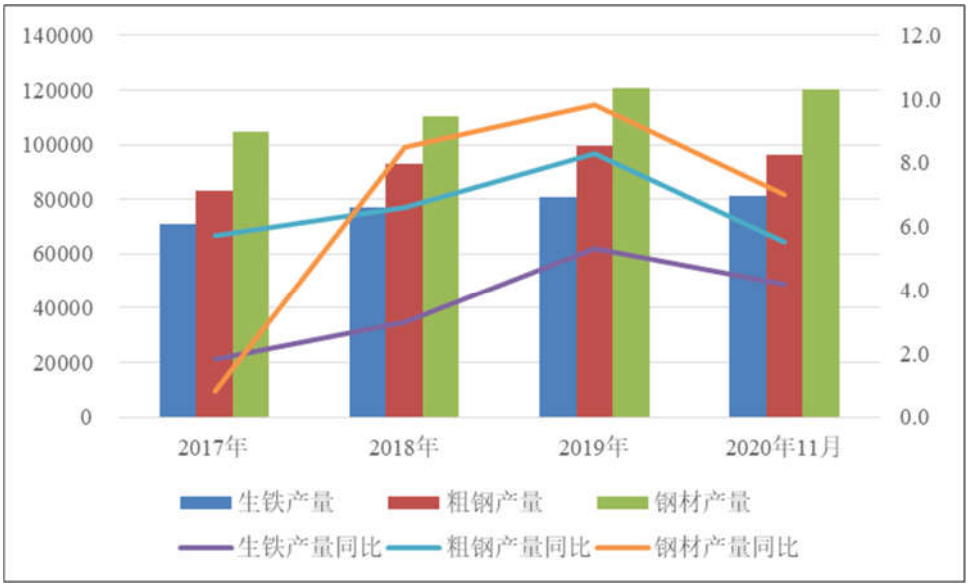
# 钢铁行业信用风险研究及展望

## 一、行业现状

**2020 年，钢铁产量继续保持增长趋势；但钢材价格受新冠疫情和铁矿石价格影响先降后升，行业利润水平有所下降。**

自供给侧改革以来，钢铁行业景气度持续高涨，在高盈利的吸引下，钢铁产量逐年增长。2019 年，国内生铁、粗钢和钢材产量分别为 80937 万吨、99634 万吨和 120477 万吨，同比分别增长 5.3%、8.3%和 9.8%。2020 年 1－11 月，国内生铁、粗钢和钢材产量分别为 81290 万吨、96116 万吨和 120203 万吨，同比分别增长 4.2%、5.5%和 7.0%，受疫情影响，增速较去年同期有所放缓。

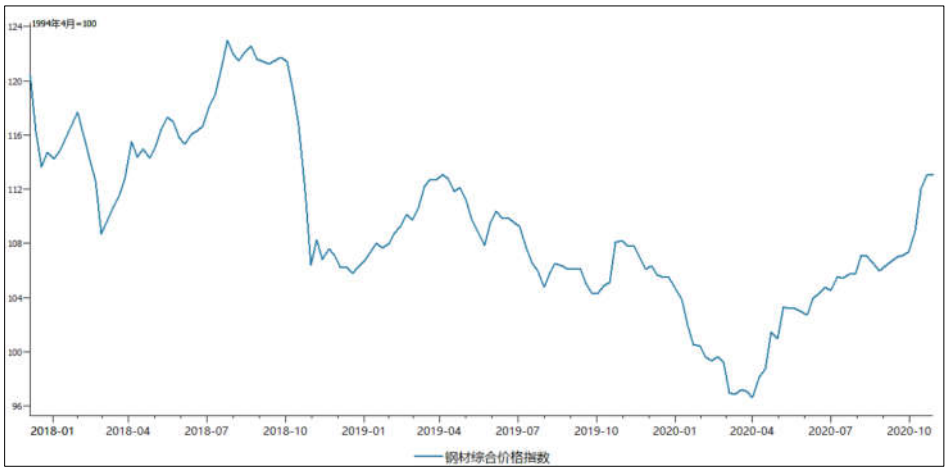
图 1　近年来国内钢铁产量及变动情况（单位：万吨、%）




资料来源：Wind，联合资信整理

价格方面，2019 年初，国内宏观层面加大逆周期调节力度、央行货币政策宽松，地产和基建投资增速回升，同时叠加巴西淡水河谷矿难引发矿价大幅上涨影响，钢材价格震荡上涨，2019 年 5 月钢材综合价格指数上升至 113.09 点的年内高点；随后在下游需求增速放缓以及粗钢产量创新高的影响下，国内钢材价格波动下降；2019 年 10 月份，受环保限产和下游需求增长影响，供需短期错配导致钢材价格短暂回升；此后受季节性影响钢材价格逐渐走低，截至 2019 年底，钢材综合价格指数下降至 106.10 点。整体看，2019 年钢材价格整体下移，波动幅度收窄。2020 年 1－4 月，受新冠疫情影响，钢铁下游需求减弱，钢材综合价格指数大幅下降；5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，钢铁行业逐渐复苏，同时受铁矿石价格上涨推动影响，钢材综合价格指数持续上涨，11 月底升至 113.06 点。

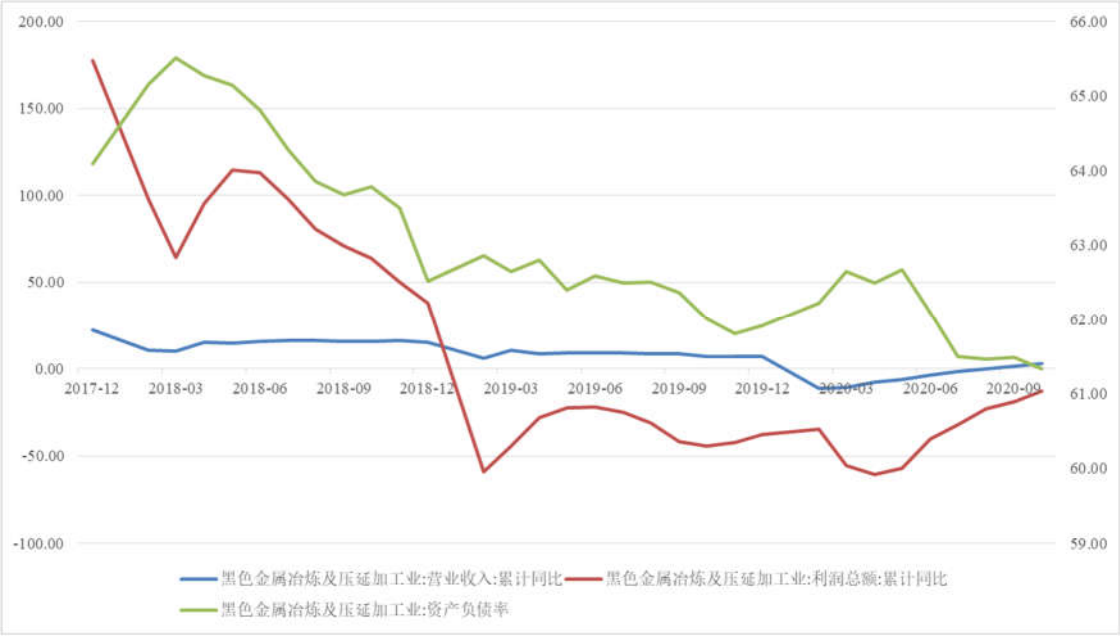
图2　中国钢材综合价格指数（单位：点）




资料来源：Wind

经营方面，根据国家统计局数据显示，2019 年黑色金属冶炼和压延加工业实现营业收入 70724.80 亿元，同比增长 6.80%，增幅同比下降 8.40 个百分点；实现利润总额 2677.10 亿元，同比下降 37.60%。2019 年受益于产量增加，钢铁行业收入保持增长，但钢材价格下行导致收入增幅明显放缓；同时，受铁矿石价格大幅增长以及环保成本增加等因素影响，行业利润水平同比大幅下降，但相比供给侧改革前仍处于较好水平。2020 年一季度，受新冠疫情影响，钢铁行业营业收入有所下降，但随着行业逐渐复苏，降幅收窄，并于三季度实现累计同比由负转正。利润方面，受新冠疫情和铁矿石价格大幅上涨影响，2020 年钢铁行业利润总额被进一步压缩，同比保持下降。行业负债水平方面，近年来随着钢铁行业利润的持续积累，以及在建产能资本支出的减少，行业资产负债率整体呈下行趋势，企业债务负担有所减轻。

图 3 钢铁行业经营情况（单位：%）




注：左坐标轴对应营业收入累计同比和利润总额累计同比情况，右坐标轴对应资产负债率情况

资料来源：国家统计局，联合资信整理

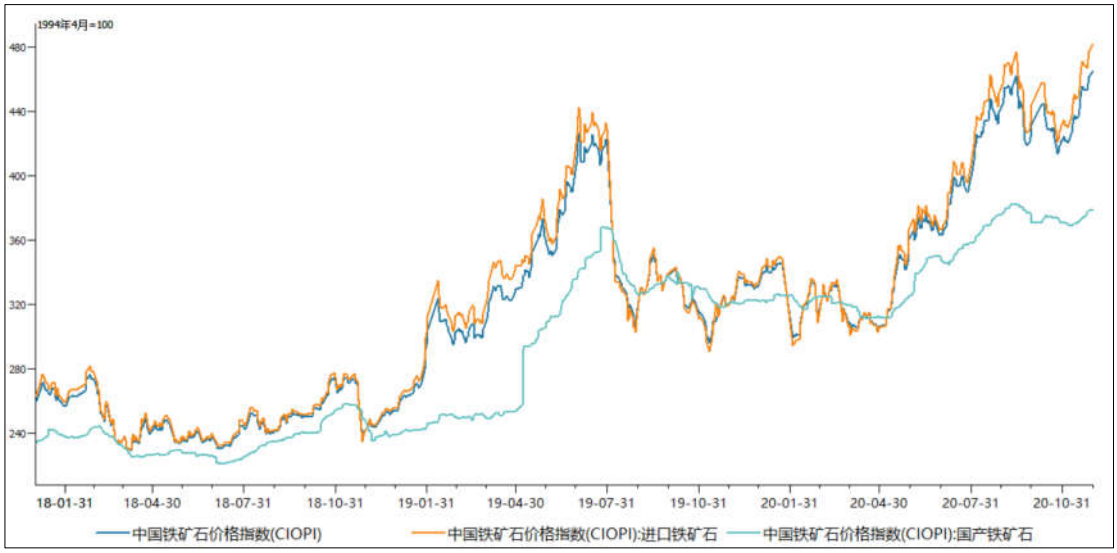
## 二、上下游情况

**钢铁行业作为产业链的中游行业，与上下游产业的相关性很强。2020 年以来，上游铁矿石价格大幅上涨，焦炭价格高位震荡，加大了钢铁企业成本控制压力；下游需求受新冠疫情影响于一季度出现大幅下降，但自二季度以来受益于宏观调控力度加大，行业回暖，钢铁需求得到一定支撑。**

钢铁行业的上游主要为铁矿石、焦炭等原材料，原材料价格变化直接影响到钢铁行业的成本情况。

铁矿石是钢铁生产过程中最主要的原材料。我国是钢铁生产大国，也是铁矿石全球最大的消费市场。但由于国内铁矿石存在伴生矿多、品位较低以及分布不均等不利因素影响，国内钢铁企业所用铁矿石以进口为主。2019 年我国铁矿石对外依存度达 83%，其中澳洲和巴西为我国铁矿石的最主要进口国，占比分别为 62.1%和 21.4%。2019 年上半年，受到巴西淡水河谷矿区事故停产及澳大利亚飓风影响，铁矿石价格持续上涨，2019 年 7 月初进口铁矿石价格指数上升至 442.47 点，较年初的 256.31 点大幅上升；此后，由于国外矿山陆续复工，进口铁矿石价格开始下降，2019 年底进口铁矿石价格指数下降至 335.14 点。2020 年上半年，由于新冠疫情，巴西铁矿石生产受到影响，铁矿石发运量不及预期，与此同时，国内钢铁产量保持增长，供需错配推动铁矿石价格大幅上升；进入 9 月份，巴西铁矿石发运量逐渐恢复，同时叠加唐山地区环保限产的开启，铁矿石供需紧张状态有所缓解，价格出现小幅回落；但 10 月后，铁矿石价格大幅上涨，主要原因为：（1）受经济好转影响，国内外铁矿石需求量较大，与此同时在季节性影响下，供应端发运较为紧张，短期供需矛盾加剧；（2）铁矿石交易存在投机炒作行为，推动铁矿石价格短期内快速上涨，偏离正常价格区间；（3）铁矿石定价机制不合理，由于铁矿石的生产和贸易资源集中在国际四大矿山手里，铁矿石市场接近寡头垄断，而国内钢铁行业集中度较低，缺乏议价权，只能被动接受价格上涨。整体看，2020 年以来，铁矿石价格大幅上涨，但钢材价格涨幅有限，导致钢铁企业的利润空间被进一步压缩。

图2　近年国产和进口铁矿石价格走势情况

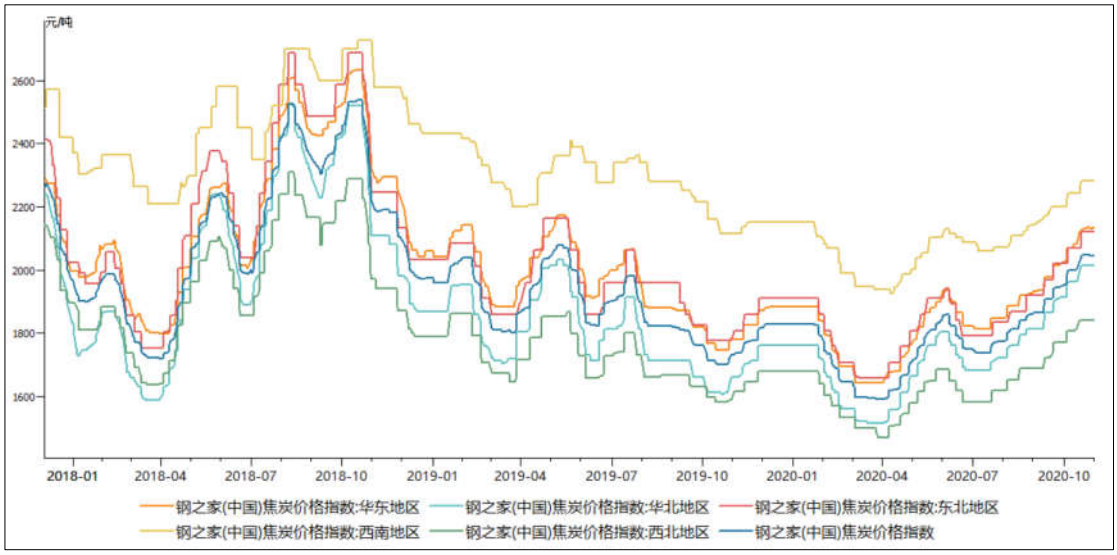



资料来源：Wind

焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料，焦炭资源主要来自国内煤炭企业。近年来，随着国内煤炭行业供给侧改革的推进，煤炭供需整体处于紧平衡状态。2019 年，随着煤炭去产能

接近尾声以及先进产能的加速释放，焦炭价格震荡下行，但整体仍维持高位。2020 年初，受新冠疫情影响，下游需求受到抑制，焦炭价格有所下滑；进入 5 月，随着国内疫情得到有效控制以及下游需求回暖，焦炭价格不断上升。整体看，焦炭价格保持高位震荡，对钢铁企业成本控制带来一定压力。

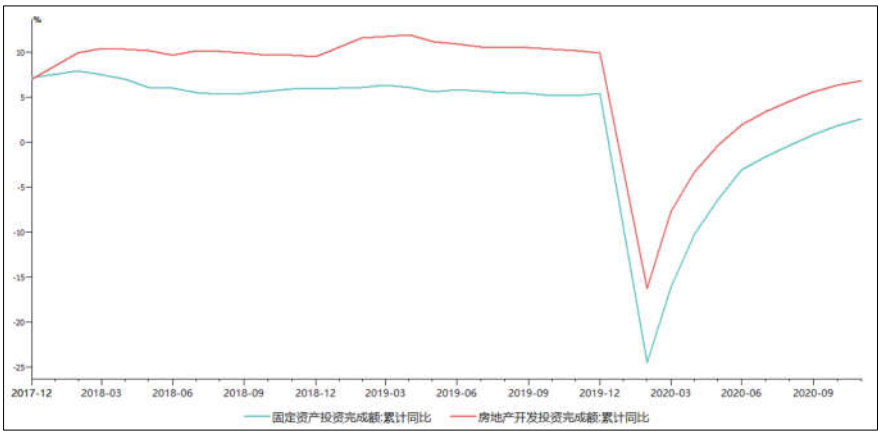
图3　近年主要地区焦炭价格走势情况




资料来源：Wind

从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。其中，建筑类需求（基础设施建设和房屋建设）、机械、汽车、家电、电力和船舶等行业所消费的钢材占钢材总消费量的比重达到了 80%~90%。建筑类需求是中国钢材消费的主要领域之一，消费量占比达钢材总产量的一半以上。建筑业与固定资产投资密切相关，2019 年全国固定资产投资（不含农户）551478 亿元，同比增长 5.4%，固定资产投资增速同比有所放缓。2020 年 1—8 月，受新冠疫情影响，全国固定资产投资完成额累计同比下降，但降幅逐月缩减；1—9 月，全国固定资产投资（不含农户）436530 亿元，同比增长 0.8%，累计同比由负转正，固定资产投资增速受疫情影响较大。具体到地产方面，2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产市场整体趋稳，但受房地产企业前期拿地规模较大以及回笼资金加快开发进度影响，房地产投资增速仍维持高位，对钢材需求形成一定支撑，2019 年全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点。2020 年一季度，受新冠疫情影响，房地产投资增速出现大幅下降，但从二季度开始房地产投资增速开始出现明显修复，用钢需求集中释放。2020 年初以来为应对新冠疫情的冲击，宏观层面调节力度加大，货币环境较为宽松，刺激了地产和基建的投资支出，对钢铁需求形成保障。

图4　中国固定资产投资完成额及房地产投资完成额累计同比




资料来源：Wind

## 三、行业政策

**随着钢铁行业供给侧改革及地条钢取缔政策的实施，产能过剩情况已明显改善。近期，钢铁行业相关政策主要围绕着过剩产能化解成果巩固、产业集中度提升、原料资源保障和节能减排等方面展开，以促进钢铁行业可持续健康发展。**

1、产能方面相关政策

2020 年 1 月，国家发展改革委办公厅以及工业和信息化部办公厅联合印发《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》，要求自 2020 年 1 月 24 日起，暂停钢铁产能置换和项目备案，开展现有钢铁产能置换项目自查工作，研究制定钢铁项目备案指导意见、修订钢铁产能置换办法，加强贯彻落实和督促检查。

2020 年 6 月，国家发改委等部门联合印发《2020 年钢铁化解过剩产能工作要点》，提出确保 2020 年要全面完成去产能目标任务，加快处置钢铁行业“僵尸企业”，依法依规退出落后产能，防范“地条钢”死灰复燃和已化解过剩产能复产，严禁新增产能，开展巩固化解钢铁过剩产能成果专项抽查等。

2020 年 12 月，工业和信息化部发布了《钢铁行业产能置换实施办法（征求意见稿）》，明确规定了钢铁产能置换细则和对应的产能核算办法，其总体架构与 2017 年 12 月底公布的文件基本相同，本次变动内容主要为产能置换限制区域扩大，减量置换力度加大。

上述政策的出台均是为了巩固现阶段钢铁行业去产能成果，确保现存项目符合政策要求，进一步深化钢铁行业供给侧结构改革，推进我国钢铁行业高质量发展。

2、产业集中度方面相关政策

2016 年 9 月，国务院发布的《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》指出，到 2025 年，中国钢铁产业前 10 大企业产能集中度将达 60%至 70%，其中包括 8000 万吨级的钢铁集团 3 家至 4 家、4000 万吨级的钢铁集团 6 家至 8 家，与部分专业化的钢铁集团。2020 年以来，我国钢铁行业兼并重组进度明显加快，但产业集中度依然处于偏低水平（按 2020 上半年产量测算，我国钢铁行业 CR10 仅有 36.6%），未来我国仍需大规模推进钢铁产业的兼并重组工作。

表 1　2020 年以来钢铁行业主要兼并重组事件

| 时间 | 兼并重组事件 |
| --- | --- |
| 2020 年 2 月 | 敬业集团有限公司重组安宁市永昌钢铁有限公司 |
| 2020 年 5 月 | 江西方大钢铁集团有限公司重组四川省达州钢铁集团有限责任公司 |
| 2020 年 6 月 | 山西建龙实业有限公司托管经营文水海威钢铁有限公司 |
| 2020 年 8 月 | 中国宝武钢铁集团有限公司收购太原钢铁(集团)有限公司 |
| 2020 年 9 月 | 敬业集团有限公司接管广东泰都钢铁实业股份有限公司 |
| 2020 年 10 月 | 中国宝武钢铁集团有限公司托管中国中钢集团有限公司 |
| 2020 年 11 月 | 柳州钢铁股份有限公司收购广西钢铁集团有限公司 |
| 2020 年 11 月 | 新疆天山钢铁联合有限公司（中国宝武钢铁集团有限公司下属企业）拟收购新兴铸管新疆有限公司 |
| 2020 年 11 月 | 新疆天山钢铁联合有限公司拟收购新疆伊犁钢铁有限责任公司 |
| 2020 年 12 月 | 中国宝武钢铁集团有限公司入主重庆钢铁股份有限公司 |

资料来源：公开资料、联合资信整理

3、资源保障方面相关政策

2020 年 12 月，国家市场监督管理总局发布了《再生钢铁原料》推荐性国家标准，该标准将于 2021 年 1 月 1 日起正式实施。该标准将最大限度挖掘国际和国内再生钢铁原料资源，提高铁素资源循环利用率，一定程度上抑制对铁矿石的进口依赖和价格的上涨。

4、节能减排方面相关政策

2019 年 4 月，生态环境部等五部委联合印发了《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，目标要求全国新建（含搬迁）钢铁项目原则上要达到超低排放水平；推动现有钢铁企业超低排放改造，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，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作，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。

2020 年 1 月，中国环境保护产业协会印发了《钢铁企业超低排放改造技术指南》，在技术路线选择、工程设计施工、设施运行管理等方面为钢铁企业实施超低排放改造提供技术支撑和参考，为钢铁行业绿色发展奠定基础。

## 四、行业内发债企业信用状况

1、债券发行、偿还及存续情况

**2019 年以来，钢铁企业在债券市场的融资规模有所增长；目前存续债券规模较大，但主要集中在 AAA 级别的发债企业中，行业整体偿债压力较小。**

2019 年，钢铁企业[1]在银行间和交易所市场共发行债券 183 支（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同），发行规模合计 3147.10 亿元，同比增长 36.36%；兑付[2]债券 144 支，兑付规模合计 2248.48 亿元，同比增长 15.35%；钢铁企业在债券市场的净融资规模为 898.62 亿元，同比增长 151.99%，融资规模增长明显。2020 年 1—11 月，钢铁企业在银行间和交易所市场共发行债券 192 支，发行规模合计 2996.90 亿元；兑付债券 153 支，兑付规模合计 2583.22 亿元；钢铁企业在债券市场的净融资规模合计 413.68 亿元。2020 年 1—11 月，钢铁企业发行规模同比变化不大，兑付规模有所增长，导致净融资规模有所下降。

按级别分布来看，钢铁发债企业的主体信用等级以 AAA 为主。AAA 级别企业的发债规

[1] 按照联合资信行业分类的口径进行统计

[2] 兑付包含到期兑付、提前兑付和回售等

模很大，占总规模的比重维持在 90%以上，且近年来债券融资持续呈净流入状态。

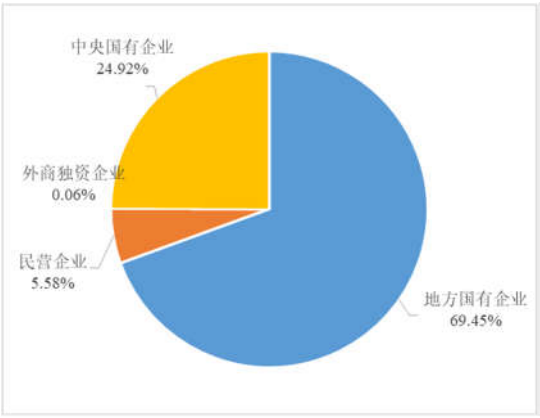
表 2　2018—2019 年和 2020 年 1—11 月钢铁企业债券发行和兑付情况（单位：亿元）

| 类别 | 发行规模 | | | 兑付规模 | | | 净融资规模 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1-11 月 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1-11 月 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1-11 月 |
| AAA | 2162.35 | 2876.60 | 2816.50 | 1632.50 | 1916.94 | 2428.61 | 529.85 | 959.66 | 387.89 |
| $AA^+$ | 100.06 | 230.50 | 169.00 | 208.00 | 275.12 | 119.87 | -107.94 | -44.62 | 49.13 |
| AA | 45.50 | 40.00 | 11.40 | 104.80 | 56.42 | 34.74 | -59.30 | -16.42 | -23.34 |
| $AA^-$ | -- | -- | -- | 4.00 | -- | -- | -4.00 | -- | -- |
| **合计** | **2307.91** | **3147.10** | **2996.90** | **1949.30** | **2248.48** | **2583.22** | **358.61** | **898.62** | **413.68** |

资料来源：Wind，联合资信整理

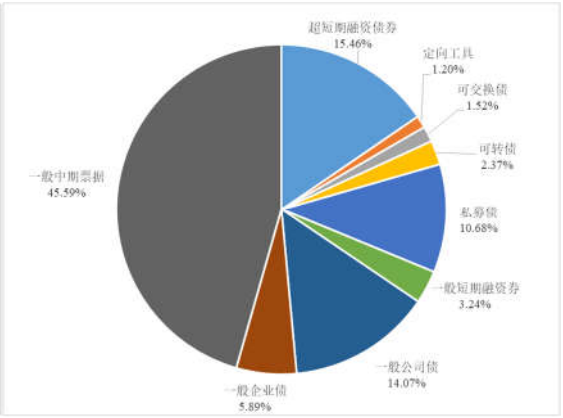
截至 2020 年 11 月底，钢铁企业存续债券合计 336 支，存续规模合计 5247.46 亿元，共涉及发行主体 42 家。其中，AAA 级别的企业 23 家，存续债券合计 4868.73 亿元，占存续债券总额的 92.78%；$AA^+$级别的企业 12 家[3]，存续债券合计 306.55 亿元；AA 级别的企业 6 家，存续债券合计 51.18 亿元；$AA^-$级别的企业 1 家，存续债券合计 15.00 亿元；$A^+$级别的企业 1 家，存续债券合计 6 亿元。从企业性质看，钢铁发债企业以地方国有企业和中央国有企业为主，民营企业发债规模占比较低；从债券品种看，钢铁企业发债以中期票据、超短期融资券和公司债为主。

图 5　截至 2020 年 11 月底存续债券企业性质情况




资料来源：Wind，联合资信整理

图 6　截至 2020 年 11 月底存续债券品种情况




资料来源：Wind，联合资信整理

从存续债券到期分布来看，2021—2023 年债券到期规模均维持在千亿级以上，与钢铁行业每年发债规模相比，偿债压力不大。具体到企业而言，截至 2020 年 11 月底，存续债券规模前五大企业分别为：首钢集团有限公司（余额 1065.00 亿元）、河钢集团有限公司（余额 929.90 亿元）、山东钢铁集团有限公司（余额 527.61 亿元）、宝山钢铁股份有限公司（余额 385.00 亿元）和鞍山钢铁集团有限公司（余额 300.00 亿元），前五大企业的债券存续规模合计占钢铁行业债券总存续规模的 61.13%。上述五家企业的信用等级均为 AAA，且目前经营和财务状况良好，整体偿债风险极小。考虑到钢铁企业发债以周转为主，且发债企业信用资质较好，行业整体偿债压力较小。

[3]江苏永钢集团有限公司被不同评级机构评定为 AA 和 $AA^+$两种评级结果，相关债券已根据其主体级别分别统计

表3　截至2020年11月底钢铁企业存续债券到期分布情况（单位：亿元、支）

| 时间 | 假设债券不回售 | | 假设债券全部回售 | |
|---|---|---|---|---|
| | 到期债务金额 | 到期债券支数 | 到期债务金额 | 到期债券金额 |
| 2020 年 12 月 | 298.00 | 19 | 298.00 | 19 |
| 2021 年 | 1557.92 | 99 | 1886.58 | 123 |
| 2022 年 | 1092.06 | 72 | 1258.20 | 83 |
| 2023 年 | 1199.68 | 79 | 1259.28 | 76 |
| 2024 年 | 523.00 | 33 | 195.00 | 13 |
| 2025 年 | 358.50 | 25 | 210.00 | 16 |
| 2026 年 | 197.30 | 7 | 119.40 | 4 |
| 2029 年 | 5.00 | 1 | 5.00 | 1 |
| 2030 年 | 16.00 | 1 | 16.00 | 1 |
| **合计** | **5247.46** | **336** | **5247.46** | **336** |

资料来源：Wind，联合资信整理

2、信用等级迁徙情况

**随着钢铁行业景气度的回暖，企业盈利水平较供给侧改革前明显改善，发债企业主体信用等级以调升为主。**

2019 年以来主体信用等级发生迁移的钢铁企业共 8 家，全部为上调主体信用等级。其中，2019 年上调 7 家，2020 年上调 1 家。2019 年以来，钢铁发债企业未出现信用等级或展望下调情况。

表 4　2019 年以来钢铁发债企业主体信用等级调整情况

| 公司名称 | 评级行动 |
|---|---|
| 中天钢铁集团有限公司 | 2019 年 3 月，联合评级将公司主体信用等级由 AA 上调至 AA+ |
| 湖南华菱钢铁集团有限责任公司 | 2019 年 4 月，联合资信、东方金诚将公司主体信用等级由 AA+上调至 AAA |
| 山东钢铁股份有限公司 | 2019 年 5 月，大公国际将公司主体信用等级由 AA 上调至 AA+ |
| 新兴铸管股份有限公司 | 2019 年 5 月，联合资信、联合评级将公司主体信用等级由 AA+上调至 AAA |
| 柳州钢铁股份有限公司 | 2019 年 5 月，联合评级将公司主体信用等级由 AA 上调至 AA+ |
| 广西柳州钢铁集团有限公司 | 2019 年 7 月，上海新世纪将公司主体信用等级由 AA+上调至 AAA |
| 攀钢集团有限公司 | 2019 年 11 月，中诚信国际将公司主体信用等级由 AA+上调至 AAA |
| 包头钢铁（集团）有限责任公司 | 2020 年 2 月，联合评级将公司主体信用等级由 AA+上调至 AAA |

注：2018 年，中诚信证评评定山东钢铁股份有限公司主体信用等级为 $AA^{+}$，大公国际评定山东钢铁股份有限公司主体信用等级为 AA

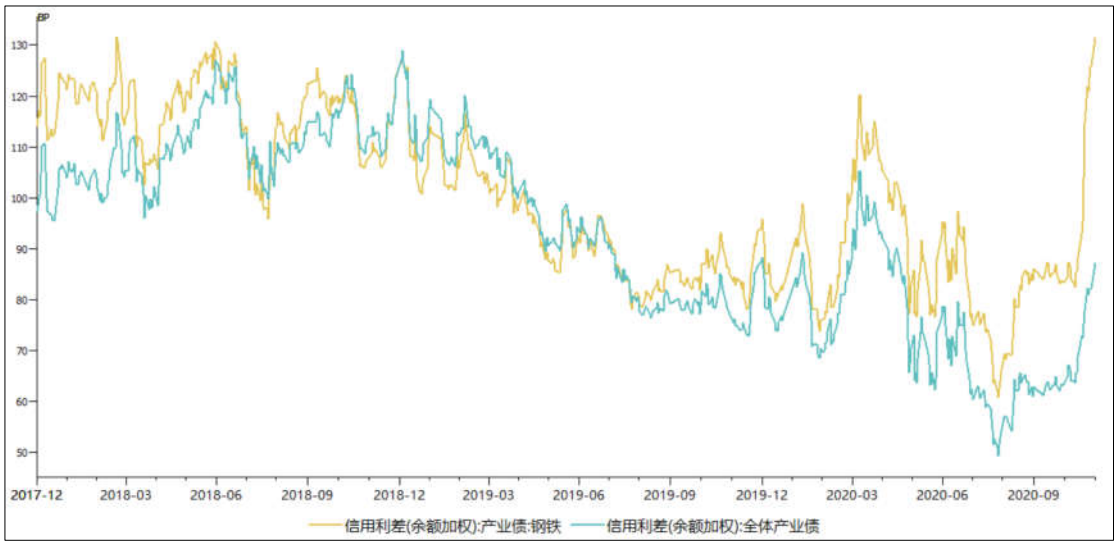
资料来源：Wind，联合资信整理

3、利差分析

**受铁矿石价格上涨影响，钢铁债券信用利差大幅走扩，$AA^{+}$级别的信用利差增幅较 AAA 级别增幅更为明显。**

2019 年以来，钢铁债券与全体产业债的信用利差走势大体相同。但 2020 年下半年以来，随着铁矿石价格的大幅上涨，钢铁债券与全体产业债的信用利差逐渐走扩，投资者对钢铁行业短期内预期较为悲观，对钢铁债券要求较高的风险溢价。

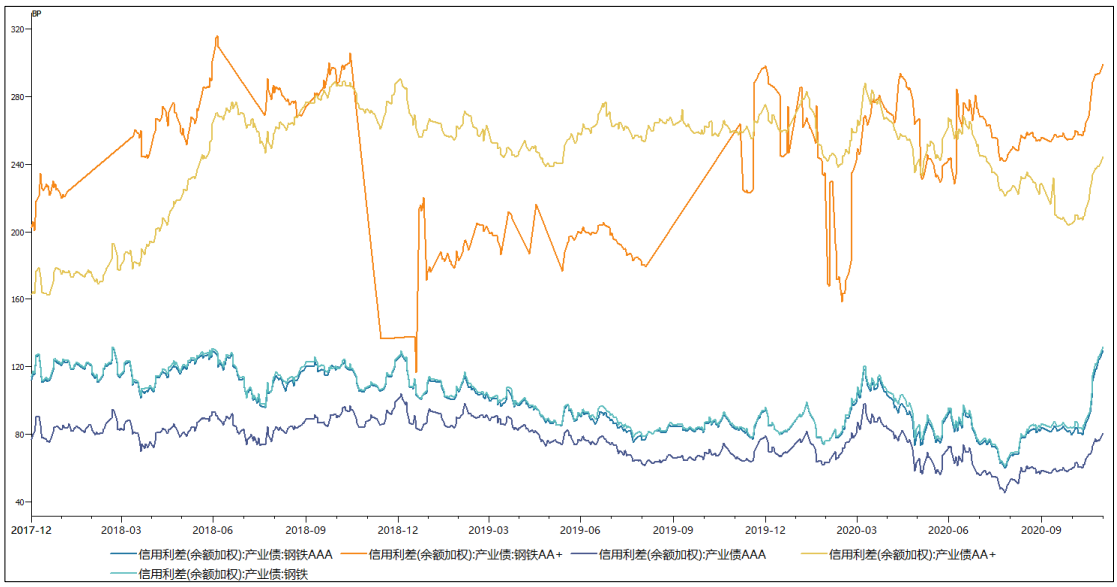
图 7　钢铁与产业债信用利差走势




资料来源：Wind

分级别来看，钢铁发债企业以 AAA 和 AA⁺为主，低级别钢铁企业的发债规模和频率很低，数据可得性较弱，因此本文选取 AAA 和 AA⁺级别钢铁和产业债的信用利差进行分析。2019 年，货币市场资金面整体较为宽松，因此钢铁债券的信用利差呈下降趋势，发债企业的融资成本有所降低。2020 年以来，受新冠疫情和铁矿石价格变动影响，钢铁债券信用利差波动较大。由于钢铁行业 AAA 级别发债企业占比高，钢铁 AAA 级别的信用利差与行业整体信用利差走势基本相同。AA⁺级别的钢铁债券信用利差比 AAA 级别的高 100~200 个 BP 左右，个别月份受个债影响波动幅度相对较大；同时，在铁矿石价格上涨阶段，AA⁺级别的钢铁债券信用利差增幅较 AAA 级别增幅更为明显。

图 8　AAA 级别和 AA⁺级别钢铁与产业债信用利差走势




资料来源：Wind

## 五、行业展望

需求方面，2020 年受新冠疫情影响，宏观调控力度加大，政策刺激下游投资支出增长，对钢铁需求形成有力支撑。2021 年，随着房企“三条红线”政策的逐步实施，房地产用钢需求增速或将有所下降；基建方面，受疫情影响减弱，国内经济逐渐好转，基建用钢需求将保持平稳。

供给方面，目前钢铁产能以减量置换为主，整体产能规模不会增长；但工艺技术提升使得置换后的实际产能利用率远大于被置换产能，且产品结构更为合理。此外，在政策引导下，2021 年钢铁行业预计仍将有大规模的兼并重组事项，以提升产业集中度。

原材料方面，2020 年四季度，铁矿石价格受多方因素影响大幅上涨，已偏离供需关系形成的正常价格区间，过高价格难以长期维持。同时，2021 年随着海外疫情缓解，部分矿山复产以及新建矿山的投产，铁矿石供需紧张局面或将有所缓解，价格中枢预计小幅下行。但考虑到我国铁矿石对外依存度高以及定价机制不合理的局面短期内难以有明显改变，进口铁矿石价格仍将保持强势。2021 年，焦炭供需局面预计变动不大，因此价格或将继续高位震荡。在原材料高价格的支撑下，钢材价格预计将保持高位，但行业利润水平较低。

信用状况方面，钢铁发债企业以高信用等级为主，行业整体信用风险可控。但在铁矿石价格大幅上涨时期，需关注企业自身成本控制能力和外部融资环境变化。区位劣势明显、人员负担重、盈利能力弱、短期债务占比高、融资渠道匮乏的企业需重点关注。

综合来看，联合资信对钢铁行业的展望为稳定。