

太原钢铁（集团）有限公司 2019 年面向合格投资者公 开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告(2021)

项目负责人：刘莹 yliu02@ccxi.com.cn

项目组成员：高洁 jgao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 28 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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1924 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“19 太钢 01”和“19 太钢 02”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

二零二一年六月二十八日

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“19 太钢 01”和“19 太钢 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司控股股东变更为中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）、实际控制人变更为国务院国资委、钢铁产能规模较大、不锈钢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公司面临采购成本和产品价格波动压力以及短期债务占比较高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） | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元） | 1,281.06 | 1,284.68 | 1,254.66 | 1,290.96 |
| 所有者权益合计（亿元） | 515.62 | 546.66 | 503.52 | 534.02 |
| 总负债（亿元） | 765.44 | 738.02 | 751.15 | 756.94 |
| 总债务（亿元） | 618.18 | 583.89 | 547.01 | 547.57 |
| 营业总收入（亿元） | 785.58 | 797.15 | 786.23 | 245.58 |
| 净利润（亿元） | 46.34 | 31.93 | 32.85 | 30.44 |
| EBIT（亿元） | 76.78 | 57.62 | 58.88 | -- |
| EBITDA（亿元） | 128.32 | 108.18 | 110.53 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 103.85 | 78.11 | 105.72 | 47.95 |
| 营业毛利率(%) | 20.30 | 17.69 | 16.47 | 22.62 |
| 总资产收益率(%) | 5.89 | 4.49 | 4.64 | -- |
| 资产负债率(%) | 59.75 | 57.45 | 59.87 | 58.63 |
| 总资本化比率(%) | 54.52 | 51.65 | 52.07 | 50.63 |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.82 | 5.40 | 4.95 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 5.33 | 4.79 | 5.64 | -- |

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **公司控股股东变更为中国宝武，实际控制人变更为国务院国资委。**2020 年 12 月 23 日公司办理股东工商变更登记手续，中国宝武持有公司 51% 股权，成为公司控股股东，公司实际控制人变更为国务院国资委。公司作为中国宝武的钢铁主业主要资产之一，不锈钢产品对中国宝武产品结构形成有效补充，并形成资源聚集。中国宝武雄厚的财务实力也将为公司后续发展提供有力保障。

■ **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

同行业比较

| 2020 年部分钢铁企业主要指标对比表 | | | | | |
|---------------------|--------------|-----------------|--------------|---------------|--------------|
| 公司名称 | 粗钢产量（万吨） | 资产总额（亿元） | 资产负债率(%) | 营业总收入（亿元） | 净利润（亿元） |
| 攀钢集团 | 1,018 | 961.25 | 62.82 | 810.27 | 15.13 |
| 柳钢集团 | 1,605 | 1,047.34 | 65.40 | 1,174.00 | 45.13 |
| 本钢集团 | 1,736 | 1,555.96 | 72.36 | 615.96 | 3.02 |
| 太钢集团 | 1,069 | 1,254.66 | 59.87 | 786.23 | 32.85 |

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 | 上次评级时间 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 存续期 | 特殊条款 |
|----------|----------|----------|------------|----------|----------|-----------------------|--------------|
| 19 太钢 01 | AAA | AAA | 2020/06/30 | 5.00 | 5.00 | 2019/08/13~2022/08/13 | 利率条款，回拨选择权条款 |
| 19 太钢 02 | AAA | AAA | 2020/06/30 | 10.00 | 10.00 | 2019/08/13~2024/08/13 | 利率条款，回拨选择权条款 |

注：“19 太钢 01”和“19 太钢 02”分别为太原钢铁(集团)有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期的(品种一)和(品种二))。

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。

■ **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，2020 年铁矿石自给率保持在 90% 左右；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。

■ **财务弹性很强。**截至 2020 年末，公司共获得银行授信额度合计 1,340.69 亿元，其中未使用额度为 875.62 亿元，具有良好的备用流动性；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

■ **面临采购成本以及产品价格波动压力。**2020 年以来新冠肺炎疫情使得原燃料供应紧张，且公司原材料采购中镍、铬合金占比较高，2021 年以来合金采购价格涨幅较大，对公司成本控制造成一定的不利影响。此外，受部分区域限产影响，钢材价格处于高位，未来随着市场情绪及需求变化后，钢材价格或将面临下行压力，对公司成本控制及盈利能力的持续性造成一定影响。

■ **短期债务占比较高。**2020 年以来公司短期债务占比上升较快，截至 2021 年 3 月末为 72.00%，债务期限结构有待优化。

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

公司发行“19太钢01”和“19太钢02”募集资金总额分别为5.00亿元和10.00亿元，已按照募集说明书约定的方式全部使用完毕。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策

边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

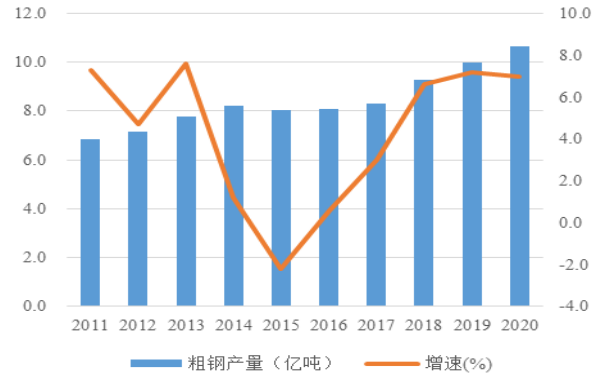
近期关注

2020年以来，新冠肺炎疫情致使上半年钢铁下游需求弱化，钢铁企业利润普遍下行；下半年以来，主要下游行业复工复产为钢材需求量带来强劲支撑，经营情况显著回暖，但全年盈利水平仍同比降低

2020年，全国经济经历新冠肺炎疫情冲击，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，上半年钢铁行业景气度显著下滑。但随着疫情得到有效控制，复工复产有序推进，下半年以来行业景气度迅速回升；得益于钢价上涨驱动，加之近年来企业通过设备技改及添加辅料等手段提升生产效率，粗钢产量较上年进一步提升，2020年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为8.88亿吨、10.65亿吨和13.25亿吨，同比分别增长4.3%、7.0%和10.0%，粗钢产量再创历史新高。根据2021年4月通知，国家发展改革委、工业和信息化部将于2021年组织开展全国范围的钢铁去产能“回头看”检查以及粗钢产量压减工作，其中钢铁去产能“回头看”将重点检查2016年以来各有关地区相关工作落实情况；粗钢产量压减工作将在去产能成果基础上，重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的企业的粗钢产量，确保2021年全国粗钢产量同比下降。中诚信国际认为该项举措将有助于化解行业内过剩产能，抑制粗钢产量增长。此外，工信部于2021年5月发布

的新《钢铁行业产能置换实施办法》中提出要大幅提高钢铁置换比例、扩大大气污染防治重点区域、明确置换范围、严守不新增产能红线，停滞超一年半的产能置换工作将于2021年6月1日起重启。

图 1：2011~2020 年我国粗钢产量及增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

需求方面，2020年疫情对上半年经济影响较大，但随着下半年经济复苏为钢材需求带来支撑，全年完成固定资产投资（不含农户）51.89万亿元，同比增长2.9%；房地产投资回升较快，全年完成房地产开发投资14.14万亿元，同比增长7.0%；制造业景气度亦明显改善，汽车销量同比降幅收至1.9%，工程机械主要产品销量整体上升，其中挖掘机销量同比增长39%。

钢材出口方面，2020年初新冠肺炎疫情对全球经济造成重创，国际贸易遭受限制，中美贸易摩擦持续，我国钢材出口延续疲软态势，全年累计出口钢材5,367万吨，同比下降16.5%，累计出口金额3,151亿元，同比减少14.8%，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，由于疫情导致下游行业停工停产，2020年一季度钢价整体走弱，中国钢材价格指数延续下行趋势，于5月初降至96.62点，达到近年来低位；但随着国内疫情得到有效控制，建筑业及制造业有序复工复产为钢材需求带来强劲支撑，钢价呈现稳步上升趋势，并于12月末升至近年来高点。2021年以来，受补库存需求拉动，以及“碳中和”

目标及3月唐山限产对市场预期造成影响，钢价经历1~2月小幅下滑后迅速上升，4月初钢材价格指数已升至140.67点。

图2：近年来我国部分钢材品种价格走势（元/吨）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

原燃料供给方面，2020年以来，新冠肺炎疫情在全球范围内蔓延，澳大利亚、巴西等主要铁矿石出口国均受到不同程度影响，但国际四大矿山均采取措施确保安全生产，铁矿石供应受疫情影响较为有限。铁矿石价格方面，一季度疫情影响下高炉炼铁产能利用率下行，铁矿石价格小幅下滑，但二季度以来国内复工复产推动钢铁行业利润增长，钢厂开工率逐步提升，带动铁矿石需求迅速回升，加之美元贬值推升大宗商品价格，62%铁品位的普氏铁矿石价格指数由年初93.20美元/干吨升至年末159.20美元/干吨，增幅达70.82%；2020年62%铁品位的普氏铁矿石价格指数平均值同比增长16.99%。国内来看，2020年全国铁矿石产量为86,671.7万吨，同比增长3.7%，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11.7亿吨，同比增长9.5%，全年进口铁矿石平均价格为101.65美元/吨，同比增加7.2%，进口总量保持稳定的同时，进口价格小幅上涨，但考虑到全年钢价涨幅亦较为有限，钢铁企业盈利空间仍有所收窄。中诚信国际认为，

¹ 新进口政策降低对部分初级产品的关税，对生铁、粗钢（包括钢坯等）、再生钢铁原料、铬铁（包括不锈钢、合金钢等）等产品暂定进口税率为零，其中生铁税率从1%降至0，其他产品普遍从2%降至0%。

2021年以来，普氏指数快速上升后回落，但仍处于高位，考虑到目前钢材价格亦处于历史相对高点，钢铁企业整体利润空间相对较大，并将对进口铁矿石价格的波动保持关注。

图3：近年来国内外铁精粉价格走势（元/吨、元湿吨）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2020年，虽然受到疫情影响，但下半年以来强劲需求支撑钢铁企业高效生产，钢材价格稳步上涨，但考虑到原燃料成本亦呈上升趋势，全年钢铁企业吨钢盈利空间较2019年仍有所收窄。2020年中国钢铁工业重点统计钢铁企业实现销售收入4.70万亿元，同比增长10.86%；利润总额2,074亿元，同比增长6.59%；累计销售利润率4.41%，同比下降0.18个百分点。2021年以来，钢材价格进一步上涨，同时铁矿石价格升高后迅速回落，吨钢利润骤增至高位，但考虑到目前的供需情况，吨钢利润预计难以长期维持高位。

此外，2021年4月28日财政部发布钢铁进出口新政，新政指出自2021年5月1日起调整部分初级钢铁产品关税¹，取消部分钢材的出口退税²。上述关税调整措施主要为支持国内压降粗钢产量目标的实现，将对钢材出口产生一定抑制作用、并有利于降低进口成本；但2021年一季度以来海内外钢材价格的巨大价差刺激了钢材产品的出口，1~2

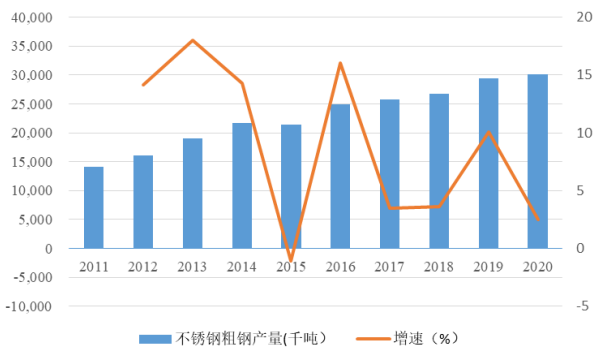
² 具体包括热轧、冷轧、涂镀板等一共146个不同编号的钢材产品，出口退税率从13%降至0%。

月累计出口钢材同比增长 23.8%。中诚信国际认为，对钢坯和废钢等实行零关税在一定程度上有利于缓解铁矿石价格偏高的现状，但在目前国内外钢材价格价差较大的情况下，新政难以刺激钢铁初级产品或钢材的进口，国内钢材及进口铁矿石价格短期内仍将维持高位震荡；但长期来看，上述政策有利于减少钢铁资源外流、缓解国内钢材供应紧张的情况，从而减少钢材价格的波动。

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价格上升影响，面临较大的成本压力

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 2020 年的 3,013.9 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。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，2020 年 200 系不锈钢产量减少 5.68%，300 系不锈钢产量增加 6.58%，而 400 系产量则小幅增长 7.68%。但整体来看，各系列产品产量占比相对稳定。

图 4：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

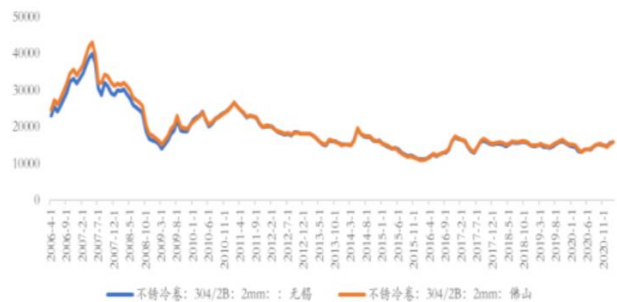
不锈钢终端应用领域广泛，其中金属制品、建筑和工程机械是不锈钢的主要下游，2020 年占比分别达到 37.7%、12.4% 和 28.7%；其他交通、电力机械与机动车辆和部件占比分别达 5.1%、7.8%、8.3%。从需求端来看，近年来钢材需求增长主要来自建筑及工程机械等行业景气度上升或换代需求的增长，汽车等需求有所回暖，2020 年中国不锈钢表观消费

量 2,560.79 万吨。

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。2021 年将有 905 万吨不锈钢产能投产，未来规划的不锈钢产能高达 1,550 万吨，不锈钢产能利用率趋于降低，市场竞争态势或将加剧。

不锈钢价格走势方面，2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，不锈钢价格有所下行，并于当年 4 月出现小幅回升，全年整体价格相对稳定。

图 5：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，2020 年一季度受疫情影响，电解镍价格下跌走势延续到 4 月，后在下游备货提振作用下，电解镍价格迅速提升，2021 年一季度有所回落。

图 6：电解镍价格走势情况（万元/吨）



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，2020年4月以来镍价格有所上升，给企业带来一定成本压力。

“十四五”时期环保排放要求预计将趋于严格，钢铁企业面临环保投资及环保运营成本增加的压力，且2021年部分区域限产政策亦将对相关企业产能释放造成一定影响

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”时期，钢铁行业供需失衡的主要矛盾有所缓解，供给侧改革的重点转为绿色升级改造。我国十四五规划纲要中提出，深入实施制造强国战略，推动制造业高质量发展，改造提升传统产业，推动石化、钢铁、有色、建材等原材料产业布局优化和结构调整。

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》中指出，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。2021年两会期间，我国提出碳达峰及碳中和目标，力争2030年前二氧化碳排放达到峰值，2060年前实现碳中和。钢铁行业作为制造业碳排放大户，约占全国碳排放总量的15%，工信部自2020年12月起多次在有关会议上针对性提出压降粗钢产量，明确钢铁行业是2021年降低碳排放的重点行业，并将制定相关规划，加快构建钢铁行业碳交易市场体系，并压缩冶炼能力。

2020年9月28日，生态环境部印发关于征求《京津冀及周边地区、汾渭平原2020~2021年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》，对各类污染物不能稳定达标排放或未达到排污许可管理要求的企业，在重污染天气应急响应期间采取停产或最严级别限产措施，河北省内企业面临的产能淘汰和环保设备升级压力或将不断增大。

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，“十四五”时期钢铁行业环保政策要求及执行力度预计将进一步提升，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。

公司控股股东变更为中国宝武，实际控制人变更为国务院国资委，并已托管中国宝武旗下不锈钢企业

2020年12月28日，根据公司发布的公告，山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营公司”）根据其于2020年8月21日与中国宝武签署的协议，向中国宝武无偿划转其持有的公司51%股权，本次划转事项已于2020年12月23日办理股东工商变更登记手续。此后，中国宝武持有公司51%股权，成为公司控股股东；公司实际控制人由山西省国有资产监督管理委员会变更为国务院

国资委；山西国资运营公司持有公司的股权比例由100%降至49%。中国宝武将太钢集团定位为不锈钢产品一体化运营的旗舰平台公司，未来将加大各种资源在太钢集团的配置力度，充分发挥协同效应。基于对不锈钢产业的整体规划建设和一体化推进，中国宝武已于2020年12月30日将宝钢德盛不锈钢有限公司和宁波宝新不锈钢有限公司委托太钢集团管理。

中诚信国际认为，本次股权划转符合国家产业政策，公司与中国宝武的强强联合有助于提高产业集中度，增强企业竞争实力。中诚信国际将对未来中国宝武对公司的业务和财务等方面管理、整合以及后续业务协同发展情况保持关注。

2020年受新冠肺炎疫情因素影响，下游需求减少，钢铁业务收入下降，但得益于非钢板块补充，营业总收入降幅较小

2020年受新冠肺炎疫情因素影响，下游需求减少，公司产销量减少，钢坯、不锈钢及普通钢板块收入均同比减少；但受益于铁矿石价格上升，非钢板块收入增长较多，对公司收入规模带来补充，营业总收入降幅较小。2021年一季度，受益于下游需求旺盛，主要产品价格大幅上涨，当期营业总收入为245.58亿元，同比增长超过30%。

表1：近年来公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

| 收入 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 不锈钢 | 447.28 | 436.40 | 414.49 |
| 普通钢 | 210.62 | 185.06 | 180.18 |
| 钢坯 | 41.67 | 57.36 | 52.11 |
| 非钢板块 | 86.01 | 118.32 | 139.46 |
| 合计 | 785.58 | 797.15 | 786.23 |
| 占比 | 2018 | 2019 | 2020 |
| 不锈钢 | 56.94 | 54.75 | 52.72 |
| 普通钢 | 26.81 | 23.22 | 22.92 |
| 钢坯 | 5.30 | 7.20 | 6.63 |
| 非钢板块 | 10.95 | 14.84 | 17.74 |
| 合计 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

注：2019~2020年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；2020年各产品产量略有下降，安全生产及节能环保管控情况良好；主要在建项目面临的投资压力不大

目前公司生产基地包括太原基地、天津基地、福州基地和宁波基地四大钢铁生产基地。2020年以来，公司钢铁综合生产能力维持不变。太钢不锈钢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。

产量方面，2020年公司生铁、粗钢、钢材产量规模小幅下降，产能利用率相应略有下降。2021年一季度，下游钢材需求旺盛，各产品产量同比增长较快，产能利用率大幅提升。

表2：公司钢铁板块产能及产量情况

| 产品名称 | 项目 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|------------|----------|-------|-------|-------|----------|
| 生铁 | 产能（万吨） | 848 | 848 | 848 | 212 |
| | 产量（万吨） | 816 | 826 | 770 | 228 |
| | 产能利用率(%) | 96 | 97 | 91 | 100 |
| 粗钢 | 产能（万吨） | 1,294 | 1,294 | 1,294 | 324 |
| | 产量（万吨） | 1,070 | 1,086 | 1,069 | 303 |
| | 产能利用率(%) | 83 | 84 | 83 | 94 |
| 其中： 不锈钢 | 产能（万吨） | 450 | 450 | 450 | 113 |
| | 产量（万吨） | 417 | 418 | 419 | 108 |
| | 产能利用率(%) | 93 | 93 | 93 | 96 |
| 钢材 | 产能（万吨） | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 338 |
| | 产量（万吨） | 1,001 | 1,009 | 988 | 289 |
| | 产能利用率(%) | 74 | 75 | 73 | 86 |

注：数据经四舍五入，2021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1~3月产能情况。

资料来源：公司提供

节能环保方面，公司节能环保相关指标优于国家政策文件要求，居国内各大钢铁企业前列，2020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经营、能耗及环保管理带来的影响。

表 3: 公司节能环保指标情况

| 主要指标 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------|-------|-------|-------|
| 吨钢综合能耗(Kgce/t) | 540 | 538 | 535 |
| 吨钢新水消耗(m ³ /t) | 3.05 | 2.48 | 2.42 |
| 吨钢烟粉尘排放量(Kg/t) | 0.326 | 0.223 | 0.169 |
| 吨钢二氧化硫排放量(Kg/t) | 0.235 | 0.115 | 0.055 |
| 二次能源回收利用率(%) | 100 | 100 | 100 |

资料来源：公司提供

在建及拟建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目规划总投资 62.34 亿元，主要集中于铁矿工程及生产线技术升级改造等领域，未来资本支出压力不大。

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 | 2021 年 3 月末 已投入 | 2021 年 4~12 月 预计投资 | 2022 年 预计 投资 |
|----------------------|--------------|-----------------------|--------------------------|--------------------|
| 高端冷轧取向硅钢工程 | 26.34 | 8.33 | 8.50 | 7.50 |
| 峨口铁矿露天转地下开采工程 | 17.00 | 10.43 | 1.05 | 1.50 |
| 铁前物流智能升级改造工程 | 4.12 | 2.56 | 1.50 | 0.00 |
| 不锈钢材厂棒线材生产线智能化升级改造工程 | 2.70 | 2.52 | 0.18 | 0.00 |
| 供应链物流系统智能化升级改造工程 | 1.13 | 0.63 | 0.48 | 0.00 |
| 胶带排岩系统升级工程 | 1.16 | 0.81 | 0.35 | 0.00 |
| 高端碳纤维千吨级基地三期工程 | 9.89 | 2.62 | 7.20 | 0.00 |
| 合计 | 62.34 | 27.91 | 19.26 | 9.00 |

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，公司通过套期保值控制采购成本；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%，2020 年采购量均较为稳定。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。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，截至 2020 年末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 2.35 万吨；2020 年实际产量为 2.75 万吨，对公司的供应量为 0.07 万吨。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，该政策影响国内镍铁行业的原料供应，但受益于公司对金属镍开展套期保值业务，当年采购均价略有下降。2021 年一季度，镍金属价格上升较快，对公司成本控制带来一定压力。

铬供应方面，公司控股子公司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，公司与新钢联冶金有限公司、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。2020 年，公司铬铁采购均价受益于套期保值的开展有所下降；但 2021 年一季度，铬铁价格上升较快，为公司成本控制提出一定挑战。

表 5: 公司主要原材料采购情况（万吨、元/吨）

| 品种 | 2018 | | 2019 | | 2020 | | 2021.1-3 | |
|-----|------|--------|------|--------|------|--------|----------|--------|
| | 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 | 84,895 | 18 | 81,656 | 18 | 80,813 | 4 | 86,519 |
| 铬铁 | 118 | 6,048 | 115 | 5,692 | 117 | 5,098 | 32 | 6,278 |

| | | | | | | | | |
|----|-----|-------|-----|-------|-----|-----|-----|-------|
| 煤炭 | 754 | 1,064 | 761 | 1,049 | 758 | 923 | 215 | 1,148 |
|----|-----|-------|-----|-------|-----|-----|-----|-------|

资料来源：公司提供

铁矿石供应方面，公司自有铁矿石资源储备充足，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2020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，铁矿石自给率维持在90%左右。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、%）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|-----|-------|-------|-------|----------|
| 自给量 | 1,089 | 1,096 | 1,017 | 286 |
| 外购量 | 83 | 97 | 108 | 48 |
| 合计 | 1,172 | 1,193 | 1,125 | 334 |
| 自给率 | 93 | 92 | 90 | 86 |

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

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) | 2020年 铁精粉产量(万吨) | 2021年1~3月 铁精粉产量(万吨) |
|-----------|--------------|---------------|---------|---------------|--------------------|------------------------|
| 峨口铁矿 | 2.76 | 1.80 | 29.23 | 750 | 149.35 | 36.72 |
| 尖山铁矿 | 1.79 | 1.17 | 33.88 | 1,000 | 316.15 | 84.56 |
| 袁家村铁矿 | 10.75 | 6.31 | 30.98 | 2,200 | 826.23 | 222.28 |
| 合计 | 15.30 | 9.28 | - | 3,950 | 1,291.73 | 343.56 |

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等山西省内龙头煤炭企业。近年来，在钢铁板块生产规模扩大、贸易业务规模调整以及2020年新冠疫情冲击下游需求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。2020年受益于煤炭价格回落，公司煤炭采购均价有所下降；2021年一季度大宗商品价格上涨，公司煤炭采购价格上升。

主要产品销量保持良好发展态势；2020年销售均价相对稳定，2021年一季度下游需求旺盛，产品价格上涨较快

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，2020年前五大客户销售金

额占比17.58%。

表 8：2020年公司钢铁板块前五大客户情况（亿元、%）

| 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 | 92.51 | 11.82 |
| 浙江元通不锈钢有限公司 | 14.18 | 1.81 |
| 中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司 | 14.07 | 1.80 |
| Singapore Zhimei PTE LTD. | 8.45 | 1.08 |
| 中国中车集团有限公司 | 8.37 | 1.07 |
| 合计 | 137.58 | 17.58 |

资料来源：公司提供

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。2020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，当年主要钢材产品价格相对稳定。2021年一季度，下游钢材需求旺盛，公司产销量同比大幅增长，销售价格亦快速上升。但中诚信国际关注到，5月以来国务院、发改委等有关部门多次要求稳定钢材市场秩序，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 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|------|------------|--------|--------|--------|----------|
| 不锈钢材 | 销售量（万吨） | 381.70 | 376.22 | 378.38 | 99.20 |
| | 销售额（亿元） | 452.38 | 435.60 | 411.44 | 121.07 |
| | 销售均价（万元/吨） | 1.19 | 1.16 | 1.09 | 1.22 |
| | 出口比例(%) | 23.08 | 18.55 | 12.75 | 10.70 |
| 碳钢钢材 | 销售量（万吨） | 623.64 | 635.54 | 608.56 | 180.6 |
| | 销售额（亿元） | 252.74 | 243.21 | 234.86 | 84.27 |
| | 销售均价（万元/吨） | 0.41 | 0.38 | 0.39 | 0.47 |
| | 出口比例(%) | 3.45 | 3.81 | 3.50 | 3.97 |

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年非钢业务发展态势良好，对整体业务规模形成一定补充

目前非钢板块收入来源主要包括金融投资、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。2020 年末，太钢投资公司总资产为 20.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 17.52 亿元；利润主要来源于投资收益，2020 年净利润 0.68 亿元。

公司贸易业务主要由子公司太原钢铁（集团）国际经济贸易有限公司承担，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，贸易业务规模有所上升。

整体来看，2020 年以来非钢业务发展良好，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 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 2019~2020 年财务报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，财务数据均采用报告期末数。

2020 年受会计准则影响毛利率略有下降；利息支出的下降和费用管控力度的提升等使得期间费用率略有下降，投资收益带动利润总额增长

由于 2020 年公司按照新会计准则将部分销售费用计入营业成本，钢铁主业各板块毛利率呈现不同程度下降，钢坯毛利率有所回升；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。2021 年一季度，受益于下游需求旺盛，钢材产品销售价格大幅提升，营业毛利率大幅提升至 22.62%。

表 10：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

| 毛利率 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 不锈钢 | 19.42 | 16.59 | 15.08 |
| 普通钢 | 19.86 | 16.94 | 15.86 |
| 钢坯 | 16.93 | 9.76 | 11.23 |
| 非钢板块 | 27.67 | 26.76 | 25.44 |
| 营业毛利率 | 20.30 | 17.69 | 16.47 |

注：公司 2019~2020 年非钢板块营业收入和营业成本分别包含利息收入和利息支出。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司加大期间费用控制力度，当年债务规模降低使得财务费用同比减少，且会计准则变化使得部分销售费用计入营业成本，期间费用率略有下降。2021 年一季度，随着营业总收入大幅上升，

期间费用率有所下降。

2020 年由于营业总收入和营业毛利率略有下滑，经营性业务利润小幅减少；同年，由于中国宝武重组太钢集团后公司计提较多存货减值损失，以及因环保要求提升，公司设备更新产生固定资产减值损失，当年资产减值损失（含信用减值损失）为 12.44 亿元；投资收益为公司利润带来较为稳定的补充，当年增长较快主要系公司投资于山西证券、晋商银行、光大银行等股票分红所致，亦带动当年利润总额上升；营业外损失主要为部分设备因环保要求报废造成的非流动资产损毁报废损失。2021 年一季度，受益于行业景气度提升，利润总额同比大幅增长。

从盈利指标来看，2020 年 EBITDA 及 EBIT 随利润总额增加同比提升，EBITDA 利润率和总资产收益率亦随之上升，处于较好水平。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|-----------------|--------|--------|--------|----------|
| 期间费用合计 | 91.90 | 94.15 | 86.22 | 19.06 |
| 期间费用率(%) | 11.70 | 11.81 | 10.97 | 7.76 |
| 经营性业务利润 | 62.72 | 41.22 | 40.84 | 34.47 |
| 资产减值损失（含信用减值损失） | 7.41 | 12.18 | 12.44 | 0.20 |
| 投资收益 | 3.17 | 6.67 | 15.43 | 1.14 |
| 营业外损益 | -6.69 | -3.15 | -4.52 | -0.01 |
| 利润总额 | 52.80 | 35.13 | 39.34 | 35.26 |
| EBITDA | 128.32 | 108.18 | 110.53 | -- |
| EBITDA 利润率(%) | 16.33 | 13.57 | 14.06 | -- |
| 总资产收益率(%) | 5.89 | 4.49 | 4.64 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，因存货跌价及减持股票和理财产品等，公司资产规模有所下降；随着中国宝武与公司重组整合以及部分国有股权划出，权益规模下降；总债务有所减少，但债务期限结构仍有待优化

跟踪期内受益于良好的盈利能力，公司经营获现水平提升，且发行债券进行融资，货币资金保持增长，截至 2020 年末受限货币资金 12.42 亿元，主要为保证金，降低了部分资产的流动性；近年来应收账款和存货保持一定规模，其中应收账款账龄主

要在一年以内，截至 2020 年末已对应收账款计提 7.05 亿元坏账准备，同期末公司计提存货跌价准备 5.88 亿元，主要系钢材价格波动所致；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。非流动资产方面，近年来末固定资产及无形资产随折旧、设备换代计提减值和摊销有所下降；可供出售金融资产主要为持有的股票及理财产品，近年来为公司带来较好的投资收益，2020 年以来有所减少主要系公司减少持仓所致；同期公司加大长期股权投资，主要投资于上下游相关经营主体。

公司负债主要由有息债务构成，2020 年以来加大短期债务融资力度，并偿还部分长期债务，2020 年末总债务规模有所下降，2021 年 3 月末略有回升。公司短期债务占比较高，同期末短期债务占比 72.00%，债务期限结构有待优化。经营性负债方面，近年来应付账款随着采购结算情况变化小幅波动；2020 年四季度以来钢材产品供不应求，下游客户多需预定产品，年末预收款项有所增加；其他应付款主要为暂挂款和往来款，近年来保持一定规模。

表 12：近年来公司主要资产、负债及权益情况（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 66.61 | 86.42 | 88.06 | 104.74 |
| 应收账款 | 17.18 | 14.66 | 13.30 | 19.08 |
| 存货 | 104.65 | 125.61 | 117.99 | 124.20 |
| 其他流动资产 | 47.66 | 35.83 | 37.57 | 9.50 |
| 可供出售金融资产 | 60.59 | 70.76 | 46.79 | 34.96 |
| 长期股权投资 | 35.91 | 36.25 | 64.30 | 69.90 |
| 固定资产 | 636.72 | 605.02 | 581.44 | 572.05 |
| 在建工程 | 13.77 | 21.98 | 19.94 | 23.65 |
| 无形资产 | 147.05 | 148.58 | 147.81 | 146.59 |
| 总资产 | 1,281.06 | 1,284.68 | 1,254.66 | 1,290.96 |
| 应付账款 | 59.88 | 60.20 | 57.12 | 63.96 |
| 预收款项 | 26.24 | 26.41 | 38.24 | 37.50 |
| 其他应付款 | 34.04 | 36.81 | 38.94 | 38.36 |
| 短期债务 | 415.62 | 320.98 | 387.48 | 394.25 |
| 总债务 | 618.18 | 583.89 | 547.01 | 547.57 |
| 总负债 | 765.44 | 738.02 | 751.15 | 756.94 |
| 实收资本 | 66.75 | 66.75 | 66.75 | 66.75 |
| 资本公积 | 107.70 | 107.77 | 102.22 | 102.22 |
| 其他权益工具 | 0.00 | 0.00 | 30.00 | 30.00 |
| 未分配利润 | 111.66 | 128.53 | 103.09 | 124.60 |
| 少数股东权益 | 152.30 | 156.66 | 121.42 | 128.99 |
| 所有者权益 | 515.62 | 546.66 | 503.52 | 534.02 |
| 资产负债率(%) | 59.75 | 57.45 | 59.87 | 58.63 |

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 总资本化比率(%) | 54.52 | 51.65 | 52.07 | 50.63 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|

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”，将“合同负债”计入“预收账款”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受中国宝武与太钢集团联合重组过程中解决历史遗留问题以及山西国资运营公司从太钢集团划出部分国有资产影响，2020年末资本公积、未分配利润和少数股东权益略有下降，导致所有者权益减少；此外，当年公司发行永续期公司债，期末其他权益工具增至30.00亿元。受所有者权益下降影响，2020年末资产负债率和总资本化比率小幅上升，2021年3月末受益于利润积累，资产负债率和总资本化比率小幅下降。

受益于良好的盈利水平，2020年经营活动现金净流入规模加大；投资活动现金流随着理财投资和项目建设保持净流出态势；公司债务偿还力度较大，筹资活动现金流维持净流出态势；相关偿债指标有所好转

公司经营获现保持良好水平，2020年经营活动净现金流增加；投资活动现金净流出敞口增加，主要为购买理财产品和推进在建工程建设所致。近年来公司加大债务偿付力度，筹资活动现金保持净流出态势；2021年一季度筹资活动现金流仍呈净流出态势，主要系分红所致。

2020年公司受益于盈利能力及经营获现能力提升，EBITDA及经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所上升，经调整的经营活动净现金流和自由现金流对债务本金的覆盖能力亦有所提升。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流 | 103.85 | 78.11 | 105.72 | 47.95 |
| 投资活动净现金流 | -36.56 | -14.00 | -76.86 | -19.75 |
| 筹资活动净现金流 | -91.78 | -40.84 | -37.27 | -9.20 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.17 | 0.13 | 0.19 | 0.35* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 4.31 | 3.46 | 5.40 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.82 | 5.40 | 4.95 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 5.33 | 4.79 | 5.64 | -- |

| | | | | |
|-----------------|-------|------|-------|----|
| (CFO-股利)/总债务(%) | 11.13 | 7.49 | 13.72 | -- |
| FCF/总债务(%) | 8.31 | 1.55 | 6.48 | -- |

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规模不大，无重大诉讼

截至2020年末，公司共获得银行授信额度合计1,340.69亿元，其中未使用额度为875.62亿元，具有一定的备用流动性；此外，下属子公司太钢不锈作为A股上市公司，具备畅通的股权融资渠道；截至2021年3月末，公司持有太钢不锈63.15%股权，均未被质押或冻结。

截至2020年末，公司受限资产合计为19.36亿元，占当年末总资产比例较低，主要为受限货币资金、质押的银行承兑汇票及保证金及融资租赁抵押贷款资产等，占比较低。

截至2020年末，公司对外担保人民币余额约为23.76亿元，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和内蒙古新太元新材料有限公司贷款担保，另有对中国铝业投资控股有限公司贷款担保1.42亿美元。同期末，公司无重大未决诉讼或未决仲裁事项，此外2021年5月14日公司公告子公司太钢集团岚县矿业有限公司（以下简称“岚县矿业”）与岚县宝鑫铁矿二矿存在重大未决诉讼，岚县矿业为被告，诉讼标的为资源补偿款0.57亿元及延迟付款产生的利息损失0.28亿元，对公司生产经营影响较小。

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，2018~2020年11月4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，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

控股股东行业地位领先、财务实力雄厚，公司作为

下属子公司之一，不锈钢产品对中国宝武产品结构形成有效补充，能得到控股股东大力支持

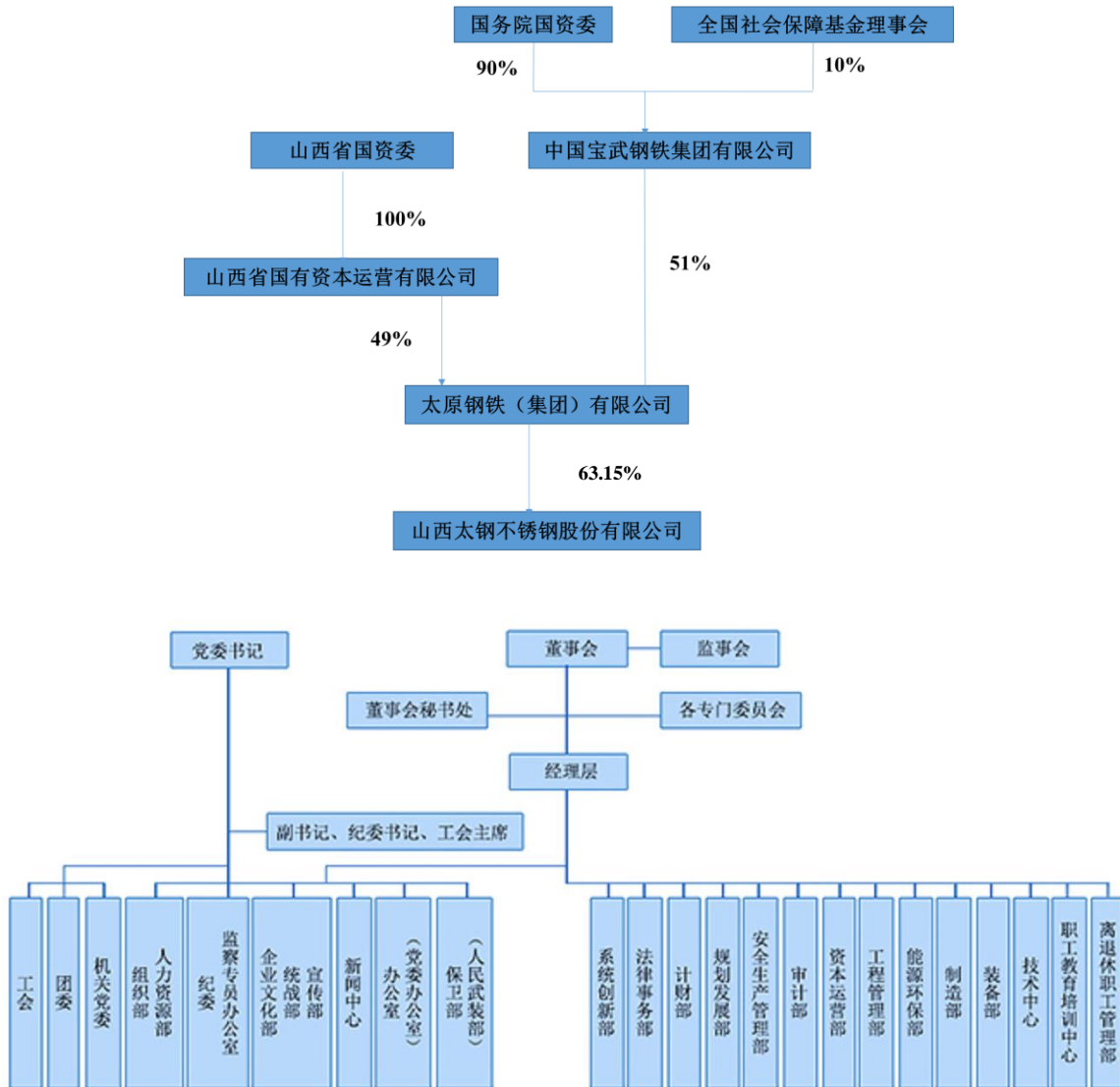
公司控股股东为中国宝武，是国务院国资委监管的特大型企业集团，在钢铁领域是现代化程度最高、国内规模第一、世界规模最大的钢铁联合企业，技术实力突出，汽车板及硅钢产品处于世界领先水平。近年来，中国宝武陆续对部分地方钢铁企业实施联合重组，进一步夯实了行业地位。2020年，中国宝武实现营业总收入 6,737.39 亿元、净利润 387.26 亿元；当年末，中国宝武总资产为 10,140.71 亿元，资产负债率为 52.54%。

公司作为中国宝武的钢铁主业主要资产之一，不锈钢产品对中国宝武产品结构形成有效补充。中国宝武将太钢集团定位为不锈钢产品一体化运营的旗舰平台公司，未来将加大各种资源在太钢集团的配置力度，充分发挥协同效应。基于对不锈钢产业的整体规划建设和一体化推进，中国宝武已于 2020 年 12 月 30 日已将宝钢德盛不锈钢有限公司和宁波宝新不锈钢有限公司委托太钢集团管理，未来中国宝武雄厚的财务实力也将为公司后续发展提供有力保障。

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“19 太钢 01”和“19 太钢 02”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 2021 年 3 月末）



资料来源：股权结构图为中诚信国际根据太钢不锈 2021 年度一季报整理，组织结构图为公司提供

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) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 666,091.01 | 864,160.99 | 880,591.75 | 1,047,387.39 |
| 应收账款净额 | 171,789.90 | 146,590.39 | 133,032.14 | 190,807.67 |
| 其他应收款 | 138,438.09 | 165,279.74 | 123,597.70 | 111,929.22 |
| 存货净额 | 1,046,503.13 | 1,256,083.80 | 1,179,945.17 | 1,241,986.47 |
| 长期投资 | 1,114,295.55 | 1,272,214.56 | 1,305,983.61 | 1,491,248.66 |
| 固定资产 | 6,367,245.59 | 6,050,211.18 | 5,814,397.93 | 5,720,470.93 |
| 在建工程 | 137,724.88 | 219,829.01 | 199,352.18 | 236,475.46 |
| 无形资产 | 1,470,538.03 | 1,485,837.74 | 1,478,102.12 | 1,465,935.26 |
| 总资产 | 12,810,611.35 | 12,846,804.45 | 12,546,644.12 | 12,909,642.94 |
| 其他应付款 | 340,350.73 | 368,084.85 | 389,416.58 | 383,603.81 |
| 短期债务 | 4,156,196.85 | 3,209,776.15 | 3,874,805.59 | 3,942,544.19 |
| 长期债务 | 2,025,629.38 | 2,629,164.85 | 1,595,301.21 | 1,533,186.14 |
| 总债务 | 6,181,826.22 | 5,838,941.01 | 5,470,106.81 | 5,475,730.33 |
| 净债务 | 5,515,735.21 | 4,974,780.01 | 4,589,515.06 | 4,428,342.94 |
| 总负债 | 7,654,390.16 | 7,380,164.17 | 7,511,493.62 | 7,569,420.59 |
| 费用化利息支出 | 239,829.98 | 224,863.20 | 195,468.07 | -- |
| 资本化利息支出 | 937.32 | 843.72 | 343.29 | -- |
| 所有者权益合计 | 5,156,221.19 | 5,466,640.28 | 5,035,150.49 | 5,340,222.35 |
| 营业总收入 | 7,855,842.85 | 7,971,453.03 | 7,862,346.66 | 2,455,829.49 |
| 经营性业务利润 | 627,193.70 | 412,153.12 | 408,360.90 | 344,661.06 |
| 投资收益 | 31,694.80 | 66,708.42 | 154,275.52 | 11,387.80 |
| 净利润 | 463,442.58 | 319,331.42 | 328,533.09 | 304,417.40 |
| EBIT | 767,833.48 | 576,185.83 | 588,818.32 | -- |
| EBITDA | 1,283,166.75 | 1,081,833.20 | 1,105,321.21 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 1,038,486.98 | 781,060.58 | 1,057,192.29 | 479,543.52 |
| 投资活动产生现金净流量 | -365,621.97 | -139,992.10 | -768,601.63 | -197,456.38 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -917,757.47 | -408,377.33 | -372,743.47 | -92,035.03 |
| 资本支出 | 174,503.69 | 346,726.28 | 395,905.58 | 130,606.46 |
| 财务指标 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
| 营业毛利率(%) | 20.30 | 17.69 | 16.47 | 22.62 |
| 期间费用率(%) | 11.70 | 11.81 | 10.97 | 7.76 |
| EBITDA 利润率(%) | 16.33 | 13.57 | 14.06 | -- |
| 总资产收益率(%) | 5.89 | 4.49 | 4.64 | -- |
| 净资产收益率(%) | 9.19 | 6.01 | 6.26 | 23.47* |
| 流动比率(X) | 0.56 | 0.68 | 0.57 | 0.59 |
| 速动比率(X) | 0.37 | 0.41 | 0.35 | 0.37 |
| 存货周转率(X) | 6.55 | 5.70 | 5.37 | 6.25* |
| 应收账款周转率(X) | 40.89 | 50.08 | 55.97 | 60.38* |
| 资产负债率(%) | 59.75 | 57.45 | 59.87 | 58.63 |
| 总资本化比率(%) | 54.52 | 51.65 | 52.07 | 50.63 |
| 短期债务/总债务(%) | 67.23 | 54.97 | 70.84 | 72.00 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.17 | 0.13 | 0.19 | 0.35* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 0.25 | 0.24 | 0.27 | 0.49* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 4.31 | 3.46 | 5.40 | -- |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | 11.13 | 7.49 | 13.72 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.82 | 5.40 | 4.95 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.31 | 0.34 | 0.29 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 5.33 | 4.79 | 5.64 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 3.19 | 2.55 | 3.01 | -- |

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将公司2018~2020年“利息收入”和“利息支出”分别计入“营业收入”和“营业成本”，将“合同资产”计入“存货”；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。