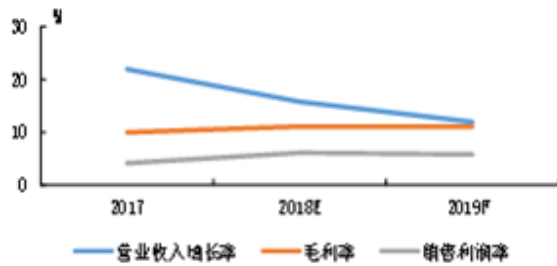




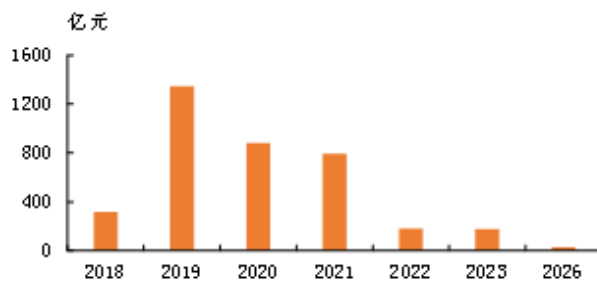
# 钢铁行业 2019 年信用风险展望

## 环保高压促结构优化 需求增长保盈利稳定

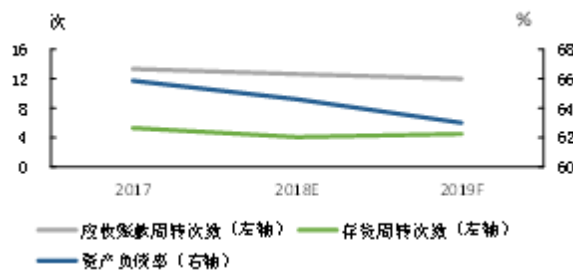
行业营业收入增速、毛利率及销售利润率走势



截至 2018 年 10 月 31 日行业存续债到期年度分布



行业负债率及流动性走势图



**需求:** 得益于基建领域补短板力度加大及工程机械行业高速发展, 钢材需求将稳中有增。

**供给:** 产业结构优化将成为行业调整重点, 钢材供给将保持稳定。

**价格:** 供需仍处于紧平衡状态, 钢价将小幅增长。

**原材料:** 铁矿石价格将保持平稳, 焦炭价格增幅将有所下降, 废钢价格增长空间有限。

**经营:** 2019 年行业收入及利润总额将略有增长, 资产负债率将保持下降趋势。

**债务负担:** 钢铁行业以短期为主的债务融资结构未发生根本改变; 2019 年钢企到期债务占存续债比重较高, 短期偿付压力集中。

**信用质量:** 钢铁行业整体信用水平将保持稳定。

### 作者

大公钢铁行业小组

负责人: 于鸣宇 张玥 徐欣

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com



## 概要

市场机制扭曲导致我国钢铁行业产能严重过剩，2008 年金融危机爆发使原本依靠出口拉动的钢铁行业产能过剩问题进一步凸显。为解决以上问题，2016 年国家开始大力推行供给侧改革，随着政策效果的逐渐显现，2017 年我国主要钢材价格一路走高，钢企盈利和偿债能力明显好转。2018 年，得益于钢铁总量去产能任务的基本完成以及下游行业需求的整体稳定，钢铁市场供需仍维持紧平衡状态，钢价高位震荡，钢铁企业利润总额大幅增长；但钢铁行业仍保持较大规模债务存量且以短期债务为主的债务融资结构未发生根本改变，行业短期偿付压力较大。行业整体信用利差处于相对较低水平，但行业内不同级别企业利差分化明显，部分企业仍面临较高融资成本。

得益于国家加大基建领域补短板力度以及工程机械行业高速发展，预计 2019 年钢材需求稳中有增。常规化从严环保政策将是未来调整产业结构的重点手段，产业结构优化有利于产能利用率提升和落后产能的退出，预计钢材供给将保持稳定。在供需共同影响下，未来钢价将小幅增长，不会出现大幅下滑，预计 2019 年行业收入略有上升，同时考虑到企业环保投入增加以及原材料价格走势，预计整体盈利水平亦将有所增长但增幅收窄，钢铁行业整体信用水平将保持稳定。



**2019年钢铁下游行业用钢需求将稳中有增；政策收紧使房地产用钢需求不足；基建用钢将保持增长但增幅有限；工程机械行业高速发展或对钢材需求形成有力支撑。**

2018年1~10月，我国钢材表观消费量为7.21亿吨，与去年同期基本持平；其中钢材进口量0.11亿吨，近两年我国对进口钢材依赖度整体很小，钢材进口量占钢材表观消费量比重始终保持在1%左右。钢材下游需求主要包括房地产、基建、机械、汽车、家电、船舶等，其中房地产、基建和机械是最主要的三大用钢领域。

从房地产行业来看，随着棚改逐步完成，国开行收紧棚改项目审批、收缩抵押补充贷款，2018年1~10月，商品房销售面积和销售金额增速同比均继续下降，其中销售面积同比增速降为一位数。此番收紧的楼市政策导致地产去库存效果显著，2017年以来地产库存持续负增长，于2018年2月降到历史最低点。出于补库需求，2018年1~10月，房地产开发投资增速同比提高1.90个百分点，但此次投资增长主要来源于土地购置成本的增加，剔除土地成本因素，2018年以来房地产开发投资基本处于负增长状态。具体来看，2018年1~10月，房地产新开工面积增速同比提升10.70个百分点；施工面积增速同比略有提升；但资金面收紧下的房企高周转模式使竣工面积同比下降12.50%（2017年同比数据为0.60%），新开工面积增速提升有利于支撑短期钢材需求，但竣工面积的下降又削弱建安环节钢材需求，整体来看，房地产投资对钢材需求不足。

从基建行业来看，受2017年以来政府接连发布资管新规、PPP项目清理等清理地方隐性债务、去杠杆政策负面影响，作为地方政府隐性债务重要来源，基建行业融资渠道受限，2018年我国基建投资（不含电力）增速出现断崖式下滑，由2017年两位数下降为一位数，对钢铁需求造成不利影响。

从机械行业来看，2018年以来工程机械行业继续保持较高增速，对钢材需求提供强有力支撑。从汽车行业来看，2018年1~10月，我国汽车产销量同比双双下降，对钢铁的需求增长或不明显，但新能源汽车表现亮眼，其产销量同比均大幅增长，对钢材需求构成一定支撑。从家电行业来看，2018年我国主要家用电器呈现不同发展态势，



其中空调和彩电产量增幅维持在两位数水平，洗衣机和冰箱增速有所趋缓，对钢材整体需求基本稳定。从船舶行业来看，2018年以来，我国造船完工量不断增加，带动宽厚板销售。

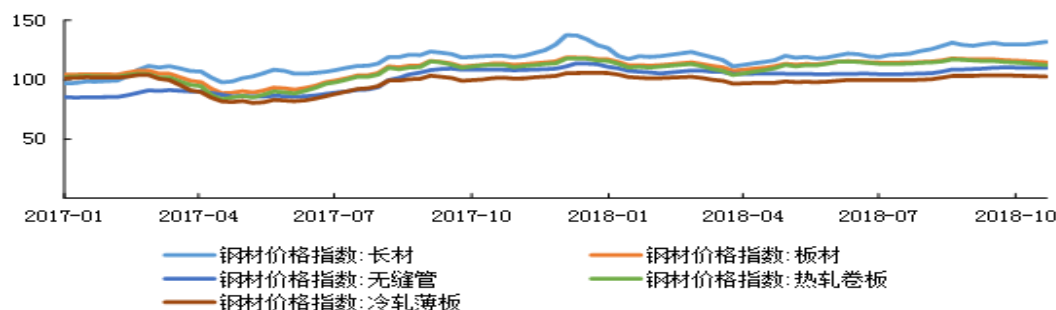
2019年，预计钢铁下游行业用钢需求将稳中有增，用钢需求将主要来自于机械行业。具体来看：房地产现阶段投资增长主要来源于补库需求，若2019年棚改货币化政策逐步取消，投资热情将有所下滑，同时房企海外融资限制等信贷政策若进一步强化，将不利于商品房销售和房企资金回笼以及后续拿地和开工，最终导致钢材需求进一步下滑。基建方面，2018年10月国家加大基建领域补短板力度，预计中西部区高铁投建、城市内轨道建设的发力将利好钢材需求，但现有规模较大的地方存量债务或导致未来发债空间有限，预计2019年基建投资对钢材需求将有所增长，但增幅有限。基于环保压力下设备的更新换代、国家基建投资的加大、“一带一路”对产品出口的拉动的考虑，预计2019年工程机械行业仍将保持较高速发展，对钢材需求形成有力支撑。降低汽车进口关税、小排量汽车购置税优惠政策取消导致国内汽车需求减少，叠加新能源汽车免征车辆购置税、不合规车辆运输车的更新退出对汽车需求的增加，预计2019年汽车行业对钢材需求基本保持稳定。家电作为成熟行业，预计2019年的用钢需求将保持稳定。2018年以来，船舶行业期末在手订单波动下降，船舶行业依然疲软，2019年造船行业转暖可能性较低，造船用钢需求难以回升。

**钢铁总量去产能任务基本完成，预计2019年产业结构调整将成为行业发展重点；结构优化有利于产能利用率提升和落后产能的退出，预计钢材供给将保持稳定，结合需求因素，未来钢价将保持小幅增长。**

为解决产能过剩问题，我国自2016年起开始加快推进钢铁行业供给侧改革。截至2018年10月末，钢铁行业已化解产能约1.40亿吨，其中2018年已完成当年3,000万吨产能削减任务的80%，基本实现“十三五”期间压减粗钢产能1~1.50亿吨的计划目标，同时伴随着1.40亿吨“地条钢”产能于2017年的彻底出清，钢铁行业已实现首轮落后、低效、重污染产能的退出。预计伴随2018年去产能任务完成，钢铁年产能或将由2015年的12.00亿吨下降为10.50亿吨。

随着去产能效果的逐步显现及下游行业对钢材需求的整体稳定，2018 年我国钢材价格延续了 2017 年上涨趋势，处于高位震荡，但相较 2017 年钢价波动更为稳定；2018 年 10 月末，钢铁协会 CSPI 中国钢材价格指数为 121.72 点，同比增长 4.97%，较年初下降 0.07%，其中 CSPI 长材指数为 131.93 点，同比增长 9.85%，较年初增长 4.25%；CSPI 板材指数为 114.59 点，同比增长 0.93%，较年初下降 2.15%。2018 年 10 月，我国钢材库存 1,242.62 万吨，同比下降 6.53%，处于 2015 年以来相对较低水平。结合钢材库存和价格来看，我国钢材供需仍处于紧平衡状态。

图 1 2017 年以来主要钢材价格指数变动情况 (单位：%)



数据来源: Wind, 大公整理

2018 年，《京津冀及周边地区 2018~2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》和《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》等文件的出台标志着环保政策不断趋严。环保政策主要分为两类：一是为避免采暖季集中生产造成环境污染而采取的阶段性限产政策，其中 2018 年错峰生产更加灵活，利好环保达标以上钢企；二是提高污染物排放标准，加快落后产能淘汰，进一步优化产能结构。

总体来看，钢铁总量去产能任务基本完成，预计 2019 年重点将是调整产业结构，而在产业结构调整过程中，环保压力加大将迫使一部分落后产能退出，同时产能结构的优化将有利于产能利用率的提升，综合来看，2019 年钢材供给将基本保持稳定，考虑到需求因素，预计未来钢价将保持小幅增长。

2019 年，结合进口铁矿石和钢材价格走势，铁矿石价格整体将保持平稳，焦炭价格增幅将有所下降；随着废钢高价对成本优势的削弱，预计废钢价格增长空间有限。

钢铁生产所需原材料主要包括铁矿石、焦炭、废钢等。2018 年





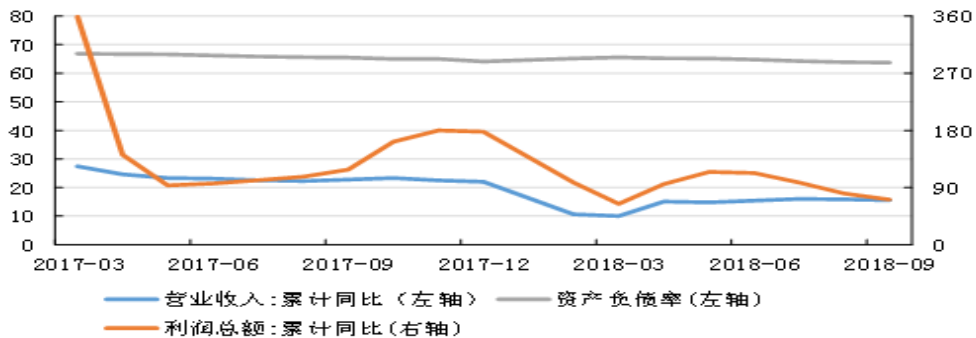
以来，铁矿石价格整体较为平稳，受国外矿山产能释放以及国内矿石开采成本较高等因素影响，国产矿石价格始终高于进口矿石价格；焦炭价格处于波动增长态势，2018年1~10月，焦炭平均价格为2,089.87元/吨，同比增长15.61%；2017年以来，随着地条钢产能的退出，其主要原材料废钢逐渐失去原有供应市场，但低价废钢刺激钢铁企业进行短流程生产，由此废钢价格被不断推升，2018年基本围绕2,500元/吨上下波动。

2018年环保高压限产、环保督查趋严，未来环保政策将是淘汰落后产能的重要手段，随着环保政策的常态化，预计2019年国内铁矿石和焦炭供给量将略有下滑，结合进口铁矿石和钢材价格走势，铁矿石价格整体将保持平稳，焦炭价格将保持增长但涨幅将有所下降。目前国内电炉炼钢比例较低且电炉炼钢需求较低，现有钢企对废钢的需求主要源于其低成本优势，随着废钢的高价格对成本优势的削弱，预计2019年废钢价格增长空间有限。

**2019年钢铁行业总体收入及利润总额将略有增长，同时行业资产负债率将保持下降趋势。**

2018年1~9月，钢材价格高位振荡带动黑色金属冶炼及压延加工行业盈利能力继续提升，其中行业营业收入同比增长15.60%，利润总额同比大幅增长71.10%，但相比钢材价格大幅上涨的2017年，二者增速同比分别下滑7.20个百分点和47.40个百分点。同期，黑色金属冶炼及压延加工行业资产负债率波动下滑，从年初65.16%下降至9月末的63.68%，整体低于2017年水平。

**图2 钢铁行业收入、利润及资产负债率同比情况（单位：%）**



数据来源: Wind, 大公整理



预计 2019 年，钢材需求和价格的稳中有增将导致行业收入略有上升，同时考虑到企业环保投入的增加以及原材料价格走势，预计整体盈利水平亦将有所增长但增幅将继续收窄。受降杠杆政策持续实施影响，行业资产负债率将小幅下降。

**2018年钢铁企业级别延续2017年上行态势，但调级企业数量较2017年有所收缩。**

从发债主体级别来看，2018 年 1~10 月，发债主体级别均在 AA 以上，AAA 占比为 68.42%。

**表 1 2018 以来钢铁行业发债企业的主体级别及展望调整情况**

序号	企业名称	调整日期	评级机构	调整内容	调整方向	调整前		调整后	
						级别	展望	级别	展望
1	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	2018-01-11	大公资信	级别	上调	AA	稳定	AA+	稳定
2	安阳钢铁股份有限公司	2018-04-12	中诚信证评	级别	上调	AA-	稳定	AA	稳定
3	南京钢铁股份有限公司	2018-04-13	上海新世纪	级别	上调	AA	稳定	AA+	稳定
4	马鞍山钢铁股份有限公司	2018-05-11	联合资信	级别	上调	AA+	稳定	AAA	稳定
		2018-05-14	中诚信证评			AA+	稳定	AAA	稳定
5	马钢(集团)控股有限公司	2018-06-15	中诚信证评	级别	上调	AA+	稳定	AAA	稳定
6	内蒙古包钢钢联股份有限公司	2018-07-13	联合资信	级别	上调	AA+	稳定	AAA	稳定
7	新疆金特钢铁股份有限公司	2018-05-21	鹏元资信	级别	下调	B-	负面	CC	负面

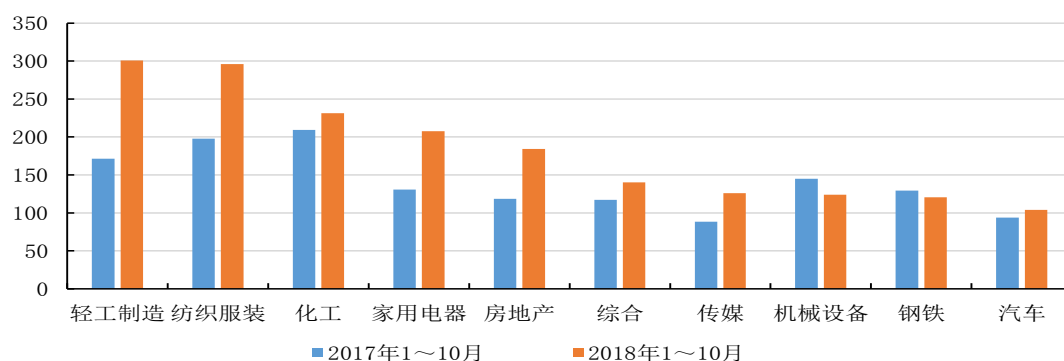
数据来源: Wind, 大公整理, 截至 2018 年 10 月 31 日

级别调整方面，钢铁企业级别整体延续 2017 年上行态势，但调级企业数量较 2017 年有所收缩。截至 2018 年 10 月末，钢铁行业共有 7 家企业级别调整，其中 6 家企业级别上调，1 家企业级别下调；级别上调主要源于供给侧改革引起钢价上涨，从而带动企业盈利能力大幅提升，同 2017 年调级主因相似，基本得益于行业利好，此外还包括产品结构的调整和优化、产业链进一步完善、实际控制人支持、资本结构优化、环保投入增加等因素；级别下调企业为新疆金特钢铁股份有限公司，下调原因为企业生产经营情况恶化、资不抵债。

2018年1~10月，钢铁行业信用利差相较其他行业处于较低水平，但行业内不同级别企业利差分化明显，部分企业仍面临较高融资成本。

2018年1~10月，钢铁行业平均信用利差为120.63BP，相较于轻工制造、纺织服装、房地产等行业处于较低水平；此外，在大部分行业利差同比走扩的同时，钢铁行业平均利差反而略有收窄。整体来看，行业融资成本有所下滑。

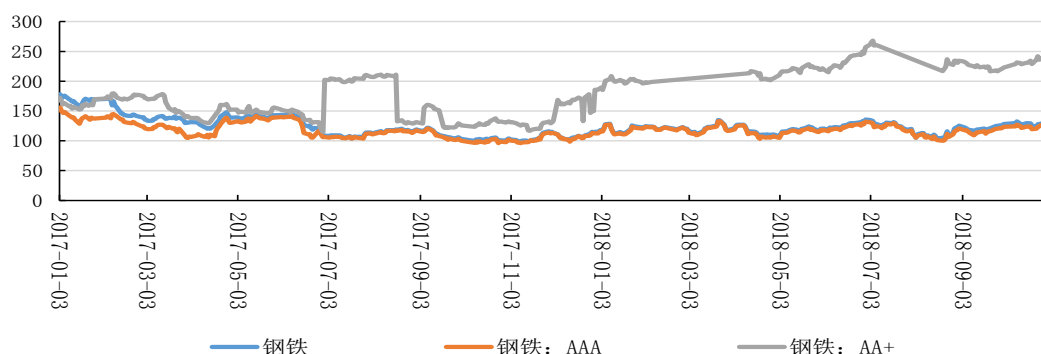
图3 平均信用利差分行业情况（单位：BP）



数据来源：Wind，大公整理

2018年1~10月，钢铁行业信用利差整体较为平稳，其中AAA级发债企业利差略低于行业平均水平并与后者同趋势变化，二者差额较2017年有所收窄；AA+级发债企业利差波动上升，高于行业平均水平，且波动浮动较2017年整体上升50BP。整体来看，行业内不同级别企业信用利差分化明显，AA+企业面临的融资成本仍较高。

图4 2018年1~10月钢铁行业利差走势（单位：BP）



数据来源：Wind，大公整理





以短期为主的债务融资结构未发生根本改变；钢铁行业仍保持较大规模债务存量，且存续债主要集中分布于少数几家钢铁企业，需关注行业短期偿付压力和个别企业偿债风险。

2018年1~10月，钢铁企业债券发行总额1,927.65亿元，受超短融和公司债发行规模增长影响，其同比大幅增长32.76%，较2017年全年增长9.71%。同期，超短融、短融、中票和公司债占债券发行总额的比重分别为46.17%、13.49%、21.53%和16.84%，债务期限结构整体变动不大。钢铁作为强周期性行业，为规避周期性波动风险，投资人对债券期限的认可仍以短期为主。山东钢铁集团有限公司、山东钢铁股份有限公司、河钢股份有限公司、内蒙古包钢钢联股份有限公司、新兴际华集团有限公司、攀钢集团攀枝花钢钒有限公司六家国企公司债的发行，推升公司债绝对发行规模和相对占比均有所提升。

截至2018年10月31日，钢铁企业存续债券规模3,721.62亿元，同比增长13.83%，较2017年末增长8.95%，钢铁行业债券存续规模较大且债务压力有所提升。同期，钢铁企业存续债券主要集中于2019~2021年到期，各年份到期债券规模占存续债券总规模的比重分别约为36.14%、23.70%和21.30%，短期偿付压力集中；从单个企业看，存续债券主要集中在首钢集团有限公司、河钢集团有限公司、山东钢铁集团有限公司（以下简称“山钢集团”）三家企业，其存续债券规模分别为830.00亿元、720.00亿元和412.74亿元，合计为1,962.74亿元，占存续债券总额的比重为52.74%，这三家企业存续债一年内到期的占比分别为30.12%、37.50%和67.81%，其中山钢集团短期集中偿付压力最大，其偿债风险需加以关注。

预计2019年，钢价将保持小幅增长，不会出现大幅下滑，钢铁行业盈利将保持小幅增长，钢铁行业整体信用水平将保持稳定。