

寒夜漫长，霜雪漫入钢铁君

——行业研究之钢铁篇

目录

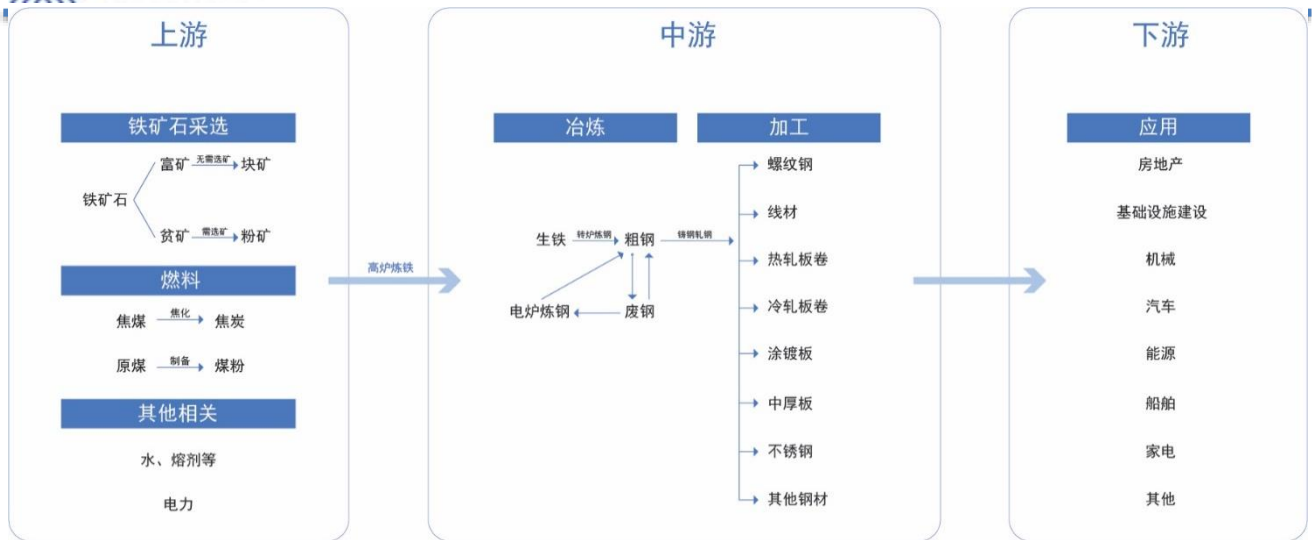
一、 钢铁行业概况	2
二、 行业分析	4
2.1 历史回顾：高速扩张后产能过剩，虽有控制但近几年仍在增长	4
2.2 产量下滑，出口高速增长	4
2.3 钢铁核心产区稳定，产能有向东南沿海转移趋势	6
2.4 下游需求弱化明显，销量增速趋零	7
2.5 库存攀升，钢价承压，近两年呈下跌趋势	9
2.6 展望未来：需求压力仍在，复苏仍需时日，供给过剩或加重，钢价难言乐观	13
三、 行业财务表现	19
3.1 行业收入 2022 年全面转弱，2023 年改善情况尚不明朗	19
3.2 近年来行业利润总额断崖式下跌，毛利率在历史较低水平有所波动，吨钢盈利空间的回复尚不明朗，亏损企业占比处于较高水平	20
3.3 行业资产运营效率下半年来虽有所修复，但整体仍处于近年来中游水平	25
3.4 行业资产负债率水平总体较为稳定，在持续下降后，以 2021 年末为节点至今持续增长 ...	25
四、 钢铁主体梳理	27
4.1 经营竞争力	28
4.2 盈利能力	29
4.3 营运能力	32
4.4 现金流	33
4.5 债务负担及结构	36
4.6 偿债保障	38
4.7 表外事项	40
4.8 小结	41
五、 总结	42

一、钢铁行业概况

钢铁是国民经济的重要支柱产业，又被称为工业的粮食，其产业链覆盖多个行业，上游包括铁矿石、煤炭、有色金属和机械设备等，原材料经冶炼加工后产成生铁和粗钢，再经过进一步加工后产成线材、卷材、板材等各类产品，广泛运用于建筑，地产、机械制造、汽车、铁路、家电等行业。

详细来看，铁矿石和焦炭是冶炼钢铁的重要原材料，其中焦炭又由焦煤生产，同时动力煤为炼钢提供动力燃料，因此钢铁最主要的上游即为铁矿石和煤炭。从投入产出比上来看，生产 1 吨粗钢约需 1.6 吨铁矿石和 0.5 吨焦炭，而 1 吨粗钢约能生产 0.95 吨钢材。考虑到辅料、制造成本等，钢铁生产的成本可总结为如下公式：（1）每吨生铁制造成本 $= (1.6 \times \text{铁矿石单价} + 0.5 \times \text{焦炭单价}) / 0.9$ ；（2）每吨粗钢制造成本 $= (0.96 \times \text{生铁单价} + 0.15 \times \text{废钢单价}) / 0.82$ ；（3）各类钢材：螺纹钢成本=粗钢成本+150，热轧板成本=粗钢成本+300，冷轧板成本=粗钢成本+950，中厚板成本=粗钢+400。可以看出，铁矿石、焦炭（煤炭）作为钢铁生产最主要的成本构成，价格往往波动较大，导致钢铁生产成本常有较大波动，影响着钢铁企业乃至整个行业的经营状况。

钢材种类较多，被广泛运用在各种场景及行业中，其中：（1）型材，包括螺纹钢、线材、圆钢、方钢、扁钢等，螺纹钢即为热轧带肋钢筋，广泛用于建筑物、桥梁等工程建设相关行业；圆钢为截面为圆形的实心长条钢材，亦被称为棒材，其与螺纹钢的主要区别为外形光滑无肋，强度较低，常用作钢筋、机械零件、无缝钢管坯等；线材是热轧型钢中断面尺寸最小的一种，因常以盘卷交货，故又称为盘条，主要用于建筑材料用或拉丝的原料。（2）板材，是建筑工程、机械制造、船舶、汽车等领域中使用为广泛的材料之一，按厚度分为薄板、中板、厚板和特厚板，按生产方法又分为热轧钢板和冷轧钢板，按表面特征又包括镀锌板（热镀锌板、电镀锌板）、镀锡板、复合钢板和彩色涂层钢板等。（3）管材，主要包括无缝钢管和焊接钢管，前者由整支圆钢穿孔而成的，表面上没有焊缝，主要用于输送石油、天然气、煤气等管道以及汽车、拖拉机、航空用高精度结构钢管；后者指用钢板或钢带经过弯曲成型之后焊接而成的钢管，分为直缝焊管、螺旋焊管、异型管等，直缝焊管工艺简单成本较低，但强度较螺旋焊管较低，且直径较小，可用作水管、电线套管、汽车用管、变压器管等，螺旋焊管主要用作石油天然气管线等。（4）金属制品，包括钢丝、钢丝绳、钢绞线等。



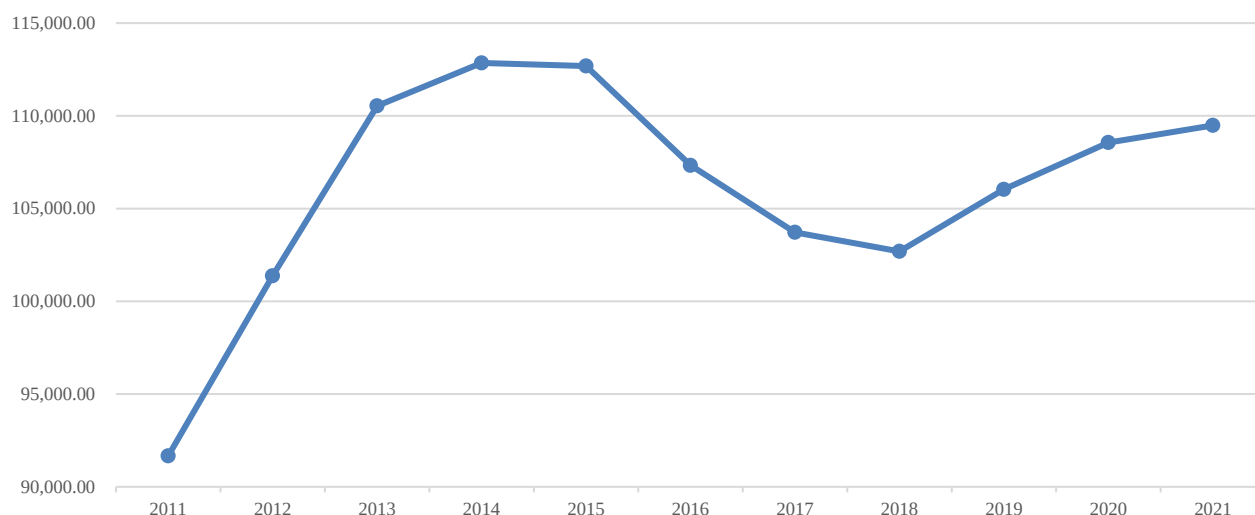
二、行业分析

2.1 历史回顾：高速扩张后产能过剩，虽有控制但近几年仍在增长

回顾历史，我国钢铁行业经历了5个阶段：（1）1949-1978年：区域布局不平衡（高度集中在东北地区），产量迅速增长但生产环节粗放，效率低下。（2）1978-2000年：改革开放和市场化带来了国外资金和技术，经济的快速发展使得国内钢铁需求持续攀升，我国钢铁工业快速发展，1996年成为世界第一钢铁生产国，但仍是主要的钢铁进口国。（3）2001-2015年：工业化和城镇化使得钢铁需求持续攀升，大量民营中小钢铁企业进入市场，产业集中度不断下降，产量持续扩大，逐渐从钢铁净进口国转为净出口国，且逐渐出现产能过剩，随着经济增速放缓，需求弱化，钢材价格连续下跌，行业出现大面积亏损。（4）2015年至今：通过供给侧改革改善产能过剩问题，从侧重于数量转向至质量，并倡导如宝武式的兼并重组，旨在提高行业集中度。总体来看，我国经济正从高增长向高质量增长转向，钢铁行业也转向生产高质量产品，先进产能替代，提高效率，降低成本，实现行业健康可持续发展。

粗钢产能变化也反映出了政策的影响。近十年在工业化和城镇化使得钢铁需求持续攀升的背景下，2011-2013年我国粗钢产能迅速攀升。2015年全国着手改善产能过剩的问题，粗钢产能即开始持续下降，并于2018年来到了近十年来的低点10.27亿吨。2019-2021年，需求端逐渐回暖，供给端产能置换项目投产并逐步释放大量产能，使得产能数据继续增长。

图 2011-2021年粗钢产能（单位：万吨）

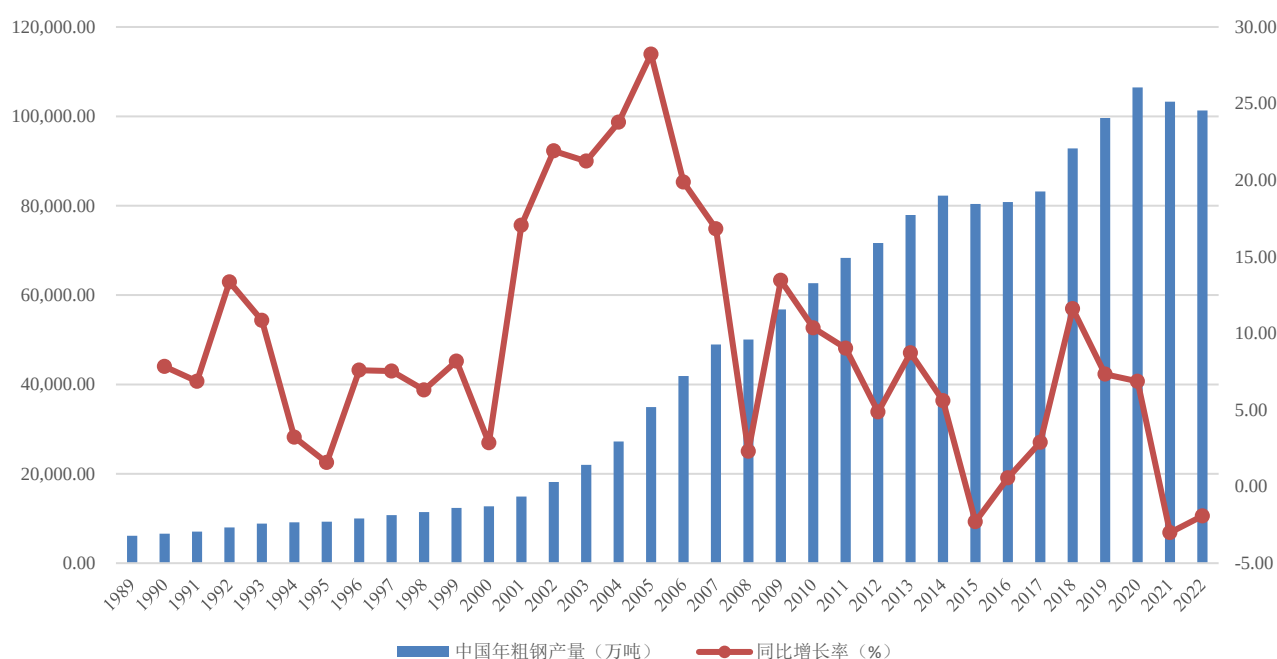


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2.2 产量下滑，出口高速增长

我国粗钢产量于1996年突破亿吨，2008年突破5亿吨，2020年突破10亿吨，且持续维持在10亿吨之上。增速在2000年后处于高速增长，2005年达到峰值28.23%，此后迅速放缓，至2008年的低点2.30%。近十年，产量增速波动明显，2015年首次出现负增长，同比下降2.29%。2016-2018年增速有所回升，但2019年后又快速下降，并于2021年和2022年连续两年出现负增长，粗钢产量分别为10.33亿吨和10.13亿吨，分别同比减少3.00%和1.92%。根据统计局数据，2023年1-4月我国粗钢产量3.54亿吨，同比增长4.10%。

图 粗钢年产量及同比增长率（单位：万吨、%）



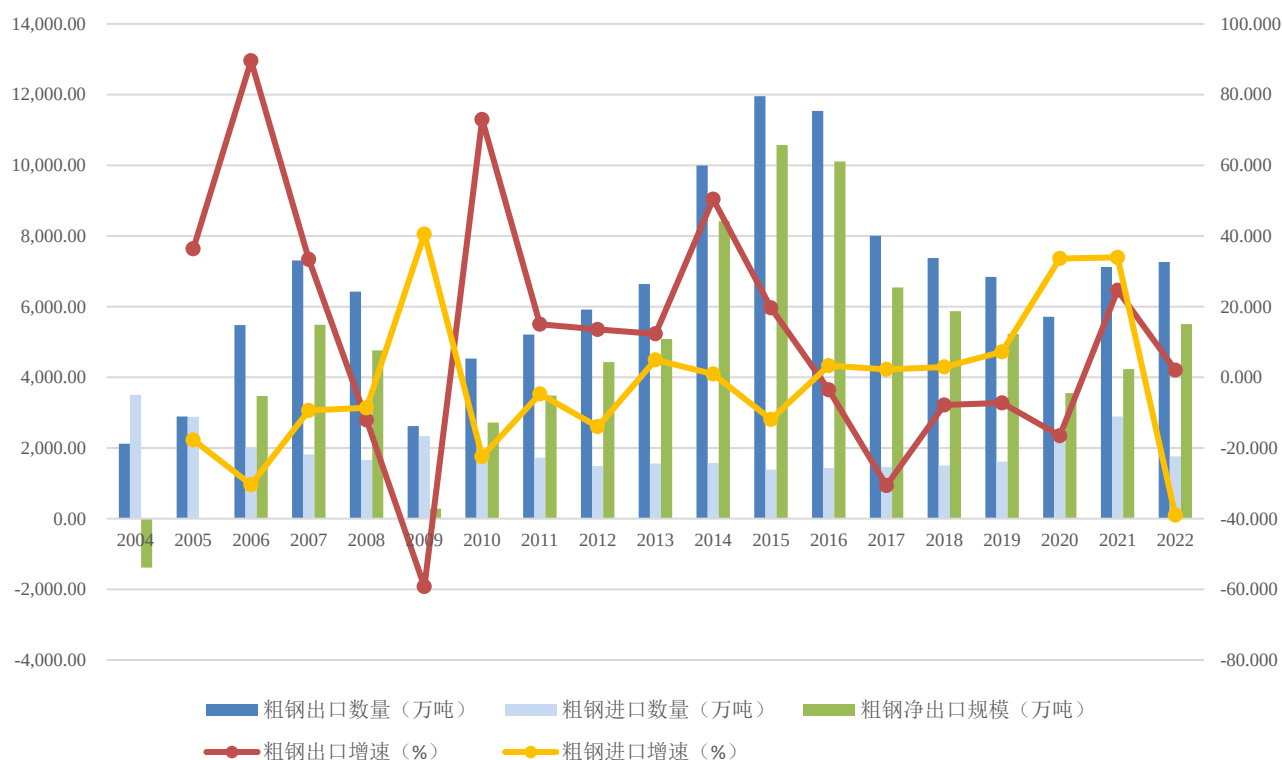
数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2005年我国从钢铁净进口国转为净出口国，并持续至今。（1）进口方面，2006年之后整体变动不大，维持在1500-2000万吨左右波动，2020年与2021年进口规模有所回升，分别为2,157.49万吨和2,889.28万吨，但2022年再次收窄至1,761.54万吨。（2）出口方面，自2005年后迅猛增长，2008年虽有下降仍也在阶段性高位，2009年大幅下降59.24%至2,618.87万吨，随后迎来了持续增长的时期，并于2015年达到历史高点近1.20亿吨，但此后转为持续下降，2020年达到阶段性低点后有所反弹，2021年和2022年分别为7,120.25万吨和7,264.69万吨。（3）净出口方面，2004-2007年为高速增长期，之后连续两年大幅下降，2009年降至283.77万吨，同比降幅达94.04%；随后开启了持续的增长态势，并于2015年达到10,572.48万吨，净出口首次突破一亿吨，且至今为历史高点；此后连续下滑至2020年，净出口3,554.53万吨，接近其10年前的水平；2021年和2022年持续回升，粗钢净出口分别为4,230.97万吨和5,503.15万吨，同比增长19.03%和30.07%。

2023年1-4月累计粗钢进口规模357.45万吨，同比减少51.49%；累计出口规模3,078.63万吨，同比增长

57.99%。今年以来出口同比规模扩大，进口同比规模收窄，使得净出口规模快速增长，2023年前4个月累计粗钢净出口规模2,721.18万吨，同比增长124.57%。

图 粗钢进出口规模与增速及净出口规模（单位：万吨、%）



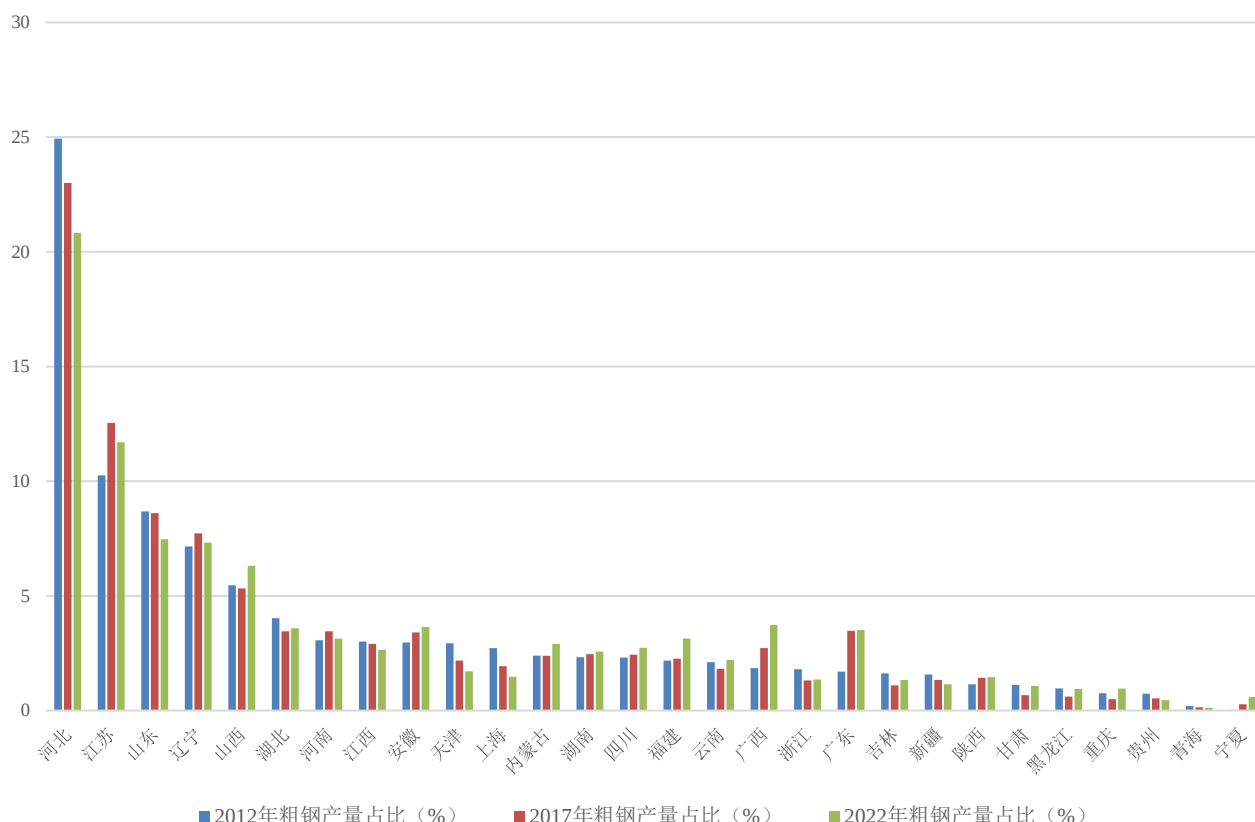
数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2.3 钢铁核心产区稳定，产能有向东南沿海转移趋势

我国钢铁主要是境内市场，从主产区来看，河北省始终是我国最主要的钢铁生产区域，但近十年的产量占比有所下降，2012年、2017年及2022年分别为24.93%、23.00%、20.82%；产量排名第2位的为江苏省，占比则有所波动，上述三年产量占比分别为10.25%、12.54%、11.69%。前五大钢铁生产省份除河北和江苏之外，还有山东、辽宁和山西，近十年保持稳定，2012年、2017年及2022年均分列第3至第5位。从前十省份来看，安徽和湖北虽排名有所波动，但持续为我国钢铁的重要生产区域，同时广东省的重要性也在稳步提升，2012年产量未进前十（产量占比1.70%），2017年和2022年分别为第6位（产量占比3.48%）和第9位（产量占比3.51%）。相反的，河南和江西则逐渐滑落后前十位，2012年与2017年，河南分别位列第7位和第8位（粗钢产量占比分别为3.06%和3.45%），江西分别位列第8位和第10位（粗钢产量占比分别为3.01%和2.90%），而2022年两省均在十名开外，粗钢产量占比分别为3.13%和2.64%，分列第11位和第14位。此外，2012年产量位于第10位的天津（产量占比2.93%），2017年与2022年产量占比分别为2.18%和1.71%，

分别下滑至第16位与第17位，近十年来下滑幅度较大；2022年福建粗钢产量占比3.14%，力压河南升至第10位，广西粗钢产量占比3.73%，超越安徽升至第6位，此两省份2017年分列第15位和第11位，跃升幅度较大，近十年来首次进入前十位。从区域布局的变迁来看，近十年来江苏、福建、广西和广东粗钢产量占比增幅位居前列，而河北、山东、天津等地降幅较大，钢铁产区向东南沿海集中的趋势可见一斑。

图 2012、2017与2022年各省粗钢产量占比（单位：%）



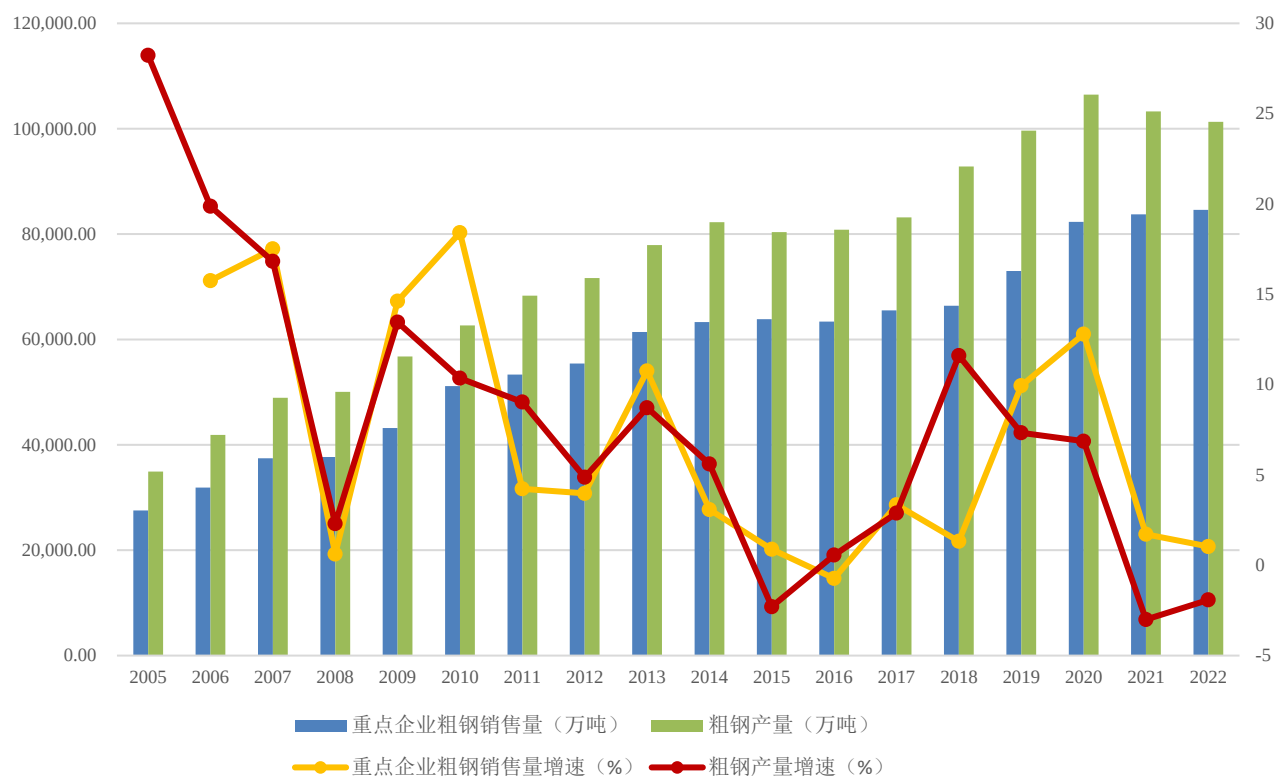
数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2.4 下游需求弱化明显，销量增速趋零

我们以重点企业的粗钢销量来分析钢铁行业近年来的销售情况，2005年至今我国重点企业粗钢销量整体呈持续攀升趋势，但增速波动幅度较大。2008年受全球金融危机的影响，重点企业粗钢销量增速大幅下滑至接近0的水平（0.62%），次年在四万亿政策的刺激下强势反弹，并于2010年销售增速达到18.41%，也为至今以来的最高水平，但压力依然存在，当年产量增速已出现下滑，随后的2011年销量也反映出这一变化，增速跌至4.23%，降幅达到14.18个百分点。此后销量与产量的变化趋势较为一致，产量变化略领先于销售变化，2015年产量增速出现了自2005年以来的首次负增长（-2.29%），之后的2016年销量增速也出现了2015-2022年的唯一一次负增长（-0.73%）。2017年，销量增速波动依然较大，2020年为阶段高点

(12.80%)，随后两年大幅下滑，已接近零增长，而同期产量增速已转负。

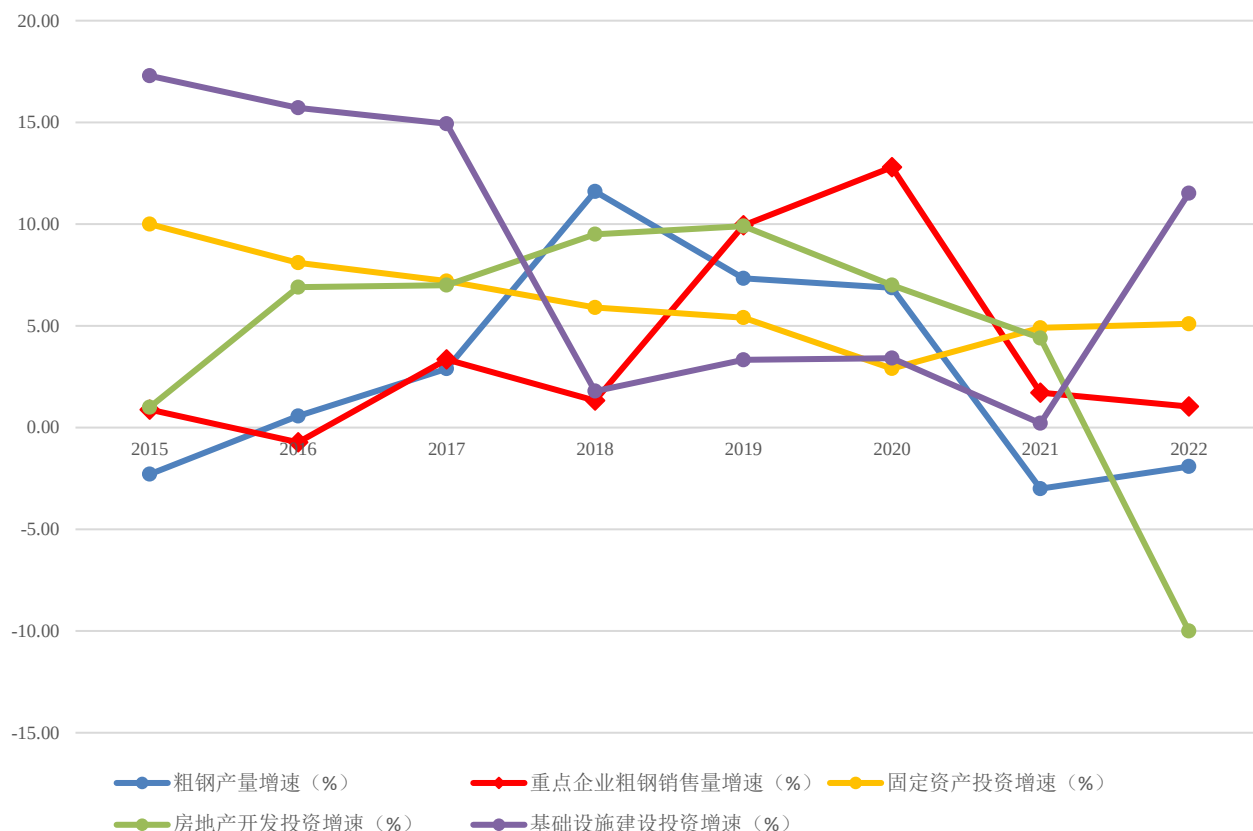
图 粗钢产量与增速及重点企业粗钢销量与增速（单位：万吨、%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

从需求端对粗钢产量及重点企业粗钢销量变化的影响来看，2020年疫情前，固定资产投资增速持续下滑，同时2018年基建投资增速由上年的14.93%跌至1.79%，也出现断崖式下跌，均对钢材需求造成负面影响；2015-2018年房地产开发投资增速持续提升，钢材主要依托房地产行业的需求，但2019年出现了显著变化，粗钢产量增速自上年的11.61%降至7.33%，尽管地产投资增速仍略有增长，但当年宏观经济已面临一定压力，尤其是二季度以来，房地产监管保持定力，使得钢铁行业逐步转为过剩态势。2020年之后，在疫情冲击和房地产低迷等多重因素下，钢铁行业产量增速显著下滑，由2020年的6.87%下滑至2021年的-3.00%。2022年，固定资产投资增速平稳小幅增长，由上年的4.90%上升至5.10%，基建投资增速大幅回升，由上年的0.21%激增至11.52%；房地产行业的不景气使得房地产开发投资增速大幅下降并呈负增长，由上年的4.40%急跌至-10.00%。综合各种因素，2022年粗钢产量依然呈现负增长；同期重点企业粗钢销量增速为1.04%，与上年水平基本持平。

图 粗钢产量、重点企业粗钢销售量、固定资产投资、房地产开发投资及基础设施投资增速（单位：%）

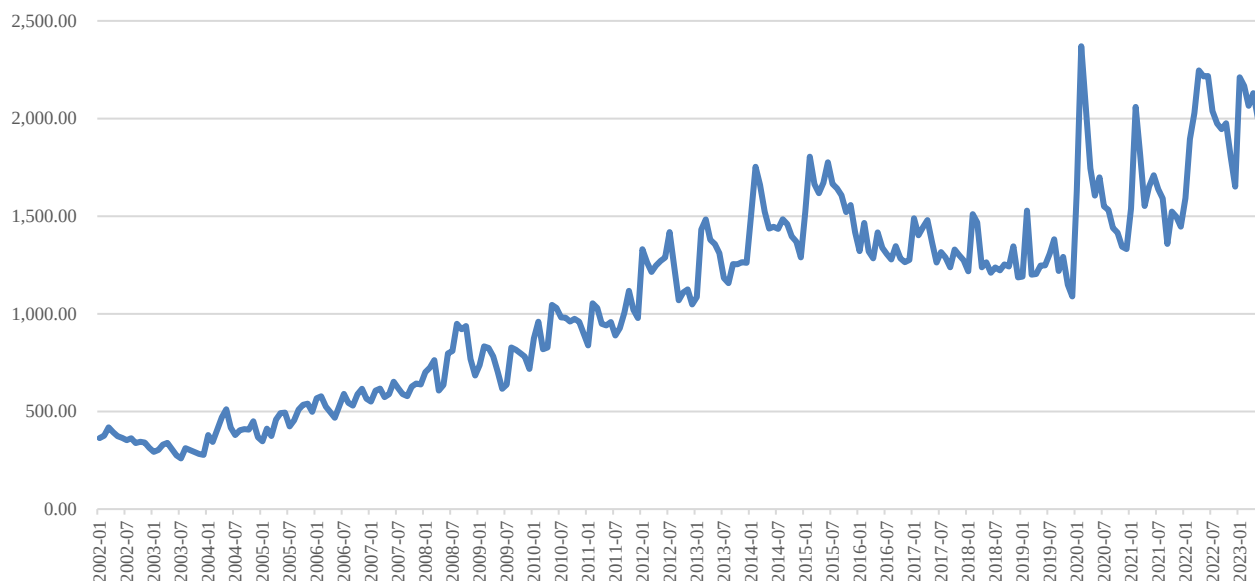


数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

2.5 库存攀升，钢价承压，近两年呈下跌趋势

2002-2015年上半年，我国钢材库存呈持续上升趋势；2015年起，我国着手改善钢铁产能过剩的问题，此举也反映在钢材库存的变化中，自2015年下半年至2019年末，钢材库存呈小幅震荡下行趋势。随着疫情的冲击，各类下游需求骤降，使得钢材库存短时间内出现大幅提升，之后呈波动上升趋势，并接近2002年以来的最高点。

图 2002年以来钢材库存（单位：万吨）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2009年3月开始的上海期货交易所螺纹钢期货结算价显示，自有数据记载开始至2011年7月，螺纹钢价格呈波动上升趋势，最高点达到5,450元/吨；此后即进入了漫长的下跌期间，并于2015年12月到达了有记载以来的最低点1,580元/吨。之后价格开始回升，并于2017年12月与2018年10月分别突破4,700元/吨，创出阶段性高点；在此后持续震荡小幅下滑，于2020年4月重新开启一轮迅速上涨，并在2021年5月创出记载以来最高价格5,975元/吨，以及同年10月的5,925元/吨。在螺纹钢价格触及高点后的走势总体呈波动下跌趋势，2023年6月初达到近年来的低点3,312元/吨，截至2023年8月28日为3,583元/吨。

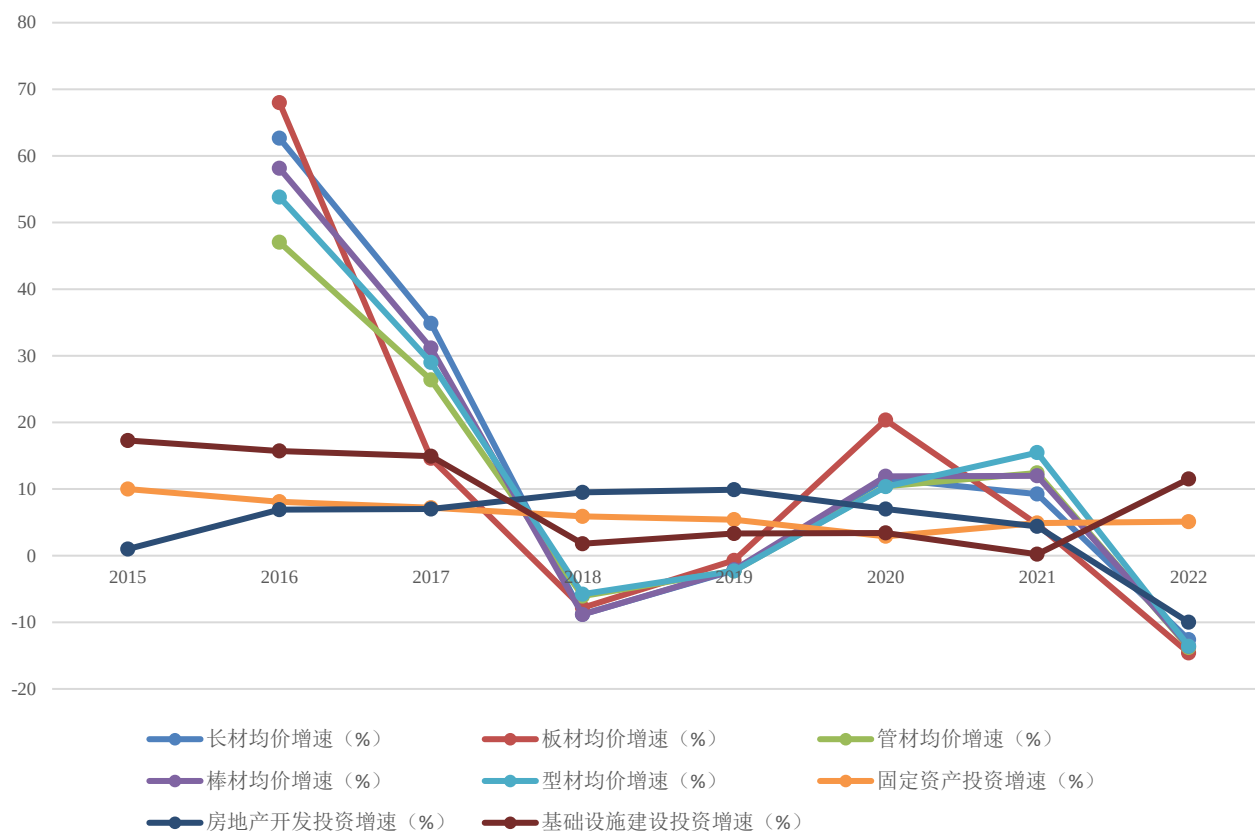
图 螺纹钢期货结算价（连续，单位：元/吨）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

另一方面，我们将钢材现货价格（采用国家发改委公布的长材、板材、管材、棒材和型材的平均价格）变化和主要下游行业投资增速进行对比分析。从需求端来看，各类钢材价格的波动与固定资产、房地产开发和基建投资增速的变化相比幅度明显更大。2015-2018年，主要需求端中房地产开发有所提升，固定资产投资和基建投资增速总体呈下行趋势，各类钢材均价保持增长，但增速下降幅度较大，由2016年50%左右的增速下滑至2018年的全线下跌，增速水平在-5%至-8%之间。2019-2021年主要需求震荡回升，各类钢材价格亦整体呈现回升趋势，而2022年虽然固定资产投资增速和基建投资增速有所回暖，但在房地产开发投资增速大幅下滑的冲击下，各类钢材价格均创出近年来最大幅度的下跌，较上年下滑12%-14%。

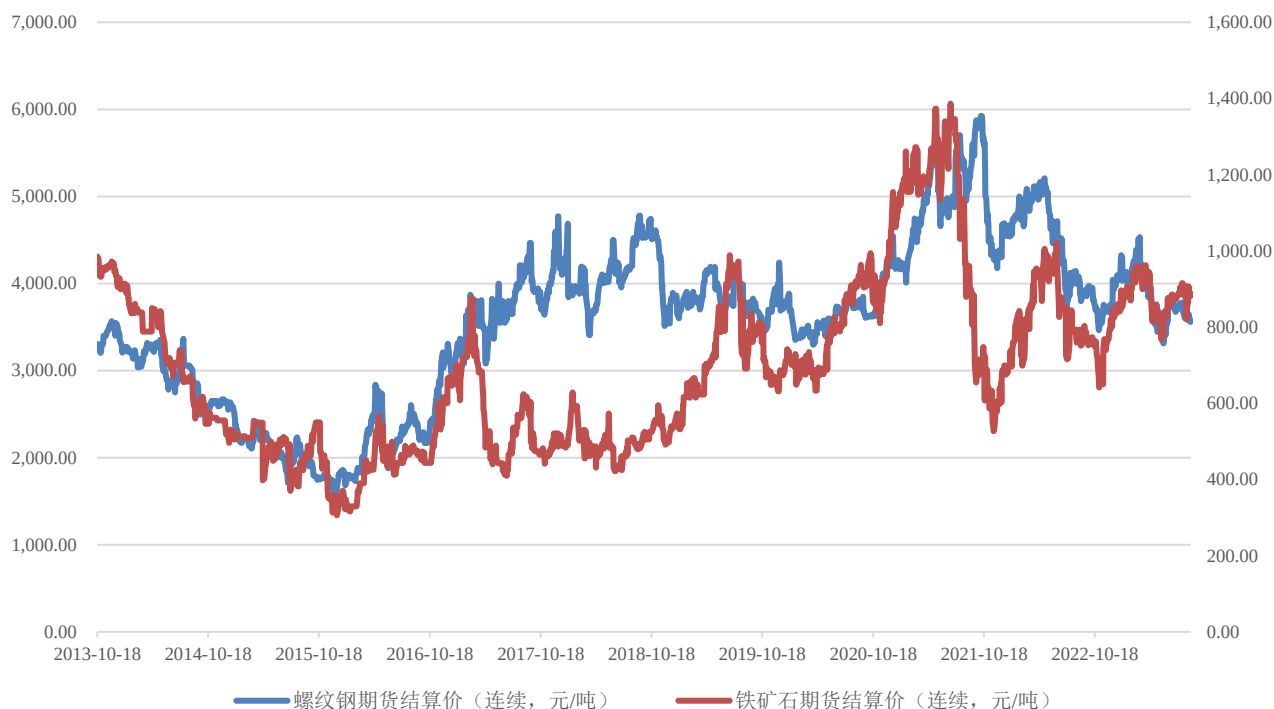
图 各类钢材均价、固定资产投资、房地产开发投资及基础设施建设投资增速（单位：%）



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

对比螺纹钢与铁矿石期货结算价格，2013年末至2017年一季度，两者变化较为一致，均在2015年触底后开始反弹。2017年一季度至2019年上半年，铁矿石价格在陡峭下行后震荡上升，而螺纹钢价格在上升后持续震荡并最终有所下行，两者变化大致呈相反趋势。2019年下半年至2021年末，铁矿石价格表现为螺纹钢价格的领先指标，均在大幅上涨后紧随大幅下跌，但螺纹钢价格变化幅度较铁矿石略小。此后，两者价格变化再次趋于一致，整体呈波动小幅上升趋势。

图 螺纹钢及铁矿石期货结算价格（连续，单位：元/吨）

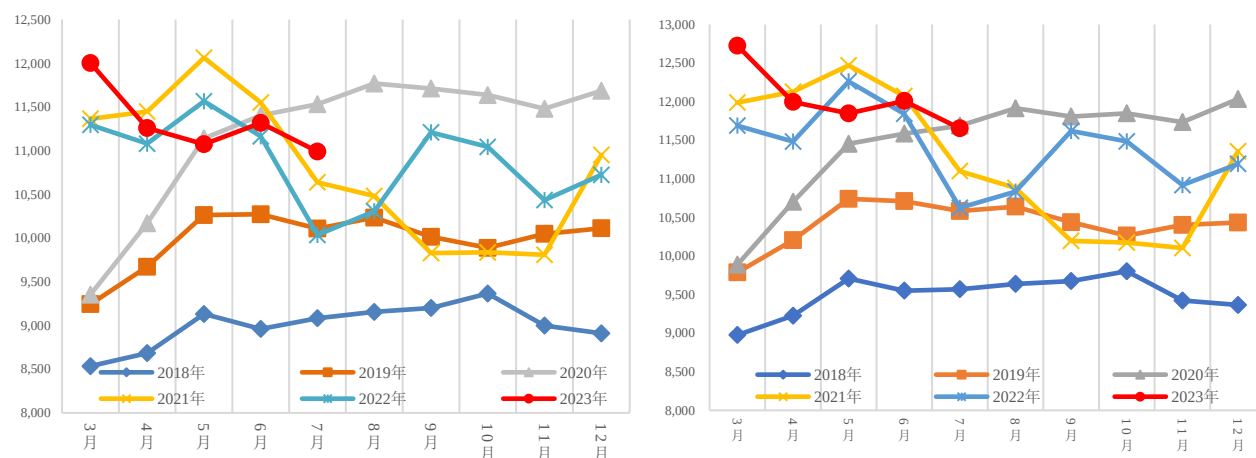


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2.6 展望未来：需求压力仍在，复苏仍需时日，供给过剩或加重，钢价难言乐观

我们用钢材表观消费量和钢材产量衡量钢铁的供需情况。对比往年，2023年以来表观消费量震荡下行，2023年7月降至2023年以来的低点10,990.40万吨，低于2020年同期的11,532.00万吨。供给端同样呈现相同的特点，2023年7月钢材产量为11,653.40万吨，略低于2020年同期的11,688.50万吨。

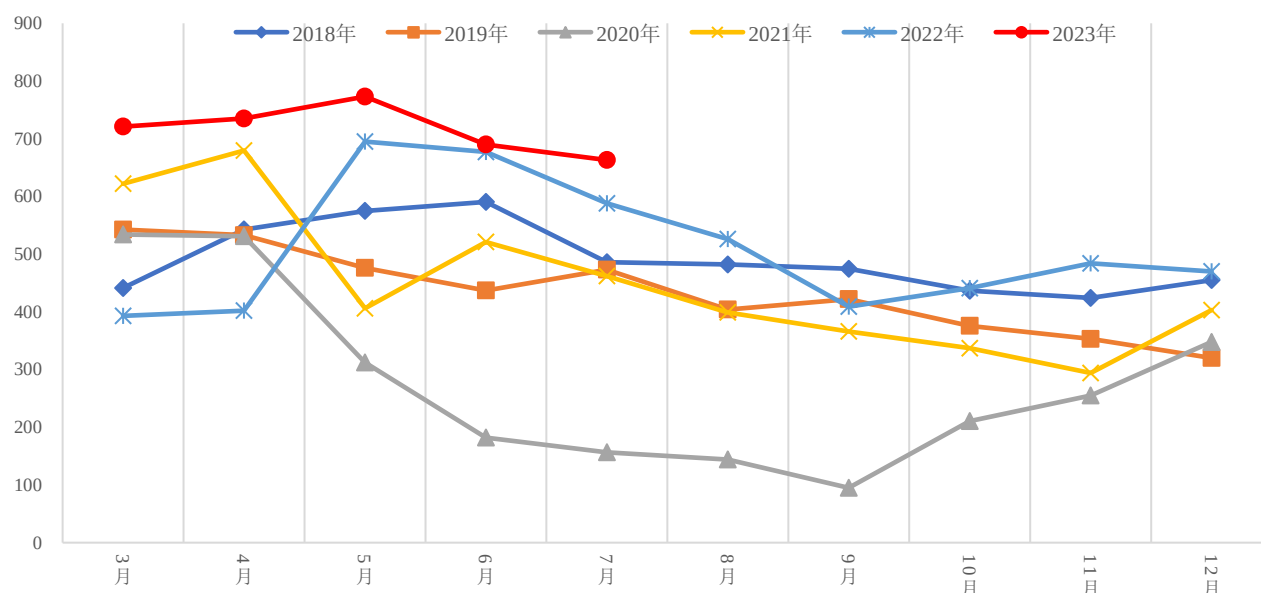
图 近年月度钢材表观消费量和产量情况（单位：万吨）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2023年以来钢材供给过剩的情况有所波动，我们用钢材产量与表观消费量的差值来衡量供给过剩的情况，从下图可以看出，2023年显著高于过去5年，市场难言乐观。

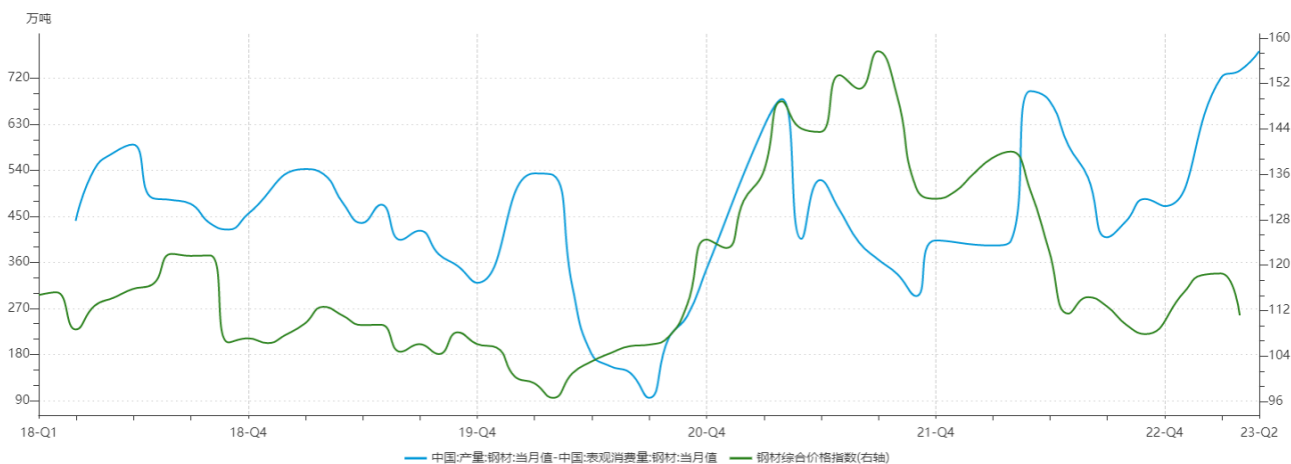
图 近年钢材供给过剩情况（单位：万吨）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

我们将钢材供给过剩的情况和价格变化对比分析。总体来看，近年来供需缺口与价格的变化趋势大致为反向关系。唯一的例外大致为2020年三季度至2021年一季度的区间内，钢材供给过剩规模和钢材综合价格指数同时攀升，呈现相同的变化趋势；造成此现象的主要原因可能是疫情后包括房地产在内的各项稳增长政策开始起效，短期内刺激了钢铁的后市需求，价格快速被拉升。2021年一季度之后，钢材供给过剩的情况得到缓解，进一步推升钢价，两者重回反向变动关系。2021年四季度至今，钢材供给过剩的情况持续加重，钢价也持续走低。

图 钢材产量与表观消费量差值及钢材综合价格指数（差值单位：万吨）



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

更进一步,我们将分析向下游延伸,房地产的用钢需求约占全部钢材需求的三分之一,其景气度与钢铁价格息息相关。2018年和2019年,房地产开发投资完成额累计同比稳定在10%的水平,同期钢材价格指数亦保持在相对较为平稳的水平。在国内疫情的爆发时,房地产投资迅速探底,随着疫情缓解,自2020年二季度以来投资额同比快速回升,带动钢价持续攀升,但好景不长,2021年开始房地产行业景气度快速下滑,目前仍持续低迷,钢价在此期间也一路走低。

图 房地产开发投资完成额累计同比与钢材综合价格指数(单位: %)

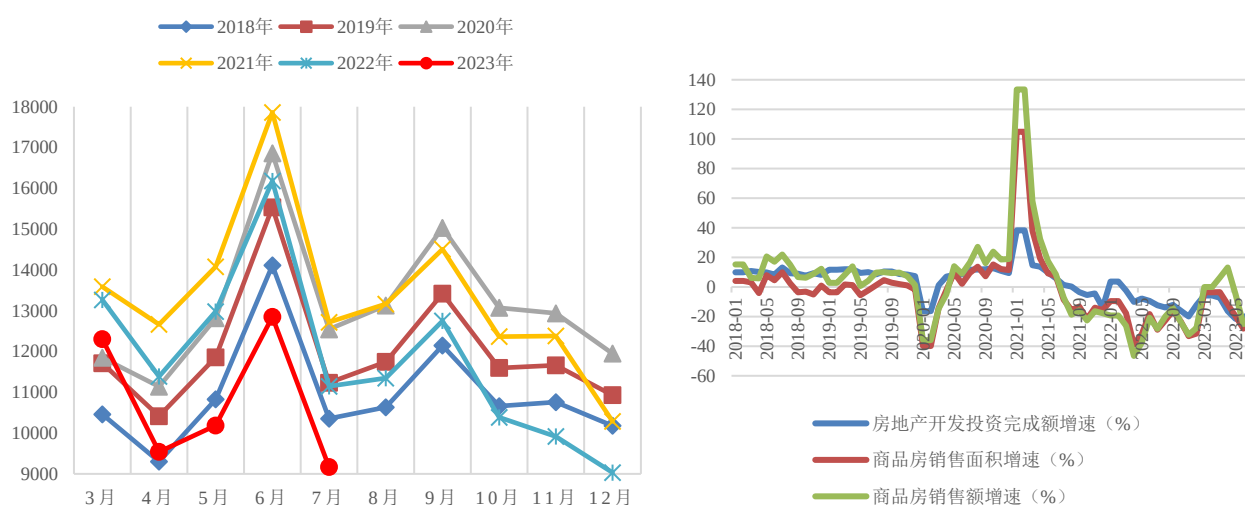


数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

更深入聚焦房地产行业,关注近年来月度投资、销售和开工情况。从数据来看,房地产市场仍未看到回暖迹象,2023年7月主要指标均为2018年以来同期最低。尽管5月与6月各指标均持续增长,但7月均再次出现较大幅度下滑。预计今年下半年行业仍将在底部徘徊,甚至会延续到2024年上半年,钢材需求的压力

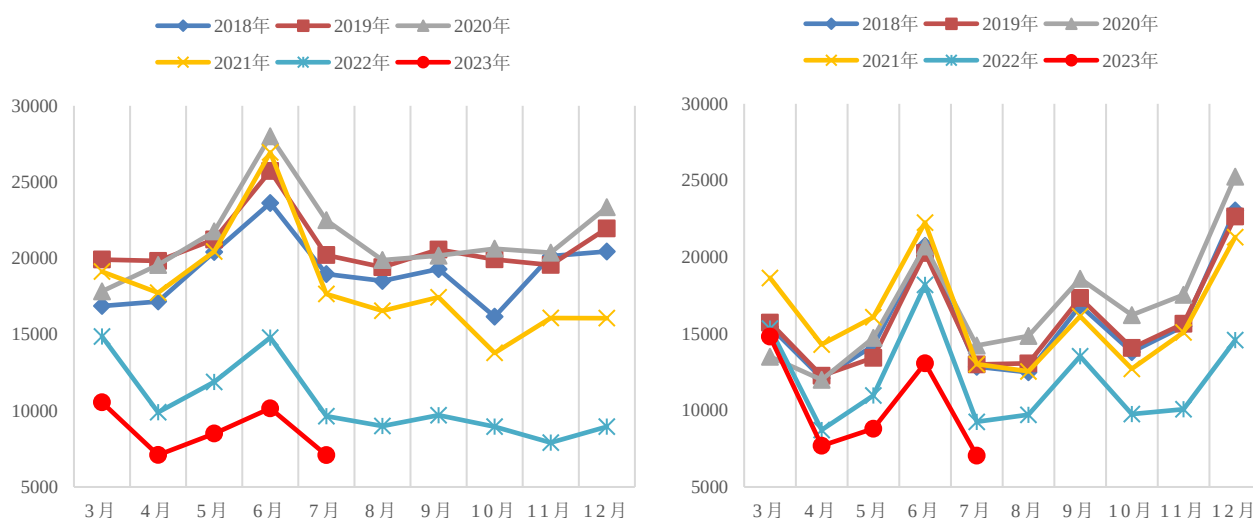
依然持续。

图 房地产月度开发投资完成额（左图，单位：亿元），投资完成额、销售面积和销售额增速（右图，单位：%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

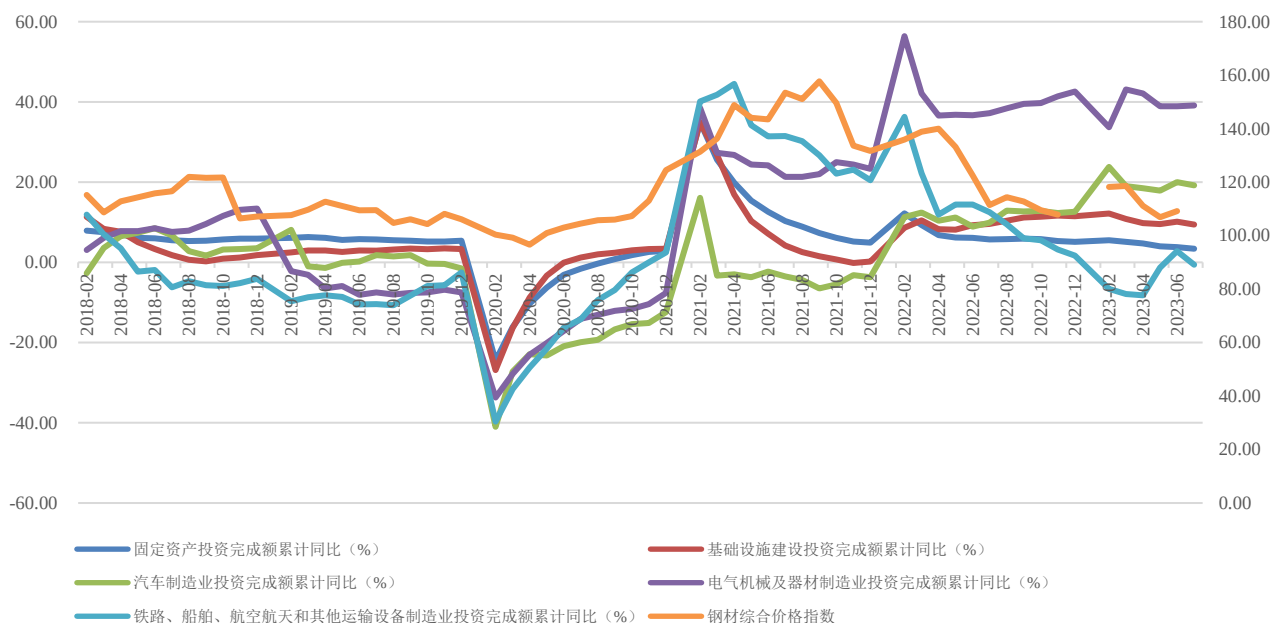
图 房屋月度新开工面积（左图，单位：万平方米），商品房月度销售面积（右图，单位：万平方米）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

其他主要下游需求方面，行业的变化推动过去几年钢价的波动。2023年以来，固定资产及基建投资增速略有下滑，而汽车制造业、电气机械及器材制造业及铁路船舶等运输设备制造业投资完成额累计同比出现了一定波动，其中前两行业均出现一定下行，对钢铁未来需求蒙上了一层阴影，从而使得钢价面临更大的压力。

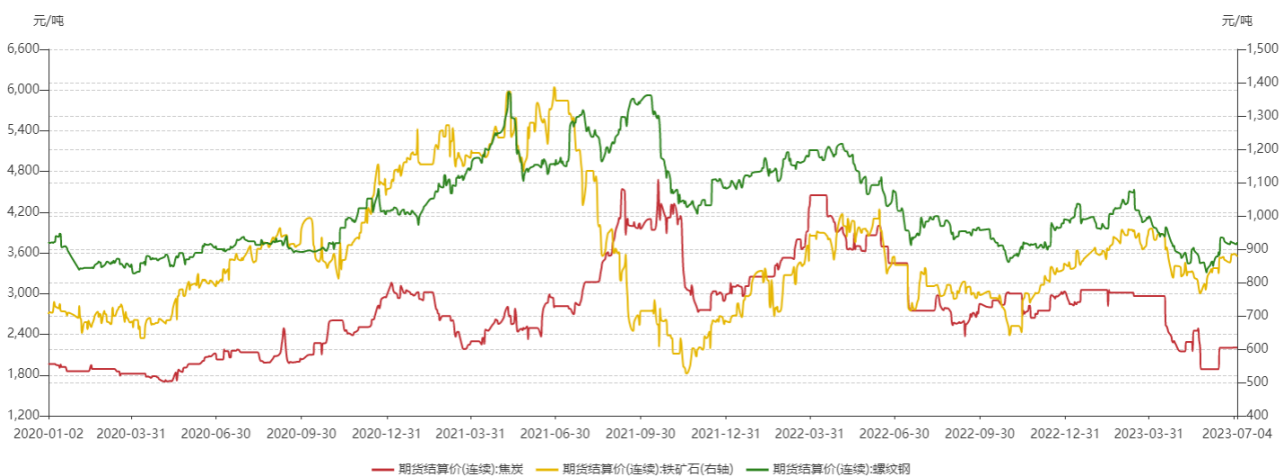
图 主要下游需求端投资完成额累计同比与钢材综合价格指数（单位：%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

从主要原材料方面来看，2022年2季度以来，焦炭价格处于持续的下跌趋势中，2023年2季度出现了进一步的下挫；铁矿石2022年4季度至2023年1季度出现了一波上涨，但2023年3季度以来重回下跌，近期略有回暖。以铁矿石为主的原材料价格与钢铁价格呈高度正相关走势，而近期尚未看到铁矿石等价格大幅上涨的迹象，钢价受此推动上涨的可能性亦较低。

图 螺纹钢及铁矿石期货结算价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

总结来看，我国已由过去的高速增长转向高质量发展，宏观经济增速将面临新常态，其中房地产销售

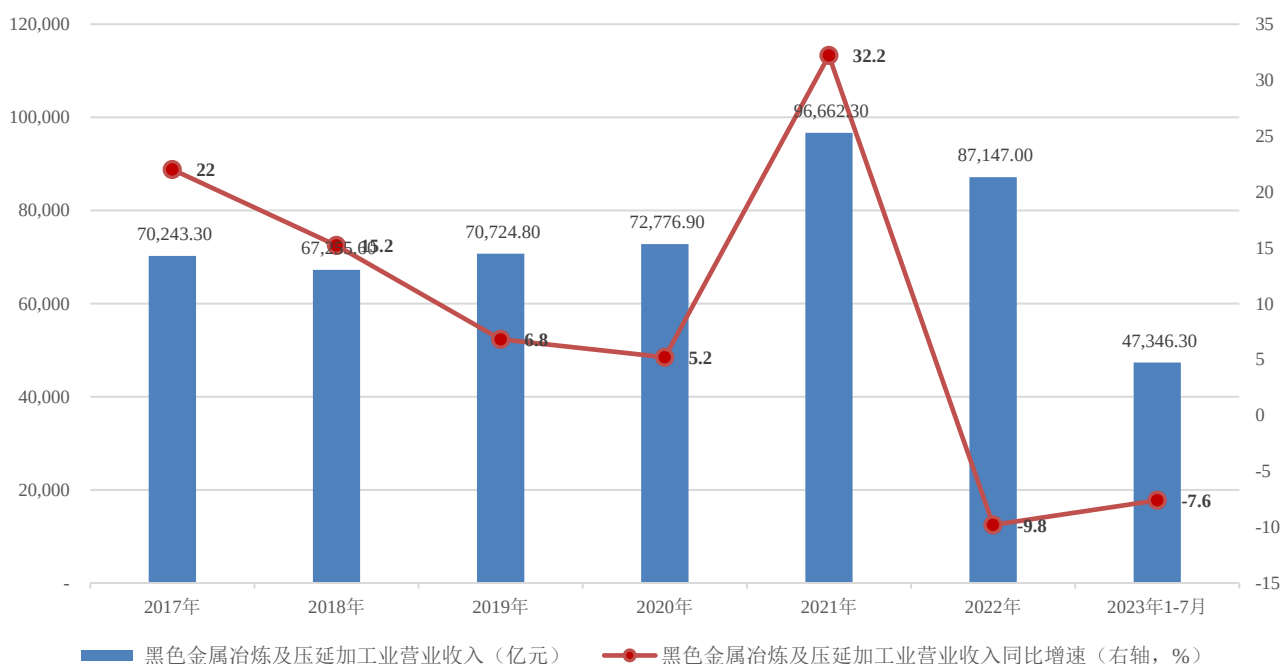
面积增速尚未转正，新开工和施工面积持续负增长，新开工降幅更加严重，投资增速仍在下探，行业复苏尚需时日；固定资产投资增速仍在下滑，包括汽车、电气设备等重要下游行业已转弱，铁路船舶等交运设备制造虽有回暖，但仍在低位。总体来看，钢铁行业的基本面难以乐观，数据也已有反映，2023年以来钢材表观消费量持续下降，产量虽有收缩但幅度不够，供给过剩的情况处于过去5年高点且可能仍在加重，以上情况均对钢价构成明显压制。另一方面，铁矿石、焦炭等主要原材料也较前期高点出现了不同程度的下跌，目前尚未看到大幅上涨的迹象，成本端推动钢价上涨的可能性较低。综合来看，在经历了超过1年半的震荡下跌后，钢价依然难以乐观。

三、行业财务表现

3.1 行业收入2022年全面转弱，2023年改善情况尚不明朗

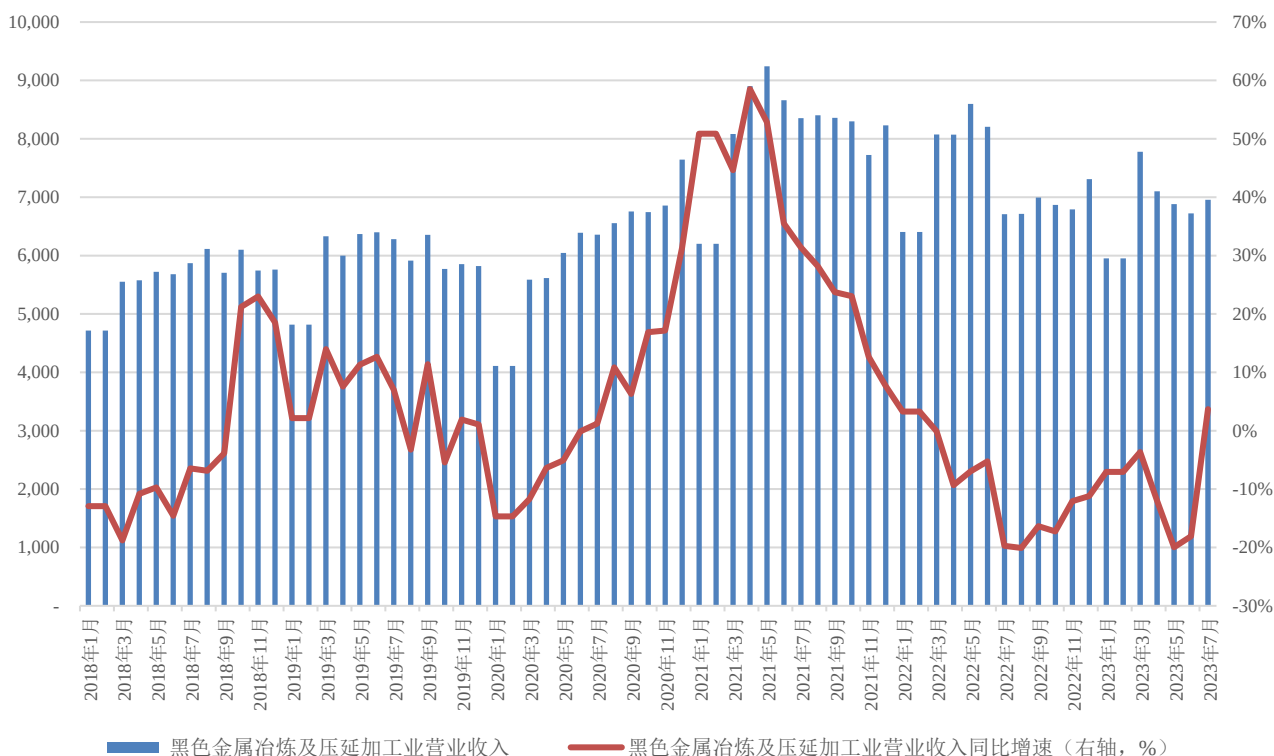
2022年钢铁行业（黑色金属冶炼及压延加工业）营业收入出现了近几年的首次负增长，全年实现收入8.71万亿元，同比下滑9.8%；2023年以来依然偏弱，前7个月实现收入4.73万亿元，同比下降7.6%。分月份来看，行业累计收入增速自2022年4月起开始转负，累计同比增速为-1.2%，此后降幅持续扩大；2023年后有所收窄，前2-4个月的累计增速分别为-6.7%、-5.6%和-6.5%，但前7个月收入累计降幅进一步扩大至7.6%。单月来看，行业收入增速自2021年5月结束了自2020年以来的持续增长，此后一路下滑，于2022年3月转负，并继续下探，最低为2022年8月的-20.09%，此后降幅有所收窄，但2023年后进一步扩大，2023年3月、4月、5月的同比降幅分别为-3.67%、-12.03%和-19.97%，但6月和7月有所收窄，7月更是达到了3.7%的增幅。环比来看，2022年7月钢铁行业营业收入降幅最大，达到18.25%，此后波动较大，进入2023年后有所回复，4-7月环比增速分别为-8.76%、-3.09%、-2.29%和3.46%。总体来看，钢铁行业营收在2022年全面转弱，2023年后改善情况尚不明朗。

图 行业年度营业收入情况（单位：亿元，%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

图 行业月度营业收入情况（单位：亿元，%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

3.2 近年来行业利润总额断崖式下跌，毛利率在历史较低水平有所波动，吨钢盈利空间的回复尚不明朗，亏损企业占比处于较高水平

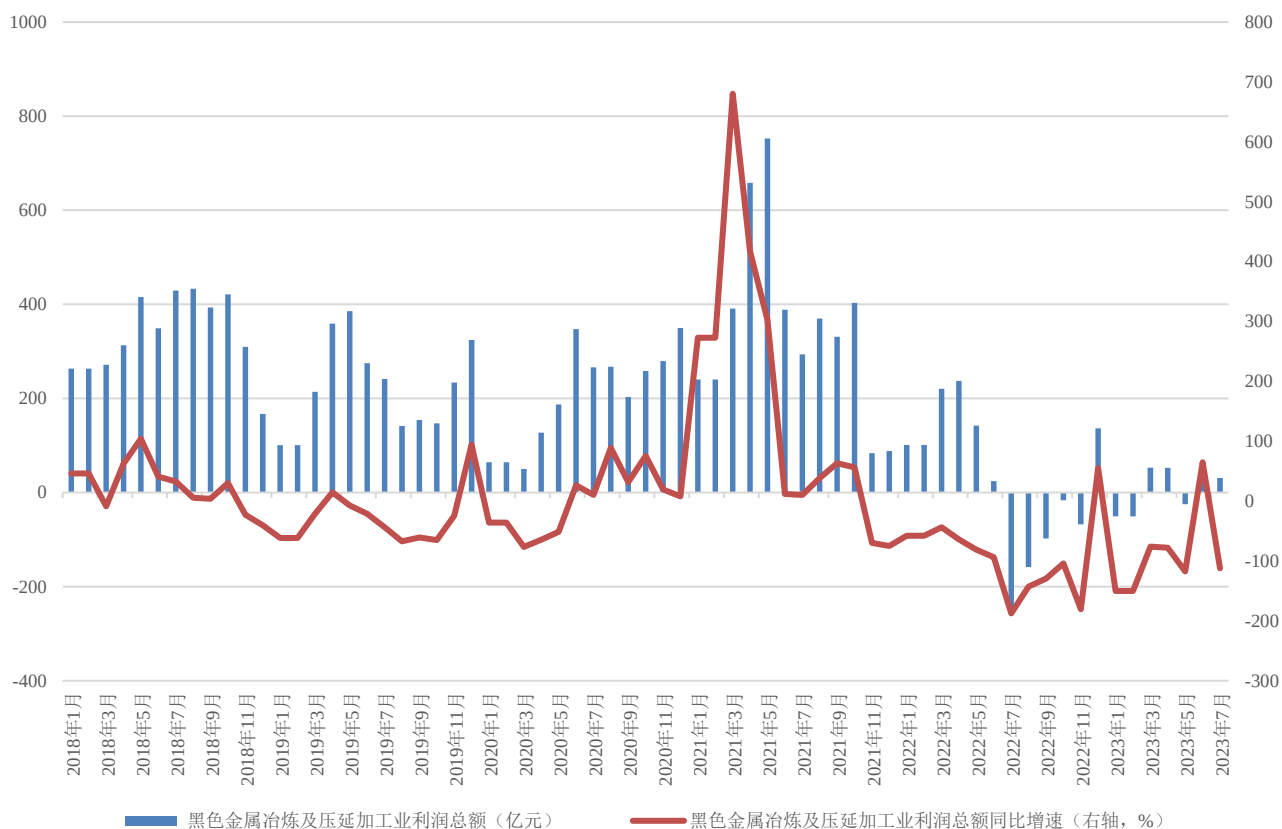
2017-2019年，钢铁行业利润总额增速大幅下滑并转负（177.80%，37.80%，-37.60%），2021年行业大幅改善，利润总额达到4,240.90亿元，同比大增75.50%，分月度来看，主要体现在4-5月，之后盈利能力转弱，2022年出现断崖式下跌，其中7月至11月利润总额持续为负，全年仅有365.50亿元，同比减少91.30%。2023年以来，月度利润总额在较小规模盈利和亏损之间波动，累计利润总额仅有49.60亿元，同比减少90.50%。总体来看，钢铁行业利润总额在2022年出现断崖式下跌，2023年以来仍表现低迷。

图 行业年度利润总额（单位：亿元，%）



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

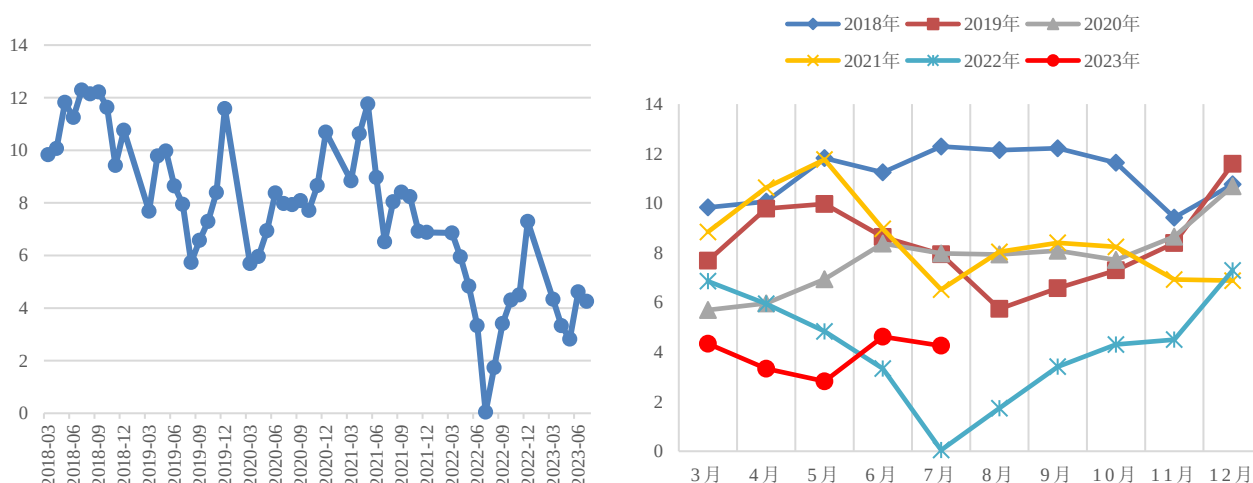
图 行业月度利润总额 (单位: 亿元, %)



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

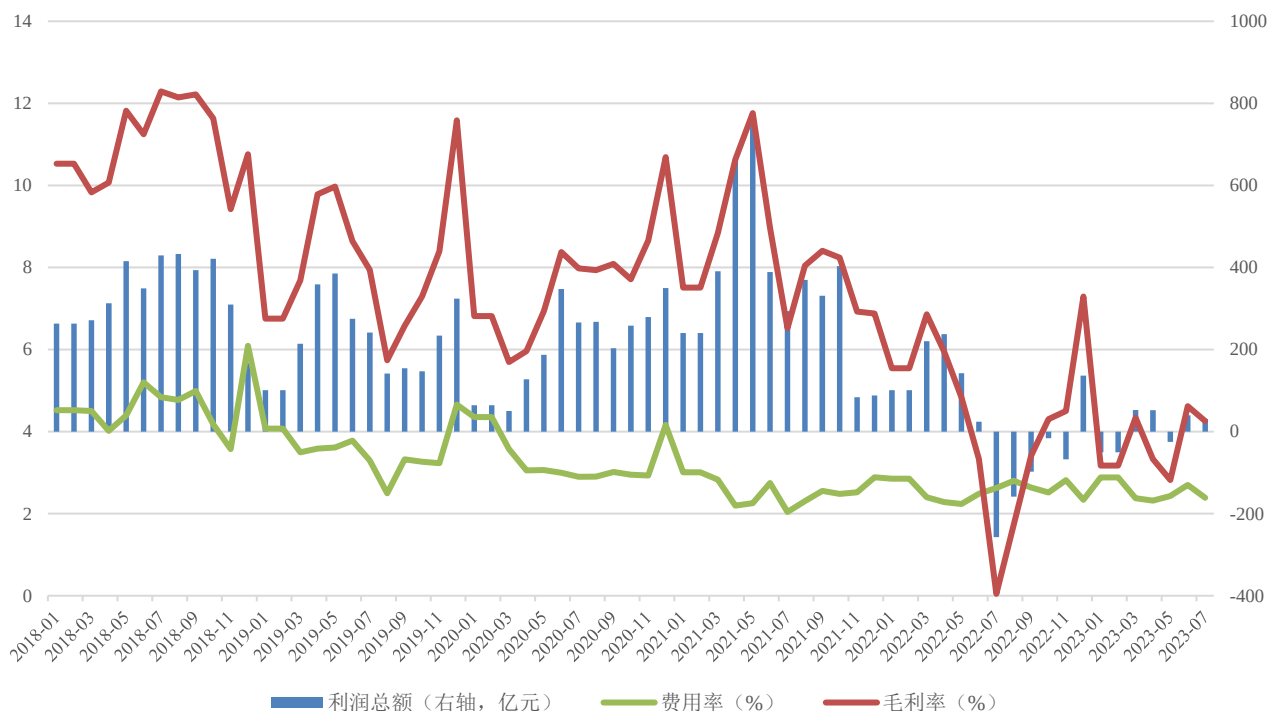
2018年以来，钢铁行业毛利率总体呈下行趋势，尤其是2021年5月后，基本处于单边下降的状态，最低跌至2022年7月的0.05%。此后毛利率出现明显的反弹，至12月达到7.29%，利润总额也逐渐扭亏。但2023年重陷低迷，毛利率持续下降，2023年5月仅为2.82%，但6月和7月出现了一定程度的修复，7月达到4.26%。费用率近年来总体较为稳定，维持在2-3%左右。对比各年月度的情况，2023年3-5月全行业毛利率为2018年以来同期最低水平且持续下降，虽在6月和7月有所修复，但仍处于历史较低水平。总体来看2023年以来全行业盈利能力整体水平仍接近历史低位。

图 行业毛利率（单位：%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

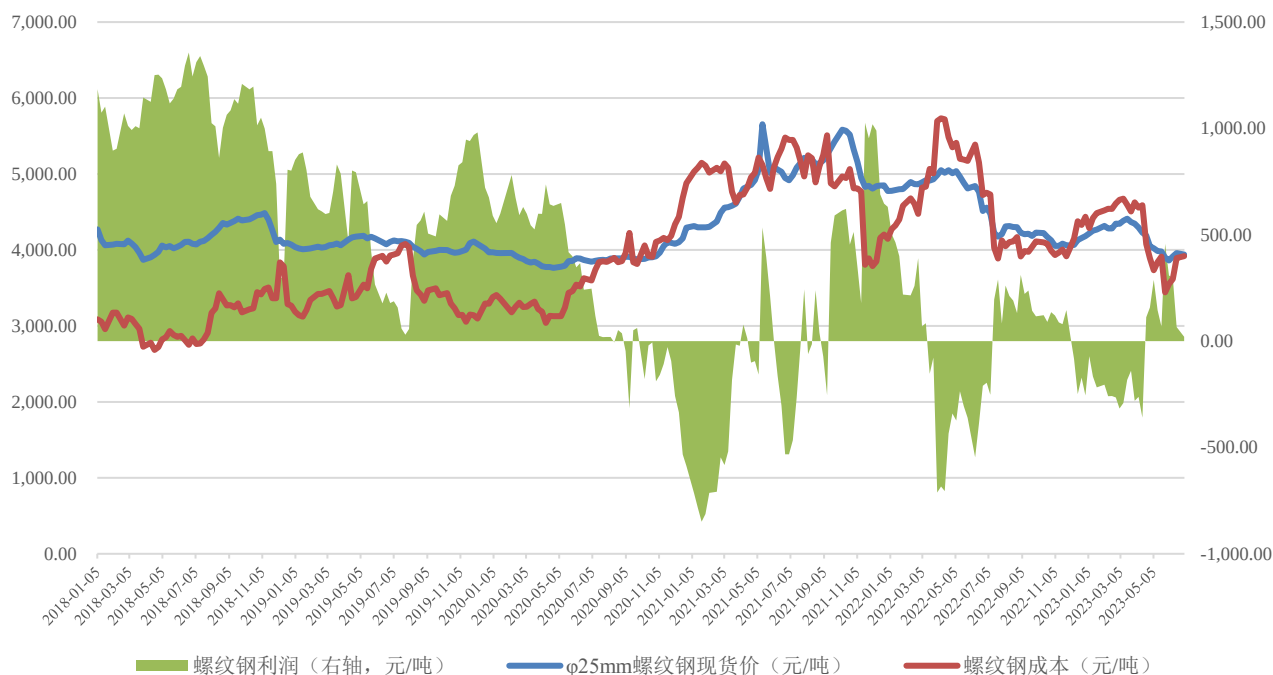
图 行业利润总额、费用率及毛利率（单位：亿元、%）



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

更进一步，我们通过测算螺纹钢的吨钢利润判断行业盈利空间。从 $\phi 25\text{mm}$ 螺纹钢现货价格来看，2018年至2020年上半年持续呈盈利状态，此后至2020年末利润迅速收窄，此后至今持续波动。其中2021年1月末吨钢亏损幅度较大，最大时超过800元/吨，而2021年11月中下旬利润又走出近年来的新高，最大时超过1000元/吨。总体来看近年来吨钢盈利空间持续波动，此后盈利空间的表现尚不明朗。

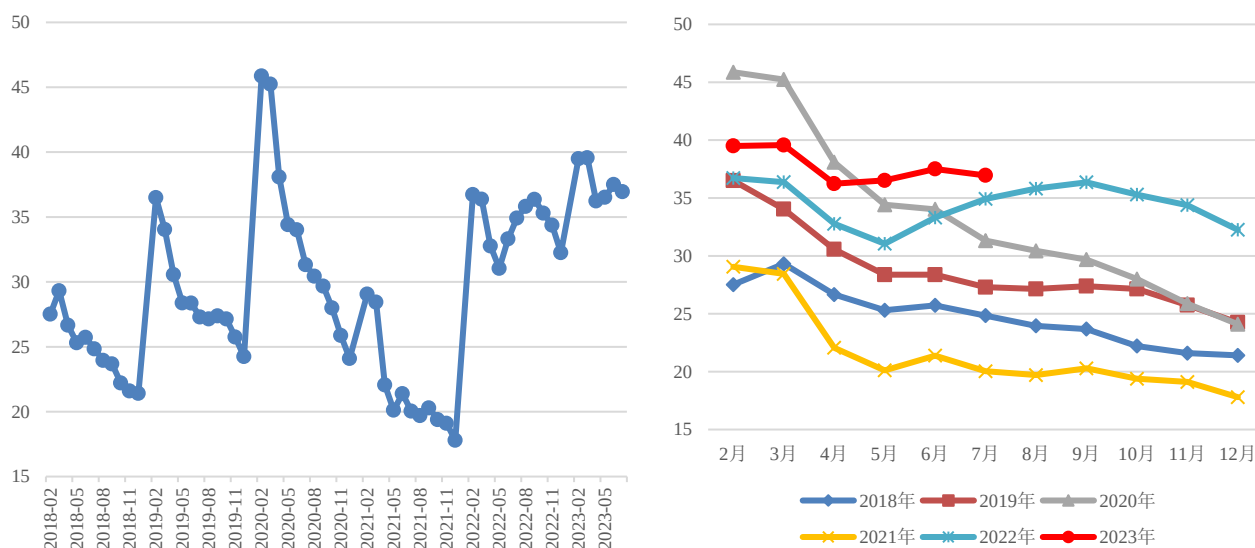
图 $\phi 25\text{mm}$ 螺纹钢现货价估测的盈利情况 (单位: 元/吨)



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

另一方面，我们关注行业亏损企业占比的情况。2020年一季度亏损企业占比超过45%，显著高于2018年至今的水平，之后呈下行趋势，2021年末达到了近年来的低点17.80%。2022年后亏损企业占比再次重回高位，在30%-40%之间波动，2023年有所回落后小幅波动。从年内的趋势来看，与往年相似，2023年至今亏损企业占比呈减少趋势，但整体处于较高水平，5-7月更为2018年以来同期最高水平。钢铁行业面临的亏损压力为近年来最甚，内部分化或将进一步加剧，不排除再出现一轮出清。

图 行业亏损企业占比（单位：%）

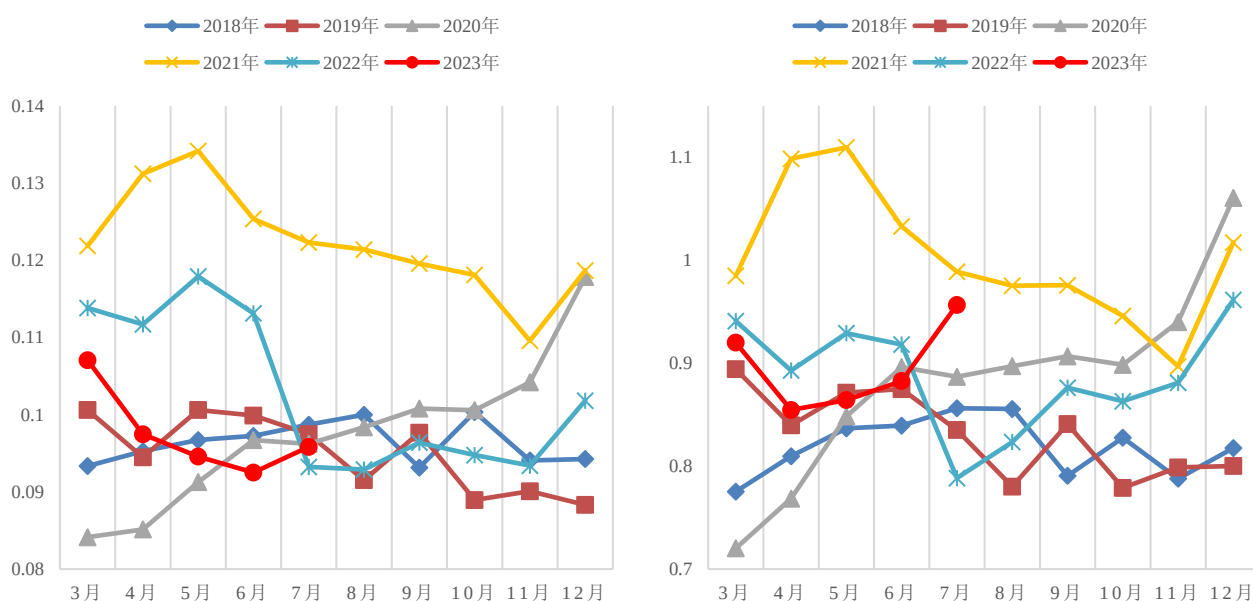


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

3.3 行业资产运营效率下半年来虽有所修复，但整体仍处于近年来中游水平

资产运营效率方面，从行业总资产周转次数来看，2023年表现也相对偏弱，整体呈下降趋势，在7月首次回升，2023年7月行业总资产周转次数仅高于2022年同期水平；存货周转次数自4月起持续增长，7月大幅提升，仅2021年同期水平。行业盈利压力下，运营效率下半年来虽有所修复，但整体仍处于近年来中游水平。

图 行业总资产周转次数（左图，单位：次），行业存货周转次数（右图，单位：次）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

3.4 行业资产负债率水平总体较为稳定，在持续下降后，以2021年末为节点至今持续增长

经过上一轮的行业出清以及近年来的兼并重组后，叠加基本面的改善，钢铁行业的资产负债率在2018-2021年呈现下行趋势，2021年12月到达近年来的低点（60.22%）。但2022年开始，行业盈利压力加大，基本面弱化，负债压力重新显现，资产负债率总体呈持续上升态势，2023年7月达到63.95%。若未来行业盈利情况无法得到改善，预计债务率将继续攀升，债务风险需引起重视。

图 行业资产负债率（单位：%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

总体来看，2022年钢铁行业财务表现全面转弱，毛利率持续下滑，利润断崖式下跌，2023年至今仍未改善，运营效率下降，吨钢盈利空间的改善尚不明朗，行业已出现亏损，同时亏损企业占比也处于近年来较高水平，负债率亦有所回升。目前来看，以房地产为代表的下游需求难以回升，钢价难言乐观，行业盈利预计进一步承压。若行业弱化的局面持续过长，比如至2024年下半年，负债负担将更加显现，债务风险需引起重视。

四、钢铁主体梳理

接下来，我们重点对钢铁行业内主体进行分析。按照我们的行业分类，目前，钢铁发债主体共计34家，其中央企共三大集团，分别为中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）、鞍钢集团有限公司（以下简称“鞍钢集团”）和新兴际华集团有限公司旗下的新兴铸管股份有限公司（以下简称“新兴铸管”），中国宝武和鞍钢集团均有共8家发债主体，新兴铸管为1家¹发债主体。地方国企共13家发债主体，其中多家主体存在母子公司关系；民营主体4家。

图 钢铁行业样本企业

类别	主体名称	简称	实际控制人
宝武系	中国宝武钢铁集团有限公司	中国宝武	国务院国有资产监督管理委员会
	宝山钢铁股份有限公司	宝山钢铁	
	武钢集团有限公司	武钢集团	
	新余钢铁集团有限公司	新余钢铁	
	太原钢铁(集团)有限公司	太钢集团	
	山西太钢不锈钢股份有限公司	太钢不锈	
	马鞍山钢铁股份有限公司	马钢股份	
	重庆钢铁股份有限公司	重庆钢铁	
鞍钢系	鞍钢集团有限公司	鞍钢集团	国务院国有资产监督管理委员会
	鞍山钢铁集团有限公司	鞍山钢铁	
	本钢集团有限公司	本钢集团	
	攀钢集团有限公司	攀钢集团	
	鞍钢股份有限公司	鞍钢股份	
	鞍钢集团矿业有限公司	鞍钢矿业	
	攀钢集团攀枝花钢铁有限公司	攀枝花钢铁	
	本钢板材股份有限公司	本钢股份	
新兴系	新兴铸管股份有限公司	新兴铸管	国务院国有资产监督管理委员会
内蒙古	包头钢铁(集团)有限责任公司	包钢集团	内蒙古自治区人民政府
	内蒙古包钢钢联股份有限公司	包钢股份	
北京	首钢集团有限公司	首钢集团	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
	北京首钢股份有限公司	首钢股份	
广西	广西柳州钢铁集团有限公司	柳钢集团	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会
	柳州钢铁股份有限公司	柳钢股份	
山东	山东钢铁集团有限公司	山钢集团	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
	山东钢铁股份有限公司	山钢股份	
河北	河钢集团有限公司	河钢集团	河北省人民政府国有资产监督管理委员会
	河钢股份有限公司	河钢股份	
浙江	杭州钢铁集团有限公司	杭州钢铁	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会
湖南	湖南钢铁集团有限公司	湖南钢铁	湖南省人民政府国有资产监督管理委员会

¹ 我们将其母公司新兴际华集团有限公司行业归为综合。

福建	福建省冶金(控股)有限责任公司	福建冶金	福建省人民政府国有资产监督管理委员会
复星	南京南钢钢铁联合有限公司	南钢联合	郭广昌
沙钢	江苏沙钢集团有限公司	沙钢集团	沈文荣
永钢	江苏永钢集团有限公司	永钢集团	吴惠芳, 吴惠英, 吴耀芳
方大	辽宁方大集团实业有限公司	方大集团	方威

数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

4.1 经营竞争力

考虑到行业特性和规模效应,我们主要采用规模类指标分析主体的经营竞争力。从规模上看,中国宝武不仅是国内最大的钢铁企业,也是全球最大的钢铁企业,2022年粗钢产量达到1.32亿吨,占全国粗钢产量的比重达到13.03%;前五大钢铁集团还包括鞍钢集团、河钢集团、首钢集团和沙钢集团,粗钢产量的国内占比分别为5.49%、4.05%、3.34%和2.89%。民营企业中规模最大的即为上述的沙钢集团,2022年粗钢产量位列我国钢铁集团第5位,此外方大集团、南钢联合和永钢集团2022年粗钢产量占全国粗钢产量的比重分别为1.95%、1.09%和0.87%。

从资产规模来看,截至2022年末,中国宝武、河钢集团、首钢集团、鞍钢集团和方大集团占据总资产前五位,均超过4,000亿元,中国宝武以12,398.41亿元成为唯一总资产超过万亿的钢铁企业,方大集团以4,084.09亿元成为总资产规模最大的钢铁民营企业。净资产方面,中国宝武与其子公司宝山钢铁位列前两位,分别为5,849.70亿元和2,158.76亿元,紧随其后的企业为首钢集团、鞍钢集团、河钢集团、方大集团和沙钢集团,其中方大集团和沙钢集团分别以1,226.43亿元和1,049.09亿元成为净资产规模最大的钢铁民营企业,剩余企业的净资产均在千亿规模以下。

图 样本企业粗钢产量及资产情况(单位:万吨,亿元)

类别	简称	粗钢产量	总资产	净资产
宝武系	中国宝武	13,184.00	12,398.41	5,849.70
	宝山钢铁	5,096.00	3,982.49	2,158.76
	马钢股份	2,000.00	968.87	333.26
	太钢集团	1,217.00	1,359.53	681.65
	武钢集团	-	926.28	328.53
	太钢不锈	-	728.59	373.48
	新余钢铁	-	671.62	317.24
	重庆钢铁	-	393.65	213.42
鞍钢系	鞍钢集团	5,565.00	4,810.08	1,553.58
	鞍山钢铁	2,659.00	2,169.64	989.36
	鞍钢股份	1,772.00	969.35	587.97
	本钢集团	1,755.61	1,235.88	293.88
	本钢股份	1,055.20	441.15	193.74
	攀钢集团	1,018.10	976.28	341.24

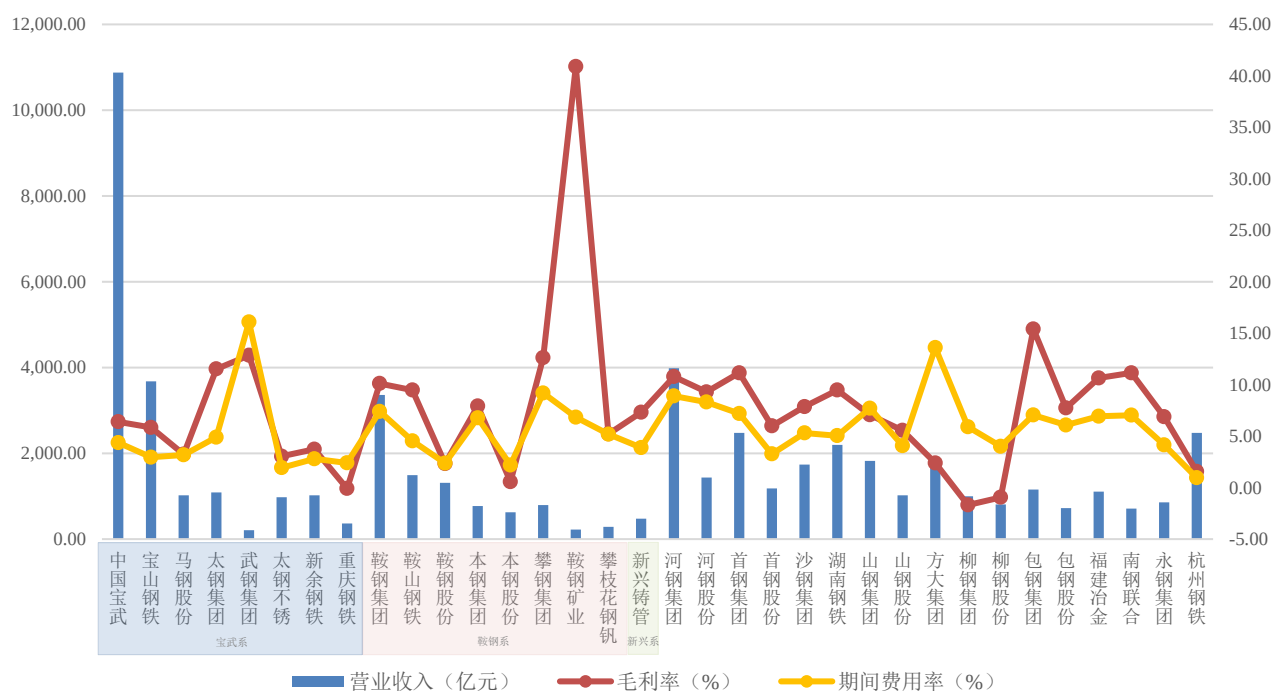
	鞍钢矿业	-	671.37	434.48
	攀枝花钢钒	-	278.21	114.35
新兴系	新兴铸管	404.59	559.17	275.90
河北	河钢集团	4,100.00	5,395.60	1,372.18
	河钢股份	2,808.00	2,532.31	664.57
北京	首钢集团	3,382.00	5,188.42	1,610.65
	首钢股份	2,332.70	1,431.73	500.72
沙钢	沙钢集团	2,931.00	2,390.87	1,049.09
湖南	湖南钢铁	2,643.00	1,570.64	718.54
山东	山钢集团	2,419.00	1,820.85	280.37
	山钢股份	-	690.11	318.13
方大	方大集团	1,976.05	4,084.09	1,226.43
广西	柳钢集团	1,769.00	1,206.04	364.44
	柳钢股份	1,757.00	714.12	225.62
内蒙古	包钢集团	1,418.00	2,076.16	809.94
	包钢股份	-	1,467.22	613.95
福建	福建冶金	1,102.68	1,196.29	526.47
复星	南钢联合	1,100.40	819.42	343.24
永钢	永钢集团	884.95	656.57	304.48
浙江	杭州钢铁	392.00	823.47	399.08

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

4.2 盈利能力

营业收入方面，2022年中国宝武以10,877.07亿元远超其他企业，河钢集团与鞍钢集团同期分别实现收入3,985.99亿元和3,361.66亿元，分列第2、3位。值得注意的是，杭州钢铁虽然2022年粗钢产量较少，仅有392.00万吨，但同期营业收入达到了2,476.68亿元，位列第5位，主要是由于钢铁业务收入仅占当期营业收入的9.78%，而贸易收入为其最主要的收入来源。毛利率与期间费用率方面，除去鞍钢矿业高达40.90%以外（其铁矿石相关业务占比高，总体毛利率水平较高），其他企业毛利率与期间费用率水平总体较为稳定。2022年，全部样本企业的毛利率和期间费用率的平均值分别为7.74%和5.66%；2021年毛利率和期间费用率的平均值分别为13.04%和5.68%，期间费用率水平总体保持不变，但2022年毛利率仅略高于上年水平的一半，钢铁企业盈利水平受挫较大。2022年，毛利率有3家呈现小幅亏损，包括重庆钢铁、柳钢股份和柳钢集团，分别为-0.08%、-0.94%和-1.69%；期间费用率超过10%以上的亦有2家，分别为武钢集团（16.08%）和方大集团（13.60%）。毛利率显著高于期间费用率的企业为鞍钢矿业、包钢集团、太钢集团和鞍山钢铁，差额分别为34.06%、8.36%、6.64%和4.94%；毛利率显著低于期间费用率的企业包括方大集团、柳钢集团和柳钢股份，差额分别为-11.21%、-7.60%和-4.95%。

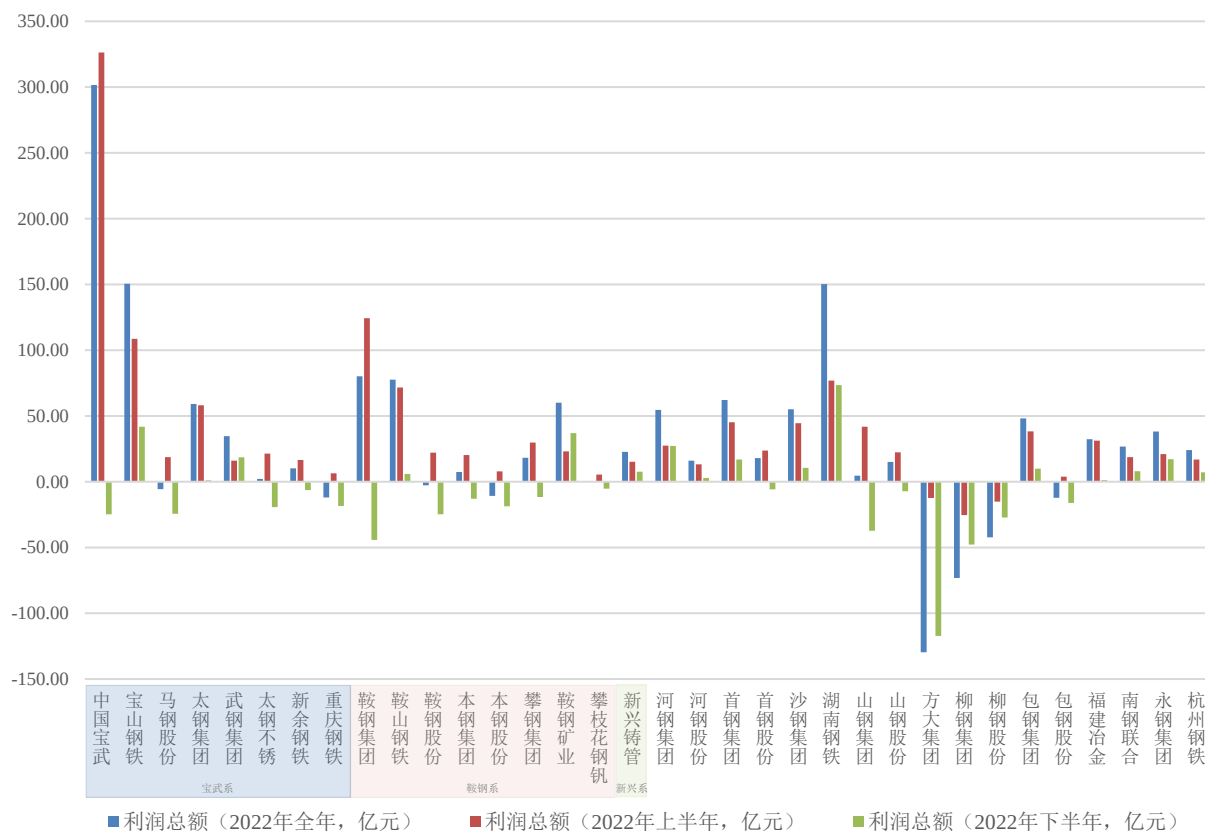
图 2022年样本企业营业收入，毛利率及期间费用率（单位：亿元，%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

我们对比了2022年全年、上半年以及下半年各企业的利润总额情况，总体来看2022年下半年较上半年恶化明显。2022年上半年有3家企业亏损，分别为方大集团（-12.35亿元）、柳钢集团（-25.41亿元）和柳钢股份（-15.12亿元）；然而下半年钢铁企业利润总额水平大幅下滑，守住盈利的仅有16家，不到半数。甚至规模最大的中国宝武从上半年的326.30亿元转为下半年的-24.74亿元，鞍钢集团由上半年的124.33亿元转为下半年的-44.19亿元，山钢集团亦由上半年的41.87亿元转为下半年的-37.24亿元，降幅巨大；上半年表现疲弱的方大集团、柳钢股份以及柳钢集团在下半年雪上加霜，分别确认利润总额-117.24亿元、-47.78亿元和-27.13亿元。受下半年表现拖累，2022年全年利润转负的主体共5家，占全部样本企业的14.71%，其中包钢股份利润总额最差，为-12.23亿元。在下半年行业盈利压力加大的情况下，湖南钢铁、宝山钢铁、鞍钢矿业以及河钢集团仍表现较为强劲，湖南钢铁2022年上下半年利润总额分别为76.83亿元和73.44亿元，河钢集团2022年上下半年利润总额分别为27.47亿元和27.18亿元，平分秋色；而鞍钢矿业2022年下半年确认利润总额36.98亿元，超过上半年的23.10亿元。

图 2022年样本企业利润总额情况（单位：亿元）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

更进一步，34家样本钢铁企业中包括12家上市公司，我们通过2023年半年度业绩预告及半年报可以进一步观察部分钢铁企业的盈利情况。首先来看2022年，上半年上市钢企除柳钢股份为亏损之外其余企业均为盈利，而下半年利润总额全部出现了较大幅度下滑，并且除去宝山钢铁、新兴铸管以及河钢股份之外全部为负值。截至2023年8月28日，已披露业绩预告及半年报的企业共10家，除新兴铸管、首钢股份和包钢股份分别确认利润总额8.39亿元、4.10亿元和4.19亿元之外，其余仍延续2022年下半年的亏损状态，但各企业亏损程度均有所收窄，行业未继续出现大幅恶化，但仍处于底部状态。

图 归属于母公司所有者的净利润及变化情况（单位：亿元，%）

类别	简称	2022 年上半年	2022 年下半年	2022 年下半年环比增长率	2023 上半年业绩预告	2023 年上半年同比增长率	2023 年上半年环比增长率	备注
宝武系	宝山钢铁	77.91	43.96	-43.58	-	-	-	未披露
	马钢股份	14.28	-22.86	-260.08	-22.38	-256.72	2.10	-
	太钢不锈钢	20.12	-18.58	-192.35	-4.95	-125.84	72.01	半年报已公布
	重庆钢铁	5.16	-15.35	-397.48	-4.35	-184.30	71.66	-

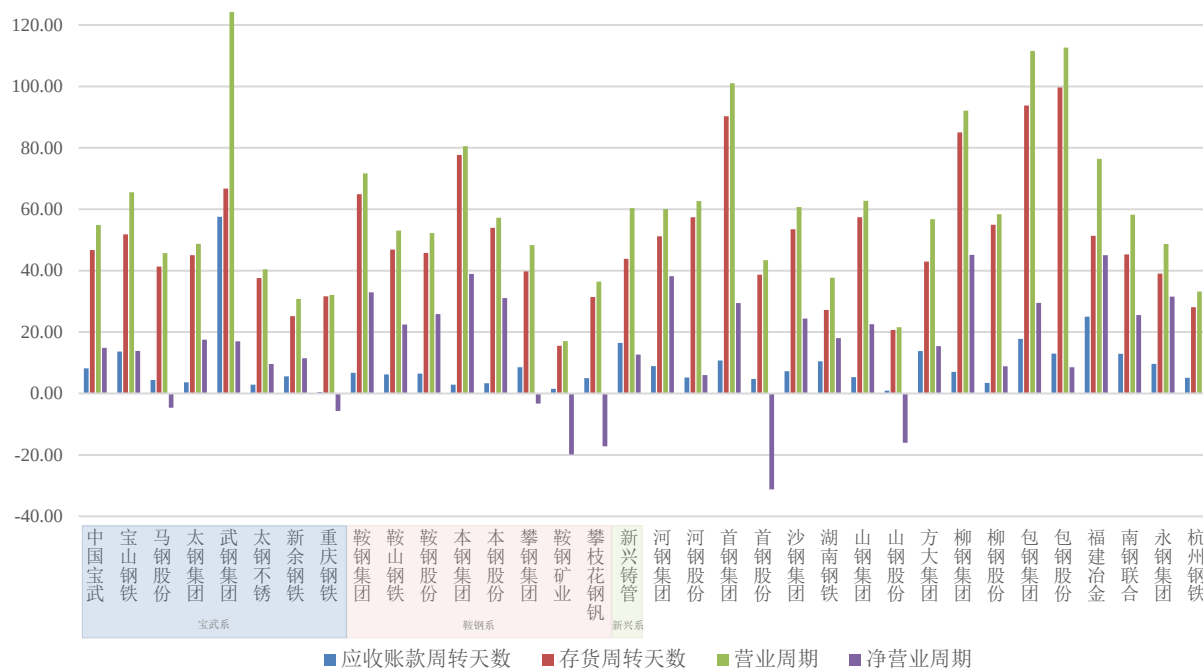
鞍钢系	鞍钢股份	17.16	-15.6	-190.91	-13.47	-178.50	13.65	-
	本钢股份	5.62	-17.95	-419.40	-9.84	-275.09	45.18	预计-8.99至-10.69
新兴系	新兴铸管	10.64	6.12	-42.48	8.39	-21.15	37.09	半年报已公布
河北	河钢股份	9.74	4.21	-56.78	-	-	-	未披露
北京	首钢股份	17.61	-6.36	-136.12	4.10	-76.72	164.47	半年报已公布
山东	山钢股份	10.98	-5.43	-149.45	-2.45	-122.31	54.88	预计-2.30至-2.60
广西	柳钢股份	-9.57	-13.85	-44.72	-1.45	84.85	89.53	半年报已公布
内蒙古	包钢股份	4.19	-11.49	-374.22	4.19	0.00	136.47	半年报已公布

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

4.3 营运能力

从营运能力来看，2022年钢铁企业平均应收账款周转天数为9.26天，显著较慢的为武钢集团，达到了57.54天，福建冶金、包钢集团和新兴铸管也在15天以上；而周转速度最快的为重庆钢铁和山钢股份，均在1天以下。同期，平均存货周转天数为50.07天，首钢集团、包钢集团和包钢股份较慢，均在90天以上；存货周转速度较快的为鞍钢矿业和山钢股份，周转天数在25天以下。营业周期方面，超过100天的有4家，分别为武钢集团、包钢股份、包钢集团和首钢集团，较为缓慢；而鞍钢矿业和山钢股份为最快的两家，在30天以下。净营业周期为负值的企业有7家，由低至高分别为首钢股份、鞍钢矿业、攀枝花钢钒、山钢股份、重庆钢铁、马钢股份和攀钢集团，资金利用效果较好。

图 2022年样本企业营运能力情况（单位：天）

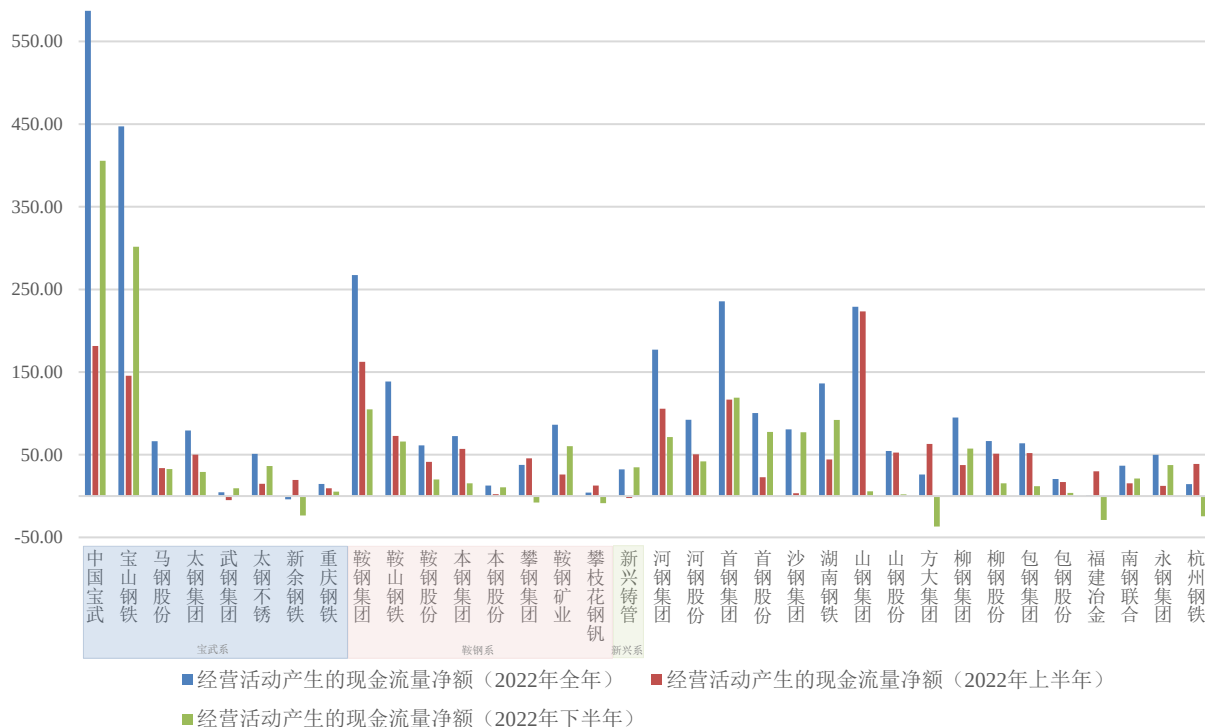


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

4.4 现金流

2022年全年，经营性净现金流排在第5位的分别为中国宝武、宝山钢铁、鞍钢集团、首钢集团和山钢集团，均超过了200亿元；新余钢铁为2022年唯一经营性净现金流为负的企业，为-3.94亿元。2022年上半年钢企总体营业状况较好，仅有武钢集团和新兴铸管经营性净现金流呈负值；2022年下半年，部分企业经营性净现金流情况有所恶化，新余钢铁、攀钢集团、攀枝花钢铁、方大集团、福建冶金和杭州钢铁呈负值；同时亦有部分企业经营性净现金流较上半年有所好转，其中改善较大的为中国宝武、宝山钢铁、太钢不锈、鞍钢矿业、新兴铸管、首钢股份、沙钢集团和湖南钢铁等企业。

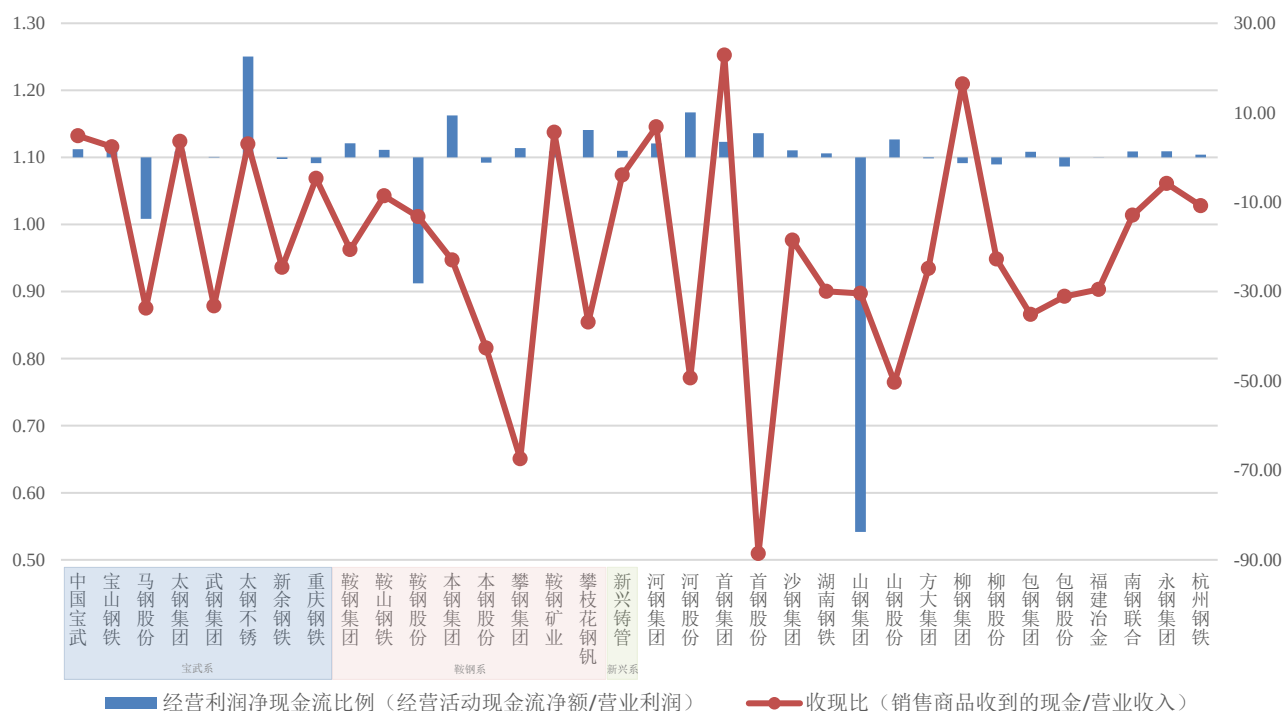
图 2022年样本企业经营性净现金流情况（单位：亿元）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2022年各企业收现比超过1的企业有15家，占比44.12%。首钢集团和柳钢集团表现最强，分别达到1.25和1.21；而表现较差的为河钢股份、山钢股份、攀钢集团和首钢股份，均不足0.8。2022年各企业经营利润净现金流比例方面，太钢不锈、河钢股份和本钢集团表现较强，分别达到22.55、10.07和9.40；而山钢集团、鞍钢股份和马钢股份表现较差，分别为-83.76、-28.16和-13.72。

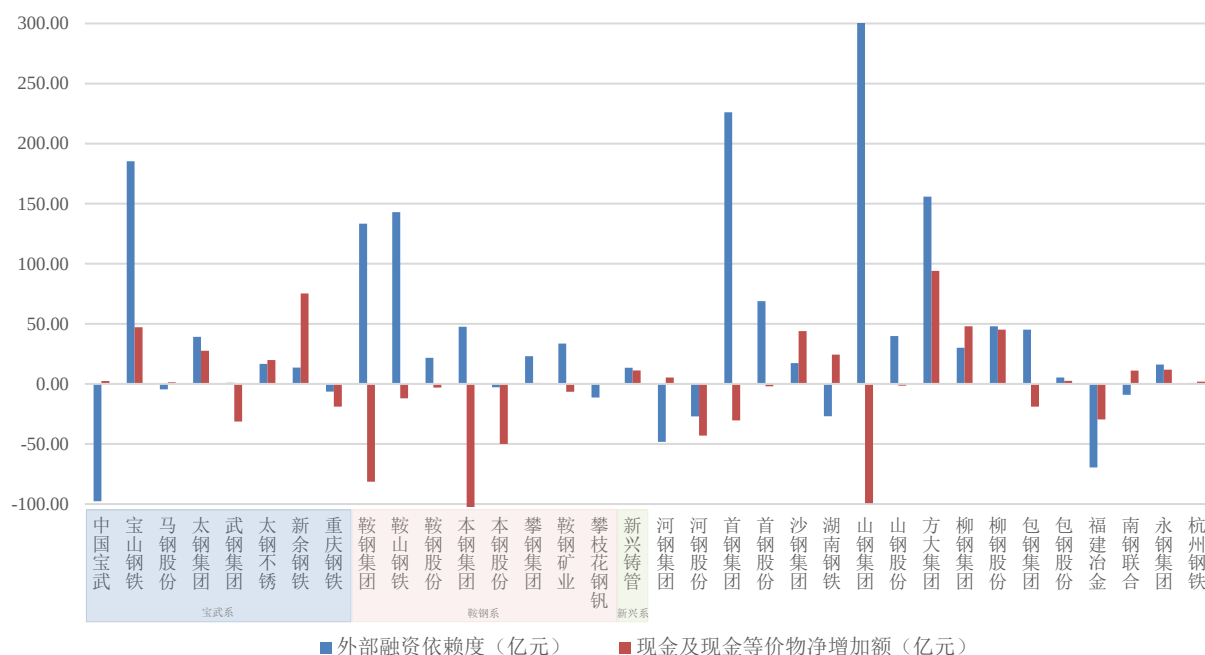
图 2022年样本企业收现比及经营利润净现金流比例（单位：倍）



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

外部融资依赖度(经营性净现金流+投资性净现金流)方面,2022年钢铁企业总体融资需求可控,山钢集团、首钢集团、宝山钢铁、方大集团、鞍山钢铁及鞍钢集团等企业经营与投资活动能够产生足够的现金流,外部融资需求较小;而中国宝武、福建冶金和河钢集团则对外部融资存在一定的依赖度。现金及现金等价物净增加额方面,钢铁企业增减参半,增加较多的包括方大集团、新余钢铁和宝山钢铁,分别增加94.03亿元、75.33亿元和47.16亿元;而现金等价物消耗较多的包括本钢集团、山钢集团和鞍钢集团,分别减少121.66亿元、99.24亿元和81.45亿元。

图 2022年样本企业外部融资依赖度及现金及现金等价物净增加额(单位:亿元)

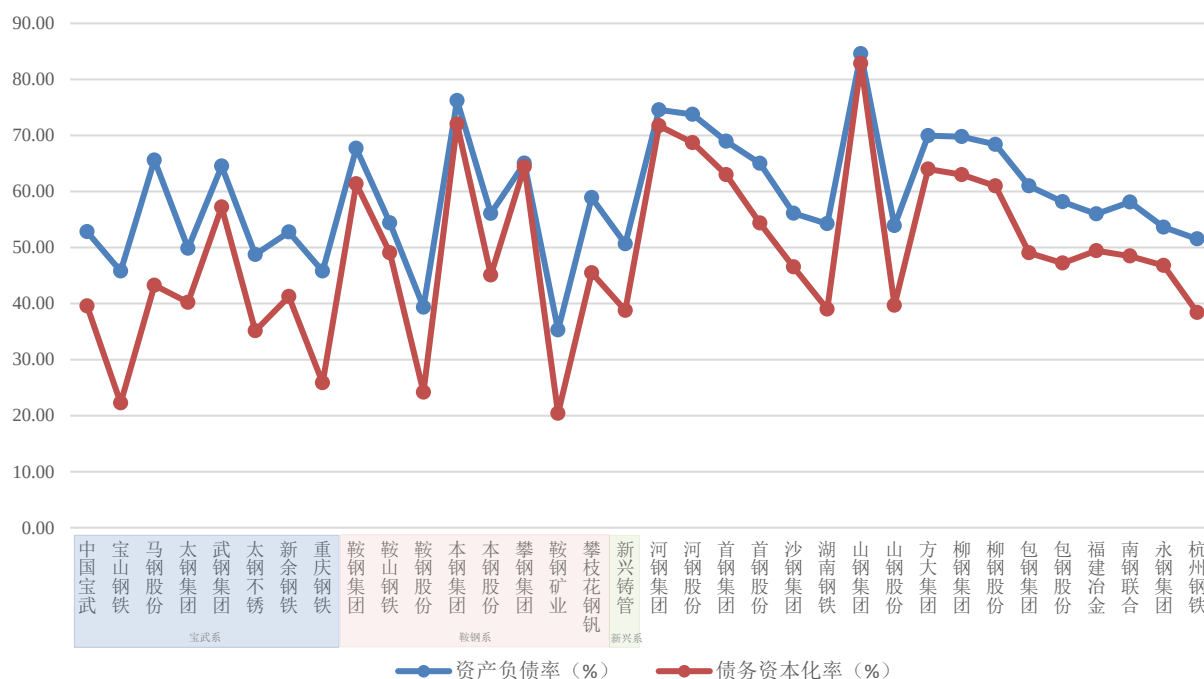


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

4.5 债务负担及结构

2022年，样本钢铁企业资产负债率平均值和中位值分别为59.04%和57.12%，分别较2021年末增长0.46和0.60个百分点。其中，资产负债率较高的为山钢集团、本钢集团、河钢集团和河钢股份，2022年末分别为84.60%、76.22%、74.57%和73.76%，其余各企业在70%以下；资产负债率较低的为鞍钢矿业和鞍钢股份，均在40%以下。债务资本化率方面，资产负债率最高的4家同样为债务资本化率最高，但水平较低的除鞍钢矿业和鞍钢股份之外，宝山钢铁也仅有22.25%，相较其45.79%的资产负债率处于较低的水平，即其有息债务负担较轻。

图 2022年样本企业资产负债率及债务资本化率（单位：%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

从绝对负担来看，总有息债务超过千亿的企业有7家，其中中国宝武和河钢集团超过了3,000亿元，首钢集团、鞍钢集团和方大集团超过了2,000亿元，剩余2家为河钢股份和山钢集团；规模较小的为重庆钢铁、鞍钢股份、本钢股份、鞍钢矿业、攀枝花钢铁和新兴铸管，均在200亿元以下，其中重庆钢铁和攀枝花钢铁在100亿元以下。结合债务资本化率进一步判断，山钢集团和河钢集团债务资本化率分别超过了80%和70%，在全部样本企业中位列第1位和第3位，方大集团、鞍钢集团和首钢集团亦排名靠前，整体来看债务压力较大；而中国宝武有息债务规模虽为样本企业中最大，但其债务资本化率为39.56%，处于中游偏低水平，压力尚可。

期限结构方面，34家样本企业中有20家的短期有息债务占总息债务的比重超过了50%，钢铁企业债务期限结构偏差；其中前6位均超过了80%，分别为鞍钢股份、杭州钢铁、攀枝花钢铁、永钢集团、新余钢铁和首钢股份，流动性压力明显。

债券维度，截至2023年8月28日，钢铁企业存量债券规模较大的为首钢集团、河钢集团和山钢集团，分别达到833.80亿元、775.00亿元和355.65亿元，此外鞍山钢铁、河钢股份和沙钢集团存量债券规模紧随其后，均在100亿元以上；存量债券规模在10亿元及以下的有10家，其中中国宝武、太钢不锈、重庆钢铁、攀枝花钢铁和山钢股份截至目前无存量债。截至2022年末，存量债券占有息债务比重较高的企业为本钢股份、首钢集团、河钢集团、新兴铸管和山钢集团，超过了20%，再融资情况较易受资本市场波动的影响。截至2023年8月28日，包括行权在内的一年内到期债券本金规模排名靠前的包括首钢集团共408.80亿元和

5.00亿美元，河钢集团260.00亿元，新兴铸管39.40亿元，山钢集团265.65亿元和10.00亿美元，短期债券偿还压力较大。

图 样本企业债务负担及结构相关指标（单位：亿元，%）

类别	简称	总有息债务 (2022 年)	短期有息债务占比 (2022 年)	存量债规模 (目前)	存量债券占总 有息债务的比重 (2022 年)
宝武系	中国宝武	3,829.20	57.95	0.00	3.13
	宝山钢铁	617.88	44.91	55.00	13.76
	马钢股份	254.15	67.39	5.00	0.00
	太钢集团	458.30	45.09	10.00	12.00
	武钢集团	439.28	46.23	56.00	10.47
	太钢不锈	202.26	51.78	0.00	4.94
	新余钢铁	222.69	83.21	15.00	13.47
	重庆钢铁	74.43	59.28	0.00	6.72
鞍钢系	鞍钢集团	2,467.90	46.45	30.00	2.03
	鞍山钢铁	952.94	30.95	131.00	17.84
	鞍钢股份	187.48	94.00	3.00	1.60
	本钢集团	756.84	56.97	5.00	0.66
	本钢股份	159.06	47.27	56.31	35.40
	攀钢集团	617.92	41.92	49.80	7.44
	鞍钢矿业	111.46	17.94	2.00	1.79
	攀枝花钢铁	95.45	87.73	0.00	18.73
新兴系	新兴铸管	174.79	43.80	39.40	22.54
河北	河钢集团	3,480.30	38.53	775.00	23.04
	河钢股份	1,459.89	79.11	128.00	6.99
北京	首钢集团	2,741.58	50.18	833.80	30.41
	首钢股份	596.36	82.11	35.00	5.87
沙钢	沙钢集团	912.94	44.57	135.00	19.94
湖南	湖南钢铁	459.54	60.03	50.00	10.88
山东	山钢集团	1,353.95	66.49	355.65	20.57
	山钢股份	209.33	68.55	0.00	0.47
方大	方大集团	2,180.20	31.80	56.00	1.65
广西	柳钢集团	620.72	51.11	28.00	6.61
	柳钢股份	352.80	39.40	20.00	5.67
内蒙古	包钢集团	779.65	70.79	25.00	1.28
	包钢股份	549.24	69.10	33.22	5.14
福建	福建冶金	514.56	69.11	72.00	11.08
复星	南钢联合	322.91	79.88	2.00	1.55
永钢	永钢集团	267.68	85.30	22.00	9.34
浙江	杭州钢铁	248.85	87.76	40.00	4.02

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

4.6 偿债保障

偿债保障方面，经营净现金流对流动负债覆盖程度较好的主体为鞍钢矿业、宝山钢铁、柳钢股份、鞍山钢铁、湖南钢铁和太钢集团，覆盖水平在20%以上，其中鞍钢矿业达到73.51%。现金短债比方面，期末

现金及现金等价物完全可以覆盖短期有息债务的企业仅有3家，分别为鞍钢矿业、新兴铸管和太钢不锈，重庆钢铁也超过了80%，该指标表现尚可；覆盖程度不足20%达到10家，其中山钢集团和攀枝花钢钒甚至低于10%。现金短期债券比来看，整体水平较好，除本钢股份、首钢集团、首钢股份和山钢集团外，覆盖率均在100%以上，覆盖程度较弱的几家短期到期债券规模较大，同时再融资能力亦较好，过去一年首钢集团发行债券475.00亿元，首钢股份发行债券20.00亿元，山钢集团发行债券220.00亿元，整体来看借新还旧能力较好。EBITDA利息保障倍数方面，湖南钢铁、太钢不锈、新余钢铁和中国宝武水平较高，在10倍以上，而柳钢集团、柳钢股份和方大集团已出现大额亏损，息税前利润已无法对利息构成保障，同时，EBITDA利息保障倍数不足2倍的还有重庆钢铁和山钢集团，保障程度弱。

图 2022年样本企业偿债保障相关指标（单位：%、倍）

类别	简称	经营活动产生的现金流量净额/流动负债	现金短债比	现金短期债券比	EBITDA 利息保障倍数
宝武系	中国宝武	12.77	39.30	无存续债	10.68
	宝山钢铁	31.06	78.51	13,364.35	22.4
	马钢股份	12.27	25.46	855.05	6.51
	太钢集团	20.50	42.14	838.11	9.55
	武钢集团	1.49	52.67	260.62	2.6
	太钢不锈	19.97	100.45	无存续债	18.56
	新余钢铁	-1.28	69.37	26,232.81	15.94
	重庆钢铁	11.25	89.25	无存续债	1.90
鞍钢系	鞍钢集团	14.06	19.30	23,291.59	4.06
	鞍山钢铁	23.61	38.42	2442.52	4.84
	鞍钢股份	16.98	28.90	56,588.89	8.67
	本钢集团	11.87	10.06	22,826.48	3.04
	本钢股份	7.83	17.25	22.38	2.37
	攀钢集团	8.00	18.37	137.82	2.73
	鞍钢矿业	73.51	176.29	50,366.20	2.69
	攀枝花钢钒	2.81	6.26	无存续债	4.35
新兴系	新兴铸管	18.22	124.68	233.46	7.98
河北	河钢集团	9.27	25.97	125.17	2.21
	河钢股份	6.13	17.18	997.93	2.61
北京	首钢集团	10.42	21.13	66.24	3.22
	首钢股份	13.07	17.01	17.47	6.11
沙钢	沙钢集团	11.28	38.84	159.22	5.87
湖南	湖南钢铁	21.19	37.75	494.02	23.61
山东	山钢集团	19.55	7.49	19.07	1.06
	山钢股份	18.92	45.93	无存续债	8.41
方大	方大集团	2.13	49.11	3,896.02	-0.36
广西	柳钢集团	17.97	46.63	1,385.16	-0.90
	柳钢股份	24.55	61.40	790.89	-0.32
内蒙古	包钢集团	6.36	18.13	380.94	2.57
	包钢股份	3.05	13.87	190.15	2.75
福建	福建冶金	0.23	23.43	472.90	5.77
复星	南钢联合	9.43	25.33	3,110.82	7.39

永钢	永钢集团	16.08	35.50	670.52	7.35
浙江	杭州钢铁	3.74	78.18	419.68	7.37

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

4.7 表外事项

表外事项方面，样本企业对外担保总体规模较小，有18家均无对外担保余额，对外担保占净资产的比重前5位的分别为首钢集团（7.45%）、攀枝花钢钒（6.12%）、山钢集团（4.94%）、太钢集团（4.26%）和鞍山钢铁（3.76%），该项风险相对可控。受限资产规模较大的为方大集团、中国宝武、鞍钢集团和河钢股份，均超过了200亿元，但除河钢股份受限资产规模占总资产的比例略超10%以外，其余两家占比均较小；受限资产占总资产比重较大的企业为永钢集团、方大集团和新余钢铁等，共有7家超过了10%。

图 2022年样本企业表外事项（单位：亿元，%）

类别	简称	对外担保	对外担保/净资产	受限资产	受限资产/总资产
宝武系	中国宝武	37.74	0.65	762.31	6.15
	宝山钢铁	0.00	0.00	28.36	0.71
	马钢股份	0.00	0.00	27.56	2.84
	太钢集团	29.06	4.26	11.96	0.88
	武钢集团	-	-	-	-
	太钢不锈	0.00	0.00	5.69	0.78
	新余钢铁	0.00	0.00	119.03	17.72
	重庆钢铁	2.26	1.06	44.90	11.41
鞍钢系	鞍钢集团	0.00	0.00	314.74	6.54
	鞍山钢铁	36.76	3.72	11.85	0.55
	鞍钢股份	0.00	0.00	3.99	0.41
	本钢集团	0.00	0.00	24.33	1.97
	本钢股份	0.00	0.00	16.57	3.76
	攀钢集团	0.00	0.00	52.81	5.41
	鞍钢矿业	0.00	0.00	5.99	0.89
	攀枝花钢钒	7.00	6.12	9.75	3.50
新兴系	新兴铸管	0.00	0.00	18.69	3.34
河北	河钢集团	25.35	1.85	13.99	0.26
	河钢股份	0.00	0.00	276.79	10.93
北京	首钢集团	119.96	7.45	184.51	3.56
	首钢股份	1.56	0.31	7.70	0.54
沙钢	沙钢集团	-	-	-	-
湖南	湖南钢铁	0.00	0.00	55.69	3.55
山东	山钢集团	13.85	4.94	84.99	4.67
	山钢股份	-	-	49.25	7.14
方大	方大集团	0.00	0.00	795.46	19.48
广西	柳钢集团	0.00	0.00	10.35	0.86
	柳钢股份	0.00	0.00	6.95	0.97
内蒙古	包钢集团	1.35	0.17	185.97	8.96
	包钢股份	0.00	0.00	164.30	11.20

福建	福建冶金	9.52	1.81	67.06	5.61
复星	南钢联合	2.57	0.75	101.37	12.37
永钢	永钢集团	4.52	1.48	150.56	22.93
浙江	杭州钢铁	0.00	0.00	46.26	5.62

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

4.8 小结

总体来看，中国宝武作为全球最大的钢铁企业，综合实力较其他钢铁企业显著较强。鞍钢集团、河钢集团、首钢集团以及民营的沙钢集团综合实力亦较强。盈利能力方面，鞍钢矿业因铁矿石相关业务占比高，毛利率显著较高；本钢股份、杭州钢铁、鞍钢股份和方大集团等毛利率表现较差；而重庆钢铁、柳钢股份及柳钢集团毛利率已转负。此外，方大集团、柳钢集团和柳钢股份毛利率显著低于期间费用率，盈利压力大；相应的，方大集团、柳钢集团和柳钢股份利润规模表现差，已呈现较大规模亏损；而湖南钢铁、宝山钢铁、鞍钢矿业以及河钢集团在 2022 年下半年行业盈利压力加大的情况下仍表现较为强劲；上市钢企数据显示 2023 年上半年行业未继续出现大幅恶化，但仍偏弱。营运能力中，存货周转较慢的为首钢集团、包钢集团和包钢股份；净营业周期方面，首钢股份、鞍钢矿业、攀枝花钢铁、山钢股份、重庆钢铁、马钢股份和攀钢集团资金利用效果较好，而本钢股份、永钢集团、鞍钢集团、河钢集团、本钢集团、福建冶金和柳钢集团资金利用效果较差。现金流方面，大型钢铁集团表现较好，新余钢铁为 2022 年唯一经营性净现金流为负的企业，但收现比则差异较大，表现较强的为首钢集团和柳钢集团，但首钢股份表现较差。资本结构方面，资产负债率和债务资本化率双高的有山钢集团、本钢集团、河钢集团和河钢股份，其中除本钢集团有息债务规模尚可外其他 3 家有息债务规模也较大，业务发展对债务依赖高。从结构上看，债券占比较高的包括本钢股份、首钢集团、河钢集团、新兴铸管和山钢集团，融资情况易受资本市场的波动影响，其中本钢股份、首钢集团、首钢股份和山钢集团的现金等价物对短期债券的保障不足，关注后续借新还旧情况；期限结构方面，鞍钢股份、杭州钢铁、攀枝花钢铁、永钢集团、新余钢铁和首钢股份短期债务占比高，其中攀枝花钢铁和首钢股份现金等价物对其保障也较差，流动性压力明显。

五、总结

近年来以固定资产、房地产开发和基础设施建设等为主的下游需求弱化明显，尤其是房地产行业的大面积暴雷，叠加居民收入预期的转弱，地产销售面临极大压力，钢铁行业也受到了显著影响，与此相伴钢材库存持续攀升，钢价承压，近两年呈下跌趋势，行业盈利能力弱化明显。展望未来，宏观经济呈现弱复苏态势，对钢铁行业产品需求较大的房地产业及建筑业短期仍难言乐观，中长期来看，房地产行业也无法恢复往日荣光，钢铁行业面临的不利局面可能会持续较长时间；此外铁矿石等核心原材料的扰动时有发生，也将影响行业盈利水平。

行业财务表现方面，收入在2022年全面转弱，2023年至今仍未出现扭转，毛利率有所波动后仍呈下行，吨钢盈利空间的恢复尚不明朗，行业利润亦出现断崖式下跌，亏损企业占比处于较高水平，行业资产运营效率整体呈下降趋势。

钢铁企业方面，以中国宝武为首的国有大型钢铁集团实力雄厚，民营企业中沙钢集团综合实力亦较强，但其存量债券规模较大。2022年上半年钢铁企业利润总额整体表现稳定，但下半年大多数企业均遭重创，由盈转亏的企业亦不在少数，而2023上半年上市钢企亏损程度均有所收窄，整体来看柳钢集团、柳钢股份以及方大集团在盈利上承压明显。现金流层面，大型国有集团的现金流表现整体较为强劲，新余钢铁为唯一经营性净现金流为负的钢铁企业。债务方面，山钢集团、本钢集团和河钢集团等企业负债率较高，其中河钢集团和山钢集团等有息债务规模亦较大，同时行业债务较为依赖于短期，近三分之二的主体短期有息债务占比超过了50%，其中鞍钢股份、杭州钢铁、攀枝花钢钒、永钢集团、新余钢铁和首钢股份更是超过了80%，这些企业中攀枝花钢钒和首钢股份现金短债比也表现较差，短期面临流动性压力；债券维度，本钢股份、首钢集团、河钢集团、新兴铸管和山钢集团债券占比较高，易受资本市场波动影响，其中首钢集团、山钢集团和河钢集团短期到期规模较大，且现金等价物对其保障偏弱，有赖于再融资能力。

钢铁行业仍在经历不算短的寒夜，或仍需时日才能迎来再次的春暖花开。

报告声明

1. 本报告仅供丝路海洋（北京）科技有限公司（本公司）客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。

预警等级释义

本报告所提供发行主体预警等级是由主体量化分析结果与发行主体最新动态相结合而综合评定的，预警等级包括四档：红色预警、橙色预警、黄色预警和关注，风险等级依次下降，各等级释义如下：

风险	红色	发行人违约概率很高，信用风险非常大
	橙色	发行人状况持续恶化，违约概率高，信用风险大
	黄色	发行人出现重大不利变化，违约概率显著提升
关注	蓝色	发行人出现负面事件，影响其偿付能力或偿付意愿

胜遇评级释义

胜遇级别	级别释义
1	违约风险极低，偿债能力极强，基本不受不利外部环境影响
2+	
2	
2-	违约风险很低，偿债能力很强，受不利外部环境影响极小
3+	
3	
3-	违约风险很低，偿债能力很强，受不利外部环境影响很小
4+	
4	
4-	违约风险低，偿债能力强，受不利外部环境影响小
5+	
5	
5-	违约风险较低，偿债能力较强，受不利外部环境影响较小
6+	
6	
6-	违约风险较低，偿债能力一般，可能受不利外部环境影响
7+	
7	
7-	违约风险一般，易受不利外部环境影响，弱化其偿债能力
8+	
8	
8-	违约风险较高，偿债能力较弱，受不利外部环境影响较大
9+	
9	
9-	违约风险很高，偿债能力很弱
10+	
10	
10-	债券发生展期
	债券发生违约