

作者：邵帅，金芮林
邮箱：research@fecr.com.cn

2020年中国钢铁行业信用展望

钢铁行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对钢铁行业未来12个月基本信用状况的预期。

观点摘要

2019年，随着钢铁行业供给侧改革的不断深入，钢铁行业去产能任务提前两年完成，加之环保限产政策从“一刀切”转向差异化管理和超低排放标准的部署和实施，钢铁行业低端产能出清和产业升级持续推进，景气度回升。

从行业层面来看，需求端方面，基建行业对钢材消费拉动较上年有所提升，制造业对于钢材消费拉动不强，房地产行业则是钢铁行业需求增长主要支撑；供给端方面，随着高炉限产放松及技改扩容，行业供应有所扩张。整体行业供需较为平衡，钢价处于高位震荡。

从企业层面来看，全国生铁、粗钢和钢材产量大幅增长，尽管钢材价格略有下降，但钢铁企业营业收入规模有所增长；受铁矿石及焦炭价格上升，钢铁企业成本端压力增大，钢铁企业盈利能力有所下降；与此同时，受益于去产能和“债转股”政策的持续实施，钢铁企业的资产负债率有所下降，加之钢铁行业供给侧改革取得相应成效，房地产行业的投资和新开工面积增速仍处于较高水平，钢铁行业需求有所增长，钢铁价格维持高位，钢铁企业偿债能力获得提升。

2020年，是“十三五”规划的收官之年，国家加强基建补短板，叠加资金面趋于宽松，基建投资将有所提升，行业景气度有望维持，钢铁需求将稳步增长。同时，随着环保政策更加注重长效措施及差别化管理，对供应的限制有所弱化，因此行业供需预计较为均衡，钢铁价格处于高位震荡，钢铁行业的盈利能力趋稳或略有回落。

远东资信仍需要关注：1) 房地产行业仍有下行风险，或对钢铁行业的需求产生冲击；2) 国家制定“十三五”钢铁企业兼并重组的目标，但现阶段离既定目标仍有较大差距，未来一年仍需持续关注钢铁行业兼并重组情况；3) 经营区域相对集中、债务负担较重、盈利能力较弱的钢铁企业的运营情况。

综上所述，远东资信认为2020年钢铁行业政策环境良好，行业保持稳健，企业盈利有望趋稳，整体信用风险较低，行业展望为稳定。

Author: Shao shuai, Jin Ruilin
E-mail: research@fecr.com.cn

The steel industry Outlook

Our outlook for the steel industry is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in the steel industry of China over the next 12 months.

Summary of Opinions

In 2019, with the continuous deepening of the supply-side structural reform of the steel industry, the task of cutting overcapacity of the steel industry has been completed two years in advance. In addition, Environmental protection and production restriction policy shifted from "one size fits all" to differentiated management, and the ultra-low emission standard was released and implemented, and both helped the low-end production capacity clearing and the industrial upgrading in steel industry. As a result, the prosperity of the steel industry is picking up.

At the industry level, on the demand side, the driving force of steel consumption in the infrastructure industry improved compared with the previous year, while the driving force in the manufacturing industry was not strong. At the same time, the real estate industry is the main support for demand growth in the steel industry. On the supply side, with the relaxation of the blast furnace production restriction and technological transformation, steel industry supply was expanded. The overall industry supply and demand was relatively balanced, and steel prices were high and volatile.

At the enterprise level, the output of pig iron, crude steel and steel products across the country increased significantly. Although the price of steel products fell slightly, the scale of steel companies' operating income increased, while the profitability of steel companies declined, due to the rise in iron ore and coke prices, which increased the cost pressure of steel companies. At the same time, affected by the continuous implementation of cutting overcapacity policy and the debt-to-equity conversion policy, the asset-liability ratio of steel companies has declined. The demand of the steel industry has increased, with the help of the achievement of the supply-side reform and the high-level growth rate of investment and floor space of real estate started. And steel prices have remained high, resulting the improving solvency of steel companies.

2020 is the final year of the 13th Five-Year Plan. In 2020, the infrastructure will be strengthened, and capital will tend to loose, and infrastructure investment will increase. The industry boom is expected to be maintained, and steel demand grow steadily. At the same time, with the environmental protection policy paying more attention to long-term measures and differentiated management, the restrictions on supply will be weakened. Therefore, in 2020, it is expected that the industry's supply and demand will be more balanced, steel prices will be at a high level of fluctuations, and the profitability of the steel industry will stabilize or decline slightly.

Fareast Credit's will pay attention to the following aspects: 1) There are downside risks in the real estate industry, which may affect the demand of the steel industry. 2) Although government has encouraged acquisitions and reorganizations in the steel industry during the 13th Five-Year Plan period, it did not go well as expected, and the gap between reality and expectation is still large, making the performance in the coming year very critical. 3) There are some steel companies in the industry with relatively concentrated operating areas, heavy debt burdens and weak profitability.

In Summary, our outlook for the steel industry is stable, reflecting our expectation of sustained policy environment, a modest improvement in the corporate profits and overall low credit risk in the steel industry.

一、钢铁行业近期运行概况

钢铁行业是典型的周期性行业，其发展与宏观经济发展紧密相连。2019年前三季度我国经济总量保持增长，供给侧改革推进了固定资产投资结构持续优化，但全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额以及货物进出口总额的增速均有不同程度下滑，且受中美贸易战影响，贸易顺差大幅收窄，经济下行压力有所加大。2019年前三季度国内生产总值69.78万亿元，按可比价格计算，较上年前三季度增长6.2%，固定资产投资（不含农户）46.12万亿元，同比增长5.4%。分产业看，第二产业投资同比增长2.0%，增速同比下降3.2个百分点，其中制造业投资同比增长2.5%，增速同比下降6.2个百分点；第三产业投资同比增长7.2%，其中基础设施投资同比增长4.5%。全年全国房地产开发投资9.80万亿元，较上年前三季度增长10.5%，增速同比上涨0.6个百分点。

2019年钢铁行业迎来一波景气。需求端方面，基建行业对钢材消费拉动较上年有所提升，制造业对于钢材消费拉动不强，反观房地产行业，投资和新开工面积增速有所回落，但仍保持较高水平，成为拉动钢材消费增长的主要动力；供给端方面，随着高炉限产放松及技改扩容，行业供应有所扩张。此外企业库存和社会库存也处于低位窄幅波动，整体行业供需较为平衡，钢价处于高位震荡。

（一）行业需求

钢铁行业作为国民经济的基础产业，下游应用广泛。2019年1~10月我国粗钢表观消费量6.41亿吨（图1），较2018年同期增长7.80%，国内粗钢消费量持续走高。由于全球钢铁进出口贸易摩擦频繁，出口环境没有明显改善，2019年1~11月全年我国粗钢出口累计值为0.60亿吨，同比下降6.52%，净出口0.50亿吨，同比下降7.74%

（图2），2019年1~11月随着粗钢出口的缩减，国内钢铁消费增长主要依赖于国内市场的消费。我国钢材行业下游需求，主要分布在基建行业（35%）、房地产行业（25%）和以机械、汽车和轻工为主的制造业（31%）（图3）等，可以看出基建和房地产合计占比达60%，对钢铁行业的需求影响力较大。



图1：2013-2019年10月粗钢表观消费量情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

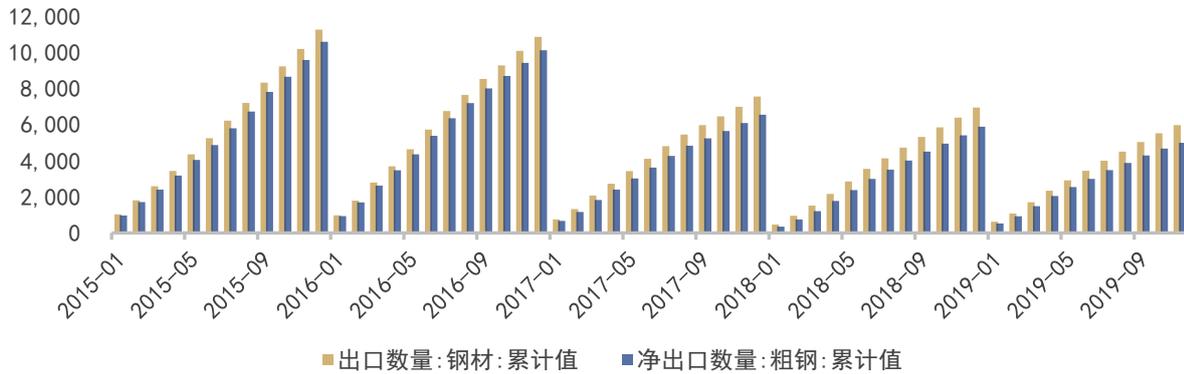


图2：2014-2019年11月钢材出口和净出口累计值情况(单位：万吨)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

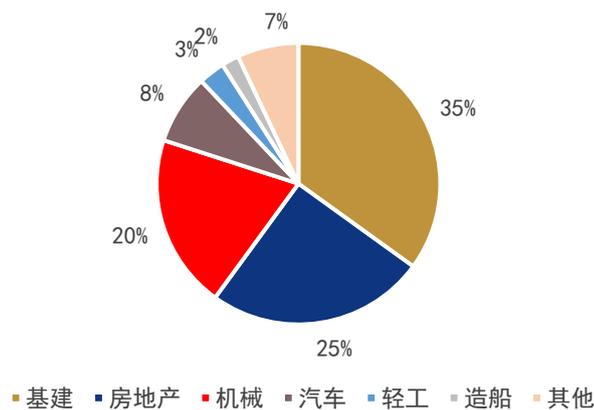


图3：钢铁行业下游需求结构

资料来源：MRI，远东资信整理

基建行业需求

从基建行业来看，自2018年7月中央政治局会议提出加大基础设施领域补短板以来，基础设施建设投资增速开始逐步回升，2018年11月至今发改委共批复基建项目1.8万亿，创近三年峰值；2019年政策基调侧重积极，2019年1~11月，基础设施建设投资累计增速4.00%，较2018年同期的3.7%微幅提升。2019年9月年内专项债发行进度提前达100%，国务院常务委员会提出将提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年年初即可使用见效，并重点用于铁路、轨交等基础设施；11月27日，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，要求适当调整基础设施项目最低资本金比例；11月29日，财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额的47%；加之2020年“十三五”规划的收官之年，专项债用于基础设施项目的比例将大幅提高，2020年基建投资增速回升有望进一步延续，将对国内钢材消费起到良好的支撑效应。

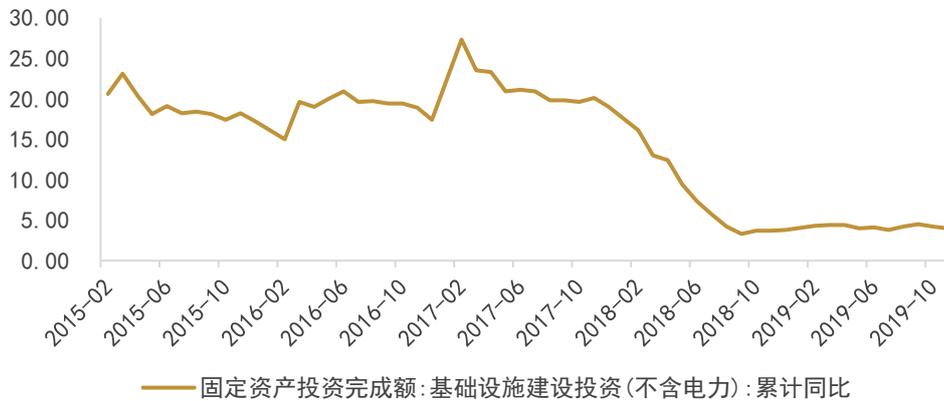


图4：近年来基础设施建设投资累计同比情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

房地产行业需求

从房地产行业来看，自2018年以来房地产去库存显著，商品房待售面积增速处于近年来的历史低位。出于补充库存需要的考虑，房地产投资完成额累计同比保持高位平稳增长，从而带动房地产行业对于钢材消费的增长。2019年4月份以来，支撑建筑钢材强劲需求的新开工面积增速逐渐走弱。目前房地产市场仍呈结构性分化格局，2019年以来商品房销售面积处于低迷状态。“房住不炒”总基调下房企融资持续受限，新开工面积增速的回落存在着一定的必然性。从2019年初开始，我国购置土地面积进入负增长，前11个月，土地购置面积累计21,719.67万平方米，同比下降14.20%。土地购置面积增速的下降反映出房地产开发商预期较差，拿地积极性不高，在一定程度上会影响未来地产新开工增速。预计2020年，随着开工端持续走弱，竣工端逐步走强，房地产行业对钢材的消费或将温和回落。

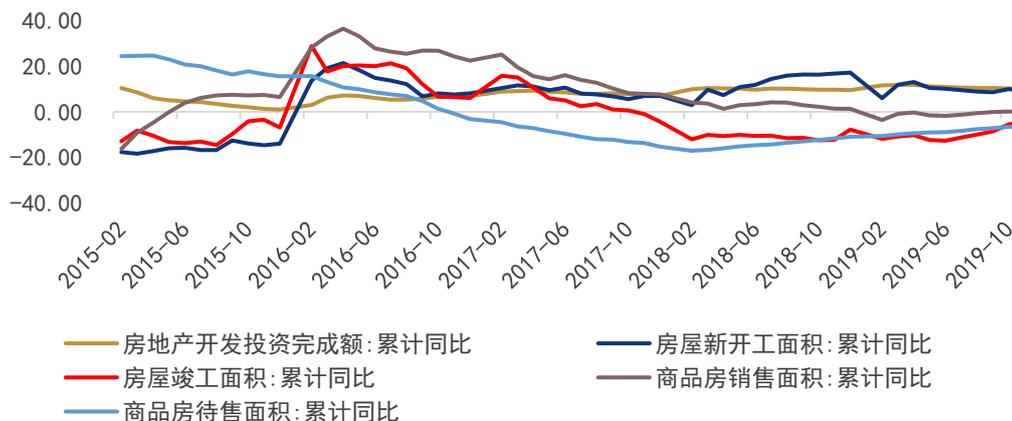


图5：2015-2019年11月房地产投资、新开工、竣工、销售及代售累计同比情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理



图6: 2015-2019年11月本年购置土地面积累计同比情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

制造行业需求

从制造行业来看, 2019年1~4月, 我国制造业累计投资同比增长大幅下降, 4月至今制造业累计投资处于低速平稳增长(图7)。具体来看, 2019年1~11月, 我国挖掘机产量达23.76万台, 同比增长14.90%, 在基建投资平稳增长的预期下, 挖掘机行业有望在2020年保持增长, 为钢材需求提供保障(图8); 汽车方面, 2019年我国的汽车产量和销量分别累计下降9.60%和9.10%, 汽车行业产销量的下滑对钢铁行业的需求形成负面冲击, 但汽车产销的降速有收窄的态势。由于2019年4月新增增值税率将开始执行, 折扣让利消费有望持续发酵, 加之部分城市牌照放开, 陆续出台相关政策有望刺激汽车消费, 2020年汽车产销增速或将有所改善, 并带动钢材相关消费。从家电行业来看, 2019年1~11月, 我国主要家用电器产量增速均处于低速增长态势, 其中空调产量还出现短暂的负增长。2019年1~11月家电行业对钢材整体需求基本稳定(图9)。



图7: 近年来制造业投资完成额累计同比情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

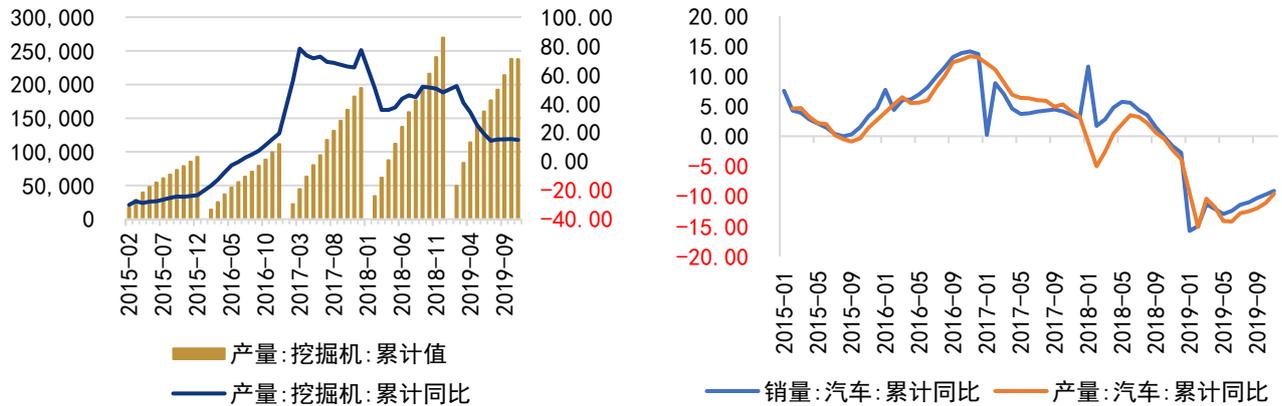


图 8：近年来挖掘机产量累计值及累计同比和汽车产量及销量累计同比情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

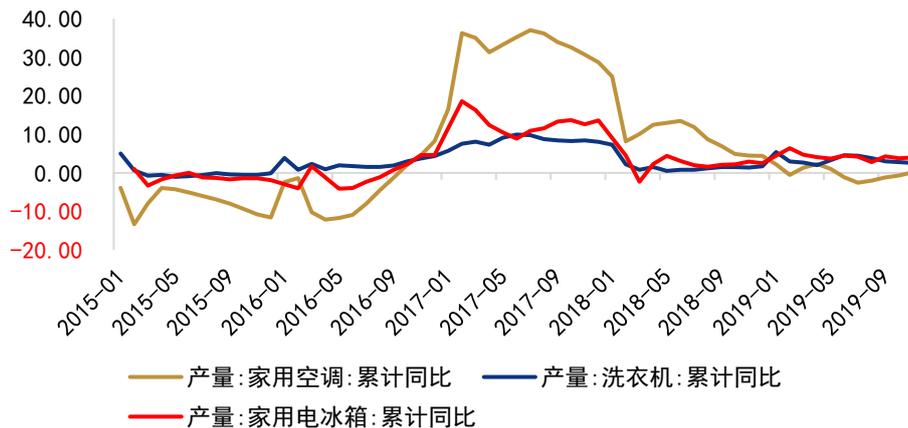


图 9：近年来空调、电冰箱和洗衣机产量累计同比情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）行业供给

自 2016 年钢铁行业供给侧改革以来，主要钢材品种价格均呈现波动上升趋势。在钢铁产量持续增长的背景下，2019 年以来，主要钢材品种价格均呈现波动下降态势，截至 2019 年 11 月末，国内螺纹钢（Φ25mm:上海）均价为 4,020 元/吨。同比下降 14.48%；热轧卷板（5.5mm:上海）均价为 3,620 元/吨，同比下降 4.99%；冷轧卷板（1mm:上海）均价为 4,390 元/吨，同比下降 0.23%（图 10）。2019 年以来，主要钢产品处于高位震荡，主要因为当年钢铁产量持续增长，供给端压力增大。总体来看，主要钢材产品价格虽有所回落但仍维持在较高水平。

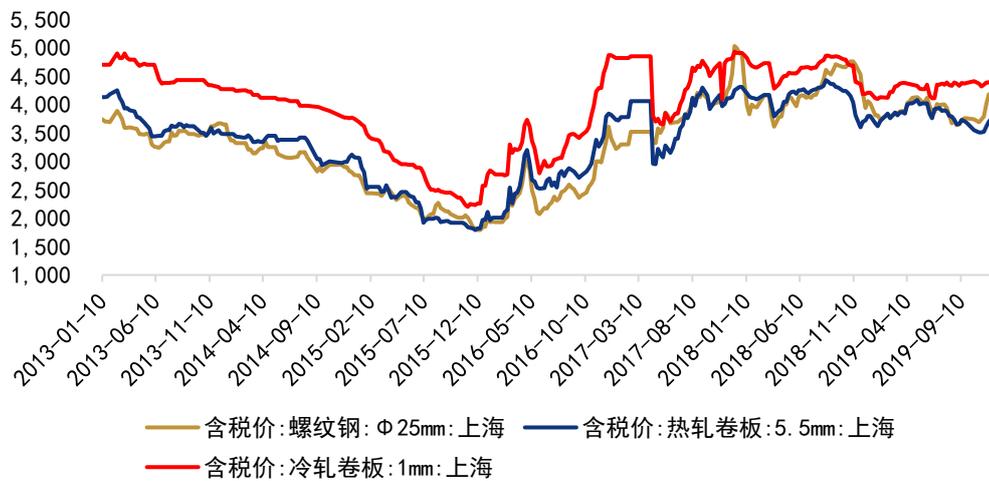
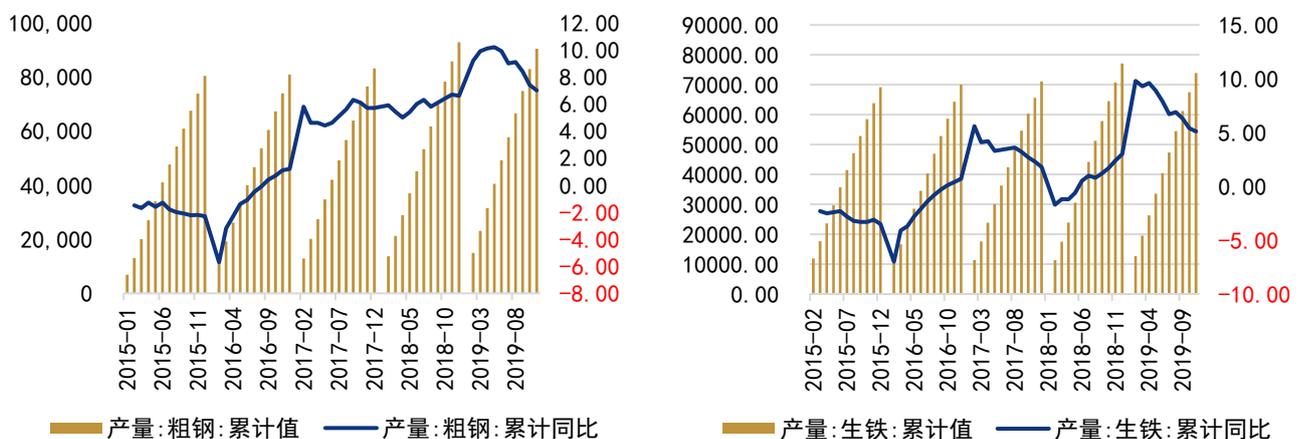


图 10：近年来我国主要钢材产品价格情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

产量及产能

产量及产能方面，2019年，受环保政策变为差异化限产及技改扩容的影响，2019年1~11月，我国粗钢、生铁和钢材累计产量呈持续上行趋势（图 11）。2019年1~11月，我国粗钢、生铁及钢材累计产量分别为 9.04 亿吨、7.39 亿吨和 11.05 亿吨，累计同比增长分别为 7.00%、5.10%和 10.00%。产能方面，“十三五”规划要求粗钢产能在现有 11.3 亿吨基础上压减 1 亿-1.5 亿吨，2018 年已提前两年超额完成“十三五”缩减粗钢产能 1.5 吨的上限要求。根据 2017 年 12 月年末，工业和信息化部发布了《钢铁行业产能置换实施办法》，自 2018 年 1 月 1 日起，对于粗钢等过剩行业，只要建设内容涉及建设炼铁、炼钢设备，就必须实施产能置换方案。据公开数据，2017~2019 年累计发布粗钢产能置换公告 2 亿吨，置出产能 2.4 亿吨，产能置换比例 1: 1.2。据 SMM 统计，2019~2025 年，我国共计划新建高炉产能 2.32 亿吨，置出产能 2.8 亿吨，2020 年将有 47 项产能置换项目投产，将是置换产能投产最为集中的一年。



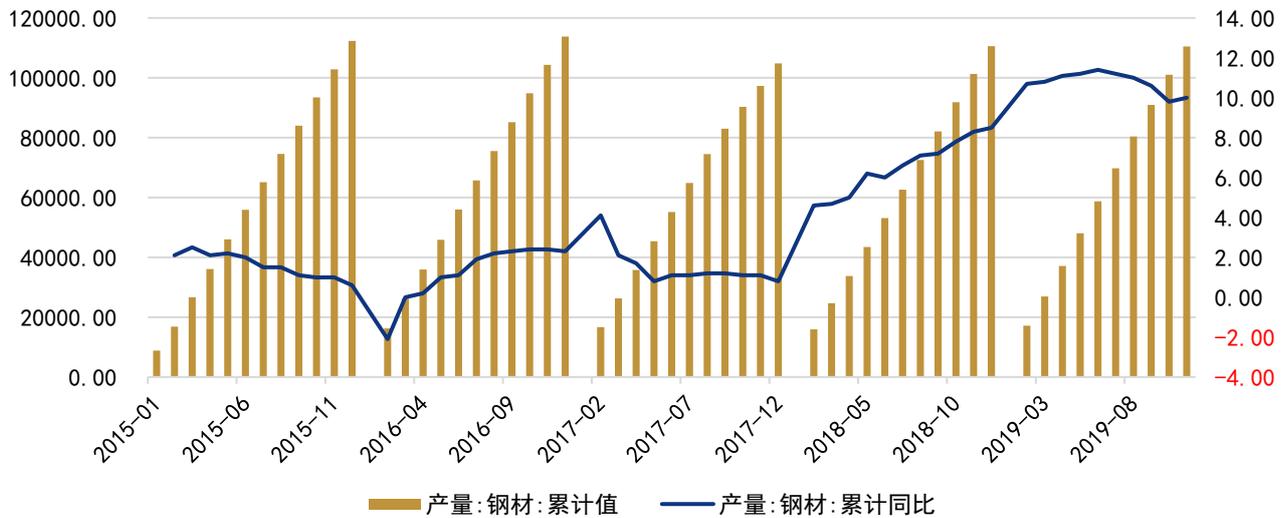


图 11: 2015-2019 年 11 月我国粗钢、生铁、钢材产量累计值及累计同比情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

库存

库存方面, 钢铁行业库存主要分为重点企业库存和主要城市社会库存。2019 年以来, 一季度为钢铁行业淡季, 由于春节积压效应, 企业库存和社会库存明显回升; 进入二季度, 下游需求逐步释放, 钢铁行业企业库存和社会库存均出现大幅回落; 三季度和四季度, 钢铁行业呈现低位震荡趋势(图 12)。截至 2019 年 11 月末, 重点企业库存和主要城市库存分别为 1,181.00 万吨和 757.68 万吨, 均为历史区间相对低位。2019 年 1~11 月, 重点企业库存大部分处在 1,000 万吨到 1,300 万吨窄幅区间波动, 主要城市社会库存处在 750 万吨到 1,800 万吨区间内波动, 2019 年 1~11 月, 重点企业库存和主要城市库存均处在相对较低的历史时期, 预计 2020 年钢铁行业仍为供需偏紧的格局。

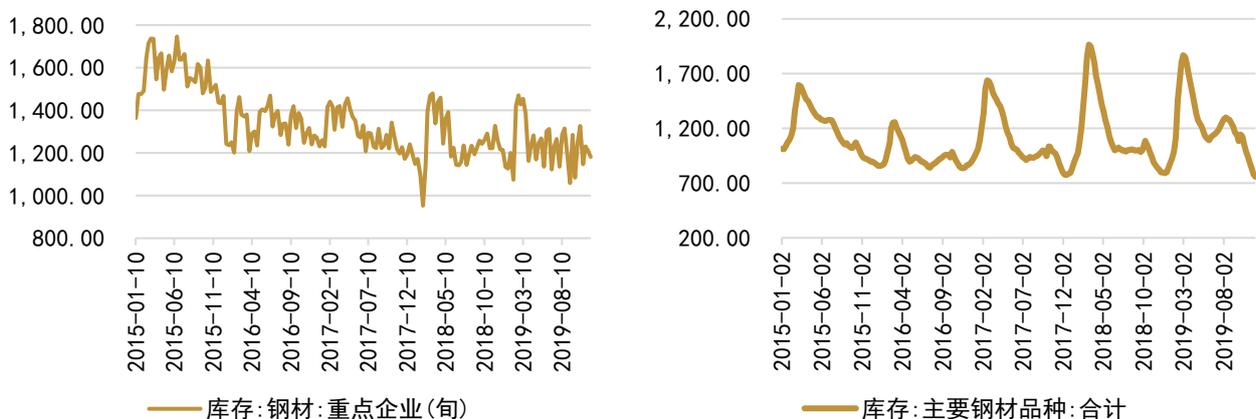


图 12: 近年来我国钢铁行业重点企业库存及主要城市社会库存

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

原材料供给

原材料供给方面，我国粗钢冶炼工艺主要以长流程为主。长流程冶炼主要原材料为铁矿石、焦炭、废钢等。由于冬季限产结束后，高炉逐步复产，铁矿石需求增加，加之淡水河谷溃坝事故等因素影响，导致2019年1~7月，整体国外铁矿石价格持续走高，但价差区间尚可。截至2018年末，国内外铁矿石价格分别为614.84元/吨和595.71元/吨。整体来看，2018年国内外铁矿石价格一直处在500-670元/吨窄幅区间波动且铁矿石价格整体处在低位（图14）。随着铁矿石价格持续低位波动，加之钢材价格持续走高，2019年7月国外铁矿石价格一度达到968.58元/吨，为近年来历史最高位。8月后，铁矿石价格整体回落明显，但与去年同期相比仍处于较高水平。预计2020年铁矿石价格如无不可抗力因素下，仍将保持平稳。焦炭方面，2019年以来二级冶金焦炭价格处在1,700元/吨到2,200元/吨区间内波动，较2018年同期有所下降且处于高位震荡状态。随着国家不再大范围地执行煤炭行业276个工作日限产政策，供给侧改革对煤炭价格的促进将有所放缓，预计2019年焦炭供需状况将趋于平衡，焦炭价格涨幅将有所下降且处于高位震荡状态。



图 13：近年来进口铁矿石和国产铁矿石价格波动情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

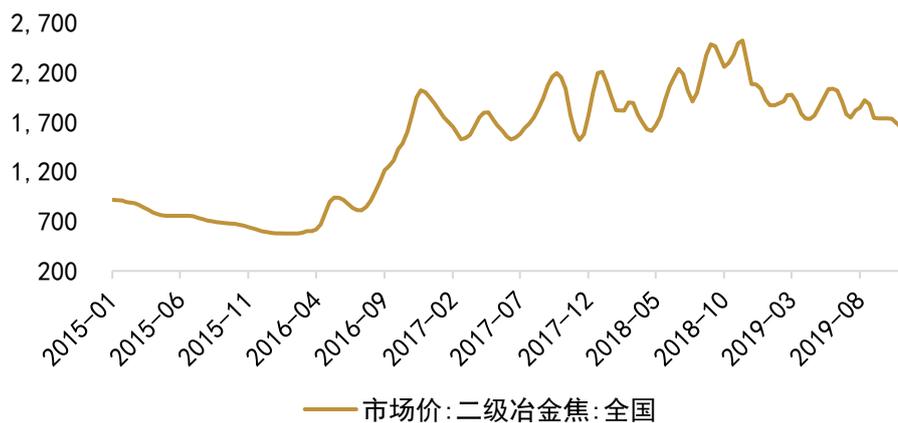


图 14：近年来焦炭价格波动情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）行业集中度

2018年,粗钢产量前十的钢铁企业分别为宝武集团(6,742.94万吨)、河钢集团(4,489.38万吨)、沙钢集团(4,066.07万吨)、鞍钢集团(3,735.88万吨)、建龙重工(2,788.48万吨)、首钢集团(2,734.22万吨)、山钢集团(2,320.94万吨)、华菱集团(2,301.17万吨)、马钢集团(1,964.19万吨)、本钢集团(1,589.68万吨),行业CR10下降至35.25%,同比下降1.65个百分点,与《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》中60%目标差距仍然很大。未来随着钢铁行业并购重组的逐步推进,行业集中度有望进一步提升。远东资信将持续关注钢铁行业未来的兼并重组事件。

二、行业政策

2018年,钢铁行业已提前完成“十三五”确定的钢铁去产能1.4~1.5亿吨的上限指标,顺利完成了去杠杆、压减过剩产能的主要任务;2019年,钢铁行业的政策重点转向加快超低排放改造、加快联合重组,环保限产从“一刀切”转向差异化管理,并且根据“差别化管理”政策,2020年达到全面超低排放标准的钢企未来有望不再进入限产讨论的范围之内。

钢铁行业是我国大气污染的重要来源,2018年全国粗钢产量9.28亿吨,占世界粗钢总产量的51.3%。钢铁行业工艺流程长、产污环节多,污染物排放量大。为推动实施钢铁行业超低排放,有效提高钢铁行业发展质量和效益,大幅削减主要大气污染物排放量,促进环境空气质量持续改善,相关部门出台了一系列相关政策和措施。根据生态环境部、发展改革委、工业和信息化部、财政部、交通运输部于2019年4月联合印发的《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》,到2020年底前,重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展,力争60%左右产能完成改造;2025年底前,重点区域基本完成,全国力争80%以上产能完成改造。

2018年,国内前10钢铁企业粗钢产量3.27亿吨,占全国总产量35.25%,同比下降1.65个百分点,集中度有所下降。其中宝武、河钢、沙钢、鞍钢、建龙、首钢进入世界钢产量前10位。通过行业的兼并重组,提高产业的集中度,是发达国家工业化后期的成熟经验。根据工信部发布的《钢铁产业调整政策(2015年修订)》征求意见稿,到2025年,前十家钢铁企业(集团)粗钢产量占全国比重不低于60%,形成3家到5家在全球范围内具有较强竞争力的超大型钢铁企业集团以及一批区域市场、细分市场的领先企业。

表 1: 2019年我国钢铁行业主要政策梳理

| 政策文件 | 部门 | 发布时间 | 政策要求 |
|------------------------------|-------|------------|--|
| 《河北省钢铁企业国际产能合作实施方案》 | 河北省政府 | 2018/12/26 | 到2020年末,河北省钢铁企业在境外产能力争达到1200万吨;在境外初步形成以生产基地(产业园区)为龙头,以关联产业相配套,以上下游产业相衔接的海外钢铁布局 |
| 《不断推进钢铁行业高质量发展为祖国70周岁生日献礼!》 | 工信部 | 2019/1/4 | 继续巩固去产能成果;继续优化钢铁产业布局;继续推进行业规范管理;继续着力推动行业高质量发展 |
| 《唐山市重点行业2019年第二至三季度错峰生产实施方案》 | 唐山市政府 | 2019/1/21 | 4、8、9月份,区域二钢铁企业烧结机(球团)限产50%,其中绩效评价为A类的钢铁企业烧结机(球团)限产20%;5、6、7月份,区域一钢铁企业执行此项要求 |

| 政策文件 | 部门 | 发布时间 | 政策要求 |
|---------------------------------------|----------|-----------|--|
| 《2019年政府工作报告》 | 国务院 | 2019/3/5 | 坚持源头治理，加快钢铁行业超低排放改造，实施重污染行业达标排放改造；推进钢铁行业市场化去产能 |
| 《关于下达2019年度钢铁行业压减过剩产能目标计划的通知》 | 山西省政府 | 2019/4/11 | “十三五”去产能总任务中剩余175万吨粗钢压减任务，确保在2019年内完成；长治市需要完成剩余35万吨粗钢压减任务，吕梁市需要完成140万吨的粗钢压减任务 |
| 《全省钢铁行业转型升级优化布局推进工作方案》 | 江苏省政府 | 2019/4/22 | 到2025年，全省钢铁行业沿江、沿海钢铁冶炼产能比例关系由目前的7:3优化调整为5:5，加快形成钢铁行业沿江沿海协调发展新格局；到2020年，力争全省钢铁企业数量由现在的45家减至20家左右，行业排名前5家企业粗钢产能占全省70% |
| 《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》 | 生态环境部 | 2019/4/28 | 到2020年底前，重点区域钢企超低排放改造取得明显进展，力争60%左右产能完成改造，有序推进其他地区钢企超低排放改造工作；到2025年底前，重点区域钢企超低排放改造基本完成，全国力争80%以上产能完成改造 |
| 《2019年钢铁化解过剩产能工作要点》 | 发改委 | 2019/5/9 | 列入去产能计划的钢铁企业需一并退出配套的烧结、焦化、高炉等设备；加强“僵尸企业”排查和动态监管，及时发现并妥善处置新出现的“僵尸企业”，确保“僵尸企业”应退尽退；建立防范“地条钢”死灰复燃和已化解过剩产能复产的长效机制；严把产能置换和项目备案关，禁止各地以任何名义备案新增钢铁冶炼产能项目 |
| 《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》 | 唐山市政府 | 2019/6/23 | 明确提出加大停限产力度，8月1日前，绩效评价为A类的钢铁企业首钢迁钢，沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁，烧结机（球团）、高炉、转炉、石灰窑限产20%，其他所有钢铁企业限产比例不低于50% |
| 《工业炉窑大气污染综合治理方案》 | 生态环境部 | 2019/7/9 | 实现工业行业二氧化硫、氮氧化物、颗粒物等污染物排放进一步下降，促进钢铁行业二氧化碳排放总量得到有效控制，推动环境空气质量持续改善和产业高质量发展 |
| 《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》 | 生态环境部 | 2019/9/25 | 京津冀及周边地区全面完成2019年环境空气质量改善目标，协同控制温室气体排放，秋冬季期间（2019年10月1日至2020年3月31日）PM2.5平均浓度同比下降4%，重度及以上污染天数同比减少6% |
| 《钢铁企业超低排放改造实施指南》征求意见稿 | 环境保护产业协会 | 2019/9/29 | 加强源头控制，采用低硫煤、低硫矿等清洁原燃料，采用先进的清洁生产和过程控制技术，实现大气污染物的源头削减 |

资料来源：远东资信整理

三、行业关注

随着钢铁行业去产能任务逐渐完成，兼并重组将成为我国供给侧改革的重要手段。2016年工信部出台《钢铁工业调整升级规划(2016~2020)》提出了提高行业集中度的目标：“到2020年，钢铁行业的前十大钢铁集中度(CR10)要达到60%以上，‘十三五’期间累计提高行业集中度25个百分点以上。”2018年我国钢铁行业CR10仅为35.25%，距离60%以上的目标存在较大差距。2018年我国粗钢产量超过1000万吨的钢铁企业共有22家，按照我国“十三五”规划目标，在未来三年内，这22家钢铁企业或将会兼并重组为10家。此外，2015年日本钢铁行业CR4高达83.3%，美国钢铁行业CR4为70%，欧盟钢铁行业CR8为64.49%，我国钢铁行业集中度相较于发达国家仍有较大差距。从当前环境来看，我国钢铁行业的兼并重组的目标任重道远。

2016年继宝钢和武钢重组后，2019年6月2日，中国宝武对马钢集团实施重组，安徽省国资委将马钢集团51%股权无偿划转中国宝武。通过本次收购，中国宝武将直接持有马钢集团51%的股权，并通过马钢集团间接控制马钢股份45.54%的股份，成为马钢股份的间接控股股东。重组前，宝武集团粗钢产量6,742.94万吨，马钢集团粗钢产量1,964.19万吨，初步估算，重组马钢集团后宝武集团的粗钢产量将达到8707.13万吨。

地方政府为了进一步推动实现“十三五”钢铁行业的规划目标，密集出台了一系列政策以推动钢铁行业兼并重组。2016年辽宁省政府出台《辽宁省冶金工业发展“十三五”规划》旨在“十三五”期间力争形成1-2家具有国际影响力的特大型、行业引领型钢铁企业集团；2018年《河北省工业转型升级“十三五”规划》提到：到2020年，形成以河钢、首钢两大集团为主导，以迁安、丰南、武安3个地方钢铁集团为支撑10家特色钢铁企业为补充的“2310”产业格局实现由钢铁大省向钢铁强省的转变；《河北省钢铁行业去产能工作方案2018-2020年》提到具体工作目标：到2020年，前15家钢铁企业产能规模由2017年占全省的58.5%提高到90%以上。2018年山西省政府出台《山西省钢铁行业转型升级2018年行动计划》旨在积极推动不锈钢产业兼并重组，打造全球最具竞争力的不锈钢企业。此外支持晋南钢铁集团、建龙集团、福盛钢铁等优势企业，加大对省内外产能资源的整合力度，从过去的27家钢铁企业降至10家，打造具有较高市场占有率和产品差异化的区域龙头企业。同年，江苏省政府出台《江苏省钢铁行业兼并重组方案(建议稿)》旨在积极推进“134”产业格局：1家超大型钢铁企业集团：沙钢集团；3家特大型钢铁企业集团：中天钢铁、沿海钢铁、徐州钢铁；4家特色化钢铁企业集团：南钢、兴澄特钢、天工、德龙。第一轮重组目标：粗钢产能集中度CR4达到80%，粗钢产能集中度CR8达到100%。未来仍需持续关注地方政府对于兼并重组出台的相关政策。

四、行业内发债企业信用分析

远东资信对2019年12月18日仍有债券存续的钢铁行业发债主体进行了筛选，筛选标准参照远东资信《中国钢铁行业企业信用评级方法》所述的“行业界定”，形成发债主体样本41家。

(一) 存量债券概况

1. 发行主体维持较高信用等级

钢铁行业属于资本密集型行业，经营现金流相对稳定，且发行人股东背景强，因此发债主体的信用等级较高。

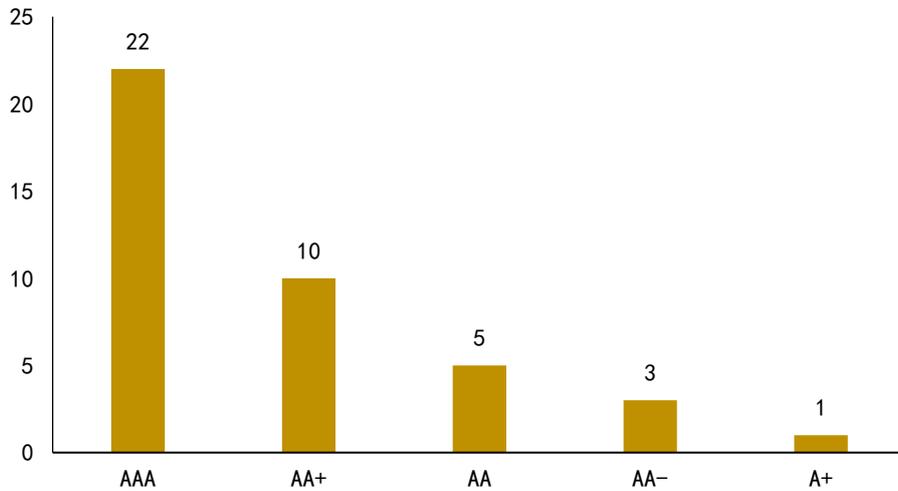


图 15: 钢铁行业发债主体评级分布 (截至 2019 年 12 月 18 日)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

如上图所示, 在 41 家样本发行人中, 有 22 家的主体评级达到了 AAA, 占到全部样本总数的 53.66%, 而主体评级为 AA 级 (含) 以上的主体为 37 家, 占比为 90.24%。在 41 家样本中, 仅有 1 家主体的信用等级相对较差, 为 A+。

主体信用等级为 A+ 的是重庆钢铁集团矿业有限公司, 该评级的评级公告日期是 2019 年 6 月 26 日。

从实际控制人来看, 除 6 家民营控股和 1 家外商独资控股的发行人之外, 其余 34 家发债主体均为国企。具体来看, 地方国有企业 23 家, 中央国有企业 11 家, 民营企业 6 家, 外商独资企业 1 家。

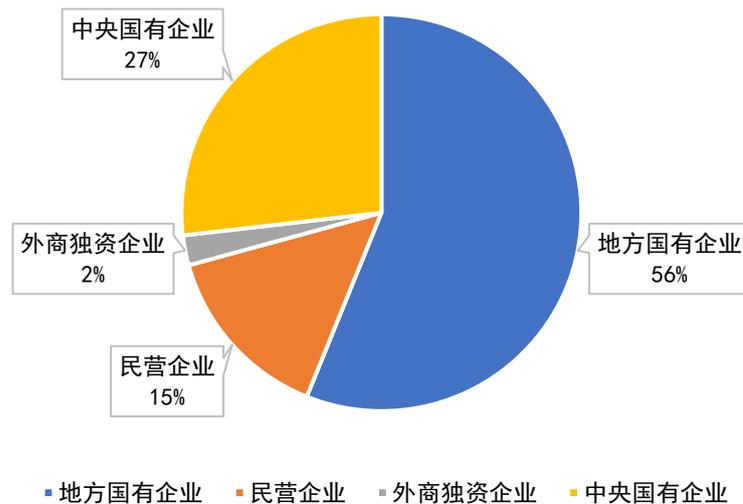


图 16: 钢铁行业存量债券发行主体股东背景 (截至 2019 年 12 月 18 日)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 地方国有企业是主要发行人

从存量债券来看，截至2019年12月18日，41家发行人的存量债券共计278只，债券余额合计约为4,616亿元。其中，地方国有企业和中央国有企业的存量债券数为253只，**占总存量债券数的91.01%**，余额为4,378.28亿元，**占总余额比重约94.86%**。

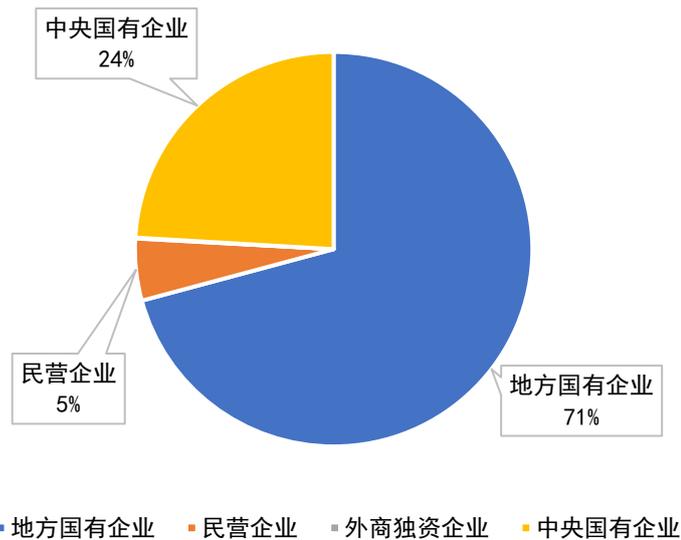


图 17：钢铁行业存量债券余额分布：按股东背景（截至2019年12月18日）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 存量债券未来到期情况

截至2019年12月18日，钢铁行业债券余额为4,616亿元。从2019年12月至2020年11月的未来12个月里，钢铁行业将有约1,815亿元的债券到期。

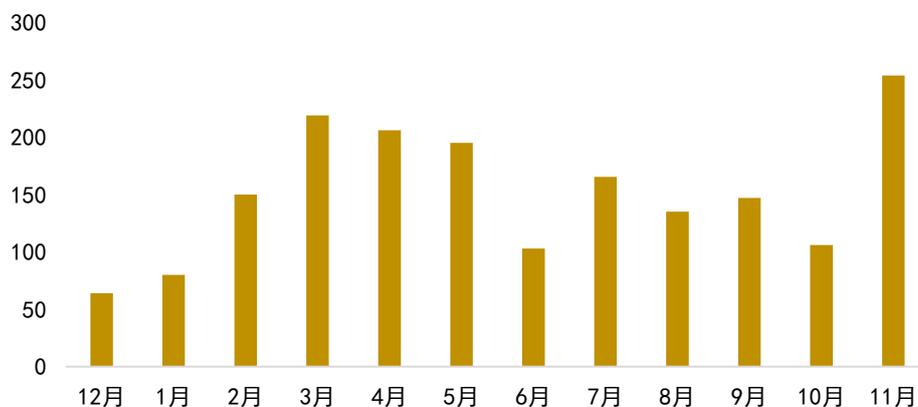


图 18：存量债券未来12个月到期分布（2019年12月至2020年11月，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

由于钢铁行业新发行债券以中期票据为主，因此上图显示的12个月到期债务情况可能无法完全反映实际还款压力。长期来看，钢铁行业的存量债券到期金额集中于2020年~2023年，2020年可能会面临一定偿债压力。

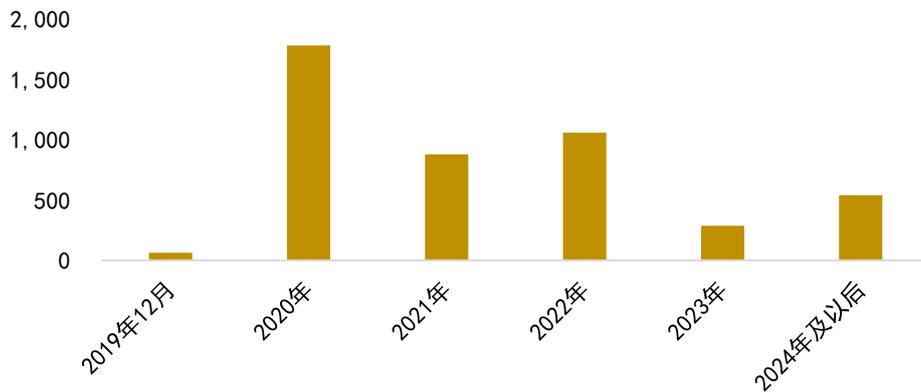


图 19：存量债券未来到期分布（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）负面信息关注

西宁特殊钢股份有限公司列入信用评级观察名单

西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“西宁特钢”）是西宁特殊钢集团有限责任公司直接控股的企业，实际控制人为青海省人民政府国有资产监督管理委员会。由于西宁特钢债务负担重、财务费用对利润侵蚀程度较高，2018 年企业净利润呈现亏损，经营活动产生的现金流呈净流出，流动性压力较大。

根据 2019 年 2 月 12 日公告显示，联合评级将西宁特钢的主体长期信用等级及其发行的“西宁特殊钢股份有限公司 2011 年公司债券”（债券简称“11 西钢债”）和“西宁特殊钢股份有限公司 2012 年公司债券”（债券简称“12 西钢债”）债项信用等级列入信用评级观察名单，并维持公司主体长期信用等级及“11 西钢债”、“12 西钢债”的债项信用等级为“AA”。

截至 2019 年 12 月 18 日，在国内债券市场西宁特钢仅有“12 西钢债”一笔存续债券，该债券余额为 0.40 亿元，到期日为 2020 年 7 月 16 日。

（三）发债主体的经营状况和偿债能力分析

在本小节对发债主体做信用分析时，考虑到财务数据的可得性和可比性，我们剔除了 5 家近期数据不可得的企业，最终形成的分析样本为 36 家。

1. 规模：保持增长态势

从资产规模来看，近 4 年资产规模排名前五名的企业名次都未发生变化，名次从高到低分别为中国宝武钢铁集团有限公司、首钢集团有限公司、河钢集团有限公司、宝山钢铁股份有限公司和鞍钢集团有限公司，且近年来前 5 名企业资产合计占 36 家样本企业资产合计的 44% 以上。相比较来说，其他发债企业的资产规模较小。2019 年上半年

末的财务数据显示，36家企业中有16家资产规模在1,000亿元以下，有17家资产规模在1,000-4,000亿元，有3家资产规模在4,000亿元以上。

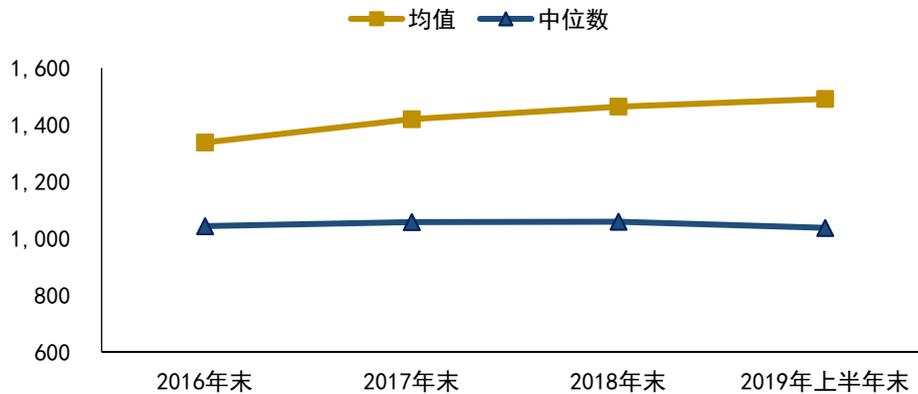


图 20: 样本企业的资产规模 (亿元)

注: 除非特别说明, 均值指简单平均值, 以下同。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

上图显示, 样本企业资产规模的中位数一直低于平均数, 且均值与中位数之间的差距有逐渐增大的趋势, 这是由于样本中出现了一些数值较大的个体拉高了平均数, 且资产规模前五名的集团资产规模占整个行业的比重较大。钢铁属于资本密集型产业, 不断增长的资产规模反映了较强的抗风险能力。

从营业收入规模来看, 样本企业均值和中位数反映了相同的趋势。2016~2018年, 样本企业营业收入均值和中位数稳定增长。2017年, 资产规模在1,000亿元以上(19家)和1,000亿元以下(17家)的两组样本企业中, 分别有95%和82%主体的营业收入相比去年同期出现了正增长; 2018年, 同样两组样本企业中, 分别有89%和53%主体的营业收入相比去年同期出现了正增长, 可见钢铁企业较大的资产规模对营业收入的增长也会产生一定保障作用。2019年上半年, 全国生铁、粗钢和钢材产量大幅增长, 尽管钢材价格略有下降, 但钢铁行业总体营业收入规模有所增长, 样本企业营业收入平均数为488.70亿元, 同比增长3.13%; 中位数为370.92亿元, 同比增长0.22%。

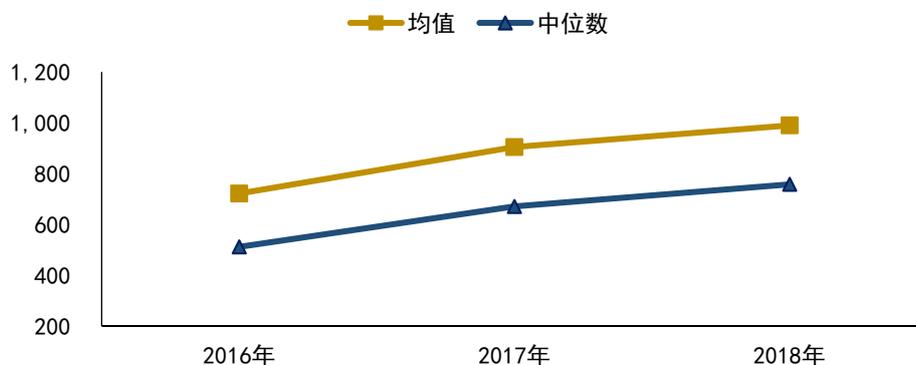


图 21: 样本企业营业收入 (亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 资产负债率：逐渐下行

2018年，随着钢铁行业持续回暖、钢价大幅上涨等因素，钢铁企业的现金流和盈利水平在持续增长，钢铁发债企业的资产负债率水平也保持下降的趋势。2019年上半年末，持续受去杠杆政策及“债转股”政策推进的影响，钢铁行业资产负债率总体有所下降，样本企业的资产负债率均值和中位数分别是61.47%和60.20%，均值较2018年末下降了0.14个百分点，中位数上涨了0.59个百分点。

从样本企业的负债率水平分布来看，资产规模大的企业负债率一般较高。在36家样本企业中，2019年上半年末的资产负债率比2017年末升高的有7家，降低的有29家。

2019年上半年末，36家样本企业中，资产负债率超过80%的企业有三家，分别是山东钢铁集团有限公司、莱芜钢铁集团有限公司、西宁特钢，资产负债率分别为83.54%、80.32%和92.40%，其中西宁特钢的债务负担最重。西宁特钢为中国四大特钢企业集团之一，是中国西部地区最大的资源型特殊钢生产基地。根据企业说明，公司负债率较高是由于公司为了提升特钢生产的整体工艺装备，于十三五期间进行了大量的技改投入，大量资金基本全部通过短贷长投等方式自筹。

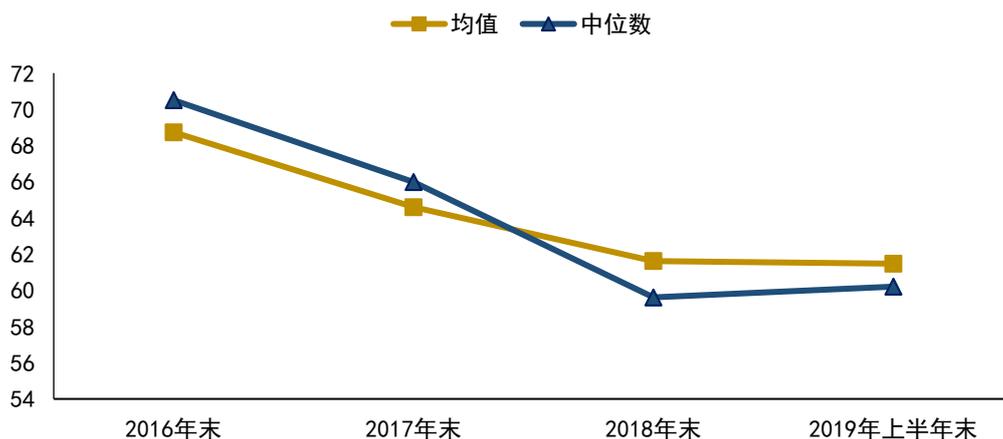


图 22：样本企业资产负债率 (%)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 企业现金流和债务覆盖水平：稳步提升

从经营性现金流来看，2016~2018年，样本企业经营性现金流均值和中位数均呈净流入，且稳定增长。在36家样本企业中，2018年，有28家企业的经营性现金净流入增加，8家企业的经营性现金净流入减少。2019年上半年，样本企业经营性现金流均值和中位数均呈净流入，均值为28.82亿元，同比下降31.33%；中位数为15.35亿元，同比下降42.99%。

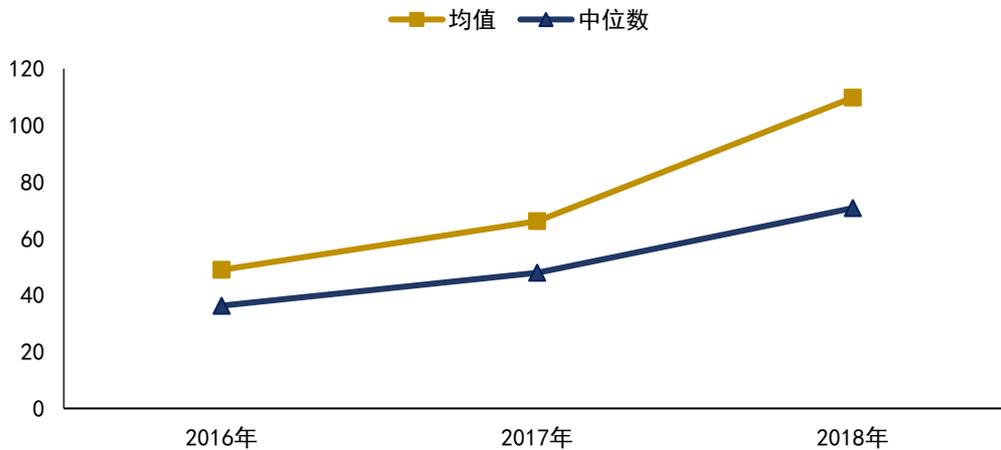


图 23: 样本企业经营性现金净流入 (亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从投资活动现金流来看, 2016~2018年, 样本企业投资性现金流均值和中位数均呈净流出, 呈波动下降趋势。2018年全年, 样本企业的净流出金额出现增长, 投资有所增长。2019年上半年, 样本企业投资性现金流均值和中位数均呈净流出, 均值为-19.10亿元, 净流出金额同比下降3.06%; 中位数为-7.00亿元, 净流出金额同比下降40.34%。

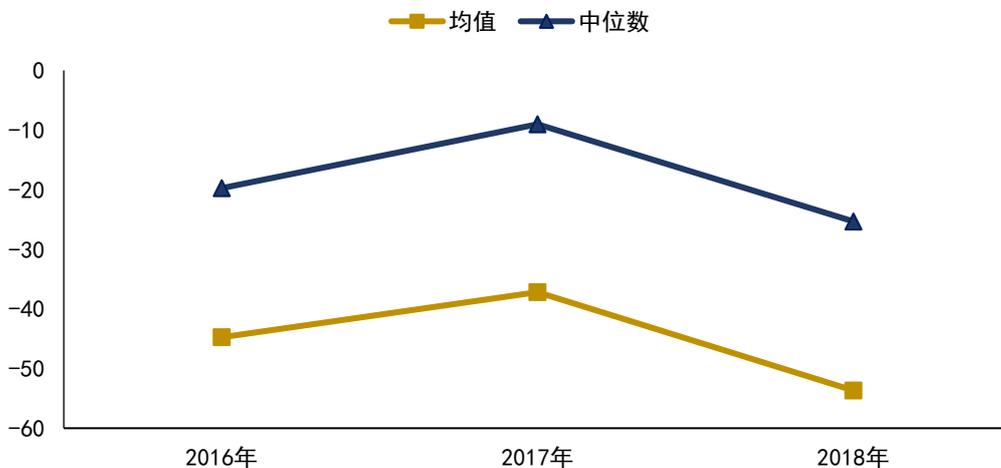


图 24: 样本企业投资活动现金净流出 (亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从筹资现金流来看, 由于钢铁企业获现能力较强, 经营活动现金净流入基本能够覆盖投资活动现金流出, 因此2016~2018年, 样本企业筹资性现金流均值和中位数均呈净流出, 整体呈下降趋势。2019年上半年, 样本企业筹资性现金流均值和中位数均呈净流出, 均值为-4.99亿元, 净流出金额同比下降59.40%; 中位数为-4.44亿元, 净流出金额同比上涨58.08%。

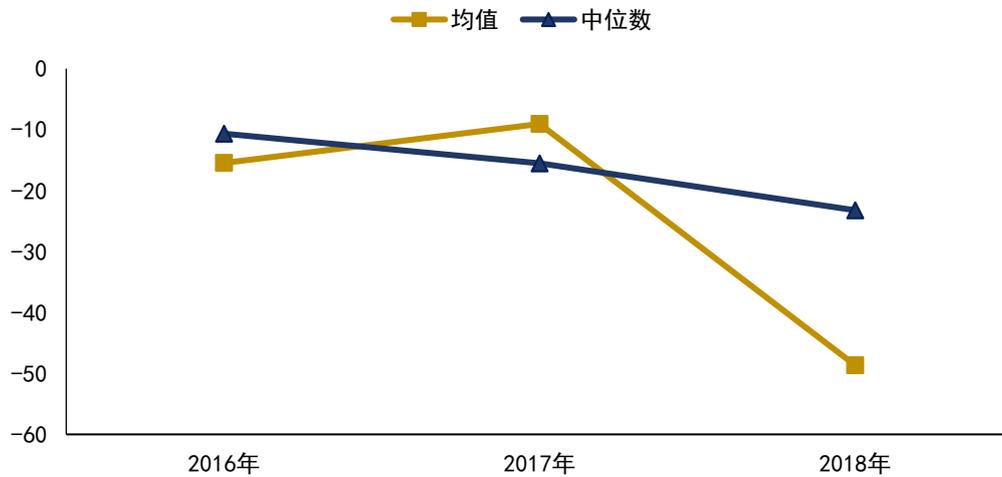


图 25：样本企业筹资活动现金净流出（亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利息覆盖水平来看，受益于经营性现金净流入的增长和资产负债率水平的降低，大部分样本企业的现金流利息保障倍数在2018年出现正增长。2018年，样本企业的现金流利息保障倍数均值和中位数分别为5.9(倍)和5.5(倍)。在36家样本主体中，有30家主体的利息覆盖水平有所提高，6家主体的利息覆盖水平有所下降。2019年上半年，样本企业的现金流利息保障倍数均值和中位数分别为3.74(倍)和3.49(倍)，同比有所下降。

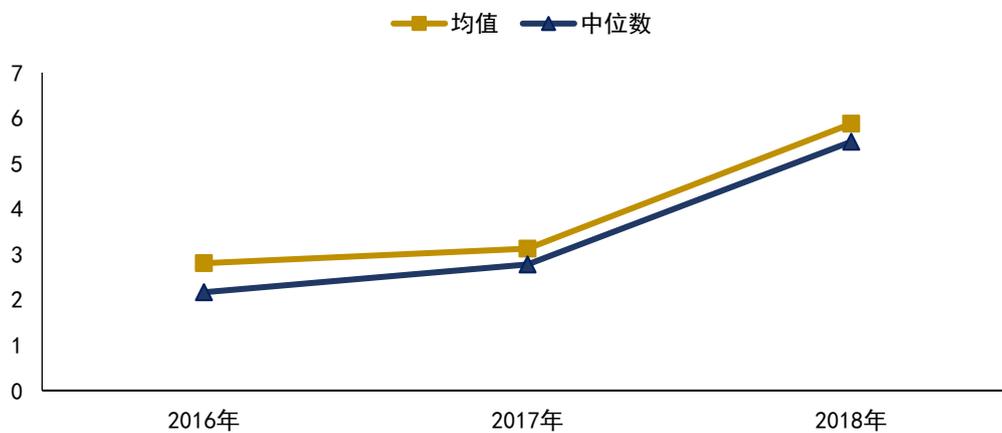


图 26：样本企业现金流利息保障倍数

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4. 盈利情况和盈利能力：有所下降

从净利润来看，2018年，36家样本企业中有28家主体的净利润实现增长（含扭亏为盈和亏损减少），有8家主体的净利润和去年同期相比出现了下降；在36家样本企业中，实现盈利的为35家，亏损的为1家。唯一亏损的样本企业是西宁特钢，该企业由于债务负担过重，财务费用支出处于较高水平，盈利能力被大幅削弱。2018年，36家样本主体的净利润均值为42.67亿元，比上年增加13.53亿元，钢铁债券发行人整体盈利情况得到提高。2019年上半年，

受巴西淡水河谷铁矿尾矿溃坝事故以及澳大利亚飓风影响，铁矿石价格大幅上涨，钢铁行业的整体利润水平被进一步压缩，样本企业净利润平均数为16.50亿元，同比下降22.53%；中位数为11.03亿元，同比下降21.91%。

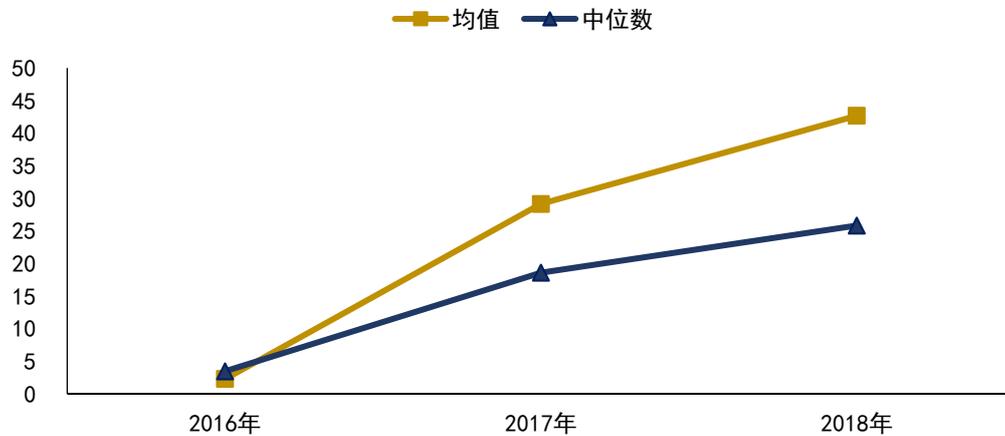


图 27: 样本企业净利润 (亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从盈利能力来看，2016~2018年样本企业的毛利率水平持续增长。2018年全年，36家样本企业的毛利率均值分别为15.98%和15.89%，比2017年分别提高1.32个百分点和1.45个百分点。2019年上半年，由于钢铁行业成本端压力增大，毛利率有所下降，样本企业的销售毛利率均值和中位数分别为13.38%和11.85%，同比分别下降3.54个百分点和4.02个百分点。

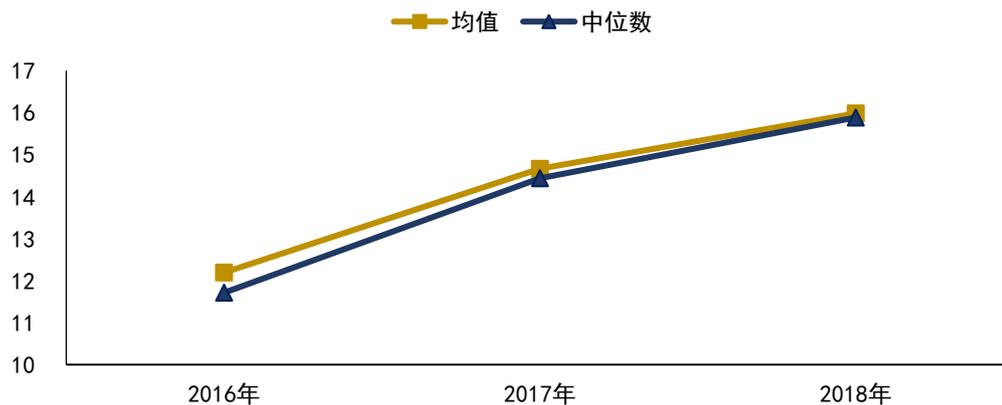


图 28: 样本企业毛利率 (%)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

综上所述，整体来看，2018年钢铁发债主体的偿债能力获得提升，这主要得益于钢铁行业供给侧改革取得相应成效，加之后续宏观经济企稳，带动钢铁行业需求增长，钢铁价格维持高位；2019年以来，受需求端回落的影响，

钢铁价格虽有所回落但仍处于高位震荡；同时受铁矿石及焦炭价格上升，钢铁行业成本端压力增大，加之环保政策趋严亦会加大企业的环保支出压力，预计未来短期内钢铁企业盈利空间或将会收窄。但受益于近年去产能政策的持续实施，钢铁行业企业的负债率仍处于较为合理的水平，且行业的资本开支较为保守，钢铁企业的偿债能力将大概率进一步获得提升。

五、钢铁行业信用展望

综合上文的陈述和分析，远东资信对未来12个月钢铁行业和相关发债企业的表现做出如下判断：

从宏观层面来看，随着中国经济下行压力增加，短期来看，宏观政策将偏向逆周期调整。货币政策端将趋于稳健并边际宽松，降准仍将继续，降息也存在可能，主要着力于打通货币政策的传导机制；财政政策端也将转为更积极，减税力度或将进一步加大，政府专项债规模或将持续提升。总体来看，2020年短期内宏观经济政策层面将趋于宽松，为钢铁行业的发展提供了良好的外部环境。

从行业层面来看，预计2020年，钢铁行业供给端将逐步宽松，需求端基建将成为钢材消费增长的主要推动力。从供给端来看，随着超低排放改造工作的推进以及环保限产的力度或将有所缓和，2020年，钢铁的供给量或将平稳增长。从需求端来看，随着我国拉内需稳增长压力的增加，加之2020年“十三五”规划的收官之年，专项债用于基础设施项目的比例将大幅提高，2020年基建投资大概率会明显上升，基建对钢铁的需求将大幅增加。房地产方面，土地购置面积增速的下降反映出房地产开发商预期较差，拿地积极性不高，在一定程度上会影响未来地产新开工增速。预计2020年，随着开工端持续走弱，竣工端逐步走强，房地产行业对钢材的消费或将温和回落。钢材进出口方面，未来钢材的出口量仍将受制于中美贸易谈判的结果，2020年我国钢材出口量仍存在一定的不确定性。2020年，预计钢铁行业供需环境较为宽松，钢铁价格仍将处于较为震荡的趋势，钢铁行业的盈利水平有望继续回落，现金流水平有望进一步改善。

从金融环境来看，坚持稳健货币政策和积极财政政策，流动性有望边际宽松。2020年开年，央行宣布为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，奠定了今年金融环境较为宽松的主基调。预计2020年将稳健货币政策和积极财政政策，流动性有望边际放松。

从企业层面来看，钢铁行业的领军企业将进一步整合优质资源，加速推进企业间的兼并重组。债务方面，目前钢铁企业主要以短期债务为主，但是加速的“债转股”措施在短期可以缓解企业的资金压力，钢企的偿债压力或将进一步下降。盈利方面，随着钢铁价格持续高位运行，钢企的盈利能力将进一步提升。

综上所述，远东资信认为2020年钢铁行业政策环境良好，行业保持将稳健增长，企业盈利有望趋稳，整体信用风险较低，行业展望为稳定。

【作者简介】

邵帅，格拉斯哥大学硕士，工商企业评级部分析师

金芮林，香港理工大学硕士，工商企业评级部助理分析师

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-6142811

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。