全国力争 80% 以上产能完成改造。

中诚信国际认为,环保标准的提升将倒逼企业环保升级或退出,前期环保投资较小,环保设备尚未达标的企业将会面临较大的资本支出压力或关停风险。此外,随着环保排放标准的提升,钢铁企业在运营过程中亦面临更高的运营成本,利润空间或将有所压缩,而装备水平较高、环保技术较强的钢铁企业有望获得更强的信用实力。

2019 年受行业因素影响,钢铁业务收入下降,但得益于非钢板块补充,营业总收入同比基本持平

2019 年钢材市场下游需求减弱,价格整体下行,公司主要钢材产品销量虽维持稳定,但由于销售均价下滑,不锈钢及普通钢板块收入同比减少,但由于贸易业务规模回升,非钢板块收入增长较多,对公司收入规模带来补充,营业总收入与上年基本持平。2020 年一季度,受新冠肺炎疫情影响,不锈钢业务收入较上年同期有所下降,当期营业总收入亦同比减少。

表 1: 近年来公司主要板块收入结构及占比(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
不锈钢	420.92	447.28	436.40	89.34
普通钢	196.28	210.62	185.06	44.34
钢坯	27.83	41.67	57.36	14.56
非钢板块	162.88	77.60	118.33	28.04
合计	807.91	783.07	797.15	176.28

占比	2017	2018	2019	2020.1~3
不锈钢	52.10	57.55	54.75	51.43
普通钢	24.29	27.10	23.22	25.15
钢坯	3.44	5.36	7.20	8.26
非钢板块	20.17	9.99	14.84	15.16
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注: 2019 年及 2020 年一季度非钢板块收入中包含利息收入; 数据经四舍五入。

资料来源: 公司年度和季度报告, 中诚信国际整理

公司不锈钢生产工艺装备水平行业领先, 品种、规格最全, 市场竞争力较强; 2019 年以来各产品产量稳中有增, 主要技术指标较上年基本持平, 安全生产及节能环保管控情况良好; 主要在建项目面临一定的投资压力

目前公司拥有山西太原本部(由太钢不锈负责)和山西临汾(由太钢集团临汾钢铁有限公司负责, 以下简称“临钢公司”)两个钢铁生产基地。2019 年以来, 公司钢铁综合生产能力维持不变。太钢不锈拥有国际领先水平的钢铁生产装备, 大容量电炉、转炉、ADO 炉、LF 炉、2250mm 板坯连铸机、直接轧制退火酸洗机组、硅钢冷连轧酸轧线、冷轧不锈钢带钢连续退火炉及其酸洗系统等均为全球范围内最先进的不锈钢生产装备, 可生产超宽、超厚、超薄等规格的特色不锈钢产品, 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, 其中不锈钢产品实现了品种规格全覆盖, 且现有 16 个产品系国内市场独有、21 个产品国内市场占有率第一、30 多个品种成功替代进口, 具有较强的市场竞争力。

产量方面, 2019 年公司生铁、粗钢、钢材产量规模仍维持小幅增长趋势, 产能利用率相应稳步提升。2020 年一季度, 各产品产量同比仍有所增长, 钢铁板块生产受新冠疫情影响较小。

表 2: 公司钢铁板块产能及产量情况

产品名称	项目	2017	2018	2019	2020.1~3
生铁	产能(万吨)	848	848	848	848
	产量(万吨)	778	816	826	213
	产能利用率(%)	92	96	97	101
粗钢	产能(万吨)	1,294	1,294	1,294	1,294

	产量(万吨)	1,050	1,070	1,086	279
	产能利用率(%)	81	83	84	86
其中: 不锈钢	产能(万吨)	450	450	450	450
	产量(万吨)	414	417	418	103
	产能利用率(%)	92	93	93	92
钢材	产能(万吨)	1,350	1,350	1,350	1,350
	产量(万吨)	970	1,001	1,009	256
	产能利用率(%)	72	74	75	76

注:数据经四舍五入,2020年一季度各产品产能为截至当期末公司全部相关生产设备全年产能情况。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

公司注重管理效率的提升,在多年管理经验的基础上,不断深化对标挖潜和降本增效工作,2019年主要生产技术指标整体向好,能耗指标均有所下降。近年来,公司不断加强定期及不定期安全生产专项整治工作,对高风险领域进行重点管控,分领域成立共计十个安全生产专项整治组,分专业制定了冶金机械、矿山、工程施工、易燃易爆等专项整治工作方案,采取信息化、智能化风险防范措施,持续完善现场硬件设施安全功能。节能环保方面,公司节能环保相关指标远远优于国家政策文件要求,居国内各大钢铁企业前列,2019年各主要指标均同比下降,其中吨钢烟尘排放量及吨钢二氧化硫排放量降幅显著。但鉴于当前环保政策不断趋严,仍需关注国家环保政策的变化对公司正常稳定经营及经营合规性带来的不确定性。

表 3: 公司节能环保指标与国家规定指标对应表

主要指标	国家规定标准	2017	2018	2019	2020.1-3
吨钢综合能耗(Kgce/t)	605	545	540	538	531
吨钢新水消耗(m ³ /t)	4.10	3.01	3.05	2.48	2.27
吨钢烟尘排放量(Kg/t)	1.19	0.325	0.326	0.223	0.171
吨钢二氧化硫排放量(Kg/t)	1.62	0.239	0.235	0.115	0.058
二次能源回收利用率(%)	100	100	100	100	100

资料来源:公司提供

在建及拟建项目方面,截至2020年3月末,公司主要在建及拟建项目规划总投资92.54亿元,主要集中于铁矿工程、生产线技术升级改造及节能环保等领域,未来面临一定的资本支出压力。

表 4: 公司主要在建及拟建项目投资规划(亿元)

项目名称	总投资	2020年3月末已投入	2020年4~12月预计投资	2021年预计投资
峨口铁矿露天转地下开采项目	17.00	9.30	1.07	1.70
峨口铁矿新建尾矿库工程	6.09	0.36	4.03	1.65
高端碳纤维项目(三期)	9.89	0.34	3.66	5.40
迎新街红楼大院、赵庄大院拆迁改造项目	5.94	3.81	0.41	0.77
高端电工钢项目	25.83	1.71	6.29	7.07
不锈钢热轧线改造项目	21.00	0.01	1.00	16.04
5#高炉大修	6.80	2.26	3.20	1.16
合计	92.54	17.78	19.65	33.79

注:数据经四舍五入。

资料来源:公司提供

镍、铬合金作为不锈钢生产的重要原料主要在海外采购,受市场价格波动影响较大;2019年以来金属镍波动较大,公司成本控制面临一定压力;此外,公司铁矿石自给率较高,煤炭资源区位优势明显

公司钢铁板块业务生产所需的原材料主要为铁矿石、煤炭以及镍、铬等合金,其中镍、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%,煤炭和铁矿石占比分别约为12%和17%。由于国内镍、铬资源较为有限,公司较大程度依赖进口铬、镍原材料来满足不锈钢生产需求。近年来,公司通过加大与供应商的战略合作等方式,来获得较为稳定的镍、铬供应来源。

镍供应方面,目前公司持有中国最大的镍生产企业-金川集团股份有限公司4.87%的股权,并加强与国际大型镍生产供应商-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。海外资源方面,公司还持有中国有色矿业集团有限公司子公司中色镍业有限公司(以下简称“中色镍业”)40%的股权,中色镍业负责缅甸达贡山镍矿的开发与经营,现拥有镍矿石储量3,414.46万吨,规划金属镍年产量2.2万吨;2019年实际产量为1.9万吨,对公司的供应量为0.61万吨。2019年以来金属镍市场价格波动较大,公司也开展了套期保值业务,

采购均价略有下降。此外，2020年1月1日，印度尼西亚政府开始执行禁止所有红土镍矿的出口政策，该政策将影响国内镍铁行业的原料供应，对未来国内镍铁行业及相关公司造成一定负面影响。2020年一季度，镍金属价格有所回升，重要原材料价格波动幅度较大，对公司成本控制带来压力。

铬供应方面，公司投资设立并控股山西太钢万邦炉料有限公司，主要从事铬铁的研发及生产，设

计产能30万吨/年，全部供应太钢不锈使用。此外，公司与新钢冶金有限公司、山西明迈特实业贸易有限公司等大型供应商及贸易商建立长期合作，有效保证了铬的稳定供应。2019年，公司铬铁采购规模小幅下降，且采购均价受益于套期保值的开展持续下行；2020年一季度，铬铁价格进一步下行，但受镍金属价格上涨影响，公司调整产品结构，铬铁采购量相应有所减少。

表 5：公司主要原材料采购情况（万吨、元/吨）

品种	2017		2018		2019		2020.1~3	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
金属镍	19.88	75,925	18.72	84,895	17.94	81,656	4.27	84,451
铬铁	118.28	6,945	118.05	6,048	114.71	5,692	28.71	5,011
煤炭	782.88	941	753.92	1,064	760.61	1,049	197.6	961

资料来源：公司提供

2018年4月太钢不锈开始筹划重大资产重组，拟采取支付现金、发行股份或支付现金与发行股份相结合的方式，购买临沂鑫海新型材料有限公司（以下简称“临沂鑫海”）51%股权。交易各方经过充分协商和审慎研究，鉴于交易各方对本次交易的估值以及资产范围存在较大分歧，并综合考虑临沂鑫海与太钢不锈双方的合作现状，以及交易对方对镍电业务的后续安排，为维护太钢不锈全体股东利益，经与交易对方友好协商后，太钢不锈于2020年6月20日终止筹划本次重大资产重组。

铁矿石供应方面，公司自有铁矿石资源储备充足，现拥有峨口铁矿、尖山铁矿及袁家村等3座在产铁矿石矿山，截至2019年末上述矿山合计铁矿石基础储量达到15.30亿吨，年开采能力为3,950万吨，当年铁精粉产量稳中有升，铁精粉品位及生产

规模均能满足自身钢材产品生产需求，近年铁矿石自给率均在90%以上。此外，目前公司袁家村铁矿开采矿石除供公司自用外，还有部分剩余矿石对外销售，占比在10%左右；峨口铁矿、尖山铁矿出产铁矿石全部为公司自用。受益于较高的铁矿石自给率，在铁矿石采购均价上升的情况下，公司生产成本控制能力较强。

表 6：公司铁矿石供给情况（万吨、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
自给量	1,077	1,089	1,096	282
外购量	42	83	97	29
合计	1,119	1,172	1,193	311
自给率	96	93	92	91

注：公司及国内铁矿石整体偏酸性、生产工艺需配置部分碱性环境的海外铁精粉，上表列示的铁矿石自给率考虑了需配置部分碱性环境的海外铁精粉部分；数据经四舍五入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：公司主要矿山资源储备情况

名称	资源储量（亿吨）	可开采储量（亿吨）	生产品位(%)	年开采能力（万吨）	2019年铁精粉产量（万吨）	2020年1~3月铁精粉产量（万吨）
峨口铁矿	2.76	1.80	29.23	750	156.43	38.66
尖山铁矿	1.79	1.17	33.88	1,000	314.05	83.81
袁家村铁矿	10.75	6.31	30.98	2,200	789.06	198.74
合计	15.30	9.28	-	3,950	1,259.54	321.21

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

煤炭采购方面，公司地处煤炭资源丰富的山西

省，具有天然的煤炭采购和运输成本优势。公司已

与山西省内各大型煤炭集团建立了长期战略合作关系，长期采购协议（协议期限一般为一年）模式下的供应额度占比达 70% 以上，供应来源较为稳定，主要为山西焦煤集团有限责任公司、山西西山煤电股份有限公司及山西潞安矿业（集团）有限责任公司等。近年来，在钢铁板块生产规模扩大及贸易业务规模调整等因素的综合影响下，公司对煤炭的采购量规模存在一定的波动。2019 年，粗钢产量增长，煤炭采购量上升，煤炭价格同比有所回落，但仍处于高位。

公司销售体系成熟、销售渠道较为顺畅，主要产品销量保持良好发展态势；受 2019 年下游需求减弱及新冠肺炎疫情影响，销售均价有所下降

销售策略方面，公司建立了与自身战略相适应的直销、分销和出口“三位一体”的营销体系，近年来直销比例稳定维持在 60~70% 左右；公司与多家主要下游行业龙头企业签署了战略合作协议，形成了长期、稳定的合作关系，但对单一客户依赖程度较低，2019 年前五大客户销售金额占比约为 20%。公司亦努力完善布局合理的集仓储、加工、配送、服务为一体的分销体系，强化外设销售公司分销管理和重点区域的市场建设，通过与部分钢贸企业的长期合作，以分销方式进一步拓展产品需求、扩大市场占有率。在国际市场方面，公司经过长期耕耘，出口市场已拓展至俄罗斯、加拿大、日

本、韩国、土耳其、挪威、澳大利亚等 50 多个国家和地区。在销售网络建设方面，公司现已形成了国内共计 20 个销售公司的营销网络。

表 8：2019 年公司钢铁板块前五大客户情况（万元、%）

前五大客户	销售金额	金额占比
江苏大明金属制品有限公司	895,932.85	12.72
ChromiumtradeSA	163,871.26	2.33
中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司	134,288.50	1.91
浙江元通不锈钢有限公司	129,103.97	1.83
中国中车集团有限公司	97,832.54	1.39
合计	1,421,029.12	20.18

资料来源：公司提供

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。公司产品应用领域广泛，受单一行业景气度影响较小，产品销售情况表现良好。2019 年，公司不锈钢材、碳钢钢材产销率仍保持在 100% 左右，不存在产品滞销、存货大量堆积的情况，但由于下游需求减弱，当年主要钢材产品价格均有所下滑。2020 年一季度，新冠肺炎疫情对下游市场需求及交通运输造成一定负面影响，不锈钢材销量同比略有减少，销售均价进一步下降。未来钢材价格受到市场供需影响仍面临一定的不确定性，中诚信国际将保持关注。

表 9：公司主要产品销售情况

产品类型	项目	2017	2018	2019	2020.1~3
不锈钢材	销售量（万吨）	377.06	381.70	376.22	81.75
	销售额（亿元）	433.33	452.38	435.60	90.60
	销售均价（万元/吨）	1.15	1.19	1.16	1.11
	出口比例（%）	27.02	23.08	18.55	21.01
碳钢钢材	销售量（万吨）	599.40	623.64	635.54	160.34
	销售额（亿元）	224.77	252.74	243.21	58.93
	销售均价（万元/吨）	0.37	0.41	0.38	0.37
	出口比例（%）	2.26	3.45	3.81	4.56

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

公司积极推动业务结构向依托钢铁主业、综合拓展新材料、现代金融、医疗健康、工程技术、国际贸易等领域多元化经营转变，2019 年非钢业务发展态

势稳定，对整体业务规模形成一定补充

近年来，公司在坚持发展钢铁主业的同时，提出延伸发展、多元发展、绿色发展及和谐发展四大

发展主题方向，目前非钢板块主要包括金融投资、健康医疗、新材料业务和贸易业务等。

金融投资业务方面，为了培育新的长期利润增长点、提高资本市场运作能力，运用国际、国内两个资本市场降低融资成本，公司先后成立了山西太钢投资有限公司（以下简称“太钢投资公司”）、太钢集团财务有限公司（以下简称“太钢集团财务”）、太钢（天津）融资租赁有限公司、太钢（天津）商业保理有限公司和山西太钢保险代理公司，其中太钢投资公司先后投资参股多家银行和证券公司，支持金融产业发展；同时围绕公司产业链上下游领域进行实体经济投资。2019年末，太钢投资公司总资产为19.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）为16.65亿元；太钢投资公司利润主要来源于投资收益，2019年净利润0.53亿元。

公司贸易业务主要由子公司太钢国贸承担，贸易产品主要为铬、镍等原材料以及备件等围绕钢铁主业的上下游产品，供应商主要为原材料产地生产商及大型经销商，客户主要为国内钢厂及经销商。近年来，随着公司根据市场情况调整业务结构，贸易业务规模有所波动。

整体来看，公司在坚持发展钢铁主业的同时，积极推动业务结构向依托钢铁主业、综合拓展新材料、现代金融、医疗健康、工程技术、国际贸易等领域多元化经营转变，打造公司新的效益增长点，2019年以来非钢业务发展持续稳定，对整体业务规模形成一定补充。

财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年~2018年财务报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年财务报告以及未经审计的2020年一季度财务报表，财务数据均采用报告期末数。

2019年由于钢材价格整体下行，加之期间费用侵蚀较重，利润总额及盈利指标均有所下滑

2019年以来，钢材产品价格整体下行，而原燃料价格上涨，公司钢铁主业各板块毛利率呈现不同程度下降；同时，贸易业务规模回升致使非钢板块毛利率略有下降。上述因素共同导致当年营业毛利率较上年有所减少，但与同行业公司相比降幅较小。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，钢材产品销售价格进一步下降，营业毛利率较上年同期有所下滑。

表 10：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
不锈钢	16.34	19.42	16.59	12.15
普通钢	18.47	19.86	16.94	15.03
钢坯	13.17	16.93	9.76	8.10
非钢板块	28.66	27.67	26.76	23.65
营业毛利率	19.23	20.30	17.69	14.37

注：公司2019年及2020年一季度将非钢板块营业收入和营业成本中分别包含利息收入和利息支出。

资料来源：公司财务报表及提供资料，中诚信国际整理

由于研发投入较多，期间费用以管理费用为主，2019年略有上升；销售费用同比变化不大；由于债务规模有所下降，加之汇兑损益由负转正，财务费用同比减少。在上述因素综合影响下，公司期间费用及期间费用率略有增长。2020年一季度，受新冠疫情影响，营业总收入小幅下滑，期间费用率相应上升。

2019年受行业因素影响，公司三费前利润有所下滑，加之期间费用侵蚀加重，经营性业务利润同比明显减少；同年，由于计提较多存货减值损失，加之公司根据企业会计准则规定对多家位于土耳其的联营矿产贸易企业进行减值测试，当年资产减值损失同比增长；投资收益为公司利润带来较为稳定的补充，2019年有所增长主要系理财产品回报较好及下属财务公司处置部分证券投资基金所致；2018~2019年分别支付晋煤太钢探矿权转采矿权差额价款2.71亿元和0.57亿元，2019年营业外损失有所减少。受上述因素影响，利润总额同比显著下降。2020年一季度，新冠肺炎疫情影响下，利润总

额较上年同期有所减少。

从盈利指标来看，EBITDA 及 EBIT 随利润总额减少，EBITDA 利润率和总资产收益率相应下滑，但仍保持在较好水平。2020 年一季度，利润总额同比进一步减少，中诚信国际将持续关注公司业务运营及盈利水平变化情况。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
销售费用	18.19	18.57	19.23	4.74
管理费用	46.44	46.81	50.46	9.77
财务费用	24.01	26.51	24.46	6.13
期间费用合计	88.64	91.90	94.15	20.63
期间费用率(%)	10.95	11.70	11.81	11.70
经营性业务利润	61.56	62.72	41.22	3.49
资产减值损失（含信用减值损失）	12.95	7.41	12.18	0.03
投资收益	2.28	3.17	6.67	1.52
营业外损益	-5.45	-6.69	-3.15	-0.82
利润总额	43.51	52.80	35.13	4.08
EBITDA 利润率(%)	14.66	16.33	13.57	--
总资产收益率(%)	5.15	5.89	4.99	--

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产及权益规模稳步增长，财务杠杆下降，债务期限结构有所优化，资本结构保持行业较好水平

跟踪期内公司购建项目及投资支出减少，债券发行融资增多，货币资金有所增长，截至 2020 年 3 月末受限部分为 3.83 亿元，占比较低，保持了较好的流动性；应收票据及应收款项融资合计同比有所下降，存货随业务规模扩张而上涨；其他流动资产随公司本部及子公司所持理财产品增减而波动。非流动资产随固定资产折旧及无形资产摊销而有所下降，总资产规模略有增长。

2019 年公司增加票据兑付，当年末负债总额小幅下降。同年末有息债务余额减少，且由于部分应付票据兑付，加之公司以期限较长的债券融资置换短期银行借款，短期债务占比降至 54.97%，债务期限结构有所优化。

表 12：近年来公司主要资产、负债及权益情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	86.97	66.61	86.42	90.81
应收票据	39.94	36.47	0.87	0.97
应收款项融资	-	-	18.67	19.12
应收账款	21.13	17.18	14.66	18.14
存货	85.90	104.65	125.61	131.12
其他流动资产	23.58	47.66	35.83	59.06
可供出售金融资产	78.21	60.59	70.76	64.26
固定资产	674.54	636.72	605.02	594.45
在建工程	10.95	13.77	21.98	24.94
无形资产	151.73	147.05	148.58	147.30
短期借款	241.95	176.81	206.49	206.45
应付票据	52.19	69.01	49.81	44.05
应付账款	70.45	59.88	60.20	59.55
短期债务	465.97	415.62	320.98	300.60
实收资本	66.75	66.75	66.75	66.75
资本公积	107.76	107.70	107.77	107.77
未分配利润	89.07	111.77	128.53	130.08
总资本化比率(%)	57.35	54.52	51.65	51.17

注：中诚信国际在分析时将其他权益工具投资计入可供出售金融资产。
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司利润进一步积累，当年末未分配利润保持增长，但受行业因素影响，增速略有放缓；所有者权益合计维持上升趋势，且由于负债总额及总债务减少，资产负债率和总资本化比率持续下降，资本结构维持行业内较好水平。

票据兑付及原燃料支出增加，经营活动现金净流入有所减少；投资活动有所放缓，且筹资活动净现金流出收窄；盈利能力及经营获现能力弱化，相关偿债指标出现不同程度下降

2019 年公司增加票据兑付力度，加之部分原燃料价格上行导致采购支出增加，经营活动净现金流有所减少。同年，投资活动略有放缓，购建固定资产及投资支出减少，投资活动现金流缺口有所收窄。筹资活动现金流出规模较上年变化不大，但由于公司 2019 年发行多期债券，筹资活动现金净流出规模有所下降。

2019 年公司盈利能力及经营获现能力弱化，EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力同比均有所减弱。此外，经营活动净现金流在扣除利息支出及股利后对债务本金的覆盖能力有所

降低；自由现金流对总债务的覆盖能力显著下降。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	136.25	103.85	78.11	12.58
投资活动净现金流	-57.31	-36.56	-14.00	-29.34
筹资活动净现金流	-58.63	-91.78	-40.84	24.08
经营净现金流/总债务(X)	0.21	0.17	0.13	0.08*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.54	4.31	3.46	--
总债务/EBITDA(X)	5.59	4.82	5.40	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.83	5.33	4.79	--
(CFO-股利)/总债务(%)	16.30	11.13	7.49	--
FCF/总债务(%)	12.89	8.31	1.55	--

注：加“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持；对外担保及受限资产均较少，无重大诉讼

截至2020年3月末，公司共获得银行授信额度合计1,388.95亿元，其中未使用额度为918.70亿元，具有一定的备用流动性；此外，下属子公司太钢不锈钢作为A股上市公司，具备畅通的股权融资渠道。

截至2020年3月末，公司受限资产合计为8.01亿元，占当年末总资产的0.61%，主要为质押的银行承兑汇票及保证金等，占比较低。

截至2020年3月末，公司对外担保余额约为36.48亿元，占年末净资产的比例约为6.46%，主要为对山西晋煤太钢能源有限责任公司、太原太钢大明金属制品有限公司及中国铝业投资控股有限公司等贷款连带保证担保。此外，公司无重大未决诉讼或未决仲裁形成的或有负债。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020年3月2日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

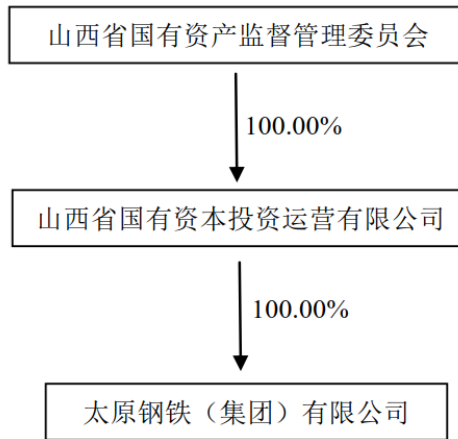
山西省国资委在矿山资源整合、多元业务发展及资金方面给公司提供有力支持

山西省作为中原资源大省，2019年经济保持了稳中向好，全年实现地区生产总值（GDP）17,026.7亿元，比上年增长6.2%。公司地处煤炭资源丰富的山西省，具备天然的煤炭采购和运输成本优势；镍、铬等原料通过参股供应商股权等方式来获得较为稳定的供应，上游关键原料均享有较高程度的保障。此外，公司与省内多家煤炭、电力企业保持了战略合作关系，在控制成本方面取得较大支持。同时，作为省内唯一大型钢铁集团，在钢铁主业整合重组之外，山西省国资委还支持公司对省内矿山资源进行整合，并为公司开展相关的多元化业务提供支持。

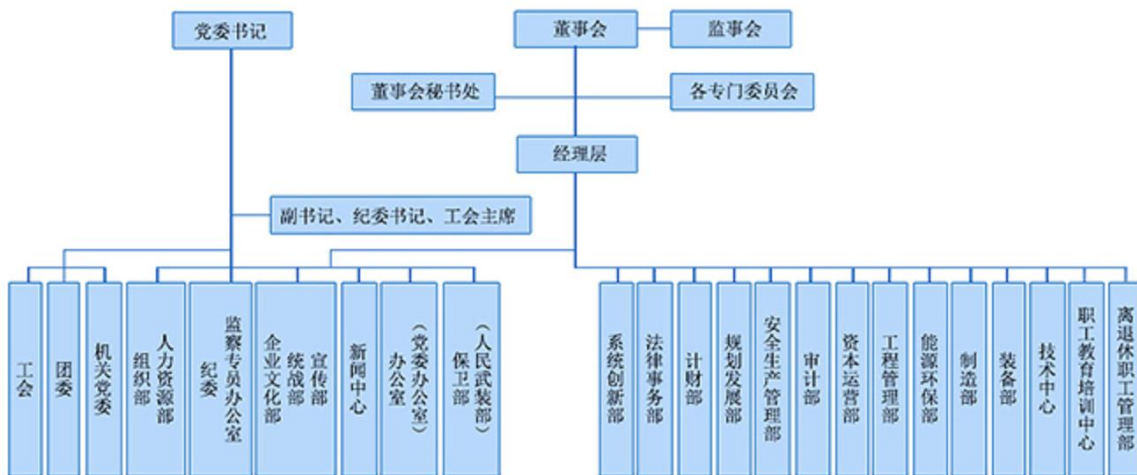
评级结论

综上所述，中诚信国际维持太原钢铁（集团）有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 太钢 Y3”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：太原钢铁（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：2020 年 4 月 30 日，公司控股股东更名为“山西省国有资本运营有限公司”。



资料来源：公司提供

附二：太原钢铁（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	869,707.60	666,091.01	864,160.99	908,085.04
应收账款净额	211,259.94	171,789.90	146,590.39	181,387.76
其他应收款	148,570.62	138,438.09	165,279.74	166,971.50
存货净额	859,004.90	1,046,503.13	1,256,083.80	1,311,190.17
长期投资	1,263,303.88	1,114,295.55	1,272,214.56	1,215,225.54
固定资产	6,745,369.26	6,367,245.59	6,050,211.18	5,944,534.80
在建工程	109,456.54	137,724.88	219,829.01	249,449.10
无形资产	1,517,250.17	1,470,538.03	1,485,837.74	1,473,024.11
总资产	13,271,894.32	12,810,611.35	12,846,804.45	13,145,051.91
其他应付款	328,859.34	340,350.73	368,084.85	368,815.43
短期债务	4,659,716.46	4,156,196.85	3,209,776.15	3,005,967.85
长期债务	1,973,034.15	2,025,629.38	2,629,164.85	2,916,313.22
总债务	6,632,750.61	6,181,826.22	5,838,941.01	5,922,281.07
净债务	5,763,043.02	5,515,735.21	4,974,780.01	5,014,196.03
总负债	8,338,377.00	7,654,390.16	7,380,164.17	7,493,853.15
费用化利息支出	241,317.22	239,829.98	224,863.20	--
资本化利息支出	4,601.70	937.32	843.72	--
所有者权益合计	4,933,517.32	5,156,221.19	5,466,640.28	5,651,198.76
营业总收入	8,095,685.26	7,855,842.85	7,971,453.03	1,762,794.21
经营性业务利润	615,591.61	627,193.70	412,153.12	34,880.13
投资收益	22,776.58	31,694.80	66,708.42	15,197.85
净利润	405,231.90	463,442.58	319,331.42	30,514.45
EBIT	676,421.90	767,833.48	576,185.83	--
EBITDA	1,186,719.65	1,283,166.75	1,081,833.20	--
经营活动产生现金净流量	1,362,508.95	1,038,486.98	781,060.58	125,792.76
投资活动产生现金净流量	-573,127.53	-365,621.97	-139,992.10	-293,396.41
筹资活动产生现金净流量	-586,318.90	-917,757.47	-408,377.33	240,836.26
资本支出	226,267.98	174,503.69	346,726.28	82,155.19
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	19.23	20.30	17.69	14.37
期间费用率(%)	10.95	11.70	11.81	11.70
EBITDA 利润率(%)	14.66	16.33	13.57	--
总资产收益率(%)	5.15	5.89	4.49	--
净资产收益率(%)	8.88	9.19	6.01	--
流动比率(X)	0.48	0.56	0.68	0.79
速动比率(X)	0.34	0.37	0.41	0.50
存货周转率(X)	7.79	6.55	5.70	4.70*
应收账款周转率(X)	40.67	40.89	49.90	42.82*
资产负债率(%)	62.83	59.75	57.45	57.01
总资本化比率(%)	57.35	54.52	51.65	51.17
短期债务/总债务(%)	70.25	67.23	54.97	50.76
经营活动净现金流/总债务(X)	0.21	0.17	0.13	0.08*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.29	0.25	0.24	0.17*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.54	4.31	3.46	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	16.30	11.13	7.49	--
总债务/EBITDA(X)	5.59	4.82	5.40	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.31	0.34	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.83	5.33	4.79	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.75	3.19	2.55	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将公司2019年及2020年一季度将利息收入和利息支出分别计入营业收入和营业成本；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。