



# 山西太钢不锈钢股份有限公司 2012 年度第一、二期公司债券跟踪评级报告

大公报 SD【2013】064 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	发债规模	债券存续期间	跟踪评级结果	上次评级结果
12 太钢 01	25 亿元	2012.04.18-2017.04.18	AAA	AAA
12 太钢 02	10 亿元	2012.08.22-2015.08.22	AAA	AAA
12 太钢 03	15 亿元	2012.08.22-2017.08.22	AAA	AAA

## 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”）主营不锈钢和普碳钢的生产与销售。评级结果反映了公司生产规模优势明显、行业地位突出、原燃料供给保障程度较高、镍等关键原材料价格下降以及公司调整产品结构、销售策略等有利因素，同时也反映了钢铁价格下降等不利因素。

综合分析，大公对公司 2012 年度第一、二期公司债券信用等级维持 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，行业地位突出，技术以及规模优势明显；
- 依托股东及区位优势，公司铁矿石、镍、铬等原料供应有较高保障，2012 年以来镍、铬价格的下降降低了公司不锈钢产品的原材料成本；
- 公司积极调整销售策略，较高的直供比例降低流通成本的同时有利于稳定客户关系；
- 公司调整产品结构，扩大高效产品占比，对利润提升有一定贡献。

## 不利因素

- 2012 年以来，钢铁价格继续下降，钢铁行业整体风险较大，作为行业内企业，公司仍将在很长一段时间内面临行业产能过剩的压力；
- 公司有息债务继续增长，短期有息债务占比提高，存在一定集中偿付压力。

## 主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2013.3	2012	2011	2010
总资产	713.45	694.67	658.12	636.05
所有者权益	261.06	259.03	250.58	229.36
营业收入	251.24	1,035.15	962.20	871.98
利润总额	2.04	10.02	18.12	14.57
经营性净现金流	5.36	69.12	58.84	42.12
资产负债率 (%)	63.41	62.71	61.92	63.94
债务资本比率 (%)	56.97	55.68	55.96	58.23
毛利率 (%)	7.64	7.43	8.57	8.88
总资产报酬率 (%)	0.69	3.19	4.35	3.84
净资产收益率 (%)	0.77	3.86	7.14	5.98
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.36	4.24	4.02	3.25
经营性净现金流/总负债 (%)	1.21	16.40	14.45	10.47

注：2013 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：钱晓玉

评级小组成员：胡晓群 王赛飞

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司  
二〇一三年五月十四日

## 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本期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

根据太钢不锈 2012 年度第一、二期公司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

截至 2013 年 3 月末，公司总股本 5,696,247,796 股，太钢集团持有公司国家股 3,659,182,800 股，持股比例为 64.24%。太钢集团是山西省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，因此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。2012 年公司全年产钢 1,012.66 万吨，同比增长 2.25%，其中不锈钢 310.61 万吨，同比增长 2.77%；公司不锈钢产销量连续多年保持全球第一，在不锈钢行业处于龙头地位。

## 宏观经济和政策环境

**2013 年一季度中国经济增长低于预期，短期复苏态势暂时放缓；除维持积极财政政策和稳健货币政策外，经济结构性调整措施的重要性愈加凸显**

2013 年一季度中国实现国内生产总值 118,855 亿元，较 2012 年第四季度下降 0.1%，低于市场预期，经济短期复苏态势暂时放缓。一季度，基础设施及房地产开发投资同比分别增长 26.9%和 20.2%，尽管国家出台多项房地产调控政策，但一季度全国商品房销售同比仍增长 61.3%；工业投资同比增长 17.4%，同比增速回落 6.5%，制造业投资增长乏力；社会消费品零售总额同比增长 12.4%，增速同比回落 2.4%。综合来看，经济增长动力仍主要源自基础设施建设和房地产，消费和投资对增长贡献的回落是一季度中国经济增速放缓的主要原因。

国际方面，全球经济复苏延续了 2012 年以来不确定性局面。2013 年一季度，美国经济缓慢复苏，但 3 月份制造业和服务业 PMI 分别放缓至 51.3%和 54.4%，温和扩张趋势和未来政策空间均有所显现，但同时财政风险仍然存在。欧元区方面，3 月 PMI 终值为 46.8，制造业 PMI 均低于 50%的枯荣线；塞浦路斯成为欧元区第五个接受援助的国家；基于 2013 欧元区经济继续负增长和新兴经济体增速略有反弹但整体放缓给世界经济复苏带来的不确定性，IMF 近期将 2013 年全球经济增速预期自 3.5%下调至 3.3%。

面对全球宏观经济形势的不确定性，中国政府除将继续维持积极

财政和稳健货币政策外，更强调经济结构性调整的重要性。一季度中国公共财政收入增长 6.9%，地方财政收入同比增长 13.7%，各地方政府初步制定的固定资产投资计划体现了通过投资稳定经济增长的目标。同期，M2 增速回升至 15.7%，主要是新增贷款和外汇占款增长；社会总融资 6.16 万亿元，融资规模放量增长；服务业贡献 GDP 比重 47.8%，增长贡献超过制造业，结构调整效果有所显现。

短期内虽然较低通胀水平赋予了政府一定的政策调整余地，但国内公共和私营经济部门债务水平的增长及投资回报率的下降同时也限制了投资拉动短期增长政策的空间和有效性。综合来看，2013 年中国经济需继续着力于短期增长和长期发展均衡，短期低增长和通过结构性调整换取长期可持续增长成为必要手段。

## 行业及区域经济环境

**受下游行业需求不景气、产能产量增长等因素影响，2012 年以来钢铁行业下行压力仍较大，盈利情况恶化比较严重；不锈钢行业产业集中度高于普碳钢，但同样面临产能过剩压力，2012 年以来不锈钢价格持续下降**

2012 年以来，主要用钢行业造船、汽车等受国家经济刺激政策力度减弱、全球经济复苏乏力等因素的影响增速下降，钢铁行业需求继续不景气。供应端，随着国家推进落后产能淘汰及产业重组，钢铁企业均在可行范围内扩大产能、推进技改，2012 年，行业共淘汰落后炼钢、炼铁产能分别为 879.40 万吨和 1,075.60 万吨，淘汰产能同比大幅下降。粗钢产能仍处于增长过程中，2012 年，粗钢产能达到 9.95 亿吨/年，同比增长 17.08%；产量为 7.17 亿吨，同比增长 3.10%；产能利用率为 72%，同比下降 8.46 个百分点，供需不平衡的矛盾进一步加深。

从价格来看，钢材价格主要在 2011 年二季度以来开始出现较大幅度下降，2012 年下半年以来价格有所回升，但这属于行业在短期内进行的一次调整，在下游需求没有出现明显回升、供需矛盾得到化解之前，钢铁企业仍将存在持续的经营压力。

2012 年以来，钢铁行业内大中型企业盈利情况进一步恶化，其中三季度各月，全行业陷入亏损，利润总额为负，四季度盈利情况有所好转，但仍处于较低水平。

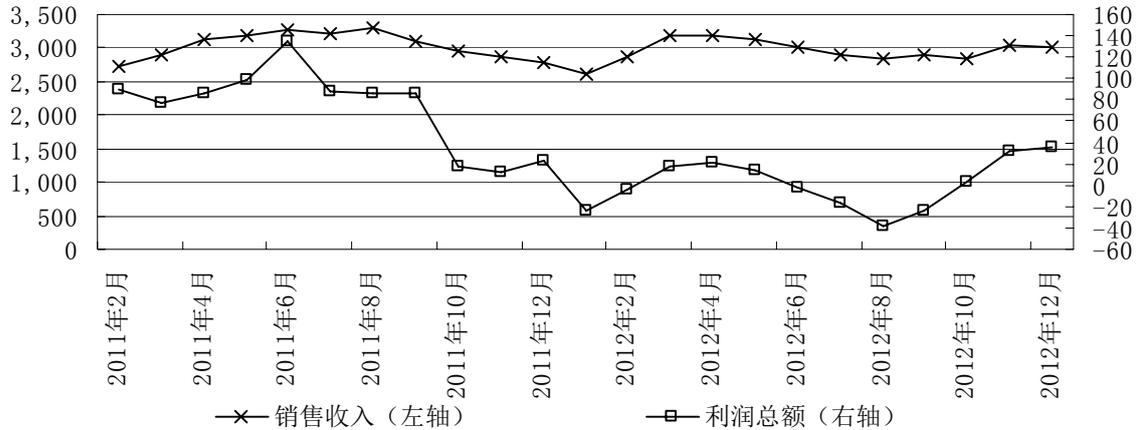


图1 2011年以来全国大中型钢铁企业销售收入及利润总额情况 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯

作为钢铁的子行业, 不锈钢行业同样存在产能过剩的问题, 2011年我国不锈钢产能达到2,040万吨, 实际产能利用率仅为60%左右。根据中国特钢企业协会不锈钢分会的数据, 2012年, 我国不锈钢粗钢产量为1,608.7万吨, 同比增长14.17%; 表观消费量为1,286.5万吨, 同比增长16.36%。2012年以来, 不锈钢价格持续下降。



图2 2011年以来不锈钢价格走势 (单位: 元/吨)

数据来源: Wind 资讯

## 经营与竞争

公司收入仍主要来源于不锈钢和普碳钢两个产品系列，2012年，公司收入实现同比增长；主要受普碳钢产品毛利率下降的影响，公司综合毛利率持续小幅下降

公司收入仍主要来源于不锈钢和普碳钢两个产品系列，2012年，受钢铁行业整体景气度下降影响，公司不锈钢及普碳钢收入同比下降；主要受钢材贸易等其他业务增长的影响，公司营业收入保持增长。

从毛利润及毛利率水平来看，钢材仍然是公司毛利润的主要构成部分，不锈钢由于镍等原材料价格下降较大，因此在产品价格下降的同时毛利率仍同比上升，在毛利润中占比小幅上升。普碳钢则由于价格下降毛利率及毛利润占比同时下降。

**表 1 2010~2012 年及 2013 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	2013 年 1~3 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入合计</b>	<b>251.24</b>	<b>100.00</b>	<b>1,035.15</b>	<b>100.00</b>	<b>962.20</b>	<b>100.00</b>	<b>871.98</b>	<b>100.00</b>
不锈钢冷轧薄板	48.36	19.25	209.51	20.24	197.54	20.53	183.01	20.99
其它不锈钢	40.53	16.13	181.31	17.52	243.57	25.31	194.93	22.35
热轧普通中卷板	58.85	23.42	224.03	21.64	266.44	27.69	245.68	28.17
普通钢坯	7.90	3.15	35.80	3.46	39.48	4.10	39.33	4.51
其它	95.59	38.05	384.50	37.14	215.17	22.36	209.03	23.97
<b>毛利润合计</b>	<b>19.20</b>	<b>100.00</b>	<b>76.86</b>	<b>100.00</b>	<b>82.44</b>	<b>100.00</b>	<b>77.41</b>	<b>100.00</b>
不锈钢冷轧薄板	5.43	28.28	24.99	32.52	22.74	27.58	18.58	24.00
其它不锈钢	4.06	21.15	18.35	23.87	22.65	27.47	18.42	23.80
热轧普通中卷板	7.24	37.72	27.44	35.71	33.65	40.82	36.43	47.06
普通钢坯	0.05	0.26	0.28	0.37	0.62	0.75	1.03	1.33
其它	2.42	12.60	5.79	7.54	2.78	3.38	2.95	3.81
<b>综合毛利率</b>	<b>7.64</b>		<b>7.43</b>		<b>8.57</b>		<b>8.88</b>	
不锈钢冷轧薄板	11.23		11.93		11.51		10.15	
其它不锈钢	10.02		10.12		9.30		9.45	
热轧普通中卷板	12.31		12.25		12.63		14.83	
普通钢坯	0.62		0.79		1.57		2.62	
其它	2.53		1.51		1.29		1.41	

数据来源：根据公司提供资料整理

2013 年 1~3 月，公司营业收入同比增长 10.97%，考虑折旧变更因素，综合毛利率上升 0.79 个百分点。

综合来看，公司以不锈钢及普碳钢为主要收入及利润来源的格局不会改变，在不利的行业因素影响下，公司适量发展主营相关业务，

收入将保持较为稳定的增长。

**公司仍享有股东太钢集团提供的丰富铁矿石资源，并在镍、铬等关键资源上得到股东的支撑；2012年以来的镍、铬采购价格大幅下降，有效低降低了不锈钢原材料成本**

公司的主要原燃料包括铁矿石、煤炭及镍、铬等有色金属。股东太钢集团仍以自有铁矿为公司提供60%以上低于市场价格的铁矿石。公司的纯镍仍主要来自金川集团股份有限公司（以下简称“金川集团”）。随着市场上含镍生铁供应的增长，公司开始使用含镍生铁替代纯镍，2012年使用量达到70%左右；我国的含镍生铁企业主要是配套不锈钢而发展的，产能产量已高于需求量。公司作为国内最大的不锈钢生产企业，通过招标方式采购含镍生铁，已经形成了对市场价格的一定影响。2012年以来，镍采购价格大幅下降，有效低降低了原材料成本。

**表2 2010~2012年及2013年1~3月公司镍采购情况（单位：万吨、万元/吨）**

采购区域	2013年1~3月		2012年		2011年		2010年	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
国外采购	0.65	10.50	3.25	10.59	4.25	15.04	4.82	14.01
国内采购	2.50	8.69	9.07	9.17	7.62	14.39	3.31	14.67
其中：对金川集团	0.38	10.47	1.31	10.73	1.41	14.99	1.92	14.09
<b>合计</b>	<b>3.15</b>	<b>9.06</b>	<b>12.32</b>	<b>9.54</b>	<b>11.87</b>	<b>14.62</b>	<b>8.13</b>	<b>14.14</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

在铬资源方面，随着母公司太钢集团在土耳其的铬矿项目的推进，公司海外采购的占比有所提升；国内方面，太原周边尤其是内蒙古拥有丰富的铬铁资源，整体来看，公司的铬供应有充足的保障，2012年以来，铬采购价格下降。

**表3 2010~2012年及2013年1~3月公司铬采购情况（单位：万吨、元/吨）**

采购区域	2013年1~3月		2012年		2011年		2010年	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
国外采购	7.18	8,368	32.59	8,571	19.57	10,126	22.44	9,976
国内采购	11.04	8,651	39.77	8,619	47.18	9,638	37.32	9,779
<b>合计</b>	<b>18.22</b>	<b>8,540</b>	<b>72.36</b>	<b>8,597</b>	<b>66.75</b>	<b>9,781</b>	<b>59.76</b>	<b>9,853</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，在铁矿石等原材料供应商，公司仍拥有太钢集团的有力支持，随着上游原材料镍、铬供应情况的变化，公司适时调整采购策略，有效降低了原材料成本。

**公司不锈钢产量仍居全球第一，规模优势明显、行业地位突出；公司继续调整销售策略，直供比例继续扩大，有助于维护客户关系稳定及降低物流成本；高效产品比例的提升对利润有一定贡献**

公司坚持钢铁主业，在行业风险加大的情况下保持现有产能不变、并逐步调整产品结构。2012年，公司整体产钢量及不锈钢实现增长，其中不锈钢增长速度高于整体，不锈钢产量仍保持行业第一，规模优势明显、行业地位突出。

**表4 2010~2012年及2013年1~3月公司主要产品产能、产量情况（单位：万吨、万吨/年）**

产品	2013年1~3月	2012年			2011年	2010年
	产量	产能	产量	产能利用率	产量	产量
生铁	193.86	792	810.20	102.30	816	776
粗钢	245.07	1,110	1,012.66	91.20	990	960
不锈粗钢	78.42	300	310.61	103.50	302	272
普碳粗钢	166.65	810	705.05	86.70	688	688

数据来源：根据公司提供资料整理

2012年以来，公司钢材价格继续下降，尤其是普碳钢在成本未有大幅下降的情况下价格下降，对盈利产生了较大影响。

**表5 2010~2012年及2013年1~3月公司主要产品销售价格（单位：元/吨）**

产品	2013年1~3月	2012年	2011年	2010年
不锈冷板	15,775	16,861	20,146	19,382
不锈热卷	15,083	16,011	20,428	18,860
不锈中板	21,087	22,218	28,557	26,431
碳钢卷板	4,421	4,542	5,198	4,600
碳钢轧材	5,186	5,373	5,615	5,291
碳钢中板	4,746	4,506	5,697	6,062
硅钢	6,191	6,218	7,141	8,469

数据来源：根据公司提供资料整理

公司采取多种措施克服行业不利因素，一方面，公司继续扩大直销比例，2012年，公司直销比例同比增长，对维护客户关系稳定、降低物流成本起到了重要作用。另一方面，公司积极调整产品结构，充分发挥重点产品战略经营单位（SBU）机制的快速反应能力，2012年战略产品销售411.28万吨，同比增长0.41%；出口产品54.01万吨，同比增长7.63%。在公司的不锈钢产品中，独家及领先产品占50%以上，公司通过扩大超纯铁素体、排气系统用409L、汽车用钢、造币钢等产品比例，有效地提升了利润。

**表 6 2010~2012 年及 2013 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	直供	出口	出口比例
2013 年 1~3 月	239.99	243.36	101.40	170.80	15.64	6.43
2012 年	949.12	950.52	100.10	665.36	54.01	5.68
2011 年	956.52	953.55	99.69	524.50	50.19	5.25
2010 年	944.23	944.93	100.07	582.70	58.11	6.15

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

### **2012 年以来，公司继续坚持技术创新，多项技术成果有效地降低了成本；较好的装备水平为公司的降本增效提供了基础**

公司的技术中心在国家级认定企业技术中心中 4 年连续排名第二，冶金行业排名第一，很强的技术实力及完善的激励机制使公司的科研成果与生产力紧密结合，为公司在成本及质量竞争中取得优势。从新产品开发情况看，2012 年，公司研发的双相不锈钢筋中标港珠澳大桥项目，双相钢 2010 替代 304L 应用于化学品船制造，高等级管线钢多次高占比中标油气输送工程等。从质量提升情况看，2013 年一季度，公司共有 220 项指标较去年同期实现提升，保持及进步率达到 86.37%。运营效率方面，公司不锈钢冷板制造周期 23.46 天，同比下降 1.03 天；硅通制造周期 16.62 天，同比下降 0.50 天。从原料方面，公司逐渐扩大粗制原料比例，并在保证质量的前提下降低贵金属比例。为配合产品结构转型，公司对多条生产线进行了技改，在节能环保、能耗降低方面取得了较好成果，同时，公司国内领先的装备水平也为降本增效提供了坚实的基础。

## **公司治理与管理**

截至 2013 年 3 月末，公司总股本 5,696,247,796 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》等法规制定、完善公司管理结构及规章制度，股东大会运作机制规范，切实保障股东合法权益；根据证监会及交易所的相关规定，公司制定信息披露制度及重大差错责任追究等制度，保证信息披露及时、准确。

公司与股东太钢集团之间在业务、资产、人员、财务等方面完全分开，但在原材料采购上仍存在密切的关联关系。为保障关联交易公平合理，公司按照《公司法》等法律法规规定以及内部制定的《关联交易管理制度》，对关联交易进行审议，并制定了相应的回避制度。

整体来看，公司将继续贯彻落实钢铁产业发展政策和发展循环经济、推进节能减排等各项要求，进一步调整和优化结构，实现精细化并加快开发短缺品种。在规模发展上，公司将通过加快实施不锈钢无缝管项目、精密带钢项目等重点项目，不断提高规模化经营水平，扩

大市场份额、降低供应链成本、有效化解经营风险。在产品发展上，公司通过推进由常规产品和同质化产品向特色产品、高端产品、高附加值产品的转变，增加产品盈利能力，保持收入持续增加。在业务发展上，公司将逐步推进由钢铁产品制造为主向依托钢铁主业拓展新领域与适度相关多元经营的转变，通过投资参股等形式，公司不断深化与相关产业在技术、市场、产品等方面的战略合作，构建更加稳固的客户渠道，打造具有很强竞争力的供应链，为公司可持续发展提供支持。

管理方面，公司推进全方位多层次的对标，不断扩展对标领域，扎实开展对标交流，促进了企业竞争力全面提升。扎实推进以 EVA 为总纲的管控体系有效运行，修订完善各类制度，着力提高管理精细化水平，积极进行管理创新，形成了许多好的经验与做法；推进信息化建设，自主实施钢管、精带、型材项目的 ERP 和 MES。

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优秀水平。受钢铁行业强周期性波动的影响，普碳钢产品毛利率下降使得公司 2012 年以来综合毛利率水平继续下降。但公司通过加强对上游资源的掌握、下游市场的营销能力以及产品结构调整，不断提升自身的竞争实力。整体来看，公司具有极强的抗风险能力。

## 财务分析

公司提供了 2012 年及 2013 年 1~3 月财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012 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 2013 年 1~3 月财务报表未经审计。

### 资产质量

**公司资产规模继续扩大，构成仍以非流动资产为主；2012 年公司存货周转效率有所提升，整体来看，公司资产质量较好**

2012 年以来，随着业务规模的扩大，公司总资产继续稳定增长，非流动资产仍是主要的组成部分。

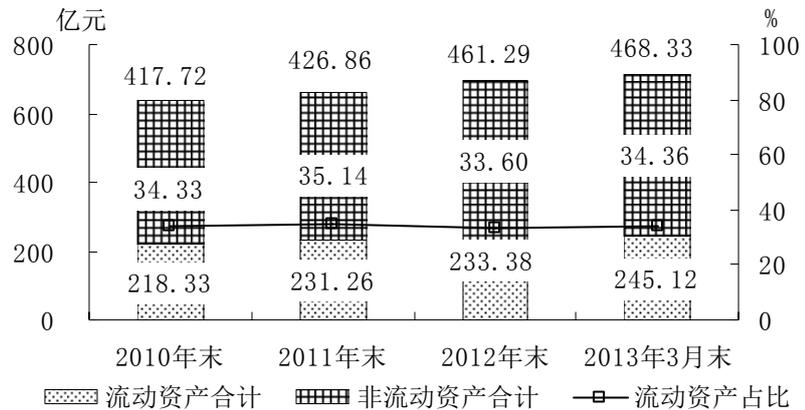


图3 2010~2012年末及2013年3月末公司资产结构

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收票据、预付款项和应收账款等构成，其中存货占50%以上。2012年末，流动资产总额同比增长0.92%，变动不大，结构有一定变动。为了应对原材料及产成品价格的下行风险，公司更加严格地控制存量，2012年末，存货为128.21亿元，同比下降4.66%，其中主要是库存商品下降5.16亿元；预付款项为22.37亿元，同比下降10.18%；预付前五名单位合计13.79亿元，其中预付关联方太原钢铁（集团）国际经济贸易有限公司8.14亿元，同比下降1.57亿元，预付关联方太钢集团临汾钢铁有限公司（以下简称“临汾钢铁”）1.43亿元。2012年末，货币资金42.10亿元，同比增长8.43%，其中受限部分0.96亿元；应收票据23.09亿元，同比增长7.74%。2012年末，2012年末，应收账款为16.38亿元，同比增长5.70亿元，一年以内占97.03%；其中应收临汾钢铁3.45亿元，占总额的20.59%，同比小幅下降；公司的账款回收情况较好，除了对信用极好的企业，公司不轻易放松信用条件。2013年3月末，流动资产继续增长，主要科目无显著变动。

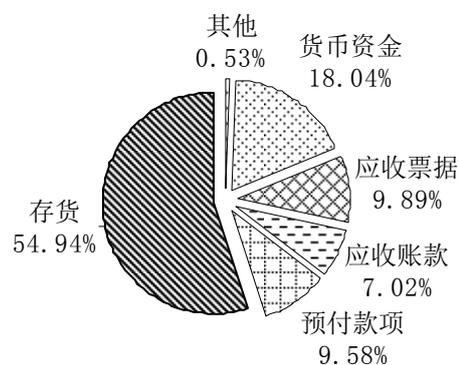


图4 2012年末公司流动资产结构

公司非流动资产主要由固定资产及在建工程组成，两者合计占比

在 95%以上。2012 年末，非流动资产增长 34.42 亿元，其中固定资产增长 14.92 亿元，在建工程增长 13.51 亿元，长期股权投资增长 5.19 亿元。公司主要增长的项目包括高炉、炼钢系统等节能减排技术改造，冶金除尘灰资源化工程，冷线配套改造工程等，是在现有产能的基础上配合产品结构转型进行的技术升级改造等。2012 年 11 月，公司与母公司太钢集团共同设立太钢集团财务公司，公司出资 4.90 亿元，占比 49%，是长期股权投资的主要增长来源。2013 年 3 月末，随着在建项目的投入，公司非流动资产继续增长。

2010~2012 年及 2013 年 1~3 月，公司存货周转天数分别为 58.55 天、55.01 天、49.34 天和 48.99 天，对存货规模的控制使得 2012 年的存货周转效率有所上升；应收账款周转天数分别为 4.96 天、4.37 天、4.70 天和 7.68 天，行业景气度下降影响公司账款的周转效率。

综合来看，2012 年以来，公司资产规模继续扩大，构成以固定资产、在建工程等构成的非流动资产为主；公司加大存货周转效率的提升，起到了一定效果，整体来看，资产质量较好。

### 资本结构

**公司负债以流动负债为主，流动负债的快速增长带动公司负债规模扩大；公司有息债务继续增长，短期有息债务占比提高，存在一定集中偿付压力**

2012 年以来，主要是由于流动负债快速增长，公司负债规模扩大，流动负债仍是主要的组成部分，且占比继续提升。

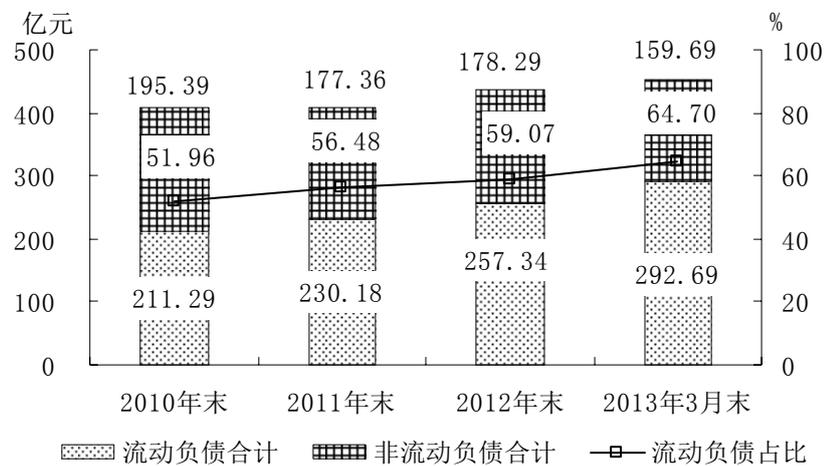
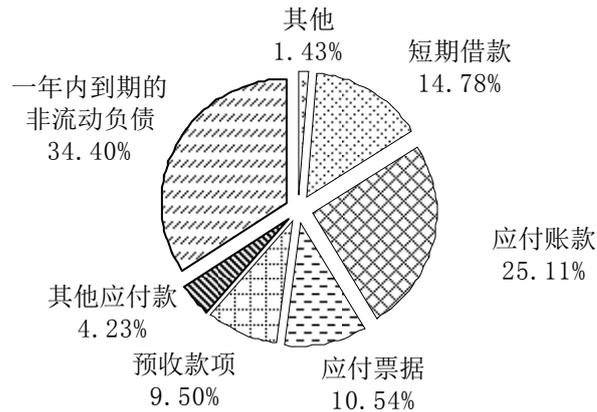


图 5 2010~2012 年末及 2013 年 3 月末公司负债结构

为支撑公司扩大的业务规模，2012 年末，公司流动负债同比增长 11.80%，主要由一年内到期的非流动负债、应付账款、短期借款、应付票据、预收款项及其他应付款等构成。2012 年末，公司一年内到期的非流动负债为 88.52 亿元，同比下降 5.16%；短期借款为 38.03 亿元，同比增长 13.11%。应付账款、应付票据、预收款项分别为 64.63 亿元、

27.12 亿元和 24.45 亿元，分别同比增长 9.20%、27.12%和 61.99%。2013 年 3 月末，非流动负债较 2012 年末增长 13.74%，其中一年内到期的非流动负债 99.15 亿元，较 2012 年末增长 12.00%；应付账款、应付票据、预收款项分别为 66.16 亿元、20.13 亿元和 17.36 亿元，分别较 2012 年末增长 2.37%、下降 25.79%和下降 29.00%；短期借款为 73.18 亿元，较 2012 年末增长 35.15 亿元，主要是公司为了补充流动资金、降低财务成本而发行的短期融资券及增加的外币借款等所致。



**图 6 2012 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。2012 年末，公司长期借款为 121.73 亿元，同比下降 30.33%；应付债券为 50.00 亿元，全部为 2012 年新发行的公司债券。2013 年 3 月末，公司长期借款 103.17 亿元，较 2012 年末下降 15.24%。

**表 7 2010~2012 年末及 2013 年 3 月末公司总有息债务及其构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2013 年 3 月末	2012 年末	2011 年末	2010 年末
短期有息债务	192.46	153.68	143.71	126.80
长期有息债务	153.17	171.73	174.71	192.90
总有息债务	345.63	325.41	318.42	319.69
短期有息债务占总息债务比	55.68	47.23	45.13	39.66
长期有息债务占总息债务比	44.32	52.77	54.87	60.34
总有息债务占总负债比重	76.40	74.70	78.13	78.61

2012 年以来，公司有息债务继续增长，短期有息债务占比扩大。公司以直接融资及短期银行借款替代成本较高的银行长期借款，对降低财务成本有一定作用。从期限结构看，公司有息债务主要集中在 2 年内到期，存在一定集中偿付压力。

**表 8 截至 2013 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	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	192.46	63.05	25.15	4.96	50.00	10.01	345.63
占比	55.68	18.24	7.28	1.44	14.47	2.90	100.00

2012 年末，公司所有者权益为 259.03 亿元，同比增长 8.45 亿元，其中资本公积增长 1.22 亿元，为公司收到的固定资产投资补助资金；盈余公积和未分配利润分别增长 1.23 亿元和 6.98 亿元。2013 年 3 月末，由于未分配利润增长，公司所有者权益较 2012 年末增长 2.03 亿元。

截至 2013 年 3 月末，公司对外担保余额为 4.12 亿元，担保比率为 1.58%，被担保对象为天津天管太钢焊管有限公司，被担保公司目前正常运营。2013 年 2 月 20 日，公司为子公司天津太钢天管不锈钢有限公司发行的 4 亿元短期融资券提供无条件不可撤销连带责任担保。

### 盈利能力

**公司营业收入继续增长，但毛利率受行业因素影响大幅下降；2012 年，固定资产折旧年限延长给公司带来额外 6.89 亿元利润总额，但利润水平同比仍大幅下降**

2012 年，公司营业收入保持增长，增长率为 7.58%，下降 2.77 个百分点。2012 年以来，钢铁行业继续在低景气度下发展，产品价格持续下降，钢铁企业面临产能过剩、行业竞争压力，考虑折旧年限延长因素，公司毛利率仍同比下降 1.44 个百分点。

2012 年，公司的研发支出占营业收入比下降 0.39 个百分点，带动管理费用率下降 0.49 个百分点；在有息债务增长的情况下，公司财务费用率同比持平，公司期间费用控制较好。

**表 9 2010~2012 年及 2013 年 1~3 月公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）**

项目	2013 年 1~3 月	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入	251.24	1,035.15	962.20	871.98
毛利率	7.64	7.43	8.57	8.88
销售费用率	1.40	1.29	1.28	1.43
管理费用率	3.76	3.20	3.69	3.42
财务费用率	0.94	1.10	1.10	1.32
期间费用率	6.10	5.59	6.08	6.17
营业利润	1.88	9.56	18.05	14.48
营业外收支净额	0.16	0.46	0.07	0.09
利润总额	2.04	10.02	18.12	14.57
净利润	2.01	9.99	17.89	13.72

公司利润主要来源于主营业务，毛利率的下降使得公司利润水平同比大幅下降。根据公司年报数据，固定资产折旧年限延长对 2012 年

利润总额的影响为 6.89 亿元。综合考虑该因素，公司利润总额、净利润仍分别同比下降 44.70%和 44.16%。公司拥有高新技术企业 15%优惠税率、研究开发费用加计扣除、三类专用设备投资额抵免、循环经济征税优惠等多项税收优惠政策，所得税较少。

2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 251.24 亿元，同比增长 10.97%；毛利率 7.64%，考虑折旧因素，同比上升 0.79 个百分点，利润总额、净利润分别同比增长 32.48%和 37.99%。

## 现金流

### 公司经营性净现金流保持增长，较好地支撑了公司的项目投资支出

2012 年，在行业不景气、钢材销售困难的环境下，公司严格控制成品尤其是普碳钢产品产量，年末存货增长大幅下降，同时，公司经营性应付项目大幅增长，经营性净现金流同比实现 10.28 亿元的增长。公司在建项目仍很多，投资性现金流维持净流出。2012 年，公司债务偿还规模较大，在债务增长的同时筹资性现金流仍维持净流出。

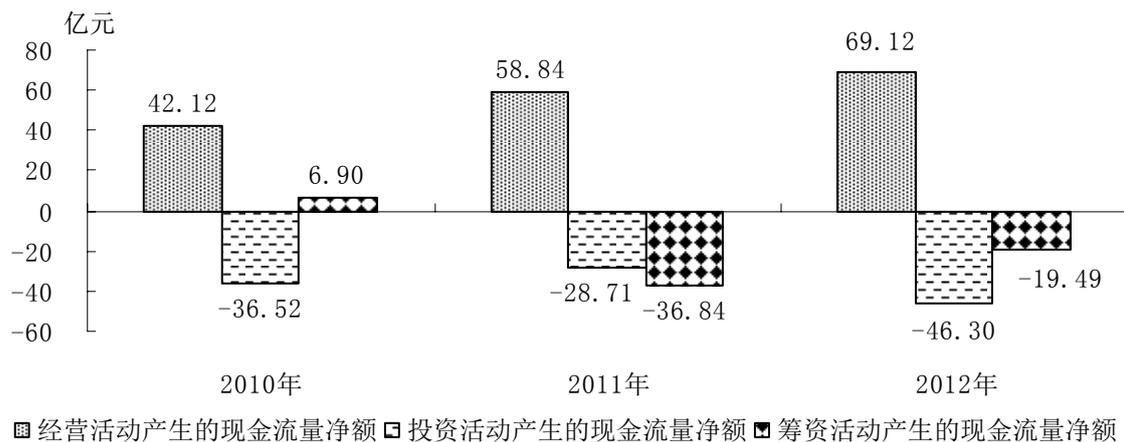


图 7 2010~2012 年公司现金流情况

2013 年 1~3 月，公司实现经营性净现金流 5.36 亿元，投资性现金流流出 14.25 亿元，筹资性现金流入 25.60 亿元。

未来一年内，公司计划投资项目金额约 90 亿元，包括不锈钢冷连轧技术改造工程、硅钢冷连轧技术改造工程、不锈冷轧厂宽幅光亮板技术改造项目等，公司计划通过多种方式解决资金来源，整体来看存在一定资本支出压力。

## 偿债能力

随着业务规模的扩大，2012 年以来公司总负债及有息债务规模持续增长，带动资产负债率上升；公司债务以短期为主，短期内有一定的偿付压力。从偿债来源看，公司严控信用风险，仍保持优秀的经营

性净现金流，为项目投资、债务偿还提供了有力的保障。2012年以来，公司流动比率及速动比率下降，主要是受流动负债过快增长的影响，而流动负债的增长主要是公司为了控制并降低财务费用的主动选择。从整体财务情况看，公司现金资产较为充足、经营性净现金流对债务及利息的保障倍数较高。截至2013年3月末，公司拥有综合授信额度875.52亿元，其中未使用为529.89亿元；公司充分利用债券市场，已成功发行多期债券，融资渠道通畅。整体来看，公司的偿债能力极强。

**表 10 2010~2012 年及 2013 年 1~3 月公司部分偿债指标**

偿债指标	2013 年 1~3 月	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率 (%)	63.41	62.71	61.92	63.94
流动比率 (倍)	0.84	0.91	1.00	1.03
速动比率 (倍)	0.41	0.41	0.42	0.40
经营性净现金流/流动负债 (%)	1.95	28.36	26.66	19.83
经营性净现金流/总负债 (%)	1.21	16.40	14.45	10.47
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.36	4.24	4.02	3.25
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.24	1.36	1.96	1.89
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.74	4.83	5.01

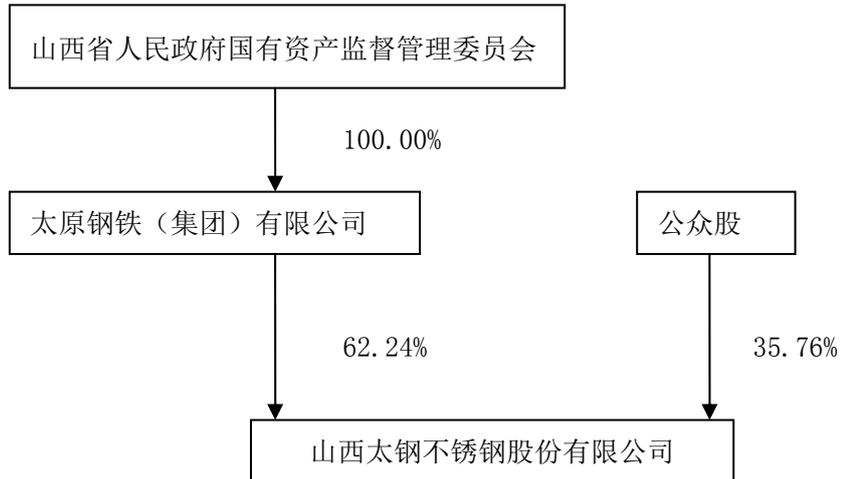
## 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》，截至2013年3月22日，公司有5笔欠息信息，根据交通银行山西省分行营业部、民生银行冶金部太原分部、中国农业银行股份有限公司太原市北城支行及中国建设银行股份有限公司出具的说明，以上欠息均由银行系统故障造成，欠息余额为0；公司无其他信贷违约记录。截至本报告出具日，公司本部及子公司多次于债券市场融资，已到期债券均按期兑付本息，其余各类债务融资工具均尚未到期。

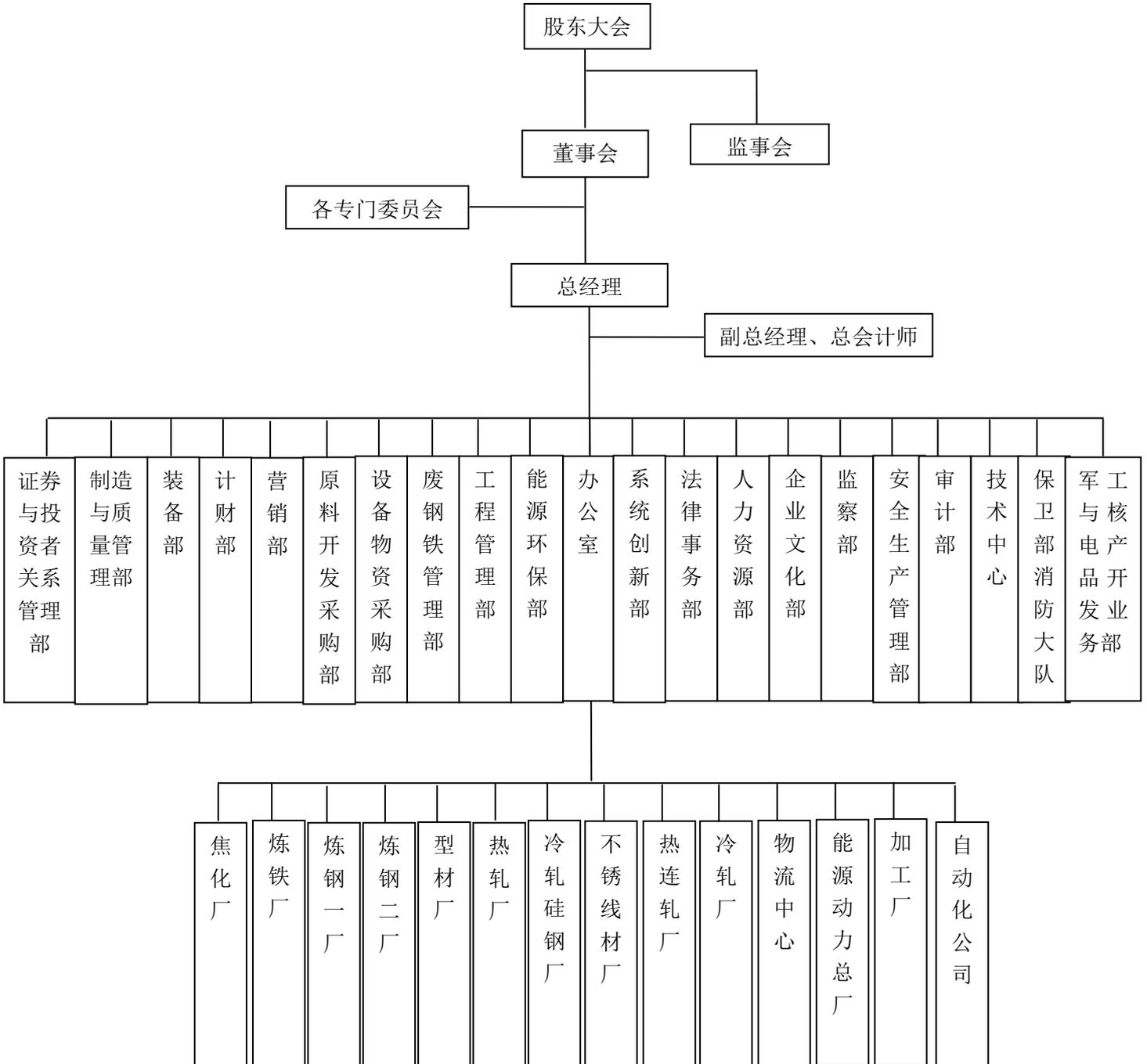
## 结论

2012年以来，钢铁行业仍延续了产能过剩、需求增长缓慢的情况，钢材价格继续下降，全行业陷入了亏损。公司作为我国最大的不锈钢生产商，积极调整产品结构、增强营销力度，实现了收入的增长及较好的利润水平，体现了较好的抗风险能力。公司仍拥有突出的行业地位及规模优势，镍、铬等关键原料的价格下降有效降低了公司的成本。公司严控信用风险，积极致力于提高存货周转效率并适当放宽信用极好下游客户的信用政策，保持了很好的现金流水平，对债务及利息有很好的保障作用。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险极小。预计未来1~2年，公司业务整体经营将保持平稳，大公对太钢不锈的评级展望维持稳定。

附件1 截至2013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2013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	2013 年 3 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
资产类				
货币资金	587,078	421,029	388,306	457,335
应收票据	116,178	230,861	214,268	89,098
应收账款	265,087	163,766	106,779	126,769
预付款项	228,245	223,676	249,031	162,121
其他应收款	5,255	6,777	9,344	4,361
存货	1,243,761	1,282,129	1,344,863	1,343,570
流动资产合计	2,451,158	2,333,794	2,312,612	2,183,254
长期股权投资	84,702	84,931	33,050	99,990
固定资产	3,553,851	3,631,089	3,481,851	3,128,233
在建工程	948,509	801,658	666,523	894,089
无形资产	35,883	36,505	38,987	33,280
非流动资产合计	4,683,297	4,612,875	4,268,629	4,177,226
总资产	7,134,455	6,946,670	6,581,242	6,360,480
占资产总额比 (%)				
货币资金	8.23	6.06	5.90	7.19
应收票据	1.63	3.32	3.26	1.40
应收账款	3.72	2.36	1.62	1.99
预付款项	3.20	3.22	3.78	2.55
其他应收款	0.07	0.10	0.14	0.07
存货	17.43	18.46	20.43	21.12
流动资产合计	34.36	33.60	35.14	34.33
固定资产	49.81	52.27	52.91	49.18
在建工程	13.29	11.54	10.13	14.06
无形资产	0.50	0.53	0.59	0.52
非流动资产合计	65.64	66.40	64.86	65.67

**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	2013 年 3 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
负债类				
短期借款	731,813	380,321	336,246	684,637
应付票据	201,290	271,233	167,489	60,000
应付账款	661,639	646,303	591,830	561,175
预收款项	173,599	244,516	150,944	194,037
其他应付款	106,157	108,939	107,750	71,267
流动负债合计	2,926,905	2,573,422	2,301,769	2,112,944
长期借款	1,031,746	1,217,286	1,747,104	1,928,953
应付债券	500,000	500,000	0	0
非流动负债合计	1,596,914	1,782,930	1,773,647	1,953,921
负债合计	4,523,819	4,356,352	4,075,416	4,066,864
占负债总额比 (%)				
短期借款	16.18	8.73	8.25	16.83
应付票据	4.45	6.23	4.11	1.48
应付账款	14.63	14.84	14.52	13.80
预收款项	3.84	5.61	3.70	4.77
其他应付款	2.35	2.50	2.64	1.75
流动负债合计	64.70	59.07	56.48	51.96
长期借款	22.81	27.94	42.87	47.43
非流动负债合计	35.30	40.93	43.52	48.04
权益类				
实收资本（股本）	569,625	569,625	569,625	569,625
资本公积	667,909	667,909	655,669	633,055
盈余公积	179,465	179,465	167,135	149,043
未分配利润	1,033,234	1,007,748	937,988	832,532
归属于母公司所有者权益	2,451,212	2,425,616	2,330,416	2,184,256
少数股东权益	159,424	164,701	175,409	109,360
所有者权益合计	2,610,636	2,590,317	2,505,825	2,293,615

**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	2013 年 3 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
<b>损益类</b>				
营业收入	2,512,429	10,351,528	9,622,026	8,719,780
营业成本	2,320,381	9,582,908	8,797,587	7,945,680
销售费用	35,164	133,616	123,642	125,094
管理费用	94,584	330,806	355,263	298,309
财务费用	23,636	114,176	106,179	114,788
资产减值损失	17,692	81,298	38,348	82,674
投资收益	-228	-49	-1,306	62
营业利润	18,815	95,626	180,540	144,797
营业外收支总额	1,589	4,560	673	932
利润总额	20,404	100,186	181,213	145,729
净利润	20,066	99,864	178,941	137,196
归属于母公司所有者的净利润	25,487	110,572	180,509	137,231
<b>占营业收入比 (%)</b>				
营业成本	92.36	92.57	91.43	91.12
销售费用	1.40	1.29	1.28	1.43
管理费用	3.76	3.20	3.69	3.42
财务费用	0.94	1.10	1.10	1.32
营业利润	0.75	0.92	1.88	1.66
利润总额	0.81	0.97	1.88	1.67
净利润	0.80	0.96	1.86	1.57
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	53,618	691,236	588,403	421,186
投资活动产生的现金流量净额	-142,480	-463,006	-287,127	-365,194
筹资活动产生的现金流量净额	255,981	-194,891	-368,370	69,010
<b>财务指标</b>				
EBIT	48,999	221,483	286,363	244,315
EBITDA	-	609,242	706,092	648,894
总有息债务	3,456,300	3,254,077	3,184,201	3,196,948

**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	2013 年 3 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
毛利率 (%)	7.64	7.43	8.57	8.88
营业利润率 (%)	0.75	0.92	1.88	1.66
总资产报酬率 (%)	0.69	3.19	4.35	3.84
净资产收益率 (%)	0.77	3.86	7.14	5.98
资产负债率 (%)	63.41	62.71	61.92	63.94
债务资本比率 (%)	56.97	55.68	55.96	58.23
长期资产适合率 (%)	89.84	94.81	100.25	101.68
流动比率 (倍)	0.84	0.91	1.00	1.03
速动比率 (倍)	0.41	0.41	0.42	0.40
保守速动比率 (倍)	0.24	0.25	0.26	0.26
存货周转天数 (天)	48.99	49.34	55.01	58.55
应收账款周转天数 (天)	7.68	4.70	4.37	4.96
经营性净现金流/流动负债 (%)	1.95	28.36	26.66	19.83
经营性净现金流/总负债 (%)	1.21	16.40	14.45	10.47
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.36	4.24	4.02	3.25
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.24	1.36	1.96	1.89
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.74	4.83	5.01
现金比率 (%)	20.06	16.36	16.87	21.64
现金回笼率 (%)	105.35	103.51	96.02	97.42
担保比率 (%)	1.58	1.59	3.25	2.40

## 附件 4 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<sup>1</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>2</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

---

<sup>1</sup> 一季度取 90 天。

<sup>2</sup> 一季度取 90 天。

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 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司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。